

白酒板块8月投资策略

中报预计集中反应需求压力，8月以来政策影响边际减弱

行业研究 · 行业专题

食品饮料 · 白酒

投资评级：优于大市

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：张未艾

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980525070005

■外部积极因素逐渐增加，8月以来白酒动销逐步改善。受政策影响第二季度白酒消费场景减少较多，主流产品动销下滑幅度较大。7月以来各地执行政策更加注重方式方法，8月后正常的个人自饮、亲朋聚饮、升学宴等大众宴席有所修复，终端动销和消费者开瓶数据边际好转。虽然当前政商务场景还需时间恢复，但我们判断行业动销最差的阶段已经度过，中秋国庆可适当乐观，预计整体动销下滑幅度较Q2收窄。

■茅台中报业绩展现韧性，也反映需求压力下白酒企业更加注重市场秩序维护。动销端看，2025Q2在需求较大压力下主流产品出货量明显减少，酒企以份额为先、批价亦有所下降，当前飞天茅台批价1885元，普五、高度国窖下降至发850元以内；价位带较低的老白汾、洞藏等伴随场景逐步修复动销有所好转。报表端看，贵州茅台2025H1收入同比+9.2%，完成年初既定目标，合同负债侧也逐步体现出需求压力逐步传导至行业龙头；面对市场变化公司调整产品结构和发货节奏，加大市场投入和消费者培育；我们认为公司理性务实，下半年将以价盘为先，把握供需、维护大单品飞天价盘稳定。行业降速共识进一步强化，预计其他酒企中报业绩将释放需求压力和渠道包袱。

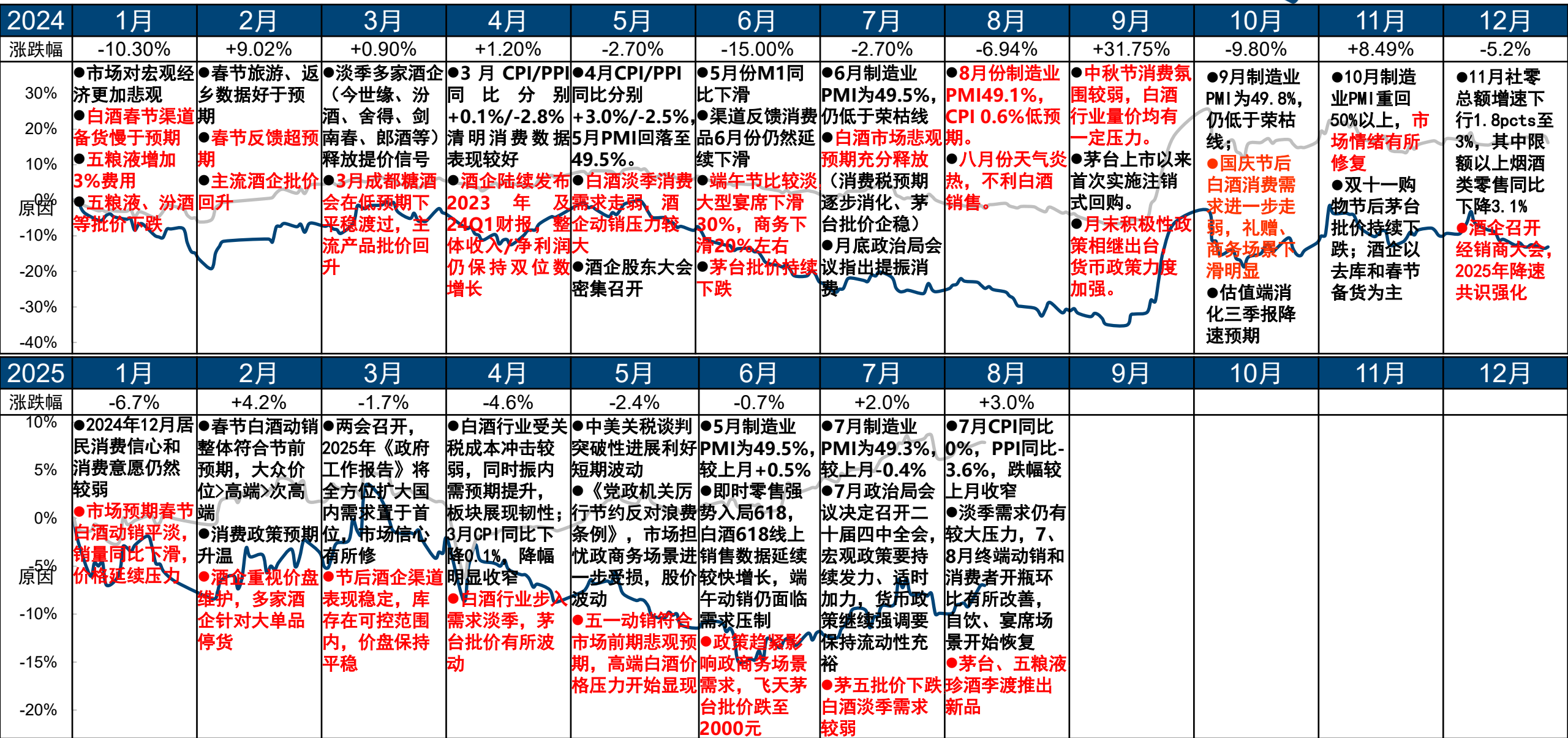
■伴随积极性政策预期升温，我们认为后市板块估值进入震荡修复区间。1) 飞天批价作为行业景气度指标，7月以来基本保持平稳，展现公司供给端调节能力，经销商联谊会也有能力维护价盘稳定，中秋国庆旺季来临前预计维持在1900元左右，今年飞天批价同比降幅或将见底。2) 政治局会议以来提振内需政策预期升温，“反内卷”成为市场共识、支撑价格表现，三部门发布消费贷方案助力居民端消费潜力释放，当前看部分餐饮同店数据有所恢复，我们预计白酒行业逐步沿需求环比修复、库存逐步见顶、报表端加速释放包袱演绎，估值端有望率先修复。3) 本轮调整为经济、人口和产业结构转变引起，主流酒企谋篇长远，积极布局新产品（低度酒、露酒、啤酒等）、新渠道（即时零售等）、新场景，拓展长期增长点。

■投资建议：8月推荐组合为泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒

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

- 01** 白酒板块股价回顾：政策影响边际减弱，主要产品价格进入底部区间
- 02** 主要酒企跟踪：预计中报反应25Q2多重压力，公司重视厂商关系和新品布局
- 03** 白酒投资组合、盈利预测

