

食品饮料/白酒 II

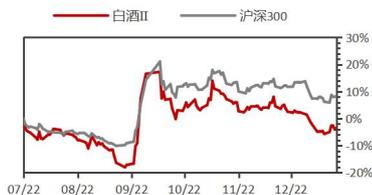
2025 年 01 月 20 日

# 白酒行业深度报告：

## ——行业整体承压下，重点关注龙头酒企

### 标配 (维持)

#### 一年内行业与大盘对比走势：



#### 证券分析师

马世辉 17732313273

S0400523110001

mashihui@cdzq.com

#### 研报摘要：

- 行业出现承压。**2024 年食品饮料板块整体下跌 1.37%，排倒数第四，表现承压。子板块发展差异化，部分增长强劲，部分下行压力大。整体表现不及沪深 300 指数。软饮料、零食、啤酒等板块增长，软饮料涨幅最高，达 55.56%。而肉制品、预加工食品等板块下滑，熟食板块跌幅最大。白酒板块跌幅排倒数第四，产能过剩、需求疲软等因素导致业绩下滑。沪深 300 指数增长 32.10%，食品饮料及白酒 III 表现未超越沪深 300。
- 政策利好不断，2025 年值得期待。**自 2024 年 1 月全国商务工作会议确定“消费促进年”主题后，国家全年推出多项政策以刺激消费。同时另一方面，2024 年下半年，上海、北京、深圳、杭州、武汉、成都等多个一线大城市通过发放亿级规模大额餐饮消费券来刺激居民们的餐饮消费热情。整体上看，2024 年全年社会消费品零售总额整体上多数月份保持正增长，PMI 指数 8 月后开始拐头向上，在年末处于弱复苏状态。
- 行业马太效应愈加明显，龙头酒企业绩保持稳定。**目前，整个行业正面临收缩，中小酒企的生存空间受到挤压，市场份额逐渐向大企业转移。在这种市场环境下，拥有品牌、渠道优势和规模经济的领先企业更能够抵抗市场风险，把握机遇，持续提升市场份额。这些企业的集中效应突出，未来市占率增长潜力巨大。从 2015 年到 2023 年，排名前五的上市白酒公司收入增长了 275%，超过了所有上市公司的平均增速。不过，与国内其他消费品行业相比，白酒行业的 CR5（前五大企业市场占有率）为 44%，远低于啤酒行业的 CR5 92%，表明白酒上市公司的市场份额还有很大的提升空间。
- 拐点已近，预期先行。**24 年经销商大会显示，25 年酒企经营策略将注重理性与务实。酒企将科学设定业绩增速目标，追求可持续发展而非高速增长。产品策略上，酒企将重点发展腰部产品，以满足更广泛的市场需求。同时，酒企将保持渠道库存健康，确保利润空间，以维持长期盈利能力。近期白酒公司分红政策显示行业股息率吸引力增强。龙头酒企股息率已升至历史高位，显示出配置价值。白酒板块估值安全边际高，绝对收益空间明显。截至 2024 年底，市盈率约 20.7 倍，低于近五年中枢水平，历史估值与未来收益率统计显示配置性价比高。
- 展望 2025 年：**通过对白酒行业进行分析，品牌化周期将持续，高品质品牌集中趋势加快。中期需求周期有望因政策落实而复苏。短期量价周期中，行业领先企业已开始转变。白酒业绩分化明显，头部企业在品牌和渠道上占优，集中趋势可能加速。建议投资者选择业绩稳定、分红率较高的行业龙头。长线资金应积极配置两市白酒龙头公司，（维持）标配评级。
- 风险提示：**白酒企业批价大幅波动风险；宏观经济恢复不及预期风险；食品安全风险。

## 目录

<b>1. 行业 2024 年表现情况</b>	<b>4</b>
1.1 行业整体表现承压	4
1.2 估值持续创新低	5
<b>2.政策利好不断，2025 值得期待</b>	<b>5</b>
2.1 财政、货币政策持续加码	5
2.2 多地推行大额消费券，促消政策再刺激	7
2.3 宏观数据处于缓慢复苏之中，未来可期	8
<b>3. 白酒行业马太效应逐步明晰</b>	<b>10</b>
3.1 白酒产量下降，企业数量整体减少	10
3.2 行业预收账款仍保持增长，龙头酒企产品价格仍有安全垫	10
3.3 龙头酒企市占率逐步提升	11
3.4 白酒行业马太效应已现	12
<b>4.拐点已近，预期先行</b>	<b>13</b>
4.1 经销商大会定调新一年发展重心	13
4.2 白酒股息率初步具备投资价值	14
4.3 板块估值处于低位	15
<b>5.展望 2025 年</b>	<b>15</b>
<b>6.风险提示</b>	<b>15</b>

## 图表目录

图 1 : 2024 年申万行业涨跌幅情况 (%) .....	4
图 2 : 食品饮料子板块涨跌幅情况 (%) .....	4
图 3 : 食品饮料 (申万) 估值情况 .....	5
图 4 : 食品饮料 (申万) 子板块市盈率变化情况 .....	5
图 5 : 2024 年中国社会消费品零售总额 .....	9
图 6 : 2024 年制造业 PMI 数据 .....	9
图 7 : 白酒 2010-2024 年产量情况 .....	10
图 8 : 2015-2022 年白酒行业规模以上企业数量 .....	10
图 9 : 白酒行业预收款概况 .....	11
图 10 : 茅台历年出厂价 .....	11
图 11 : 白酒行业市占率 .....	12
图 12 : 申万 (2021) 白酒 III 估值情况 .....	15
图 13 : 历史估值对应未来 1 年收益率统计 .....	15
表 1 : 2024 年以来促消费政策情况 .....	6
表 2 : 历年货币政策 .....	7
表 3 : 2024 年 Q4 多地发放消费券 .....	8
表 4 : 高端、次高端、地区头部酒企业绩增速概况 .....	12
表 5 : 部门白酒公司经销商大会概况 .....	13
表 6 : 部分白酒分红规划 .....	14

