

食品饮料行业深度报告

白酒 2025 年中报总结：释放压力，见底可期

增持（维持）

2025 年 09 月 03 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

投资要点

■ **Q2 场景冲击压力加剧，动销考验更见真章。**25H1 白酒板块营业总收入同比下滑 0.3%，归母净利润同比下滑 0.9%，扣非净利润同比下滑 0.9%；25Q2 白酒板块营业总收入同比下滑 4.7%，归母净利润同比下滑 7.3%，扣非归母净利润同比下滑 7.6%。**宏观层面，25Q2 商务场景受到显著冲击，同时个人餐饮及宴席场景也受到波及，高端、次高端用酒需求环比下台阶。**25Q2 社零及餐饮同比增速均较 Q1 回落，特别 5 月以来消费场景冲击加剧：1 是商务场景明显萎缩，高端、次高端用酒需求趋势性承压；2 是居民餐饮、宴席场景造成连带波及，中高端白酒消费受到阶段性抑制。渠道动销压力从高端、次高端向中高端、低端扩大，动销及渠道基础不够强势的产品，持续面临回款挤压。**酒企层面，25Q2 板块业绩增速转负，酒企加大转向力度，边际放松回款、发货要求，优先推进报表、渠道出清，以维护渠道秩序稳定、整固长期发展基础。****渠道层面，25Q2 高端、次高端白酒批价普遍下移，仅少数产品如国窖、青 20，通过较为精细的控盘分利和库存管控操作使得批价波动相对可控。**

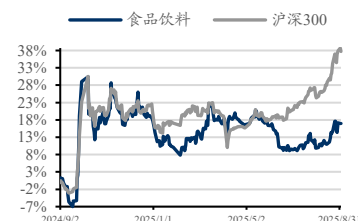
■ **高端酒有序降速，次高端持续出清，地产酒加速纾压。**25H1 白酒板块营业收入同比下滑 0.35%，归母净利润同比下滑 0.9%，Q2 较 Q1 降速明显，1 是需求显著承压，2 是渠道有所收缩，3 是酒企着眼长期加大调控力度。25H1 酒企预收余额普遍处于近两年低位，多数高端、次高端酒企表观回款增速<收入增速，显示渠道回款压力持续显现；区域酒龙头表观回款增速略好于收入增速，报表调节相对更具主动性。**销售端，**多数公司收入增速随表观回款加速回落，预收账款余额回落至周期性低位。**收现端，**伴随渠道授信支持收紧，龙头酒企收现增速与表观回款增速普遍差异不大。**分板块看，**二线次高端酒企自 24Q2 以来加强发货调控，伴随基数走低，25Q2 收入同比降幅趋于收窄；高端、区域酒龙头则普遍自 25Q2 开始加速释放报表压力，区域酒企出清力度相对更大。

■ **产品结构承压，净利率仍在回落。**毛利率方面，25H1 高端酒、次高端酒、区域酒企毛利率分别同比-0.5、-0.4、-0.3pct，产品结构与货折对毛利率均有拖累。费率方面，25H1 多数酒企销售费率同比提升，其中老窖、古井、老白干酒的销售费率同比改善则与费用精细化管控有关；25H1 伴随收入兑现趋弱，多数酒企管理费率同比小幅增长。利润增速方面，25H1 高端（5.49%）>次高端（-3.22%）>地产酒（-24.90%），产品结构回落、动销转化不畅，酒企毛销差经历下行考验，同时规模负效应也造成影响。

■ **投资建议：我们认为出清仍是主要期待，把握出清主要矛盾以及未来业绩修复可见性主线，自下而上优先关注更早进入拐点，且增长弹性领先的酒企。**参考 2013~16 年股价表现，白酒周期从筑底出清到向上修复的过程中，行情并非简单复制白酒上行周期高端→次高端→中高端的轮动顺序，而是自下而上优选业绩领先标的。1）周期筑底期间，以大众需求为主的中高端产品增长表现相对稳健，后续若地方提振消费政策出台，需求修复有望较快兑现。2）高端、次高端行业需求要实现爬坑修复，较大程度有赖于宏观环境走出通缩、实现复苏。并且参考复盘经验，预计本轮高端、次高端产品动销要达成量价新均衡，仍需一定的时间过程，可更多关注具备香型份额提升、全国化扩张或新品招商 alpha 的部分个股。推荐自下而上优选具有股息率打底、公司治理优异、有望率先轻装上阵的**泸州老窖、山西汾酒**；业绩出清更清晰、有增量逻辑的**珍酒李渡**，其次关注**舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份**；主动出清而基地市场稳固，产品结构较好，估值相对偏低且有望较早恢复增长的**古井贡酒、迎驾贡酒**。

■ **风险提示：**出清不充分和消费复苏不及预期的风险，行业竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《软饮料行业深度：后来居上，中国软饮料巨头的平台化之路》

2025-08-21

《硬折扣系列报告：机遇窗口期，百舸争流》

2025-07-24

内容目录

1. 白酒中报总结：释放压力，见底可期	4
1.1. Q2 场景冲击压力加剧，动销考验更见真章	4
1.2. 需求不振压制批价，酒企优先稳定渠道秩序	4
2. 收入端：加速纾压，筑底在望	5
2.1. 高端白酒：有序降速，结构承压	9
2.2. 次高端白酒：持续出清，见底可期	11
2.3. 区域酒：主动调整，质量为先	12
3. 利润端：产品结构承压，净利率仍在回落	14
3.1. 毛利率：多数酒企同比回落，结构、货折均有影响	14
3.2. 费用率：销售费率小幅略增，管理费率边际上行	15
3.3. 税金及附加比率：25Q2 存在上行扰动，25H1 总体趋稳	16
3.4. 利润增速：同比回落，产品结构及费效均有拖累	16
4. 投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1:	社零总额及烟酒类当月同比增速.....	4
图 2:	2024 年以来餐饮消费增速走弱.....	4
图 3:	高端酒批价走势（元/瓶）.....	5
图 4:	次高端酒批价走势（元/瓶）.....	5
图 5:	白酒板块累计收入规模及增速（%）.....	5
图 6:	白酒板块累计净利润规模及增速（%）.....	5
图 7:	主要酒企酒类收入同比增幅.....	6
图 8:	主要酒企经销商数量同比增幅.....	6
图 9:	白酒子板块单季收入增速(%).....	7
图 10:	白酒子板块季度累计收入增速(%).....	7
图 11:	酒企 25H1 收入、收现、表观回款（收入+△预收）同比增速对比.....	8
图 12:	白酒子板块单季收入、收现、表观回款同比.....	8
图 13:	白酒子板块合同负债余额（亿元）对比.....	8
图 14:	25Q2 白酒个股毛销差同比变动（pct）.....	14
图 15:	25H1 白酒个股毛销差同比变动（pct）.....	14
图 16:	白酒子板块累计毛利率（%）.....	15
图 17:	25H1 主要酒企销售吨价及吨成本涨幅.....	15
图 18:	白酒子板块季度累计税金及附加比率(%).....	16
图 19:	白酒子板块单季营业税率同比变化（pct）.....	16
图 20:	2012~2016 年茅台估值及市值变化.....	18
表 1:	白酒板块公司 2021~2025H1 收入及归母净利润增速情况.....	6
表 2:	白酒子板块单季收入同比增速情况（%）.....	8
表 3:	白酒子板块销售收现同比增速及收现比情况（%）.....	9
表 4:	白酒子板块单季收入增速情况（%）.....	14
表 5:	白酒子板块单季毛利率同比变动情况（pct）.....	15
表 6:	白酒子板块单季毛销差同比变动情况（pct）.....	15
表 7:	酒企单季销售费率同比变动（pct）.....	16
表 8:	酒企单季管理费率同比变动（pct）.....	16
表 9:	白酒子板块单季归母净利润同比增速情况（%）.....	17
表 10:	白酒子板块单季扣非归母净利润同比增速情况（%）.....	17
表 11:	白酒子板块单季扣非净利润同比增速-收入同比增速（pct）.....	17
表 12:	白酒上市公司 2025H1 及 2025Q2 业绩概览.....	17

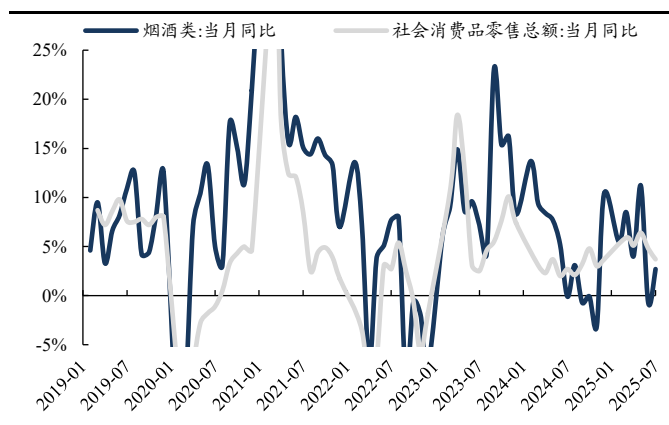
1. 白酒中报总结：释放压力，见底可期

1.1. Q2 场景冲击压力加剧，动销考验更见真章

25H1 白酒板块营业总收入同比下滑 0.3%，归母净利润同比下滑 0.9%，扣非净利润同比下滑 0.9%；25Q2 白酒板块营业总收入同比下滑 4.7%，归母净利润同比下滑 7.3%，扣非归母净利润同比下滑 7.6%。25Q2 板块业绩增速转负，随着消费场景受损程度加大，渠道回款压力骤增，酒企加大转向力度，边际放松回款、发货要求，优先推进报表、渠道出清，以维护渠道秩序稳定、整固长期发展基础。

