



白酒行业行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）

liuchengqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

淡季动销回落传导至表观加速出清，重点推荐禀赋酒企配置

投资逻辑

白酒板块半年报收官，与市场预期相符、白酒酒企 25Q2 普遍业绩加速出清，但市场情绪仍边际向好，主要系短期酒企 EPS 出清反而会落地酒企表观不确定性，市场对中期行业景气改善时酒企呈现成长性给予一定预期。从 7 月下旬以来渠道反馈前期外部风险对消费场景的影响环比有所改善，后续中秋&国企旺销窗口期将是重要的动销拐点观察期。近期主流单品价盘普遍有所回落，这亦与预期相符，即动销拐点先于价盘拐点、价盘拐点先于报表拐点，我们预计近期批价回落主要系渠道在中秋&国庆前有所抢跑出货。之所以预计价盘拐点滞后于动销拐点，主要考虑淡季实际渠道库存去化有限&名酒批价普遍有所回落，我们预计中秋&国庆旺季渠道主要诉求将是降库存、回款情绪预计仍会偏谨慎，若中秋&国庆旺季能将当下渠道库存得以明显去化，白酒价盘的压力将能得到明显释放。

目前我们仍然看好白酒板块的配置价值，主要系中期内需复苏的逻辑仍然可期，白酒板块已是攻守兼备的配置优选。我们强烈推荐底仓配置稳健性 α 酒企，包括横跨周期、留有经营后手的高端酒贵州茅台、五粮液，经营边界仍在持续突破、品牌势能方兴未艾的山西汾酒。建议择时增配成长性前景更强、赔率空间更高的泛全国化酒企，包括泸州老窖、古井贡酒，两者是强组织力的代表，强组织进攻性固然在下行期会遇到各类不适、上行期仍会否极泰来。

收入端：板块单季营收录得下滑，渠道回款谨慎度环比提升，头部集中度仍在拔升。1) 25H1 白酒板块实现营收 2397 亿元，同比-0.9%；25Q2 实现营收 872 亿元，同比-5.0%，为此轮周期下首个季度营收录得下滑。板块内部分化进一步加剧、头部酒企集中度持续提升，25Q2 CR2 营收占比达到 62.6%、同比+6.0pct，剔除 CR2 后板块 25Q2 营收同比-18.2%、下滑幅度环比加大。2) 25Q2 末板块预收款余额 375 亿元，同比-2.4%；25Q2 营业收入+△预收款同比-10.1%、下滑幅度高于营收端。25Q2 酒企普遍进行控量稳价、延缓发货节奏，虽渠道回款情绪回落但预收款未录得明显下滑，而回款情绪趋谨一方面源于库存压力、另一方面源于羸弱的批价表现。

利润端：利润端普遍承压，酒企持续推进费投精细化&降本增效。1) 25H1 板块实现归母净利 946 亿元，同比-1.2%；25Q2 实现归母净利 312 亿元，同比-7.5%，均弱于营收端表现。25Q2 CR2 归母净利占比达到 74.3%、同比+7.2pct，剔除 CR2 后板块 25Q2 归母净利同比-27.7%。利润端表现更弱主要受收入缺乏支撑时刚性费用开支影响，目前酒企普遍缩减广宣开支、推进渠道费投精细化、推进内部降本增效等。2) 25Q2 板块毛销差为 69.4%，同比+0.3pct，主要系内部结构中高毛销差高端酒占比提升；板块管理费用率为 5.4%、同比+0.2pct，税金及附加占比为 17.0%、同比+1.3pct。

机构持仓：指数基金持股环增，主动权益基金&北上持股大幅环减。1) 截至 25Q2 末基金重仓持股占比为 2.90%，环比-0.81pct，与 17Q2 水平相近。其中，主动权益基金重仓持股占比为 2.21%、环比-1.12pct；超配比例为 1.32%、环比-1.76pct，介于 16Q4~17Q1 之间。剔除头部消费类赛道基金后，主动权益基金重仓持股占比为 1.01%，环比-0.75pct，介于 16Q1~16Q2 之间，持股集中于贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖。2) 25Q2 沪深港通持股环比明显减仓，持股市值>50 亿元的包括贵州茅台（环比-0.6pct 至 5.8%）、五粮液（环比-0.9pct 至 3.1%）、山西汾酒（环比+0.2pct 至 4.0%）。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，禁酒令等政策风险，食品安全风险。



内容目录

白酒板块：淡季动销回落传导至表观加速出清，重点推荐禀赋酒企配置.....	4
1. 收入端：板块单季营收录得下滑，渠道回款谨慎度环比提升，头部集中度仍在拔升.....	4
2. 利润端：利润端普遍承压，酒企持续推进费投精细化&降本增效.....	9
3. 机构持仓：指数基金持股环增，主动权益基金&北上持股大幅环减.....	13
4. 投资建议：中期复苏叙事不改，攻守兼备、推荐底仓配置优质酒企.....	16
风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 2025H1 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速.....	4
图表 2： 2019 年至今分季度白酒板块营业收入同比增速.....	5
图表 3： 2019 年至今分季度各子板块营业收入同比增速.....	5
图表 4： 2012~2025H1 规上白酒企业销售收入及利润总额同比增速.....	5
图表 5： 2012~2025H1 规上白酒企业产量（折 65 度，商品量）及同比增速.....	5
图表 6： 2025Q2 末白酒板块重点标的预收款规模（亿元）及同比增速.....	6
图表 7： 2019 年至今各季度末白酒板块预收款余额及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液）.....	7
图表 8： 2019 年至今分季度白酒板块营业收入+环比预收款（亿元）及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液）...	7
图表 9： 2025Q2 白酒板块重点标的销售收现规模（亿元）及同比增速.....	7
图表 10： 2018 年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额（亿元）.....	8
图表 11： 2022~2025H1 白酒板块重点标的经销商情况梳理.....	8
图表 12： 2019 年至今分季度白酒板块归母净利同比增速.....	9
图表 13： 2019 年至今分季度白酒板块各子板块归母净利同比增速.....	9
图表 14： 2025H1 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速.....	10
图表 15： 2017 年至今白酒板块归母净利率及毛利率.....	11
图表 16： 2017 年至今白酒板块分子板块毛销差.....	11
图表 17： 2025H1 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率.....	11
图表 18： 2025H1 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差.....	12
图表 19： 2025H1 白酒板块重点标的管理费用率、营业税金及附加占比.....	13
图表 20： 2025Q2 末白酒板块重点标的基金重仓持股情况及环比变化.....	13
图表 21： 2010 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况.....	14
图表 22： 2010 年至今分季度白酒行业主动权益基金超配情况梳理.....	14
图表 23： 2010 年至今分季度白酒行业非头部消费类赛道主动权益基金重仓持股市值占比.....	15
图表 24： 2023 年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比.....	15



图表 25: 2025Q2 白酒板块明显跑输沪深 300 指数.....	16
图表 26: PPI 与飞天茅台批价 (元/瓶) 表现正相关.....	16
图表 27: 2025 年 6 月限额以上餐饮收入同比转负.....	16
图表 28: 白酒的库存周期导致酒企报表拐点滞后于基本面拐点.....	17
图表 29: 2025 年年初至今白酒酒企一致预期持续回落.....	17
图表 30: M1 同比变动领先于飞天茅台、五粮液批价变动.....	18
图表 31: 2011~2016 年白酒指数、全 A 综指走势及关键事件梳理.....	18
图表 32: 2025E 白酒酒企股息率梳理.....	19
图表 33: 贵州茅台 forward PE 位于 2016 年至今 7%分位.....	19
图表 34: 五粮液 forward PE 位于 2016 年至今 12%分位.....	19
图表 35: 山西汾酒 forward PE 位于 2016 年至今 9%分位.....	19
图表 36: 白酒板块重点标的盈利预测.....	20



白酒板块：淡季动销回落传导至表观加速出清，重点推荐禀赋酒企配置

白酒板块半年报收官，与此前市场预期相符、白酒酒企 25Q2 普遍业绩加速出清，市场普遍下修 25H2 EPS 预期。但即使报表层面加速出清，近期市场情绪仍边际向好，主要系短期酒企 EPS 出清反而会落地酒企表观不确定性，市场对中期行业景气改善时酒企呈现成长性给予一定预期。

从 7 月下旬以来有陆续渠道反馈前期外部风险对消费场景的影响环比有所改善，即动销下滑幅度陆续收窄，我们认为仍待 9 月中上旬时检验中秋&国庆前的动销氛围，淡季渠道体感改善或与升学宴等宴席释放有关，本身市场尚未对基本面底部拐点进行交易，后续将是重要的动销拐点观察期。

近期主流单品价盘普遍有所回落，这亦与预期相符，即动销拐点先于价盘拐点、价盘拐点先于报表拐点，我们预计近期批价回落主要系渠道在中秋&国庆前有所抢跑出货。之所以预计价盘拐点滞后于动销拐点，主要考虑淡季实际渠道库存去化有限&名酒批价普遍有所回落，我们预计中秋&国庆旺季渠道主要诉求将是降库存、回款情绪预计仍会偏谨慎，若中秋&国庆旺季能将当下渠道库存得以明显去化，白酒价盘的压力将能得到明显释放。

目前我们仍然看好白酒板块的配置价值，主要系中期内需复苏的逻辑仍然可期，白酒板块已是攻守兼备的配置优选。我们强烈推荐底仓配置稳健性 α 酒企，包括横跨周期、留有经营后手的高端酒贵州茅台、五粮液，经营边界仍在持续突破、品牌势能方兴未艾的山西汾酒，以及受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。同时，建议择时增配成长性前景更强、赔率空间更高的泛全国化酒企，例如泸州老窖、古井贡酒，两者是强组织力的代表，强组织进攻性固然在下行期会遇到各类不适、上行期仍会否极泰来。

1. 收入端：板块单季营收录得下滑，渠道回款谨慎度环比提升，头部集中度仍在拔升

行业层面，25H1 白酒板块合计实现营收 2397 亿元，同比-0.9%，与行业层面情况基本相仿（根据酒协披露数据，25H1 白酒规上企业数量为 887 家、同比减少 100 家以上，规上白酒企业实现销售收入 3304.2 亿元，同比+0.2%）。其中，25Q2 白酒板块实现营收 872 亿元，同比-5.0%，为此轮周期下首次单季度板块营收录得同比下滑。

