

白酒板块4月投资策略及第二季度展望

淡季需求回落，提振内需预期加强

行业研究 · 行业专题

食品饮料 · 白酒

投资评级：优于大市

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

联系人：张未艾

zhangweiai@guosen.com.cn

■**关税政策影响，提振内需政策预期升温，白酒板块抗风险能力较强。**4月初以来受美国对等关税影响，食品饮料板块整体跟随大盘震荡回落，白酒板块作为内需核心资产股价走势展现较好的抗风险韧性。收入端看，伴随提振消费政策逐步落地，商务、宴席等场景或均有改善；利润端看，白酒行业原材料主要为粮食、水，不受关税扰动影响。

■**4月进入基本面验证阶段，淡季需求回落。**2025Q1板块能见度较高，春节动销低预期下平稳过渡，行业分化趋势持续演绎。第二季度为传统淡季，3月以来消费需求回落较快，飞天批价有所回落、但同比跌幅相对2月收窄。我们判断2025Q2及下半年基本面仍在磨底，拐点或尚未清晰：1) 竞争格局看，茅台通过对规格产品放量，系列酒增投费用，扩大渠道覆盖面和消费者基础，增强自身增长确定性；2) 竞争策略看，当前行业需求下降主因经济结构和人口结构转型所致，过去几年酒企以价换量策略的边际收益逐步递减，今年公司对稳价的诉求更强。因此我们认为在行业降速共识强化的背景下，第二季度及以后仍将以去库存、促动销为主线任务。

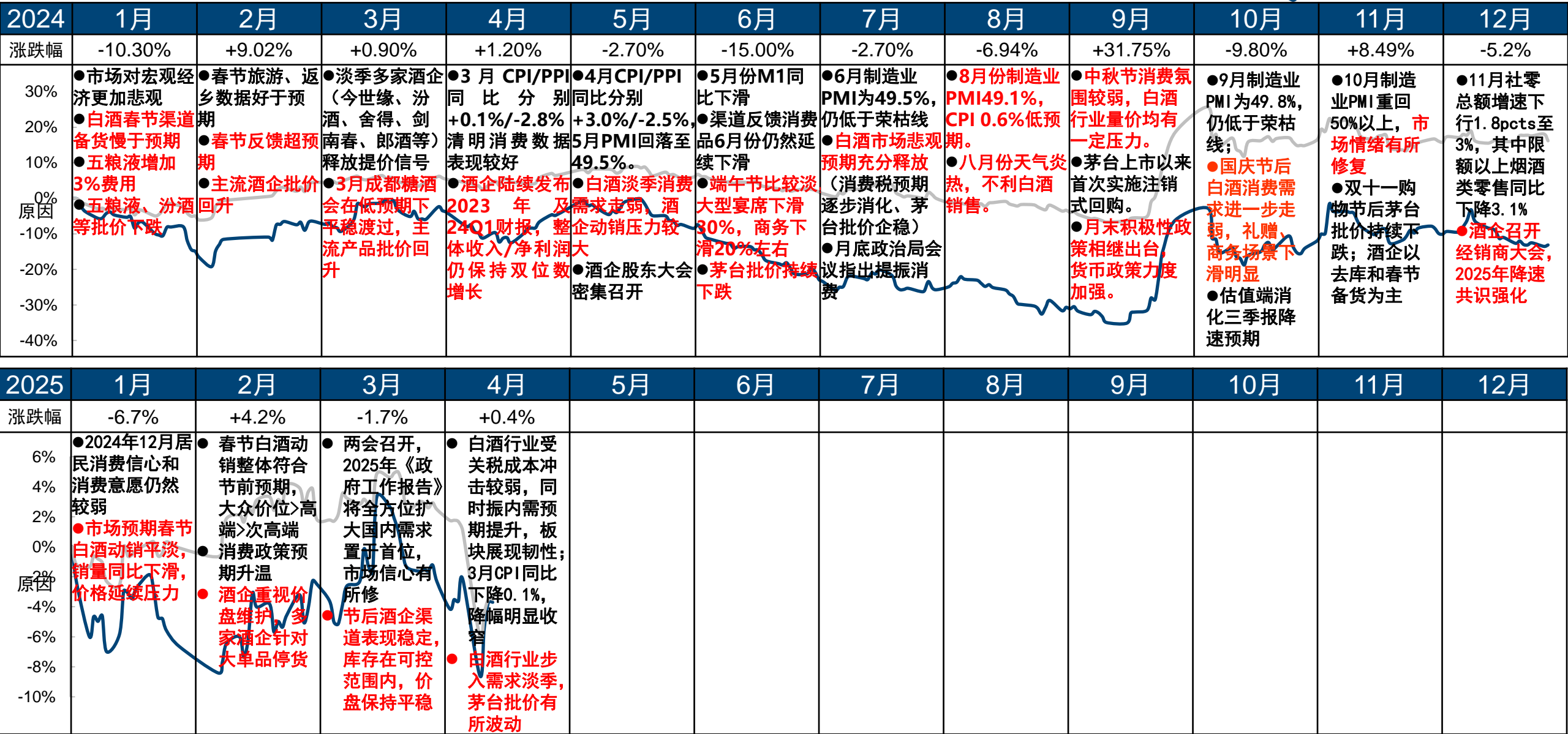
■**本轮周期或将演绎“茅台向下扎根，汾酒向上生长”的逻辑。**我们认为伴随需求磨底修复，复苏周期将以优质公司复苏为主。在行业存量或缩量背景下，将由茅台和汾酒主导竞争，其中茅台转变营销思路，通过产品、渠道、服务扩大消费者群体；汾酒老白汾接棒玻汾快速增长、青26及以上拉高品牌形象，ASP提升空间更大，估值上或将由汾酒引领。

■**投资建议：**4月推荐组合为**山西汾酒、贵州茅台、今世缘**。

■**风险提示：**宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；消费税等行业政策；安全事故导致消费品企业品牌形象受损；市场系统性风险导致公司估值大幅下降。地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；食品安全问题等。

- [01] 白酒板块股价回顾：提振内需背景下，板块抗风险韧性较强
- [02] 主要白酒公司跟踪：进入公司基本面验证期，行业淡季需求回落
- [03] 2025Q2/H2行业展望：基本面仍在磨底，优质公司强者恒强
- [04] 白酒投资组合、盈利预测

外部环境不确定性加剧，白酒作为内需核心资产关注度提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/4/9

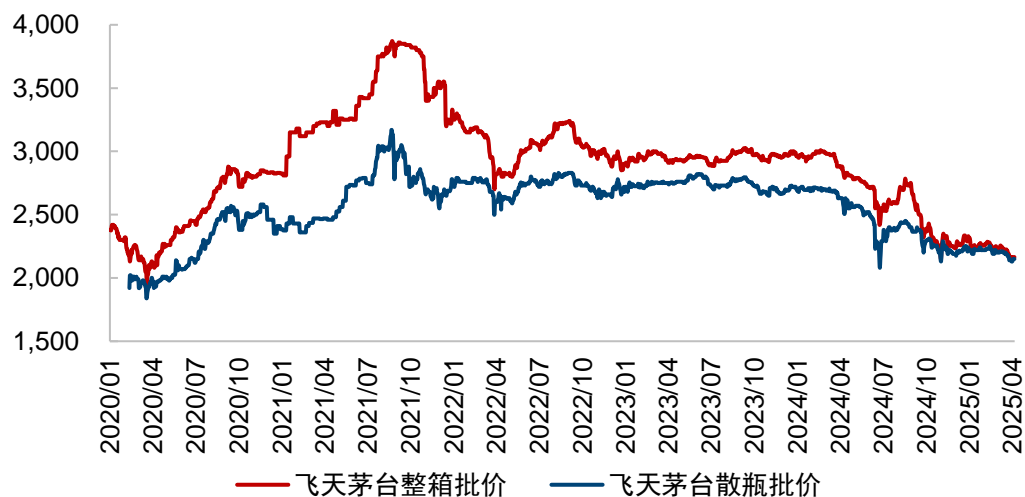
白酒指数 沪深300

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

高端批价：步入需求淡季，高端酒批价均有回落

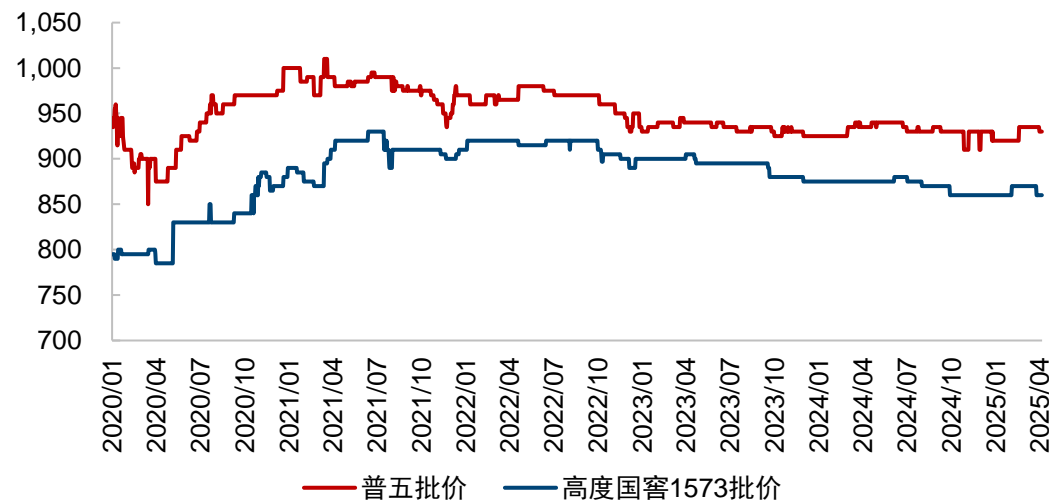
- 进入需求淡季，3月飞天茅台批价波动下行。截至4/6，原箱/散装飞天茅台价格分别为2165/2150元，较3月初下跌65/50元。今年春节后需求较快回落，商务、宴席场景均表现平淡，叠加3月配额逐步到货，批价自然回落；但公司多批次、小批量发货，整体表现平稳。
- 淡季普五/国窖批价环比-5/-10元。截至4/6，普五批价930元，高度国窖批价860元，较3月初分别下降5元和10元。五粮液旺季停货后库存去化较好，节后针对低库存渠道少量发货，但整体发货进度仍缓慢；国窖在渠道数字化管理下，向来能维持供需平衡；我们认为3月普五和国窖批价下跌主因需求端疲软，渠道信心受到扰动。

图：茅台批价走势（元）



资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2025/4/6

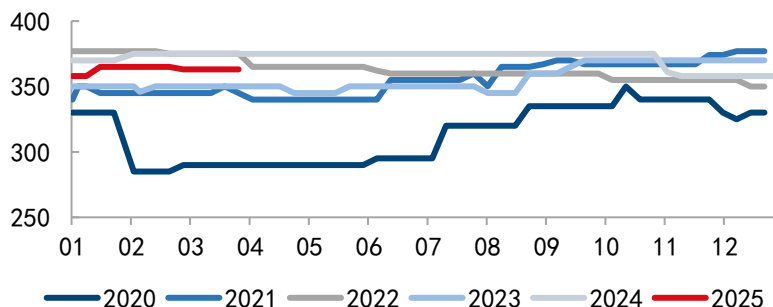
图：普五和高度国窖批价走势（元）



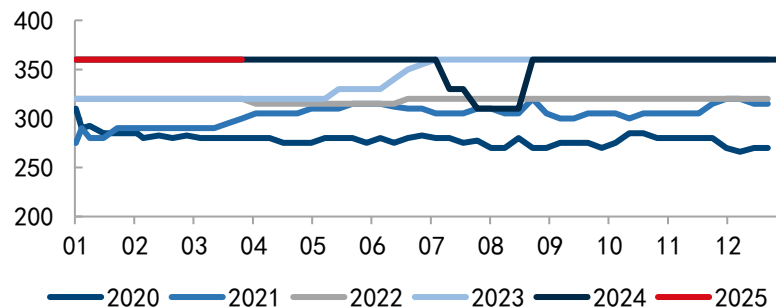
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2025/4/6

次高端批价：3月需求回落，主流公司稳价诉求提升

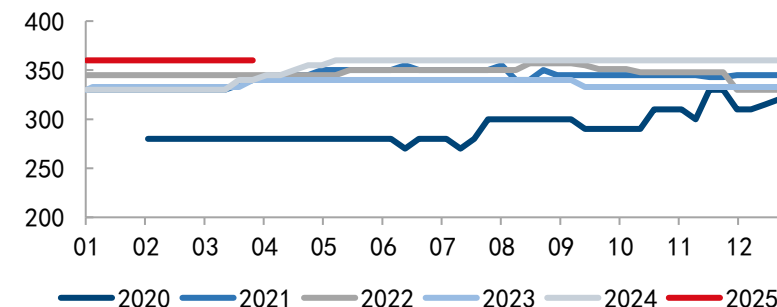
青花20批价363元——3月下跌2元



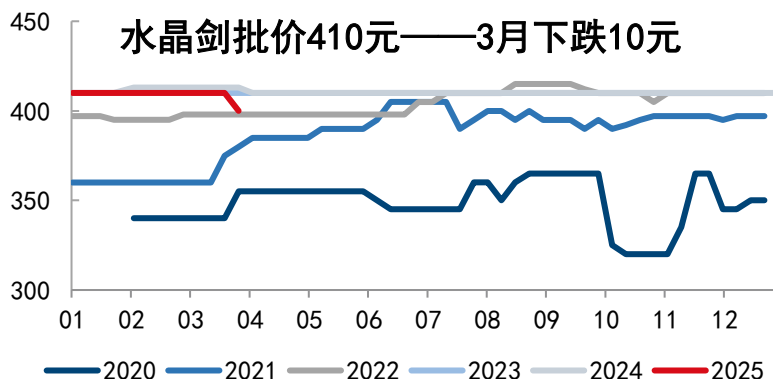
臻酿8号批价360元——3月持平



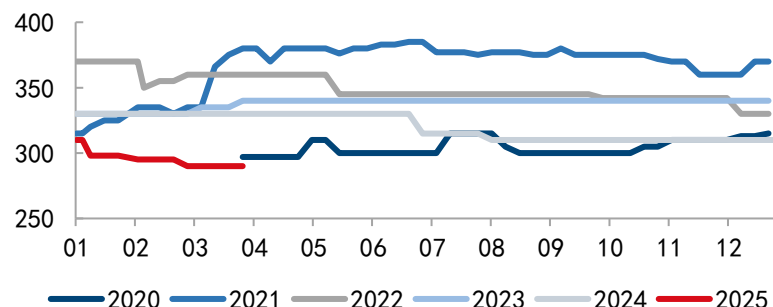
品味舍得批价360元——3月持平



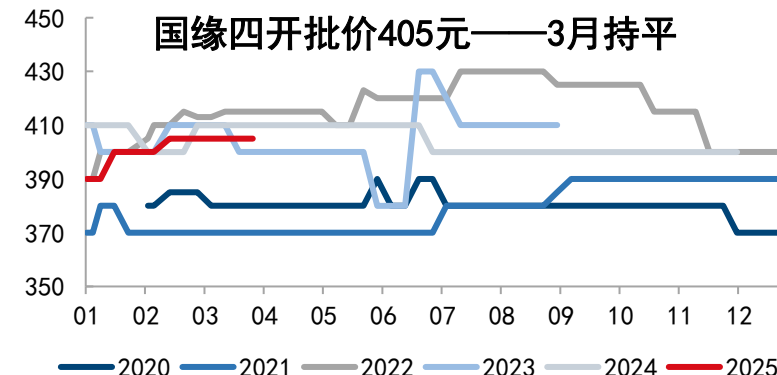
水晶剑批价410元——3月下跌10元



珍15批价290元——3月下跌5元



国缘四开批价405元——3月持平

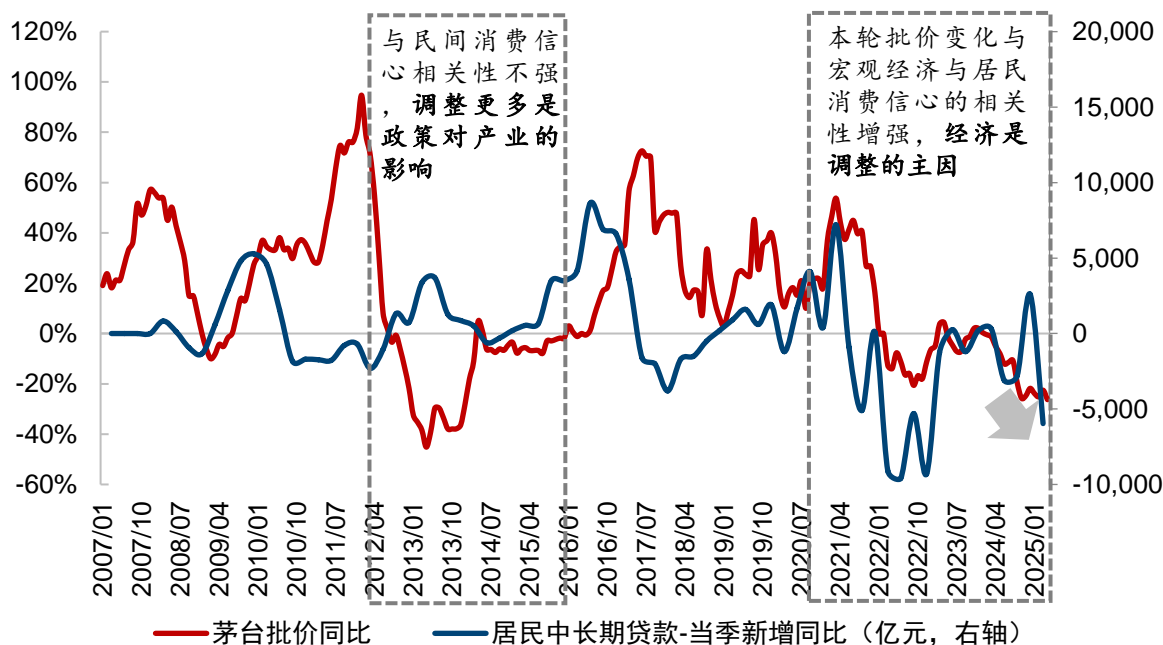


景气度跟踪：政策预期升温，消费信心有望磨底修复，茅台供需调控能力加强



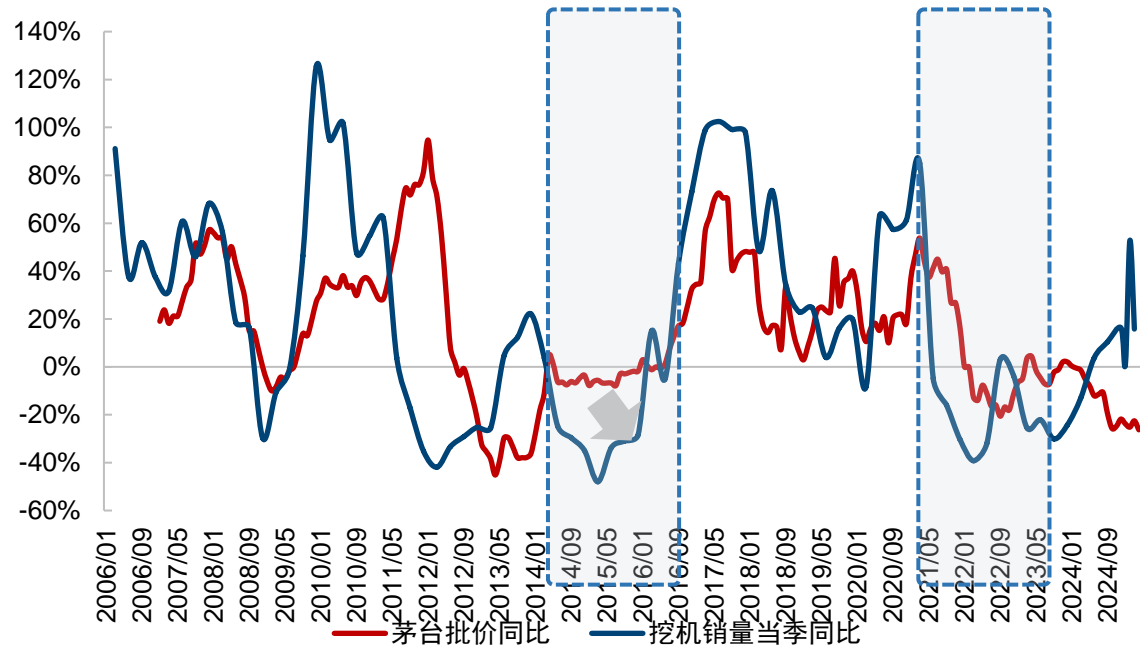
- 居民端信贷数据仍有压力，提振内需预期加强，消费信心修复的方向确定。3月挖机销量增速稳健，机械工程主要产品开工率环比提升，或验证商务场景已有筑底调整趋势。1-2月居民中长期贷款累计少增1449亿元，短期消费信心仍处于磨底阶段；进入淡季消费数据需要进一步验证，但3月CPI同比降幅明显收窄，叠加提振内需预期升温，消费信心或将逐步修复。
- 全年飞天批价有望企稳2000-2400元。需求端看，3月飞天保持自然动销，库存低位运作，淡季自然回落为正常现象；供给端看，公司精准化、分批次发货，同时用公斤装等其他产品拉动开瓶消费，保护飞天批价。3-4月飞天批价同比降幅相对2月有所收窄，我们预计当前阶段飞天批价同比变动值或为年内最低，全年有望维持在2000-2400元区间。

图：箱装飞天茅台批价同比增速与居民中长期贷款拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/4/9

图：箱装飞天茅台批价同比增速与挖机销量拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/4/9

股票名称	总市值 (亿元)	营业总收入 (亿元)		收入YOY		归母净利润 (亿元)		利润YOY		25Q1营收 (亿元)	YOY	25Q1利润 (亿元)	YOY	预测PE		PB(LF)	分红率	股息率
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	25Q1E	25Q1E	25Q1E	25Q1E	PE(24)	PE(25)		2024E	2024E
贵州茅台	19,359	1741.4	1907.5	15.7%	9.5%	862.3	942.7	15.4%	9.3%	511.3	10.0%	259.9	8.0%	22.5	20.4	8.30	75.0%	3.3%
五粮液	5,133	893.6	938.3	7.3%	5.0%	325.6	345.2	7.8%	6.0%	355.3	2.0%	143.3	2.0%	15.9	14.5	3.76	70.0%	4.4%
泸州老窖	1,938	318.1	324.4	5.2%	2.0%	138.8	141.6	4.8%	2.0%	93.7	2.0%	46.2	1.0%	13.6	12.7	4.27	65.0%	4.7%
山西汾酒	2,716	364.0	400.4	14.0%	10.0%	122.1	134.3	17.0%	10.0%	165.7	8.0%	66.4	6.0%	22.2	20.0	8.02	60.0%	2.8%
舍得酒业	198	54.0	50.8	-24.3%	-6.2%	3.5	4.2	-80.5%	22.8%	13.7	-35.0%	3.3	-40.0%	57.3	27.9	2.91	40.9%	0.7%
酒鬼酒	146	14.2	15.7	-49.7%	10.0%	0.1	1.8	-97.7%	1300.0%	4.0	-20.0%	0.6	-20.0%	1303.6	93.1	3.64	59.3%	0.0%
洋河股份	1,139	284.9	270.6	-14.0%	-5.0%	80.1	73.7	-20.0%	-8.0%	149.5	-8.0%	54.5	-10.0%	13.6	14.0	2.13	70.1%	4.8%
今世缘	693	114.6	126.1	13.5%	10.0%	34.3	37.8	9.5%	10.0%	50.9	9.0%	16.7	9.0%	20.2	18.3	4.61	39.8%	2.1%
古井贡酒	942	236.0	258.2	16.4%	9.4%	55.1	64.2	20.2%	16.5%	89.5	8.0%	22.9	11.0%	17.1	14.4	4.03	51.8%	4.0%
迎驾贡酒	427	74.0	81.2	10.1%	9.8%	26.5	29.6	15.9%	11.8%	24.4	5.0%	9.6	5.0%	16.3	13.6	4.61	45.5%	2.7%
口子窖	213	57.6	60.5	-3.3%	5.0%	17.5	18.4	1.9%	5.0%	16.8	-5.0%	5.7	-4.0%	12.7	11.9	2.10	52.2%	4.1%
金徽酒	98.56	30.2	33.8	18.6%	12.0%	3.9	4.3	18.0%	10.0%	11.5	7.0%	2.3	5.0%	25.4	23.1	3.26	64.0%	2.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至4/9

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [01] 白酒板块股价回顾：提振内需背景下，板块抗风险韧性较强
- [02] 主要白酒公司跟踪：进入公司基本面验证期，行业淡季需求回落
- [03] 2025Q2/H2行业展望：基本面仍在磨底，优质公司强者恒强
- [04] 白酒投资组合、盈利预测

2.1、贵州茅台：2025年目标收入增长9%左右，工具箱仍然充足



表：公司财务信息及基本面表现更新

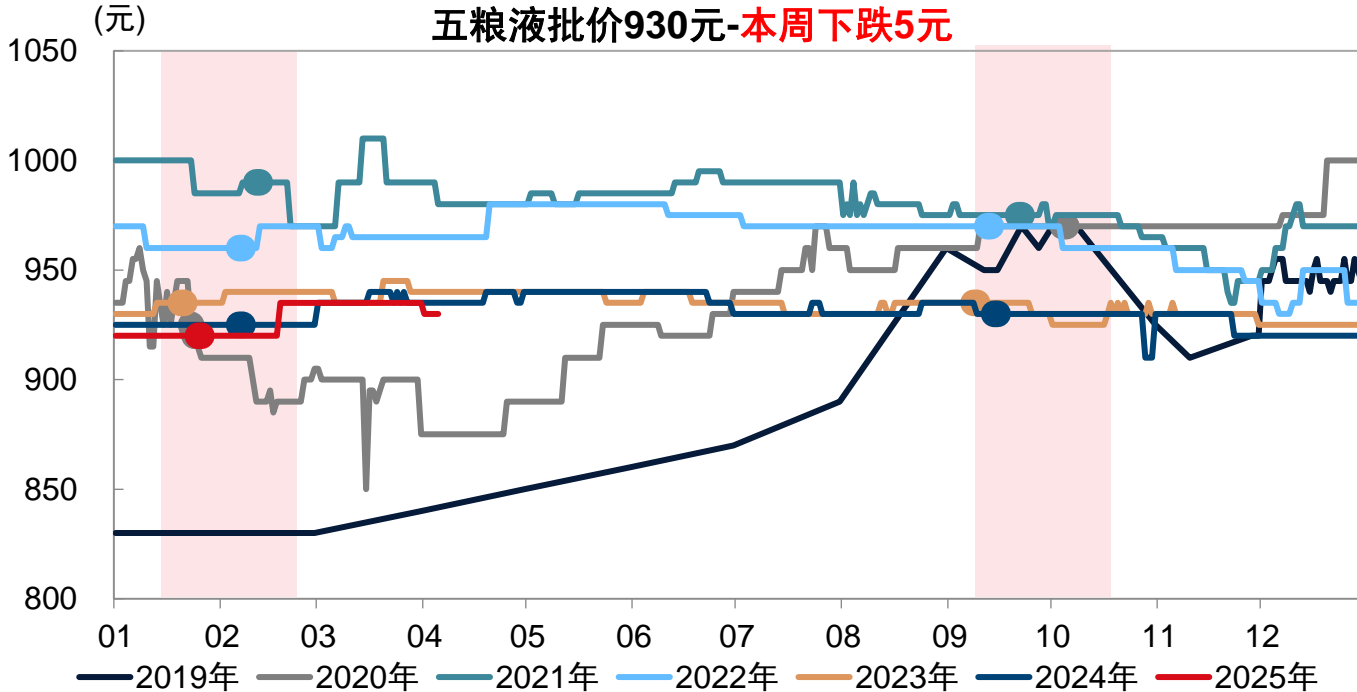
财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
		收入 (+15.7%)	净利润 (+15.4%)	对应24年PE	收入 (+9.3%)	净利润 (+9.1%)	对应25年PE	收入 (+10.0%)	净利润 (+8.0%)
	年报披露2025年主要目标：营业总收入较上年度增长9%左右	1741.4亿元	862.3亿元	22.5x	1903.7亿元	940.7亿元	20.4x	511.3亿元	259.9亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	飞天茅台（箱装）批价表现							
	<ul style="list-style-type: none">● 2024年公司实现营业总收入1741.4亿元/同比+15.7%，归母净利润862.3亿元/同比+15.4%，收入及净利润均高于此前预告。茅台酒营收同比+15.3%，销量+10.2%/吨价+4.6%，销量增量主要由公斤装、生肖酒贡献，普飞批发渠道涨价推动吨价提升。系列酒营收同比+19.7% 预计茅台1935报表端100亿左右收入。2024Q4营业总收入同比+12.8%/归母净利润同比+16.2%，费效比提升较好。● 2025年主要目标为实现营业总收入较上年度增长9%左右，通过开发区域小IP、增投其他规格飞天、系列酒增投费用等补充收入增量。1935从配额制转向申购制后动销彰显韧性，预计后续其他倒挂产品也会进行销售模式的改革。● 3月底以来步入需求淡季，飞天批价有所波动，但公司供给端调节能力增强，预计4月出现急跌的风险不大。	<p>(元)</p> <p>箱装飞天批价2165元-本周持平</p> <p>— 2019年 — 2020年 — 2021年 — 2022年 — 2023年 — 2024年 — 2025年</p>							