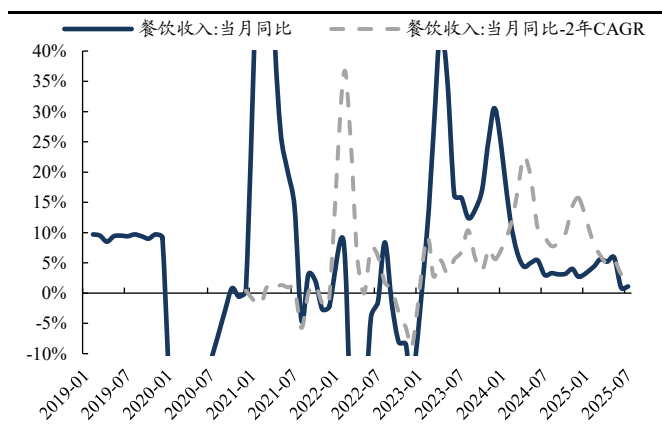
25Q2 商务场景受到显著冲击，同时个人餐饮及宴席场景也受到波及，高端、次高端用酒需求环比下台阶。25Q2 社零及餐饮同比增速均较 Q1 回落，特别 5 月以来消费场景冲击加剧：1 是商务场景明显萎缩，高端、次高端用酒需求趋势性承压；2 是居民餐饮、宴席场景造成连带波及，中高端白酒消费受到阶段性抑制。需求考验加剧，渠道动销周转边际恶化，酒企销售普遍同比回落，压力面从高端、次高端向中高端、低端扩大，动销及渠道基础不够强势的产品，持续面临回款挤压。

图1：社零总额及烟酒类当月同比增速



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：2024 年以来餐饮消费增速走弱



数据来源：wind、东吴证券研究所

1.2. 需求不振压制批价，酒企优先稳定渠道秩序

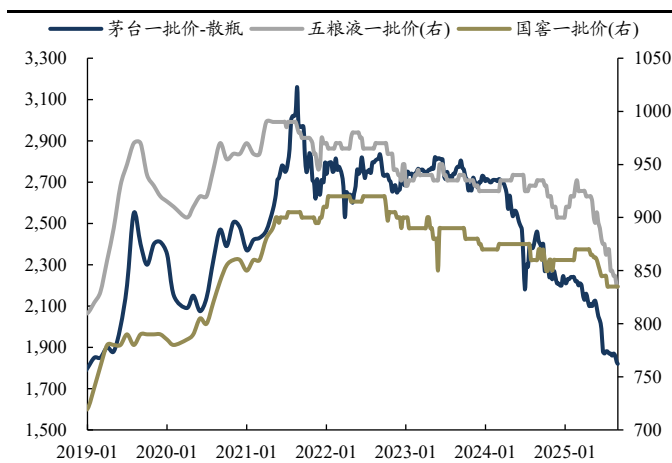
25Q2 伴随动销显著放缓，高端、次高端白酒批价普遍下移，仅少数产品如国窖、青20，通过较为精细的控盘分利和库存管控操作，使得批价波动相对可控。

1) **高端价格带**：茅台经过 2024 年的批价震荡，2025 年更加注重精准调控，对各省市发货节奏以及直营/经销渠道非标产品结构做差异化调节，以便更好实现供需适配。25M6 以来伴随批价下行压力增大，公司一方面对经销商分销做管控调节，并鼓励地方联谊会启动低价查处及收货工作，另一方面加强非传统经销渠道的出货管理，帮助适当稳定批价斜率。五粮液 25Q2 重点推进专营公司开拓直营团购，经销渠道则以自然消化为主，后续预计中秋国庆节前将重点维护渠道价格

秩序，以便稳定经销商打款信心。泸州老窖经过 2024 年的五码系统全面导入，控盘分利及渠道秩序管控工作日臻完善，批价稳定性相对较好，其中低度国窖动销与出货基本匹配，批价维持平稳；高度国窖以控货去库为主，批价降幅相对好于茅五。

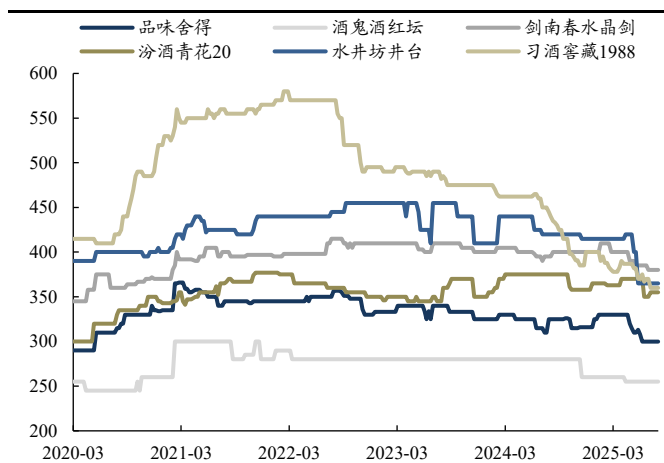
2) **次高端价格带：**汾酒 25Q2 以青 20 适当承托收入表现，季末价盘相应有一定波动，但预计后续将留有一定的库存消化窗口。汾酒多价位产品组合令单一产品调控更有余裕，伴随青花、老白汾五码产品全面导入，后续期待汾酒渠道质量再上台阶。

图3：高端酒批价走势（元/瓶）



数据来源：茅粉鲁智深、今日酒价、东吴证券研究所

图4：次高端酒批价走势（元/瓶）

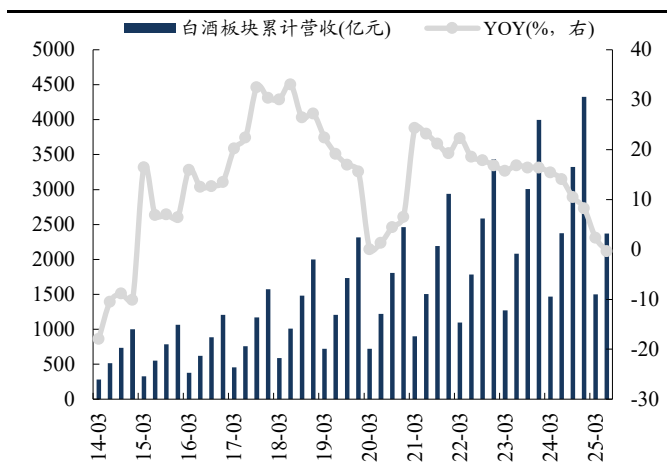


数据来源：今日酒价、东吴证券研究所

2. 收入端：加速纾压，筑底在望

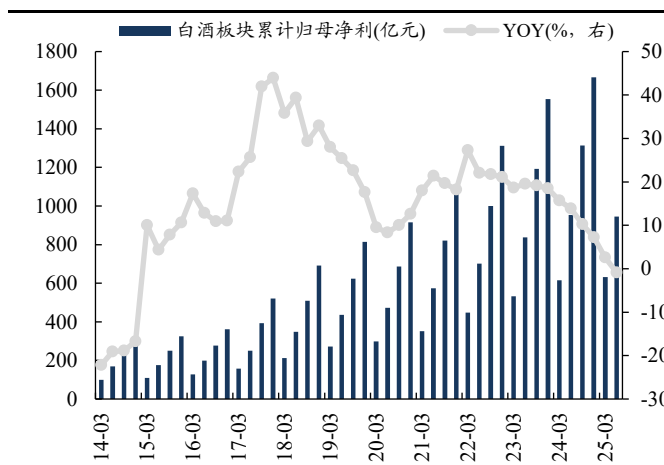
酒企纷纷降速，短期优先释放报表压力。25H1 白酒板块营业收入同比下滑 0.35%，归母净利润同比下滑 0.9%，25Q2 较 25Q1 降速明显。

图5：白酒板块累计收入规模及增速（%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图6：白酒板块累计净利润规模及增速（%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

