

证券研究报告

2024年09月27日

行业报告：行业专题研究

白酒

2024H1业绩总结—高端酒延续稳健，  
中档酒内部升级显著

作者：

分析师 张潇倩 SAC执业证书编号：S1110524060003

分析师 唐家全 SAC执业证书编号：S1110523110003



天风证券  
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）  
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

## 白酒板块回顾：高端酒延续稳健，中档酒内部升级显著

【收入/归母净利润】24H1白酒板块收入/归母净利润分别为2418.16/957.63亿元（同比+13.47%/+14.48%）；24Q2收入/归母净利润分别为918.05/337.58亿元（同比+11.16%/12.05%）。24Q2收入同比增速：高端酒（+14.41%）>次高端酒（+8.50%）>区域龙头（+8.39%）>三四线酒（-8.62%）；24Q2归母净利润同比增速：三四线酒（227.34%）>高端酒（+13.17%）>区域龙头（+7.87%）>次高端酒（-6.97%）。

【毛利率/净利率】24H1白酒板块销售毛利率/销售净利率分别为81.19%/40.59%（同比+0.73/+0.29pct）；24Q2销售毛利率/销售净利率分别为81.15%/37.78%（同比+1.17/+0.23pct），销售毛利率提升幅度环比改善/同比下滑，销售净利率则因费用率整体抬升导致提升幅度环比降低。① 24Q2销售毛利率提升幅度看：三四线（+8.48pct）>区域龙头（+0.75pct）>高端酒（+0.61pct）>次高端酒（-3.13pct）；② 24Q2销售净利率提升幅度看：三四线（+8.24pct）>区域龙头（-0.10pct）>高端酒（-0.64pct）>次高端酒（-3.88pct）。

【费用率】24H1白酒板块期间费用率/销售费用率同比分别-0.20/+0.32pct，24Q2同比分别为+0.38/0.81pct；期间费用率同比/环比均略提升。① 24Q2期间费用率：三四线酒（+2.63pct）>次高端酒（+1.24pct）>高端酒（+0.50pct）>区域龙头（+0.28pct）；② 24Q2销售费用率：三四线酒（+2.78pct）>次高端酒（+1.06pct）>高端酒（+0.90pct）>区域龙头（+0.85pct）。

【经营性现金流】24H1&24Q2白酒板块经营性现金流分别同比+25.85%/+29.55%，24Q2高端酒经营性现金流表现强劲（主因五粮液/贵州茅台经营性净现金流同比增长突出），区域龙头经营性净现金流下滑明显（主因洋河股份经营性净现金流下滑幅度较大）。24Q2经营性现金流：高端酒（+42.28%）>三四线酒（-68.40%）>次高端酒（-70.76%）>区域龙头（-296.22%）。

【合同负债】24Q2末白酒板块合同负债环比/同比分别变动-5.72%/+7.01%至383.95亿，① 同比变动：高端酒（+58.65%）>次高端酒（-7.35%）>区域龙头（-29.38%）>三四线酒（-30.07%）；② 环比变动：高端酒（+19.80%）>次高端酒（+0.17%）>三四线酒（-24.19%）>区域龙头（-38.50%）。

**投资建议：**短期关注波段性机会，同时关注拥有良好基本面&现金流&估值性价比酒企中长期机会，仍建议关注：①核心单品处于100-300元且表现良好酒企：山西汾酒/今世缘/古井贡酒/迎驾贡酒等；②拥有需求韧性的高端酒：泸州老窖/五粮液/贵州茅台；③β标的：舍得酒业/酒鬼酒/水井坊等。

**风险提示：**供过于求；食品安全风险；需求疲软；竞争加剧。

# 目录

1、财务数据复盘 .....	4 页
2、总结&趋势展望 .....	15 页
3、投资建议及风险提示 .....	21 页

# 1 财务数据复盘

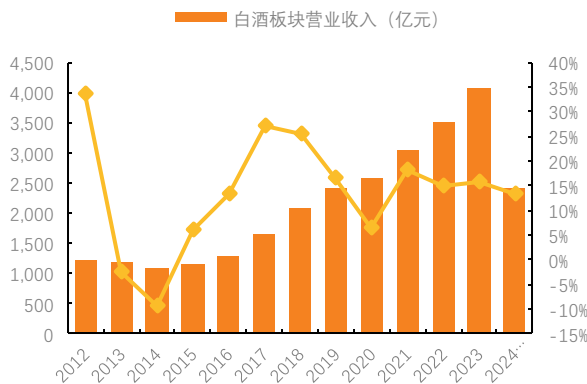
## 1.1 收入端：茅台超预期带动高端酒增速领先，中档价位放量推动区域酒表现稳健

