



# 白酒：平淡中的一些亮点

## —— 2025 年春季糖酒会反馈

2025 年 03 月 24 日

### 核心观点

- **事件：**第 112 届春季糖酒会在成都召开。反馈在这个时点对白酒行业的几点观察：
- **高端酒价格稳定，渠道库存至低位：**去年中秋旺季以来白酒消费需求明显走弱，使白酒企业面临更加富有挑战的缩量竞争环境。稳定产品价格成为酒企首要考虑的问题，因此关注焦点落于高端酒对供需的调节。得益于去年底以来较为坚定的控货，以及一些渠道改革措施配合，在春节旺季之后，高端酒品牌酒企例如五粮液、泸州老窖反馈渠道库存已至近几年低位。进入淡季后飞天茅台批发价格保持平稳，五粮液价格小幅上涨，国窖 1573 价格平稳。高端酒平稳应对了 2025 年第一阶段保持价格稳定的考验。
- **关注次高端结构需求提升和经营策略优化：**从次高端酒企反馈来看，关注两点积极变化：①大众宴席场景消费需求提升。去年部分地区受风俗习惯影响结婚数量下降，今年在低基数基础上婚宴需求将有反弹，预计在“五一”等长假期间消费会有集中体现，预计将带动 400 元以下大众消费价位段白酒需求改善。②泛全国次高端酒企的风险释放和经营策略调整。风险释放方面，24Q3-25Q1 公司报表端的大幅下滑对应着渠道大幅度去库存。经营策略调整方面，从舍得酒业、水井坊等反馈来看，聚焦于基地市场深耕、产品矩阵化序列化成为共同的选择，即经营模式向区域酒模式靠拢。我们认为这是缩量竞争环境下更为务实的策略，有助于夯实底部。
- **缩量竞争环境下，C 端运营致胜：**促进终端动销是各家酒厂各种经营策略的最终目的。今年酒厂进一步加强对终端的直控服务，内部组织上也增加了对 C 端服务的团队资源配备。例如五粮液在部分城市试点终端直配；泸州老窖把货物分配模式从经销商配额升级为终端配额，更加贴近市场需求发货；山西汾酒更加坚定推进渠道执行“汾享礼遇”模式。由于各家酒厂对终端掌控能力的差异，费用投入政策将会有所差异。从酒企反馈来看，通过数字化等手段实现了较好终端掌控的酒企，倾向于在今年增加销售费用投入，以促进终端产品动销，我们预计将获得更好动销表现。
- **投资建议：**截止目前，高端白酒企业较为理性的控货使行业价格秩序保持稳定。行业景气度明显改善之前，推荐自身具备 $\alpha$ 的山西汾酒，今世缘；关注低估值、 $\beta$ 属性强的泸州老窖。
- **风险提示：**高档酒企改变控货策略的风险，白酒商务消费需求持续低迷的风险。

### 重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600809.SH	山西汾酒	8.56	10.02	10.85	24.9	21.3	19.6	推荐
603369.SH	今世缘	2.52	2.88	3.16	20.5	17.9	16.4	推荐

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

### 白酒

推荐 维持

### 分析师

刘来珍

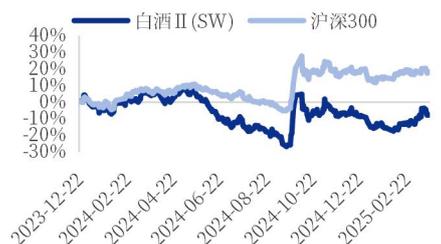
☎：021-2025-2647

✉：liulaizhen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523040001

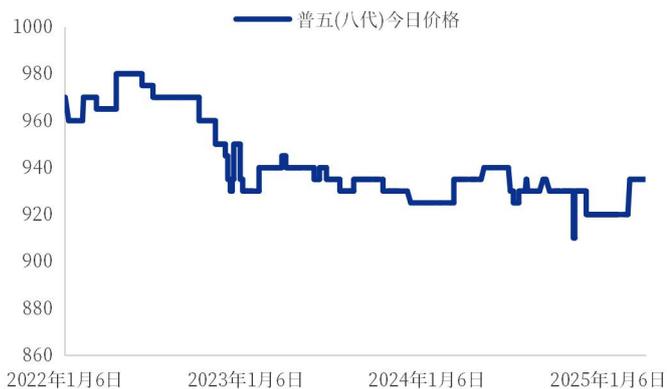
### 相对沪深 300 表现图

2025-03-24



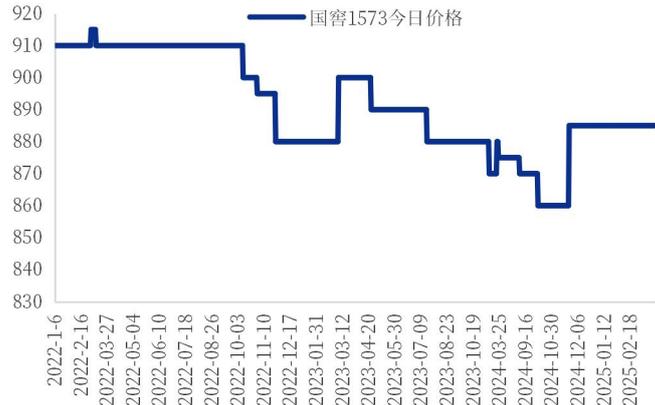
资料来源：中国银河证券研究院

图 1: 第八代五粮液批发价格 (元)



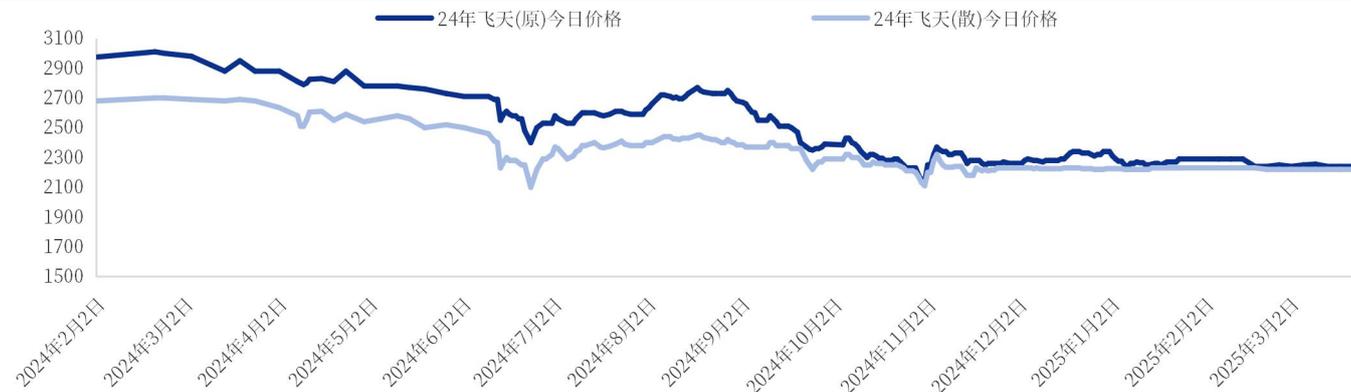
资料来源: 郑州百荣酒价, 中国银河证券研究院

图 2: 国窖批发价格 (元)



资料来源: 郑州百荣酒价, 中国银河证券研究院

图 3: 飞天茅台批发价格 (元)



资料来源: 郑州百荣酒价, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍 上海交通大学金融学硕士，8年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避： 相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn