

# 大河弯处，静水翻涛

## ——2025年白酒行业年度策略

2024年11月30日  
行业评级：看好

分析师	杨骥	分析师	张家祯	分析师	满静雅	分析师	潘俊汝	研究助理	王羽祺
邮箱	yangji@stocke.com.cn	邮箱	zhangjiazhen@stocke.com.cn	邮箱	manjingya@stocke.com.cn	邮箱	panjunru@stocke.com.cn	邮箱	wangyuqi@stocke.com.cn
证书编号	S1230522030003	证书编号	S1230523080001	证书编号	S1230524100004	证书编号	S1230524010001	证书编号	

## 1、白酒行业复盘：当前为行业新旧周期转换阶段，关注茅台批价及茅五动销表现

**1) 关注点1：当前为新旧周期转换，更接近18-19年而非12-15年。**复盘来看，12-15年特征为“量价双降、业绩下滑、经销商退出”，18-19年特征为“短暂调整、预期波动、增速换挡”，目前行业处于此轮调整期的底部区域，周期阶段与18-19年更为相近，预计行业不会出现年度负增长；**2) 关注点2：茅台批价&茅五动销为观测白酒行业变化的先行指标。**我们认为头部酒企的批价动销是否有显著好转是观测白酒行业变化的先行指标，其中核心指标为茅台批价及茅五动销表现；**3) 关注点3：品牌较强、库存良性、目标合理的酒企有望率先穿越周期。**我们认为扩张型酒企调整早幅度大，品牌势能较强、库存更为良性、增速目标合理的酒企恢复快弹性大，基地市场牢固的酒企受周期扰动小。

## 2、新五大周期论：经济周期修复&产业周期换挡&库存周期去化，白酒行业景气度或迎底部回升，具有100-400元大单品和增速目标合理的酒企表现更优

我们在此前提出的“五大周期论”基础上进行更新展望，具体而言：**1) 经济周期：**社零、地产等经济数据呈现转好迹象，顺周期白酒有望受益，924以来重磅政策密集落地，白酒景气度明显提升；**2) 产业周期：**白酒行业降速但不失速，头部酒企或迎增速换挡，近年来酒企加码数字化改革转型；**3) 库存周期：**行业降速去库存，24年需求偏弱下库存有所累加，25年后或进入去库存阶段，主动降速、渠道掌控力强的酒企或更易穿越周期；**4) 产品周期：**升级与降级并存，100-400元价位带表现较优，酒企根据所处阶段选择不同策略，权衡良性发展&考核目标；**5) 企业家周期：**2024年为酒企业管理层的焕新年，以茅五为代表的头部酒企均有重要管理层的更替，注入新活力新思想，当前多数酒企尊重行业规律，锚定良性发展，保持中长期战略定力。

## 3、投资建议：25年春节为试金石，茅台批价预计不会出现阶段性新低，政策催化下或迎白酒结构牛市，推荐攻守兼备两条主线

**展望1：**由于近年来节庆效应更加显著，23-24年虽行业有所调整，但头部酒企春节动销均有超预期表现，25年春节或为下一个试金石；分场景看，在宴席低基数背景下，25年春节婚宴表现+整体宴席场景或有望迎修复。**展望2：**茅台批价受“发货面、政策面、预期面”影响，茅台批价成本或有三级价格体系，预计不会出现阶段性新低，短期下行幅度有限。**展望3：**2025年不同的酒企增长策略决定企业发展，名酒更应注重抢占细分价位的第一，区域龙头酒更应注重战略坚守、聚焦升级、强占省会、政商培育；在白酒行业处于调整期底部区域、酒企表现分化的背景下，25年酒企的增长来源分为“高势能延续”、“低基数修复”两大类。

**投资建议：**24Q3酒企主动控速，力争在发展中解决供需矛盾和库存压力，更应关注后续增速可持续及宏观政策催化下的预期转向。重视“高势能延续”、“低基数修复”两条主线：①高势能延续的确定性：高端酒推荐五粮液/贵州茅台，次高端及区域酒推荐山西汾酒/古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘；②低基数修复的弹性：高端酒推荐泸州老窖，次高端及区域酒推荐老白干酒/水井坊。

**风险提示：**消费恢复速度不及预期；高端酒批价上涨不及预期。

B A I J I U

# 目录

C O N T E N T S

## 01

### 白酒复盘：新旧周期转换，关注茅台批价&茅五动销

关注点1：当前为新旧周期转换，更接近18-19年而非12-15年

关注点2：茅台批价&茅五动销为观测白酒行业变化的先行指标

关注点3：品牌较强、库存良性、目标合理的酒企有望率先穿越周期

## 02

### 五大周期论：行业降速去库，景气度或迎底部回升

经济周期：社零、地产等经济数据呈现转好迹象，顺周期白酒有望受益

产业周期：白酒行业降速但不失速，头部酒企或迎增速换挡

库存周期：行业降速去库存，主动降速、渠道掌控力强的酒企或更易穿越周期

产品周期：升级与降级并存，100-400元价位带表现较优

企业家周期：管理层焕新注入新活力，锚定良性发展保持战略定力

## 03

### 投资建议：25年春节为试金石，推荐攻守两条主线

展望1：25年春节为试金石，节庆效应下头部酒企或仍有超预期可能

展望2：茅台批价受三因素影响，预计不会出现阶段性新低

展望3：浪成于微澜之间，2025年不同的酒企增长策略决定企业发展

投资建议：政策催化下或迎白酒结构牛市，推荐攻守兼备两条主线

# 01

# 白酒复盘

# 1.1 关注点1：当前为新旧周期转换，更接近18-19年而非12-15年

在24Q3酒企主动控速致使部分标的出现业绩波动的背景下，市场对于“当前时点的白酒行业是否为底部，更像12-15年还是18-19年？”的讨论较多，我们希望通过多维度的历史复盘总结此前两轮调整期的特征，并对当前白酒行业所处阶段做出研判。

由于白酒行业的调整往往受产业周期和经济周期的共振影响，故我们从产业和经济两方面分析来看，目前行业处于此轮调整期的底部区域，周期阶段与18-19年更为相近，预计行业不会出现年度负增长。

**产业层面：**我们认为24Q3行业增速回落已至0-5%，行业处于此轮调整期的底部区域，其中部分酒企当前符合12-15年调整期的特征，部分酒企处于18-19年的短暂调整状态。基于我们《白酒行业2023年度投资策略：疾风知劲草，掘金价值底》中的复盘所述，12-15年行业调整期有三大特征：“量价双降”“业绩下滑”“经销商退出”；18-19年行业调整期亦有三大特征：“短暂调整”“预期波动”“增速换挡”。我们对当前各酒企所处阶段进行分类：当前酒鬼酒出现“量价双降”“业绩下滑”“经销商退出”特征，舍得酒业、口子窖、洋河股份出现“量价双降”“业绩下滑”特征，我们认为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等酒企目前或仍体现为“短暂调整”“预期波动”“增速换挡”的特征，彰显较强的韧性。

**经济层面：**我们认为当前外部环境与18-19年较为相似，即处于宏观经济增速换挡、M1增速大幅下降阶段，但无对白酒行业需求端冲击较大的政策出台。12-15年行业调整期的经济特征为：宏观经济增速换挡、对需求端具重要影响的政策出台，期间GDP和M1增速同比放缓；18-19年行业调整期的经济特征为：宏观经济增速换挡，GDP/M2增速放缓，M1增速大幅下降。

图：当前行业表现分化，各酒企所处阶段存差异

分类	酒企	收入增速 (%)		归母净利润增速 (%)		收入占比 (%)		净利润占比 (%)		收入占比同比变化 (%)		归母净利润占比同比变化 (%)	
		24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3
高端酒	贵州茅台	15.3%	17.0%	13.2%	19.1%	41.16%	36.24%	53.16%	46.17%	5.0%	2.2%	5.2%	1.7%
	五粮液	1.4%	8.6%	1.3%	14.2%	17.92%	19.99%	16.32%	18.92%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.3%
	泸州老窖	0.7%	10.8%	2.6%	28.6%	7.68%	7.15%	9.91%	8.80%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%
次高端酒	山西汾酒	11.4%	17.2%	10.4%	32.7%	8.93%	9.23%	8.17%	8.61%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%
	舍得酒业	-30.9%	-15.0%	-79.2%	7.9%	1.23%	1.31%	0.22%	0.51%	-0.6%	-0.4%	-0.8%	-0.6%
	酒鬼酒	-67.2%	-44.4%	-213.7%	-50.7%	0.20%	0.35%	-0.18%	0.04%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
	水井坊	0.4%	5.6%	7.7%	-3.1%	2.15%	1.12%	2.45%	0.85%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
区域龙头酒	洋河股份	-44.8%	-9.1%	-73.0%	12.5%	4.81%	8.10%	1.75%	6.51%	-4.0%	-1.7%	-4.9%	-2.1%
	今世缘	10.1%	18.9%	6.6%	26.6%	2.74%	2.93%	1.73%	2.34%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
	古井贡酒	13.4%	19.5%	13.6%	45.4%	5.46%	5.61%	3.26%	3.60%	0.6%	0.5%	0.3%	0.4%
	口子窖	-22.0%	-1.9%	-27.7%	12.2%	1.24%	1.28%	1.01%	0.99%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.1%
三四线酒	迎驾贡酒	1.6%	13.8%	3.7%	38.8%	1.79%	1.62%	1.74%	1.52%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
	金种子酒	-54.4%	-24.9%	-384.2%	74.3%	0.14%	0.24%	-0.31%	-0.08%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	0.0%
	老白干酒	0.3%	6.3%	25.2%	-21.6%	1.68%	1.20%	0.70%	0.42%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
	伊力特	-23.3%	0.6%	-17.8%	63.9%	0.34%	0.49%	0.12%	0.18%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	顺鑫农业	-37.2%	-16.9%	80.8%	-1159.2%	1.69%	2.15%	-0.11%	0.29%	-1.0%	-0.7%	0.5%	0.5%
	全椒酒	15.8%	15.3%	108.8%	27.6%	0.60%	0.69%	0.11%	0.25%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
	天佑德酒	-18.8%	4.9%	-334.4%	-45.8%	0.24%	0.29%	-0.06%	0.04%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%

数据来源：WIND，浙商证券研究所

# 1.1 关注点1：复盘12-15年：“量价双降” “业绩下滑” “经销商退出”

基于《近三年白酒行业调整期复盘深度：共性与个性，背后暗喻了过去和未来》、《白酒行业18-19年复盘报告：外资对白酒板块影响大吗？板块迎拐点催化有哪些？》等复盘报告基础上，我们从不同视角切入12-15年/18-19年同样处于经济增速波动周期下的两轮白酒行业调整期&16年/17年两年复苏期，以期对分析行业每个阶段背后发展逻辑做出规律性总结，并对当前行业周期演绎做出指向：

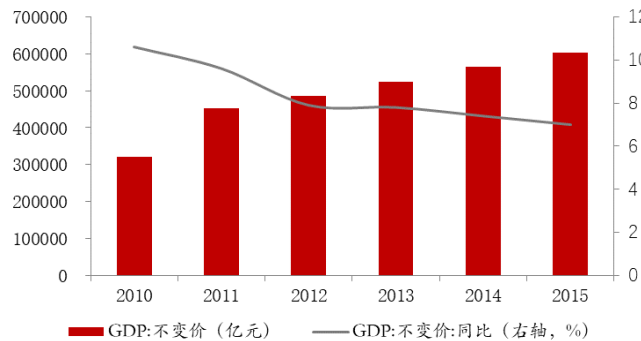
## 12-15年：“量价双降” “业绩下滑” “经销商退出”

**经济/行业背景：**外部政策的出台及安全事件的曝光为12年白酒行业进入调整期的导火索，内部失衡使得消费、价格、渠道泡沫破裂为必然结果。

**重要事件：**在本轮行业深度调整中，①多数高端酒企均“量价齐跌”，其中高端酒受益于强经营能力，即使在14年五粮液/泸州老窖批价被迫回落后，仍实现向上稳定，但前期渠道管控能力较弱的酒企则损伤最大，经销商大面积退出，以次高端酒为甚；②多数酒企业绩/结构均下滑，仅贵州茅台、古井贡酒、顺鑫农业平稳渡过，后续洋河股份/古井贡酒等区域龙头实现较快修复。

**股价/估值分析：**调整期带来戴维斯双杀后，估值带动股价上行。**报表层面**，白酒行业终端消费最差时点出现在13年上半年，由于滞后因素，报表的压力时点出现在14年上半年，15年白酒行业进入弱复苏期阶段。**公司层面**，13年仅顺鑫农业股价实现增长；14年受益于渠道改革、公司改制，洋河股份、老白干酒、古井贡酒等区域酒企涨幅居前；15年泸州老窖、水井坊、五粮液涨幅居前，总体来看，次高端酒业绩波动幅度最大，低端酒拥有超越周期的能力。估值层面，贵州茅台估值与批价走势较为相近，在13H1贵州茅台低于预期跌停后，市场预期已修复到底，估值于14年初见底，后开启向上修复。

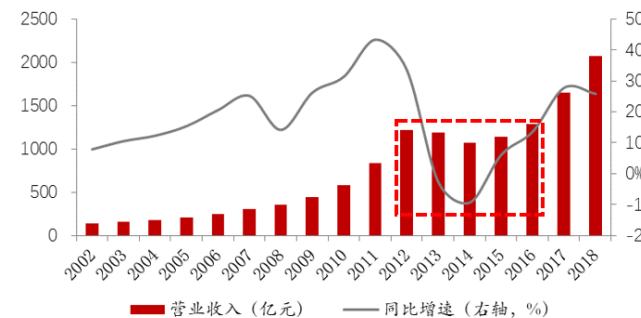
图：2012-2015年我国经济增速进入换挡阶段



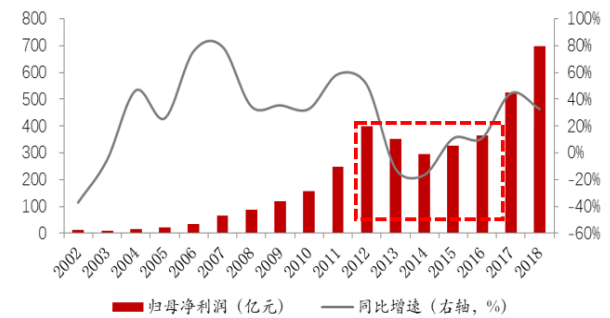
图：2012-2015年白酒产量增速不断放缓



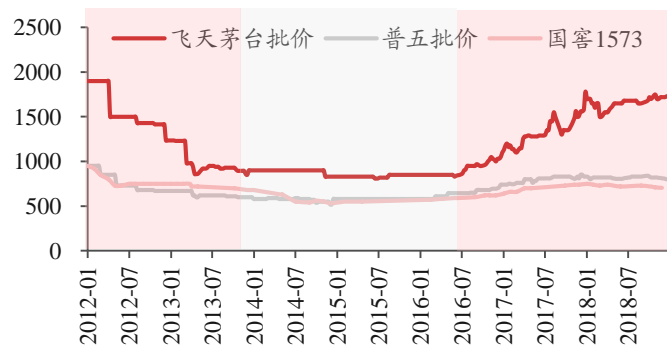
图：深度调整期间白酒行业收入下滑明显



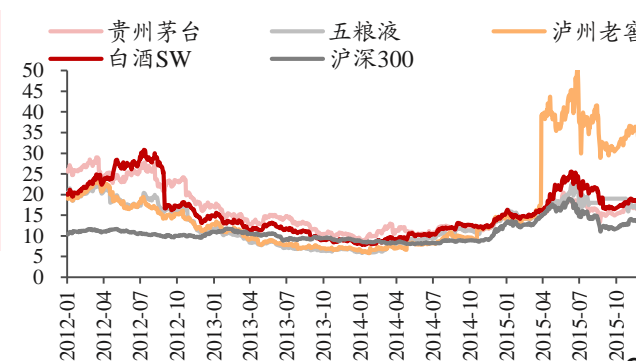
图：深度调整期间白酒行业净利润下滑明显



图：2012-2016年高端酒批价回落



图：2012-2015年白酒板块及高端酒估值



# 1.1 关注点1：复盘18-19年：“短暂调整” “预期波动” “增速换挡”

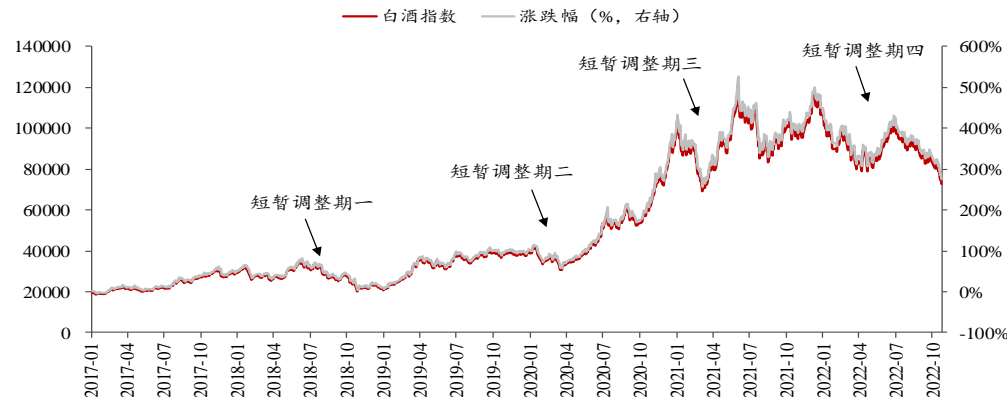
## 18-19年：“短暂调整” “预期波动” “增速换挡”