细拆来看，白酒板块内部分化进一步加剧、头部酒企集中度持续提升。25Q2 贵州茅台+五粮液营收占白酒板块比重达到 62.6%、同比+6.0pct；剔除 CR2 后白酒板块 25Q2 实现营收 326 亿元，同比-18.2%、连续四个季度下滑且下滑幅度加大（24Q3/24Q4/25Q1 分别同比-10.0%/-14.1%/-6.4%）。

分子板块：25H1 高端/次高端/区域酒及其他分别实现营收 1586/287/524 亿元，同比分别+6.1%/持平/-17.6%。其中，25Q2 分别实现营收 617/93/162 亿元，同比分别+3.4%/-5.4%/-27.4%。

整体而言，二季度本身白酒行业属于相对淡季，叠加消费场景遭受相对显著的外部风险冲击、且无论企业端还是居民端消费情绪仍相对低迷，因此白酒板块 25Q2 收入端录得同比下滑、非头部酒企下滑幅度加大。考虑到白酒消费场景约束的影响主要婚育、并未贯穿二季度，且该部分影响虽目前观察到环比有所改善、但影响程度仍相对严峻，我们预计短期白酒板块收入端仍将承压。

图表1：2025H1 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速

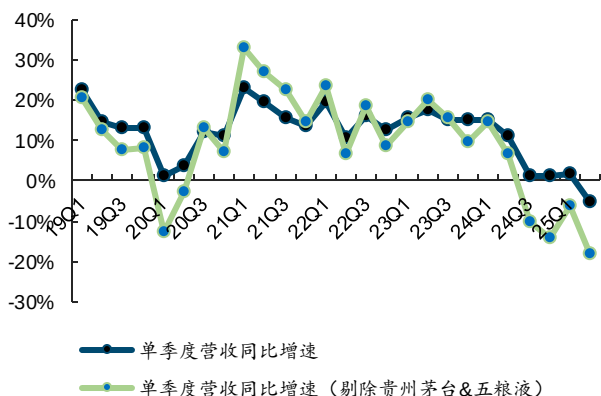
板块	公司名称	24Q3	YOY	24Q4+25Q1	YOY	25Q2	YOY	25H1	YOY
高端	贵州茅台	388	15%	1007	12%	388	7%	894	9%
	五粮液	173	1%	582	5%	158	0%	528	4%
	泸州老窖	74	1%	162	-7%	71	-8%	165	-3%
	合计	635	9%	1752	7%	617	3%	1586	6%
次高端	山西汾酒	86	11%	212	3%	74	0%	240	5%
	舍得酒业	12	-31%	25	-37%	11	-3%	27	-17%
	水井坊	21	0%	24	4%	5	-31%	15	-13%
	酒鬼酒	2	-67%	6	-51%	2	-57%	6	-44%
	合计	121	0%	266	-5%	93	-5%	287	0%
区域酒及其	洋河股份	46	-45%	124	-35%	37	-44%	148	-35%



板块	公司名称	24Q3	YOY	24Q4+25Q1	YOY	25Q2	YOY	25H1	YOY
他	今世缘	26	10%	67	5%	19	-30%	70	-5%
	古井贡酒	53	13%	137	8%	47	-14%	139	1%
	迎驾贡酒	17	4%	39	-9%	11	-24%	32	-17%
	口子窖	12	-22%	35	5%	7	-48%	25	-20%
	金种子酒	1	-54%	4	-49%	2	-24%	5	-27%
	老白干酒	16	0%	24	-4%	13	-2%	25	0%
	金徽酒	6	16%	18	12%	7	-4%	18	0%
	伊力特	3	-23%	13	-5%	3	-45%	11	-20%
	天佑德酒	2	-19%	7	-12%	2	4%	7	-11%
	顺鑫农业	16	-37%	51	-13%	13	-18%	46	-19%
合计		200	-18%	519	-11%	162	-27%	524	-18%
白酒板块合计		956	1%	2537	2%	872	-5%	2397	-1%

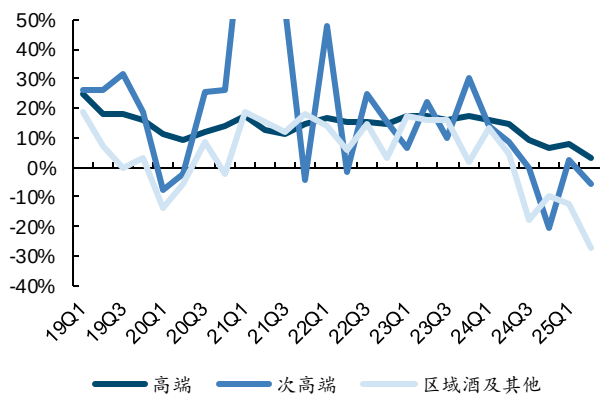
来源: Ifind, 国金证券研究所

图表2: 2019 年至今分季度白酒板块营业收入同比增速



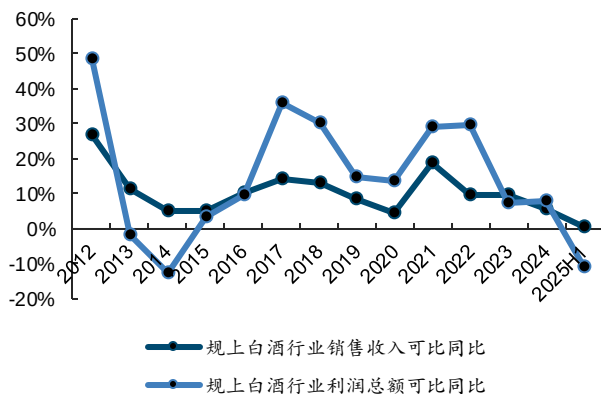
来源: Ifind, 国金证券研究所

图表3: 2019 年至今分季度各子板块营业收入同比增速



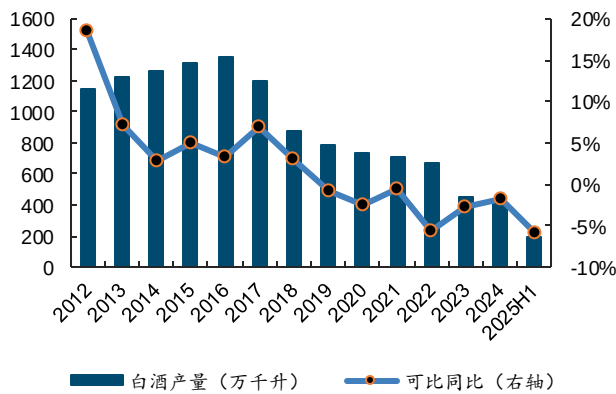
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 21Q1~21Q3 次高端同比增速分别为 88%、95%、54%, 低基数下高增未在图表中显示)

图表4: 2012~2025H1 规上白酒企业销售收入及利润总额同比增速



来源: 中国酒业协会, 国金证券研究所 (注: 考虑到每年规上白酒企业数量会有变动, 同比增速采用中国酒业协会实际披露口径)

图表5: 2012~2025H1 规上白酒企业产量 (折 65 度, 商品量) 及同比增速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所 (注: 同比增速采用国家统计局实际披露口径)



从预收款层面来看：25Q2 末白酒板块预收款余额合计 375 亿元，同比-2.4%；25Q2 营业收入+△预收款口径同比-10.1%、下滑幅度高于营收端。其中：

1) 在 18 家样本酒企中，有 6 家酒企 25Q2 末预收款余额同比实现正增长，其中山西汾酒、泸州老窖、金徽酒在此基础上同时满足 25Q2 营业收入+△预收款口径亦正增长（分别为+0.7%/+0.6%/+25.7%），淡季行业景气度受冲击背景下仍能实现相对不错的回款，也能体现上述酒企相对占优的厂商关系禀赋、值得重点关注。

2) 若剔除贵州茅台+五粮液，25Q2 末白酒板块预收款余额同比+8.2%，25Q2 营业收入+△预收款口径同比-14.0%。非头部酒企中，25Q2 末预收款余额同比正增的包括山西汾酒、泸州老窖、洋河股份、金徽酒等。

一般而言，酒企表观合同负债科目细项涵盖预收货款、市场支持费、应付经销商尚未结算的折扣等。考虑到仅狭义口径的预收货款未来方可通过货物交付确认至营业收入，我们通过分析其他流动负债中待结转销项税额余额与合同负债的比例变动来观察合同负债的质量。

25Q2 末金种子酒、洋河股份、五粮液等酒企该比值较 24Q2 末有所降低，若在前述剔除茅五基础上再剔除合同负债金额较高&质量有所波动的洋河股份，其余酒企 25Q2 末预收款余额同比-1.7%。实际上多数酒企 25Q2 末预收款余额并未录得同比大幅下滑，我们认为主要系酒企在面临景气冲击时普遍执行了控量稳价的策略、延缓发货节奏，因此在渠道回款情绪回落的背景下预收款尚未录得明显下滑。

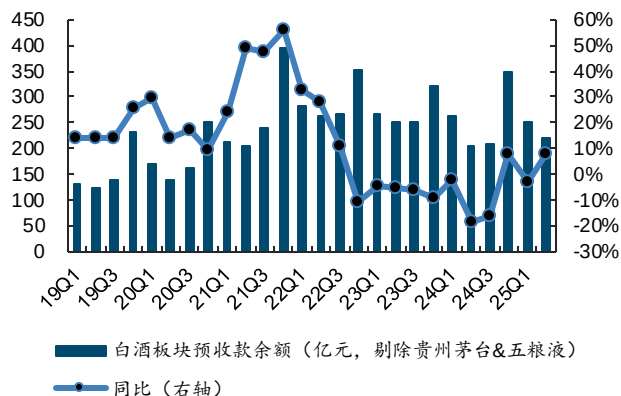
图表6：2025Q2 末白酒板块重点标的预收款规模（亿元）及同比增速

板块	公司名称	25Q1 末预收款 规模	25Q2 末预收 款规模	YOY	25Q2 末环比 △	25Q2 营收+环 比△预收款	YOY	是否快于营收 增速
高端	贵州茅台	88	55	-45%	-33	355	-3%	否
	五粮液	102	101	23%	-1	157	-17%	否
	泸州老窖	31	35	51%	5	76	0.6%	是
	合计	220	191	-7%	-29	588	-7%	否
次高端	山西汾酒	58	60	4%	2	76	0.7%	是
	舍得酒业	2	2	-9%	0	11	-2%	是
	水井坊	9	10	-8%	0	6	-17%	是
	酒鬼酒	2	1	-47%	0	2	-67%	否
	合计	71	73	0%	1	94	-4%	是
区域酒及其他	洋河股份	70	59	49%	-11	26	-46%	否
	今世缘	5	6	-4%	1	19	-16%	是
	古井贡酒	37	14	-36%	-22	25	-20%	否
	迎驾贡酒	5	4	-5%	0	11	-22%	是
	口子窖	3	3	-6%	0	7	-44%	是
	金种子酒	2	1	90%	0	2	-20%	是
	老白干酒	19	13	-32%	-6	7	-15%	否
	金徽酒	6	6	24%	0	7	25.7%	是
	伊力特	1	0	-35%	0	3	-46%	否
	天佑德酒	1	1	-16%	0	2	-2%	否
	顺鑫农业	4	4	-33%	0	13	-3%	是
	合计	151	111	4%	-40	122	-26%	是
	白酒板块合计	443	375	-2%	-67	804	-10%	否

