

证券研究报告

行业研究

行业周报

食品饮料

投资评级 看好

上次评级 看好

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号：S1500523080005

邮箱：zhaodanchen@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

2025 年春糖白酒观察：务实求变

2025 年 03 月 28 日

本期内容提要

事件：2025 年春季糖酒会已于 3 月 20-3 月 27 日在成都举办。

◆**整体感受：参展人气偏淡，发布活动增多。**过去，糖酒会承担着帮助品牌招商的重要功能，而如今，在白酒行业下行趋势中，大品牌、大单品流速快，但招商已相对充分，小品牌、开发品动销慢，对酒商的吸引力也逐渐下降，糖酒会的招商功能有所弱化，参展的酒商数量不如往年，人气也较淡。不可否认的是，春糖仍是最具行业影响力的盛会之一，越是行业表现艰难，越要依托其发声求变。我们看到春糖期间，金沙酒业作为糖酒会首席合作伙伴，在成都召开厂商命运共同体大会；舍得酒业举办第四届老酒节；水井坊举办战略发布大会；酒鬼酒召开馥郁大会并发布三款新品；洋河发布第七代海之蓝和两款高线光瓶酒；古井贡酒赞助微酒论坛并做产品宣讲等。此外，头部酒企以品牌宣传为主，寻求差异化文化活动，例如泸州老窖窖主节、汾酒国乐之旅。

◆**行业保持平稳，酒商心态触底。**春节是一年之中白酒销售最快的时间，旺季过后，面对不确定的宏观环境，酒企开始控货稳价，保证渠道的稳定是第一位的。我们也关注到，为了避免系统性风险的发生，头部品牌率先表态，例如茅台借助丰富的产品矩阵分担飞天大单品的批价压力，五粮液明确经销商减量后普五批价持续上行，汾酒依靠四轮驱动充分发挥清香品类及多价位带优势。头部的稳定是行业稳定的压舱石，而强集中、强分化趋势依然存在，更多看每家企业的战略调整能力。我们认为，当前节点行业还未进入真正的淡季，商务活动有所活跃但尚没有明显好转，酒商心态在经过去年中秋国庆的动销低谷后逐渐平稳，我们预计 2025 年对白酒行业来讲仍是调整年，渠道出清速度决定行业触底时间。

◆**名酒务实求变，渠道加快变革。**发展红利退去，渠道盈利空间恶化是普遍现象，部分酒企的高库存模式也在侵蚀渠道的现金流。厂家和渠道是共生关系，缺一不可，透过报表可以看到，酒企仍有较高的利润空间，而渠道已被内卷的环境消耗殆尽，如何解决渠道难题，是酒企需要俯身关注的，例如泸州老窖和汾酒都在推行五码产品实现更有效的控盘分利，即酒给经销商兜底 5% 的利润。同时，我们观察到新兴渠道的兴起也在对渠道生态产生潜移默化的影响，线上直播、私域、电商等卖酒方式正蚕食传统线下烟酒店的份额，尤其是对价格体系的冲击，酒企如何拥抱此类渠道触及消费者，仍是值得研究的课题。

◆**综合上述趋势，**我们对白酒行业的调整保持谨慎乐观的态度，稳定是发展的前提，上半年在高基数下，上市公司报表大概率会出现普遍降速，中秋国庆将是下半年的重要观察点，渠道出清速度与宏观环境的修复是否能匹配，决定行业基本面的调整拐点。头部企业依靠品牌力优势、渠道优势、产品矩阵优势，有望更好缓解下行压力，推荐贵州茅台、五粮液、山西汾酒、今世缘，关注迎驾贡酒、古井贡酒、泸州老窖。

◆**风险因素：**宏观经济不确定风险；行业竞争加剧风险；消费力下降风险

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。