**经济/行业背景：**15年底开启的“三去一降一补”（即：去产能、去库存、去杠杆，降成本、补短板）成为16-18年宏观经济运行的主要特征，经济增速整体保持平稳，CPI-PPI剪刀差逐步扩大，白酒行业景气度受经济波动影响表现略平稳。

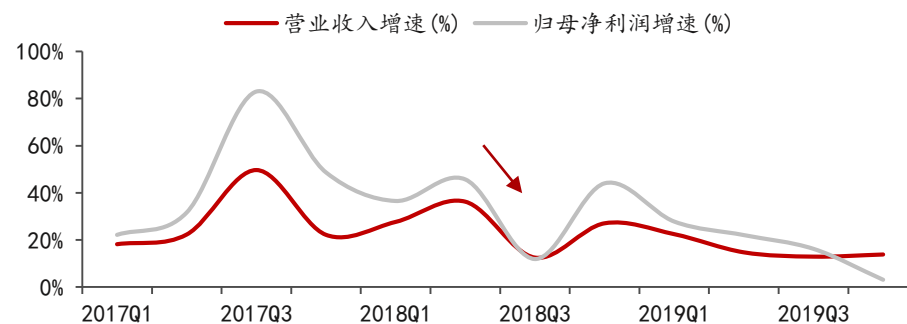
**重要事件：**18年受宏观因素（中美贸易摩擦/发改委限价/政府重点提及房地产调控/消费税征收等方面）+板块内部因素（18H1贵州茅台批价存在波动/高基数下业绩超预期存不确定性/18Q2贵州茅台预收不及预期/淡季表现平淡/18Q3贵州茅台业绩不及预期/秋糖反馈负面等）影响，18年市场对于白酒板块后续成长性存疑，但后期酒企用业绩显示其强韧性，18年底高端酒表现优异，全年来看，白酒板块整体处于波动期；随着19年初宽信用托底经济，资金面（MSCI比例放开等）及基本面（迎开门红+19Q1业绩表现亮眼）驱动外资加速流入&白酒估值重构，板块迎来优异表现。

**高端酒：**率先提价，贵州茅台/五粮液增速优于行业。①贵州茅台：53度飞天茅台出厂价从819元/瓶提升至969元/瓶，终端建议零售价格提升至1499元/瓶；19年公司重点聚焦直营渠道建设经销商配额不增加；②2018年五粮液实行价格双轨制；19年推出八代五粮液；③18年泸州老窖对除核心大单品52度国窖1573外的其他产品作出提价调整。

图：2018年为近年来板块面临的明显调整之一



图：2018Q3板块收入及利润增速均出现放缓，2018H2板块进入调整期



表：18-19年内资仍为主导板块估值变化主要资金

	白酒PE (ttm)	环比变动 (%)	贵州茅台PE (ttm)	环比变动 (%)	五粮液PE (ttm)	环比变动 (%)	泸州老窖PE (ttm)	环比变动 (%)	外资占食品饮料流通市值比 (%)	环比变动	外资占白酒流通市值比 (%)	环比变动
2018Q1末	27.9	-11.9%	32.2	-15.9%	30.7	-15.5%	34.8	-15.6%	4.5%	0.4%	1.7%	-0.1%
2018Q2末	32.9	17.8%	30.4	-5.4%	24.8	-19.2%	27.3	-21.5%	5.5%	1.0%	2.2%	0.5%
2018Q3末	21.5	-34.6%	26.6	-12.8%	19.8	-20.2%	20.9	-23.4%	6.0%	0.6%	2.1%	-0.1%
2018Q4末	18.6	-13.6%	23.8	-10.5%	15.8	-20.4%	17.2	-17.6%	6.3%	0.3%	1.9%	-0.2%
2019Q1末	29.6	59.5%	30.9	29.9%	29.1	84.5%	30	74.2%	7.1%	0.8%	2.3%	0.4%
2019Q2末	34.8	17.3%	33.1	7.3%	33.8	16.4%	31.5	5.1%	6.5%	-0.6%	2.9%	0.5%

# 1.1 关注点1：复盘18-19年：“短暂调整” “预期波动” “增速换挡”

**次高端酒：**经过 18Q1-Q2 的高速增长后，18Q3 受到终端动销放缓的影响，营收和净利润增速随之明显放缓。山西汾酒：改革持续推进，18年6月华润集团的间接入股；18年12月山西汾酒的内部股权激励方案终于落地。

**估值/股价：**股价面看，18年，白酒板块仅顺鑫农业（+66.82%）实现股价正增长；18-19年顺鑫农业（+259.28%）、今世缘（+116.22%）、古井贡酒（+112.17%）、贵州茅台（+74.56%）、五粮液（+72.59%）涨幅居前；估值面看，18年下半年白酒行业板块估值回调明显，板块整体动态市盈率（ttm）从年中的30-34X下调到年末的18-19X，同时外资占白酒板块流通市值亦在下移，贵州茅台的动态市盈率从年初的38倍左右下调到年底的22倍左右；而五粮液和泸州老窖的动态市盈率由年初的36/40倍左右，下调至年底的16/17倍左右；19Q2白酒板块PE（ttm）从30X提升至35X，提升幅度为17%，其中贵州茅台/泸州老窖/五粮液PE分别从31X/29X/30X提升至33X/34X/32X。

表：2018-2019Q1部分酒企收入业绩出现增速换挡，但降速不失速

		营业收入同比增速 (%)					归母净利润同比增速 (%)				
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
高端酒	贵州茅台	31%	46%	3%	36%	24%	39%	42%	3%	48%	32%
	五粮液	37%	38%	23%	31%	27%	38%	55%	20%	44%	30%
	泸州老窖	26%	25%	31%	22%	24%	33%	36%	45%	31%	43%
次高端酒	山西汾酒	49%	45%	31%	64%	20%	52%	70%	60%	38%	23%
	舍得酒业	22%	10%	57%	58%	34%	103%	287%	224%	43%	22%
	酒鬼酒	46%	37%	31%	31%	30%	69%	14%	38%	3%	16%
	水井坊	88%	33%	27%	18%	24%	68%	404%	52%	27%	41%
区域龙头	古井贡酒	18%	49%	18%	18%	43%	43%	121%	46%	25%	35%
	迎驾贡酒	12%	9%	14%	10%	3%	12%	41%	18%	17%	9%
	洋河股份	26%	27%	20%	5%	14%	27%	31%	22%	3%	16%
	今世缘	31%	30%	36%	3%	31%	32%	31%	35%	4%	26%
三四线酒	口子窖	21%	28%	8%	20%	9%	37%	43%	9%	84%	21%
	老白干酒	6%	75%	56%	43%	56%	81%	1059%	41%	127%	57%
	金种子酒	-12%	7%	-3%	12%	-6%	17%	-14%	-3913%	3024%	21%
	伊力特	9%	36%	9%	-1%	0%	8%	88%	-22%	43%	24%
	顺鑫农业	3%	21%	-14%	0%	20%	95%	104%	99%	25%	17%
	金徽酒	5%	19%	-23%	27%	5%	7%	29%	-92%	29%	-10%
	天佑德酒	5%	3%	-5%	4%	-23%	-15%	-67%	-129%	110%	-42%
<b>分档次看</b>											
	高端酒	33%	41%	10%	33%	25%	38%	44%	8%	46%	32%
	次高端酒	50%	35%	33%	50%	23%	58%	112%	69%	30%	25%
	区域龙头	23%	30%	19%	11%	19%	29%	40%	23%	17%	19%
	三四线酒	4%	26%	0%	9%	17%	38%	121%	-3%	263%	11%

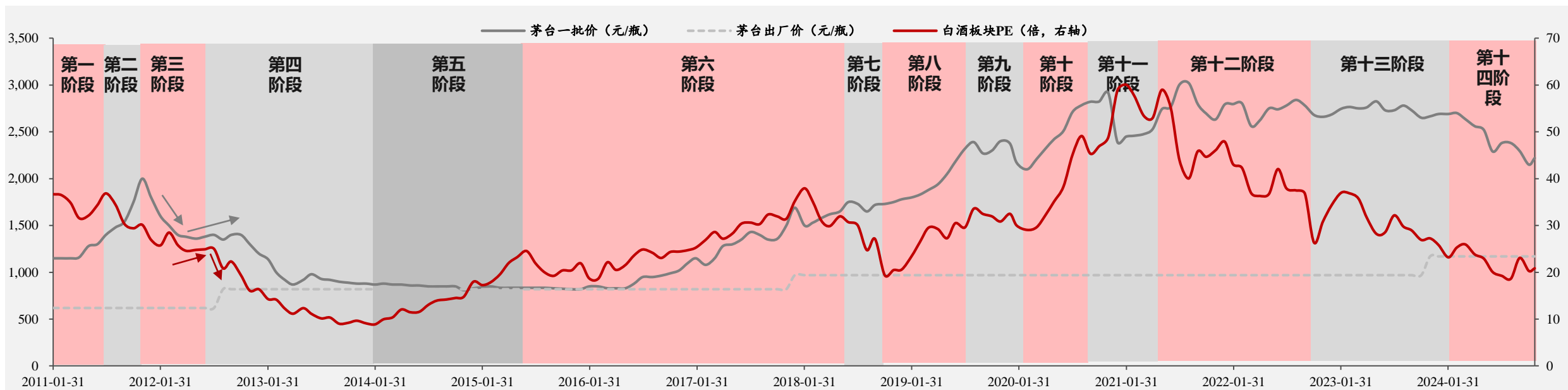
## 1.2 关注点2：茅台批价&茅五动销为观测白酒行业变化的先行指标

复盘来看，我们认为头部酒企的批价动销是否有显著好转是观测白酒行业变化的先行指标，其中核心指标为茅台批价及茅五动销表现。

1) **茅台批价作为行业核心风向标**，代表着白酒行业的景气度和供需变化，对于白酒股价的整体走势有一定的指示作用，一般来说批价上行阶段股价的表现会更好，而批价回落阶段股价表现则相对较弱。复盘来看：①2012-2014年受需求萎缩+库存压力影响，茅台批价持续下行，散瓶普飞从年初的每瓶1850元腰斩至830元附近，逼近829元的出厂价，许多经销商已不再盈利，同期白酒股价也一路走弱，期间贵州茅台最大下跌幅度达54%。②2016年后，随着地产繁荣催生白酒需求，茅台的金融属性带来溢价，飞天批价再次进入上行通道，截至2019年逐步上涨至2400元+，超过前期高点，同期白酒股价逐步回暖。

2) 在行业周期见底的背景下，**茅台及五粮液这两家头部酒企的动销表现可以作为行业向好的先行指标**。复盘来看，在经历2012-2015年调整后，2016年1季度茅台收入恢复17%增长、五粮液收入恢复31%增长，此后在2016年下半年行业迎来显著的业绩修复弹性。我们认为在当前白酒行业的商务用酒场景及礼赠场景均受消费力影响较大的背景下，茅五实际动销的恢复或意味着头部名酒需求的企稳回升，可以作为行业向上的先行指标。

表：贵州茅台估值与批价走势关联度一览表



数据来源：WIND，浙商证券研究所，注：时间截止2024.11.20

# 1.3 关注点3：品牌较强、库存良性、目标合理的酒企有望率先穿越周期

**扩张型酒企调整早幅度大，品牌势能较强、库存更为良性、增速目标合理的酒企恢复快弹性大，基地市场牢固的酒企受周期扰动小。**

受需求端断崖式回落影响，13-14年白酒行业整体承压，于13Q2起整体白酒收入下滑，历经6个季度直至14Q4才实现同比回正。从全年收入来看，经历了13-14年两年下滑后，白酒行业于15年恢复个位数增长，16年实现双位数增长，17年进入高速增长。

**1) 从调整顺序来看，扩张型企业在行业下行期往往先调整。**例如依托招商实现规模快速增长的舍得、水井坊、酒鬼酒率先于12年底开启调整，且调整幅度较大，13年均呈现营收大幅下滑，而高端酒和区域酒渠道相对稳定，业绩表现更加稳健。

**2) 从恢复表现来看，品牌势能较强、库存更为良性、增速目标合理的酒企有望率先恢复。**我们对各酒企进行分类：其中茅台、五粮液、汾酒品牌势能强、库存更为良性且目标设定合理，水井坊、酒鬼酒库存相对见底，均于15Q1-Q3营收恢复同比正增长。

**3) 基地市场牢固的酒企往往受周期扰动较小。**例如江苏市场的洋河、安徽市场的古井/口子窖，均有大本营市场作为业绩支撑，在穿越周期的过程中只需要更加聚焦核心市场，缩小对于外埠市场的投入，便更有易于穿越周期。一般而言，该类酒企在下行周期初期展现出较强的抗风险能力，但相应的在恢复期表现的弹性也会相对较低。

图1：2013-2018年分价格带/分区域白酒营业收入同比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
高端酒	2%	-12%	6%	18%	39%	174%
次高端酒	-26%	-30%	10%	14%	38%	173%
区域酒	-6%	-3%	7%	6%	14%	129%
苏酒	-12%	-3%	8%	7%	16%	134%
徽酒	1%	-4%	5%	7%	13%	126%
合计	-4%	-10%	6%	14%	31%	159%

图2：2013-2018年主流白酒企业营业收入同比

代码	公司名称	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
600519.SH	贵州茅台	44%	17%	2%	3%	19%	50%
000858.SZ	五粮液	34%	-9%	-15%	3%	13%	23%
000568.SZ	泸州老窖	37%	-10%	-49%	29%	20%	20%
600809.SH	山西汾酒	44%	-6%	-36%	5%	7%	37%
600702.SH	舍得酒业	54%	-28%	2%	-20%	26%	12%
600779.SH	水井坊	10%	-70%	-25%	134%	38%	74%
000799.SZ	酒鬼酒	72%	-59%	-43%	55%	9%	34%
002304.SZ	洋河股份	36%	-13%	-2%	9%	7%	16%
603369.SH	今世缘	16%	-3%	-5%	1%	5%	16%
000596.SZ	古井贡酒	27%	9%	2%	13%	15%	16%
603589.SH	口子窖	20%	-2%	-8%	14%	10%	27%
603198.SH	迎驾贡酒	16%	1%	-13%	-1%	4%	3%
600199.SH	金种子酒	30%	-9%	0%	-17%	-17%	-10%
600559.SH	老白干酒	18%	8%	17%	11%	4%	4%
600197.SH	伊力特	43%	-1%	-7%	1%	3%	13%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

# 1.3 关注点3：品牌势能较强、库存更为良性的酒企有望率先穿越周期

在本轮行业调整期中，我们认为，高端酒品牌势能较强且库存更为良性，受周期扰动较小，次高端酒则属于扩张型酒企，恢复快弹性大。

**高端酒：收入端于13Q2开启下滑，14年下滑后15年恢复增长。** 1) 老窖下滑幅度和持续性相对较高，主因公司逆势挺价，13Q4-15Q2收入均呈现大幅下滑。12年公司将国窖1573出厂价从每瓶619元上调到899元，13年8月又上调至999元，同期飞天茅台和普五出厂价分别为819元/瓶、659元/瓶。2) 茅台的报表则表现相对坚挺，仅13Q2/14Q3/15Q4出现收入下滑，主因面对需求全面趋弱，公司及时调整战略，从公务消费转向民营企业消费及普通大众消费，自13Q3恢复收入同比正增长。虽然茅台表现业绩好于其余高端酒，并于11月提前完成了13年全年销售任务，但背后却是以市场价格波动和走低为代价，公司于7月松绑经销商权吸引经销商加盟，从而形成了业绩支撑，但造成价格走低，飞天茅台价格相比12年的高峰期减少了60%。3) 五粮液的收入表现同样承压，13Q3至14Q3收入端均同比下滑，部分受到茅台价格回落的挤压影响，茅台从2000多元降到800元后对五粮液的销售产生了影响。

**次高端酒：收入端自13Q1开启下滑，下滑时点领先于行业1个季度，经历13-14年下滑后15年恢复增长。** 季度节奏来看，在历经7个季度后于14Q4恢复正增长，16Q2至17Q4展现出超越行业的成长弹性。从个股表现来看，水井坊的下滑幅度较大，一方面是因为公司产品定位高端受三公消费影响较大，另一方面是因为2010-2014年期间公司频繁换帅，先后迎来“洋帅”帝亚吉欧原大中华区总裁柯明思、没有任何白酒行业从业经验的大米担任总经理一职、新任董事长陈寿祺，直至15年范祥福担任水井坊总经理后业绩才逐步回归稳定。

**区域酒：收入端自13Q2开启下滑，与行业节奏一致，经历13-14年下滑后15年恢复增长。** 季度节奏来看，在历经4个季度后于14Q2率先恢复正增长。洋河于13Q2出现收入下滑，和行业整体一致，在经历一年的调整后于14Q3恢复单季度持平，全年维度来看在经历13年下滑13%、14年下滑2%后于15年恢复9%的收入正增长，主要得益于100-300元的海之蓝需求稳健，在调整期也维持了稳定增长。以安徽为大本营市场的古井则表现相对稳健，营业收入于12-16年均维持同比正增长（14年收入增长2%）。今世缘、口子窖、迎驾、伊力特均在经历两年收入同比下滑后恢复正增长。

图3：12-17年白酒单季度营业收入同比

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
高端酒	39%	40%	42%	32%	9%	-1%	-7%	5%	-16%	-12%	-16%	-2%	10%	-3%	6%	9%	22%	9%	16%	21%	26%	30%	85%	27%
次高端酒	41%	50%	68%	21%	-2%	-30%	-37%	-46%	-45%	-30%	-26%	10%	5%	8%	11%	18%	9%	16%	27%	10%	35%	43%	50%	26%
区域酒	48%	35%	37%	9%	9%	-10%	-10%	-10%	-3%	10%	26%	40%	27%	29%	7%	1%	9%	3%	6%	6%	11%	14%	15%	18%
苏酒	64%	32%	33%	8%	6%	-8%	-11%	-26%	-10%	-3%	0%	17%	9%	10%	10%	2%	9%	2%	10%	4%	12%	17%	19%	20%
徽酒	31%	43%	42%	4%	16%	-25%	-2%	16%	-14%	28%	11%	-4%	6%	1%	5%	1%	8%	3%	3%	12%	9%	14%	9%	19%
合计	42%	40%	43%	25%	7%	-6%	-13%	-6%	-18%	-11%	-11%	2%	9%	1%	7%	7%	16%	8%	13%	16%	21%	26%	58%	25%