资料来源：今日酒价，公司公众号，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/4/6

2.2、五粮液：批价表现平稳，营销改革工作逐步推进



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
		收入 (+7.3%)	净利润 (+7.8%)	对应24年PE	收入 (+5.0%)	净利润 (+6.0%)	对应25年PE	收入 (+2.0%)	净利润 (+2.0%)
	预计收入增长5%左右	893.6亿元	325.6亿元	15.9x	938.3亿元	345.2亿元	14.5x	355.3亿元	143.3亿元
基本面	公司近期变化及关键变量		第八代五粮液（普五）批价表现						
	<ul style="list-style-type: none">● 今年以来普五批价表现整体平稳，公司挺价决心坚定：1) 经销商和专卖店分阶梯调减任务量，低库存运作，厂家精准化发货，整体发货进度较慢；2) 对于计划外的需求量，将通过专营公司打款和发货，预计经销商和专卖店打款价高于当前，有助于批价上挺。● 按照新的组织架构和营销体制开展工作，核心是以消费者为中心，推进厂商再分工加强渠道管控。1) 以专营公司为单位，分片区网格化精准推动营销，缩短决策流程，做客户拓展、渠道梳理、价盘管控、物流管理等工作，目前正积极开拓团购渠道，开展和企业的合作。2) 终端直配的方式，降低渠道成本的同时也监控了物流去向，掌握了消费者和开瓶场景。		<p>五粮液批价930元-本周下跌5元</p> 						

资料来源：百荣酒价，微酒，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/4/6

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.3、泸州老窖：开瓶率超过40%，2025年继续以开瓶动销为工作重心



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
		收入 (+5.2%)	净利润 (+4.8%)	对应24年PE	收入 (+2.0%)	净利润 (+2.0%)	对应25年PE	收入 (+2.0%)	净利润 (+1.0%)
		318.1亿元	138.8亿元	13.6x	324.4亿元	141.6亿元	12.7x	93.7亿元	46.2亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	高度国窖1573批价表现							
	<ul style="list-style-type: none">节后产品自然动销为主，回款、发货保持精准化，库存水平同环比均有下降，预计国窖经营节奏快于特曲，西南和华北优势区域动销表现好于其他。进入需求淡季高度国窖批价环比下跌至860元，但在渠道数字化的管理模式下供需较为适配，整体表现稳定。2024年公司以消费者开瓶动销为导向，当前综合开瓶率超过30%，泸州老窖品牌开瓶率超过40%，渠道推力的“右侧策略”逐步显现成效；2025年公司将配额制度优化为“开瓶决定配额，配额决定规模”，看好真实消费的进一步增长。我们认为公司具有较强的战略前瞻性：1) 数字化工程赋能管理、生产、消费者资产掌握；2) 产品全价位布局应对需求变化，挖掘养生酒、精酿啤酒等产品。								

资料来源：今日酒价，公司公告，酒业家，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/4/6

2.4、山西汾酒：品牌及清香势能向上，2025年增长思路清晰、确定性高



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值																																																																																																	
		2024年			2025年			2025Q1E																																																																																											
	预计收入增长5-10%，省内增速8%左右，省外增速15%左右	收入 (+14.0%)	净利润 (+17.0%)	对应24年PE	收入 (+10.0%)	净利润 (+10.0%)	对应25年PE	收入 (+8.0%)	净利润 (+6.0%)																																																																																										
		364.0亿元	122.1亿元	22.2x	400.4亿元	134.3亿元	20.2x	165.7亿元	66.4亿元																																																																																										
基本面	公司近期变化及关键变量	青花20批价表现																																																																																																	
	<div><div>● 步入需求淡季，公司以去库存和促动销为主。2-3月白酒行业需求较快回落，公司主要产品市场动销较为稳健，预计公司适当增投费用提升经销商积极性，同时适当增加2024年减少的玻汾开拓薄弱市场，我们预计2025Q1利润端增速或慢于收入端。</div><div>● 春糖期间清香型白酒产品展位密度明显提升，侧面印证公司带动清香势能提升。</div><div>● 2025年公司经营思路清晰，看好全年增速高于行业平均。1) 产品层面，品牌势能持续释放，存量竞争中获得份额提升，老白汾是发力重点，预计增长最快，青花26及以上产品拉升结构，预计增速较快，青20稳健增长。2) 区域层面，按照山西-环山西-长江以南的拓展思路，华北地区在文化和品牌带动下市占率提升，长江以南预计从经济高地开始突破。</div></div>	<div>青花20批价363元——本周持平</div> <table><caption>青花20批价表现 (单位: 元)</caption><tr><th>年份</th><th>01</th><th>02</th><th>03</th><th>04</th><th>05</th><th>06</th><th>07</th><th>08</th><th>09</th><th>10</th><th>11</th><th>12</th></tr><tr><td>2020</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td></tr><tr><td>2021</td><td>310</td><td>310</td><td>310</td><td>310</td><td>310</td><td>310</td><td>310</td><td>310</td><td>310</td><td>310</td><td>310</td><td>310</td></tr><tr><td>2022</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td></tr><tr><td>2023</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td></tr><tr><td>2024</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td></tr><tr><td>2025</td><td>363</td><td>363</td><td>363</td><td>363</td><td>363</td><td>363</td><td>363</td><td>363</td><td>363</td><td>363</td><td>363</td><td>363</td></tr></table>								年份	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	2020	290	290	290	290	290	290	290	290	290	290	290	290	2021	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310	2022	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	2023	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	2024	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	2025	363	363	363	363	363	363	363	363	363	363	363
年份	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12																																																																																							
2020	290	290	290	290	290	290	290	290	290	290	290	290																																																																																							
2021	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310	310																																																																																							
2022	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330																																																																																							
2023	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350																																																																																							
2024	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370																																																																																							
2025	363	363	363	363	363	363	363	363	363	363	363	363																																																																																							

资料来源：今日酒价，公司公告，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/4/1

2.5、洋河股份：第七代海之蓝焕新升级，2025Q1帮助经销商去化库存



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值																																				
		2024年			2025年			2025Q1E																														
	预计收入持平有一定难度	收入 (-14.0%)	净利润 (-20.0%)	对应24年PE	收入 (-5.0%)	净利润 (-8.0%)	对应25年PE	收入 (-8.0%)	净利润 (-10.0%)																													
		284.9亿元	80.1亿元	13.6x	270.6亿元	73.7亿元	14.0x	149.5亿元	54.5亿元																													
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现																																				
	<div>● 2025年春糖期间公司召开第七代海之蓝升级发布会：作为公司大单品，海之蓝销售口径收入超过100亿元，年销1亿瓶，第七代在口感品质、外观设计、价格体系上均有升级。</div> <div>● 春节后需求走弱，公司帮助经销商去化库存、缓解资金压力，我们预计公司今年将降低回款任务、放缓发货速度，当前主要产品批价环比表现稳定，侧面反应库存得到控制（3个月左右）。</div> <div>● 今年公司继续战略聚焦省内市场，竞争烈度加大背景下，预计保持积极的费用投入力度保存量份额。</div>	<div><table><caption>批价表现数据 (元)</caption><tr><th>日期</th><th>M6+</th><th>M3</th><th>天之蓝</th><th>海之蓝</th></tr><tr><td>2021/09</td><td>650</td><td>450</td><td>300</td><td>130</td></tr><tr><td>2022/09</td><td>630</td><td>440</td><td>290</td><td>125</td></tr><tr><td>2023/09</td><td>600</td><td>420</td><td>280</td><td>120</td></tr><tr><td>2024/09</td><td>550</td><td>380</td><td>270</td><td>120</td></tr><tr><td>2025/03</td><td>550</td><td>350</td><td>270</td><td>129</td></tr></table></div>								日期	M6+	M3	天之蓝	海之蓝	2021/09	650	450	300	130	2022/09	630	440	290	125	2023/09	600	420	280	120	2024/09	550	380	270	120	2025/03	550	350	270
日期	M6+	M3	天之蓝	海之蓝																																		
2021/09	650	450	300	130																																		
2022/09	630	440	290	125																																		
2023/09	600	420	280	120																																		
2024/09	550	380	270	120																																		
2025/03	550	350	270	129																																		