政策影响边际减弱，动销环比略有改善



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/8/12

白酒指数 沪深300

高端批价：需求压力下价格表现较弱，高端酒企注重市场供需平衡

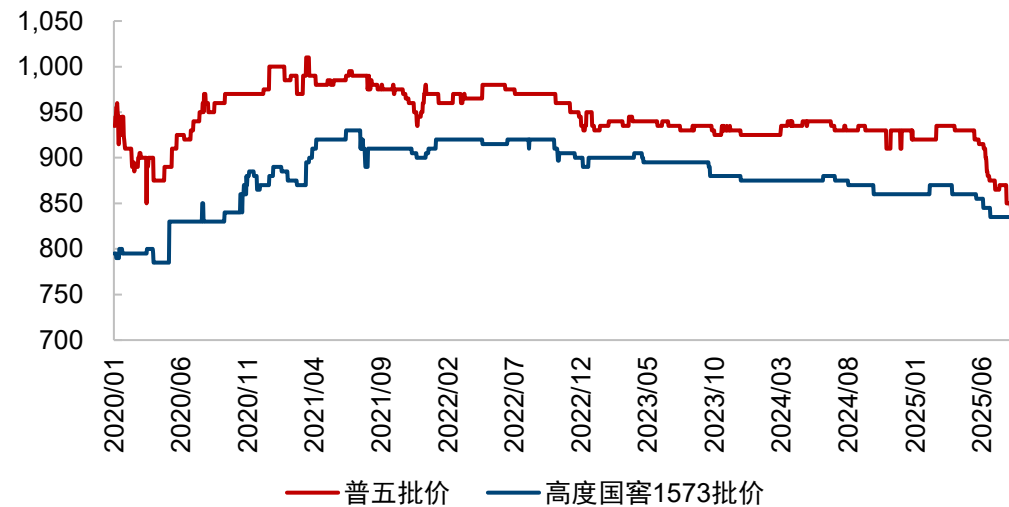
- 7月茅台批价表现平稳，五粮液略有下降。截至8/10，原箱/散装飞天茅台价格分别为1910/1875元，较7月初-15/+45元；第八代五粮液批价845元，较7月初-30元；高度国窖批价835元，较7月初持平。
- 白酒消费淡季需求较弱，叠加外部政策因素持续影响，高端酒批价仍有压力。茅台根据市场变化调整供给节奏，价盘整体稳定；我们预计中秋国庆旺季来临前能够保持在1900元左右。

图：茅台批价走势（元）



资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2025/8/10

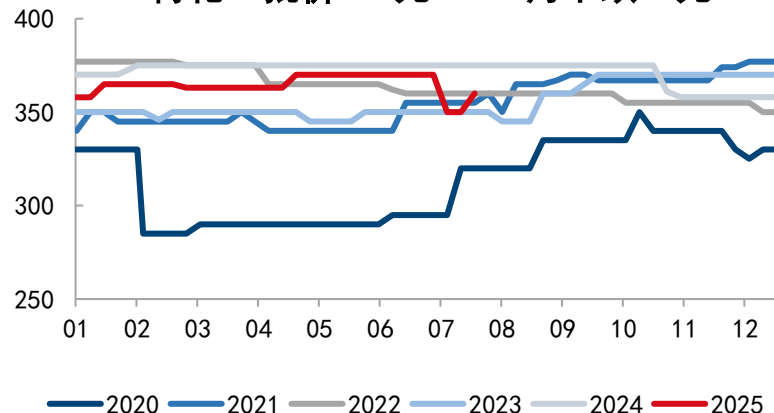
图：普五和高度国窖批价走势（元）



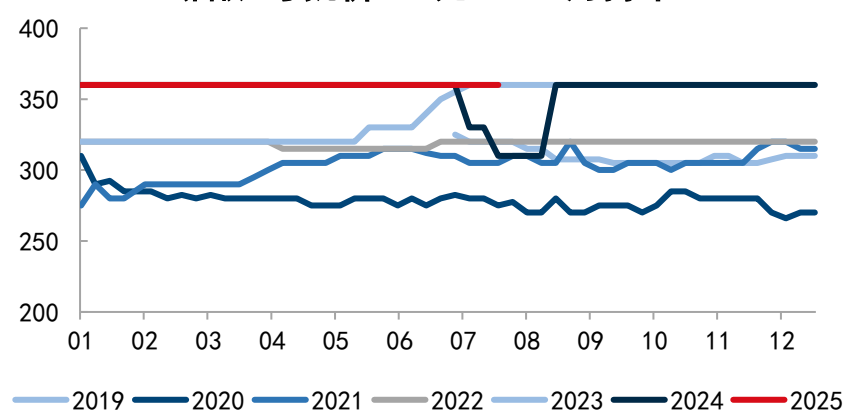
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2025/8/10