# 1. 行业 2024 年表现情况

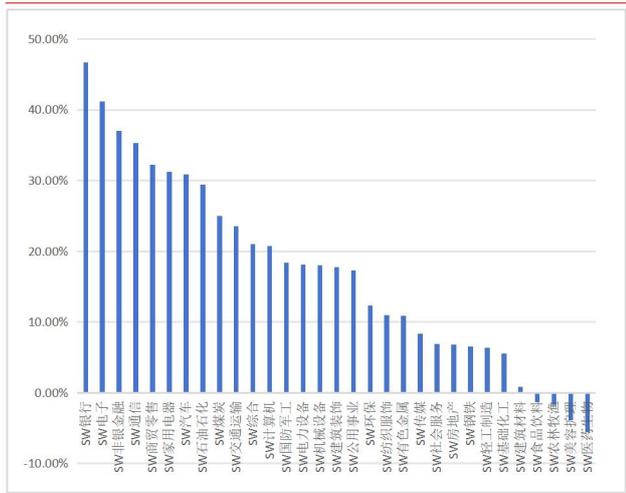
## 1.1 行业整体表现承压

我们选择申银万国行业类(2021)行业为例。2024年1月到12月,食品饮料板块整体跌幅为-1.37%,排在所有行业板块中倒数第四位,板块整体涨幅表现出现一定“承压”。而食品饮料行业各子板块呈现出差异化发展态势。食品饮料板块各子板块涨跌差异明显,部分子板块增长强劲,而部分子板块则面临较大下行压力。总体来看,板块整体表现不及沪深300指数。

具体来看食品饮料子板块,软饮料、零食、啤酒、调味发酵品III、乳品板块均实现了增长,其中软饮料板块表现最为亮眼,涨幅高达约55.56%,远超板块内其他子板块,显示出该板块在这期间具有强劲的增长动力。其余涨幅分别为41.43%、16.87%、14.10%、13.44%。然而,其他子板块则呈现下滑趋势:肉制品、预加工食品、保健品、白酒III、烘焙食品和熟食板块分别下滑了-2.30%、-16.50%、-8.90%、-9.42%、-9.48%。其中熟食板块跌幅最大,在所有子板块中处于垫底位置。

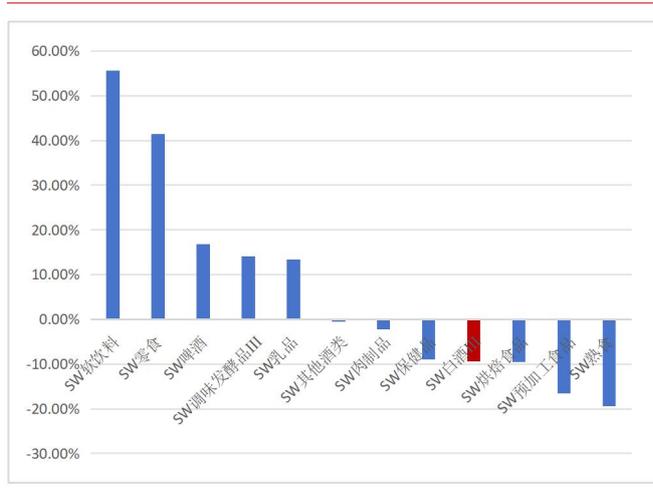
白酒板块处于跌幅位置为倒数第四位,可能由于白酒产能过剩叠加需求疲软,消费结构转变,库存积压严重,价格倒挂,经销商积极性受挫,产品结构调整成本攀升。而且存量市场竞争激烈,高端品牌压制低端品牌,种种因素共同导致酒企业绩下滑。与此同时,沪深300指数累计增长了32.10%,相比之下,食品饮料和食品饮料子板块白酒III的表现未能超越沪深300。

图 1：2024 年申万行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: WIND, 财达研究

图 2：食品饮料子板块涨跌幅情况 (%)



资料来源: WIND, 财达研究

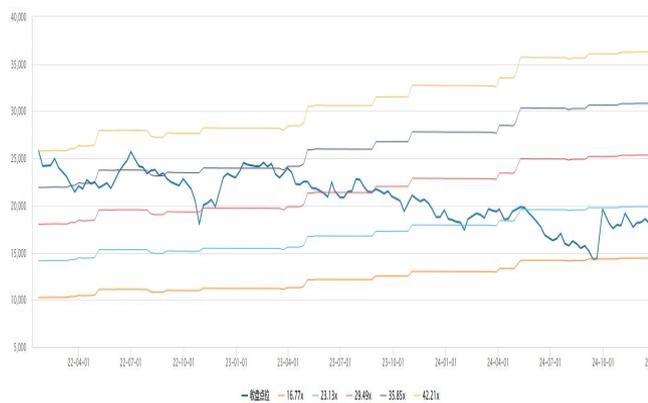
## 1.2 估值持续创新低

2024 年以来，食品饮料板块整体估值水平处于近几年低位，反映出行业面临的挑战与分化。其中在食品饮料子板块中，市盈率上升的板块有零食、软饮料、啤酒、肉制品。其中软饮料一年中的上升幅度最大，达到了 8.19%。市盈率下降的分别有其他酒类、调味发酵品、保健品、白酒Ⅲ、烘焙食品以及预加工食品。年初其他酒类以高达约 118.25 倍的市盈率位居榜首，显示出该板块在年初时市场给予了较高的估值预期，而年末估值回调明显。

