

白酒板块2025年中报业绩综述

报表释压，加速筑底

王言海、孙冉、胡慧铭



场景压制常态化，报表释压，加速筑底

- **从“被动出清”到“主动调整”，行业处于加速筑底阶段：**行业特性决定了多数品牌在“实际需求场景持续受损”背景下，以其品牌、渠道势能的“韧性”优先选择完成“既定业绩增长目标的要求”，较为长期的“供过于求”在渠道库存、价格与现金流层面压力持续累积，引发市场持续担忧，定价锚定偏离，25H1报表降速调整利于纠偏。
- **缩量调整期的结构性机会，市场长期定价更倾向于“股息率”与“市占率”，**如价位龙头、市占率、品牌地位等，短期对基本面调整节奏及品牌库存业绩等压力传导时间节点已形成较为一致预期，短期内市场从关注“场景恢复与动销的边际变化”到更关注同比趋势以验证需求底部。我们预期：
 - **在趋势上，动销淡季转换的修复和环比改善是确定性的，**宴席、亲朋聚饮等“深度场景”需求韧性植根于文化，禁令的制度与传统节日的纪律强调是常态，政商务场景修复弹性可先导参考宏观指标；
 - **报表端三季度或依然强分化，春节后表观增速降幅逐步收窄，进入“弱复苏”阶段，2025与2014年白酒复苏阶段是相似的，**行业面临的环境考验可能更大，而品牌则未必；
 - **“以价换量”，内卷加剧，消费者促销费用推动价格下移：**旺季的流动性充裕环境在高库存与稳增长压力下必然外显为价格下降，电商平台、“歪马送酒”等即时零售平台补贴也将助推价格下移，当然也将伴随着降库（因终端门店更追求现金流与存货周转，渠道调货较为便利，当下备货相对较少，库存多累积于经销商，旺季的消费脉冲传导或有利于对冲价格下行压力）。



深度场景支撑，板块已进入多重底部配置区间

- 25年上半年白酒行业经历了宏观经济缓慢修复、行业库存周期高位去化、以及518史上最严禁酒令的政策面压制等，消费场景受损，行业需求延续承压，酒企放缓回款节奏纾压渠道，加速库存去化，二季度报表同比转负，行业加速出清筑底。当前行业处于估值、机构仓位、基本面的多重底部，Q2政策利空导致渠道压力加速传导至报表端，中报加速出清成为行业共识，增速放缓、结构下移、蓄水池收缩、现金回款占比下滑等成为酒企中报共性。
- **降速纾压成行业共识，渠道压力加速传导至报表端。**白酒25年上半年17家主要白酒上市公司营收、归母净利润分别2368.3、944.6亿元，同比-0.4%、-0.9%，单Q2实现营收、归母净利润867.2、313.4亿元，同比-4.7%/-7.3%，是本轮周期内营收端首次负增长，利润端下滑幅度大于营收端。剔除茅台25上半年实现营收、归母净利润分别1457.4、490.6亿元，同比-5.5%、-8.6%，其中单25Q2实现营收、归母净利润470.7、127.8亿元，同比-12.9%、-20.9%，收入利润端均环比加速下滑。
- **酒企放宽回款政策为渠道纾压，盈利受产品结构和货折拖累，规模效应缩水&费用支出刚性。**上半年白酒上市公司回款进度普遍慢于同期，合同负债端整体同比下滑2.5%，销售收现同比下滑3.2%。25H1白酒板块毛利率/归母净利率分别为82.5%/39.9%，同比+0.10/-0.23pcts；剔除茅台后分别为76.9%/33.7%，同比-0.36pcts/-1.13pcts。量价层面，禁酒令压制政商务场景高端白酒需求受损，25年中报整体呈现量增价跌的趋势，Q2各大品牌切入宴席市场，以降低政策门槛、加码政策力度等方式强化动销开瓶，导致货折增加、吨价下移，毛利率下滑。
- **板块已进入底部配置区间，重视旺季消费费冲事件的边际催化。**进入8月以来，场景释放和升学宴需求集中释放的背景下，渠道反馈宴席驱动下的开瓶动销环比修复等积极信号。中秋国庆旺季将加速基本面筑底过程，我们预计26年开启报表端修复。
- **投资建议：推荐强品牌力的贵州茅台、五粮液、泸州老窖，逆周期下增长路径清晰的山西汾酒；区域及价位均有较好成长性的区域龙头，古井贡酒、金徽酒、迎驾贡酒、今世缘、老白干酒等，以“大珍模式”探索增量的珍酒李渡；关注出清路径清晰、储备新品的洋河股份、酒鬼酒和渠道库存有效去化，24年税费扰动影响结束的舍得酒业。**
- **风险提示：**消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期；产业政策调整风险；食品安全风险。



01

白酒：降速出清共识达成，量增价跌结构下移

02

投资建议与盈利预测

03

风险提示

CONTENTS

目录



01. 白酒：降速出清共识达成，量增价跌结构下移

1.1 25Q2降速成共识，本轮周期内板块营收首次负增长

- 降速纾压成行业共识，渠道压力加速传导至报表端。** 25年上半年17家主要白酒上市公司营收/归母净利润分别2368.29亿元/944.61亿元，同比-0.35%/-0.92%，其中单25Q2实现营收/归母净利润867.23/313.35亿元，同比-4.69%/-7.25%，是本轮周期内营收端首次负增长，利润端下滑幅度大于营收端。**剔除茅台**25上半年实现营收/归母净利润分别1457.36亿元/490.58亿元，同比-5.49%/-8.55%，其中单25Q2实现营收/归母净利润470.73/127.80亿元，同比-12.86%/-20.89%，收入利润端均环比加速下滑。
- Q2收入端：**仅茅台7.26%/天佑德酒3.92%/山西汾酒0.45%/五粮液0.10%四家酒企实现同比正增长，以高端为主。**Q2利润端：**排除偶发因素外，仅茅台5.25%/老白干酒0.16%同比正增；另有水井坊、酒鬼酒、天佑德酒Q2内转亏，金种子延续亏损。

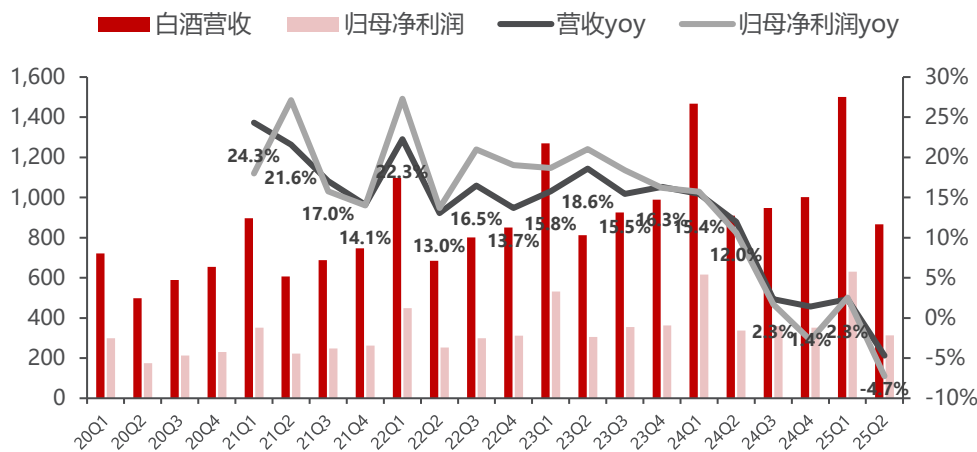
图表：25年上半年白酒上市公司降速纾压

公司	25H1				25Q1				25Q2			
	营收(亿元)	营收yoy(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润yoy(%)	营收(亿元)	营收yoy(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润yoy(%)	营收(亿元)	营收yoy(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润yoy(%)
贵州茅台	910.94	9.16%	454.03	8.89%	514.43	10.67%	268.47	11.56%	396.50	7.26%	185.55	5.25%
五粮液	527.71	4.19%	194.92	2.28%	369.40	6.05%	148.60	5.80%	158.31	0.10%	46.32	-7.58%
泸州老窖	164.54	-2.67%	76.63	-4.54%	93.52	1.78%	45.93	0.41%	71.02	-7.97%	30.70	-11.10%
高端酒合计	1603.18	6.17%	725.58	5.49%	977.36	7.99%	463.01	8.47%	625.83	3.45%	262.57	0.62%
山西汾酒	239.64	5.35%	85.05	1.13%	165.23	7.72%	66.48	6.15%	74.41	0.45%	18.57	-13.50%
舍得酒业	27.01	-17.41%	4.43	-24.98%	15.76	-25.14%	3.46	-37.10%	11.25	-3.44%	0.97	139.48%
水井坊	14.98	-12.84%	1.05	-56.52%	9.59	2.74%	1.90	2.15%	5.39	-31.37%	-0.85	-251.25%
酒鬼酒	5.61	-43.54%	0.09	-92.60%	3.44	-30.34%	0.32	-56.78%	2.17	-56.57%	-0.23	-147.77%
次高端合计	287.24	-0.02%	90.63	-3.22%	194.02	2.81%	72.16	2.03%	93.23	-5.41%	18.47	-19.41%
洋河股份	147.96	-35.32%	43.44	-45.34%	110.66	-31.92%	36.37	-39.93%	37.29	-43.67%	7.07	-62.66%
今世缘	69.51	-4.84%	22.29	-9.46%	50.99	9.17%	16.44	7.27%	18.52	-29.69%	5.85	-37.06%
古井贡酒	138.80	0.54%	36.62	2.49%	91.46	10.38%	23.30	12.78%	47.34	-14.23%	13.32	-11.63%
迎驾贡酒	31.60	-16.51%	11.30	-18.02%	20.47	-11.93%	8.29	-9.25%	11.13	-23.81%	3.02	-35.22%
口子窖	25.31	-20.07%	7.15	-24.63%	18.10	2.42%	6.10	3.59%	7.21	-48.48%	1.05	-70.91%
金种子酒	4.84	-27.47%	-0.72	-750.54%	2.96	-29.41%	-0.39	-320.62%	1.88	-24.16%	-0.33	408.17%
老白干酒	24.81	0.48%	3.21	5.42%	11.68	3.36%	1.52	11.91%	13.14	-1.95%	1.68	0.16%
金徽酒	17.59	0.31%	2.98	1.12%	11.08	3.04%	2.34	5.77%	6.51	-4.02%	0.64	-12.78%
伊力特	10.70	-19.51%	1.63	-17.82%	7.96	-4.32%	1.44	-9.29%	2.75	-44.86%	0.18	-52.75%
天佑德酒	6.74	-11.24%	0.51	-35.37%	4.32	-17.96%	0.68	-37.69%	2.42	3.92%	-0.16	-44.15%
区域龙头合计	477.87	-17.49%	128.40	-25.33%	329.69	-11.58%	96.09	-18.55%	148.18	-28.17%	32.31	-40.15%
白酒板块合计	2368.29	-0.35%	944.61	-0.92%	1501.06	2.35%	631.25	2.55%	867.23	-4.69%	313.35	-7.25%
白酒板块剔除茅台	1457.36	-5.49%	490.58	-8.55%	986.63	-1.51%	362.78	-3.23%	470.73	-12.86%	127.80	-20.89%

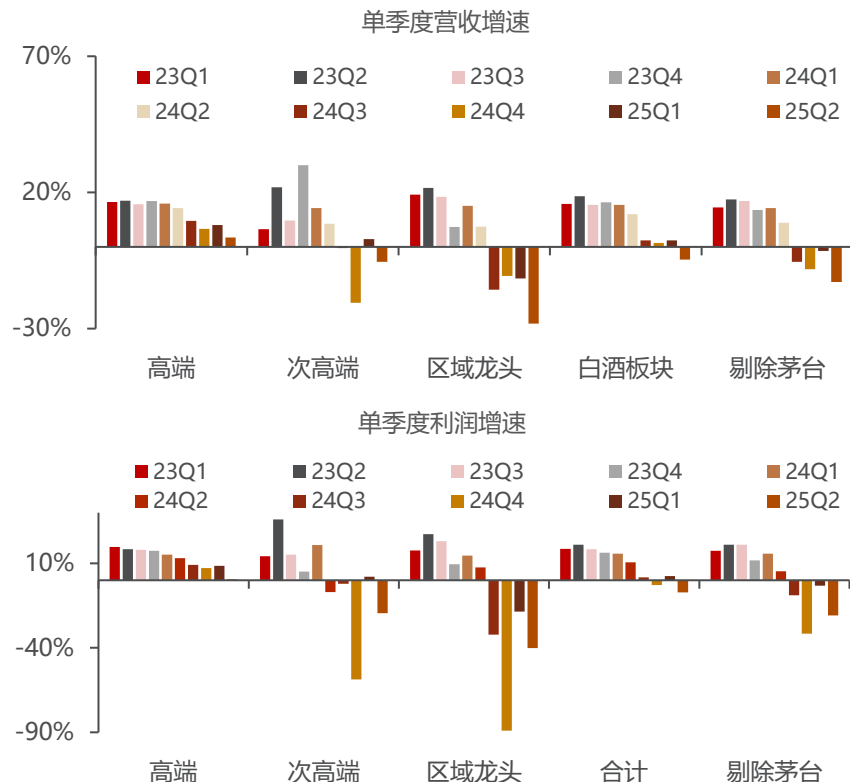
1.1 高端酒收入利润维持正增，次高端增速转负，地产酒加速下滑

- 分板块看，25H1 高端/次高端/区域酒及其他分别实现营收 1603.18/287.24/ 477.87 亿元，同比 +6.17%/-0.02%/-17.49%。其中，25Q2 分别实现营收 625.83/93.23/148.18 亿元，同比分别 +3.45%/-5.54%/-28.17%。
- 白酒板块在Q2首次实现营收利润在本轮周期的双负增长。高端白酒 25Q2 仍能维持收入利润正增长，但增速显著放缓；次高端营收利润增速双双转负；区域龙头加速下滑。不同价位带均呈现利润下滑幅度大于收入端的共性，酒企利润缩水。

图表：单季度营收&利润增速逐季放缓，25Q2营收首次负增长

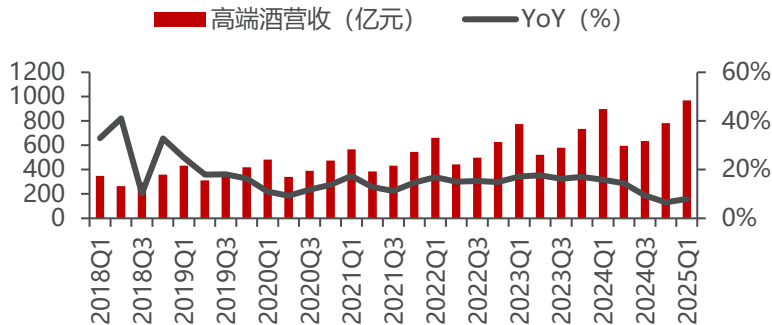


图表：23Q1-25Q1白酒各价格带单季度营收&利润增速逐季放缓

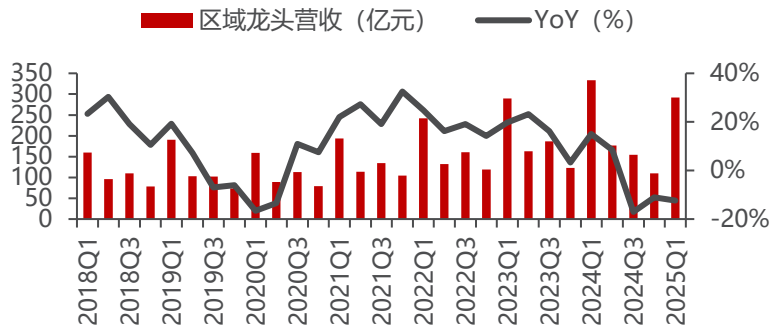


1.1 高端酒收入利润维持正增，次高端增速转负，地产酒加速下滑

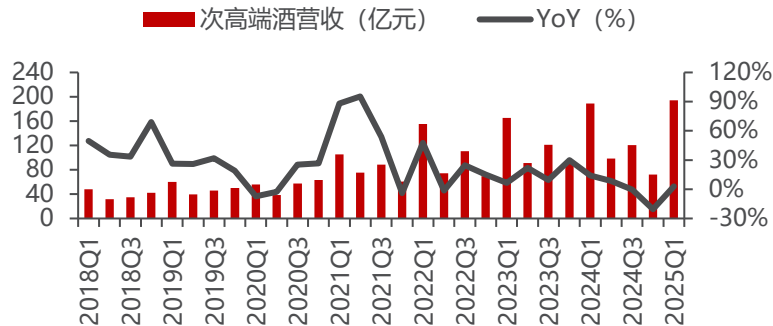
图表：18Q1-25Q2高端酒板块逐季营收表现



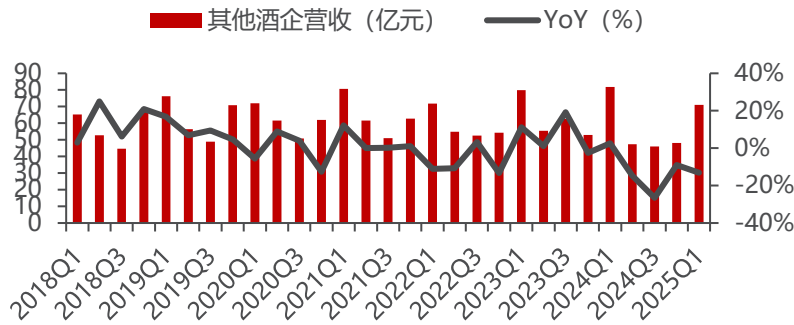
图表：18Q1-25Q2区域龙头酒板块逐季营收表现



图表：18Q1-25Q2次高端酒板块逐季营收表现



图表：18Q1-25Q2其他酒企板块逐季营收表现



1.1 高端酒收入利润维持正增，次高端增速转负，地产酒加速下滑

图表：2017-2025白酒各板块及上市公司半年度营收表现

	营收 (亿元)									营收YoY								
	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
高端酒	449.27	612.38	746.52	823.55	951.56	1105.04	1296.75	1494.84	1586.14	25.85%	36.31%	21.90%	10.32%	15.54%	16.13%	17.35%	15.28%	6.11%
贵州茅台	241.9	333.97	394.88	439.53	490.87	576.17	695.76	819.31	893.89	33.11%	38.06%	18.24%	11.31%	11.68%	17.38%	20.76%	17.76%	9.10%
五粮液	156.21	214.21	271.51	307.68	367.52	412.22	455.06	506.48	527.71	17.85%	37.13%	26.75%	13.32%	19.45%	12.17%	10.39%	11.30%	4.19%
泸州老窖	51.16	64.2	80.13	76.34	93.17	116.64	145.93	169.05	164.54	19.41%	25.49%	24.81%	-4.72%	22.04%	25.19%	25.11%	15.84%	-2.67%
次高端酒	55.11	79.2	99.96	94.52	180.61	229.7	256.08	287.29	287.24	38.24%	43.70%	26.22%	-5.45%	91.08%	27.18%	11.49%	12.19%	-0.02%
山西汾酒	34.21	50.42	63.77	69	121.19	153.34	190.11	227.46	239.64	41.18%	47.38%	22.30%	7.80%	75.51%	26.53%	23.98%	19.65%	5.35%
舍得酒业	8.79	10.18	12.21	10.26	23.91	30.25	35.29	32.71	27.01	12.72%	15.82%	19.87%	-15.95%	133.09%	26.51%	16.64%	-7.28%	-17.41%
水井坊	8.41	13.36	16.9	8.04	18.37	20.74	15.27	17.19	14.98	70.62%	58.97%	26.47%	-52.41%	128.44%	12.89%	-26.38%	12.57%	-12.84%
酒鬼酒	3.71	5.24	7.09	7.22	17.14	25.37	15.41	9.94	5.61	27.33%	41.26%	35.41%	1.87%	137.31%	48.04%	-39.24%	-35.50%	-43.54%
区域龙头	203.14	255.78	293.43	247.98	307.3	373.83	452.08	509.37	413.17	14.30%	25.91%	14.72%	-15.49%	23.92%	21.65%	20.93%	12.67%	-18.89%
洋河股份	115.3	145.43	159.99	134.29	155.43	189.08	218.73	228.76	147.96	13.12%	26.12%	10.01%	-16.06%	15.75%	21.65%	15.68%	4.58%	-35.32%
古井贡酒	36.7	47.83	59.88	55.2	70.07	90.02	113.1	138.06	138.8	20.53%	30.32%	25.19%	-7.82%	26.96%	28.46%	25.64%	22.07%	0.54%
今世缘	18.04	23.6	30.55	29.13	38.51	46.46	59.69	73.04	69.5	17.24%	30.83%	29.45%	-4.65%	32.20%	20.66%	28.47%	22.36%	-4.84%
迎驾贡酒	15.64	17.33	18.82	13.68	20.86	25.3	31.43	37.85	31.6	3.40%	10.81%	8.59%	-27.32%	52.46%	20.38%	24.25%	20.44%	-16.89%
口子窖	17.46	21.59	24.19	15.7	22.43	22.97	29.12	31.66	25.31	17.76%	23.67%	12.04%	-35.12%	42.90%	2.42%	26.79%	8.72%	-20.07%
其他酒企	105.59	118.05	132.69	133.44	142.21	126.67	135.32	129.22	111.47	1.97%	11.79%	12.41%	0.57%	6.57%	-10.93%	6.83%	-4.51%	-13.74%
老白干酒	11.07	14.59	19.59	14.93	16.52	20.26	22.32	24.7	24.81	6.12%	31.78%	34.33%	-23.79%	10.61%	22.65%	10.19%	10.65%	0.48%
伊力特	8.29	9.97	9.4	7.94	10.31	11.33	12.21	13.3	10.7	1.08%	20.38%	-5.72%	-15.60%	29.85%	9.96%	7.71%	8.94%	-19.51%
顺鑫农业	65.48	72.33	84.16	95.2	91.91	65.19	62.11	56.87	45.93	4.47%	10.45%	16.36%	13.12%	-3.46%	-29.07%	-4.72%	-8.45%	-19.24%
金徽酒	7.2	7.94	8.15	7.12	9.72	12.26	15.23	17.54	17.59	6.82%	10.32%	2.62%	-12.67%	36.59%	26.13%	24.25%	15.17%	0.31%
金种子酒	5.73	5.49	5.06	4.1	5.45	6.02	7.68	6.67	4.84	-24.54%	-4.19%	-7.80%	-19.09%	32.98%	10.39%	27.63%	-13.16%	-27.47%
天佑德酒	6.69	6.99	5.42	3.54	5.79	5.95	6.61	7.59	6.74	-7.74%	4.37%	-22.46%	-34.65%	63.61%	2.81%	10.95%	14.93%	-11.24%
皇台酒业	0.38	0.08	0.17	0.39	0.25	0.71	0.74	0.65	0.58	-39.62%	-78.41%	103.14%	135.35%	-35.82%	179.60%	5.51%	-12.07%	-11.85%
岩石股份	0.75	0.66	0.74	0.23	2.27	4.96	8.43	1.91	0.28	2492.42%	-12.15%	12.14%	-69.19%	890.25%	118.84%	69.73%	-77.32%	-85.22%

1.1 高端酒收入利润维持正增，次高端增速转负，地产酒加速下滑

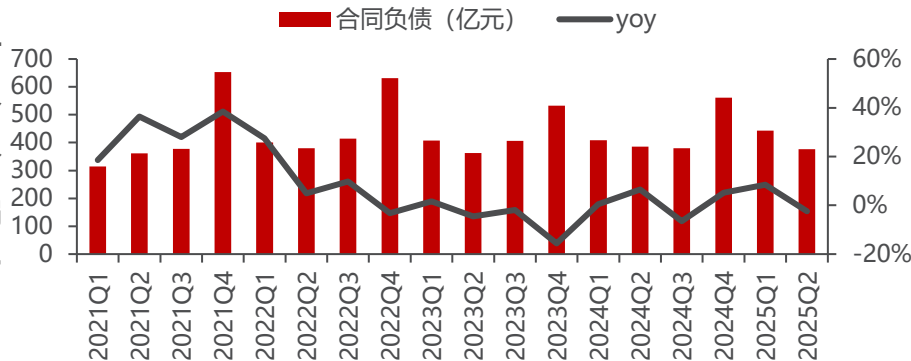
图表：2017-2025白酒各板块及上市公司半年度利润表现

	归母净利润 (亿元)									归母净利润YoY								
	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2025H1
高端酒	176.89	248.41	320.36	366.77	420.81	504.25	601.08	687.80	725.58	28.17%	40.43%	28.96%	14.49%	14.73%	19.83%	19.20%	14.43%	5.49%
贵州茅台	112.51	157.64	199.51	226.02	246.54	297.94	359.80	416.96	454.03	27.81%	40.12%	26.56%	13.29%	9.08%	20.85%	20.76%	15.88%	8.89%
五粮液	49.72	71.10	93.36	108.55	132.00	150.99	170.37	190.57	194.92	27.91%	43.02%	31.30%	16.28%	21.60%	14.38%	12.83%	11.86%	2.28%
泸州老窖	14.67	19.67	27.50	32.20	42.26	55.32	70.90	80.28	76.63	32.73%	34.08%	39.80%	17.12%	31.23%	30.89%	28.17%	13.22%	-4.54%
次高端酒	8.61	14.85	18.71	20.57	51.67	69.36	83.12	93.64	90.63	68.23%	72.41%	26.00%	9.93%	151.22%	34.24%	19.84%	12.66%	-3.22%
山西汾酒	6.02	9.37	11.90	16.05	35.44	50.13	67.67	84.10	85.05	67.63%	55.76%	26.28%	33.05%	117.54%	41.46%	35.00%	24.27%	1.13%
舍得酒业	0.62	1.66	1.85	1.64	7.35	8.36	9.20	5.91	4.43	169.00%	166.05%	11.81%	-11.45%	347.94%	13.60%	10.07%	-35.73%	-24.98%
水井坊	1.14	2.67	3.40	1.03	3.77	3.70	2.03	2.42	1.05	25.66%	133.59%	26.97%	-69.64%	266.01%	-2.00%	-45.15%	19.55%	-56.52%
酒鬼酒	0.83	1.14	1.56	1.85	5.10	7.18	4.22	1.21	0.09	113.62%	38.30%	36.13%	18.42%	176.55%	40.68%	-41.23%	-71.32%	-92.60%
区域龙头	59.62	78.69	92.42	82.65	96.54	119.49	146.03	163.09	120.79	16.41%	31.99%	17.45%	-10.57%	16.81%	23.77%	22.22%	11.68%	-25.93%
洋河股份	39.08	50.05	55.82	54.01	56.61	68.93	78.62	79.47	43.44	14.15%	28.06%	11.52%	-3.24%	4.82%	21.76%	14.06%	1.08%	-45.34%
古井贡酒	5.49	8.92	12.48	10.25	13.79	19.19	27.79	35.73	36.62	27.34%	62.59%	39.88%	-17.89%	34.53%	39.17%	44.85%	28.54%	2.49%
今世缘	6.49	8.56	10.72	10.20	13.35	16.18	20.50	24.61	22.29	22.29%	31.56%	25.23%	-4.92%	30.92%	21.22%	26.70%	20.08%	-9.46%
迎驾贡酒	3.29	3.82	4.45	3.33	5.91	7.79	10.64	13.79	11.30	-0.32%	15.96%	16.42%	-25.14%	77.63%	32.30%	36.53%	29.59%	-18.19%
口子窖	5.26	7.33	8.95	4.86	6.87	7.40	8.48	9.49	7.15	29.87%	39.45%	22.03%	-45.65%	41.34%	7.58%	14.64%	11.91%	-24.63%
其他酒企	6.57	10.79	11.61	8.50	10.00	8.27	6.82	12.29	8.61	7.71%	64.10%	7.60%	-26.76%	17.64%	-17.30%	-17.51%	80.19%	-29.96%
老白干酒	0.47	1.46	1.94	1.17	1.24	3.63	2.17	3.04	3.21	92.38%	208.01%	32.67%	-39.55%	6.10%	191.43%	-40.17%	40.25%	5.42%
伊力特	1.62	2.16	2.02	1.46	2.12	1.28	1.76	1.98	1.63	17.36%	33.28%	-6.38%	-27.54%	45.04%	-39.46%	37.41%	12.13%	-17.82%
顺鑫农业	2.45	4.81	6.48	5.48	4.76	0.40	-0.81	4.23	1.73	6.04%	96.78%	34.64%	-15.36%	-13.27%	-91.60%	-302.54%	621.87%	-59.09%
金徽酒	1.42	1.58	1.35	1.20	1.87	2.12	2.54	2.95	2.98	23.95%	11.15%	-14.37%	-10.93%	55.89%	13.06%	20.06%	15.96%	1.12%
金种子酒	0.05	0.06	-0.32	-0.54	-0.98	-0.55	-0.38	0.11	-0.72	-53.03%	18.00%	-629.21%	-71.05%	-79.75%	43.63%	31.35%	129.35%	-750.54%
天佑德酒	1.06	0.88	0.22	-0.35	0.75	0.99	0.97	0.80	0.51	-29.20%	-16.75%	-74.51%	-256.20%	314.49%	32.27%	-2.65%	-17.53%	-35.37%
皇台酒业	-0.55	-0.30	-0.16	0.03	-0.12	0.03	0.03	-0.04	-0.05	-190.97%	45.29%	45.32%	118.47%	-500.00%	124.62%	2.20%	-230.75%	-32.59%
岩石股份	0.05	0.14	0.07	0.04	0.35	0.37	0.54	-0.77	-0.68	114.02%	151.95%	-46.04%	-43.75%	738.40%	5.08%	46.22%	-244.60%	12.42%

1.2

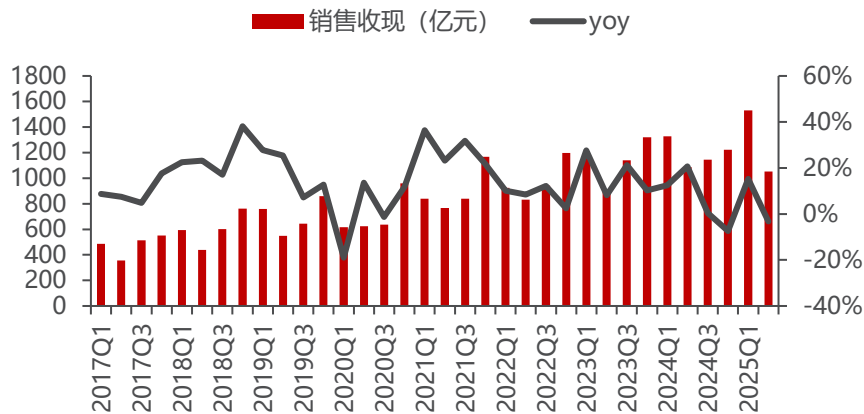
去库稳价背景下业绩蓄水池逐季缩水，部分酒企开启票据回款，回款质量略有降低

图表：25Q2白酒板块合同负债端同比、环比均有减少

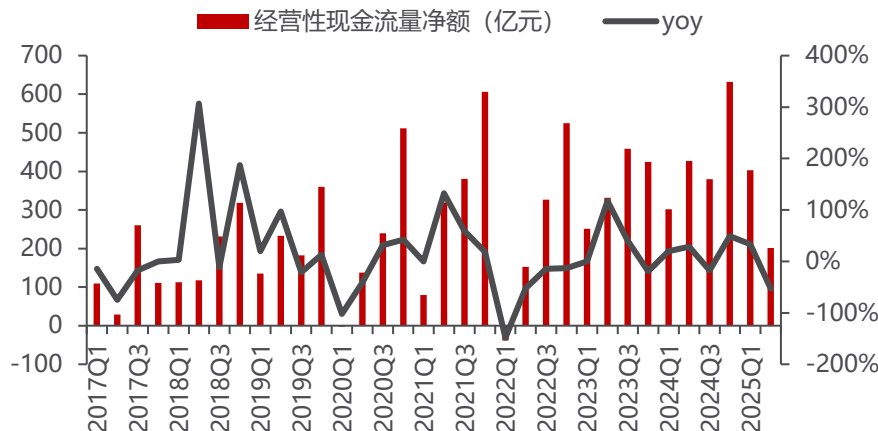


- 行业深度调整下，终端备货意愿下降，经销商资金及库存压力有所加大。25年上半年，白酒上市公司回款进度普遍慢于同期，合同负债端整体同比下滑2.5%，销售收现同比下滑3.2%；同时供给端厂家主动控货挺价，回款政策有部分放宽，回款表现整体偏弱。25Q2白酒板块经营性现金流净额为201.7亿元，同比下滑52.8%。

