

白酒板块6月投资策略

淡季价格体现压力，估值或进入底部布局期

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

■**第二季度进入白酒行业传统淡季，叠加环境不确定因素增加，板块股价走弱。**需求看，Q2以来关税政策扰动宏观经济，5月出台《党政机关厉行节约反对浪费条例》，政商务消费场景受到一定影响；五一&端午小旺季宴席场次有所回补，单场均开瓶表现一般，整体需求延续平淡。供给看，酒厂多以维护渠道健康度为先，纾压渠道、慢速发货；另一方面伴随即时零售强势入局，“618”线上酒类销量延续高速增长，美团闪购大力度补贴，对传统渠道名酒价格产生冲击，高端白酒批价环比下跌。市场担忧需求压制、价格松动对短期基本面的影响，估值持续回调。

■**行业降速共识进一步强化，个股alpha边际降低，酒企股东大会传递理性增长态度。**2025Q2伴随行业beta进一步走弱，个股表现从前期分化加剧、强者恒强，逐步过渡为强alpha标的也显现压力。渠道看，主要酒企回款及发货进度略慢于去年同期，节后库存环比有增加，后续仍以促动销、去库存为主要工作。报表端看，酒企增行蓄水池边际减弱，年报目标多理性降速，中报增速预计同比下修，个股调节业绩的工具或有差异，年内茅台、汾酒、古井、今世缘预计仍能实现份额提升。

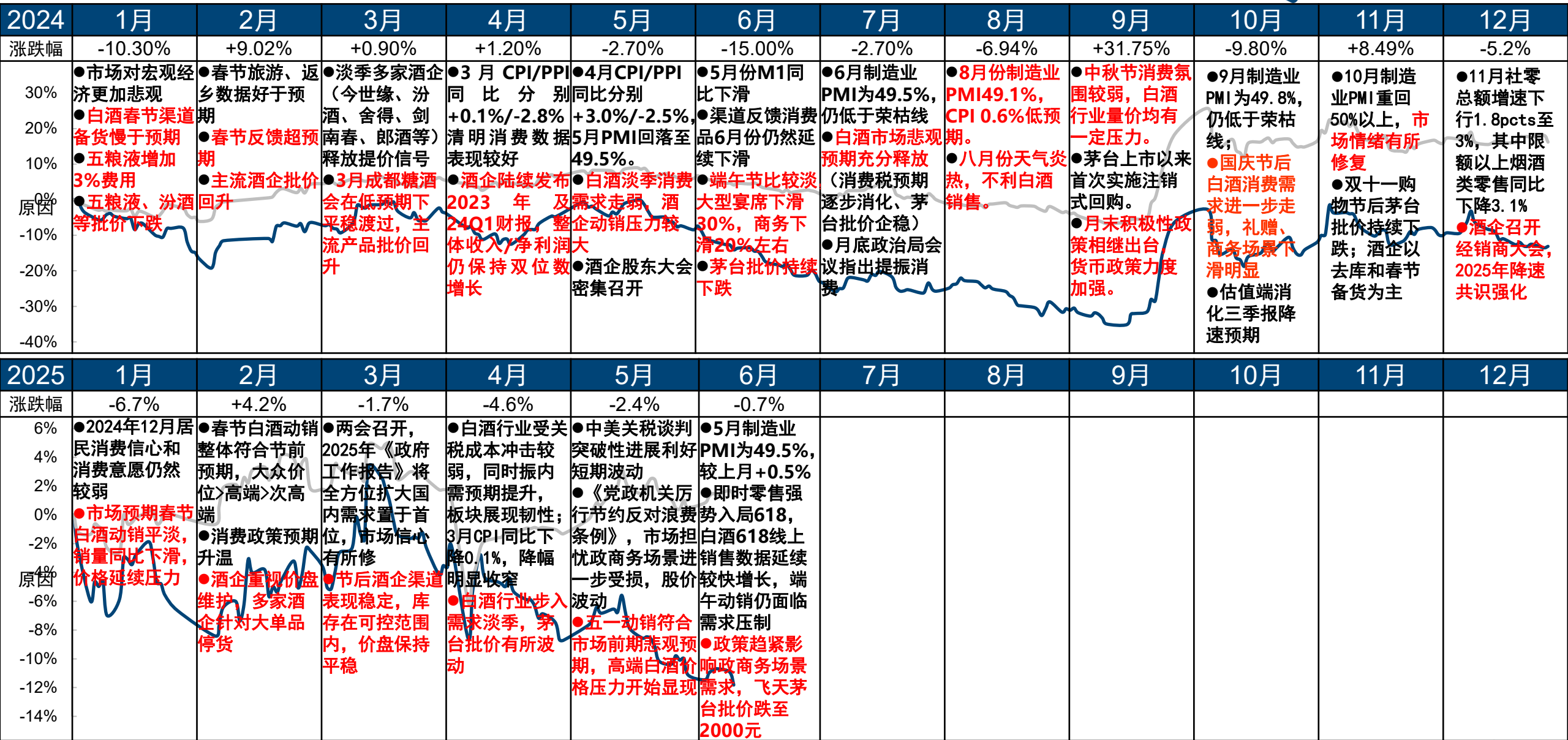
■**我们认为当前位置进入底部可布局区间，或可适当乐观。**1) 飞天批价可视为行业景气度指标，5-6月飞天批价同比跌幅相较此前收窄，当前多重不利因素叠加，若平稳度过当前压力测试阶段，后续有望企稳2000元以上。2) 市场对业绩增速环比下修已有充分预期，酒企在做长期正确的事，茅台积极拓展销售渠道，扩大消费者基础，以文化赋能品牌；五粮液、老窖、汾酒重视消费者培育和厂商关系维护；区域酒龙头理性竞争，今年更加重视产品价格盘和产品生命周期。3) 龙头公司分红指引积极，对冲增速下降对ROE的影响，当前股息率支撑力较强，洋河股息率(TTM)在7%附近；板块层面看伴随公募新规落地，低配的行业龙头茅台有望获得资金流入。

■**投资建议：**6月推荐组合为山西汾酒、贵州茅台

■**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：第二季度淡季特征明显，估值反应需求悲观预期
- [02] 主要白酒公司跟踪：短期基本面仍有压力，酒企重视消费者培育和渠道维护
- [03] 白酒投资组合、盈利预测

外部环境不确定性加剧，白酒淡季特征明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/6/10

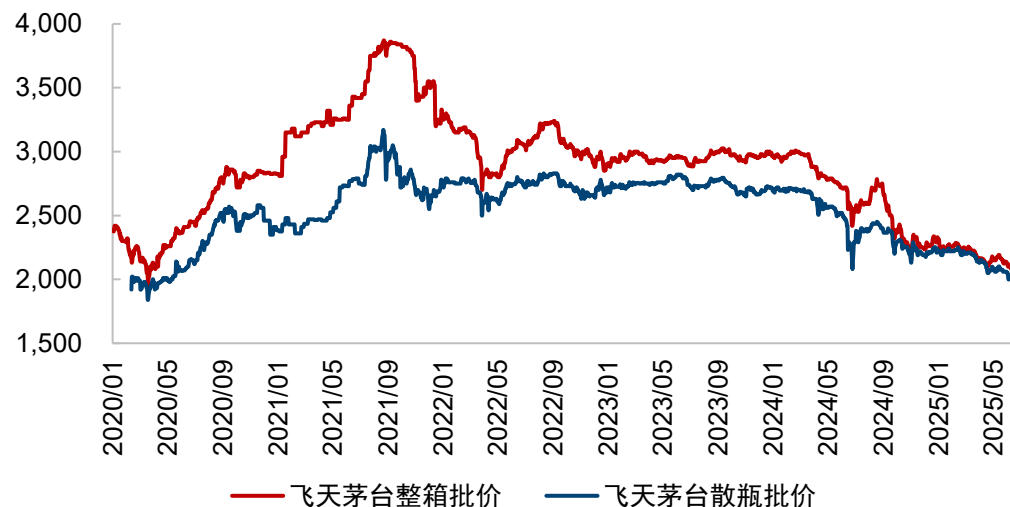
白酒指数 沪深300

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：茅五泸价格有所下降，主因需求较弱

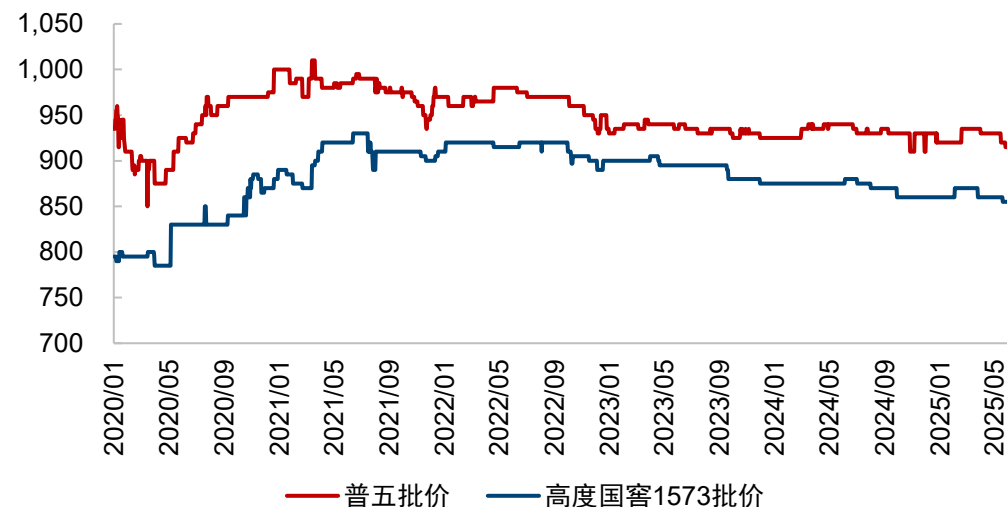
- 淡季特征明显，5月飞天茅台批价波动下行，普五/国窖环比-30/-15元。截至6/10，原箱/散装飞天茅台价格分别为2080/2020元，较5月初下跌75/70元，6/4散装飞天茅台跌至2000元附近。截至6/10，普五批价900元，高度国窖批价845元，较5月初分别下降30元和15元。我们认为批价波动主因供需矛盾进一步突出：供给端看酒企按节奏发货，但需求淡季特征突出，公务接待条例下各地政商务场景需求受到影响，端午动销整体较为平淡，同时电商渠道对传统批发渠道仍有冲击。

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2025/6/10

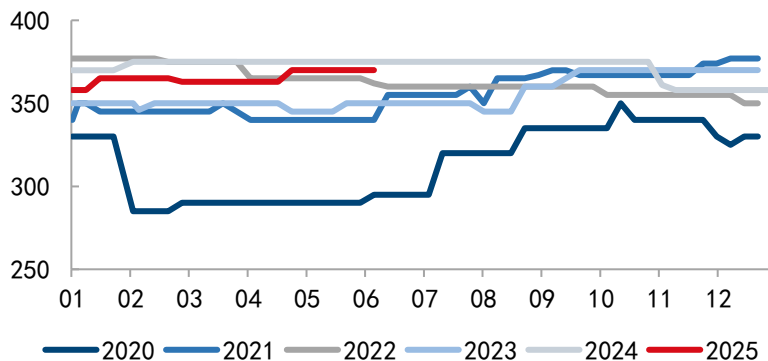
图：普五和高度国窖批价走势（元）



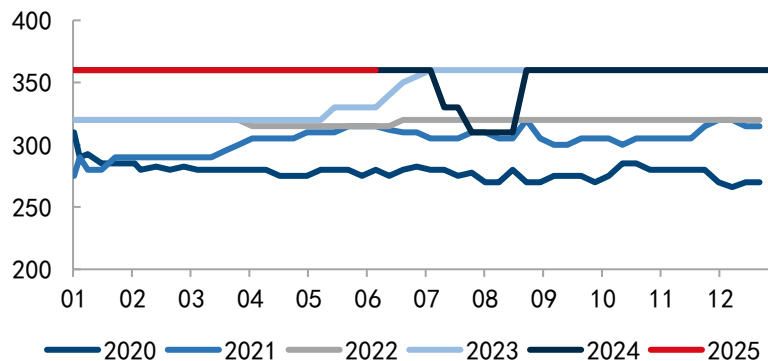
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2025/6/10

次高端批价：淡季酒企仍以纾压渠道为工作重心，主流单品批价表现较稳

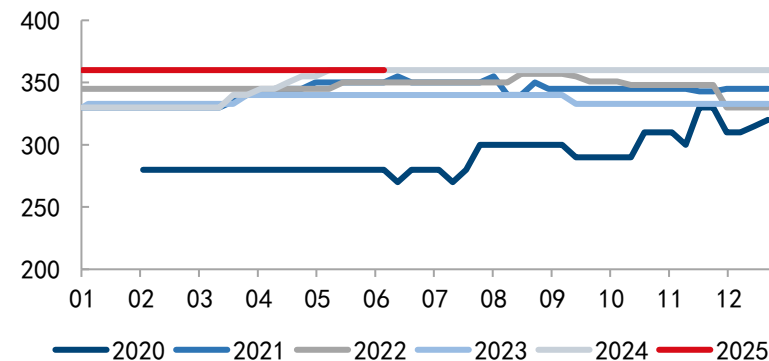
青花20批价370元——5月持平



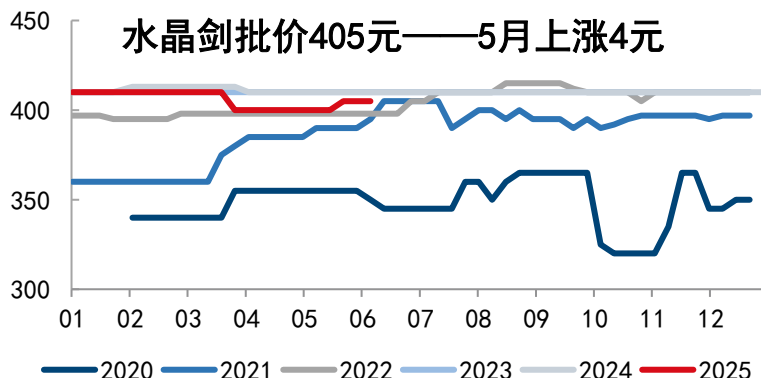
臻酿8号批价360元——5月持平



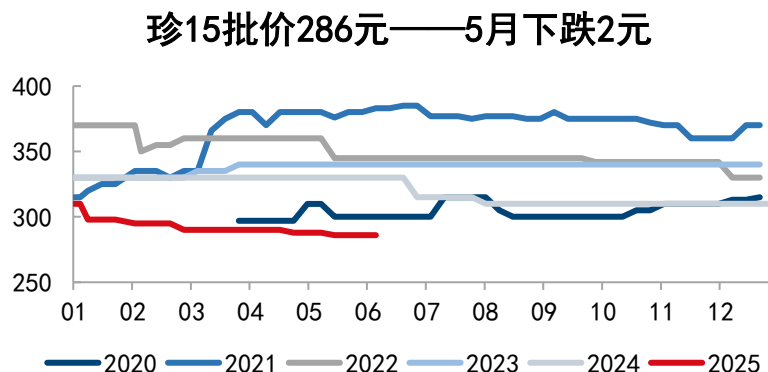
品味舍得批价360元——5月持平



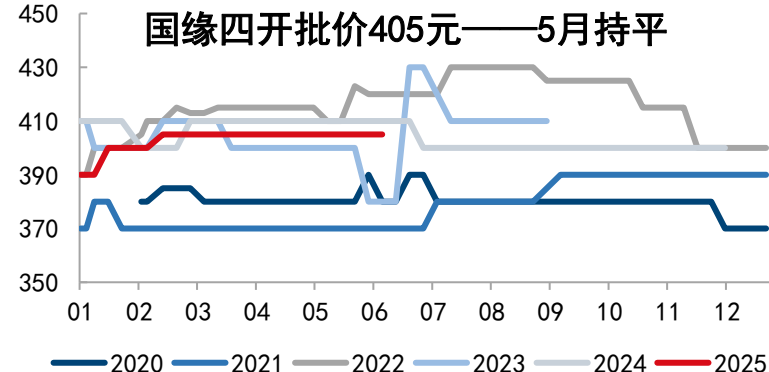
水晶剑批价405元——5月上涨4元



珍15批价286元——5月下跌2元



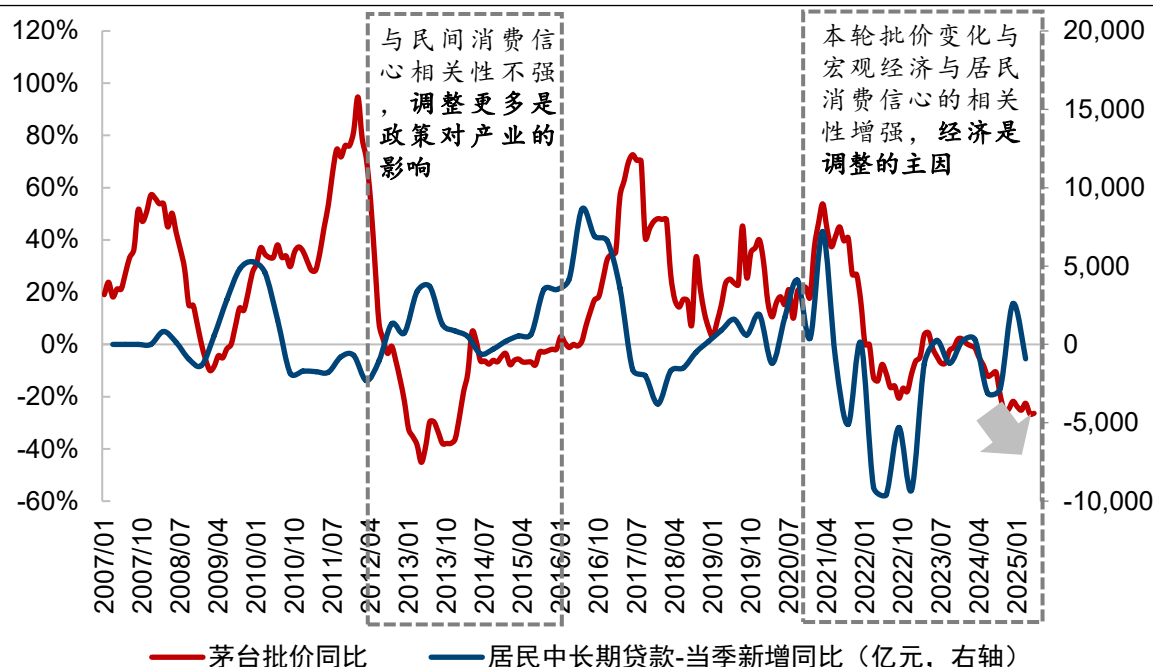
国缘四开批价405元——5月持平



景气度跟踪：短期消费信心仍在磨底，飞天批价进入压力测试阶段

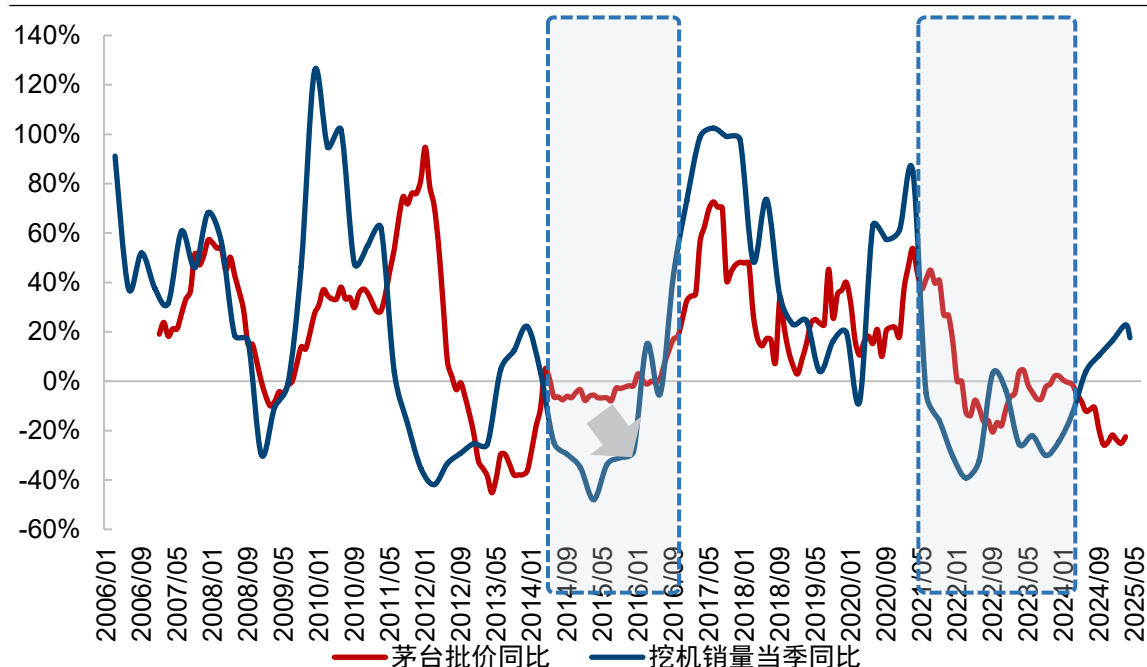
