

行业研究 | 行业专题研究 | 食品饮料 (2134)

# 酒类 2024 年半年报综述： 板块基本面磨底，龙头品牌优势凸显



## 报告要点

2024年中报来看，2024Q2白酒板块基本面仍在磨底过程中，终端动销和渠道的压力开始逐步在报表上体现。2024Q2白酒板块收入利润环比放缓，从报表质量来看，大部分酒企销售收现慢于回款，板块内部分化加剧，高端酒韧性较强，龙头品牌优势凸显。啤酒来看，需求弱复苏下销量稳健，Q2吨价提升略放缓，但中高端产品韧性仍较强。成本端红利延续释放，叠加各酒企积极提质增效，啤酒企业盈利能力进一步提升。

## 分析师及联系人



邓周贵

SAC: S0590524040005



徐锡联

SAC: S0590524040004



刘景瑜

SAC: S0590524030005



吴雪枫

## 食品饮料

# 酒类 2024 年半年报综述：

# 板块基本面磨底，龙头品牌优势凸显

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

### 相对大盘走势



### 相关报告

- 1、《食品饮料：啤酒高端化系列二：复盘日韩看我国啤酒高端化破局之路》2024.08.29
- 2、《食品饮料：股息率中等偏上，期待进一步提升》2024.08.26



扫码查看更多

### ➤ 白酒：2024Q2 板块收入利润环比放缓，龙头品牌优势凸显

整体法计算白酒行业重点公司 2024H1/2024Q2 营业收入增速分别为 14.08%/12.06%，2024Q2 高端酒/次高端酒/区域酒收入增速分别为 14.24%/8.50%/7.68%，分别环比下降 1.61/5.72/7.17pct。白酒板块归母净利润同比增长 10.81%，略慢于收入增速，2024Q2 高端/次高端/区域酒归母净利润分别同比+13.17%/-6.97%/+8.64%。板块内部分化加剧，高端酒韧性较强，龙头品牌优势凸显，茅五收入超预期，茅台、五粮液、迎驾、老白干、口子窖业绩超预期。

### ➤ 白酒：销售收现慢于回款，仅茅台/五粮液回款快于收入

整体法计算白酒行业重点公司 2024Q2（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比增长 16.32%，其中高端/次高端/区域酒（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）分别同比+27.05%/-6.42%/-3.14%。整体法计算白酒板块销售收现同比增长 22.95%，其中高端/次高端/区域酒销售收现分别同比+36.62%/-7.93%/-0.68%，销售收现与回款增速普遍慢于收入增速，我们判断主要由于终端动销和渠道的压力开始逐步在报表上体现，板块基本面仍在磨底。白酒板块头部公司仅茅台、五粮液回款增速快于收入，侧面反映出需求弱复苏背景下头部品牌对经销商的议价能力仍强，竞争优势进一步凸显。

### ➤ 白酒：产品结构下移，2024Q2 白酒板块盈利基本持平

商务消费降频降档，大众消费竞争加剧，品牌集中，酒企产品结构升级放缓或者略有下移，叠加赠酒增多、货折增加，2024Q2 白酒板块毛利率基本持平。整体法计算 2024Q2 白酒行业重点公司毛利率同比提升 0.48pct 至 82.24%。整体法计算 2024Q2 白酒行业重点公司归母净利率同比下降 0.42pct 至 37.26%，主要由于费用投放增加。销售费用率和营业税金率增加拉低了归母净利率，2024Q2 白酒板块销售费用率/管理费用率/营业税金及附加比率分别同比+0.77/-0.49/+0.46pct。

### ➤ 啤酒：成本红利延续释放带动盈利能力进一步提升

龙头酒企收入稳健增长，2024Q2 燕京啤酒量稳价增带动收入增速领先，同比增长 8.79%，青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒收入分别同比-8.89%/+1.54%/-1.33%/+8.07%。需求弱复苏下销量稳健，Q2 吨价提升略放缓，但中高端产品韧性仍较强。成本端红利延续释放，叠加各酒企积极提质增效，整体费用率波动较小，啤酒企业盈利能力进一步提升，2024Q2 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒净利率分别同比+2.47/-0.79/+3.74/+2.58/+4.10pct。

### ➤ 投资建议：白酒投资价值已凸显，啤酒关注低估值龙头

**白酒：**各价格带/区域龙头份额扩张，收入业绩稳定性高，股息率视角看板块投资价值不断提升，尤其茅台、洋河提出的三年分红方案有望强化板块的估值支撑。标的选择上建议优选强品牌力公司，首推贵州茅台、五粮液，推荐基地市场扎实，份额提升空间大的老白干酒、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒等。**啤酒：**成本红利延续且基数转低，推荐低估值龙头青岛啤酒、华润啤酒以及改革预期的燕京啤酒，建议关注重庆啤酒。

**风险提示：**宏观经济不达预期，行业竞争加剧，食品安全风险

## 正文目录

1. 白酒：基本面延续磨底，龙头品牌优势凸显.....	4
1.1 2024Q2 白酒板块收入增速环比放缓.....	5
1.2 销售收现慢于回款，仅茅台、五粮液回款快于收入.....	6
1.3 2024Q2 板块利润略慢于收入增速.....	9
1.4 产品结构下移，2024Q2 白酒板块盈利基本持平.....	10
2. 啤酒：弱复苏下稳健增长，成本红利延续释放.....	12
2.1 龙头收入稳健增长，盈利延续提升.....	12
2.2 需求弱复苏，吨价提升放缓.....	13
2.3 成本下行带动盈利能力提升.....	14
3. 投资建议：白酒投资价值已凸显，啤酒关注低估值龙头.....	15
3.1 白酒：基本面磨底，投资价值已凸显.....	16
3.2 啤酒：成本红利延续延续，关注低估值龙头.....	16
4. 风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1： 2024Q2 白酒板块重点公司收入增速环比放缓，板块分化加剧.....	4
图表 2： 2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司营业收入同比增长 12.06%（单位：亿元）.....	5
图表 3： 2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司（营业收入+Δ 合同负债）同比增长 16.32%（单位：亿元）.....	6
图表 4： 2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司销售收现同比增长 22.95%（单位：亿元）.....	7
图表 5： 2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司经营性现金流净额同比增长 29.22%（单位：亿元）.....	7
图表 6： 白酒行业重点公司 2024Q2 合同负债合计同比增长 11.41%，高端酒报表余力充足（单位：亿元）.....	8
图表 7： 白酒重点公司 2024Q2 应收票据及应收账款+应收款项融资合计 309.62 亿元，同比-6.83%（单位：亿元）.....	9
图表 8： 2024Q2 白酒板块重点公司归母净利润同比增长 10.81%，略慢于收入增速（单位：亿元）.....	9
图表 9： 2024Q2 白酒板块重点公司毛利率同比提升 0.48pct 至 82.24%，归母净利率同比下降 0.42pct 至 37.26%.....	10
图表 10： 2024Q2 白酒板块重点公司销售费用率/管理费用率/营业税金及附加费用比率分别为 11.83%/5.07%/15.61%，分别同比+0.77/-0.49/+0.46pct.....	11
图表 11： 2024Q2 主要啤酒企业归母净利润均实现同比双位数增长.....	12
图表 12： 2024Q2 主要啤酒企业吨价均实现同比提升.....	13
图表 13： 2024H1 主要啤酒企业中高档以上产品韧性较强.....	14
图表 14： 2024H1 主要啤酒企业归母净利率均同比提升.....	15
图表 15： 2024H1 主要啤酒企业费用率同比平稳.....	15