图表：25Q2白酒板块销售收现水平下滑



图表：25Q2白酒板块经营性现金流同比大幅降低



去库稳价背景下业绩蓄水池逐季缩水，部分酒企开启票据回款，回款质量略有降低

1.2

25H1期末白酒行业（17家主要酒企）合同负债合计371.09亿元，同比-1.87%，25Q1/25Q2期内分别-103.56/-67.58。25H1/25Q2期间行业销售收现合计2546.12/1036.79亿元，同比+7.44%/-3.30%，行业销售收现比1.08/1.19和营收基本匹配。25H1/25Q2经营性活动现金流净额614.06/204.18亿元，同比-16.97%/-52.89%，其中五粮液25H1/25Q2销售收现同比分别+39.92%/+12.03%，主因公司本期主动缩短票据回款窗口期，回款质量提升；山西汾酒25Q2销售收现同比下滑-6.12%主因公司考虑到渠道现金流吃紧接受票据打款；贵州茅台25Q2经营现金流净额-84.29主因集团财务公司吸收存款减少叠加法定准备金增加；泸州老窖合同负债25Q2淡季不降反增4.64亿元，且销售收现同比-15.11%主因行业需求疲软，经销商要货意愿低迷。

图表：25年上半年白酒上市公司蓄水池缩水

公司	合同负债(亿元)				销售收现(亿元)				经营性现金流净额(亿元)			
	25H1	25H1同比(%)	25Q1增加	25Q2增加	25H1	25H1同比(%)	25Q2	25Q2同比(%)	25H1	25H1同比(%)	25Q2	25Q2同比(%)
贵州茅台	55.07	-44.89%	-8.04	-32.81	950.87	9.18%	389.43	-4.64%	131.19	-64.18%	43.10	-84.29%
五粮液	100.77	23.53%	-15.24	-0.89	694.67	39.92%	312.33	12.03%	311.37	131.88%	152.88	18.40%
泸州老窖	35.29	50.72%	-9.12	4.64	179.50	-10.97%	80.83	-15.11%	60.64	-26.27%	27.57	-28.69%
高端酒合计	191.13	-6.73%	-32.40	-29.07	1825.04	16.32%	782.58	0.03%	503.20	-13.65%	223.55	-49.44%
山西汾酒	59.83	4.38%	-28.54	1.65	207.31	-4.00%	69.41	-6.12%	59.80	-24.59%	-10.46	-217.72%
舍得酒业	1.57	-3.01%	0.41	-0.49	27.75	-19.26%	11.52	-24.21%	0.67	-427.77%	-1.57	21.57%
水井坊	9.83	-8.19%	-0.13	0.47	17.23	1.65%	9.91	29.50%	-5.05	71.94%	0.70	-136.65%
酒鬼酒	1.35	-47.34%	-0.66	-0.44	4.54	-45.76%	2.22	-57.10%	-2.34	12.23%	-1.07	-290.41%
次高端合计	72.59	0.51%	-28.92	1.19	256.83	-6.82%	93.06	-8.74%	53.08	-28.34%	-12.40	-298.57%
洋河股份	58.78	49.27%	-33.20	-11.46	123.78	-30.50%	25.73	-47.55%	6.16	-69.85%	-19.20	-31.61%
今世缘	6.00	-4.44%	-10.54	0.61	67.00	7.63%	20.23	-18.92%	10.75	-13.75%	-3.52	-243.84%
古井贡酒	14.28	-35.63%	1.59	-22.46	152.11	6.78%	69.79	18.71%	41.55	3.61%	23.09	48.45%
迎驾贡酒	4.40	-4.69%	-1.21	-0.16	34.88	-10.00%	12.78	-17.87%	3.17	-45.71%	-1.79	393.55%
口子窖	2.98	-5.95%	-2.90	0.28	22.53	-19.44%	10.58	-24.14%	-3.83	-9854.35%	-1.37	-227.17%
金种子酒	1.21	93.80%	-0.37	-0.29	3.95	-40.26%	1.48	-33.40%	-1.19	-37.47%	-0.47	-44.91%
老白干酒	12.75	-31.56%	4.80	-6.03	25.13	-19.42%	8.30	-26.69%	-0.46	-120.51%	-2.24	19.59%
金徽酒	5.98	23.88%	-0.56	0.15	19.29	2.77%	7.49	17.21%	3.21	-7.22%	0.52	1651.23%
伊力特	0.40	-34.56%	0.06	-0.21	8.16	-24.27%	2.29	-23.96%	-2.12	1358.84%	-1.53	-12.16%
天佑德酒	0.58	-15.78%	0.09	-0.16	7.42	-10.77%	2.48	-2.56%	0.54	136.47%	-0.46	-60.67%
区域龙头合计	107.36	6.29%	-42.24	-39.71	464.25	-11.60%	161.15	-14.19%	57.78	-30.17%	-6.97	-53.42%
白酒板块合计	371.09	-1.87%	-103.56	-67.58	2546.12	7.44%	1036.79	-3.30%	614.06	-16.97%	204.18	-52.89%
白酒板块剔除茅台	316.02	13.58%	-95.52	-34.77	1595.25	6.43%	647.37	-2.47%	482.87	29.34%	161.08	1.27%

1.2 报表业绩降速，白酒公司存货增加，库存加速出清

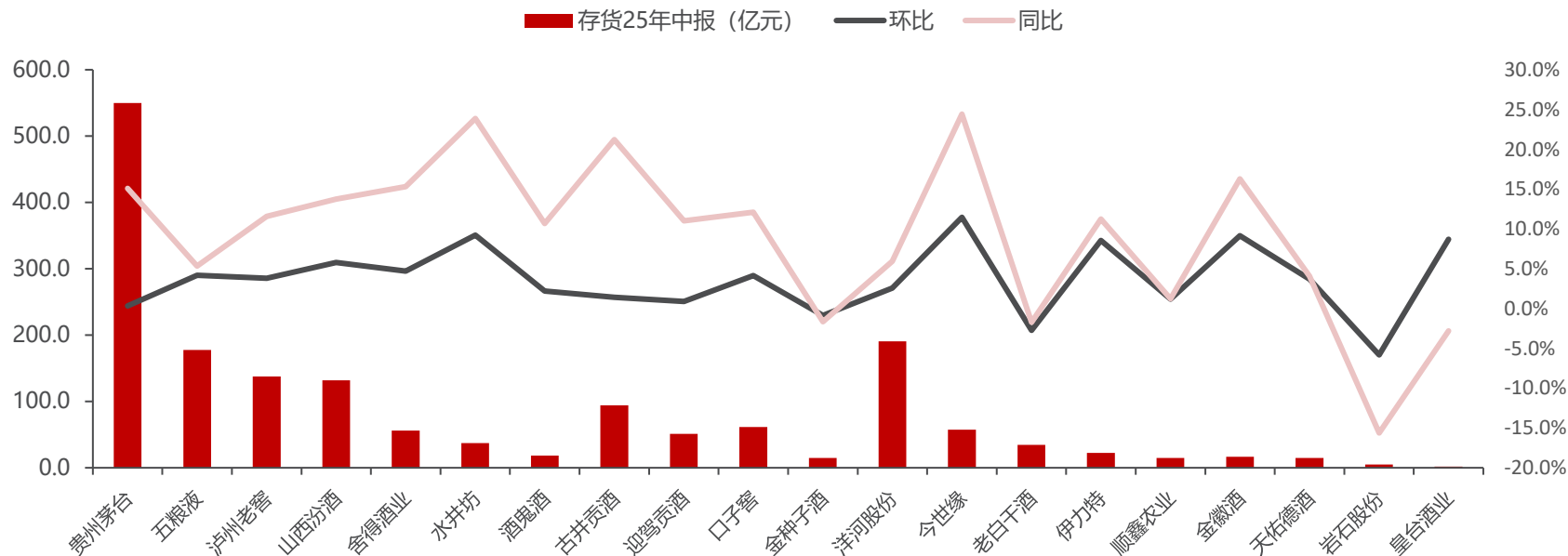
- 报表业绩降速，公司存货增加与合同负债下降，市场库存加速出清。25H1白酒板块存货1688.1亿元，较24H1的1506.8亿元增长12.0%，环比25Q1的1643.4亿元提高2.7%，达到23年以来历史高位水平。