白酒Ⅲ板块作为食品饮料行业的重要组成部分，其估值在 2024 年也经历了市盈率的下滑。尽管部分子板块如软饮料等表现出色，但白酒板块的表现却不尽如人意。这主要归因于白酒市场的产能过剩、需求疲软以及消费结构的转变。库存积压严重，价格倒挂现象频发，经销商的积极性受到严重打击，同时产品结构调整的成本也在不断攀升。这些因素共同作用，使得白酒企业的业绩普遍下滑，进而影响了其估值水平。

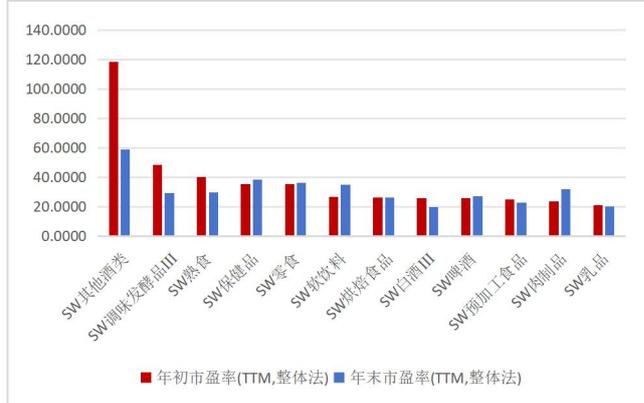
展望未来，白酒行业仍面临诸多挑战。一方面，需要应对市场需求的疲软和消费结构的转变；另一方面，还需要解决库存积压、价格倒挂等现实问题。同时，市场竞争也日益激烈，高端品牌对低端品牌的压制效应愈发明显。因此，白酒企业需要积极调整产品结构、优化营销策略、提高运营效率以应对市场的变化。

图 3：食品饮料（申万）估值情况



资料来源：WIND，财达研究

图 4：食品饮料（申万）子板块市盈率变化情况



资料来源：WIND，财达研究

## 2.政策利好不断，2025 值得期待

### 2.1 财政、货币政策持续加码

自 2024 年 1 月 7 日全国商务工作会议提出以“消费促进年”为主线以来，国家在 2024 年全年更是出台了一系列政策不断刺激消费的发展。从上半年全国人大会议强调的要激发有潜能的消费，扩大有效益的

投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。到年中中共中央政治局会议提出的要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费和中共中央政治局会议提出的要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。再到下半年国务院常务会议通过财政补贴、税收优惠、发放消费券等手段，把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提振消费行动。最后中央经济工作会议提出的将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”放在明年经济工作重点任务的首位的工作要求。同时，我国的货币政策也由之前的稳健转变为了适度宽松；财政政策也变得更加积极，配合着一系列组合拳政策，持续刺激着国内消费的提升。

**表 1：2024 年以来促消费政策情况**

时间	会议	主要内容
1月7日	全国商务工作会议在北京召开	以“消费促进年”为主线，办好各类促消费活动。激发消费潜能，培育壮大新型消费，稳定和扩大传统消费，推进服务消费品质升级。“推动消费持续扩大，完善市场和流通体系”。扩大消费被列为2024年的经济工作之首。
3月5日	十四届全国人大二次会议，全国政协十四届二次会议	强调：要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。政府工作报告强调要“从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策”；计划报告则把“改善居民消费能力和预期”摆在促进消费稳定增长工作的首要位置。
7月30日	中共中央政治局会议	要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。要进一步调动民间投资积极性，扩大有效投资。
8月9日	国务院新闻办新闻发布会	围绕挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能等方面，国家提出20项具体任务，支持餐饮住宿、家政服务、养老托育等服务消费重点领域高质量发展。
9月26日	中共中央政治局会议	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。
10月25日	国务院常务会议	落实一揽子增量政策：会议强调“持续抓好一揽子增量政策的落地落实”，通过财政补贴、税收优惠、发放消费券等手段，把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提振消费行动。
11月27日	全国市场运行和消费促进工作会议	会议总结2024年市场运行和消费促进工作，分析当前消费形势，交流经验做法，部署下一阶段重点工作。强调促消费与惠民生结合：要把促消费和惠民生结合起来，扎实推进消费品以旧换新，办好促消费活动，扩大服务消费，培育新型消费，创新消费场景，持续释放消费潜力。
12月9日	中共中央政治局会议	提出扩大内需要求：会议指出，要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
12月11日	中央经济工作会议	将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”放在明年经济工作重点任务的首位，指出要激发有潜能的消费，推动消费从疫