## 1. 白酒：基本面延续磨底，龙头品牌优势凸显

总体来看，2024Q2 白酒板块重点公司收入利润增速环比放缓，龙头品牌优势进一步凸显。(1) 2024Q2 白酒板块基本面仍在磨底过程中，终端动销和渠道的压力开始逐步在报表上体现，第一，酒企销售回款增速普遍慢于收入增速；第二，费用投放、货折增加，归母净利率提升节奏放缓；第三，销售费用和营业税金比率增加，盈利能力基本持平。(2) 茅台、五粮液品牌优势进一步凸显。随着 2022 年以来白酒板块动销需求逐步放缓，头部公司开始挤压式增长，抢占经销商资金，茅台、五粮液品牌底蕴深厚，对大商的议价能力较强，竞争优势凸显，且与二线品牌的差距进一步拉大。(3) 酒企逐步规划提高分红率支撑板块估值，板块投资价值逐步凸显。各价格带/区域龙头份额扩张，收入业绩稳定性高，股息率视角看板块投资价值不断提升，尤其茅台、洋河提出的三年分红方案有望强化板块的估值支撑。

图表1：2024Q2 白酒板块重点公司收入增速环比放缓，板块分化加剧

证券简称	2024Q2 收入 同比	2024Q2 销售商品收 到的现金同比	2024Q2 (当期收入+△ 合同负债) 同比	2024Q2 合同负 债同比	2024Q2 归母净利 润同比	2024Q2 归母 净利率
贵州茅台	16.95%	22.60%	22.29%	36.25%	16.10%	47.69%
五粮液	10.08%	93.41%	51.64%	123.55%	11.50%	31.69%
泸州老窖	10.51%	-0.22%	4.63%	21.11%	2.24%	44.76%
高端酒合计	14.24%	36.62%	27.05%	58.65%	13.17%	43.13%
山西汾酒	17.06%	-6.29%	-4.54%	-0.37%	10.23%	28.99%
舍得酒业	-22.73%	-14.44%	-10.42%	-68.12%	-88.41%	3.48%
酒鬼酒	-13.27%	-12.94%	-20.47%	-42.53%	-60.87%	9.52%
水井坊	16.62%	-5.92%	-7.33%	-1.36%	29.60%	7.15%
次高端酒合计	8.50%	-7.93%	-6.42%	-7.35%	-6.97%	23.25%
洋河股份	-3.02%	-11.96%	-8.34%	-26.02%	-9.75%	28.58%
今世缘	21.52%	7.13%	6.27%	-44.41%	16.86%	35.27%
古井贡酒	16.79%	12.80%	3.82%	-26.67%	24.57%	27.30%
迎驾贡酒	19.04%	12.69%	14.36%	-8.58%	27.96%	31.88%
口子窖	5.90%	-4.35%	-16.33%	-56.37%	15.15%	25.69%
金种子酒	-26.25%	-46.89%	-22.61%	-31.44%	-295.62%	-2.65%
老白干酒	9.00%	-0.49%	-5.99%	-0.50%	46.69%	12.55%
伊力特	3.64%	-26.48%	1.67%	10.71%	38.92%	7.80%
金徽酒	7.73%	-12.84%	-17.67%	9.30%	1.88%	10.90%
区域酒合计	7.68%	-0.68%	-3.14%	-23.82%	8.64%	26.61%
合计	12.06%	22.95%	16.32%	11.41%	10.81%	37.26%

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：选择标准为总市值超 50 亿白酒上市公司（取 2024 年 9 月 6 日数据），其中考虑到顺鑫农业屠宰行业收入占比超 10%，故未纳入，下表同此筛选标准

## 1.1 2024Q2 白酒板块收入增速环比放缓

2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司营业收入同比增长 12.06%。整体法计算白酒行业重点公司 2024H1/2024Q2 营业收入增速分别为 14.08%/12.06%，2024Q2 板块收入增速环比下降 3.32pct。细分行业来看，2024Q2 高端酒/次高端酒/区域酒收入增速分别为 14.24%/8.50%/7.68%，分别环比下降 1.61/5.72/7.17pct。板块内部分化加剧，茅五收入超预期。

图表2：2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司营业收入同比增长 12.06%（单位：亿元）

公司	2024H1	2024H1 同比	2023Q2 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
贵州茅台	834.51	17.56%	20.38%	13.14%	19.80%	18.04%	369.66	16.95%
五粮液	506.48	11.30%	5.07%	16.99%	14.00%	11.86%	158.15	10.08%
泸州老窖	169.05	15.84%	30.46%	25.41%	9.10%	20.74%	77.16	10.51%
高端酒合计	1510.04	15.19%	16.95%	15.66%	16.86%	15.84%	604.98	14.24%
山西汾酒	227.46	19.65%	31.75%	13.55%	27.38%	20.94%	74.08	17.06%
舍得酒业	32.71	-7.32%	32.10%	7.86%	27.58%	4.18%	11.65	-22.73%
酒鬼酒	9.94	-35.50%	-32.02%	-36.66%	21.72%	-48.80%	5.00	-13.27%
水井坊	17.19	12.57%	2.22%	21.48%	51.32%	9.38%	7.85	16.62%
次高端酒合计	287.29	12.19%	21.93%	9.64%	30.06%	14.22%	98.59	8.50%
洋河股份	228.76	4.58%	16.06%	11.03%	-21.51%	8.03%	66.21	-3.02%
今世缘	73.05	22.35%	30.61%	28.04%	26.67%	22.82%	26.34	21.52%
古井贡酒	138.06	22.07%	26.78%	23.39%	8.92%	25.85%	55.19	16.79%
迎驾贡酒	37.85	20.44%	28.62%	21.89%	18.80%	21.33%	14.61	19.04%
口子窖	31.66	8.72%	34.03%	4.67%	10.42%	11.05%	13.99	5.90%
金种子酒	6.67	-13.16%	30.52%	43.28%	6.80%	-3.02%	2.47	-26.25%
老白干酒	24.70	10.65%	9.99%	12.87%	17.85%	12.67%	13.40	9.00%
伊力特	13.30	8.94%	-5.57%	143.89%	85.72%	12.39%	4.98	3.64%
金徽酒	17.54	15.17%	21.05%	47.84%	17.35%	20.41%	6.78	7.73%
区域酒合计	571.58	12.18%	21.33%	18.11%	6.82%	14.84%	203.97	7.68%
合计	2368.91	14.08%	18.49%	15.38%	16.26%	15.38%	907.54	12.06%