图表：白酒上市公司23年以来存货表现（单位：亿元）

证券代码	证券简称	存货25H1	存货25Q1	存货24FY	存货24Q3	存货24H1	存货24Q1	存货23FY	存货23Q3	存货23H1	存货23Q1
600519.SH	贵州茅台	549.7	548.0	543.4	482.2	477.7	468.5	464.4	409.9	408.7	400.5
000858.SZ	五粮液	177.5	170.4	182.3	175.4	168.5	162.9	173.9	156.3	161.0	160.7
000568.SZ	泸州老窖	137.8	132.8	133.9	123.0	123.5	118.3	116.2	110.1	107.9	101.5
600809.SH	山西汾酒	132.0	124.8	132.7	115.5	116.0	109.4	115.7	102.8	100.4	90.5
600702.SH	舍得酒业	56.0	53.5	52.2	49.1	48.6	45.5	44.2	41.9	41.2	38.5
600779.SH	水井坊	37.1	34.0	32.2	29.4	29.9	25.5	24.5	24.3	25.7	24.5
000799.SZ	酒鬼酒	18.2	17.8	17.5	16.7	16.4	15.9	15.6	14.5	14.2	13.8
000596.SZ	古井贡酒	94.0	92.7	92.6	80.0	77.6	75.7	75.2	64.4	61.8	60.5
603198.SH	迎驾贡酒	51.1	50.6	50.4	48.1	46.0	44.6	44.5	43.0	41.8	39.9
603589.SH	口子窖	61.6	59.1	58.5	56.5	54.9	52.3	50.7	48.0	46.5	44.3
600199.SH	金种子酒	14.9	15.0	15.4	15.1	15.1	14.9	14.7	13.9	13.2	12.8
002304.SZ	洋河股份	190.8	185.9	197.3	185.2	180.1	171.9	189.5	164.9	165.9	164.5
603369.SH	今世缘	57.2	51.3	55.7	46.1	46.0	43.8	50.0	40.9	39.8	36.5
600559.SH	老白干酒	34.7	35.7	35.5	34.4	35.3	34.8	33.5	31.6	32.6	32.2
600197.SH	伊力特	22.6	20.8	22.4	20.9	20.3	18.9	18.9	17.2	15.9	16.2
000860.SZ	顺鑫农业	14.7	14.6	22.9	18.2	14.6	14.1	21.9	43.2	50.4	50.4
603919.SH	金徽酒	16.8	15.3	16.9	15.5	14.4	14.7	16.2	15.6	14.1	14.4
002646.SZ	天佑德酒	14.8	14.3	14.9	14.3	14.2	13.5	13.5	12.8	12.7	12.3
600696.SH	岩石股份	4.9	5.2	5.3	5.8	5.8	6.0	6.1	6.4	5.1	4.2
000995.SZ	皇台酒业	1.8	1.6	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9	1.8	1.7
合计		1,688.1	1,643.4	1,683.9	1,533.3	1,506.8	1,452.7	1,491.0	1,363.5	1,360.7	1,319.9

1.2 报表业绩降速，白酒公司存货增加，库存加速出清

图表：25年上半年白酒上市公司存货整体增加

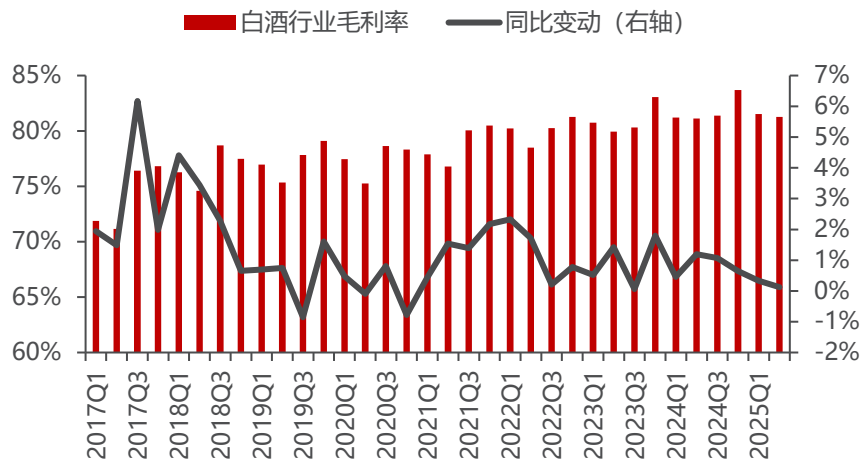


1.3

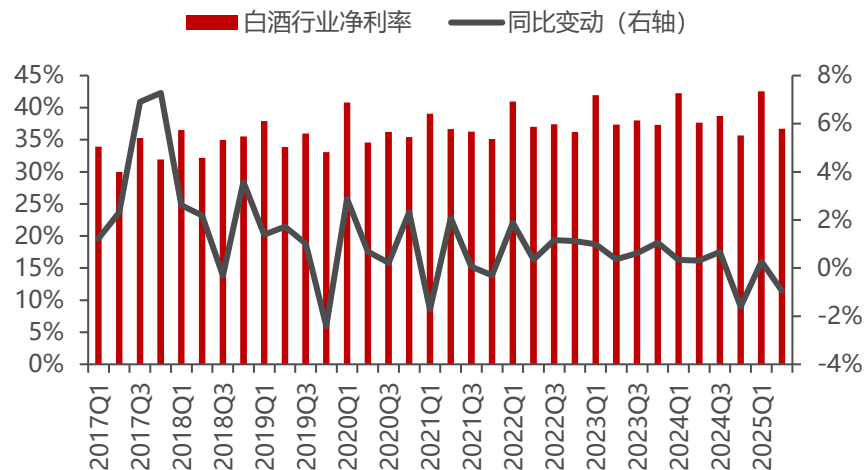
毛利率受产品结构和货折拖累，规模效应缩水&费用支出刚性，净利率水平显著下移

- 25H1白酒板块（17家主要酒企）毛利率/归母净利率分别为82.5%/39.9%，同比+0.10/-0.23pcts；剔除茅台后分别为76.9%/33.7%，同比-0.36pcts/-1.13pcts；单25Q2白酒板块（17家主要酒企）毛利率/归母净利率分别为82.3%/36.1%，同比+0.10/-1.00pcts；剔除茅台后分别为75.2%/27.1%，同比-0.98pcts/-2.76pcts；上半年龙头酒企收入占比提升，白酒行业毛利率同比有所提升。批价下行环境下，酒企适当加大货折、返利支持力度，配合扫码红包渠道政策，同时八项规定影响高端酒场景需求，酒企产品结构普遍回落，影响部分酒企毛利率水平。

图表：25年上半年白酒行业净利率情况



图表：25年上半年白酒行业净利率情况



1.3 毛利率受产品结构和货折拖累，规模效应缩水&费用支出刚性，净利率水平显著下移

分价位带：

- 25H1 高端 / 次高端 / 区域龙头 毛利率分别为 86.2%/75.6%/74.2%，同比-0.46/-0.40/-0.25pcts，归母净利率分别为45.3%/31.6%/ 26.9%，同比-0.29/-1.04/-2.82pcts。
- 25Q2 高端 / 次高端 / 区域龙头 毛利率分别为 86.3%/70.5%/72.7%，同比-0.19/-3.45/-0.77pcts，归母净利率分别为42.0%/19.8%/21.8%，同比-1.18/-3.43/-4.36pcts。地产酒因本身所处区域和价位带竞争激烈，费投大且巷战模式人员等固定费用支出较高，且盈利中枢低于行业平均水平，需求缩减后竞争格局恶化，在三类酒企中净利率下滑幅度最大。

个股表现：

- 五粮液25Q2净利率-2.43pcts，系高端阵营中下滑幅度最大，或系季度间费用确认节奏所致，长周期下公司费用率仍较稳定。山西汾酒25Q2毛利率-3.21pcts主因玻汾 Q2 配额前置，发货进度快于去年同期导致季度内结构下行，叠加返利、红包等促销方式增加货折所致。舍得25Q2净利率同比+5.15pcts主因销售/管理费用率及税金附加营收占比均同比缩减。水井坊/酒鬼酒毛、净利率均大幅下滑主因Q2需求不振导致营收骤降。洋河25Q2毛利率持平但净利率同比-9.63pcts主因：基数影响及去库走量导致税金附加率同比+6.0pcts，且电商促销费用大幅增加导致销售费用率+2.3pcts。

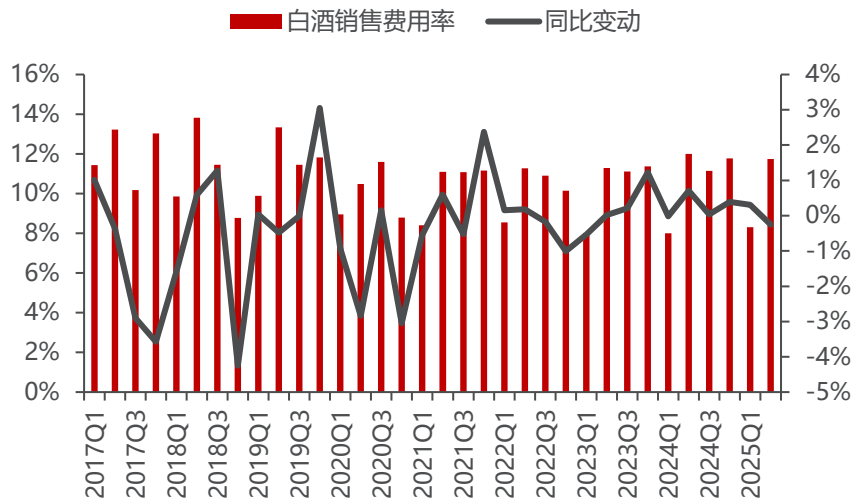
图表：25年上半年白酒上市公司毛利率及净利率情况

公司	25H1				25Q2			
	毛利率(%)	毛利率同比(pcts)	净利率(%)	净利率同比(pcts)	毛利率(%)	毛利率同比(pcts)	净利率(%)	净利率同比(pcts)
贵州茅台	91.5%	-0.45	49.8%	-0.12	90.6%	-0.26	46.8%	-0.90
五粮液	76.8%	-0.53	36.9%	-0.69	74.7%	-0.32	29.3%	-2.43
泸州老窖	87.1%	-1.48	46.6%	-0.91	87.9%	-0.95	43.2%	-1.52
高端酒合计	86.2%	-0.46	45.3%	-0.29	86.3%	-0.19	42.0%	-1.18
山西汾酒	76.7%	-0.04	35.5%	-1.48	71.9%	-3.21	25.0%	-4.03
舍得酒业	65.7%	-3.73	16.4%	-1.66	60.6%	-0.33	8.6%	-5.15
水井坊	79.3%	-1.71	7.0%	-7.07	74.4%	-7.13	-15.8%	-22.90
酒鬼酒	68.6%	-4.77	1.6%	-10.58	65.2%	-10.39	-10.5%	-20.00
次高端合计	75.6%	-0.40	31.6%	-1.04	70.5%	-3.45	19.8%	-3.43
洋河股份	75.0%	-0.33	29.4%	-5.38	73.3%	-0.35	18.9%	-9.63
今世缘	73.4%	-0.38	32.1%	-1.63	72.8%	-0.21	31.6%	-3.69
古井贡酒	79.9%	-0.54	26.4%	0.50	80.2%	-0.26	28.1%	0.83
迎驾贡酒	73.6%	0.04	35.8%	-0.66	68.3%	-2.82	27.1%	-4.78
口子窖	73.1%	-2.78	28.3%	-1.71	65.2%	-9.86	14.5%	-11.18
金种子酒	42.9%	-0.59	-14.9%	-16.59	44.8%	-3.05	-17.7%	-15.09
老白干酒	68.0%	2.12	12.9%	0.61	67.4%	-1.06	12.8%	0.27
金徽酒	65.6%	0.53	17.0%	0.14	63.7%	-1.01	9.9%	-0.99
伊力特	49.3%	-1.22	15.2%	0.31	50.8%	-2.61	6.7%	-1.12
天佑德酒	58.7%	-0.78	7.6%	-2.85	55.3%	-3.97	-6.6%	-5.70
区域龙头合计	74.2%	-0.25	26.9%	-2.82	72.7%	-0.77	21.8%	-4.36
白酒板块合计	82.5%	0.10	39.9%	-0.23	82.3%	-0.10	36.1%	-1.00
白酒板块剔除茅台	76.9%	-0.36	33.7%	-1.13	75.2%	-0.98	27.1%	-2.76