后恢复转向持续扩大。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。

资料来源：中国政府网，人民网，央视网，财达研究整理

**表 2：历年货币政策**

年份	货币政策	财政政策
2001	稳健	积极
2002	稳健	积极
2003	稳健	积极
2004	稳健	稳健
2005	稳健	稳健
2006	稳健	稳健
2007	从紧	稳健
2008	适度宽松	积极
2009	适度宽松	积极
2010	稳健	积极
2011	稳健	积极
2012	稳健	积极
2013	稳健	积极
2014	稳健	积极
2015	稳健	积极
2016	稳健中性	积极有效
2017	稳健	积极
2018	稳健	积极
2019	稳健、松紧适度	积极、加力提效
2020	灵活适度、精准导向	积极有为、注重实效
2021	稳健、灵活适度、保持流动性合理充裕	积极、提升效能，更加注重精准、可持续
2022	稳健、精准有力	积极、加力提效
2023	稳健、灵活适度、精准有效	积极、适度加力、提质增效
2024	适度宽松	更加积极

资料来源：中国政府网，新华社，人民网，财达研究整理

## 2.2 多地推行大额消费券，促消政策再刺激

2024 年下半年，上海、北京、深圳、杭州、武汉、成都等多个一线大城市通过发放亿级规模大额餐饮消费券来刺激居民们的餐饮消费热情。其中在 10 月初，上海市投入市级财政资金 3.6 亿元发放名为“乐品上海”的餐饮消费券，券面规则分别为满 200 减 60 元、满 300 元减 120 元、满 400 减 160 元、满 600 减 240 元、满 900 减 400 元，满减力度非常大。第一轮前两批餐饮消费券发放期间，上海餐饮业线下消费达 163.06 亿元，同比增长 37.8%。其中，国庆黄金周七天，上海餐饮业线下消费 81.92 亿元，同比大涨 44.8%。前两批餐饮消费券带来的资金撬动比为 5.1，即每核销 1 元，拉动了 5.1 元的线下餐饮消费金额。紧接

着深圳、北京、杭州也纷纷投入上亿元资金为市民发放餐饮消费券。刺激效果显著，各地的线下餐饮消费额纷纷得到了提升。

表 3：2024 年 Q4 多地发放消费券

地区	时间	满减力度
深圳	24 年 11 月 26 日-25 年 1 月 31 日	满 150 减 20 元、满 350 元减 50 元、满 600 减 80 元、满 1000 减 120 元、满 1500 减 150 元、满 3500 减 350 元
上海	24 年 9 月 28 日-24 年 12 月 28 日	满 200 减 60 元、满 300 元减 120 元、满 400 减 160 元、满 600 减 240 元、满 900 减 400 元
北京	24 年 12 月 16 日-24 年 12 月 31 日	满 50 减 15 元、满 100 减 30 元、满 200 减 50 元、满 498 减 100 元
广州	24 年 12 月 4 日-25 年 1 月 1 日	满 50 减 15 元、满 100 减 30 元、满 200 减 50 元、满 500 减 100 元、满 1000 减 200 元
杭州	24 年 12 月 27 日-24 年 12 月 31 日	满 50 减 10 元、满 100 减 20 元、满 200 减 40 元、满 300 减 60 元、满 500 减 100 元
武汉	24 年 12 月 28 日-25 年 1 月 26 日	满 100 减 25 元、满 120 减 30 元、满 180 减 45 元、满 200 减 50 元、满 240 减 60 元、满 400 减 100 元
成都	24 年 12 月 27 日-25 年 1 月 22 日	满 100 减 40 元、满 200 减 50 元、满 300 减 100 元、满 600 减 200 元、满 1200 减 400 元

资料来源：财达研究

## 2.3 宏观数据处于缓慢复苏之中，未来可期

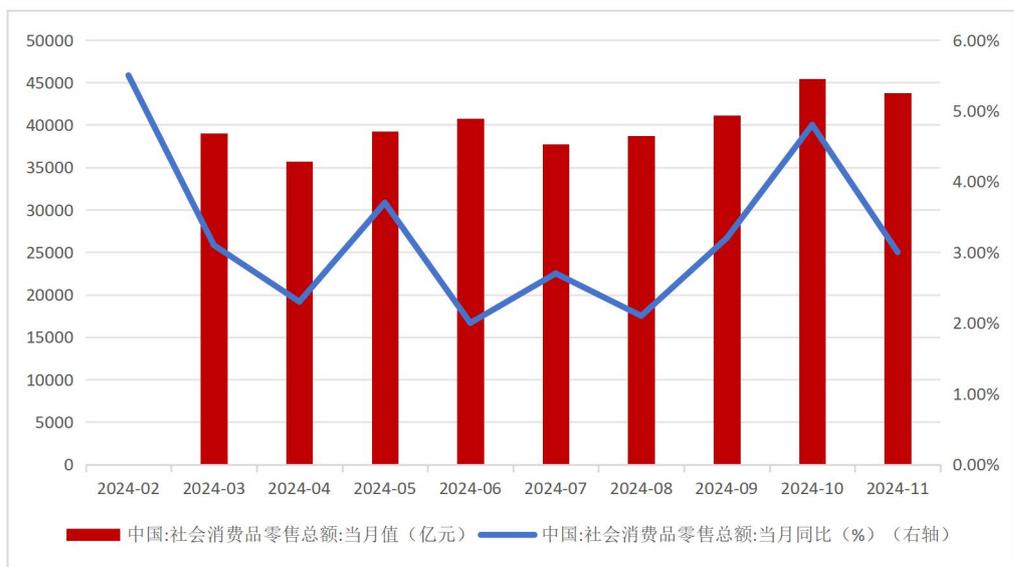
2 月社会消费品零售同比增长 5.50%，开局表现较为亮眼，消费市场呈现出一定的活力，为年初的消费态势奠定了良好基础。3 月到 8 月期间，中国社会消费品零售总额呈现出较为明显的波动状态。总额在 35,699.10 亿元至 40,732.00 亿元之间波动，并未呈现出稳定的增长或下降趋势。同比增速也起伏不定，在 2.00%-3.70% 之间波动。这表明消费市场在这一时期缺乏稳定的增长动力，处于动态调整过程中。