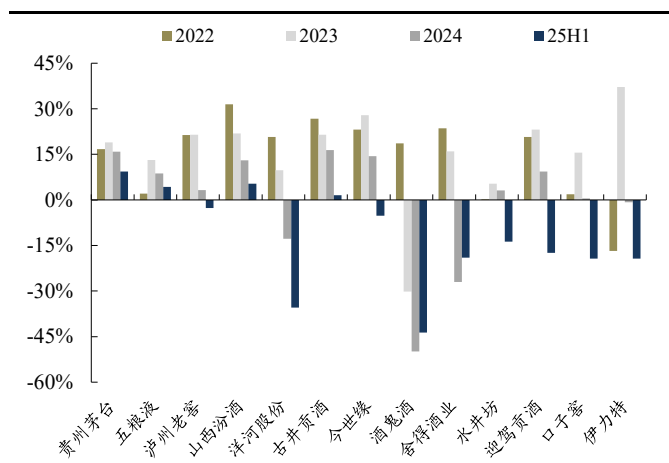
表1: 白酒板块公司 2021~2025H1 收入及归母净利润增速情况

证券简称	收入增速					归母净利润增速				
	2021	2022	2023	2024	25H1	2021	2022	2023	2024	25H1
高端	14.2%	15.4%	16.5%	11.5%	6.2%	15.3%	19.1%	18.5%	11.3%	5.5%
贵州茅台	11.7%	16.5%	18.0%	15.7%	9.2%	12.3%	19.6%	19.2%	15.4%	8.9%
五粮液	15.5%	11.7%	12.6%	7.1%	4.2%	17.2%	14.2%	13.2%	5.4%	2.3%
泸州老窖	24.0%	21.7%	20.3%	3.2%	-2.7%	32.5%	30.3%	27.8%	1.7%	-4.5%
次高端	53.2%	24.3%	14.1%	2.6%	-0.02%	77.2%	39.2%	16.4%	-0.6%	-3.2%
山西汾酒	42.8%	31.3%	21.8%	12.8%	5.4%	72.6%	52.4%	28.9%	17.3%	1.1%
水井坊	54.1%	0.9%	6.0%	5.3%	-12.8%	64.0%	1.4%	4.4%	5.7%	-56.5%
舍得酒业	83.8%	21.9%	16.9%	-24.4%	-17.4%	114.3%	35.3%	5.1%	-80.5%	-25.0%
酒鬼酒	87.0%	18.6%	-30.1%	-49.7%	-43.5%	81.7%	17.4%	-47.8%	-97.7%	-92.6%
区域酒	22.6%	19.1%	16.6%	2.1%	-17.4%	13.7%	23.0%	18.1%	-7.6%	-24.9%
洋河股份	20.1%	18.8%	10.0%	-12.8%	-35.3%	0.3%	24.9%	6.8%	-33.4%	-45.3%
古井贡酒	28.9%	25.9%	21.2%	16.4%	0.5%	23.9%	36.8%	46.0%	20.2%	2.5%
今世缘	25.1%	23.1%	28.0%	14.3%	-4.8%	29.5%	23.3%	25.3%	8.8%	-9.5%
迎驾贡酒	32.6%	19.6%	22.1%	8.5%	-16.9%	45.0%	23.0%	34.2%	13.4%	-18.2%
口子窖	25.4%	2.1%	16.1%	0.9%	-20.1%	35.4%	-10.2%	11.0%	-3.8%	-24.6%
老白干酒	11.9%	15.5%	13.0%	1.9%	0.5%	24.5%	81.8%	-5.9%	18.2%	5.4%
金徽酒	3.3%	12.5%	26.6%	18.6%	0.3%	-2.0%	-13.7%	17.3%	18.0%	1.1%
其他	16.6%	-9.9%	29.6%	-10.7%	-19.2%	-29.3%	-74.4%	660.3%	-82.7%	-50.8%
金种子酒	16.7%	-2.1%	23.9%	-37.0%	-27.5%	-339.8%	-12.4%	88.2%	-1067.2%	-750.5%
伊力特	7.5%	-16.2%	37.5%	-1.3%	-19.5%	-8.5%	-47.1%	105.5%	-15.9%	-17.8%
天佑德酒	38.0%	-7.0%	23.5%	3.7%	-11.2%	154.9%	19.0%	18.4%	-53.0%	-35.4%
合计	19.3%	16.8%	16.4%	8.2%	-0.3%	18.2%	21.1%	18.5%	7.2%	-0.9%

数据来源: wind、东吴证券研究所

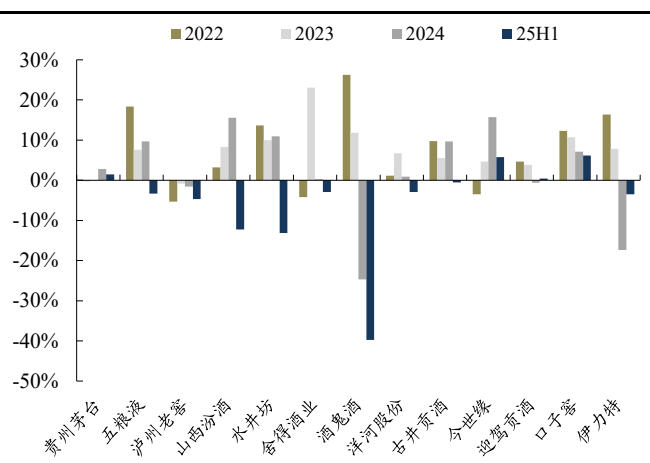
从收入驱动看, 25H1 多数酒企收入同比增速转负, 核心产品动销承压, 磨底周期渠道有一定收缩, 更强调绑定核心优商, 对小商、弱商做适当汰换。

图7: 主要酒企酒类收入同比增幅



数据来源: wind、东吴证券研究所

图8: 主要酒企经销商数量同比增幅

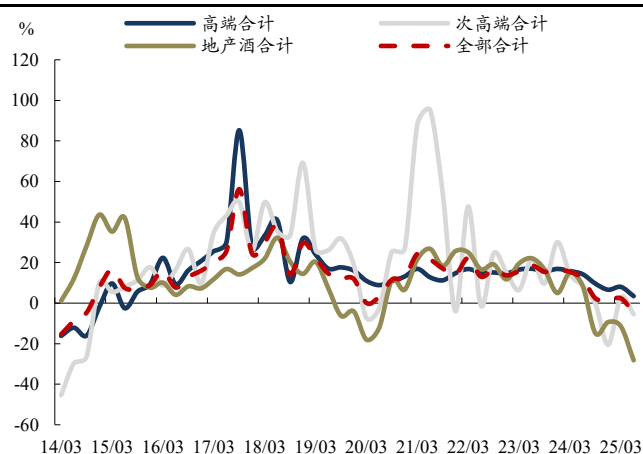


数据来源: wind、东吴证券研究所

注: 25H1 为相较 24FY 的增幅

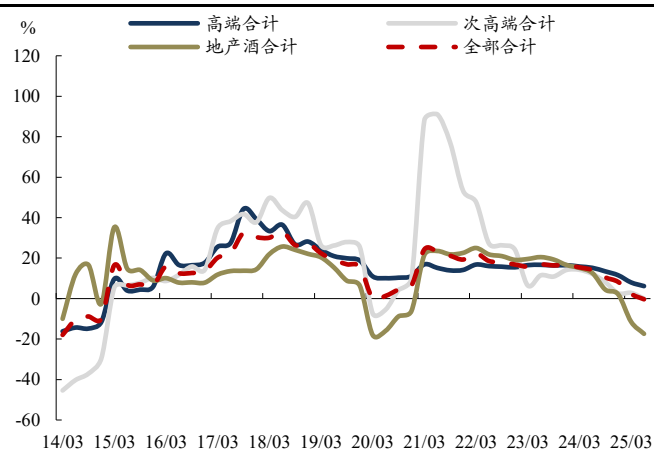
分季度看，次高端收入增速自 24Q2 以来加速下探，25Q2 以来伴随基数走低，收入同比降幅趋于收窄；高端、区域酒龙头则普遍自 25Q2 开始加速释放报表压力。24Q1~25Q2 白酒板块单季度收入同比增速分别为 15.4%、12.0%、2.3%、1.4%、2.3%、-4.7%；以 2023 年为基准，单季收入 CAGR 分别为 15.2%、12.8%、10.0%、8.9%、13.0%、9.7%。25Q2 高端酒普遍加强出货调控，特别是五泸高度产品，回款节奏基本顺应市场，以去库消化为主；二线次高端酒企动销持续承压，经过 1 年多时间的控货调整，筑底曙光显现；区域酒回款兑现相对好于高端、次高端，但在动销疲软背景下，亦及时下调增长要求，优先整固渠道库存及价盘秩序。

图9：白酒子板块单季收入增速(%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图10：白酒子板块季度累计收入增速(%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

25H1 酒企预收余额普遍处于近两年低位，多数高端、次高端酒企表观回款增速<收入增速，显示渠道回款压力持续显现；区域酒龙头表观回款增速略好于收入增速，报表调节相对更具主动性。24Q1~25Q2 白酒板块收现(TTM)同比增速分别为 14.3%、16.9%、11.7%、6.1%、7.3%、2.1%，表观回款(收入+△预收，TTM)同比增速分别为 16.6%、16.7%、12.7%、15.9%、4.6%、3.5%。伴随经销商现金周转持续承压，酒企普遍主动防控回款信用风险，2025 年春节即适当控制渠道授信额度，销售收现比保持相对稳定。

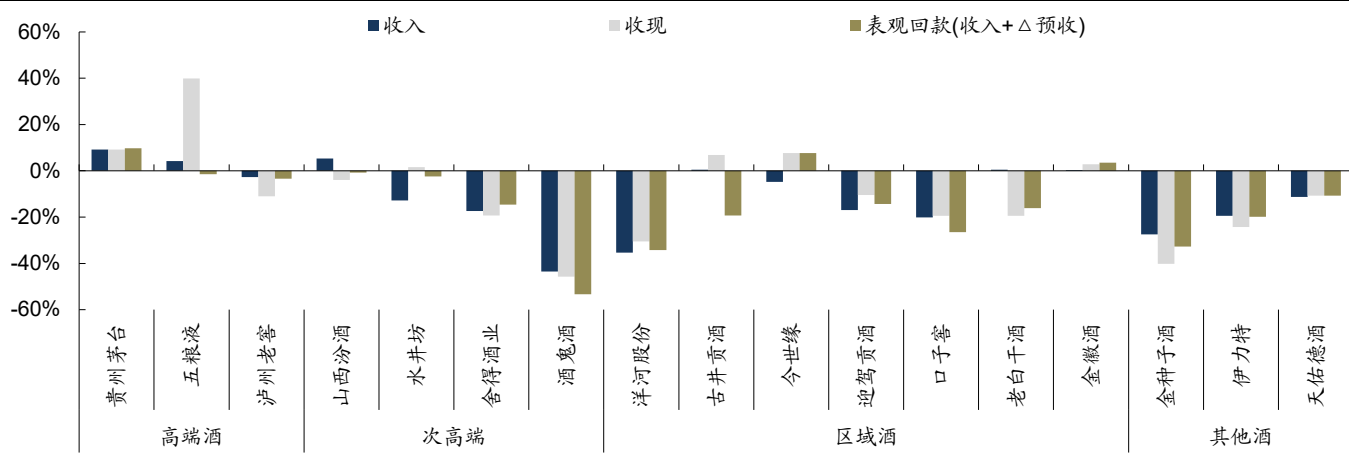
销售端，多数公司收入增速随表观回款加速回落，预收账款余额回落至周期性低位：

- 1) 高端酒回款分化加大，25H1 茅五泸表观回款分别同比+9.7%、-1.5%、-3.4%。
- 2) 次高端酒企表观回款普遍下滑，25H1 山西汾酒、水井坊、舍得、酒鬼酒同比有不同程度下滑。
- 3) 区域酒回款边际走弱，25H1 仅今世缘、金徽酒表观回款实现同比正增。