次高端批价：价格亦反应需求下滑压力，青花20动销量相对较好

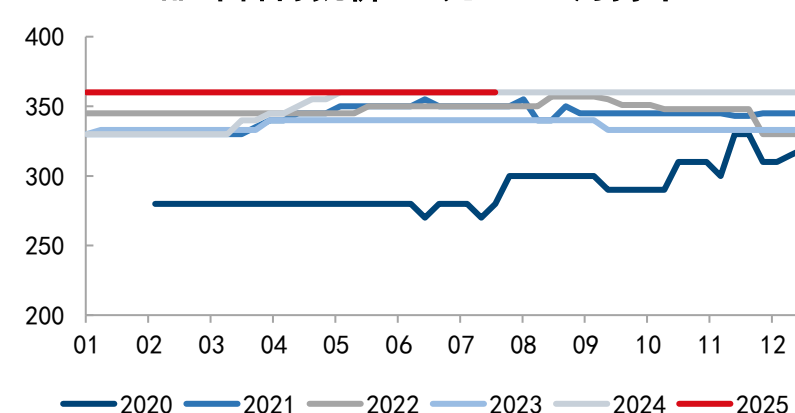
青花20批价360元——7月下跌10元



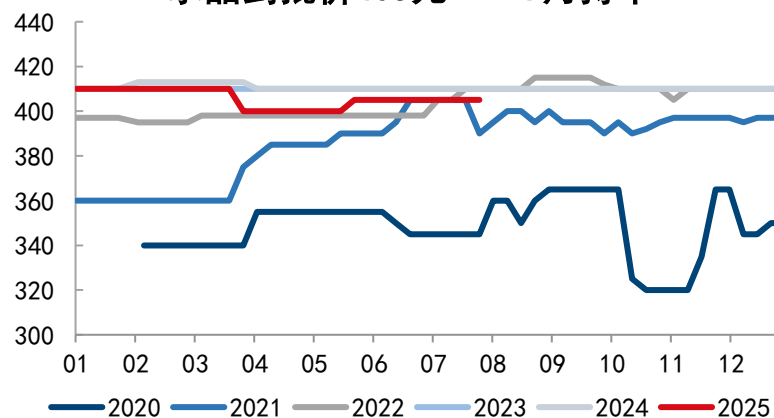
臻酿8号批价360元——7月持平



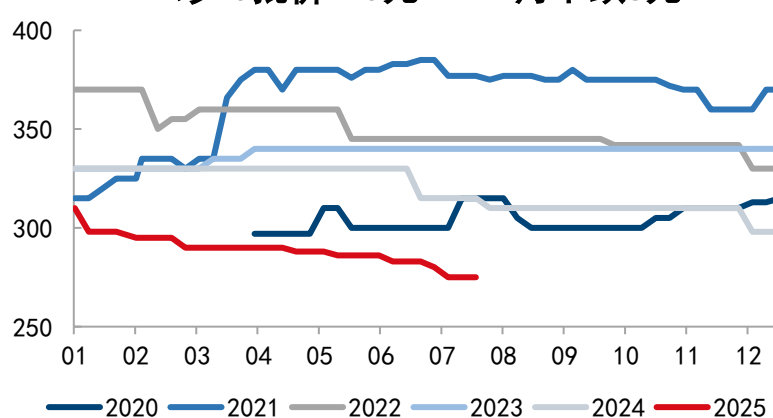
品味舍得批价360元——7月持平



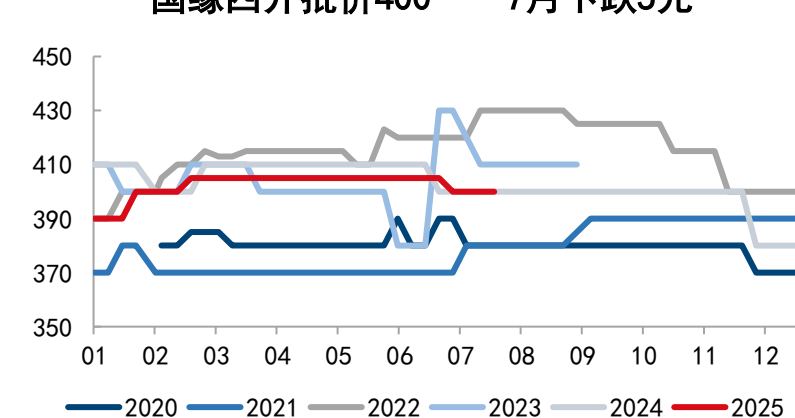
水晶剑批价405元——7月持平



珍15批价275元——7月下跌8元



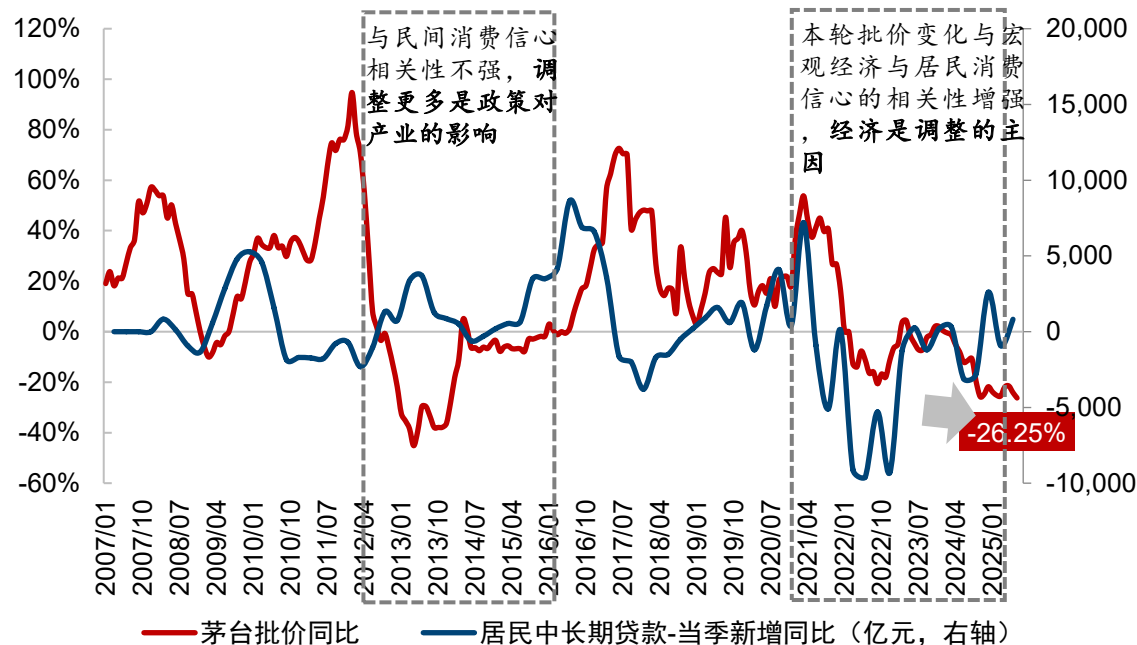
国缘四开批价400——7月下跌5元



景气度跟踪：政策预期升温，飞天茅台价格同比降幅或将触底

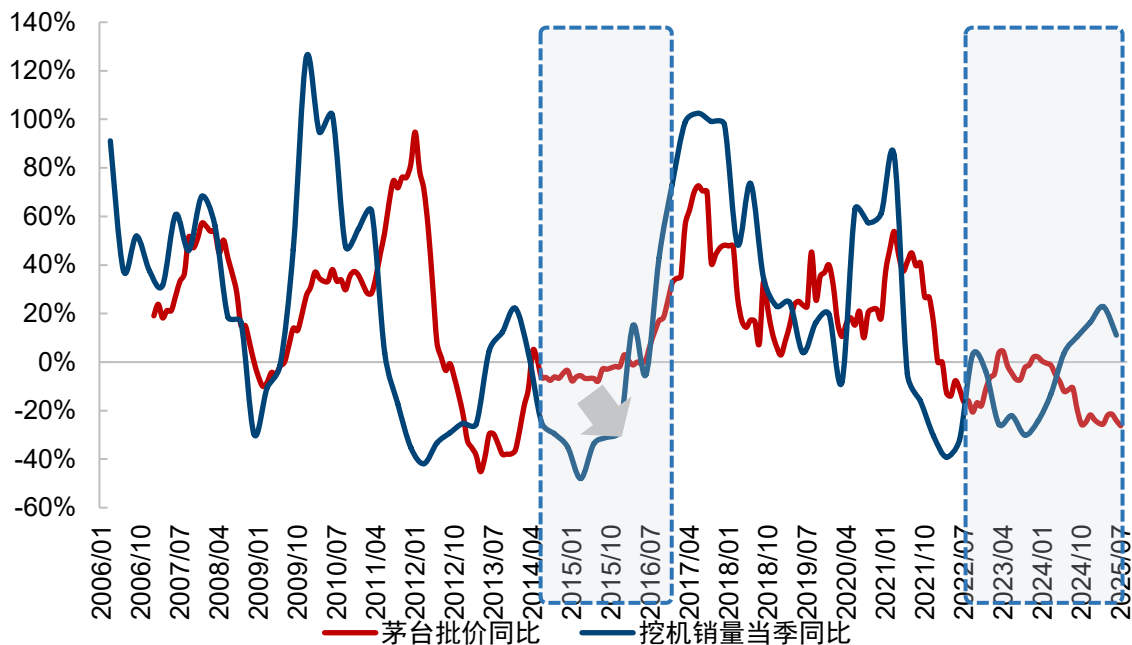
- 短期居民消费信心仍在磨底，提振内需政策预期升温。Q2挖机销量合计值同比+11.1%，7月同比+25.2%，下游开工数据稳健、趋势有望延续。居民消费信心看，25Q2居民中长期贷款多增818亿元，短贷少增150亿元，短期消费信心仍在磨底状态。8月12日三部门印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》助力释放居民消费潜力，后续增量提振内需政策有望加码。
- 预计25Q3茅台批价保持平稳，同比降幅或将见底。7月批价平稳走势验证公司供给端调节能力，各地经销商联谊会仍有意愿和能力维持市场供需平衡和价盘稳定，我们预计旺季来临前批价有望维持在1900元附近，出现急跌的风险不大。8-10月飞天批价同比降幅或将见底（同比-30%左右），伴随场景修复和经济预期升温，同比降幅有望逐步收窄。

图：箱装飞天茅台批价同比增速与居民中长期贷款拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/7/31

图：箱装飞天茅台批价同比增速与挖机销量拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2025/7/31

盈利预测与估值

股票名称	总市值	营业总收入 (亿元)		收入 YOY	归母净利润 (亿元)		利润 YOY	25Q2-A/E 营业总收入		25Q2-A/E 归母净利润		25H1-A/E 营业总收入		25H1-A/E 归母净利润		预测PE	PB(LF)	分红率	股息率
	(亿元)	2024	2025E	2025E	2024	2025E	2025E	亿元	YOY	亿元	YOY	亿元	YOY	亿元	YOY	PE(25)		2025E	2025E
贵州茅台	17,839	1,741.4	1,897.0	8.9%	862.3	939.7	9.0%	396.5	7.3%	185.6	5.2%	910.9	9.2%	454.0	8.9%	19.0	7.5	75%	4.0%