资料来源：Wind，国联证券研究所

高端酒环比增速放缓，贵州茅台与五粮液超预期。高端酒环比增速放缓，2024H1/2024Q2 营业总收入分别同比增长 15.19%/14.24%。2024H1/2024Q2 茅台营业总收入分别同比增长 17.56%/16.95%，五粮液营业总收入分别同比增长 11.30%/10.08%，泸州老窖营业总收入分别同比增长 15.84%/10.51%，其中茅台与五粮液收入增速超预期。

次高端酒板块内部延续分化。2024H1/2024Q2 次高端酒营业收入分别同比增长

12.19%/8.50%。板块内部分化加剧，2024H1/2024Q2 山西汾酒收入分别同比增长 19.65%/17.06%，舍得酒业收入分别同比减少 7.32%/22.73%，酒鬼酒收入分别同比减少 35.50%/13.27%。

**区域酒环比降速。**2024H1/2024Q2 区域酒营业收入分别同比增长 12.18%/7.68%，受宏观经济环境和消费力的影响，大众消费有所降级，洋河/今世缘/古井/迎驾/口子/老白干/金徽收入分别同比-3.02%/+21.52%/+16.79%/ +19.04%/+5.90%/+9.00%/+7.73%。

## 1.2 销售收现慢于回款，仅茅台、五粮液回款快于收入

**2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比增长 16.32%。**

整体法计算白酒行业重点公司 2024Q2（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比增长 16.32%，其中高端/次高端/区域酒（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）分别同比+27.05%/-6.42%/-3.14%。白酒板块头部公司仅茅台、五粮液回款增速快于收入，侧面反映出需求弱复苏背景下头部品牌对经销商的议价能力仍强，竞争优势进一步凸显。

图表3：2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比增长 16.32%（单位：亿元）

公司	2024H1	2024H1 同比	2023Q2 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
贵州茅台	793.18	26.20%	10.90%	18.08%	15.87%	29.92%	374.36	22.29%
五粮液	519.41	41.24%	4.49%	10.78%	-14.32%	35.89%	189.25	51.64%
泸州老窖	165.74	18.72%	21.49%	54.24%	-3.18%	33.69%	75.23	4.63%
高端酒合计	1478.33	30.15%	10.60%	19.62%	3.05%	32.61%	638.85	27.05%
山西汾酒	214.49	20.12%	37.16%	6.89%	12.60%	39.74%	75.50	-4.54%
舍得酒业	31.56	-15.61%	3.16%	0.85%	29.95%	-18.12%	10.93	-10.42%
酒鬼酒	9.67	-37.85%	-9.81%	-45.17%	10.37%	-50.57%	5.23	-20.47%
水井坊	15.70	-0.96%	12.55%	15.48%	53.44%	4.92%	7.06	-7.33%
次高端酒合计	271.42	9.72%	26.26%	3.92%	19.24%	21.72%	98.71	-6.42%
洋河股份	157.09	16.76%	28.56%	9.76%	-8.26%	32.44%	47.43	-8.34%
今世缘	55.32	9.35%	39.79%	15.77%	38.62%	11.63%	22.88	6.27%
古井贡酒	146.23	8.25%	22.05%	20.36%	135.83%	9.52%	31.21	3.82%
迎驾贡酒	35.14	17.63%	42.40%	18.43%	15.54%	19.92%	14.08	14.36%
口子窖	30.86	0.33%	59.50%	-18.14%	-1.35%	18.43%	13.41	-16.33%
金种子酒	6.21	-16.98%	-4.95%	39.58%	4.84%	-14.06%	1.98	-22.61%
老白干酒	28.11	7.61%	20.02%	3.44%	28.71%	14.65%	8.38	-5.99%
伊力特	13.18	10.15%	-2.15%	157.95%	91.06%	15.46%	4.68	1.67%
金徽酒	16.61	14.20%	57.30%	50.78%	-1.73%	39.53%	5.30	-17.67%
区域酒合计	488.75	10.84%	30.79%	12.88%	12.26%	18.35%	149.35	-3.14%
合计	2238.51	22.71%	16.22%	16.04%	6.05%	27.31%	886.91	16.32%

资料来源：Wind，国联证券研究所

**2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司销售收现同比增长 22.95%**。整体法计算白酒板块重点公司销售收现同比增长 22.95%，其中高端/次高端/区域酒销售收现分别同比增长+36.62%/-7.93%/-0.68%，销售收现与回款增速普遍慢于收入增速，我们判断主要由于终端动销和渠道的压力开始逐步在报表上体现，板块基本面仍在磨底。

**图表4：2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司销售收现同比增长 22.95%（单位：亿元）**

公司	2024H1	2024H1 同比	2023Q2 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
贵州茅台	870.94	26.09%	12.27%	20.97%	17.42%	29.34%	408.36	22.60%
五粮液	496.48	15.32%	-18.55%	35.11%	17.67%	-23.98%	278.79	93.41%
泸州老窖	201.62	14.66%	25.75%	90.42%	-28.84%	32.31%	95.21	-0.22%
高端酒合计	1569.04	20.97%	4.20%	31.63%	14.43%	8.59%	782.37	36.62%
山西汾酒	215.95	21.96%	35.49%	-15.88%	-5.74%	44.66%	73.93	-6.29%
舍得酒业	34.38	-14.35%	36.02%	-16.65%	65.86%	-14.27%	15.20	-14.44%
酒鬼酒	8.37	-38.29%	-40.30%	-33.31%	-2.14%	-58.14%	5.18	-12.94%
水井坊	16.95	0.25%	9.36%	15.12%	48.47%	5.96%	7.65	-5.92%
次高端酒合计	275.64	11.30%	24.86%	-12.16%	10.02%	26.85%	101.97	-7.93%
洋河股份	178.12	12.09%	13.83%	11.58%	-0.26%	25.09%	49.06	-11.96%
今世缘	62.25	8.15%	32.64%	4.35%	35.36%	8.84%	24.96	7.13%
古井贡酒	142.46	9.86%	19.28%	26.80%	2.71%	7.88%	58.79	12.80%
迎驾贡酒	38.76	16.48%	42.45%	18.45%	4.94%	19.17%	15.56	12.69%
口子窖	27.96	4.65%	48.93%	20.27%	-11.39%	15.46%	13.94	-4.35%
金种子酒	6.61	-24.29%	52.09%	4.30%	-95.97%	-3.40%	2.23	-46.89%
老白干酒	31.18	10.32%	24.90%	12.78%	35.83%	17.61%	11.32	-0.49%
伊力特	10.77	-4.09%	-21.60%	156.93%	84.09%	8.73%	3.01	-26.48%
金徽酒	18.77	12.83%	93.07%	30.13%	-8.60%	33.05%	6.39	-12.84%
区域酒合计	516.88	9.74%	23.87%	15.70%	4.40%	16.57%	185.25	-0.68%
合计	2361.57	17.16%	10.28%	22.03%	12.16%	12.76%	1069.59	22.95%