数据来源：WIND，浙商证券研究所

注：高端酒包括茅台，五粮液，泸州老窖；次高端酒包括山西汾酒，舍得酒业，水井坊，酒鬼酒；徽酒包括古井贡酒，迎驾贡酒，口子窖，金种子酒；苏酒包括洋河，今世缘；区域酒包括以上徽酒及苏酒，老白干及伊力特

# 1.3 关注点3：品牌势能较强、库存更为良性的酒企有望率先穿越周期

## 12-15年周期中高端酒韧性较强，次高端酒波动大，区域酒相对稳健

- 1) 高端酒在行业下行期的韧性最强，上一轮周期中率先于15年恢复增长，并于16-18年加速增长。
- 2) 次高端酒受政商务需求扰动影响较大，调整时点较早且幅度大，但后期恢复弹性领先于行业。上一轮周期中于2017年开始高速增长，开启次高端元年。
- 3) 区域酒表现相对稳健，下滑幅度最小但后续弹性也最低，部分得益于强渠道力的保护，在保护行业下行期业绩的同时也一定程度上抑制了新一轮周期的复苏弹性。

图4：12-17年主流白酒企业单季度营业收入同比

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
贵州茅台	43%	29%	75%	37%	19%	-4%	18%	39%	6%	1%	-4%	11%	16%	6%	0%	-3%	17%	14%	17%	30%	36%	36%	116%	31%
五粮液	32%	57%	20%	29%	5%	0%	-40%	-9%	-23%	-28%	-7%	7%	0%	-9%	15%	10%	31%	-1%	13%	5%	15%	23%	43%	20%
泸州老窖	54%	34%	36%	27%	-3%	9%	3%	-36%	-49%	-5%	-61%	-75%	22%	-14%	16%	225%	16%	15%	22%	28%	20%	18%	33%	15%
山西汾酒	18%	57%	115%	33%	26%	-21%	-14%	-36%	-44%	-42%	-43%	16%	-8%	9%	17%	16%	2%	18%	18%	-5%	48%	30%	47%	18%
舍得酒业	79%	42%	23%	65%	-4%	-24%	-21%	-47%	-24%	29%	15%	3%	-10%	-18%	-37%	-18%	35%	13%	69%	7%	0%	28%	14%	9%
水井坊	53%	-2%	-10%	-6%	-50%	-63%	-79%	-101%	-77%	-23%	76%	2811%	255%	85%	69%	172%	14%	54%	31%	62%	33%	130%	109%	51%
酒鬼酒	183%	90%	112%	-43%	-62%	-55%	-81%	16%	-59%	-46%	-10%	-42%	98%	50%	38%	42%	4%	-15%	12%	32%	9%	53%	26%	48%
洋河股份	64%	32%	33%	8%	6%	-8%	-22%	-40%	-10%	-3%	0%	20%	10%	11%	12%	1%	9%	1%	9%	5%	11%	18%	20%	21%
今世缘	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-3%	3%	2%	3%	-8%	7%	8%	5%	11%	-4%	21%	12%	13%	13%
古井贡酒	40%	42%	58%	-12%	19%	-18%	2%	31%	-5%	22%	9%	-9%	12%	16%	14%	10%	11%	15%	12%	22%	18%	25%	15%	7%
口子窖	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	18%	-1%	20%	4%	6%	5%	16%	20%	14%	79%
迎驾贡酒	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-6%	-1%	3%	-8%	2%	15%	4%	2%	-1%	6%
金种子酒	17%	45%	18%	51%	12%	-37%	-10%	-10%	-30%	41%	17%	6%	-9%	-27%	-21%	-11%	-9%	-17%	-30%	-15%	-27%	-20%	-8%	16%
老白干酒	-8%	71%	31%	4%	32%	-10%	-17%	31%	-7%	-33%	41%	47%	38%	38%	6%	-6%	10%	21%	1%	-4%	3%	13%	2%	3%
伊力特	28%	14%	84%	67%	5%	33%	-10%	-28%	-19%	-28%	-1%	37%	1%	1%	0%	1%	6%	-3%	4%	6%	9%	-8%	25%	25%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

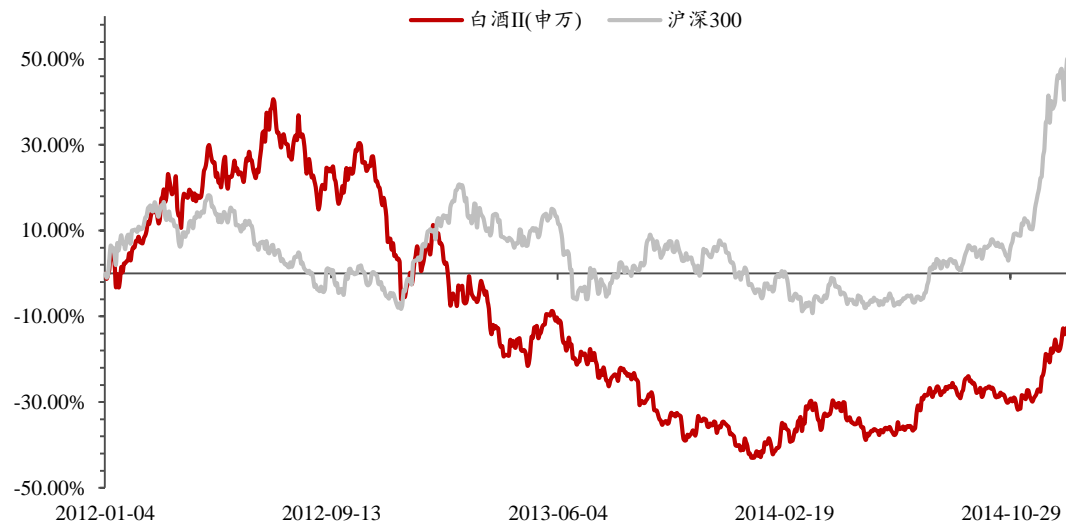
# 1.3 关注点3：股价下跌领先于报表一个季度，预期先行于基本面传导

从股价表现来，SW白酒指数自2012年7月13日起持续走弱，直至2014年1月10日收盘价下跌幅度达60.8%，跑输沪深300指数。同期仅水井坊一家率先于12Q2开启收入下跌（含自身管理层更替原因），12Q4酒鬼酒/古井相继出现营收下滑，**股价下跌领先于报表一个季度。**

从个股表现来看，酒鬼酒、水井坊、洋河股份、金种子酒、舍得酒业、山西汾酒下跌幅度大于70%，今世缘、伊力特、贵州茅台、老白干酒跌幅相对较少（今世缘2014年7月上市故跌幅较小）。

从下跌时点来看，**泸州老窖、古井贡酒率先开启下跌**，贵州茅台、五粮液、舍得酒业、洋河股份与行业平均相近，山西汾酒、酒鬼酒下跌时点相对滞后。

图5：2012至2014年白酒板块显著跑输大盘



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图6：2012/1/1至2014/12/31主流白酒企业区间最大跌幅

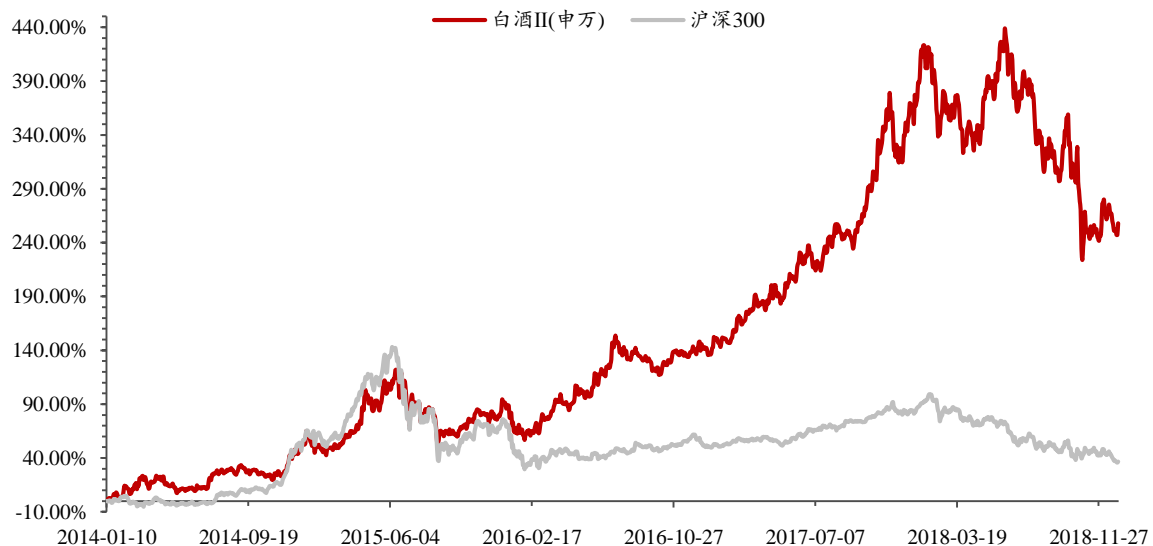
		最低股价	最低股价日期	最高股价	最高股价日期	区间最大跌幅
801125.SI	SW白酒	5,584.66	2014-01-10	13,767.25	2012-07-13	-60.8%
600519.SH	贵州茅台	80.24	2014-01-08	171.85	2012-07-13	-54.2%
000858.SZ	五粮液	11.42	2014-01-09	29.26	2012-07-13	-62.5%
000568.SZ	泸州老窖	11.79	2014-06-05	31.14	2012-05-07	-63.5%
600809.SH	山西汾酒	8.10	2014-06-20	27.66	2012-10-31	-71.7%
600702.SH	舍得酒业	9.52	2014-06-19	36.30	2012-07-09	-74.7%
600779.SH	水井坊	5.72	2014-06-19	27.34	2012-07-13	-79.5%
000799.SZ	酒鬼酒	9.65	2014-04-28	55.71	2012-10-22	-83.1%
002304.SZ	洋河股份	19.80	2013-12-31	79.34	2012-07-16	-75.7%
603369.SH	今世缘	8.60	2014-07-03	10.94	2014-07-08	-21.8%
000596.SZ	古井贡酒	14.57	2013-10-28	45.83	2012-05-04	-69.0%
600199.SH	金种子酒	6.73	2014-06-19	25.48	2012-07-16	-74.4%
600559.SH	老白干酒	3.70	2012-01-06	10.09	2014-12-29	-56.7%
600197.SH	伊力特	6.50	2012-01-06	13.34	2013-01-18	-47.2%

# 1.3 关注点3：股价反弹领先于报表三个季度，高端酒率先回暖

2014年初我国经济进入新常态发展，人均可支配收入逐步提升，居民消费需求取代政务消费成为白酒需求的主力，白酒股价开启反弹走势，领先于基本面三个季度（白酒板块收入于24Q4同比回正）。2015年棚改货币化带动大量资金进入房地产行业，带动白酒消费需求提升，直至2018年底SW白酒指数最大反弹幅度达447.7%，跑赢沪深300指数364.84%。

从个股表现来看，高端酒率先回暖且反弹幅度较大，其中贵州茅台/五粮液/泸州老窖最大涨幅分别为793.4%/621.1%/457.8%，主要得益于财富效应下茅台需求显著回升，批价于2016年触底反弹。次高端酒中水井坊涨幅领先（850.9%），区域酒中洋河股份/古井贡酒最大涨幅分别为532.7%/515.4%。

图7：2014至2018年白酒板块显著跑赢大盘



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图8：2013/12/31至2018/12/31主流白酒企业区间最大涨幅

		最低股价	最低股价日期	最高股价	最高股价日期	区间最大涨幅
801125.SI	SW白酒	5,584.66	2014-01-10	30,065.89	2018-06-12	447.7%
600519.SH	贵州茅台	80.24	2014-01-08	708.55	2018-06-12	793.4%
000858.SZ	五粮液	11.42	2014-01-09	80.29	2018-01-15	621.1%
000568.SZ	泸州老窖	11.79	2014-06-05	63.69	2018-01-16	457.8%
600809.SH	山西汾酒	8.10	2014-06-20	44.49	2018-06-05	460.5%
600702.SH	舍得酒业	9.52	2014-06-19	47.88	2018-01-22	416.7%
600779.SH	水井坊	5.72	2014-06-19	51.02	2018-07-11	850.9%
000799.SZ	酒鬼酒	9.65	2014-04-28	29.67	2017-11-16	214.7%
002304.SZ	洋河股份	20.53	2013-12-31	124.03	2018-06-12	532.7%
603369.SH	今世缘	8.57	2017-01-16	22.36	2018-06-12	216.2%
000596.SZ	古井贡酒	15.28	2014-06-04	93.12	2018-07-16	515.4%
603589.SH	口子窖	18.88	2015-06-29	55.25	2018-06-06	260.6%
603198.SH	迎驾贡酒	10.99	2018-10-30	39.04	2015-06-15	27.1%
600199.SH	金种子酒	4.37	2018-10-19	15.99	2015-06-15	25.6%
600559.SH	老白干酒	3.98	2018-12-28	20.26	2017-11-15	412.1%
600197.SH	伊力特	7.20	2015-07-09	26.29	2018-01-25	280.1%