五粮液	4,782	891.8	939.1	5.3%	318.5	334.5	5.0%	147.0	-7.1%	45.3	-9.6%	516.4	2.0%	193.9	1.8%	14.3	3.5	70%	4.9%
泸州老窖	1,851	312.0	319.5	2.4%	134.7	137.6	2.1%	67.1	-13.1%	28.7	-16.8%	160.6	-5.0%	74.7	-7.0%	13.5	4.3	70%	5.2%
山西汾酒	2,295	360.1	395.0	9.7%	122.4	133.9	9.4%	74.1	0.0%	18.5	-14.0%	239.3	5.2%	84.9	1.0%	17.1	6.7	60%	3.5%
舍得酒业	179	53.6	54.7	2.1%	3.5	6.7	94.5%	12.0	3.3%	1.0	146.4%	27.8	-15.0%	4.5	-24.5%	26.6	2.6	41%	1.5%
酒鬼酒	160	14.2	13.3	-6.5%	0.1	1.1	747.8%	2.2	-56%	-0.2	-146%	5.6	-43%	0.1	-92%	151.5	4.2	/	/
洋河股份	1,038	288.8	249.4	-13.6%	66.7	56.3	-15.6%	43.1	-35.0%	10.9	-42.3%	153.7	-32.8%	47.3	-40.5%	18.4	2.2	124%	6.7%
今世缘	496	115.5	126.2	9.3%	34.1	36.7	7.6%	22.1	-16.3%	7.6	-18.6%	73.0	0.0%	24.0	-2.5%	13.5	3.2	44%	3.2%
古井贡酒	770	235.8	259.3	10.0%	55.2	61.5	11.5%	49.4	-10.6%	13.1	-12.8%	140.8	2.0%	36.4	2.0%	12.5	3.2	57%	4.6%
迎驾贡酒	336	73.4	74.7	1.8%	25.9	26.5	2.5%	12.4	-15.0%	4.1	-13.0%	32.9	-13.1%	12.4	-10.2%	12.6	3.5	46%	3.7%
口子窖	206	60.1	61.0	1.4%	16.6	16.8	1.4%	12.3	-12.0%	3.1	-15.0%	32.1	1.4%	9.7	2.2%	12.3	2.0	47%	3.8%
金徽酒	96	30.2	33.0	9.2%	3.9	4.2	7.1%	6.3	-7.0%	0.7	-10.0%	17.4	-0.8%	3.0	1.8%	23.1	2.9	64%	2.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；
 注：数据截至2025/8/13，1) 2025年收入及利润预测采用wind一致预期；2) 2025H1及2025Q2茅台为实际值，酒鬼酒为业绩预告中值，其余为预测数据；
 3) 2025年分红率除茅台、五粮液、老窖、洋河有指引，其他公司保持上年相同假设

- [01] 白酒板块股价回顾：政策影响边际减弱，主要产品价格进入底部区间
- [02] 主要酒企跟踪：预计中报反应25Q2多重压力，公司重视厂商关系和新品布局
- [03] 白酒投资组合、盈利预测