- 居民端信贷数据仍有压力，短期消费信心仍在磨底。4月挖机销量同比增长17.6%，延续Q1增长趋势，或验证商务场景已有筑底调整趋势。居民消费信心看，25Q1居民中长期贷款累计少增918亿元，单3-4月短贷同比少增，短期消费信心仍在磨底状态，后续关注提振内需增量政策。
- 飞天批价当前处于压力测试阶段，或验证供给调控能力。4月茅台发货节奏略有加快，前置第二季度淡季需求压力，批价略有波动、但企稳2100元，且同比降幅相对3月收窄。5-6月看需求不确定性延续，公司精细化发货、调整产品结构、积极拓展销售渠道，若度过本次压力测试，后续有望企稳2000元以上。

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2025/6/10

图：箱装飞天茅台批价同比增速与挖机销量拟合



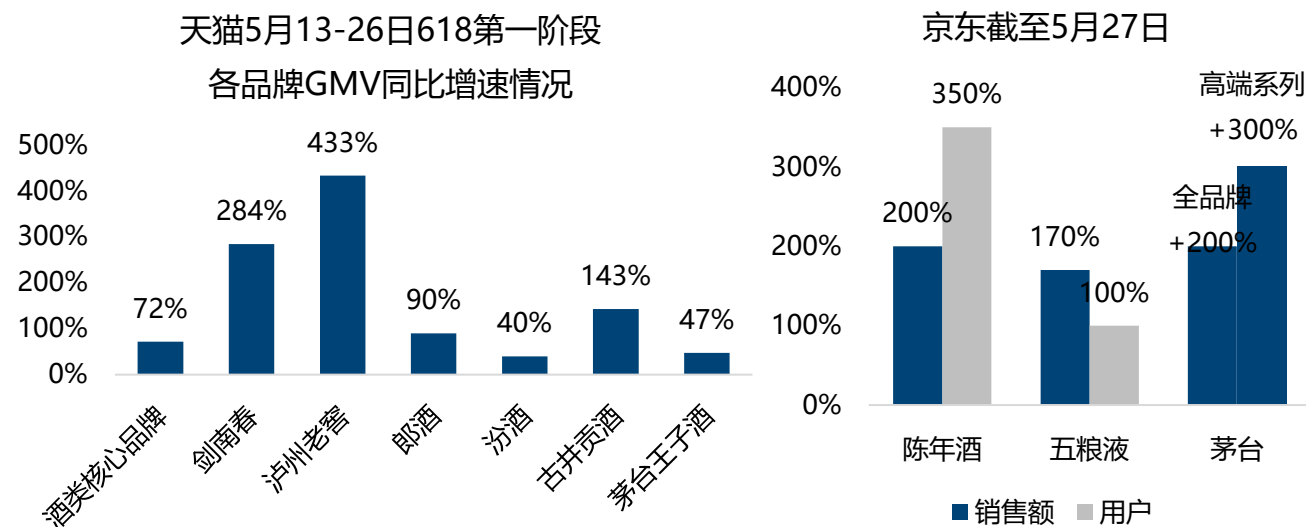
资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/6/10