# 02

# 新五大 周期论

## 2.2 供需模型的引入

价  
格

### 需求

目前需求端急剧下滑可能性极小，中高端酒需求仍处扩容阶段

#### 宏观经济

居民收入/支出水平

- 礼品消费（礼品属性）
- 社交消费（社交属性）
- 投资消费（投资属性）

企业盈利能力

- 商务消费（社交属性）

白酒的社交/送礼属性赋予白酒需求刚性的同时，金融属性（白酒特殊属性）放大了需求周期波动

特殊的消费属性赋予白酒拥有高价格弹性

#### 中观层面

渠道库存

- 茅台的**金融属性**将放大社会库存周期
- 酒企更理性，**渠道库存周期逐步熨平**
- 渠道库存仍为重要指标

渠道价格

- 价格为酒企**品牌力**的直观体现
- 五粮液价格为主要**酒企提价天花板**
- 批价波动仍为重要指标

消费升级趋势不可逆下，酒企通过控制库存、提价方式享受消费升级红利

### 供给

白酒总产量自12年开始持续下滑，品牌酒企产能稳步提升

#### 宏观经济

经济周期及政策变化对产能端的影响

- **经济周期**：白酒产量与经济增速总体呈正相关；
- **政策变化**：从量税出台对产量影响较大，但历次改革对行业景气度影响有限

#### 酒企特性

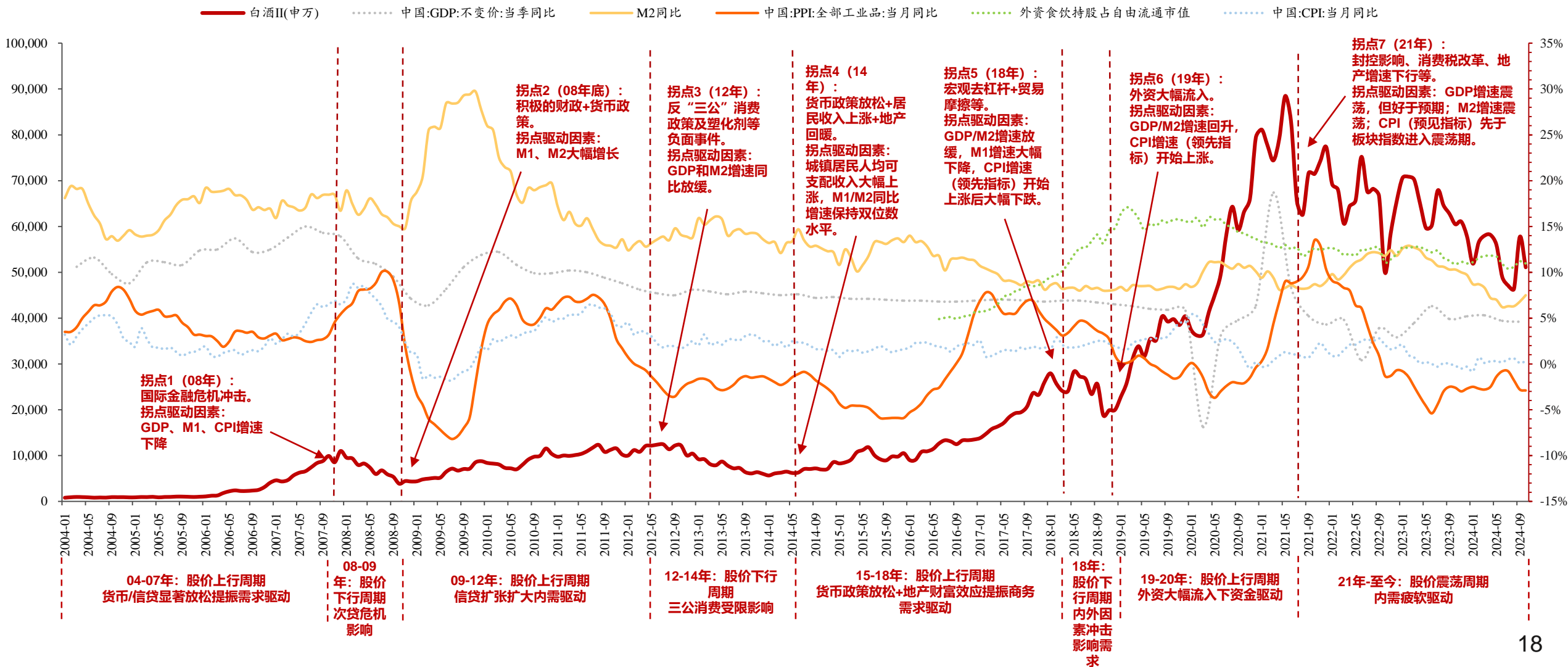
香型工艺/优酒率决定产能质及量

渠道积极性决定是否扩产

- 复盘2004年至今的白酒表现，我们认为板块可以分为以下八个阶段，其中板块指数与PPI 同比增速关联性较高，与外资持股占比、GDP、CPI 等指标同比增速也具备一定关联性。
- ①04-07年：货币/信贷显著放松提振需求、通胀温和上行带动CPI-PPI剪刀差扩大，货币供应量增速维持15%-20%的较高水平，高端收入群体增长明显，人口红利释放，板块从04年初持续上涨至07年底。
- ②08-09年：次贷危机引起全球经济受损，板块高估值开始回调，指数连续下跌。2008年GDP增速为9.65%（同比-4.58pct），M2增速同比+1.1pct至17.82%但M1增速同比-11.95pct至9.06%，CPI增速从08年初7.1%连续下跌至年底1.2%，并于09年2月进入负增速阶段。
- ③09-12年：信贷快速扩张，工业企业利润增速改善明显，通胀压力使得政策紧缩的强度和跨度都比2004-2006年更大。09年我国政府实施了积极的财政政策、适度宽松的货币政策及“4万亿”计划等一系列扩大内需措施。
- ④12-14年：行业逐步进入深度调整期，主因2012年的反“三公”消费政策及塑化剂等负面事件对板块造成实质性冲击，2012年GDP和M2增速放缓至7.86%/13.80%。因政策传导影响有所滞后，13年板块指数开始显著下跌。
- ⑤15-18年：城镇居民人均可支配收入持续提升（15-18年CAGR为8%），货币政策放松，PPI同比增速自15年9月-5.95%恢复至17年2月7.80%、且17-19年PPI月度同比均为正，地产回暖，股市财富效应显现，政商务消费复苏，板块持续上涨。
- ⑥18年：18年受中美贸易摩擦/发改委限价/政府重点提及房地产调控/消费税征收等多方面因素影响，内外部因素冲击影响需求，白酒板块出现阶段性回调。
- ⑦19-20年：虽18年板块受内外因素冲击，但19年1月QFII总额度由1500亿美元增加至3000亿美元，叠加MSCI提高A股权重、A股纳入新华富时指数&标普道琼斯全球指数、沪伦通即将开通等一系列举措，白酒板块作为龙头白马的核心资产迎显著上涨。
- ⑧21年至今：封控影响、消费税改革预期、商品房销售额增速和房地产开发投资完成额增速持续下行、市监总局价监竞争局召开白酒市场秩序监管座谈会、出口增速环比放缓等政策事件对市场情绪形成冲击，白酒板块进入震荡期。21Q1我国经济强势恢复后GDP开始回落，21Q4增速仅为4.3%，呈现高开低走形势，CPI稍先于行业进入震荡期，PPI同比增速于2021年10月开始回落、22年10月至今PPI月度同比均为负。

## 2.3 经济周期：白酒指数与PPI呈现强相关性，CPI等指标亦有参考价值

- 复盘2004年至今的白酒表现，我们认为板块可以分为以下八个阶段，其中板块指数与PPI 同比增速关联性较高，与外资持股占比、GDP、CPI 等指标同比增速也具备一定关联性。



## 2.3 经济周期：社零、地产等经济数据呈现转好迹象，顺周期白酒有望受益

在2022年及2023年的年度策略中，我们已对白酒的强经济相关性进行了论证，并针对12-22年的经济周期对白酒周期的影响进行了复盘。我们认为2024年宏观经济对白酒行业需求侧的影响仍显著，10月以来经济数据呈现转好迹象、地产政策要求“止跌回稳”，我们预计2025年政策主题方向“以我为主”，叠加财政发力预期，白酒景气度有望提升。

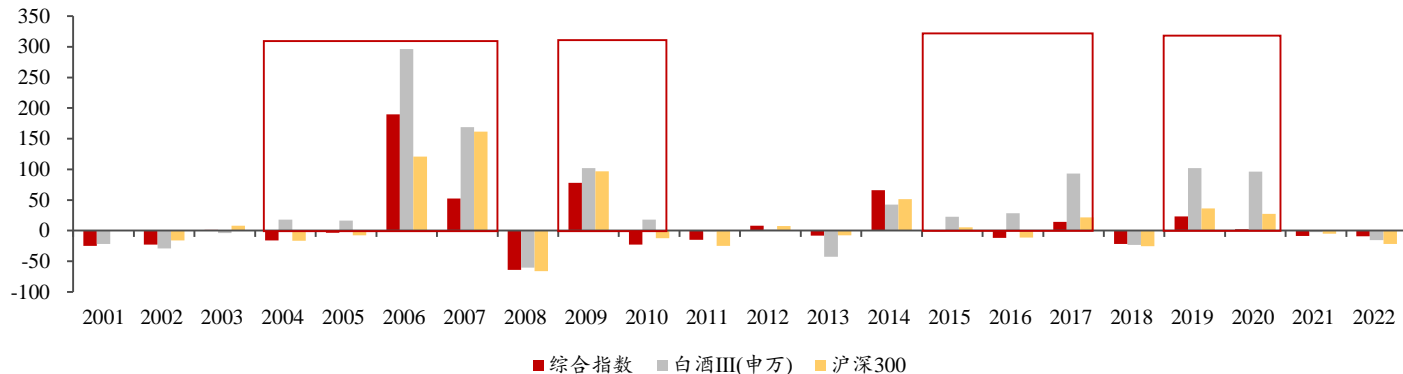
1) 以飞天茅台为代表的高端酒受经济活跃度影响较大，从数据表现看，飞天茅台批价与PPI相关性较高。我们认为目前化债等政策发力，有望进一步提升经济活跃度，带动高档白酒消费需求。

2) 10月社零数据修复至4.8%，我们认为主因双11延长以及消费品以旧换新政策影响。从烟酒分项来看，依然处于下行通道，但降幅明显收窄。

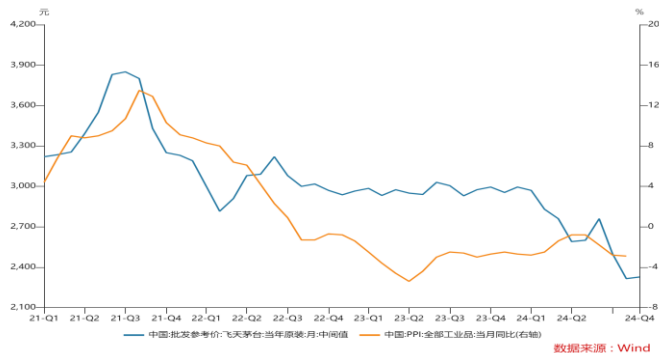
3) 房地产止跌回稳对于白酒消费具有重要影响意义。商品房销售面积（住宅）自2021年最高点15亿方下跌至今年以来的6亿方，跌幅将近60%。10月商品房销售面积降幅明显收窄。目前来看，中长期消费贷款处于历史低位，意味着居民贷款意愿依然较弱，仍需政策持续加码。

总结来看：目前社零、地产等经济数据有好转迹象，但目前居民贷款意愿依然较弱，需要政策持续加码。白酒作为顺周期行业，直接受益财政政策发力，因此低估值龙头白马标的或优先受益。

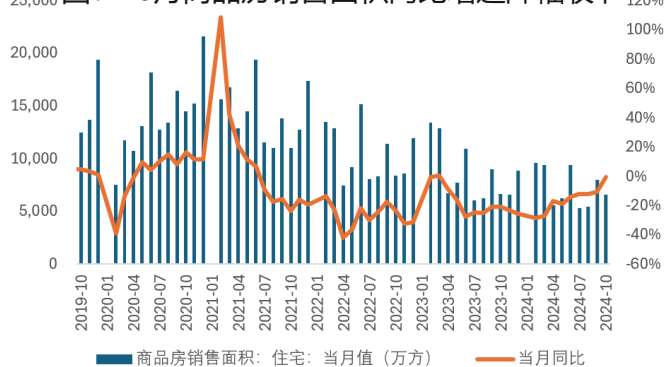
图：白酒在四个阶段取得过超额收益（%）



图：飞天茅台批价与PPI相关性较高

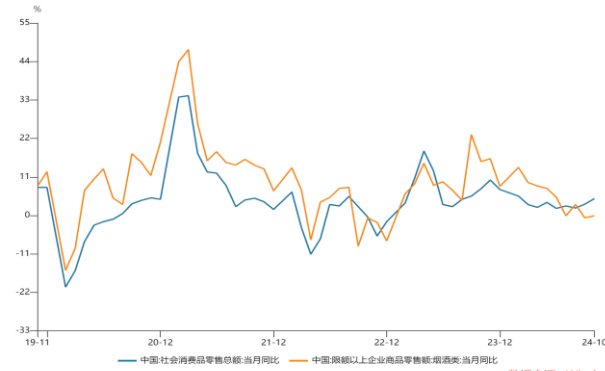


图：10月商品房销售面积同比增速降幅收窄

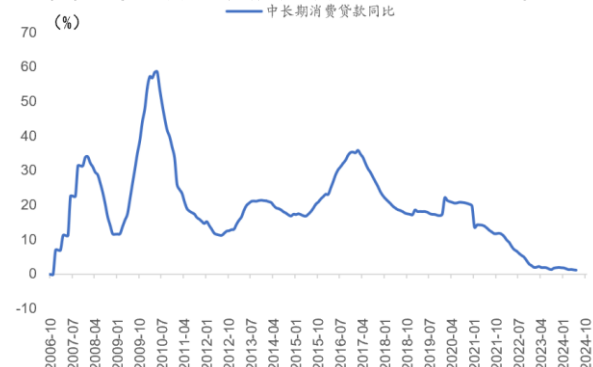


数据来源：WIND，浙商证券研究所

图：10月社零数据明显修复，烟酒类降幅收窄



图：中长期消费贷款数据降至历史低位



## 2.3 经济周期：924以来重磅政策密集落地，白酒景气度明显提升

**24年9·24以来重磅政策密集落地，白酒景气度有望延续。**在9月24日三部委会议可以作为一系列政策组合拳的拐点。9月26日中央政治局会议明确提出要“加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。要促进房地产市场止跌回稳。要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市”。随后央行、住建部、财政部等部门陆续出台相应重磅政策。当前政策密集落地的背景下，白酒作为强经济相关性和大市值板块将显著受益，白酒景气度有望延续。

表：近期政策一览

时间	政策名	核心要点
9月24日	国新办新闻发布会	中国人民银行行长9月24日在国新办发布会上表示，创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将提升机构的资金获取能力和股票增持能力，计划互换便利首期操作规模5000亿元，未来可视情况扩大规模。第二项是创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票，首期额度是3000亿元。
9月25日	《中共中央 国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》	部署拓展高校毕业生等青年就业成才渠道、保障平等就业权利等二十四条举措。这是新时代以来，首次从中央层面出台的促就业指导性文件。
9月26日	中共中央政治局召开会议	要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点
9月27日	央行降准	中国人民银行决定：自2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%
9月29日	降低存量房贷利率	金融管理部门此前宣布的一揽子房地产金融举措落地，其中包括批量调整存量房贷利率、优化个人住房贷款最低首付款比例、完善商业性个人住房贷款利率定价机制、延长部分房地产金融政策期限、优化保障性住房再贷款有关要求等举措。
10月17日	国务院新闻办就促进房地产市场平稳健康发展有关情况举行发布会	四个取消，就是充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类购房的限制性措施。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。四个降低，就是降低住房公积金贷款利率，大家都知道，降了0.25个百分点。降低住房贷款的首付比例，统一一套、二套房贷最低首付比例到15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。通过落实这些已出台的政策，降低居民购房成本，减轻还贷压力，支持居民刚性和改善性住房需求。
10月24日	加大财政政策逆周期调节力度	近期将陆续推出一揽子有针对性财政增量政策举措。中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。正在抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策。
11月8日	国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案	国务院提出增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案，支持各地积极稳妥化解存量隐性债务。

## 2.4 产业周期：白酒行业降速但不失速，25年有望维持增长

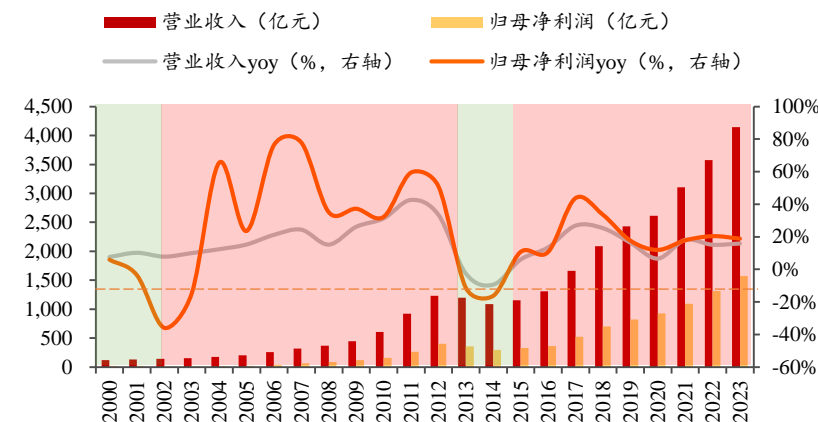
基于我们在《白酒行业专题：如何看待白酒及茅台增长中枢和定价体系？》及《白酒行业24Q3业绩总结报告：酒企主动控速，调整中有微光》中对当前白酒行业所处的阶段及白酒行业增长中枢的深入探讨，我们认为2024年白酒产业周期呈现几大特征：行业降速不失速、头部酒企增速换挡、数字化进程加速、酒企排序迎变化。

复盘白酒历年板块表现，上市白酒板块仅13-14年因需求端大幅受限导致行业出现负增长，规上白酒企业仅2001年出现负增长，其余年份均呈现正增长状态，彰显白酒行业强韧性，我们认为头部酒企或迎增速换挡的新周期、未来2-3年业绩增长“降速但不失速”，白酒行业仍将维持正增长。

**白酒行业有望维持正增长，24年销售规模或达8000亿元。**据酒业协会测算，预计2024年，白酒行业总销售额将达到8000亿元，同比增长10%左右，这一增长主要受到消费品质升级和品升级的推动。我们预计2020-2025年白酒行业规模CAGR约为7.32%，预计2025年白酒市场规模将达8300亿元以上，其中短期100-400元中高端价位在大众消费较优下表现亮眼，中长期看政策催化下预计高端/次高端仍为发展速度最快的价格带。

**白酒行业量减价增趋势不改，宴席、商务等场景低基数下或迎修复。**1) 量：近年来白酒行业整体处于缩量状态，但头部酒企销量仍持续提升，分场景看，我们预计25年宴席场景或在低基数下迎回补，商务需求或稳中有升，礼品等场景为刚性需求。2) 价：2003-2023年间规上酒企吨酒价格CAGR为10.45%、城镇居民人均可支配收入CAGR为9.48%，白酒行业吨酒价格增长中枢与人均可支配收入增长中枢相匹配，伴随我国人均可支配收入仍在持续提升，白酒的消费结构整体仍处于升级通道，头部酒企吨酒价格持续提升。

图：20家上市白酒企业板块收入、利润



数据来源：中国酒业协会、Wind，浙商证券研究所

表：预计白酒市场规模2025年将达8300亿元

		2020年市场规模 (亿元)	收入占比 (%)	2020年白酒总量 (万吨)	2025年市场规模 (亿元)	收入占比 (%)	2025年白酒总量 (万吨)	收入CAGR (%)
800元以上	高端	1500	26%	6.8	3100	37%	10.0	15.63%
300-800元	次高端	742	13%	10.6	2300	28%	25.8	25.39%
100-300元	中高端	1560	27%	48.8	1802	22%	53.0	2.93%
0-100元	低端	2034	35%	674.5	1107	13%	477.3	-11.45%
	合计	5836		740.7	8309		566.2	7.32%

数据来源：Wind，浙商证券研究所

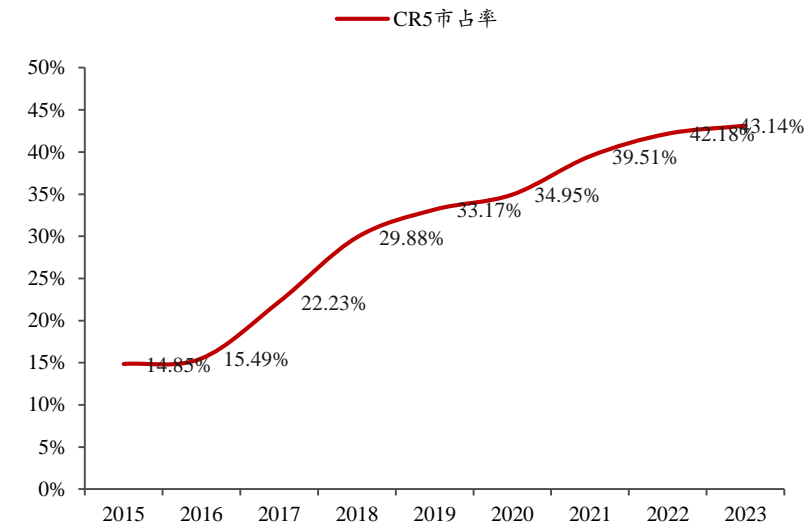
## 2.4 产业周期：头部酒企或迎增速换挡，增速或仍有望高于GDP增速

酒企24Q3增速均有下行，我们认为其中以五粮液、汾酒、古井、今世缘、迎驾、水井坊、老白干等为代表的酒企为主动控速，旨在帮助渠道减负、助力库存去化，其他部分酒企在外部环境承压的背景下进入降速调整期。