来源：Ifind，国金证券研究所（注：预收款=合同负债+预收账款）

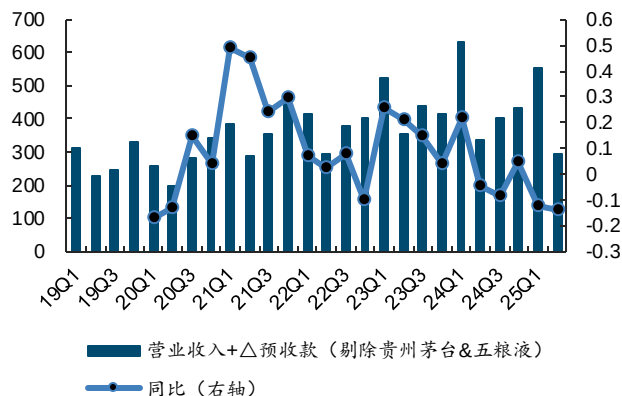


图表7：2019年至今各季度末白酒板块预收款余额及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液）



来源：Ifind，国金证券研究所

图表8：2019年至今分季度白酒板块营业收入+环比预收款（亿元）及同比增速（剔除贵州茅台&五粮液）



来源：Ifind，国金证券研究所

从回款收现的角度看，25Q2 白酒板块合计实现销售收现 1052 亿元，同比-3.2%，其中五粮液、古井贡酒、水井坊、金徽酒等 5 家酒企实现正增长。

相对应地，25Q2 末白酒板块应收款项余额 142 亿元，同比-54.8%；25Q2 末应收款项余额环比-186 亿元，较 24Q2 末环比-135 亿元幅度有所提升，因此我们认为 25Q2 销售收现下滑幅度并不突出也有前期以承兑汇票回款在当期形成现金流入的因素。

整体而言，在当前内外部环境扰动的背景下，渠道回款情绪更为谨慎，即使部分酒企放宽票据回款政策门槛、边际对渠道回款的激励效果也较为一般。回款情绪谨慎一方面源于渠道库存压力，另一方面源于主流白酒单品批价表现仍然较弱。

近几年本身行业呈现“旺季不旺、淡季更淡”的特征，淡季实际渠道出货量有限，今年叠加外部风险冲击，即使渠道向上游酒厂回款较少、到货不多，实际库存也未有明显去化。我们预计后续中秋&国庆旺季将是渠道集中去库的窗口期，即集中出货的同时仍减少回款，集中出货预计仍会使得主流白酒单品批价表现承压，而减少回款预计传导至酒企表观营收延续出清。

图表9：2025Q2 白酒板块重点标的的销售收现规模（亿元）及同比增速

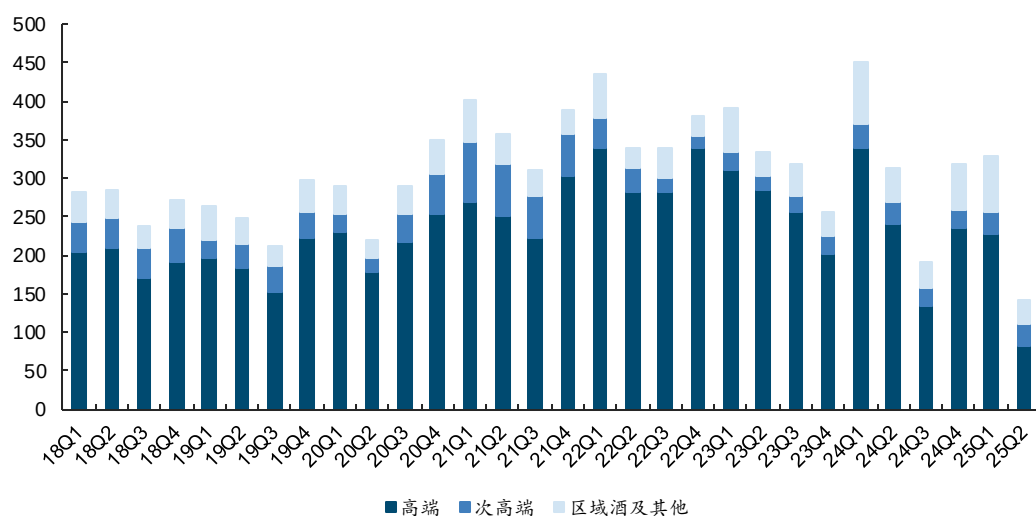
板块	公司名称	24Q4+25Q1 销售收现	YOY	25Q2 销售收现	YOY	是否超过营收增速	25H1 销售收现	YOY	是否超过营收增速
高端	贵州茅台	1091	11%	389	-5%	否	951	9%	是
	五粮液	622	3%	312	12%	是	695	40%	是
	泸州老窖	216	48%	81	-15%	否	180	-11%	否
	合计	1930	11%	783	0%	否	1825	16%	是
次高端	山西汾酒	202	1%	69	-6%	否	207	-4%	否
	舍得酒业	28	-26%	12	-24%	否	28	-19%	否
	水井坊	21	-18%	10	30%	是	17	2%	是
	酒鬼酒	6	-32%	2	-57%	否	5	-46%	否
	合计	257	-6%	93	-9%	否	257	-7%	否
区域酒及其他	洋河股份	164	-26%	26	-48%	否	124	-31%	是
	今世缘	77	11%	20	-19%	是	67	8%	是
	古井贡酒	117	-1%	70	19%	是	152	7%	是
	迎驾贡酒	43	-10%	13	-18%	是	35	-10%	是
	口子窖	34	10%	11	-24%	是	23	-19%	是
	金种子酒	3	-35%	1	-33%	否	4	-40%	否



板块	公司名称	24Q4+25Q1 销售收现	YOY	25Q2 销售收现	YOY	是否超过营收增速	25H1 销售收现	YOY	是否超过营收增速
	老白干酒	28	-10%	8	-27%	否	25	-19%	否
	金徽酒	21	7%	7	17%	是	19	3%	是
	伊力特	13	-13%	2	-24%	是	8	-24%	否
	天佑德酒	8	-10%	2	-3%	否	7	-11%	是
	顺鑫农业	54	-17%	15	6%	是	35	-18%	是
	合计	562	-11%	176	-13%	是	499	-12%	是
白酒板块合计		2749	4%	1052	-3%	是	2581	7%	是

来源：Ifind，国金证券研究所

图表10：2018 年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额（亿元）



来源：Ifind，国金证券研究所（注：应收款项=应收票据及应收账款+应收款项融资）

从经销商情况来看，截至 25Q2 末 18 家样本酒企中有 7 家经销商数量较 24 年末时有所增加、10 家有所减少，经销商数量增加较多的为老白干酒（25H1 净增加 199 家）、贵州茅台（净增加 148 家）、今世缘（净增加 71 家）。

目前头部全国化酒企已经基本完成核心品的渠道铺设，新增经销商主要集中于副线产品/新产品。对于区域酒而言，目前以聚焦完善省内薄弱市场布局、成熟市场深挖需求做扁平化为主。

期内酒企普遍推出系列新品，主要思路包括：1）推出文创产品分化主品量价压力，如贵州茅台推出走进系列、五星商标上市 70 周年纪念、黄小西吃晚饭系列等；2）创新低度产品试水年轻化，如五粮液推出 29 度一见倾心、古井贡酒推出年份原浆轻度古 20、舍得酒业推出 29 度舍得自在等；3）布局高端光瓶细分景气赛道，如古井贡酒推出老瓷贡、洋河股份推出洋河大曲高线光瓶酒等。同时，酒企也在积极推进模式创新，例如珍酒李渡推出大珍新品、推进构建万商联盟，目前已签约超 2000 家。

图表11：2022~2025H1 白酒板块重点标的经销商情况梳理

板块	公司名称	经销商数量（家）				经销商数量同比		
		2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025H1 末	23vs22	24vs23	25H1vs24
高端	贵州茅台	2189	2186	2247	2395	0%	3%	7%
	五粮液	3144	3384	3711	3587	8%	10%	-3%
	泸州老窖	1829	1814	1786	1791	-1%	-2%	0%
次高端	山西汾酒	3637	3940	4553	3994	8%	16%	-12%



板块	公司名称	经销商数量（家）				经销商数量同比		
		2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025H1 末	23vs22	24vs23	25H1vs24
区域酒及其他	舍得酒业	2158	2655	2663	2585	23%	0%	-3%
	水井坊	50	55	61	53	10%	11%	-13%
	酒鬼酒	1586	1774	1336	805	12%	-25%	-40%
	洋河股份	8238	8789	8866	8609	7%	1%	-3%
	今世缘	1014	1061	1228	1299	5%	16%	6%
	古井贡酒	4399	4641	5089	5062	6%	10%	-1%
	迎驾贡酒	1334	1385	1377	1383	4%	-1%	0%
	口子窖	859	951	1019	1082	11%	7%	6%
	金种子酒	297	472	642	642	59%	36%	0%
	老白干酒	11023	11429	11477	11676	4%	0%	2%
	金徽酒	736	864	1001	960	17%	16%	-4%
	伊力特	64	69	57	55	8%	-17%	-4%
	天佑德酒	597	599	588	599	0%	-2%	2%
	顺鑫农业	442	467	460	437	6%	-1%	-5%

来源：Ifind，各公司公告，国金证券研究所

2. 利润端：利润端普遍承压，酒企持续推进费投精细化&降本增效

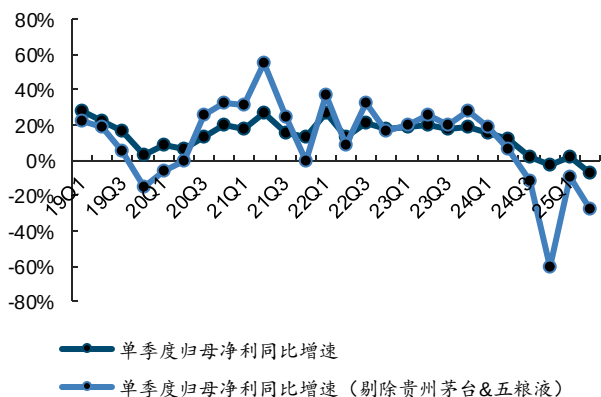
行业层面，25H1 白酒板块合计实现归母净利 946 亿元，同比-1.2%、略差于营收端表现；25Q2 合计实现归母净利 312 亿元，同比-7.5%、亦差于营收端表现。