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/4/9

2.6、古井贡酒：2024Q4主动控速，预计2025Q1实现稳健增长



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
		收入 (+16.4%)	净利润 (+20.2%)	对应24年PE	收入 (+9.4%)	净利润 (+16.5%)	对应25年PE	收入 (+8.0%)	净利润 (+11.0%)
	我们预计古8以下产品收入增长10%、古8以上产品收入增长20%；预计整体增长10%左右	236.0元	55.1亿元	17.1x	258.2亿元	64.2亿元	14.4x	89.5亿元	22.9亿元
基本面	公司近期变化及关键变量		批价表现						
	<div>● 经初步核算，2024年公司实现营业总收入235.8亿元/同比+16.4%，归母净利润55.1亿元/同比+20.2%；其中4Q24实现营业总收入45.1亿元/同比+4.8%，归母净利润7.7亿元/同比-1.2%。第四季度经营节奏放缓，预计公司控货、增投费用给渠道纾压，去化库存，为2025年春节蓄势。</div> <div>● 2025Q1预计实现稳健增长，其中古16受益于省内市场宴席回补和升级需求，增速较快，古8、古5在县乡级增长较快。</div> <div>● 公司省内品牌力和精耕渠道的能力突出，仍可在三通工程下推动结构逐步向上，预计今年古8及以上产品仍是增长主力；同时公司加大百元以内光瓶酒的招商布局，补充收入唔靛。</div>								

资料来源：今日酒价，公司公告，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/4/9

2.7、今世缘：2025Q1稳健增长确定性高，结构升级和省外突破路径清晰



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1E	
		收入 (+13.5%)	净利润 (+9.5%)	对应24年 PE	收入 (+10.0%)	净利润 (+10.0%)	对应25年 PE	收入 (+9.0%)	净利润 (+9.0%)
	目标整体增速快于行业，其中省外增速高于省内，预计整体收入增长10%左右	114.6亿元	34.3亿元	20.0x	126.1亿元	37.8亿元	18.3x	50.9亿元	16.7亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	国缘四开批价表现							
	<ul style="list-style-type: none">● 省内国缘品牌势能持续向上，预计2025Q1公司回款、产品动销均同比增长，表观增速预计高于行业平均。1) 产品层面，100-500元价位带份额优势稳固，500元以上V系列低基数下增速最快，大众价位淡雅表现较好，四开对开稳健。2) 区域层面，淮安、南京市场优势稳固，苏中及苏北宿迁/连云港增速较快，省外安徽、山东、浙江、上海等在板块化运作下突破较好。● 2025年增长确定性强，结构升级和区域渗透提升路径确定：1) V3具备较好发展基础，四开价盘稳定、势能向上辐射，叠加公司聚焦资源，预计今年增速较快；2) 淡雅势能从优势区域向苏北、苏中扩散，渠道渗透率仍有提升空间；3) 省外有望加速突破，以四开+对开的组合走出去，打造周边板块样本市场打开边界，有望构成今年超额的来源。								

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/4/9

2.8、迎驾贡酒：淡季洞9表现相对较好，年内延续份额提升趋势

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值																																																																																																																																		
		2024年			2025年			2025Q1E																																																																																																																												
	预计收入增长在高个位数-10%区间	收入 (+10.1%)	净利润 (+15.9%)	对应24年 PE	收入 (+9.8%)	净利润 (+11.8%)	对应25年 PE	收入 (+5.0%)	净利润 (+5.0%)																																																																																																																											
		74.0亿元	26.5亿元	16.3x	81.2亿元	29.6亿元	13.6x	24.4亿元	9.6亿元																																																																																																																											
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现																																																																																																																																		
	<div>● 25Q1预计实现高个位数稳健增长，春节期间动销良性，预计洞6/洞9增速较快；春节后市场需求回落较快，洞9仍然有稳健的动销表现，预计25Q1增速高于整体。</div> <div>● 节后库存环比有所提升，但洞藏系列主要产品周转率较快，批价整体稳定（洞6 110-115元，洞9 192-200元），虽渠道利润有下降但仍高于竞品。</div> <div>● 受益于产品生命周期和渠道空间的优势，今年将延续100-200元价位份额提升趋势。1) 产品势能看，安徽市场宴席市场回补+升级趋势下，洞6、洞9性价比突出，市场份额持续提升；2) 渠道空间看，除六安、合肥优势市场外，皖南、皖北具有渠道加密空间且皖南已经逐步起势。</div>	<table><caption>批价表现数据 (单位: 元)</caption><tr><th>日期</th><th>洞16</th><th>洞9</th><th>洞6</th></tr><tr><td>2022/11</td><td>-</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2022/12</td><td>-</td><td>188</td><td>112</td></tr><tr><td>2023/01</td><td>-</td><td>190</td><td>113</td></tr><tr><td>2023/02</td><td>-</td><td>192</td><td>114</td></tr><tr><td>2023/03</td><td>-</td><td>194</td><td>115</td></tr><tr><td>2023/04</td><td>-</td><td>196</td><td>116</td></tr><tr><td>2023/05</td><td>-</td><td>198</td><td>117</td></tr><tr><td>2023/06</td><td>-</td><td>200</td><td>118</td></tr><tr><td>2023/07</td><td>290</td><td>192</td><td>115</td></tr><tr><td>2023/08</td><td>295</td><td>190</td><td>115</td></tr><tr><td>2023/09</td><td>285</td><td>188</td><td>115</td></tr><tr><td>2023/10</td><td>285</td><td>188</td><td>112</td></tr><tr><td>2023/11</td><td>285</td><td>188</td><td>112</td></tr><tr><td>2023/12</td><td>285</td><td>188</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/01</td><td>285</td><td>190</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/02</td><td>285</td><td>190</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/03</td><td>285</td><td>190</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/04</td><td>285</td><td>190</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/05</td><td>285</td><td>190</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/06</td><td>290</td><td>190</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/07</td><td>290</td><td>190</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/08</td><td>290</td><td>190</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/09</td><td>290</td><td>192</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/10</td><td>285</td><td>192</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/11</td><td>285</td><td>192</td><td>112</td></tr><tr><td>2024/12</td><td>285</td><td>192</td><td>112</td></tr><tr><td>2025/01</td><td>285</td><td>192</td><td>112</td></tr><tr><td>2025/02</td><td>285</td><td>192</td><td>112</td></tr><tr><td>2025/03</td><td>285</td><td>192</td><td>112</td></tr><tr><td>2025/04</td><td>285</td><td>192</td><td>112</td></tr></table>								日期	洞16	洞9	洞6	2022/11	-	185	110	2022/12	-	188	112	2023/01	-	190	113	2023/02	-	192	114	2023/03	-	194	115	2023/04	-	196	116	2023/05	-	198	117	2023/06	-	200	118	2023/07	290	192	115	2023/08	295	190	115	2023/09	285	188	115	2023/10	285	188	112	2023/11	285	188	112	2023/12	285	188	112	2024/01	285	190	112	2024/02	285	190	112	2024/03	285	190	112	2024/04	285	190	112	2024/05	285	190	112	2024/06	290	190	112	2024/07	290	190	112	2024/08	290	190	112	2024/09	290	192	112	2024/10	285	192	112	2024/11	285	192	112	2024/12	285	192	112	2025/01	285	192	112	2025/02	285	192	112	2025/03	285	192	112	2025/04	285	192
日期	洞16	洞9	洞6																																																																																																																																	
2022/11	-	185	110																																																																																																																																	
2022/12	-	188	112																																																																																																																																	
2023/01	-	190	113																																																																																																																																	
2023/02	-	192	114																																																																																																																																	
2023/03	-	194	115																																																																																																																																	
2023/04	-	196	116																																																																																																																																	
2023/05	-	198	117																																																																																																																																	
2023/06	-	200	118																																																																																																																																	
2023/07	290	192	115																																																																																																																																	
2023/08	295	190	115																																																																																																																																	
2023/09	285	188	115																																																																																																																																	
2023/10	285	188	112																																																																																																																																	
2023/11	285	188	112																																																																																																																																	
2023/12	285	188	112																																																																																																																																	
2024/01	285	190	112																																																																																																																																	
2024/02	285	190	112																																																																																																																																	
2024/03	285	190	112																																																																																																																																	
2024/04	285	190	112																																																																																																																																	
2024/05	285	190	112																																																																																																																																	
2024/06	290	190	112																																																																																																																																	
2024/07	290	190	112																																																																																																																																	
2024/08	290	190	112																																																																																																																																	
2024/09	290	192	112																																																																																																																																	
2024/10	285	192	112																																																																																																																																	
2024/11	285	192	112																																																																																																																																	
2024/12	285	192	112																																																																																																																																	
2025/01	285	192	112																																																																																																																																	
2025/02	285	192	112																																																																																																																																	
2025/03	285	192	112																																																																																																																																	
2025/04	285	192	112																																																																																																																																	