头部酒企24-25年或迎增速换挡，26年或迎新周期，新的“10%”或比旧的“20%”更健康。我们认为伴随头部酒企收入利润基数的增大，增速的缓慢降速是正常的情况，我们预计未来3-5年头部白酒公司增长中枢或在10%左右，新的“10%增长”或比旧的“20%增长”更健康。我们预计高端酒中的贵州茅台、五粮液，区域酒中的山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒在24年的成熟单品增长、强势区域开拓中仍将保持较优表现，全年业绩仍有望保持较优增长。

头部酒企增速换挡，但增速仍有望优于行业，主因：1) 产业周期：市场份额仍在继续向头部酒企集中，酒企产能扩张将于近年完成，头部酒企增长有望快于行业。2) 产品周期：白酒大单品具备长生命周期，头部名酒的品牌力使得其在行业调整期下具备丰富产品线支撑业绩增长的能力，依托核心大单品&丰富产品线举措，头部酒企穿越周期能力强。3) 库存周期：伴随数字化手段升级，酒企渠道库存良性可控，目前主要单品批价稳定，对于头部酒企渠道库存无需过度悲观。

图：白酒行业2023年CR5为43.14%



表：盈利预测更新表

日期	2024/11/5	调整方向	收入增速 (原浙商预测)			收入增速 (Q3调整后浙商预测)			利润增速 (原浙商预测)			利润增速 (Q3调整后浙商预测)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	持平	15.5%	10.0%	9.0%	15.5%	10.0%	9.0%	15.4%	11.1%	10.2%	15.4%	11.1%	10.2%
000858.SZ	五粮液	下修幅度0-5%	10.3%	8.6%	8.2%	10.1%	5.3%	5.9%	11.0%	9.1%	8.7%	11.1%	6.2%	6.8%
000568.SZ	泸州老窖	下修幅度5-10%	15.0%	15.0%	15.0%	4.9%	5.4%	6.7%	12.0%	15.8%	16.2%	5.9%	5.3%	7.0%
600809.SH	山西汾酒	下修幅度0-5%	16.0%	17.3%	15.2%	15.5%	13.6%	12.4%	20.5%	19.3%	16.8%	17.6%	15.4%	14.0%
000799.SZ	酒鬼酒	下修幅度超10%	-25.1%	11.0%	13.3%	-42.6%	0.5%	9.5%	-56.9%	15.6%	16.2%	-77.3%	38.2%	28.1%
600779.SH	水井坊	下修幅度0-5%	7.0%	11.9%	10.7%	5.1%	5.8%	7.4%	8.8%	13.1%	11.5%	8.8%	7.5%	8.2%
600702.SH	舍得酒业	下修幅度超10%	-20.1%	4.8%	11.8%	-18.5%	6.3%	8.4%	-30.0%	3.1%	15.6%	-45.1%	5.9%	11.7%
000596.SZ	古井贡酒	下修幅度0-5%	20.0%	17.7%	16.4%	18.6%	11.5%	12.1%	26.0%	22.9%	21.2%	22.8%	18.6%	15.1%
002304.SZ	洋河股份	下修幅度超10%	1.5%	5.0%	6.4%	-10.6%	1.4%	5.1%	0.0%	5.8%	7.4%	-16.5%	2.0%	5.7%
603369.SH	今世缘	下修幅度0-5%	20.0%	22.4%	18.6%	17.0%	12.0%	10.8%	20.5%	22.3%	18.7%	16.4%	11.0%	10.2%
603589.SH	口子窖	下修幅度超10%	10.0%	15.1%	10.8%	-0.1%	4.0%	4.5%	15.0%	12.7%	13.2%	-1.7%	4.3%	6.0%
603198.SH	迎驾贡酒	下修幅度5-10%	20.0%	22.8%	17.5%	15.0%	13.8%	13.6%	27.0%	24.2%	20.1%	18.6%	15.3%	16.3%
603919.SH	金徽酒	下修幅度0-5%	18.0%	19.7%	17.6%	17.8%	16.8%	16.0%	23.0%	23.9%	20.4%	21.9%	21.6%	19.5%
600559.SH	老白干酒	下修幅度0-5%	12.0%	12.0%	12.2%	6.7%	7.8%	7.3%	31.0%	24.6%	21.4%	29.7%	24.9%	20.0%

资料来源：Wind, 浙商证券研究所

## 2.4 产业周期：酒企加码数字化改革转型，全面赋能酒企运营

2024年众多酒企加强数字化改革转型，且成效显著，白酒行业的数字化主要表现在研发生产、供应链管理、营销与消费者互动及企业管理等维度，覆盖多方面。

**加强数字化转型赋能酒企运营，防范电商假冒产品对批价扰动。** 1) **数字化转型赋能**：近年来以泸州老窖、山西汾酒、洋河股份等为代表的酒企积极推进五码合一的转型升级，其中汾酒的汾享礼遇助力厂-商-终端供需一体化，通过数字化创新重塑业务体系和渠道激励，利用过程考核增强渠道信任，保证终端盈利和价格管理，建立长期竞争力；此外以贵州茅台为代表的酒企积极探索线上平台的搭建，近年来i茅台平台对于茅台的发展做出重要贡献；2) **防范电商假冒产品**：今年在618和双11前后，以飞天茅台为代表的产品出现批价的波动，近期五粮液在对线上产品抽样调查时发现，线上假冒产品占比约12%，酒企需重视防范电商假冒产品对品牌及产品价格的冲击。

表：近年来头部酒企纷纷加码数字化改革转型

领域	案例
研发生产	<p>1) 泸州老窖：围绕数字化战略，泸州老窖洞察到个性化和碎片化的白酒消费趋势，以当地文化为媒介，丰富白酒产品内涵，研发区域定制白酒产品。</p> <p>2) 古井贡酒：古井贡酒在保持其酿酒工艺的基础上，融合了物联网、大数据等新一代信息技术，推动了智能化酿造生产流程的落地，包括智能酿造、智能勾兑和智能灌装等环节，实现酿酒生产线的自动化、智能化，更好地稳定白酒的生产工艺。</p> <p>3) 泸州老窖：泸州老窖引入智能化管理系统，布局自动化生产工厂，减少人工干预，降低人力成本，从而提高酿造效率，实现生产力指数的升级。</p> <p>4) 贵州茅台：茅台自主研发生产数据管理系统，实时检测酒醅的温度、水分、氧气、二氧化碳等生产关键指标，通过智能化算法、机器视觉等数字化技术转化成有效数据，再利用大数据技术进行分析，从而赋能生产决策。</p>
供应链管理	<p>1) 贵州茅台：茅台基于RFID电子标签和区块链的“一物一码”可信溯源体系，将新一代信息技术与生产智造相融合，对茅台酒从包装生产到门店销售环节进行溯源建立产品全生命周期完整的可信溯源数据链，旨在践行智慧茅台战略，提升流通各环节的管理效能。</p> <p>2) 泸州老窖：2022年“三码合一”技术升级到了更为先进的“五码合一”技术，将2023年定义为“营销数字化元年”，2024年定义为“营销数字化攻坚年”。</p>
营销与消费者互动	<p>1) 水井坊：水井坊与电商平台、社交媒体等渠道建立深度合作，实现线上线下全覆盖的同时，拓宽与消费者的互动渠道，并通过数字化营销手段的创新，提升品牌文化内涵。</p> <p>2) 贵州茅台：茅台自建i茅台APP，布局线上线下融合销售新模式，实现茅台与B端渠道商和C端消费者的多层面的链接与互动。</p>
企业管理	<p>1) 古井贡酒：古井贡酒创新业务及管理流程，打造员工统一门户“掌上古井”应用，整合资讯管理、流程管理，集成邮箱、知识学习、古井B1、员工心声、督办等二十余个应用以及衣、食、住、行、学等信息于一体，快速响应员工需求，实现了总部与分、子公司间高效协同，促进集团管理能效升级。</p> <p>2) 五粮液：围绕数字化时代市场新趋势，五粮液积极推动组织管理变革，通过对市场容量、市场潜力和竞争态势三个维度的洞察，以省为基础构建营销区域，缩短渠道管理层级，实现组织的横向专业化和纵向扁平化变革，并聚焦于自营优势品牌的建设，增加管理协同性，旨在提升对快速变化消费市场的响应效率。</p> <p>3) 山西汾酒：汾享礼遇从23年四季度开始运作以来，按照分类分级的推进思路，在做好流通渠道汾享礼遇的基础上，制定团购、商超渠道汾享礼遇操作办法，进一步完善汾享礼遇内涵、扩大汾享礼遇模式覆盖范围，实现不同渠道精细化管理，紧跟市场动态做好渠道激励；开展多形式、多频次的终端互动活动。</p>

数据来源：36氪、WIND，浙商证券研究所

## 2.4 产业周期：行业排序或有变化，头部酒企维持基本体量确定性高

2024年酒企表现分化，白酒行业排序或发生变化，当前市场对“白酒行业老三之争”讨论较多，据wind一致预期显示，预计2024年上市酒企中收入排名前五为茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、洋河股份，2024年上市酒企中利润排名前五为茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份。其中山西汾酒、泸州老窖、洋河股份均为300亿左右收入规模的酒企，位次竞争相对激烈，我们认为伴随酒企表现分化行业排序变化，但头部酒企均有坚实的基本盘作为业绩支撑，各家酒企仍具亮点。

**山西汾酒：** 1) **我们认为：**公司三季度业绩表现符合预期，增速优于行业平均。今年以来公司灵活调节经营节奏，通过腰部产品/玻汾等多工具箱保证收入增长，并优化“汾享礼遇”控盘分利体系，强化渠道推力。考虑到市场环境较弱+明年春节节点较早，公司或适当调整经营节奏，保证渠道库存良性，蓄力明年春节开门红，我们看好公司全年收入实现15%+增长(利润快于收入)。考虑到当前仍处于全国化扩张期的收获阶段，且充分受益清香势能支撑，公司中长期空间广阔，看好明年收入突破400亿。 2) **近期基本面来看：**Q3业绩符合预期，青花系列恢复增长，腰部+玻汾延续放量。24Q1-3：公司实现营业总收入313.58亿元，同比+17.25%，其中青花系列在经历Q2控货后于Q3恢复正常投放，老白汾今年民用酒表现好于商务，预计全年腰部产品增速最快，玻汾作为全国化市场开拓的主力产品，考虑到市场仍然供不应求，公司延续加大市场投放，参考其他酒增速，预计24Q1-3/Q3玻汾增速均超25%。24Q3：公司实现营业总收入86.11亿元，同比+11.35%。

**泸州老窖：** 1) **我们认为：**公司注重良性发展，数字化改革下开瓶率逐步提升。公司坚持聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略，产品体系较为完备，调整期发展具备韧性，公司估值具备性价比，若叠加政策催化，增长弹性较高。 2) **近期基本面来看：**Q3收入利润符合预期，预计国窖1573及特曲60版表现较优。24Q1-3：实现收入243.04亿元，同比+10.76%。24Q3：公司实现收入73.99亿元，同比+0.67%。我们认为Q3国窖整体增长较为稳健，低度国窖顺应白酒低度化的趋势及区域市场消费需求，成长空间较大；次高端和中端产品或有下滑，其中特曲60或表现较优。

**洋河股份：** 1) **我们认为：**公司目前仍处调整期，Q3主动控速调整节奏，促进库存去化，当前盈利能力、预收款及现金流阶段性承压，静待需求改善。由于公司基地市场稳固、产品体系完整，我们认为公司业绩具备较强支撑，或不会出现长期大幅下滑。此前分红绝对额承诺亮眼，支撑高股息不受业绩扰动，股息率具性价比。 2) **近期基本面来看：**Q3仍处调整期，盈利能力、预收款及现金流阶段性承压。24Q1-3：公司实现收入275.16亿元，同比-9.14%。24Q3：实现收入46.41亿元，同比-44.82%。我们预计前三季度梦6+控货挺价表现平稳，水晶梦在促销政策支持下表现相对较优，天之蓝及海之蓝受竞争加剧影响相对承压，此外今年洋河大规模开启“梦之蓝手工班全球行”活动，优化产品矩阵、重塑品牌势能。

表：前五名上市酒企收入利润排序有所变化

公司	营业收入 (亿元)							公司	归母净利润 (亿元)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3
贵州茅台	736.39	854.30	949.15	1,061.90	1,241.00	1,476.94	1,207.76	贵州茅台	352.04	412.06	466.97	524.60	627.16	747.34	608.28
五粮液	400.30	501.18	573.21	662.09	739.69	832.72	679.16	五粮液	133.84	174.02	199.55	233.77	266.91	302.11	249.31
泸州老窖	130.55	158.17	166.53	206.42	251.24	302.33	243.04	泸州老窖	34.86	46.42	60.06	79.56	103.65	132.46	115.93
山西汾酒	93.82	118.80	139.90	199.71	262.14	319.28	313.58	山西汾酒	14.67	19.39	30.79	53.14	80.96	104.38	113.50
洋河股份	241.60	231.26	211.01	253.50	301.05	331.26	275.16	洋河股份	81.15	73.83	74.82	75.08	93.78	100.16	85.79

数据来源：WIND，浙商证券研究所

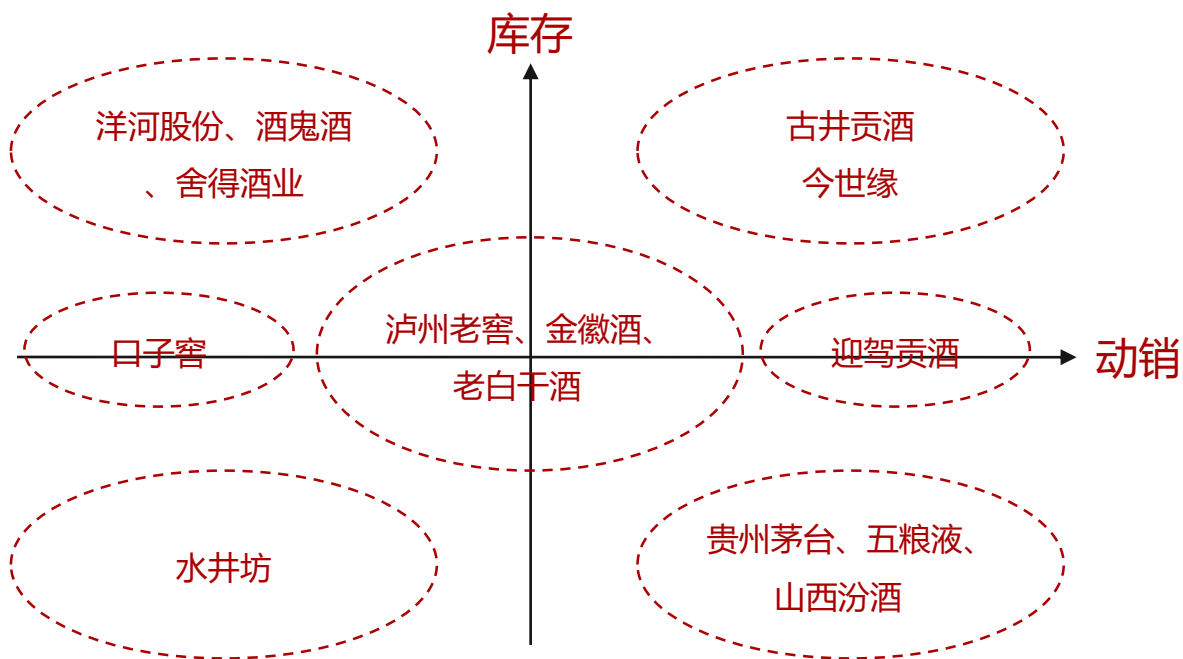
## 2.5 库存周期：行业降速去库存，重视品牌势能较强、库存更为良性的酒企

基于我们在《白酒行业24Q3业绩总结报告：酒企主动控速，调整中有微光》中对白酒行业24Q3预收款的分析，在需求走弱的背景下，经销商倾向于保留现金，降低囤货，24Q3有9家白酒企业营收+预收款同比下滑。同时，受发货打款节奏及回款进度慢于预期影响，24Q3有9家白酒公司销售收现同比下滑，行业回款现金流承压。

当前白酒行业进入降速去库存阶段，24Q3仅有少数酒企仍按进度完成全年指标。按照Q3营收+Δ预收款计算：仅金徽酒、山西汾酒、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒同比正增长；按照销售收现同比计算：山西汾酒、古井贡酒、五粮液、金徽酒增速领先。由于预收款和销售收现可以较为真实地反馈渠道端的回款意愿及回款能力，因此我们预计当前白酒上市酒企中仅5家左右酒企仍有能力在挤压环境下提升市场份额。且在当前环境下，酒企更倾向于为渠道端减负，维持良性库存及增速。

重视具备较强品牌势能、库存更为良性、增速目标合理的龙头标的投资机会。我们对主要上市酒企的库存及动销水平进行分类，其中以贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等为代表的酒企当前动销水平位于行业前列，以贵州茅台、五粮液、山西汾酒、水井坊等为代表的酒企库存水平相对较低。我们认为高动销酒企为当前的品牌势能较强的酒企，此外各酒企因渠道模式和打款发货节奏差异，体现为库存水平的高低。