收现端，伴随渠道授信支持收紧，龙头酒企收现增速与表观回款增速普遍差异不大：

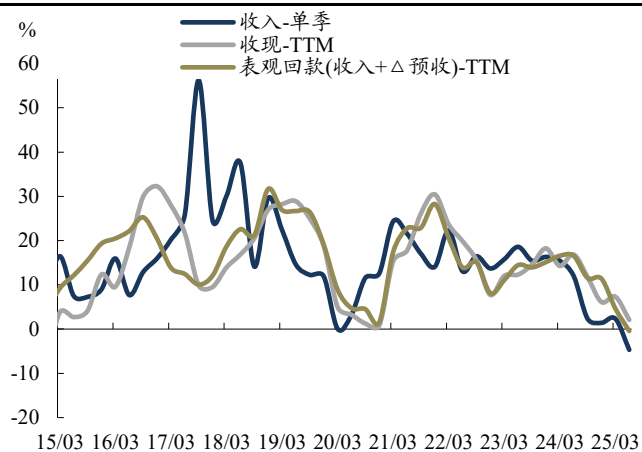
- 1) 高端酒报表收现比基本保持良性水平，五泸对传统渠道票据支持有所收紧。
- 2) 次高端酒企收现比涨跌互现，汾酒、水井坊的回款、收现表现相对稳健。
- 3) 区域酒龙头收现增速普遍好于表观回款，显示酒企适当放缓回款要求，优先保障渠道稳定。

图11: 酒企 25H1 收入、收现、表观回款 (收入+△预收) 同比增速对比



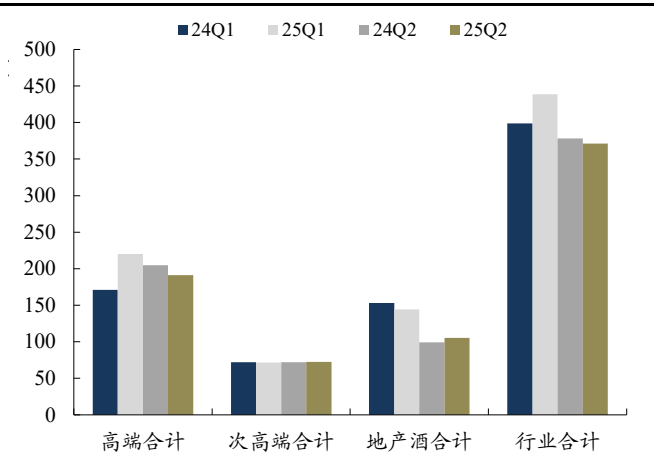
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图12: 白酒子板块单季收入、收现、表观回款同比



数据来源: wind、东吴证券研究所

图13: 白酒子板块合同负债余额 (亿元) 对比



数据来源: wind、东吴证券研究所

表2: 白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)

简称	总营收增速-TTM						表观回款 (收入+△预收) 增速-TTM					
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
全行业	16.2%	15.0%	12.9%	12.3%	4.0%	4.6%	16.6%	16.7%	12.7%	15.9%	4.6%	3.5%
高端	16.3%	15.9%	15.0%	13.3%	9.2%	9.2%	16.0%	19.6%	14.8%	17.3%	10.3%	5.7%
贵州茅台	17.9%	17.3%	18.5%	15.8%	13.6%	13.4%	18.8%	21.4%	17.8%	13.6%	12.3%	8.7%
五粮液	12.1%	13.5%	9.2%	9.5%	5.0%	5.3%	8.8%	16.7%	11.9%	24.8%	11.5%	2.1%
泸州老窖	20.4%	15.7%	13.8%	11.7%	-1.4%	-1.2%	23.6%	19.0%	8.3%	16.3%	-2.2%	1.3%
次高端	17.0%	11.6%	11.1%	4.3%	-1.2%	-0.2%	17.6%	7.4%	10.0%	6.8%	-3.1%	1.1%
山西汾酒	21.9%	19.0%	20.9%	14.9%	7.6%	9.2%	25.6%	15.1%	20.1%	20.4%	4.0%	10.0%
水井坊	22.4%	8.1%	-1.5%	-2.3%	4.2%	-1.9%	21.5%	2.7%	-5.6%	-10.9%	-3.1%	-3.3%
舍得酒业	15.7%	4.9%	6.0%	-4.8%	-32.6%	-21.1%	0.1%	-1.6%	4.2%	-6.2%	-27.3%	-16.9%
酒鬼酒	-29.1%	-27.1%	-34.5%	-43.1%	-46.0%	-58.6%	-26.2%	-30.2%	-34.0%	-42.0%	-45.3%	-60.3%
地产酒	15.0%	13.5%	7.9%	13.7%	-7.9%	-6.2%	17.3%	12.6%	8.0%	17.1%	-7.6%	-1.9%
洋河股份	6.9%	6.0%	-5.1%	7.9%	-31.0%	-21.1%	13.1%	10.8%	1.8%	15.7%	-25.0%	-11.4%
古井贡酒	21.8%	18.8%	18.6%	19.9%	11.3%	8.3%	20.8%	16.9%	13.7%	28.0%	7.6%	8.7%
今世缘	26.0%	25.9%	22.9%	20.8%	9.2%	1.9%	24.0%	18.3%	14.7%	6.4%	6.9%	6.7%

迎驾贡酒	21.9%	20.3%	17.0%	14.2%	-0.9%	0.6%	21.5%	17.0%	13.5%	10.2%	-1.9%	0.9%
口子窖	13.3%	10.4%	8.1%	15.5%	-1.3%	-11.6%	10.7%	-2.9%	7.6%	22.5%	-1.9%	-5.6%
老白干酒	13.4%	12.7%	8.8%	5.1%	0.2%	-0.7%	13.6%	8.7%	2.2%	2.0%	-11.4%	-11.5%
金徽酒	24.1%	22.4%	20.9%	29.8%	11.9%	15.3%	31.8%	16.0%	14.7%	28.8%	2.5%	17.9%
其他	29.1%	22.4%	9.0%	10.3%	-19.3%	-14.6%	26.3%	22.3%	8.4%	11.0%	-18.7%	-13.8%
金种子酒	14.4%	9.3%	2.0%	-1.5%	-44.9%	-37.4%	1.8%	6.4%	2.0%	5.2%	-39.9%	-31.7%
伊力特	33.6%	41.0%	13.9%	15.7%	-6.7%	-12.0%	38.4%	44.1%	16.3%	15.2%	-8.6%	-13.2%
天佑德酒	40.5%	10.0%	8.7%	14.1%	-13.4%	7.2%	40.1%	9.5%	2.7%	10.2%	-14.2%	5.1%

数据来源：wind、东吴证券研究所

表3：白酒子板块销售收现同比增速及收现比情况（%）

简称	收现增速-TTM						收现比-TTM					
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
全行业	14.3%	16.9%	11.7%	6.1%	7.3%	2.1%	1.09	1.16	1.19	1.17	1.12	1.13
高端	14.5%	21.2%	14.6%	8.0%	14.1%	6.8%	1.11	1.21	1.23	1.21	1.16	1.18
贵州茅台	20.2%	22.3%	16.8%	11.6%	10.5%	4.9%	1.10	1.17	1.17	1.17	1.07	1.08
五粮液	1.9%	19.9%	16.9%	-3.3%	20.2%	8.7%	1.13	1.32	1.39	1.22	1.30	1.36
泸州老窖	29.2%	20.3%	-2.9%	26.7%	14.8%	10.7%	1.07	1.10	1.06	1.39	1.25	1.24
次高端	12.0%	4.7%	11.3%	7.8%	-2.3%	-2.3%	1.00	1.02	1.06	1.09	0.99	1.00
山西汾酒	16.4%	7.2%	18.2%	21.5%	4.9%	5.1%	1.00	1.03	1.10	1.17	0.97	0.99
水井坊	20.2%	17.5%	10.1%	-5.1%	-9.5%	-4.7%	1.13	1.11	1.13	1.07	0.98	1.08
舍得酒业	9.5%	-1.7%	-2.1%	-21.7%	-22.3%	-24.8%	0.98	1.01	0.99	0.94	1.13	0.96
酒鬼酒	-35.6%	-29.2%	-34.4%	-41.9%	-33.7%	-46.0%	0.88	0.72	0.68	0.61	1.08	0.94
地产酒	14.8%	10.2%	4.0%	0.0%	-8.1%	-10.9%	1.07	1.11	1.14	1.09	1.06	1.05
洋河股份	12.8%	8.6%	-3.8%	-11.6%	-26.0%	-31.0%	1.09	1.12	1.14	0.97	1.17	0.98
古井贡酒	13.0%	11.6%	11.8%	11.6%	7.8%	9.5%	0.98	1.05	1.11	1.13	0.94	1.06
今世缘	17.5%	12.9%	11.1%	1.8%	6.9%	1.8%	1.13	1.19	1.21	1.23	1.10	1.18
迎驾贡酒	17.4%	13.2%	9.0%	2.7%	-3.4%	-8.9%	1.12	1.18	1.21	1.18	1.09	1.06
口子窖	12.9%	2.4%	-1.2%	11.3%	4.4%	-0.2%	0.97	0.98	1.06	1.06	1.03	1.11
老白干酒	20.4%	15.1%	6.8%	0.8%	-9.1%	-13.9%	1.13	1.14	1.12	1.15	1.03	0.99
金徽酒	28.4%	9.4%	7.1%	16.5%	3.6%	10.2%	1.19	1.21	1.23	1.26	1.10	1.16
其他	16.4%	5.7%	-10.3%	-9.9%	-21.9%	-19.6%	1.01	1.00	0.97	0.98	0.98	0.94
金种子酒	-16.6%	-35.4%	-51.2%	-33.8%	-47.9%	-45.3%	0.88	0.79	0.64	0.72	0.84	0.69
伊力特	30.9%	33.3%	14.3%	-2.2%	-12.8%	-11.8%	1.02	1.01	1.06	1.03	0.95	1.01
天佑德酒	39.0%	24.5%	5.9%	-0.3%	-14.1%	-12.4%	1.13	1.25	1.20	1.14	1.12	1.02