其中，贵州茅台+五粮液 25Q2 占白酒板块归母净利比重达到 74.3%，同比+7.2pct；剔除贵州茅台+五粮液后白酒板块归母净利同比-27.7%、幅度高于营收端且连续第四个季度下滑（24Q3/24Q4/25Q1 分别同比-12.3%/-60.6%/-9.2%）。期内仅贵州茅台、舍得酒业、老白干酒录得正增长，水井坊、酒鬼酒等 5 家酒企录得亏损。

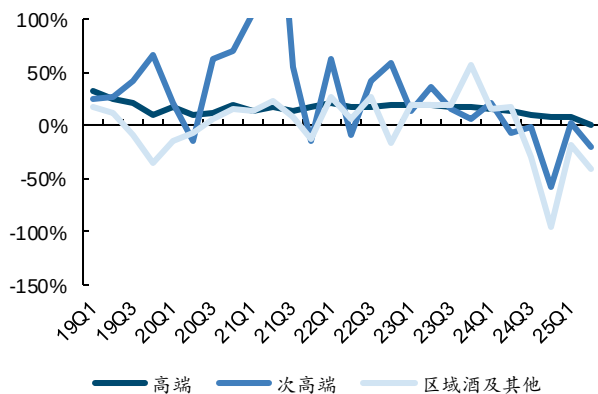
分子板块而言，25H1 高端/次高端/区域酒及其他分别实现归母净利 726/91/130 亿元，同比分别+5.5%/-3.2%/-26.1%；25Q2 分别实现归母净利 263/18/31 亿元，同比分别+0.6%/-19.4%/-41.9%。

整体而言，利润端较收入端受行业景气冲击更明显，主要系缺乏收入支撑时部分费用开支仍相对刚性，即使部分酒企有缩减广宣开支、做精细化费投改革、内部推进降本增效等缩减费用绝对额的动作，但费用率维度仍然相对承压、影响利润端表现。

图表12：2019 年至今分季度白酒板块归母净利同比增速



图表13：2019 年至今分季度白酒板块各子板块归母净利同比增速



来源：Ifind，国金证券研究所

来源：Ifind，国金证券研究所（注：21Q1~21Q2 次高端同比增速分别为 106%、285%，低基数下高增未在图表中显示）


图表14：2025H1 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速

板块	公司名称	24Q3	YOY	24Q4+25Q1	YOY	25Q2	YOY	25H1	YOY
高端	贵州茅台	191	13%	522	14%	186	5%	454	9%
	五粮液	59	1%	218	2%	46	-8%	195	2%
	泸州老窖	36	3%	65	-11%	31	-11%	77	-5%
	合计	286	9%	805	8%	263	1%	726	5%
次高端	山西汾酒	29	10%	75	4%	19	-14%	85	1%
	舍得酒业	1	-79%	0	-98%	1	139%	4	-25%
	水井坊	9	8%	4	-6%	-1	亏损	1	-57%
	酒鬼酒	-1	亏损	0	亏损	0	亏损	0	-93%
	合计	38	-2%	80	-10%	18	-19%	91	-3%
区域酒及其他	洋河股份	6	-73%	17	-70%	7	-63%	43	-45%
	今世缘	6	7%	20	-3%	6	-37%	22	-9%
	古井贡酒	12	14%	31	9%	13	-12%	37	2%
	迎驾贡酒	6	6%	14	-9%	3	-35%	11	-18%
	口子窖	4	-28%	10	-1%	1	-71%	7	-25%
	金种子酒	-1	亏损	-2	亏损	0	亏损	-1	亏损
	老白干酒	3	25%	4	0%	2	0%	3	5%
	金徽酒	0	109%	3	4%	1	-13%	3	1%
	伊力特	0	-18%	2	-30%	0	-53%	2	-18%
	天佑德酒	0	亏损	1	-43%	0	亏损	1	-35%
	顺鑫农业	0	亏损	1	-71%	-1	亏损	2	-59%
	合计	36	-30%	100	-32%	31	-42%	130	-26%
白酒板块合计		360	2%	985	0%	312	-8%	946	-1%

来源：Ifind，国金证券研究所

25H1 白酒板块整体归母净利率为 39.2%，同比-0.2pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他归母净利率分别为 45.3%/31.6%/24.8%，同比分别-0.3pct/-1.0pct/-2.9pct。25Q2 白酒板块整体归母净利率为 35.5%，同比-1.0pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他归母净利率分别为 42.0%/19.8%/19.3%，同比分别-1.2pct/-3.4pct/-4.8pct。

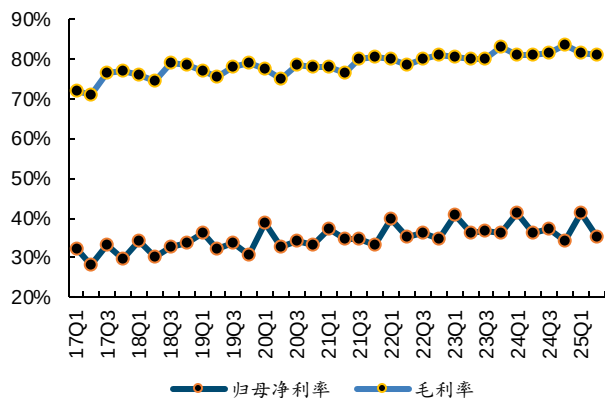
从归母净利率的影响因素来看：

1) 毛销差维度。25H1 白酒板块整体毛销差为 71.8%，同比+0.2pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他毛销差分别为 79.6%/62.8%/53.1%，同比分别-0.5pct/-0.7pct/-2.4pct，因此板块层面毛销差逆势提升仍是由于内部结构中高毛销差的高端酒占比提升。

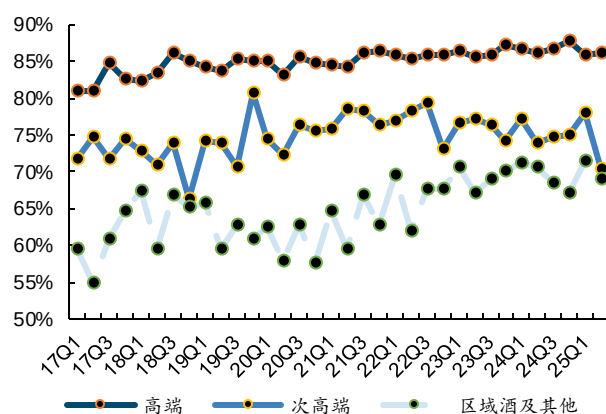
25Q2 白酒板块整体毛销差为 69.4%，同比+0.3pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他毛销差分别为 77.2%/54.5%/48.4%，同比分别-0.5pct/-3.2pct/-2.7pct。



图表15：2017年至今白酒板块归母净利润率及毛利率



图表16：2017年至今白酒板块分子板块毛销差



来源：Ifind，国金证券研究所

来源：Ifind，国金证券研究所

图表17：2025H1 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率

板块	公司名称	毛利率				销售费用率			
		25Q2	YOY (pct)	25H1	YOY (pct)	25Q2	YOY (pct)	25H1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	90.4%	-0.3	91.3%	-0.5	4.6%	+0.5	3.6%	+0.5
	五粮液	74.7%	-0.3	76.8%	-0.5	18.9%	+1.5	10.2%	-0.4
	泸州老窖	87.9%	-1.0	87.1%	-1.5	10.6%	-1.2	9.2%	-0.4
	均值	86.1%	-0.2	86.0%	-0.5	8.9%	+0.3	6.4%	持平
次高端	山西汾酒	71.9%	-3.2	76.7%	持平	11.5%	持平	9.9%	+1.1
	舍得酒业	60.6%	-0.3	65.7%	-3.7	23.7%	-3.3	21.2%	+1.1
	水井坊	74.4%	-7.1	79.3%	-1.7	52.1%	+19.9	36.3%	+2.6
	酒鬼酒	65.2%	-10.4	68.6%	-4.8				
	均值	70.5%	-3.4	75.6%	-0.4	16.0%	-0.2	12.8%	+0.3
区域酒及其他	洋河股份	73.3%	-0.4	75.0%	-0.3	20.9%	+2.3	14.5%	+3.1
	今世缘	72.8%	-0.2	73.4%	-0.4	19.0%	+6.8	14.8%	+1.4
	古井贡酒	80.2%	-0.3	79.9%	-0.5	22.8%	-1.9	25.3%	-0.9
	迎驾贡酒	68.3%	-2.8	73.6%	持平	13.4%	+3.4	9.7%	+1.7
	口子窖	65.2%	-9.9	73.1%	-2.8	18.2%	-0.6	14.1%	-0.9
	金种子酒	44.8%	+3.1	42.9%	-0.6	34.6%	+12	31.3%	+12.1
	老白干酒	67.4%	-1.1	68.0%	+2.1	27.6%	-2.6	27.5%	+0.7
	金徽酒	63.7%	-1.0	65.6%	+0.5	22.6%	+1.6	19.0%	-0.2
	伊力特	50.8%	+2.6	49.3%	-1.2	13.1%	-4.8	7.2%	-3.6
	天佑德酒	55.3%	+4.0	58.7%	-0.8	33.9%	-1.7	23.5%	+2.6
	顺鑫农业	28.4%	-5.7	34.4%	-1.9	10.9%	-3.7	9.6%	+1.5
	均值	69.0%	-1.5	70.7%	-0.3	20.6%	+1.1	17.6%	+2.0
白酒板块合计		81.3%	+0.1	81.4%	+0.2	11.8%	-0.2	9.6%	+0.1