渠道变化：即时零售入局“618”大促，酒类电商渠道延续高增

- 今年“618”购物节期间，伴随美团闪购强势入局，酒类线上渠道GMV延续去年高速增长。天猫平台，5/13-5/26期间淘系酒类核心品牌同比去年增长72%，主流白酒品牌延续同比高增速，其中泸州老窖+433%，剑南春同比+284%。京东平台，截至5/27，陈年酒销售额同比+200%，用户同比+350%，茅台高端系列产品同比+300%。美团闪购强势入局即时零售，根据618首日战报，大促开启12小时内白酒整体成交额突破3亿，茅五剑等名酒成交额均突破千万元，24小时内白酒成交额同比增长超70倍。
- 时间和价格为核心要素。**即时零售将传统电商各地总仓发货的配送模式转向前置仓发货，最快能在30分钟内送达，极大提升配送效率和消费者获得及时性。价格层面看，618竞争从去年传统电商漫延至即时零售，美团闪购今年高举高打，除了自有品牌歪马送酒，同步加大对酒饮闪电仓商家的补贴力度，产品性价比进一步凸显，传统渠道头部名酒白酒价盘受到影响。**我们认为电商大力度补贴可持续性有限，目的是抢夺更多GMV和流量，伴随线上酒类销售规模起量和运营时间延长，大额补贴不可持续，还是在于各终端的单点销售水平，长期看线上线下价格差会逐步收敛。**

图：天猫和京东618酒类销售额在去年高基数下仍实现高速增长

图：美团闪购发布618首日战报，酒类呈现高速增长



资料来源：天猫、京东、酒业家，国信证券经济研究所整理

资料来源：美团、云酒头条，国信证券经济研究所整理

股票名称	总市值 (亿元)	营业总收入 (亿元)		营业总收入YOY		归母净利润 (亿元)		归母净利润YOY		预测PE		PB(LF)	分红率 2025E	股息率 2025E
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	PE(24)	PE(25)			
贵州茅台	18,529	1,741.4	1906.9	15.7%	9.5%	862.3	942.5	15.4%	9.3%	21.5	19.7	7.2	75.0%	3.8%
五粮液	4,828	891.8	936.3	7.1%	5.0%	318.5	334.5	5.4%	5.0%	15.2	14.4	3.3	70.0%	4.8%
泸州老窖	1,697	312.0	318.2	3.2%	2.0%	134.7	137.4	1.7%	2.0%	12.6	12.3	3.4	70.0%	5.7%
山西汾酒	2,157	360.1	396.1	12.8%	10.0%	122.4	135.9	17.3%	11.0%	17.6	15.9	5.6	60.0%	3.8%
舍得酒业	171	53.6	54.6	-24.3%	2.0%	3.5	4.8	-80.5%	40.0%	49.6	35.4	2.5	40.9%	1.2%
酒鬼酒	136	14.2	14.5	-49.7%	2.0%	0.1	1.0	-97.7%	700.4%	1087.7	135.9	3.4		
洋河股份	1,000	288.8	251.2	-12.8%	-13.0%	66.7	56.7	-33.4%	-15.0%	15.0	17.6	1.9	123.4%	7.0%
今世缘	521	115.5	125.8	14.3%	9.0%	34.1	36.7	8.8%	7.5%	15.3	14.2	3.3	43.9%	3.1%
古井贡酒	589	235.8	259.4	16.4%	10.0%	55.2	61.8	20.2%	12.0%	10.7	9.5	2.9	57.5%	6.0%
迎驾贡酒	319	73.4	74.5	9.3%	1.5%	25.9	26.5	13.2%	2.5%	12.3	12.0	3.0	46.3%	3.9%
口子窖	211	60.1	60.7	0.9%	1.0%	16.6	16.7	-3.8%	1.0%	12.8	12.6	1.9	47.0%	3.7%
金徽酒	97	30.2	32.9	18.6%	9.0%	3.9	4.1	18.0%	6.0%	25.0	23.6	2.9	64.0%	2.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；
注：数据截至6/10，2025年分红率除茅台、五粮液、老窖、洋河有指引，其他公司保持上年相同假设

- [01] 白酒板块股价回顾：第二季度淡季特征明显，估值反应需求悲观预期
- [02] 主要白酒公司跟踪：短期基本面仍有压力，酒企重视消费者培育和渠道维护
- [03] 白酒投资组合、盈利预测

2.1、贵州茅台：股东大会传递信心，年内增长确定性强

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			2025Q1	
		收入 (+15.7%)	净利润 (+15.4%)	对应24年PE	收入 (+9.5%)	净利润 (+9.3%)	对应25年PE	收入 (+10.7%)	净利润 (+11.6%)
	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	21.5x	1906.9亿元	942.5亿元	19.7x	514.4亿元	268.5亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	飞天茅台（箱装）批价表现							
	<div>● 股东大会传递信心。张德芹董事长从“三个相信”角度阐释公司穿越周期的能力：茅台的产品质量、文化根基不会动摇，在历史4轮白酒行业调整周期中公司均保持战略定力，同时今后会进一步提升整体茅台人的服务能力；总经理王莉提出理性认识本轮周期，当前处于三个周期叠加的阶段，但公司仍然保持信心和定力，提出近期维护市场稳定、中期聚焦国际化和年轻化、长期构建高韧性生态系统。</div> <div>● 公司实现2025年9%收入增长目标的确定性较强。增投其他规格飞天、文创酒等，推动系列酒销售，保护主品价盘的同时补充收入增量。积极拓展渠道，推动国际化。今年以来，已推出935L茅台1935、走进系列等。</div>	箱装飞天批价2115元-本周下跌5元							

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2025/6/8

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.2、五粮液：普五价格略有承压，专营公司积极拓展渠道和消费者



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			2025Q1	
		收入 (+7.1%)	净利润 (+5.4%)	对应24年PE	收入 (+5.0%)	净利润 (+5.0%)	对应25年PE	收入 (+6.1%)	净利润 (+5.8%)
	年报披露2025年主要目标：营业总收入与宏观经济指标保持一致，预计5%左右	891.8亿元	318.5亿元	15.2x	936.3亿元	334.5亿元	14.4x	369.5亿元	148.6亿元
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">● 需求承压，普五价盘承压，1618动销韧性较好。端午动销整体较为平淡，商务及宴席需求下降，价格上挺有压力，叠加线上渠道冲击，经销商积极性有所降低，普五价盘回调至910元，但公司依然重视价盘和经销商利润保障，通过线上打假、鼓励经销商收获等维稳价盘。五粮液1618在宴席场景政策和开瓶红包支撑下，动销展现较好韧性，同比仍有增长，经销商回款积极性较高。● 以专营公司开展市场运作，加强消费者培育。专营公司成立后积极拓展团购客户、梳理渠道及价盘，加强对消费者直接培育短期也起到业绩缓冲垫的作用，长期关注需求培育效果。公司同步加强年轻化产品（青梅酒等）和出海布局节奏，扩大消费者基础。								