数据来源：wind、东吴证券研究所

2.1. 高端白酒：有序降速，结构承压

高端酒企 25Q2 主动纾压、平稳降速，产品结构有一定下移。25H1 茅台、五粮液、老窖总营收分别同比+9.2%、+4.2%、-2.7%，归母净利分别同比+8.9%、+2.3%、-4.5%，茅台渠道掌控力仍强，报表质量及收入兑现相对稳健。25Q2 茅台、五粮液、老窖总营收分别同比+7.3%、+0.1%、-8.0%，归母净利分别同比+5.2%、-7.6%、-11.1%，伴随高价酒动销承压，公司产品结构有一定下移，同时营销支持力度边际亦有加大。

贵州茅台：茅台酒节奏稳健，系列酒边际承压。25H1 实现总营收 910.9 亿元，同比+9.2%；归母净利 454.0 亿元，同比+8.9%。25Q2 实现总营收 396.5 亿元，同比+7.3%；归母净利 185.6 亿元，同比+5.2%。25H1 公司酒类收入同增 9.3%，沿全年规划稳步兑现；Q2 单季酒类收入同增 7.5%，增速较 Q1 放缓，主因场景及需求冲击下系列酒承压降速。

1) 分产品看：①茅台酒 H1/Q2 收入分别同比+10.2%/+11.0%，Q2 增速略有加快（Q1 同比+9.7%），与线下直销渠道发货节奏变化有关（经销商非标配额保持较快增长，国资平台出货同比恢复）。②系列酒 H1/Q2 收入分别同比+4.7%/-6.5%，Q2 转跌，1 则去年同期基数偏高（24Q2 茅台 1935、汉酱投放进度偏快），2 则外部需求冲击导致出货承压。2) 分渠道看：直销、批发渠道 Q2 收入同增 0.6%、16.3%，直销占比 43.3%，环比回落 2.6pct。直销收入增长主要由线下渠道带动，其中 i 茅台 Q2 收入同比-0.3%，其他直销渠道收入同比+24.9%，主要系经销商非标配额转自营拿货贡献。

五粮液：迎难而上，务实求变。2025 上半年营收、归母净利润分别为 527.7、194.9 亿元，同比+4.2%、+2.3%；对应 25Q2 营收、归母净利润分别为 158.3、46.3 亿元，同比+0.1%、-7.6%。2025 年公司紧扣“营销执行提升年”总定位，持续深化“抓动销、稳价格、提费效、转作风”营销方针，上半年顺利完成“双过半”目标。1) 分产品看：25H1 公司实现酒类收入 491.2 亿元，同增 4.3%。①五粮液 25H1 收入同增 4.6%，量、价同比+12.7%、-7.2%。25H1 公司按统一规则调减普五传统渠道配额，相应由专营公司及直销渠道承担增量开拓任务；同时继续加强 1618、低度渠道支持及开瓶培育，拉动二者开瓶量和宴席场次稳定增长。②其他酒 25H1 收入同增 2.7%，量、价同比+58.8%、-35.3%。行业深度调整期，五粮浓香中低价酒销量增长相对较快。25H1 五粮浓香公司坚持“守正创新、开疆拓土、多作贡献”战略导向，围绕产品动销、价值回归、市场分类分级建设、品牌文化传播、市场基础建设等重点工作，各项工作稳中有进、稳中有新。2) 分区域看：25H1 公司东部、南部、北部大区营收分别同增 7.9%、1.9%、1.8%，东部大区增幅相对较好，预计与 1618 动销基础较好有关。25H1 公司前五大经销商销售收入贡献达 57.0%，远高于 24H1 的 21.1%，与经销渠道统一新设销售专营公司有关。

泸州老窖：强基固本，蓄势攻坚。25H1 实现营收 164.5 亿元，同比-2.7%；实现归母净利 76.6 亿元，同比-4.5%。对应 25Q2 实现营收 71.0 亿元，同比-8.0%；实现归母净利 30.7 亿元，同比-11.1%。2025 年公司围绕“蓄势攻坚，精耕细作稳增长；顺势而为，改革创新谋发展”的发展主题，深入实施“百城计划”“华东战略 2.0”及“终端大基建”等专项行动。分产品看：①25H1 中高档酒收入同比-1.1%，量/价分别同比+13.3%、-12.7%。估算国窖同比中单下滑，主系 5 月以来消费场景受到较大冲击。泸系中档酒整体保持个位数增长，其中特曲 60、老字号特曲同比增长，窖龄同比下滑（河北市场短期偏饱和）。②25H1 其他酒收入同比-17.0%，量/价分别同比-6.9%、-10.8%，其中头曲光瓶同比基本持平，二曲仍在做产品更新调整，其他产品销售承压。25Q2 公司营收同比-8.0%，其中中国窖单季收入降幅与动销反馈基本一致；中档酒同比正增，主系回款进度同比偏快。

2.2. 次高端白酒：持续出清，见底可期

次高端酒企经过及时调控，报表筑底预期逐渐趋于明朗。25H1 次高端上市酒企（汾酒、舍得、酒鬼、水井 4 个标的）合计总营收、归母净利增速分别为-0.02%、-3.2%。其中汾酒/水井坊/舍得/酒鬼酒收入同比分别为+5.4%、-12.8%、-17.4%、-43.5%，归母净利同比分别为+1.1%、-56.5%、-25.0%、-92.6%。25Q2 次高端上市酒企（汾酒、舍得、酒鬼、水井 4 个标的）合计总营收、归母净利同比分别为-5.4%、-19.4%。次高端酒企核心主品，普遍自 24H2 以来即加强发货调控，伴随基数回落，25H2 报表收入降幅预计有望边际收窄。

山西汾酒：有序调控，稳步整固。25H1 实现营收、归母净利润 239.6 亿元、85.1 亿元，分别同增 5.4%、1.1%；对应 25Q2 营收、归母净利润分别同比+0.4%、-13.5%，Q2 利润下滑主系毛利率及税金率拖累。1）分产品：25H1 公司酒类收入同增 5.4%，Q1/Q2 分别同增 7.7%、0.4%，5 月以来受消费场景冲击及需求不振影响，青 20/25、玻汾 Q2 适当发挥收入稳定作用。①估算 25H1 青花收入同增约 5%，其中复兴版 30、26 消费场景受损明显，收入同比承压；青 20、25 收入同比个位数增长。②估算 25H1 腰部产品收入同比略增，老白汾 Q1 放量后，Q2 控货消化为主。③估算 25H1 玻汾收入同比高单增长，Q2 增速较 Q1 有所抬升。2）分区域看：省内、省外均衡增长，25H1 收入分别同增 4.0%、6.1%。省内主要是青 25 引领结构升级贡献收入增量，Q2 收入同比-5.3%，适当纾压；省外青 20、玻汾推动 Q2 实现平稳增长，同比+4.0%。

舍得酒业：筑底企稳，盈利修复。25H1 实现营收 27.0 亿元，同比-17.4%；实现归母净利 4.4 亿元，同比-25.0%。对应 25Q2 实现营收 11.3 亿元，同比-3.4%；实现归母净利 1.0 亿元，同比+139.5%。25H1 公司实现酒类收入 24.2 亿元，同比-19.0%；剔除夜郎古分部影响，舍得内生收入同比下滑约 15.5%。1）分产品看，25H1 中高档酒、普通酒收入分别为 19.7、4.4 亿元，分别同比-13.9%、-21.2%。其中，品味舍得、舍之道、T68、电商收入占比分别约为 40%、20%、10%+、14%；电商、T68 收入保持较快增长，高价产品藏品 10 年、中国智慧亦有增量贡献，品味、舍之道同比承压。2）分区域看，25H1 省内、省外市场收入分别同比下滑 13.9%、21.2%，公司 6 大基地市场遂宁、成都、绵阳、聊城、德州、天津，通过持续加码 C 端投入，动销表现好于整体。25Q2 公司酒类收入同比-4.5%，估算舍得内生收入同比持平附近，单季同比增速逆势修复，1 是公司 1、2 季度回款节奏较去年变化，25Q2 回款占比回升；2 是沱牌光瓶酒销售保持稳定扩张，低基数下同比增速抬升。

酒鬼酒：深度调整，应变克难。25H1 实现营收 5.6 亿元，同比-43.5%；归母净利 0.09 亿元，同比-92.6%；对应 25Q2 营收为 2.2 亿元，同比-56.6%，归母净利为-0.23 亿元，同比-147.8%。25H1 公司实现酒类收入 5.6 亿，同比-43.7%；25Q1、Q2 酒类收入分别同比下滑 30.4%、56.7%，Q2 降幅扩大，主系消费场景冲击及渠道现金流进一步承压。1）分产品看：①内参系列 25H1 收入 1.1 亿元，同比下滑 35.8%，量、价同比-45.6%/+18.0%，