来源：Ifind，国金证券研究所


图表18：2025H1 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差

板块	公司名称	归母净利率				毛销差			
		25Q2	YOY (pct)	25H1	YOY (pct)	25Q2	YOY (pct)	25H1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	46.8%	-0.9	49.8%	-0.1	85.9%	-0.7	87.7%	-0.9
	五粮液	29.3%	-2.4	36.9%	-0.7	55.8%	-1.9	66.6%	-0.2
	泸州老窖	43.2%	-1.5	46.6%	-0.9	77.3%	+0.3	77.9%	-1.1
	均值	42.0%	-1.2	45.3%	-0.3	77.2%	-0.5	79.6%	-0.5
次高端	山西汾酒	25.0%	-4.0	35.5%	-1.5	60.4%	-3.2	66.7%	-1.2
	舍得酒业	8.6%	+5.2	16.4%	-1.7	36.9%	+2.9	44.5%	-4.8
	水井坊	-15.8%	-22.9	7.0%	-7.1	22.3%	-27	42.9%	-4.3
	酒鬼酒	-10.5%	-20	1.6%	-10.6	24.9%	-15.2	36.0%	-2.7
	均值	19.8%	-3.4	31.6%	-1.0	54.5%	-3.2	62.8%	-0.7
区域酒及其他	洋河股份	18.9%	-9.6	29.4%	-5.4	52.4%	-2.7	60.5%	-3.4
	今世缘	31.6%	-3.7	32.1%	-1.6	53.8%	-7.0	58.6%	-1.7
	古井贡酒	28.1%	+0.8	26.4%	+0.5	57.5%	+1.6	54.6%	+0.3
	迎驾贡酒	27.1%	-4.8	35.8%	-0.7	54.9%	-6.2	63.9%	-1.7
	口子窖	14.5%	-11.2	28.3%	-1.7	47.0%	-9.3	59.0%	-1.8
	金种子酒	-17.7%	-15.1	-14.9%	-16.6	10.2%	-8.9	11.6%	-12.7
	老白干酒	12.8%	+0.3	12.9%	+0.6	39.8%	+1.5	40.4%	+1.4
	金徽酒	9.9%	-1.0	17.0%	+0.1	41.0%	-2.6	46.7%	+0.7
	伊力特	6.7%	-1.1	15.2%	+0.3	37.7%	+7.4	42.1%	+2.4
	天佑德酒	-6.6%	+5.7	7.6%	-2.9	21.5%	+5.6	35.2%	-3.4
	顺鑫农业	-8.2%	-6.5	3.8%	-3.7	17.5%	-2.0	24.8%	-3.4
	均值	19.3%	-4.8	24.8%	-2.9	48.4%	-2.7	53.1%	-2.4
	白酒板块合计	35.5%	-1.0	39.2%	-0.2	69.4%	+0.3	71.8%	+0.2

来源：Ifind，国金证券研究所

2) 管理费用率维度。25H1 白酒板块整体管理费用率为 4.1%，同比-0.1pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他管理费用率分别为 3.7%/4.2%/5.5%，同比分别-0.4pct/-0.2pct/+0.8pct。

25Q2 白酒板块整体管理费用率为 5.4%，同比+0.2pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他管理费用率分别为 4.3%/7.1%/8.3%，同比分别-0.2pct/+0.5pct/+2.1pct。从管理费用绝对额的角度来看，25Q2 高端酒/次高端酒/区域酒及其他分别同比-1.7%/+1.4%/-3.5%，多数酒企期内推进降本增效，部分酒企因为前序产能建设落地、折旧摊销额提升致使管理费用绝对额小幅提升。

3) 营业税金及附加维度。25H1 白酒板块整体营业税金及附加占比为 15.3%，同比+0.3pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他营业税金及附加占比分别为 15.1%/16.3%/15.2%，同比分别-0.1pct/+0.8pct/+0.8pct。营业税金及附加的主要细项为消费税，生产与销售节奏的错位会阶段性影响税负占比，产品结构对营业税金及附加占比变动的影响相对较低。

25Q2 白酒板块整体营业税金及附加占比为 17.0%，同比+1.3pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他营业税金及附加占比分别为 16.7%/21.4%/15.3%，同比分别+0.8pct/+2.5pct/+1.9pct。


图表19：2025H1 白酒板块重点标的的管理费用率、营业税金及附加占比

板块	公司名称	管理费用率				营业税金及附加占比			
		25Q2	YOY (pct)	25H1	YOY (pct)	25Q2	YOY (pct)	25H1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	4.6%	-0.3	4.1%	-0.5	17.5%	+0.1	15.6%	-0.9
	五粮液	4.2%	0	3.2%	-0.2	15.5%	+0.8	14.9%	+0.7
	泸州老窖	3.3%	-0.3	2.6%	-0.4	15.4%	+3.7	13.3%	+1.2
	均值	4.3%	-0.2	3.7%	-0.4	16.7%	+0.8	15.1%	-0.1
次高端	山西汾酒	4.3%	+0.1	2.6%	-0.2	22.3%	+2.6	16.3%	+0.9
	舍得酒业	10.9%	-1.2	9.2%	-0.2	15.4%	-0.6	13.2%	-1.7
	水井坊	33.1%	+13.2	17.7%	+3.4	23.8%	+8.3	19.5%	+5
	酒鬼酒	17.1%	+9.3	13.1%	+5.2	18.9%	-1	19.7%	+0.2
	均值	7.1%	+0.5	4.2%	-0.2	21.4%	+2.5	16.3%	+0.8
区域酒及其他	洋河股份	11.4%	+4.2	5.8%	+1.7	18.3%	+6	16.3%	+1.4
	今世缘	5.6%	+1.7	3.0%	+0.2	10.1%	+0.1	14.7%	+1.2
	古井贡酒	5.7%	+0.8	4.8%	0	15.1%	-0.2	15.7%	+0.5
	迎驾贡酒	5.5%	+2.1	4.0%	+1.2	15.8%	+0.2	14.9%	+0.2
	口子窖	11.8%	+4.6	7.4%	+1.2	18.0%	+2.5	15.7%	+1
	金种子酒	8.7%	+1	6.7%	-0.6	16.5%	+0.8	17.8%	+1.9
	老白干酒	6.7%	-0.2	7.5%	-0.1	17.2%	+1.4	16.9%	+0.6
	金徽酒	13.0%	+0.5	9.2%	-0.5	14.5%	-0.6	15.0%	+0.5
	伊力特	4.3%	+0.8	3.2%	+0.2	19.3%	+4.2	14.0%	-1
	天佑德酒	14.9%	-5.4	9.8%	-1.5	14.8%	+1.7	15.1%	+0.7
	顺鑫农业	12.9%	+4.5	7.8%	+1.5	10.5%	+0.6	10.0%	+0.2
	均值	8.4%	+2.1	5.5%	+0.8	15.3%	+1.9	15.2%	+0.8
	白酒板块平均值	5.4%	+0.2	4.1%	-0.1	17.0%	+1.3	15.3%	+0.3

来源：Ifind，国金证券研究所

3. 机构持仓：指数基金持股环增，主动权益基金&北上持股大幅环减

从基金重仓持股来看，截至 25Q2 末基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 2.90%，环比-0.81pct，与 17Q2 水平相近。从持仓的内部结构来看：

1) 25Q2 末指数类基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 3.89%，环比-0.68pct。其中，除山西汾酒外，指数类基金对贵州茅台、五粮液、泸州老窖等酒企均有不同幅度加仓、幅度普遍≤10%；但 25Q2 末指数类基金重仓持股总市值环比-8%，主要系期内重点酒企股价均有所回调。

图表20：2025Q2 末白酒板块重点标的基金重仓持股情况及环比变化

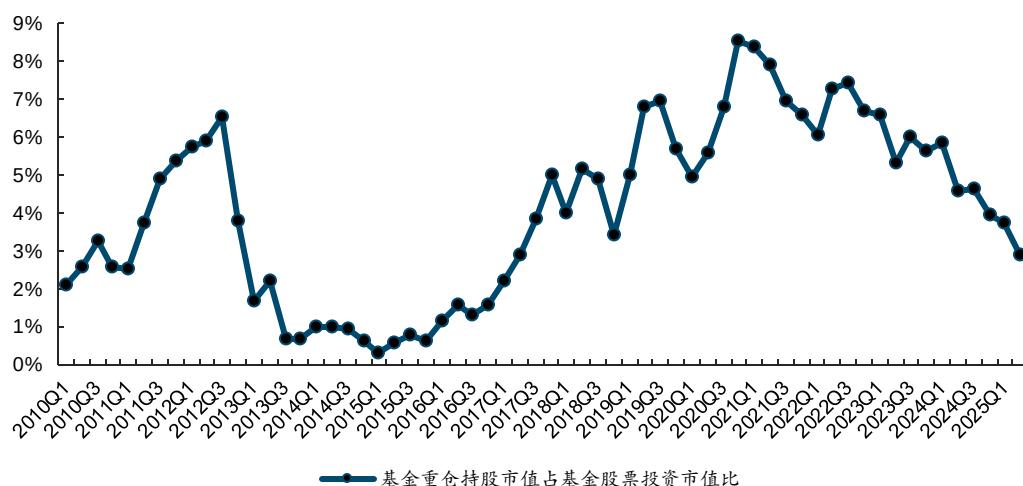
名称	持股总量 (万股)	季报持仓变 动幅度	持股占流通 股比 (%)	其中：指数 类基金 (%)	其中：非指 数类基金 (%)	持股总市值 (亿元)	持股市值占基 金股票投资市 值比 (%)	其中：指数 类基金 (%)	其中：非指 数类基金 (%)
贵州茅台	8885	-2%	7.1	5.3	1.7	1252	1.74	2.61	0.86
五粮液	23207	-17%	6.0	3.1	2.8	276	0.38	0.40	0.37
山西汾酒	11743	-10%	9.6	4.5	5.2	207	0.29	0.26	0.31
泸州老窖	15392	-17%	10.5	5.7	4.8	175	0.24	0.26	0.22
古井贡酒	4779	-17%	11.7	4.8	6.9	64	0.09	0.07	0.10
洋河股份	6983	-26%	4.6	4.4	0.2	45	0.06	0.12	0.01



名称	持股总量 (万股)	季报持仓变 动幅度	持股占流通 股比 (%)	其中：指数 类基金 (%)	其中：非指 数类基金 (%)	持股总市值 (亿元)	持股市值占基 金股票投资市 值比 (%)	其中：指数 类基金 (%)	其中：非指 数类基金 (%)
今世缘	10433	-15%	8.4	7.0	1.4	41	0.06	0.09	0.02
口子窖	4010	27%	6.7	5.1	1.7	14	0.02	0.03	0.01
舍得酒业	1659	0%	5.0	4.9	0.0	9	0.01	0.02	0.00
迎驾贡酒	2072	-6%	2.6	2.5	0.0	8	0.01	0.02	0.00