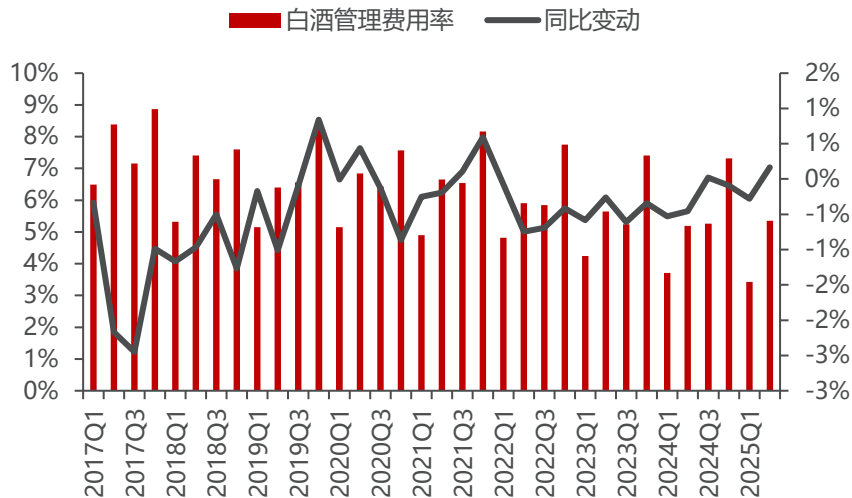
1.4 淡季销售费用动态收缩，薪酬等刚性支出拖累净利率水平

- **销售/管理费用率：**25H1白酒板块（17家主要酒企）销售/管理费用率分别9.55%/4.04%，同比+0.03pcts/-0.16pcts，25Q2销售/管理费用率分别11.74%/5.22%，同比-0.15pcts/+0.11pcts。总的来看，二季度大部分酒企根据淡季的市场需求及时调整营销策略，减少促销投放及电视广告投入，销售费用率持平或降低，但管理费用相对刚性，营收下滑后规模效应减弱，管理费用率多表现上行。

图表：25年上半年白酒行业销售费用端有所收缩



图表：25年上半年白酒行业管理费用率小幅提升



1.4 淡季销售费用动态收缩，薪酬等刚性支出拖累净利率水平

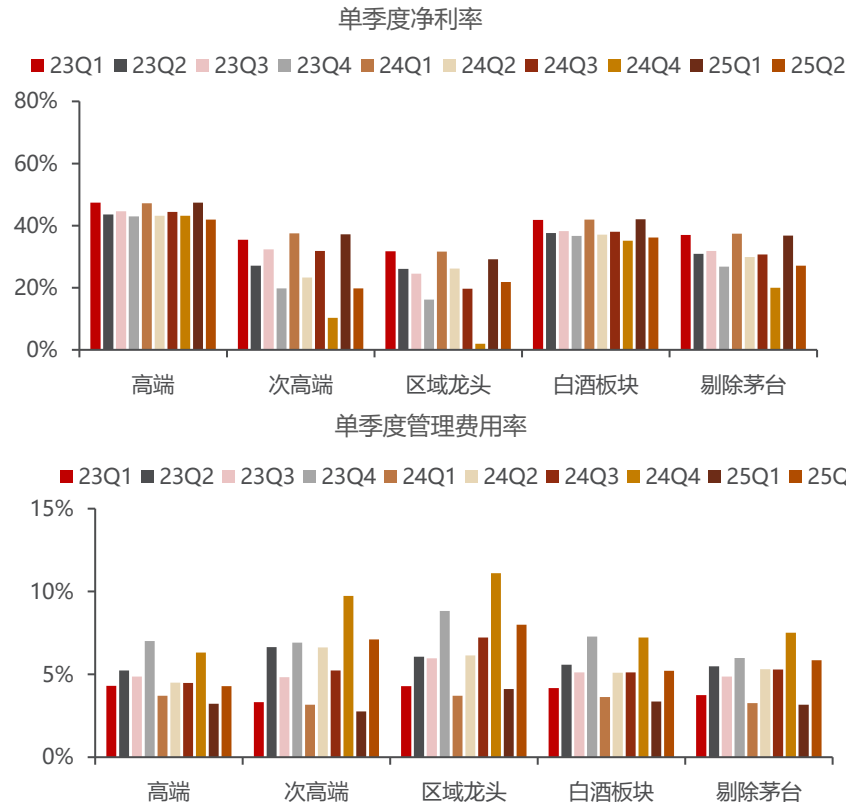
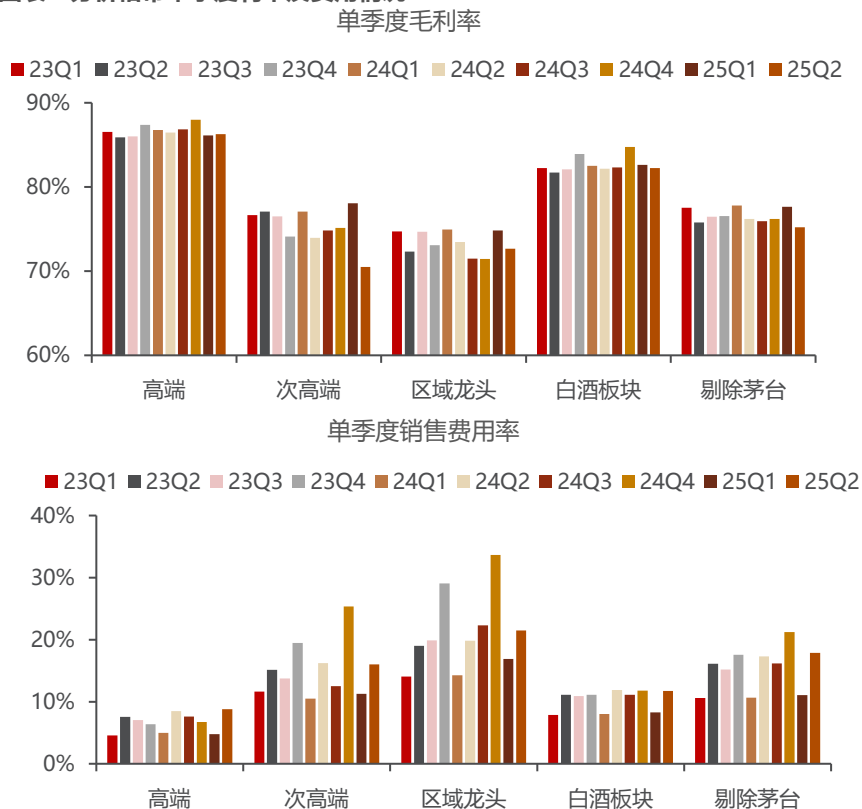
- **销售/管理费用率**：25H1白酒板块中区域龙头板块销售费用率同比+2.07%至18.33%，通过费用支出守住区域市场份额，高端酒、次高端酒板块销售费用投放相对稳定。管理费用整体表现相对刚性，高端酒、次高端酒板块上半年管理费用率小幅下降，区域龙头管理费用投放增加。
- **税金及附加/营收**：25H1/25Q2税金及附加在营收占比15.27%/16.89%，同比+0.23pcts/+1.28pcts；由于二季度政策压制高端白酒需求，酒企普遍结构下移，大众价格带量增显著导致从量消费税明显增加。

图表：25年上半年费用端动态收缩

上市公司	25H1						25Q2					
	销售费用率 (%)	销售费用率 yoy(pcts)	管理费用率 (%)	管理费用率 yoy(pcts)	税金及附加/营收 (%)	税金及附加/营收 yoy(pcts)	销售费用率 (%)	销售费用率 yoy(pcts)	管理费用率 (%)	管理费用率 yoy(pcts)	税金及附加/营收 (%)	税金及附加/营收 yoy(pcts)
贵州茅台	3.58%	0.44	4.06%	-0.54	15.31%	-0.86	4.45%	0.46	4.48%	-0.32	17.09%	0.07
五粮液	10.23%	-0.37	3.25%	-0.19	14.88%	0.72	18.88%	1.54	4.22%	-0.04	15.46%	0.84
泸州老窖	9.23%	-0.41	2.60%	-0.38	13.26%	1.18	10.58%	-1.20	3.31%	-0.27	15.39%	3.72
高端酒合计	6.35%	-0.02	3.64%	-0.39	14.96%	-0.08	8.80%	0.32	4.28%	-0.22	16.49%	0.77
山西汾酒	9.94%	1.15	2.56%	-0.17	16.35%	0.94	11.51%	-0.02	4.35%	0.08	22.25%	2.56
舍得酒业	21.18%	1.05	9.15%	-0.24	13.20%	-1.66	23.73%	-3.27	10.92%	-1.16	15.39%	-0.59
水井坊	36.35%	2.58	17.67%	3.41	19.48%	5.00	52.10%	19.87	33.13%	13.17	23.83%	8.28
酒鬼酒	32.60%	-2.10	13.08%	5.19	19.72%	0.20	40.29%	4.84	17.06%	9.26	18.87%	-1.02
次高端合计	12.82%	0.34	4.17%	-0.18	16.28%	0.85	16.01%	-0.22	7.10%	0.48	21.43%	2.50
洋河股份	14.52%	3.10	5.85%	1.73	16.33%	1.40	20.88%	2.33	11.40%	4.17	18.29%	6.02
今世缘	14.82%	1.35	3.03%	0.21	14.71%	1.19	19.02%	6.79	5.65%	1.71	10.09%	0.12
古井贡酒	25.30%	-0.86	4.84%	-0.02	15.68%	0.51	22.78%	-1.86	5.75%	0.78	15.10%	-0.25
迎驾贡酒	9.72%	1.74	3.97%	1.22	14.90%	0.16	13.41%	3.41	5.51%	2.10	15.78%	0.17
口子窖	14.09%	-0.95	7.37%	1.21	15.69%	0.97	18.20%	-0.59	11.81%	4.57	18.04%	2.53
金种子酒	31.30%	12.13	6.73%	-0.57	17.84%	1.92	34.59%	11.99	8.74%	1.05	16.54%	0.83
老白干酒	27.55%	0.71	7.52%	-0.10	16.88%	0.60	27.58%	-2.56	6.70%	-0.23	17.20%	1.36
金徽酒	18.96%	-0.20	9.24%	-0.46	15.04%	0.47	22.62%	1.59	13.04%	0.50	14.52%	-0.60
伊力特	7.24%	-3.62	3.23%	0.24	14.02%	-0.96	13.12%	-4.80	4.33%	0.78	19.32%	4.19
天佑德酒	23.50%	2.64	9.80%	-1.48	15.11%	0.65	33.85%	-1.65	14.86%	-5.36	14.75%	1.73
区域龙头合计	18.33%	2.07	5.32%	0.74	15.70%	0.87	21.47%	1.63	8.00%	1.85	15.72%	2.02
白酒板块合计	9.55%	0.03	4.04%	-0.16	15.27%	0.23	11.74%	-0.15	5.22%	0.11	16.89%	1.28
白酒板块剔除茅台	13.28%	0.31	4.04%	0.05	15.24%	0.82	17.88%	0.58	5.84%	0.53	16.71%	2.08