吨价回升主因货折幅度收窄。②酒鬼系列 25H1 收入 2.9 亿元，同比下滑-51.0%，量、价同比-47.8%/-6.1%。公司坚持聚焦大单品，稳步推进酒鬼主品的更新升级和“妙品”的上市推广工作，并精简酒鬼系列 SKU 超 50%。③湘泉及其他系列 25H1 收入合计 1.6 亿元，同比下滑 30.4%，渠道承压背景下，内品以库存去化为先。2) 分地区看：25H1 受行业性需求冲击影响，华中、华北、华东等主要销售区域营收下滑幅度与整体降幅基本一致。公司在湖南及省外重点市场推进“扫雷”行动，进行精细化渠道梳理，通过优化签约政策、开瓶激励、买赠奖励等方式，帮助加强终端开发对接。25H1 期末公司经销商数量由年初的 1326 名下降至 805 名，降幅 39%，华中区域渠道收缩力度相对较大。

水井坊：收入及时调整，毛销承压拖累盈利。25H1 实现营业收入约 14.98 亿元，同比下滑约 12.8%；实现归属于上市公司股东的净利润约 1.05 亿元，同比下滑约 56.5%。对应 25Q2 营收同比下滑 31.4%，归母净利同比下滑 251.2%。公司 2025 财年平稳收官，财年收入(24Q3~25Q2)同比略降 2.9%，基本保持稳定。25Q2 公司营收同比下滑 31.4%，1 是当前宏观环境下，商务往来需求持续承压；2 是 5 月以来宴席、聚饮场景亦有受创。弱势环境下公司适时调控发货，优先稳定渠道秩序。分产品看，25Q2 主力产品臻酿八号、井台均同比下滑承压，25Q2 高档酒收入同比-37.0%；中档酒天号陈经过 Q1 调整，Q2 收入在低基数下恢复增长，同比+67.7%。

2.3. 区域酒：主动调整，质量为先

中高端酒动销阶段性承压，酒企相应加大调控力度。25H1 区域酒上市公司总营收、归母净利增速分别为-17.4%、-24.9%。25Q2 区域酒总营收、归母净利增速分别为-28.2%、-39.5%，受场景萎缩影响，各价格带收入同比均有降速，大本营市场表现好于整体。

洋河股份：报表持续出清，关注营销变革。25H1 营收 147.96 亿元，同比-35.32%，归母净利润 43.44 亿元，同比-45.34%，扣非后归母净利润 42.32 亿元，同比-46.71%；其中 25Q2 营收 37.29 亿元，同比-43.67%，归母净利润 7.07 亿元，同比-62.66%，扣非后归母净利润 6.14 亿元，同比-67.52%。上半年白酒行业景气度持续承压，存量竞争的格局加速演进，行业集中、分化趋势进一步凸显，公司结合当前环境把握经营节奏，对主导产品、重点市场以开瓶为政策导向，加大去库存、促动销，短期延续深度调整，轻装上阵关注后续营销变革。分产品来看，25H1 中高档酒、普通酒营收分别同比-36.52%、-27.24%，梦 6+、海之蓝等主导产品控量稳价，顺势推出第七代海之蓝(3 年以上主体基酒+5 年以上调味酒)+高线光瓶酒(主体基酒 100%三年陈)，以期稳住大众价位基本盘。分地区来看，25H1 省内、省外营收分别比-25.79%、-42.68%，省内经销商净增 11 家至 3010 家、省外净减 268 家至 5599 家，省外在过去几年持续增长的高基数下出清更为明显。当下坚持全国一盘棋，聚焦江苏市场和高地市场，推进大商培育，强化终端提质、家宴深耕和乡镇下沉，不断夯实渠道基础。

古井贡酒：务实降速，立足长远。25H1 营收 138.80 亿元，同比+0.54%，归母净利

润 36.62 亿元, 同比+2.49%; 其中 25Q2 营收 47.34 亿元, 同比-14.23%, 归母净利润 13.32 亿元, 同比-11.63%。上半年白酒行业呈现“量缩价跌、库存高压、消费分化”特征, 100-300 元成为动销主力, 商务宴请需求疲软, 宴席等场景支撑相对稳定。1) 分品牌来看, 25H1 年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼及其他营收分别同比+1.59%、-4.39%、+6.68%, 年份原浆系列占比 80.34% 相对平稳, 预计古 5、古 7/古 8 上半年维持韧性增长, 古 16 一季度延续强势、二季度环比有所降速, 古 20 坚持长期主义、以控量为主。2) 分区域来看, 25H1 华中、华北、华南营收分别同比+3.60%、-27.04%、-5.84%。考虑到华中区域的黄鹤楼营收同比约下滑 7%、推测古井在安徽省内仍维持较好增速(对比迎驾/口子窖安徽省内增速分别为-12%/-19%), 省内竞争份额仍在逆势提升。省外山东、河南、江苏省区相对稳健, 河北省区二季度暂停订单以消化库存为主。

今世缘: 主动降速纾压, 筑牢发展基础。25H1 总营收 69.51 亿元, 同比-4.84%, 归母净利润 22.29 亿元, 同比-9.46%; 其中 25Q2 总营收 18.52 亿元, 同比-29.69%, 归母净利润 5.85 亿元, 同比-37.06%。5 月下旬以来受外在政策冲击, 核心产品扫码率降幅较大, 高端价位受影响更显著, 省外影响比江苏省内稍好一些, 6、7 月终端动销增速环比有所下滑。1) 分产品来看, 25H1 特 A+类、特 A 类营收分别同比-7.4%、+0.7%, 其中 25Q1/25Q2 特 A+类营收分别同比+6.6%/-32.1%、特 A 类营收分别同比+17.4%/-28.1%, 其中高端 V 系受影响最大, 四开、对开亦受到一定程度影响, 而淡雅、单开总体表现更好一些。2) 分地区来看, 25H1 省内、省外营收分别同比-6.1%、+4.8%, 其中淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海营收分别同比 -4.3%、-7.9%、-11.0%、-0.2%、-6.4%、-7.3%, 省内核心市场基础稳固, 省外受政策影响比省内稍好, 持续聚焦安徽、山东、上海、浙江等周边核心市场。

迎驾贡酒: 中低档酒加快出清, 洞藏相对保持平稳。25H1 公司收入、归母净利润分别同比-16.9%、-18.2%; 对应 25Q2 收入、归母净利润同比-24.1%、-35.2%。25H1 公司酒类收入同比-17.4%, Q1、Q2 同比分别为-12.3%、-25.7%, Q2 降幅扩大, 1 是金银星加大老品控货去库力度, 2 是场景受损影响。1) 分产品看: Q2 中高档酒、普酒收入分别同比-23.6%、-32.9%, 估算洞藏系列个位数下滑, 场景冲击相对可控; 中低档盒装酒整体深度调整, 其中金银星产品降幅环比扩大。伴随 100 元以下产品趋于老化, 公司规划后续进行产品更新升级, 现阶段老品以去库出清为主。2) 分区域看: Q2 省内、省外收入分别同比-20.3%、-36.4%, 省外市场以中低端产品为主, 控货出清影响体现更为明显; 省内市场公司渠道秩序及回款节奏仍然保持稳健。

金徽酒: 升级韧性延续, 回款节奏稳健。金徽酒 25H1 营收 17.59 亿元, 同比+0.31%, 归母净利润 2.98 亿元, 同比+1.12%, 扣非后归母净利润 2.90 亿元, 同比-4.05%; 其中 25Q2 营收 6.51 亿元, 同比-4.02%, 归母净利润 0.64 亿元, 同比-12.78%, 扣非后归母净利润 0.58 亿元, 同比-27.25%。1) 分产品来看, 上半年 300 元以上、100-300 元、100 元以下产品营收分别同比+21.60%、+8.93%、-29.78%, 300 元以上产品占比提升 4.02pct 至 22.17%。其中年份系列延续较快增长、柔和系列稳健增长、省外能量系列经历调整后恢

复增长、星级系列整体有所下滑；2)分地区来看，上半年省内、省外营收分别同比-1.11%、+1.78%，省内各个区域趋势不错，省外陕西经过两年调整目前势能向好，华东聚焦核心区域有所调整。

表4：白酒子板块单季收入增速情况（%）

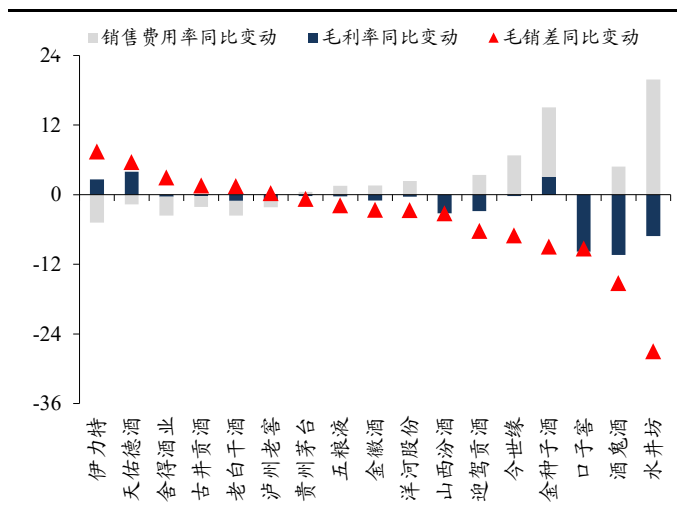
	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
高端合计	14.24	9.59	6.60	7.99	3.45
次高端合计	8.50	-0.38	-20.50	2.81	-5.44
地产酒合计	8.41	-14.92	-9.35	-11.45	-28.18
其他合计	-9.42	-31.47	-25.31	-14.28	-28.02
全部合计	11.98	2.34	1.41	2.35	-4.69