来源：Ifind，国金证券研究所（注：仅列示 25Q2 末持股总市值>5 亿元的酒企）

图表21：2010 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况

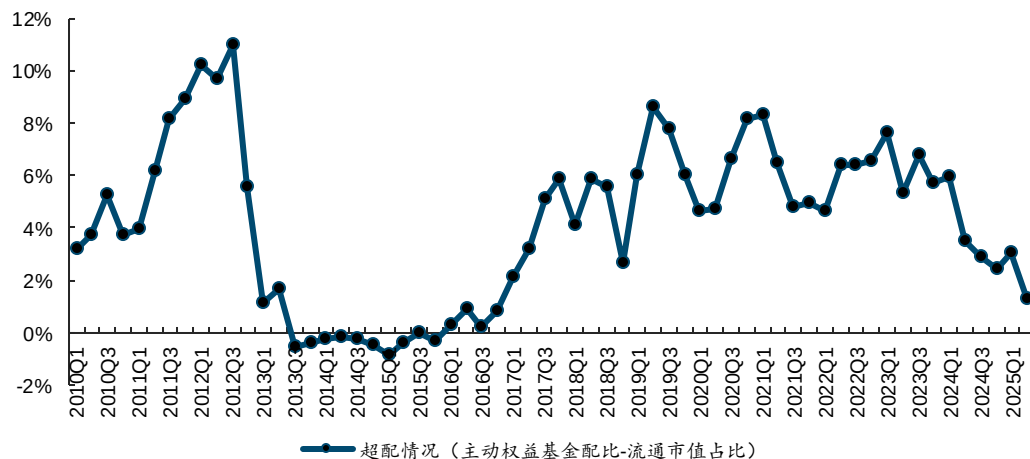


来源：Ifind，国金证券研究所

2) 25Q2 末主动权益基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 2.21%，环比-1.12pct。其中，25Q2 末持仓总市值>5 亿元的酒企环比持股均遭不同幅度减仓，按照减仓幅度排序分别为贵州茅台（环比-15%）、山西汾酒（-16%）、五粮液（-30%）、古井贡酒（-30%）、泸州老窖（-35%）、今世缘（-63%）。截至 25Q2 末，主动权益基金持股占流通股比>3%的有古井贡酒（6.74%）、山西汾酒（5.15%）、泸州老窖（4.71%）。

从配置权重来看，25Q2 主动权益基金超配比例（白酒板块主动权益基金配比-白酒板块流通市值占 A 股比重）环比明显回落：25Q2 末白酒板块主动权益基金超配比例为 1.32%，环比-1.76pct，超配比例介于 16Q4~17Q1 之间。

图表22：2010 年至今分季度白酒行业主动权益基金超配情况梳理

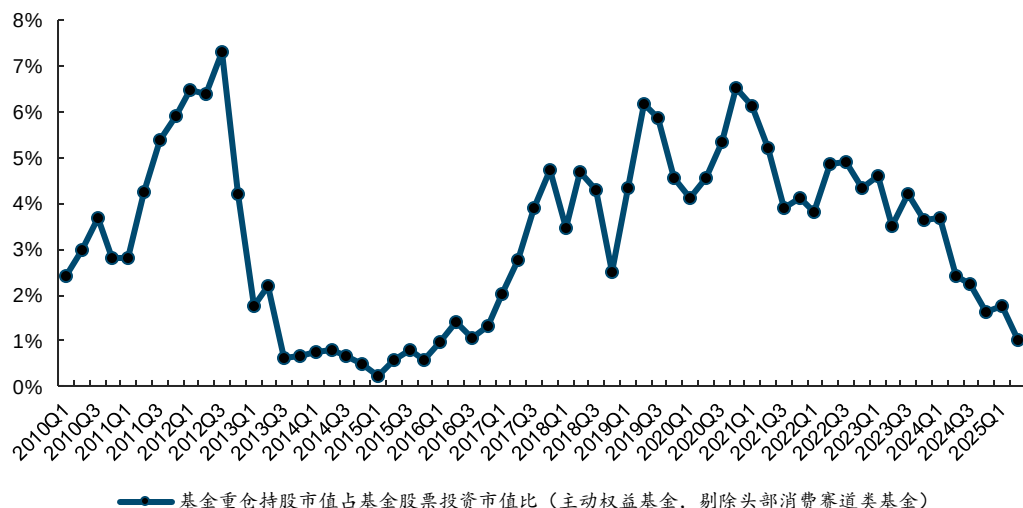


来源：Wind，国金证券研究所



进一步地，我们剔除了主动权益基金中截至 25Q2 末基金规模在 30 亿以上的消费类赛道基金。剔除头部消费类赛道基金后，25Q2 末主动权益基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 1.01%，环比-0.75pct（作为参考，15Q1 末时该指标降至低点约 0.21%，2010 年至今均值约 3.31%，目前水平接近于 16Q1~16Q2 之间），持股集中于贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖。

图表23：2010 年至今分季度白酒行业非头部消费类赛道主动权益基金重仓持股市值占比



来源：Wind，国金证券研究所（注：头部消费赛道基金指 25Q2 末规模在 30 亿以上、消费类主动权益基金，共计 16 只）

从沪深港通持股占比来看，25Q2 环比明显减仓。其中，持股市值在 50 亿以上的主要为贵州茅台（环比-0.6pct 至 5.8%），五粮液（环比-0.9pct 至 3.1%），山西汾酒（环比+0.2pct 至 4.0%）。

图表24：2023 年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比

板块	公司名称	23Q1 末	23Q2 末	23Q3 末	23Q4 末	24Q1 末	24Q2 末	24Q3 末	24Q4 末	25Q1 末	25Q2 末	环比
高端	贵州茅台	7.3%	7.0%	6.9%	6.9%	7.2%	6.7%	6.9%	6.2%	6.4%	5.8%	-0.6%
	五粮液	6.8%	6.3%	5.3%	4.5%	5.3%	4.8%	4.5%	4.0%	3.9%	3.1%	-0.9%
	泸州老窖	4.0%	3.8%	3.5%	3.2%	3.3%	2.9%	3.3%	2.4%	2.5%	2.2%	-0.3%
次高端	山西汾酒	3.2%	3.3%	2.1%	2.0%	2.7%	3.3%	3.0%	2.8%	3.9%	4.0%	0.2%
	舍得酒业	1.2%	2.4%	1.3%	2.4%	1.5%	1.2%	1.5%	0.5%	0.7%	0.4%	-0.3%
	水井坊	6.4%	3.8%	3.5%	3.2%	3.8%	2.9%	2.3%	2.0%	2.2%	2.2%	0.0%
	酒鬼酒	3.4%	3.8%	1.4%	1.7%	1.4%	0.5%	1.1%	0.5%	0.6%	0.5%	-0.1%
区域酒及其他	洋河股份	3.1%	2.7%	2.4%	2.6%	3.1%	2.6%	2.5%	1.6%	1.5%	1.4%	-0.2%
	今世缘	3.1%	3.8%	3.2%	2.8%	4.2%	4.2%	4.1%	3.9%	2.9%	2.8%	-0.1%
	古井贡酒	2.1%	2.4%	1.7%	1.7%	1.9%	2.0%	1.7%	1.6%	1.7%	1.3%	-0.5%
	迎驾贡酒	1.4%	1.1%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.3%	1.0%	1.3%	1.1%	-0.2%
	口子窖	2.9%	4.7%	4.3%	3.5%	3.6%	2.2%	2.6%	1.6%	1.3%	1.5%	0.2%
	金种子酒	0.3%	0.4%	0.7%	1.2%	1.4%	1.4%	2.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%
	老白干酒	2.5%	1.9%	1.0%	1.4%	1.8%	2.2%	1.1%	0.8%	0.7%	0.5%	-0.2%
	伊力特	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	金徽酒	0.7%	0.9%	1.9%	0.7%	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%	0.7%	0.4%	-0.3%
	顺鑫农业	2.2%	1.3%	1.1%	0.6%	1.1%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%	-0.1%

来源：Ifind，国金证券研究所



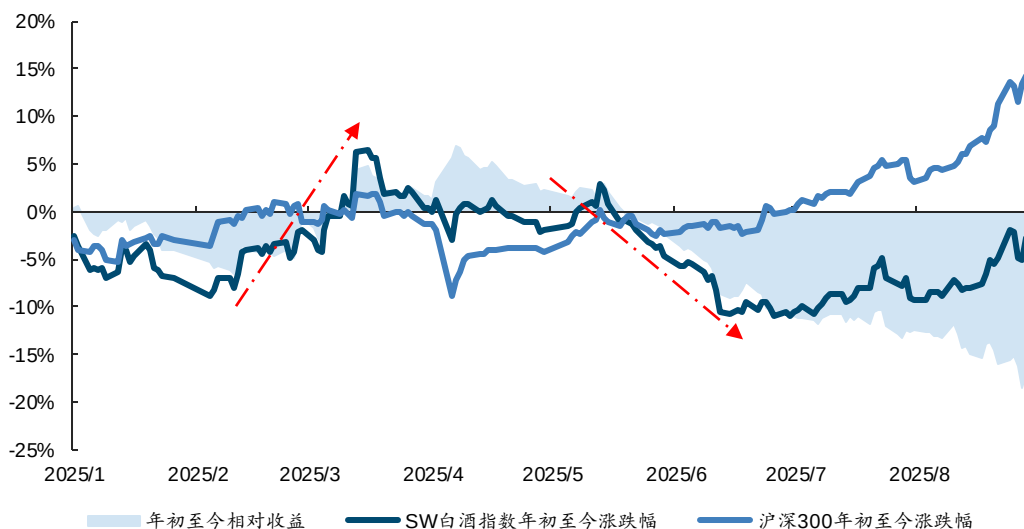
4. 投资建议：中期复苏叙事不改，攻守兼备、推荐底仓配置优质酒企

白酒动销表现取决于两方面：消费场景+消费情绪，后者与消费力强相关。21~23 年白酒动销增速逐步回落，至 24 年春节后动销增速转负。24 年淡季至 25 年春节白酒动销的特征是“日销月铄”、下滑斜率并不陡峭，主要系消费力&消费氛围对白酒动销的影响是慢变量，对应消费降频、降级的特征。

今年淡季动销加速下滑的诱因是“禁酒令”等外部风险冲击，使得白酒消费场景缺失、尤其是泛商务招待等需求。淡季白酒行业遭受景气度下行冲击，叠加线上平台低价放量，飞天茅台、五粮液普五等头部流通大单品批价大幅回落，渠道盈利效应缩水甚至亏损。