8 月至 10 月，总额大幅增长至 45,396.00 亿元，消费市场迎来了明显的转机，消费规模扩大，增速加快，无论是总额还是同比增速都达到了这一阶段的高峰，消费市场呈现出强劲的增长势头，可能得益于节假日等因素对消费的刺激，消费者的消费意愿和能力在这一时期得到了充分释放。

10 月总额为 45,396.00 亿元，11 月降至 43,763.00 亿元，同比增速从 4.80% 下降到 3.00%，消费市场在经历了 10 月的高峰后出现了回调，总额和增速均有所下降，但仍保持正增长，说明消费市场在经历短期的快速增长后进入了一个相对平稳的调整期，整体消费态势依然稳健。

综上，2024 年全年社会消费品零售总额整体上多数月份保持正增长，且在年末处于弱复苏状态，反映出消费市场在复杂的经济环境下处于缓慢复苏之中，为 2025 年打好惯性基础。

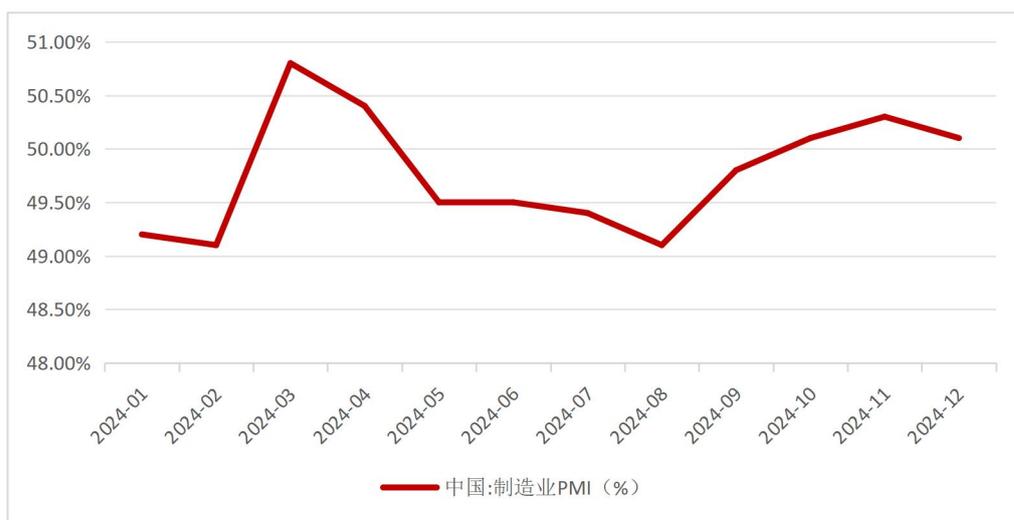
图 5：2024 年中国社会消费品零售总额



资料来源：WIND，财达研究

2024 年中国制造业 PMI 月度走势 8 月后拐头向上，逐渐进入扩张区间。12 月 PMI 指数为 50.1%，虽较 11 月的 50.3% 略有下降，但仍处于扩张区间，且此前已实现连续 3 个月上升，包括 11 月较上月提升 0.2 个百分点，这显示出制造业在经历前期波动后，于 12 月仍保持了一定的扩张态势，延续了边际修复的趋势，反映出制造业在整体波动的年度走势中，于年末阶段仍具有一定的发展韧性和活力。整体而言，1—2 月 PMI 处于荣枯线以下，制造业活动收缩；3 月大幅上升超荣枯线，制造业进入扩张；4 月回落但仍扩张，5—7 月在荣枯线上下波动，态势不稳；8 月起回升，10—11 月持续扩张且力度增强，12 月略降但仍在扩张区间。

图 6：2024 年制造业 PMI 数据



资料来源：WIND，财达研究

### 3. 白酒行业马太效应逐步明晰

#### 3.1 白酒产量下降，企业数量整体减少

白酒产量 2010-2016 年处于扩张期，产量由 2010 年的 890.83 万千升增长到 2016 年的 1358.36 万千升。2017 年白酒行业产量增速开始下降，2019 年彻底转为负增长，2019-2021 年销量降幅较小，产品价格仍在上行趋势，行业整体仍然扩张。2022 年在疫情管控下导致消费场所不畅，行业开始进入收缩阶段。2023 年疫情管控放开消费场景逐渐顺畅，销量下降趋势收窄，价格出现企稳。时间来到 2024 年受经济波动影响，消费需求走弱，白酒价格再次出现下降，产量继续下降，1-11 月产量为 372.6 万千升。