2.1、贵州茅台：中报业绩彰显经营韧性，根据市场变化调整产品结构



表：公司财务信息及基本面表现更新

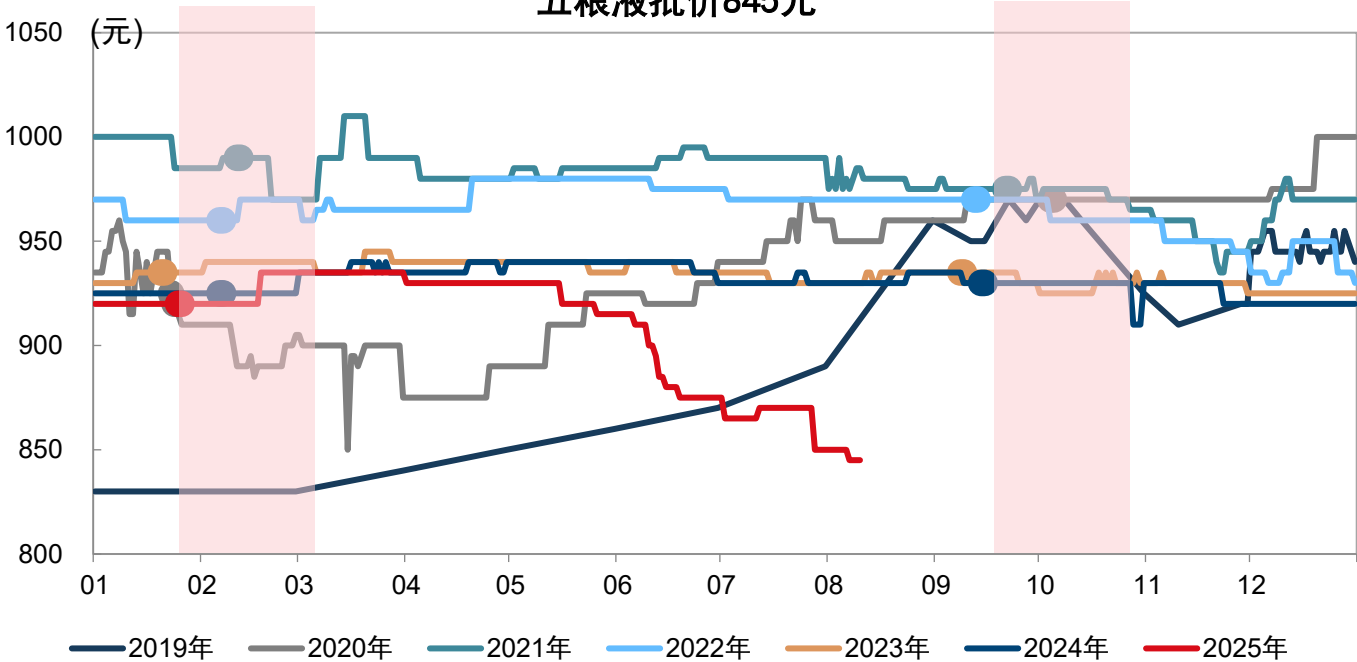
财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值			
		2025H1		2025Q2	
		收入 (+9.2%)	净利润 (+8.9%)	收入 (+7.3%)	净利润 (+5.2%)
	年报披露2025年主要目标：营业总收入较上年度增长9%左右	910.9亿元	454.0亿元	396.5亿元	185.6亿元
基本面	公司近期变化及关键变量				
	● 2025H1实现“时间过半、任务过半”。2025H1公司营业总收入同比+9.2%，略高于年初既定目标；2025Q2收入同比+7.3%，净利润同比+5.2%，利润率略有承压系毛销差延续压力，第二季度行业需求大幅下降，公司调整产品结构和发货节奏应对冲击。25Q2看茅台酒收入同比+11.0%，我们预计飞天系产品占比较高；系列酒主动给渠道纾困，市场费用投入较为积极截至Q2末合同负债环比下降33亿元，反应公司对渠道理性务实。 ● 中报展现公司经营韧性，展望下半年仍具有穿越周期的能力，预计战略以价格为先。今年以来公司积极践行“卖酒向卖生活方式”转变，推出文创IP、多规格类产品应对单场景下滑（已推935L茅台1935、走进系列、五星商标上市70周年纪念款等）。公司及核心经销商仍有能力和意愿维护市场供需平衡和价格稳定。				
		箱装飞天批价1910元 (元) 2020年 2021年 2022年 2023年 2024年 2025年			

资料来源：今日酒价，公司公众号，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/8/10

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.2、五粮液：普五价格反应高端白酒需求压力，公司持续推进营销改革

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值			
		2025H1E		2025Q2E	
	年报披露2025年主要目标：营业总收入与宏观经济指标保持一致，预计5%左右	收入 (+2.0%)	净利润 (+1.8%)	收入 (-7.1%)	净利润 (-9.6%)
		516.4亿元	193.9亿元	147.0亿元	45.3亿元
基本面	公司近期变化及关键变量				
	● 第二季度在政策影响下，高端白酒消费场景受损较重，需求减弱，第八代五粮液价格阴跌至当前845元左右。7-8月看终端动销及消费者开瓶有所改善，五粮液本身有一定宴席场景占比，动销量环比小幅起量。 ● 公司2024年度股东大会表明公司会坚决守住千元价格带，不主动降价，并保证产品结构的完善，加快29度等重点产品上市；公司营销改革持续推进，将动销和执行提升至首要层级，销售公司人员选任、考核机制严格市场化，将更以顾客和市场为中心，通过一品/地/商/渠/群一策，重构白酒消费的“人、货场”逻辑。 ● 公司将于8月15日将推出中式五粮精酿啤酒“风火轮”，建议零售价19.5元/罐。				
		五粮液批价845元 			