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/4/9

- [01] 白酒板块股价回顾：提振内需背景下，板块抗风险韧性较强
- [02] 主要白酒公司跟踪：进入公司基本面验证期，行业淡季需求回落
- [03] 2025Q2/H2行业展望：基本面仍在磨底，优质公司强者恒强
- [04] 白酒投资组合、盈利预测

3.1、目前白酒行业面临人口结构和产业结构转型问题

表：白酒行业发展阶段演变

		1978-1991年	1992-2003年	2004-2015年	2016年-至今
发展阶段		起步发展阶段	初步繁荣阶段	黄金发展阶段	高质量发展阶段
时代特点	社会特点	第二消费社会（物质财富快速增加，大量生产、大量消费）		第三消费社会时代（品牌化、品质化）	
	宏观背景	改革开放、温饱目标（计划经济）	经济进入快速发展，97年金融危机后，并经历第一次消费品（彩电、冰箱、棉纺等）产能过剩。倒逼计划到市场经济转型	中国加入WTO、开启大基建、经济快速发展、 有人口红利期	全面小康、 人口有减少趋势、家庭小型化、适龄结婚人数减少
	政策环境	粮食管制、地方政府保护、价格管制	1994年开始实行从价消费税（25%），2001年加征从量0.5元/500ml、地方政府保护减少、混改	2006年粮食类白酒消费税下降到20%，2012年八项规定、限三公消费、严查酒驾	取消白酒产能限制
		1988年《关于价格、工资改革的初步方案》；1989年，中央政府收紧了货币政策，“名酒不上桌”			
	GDP增速	7%→15%→3%	9%→14%→9%	9%→14%→7%	7%→5%
	年出生人口（万人）	2180	1894	1619	1328（2023年人口负增长）
	出生率	1.8%→2.3%→1.8%	1.8%→1.2%	1.2%→1.4%	1.4%→0.63%
	老龄化率（60岁+）	7%	7%→10%	10%-16%	16%→21%
行业特点	白酒文化	白酒稀缺，留给客人	酒桌文化兴起	劝酒文化昌盛	少喝酒、喝好酒
	（消费习惯）				
	消费特点	政务为主	商务引领，政务跟随	政务引领，商务跟随	政务限制，商务趋势增加，民间宴席用酒量下降
	行业老大	山西汾酒	山西汾酒→五粮液	五粮液→贵州茅台	贵州茅台
	市场特点	卖方市场	信息极度不对称的买方市场	信息逐步对称的买方市场	信息对称的买方市场
	竞争要素	产能（粮食、工艺等）	产能、广告	渠道（广告、渠道利润等）	KOL（品牌/文化/故事/产区/稀缺性等）

资料来源：Wind、酒业家，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.2、供给端的逻辑大于需求端，市场集中度将进一步提升

- 白酒的估值溢价中长期维度表现体现为量价齐升（价>量），竞争格局对价格的影响远大于景气度。复盘历史：茅台龙头地位确立后主导行业提价，是白酒行业价位扩容和基业长青重要因素。白酒行业优秀的商业模式是中期维度将社会财富效应内化为价格的能力很强，基于长期高端品牌稀缺、地位稳固、优质产能有限，龙头公司具有较强意愿和能力提价。
- 在同质化竞争的时代，酒企应该采取一致性竞争策略。尤其是主导竞争的茅台、五粮液、剑南春，酒企应采取与其一致的竞争策略，避免竞品在转移供需矛盾过程中，对销售产生实质性、长期的影响，比如数字化工具、产品出海、老酒储备、价格策略等。

图：茅台确立龙头地位后主导提价，打开白酒行业价格空间

年份	1978年之前					1978-1988年				1989-2001年				2002-2012年								2013年至今		
茅台出厂价 (打开价格空间)	53A	57A	61A	74A	78A	81A	86A	87A	88A	89A	94A	00A	01A	03A	06A	07A	08A	09A	11A	12A	2013-17A	2018A	2023A	
	1.28	1.79	2.5	6.2	6.2	8.4	9.54	9.54	14	80	140	185	218	268	308	358	439	499	619	819	819	969	1169	
	1978年之前					1978-88年				1989-94年		1995-2001年		2002-08年				2009-12年		2013-16年		2017-22年	2023年~	
2000元+																							超高端	
1000-2000元																		高端		高端		高端	高端	
800-1000元																		高端		高端			次高端	
500-800元														高端				次高端		次高端			次高端	
400-500元																		次高端		次高端			中高端	
300-400元																				中高端			中高端	
200-300元																							中高端	
100-200元												高端		中高端				中高端		中高端		中高端	(地产酒)	
50-100元										高端		其他白酒		中低端				中低端		中低端		中低端	(盒装)	
20-50元										其他				中低端				中低端		中低端			光瓶酒	
10-20元																						光瓶酒	光瓶酒	
0-10元																							光瓶酒	

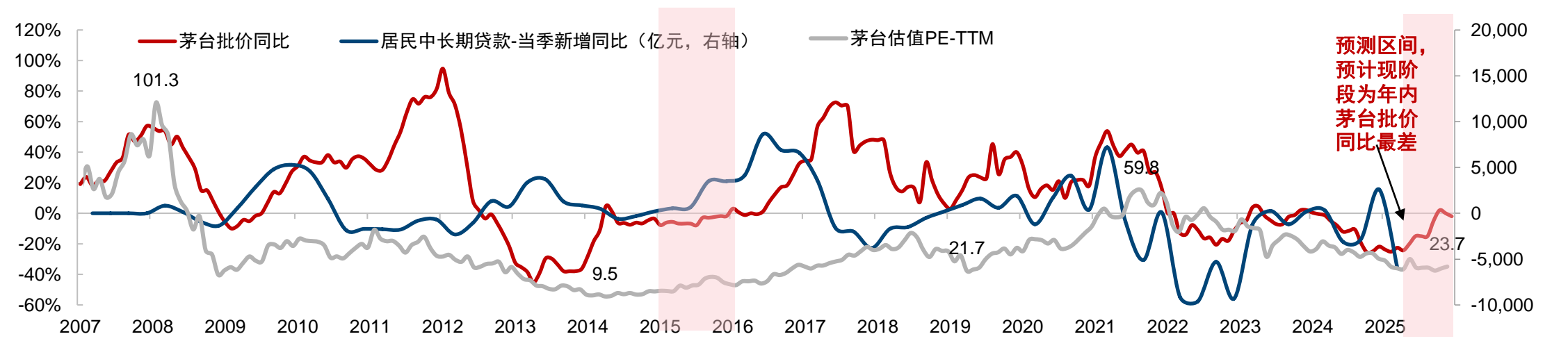
资料来源：公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.3、景气度指标看，预计2025Q2茅台批价同比值最低，后续有望企稳



图：茅台价格是行业景气度的重要指标



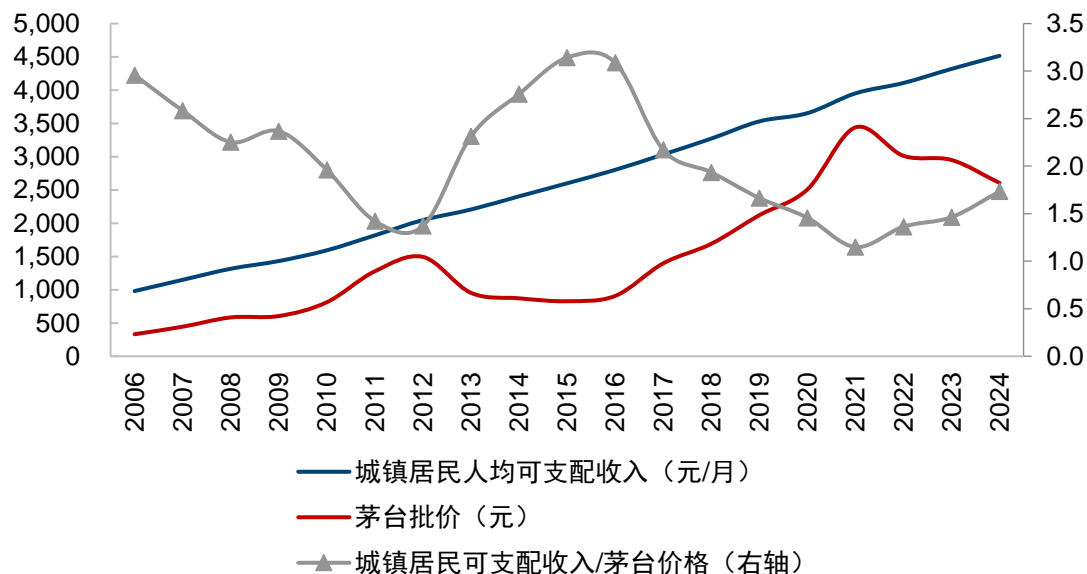
板块	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
食品饮料	-0.74%	-7.36%	16.03%	26.58%	7.43%	53.85%	-21.95%	72.87%	84.97%	-6.01%	-15.12%	-14.94%	-6.72%	-0.78%
白酒	2.00%	-42.30%	42.50%	22.80%	28.40%	93.10%	-23.40%	102.10%	96.40%	-2.60%	-15.40%	-11.70%	-10.80%	0.22%
贵州茅台	8.1%	-38.60%	47.7%	15.1%	56.50%	111.90%	-15.4%	103.50%	70.90%	2.60%	-15.76%	-0.06%	-11.88%	1.38%
白酒（扣除茅台）	-3.8%	-45.6%	41.3%	22.9%	8.3%	76.2%	-28.6%	100.4%	127.8%	-7.2%	-12.7%	-21.1%	-9.8%	-1.33%
大众品（食品）	0.00%	69.90%	12.30%	36.00%	-0.30%	6.60%	1.80%	48.20%	83.00%	-2.20%	-13.60%	-22.40%	6.40%	-3.03%
交易策略														
	高端													
	次高端													
	地产酒													