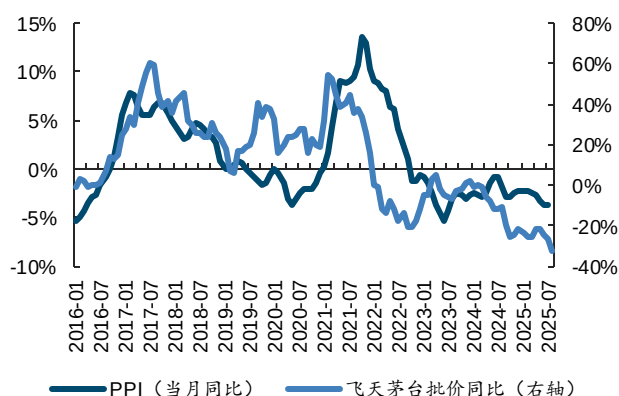
整体而言，内部产业周期下行叠加外部政策风险导致主动权益基金等对白酒标的大幅减仓，25Q2 至今白酒板块明显跑输沪深 300 指数。

图表25：2025Q2 白酒板块明显跑输沪深 300 指数

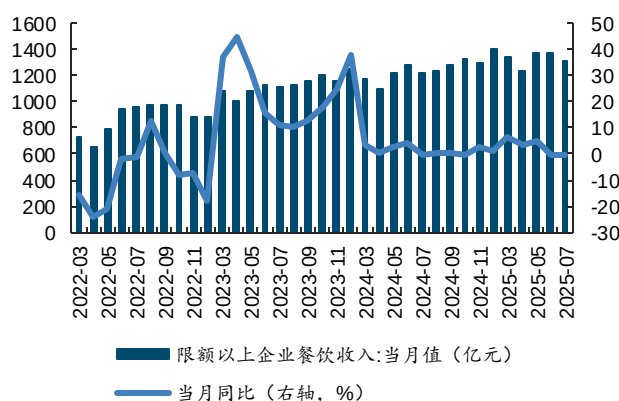


来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 8 月 30 日）

图表26：PPI 与飞天茅台批价（元/瓶）表现正相关



图表27：2025 年 6 月限额以上餐饮收入同比转负



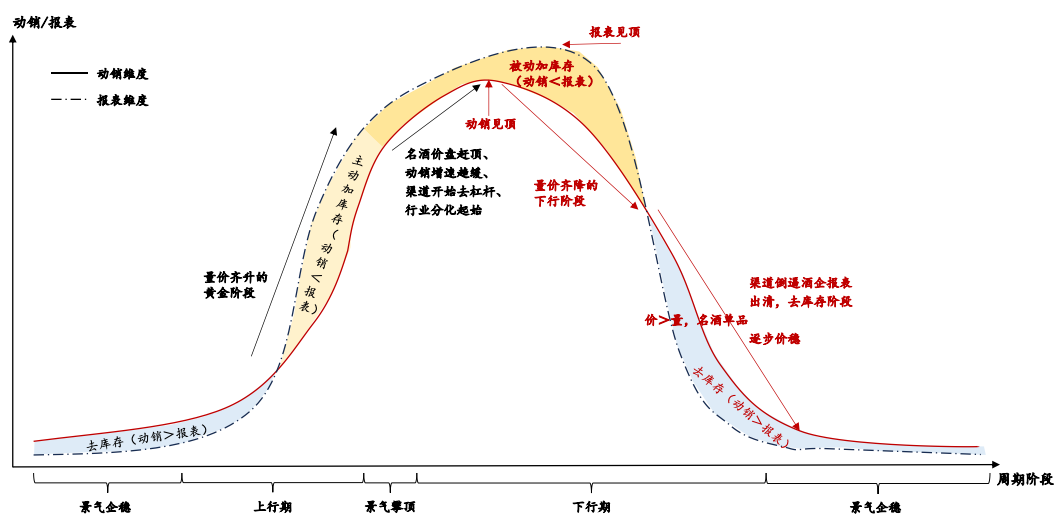
来源：今日酒价，Ifind，国金证券研究所（注：批价数据截至 2025 年 8 月，PPI 数据截至 2025 年 7 月）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 7 月）

25Q2 白酒酒企报表环比加速出清，但考虑到库存周期的扰动、尚未完全匹配实际动销情况，因此我们预计 25H2 酒企报表加速出清的趋势仍将延续、对上市酒企全年 EPS 预期普遍有所下修，市场对此也已有预期，市场本身在下行期更倾向于对上市酒企以动销定价、而非表现定价。考虑到今年春节动销小幅回落、相对稳健，基数效应下我们预计酒企报表压力至深时期或在 26Q1。



图表28：白酒的库存周期导致酒企报表拐点滞后于基本面拐点



来源：国金证券研究所

图表29：2025 年年初至今白酒酒企一致预期持续回落

板块	公司名称	25E 营业收入一致预期 (亿元)			同比增速	当前 VS 25Q1 末	25E 归母净利一致预期 (亿元)			同比增速	当前 VS 25Q1 末
		24Q4 末	25Q1 末	当前			24Q4 末	25Q1 末	当前		
高端	贵州茅台	1933	1916	1895	9%	-1.1%	961	950	938	9%	-1.2%
	五粮液	978	971	919	3%	-5.3%	358	355	324	2%	-8.8%
	泸州老窖	357	350	318	2%	-9.1%	157	153	137	1%	-10.7%
次高端	山西汾酒	424	421	382	6%	-9.2%	143	143	128	5%	-10.1%
	酒鬼酒	20	16	13	-11%	-20.0%	2	2	1	581%	-47.0%
	舍得酒业	61	57	51	-5%	-11.0%	11	7	6	82%	-13.6%
	水井坊	56	55	51	-2%	-6.9%	15	15	13	-6%	-13.7%
区域酒及其他	洋河股份	307	291	218	-24%	-24.9%	87	81	47	-30%	-42.4%
	古井贡酒	272	269	258	9%	-4.1%	66	65	61	11%	-6.6%
	今世缘	137	133	112	-3%	-15.7%	42	41	32	-6%	-20.6%
	口子窖	64	61	52	-14%	-15.5%	19	18	13	-19%	-24.0%
	迎驾贡酒	88	86	67	-9%	-22.3%	32	31	23	-10%	-25.8%
	金徽酒	35	33	32	5%	-4.9%	5	4	4	3%	-6.3%
	伊力特	27	25	21	-6%	-16.3%	4	4	3	-3%	-29.9%
	顺鑫农业	106	97	82	-10%	-16.2%	6	5	2	-1%	-51.5%
	老白干酒	62	61	55	2%	-11.1%	10	10	9	8%	-16.5%

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 8 月 30 日，尚未完全体现一致预期情况）

我们预计当下或是白酒行业景气度最为承压的时期。自 6 月下旬“禁酒令”舆论纠偏以来白酒消费场景环比逐步修复、尤其是大众聚饮等消费。考虑到中期维度“反内卷”政策出台、企业 ROE 有望改善，并传导至企业端招待等支出提升、居民收入预期改善。叠加中期提振消费、扩大内需政策逐步落地，居民端消费情绪亦有望修复。

酒企在面临较高的外部不确定性时，已对 25 年设定了相对“柔性”的经营规划，目标围绕可持续发展、高质量发展展开。淡季以来酒企普遍减缓对渠道的催回款&发货节奏，以维护渠道及价盘稳定为主，我们认为行业已逐步由“被动加库存”时量价齐跌阶段转至逐步价稳的“去库存”阶段，通过短期报表 EPS 承压来达到去化渠道包袱的目的。

此外，M1 同比增速是相对前瞻的飞天茅台批价变动指标。复盘来看，M1 同比增速领先飞天茅台批价变动约 6~18 个月，主要系 M1 反映了短期流动性水平，流动性宽松一方面通过提升经济活跃度、带动企业和居民端消费；另一方面，通过资产升值的财富效应间接推动

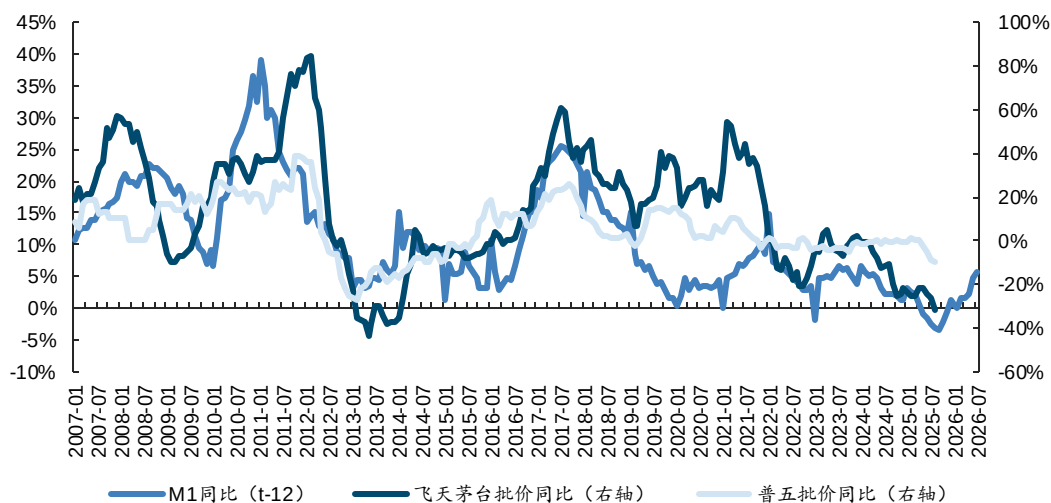


白酒消费。

自 24 年底起，M1 同比增速环比提升，这对 25H2 及之后飞天茅台批价预期构成支撑。但当下市场对飞天茅台批价能否稳住 1800 元关口持谨慎预期，主要考虑基本面仍较疲软，且非标茅台与飞天茅台价差正持续收窄。

目前原箱飞天茅台批价约 1800 元，已体现当下的供需环境与渠道经营预期，我们预计动销环比再明显走弱的概率并不高。旺季前后渠道出于现金流周转诉求的抛货行为或致使价盘短期承压，但我们预计下行空间有限，主要考虑结合目前非标茅台酒价盘与倒挂情况、当下飞天茅台批价也已贴近经销商的实际成本。在渠道秩序稳定的前提下，头部流通单品批价倒挂难以持续。综上，我们预计飞天茅台批价或在中秋&国庆窗口期阶段性回落，后续预计在 1800 元左右趋稳。

