

白酒

证券研究报告

2025年03月27日

春糖总结：氛围平稳符合预期，看好潜在修复机会

展会规模同比基本持平，参展氛围平稳

2025年春季糖酒会展会总展览面积32.5万平方米，展商数量超6600家，预计参展专业观众超40万人次，较2024年春糖展览面积基本持平，展商数量略有提升（2024年为6500家），参展人次基本持平。据时代财经APP报道，不少酒商表示今年糖酒会展位行情较往年偏淡，多个酒店展展位费出现一定下降，我们认为，糖酒会氛围平淡或主要系：①多数头部酒企在全国市场的布局已基本完成，传统意义上大规模通过糖酒会开拓新市场的需求趋弱；②主流厂家通过在当地建立营销办事处，依托本土业务员精准招商，传统招商模式有了极大变化；③头部名酒代理商较为稳定，代理权相对稀缺，展会招商需求小，更多是通过糖酒会展示品牌形象、文化与新品；④电商渠道和短视频兴起，通过线上渠道就可以展示产品、与经销商合作销售。

供给端持续出清，顺应需求趋势推新品

据酒业家报道，2024年，989家全国规模以上酒企累计白酒产量414.5万千升，同比下降1.8%；白酒行业销售收入为7963.84亿元，同比增长5.30%；白酒行业利润为2508.65亿元，同比增长7.76%，2024年行业产能进一步出清。春季糖酒会期间部分酒企发布新品，其中舍得酒业发布三款产品新品（舍得中国智慧系列、沱牌“韵”系列（红韵/祥韵）、沱牌曲酒大师版）、洋河股份焕新升级推出第七代海之蓝。新品主要定位于中档价位，顺应消费需求追求“质价比”趋势。

大众价位带仍表现向好，核心单品批价企稳

分价位带看，大众价位带表现仍相对较好，主要系大众白酒契合当下消费者对性价比的追求，因而动销表现相对突出，安徽、江苏等地区强势产品或持续受益，表现相对较优。高端、次高端价位所对应的高端礼赠和商务宴席表现整体仍偏弱，但龙头酒企已开始重视客群转型，围绕“新商务”人群打造新消费场景，谋求商务场景边际增量。从价格走势看，2025年头部酒企对价格重视度提高，在行业整体“控量挺价”大背景下，茅台批价整体稳定，经销商信心有望逐步恢复。

消费政策积极出台，先PE后EPS，板块后续有望迎来反转

我们认为，从板块PE/EPS表现角度看，PE基本先行于业绩增速变化，且PE变化幅度往往比EPS更大，或主因：板块盈利弹性主来自于“价”，市场对“价”走势的前瞻判断会敏感的体现在PE中；品牌酒企拥有相对强挤压式增长下的市占率提升逻辑（强品牌/渠道壁垒），因此上行期EPS弹性仍大&下行期EPS稳定性较一般消费品强。基于当前板块估值仍具性价比&股息率已有吸引力&EPS预期已下行&消费政策逐步落地或抬升终端动销预期等，我们重点关注短期白酒板块由预期推动（PE）的向上布局机会；若消费持续复苏，中长期EPS（预期）亦有望上行。

投资建议：①当前板块向下风险：消费下滑；飞天茅台批价下滑；②当前板块向上催化：25Q1业绩承压点度过（24Q1业绩高基数）；消费政策逐步落地潜在消费场景逐步修复；房地产预期逐步平稳；25H2业绩低基数下板块业绩增速或存潜在弹性等。我们看好后续淡季窗口期下，潜在消费政策落地&房地产预期企稳或推升板块PE机会（PE先于EPS，预期先于PE）；①强 α 主线：今世缘/山西汾酒/迎驾贡酒/贵州茅台等；②顺周期 β 主线：泸州老窖/酒鬼酒/水井坊/舍得酒业等。

风险提示：行业竞争加剧；消费需求复苏节奏不及预期；食品安全风险；行业政策及标准调整风险等。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

张潇倩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060003
zhangxiaojian@tfzq.com

唐家全 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110003
tangjiaquan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《白酒-行业专题研究:投资体系探讨:白酒周期复盘,拨云见日或可期》2025-03-07
- 《白酒-行业专题研究:2024H1业绩总结—高端酒延续稳健,中档酒内部升级显著》2024-09-27
- 《白酒-行业深度研究:强 α 酒企市占率加速提升,中档扩容趋势延续》2024-06-14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com