与此同时，白酒企业数量上也在不断减少，白酒规模以上行业企业数量由 2015 年的 1563 家下降到 2022 年的 963 家。

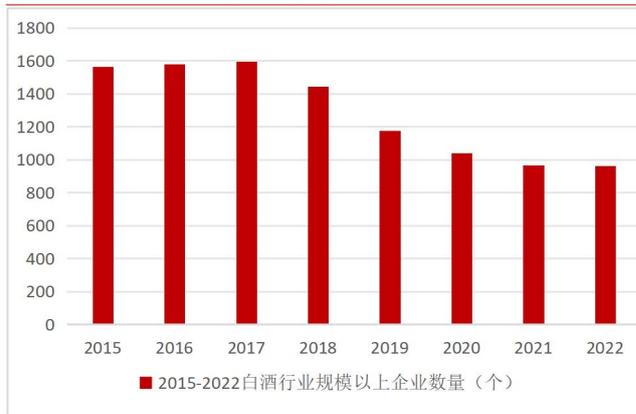
整体来看当前行业处于一个“收缩”状态。中小酒企生存空间进一步被压缩，市场份额加速向大型企业集中。在这种背景下，拥有品牌优势、渠道优势以及规模经济效益的龙头企业，能够更好地抵御市场风险，抓住市场机遇，不断提升自身的市占率。

图 7：白酒 2010-2024 年产量情况



资料来源：WIND，财达研究

图 8：2015-2022 年白酒行业规模以上企业数量



资料来源：WIND，财达研究

#### 3.2 行业预收账款仍保持增长，龙头酒企产品价格仍有安全垫

整体上来看，2015-2023 年期间，白酒产业的预收款持续上升。尽管自 2021 年起，该行业的预收款项开始出现减少，但若将时间跨度拉长，我们仍然可以看到，2015 年白酒上市公司的预收款项总额为 182 亿元，而到了 2023 年，这一数字已经增长到了 547 亿元。预收款项不仅显示了公司的议价能力，也预示着未来的收入潜力。2015 年至 2023

年预收款项的增加,表明整个行业并未因增长压力而提前进行款项支付和货物交付。

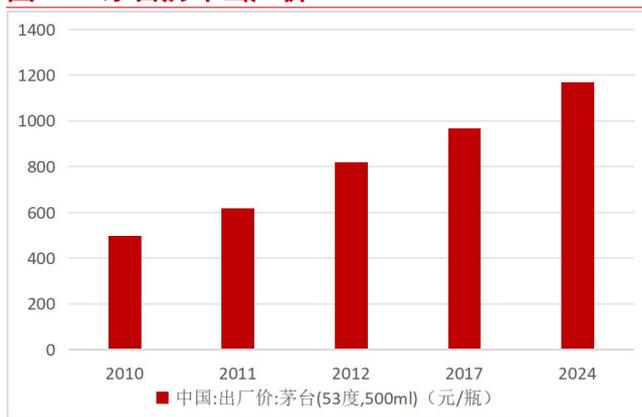
贵州茅台作为行业领军者,龙头酒企中的“老大”,它的产品价格走势代表一定的行业发展趋势。当前,贵州茅台出厂价格仍然保持上涨,由2010年的499元/瓶增长到2024年的1169元/瓶,茅台酒的出厂价差为公司报表层面的增长提供了一定的安全垫。

图9: 白酒行业预收款概况



资料来源: WIND, 财达研究

图10: 茅台历年出厂价



资料来源: 公司公告, WIND, 财达研究

### 3.3 龙头酒企市占率逐步提升

据中国酒业协会统计,从2015年至2023年,该行业的收入总额从5559亿元增长到7560亿元,年均增长率达到4%。同时,观察上市公司的财务数据,2015年至2023年期间,白酒板块的上市公司(排除市值低于100亿的企业)在行业内的市场份额由20%上升至54%,而排名前五的上市公司的市场份额则由16%增加到44%。

龙头企业的集聚效应显著,市占率的未来增长潜力较大。从2015年到2023年,排名前五的上市白酒公司收入增长了275%,这比所有上市公司的平均增速要快。然而,与国内其他消费品行业相比,白酒行业的CR5(前五大企业市场占有率)为44%,相较于啤酒行业的CR5高达92%这一比例仍然偏低。因此,预计白酒上市公司的市场份额还有很大的增长潜力。

图 11：白酒行业市占率



资料来源：中酒协，WIND，财达研究

### 3.4 白酒行业马太效应已现

当前我们将白酒分为高端、次高端、地区头部白酒。可以看出当前以茅五庐为首的龙头酒企在营收增速、归母净利润、归母净利率、毛利率、毛销差上相较于其他次高端、地区头部白酒上业绩指标更优，行业出现分化情况。整体上看高端白酒企业如茅台、五粮液、泸州老窖等，凭借其强大的品牌效应、高端的产品定位以及稳健的市场策略，保持了较高的营收增速和归母净利润。这些企业的归母净利率和毛利率也普遍较高，显示出其强大的盈利能力和市场竞争力。

表 4：高端、次高端、地区头部酒企业绩增速概况

分类	公司	24Q1-3 营收增速	24Q1-3 归母净利润增速	归母利润率		毛利率		毛销差	
				24Q1-3	同比	24Q1-3	同比	24Q1-3	同比
高端	贵州茅台	17%	15%	52%	-1%	92%	0%	88%	-1%
	五粮液	9%	9%	38%	0%	77%	1%	66%	0%
	泸州老窖	11%	10%	48%	-1%	88%	0%	78%	1%
次高端	酒鬼酒	-44%	-88%	5%	-18%	72%	-7%	32%	-17%
	山西汾酒	17%	20%	36%	1%	76%	0%	67%	0%
	水井坊	6%	10%	30%	1%	83%	0%	63%	2%
	舍得酒业	-15%	-48%	15%	-10%	68%	-7%	47%	-10%
地区酒企	古井贡酒	20%	25%	26%	1%	80%	1%	54%	3%
	今世缘	19%	17%	31%	-1%	74%	-2%	59%	0%
	洋河股份	-9%	-16%	31%	-3%	74%	-2%	60%	-4%
	金徽酒	15%	22%	14%	1%	64%	1%	44%	2%
	迎驾贡酒	14%	20%	37%	2%	74%	3%	66%	3%