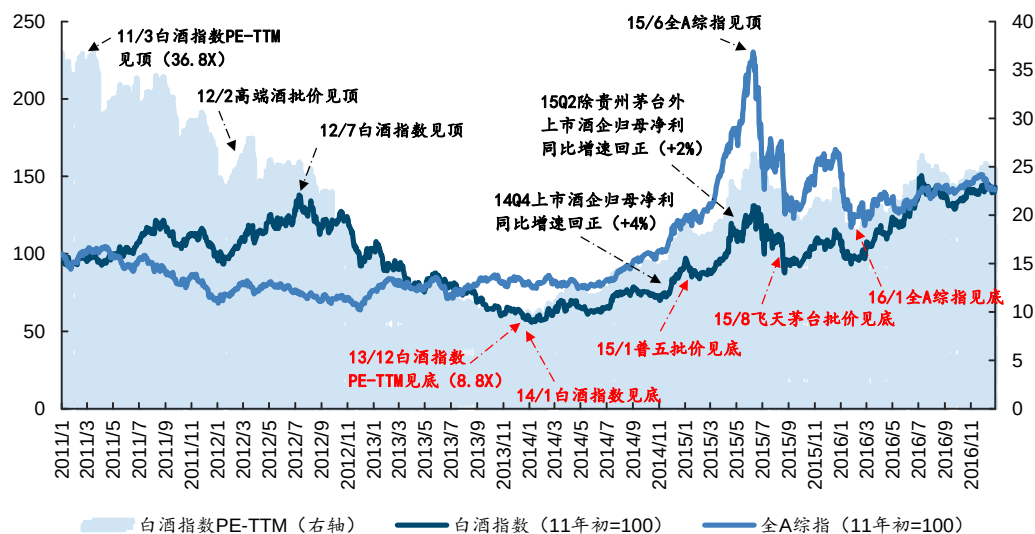
图表30: M1 同比变动领先于飞天茅台、五粮液批价变动



来源: Ifind, 今日酒价, 百荣酒价, 国金证券研究所 (注: 批价数据截至 25 年 7 月, M1 数据截至 25 年 6 月)

虽基本面仍处于左侧，但考虑白酒中期景气复苏的叙事逻辑仍成立，且市场对白酒行业景气度预期较低、机构持仓已大幅出清，我们仍推荐底仓配置白酒板块、配置性价比可观。复盘 12~16 年上一轮行业下行周期时白酒板块行情，预期先行的特征较为明显：当市场达成对景气复苏的一致预期时白酒板块配置性便进入右侧，即使短期行业基本面及酒企报表兑现尚未与复苏预期共振。

图表31: 2011~2016 年白酒指数、全 A 综指走势及关键事件梳理



来源: Ifind, 今日酒价, 国金证券研究所



具体而言，上一轮白酒板块的右侧交易节奏可归纳为：1) 宏观预期改善驱动白酒行业产生叙事逻辑，该阶段以估值修复为主。2) 宏观预期印证与微观基本面体感错配，该阶段以震荡消化估值为主。3) 宏观预期与微观基本面相互印证，此时成为右侧大周期起点。

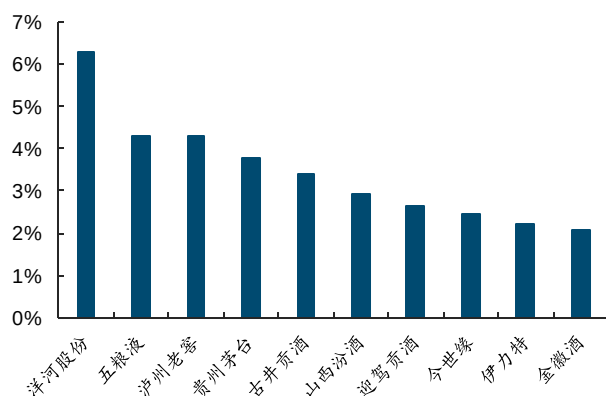
我们认为目前尚处于估值修复的第一阶段，且市场对于中期景气复苏的叙事预期尚待提升，需要进一步政策落地来夯实叙事预期，因此当下白酒板块呈现的特征是绝对收益胜率较高，但相对收益的赔率一般。

从另一个维度看，头部酒企相对不错的股息率也对其估值构成支撑。五粮液、泸州老窖等此前已披露中期分红规划，并明确了最低分红金额，例如五粮液 24~26 年现金分红不低于 200 亿元，泸州老窖 24~26 年现金分红不低于 70 亿元。市场对白酒酒企股息率的诟病在于景气下行阶段 EPS 置信度较低，即使现金分红率不错。

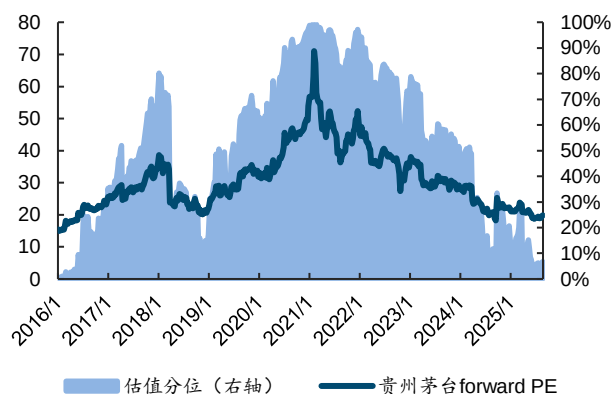
实际上，一季度本身为全年营收&利润占比最高的季度，因此酒企普遍比较重视全年开门红，且 25Q1 在春节动销跌幅收窄的背景下业绩兑现相对平稳，因此 25H2 业绩持续出清对 25 年全年 EPS 的影响幅度相对可控，且半年报后市场已参考偏谨慎的情景预期对 25H2 EPS 进行下修。

目前头部酒企中股息率水平靠前的有洋河股份（70 亿分红对应 25E 股息率 6.3%），泸州老窖（70%分红率对应 4.3%、85 亿分红对应 4.2%），五粮液（70%分红率对应 4.3%，200 亿分红对应 4.0%），贵州茅台（75%分红率对应 3.8%）。

图表32：2025E 白酒酒企股息率梳理



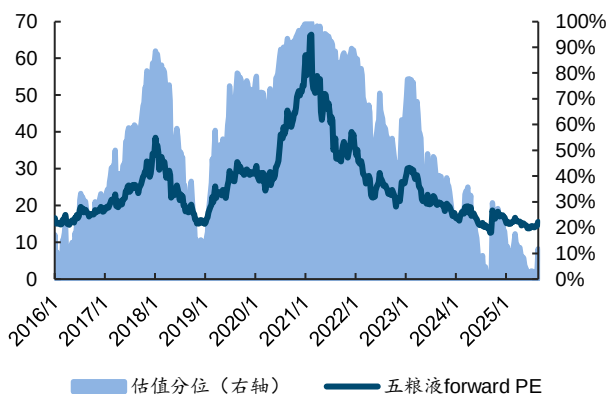
图表33：贵州茅台 forward PE 位于 2016 年至今 7%分位



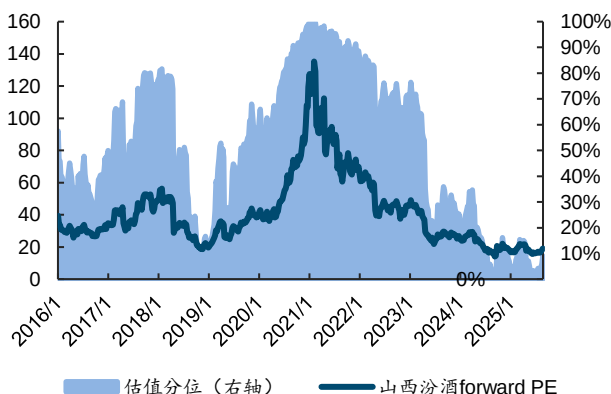
来源：Ifind，国金证券研究所（注：洋河股份股息率以最低分红金额测算，贵州茅台、五粮液、泸州老窖已披露分红规划、以分红规划中最低分红比例测算，其余酒企以 24 年实际分红比例外推测算；仅列示股息率>2%的酒企，盈利预测均为国金证券预测值）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 8 月 30 日）

图表34：五粮液 forward PE 位于 2016 年至今 12%分位



图表35：山西汾酒 forward PE 位于 2016 年至今 9%分位



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 8 月 30 日）

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 8 月 30 日）



整体而言，我们建议着重关注白酒板块的底部配置契机，当下或已是行业最承压的阶段，动销、价盘、政策端对市场风偏扰动等因素环比均有望持续改善。配置方向建议：1) 品牌力突出、护城河深厚的高端酒（贵州茅台、五粮液），渠道势能仍处于上行期的山西汾酒，受益于大众需求强韧性&乡镇消费提质升级趋势的稳健区域龙头。2) 顺周期潜在催化的弹性标的（如泛全国化名酒古井贡酒、泸州老窖）。

图表36：白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	归母净利			YOY			PE		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
高端酒	贵州茅台	934.5	988.3	1053.7	8%	6%	7%	19.9	18.8	17.6
	五粮液	308.1	322.8	344.8	-3%	5%	7%	16.3	15.6	14.6
	泸州老窖	123.5	135.7	155.1	-8%	10%	14%	16.3	14.9	13.0
次高端	山西汾酒	119.9	129.7	145.4	-2%	8%	12%	20.6	19.0	16.9
	舍得酒业	7.6	9.2	11.8	121%	21%	28%	29.7	24.6	19.2
	水井坊	10.1	11.0	12.8	-25%	10%	16%	22.8	20.8	17.9
	珍酒李渡	13.0	15.5	19.9	-2%	20%	28%	24.2	20.2	15.7
	酒鬼酒	1.8	2.1	2.7	1303%	22%	26%	126.5	103.7	82.5
	洋河股份	37.5	41.3	45.4	-44%	10%	10%	29.7	26.9	24.5
	今世缘	30.0	32.3	37.0	-12%	8%	14%	18.0	16.7	14.6
地产酒	古井贡酒	53.8	59.7	69.4	-3%	11%	16%	16.8	15.2	13.0
	迎驾贡酒	21.0	23.3	26.4	-19%	11%	14%	17.4	15.7	13.8
	金徽酒	3.7	4.3	5.1	-6%	17%	20%	30.6	26.2	21.8
	伊力特	2.3	2.5	2.9	-21%	12%	16%	33.8	30.2	26.1

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 25 年 8 月 30 日，上述均为国金证券预测值）

风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情况，白酒消费亦无法避免；
- 禁酒令等政策风险——若政策层面持续限制白酒消费，会从消费场景上影响白酒消费；
- 食品安全风险——若行业发生食品安全事故，将严重损害酒类消费。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究