1.4 淡季销售费用动态收缩，薪酬等刚性支出拖累净利率水平

图表：分价格带单季度利率及费用情况



1.4 消费者端促销费同比增加，动态减少电视网络户外广告等广宣费

- 销售费用明细拆分：**由于舍得、水井坊、酒鬼酒、洋河在销售费用明细中将广告宣传费和促销费合并披露，另山西汾酒、迎驾末单列促销费一项，此处统计将销售费用明细中的广宣费和促销费加总后计算各酒企上半年的渠道投入力度。贵州茅台Q2广告宣传费同比+51.03%主因广告费用投入增加，市场宣传力度加大，山西汾酒广宣&促销费率同比+0.66pcts主因青花26上市及30复兴版焕新升级后市场投入短期增加；今世缘25H1促销费用同比+26.29%主因增加渠道费用支持以去库存促开瓶。**总的来看，酒企根据淡季的市场需求及时调整营销策略，减少促销投放及电视广告投入，但销售人员薪酬为刚性支出，地产酒巷战模式薪酬总占比大，销售费用调节弹性小。**

图表：主要酒企25H1广告宣传费和业务促销费明细

公司	25H1广告宣传费(亿元)	25H1广告宣传费同比(%)	25H1促销费(亿元)	25H1促销费同比(%)	25H1广宣&促销费合计(亿元)	25H1广宣&促销费同比(%)	25H1广宣&促销费用率(%)	25H1广宣&促销费用率同比(pcts)	备注
贵州茅台	7.24	51.03%	22.26	19.86%	29.50	26.26%	3.24%	0.44	
五粮液	9.22	-1.15%	35.61	3.50%	44.83	2.51%	8.49%	-0.14	
泸州老窖	6.14	-20.31%	5.18	11.20%	11.33	-8.44%	6.88%	-0.43	
山西汾酒	15.40	17.33%			15.40	17.33%	6.43%	0.66	山西汾酒没有促销费一项
舍得酒业	2.36	-16.45%			2.36	-16.45%	8.73%	0.10	舍得酒业广宣费和市场开发费合并
水井坊	4.38	10.49%			4.38	10.49%	29.24%	6.18	水井坊和广宣费和促销费合并披露
酒鬼酒	1.01	-60.70%			1.01	-60.70%	17.93%	-7.83	酒鬼酒将广宣费和市场服务费（促销费）合并披露
洋河股份	14.50	-21.03%			14.50	-21.03%	9.80%	1.77	洋河将广宣费和促销费合并披露
今世缘	4.18	-5.97%	3.94	26.29%	8.12	7.32%	11.69%	1.32	
古井贡酒	7.15	3.92%	15.46	-8.29%	22.61	-4.75%	16.29%	-0.90	
迎驾贡酒	1.69	13.20%			1.69	13.20%	5.33%	1.40	迎驾没有单列促销费
口子窖	1.25	-37.20%	1.62	-27.05%	2.87	-31.85%	11.32%	-1.96	

资料来源：各公司公告，wind，民生证券研究院；注：舍得、水井坊、酒鬼酒、洋河在销售费

用明细中将广告宣传费和促销费合并披露，另山西汾酒、迎驾末单列促销费一项。

* 请务必阅读最后一页免责声明

1.5 量增价跌：高端产品需求萎缩，宴席政策增加货折拉低吨价

25年中报披露上半年销量的公司有五粮液/泸州老窖/酒鬼酒/古井贡酒，除酒鬼酒外，均呈现**量增价跌**的趋势，主要是禁酒令压制政务商务场景高端白酒需求受损，Q2各大品牌切入宴席市场，以降低政策门槛、加码政策力度等方式强化动销开瓶，导致货折增加、吨价下移，毛利率下滑。

五粮液：25H1酒类主营同比+4.26%，量价拆分：**量增+44.59%，价增-27.89%**。分产品：

- ①**五粮液销量同比+4.57%，量+12.75%/价-7.25%**，量增主因：以1618和39度五粮液为主的宴席场次和开瓶数量同比双位数增长，价跌或因宴席政策、扫码红包等营销手段导致货折增加。
- ②**其他酒实现营收同比+2.73%，量+58.81%，价-35.31%**。量增显著或有四方面原因：（1）浓香公司年内通过旺季扫码红包引流，增加消费者互动提高复购；（2）针对大众价位带产品适度降低宴席政策门槛，扩大客群覆盖面；（3）加强对电商、商超、即时零售、本地生活等新兴渠道的扩展，提升销售转化率；（4）浓香公司果露酒、荔枝酒上半年在线上平台增长明显。

泸州老窖：25H1酒类主营同比-2.62%，**量价分别贡献+2.09%/-4.62%**，其中：

- ①**中高档酒**（含税价格≥150元，eg.国窖1573、特曲、窖龄）**营收同比-1.09%，量价分别贡献+13.33%/-12.72%**，中高档酒量增价跌主系：政策影响下国窖1573所处的千元价格带承压，以特曲为主的腰部产品更加顺应当下消费环境，公司主动调控发货结构和节奏，稳定核心产品价盘。
- ②**其他酒类**（含税价格<150元，eg.头曲、黑盖）**营收同比-16.96%，量价分别贡献-6.89%/-10.82%**，量价齐跌主因：大众价格带期内竞争加剧。

图表：上半年白酒上市公司量价拆分表现

上市公司	销售额 (酒类主营_亿元) yoy	销量 (吨) yoy	吨价 (万元/吨) yoy
贵州茅台	9.2%		
茅台酒	10.2%		
系列酒	4.7%		
五粮液	4.3%	44.6%	-27.9%
五粮液产品	4.6%	12.8%	-7.3%
其他酒	2.7%	58.8%	-35.3%
泸州老窖	-2.6%	2.1%	-4.6%
中高档酒	-1.1%	13.3%	-12.7%
其他酒类	-17.0%	-6.9%	-10.8%
山西汾酒	5.4%		
汾酒	5.8%		
其他酒类	-10.6%		
舍得酒业	-19.0%		
中高档红酒	-24.2%		
普通酒	15.9%		
水井坊	-13.8%		
高档	-14.0%		
中档	-10.4%		
酒鬼酒	-43.7%	-34.2%	-14.3%
内参系列	-35.8%	-45.6%	18.0%
酒鬼系列	-51.0%	-47.8%	-6.1%
湘泉系列	-35.9%	-28.2%	-10.7%
其他系列	-28.8%	-12.3%	-18.9%

1.5 量增价跌：高端产品需求萎缩，宴席政策增加货折拉低吨价

古井贡酒：25H1白酒业务合计实现营收136.40亿元，同比+1.57%，**量价分别贡献+10.67%/-8.22%**，毛利率下滑1.38pcts至80.67%，量升价跌毛利下滑或因：逆周期下次高端以上价位带承压，叠加公司通过开瓶红包、宴席政策等方式刺激动销，结构下行、货折增加拖累酒类主营毛利率。其中：

- ①年份原浆实现营收109.59亿元，同比+1.59%，**量价分别贡献+10.80%/-8.31%**，毛利率同比-1.17pcts至85.14%，主要系：大众价格带古5/献礼整体维稳，品牌在省会宴席、酒店高占有率，古8/古16通过政策支撑促进动销开瓶，以熨平禁酒令对政商务场景依赖度高的古20下滑的影响。
- ②古井贡酒实现营收11.84亿元，同比-4.39%，**量价分别同比+9.26%/-12.49%**，毛利率同比-4.15pcts至52.04%，公司更新换代老玻贡（40元）、老瓷贡（80元）等低价位产品贡献增量；
- ③黄鹤楼及其他实现营收14.97亿元，同比+6.68%，**量价分别同比+12.11%/-4.84%**，毛利率同比-1.52pcts至70.62%。

酒鬼酒：2025H1白酒主营同比-43.7%，量价拆分：**销量-34.2%/吨价-14.3%**；其中：

- ①内参系列收入同比-35.8%，**量-45.6%/价+18%**，持续控货挺价有所收效，毛利率同比+0.87pcts至88.9%；
- ②酒鬼系列收入 2.90 亿元/同比-51.0%，**量-47.8%/价-6.1%**，毛利率同比-2.61pcts至73.2%
量价降幅扩大或因：1) 坚持聚焦大单品，酒鬼系列精简 SKU 超过 50%；2) 第二季度受政策影响下大众场景需求下降，聚焦消费者投入以挖掘增量宴席、促进开瓶。
- ③湘泉收入同比-35.9%，**量-28.2%/-10.7%**；
- ④其他收入同比-28.8%，**量-12.3%/价-18.9%**；

图表：上半年白酒上市公司量价拆分表现

上市公司	销售额 (酒类主营 亿元) yoy	销量 (吨) yoy	吨价 (万元/吨) yoy
古井贡酒	1.6%	10.7%	-8.2%
年份原浆	1.6%	10.8%	-8.3%
古井贡酒	-4.4%	9.3%	-12.5%
黄鹤楼及其他	6.7%	12.1%	-4.8%
迎驾贡酒	-17.4%		
中高档白酒	-14.0%		
普通白酒	-32.5%		
口子窖	-19.3%		
高档白酒	-19.8%		
中档白酒	-10.8%		
低档白酒	-2.6%		
洋河股份	-35.3%	-32.4%	4.6%
中高档酒产品	-36.5%		
普通酒产品	4.6%		
今世缘	-4.8%		
特A+类产品	-7.4%		
特A类产品	0.7%		
A类产品	-10.0%		
B类产品	-6.3%		
C、D类产品	-39.4%		