资料来源：公司公告，WIND，财达研究

## 4.拐点已近，预期先行

### 4.1 经销商大会定调新一年发展重心

从24年经销商大会我们可以看出25年的经营策略将会是理性而务实的。整体来看，酒企们将会科学地看待业绩增速目标，不会盲目追求高速增长，而是更加注重可持续发展。在产品策略上，酒企们将聚焦于腰部产品，即那些既不是高端也不是低端的产品，这些产品往往有着更广泛的市场接受度。通过调整产品矩阵，酒企们希望能够更好地迎合大众的需求，提供更加多样化和符合消费者期望的产品。此外，酒企们还将保持渠道库存的健康状态，避免过度库存带来的风险，并确保利润空间的持续性，以保证公司的长期盈利能力。

表 5：部门白酒公司经销商大会概况

公司	经销商大会定调	25 年营业策略重心
贵州茅台	以消费者为中心，推进“三个转型”，优化产品、渠道、市场推广等策略，促进系列酒发展	1. 供需与渠道：以消费者为核心，优化渠道与投放策略，解决供需难题，增强消费触达转化。2. 转型发展：实现“朋饮”到“友饮”、“卖酒”至“卖生活方式”的转变。3. 产品规划：调整飞天、珍品茅台投放量，推文创及“走进系列”，拓宽消费场景。4. 品牌塑造：开展文化活动，投身公益，提升品牌形象。5. 市场拓展：深挖国内存量、增量需求，稳进国际市场。
五粮液	“营销执行提升年”，深化“稳价格、抓动销、提费效、转作风”方针，提升品牌价值及“五力”，推动品牌价值和市场份额双提升	1. 优化渠道：巩固传统、拓展新兴及国际渠道，大力调整经销商队伍，优商、补商、扶商、强商。2. 提升品牌价值：以提升品牌价值为核心，精塑品牌文化，讲好故事，扩大品牌声量。3. 强化产品动销：深化“稳价、抓动销”方针，确保产品量价平衡，坚持“一地一策、一商一策”。4. 推进产品创新：提升名酒产量，强化技术与酒体创新，提升产品价值。5. 发力国际市场：巩固开拓海外渠道，增强“和美全球行”影响力。
泸州老窖	“数字化落地年”，以六大思维转变引领，推进数字化转型促发展	1. 思维转变：实现从上升到下降市场、渠道到消费者思维等六大转变。2. 数字化转型：借“数字化落地年”，以四大模式保客户利润与市场良性，通过五大改革激发营销动力。3. 市场拓展：聚焦有效开瓶区，巩固优势市场，推进“双百工程”与百城计划 2.0，建立体化渠道提升份额。
今世缘	以“稳健”为基，围绕消费者，量质同抓促发展	1. 优化品牌架构：依“多品牌、单聚焦、全国化”，以国缘为头雁，带动今世缘、高沟冲击次高端。2. 细化产品策略：瞄准“11152”，分类打造大单品，强化四开、对开，省内抓 V3，培育 V9/V6。3. 深化区域精耕：省内登顶，省外分级突破，建“标杆县一样板镇一示范店”矩阵提份额。4. 简化政策体系：优化政策保稳定，实现保价稳价及量价利平衡。5. 强化队伍建设：构建评级与星级合伙人机制，促厂商一体提升竞争力。
山西汾酒	以“稳健压倒一切”为基调，致力于全要素高质量发展，巩固行业地位	1. 稳健经营：将稳健视为首要营销政策，保障全要素高质量发展。2. 市场统筹：紧抓山西控量升级、省外扩容升级，推行弹性营销，推动三大品牌协同，依靠四大单品驱动。3. 实现渠道力、品牌力、产品力的三力合一。4. 年轻化与国际化：探索汾酒年轻化和国际化的 1.0 版本。

古井以“稳健、精准”为基调，并一心一意为客户，抓产品线贡献和人才线，落实公司、客户、酒个人作为促发展

1. 客户服务：秉持一心为客户理念，与客户同命运共应对。2. 聚焦双线：狠抓产品与团队线，优化体系定位，做大基本盘，拓展新版图，聚焦“三品工程”。3. 落实作为：落实“三个作为”，打造厂商共同体。4. 产品优化：古5/8加大C端投入，古16挖掘宴席潜力，古20稳价去库存。5. 市场拓展：省内挖潜，省外培育，控盘稳价。

资料来源：财达研究整理

## 4.2 白酒股息率初步具备投资价值

近期，众多白酒公司纷纷实施中期分红，加上之前一些公司发布的三年分红计划，白酒行业目前展现出了一定的股息率吸引力。目前，一些龙头酒企的股息率（TTM）已经逐渐攀升至历史高位，与国际消费品巨头相比，也显示出较高的水平。随着白酒行业需求的逐渐回暖，供应端的主动调节，以及库存周期的逐步改善，再加上企业对股东回报的重视，目前白酒行业尤其龙头酒企已经显示出其配置价值。