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2025/6/8

2.3、泸州老窖：2025年突出三大重点、围绕三大任务，保持渠道利润竞争力



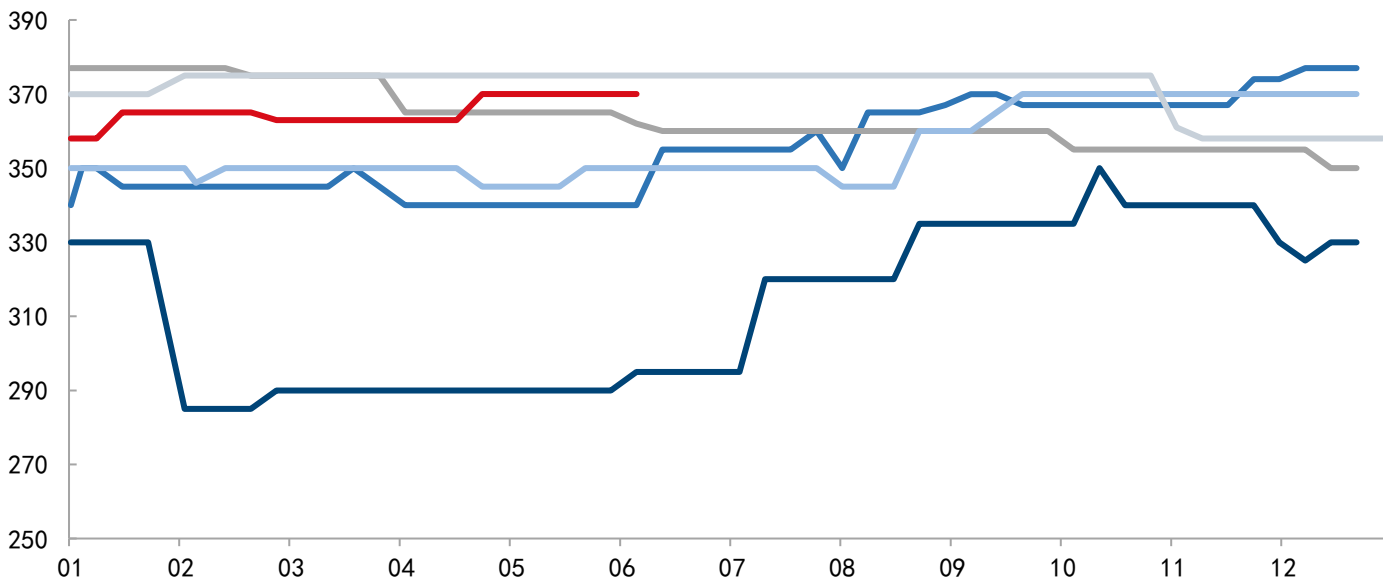
表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值																																																																																																	
		2024年			2025年			2025Q1																																																																																											
	年报披露2025年经营目标：全年营业收入稳中求进，我们预计持平略增	收入 (+3.2%)	净利润 (+1.7%)	对应24年PE	收入 (+2.0%)	净利润 (+2.0%)	对应25年PE	收入 (+1.8%)	净利润 (+0.4%)																																																																																										
		312.0亿元	134.7亿元	12.6x	318.2亿元	137.4亿元	12.3x	93.5亿元	45.9亿元																																																																																										
基本面	公司近期变化及关键变量	高度国窖1573批价表现																																																																																																	
	<div>● 需求较为平淡，高度国窖批价略有下降，本月环比下跌至845元。一方面，高度国窖消费场景中政商务开瓶占比较高，受到外部环境的影响；一方面，端午白酒消费需求较弱，部分经销商和终端诉求周转提升。</div> <div>● 2025年主要工作规划包括：突出三大重点，确保销售投入，大力扩面、开瓶、拓点；围绕三大任务，保持市场良性，提升操盘能力、渠道利润、品牌形象。<u>我们认为公司组织管理禀赋核心优势并未改变，能够根据外部环境的变化灵活调整渠道和产品策略，实现长短期发展的平衡</u>：1) 区域上看，调整期公司仍以川渝和华北大本营资源投入为主，百城2.0较1.0强调终端融合提质，提升单个经销商和终端的抗风险能力；2) 费用上看，公司及时调整分利政策，配称提价、控货动作，减弱数字化过快带来的负面效应。</div>	<div>国窖1573批价845元-本周下跌10元</div> <table><caption>国窖1573批价表现 (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年</td><td>790</td><td>790</td><td>790</td><td>790</td><td>790</td><td>790</td><td>790</td><td>790</td><td>790</td><td>790</td><td>790</td><td>790</td></tr><tr><td>2021年</td><td>880</td><td>880</td><td>880</td><td>880</td><td>880</td><td>880</td><td>880</td><td>880</td><td>880</td><td>880</td><td>880</td><td>880</td></tr><tr><td>2022年</td><td>910</td><td>910</td><td>910</td><td>910</td><td>910</td><td>910</td><td>910</td><td>910</td><td>910</td><td>910</td><td>910</td><td>910</td></tr><tr><td>2023年</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td></tr><tr><td>2024年</td><td>870</td><td>870</td><td>870</td><td>870</td><td>870</td><td>870</td><td>870</td><td>870</td><td>870</td><td>870</td><td>870</td><td>870</td></tr><tr><td>2025年</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td></tr></table>								年份	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	2020年	790	790	790	790	790	790	790	790	790	790	790	790	2021年	880	880	880	880	880	880	880	880	880	880	880	880	2022年	910	910	910	910	910	910	910	910	910	910	910	910	2023年	900	900	900	900	900	900	900	900	900	900	900	900	2024年	870	870	870	870	870	870	870	870	870	870	870	870	2025年	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860
年份	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12																																																																																							
2020年	790	790	790	790	790	790	790	790	790	790	790	790																																																																																							
2021年	880	880	880	880	880	880	880	880	880	880	880	880																																																																																							
2022年	910	910	910	910	910	910	910	910	910	910	910	910																																																																																							
2023年	900	900	900	900	900	900	900	900	900	900	900	900																																																																																							
2024年	870	870	870	870	870	870	870	870	870	870	870	870																																																																																							
2025年	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860																																																																																							