资料来源：Wind，国联证券研究所

由于 2024Q2 销售商品、提供劳务收到的现金增速分化，白酒企业经营活动现金流量净额分化更加明显。白酒板块重点公司 2024H1/2024Q2 经营性现金流净额分别同比增长 23.02%/29.22%。细分行业来看，高端酒 2024H1/2024Q2 经营性净现金流净额分别同比增长 23.03%/42.27%；次高端酒 2024H1/2024Q2 经营性净现金流净额分别同比增长+24.62%/-70.74%；区域酒 2024H1/2024Q2 经营性净现金流净额分别同比+21.53%/-426.44%。

**图表5：2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司经营性现金流净额同比增长 29.22%（单位：亿元）**

公司	2024H1	2024H1 同比	2023Q2 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
贵州茅台	366.22	20.52%	266.25%	108.30%	-39.21%	75.17%	274.34	9.12%
五粮液	134.28	18.52%	-66.07%	24.28%	41.83%	-94.59%	129.12	619.64%



泸州老窖	82.25	45.63%	40.52%	52.32%	-18.18%	188.94%	38.66	-6.60%
高端酒合计	582.75	23.03%	105.82%	65.83%	-12.47%	-13.67%	442.12	42.27%
山西汾酒	79.30	52.28%	55.12%	-39.40%	-103.62%	105.10%	8.89	-49.91%
舍得酒业	-0.21	-103.21%	-	-109.17%	-	-52.41%	-1.29	-131.31%
酒鬼酒	-2.09	-350.97%	-132.00%	-110.01%	-	-259.83%	0.56	-
水井坊	-2.94	-2320.69%	-	21.20%	84.77%	-	-1.92	-749.31%
次高端酒合计	74.07	24.62%	113.02%	-38.69%	-80.52%	78.01%	6.24	-70.74%
洋河股份	20.43	670.97%	-	16.60%	-61.19%	245.79%	-28.07	-
今世缘	12.47	56.09%	-141.02%	-12.17%	41.19%	11.62%	2.45	-
古井贡酒	40.10	-15.19%	16.55%	13.80%	-	-20.29%	15.56	-5.67%
迎驾贡酒	5.83	99.61%	-	16.21%	14.27%	26.69%	-0.36	-
口子窖	0.04	-86.87%	-	11.14%	-36.52%	-	1.08	-58.61%
金种子酒	-1.90	-	-	-	-	-	-0.86	-
老白干酒	2.23	32.17%	-	16.27%	-	61.87%	-1.87	-
伊力特	-0.15	-108.73%	-	-	-	-34.48%	-1.74	-
金徽酒	3.46	-1.89%	-	-	-27.46%	46.60%	0.03	-97.50%
区域酒合计	82.51	21.53%	-	18.64%	-36.68%	51.26%	-13.79	-426.44%
合计	739.33	23.02%	127.35%	38.61%	-17.93%	15.15%	434.57	29.22%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

**2024Q2 白酒板块重点公司合同负债增长 11.4%，报表质量有所下降，次高端和区域酒最为明显。整体法计算白酒行业重点公司 2024Q2 合同负债合计同比+11.41%，其中高端酒/次高端/区域酒合同负债分别同比+58.65%/-7.35%/-23.82%。**

**图表6：白酒行业重点公司 2024Q2 合同负债合计同比增长 11.41%，高端酒报表余力充足（单位：亿元）**

公司	2023Q2 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
贵州茅台	-24.14%	-3.73%	-8.70%	14.33%	99.93	36.25%
五粮液	94.46%	33.26%	-44.55%	-8.82%	81.58	123.55%
泸州老窖	-17.00%	55.83%	4.15%	46.88%	23.42	21.11%
高端酒合计	-6.90%	9.61%	-22.21%	9.71%	204.92	58.65%
山西汾酒	18.77%	9.46%	1.75%	33.98%	57.32	-0.37%
舍得酒业	17.67%	-9.91%	-7.05%	-70.54%	1.62	-68.12%
酒鬼酒	-19.47%	-27.20%	-34.34%	-36.05%	2.57	-42.53%
水井坊	26.73%	14.91%	18.72%	15.32%	10.71	-1.36%
次高端酒合计	16.54%	7.22%	1.66%	13.83%	72.22	-7.35%
洋河股份	-32.70%	-32.51%	-19.19%	-16.62%	39.38	-26.02%
今世缘	10.99%	-4.49%	17.65%	-14.86%	6.27	-44.41%
古井贡酒	-11.74%	-11.91%	69.50%	-2.70%	22.18	-26.67%
迎驾贡酒	33.54%	20.82%	10.95%	2.70%	4.62	-8.58%
口子窖	83.47%	-0.41%	-29.42%	-15.71%	3.17	-56.37%
金种子酒	9.27%	4.21%	-2.30%	-34.49%	0.62	-31.44%

老白干酒	9.77%	2.08%	1.99%	7.01%	18.62	-0.50%
伊力特	-35.46%	-46.50%	-8.01%	20.80%	0.62	10.71%
金徽酒	52.61%	56.27%	12.84%	47.65%	4.83	9.30%
区域酒合计	-13.89%	-17.61%	-8.54%	-7.18%	100.31	-23.82%
合计	-5.51%	-2.13%	-14.08%	3.09%	377.46	11.41%

资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表7：白酒重点公司 2024Q2 应收票据及应收账款+应收款项融资合计 309.62 亿元，同比-6.83%（单位：亿元）**