资料来源：百荣酒价，微酒，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/8/10

2.3、泸州老窖：高度国窖价格表现较稳，公司积极推动产品、场景、渠道创新



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值																																																																																																											
		2025H1E		2025Q2E																																																																																																									
	年报披露2025年经营目标：全年营业收入稳中求进，我们预计持平略增	收入 (-5.0%)	净利润 (-7.0%)	收入 (-13.1%)	净利润 (-16.8%)																																																																																																								
		160.6亿元	74.7亿元	67.1亿元	28.7亿元																																																																																																								
基本面	公司近期变化及关键变量		国窖1573批价835元																																																																																																										
	● 受外部政策影响，高度国窖1573动销量受损较重，主因本身消费场景以政商务为主，对行业变化更加敏感。当前高度国窖价格小幅下跌至835元左右，在高端酒中表现较稳，体现公司在数字化系统应用下，能够较为精准地把控供需变化，积极为渠道纾压。 ● 公司年度股东大会提出，白酒行业核心消费群体正在转型，公司聚焦转向高科技产业链鉴于酒的精神属性不变，需创新消费场景，推广38度酒及窖主节等并研发多款低度产品测试市场；渠道策略上，传统渠道加强巩固电商和即时零售聚焦品牌建设促消费者主动购买、未来线上线下差异化盈利模式；董事长刘淼表示未来公司要走‘稳’和‘实’的路，即稳定和客观。		<table><caption>国窖1573批价数据 (元)</caption><tr><th>年份</th><th>01</th><th>02</th><th>03</th><th>04</th><th>05</th><th>06</th><th>07</th><th>08</th><th>09</th><th>10</th><th>11</th><th>12</th></tr><tr><td>2019年</td><td>750</td><td>750</td><td>750</td><td>730</td><td>740</td><td>750</td><td>785</td><td>785</td><td>790</td><td>770</td><td>785</td><td>785</td></tr><tr><td>2020年</td><td>795</td><td>795</td><td>795</td><td>785</td><td>785</td><td>830</td><td>830</td><td>830</td><td>835</td><td>840</td><td>880</td><td>875</td></tr><tr><td>2021年</td><td>885</td><td>885</td><td>885</td><td>900</td><td>900</td><td>915</td><td>915</td><td>890</td><td>910</td><td>910</td><td>905</td><td>910</td></tr><tr><td>2022年</td><td>915</td><td>920</td><td>920</td><td>915</td><td>915</td><td>915</td><td>920</td><td>915</td><td>920</td><td>910</td><td>905</td><td>910</td></tr><tr><td>2023年</td><td>900</td><td>900</td><td>900</td><td>905</td><td>895</td><td>895</td><td>895</td><td>895</td><td>895</td><td>880</td><td>880</td><td>875</td></tr><tr><td>2024年</td><td>875</td><td>875</td><td>875</td><td>860</td><td>860</td><td>850</td><td>835</td><td>835</td><td>840</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td></tr><tr><td>2025年</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>860</td><td>850</td><td>835</td><td>835</td><td>835</td><td>835</td><td>835</td><td>835</td></tr></table>				年份	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	2019年	750	750	750	730	740	750	785	785	790	770	785	785	2020年	795	795	795	785	785	830	830	830	835	840	880	875	2021年	885	885	885	900	900	915	915	890	910	910	905	910	2022年	915	920	920	915	915	915	920	915	920	910	905	910	2023年	900	900	900	905	895	895	895	895	895	880	880	875	2024年	875	875	875	860	860	850	835	835	840	860	860	860	2025年	860	860	860	860	860	850	835	835	835	835	835
年份	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12																																																																																																	
2019年	750	750	750	730	740	750	785	785	790	770	785	785																																																																																																	
2020年	795	795	795	785	785	830	830	830	835	840	880	875																																																																																																	
2021年	885	885	885	900	900	915	915	890	910	910	905	910																																																																																																	
2022年	915	920	920	915	915	915	920	915	920	910	905	910																																																																																																	
2023年	900	900	900	905	895	895	895	895	895	880	880	875																																																																																																	
2024年	875	875	875	860	860	850	835	835	840	860	860	860																																																																																																	
2025年	860	860	860	860	860	850	835	835	835	835	835	835																																																																																																	

资料来源：今日酒价，公司公告，酒业家，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/8/10

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.4、山西汾酒：产品结构下沉、动销相对抗风险，新青花30复兴版焕新发布



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值																																																																																														
		2025H1E		2025Q2E																																																																																												
	年报披露2025年主要目标：全年营业收入继续保持稳健增长态势，我们预计高个位数-10%	收入 (+5.2%)	净利润 (+1.0%)	收入 (0.0%)	净利润 (-14.2%)																																																																																											
		239.3亿元	84.9亿元	74.1亿元	18.5亿元																																																																																											
基本面	公司近期变化及关键变量																																																																																															
	- 行业弱beta环境下动销相对较优。受政策影响公司产品动销整体略有受阻，其中青花压力较大，老白汾流速变慢但相对竞品较优，玻汾仍有加强的抗风险能力。公司积极投放广宣等费用，同时汾享礼遇执行更加精细化，及时给经销商兑付费用保证渠道利润和维护厂商关系，我们预计Q2净利率或有受损，但公司销售势能仍优于行业。 - 公司于7月23日举行新品发布会，青花汾酒30·升级版正式官宣上市。新品在包装、品质、技术等层面焕新升级。包装增加金色平底、瓶身渲染等，实施五码合一。我们预计新30复兴版经销商打款价或低于老版，一方面通过高性价比产品培育消费者，一方面缓解经销商压力、稳定老品价格体系。		青花20批价360元 <table><caption>青花20批价数据 (单位: 元)</caption><tr><th>年份</th><th>01</th><th>02</th><th>03</th><th>04</th><th>05</th><th>06</th><th>07</th><th>08</th><th>09</th><th>10</th><th>11</th><th>12</th></tr><tr><td>2020</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td><td>330</td></tr><tr><td>2021</td><td>340</td><td>340</td><td>340</td><td>340</td><td>340</td><td>340</td><td>340</td><td>340</td><td>340</td><td>340</td><td>340</td><td>340</td></tr><tr><td>2022</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td><td>350</td></tr><tr><td>2023</td><td>360</td><td>360</td><td>360</td><td>360</td><td>360</td><td>360</td><td>360</td><td>360</td><td>360</td><td>360</td><td>360</td><td>360</td></tr><tr><td>2024</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td><td>370</td></tr><tr><td>2025</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td><td>380</td></tr></table>				年份	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	2020	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	2021	340	340	340	340	340	340	340	340	340	340	340	340	2022	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	2023	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	2024	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	2025	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380
年份	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12																																																																																				
2020	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330																																																																																				
2021	340	340	340	340	340	340	340	340	340	340	340	340																																																																																				
2022	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350																																																																																				
2023	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360																																																																																				
2024	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370	370																																																																																				
2025	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380																																																																																				

资料来源：今日酒价，公司公告，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/8/10

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.5、洋河股份：海之蓝及以下产品库存去化较好，报表端预计继续释放压力