**高端酒收入端表现稳健，中档价位放量推动区域酒表现稳健。** 2024H1白酒行业营业收入同比增长13.47%至2418.16亿元，高端酒增速领先，或主因茅台业绩超预期；2024Q2白酒行业营业收入同比增长11.16%至918.05亿元。其中24Q2高端酒增速领跑，或受益于贵州茅台收入端亮眼表现，24Q2区域酒中古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒等酒企营业收入增速均超15%，中档价位带放量明显&动销优秀。分档次看：

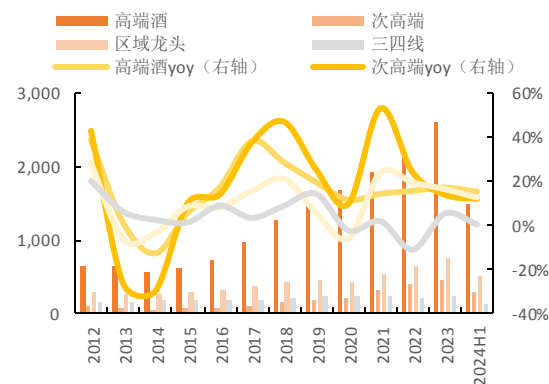
1) 24H1收入同比增速：高端酒（15.28%）>区域龙头（12.67%）>次高端酒（12.19%）>三四线酒（0.40%）；