公司	2023Q2 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
贵州茅台	-77.41%	-10.16%	-41.21%	266.04%	3.33	922.68%
五粮液	-2.56%	-19.75%	-51.38%	5.66%	196.64	-23.40%
泸州老窖	66.17%	92.72%	29.77%	24.30%	40.93	47.23%
高端酒合计	1.14%	-9.44%	-40.31%	8.73%	240.90	-15.42%
山西汾酒	-62.12%	-6.17%	58.03%	107.15%	18.95	113.16%
舍得酒业	7.14%	139.92%	64.42%	-8.18%	4.68	22.97%
酒鬼酒	33.61%	-23.95%	22.11%	-0.13%	3.44	-13.50%
水井坊	-69.41%	-37.59%	-36.50%	48.94%	0.11	95.59%
次高端酒合计	-44.57%	12.29%	54.00%	41.67%	27.18	62.48%
洋河股份	227.81%	274.34%	-33.72%	319.93%	9.27	73.92%
今世缘	123.47%	5.30%	28.51%	-43.56%	0.92	-25.53%
古井贡酒	21.35%	16.18%	266.35%	32.79%	16.41	75.22%
迎驾贡酒	-12.62%	-12.15%	-51.77%	-7.88%	0.61	33.55%
口子窖	125.88%	-14.97%	29.87%	47.57%	7.88	0.73%
金种子酒	-25.51%	-46.92%	-21.64%	-34.57%	1.25	-36.12%
老白干酒	-3.60%	-2.87%	-4.65%	1.64%	1.37	-38.03%
伊力特	3.65%	-13.90%	16.39%	29.63%	3.69	68.85%
金徽酒	123.58%	80.88%	-52.21%	13.51%	0.14	-27.96%
区域酒合计	46.48%	18.61%	14.68%	37.48%	41.54	35.08%
合计	-0.14%	-5.47%	-32.81%	14.70%	309.62	-6.83%

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.3 2024Q2 板块利润略慢于收入增速

2024Q2 整体法计算白酒板块重点公司归母净利润同比增长 10.81%，略慢于收入增速。

2024Q2 高端/次高端/区域酒归母净利润分别同比+13.17%/-6.97%/+8.64%，高端酒韧性较强，茅台、五粮液、迎驾、老白干、口子窖业绩超预期。

**图表8：2024Q2 白酒板块重点公司归母净利润同比增长 10.81%，略慢于收入增速（单位：亿元）**

公司	2024H1	2024H1 同比	2023Q2 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
贵州茅台	416.96	15.88%	21.01%	15.68%	19.33%	15.73%	176.30	16.10%
五粮液	190.57	11.86%	5.11%	18.52%	10.09%	11.98%	50.12	11.50%
泸州老窖	80.28	13.22%	27.16%	29.43%	24.78%	23.20%	34.54	2.24%

高端酒合计	687.80	14.43%	18.36%	17.97%	17.48%	15.21%	260.96	13.17%
山西汾酒	84.10	24.27%	49.57%	27.12%	1.96%	29.95%	21.47	10.23%
舍得酒业	5.91	-35.75%	14.83%	3.01%	-1.91%	-3.37%	0.41	-88.41%
酒鬼酒	1.21	-71.32%	-38.19%	-77.65%	-10.05%	-75.56%	0.48	-60.87%
水井坊	2.42	19.55%	508.87%	19.61%	53.17%	16.82%	0.56	29.60%
次高端酒合计	93.64	12.66%	35.99%	15.19%	5.14%	20.93%	22.92	-6.97%
洋河股份	79.47	1.08%	9.86%	7.46%	-161.29%	5.02%	18.92	-9.75%
今世缘	24.61	20.08%	29.13%	26.38%	18.75%	22.12%	9.29	16.86%
古井贡酒	35.73	28.54%	47.52%	46.78%	49.20%	31.61%	15.07	24.57%
迎驾贡酒	13.79	29.59%	59.04%	39.48%	26.03%	30.43%	4.66	27.96%
口子窖	9.49	11.91%	22.78%	8.36%	6.95%	10.02%	3.59	15.15%
金种子酒	0.11	-	-	-	-	-	-0.07	-295.62%
老白干酒	3.04	40.25%	18.50%	17.87%	42.21%	33.04%	1.68	46.69%
伊力特	1.98	12.13%	39.81%	363.75%	331.22%	7.08%	0.39	38.92%
金徽酒	2.95	15.96%	53.74%	884.79%	-15.44%	21.58%	0.74	1.88%
区域酒合计	171.17	12.51%	26.53%	22.88%	9.04%	14.41%	54.27	8.64%
合计	952.61	13.90%	20.90%	18.37%	16.18%	15.68%	338.15	10.81%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 1.4 产品结构下移, 2024Q2 白酒板块盈利基本持平

2024Q2 产品结构下移, 板块重点公司毛利率基本持平。受宏观经济环境和消费力的影响, 商务需求短期承压, 大众消费有所降级, 酒企产品结构升级放缓或者略有下移, 叠加赠酒增多、货折增加, 2024Q2 白酒板块重点公司毛利率基本持平。整体法计算 2024Q2 白酒行业重点公司毛利率同比提升 0.48pct 至 82.24%。细分板块来看, 2024Q2 高端/次高端/区域酒毛利率分别为 86.47%/73.96%/73.70%, 分别同比+0.58/-3.13/+1.23pct。

图表9: 2024Q2 白酒板块重点公司毛利率同比提升 0.48pct 至 82.24%, 归母净利率同比下降 0.42pct 至 37.26%

	毛利率						归母净利率					
	24H1	24H1 同比	23Q4	24Q1	24Q2	24Q2 同比	24H1	24H1 同比	23Q4	24Q1	24Q2	24Q2 同比
贵州茅台	91.91%	-0.05pct	92.70%	92.73%	90.88%	-0.14pct	49.96%	-0.72pct	48.31%	51.77%	47.69%	-0.35pct
五粮液	77.36%	0.58pct	75.60%	78.43%	75.01%	1.74pct	37.63%	0.19pct	35.58%	40.32%	31.69%	0.41pct
泸州老窖	88.57%	0.22pct	87.91%	88.37%	88.81%	0.17pct	47.49%	-1.1pct	32.33%	49.78%	44.76%	-3.62pct
高端酒合计	86.66%	0.37pct	87.39%	86.78%	86.47%	0.58pct	45.55%	-0.3pct	42.97%	47.16%	43.13%	-0.41pct
山西汾酒	76.69%	0.39pct	72.06%	77.46%	75.09%	-2.7pct	36.97%	1.38pct	19.42%	40.83%	28.99%	-1.8pct
舍得酒业	69.44%	-6.16pct	72.27%	74.16%	60.93%	-10.96pct	18.07%	-8pct	25.94%	26.14%	3.48%	-19.74pct
酒鬼酒	73.35%	-6.8pct	76.64%	71.08%	75.59%	-2.23pct	12.17%	-15.2pct	10.05%	14.86%	9.52%	-11.59pct
水井坊	80.96%	-1.5pct	83.10%	80.47%	81.55%	-0.02pct	14.11%	0.82pct	18.05%	19.96%	7.15%	0.72pct
次高端酒合计	76.00%	-0.8pct	74.11%	77.07%	73.96%	-3.13pct	32.59%	0.14pct	19.83%	37.48%	23.25%	-3.86pct
洋河股份	75.35%	-0.77pct	69.62%	76.03%	73.67%	-1.4pct	34.74%	-1.2pct	-6.60%	37.25%	28.58%	-2.13pct