1.6 行业龙头经营稳健，分红回报托底，具备较好配置价值

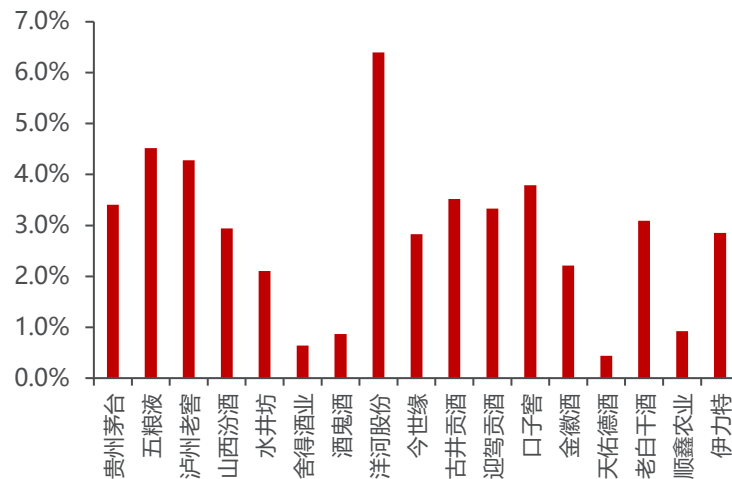
- 酒企强化股东回报，分红、回购规划稳步推进。截至8月29日，茅台已完成第一轮股份回购，金额达60亿元，后续集团将继续增持30-33亿元股份，致力于长期提升股东价值。以25年9月12日收盘价测算，高端酒股息底线仍然稳定，茅台/五粮液/老窖股息率分别对应 3.4%/4.5%/4.3%，对长线资金有充足吸引力。洋河 24 年虽利润延续下滑趋势，但现金分红 70 亿保底，对应股息率 6.4%，在股价筑底阶段是较好的生息资产。

图表：白酒行业公司分红率与股息率

	2020	2021	分红率 2022	2023	2024	分红率表现	股息率 (25/9/12)
600519.SH 贵州茅台	51.9%	51.9%	95.8%	84.0%	75.0%		3.4%
000858.SZ 五粮液	50.2%	50.2%	55.0%	60.0%	70.0%		4.5%
000568.SZ 泸州老窖	50.0%	60.0%	60.0%	60.0%	65.0%		4.3%
600809.SH 山西汾酒	5.7%	41.3%	50.0%	51.1%	60.4%		2.9%
600779.SH 水井坊	80.1%	30.5%	30.1%	35.0%	35.1%		2.1%
600702.SH 舍得酒业	25.8%	21.3%	29.7%	40.2%	40.9%		0.6%
000799.SZ 酒鬼酒	46.3%	47.3%	40.3%	59.3%	1560.5%		0.9%
002304.SZ 洋河股份	60.0%	60.2%	60.1%	70.1%	104.9%		6.4%
603369.SH 今世缘	36.0%	36.3%	36.4%	39.8%	43.9%		2.8%
000596.SZ 古井贡酒	40.7%	50.6%	50.5%	51.8%	57.5%		3.5%
603198.SH 迎驾贡酒	58.7%	52.1%	51.6%	45.5%	46.3%		3.3%
603589.SH 口子窖	56.1%	51.8%	58.1%	52.2%	47.0%		3.8%
603919.SH 金徽酒	36.7%	34.4%	54.3%	60.0%	64.0%		2.2%
002646.SZ 天佑德酒		37.4%	37.7%	69.9%	50.3%		0.4%
600559.SH 老白干酒	43.1%	35.3%	38.8%	61.8%	63.9%		3.1%
000860.SZ 顺鑫农业	17.7%	18.1%			48.1%		0.9%
600197.SH 伊力特	55.9%	61.9%	117.0%	54.2%	74.5%		2.9%

注：①标红单元格指当年有两次现金分红；②分红率=现金分红总额/当年归母净利润

图表：白酒行业上市公司股息率水平



02. 投资建议与盈利预测

2.1 深度场景支撑，板块已进入多重底部配置区间

图表：主要酒企营收、归母净利润盈利预测情况

	股票名称	总市值 (亿元)	PE估值	营收 (亿元)				营收 YOY (%)				归母净利润 (亿元)				归母净利润 YOY (%)			
		2025/9/16	2025	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600519.SH	贵州茅台	18,784	20	1741	1909	2070	2239	15.7%	9.6%	8.5%	8.1%	862	948	1030	1116	15.4%	9.9%	8.7%	8.4%
000858.SZ	五粮液	4,883	16	892	897	937	994	7.1%	0.6%	4.5%	6.1%	319	304	319	342	5.4%	-4.6%	5.0%	7.3%
000568.SZ	泸州老窖	2,038	16	312	305	321	342	3.2%	-2.2%	5.3%	6.5%	135	129	138	148	1.7%	-4.5%	7.3%	7.6%
600809.SH	山西汾酒	2,542	21	360	373	392	421	12.8%	3.5%	5.3%	7.5%	122	123	132	143	17.3%	0.8%	6.8%	8.7%
600702.SH	舍得酒业	228	46	54	45	47	52	-24.4%	-16.3%	4.8%	10.5%	3	5	7	9	-80.5%	43.5%	35.2%	35.4%
600779.SH	水井坊	225	20	52	49	51	54	5.3%	-6.7%	5.0%	5.4%	13	12	12	13	5.7%	-14.0%	7.1%	7.4%
000799.SZ	酒鬼酒	233	274	14	13	14	16	-49.7%	-11.2%	12.0%	15.0%	0	1	1	2	-97.7%	581.0%	64.2%	50.3%
002304.SZ	洋河股份	1,082	26	289	201	209	226	-12.8%	-30.4%	4.0%	8.0%	67	41	45	52	-33.4%	-38.0%	8.9%	14.3%
603369.SH	今世缘	526	17	115	109	116	127	14.3%	-5.5%	6.4%	9.7%	34	31	33	36	8.8%	-8.4%	5.9%	9.6%
000596.SZ	古井贡酒	891	16	236	227	240	261	16.4%	-3.8%	5.7%	8.9%	55	54	59	65	20.2%	-1.5%	7.9%	10.5%
603198.SH	迎驾贡酒	360	18	73	62	66	73	8.5%	-15.9%	6.8%	11.0%	26	20	22	25	13.4%	-21.6%	9.3%	13.7%
603589.SH	口子窖	205	20	60	47	51	58	0.9%	-22.0%	8.7%	13.3%	17	10	12	14	-3.8%	-36.9%	14.3%	19.0%
603919.SH	金徽酒	111	28	30	31	33	35	18.6%	1.7%	6.0%	8.0%	4	4	4	5	18.0%	1.6%	7.0%	10.6%
600559.SH	老白干酒	163	19	54	55	58	61	1.9%	2.9%	4.5%	5.6%	8	8	9	10	18.2%	7.6%	8.9%	9.9%
600197.SH	伊力特	74	31	22	18	20	22	-1.3%	-16.6%	7.2%	9.9%	3	2	3	3	-15.9%	-16.3%	7.1%	10.8%

➤ **投资建议：**我们认为，当前行业处于估值、机构仓位、基本面的多重底部，Q2政策利空导致渠道压力加速传导至报表端，中报加速出清成为行业共识，增速放缓、结构下移、蓄水池收缩、现金回款占比下滑等均成为酒企中报共性，板块已进入底部配置区间，重视旺季消费脉冲事件的边际催化。进入8月以来，场景释放和升学宴需求集中释放的背景下，渠道反馈宴席驱动下的开瓶动销环比修复等积极信号。中秋国庆旺季将加速基本面筑底过程，我们预计26年开启报表端修复。**推荐强品牌力的贵州茅台、五粮液、泸州老窖，逆周期下增长路径清晰的山西汾酒；区域及价位均有较好成长性的区域龙头，古井贡酒、金徽酒、迎驾贡酒、今世缘、老白干酒等，以“大珍模式”探索增量的珍酒李渡；关注出清路径清晰、储备新品的洋河股份、酒鬼酒和渠道库存有效去化，24年税费扰动影响结束的舍得酒业。**

2.2 行业重点公司盈利预测

图表：白酒行业重点公司盈利预测

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600519.SH	贵州茅台	1,499.98	68.64	75.43	82.00	88.87	22	20	18	17	推荐
000858.SZ	五粮液	125.80	8.21	7.83	8.22	8.82	15	16	15	14	推荐
000568.SZ	泸州老窖	138.45	9.18	8.74	9.37	10.08	15	16	15	14	推荐
600809.SH	山西汾酒	208.39	10.04	10.12	10.80	11.74	21	21	19	18	推荐
600702.SH	舍得酒业	68.55	1.05	1.49	2.01	2.73	65	46	34	25	推荐
002304.SZ	洋河股份	71.80	4.43	2.75	2.99	3.42	16	26	24	21	推荐
603369.SH	今世缘	42.16	2.74	2.51	2.65	2.91	15	17	16	14	推荐
000596.SZ	古井贡酒	168.58	10.44	10.28	11.09	12.26	16	16	15	14	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	44.95	3.24	2.54	2.77	3.16	14	18	16	14	推荐
603589.SH	口子窖	34.20	2.76	1.75	2.00	2.37	12	20	17	14	推荐
600199.SH	金种子酒	10.96	(0.39)	(0.27)	(0.19)	(0.12)	/	/	/	/	推荐
603919.SH	金徽酒	21.98	0.77	0.78	0.83	0.92	29	28	26	24	推荐
600197.SH	伊力特	15.73	0.61	0.51	0.54	0.60	26	31	29	26	推荐
600559.SH	老白干酒	17.85	0.86	0.93	1.01	1.11	21	19	18	16	推荐

03. 风险提示

3.1

风险提示

➤ 1. 消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期：

- 消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期将影响行业企业业绩，居民消费结构调整或消费意愿降低；白酒行业场景修复节奏，如商务聚饮、餐饮消费修复不及预期或将影响终端动销，导致渠道库存周转压力加大，影响白酒价格体系，渠道利益价值链条受损，价格走低；如茅台、五粮液等核心单品价格连续下跌或将影响白酒板块投资信心与估值定价。

➤ 2. 产业政策调整风险：

- 如税收、禁酒令等相关产业政策变动，将会对企业营收、利润产生不利影响。

➤ 3. 食品安全风险：

- 采购、生产及流通环节可能存在一定食品安全风险，企业层面无法完全管控。此外，行业层面若发生重大食品安全事故等会使消费者产生舆论危机、信任危机，对行业内企业的业绩产生负面影响。

THANKS 致谢

民生食品饮料研究团队：



分析师 王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com



分析师 孙冉

执业证号：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com



分析师 胡慧铭

执业证号：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦7层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层 01室； 518048

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。