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2025/6/8

2.4、山西汾酒：主品价盘表现稳定，老白汾在大众价位动销表现较好

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			2025Q1	
		收入 (+12.8%)	净利润 (+17.3%)	对应24年PE	收入 (+10.0%)	净利润 (+11.0%)	对应25年PE	收入 (+7.7%)	净利润 (+6.2%)
	年报披露2025年主要目标：全年营业收入继续保持稳健增长态势，我们预计高个位数-10%	360.1元	122.4亿元	17.6x	396.1亿元	135.9亿元	15.9x	165.2亿元	66.5亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	青花20批价表现							
	<div>● 需求承压，公司产品纵深，青花20价格表现稳定，老白汾系列动销势能较好。Q2以来需求走弱，青花20在3月底控货、老版停货预期下价盘表现较稳，过去几年消费场景占比中大众宴席场景提升，销售受环境影响较小。环山西（尤其河南、山东）地区老白汾系列性价比突出、渠道利润较厚，渠道动销表现较好。</div> <div>● 2025年公司经营思路清晰，增长确定性较强。今年增长主要抓手在于青花26和老白汾系列，两者在各自价位性价比突出，承接青花30复兴版降级和玻汾升级需求，我们预计26和老白汾的增长空间决定今年收入增速上限。</div> <div>● 渠道管理上，汾享礼遇经过1年多的运营逐步成熟，开瓶管理精细化，渠道兑付及时性提升，预计今年厂商关系提升。</div>	<div>青花20批价370元——本周持平</div>  <div>— 2020 — 2021 — 2022 — 2023 — 2024 — 2025</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2025/6/10

2.5、洋河股份：25Q2第七代海之蓝省内上新，宴席场景维持积极费投



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			2025Q1																													
	预计收入同比持平有一定难度	收入 (-12.8%)	净利润 (-33.4%)	对应24年PE	收入 (-13.0%)	净利润 (-15.0%)	对应25年PE	收入 (-31.0%)	净利润 (-39.9%)																												
		288.8亿元	66.7亿元	15.0x	251.2亿元	56.7亿元	17.6x	110.7亿元	36.4亿元																												
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现																																			
	<div>● 江苏省内各消费场景均有需求压力，公司以停货、焕新等方式延长产品生命周期，25Q2以来主品价盘表现比较稳定。公司并未给渠道设置过高回款目标，同时在宴席场景保持积极的费用投入巩固份额。</div> <div>● 2025年公司基本面仍有压力，相较于过去的以价换量，今年公司更加重视渠道秩序维护和产品品质升级。 1) M6+从2月起实施严格的配额管控政策，在省内600元价位份额领先； 2) 海之蓝焕新第七代，主体基酒升级到3年以上，5年以上陈年酒调味，上市后经销商回款节奏有所加快； 3) 文创产品方面加快推出，结合洋河品牌文化宣传。</div>	<div><table><caption>批价表现数据 (元)</caption><thead><tr><th>品牌</th><th>2021/09</th><th>2022/09</th><th>2023/09</th><th>2024/09</th><th>2025/05</th></tr></thead><tbody><tr><td>M6+</td><td>640</td><td>630</td><td>600</td><td>570</td><td>550</td></tr><tr><td>M3</td><td>450</td><td>440</td><td>420</td><td>400</td><td>350</td></tr><tr><td>天之蓝</td><td>290</td><td>280</td><td>270</td><td>270</td><td>273</td></tr><tr><td>海之蓝</td><td>120</td><td>120</td><td>120</td><td>120</td><td>120</td></tr></tbody></table></div>							品牌	2021/09	2022/09	2023/09	2024/09	2025/05	M6+	640	630	600	570	550	M3	450	440	420	400	350	天之蓝	290	280	270	270	273	海之蓝	120	120	120	120
品牌	2021/09	2022/09	2023/09	2024/09	2025/05																																
M6+	640	630	600	570	550																																
M3	450	440	420	400	350																																
天之蓝	290	280	270	270	273																																
海之蓝	120	120	120	120	120																																

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2025/6/9

2.6、今世缘：省内大众价位份额优势稳固，今年增速预计高于行业平均



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			2025Q1																																																																																											
		收入 (+14.3%)	净利润 (+8.8%)	对应24年 PE	收入 (+9.0%)	净利润 (+7.5%)	对应25年 PE	收入 (+9.2%)	净利润 (+7.3%)																																																																																										
	年报披露2025年主要目标：总营业收入同比增长5%-12%，净利润增幅略低于收入增幅	115.5亿元	34.1亿元	15.3x	125.8亿元	36.7亿元	14.2x	51.0亿元	16.4亿元																																																																																										
基本面	公司近期变化及关键变量	国缘四开批价表现																																																																																																	
	<div>● 25Q2价格保持相对稳定，库存处于合理水平。省内高端礼赠和商务场景需求承压，但国缘宴席场景接单量和场次实现较大增长，场均开瓶量有所下降，整体仍保持100-500元价位的份额优势。</div> <div>● 2025年预计收入增速边际下降，但增长快于行业平均具有较强确定性：1) 四开增长尚未触及天花板，区域不平衡、仍有渗透率提升空间；2) 淡雅在100元价位势能向上，苏中份额提升较快；3) 四开支撑下，V3有和竞品缩小差距的空间；4) 今年高沟在光瓶酒赛道推出3款新品补充增量；5) 省外和省内一盘棋，用四开+对开组合运作率先在周边板块形成点状氛围。</div> <div>● 公司今年南厂区清雅酱香车间预计投产2万吨新增产能，整体产能有望突破8万吨。</div>	<div>国缘四开批价400-410元——本月持平</div> <table><caption>国缘四开批价数据 (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>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>2021</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td></tr><tr><td>2022</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td></tr><tr><td>2023</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td></tr><tr><td>2024</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td><td>410</td></tr><tr><td>2025</td><td>400</td><td>400</td><td>400</td><td>400</td><td>400</td><td>400</td><td>400</td><td>400</td><td>400</td><td>400</td><td>400</td><td>400</td></tr></table>								年份	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	2020	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	2021	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	2022	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	2023	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	2024	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	2025	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
年份	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12																																																																																							
2020	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370																																																																																							
2021	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380																																																																																							
2022	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410																																																																																							
2023	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410																																																																																							
2024	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410																																																																																							
2025	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400																																																																																							