今世缘	73.79%	-0.68pct	88.36%	74.23%	73.02%	0.15pct	33.70%	-0.64pct	28.84%	32.81%	35.27%	-1.41pct
古井贡酒	80.41%	1.53pct	79.17%	80.35%	80.50%	2.72pct	25.88%	1.3pct	18.06%	24.93%	27.30%	1.7pct
迎驾贡酒	73.57%	2.63pct	70.71%	75.09%	71.15%	0.58pct	36.42%	2.57pct	33.03%	39.27%	31.88%	2.22pct
口子窖	75.84%	1.98pct	75.10%	76.48%	75.04%	4.52pct	29.96%	0.85pct	24.58%	33.34%	25.69%	2.06pct
金种子酒	43.48%	13.38pct	52.65%	44.52%	41.70%	7.91pct	1.66%	6.59pct	3.23%	4.21%	-2.65%	-3.65pct
老白干酒	65.84%	-1.33pct	68.24%	62.72%	68.48%	-0.12pct	12.32%	2.6pct	17.55%	12.05%	12.55%	3.22pct
伊力特	50.52%	2.75pct	47.45%	51.89%	48.23%	6.13pct	14.88%	0.42pct	18.86%	19.12%	7.80%	1.98pct
金徽酒	65.12%	1.36pct	58.42%	65.40%	64.67%	2.63pct	16.82%	0.12pct	10.64%	20.55%	10.90%	-0.63pct
区域酒合计	74.61%	0.65pct	73.32%	75.11%	73.70%	1.23pct	29.95%	0.09pct	16.56%	31.80%	26.61%	0.24pct
合计	82.46%	0.37pct	83.99%	82.59%	82.24%	0.48pct	40.21%	-0.06pct	36.76%	42.05%	37.26%	-0.42pct

资料来源: Wind, 国联证券研究所

**销售费用和营业税金及附加增加, 2024Q2 白酒板块重点公司盈利基本持平。**整体法计算 2024Q2 白酒行业重点公司归母净利率同比下降 0.42pct 至 37.26%, 主要由于费用投放增加。细分板块来看, 2024Q2 高端/次高端/区域酒归母净利率分别为 43.13%/23.25%/26.61%, 分别同比-0.41/-3.86/+0.24pct。销售费用率和营业税金率增加拉低了归母净利率, 2024Q2 白酒板块销售费用率/管理费用率/营业税金及附加比率分别同比+0.77/-0.49/+0.46pct。

**图表10: 2024Q2 白酒板块重点公司销售费用率/管理费用率/营业税金及附加费用比率分别为 11.83%/5.07%/15.61%, 分别同比+0.77/-0.49/+0.46pct**

	销售费用率				管理费用率				营业税金及附加比率			
	24H1	24H1 同比	24Q2	24Q2 同比	24H1	24H1 同比	24Q2	24Q2 同比	24H1	24H1 同比	24Q2	24Q2 同比
贵州茅台	3.14%	0.62pct	4.00%	0.74pct	4.60%	-0.8pct	4.80%	-0.95pct	16.17%	1.24pct	17.03%	0.77pct
五粮液	10.60%	1.1pct	17.34%	1.97pct	3.43%	-0.43pct	4.26%	-0.33pct	14.16%	-0.12pct	14.62%	0.44pct
泸州老窖	9.64%	-0.38pct	11.78%	0.73pct	2.99%	-0.71pct	3.58%	-0.58pct	12.09%	1.16pct	11.67%	2.22pct
高端酒合计	6.37%	0.59pct	8.48%	0.9pct	4.03%	-0.65pct	4.50%	-0.73pct	15.04%	0.78pct	15.71%	0.92pct
山西汾酒	8.79%	-0.19pct	11.53%	0.47pct	2.73%	-0.29pct	4.27%	-0.63pct	15.41%	-0.9pct	19.69%	-0.44pct
舍得酒业	20.12%	2.6pct	27.00%	11.8pct	9.39%	0.78pct	12.08%	2.8pct	14.85%	0.22pct	15.98%	0.16pct
酒鬼酒	34.70%	7.28pct	35.45%	5.73pct	7.89%	3.05pct	7.80%	0.96pct	19.52%	3.28pct	19.89%	2.69pct
水井坊	33.77%	-2.21pct	32.23%	-8.9pct	14.26%	1.11pct	19.96%	3.04pct	14.48%	-0.93pct	15.55%	0.43pct
次高端酒合计	12.47%	-0.41pct	16.22%	1.06pct	4.36%	-0.15pct	6.62%	-0.02pct	15.43%	-0.58pct	18.93%	0.07pct
洋河股份	11.42%	1.09pct	18.54%	1.76pct	4.12%	-0.5pct	7.23%	0.68pct	14.93%	-0.5pct	12.28%	-2.6pct
今世缘	13.47%	-1.45pct	12.23%	-0.91pct	2.82%	0.09pct	3.94%	0.07pct	13.52%	0.46pct	9.96%	0.24pct
古井贡酒	26.16%	-0.79pct	24.64%	0.31pct	4.86%	-0.3pct	4.97%	0.23pct	15.17%	0.97pct	15.35%	1.54pct
迎驾贡酒	7.99%	-0.6pct	10.00%	-1.99pct	2.76%	-0.4pct	3.42%	-0.6pct	14.74%	-0.37pct	15.61%	-0.56pct
口子窖	15.04%	1.37pct	18.80%	3.9pct	6.16%	0.18pct	7.24%	0.34pct	14.72%	-1.41pct	15.51%	-2.55pct
金种子酒	19.17%	5.8pct	22.60%	15.95pct	7.30%	-1.33pct	7.70%	-4.48pct	15.92%	3.31pct	15.71%	2.84pct
老白干酒	26.83%	-3.99pct	30.14%	-4.71pct	7.62%	-1.92pct	6.93%	-1.06pct	16.28%	0.63pct	15.83%	-0.25pct
伊力特	10.86%	1.75pct	17.92%	5pct	2.99%	-0.53pct	3.55%	-0.72pct	14.99%	1.29pct	15.13%	0.89pct
金徽酒	19.16%	-0.2pct	21.03%	-0.51pct	9.70%	0.72pct	12.54%	1.06pct	14.57%	-0.21pct	15.13%	-0.45pct