数据来源：wind、东吴证券研究所

3. 利润端：产品结构承压，净利率仍在回落

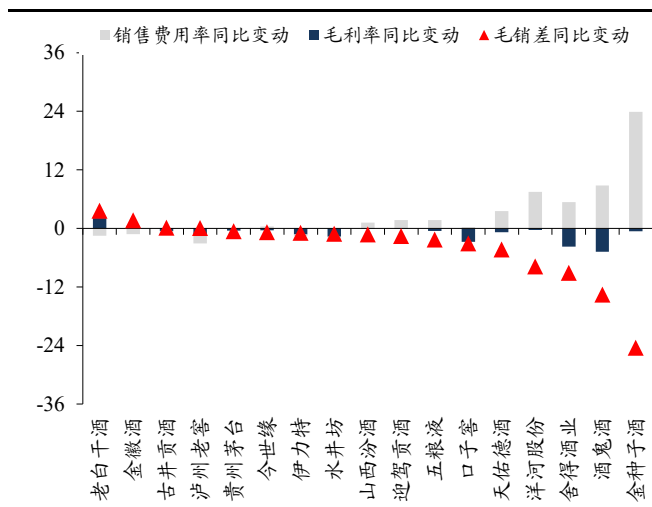
25Q2 上市酒企毛、销普遍承压。我们统计的 17 家白酒上市公司中，25Q2 净利润增速快于营收增速的酒企仅有 4 家，毛利率同比改善的酒企仅有 3 家。

图14：25Q2 白酒个股毛销差同比变动（pct）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图15：25H1 白酒个股毛销差同比变动（pct）

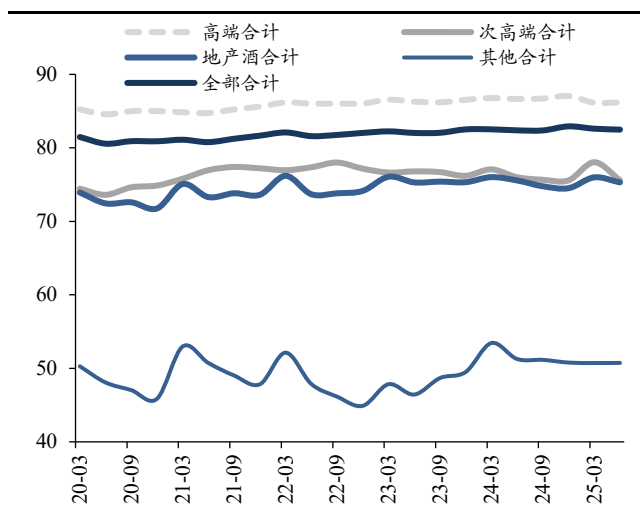


数据来源：wind、东吴证券研究所

3.1. 毛利率：多数酒企同比回落，结构、货折均有影响

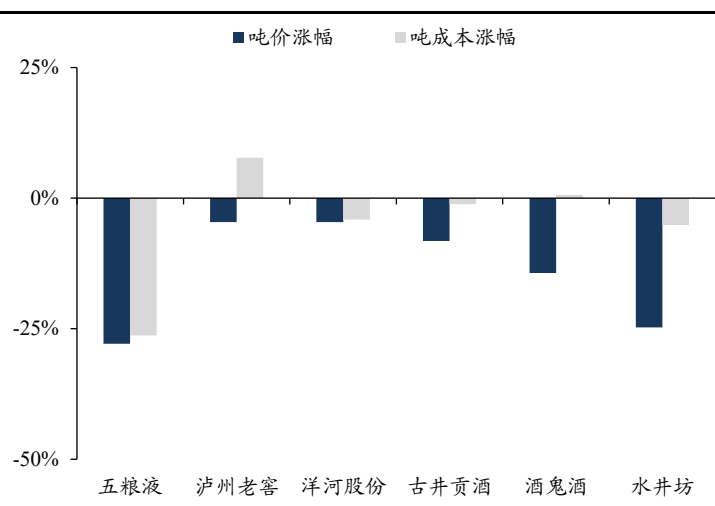
25H1 白酒板块毛利率为 82.48%，同比提升 0.10pct；25Q2 板块毛利率为 82.26%，同比提升 0.10pct；主系龙头酒企收入占比提升拉动。各家酒企毛利率普遍承压，一方面在批价下行背景下，酒企适当加大货折、返利支持力度，同时扫码红包金额也在上升；另一方面伴随 300 元及以上价位销售不畅，酒企产品结构普遍回落。

图16：白酒子板块累计毛利率（%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图17：25H1 主要酒企销售吨价及吨成本涨幅



数据来源：wind、东吴证券研究所

毛销差角度来看，25Q2 白酒板块单季度毛销差同比增长 0.25pct，与高端酒收入占比提升有关，实际多数酒企毛销差同比回落。1）25Q2 高端毛销差同比-0.51pct，同期毛利率同比-0.19pct，产品结构及营销费效压力均有显现。2）25Q2 次高端毛销差同比-3.23pct，同期毛利率同比-3.45pct，主系产品结构及货折影响。

表5：白酒子板块单季毛利率同比变动情况（pct）

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
高端合计	0.58	0.84	0.59	-0.64	-0.19
次高端合计	-3.13	-1.65	1.01	0.97	-3.45
地产酒合计	0.76	-3.35	-1.93	-0.03	-0.98
其他合计	2.95	-3.89	-2.48	-2.72	3.44
全部合计	0.46	0.24	0.84	0.09	0.10

数据来源：wind、东吴证券研究所

表6：白酒子板块单季毛销差同比变动情况（pct）

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
高端合计	-0.33	0.23	0.19	-0.46	-0.51
次高端合计	-4.19	-0.42	-4.91	0.20	-3.23
地产酒合计	0.33	-5.55	-5.72	-2.70	-2.56
其他合计	-5.62	-11.66	-15.25	-4.73	0.77
全部合计	-0.31	0.08	0.15	-0.16	0.25

数据来源：wind、东吴证券研究所

3.2. 费用率：销售费率小幅略增，管理费率边际上行

销售费率方面，25H1 多数酒企销售费率同比增长，其中老窖、古井、老白干酒销售费率同比改善，与费用精细化管控有关。管理费率方面，25H1 伴随收入兑现趋弱，多数

酒企管理费率同比小幅增长。

表7: 酒企单季销售费率同比变动 (pct)

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
高端合计	0.90	0.60	0.39	-0.18	0.32
次高端合计	1.06	-1.23	5.92	0.77	-0.22
地产酒合计	0.43	2.20	3.79	2.67	1.58
其他合计	8.57	7.77	12.77	2.01	2.67
全部合计	0.77	0.16	0.69	0.24	-0.15

数据来源: wind、东吴证券研究所

表8: 酒企单季管理费率同比变动 (pct)

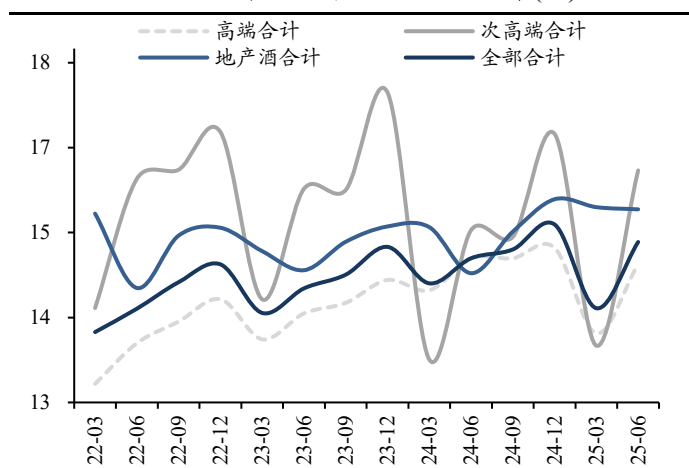
	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
高端合计	-0.73	-0.37	-0.69	-0.48	-0.22
次高端合计	-0.02	0.41	2.83	-0.41	0.48
地产酒合计	0.15	1.18	2.27	0.46	1.91
其他合计	-0.76	3.90	2.09	-0.56	0.56
全部合计	-0.48	-0.00	-0.06	-0.27	0.11

数据来源: wind、东吴证券研究所

3.3. 税金及附加比率: 25Q2 存在上行扰动, 25H1 总体趋稳

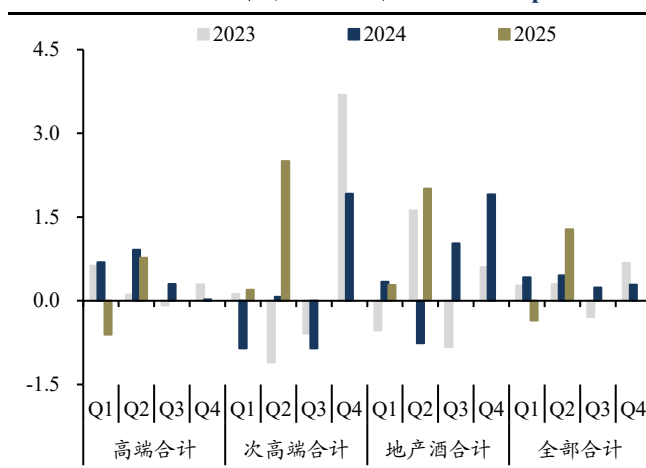
税率方面, 25H1 白酒上市公司税金及附加比率为 15.27%, 同比提升 0.23pct, 增幅相对可控, 但 Q1、Q2 季度节奏波动加大。25Q2 板块税金及附加比率同比+1.28pct, 与缴税节奏变化有关。

图18: 白酒子板块季度累计税金及附加比率(%)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图19: 白酒子板块单季营业税率同比变化 (pct)