**表 6：部分白酒分红规划**

公司	事项	措施
贵州茅台	三年分红规划	2024年至2026年度，贵州茅台每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归母净利润的75%，原则上每年度进行两次分红。
	中期分红	以方案实施前的公司总股本12.56亿股为基数，每股派发现金红利23.882元（含税），共计派发现金红利300亿元（含税）。
	回购	以不低于30亿元（含）且不超过60亿元（含）的自有资金，通过集中竞价交易方式回购公司股份，回购价格不超过1771.90/股（含）。
五粮液	三年分红规划	在2024年到2026年，每年拿出不低于200亿元（含税）现金用于分红，分红总额占当年归母净利润的比例为70%
	中期分红	拟中期分红100亿元（含税），这笔分红预计将于2025年春节前完成。
泸州老窖	中期分红	拟向全体股东每10股派发现金红利13.58元（含税），合计派发现金红利约20亿元（含税）。
舍得酒业	回购	拟以不超过91.00/元价格回购，回购总金额不超过人民币20000.00万元
古井贡酒	中期分红	拟以2024年9月30日股本总数528,600,000股为基数，每10股派发人民币10.00元（含税），共计人民币5.286亿元。
洋河股份	三年分红规划	2024年度至2026年度，公司每年度的现金分红总额不低于当年归母净利润的70%，且不低于人民币70亿元（含税）。
	中期分红	拟以现有总股本15.06亿股为基数，用未分配利润向全体股东每10股派发现金红利23.30元（含税），合计派发现金红利35.1亿元（含税）
金徽酒	股东增持	自2024年11月22日起6个月内，通过集中竞价交易或大宗交易方式增持金徽酒股份有限公司股份，拟增持资金总额不低于人民币7800万元，不超过人民币1.56亿元。
今世缘	分红规划	单一年度以现金形式分配的股利不少于当年度实现的可供分配利润的30%；最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%。
	股东增持	拟增持股份的金额人民币2.7亿元至5.4亿元（含本数），拟增持股份的价格不

超过 46 元/股(含本数)。

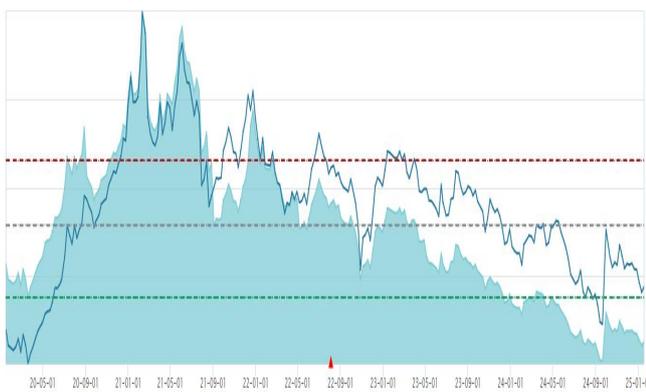
资料来源：财达研究

### 4.3 板块估值处于低位

目前白酒板块的估值具有较高的安全边际,绝对收益空间已经显现。截至 2024 年 12 月 31 日,白酒板块的市盈率约为 20.7 倍,这一数值低于自 2020 年以来的估值中枢水平(约 34.85 倍),处于近五年来的相对低位。同时,我们也可以看出,当前历史估值对应未来一年收益率统计情况下,并没有低于 0%的情况,基本上收益率集中于 50-100%。

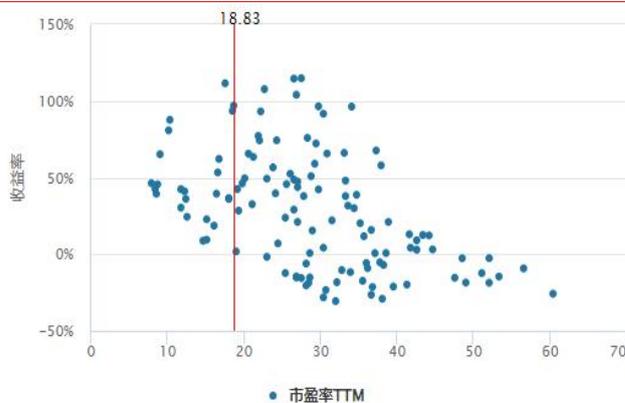
因此,当前配置白酒板块的性价比非常突出。

图 12: 申万(2021)白酒Ⅲ估值情况



资料来源：WIND, 财达研究

图 13: 历史估值对应未来 1 年收益率统计



资料来源：WIND, 财达研究

## 5.展望 2025 年

分析白酒行业的三个周期——品牌周期、需求周期和量价周期,我们得出结论:长期的品牌化周期还将持续进行,市场向高品质品牌集中的趋势正加速发展。在中期的需求周期方面,随着政策的逐步实施和落实,需求有望逐渐复苏。而在短期的量价周期上,特别是行业领头羊,已经开始率先实现转变。

整体上看,白酒当前业绩分化较为明显,在行业整体缩量背景下,头部企业无论是品牌还是渠道方面都具备显著优势,未来头部集中趋势有望进一步加速。建议投资者优选业绩确定性高、同时分红率稳步提升的行业龙头。因此,建议长线资金积极配置两市白酒龙头公司,并给与标配(维持)评级。

## 6.风险提示

- (1) 白酒企业批价大幅波动风险;
- (2) 宏观经济恢复不及预期风险;

(3) 食品安全风险。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 股票投资评级说明

#### 【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%

看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

#### 【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%

标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

#### 【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%

增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间

中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间

卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

### 法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。