区域酒合计	16.20%	0.37pct	19.66%	0.8pct	4.49%	-0.4pct	5.99%	0.04pct	14.84%	0.04pct	13.71%	-0.67pct
合计	9.48%	0.36pct	11.83%	0.77pct	4.18%	-0.53pct	5.07%	-0.49pct	15.04%	0.43pct	15.61%	0.46pct

资料来源: Wind, 国联证券研究所

**高端白酒中茅台/五粮液利润超预期。**高端酒 2024H1/2024Q2 归母净利润增速分别为 14.43%/13.17%, 2024Q2 茅台/五粮液/泸州老窖分别同比增长 16.10%/11.50%/2.24%, 其中茅台/五粮液超预期, 泸州老窖低于预期。**次高端酒利润延续分化。**2024Q2 次高端酒业绩延续分化, 汾酒、舍得、酒鬼酒、水井坊归母净利润分别同比+10.23%/-88.41%/-60.87%/+29.60%。**区域酒利润环比降速, 迎驾、老白干、口子窖超预期。**2024Q2 洋河/今世缘/古井/迎驾/口子/老白干/金徽归母净利润同比分别-9.75%/+16.86%/+24.57%/+27.96%/+15.15%/+46.69%/+1.88%。

## 2. 啤酒: 弱复苏下稳健增长, 成本红利延续释放

### 2.1 龙头收入稳健增长, 盈利延续提升

**龙头酒企收入稳健增长, 成本红利延续带动盈利能力释放。**2024H1 主要啤酒企业收入基本实现中高个位数增长, 重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒收入分别同比增长 4.18%/5.52%/0.33%/7.69%, 青岛啤酒/华润啤酒受高基数等影响收入分别同比减少 7.06%/0.53%。2024Q2 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒收入分别同比-8.89%/+1.54%/+8.79%/-1.33%/+8.07%, 其中燕京啤酒量稳价增带动收入增速领先。利润端, 2024H1 主要酒企归母净利润延续增长, 燕京啤酒改革提效带动归母净利润同比增速 2024H1/2024Q2 均领先同行, 分别达 47.54%/45.91%, 青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒 2024H1 归母净利润分别同比增长 6.31%/4.19%/41.56%/36.52%, 2024Q2 归母净利润分别同比 +3.55%/-5.99%/+23.62%/+35.63%, 其中重庆啤酒 Q2 利润同比减少主因佛山工厂折旧摊销增加、京 A 并表以及销售费用前置。

图表11: 2024Q2 主要啤酒企业归母净利润均实现同比双位数增长

	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
	2024H1	2024H1 同比	2024Q2	2024Q2 同比	2024H1	2024H1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
青岛啤酒	200.68	-7.06%	99.18	-8.89%	36.42	6.31%	20.44	3.55%
重庆啤酒	88.61	4.18%	45.68	1.54%	9.01	4.19%	4.49	-5.99%
燕京啤酒	80.46	5.52%	44.59	8.79%	7.58	47.54%	6.56	45.91%
珠江啤酒	3.48	0.33%	2.07	-1.33%	0.32	41.56%	0.26	23.62%
惠泉啤酒	29.86	7.69%	18.78	8.07%	5.00	36.52%	3.79	35.63%
华润啤酒	237.44	-0.53%	-	-	47.05	1.20%	-	-

资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2 需求弱复苏，吨价提升放缓

需求弱复苏下销量稳健，Q2 吨价提升略放缓。(1) 销量角度，主要啤酒企业销量多数表现稳健，2024H1 重庆啤酒/燕京啤酒/惠泉啤酒/珠江啤酒/华润啤酒销量分别同比增长 3.30%/0.65%/0.24%/1.41%，青岛啤酒/华润啤酒受高基数等影响销量分别同比减少 7.82%/3.39%。2024Q2 青岛啤酒/重庆啤酒/惠泉啤酒/珠江啤酒销量分别同比 -8.05%/+1.53%/-1.12%/+1.80%。(2) 均价角度，中高档产品韧性较强，龙头啤酒企业吨价均实现稳健增长，2024H1 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/惠泉啤酒/珠江啤酒/华润啤酒吨价分别同比增长 0.83%/0.86%/4.84%/0.16%/6.19%/2.96%，2024Q2 消费弱复苏，吨价提升略有放缓，青岛啤酒/重庆啤酒/惠泉啤酒/珠江啤酒吨价分别同比 -0.91%/+0.01%/-0.21%/+6.15%。(3) 成本方面，啤酒企业主要原材料价格延续下行，成本端红利持续释放，2024H1 多数企业吨成本同比下行。2024Q2 青岛啤酒/重庆啤酒/惠泉啤酒/惠泉珠江啤酒吨成本分别同比 -5.40%/+2.60%/-2.41%/-3.84%。

图表 12：2024Q2 主要啤酒企业吨价均实现同比提升

销量 (万千升)	2024H1	2024H1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
青岛啤酒	463.00	-7.82%	244.60	-8.05%
重庆啤酒	178.38	3.30%	91.70	1.53%
燕京啤酒	230.49	0.65%	-	-
惠泉啤酒	11.92	0.24%	6.88	-1.12%
珠江啤酒	69.85	1.41%	43.47	1.80%
华润啤酒	634.80	-3.39%	-	-
吨价 (元)	2024H1	2024H1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
青岛啤酒	4334.41	0.83%	4054.90	-0.91%
重庆啤酒	4967.31	0.86%	4981.62	0.01%
燕京啤酒	3490.74	4.84%	-	-
惠泉啤酒	2917.10	0.16%	3007.14	-0.21%
珠江啤酒	4274.80	6.19%	4319.47	6.15%
华润啤酒	3740.39	2.96%	-	-
吨成本 (元)	2024H1	2024H1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
青岛啤酒	2531.15	-3.14%	2319.67	-5.40%
重庆啤酒	2522.65	-0.57%	2468.21	2.06%
燕京啤酒	1977.08	1.60%	-	-
惠泉啤酒	1937.84	-3.45%	1937.59	-2.41%
珠江啤酒	2178.67	-0.78%	2025.48	-3.84%
华润啤酒	1985.66	1.30%	-	-

资料来源：Wind，国联证券研究所

中高端产品韧性相对其他产品仍较强。销量口径看，2024H1 青岛啤酒中高档及以上产品同比增速为-4%、优于其他产品（同比-10.30%），其中 2024Q2 同比-5.55%但表现仍优于其他产品（同比-9.53%），2024H1 华润啤酒中档及以上啤酒销量占比首次于上半年超 50%，次高档及以上啤酒销量同比实现单位数增长，而高档及以上啤酒表现更亮眼，销量同比增长超 10%。收入口径看，2024H1 珠江啤酒高档啤酒收入增速 17.19%，高于其他产品收入增速（中档-13.40%/大众化+11.95%），燕京啤酒中高档产品收入同比增长 10.61%，高于普通产品（-6.41%），惠泉啤酒中高档产品收入增速 0.10%，高于普通产品收入增速-0.09%。重庆啤酒经济产品增速更高或受公司产品划分价格带调整的影响。