图：酒企库存动销分类图



数据来源：浙商证券研究所

图：主流白酒企业营收+预收款变化及销售收现同比（单位：百万元）

名称	营业收入		期末预收款				销售收现		预收款环比变化 (Q3-Q2)		营收+预收款变化 (预收款扣13%增值)		营收同比	营收+预收款变化 同比	销售收现 同比
	2023/9/30	2024/9/30	2023/6/30	2023/9/30	2024/6/30	2024/9/30	2023/9/30	2024/9/30	23Q3	24Q3	23Q3	24Q3	24Q3 vs 23Q3	24Q3 vs 23Q3	24Q3 vs 23Q3
	Q3收入	Q3收入	23Q2	23Q3	24Q2	24Q3	23Q3	24Q3							
贵州茅台	34,329	39,671	7,334	11,395	9,993	9,931	42,181	42,592	4,060	-62	37,922	39,616	16%	4%	1%
五粮液	17,030	17,268	3,649	3,949	8,158	7,072	23,767	28,211	300	-1,085	17,295	16,307	1%	-6%	19%
泸州老窖	7,350	7,399	1,934	2,962	2,342	2,654	10,060	8,107	1,028	312	8,259	7,675	1%	-7%	-19%
山西汾酒	7,733	8,611	5,753	5,172	5,732	5,481	6,546	8,560	-581	-251	7,219	8,389	11%	16%	31%
水井坊	2,062	2,070	1,086	1,121	1,071	1,055	2,327	2,308	35	-16	2,093	2,055	0%	-2%	-1%
酒鬼酒	601	197	448	251	257	207	580	244	-196	-50	427	152	-67%	-64%	-58%
舍得酒业	1,717	1,189	509	326	162	174	1,459	1,147	-183	12	1,555	1,200	-31%	-23%	-21%
洋河股份	8,410	4,641	5,323	5,516	3,938	4,966	9,652	6,420	194	1,028	8,581	5,551	-45%	-35%	-33%
今世缘	2,395	2,637	1,129	1,311	627	544	3,120	3,064	182	-84	2,556	2,563	10%	0%	-2%
古井贡酒	4,643	5,263	3,025	3,315	2,218	1,936	4,382	5,460	290	-283	4,899	5,013	13%	2%	25%
迎驾贡酒	1,661	1,728	505	506	462	403	1,850	1,865	1	-59	1,662	1,676	4%	1%	1%
口子窖	1,533	1,195	727	383	317	355	1,401	1,426	-343	38	1,229	1,228	-22%	0%	2%
金种子酒	305	139	91	98	62	102	412	154	7	39	311	174	-54%	-44%	-63%
老白干酒	1,614	1,618	1,872	2,026	1,862	1,750	1,844	1,624	154	-113	1,750	1,518	0%	-13%	-12%
金徽酒	496	574	442	432	483	476	541	610	-10	-7	487	568	16%	17%	13%
伊力特	423	324	56	37	62	45	453	447	-18	-17	406	309	-23%	-24%	-1%

数据来源：WIND，浙商证券研究所

## 2.5 库存周期：24年需求偏弱下库存有所累加，25年后或进入去库存阶段

我们结合产业周期的景气度强弱和库存周期的加减库存情况对2011年至今进行复盘，行业总体呈现库存周期波幅缩窄、大周期剧烈变化向小周期震荡波动转变，22年以来库存高位震荡，24年在需求偏弱背景下部分酒企库存进一步累加，当前酒企进入降速去库存阶段，叠加政策催化下需求端有望迎修复，我们预计25年后将重新进入去库存阶段。

图：2011年至今白酒库存周期与产业周期复盘

强周期&加库存    强周期&去库存  
弱周期&去库存    弱周期&加库存

— 白酒板块市盈率 (TTM)    — 白酒板块营业收入同比增速 (%)



数据来源：WIND，浙商证券研究所，注：黄色虚线为库存周期的模拟图型

## 2.5 库存周期：主动降速、渠道掌控力强的酒企或更易穿越周期

不同酒企的渠道模式有差异，在行业的不同阶段和企业的不同阶段会发挥不同的效果。

**大商制或渠道掌控力强的酒企业绩波动相对较小，更易穿越周期。**我们梳理各个酒企的经销商数量和平均经销商收入水平，其中平均单个经销商年度收入超500万的酒企包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、今世缘、口子窖、迎驾贡酒，这些酒企经销商多为大商；此外酒鬼酒、舍得酒业、古井贡酒、洋河股份经销商多为小商。由于大商的抗风险能力更强，因此在和谐的厂商关系下，大商制的酒企在经历行业调整期时往往彰显出更强的韧性；此外，虽然古井贡酒、洋河股份为深度分销的小商制，但其对于渠道的掌控力较强，经销商往往仅为配送商，因此在厂家的强管控下业绩波动也相对较小。

**酒企的渠道模式主要包括以下分类：**1) **大商模式**：即总代模式，指厂家以区域为单位，指定实力强劲的大经销商，由其全权代理所在区域的产品销售，厂家可借助大商资源实现较低成本的快速扩张，以五粮液为代表；2) **深度分销模式**：该模式对经销商素质要求不高，可以快速复制开拓市场，但经销商主要为配送商，渠道利润相对较低，主观能动性不强，以洋河股份、古井贡酒为代表；3) **厂商1+1模式**：该模式介于大商模式和深度分销模式之间，厂家主要发挥品牌规划、市场营销、组织团队建设等作用，并提供人员配置支持、市场渠道建设支持，经销商发挥渠道建设、市场扩张作用，兼顾渠道掌控力和调动经销商积极性，以今世缘、迎驾贡酒为代表。

图：各酒企营业收入增速一览，渠道掌控力强的酒企波动相对较小

公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
贵州茅台	43.76%	16.88%	2.11%	3.44%	18.99%	49.81%	26.49%	16.01%	11.10%	11.88%	16.87%	19.01%
五粮液	33.66%	-9.13%	-15.00%	3.08%	13.32%	22.99%	32.61%	25.20%	14.37%	15.51%	11.72%	12.58%
泸州老窖	37.12%	-9.74%	-48.68%	28.89%	20.34%	20.50%	25.60%	21.15%	5.29%	23.96%	21.71%	20.34%
山西汾酒	44.35%	-6.04%	-35.67%	5.43%	6.69%	37.06%	47.48%	25.79%	17.63%	42.75%	31.26%	21.80%
酒鬼酒	71.77%	-58.56%	-43.26%	54.76%	8.92%	34.13%	35.13%	27.38%	20.79%	86.97%	18.63%	-30.14%
水井坊	10.41%	-70.31%	-24.89%	134.29%	37.61%	74.13%	37.62%	25.53%	-15.06%	54.10%	0.88%	6.00%
舍得酒业	54.38%	-27.60%	1.86%	-19.99%	26.42%	12.10%	35.02%	19.79%	2.02%	83.80%	21.86%	16.93%
古井贡酒	26.88%	9.14%	1.53%	12.96%	14.54%	15.81%	24.65%	19.93%	-1.20%	28.93%	25.95%	21.18%
洋河股份	35.55%	-13.01%	-2.34%	9.41%	7.04%	15.92%	21.30%	-4.28%	-8.76%	20.14%	18.76%	10.04%
今世缘	15.67%	-3.02%	-4.60%	1.05%	5.34%	15.57%	26.55%	30.35%	5.12%	25.12%	23.09%	28.07%
口子窖	19.79%	-2.37%	-7.71%	14.41%	9.53%	27.29%	18.50%	9.44%	-14.15%	25.37%	2.12%	16.10%
迎驾贡酒	16.05%	1.23%	-12.84%	-1.09%	3.81%	3.29%	11.17%	8.26%	-8.60%	32.58%	19.59%	22.07%

数据来源：WIND，浙商证券研究所

## 2.6 产品周期：升级与降级并存，100-400元价位带表现较优

根据中酒协发布的《2024中国白酒市场中期研究报告》，2024年上半年白酒市场经销商、零售商反馈市场动销最好的前三价格带分别为300-500元、100-300元、100元及以下；倒挂程度前三价格带分别为800-1500元、500-800元、300-500元。展望25年，我们认为，100-400元价格带同时受益于百元价格带的消费升级和中高档价格带的消费降级，且为当前婚宴用酒主要价位，表现有望优于其他价位。

1) 100-300元价位带以地方酒为主，该价位带以产品结构升级为主，主要观察当地经济发展水平。表观数据可以参考GDP增速、产业结构、房价涨跌幅、人均可支配收入及增速等来研判消费升级的动力和持续性。由于该价位带主要依靠大众消费，满足聚饮、宴席等消费场景（宴席占白酒市场比重约40%），受商务场景影响较小，因此具备较强支撑。以安徽为代表的地方酒企在白酒产业调整期体现了较强的增长动力。今年婚宴市场受民间“无春年”说法之影响较正常年份需求下降较多，根据民政部，今年前三季度，全国结婚登记474.7万对（-17%）。2025年为“双春之年”，我们预计25年婚宴市场有望获得明显增长。

2) 300-500元价位带是地方酒消费升级的核心价位带，也是全国性名酒布局的重要价位带，可满足消费升级和降级的需求。一方面，部分具备较强品牌力的地方酒企在本地经济增长较强活力下，有望实现产品结构的持续提升；另一方面，受益于行业、财政等政策力度持续加码，我们预计25年商务宴请需求有望获得恢复性增长。

3) 纵观今年业绩相对较好的企业，其核心大单品均位于该价格带，比如剑南春的水晶剑、泸州老窖的特曲60版/老字号特曲，山西汾酒青花20/25、巴拿马/老白汾系列，古井贡酒的古8/古16，迎驾贡酒的洞6/9。老白干在上证路演中心举行2024年半年度业绩说明会中表现，当前白酒各价格带分化趋势显著，区域龙头酒企在100-400元价位扩容中表现最优，公司将积极调整产品结构，顺应市场变化。我们预计，未来头部酒企将继续重视该价格带的扩容机会，在100-400元有核心大单品的酒企有望率先穿越周期，维持经营韧性。

图：24Q3期间100-400元价位表现较优

公司	三季报产品结构
贵州茅台	Q3茅台酒增速快于系列酒，主因系列酒控货+非标投放增加。24Q1-3茅台酒收入1,011.26亿元（+15.88%），系列酒收入193.93亿元（+24.36%）。24Q3茅台酒收入325.59亿元（+16.32%），系列酒收入62.46亿元（+13.14%），茅台酒占比为83.90%（+0.38pct）。三季度茅台1935控货+拿货价统一至798元、叠加中秋国庆期间非标投放占比提升，导致24Q3茅台酒占比提升、系列酒增速放缓。
山西汾酒	中高档酒环比提速，腰部产品为增长主力。今年以来，公司重视腰部价格带，对老白汾/巴拿马系列换新提价，全年来看预计腰部产品增速将领先于其他系列。青花系列中的核心单品青花20/25，在经历了Q2主动控货后，于Q3恢复增长，带动中高档酒环比提速。24Q1-3/24Q3白酒实现收入312.52/85.93亿元，同比+17.49%/+11.42%。①24Q3中高档酒收入增速为6.73%，环比Q2提速5.23pct，主因青花系列恢复正常发货节奏。24Q1-3中高档酒累计增速14.26%。②24Q1-3/Q3其他酒增速26.87%/25.62%，主因玻汾持续投放。
迎驾贡酒	中高档产品增长相对稳健，洞藏系列延续较快增长。前三季度白酒营收52.22亿元（+15%），其中中高档白酒42.46亿元（+19%），普通白酒10.05亿元（+2%）；Q3白酒营收16.32亿元（+3%），其中中高档白酒12.96亿元（+7%）主因洞藏系列增长，普通白酒3.36亿元（-9%）。
金徽酒	产品结构延续升级，百元以上产品增速较快。24Q3公司300元以上/100-300元/100元以下分别同比+42.1%/+14.9%/-24.3%，300元以上产品增速显著领先。百元以下产品下滑主因Q3为大众费淡季+四星产品价格调整至百元以上（预计Q4重启活动后动销有望改善）。未来发展重点仍是百元以上产品，Q3占比已提升至85.9%，主因甘肃/西北地区核心价格带位于100-200元，且三季度为升学宴/婚宴高峰。公司持续推进200元价格带培育，希望在200元价格带占据更多份额。
伊力特	公司产品结构持续提升，高档酒表现较好。24Q1-3公司高/中/低档酒营收11.19/3.99/1.16亿元（+2.18%/+2.74%/-3.53%）。24Q3公司高/中/低档酒营收2.50/0.57/0.14亿元（-11.84%/-35.10%/-66.06%），收入占比分别同比+9.2/-3.5/-4.0pct至77.8%/17.8%/3.6%。公司高档酒表现相对较好，疆内消费疲软中低档酒下滑幅度较大，新品推广带动产品结构上移。

数据来源：WIND，浙商证券研究所

## 2.6 产品周期：酒企根据所处阶段选择不同策略，权衡良性发展&考核目标

复盘近年来白酒表现，白酒行业自2022-2023年开始进入调整期，24Q3开始进入普遍的业绩降速期，但不同酒企在此轮调整期中的调整深度和预计调整时间均有差异。我们把调整期的酒企策略分为以下四种措施，具体措施根据酒企本身和所处阶段略有调整。

1) 主品增长存在压力，但需要维持批价库存良性增长，故需要依靠非主品、开发品的增长保证报表端增速。这个阶段我们需要关注企业：①主品之外产品的动销及库存水平，②是否有推新品，以及新产品的定位、渠道政策，③公司是否开放条码。典型案例：茅台近年来依托1935及非标茅台放量、五粮液依托1618和低度高增、泸州老窖依托特曲60版较快增速，为散飞、普五、国窖的批价稳定奠定基础。24年5月五粮液45度焕新上市。口子窖24年4月兼8上市，卡位200元主流价位带，9月兼5/6焕新升级，由400ml提升至500ml。

表：调整期开发新品有利于稳固业绩，中长期聚焦产品主线

公司	举措	阶段
洋河股份	积极贴合市场开发新品，进一步完善产品梯队。实现了主流价位的全线覆盖，实现了品牌的全方位延伸。同时，公司积极推进定制酒业务，成功举办公司首届封藏大典，深入挖掘深厚的品牌内涵。	2013年白酒行业经历了断崖式下滑，在市场容量有限甚至在萎缩的情况下，酒企想要实现增长，不仅需要主品的精耕细作，也需要打造新的品牌寻找增长空间。头部酒企开始调整产品结构，进一步加大产品开发力度
古井贡酒	重新梳理产品线，开发系列新品。销售公司于14年开发了岁月经典陈酿系列、经典古井贡酒、古井贡酒光瓶酒、百味露酒等系列产品。	
水井坊	推出新品臻酿八号，下移核心价格带。水井坊早期主要定位高端，面对高端需求的迅速回落，公司于13年推出位于300元价格带的新品臻酿八号，并于14年将井台从800元+价格带下调至400-500元价	
酒鬼酒	调整产品结构，加大中低端新品开发。为顺应市场需求，进一步调整公司产品结构，健全品种和价格体系，加大中低端新产品的开发投入，面向全国开发推出了T3、T6“酒鬼老坛”，“彩陶湘泉”等系列中低端新品，酒鬼酒湖南公司推出了“柔和红坛”、“内品优级”红盒新品，“湘泉老坛”、“芙蓉湘泉”等新品。	尽管短期增加产品有利于保证公司业绩，但中长期来看对于品牌力有所损失，所以在行业恢复健康增长后，各家酒企积极清理贴牌产品，聚焦核心产品主线。
古井贡酒	聚焦年份原浆，优化价格体系及资源配置。公司对省内年份原浆献礼版、省外幸福版及省内外5年的包装、品质、口感升级，优化调整了年份原浆16年、8年和红运系列价格体系、资源配置等产品	
酒鬼酒	聚焦三大核心产品，实现量价齐升。在15年中粮接管后，公司积极清理贴牌产品，聚焦内参酒、红坛酒鬼酒、50度酒鬼酒三大核心支柱单品，于15年上半年实现量价齐升，全年内参/酒鬼系列产品销售同比增长88%，占比提升至71%。	
舍得酒业	产品大规模优化，聚焦核心产品。15年11月天洋入驻后，公司砍掉大量产品，聚焦智慧舍得、品味舍得、沱牌天特优等核心单品。	

数据来源：WIND，浙商证券研究所

## 2.6 产品周期：酒企根据所处阶段选择不同策略，权衡良性发展&考核目标

- 2) 当外部环境持续承压，**业绩增长目标完成与主品批价稳定无法同时满足时，酒企将对主品控量稳价**，同时匹配渠道减负、业绩端增长降速，以时间换空间，如近期茅五控制发货节奏。对于具备较强品牌力及渠道管控的酒企而言，该种措施可以立竿见影，体现在批价企稳回升。
- 3) 当外部环境进一步走弱，渠道端无法承载库存积压，则以加强促销、库存去化、良性增长为第一目标，业绩增速不再作为核心诉求。**具备较强品牌力的酒企为了自身良性发展会选择进行主品减量**。比如五粮液2024年经销商合同计划量在2023年基础上整体减量20%。
- 4) 价格是产品的生命线，公司为了产品的长期增长通常不会选择直接降价，**但当需求疲弱，业绩承压的时候部分企业会通过加大费用投放（扫码红包、经销商返利）等方式实现隐形降价**。我们可以看到Q3白酒行业整体费用投放力度加大，尽管部分酒企表现批价相对稳定，但是承担了业绩增长&稳批价的代价。随着扫码红包的普及，这种方式现在更为隐蔽，也相对灵活。

表：近年来酒企积极采取控货稳价举措

时间	品牌	控货举措
2024年2月	国缘	从2024年2月29日起，四代开系产品将不再接收销售订单。自3月1日起，五代国缘四开、对开、单开出厂价将分别上调20元/瓶、10元/瓶、8元/瓶，建议区域市场同步调整终端零售价！国缘四开将严格执行配额制。
2024年7月	西凤酒	自7月1日起，停止接收老绿瓶系列产品订单及货物发运。
	茅台	7月2日，市场消息称茅台酱香酒营销公司下发通知，茅台1935已超进度完成今年各项任务，为保证市场良性健康发展，即日起暂停投放茅台1935酒合同计划。
	泸州老窖	7月3日，泸州老窖国窖酒类销售股份有限公司发布《关于停止接收国窖52度经典装订单及货物发运》通知称，即日起将停止接收国窖52°经典装订单及货物发运。
	五粮液	7月1日，新京报记者从五粮液2023年度股东大会获悉，五粮液将继续加快推进产品价格向品牌价值的合理回归。产品方面，第八代五粮液遵循量价平衡原则，持续优化投放节奏，同时做好39度五粮液等产品的深度打造，加快成为新的增长点。
2024年8月	舍得酒业	舍得酒业发布2024年中报：阶段控货保价，锻造经营韧性。舍得酒业通过主动“控量稳价”策略，助力渠道阶段性去库存，保持渠道健康。
2024年10月	水井坊	自10月15日起，水井坊暂停臻酿八号系列产品的发货和接单，后续接单及发货安排另行通知。
2024年11月	茅台	而据行业媒体《名酒研究所》消息，有省区的茅台酒商已主动调整销售方式，全面停止了向电商渠道的供货。
2024年11月	五粮液	近日，有媒体从市场获悉，五粮液将停止向全国范围内经销商供应第八代五粮液（普五）。