资料来源：Wind、酒业家，国信证券经济研究所整理

3.4、茅台积极开拓消费者基础，500ml飞天价格企稳2000元以上确定性较高

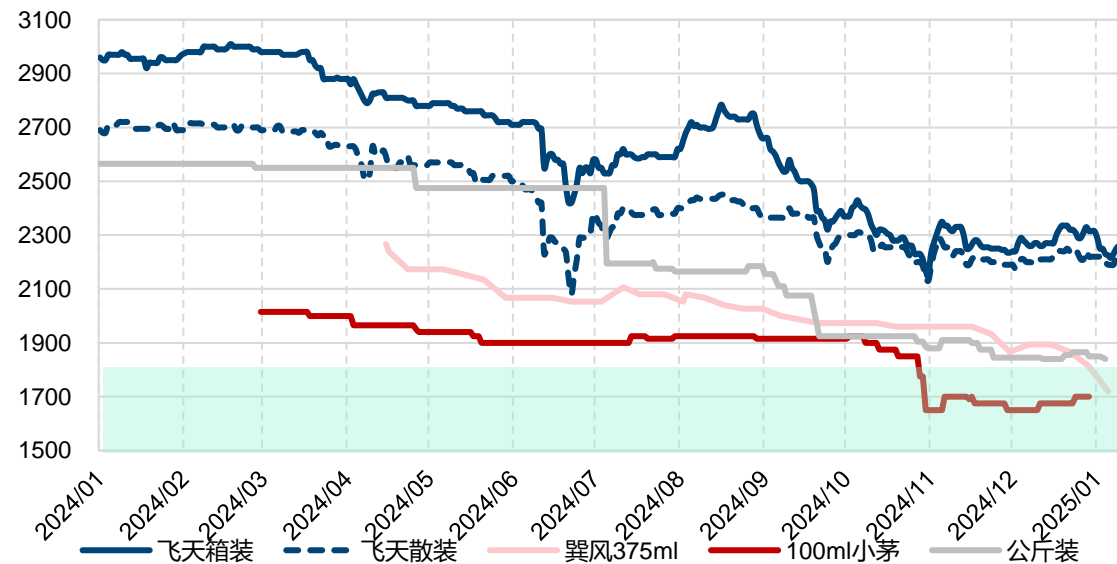
- 从消费者角度看，按照历史经验数据，当城镇居民月可支配收入可以购买2-3瓶茅台酒时，茅台酒消费场景中大众品饮占比提升，消耗社会库存。2024年社会可支配收入约4515元，我们预计飞天茅台酒价格在1505-2258元/瓶，平均值1882元/瓶，于普通老百姓而言相对价格比较合理。
- 多规格茅台性价比突出，动销表现较好，为500ml飞天批价提供缓冲垫，全年企稳**2000元以上确定性高**。今年公司重点稳定53度500ml飞天茅台价格，通过其他规格飞天（1L、100ml*6等）投放量增加培育消费者端开瓶消费需求；系列酒方面对茅台1935营销模式改革，激发经销商积极性，扩大消费者基本盘。当前看，多规格茅台折算成500ml的批价已进入1500-1800元底部区间，春节期间1L产品动销、开瓶表现较好，也侧面印证该价格区间拉动实质性消费。

图：城镇居民月度可支配收入相对茅台购买力



资料来源：今日酒价、Wind，国信证券经济研究所整理

图：多规格53度飞天折合每500ml的价格



资料来源：今日酒价、Wind，国信证券经济研究所整理

3.5、年内旺季看，需求向春节进一步集中，中秋占比下降



图：2012-2024年份白酒板块表现及行业双节表现

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
年初估值	26X	16X	9X	18X	22X	25X	37X	21X	30X	52X	48X	34X	25X
收入走势													
当年业绩走势													
茅台批价走势													
春节表现	1. 23符合预期。春节前夕销售氛围浓厚，高端价格稳定，部分城市高端白酒出现终端价格松动、销售量下滑迹象。	2. 10不及预期。八项规定后，政务需求速冻，头部品牌批价回落，库存增加。	1. 31符合预期。渠道继续去库存，高端需求仍同比仍有下降，次高端受高端批价下跌影响，需求萎缩。	2. 19符合预期。品牌力强企业动销良好，茅台洋河古井稳定增长，老窖受益低基数、新产品铺货及中低档产品放量，有所增长。	2. 18 略超预期。高端酒动销良好，茅台部分地区出现断货，酒企春节政策集中于“挺价、控量、费用优化”，整体表现良好。	1. 18高端符合预期，次高端反馈好于节前预期。次高端白酒渠道利润空间明显改善，消费群整体扩容。	2. 16符合预期。动销旺盛，经济发达地区茅台库存基本出清，五粮液动销积极；次高端库存合理，消费升级现象明显。	2. 5符合预期。整体需求平稳。高端茅台供需紧张，五粮液节前动销超预期部分经销商预期。次高端、中档酒动销良性，市场加速集中。	1. 25不及预期。突发新冠疫情影响下，白酒春节动销断档，高端影响较小，大众价格带影响较大。	2. 12超预期。高端需求旺盛，批价稳定动销良性；次高端、区域名酒消费升级明显。春节消费低开高走，年会、返乡致使场景仍有缺失，但整体销售仍和19年相似或略好。	2. 1符合预期。虽有疫情扰动，但受益于返乡人口增加，白酒消费场景多于去年，整体消费平稳，中高端表现较为亮眼。	1. 22略超预期。受益于返乡人口增加、疫情影响弱化，白酒消费改善明显，但动销总量低于去年。高端礼品需求率先恢复，安徽、江苏300-400元动销高增，中高端受益于返乡人口较多实现正增长。	2. 10超预期，春节期间及节后消费氛围好于节前。正月初六跨区域人流同比2019年+22%，各地酒店餐饮等地消费需求旺盛，供不应求。高端礼赠刚需，动销量持平略增，宴席类次高端改善明显。
双节表现	9. 30 不及预期。总体消费趋淡。高端价格总体稳定，部分地区小幅下降，一线白酒渠道库存基本正常。中低档白酒多采取薄利多销，部分经销商库存有一定压力。	9. 19不及预期。高端白酒需求进一步恶化，渠道进货意愿很低，开始去库存，报表恶化。	9. 8符合预期。茅台动销优于五粮液，批价稳定，库存消化。二线古井洋河中秋超预期，价格稳定，促销减少。汾酒等三四线下滑。	9. 27符合预期。呈现“旺季不旺，平稳增长”特点，大型酒企动销稳定，临近节日批价未动，小型白酒企业仍在下滑。	9. 15略超预期。高档白酒已率先复，渠道库存较低。	10. 4超预期。去年同期低基数，旺季节奏拉长，消费升级。高端龙头批价上升，次高端涨价消息频出，地产酒稳健。中低端受到挤压。	9. 24不及预期。受贸易摩擦及经济低迷影响，消费信心不足。高端茅台需求仍然旺盛，次高端增速边际放缓，中档酒动销良好，升级趋势不改。	9. 13符合预期。茅台终端需求旺盛，批价维持高位，五粮液度过旺季批价考验。次高端明显分化。地产酒区域龙头强势，但洋河陷入调整。	10. 1超预期。疫后白酒消费复苏较为强劲，动销环比改善明显，尤其高档白酒消费能力提升，消费信心未受影响。	9. 21符合预期。高端酒动销好于次高端。中秋动销稳健，虽有个别地区疫情反复的扰动，但影响偏短期；国庆由于宴席回补，动销相比中秋改善。	9. 10基本符合预期。中秋受疫情扰动氛围弱于去年，但整体平稳，非疫情地区增长稳定。国庆动销环比加快，但与去年相比仍有压力，库存高于去年但在合理区间。	9. 29 符合预期。双节超长假期，返乡人口较多，增量集中于低线市场，量在价先、率先修复。宴席补偿性需求仍然在，大众价位表现突出，200元及400元表现最好。高端已逐步反应需求弱预期。	9. 17 低预期。礼赠很弱，月饼、大闸蟹等军售影响；中秋、十一相隔较远，返乡人口较少，宴席场景降频。中档白酒动销优于高端次高端，有根据地的强势品牌市场份额持续提升。
外资持股增加			买入茅台3. 1%	买入茅台2. 4%	0. 9%	0. 8%	2. 8%	0. 3%	-1. 2%	-0. 6%	-0. 5%	-0. 1%	-0. 2%
板块股价涨跌幅	2%	-42%	42%	23%	28%	93%	-23%	102%	96%	-3%	-16%	-12%	-28%