数据来源: wind、东吴证券研究所

3.4. 利润增速: 同比回落, 产品结构及费效均有拖累

利润增速方面, 25H1 高端 (5.49%) > 次高端 (-3.22%) > 地产酒 (-24.90%), 25Q2

高端（0.62%）>次高端（-19.41%）>地产酒（-39.53%）。产品结构回落、动销转化不畅，酒企毛销差经历下行考验，同时规模负效应也存在一定影响。

表9：白酒子板块单季归母净利润同比增速情况（%）

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
高端合计	13.17	9.19	7.17	8.47	0.62
次高端合计	-6.97	-2.04	-58.75	2.03	-19.41
地产酒合计	8.68	-29.64	-83.11	-18.04	-39.53
其他合计	-92.92	-237.85	-219.95	-39.37	-961.50
全部合计	10.64	1.71	-2.76	2.55	-7.25

数据来源：wind、东吴证券研究所

表10：白酒子板块单季扣非归母净利润同比增速情况（%）

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
高端合计	12.84	9.40	6.99	8.59	0.97
次高端合计	-5.79	-1.22	-54.88	2.71	-22.18
地产酒合计	9.96	-34.78	-68.83	-18.29	-42.07
其他合计	-115.33	-300.22	-245.03	-39.63	-561.49
全部合计	10.70	1.16	-1.31	2.68	-7.56

数据来源：wind、东吴证券研究所

表11：白酒子板块单季扣非净利润同比增速-收入同比增速（pct）

	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
高端合计	-1.40	-0.19	0.39	0.60	-2.47
次高端合计	-14.28	-0.84	-34.37	-0.10	-16.74
地产酒合计	1.54	-19.86	-59.48	-6.85	-13.89
其他合计	-105.91	-268.75	-219.73	-25.35	-533.48
全部合计	-1.28	-1.19	-2.72	0.33	-2.88

数据来源：wind、东吴证券研究所

表12：白酒上市公司 2025H1 及 2025Q2 业绩概览

证券简称	25H1				25Q2			
	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利 (亿元)	YOY(%)	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利 (亿元)	YOY(%)
贵州茅台	910.94	9.16	454.03	8.89	396.50	7.26	185.55	5.25
五粮液	527.71	4.19	194.92	2.28	158.31	0.10	46.32	-7.58
泸州老窖	164.54	-2.67	76.63	-4.54	71.02	-7.97	30.70	-11.10
山西汾酒	239.64	5.35	85.05	1.13	74.41	0.45	18.57	-13.50
水井坊	14.98	-12.84	1.05	-56.52	5.39	-31.37	-0.85	-251.25
舍得酒业	27.01	-17.41	4.43	-24.98	11.25	-3.44	0.97	139.48
酒鬼酒	5.61	-43.54	0.09	-92.60	2.17	-56.57	-0.23	-147.77
洋河股份	147.96	-35.32	43.44	-45.34	37.29	-43.67	7.07	-62.66
古井贡酒	138.80	0.54	36.62	2.49	47.34	-14.23	13.32	-11.63
老白干酒	24.81	0.48	3.21	5.42	13.14	-1.95	1.68	0.16
今世缘	69.51	-4.84	22.29	-9.46	18.52	-29.69	5.85	-37.06
迎驾贡酒	31.60	-16.89	11.30	-18.19	11.13	-24.13	3.02	-35.20
口子窖	25.31	-20.07	7.15	-24.63	7.21	-48.48	1.05	-70.91

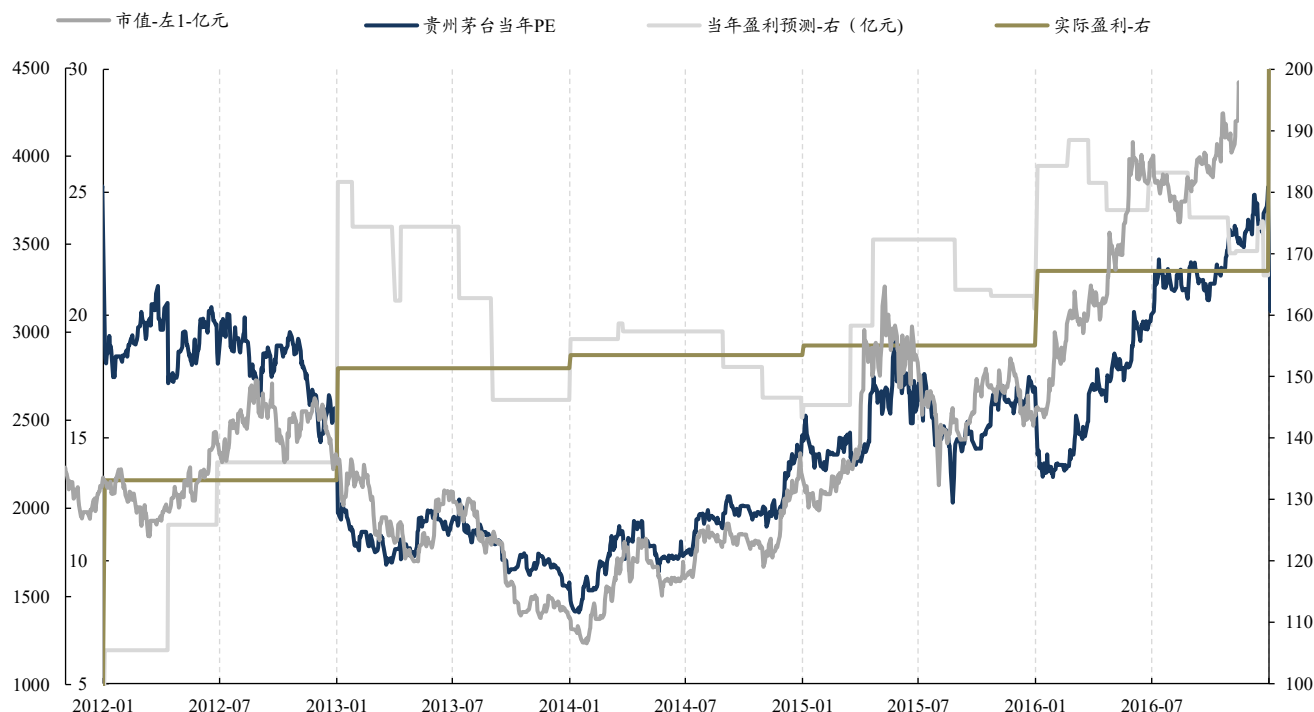
金徽酒	17.59	0.31	2.98	1.12	6.51	-4.02	0.64	-12.78
金种子酒	4.84	-27.47	-0.72	-750.54	1.88	-24.16	-0.33	-408.17
伊力特	10.70	-19.51	1.63	-17.82	2.75	-44.86	0.18	-52.75
天佑德酒	6.74	-11.24	0.51	-35.37	2.42	3.92	-0.16	44.15

数据来源：wind、东吴证券研究所

4. 投资建议

参考 2013~16 年，白酒股价上涨的核心驱动来自基本面，从周期底部到上行复苏，板块股价先后经历恐慌下跌（2013 年）、超跌反弹（2014 年）、牛市普涨（2015 年）、行业景气上行驱动股价领涨（2016 年）4 个阶段。2013 年市场预期上市公司业绩或要腰斩，股价普遍下跌 40~50%。2014 年白酒板块股价止跌，领涨标的均为报表增速率先确认转正预期的公司，如茅台、洋河、古井等，个股当年 PE 从此前的 8~10x 恢复至 12~15x。2015 年酒企动销及报表恢复稳健表现，期间当年 PE 随宏观预期及牛市行情轮动上涨至 20~25x，随后又随大盘回落。2016 年在动销加速修复带动下，白酒个股当年 PE 再度从 15x 拉升至 25x，在领先的业绩表现带动下，板块行情开始跑赢大盘兑现超额收益。

图20：2012~2016 年茅台估值及市值变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：当年 PE 为动态 PE 口径，以市值/当年盈利预测计算，分子分母均为日度更新，当年盈利预测采用 wind 一致预期的归母净利润口径。

我们认为出清仍是主要期待，把握出清主要矛盾以及未来业绩修复可见性主线，自下而上优先关注更早进入拐点，且增长弹性领先的酒企。参考 2013~16 年股价表现，白酒周期从筑底出清到向上修复的过程中，行情并非简单复制白酒上行周期高端→次高端→中高端的轮动顺序，而是自下而上优选业绩领先标的。1) 周期筑底期间，以大众需求为主的中高端产品增长表现相对稳健，后续若地方提振消费政策出台，需求修复有望较快兑现。2) 高端、次高端行业需求要实现爬坑修复，较大程度有赖于宏观环境走出通缩、实现复苏。并且参考复盘经验，预计本轮高端、次高端产品动销要达成量价新均衡，仍需一定的时间过程，可更多关注具备香型份额提升、全国化扩张或新品招商 alpha 的部分个股。

高端、次高端酒方向，推荐自下而上优选具有股息率打底、公司治理优异、有望率先轻装上阵的泸州老窖、山西汾酒，二者作为复苏看涨期权品种，左侧向下风险可控，右侧弹性展望积极；以及业绩出清更清晰、有增量逻辑的珍酒李渡，亦可关注舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份。**区域酒方向**，伴随 2025 中秋国庆~2026 春节期间个股跨年预期趋于明朗，推荐积极关注受益场景修复，业绩有望较快恢复稳健增长，且估值相对偏低的古井贡酒、迎驾贡酒。

5. 风险提示

出清不充分和消费复苏不及预期的风险：若消费复苏存在波折，酒企报表及库存出清进展可能不及预期。

行业竞争加剧风险：一方面行业内竞争持续加剧推动酒企持续出清，另一方面由于竞争加剧导致酒企盈利能力下降。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>