数据来源：WIND，浙商证券研究所

周期

观点

具体分析

总计&amp;预判

## 经济周期

社零、地产等经济数据呈现转好迹象，顺周期白酒有望受益

观测指标：社零数据/CPI/PPI等宏观指标

- 白酒指数与PPI呈现强相关性，CPI等指标亦有参考价值
- 目前社零、地产等经济数据有好转迹象，但目前居民贷款意愿依然较弱，需要政策持续加码

社零、地产等经济数据呈现转好迹象，顺周期白酒有望受益，924以来重磅政策密集落地，白酒景气度明显提升

## 产业周期

白酒行业降速但不失速，头部酒企或迎增速换挡

观测指标：库存、需求构成及稳定性、供给结构等

- 2024年白酒产业周期呈现几大特征：行业降速不失速、头部酒企增速换挡、数字化进程加速、酒企排序迎变化
- 头部酒企或迎增速换挡，增速或仍有望高于GDP增速，维持基本体量确定性高

白酒行业降速但不失速，头部酒企或迎增速换挡，近年来酒企加码数字化改革转型

供需/量价模型

## 产品周期

升级与降级并存，100-400元价位带表现较优

观测指标：高端酒量价策略/营销能力等；次高端酒产品价格体系布局及布局时间点/渠道体系/营销策略等

- 100-400元价格带同时受益于百元价格带的消费升级和中高档价格带的消费降级，且为当前婚宴用酒主要价位，表现有望优于其他价位。
- 酒企根据所处阶段选择不同策略，权衡良性发展&考核目标

升级与降级并存，100-400元价位带表现较优，酒企根据所处阶段选择不同策略，权衡良性发展&amp;考核目标

## 企业家周期

酒企根据所处阶段选择不同策略，权衡良性发展&amp;考核目标

观测指标：管理层变动/薪酬体系改革/股权激励落地/政策改革（经销商大会）等

- 2024年为酒企业管理层的焕新年，以茅五为代表的头部酒企均有重要管理层的更替，注入新活力新思想。
- 对比24年前三季度收入业绩增速与年度目标增速，仅茅台等少数酒企仍能按照既定目标完成，多数酒企尊重行业规律，锚定良性发展，保持中长期战略定力。

2024年为酒企业管理层的焕新年，以茅五为代表的头部酒企均有重要管理层的更替，注入新活力新思想，当前多数酒企尊重行业规律，锚定良性发展，保持中长期战略定力

## 库存周期

行业降速去库存，主动降速、渠道掌控力强的酒企或更易穿越周期

观测指标：预收账款、渠道库存、产品批价等

- 当前白酒行业进入降速去库存阶段，24Q3仅有少数酒企仍按进度完成全年指标。
- 25年后或进入去库存阶段，主动降速、渠道掌控力强的酒企或更易穿越周期

行业降速去库存，24年需求偏弱下库存有所累加，25年后或进入去库存阶段，主动降速、渠道掌控力强的酒企或更易穿越周期

## 2.7 企业家周期：管理层焕新注入新活力，锚定良性发展保持战略定力

2024年为酒企管理层的焕新年，以茅五为代表的头部酒企均有重要管理层的更替，注入新活力新思想。24年酒企内部积极进行组织结构优化，其中包含茅台、五粮液等七家酒企涉及董事长/总经理/副董事长的变动，或推动企业在保持战略定力基础上进行改革创新。部分酒企涉及副总经理、董事会成员以及监事的变更，或将推动企业实现策略创新和执行效率的提升，加速企业组织架构和治理的规范与完善。我们认为行业在弱周期阶段进行密集的人事调整，主要系为了应对新的发展周期和更加激烈的市场竞争，新的高层上任或将带来新思路、新战术，推动执行效率的提升，助力酒企穿越周期，实现较优增长。

表：主要酒企股权激励推出情况及目标情况

公司	股权激励草案公布日	股权激励草案公布日股价	授予价格	授予人数	股权激励规模	激励目标
老白干酒	2022年4月18日	21.62	10.34	不超过213人	不超过1774万股	2024年净资产收益率不低于10%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平；2024年净利润较2020年复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平；2024年主营业务收入占比不低于95%。
今世缘	2022年8月1日	46.76	56.24	334人	768万份股票期权	1.以2021年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于90.6%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；2.以2021年扣除非经常性损益净利润为基数，2024年扣除非经常性损益净利润增长率不低于52.1%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；3.2024年净资产收益率不低于21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；4.2024年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。
舍得酒业	2022年10月15日	137.65	69.04	284	116.91万股	2024年营业收入不低于100.2亿元或2024年归母净利润不低于20.5亿元。
口子窖	2023年5月20日	57.7	35.16	58	313.4214万股	公司需满足下列两个条件之一：1、以2022年的净利润为基数，2024年净利润增长率不低于30%；2、以2022年的营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于30%。
天佑德酒	2023年8月23日	13.56	7.12	53	946.00万股	2024年营业收入达到13.72亿元，触发值13.00亿元，解除比例为80%。
珍酒李渡	2023年10月25日	11.4港元	1港元	718	1172.93万股	本次股权激励与2023-2025年珍酒李渡整体收入、扣非净利润等关键业务指标挂钩，每次达成业绩目标则发放三分之一。

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表：23年底至今重大人事变动梳理

公司	公告日期	具体高管变动内容
贵州茅台	2024年4月30日	丁雄军先生因工作调整，申请辞去公司董事长、董事职务及董事会下设专门委员会相应职务。
	2024年5月29日	选举张德芹先生为公司第四届董事会董事长。
	2024年8月14日	推荐向平、张旭为贵州茅台酒股份有限公司副总经理人选，建议涂华彬、王晓维不再担任公司副总经理职务。
五粮液	2024年10月7日	公司董事会聘任华涛先生为公司总经理，其任期与其他高级管理人员一致；蒋文格先生不再担任公司总经理职务。
泸州老窖	2024年10月18日	泸州老窖集团有限责任公司发布公告称，根据泸州市国资委《中共泸州市国资委委员会关于廖俊同志任职的通知》，廖俊任泸州老窖集团有限责任公司党委副书记、副董事长、总裁。
山西汾酒	2024年2月6日	聘任李沛洁为公司副总经理，不再担任公司总经理助理职务；聘任王怀为公司副总经理、总会计师；聘任张永端为公司副总经理，不再担任公司总经理助理职务；聘任宋亚鹏为公司总经理助理，并辞任公司监事职务；聘任许志峰为公司董事会秘书。
习酒	2024年9月23日	原习酒集团党委副书记、副董事长、副总经理汪地强，升任习酒集团党委书记、董事长、总经理。
	2024年4月29日	组建省管大一型的贵州习酒投资控股集团有限责任公司董事会、经理层班子。推荐汪地强为公司董事、副董事长、副总经理人选；推荐曾凡君为公司副总经理人选。
郎酒	2024年1月3日	郎酒销售公司总经理梅刚兼任青花郎事业部总经理，李俊任郎酒销售公司总经理助理兼红花郎事业部总经理。
舍得酒业	2024年10月9日 2023年12月15日	王维龙先生因个人原因申请辞去公司副总裁职务，辞职后不再担任公司任何职务。倪强先生因工作原因申请辞去公司董事长及董事会战略委员会主任委员职务；董事会选举蒲吉洲先生为公司董事长、吴毅飞先生为公司联席董事长。
酒鬼酒	2024年6月30日	因个人原因，王哲先生申请辞去公司副总经理职务。辞职后，王哲先生将不再担任公司任何职务。
水井坊	2024年2月23日 2024年7月12日	第九届董事会一致推荐高峰先生为公司第九届董事会董事长。 2024年7月15日起聘任胡庭洲先生（简历详见附件）为公司总经理，任期同本届董事会。蒋磊峰先生自2024年7月15日起不再代行总经理职责。
洋河股份	2024年3月28日 2023年11月11日	选举新亚光、黄金华为公司第八届监事会职工代表监事，将与公司股东大会选举产生的监事共同组成公司第八届监事会。 林青女士和郑步军先生因工作调整申请辞去公司副总裁职务；聘任范晓路先生、陈太松先生、张学谦先生、宋志敏女士为公司副总裁。
今世缘	2024年5月9日	禹成余辞去第五届董事会董事及董事会审计委员会委员职务，提名周辉为公司第五届董事会非独立董事候选人。
伊力特	2024年8月27日	聘任李洪超为公司副总经理。
	2024年4月25日	公司董事、总经理陈双英先生因工作变动原因辞去公司第九届董事会董事、总经理及董事会相关专门委员会委员职务；经公司党委考核、公司提名委员会审议，李强先生的任职资格、工作经历符合担任公司总经理的要求。
顺鑫农业	2024年1月26日	公司外部董事蒋宏辞职，公司股东大会选举李小刚担任外部董事，并接任蒋宏在公司董事会战略发展、提名、关联交易控制委员会的相应职务。
	2024年7月22日 2024年5月21日	董事会同意聘任康涛先生为公司总经理。 李秋生先生因工作调整原因申请辞去公司总经理职务。
老白干酒	2024年8月27日	公司董事刘勇先生因工作调整，申请辞去公司董事职务，辞职后仍在公司担任董事会秘书及在子公司担任其他职务。
金徽酒	2024年6月28日	因工作调整，张斌先生申请辞去副总裁职务，辞职后张斌先生将不再担任公司及子公司任何职务。
金种子酒	2024年7月12日	公司董事侯孝海先生拟不再担任公司第七届董事会董事，以及董事会战略委员会、薪酬与考核委员会委员职务。经公司股东推荐和公司董事会提名委员会审查，同意提名赵伟先生为公司第七届董事会非独立董事候选人。

## 2.7 企业家周期：管理层焕新注入新活力，锚定良性发展保持战略定力

对比24年前三季度收入业绩增速与年度目标增速，仅茅台等少数酒企仍能按照既定目标完成，多数酒企尊重行业规律，锚定良性发展，保持中长期战略定力。复盘年初至今酒企对于全年目标态度，伴随行业调整的深入，酒企不盲目追求目标的完成，通过主动控速调整力求实现良性增长，但中长期目标未改，彰显积极进取和战略定力。

表：酒企战略目标梳理

酒企	未来规划及目标
贵州茅台	2024年主要经营目标为实现营业总收入较上年度增长15%左右，完成固定资产投资 61.79 亿元。面对市场变化，要保持“定力”，坚定“信心”，以强大的战略定力高质量穿越本轮周期。而茅台的“定力”和“信心”则是来自于“两个基本没有变”，即茅台酒的基本属性和基本需求面没有变。茅台酒在当前及未来的发展，拥有中国经济向好发展的信心没有变、茅台强大的品牌价值认同没有变、茅台酒卓越品质的稀缺性独特性没有变，从而形成了“三个基本支撑”。
五粮液	2024年的经营目标是营收实现两位数增长，“稳”字贯穿五粮液在产品、渠道、市场等方面的规划。产品方面，着力做强年份酒系列，坚持经典五粮液的核心战略产品地位不动摇；五粮液将持续加大力度拓展宴席场景、礼赠场景、收藏场景，不断挖掘市场增长点，坚持“稳中求进、以进促稳”的总体思路，重点围绕“当前增长和长远发展”“质量提升和产量增加”“整体打造和重点宣传”“量的增长和质的提升”“体系建设和效能提升”五个方面。
泸州老窖	每年递增30%，在2025年实现300亿的销售业绩；在产品营销方面，国窖1573继续坚持“浓香国酒”品牌定位，围绕“稳质量、升品牌、提价格、扩规模、增利润”5个方面来强化这一定位并且结合公司“十四五”战略规划及销售公司“2358”区域发展战略，选定包括上海、深圳、成都等在内的九大样板市场。泸州老窖将深入践行“厂商一体化”“客户即团队”等理念，围绕“打造厂商命运共同体”，持续推进七大工程，为打赢财富共创、规模跃升的关键战役提供坚实保障。
山西汾酒	2024年要力争营收同比增长20%左右，持续进行产品高端化结构优化。预计2-3年之内汾酒形成4个百亿大单品，玻汾、青花20、老白汾、青花30，共同形成四轮驱动，其中巴拿马系列仍然主要在山西省内投放。产品层面上，汾酒将实行玻汾调存量、青花20实现突破、长期看青花30。市场布局层面，未来省内市场还会展开渠道优化，利用一些新品的上市填补价格的空白，也会将文化赋能的产品进行投放，进而带来新的增量。汾酒将进一步提升品牌影响力和市场竞争力，在白酒行业中继续占据重要的地位，同时也将引领公司冲刺500亿。
习酒	汪地强先生表示2025年末习酒将实现300亿元营收。习酒将始终坚持守正创新，坚守传统酿造工艺、坚持“质量就是生命”、坚定不移走“优质优产”特色生产之路，在保证习酒品质的前提下，围绕品质化、多元化、个性化、数字化、国际化等行业发展趋势不断创新，加快构建具有习酒特色的新质生产力，推动企业持续实现高质量发展。
郎酒	2025年，郎酒实现300亿元以上销售收入，青花郎、红花郎单品过100 亿元。到2030年，成为浓酱兼香型白酒的领导者；郎酒庄园成为世界级酒庄，白酒爱好者的向往之地。2030年至2040年，郎酒跻身世界十大名酒之列，品质达到行业最高之一。郎酒确立“神采飞扬中国郎”七大战略产品，从超高端、高端、次高端、中高端到大终端的全面覆盖各价位，实现了同价位带产品定位清晰，各产品分工明确的产品矩阵。
古井贡酒	2024年，古井贡酒计划实现营收 244.50亿元，利润总额 79.50亿元。公司将坚持“品质求真、品牌求美、品行求美”的大战略方向毫不动摇，巩固省内优势地位，稳步推动全国化进程，主要从以下两个方面强化运作：一是省内抓牢渠道建设、消费者培育等工作；二是省外市场提速，分批次打造一批规模市场、规模网点，设立战略节点城市突破。产品角度，在100-300元产品方面，古井贡酒将以次高端战略为核心，塔基产品古5、次高端重点大单品古8持续输出，做好宴席、酒店开瓶、渠道网点建设拓展和新消费群体培育；在清香名酒黄鹤楼方面，古井贡酒提出要着重践行“七个坚持”；在“白酒+”方面，古井贡酒将围绕白酒上下游产业链给予白酒赋能，做好药和酒的大文章。
迎驾贡酒	通过“一个引领、两个深化、三个赋能、三个强抓”的“1233工程”，加速向百亿的下一个目标迈进，朝着“建设美丽迎驾、智慧迎驾、文化迎驾、幸福迎驾，成就百年品牌”的愿景迈进。
口子窖	“十四五”末，公司65度原酒产能将突破5万吨，储酒规模达到30万吨。同时，口子窖将在省外市场优化产品结构，有针对性地导入中高端产品。
今世缘	公司重提2025年150亿元的营收挑战目标。今世缘在这一阶段将继续完善治理体系、建立现代企业制度作为深化改革方向，把“六大管理体系”升级为“一号改革工程”，找准工作发力点、突破口，加强各项改革举措的系统集成和协同配合，放大牵引体制机制创新的蝶变效应。
酒鬼酒	2023年酒鬼酒进入主动调整期，努力实现酒鬼酒营销组织优化升级和营销模式变革，在终端建设、渠道深耕、BC联动等方面取得显著成效。2024年公司目标实现恢复性增长，市场战略从“打造基地、突破高地、深度全国化”调整为“实施差异化和聚焦战略，打造中国精品酒企”，在新战略的指导下，公司不再盲目追求扩大规模，而是深耕“湖南本地市场”，拓展“全国样板市场”，通过“精耕细作”，把湖南市场打造成品牌的“大本营”。
洋河股份	洋河适应自身节奏主动降速调整，维持高质量稳健发展趋势。洋河未来的经营策略是“聚焦”这两个字，第一、聚焦省内+长三角的大本营市场；第二、聚焦高地市场；第三、聚焦消费者运营；第四、聚焦绵柔年份老酒战略；第五、聚焦大单品打造；第六、聚焦基层基础工作；第七、聚焦队伍建设。其次，洋河的全国化战略将分四步：第一是大区优化整合和联动；第二是做好四类市场的开发；第三是加强组织的调整和制定应对政策；第四是强化团购和圈层开发，做好渠道拓展和消费者运营，未来有望再增加2-3个新10亿级市场。
伊力特	伊力特提出确保2024年销售达到30亿元的短期目标+力争2026年末突破50亿元长远规划。首提“1238”战略，坚定不移地实施伊力特营销战略改革和创新，并强调要“改革组织架构指挥体系、规范品牌矩阵和价格管理、持续强化市场精准性投入、打开新渠道和销售增量、提高市场综合服务能力”。
珍酒李渡	“下足功夫，迎难而上”为2024年的发展定调，落地到具体的企业动作上，珍酒李渡以“两大升级”和“两大优化”为抓手，持续提升渠道、品牌、产品、营销体验吸引力，以强身健体、穿越周期。在“十四五”末实现10万吨酿酒产能和百亿目标。