资料来源：Wind、公司公告、酒业家，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.6、以价换量策略的边际收益递减，今年酒企普遍对稳价的诉求提升



- 需求压力环境下，以价换量边际收益降低，今年酒企对价盘的诉求提升。目前多数产品批价下降至2020年水平，行业整体缩量在于经济/人口结构的转型、场景的减少等，过去几年以价换量策略的边际效益递减。今年春节旺季期间第八代五粮液控货挺价，茅台通过发货精准化熨平价格波动；节后今世缘、洋河、汾酒、酒鬼酒等均较往年更早节点采取停货稳价措施，主流大单品批价表现较为稳定。

图：目前主要酒企多数单品价格下降至2020年水平

公司		核心单品	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
全国化 高端	贵州茅台	53度飞天茅台酒	1150	1700	1750	2000	3150	3250	2960	3000	2270
		茅台1935						1500	1000	930	720
	五粮液	八代五粮液	740	810	830	910	990	960	940	925	930
	泸州老窖	52度国窖	630	740	730	810	850	900	880	870	860
全国化 次高端	习酒	君品习酒			820	850	900	940	840	815	710
		习酒窖藏系列-1988			380	400	530	560	500	480	390
	郎酒	青花郎		700	730	780	960	930	850	815	790
		红花郎·红10		260	270	275	350	345	310	290	260
	剑南春	水晶剑	350	370	370	350	360	390	400	400	390
	舍得酒业	品位舍得		270	280	280	330	340	330	325	320
	水井坊	水井坊·臻酿八号	245	270	300	285	290	320	310	305	305
	酒鬼酒	酒鬼·内参				830	800	800	780	780	730
区域性 白酒	洋河股份	梦之蓝M6+	480	490	475	560	600	600	580	560	510
		梦之蓝M3	330	340	335	375	470	440	400	380	350
	山西汾酒	青花30复兴版	350	450	530	580	680	830	820	820	750
		青花系列（20&25）	300	310	330	330	345	370	360	350	355
	古井贡酒	古20				480	550	530	480	470	470
		古16-高度					350	350	340	340	330
		古8	210	210	220	220	220	210	205	200	195
	今世缘	四开				380	370	400	410	400	390

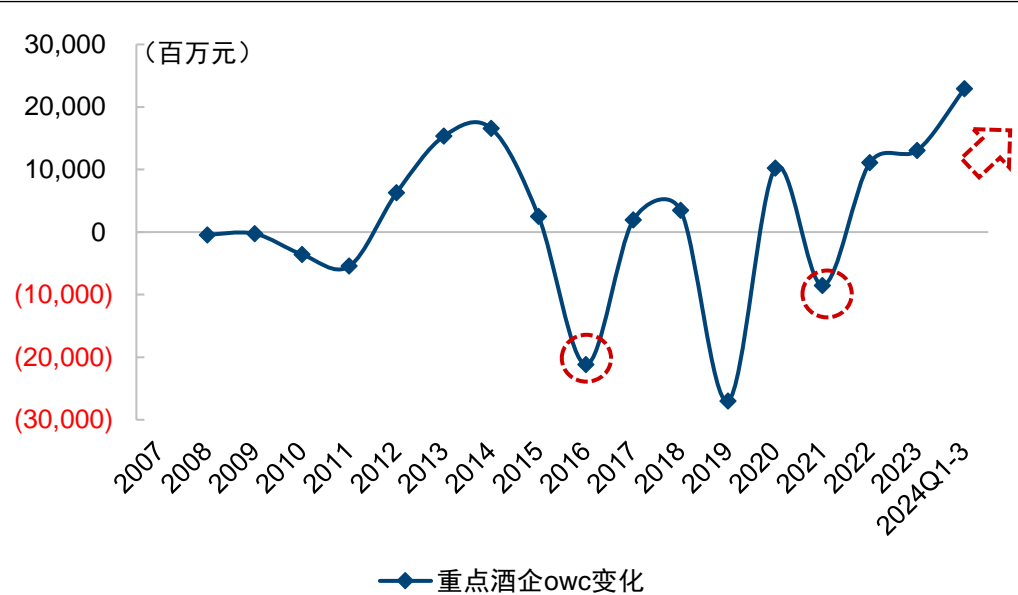
资料来源：今日酒价、百荣酒价，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.7、渠道延续承压趋势，判断2025Q2-4仍将去库存为核心诉求

- 现金流角度看，渠道压力仍然较大。营运资本变动（OWC）往往是周期拐点的前瞻性指标，反映企业占取上下游现金能力的强弱。从历史周期规律看，OWC趋势上升表明渠道压力扩大，而其由正转负预示迎来基本面拐点。2022年-2024Q3，重点白酒企业营运资本变动由负转正且正值持续扩大，短期白酒行业需求及经销商现金流仍有压力，酒企加库存能力或逐步消减。
- 2024Q3上市公司销售收现增速下降明显，第四季度或进一步下降以调节淡旺季经营节奏。2025年春节整体平稳过渡，我们判断虽然渠道信心环比24年中秋、国庆有所改善，但经销商在需求走弱背景下仍处于理性谨慎状态，资金更愿意流向强品牌力单品。

图：重点酒企OWC（营运资本变动）变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：酒企包括茅台、五粮液、老窖、汾酒、洋河、古井、今世缘、口子窖、舍得、酒鬼酒、金种子，其中茅台2019年拆出资金还原后计算

图：上市酒企2024Q3收入及收现情况

公司简称	2024Q3			2024Q4		
	营业总收入 yoy	收入+Δ预收 yoy	销售收现 yoy	营业总收入 yoy	收入+Δ预收 yoy	销售收现 yoy
贵州茅台	15.6%	3.2%	1.0%	12.8%	5.6%	1.0%
五粮液	1.4%	-6.6%	18.7%			
泸州老窖	0.7%	-8.0%	-19.4%			
山西汾酒	11.4%	16.9%	30.8%			
洋河股份	-44.8%	-34.1%	-33.5%			
水井坊	0.4%	-2.1%	-0.8%			
舍得酒业	-30.9%	-21.7%	-21.4%	-51.2%	-50.3%	-37.4%
酒鬼酒	-67.2%	-63.8%	-57.9%			
古井贡酒	13.4%	1.0%	24.6%			
今世缘	10.1%	-0.9%	-1.8%			
迎驾贡酒	1.6%	0.4%	0.8%			
口子窖	-22.0%	3.6%	1.8%			
老白干酒	0.3%	-14.8%	-11.9%			
伊力特	-23.3%	-24.0%	-1.2%			
金种子酒	-54.4%	-42.8%	-62.7%			
金徽酒	15.8%	16.8%	12.7%	31.1%	27.2%	27.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] 白酒板块股价回顾：提振内需背景下，板块抗风险韧性较强
- [02] 主要白酒公司跟踪：进入公司基本面验证期，行业淡季需求回落
- [03] 2025Q2/H2行业展望：基本面仍在磨底，优质公司强者恒强
- [04] 白酒投资组合、盈利预测

提振内需背景下板块整体受益，看好优质公司强者恒强



- **投资建议：**受对等关税政策影响，提振内需政策预期升温，白酒板块作为顺周期优质资产抗风险能力较强。短期受经济结构和人口结构转型的影响，基本面仍在磨底阶段，优质公司仍有抢夺份额的能力，推荐山西汾酒、贵州茅台、今世缘。
- **山西汾酒：**公司经营思路和产品规划清晰，老白汾接棒玻汾，高周转、高渠道推力贡献主要收入增长；青花26在补充增量的同时保护青花20和30复兴版的势能，拉升品牌高度。公司从前几年高速发展阶段过渡到稳健增长阶段，品牌力驱动大众价位份额占有，汾享礼遇下费投效率不断优化。预计2024-25年364/400亿元，同比+14.0%/+10.0%；预计归母净利润122/134亿元，同比+17.0%/+10.0%，当前股价对应25年20.2xP/E，维持“优于大市”评级。
- **贵州茅台：**2024年公司稳健收官，营业总收入同比+15.7%，归母净利润同比+15.4%，均高于此前预告值。公司2025年目标收入增长9%，通过产品结构调整、渠道扎根、服务提升扩大消费者基础，增强自身增长确定性。预计2025年收入1908亿元，同比+9.5%，预计归母净利润943亿元，同比+9.3%，当前股价对应25年20.4xP/E，维持“优于大市”评级。
- **今世缘：**省内国缘品牌势能持续向上，V3具备较好的增长基础，大众价位渗透率进一步提升。省外市场在调整产品、市场、渠道策略后，安徽、山东、浙江等地级市已形成点状市场，省外市场基数低、或构成今年公司超预期的点。预计2024-25年115/126亿元，同比+13.5%/+10.0%；预计归母净利润34/38亿元，同比+9.5%/+10.0%，当前股价对应25年18.3xP/E，维持“优于大市”评级。

主要风险提示

- 1、宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；
- 2、消费税等行业政策；
- 3、地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；
- 4、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；
- 5、市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032