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值			
		2025H1E		2025Q2E	
	预计收入同比持平有一定难度	收入 (-32.8%)	净利润 (-40.5%)	收入 (-35.0%)	净利润 (-42.3%)
		153.7亿元	47.3亿元	43.1亿元	10.9亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现			
	● 需求压力下公司积极给渠道纾困，并未强制要求回款，发货节奏理性，费用投入积极。以价换量策略仍有效，主要产品批价下探较多，但库存有所去化。 ● 宿迁市宿城区委副书记、区长、区政府党组书记顾宇已出任江苏洋河酒厂股份有限公司（苏酒集团）党委书记。 ● 公司于7月7日上市新品，洋河大曲高线光瓶酒已登顶京东白酒热卖榜榜首，线上预售首日秒罄，48小时破万瓶，线下渠道“到货即爆单”。此前焕新上市第七代海之蓝，当前在江苏及周边市场完成铺货。公司针对消费场景和渠道转变积极推出新品，自身的产能和储能为产品品质提供保障。				

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/7/31

2.6、今世缘：短期以市场份额优先，提前投放淡雅，聚焦厂商协商



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值			
		2025H1E		2025Q2E	
		收入 (0.0%)	净利润 (-2.5%)	收入 (-16.3%)	净利润 (-18.6%)
		73.0亿元	24.0亿元	22.1亿元	7.6亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现			
	● 公司表示6月末经销商库存率20%（约2.5个月销量），处于良性区间；5月下旬以来高端产品扫码率降幅较大，价格带越高受影响越显著，四开动销量下降、但公司费用投放克制、价盘保持稳定；而是提前投放淡雅国缘缓解压力，针对低线产品做了宴席场景的投入，短期保市场份额，长期维护价格体系和品牌形象。 ● 7月9日公司举行2025年上半年工作总结大会，聚焦经销商赋能与厂商协同，将推出“五星评定”体系，建立“三清单”机制，培训金牌操盘手，培养“缘二代”，构建厂商店客高效沟通机制。	国缘四开批价400元			

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/7/29

2.7、古井贡酒：省内市场渠道、份额优势稳固，积极探索低度酒等新品研发



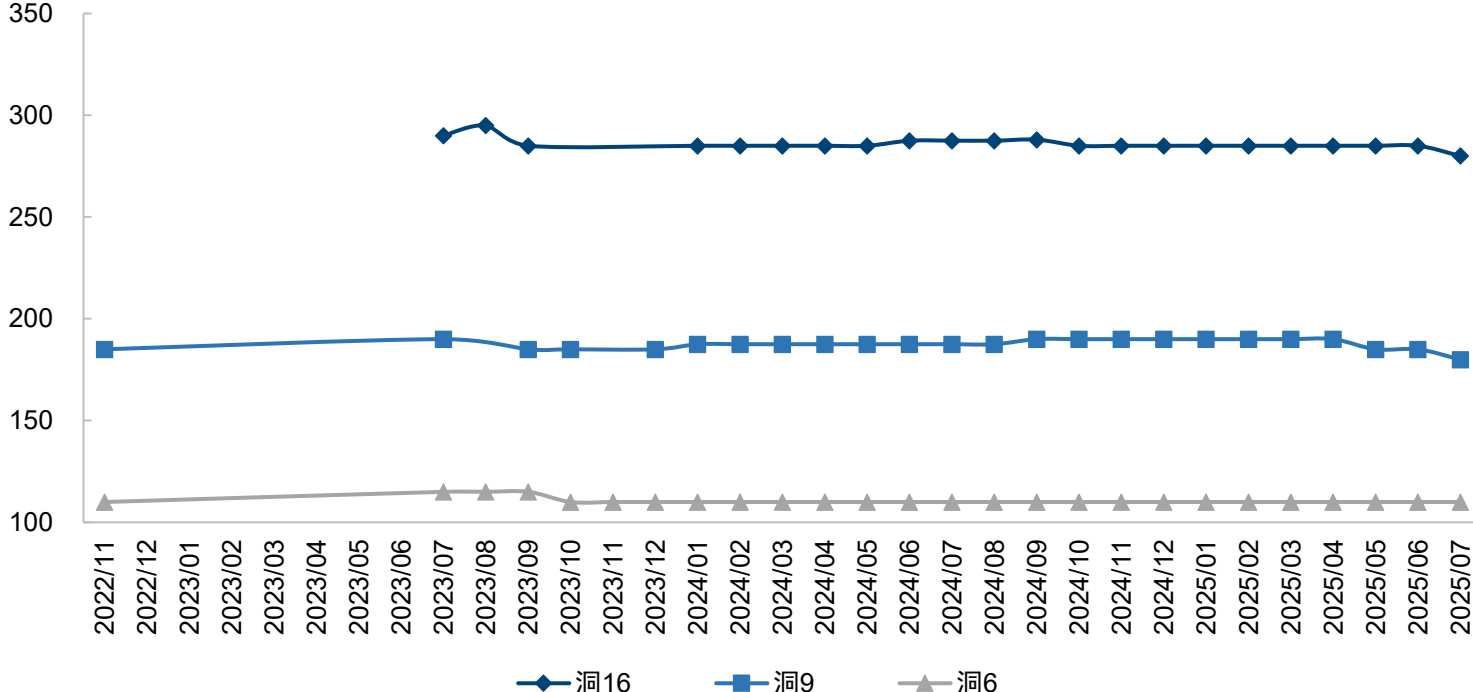
表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值			
		2025H1E		2025Q2E	
		收入 (+2.0%)	净利润 (+2.0%)	收入 (-10.6%)	净利润 (-12.8%)
		140.8亿元	36.4亿元	49.4亿元	13.1亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现			
	● 第二季度政策影响下安徽省内各消费场景受损，高基数下公司产品整体动销下滑，其中古16及以上受影响更大。当前渠道库存水位较高，但价盘整体稳定；古井有自身强大的分销系统和忠诚度较高的经销商，在7-8月政策影响边际减弱、宴席略有起量后，动销预期改善。 ● 公司今年以来积极探索低度酒、光瓶酒、其他酒的布局，扩大消费场景。如加大百元以上光瓶酒的招商布局，补充收入增量；8月19日将在沈阳发布古井贡酒·年份原浆（轻度古20），在延续古20品质基因的同时，更以“轻度”概念贴合当下消费需求。				