数据来源：酒业家，第一财经等，浙商证券研究所

# 03

## 投资建议

### 3.1 展望1：25年春节为试金石，节庆效应下头部酒企或仍有超预期可能

由于近年来节庆效应更加显著，23-24年虽行业有所调整，但头部酒企春节动销均有超预期表现，25年春节或为下一个试金石。通过复盘22-24年的春节白酒市场情况，我们认为近年春节主要呈现以下特征：1) 前期市场较为悲观，动销有所滞后，但节日期间动销集中爆发，整体表现超节前预期；2) 品牌、价位、场景等分化均有所加剧，各地头部酒企表现显著更优，高端酒及区域龙头酒表现优于次高端酒；3) 在促销力度加强下，部分产品存在以价换量特征。

分场景看，在宴席低基数背景下，25年春节婚宴表现+整体宴席场景或有望迎修复，主要系：1) 24年由于部分地区的民俗传统，结婚率+婚宴数量较往年均有所减少。而据目前部分宴席酒店反馈，25年春节期间婚宴场地已基本订满，因此我们认为24年部分婚宴需求或将延后至25年春节旺季释放，喜宴用酒量有望在去年低基数下实现较优增长；2) 在节庆效应集中显现的背景下，家宴&大众聚饮场景有望延续亮眼表现，对于春节整体宴席消费需求无需过度悲观；3) 10万亿财政刺激政策出台，经济活力有望持续提升，消费复苏或加速，我们预计25年春节及全年的商务消费将实现较好回补。

表：22-24年春节主要特征

22年春节	23年春节	24年春节
<p>呈现三大特点:分化、集中化有新表现，需求拉力重要性凸显。消费环境受负面影响有限，节后补库存行情仍在。</p>	<p>动销前低后高，恢复速度略超节前预期。“经济强&amp;返乡多&amp;氛围浓”省份白酒动销恢复较快；礼品刚需下高端酒表现稳定，区域酒凭借基地市场动销表现超预期，总体品牌集中度加强。</p>	<p>春节呈现品牌&amp;价位&amp;场景&amp;区域均分化加剧、动销滞后但趋势向好、以价换量等特征，头部酒企回款、库存、动销、批价仍表现较优，对于头部酒企可更乐观。</p>
<p>具体呈现三大特点： 1、分化有新表现——区域间动销反馈分化严重，“返乡率提升+经济环境好+负面影响小”三要素为动销较好地区共性。 2、集中化有新表现——消费升级新特点下，市场份额向成熟单品集中，新品仅在优势市场实现放量。春节头部企业享受了集中化红利，而非结构提升红利，背后原因：消费升级过程中消费者开始追求“性价比”。 3、终局胜负点在于消费者培育——在渠道操作逐步同质化的当下，需求拉力将决定终局胜负。春节期间商超及大连锁店数据反馈优秀，而中小烟酒店则反馈一般。</p> <p>精准防控下，消费环境受负面影响总体较小，返乡消费提升显著，叠加稳经济等政策落地，酒类消费环境整体向好。两头强中间分化趋势延续，全国化品牌酒企依靠强区域调配力保持动销顺畅渠道健康，22春节延续“量微跌价快增”风格，同时成为“渠道和终端去库存”的第二年，当前主要单品批价稳中向好，库存健康，年后酒企迎来补货潮。</p>	<p>动销端:1)渠道反馈:高端酒动销实现同比正增长，徽酒恢复至9成，苏酒恢复至8-9成，次高端酒恢复至7-8成。2)终端反馈:多地反馈春节动销较去年同期稳中向好，高端酒中五粮液凭借高性价比春节动销优异，次高端酒各地强势品牌不一，地产酒基地市场表现仍优异，各地春节强势品牌延续往年，品牌集中度加强。 批价端:1)渠道反馈:从批价稳定性来看，高端酒&gt;区域酒&gt;次高端酒(苏酒&gt;徽酒)，整体平稳略降。2)终端反馈:除贵州茅台外，其余主销产品均在春节期间加强折扣力度，扫码红包等活动仍在延续，各地各价格带主销产品实际成交价较22年有所下降。 库存端:1)渠道反馈:库存表现，高端酒&lt;山西汾酒&lt;苏酒&lt;次高端酒。高端酒受益于动销基本恢复，徽酒受益于强动销，古井&amp;迎驾等酒企均出现节后潜在补库存需求；苏酒整体库存仍处于节前2.5个月左右水平；全国性次高端酒则仍较高。2)终端反馈:高端酒中茅五库存水平较低，泸州老窖库存相对较高，地产酒在基地市场生产日期多为22年，部分名酒生产日期相对较早。</p>	<p>1、渠道回款进度较优，节前回款及动销加速，库存表现分化 1) 高端酒：24年春节高端酒目标打款比例要求更加积极、渠道库存良性。 2) 次高端酒：24年次高端酒回款和库存表现分化，由于山西汾酒动销库存相对较优、其他泛全国性次高端名酒相对承压。3) 区域龙头酒：24年春节区域龙头酒打款比例要求与去年相近。 2、24年春节以价换量特征显著，头部酒企费用投入仍有克制，春节期间批价表现略超预期 24年春节酒企争抢回款和消费者竞争加剧，但头部酒企费用投入力度仍有克制，费用投放结构有所变化，由渠道的随量费用转变为针对消费者的费用投入及针对渠道的模糊激励，且加强线上线上和BC联动营销。 3、终端动销滞后但春节表现略超预期，价位及区域表现分化 春节终端动销旺季来临，各地终端烟酒店反馈动销趋势逐步向好，峰值较往年稍有延后，春节春运数据表现亮眼，返乡潮来临下终端白酒动销表现略超节前预期。1) 分场景：年会和商务宴请有所恢复但结构下移，大众聚饮场景或延续较优表现，宴席在高基数下同比减少。2) 分价格带：高端酒表现稳定，100-500元价位享受商务用酒恢复+大众用酒升级红利。3) 分区域：安徽、江苏等经济强势区域表现较优，区域龙头虹吸效应更强。</p>

## 3.2 展望2：茅台批价受三因素影响，预计不会出现阶段性新低

我们认为茅台批价受“发货面、政策面、预期面”影响，预计不会出现阶段性新低。

我们在24年8月12日发布的《如何看待白酒及茅台增长中枢和定价体系？》专题报告中明确提出短期飞天批价或总体保持稳定，预计不会出现阶段性新低；在24年10月27日《贵州茅台24Q3季报点评：Q3业绩符合预期，全年目标达成可期》报告中再次重申虽然近期茅台部分产品批价有所下行，散飞批价相对坚挺，我们预计茅台批价短期下行幅度有限。主因：

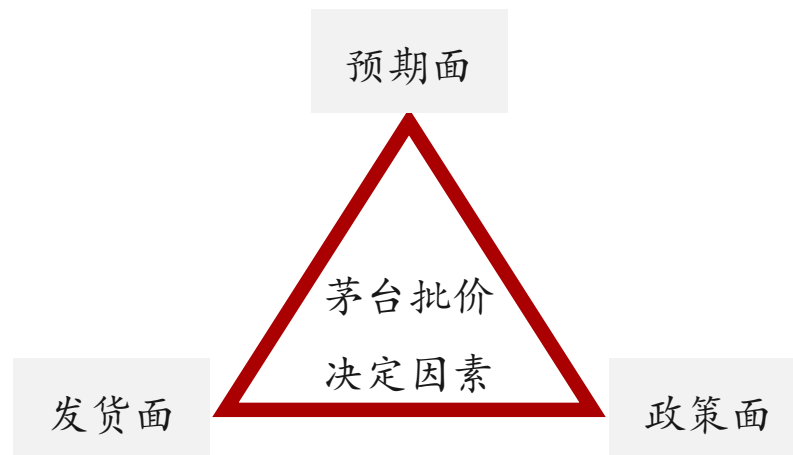
### 1.茅台批价由“发货面、政策面、预期面”三方面构成。

1) 发货面和政策面：①公司于6-7月密集采取控货稳价举措，包括取消大箱投放、开箱政策；部分省份暂停受理新企业客户申请平价购酒、餐饮渠道暂停1499元开瓶喝茅台活动；15年陈年茅台、精品茅台暂停发货等组合拳都已出台。此外，茅台调整了产品发货结构，增加了龙年生肖茅台和精品茅台的配额占比、降低了普飞的配额占比，主要目的为契合各地市场需求，或有助于进一步稳定批价。②公司在10-11月进一步开展控量稳价，10月30日前，在i茅台APP上发现茅台1935已不可进行申购；11月2日为稳价稳市，茅台有多个省区的经销商已经全面停止向批发市场以及电商等渠道供货。我们认为在近期茅台渠道政策密集推出，茅台批价预期或已企稳。

2) 预期面：今年5-6月批价下行主因电商618补贴活动+预期面管控不足，近期双11电商冲击下公司推出一系列控量稳价举措，管控举措+公开发声是稳批价的重要手段，近期批价管控成效显著、散飞批价迎明显回升。

2.我们认为茅台批价成本或有三级价格体系，预计本次受损的主要是小黄牛和电商新型黄牛（二者成本较高），预计各地茅台大商和联谊会受影响相对较小。

图：贵州茅台批价决定因素由三方面构成



### 3.3 展望3：浪成于微澜之间，2025年不同的酒企增长策略决定企业发展

我们认为2025年不同的酒企增长策略决定企业发展，名酒更应注重抢占细分价位的第一，区域龙头酒更应注重战略坚守、聚焦升级、强占省会、政商培育。

**行业阶段&酒企策略：**酒企在白酒行业上升期和调整期的举措存在差异，由于行业调整阶段更需要企业放大自身优势、寻找更多增长点，因此提升产品力>提升渗透率、盈利效率>增长效率、品牌策略>爆品策略、供应链能力>销售能力、全渠道策略>单渠道策略。

**名酒的核心战略：抢占细分价位的第一。**梳理目前白酒的百亿单品，主要包括飞天茅台、第八代五粮液、国窖1573、茅台1935、窖藏1988、青花20（含青花25）、水晶剑、海之蓝，分别为2000元+超高端价位、千元高端价位、500-800元次高端价位、300-500元次高端价位、100-300元中高端价位的第一或第二大单品。名酒由于具备较强的品牌优势和深厚的历史积淀，因此在全国范围大部分省份均具有较高的知名度，因此具备抢占细分价位第一的条件，且可形成正向循环。当前头部名酒仍在着力打造百亿单品，24年11月以来汾酒、洋河两家头部酒企相继宣布打造百亿大单品，汾酒提出预计2-3年之内汾酒形成4个百亿大单品，玻汾、青花20、老白汾、青花30，共同形成四轮驱动；洋河提出未来打造五大百亿级品牌，即：海之蓝、天之蓝、梦之蓝、手工班和双沟。

**区域龙头酒的核心战略：战略坚守、聚焦升级、强占省会、政商培育。**我们认为区域龙头酒通常具备稳定的根据地市场和完善的产品结构，因此其战略在产品端聚焦结构升级、区域端强调率先占领省会的高地市场、渠道端加强政商的团购资源培育，并要注重战略的延续性。近年来，古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等酒企在以上四个方面均有较优的表现，未来仍应继续关注其产品结构升级、省会高地市场打造、团购渠道培育等举措。

表：行业不同阶段酒企策略有差异

行业上升期	行业调整期
提高渗透率	提升产品力
增长效率>盈利效率	盈利效率>增长效率
爆品策略>品牌策略	品牌策略>爆品策略
销售能力>供应链能力	供应链能力>销售能力
单渠道策略可成立	全渠道策略是必须

图：名酒的战略核心：抢占细分价位第一

价位	百亿单品
2000元+超高端价位	飞天茅台
千元高端价位	普五、国窖1573
500-800元次高端价位	茅台1935、窖藏1988
300-500元次高端价位	青花20（含青花25）、水晶剑
100-300元中高端价位	海之蓝

图：区域龙头酒的战略核心



### 3.3 展望3：浪成于微澜之间，2025年不同的酒企增长策略决定企业发展

我们认为在白酒行业处于调整期底部区域、酒企表现分化的背景下，25年酒企的增长来源分为“高势能延续”、“低基数修复”两类，代表确定性和弹性两类标的。

我们对各个酒企2025年的核心增长动力及观察点进行梳理，主要分为两类：1) 近年来品牌势能较强的酒企，关注其25年主产品的量价平衡及当前核心放量产品的持续增长；2) 近年来处于调整期的酒企，关注其25年库存去化情况、主产品低基数下的修复表现、公司治理的改善。另关注区域内部、价位内部的竞争格局变化。

表：主要白酒企业2025年核心增长动力及观察点

公司	2025年核心增长动力	2025年核心观察点
贵州茅台	非标+系列酒放量，吨价提升（潜在提价/直销占比提升）	量价平衡，散茅批价
五粮液	1618+低度五粮液继续放量，专卖店数量拓展	量价平衡，普五批价
泸州老窖	低度国窖华东高增、华北修复，高度国窖四川的持续增长，200-500价位大单品高增	和五粮液的竞争策略
山西汾酒	玻汾、青花20、老白汾、青花30全国化，青花30组合产品贡献	汾享礼遇改进情况，青20、老白汾的环山西市场表现，省内的结构升级情况
酒鬼酒	湖南和广东市场增长，内参低基数下的修复	酒鬼库存去化，样板市场的点连成片
水井坊	产品结构升级，S1终端数量增加	新管理层的改革思路和动作，新省代模式的调整
舍得酒业	舍之道、T68持续增长，品味舍得低基数下的修复	库存去化，经销商数量及单经销商规模表现
洋河股份	海之蓝、天之蓝基本盘的全国稳定发展	公司治理改善情况
今世缘	V3和淡雅维持高势能，省外市场延续高增	省内份额的持续提升
古井贡酒	古16+古8维持高增，古20省外市场发展	费用收缩进展，和迎驾的省内竞争
迎驾贡酒	洞9及以上增长引领结构升级，省内市场份额的提升	100-300元价位和古井的竞争
口子窖	兼8等新品的贡献，合肥市场的修复	渠道扁平化的进展，新品的渠道利润
金徽酒	省内的结构升级和份额提升，陕西、内蒙等省外市场的扩张	省内和五粮春的竞争情况
老白干酒	河北市场100-400价位的份额提升，武陵湖南省内修复	费效比提升带来的利润释放
珍酒李渡	珍15和李渡维持较快增长，产品结构继续提升	核心单品价盘表现

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.4 投资建议：政策催化下或迎白酒结构牛市，推荐攻守兼备两条主线

24Q3酒企主动控速，力争在发展中解决供需矛盾和库存压力，更应关注后续增速可持续及宏观政策催化下的预期转向。重视“高势能延续”、“低基数修复”两条主线：

- ①高势能延续的确定性：高端酒推荐五粮液/贵州茅台，次高端及区域酒推荐山西汾酒/古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘；
- ②低基数修复的弹性：高端酒推荐泸州老窖，次高端及区域酒推荐老白干酒/水井坊。

表：主要白酒企业盈利预测表

日期	2024/11/29	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	PE (浙商预测)			收入增速 (浙商预测)			利润增速 (浙商预测)		
						24E	25E	26E	2024	2025	2026	2024	2025	2026
600519.SH	贵州茅台	1525.7	19166.3	65.8	23.2	22.2	20.0	18.2	15.5%	10.0%	9.0%	15.4%	11.1%	10.2%
000858.SZ	五粮液	146.8	5697.0	8.3	17.6	17.0	16.0	15.0	10.1%	5.3%	5.9%	11.1%	6.2%	6.8%
000568.SZ	泸州老窖	138.7	2042.1	9.7	14.3	14.6	13.8	12.9	4.9%	5.4%	6.7%	5.9%	5.3%	7.0%
600809.SH	山西汾酒	203.7	2484.9	10.1	20.1	20.2	17.5	15.4	15.5%	13.6%	12.4%	17.6%	15.4%	14.0%
000799.SZ	酒鬼酒	60.0	194.8	0.4	155.1	156.6	113.3	88.5	-42.6%	0.5%	9.5%	-77.3%	38.2%	28.1%
600779.SH	水井坊	60.0	292.8	2.8	21.4	21.2	19.7	18.2	5.1%	5.8%	7.4%	8.8%	7.5%	8.2%
600702.SH	舍得酒业	78.6	262.0	3.4	22.9	26.9	25.4	22.8	-18.5%	6.3%	8.4%	-45.1%	5.9%	11.7%
000596.SZ	古井贡酒	189.6	1002.4	10.4	18.1	17.8	15.0	13.0	18.6%	11.5%	12.1%	22.8%	18.6%	15.1%
002304.SZ	洋河股份	85.8	1291.8	5.6	15.4	15.5	15.1	14.3	-10.6%	1.4%	5.1%	-16.5%	2.0%	5.7%
603369.SH	今世缘	45.0	564.0	2.9	15.7	15.5	13.9	12.6	17.0%	12.0%	10.8%	16.4%	11.0%	10.2%
603589.SH	口子窖	40.6	243.4	2.8	14.5	14.4	13.8	13.0	-0.1%	4.0%	4.5%	-1.7%	4.3%	6.0%
603198.SH	迎驾贡酒	61.6	493.1	3.3	18.7	18.2	15.8	13.6	15.0%	13.8%	13.6%	18.6%	15.3%	16.3%
603919.SH	金徽酒	21.6	109.7	0.8	28.2	27.4	22.5	18.8	17.8%	16.8%	16.0%	21.9%	21.6%	19.5%
600559.SH	老白干酒	21.5	196.9	0.9	24.5	22.8	18.3	15.2	6.7%	7.8%	7.3%	29.7%	24.9%	20.0%
600197.SH	伊力特	17.9	84.3	0.7	24.0	24.1	20.1	17.9	0.2%	8.3%	7.0%	2.9%	19.8%	12.4%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

- 1、消费恢复速度不及预期或影响动销。若终端消费恢复不及预期，或影响白酒终端动销情况，进而影响酒企业绩。
- 2、高端酒批价上涨不及预期。若终端需求疲软造成高端酒批价上涨不及预期，或导致中低价位带酒企批价亦承压，从而造成行业性批价/库存压力。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>