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2025/6/10

2.7、古井贡酒：2024Q4主动控速，预计2025Q1实现稳健增长



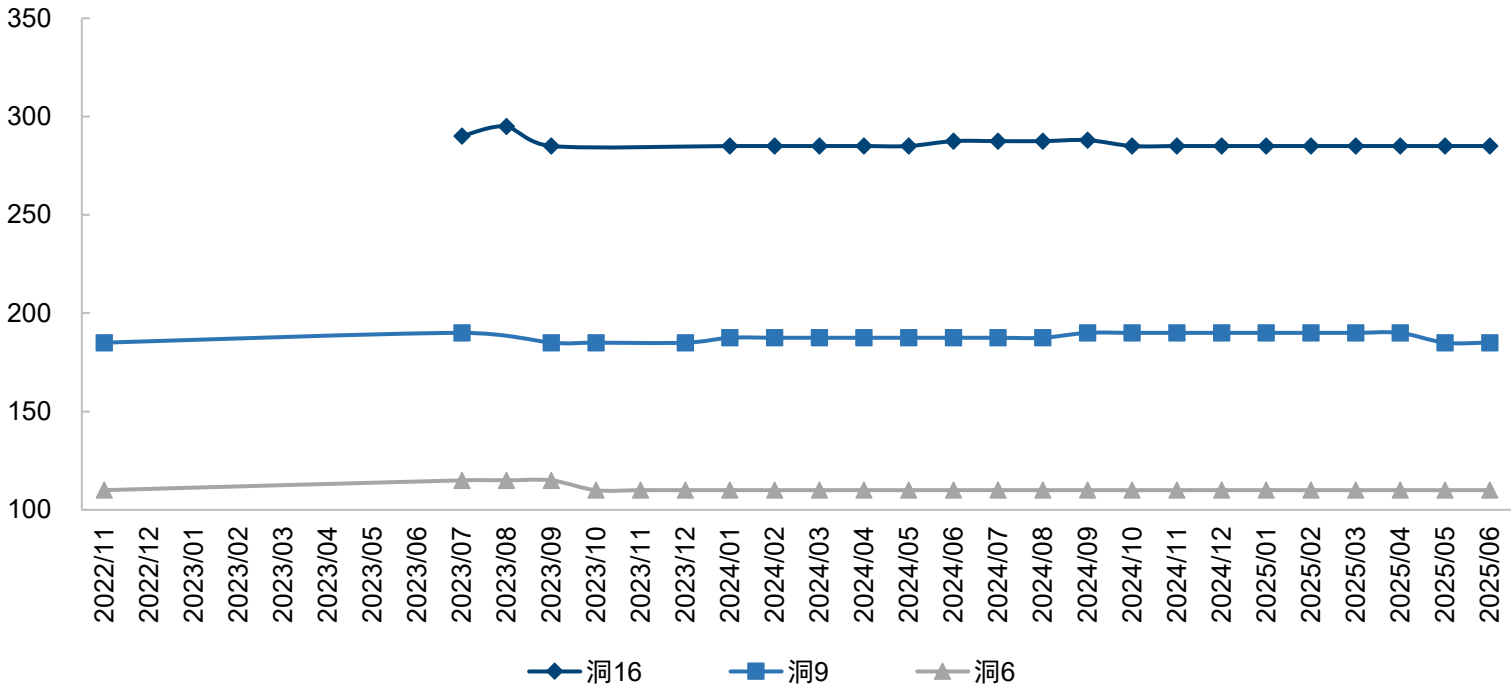
表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1	
		收入 (+16.4%)	净利润 (+20.2%)	对应24年PE	收入 (+10.0%)	净利润 (+12.0%)	对应25年PE	收入 (+10.4%)	净利润 (+12.8%)
	年报披露2025年营业总收入较上年度实现稳健增长	235.8元	55.2亿元	10.7x	259.4亿元	61.8亿元	9.5x	91.5亿元	23.3亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现							
	<ul style="list-style-type: none">● 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。● 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。● 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。								

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2025/6/10

2.8、迎驾贡酒：25Q1业绩下滑主因需求下滑，洞藏系列自点率仍然较高

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 根据股东大会材料，主要财务预算目标：收入76亿元/同比+3.5%，净利润26亿元/同比+3.6%	盈利预测及估值							
		2024年			2025年			2025Q1	
		收入 (+9.3%) 73.4亿元	净利润 (+13.2%) 25.9亿元	对应24年 PE 12.3x	收入 (+1.5%) 74.5亿元	净利润 (+2.5%) 26.5亿元	对应25年 PE 12.0x	收入 (-11.9%) 20.5亿元	净利润 (-9.2%) 8.3亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现							
		<div><div><div>●端午动销看，洞藏系列在合肥等高地市场大众宴席场景自点率较为稳健，终端及商场动销流速较好，洞6、洞9库存维持在合理水位批价保持稳定。</div><div>●公司25Q1业绩下滑，主要系经济增速下降，消费需求疲软、消费力不足所致，同时公司主动控量稳价，减轻渠道压力。我们认为迎驾报表较为真实反应动销需求，公司始终坚持低库存运营，保持产品自然动销势能，有利于后续轻装上阵调整节奏，业绩恢复弹性较大。</div><div>●未来工作规划看，公司短期稳固核心市场（当前合肥、六安等优势市场产品自点率领先竞对），中期通过差异化竞争与区域聚焦打开增量市场，长期推进“文化迎驾战略”。</div></div></div>							
									

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2025/6/10

- [01] 白酒板块股价回顾：第二季度淡季特征明显，估值反应需求悲观预期
- [02] 主要白酒公司跟踪：短期基本面仍有压力，酒企重视消费者培育和渠道维护
- [03] 白酒投资组合、盈利预测

需求仍具不确定性，看好持续获得份额的标的

- **投资建议：**短期外部环境不确定性仍然较强，需求修复需要系统性、持续性的政策加持，板块基本面仍处于磨底阶段，投资主线为有能力实现自身份额提升的优质公司，推荐山西汾酒、贵州茅台、今世缘等。二季度行业淡季特征明显，政商务场景受限，价格进入压力测试阶段，估值集中反应市场悲观预期；伴随利空消化，积极性增量政策出台，后续估值端或有修复空间。
- **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19.7xP/E，维持“优于大市”评级。
 - **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15.9xP/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。

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