**图表13：2024H1 主要啤酒企业中高档以上产品韧性较强**

		销量口径（万千升）			
啤酒企业	产品划分	2024H1	2024H1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
青岛啤酒	中高档及以上	189.60	-4.00%	93.60	-5.55%
	其他	273.40	-10.30%	151.00	-9.53%
华润啤酒	次高档及以上	-	单位数增长，其中高档及以上增速 10%+	-	-
		营业收入口径（亿元）			
啤酒企业	产品划分	2024H1	2024H1 同比	2024Q2	2024Q2 同比
重庆啤酒	高档	52.63	2.82%	26.92	-1.90%
	主流	31.74	4.37%	16.54	5.12%
	经济	1.86	11.45%	1.00	10.65%
惠泉啤酒	中高档	2.12	0.10%	1.18	-0.84%
	普通	1.30	-0.09%	0.86	-2.01%
珠江啤酒	高档	20.40	17.19%，其中销量同比+14.30%	-	-
	中档	6.48	-13.40%	-	-
	大众化	1.87	11.95%	-	-
燕京啤酒	中高档产品	50.64	10.61%	-	-
	普通产品	23.24	-6.41%	-	-

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 2.3 成本下行带动盈利能力提升

成本下行带动毛利率与净利率同比改善。成本端红利延续释放，中高端产品韧性较强，啤酒企业毛利率多数有所提升，2024H1 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒/华润啤酒毛利率分别同比提升 2.40/0.73/1.81/2.48/3.58/0.87pct，2024Q2 年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒毛利率分别同比 +2.71/-1.00/+2.67/+1.45/+4.87pct。各酒企积极提质增效，整体费用率波动较小，

2024H1 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒/华润啤酒费用率分别同比-0.34/+0.74/-1.86/+0.88/+0.56/+0.59pct，2024Q2 年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒费用率分别同比+0.20/+1.13/-2.82/+1.12/+0.83pct，其中重啤 Q2 费用率增长较多主因公司加投销售费用为 Q3 做准备。啤酒企业整体盈利能力提升，2024H1 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒/华润啤酒归母净利率分别同比提升 2.28/0.00/2.68/2.64/3.53/0.34pct，2024Q2 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒净利率分别同比+2.47/-0.79/+3.74/+2.58/+4.10pct，燕京啤酒盈利能力显著提升主因公司改革持续推进，受益于公司降本增效下职工薪酬下降及关厂带动折旧摊销下降，管理费用率同比下降超 1pct。

**图表14：2024H1 主要啤酒企业归母净利率均同比提升**

	毛利率				归母净利率			
	2024H1	2024H1 同比 (pct)	2024Q2	2024Q2 同比 (pct)	2024H1	2024H1 同比 (pct)	2024Q2	2024Q2 同比 (pct)
青岛啤酒	41.60%	2.40	42.79%	2.71	18.15%	2.28	20.61%	2.47
重庆啤酒	49.22%	0.73	50.45%	-1.00	10.17%	0.00	9.84%	-0.79
燕京啤酒	43.36%	1.81	48.33%	2.67	9.42%	2.68	14.70%	3.74
珠江啤酒	33.57%	2.48	35.57%	1.45	9.07%	2.64	12.77%	2.58
惠泉啤酒	49.03%	3.58	53.11%	4.87	16.74%	3.53	20.18%	4.10
华润啤酒	46.91%	0.87	-	-	19.82%	0.34	-	-

资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表15：2024H1 主要啤酒企业费用率同比平稳**

	费用率				销售费用率				管理费用率			
	2024H1 (%)	2024H1 同比 (pct)	2024Q2 (%)	2024Q2 同比 (pct)	2024H1 (%)	2024H1 同比 (pct)	2024Q2 (%)	2024Q2 同比 (pct)	2024H1 (%)	2024H1 同比 (pct)	2024Q2 (%)	2024Q2 同比 (pct)
青岛啤酒	12.83	-0.34	10.60	0.20	10.81	-0.25	8.75	0.42	3.32	0.29	3.24	0.16
重庆啤酒	18.21	0.74	20.13	1.13	15.23	0.70	17.20	1.26	3.04	-0.13	2.95	-0.27
燕京啤酒	22.68	-1.86	21.10	-2.82	10.87	0.05	10.01	0.64	11.41	-0.96	11.13	-1.58
珠江啤酒	14.33	0.88	13.59	1.12	7.67	1.40	6.71	2.28	7.07	0.49	6.73	-0.15
惠泉啤酒	21.67	0.56	20.22	0.63	14.38	0.29	13.06	-0.28	6.37	-0.46	5.39	-0.49
华润啤酒	24.15	0.59	-	-	17.64	1.25	-	-	6.27	-0.33	-	-

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 3. 投资建议：白酒投资价值已凸显，啤酒关注低



## 估值龙头

### 3.1 白酒：基本面磨底，投资价值已凸显

各价格带/区域龙头份额扩张，收入业绩稳定性高，股息率视角看板块投资价值不断提升，尤其茅台、洋河提出的三年分红方案有望强化板块的估值支撑。标的选择上建议优选强品牌力公司，首推贵州茅台、五粮液，推荐基地市场扎实，份额提升空间大的老白干酒、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒等。

### 3.2 啤酒：成本红利延续延续，关注低估值龙头

我国啤酒行业高端化进程空间充足且仍为行业主要逻辑，消费弱复苏的情况下结构性升级或为现阶段行业主要特性，但参考海外经验，存量时代前后十年啤酒均价快速提升时期价增节奏受宏观波动的影响较小，而更与行业自身的税收等政策与竞争格局、龙头企业的高端化意愿与动作等因素相关，长期看行业可以通过结构升级支撑高端化的延续性，且龙头有望通过扩品类与出海实现收入长期稳健增长。短期看，下半年基数转低，成本红利有望进一步体现，推荐低估值的啤酒龙头青岛啤酒、华润啤酒以及改革预期的燕京啤酒，建议关注重庆啤酒。

## 4. 风险提示

**(1) 宏观经济不达预期的风险。**若宏观经济不达预期，可能导致酒类消费偏弱、酒企业绩表现不达预期。

**(2) 行业竞争加剧的风险。**若行业竞争加剧，可能导致酒企费用投放增加、影响实际业绩。

**(3) 食品安全的风险。**若行业出现食品安全问题，可能导致消费者信心减弱、减少消费，进而导致企业业绩不达预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