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/7/31

2.8、迎驾贡酒：库存水位较低，动销有望随场景修复受益

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2025年增速预期	盈利预测及估值																																																																																																																																										
		2025H1E		2025Q2E																																																																																																																																								
		收入 (-13.1%)	净利润 (-10.2%)	收入 (-15.0%)	净利润 (-13.0%)																																																																																																																																							
		32.9亿元	12.4亿元	12.4亿元	4.1亿元																																																																																																																																							
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现																																																																																																																																										
	● 今年以来公司受到消费场景收缩和省内白酒需求下滑的影响，销售动能有所减弱，Q2在需求进一步走弱下价盘略有松动。迎驾相比于竞品库存水位较低，主要产品处于生命周期较早期，终端及烟酒店仍有较高推介率。 ● 8月以来政策影响边际减弱，安徽省内个人自饮、朋友小聚、升学宴等大众宴席有所恢复，公司产品结构较为下沉，动销受益。我们认为伴随场景和消费力逐步恢复，低库存下公司恢复弹性较优。 ● 公司于7月31日举办年度销售公司经销商培训，研讨构建更具韧性的发展方式，携手穿越市场周期波动。	 <table><caption>批价表现数据 (单位: 人民币)</caption><tr><th>日期</th><th>洞16</th><th>洞9</th><th>洞6</th></tr><tr><td>2022/11</td><td>-</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2022/12</td><td>-</td><td>188</td><td>112</td></tr><tr><td>2023/01</td><td>-</td><td>190</td><td>115</td></tr><tr><td>2023/02</td><td>-</td><td>192</td><td>118</td></tr><tr><td>2023/03</td><td>-</td><td>195</td><td>120</td></tr><tr><td>2023/04</td><td>-</td><td>198</td><td>122</td></tr><tr><td>2023/05</td><td>-</td><td>200</td><td>125</td></tr><tr><td>2023/06</td><td>-</td><td>202</td><td>128</td></tr><tr><td>2023/07</td><td>290</td><td>190</td><td>115</td></tr><tr><td>2023/08</td><td>295</td><td>185</td><td>115</td></tr><tr><td>2023/09</td><td>285</td><td>185</td><td>115</td></tr><tr><td>2023/10</td><td>285</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2023/11</td><td>285</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2023/12</td><td>285</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/01</td><td>285</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/02</td><td>285</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/03</td><td>285</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/04</td><td>285</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/05</td><td>285</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/06</td><td>288</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/07</td><td>288</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/08</td><td>288</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/09</td><td>288</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/10</td><td>285</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/11</td><td>285</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/12</td><td>285</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/01</td><td>285</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/02</td><td>285</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/03</td><td>285</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/04</td><td>285</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/05</td><td>285</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/06</td><td>285</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/07</td><td>280</td><td>180</td><td>110</td></tr></table>				日期	洞16	洞9	洞6	2022/11	-	185	110	2022/12	-	188	112	2023/01	-	190	115	2023/02	-	192	118	2023/03	-	195	120	2023/04	-	198	122	2023/05	-	200	125	2023/06	-	202	128	2023/07	290	190	115	2023/08	295	185	115	2023/09	285	185	115	2023/10	285	185	110	2023/11	285	185	110	2023/12	285	185	110	2024/01	285	188	110	2024/02	285	188	110	2024/03	285	188	110	2024/04	285	188	110	2024/05	285	188	110	2024/06	288	188	110	2024/07	288	188	110	2024/08	288	188	110	2024/09	288	190	110	2024/10	285	190	110	2024/11	285	190	110	2024/12	285	190	110	2025/01	285	190	110	2025/02	285	190	110	2025/03	285	190	110	2025/04	285	190	110	2025/05	285	185	110	2025/06	285	185	110	2025/07	280	180
日期	洞16	洞9	洞6																																																																																																																																									
2022/11	-	185	110																																																																																																																																									
2022/12	-	188	112																																																																																																																																									
2023/01	-	190	115																																																																																																																																									
2023/02	-	192	118																																																																																																																																									
2023/03	-	195	120																																																																																																																																									
2023/04	-	198	122																																																																																																																																									
2023/05	-	200	125																																																																																																																																									
2023/06	-	202	128																																																																																																																																									
2023/07	290	190	115																																																																																																																																									
2023/08	295	185	115																																																																																																																																									
2023/09	285	185	115																																																																																																																																									
2023/10	285	185	110																																																																																																																																									
2023/11	285	185	110																																																																																																																																									
2023/12	285	185	110																																																																																																																																									
2024/01	285	188	110																																																																																																																																									
2024/02	285	188	110																																																																																																																																									
2024/03	285	188	110																																																																																																																																									
2024/04	285	188	110																																																																																																																																									
2024/05	285	188	110																																																																																																																																									
2024/06	288	188	110																																																																																																																																									
2024/07	288	188	110																																																																																																																																									
2024/08	288	188	110																																																																																																																																									
2024/09	288	190	110																																																																																																																																									
2024/10	285	190	110																																																																																																																																									
2024/11	285	190	110																																																																																																																																									
2024/12	285	190	110																																																																																																																																									
2025/01	285	190	110																																																																																																																																									
2025/02	285	190	110																																																																																																																																									
2025/03	285	190	110																																																																																																																																									
2025/04	285	190	110																																																																																																																																									
2025/05	285	185	110																																																																																																																																									
2025/06	285	185	110																																																																																																																																									
2025/07	280	180	110																																																																																																																																									

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2025/7/31

- 01** 白酒板块股价回顾：政策影响边际减弱，主要产品价格进入底部区间
- 02** 主要酒企跟踪：预计中报反应25Q2多重压力，公司重视厂商关系和新品布局
- 03** 白酒投资组合、盈利预测

外部积极因素增多，估值端有望率先修复，推荐汾酒/老窖/茅台/古井等



■ **投资建议：**短期看行业积极因素增速，包括政策影响逐步减弱、场景有所修复，中秋国庆整体动销预期降幅收窄；第四季度积极性财政及货币政策有望加码，行业或将加速演绎需求修复、库存见顶、报表出清，后市估值端或开启震荡修复。建议3条投资主线：1）业绩抗周期能力较强，在优势区域、优势价位带份额仍能持续提升的山西汾酒、古井贡酒、贵州茅台等；2）顺周期属性较强，调整阶段夯实自身产品、渠道能力的泸州老窖等；3）库存包袱较小，有望率先出清反弹的迎驾贡酒等。

■ 主要风险提示

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

免责声明

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032