2) 24Q2收入同比增速：高端酒（+14.41%）>次高端酒（+8.50%）>区域酒（+8.39%）>三四线酒（-8.62%）

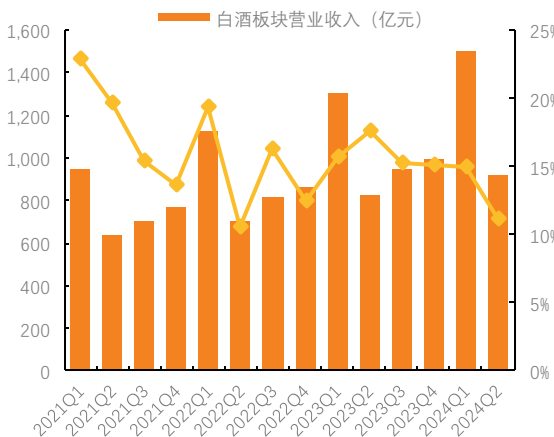
图：2024H1白酒行业营业收入同比增速为13.47%



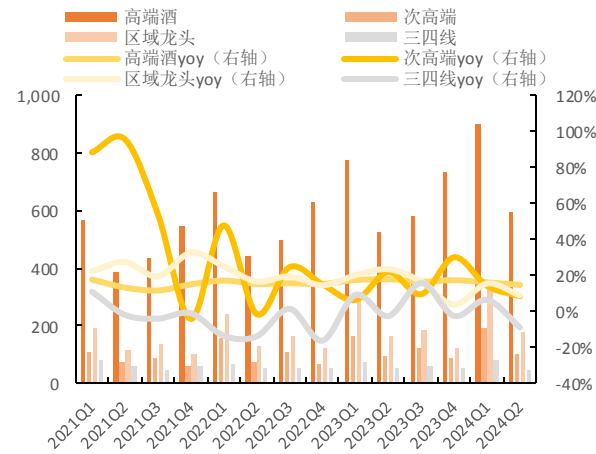
图：2024H1高端酒营业收入同比增速最快，为15.28%



图：2024Q2白酒行业营业收入同比增速为11.16%



图：2024Q2高端酒同比增速最快，为14.41%



资料来源：Wind，天风证券研究所

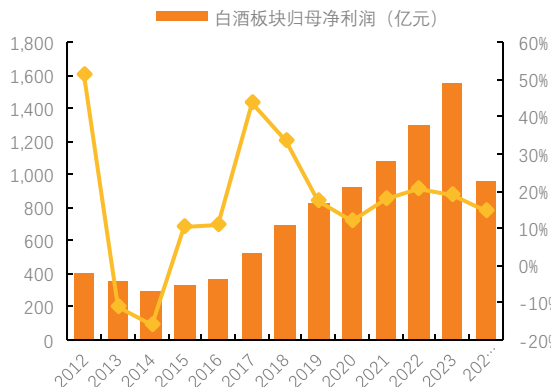
## 1.2 利润端：高端酒利润稳健增长，中档酒内部持续升级

**高端表现稳健，中档酒内部升级推动三四线/区域酒利润端表现优异。** 24H1白酒行业归母净利润同比增长14.48%至957.63亿元；24Q2白酒行业归母净利润为337.58亿元，同比增长12.05%。具体档次看：

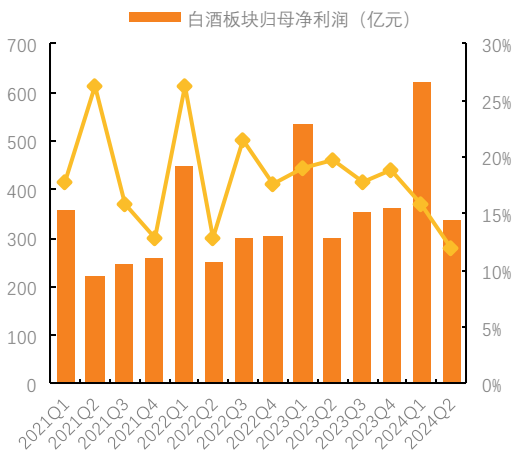
1) 24H1归母净利润同比增速：三四线酒 (109.48%) > 高端酒 (14.43%) > 次高端酒 (12.66%) > 区域龙头 (11.68%)；

2) 24Q2归母净利润同比增速：三四线酒 (227.34%) > 高端酒 (+13.17%) > 区域酒 (+7.87%) > 次高端酒 (-6.97%)。

图：24H1白酒行业归母净利润同比增速为14.48%

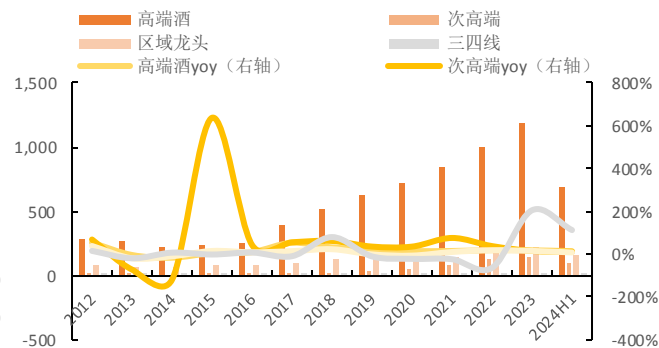


图：24Q2白酒行业归母净利润同比增速为12.05%

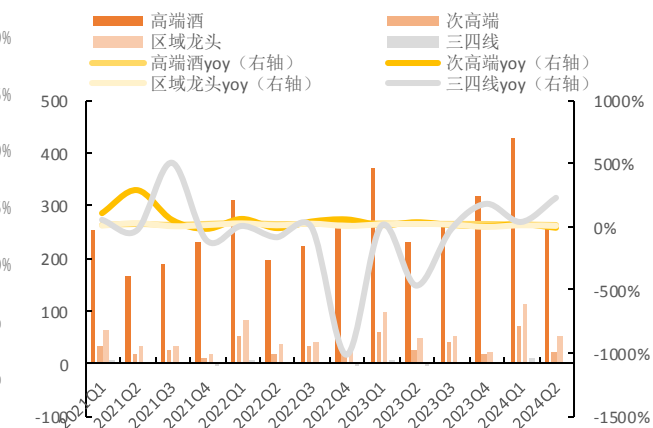


资料来源：Wind，天风证券研究所

图：24H1三四线酒归母净利润同比增速最快，达109.48%



图：24Q2三四线酒归母净利润同比增速最快，达227.34%



## 1.2 利润端：有8家酒企归母净利润增速高于收入增速

**24Q2有8家酒企归母净利润增速高于收入增速，结构升级趋势仍延续。** 24Q2顺鑫农业、口子窖、迎驾贡酒、老白干酒、伊力特等8家酒企归母净利润增速超收入增速，其中三四线酒归母净利润增速领先收入幅度最大。

图：24Q2有8家酒企归母净利润增速高于收入增速

证券简称	营业收入同比增速				归母净利润同比增速				24Q2归母净利润增速-收入增速
	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2	
贵州茅台	11.61%	16.06%	21.72%	17.31%	12.53%	17.29%	21.01%	16.10%	-1.21%
五粮液	18.02%	10.04%	5.07%	10.08%	23.03%	10.30%	5.11%	11.50%	1.43%
泸州老窖	5.67%	24.09%	30.46%	10.51%	36.10%	28.97%	27.16%	2.24%	-8.26%
山西汾酒	73.43%	0.35%	31.75%	17.06%	258.21%	-4.33%	49.57%	10.23%	-6.83%
舍得酒业	119.34%	-16.27%	32.10%	-22.73%	215.33%	-29.67%	14.83%	-88.41%	-65.69%
酒鬼酒	96.82%	5.25%	-32.02%	-13.27%	174.05%	-18.74%	-38.19%	-60.87%	-47.60%
水井坊	691.49%	10.36%	2.22%	16.62%	52.05%	116.88%	508.87%	29.60%	12.98%
洋河股份	20.74%	17.10%	16.06%	-3.02%	28.61%	6.07%	9.86%	-9.75%	-6.73%
古井贡酒	28.56%	29.55%	26.78%	16.79%	45.39%	45.32%	47.52%	24.57%	7.78%
今世缘	27.32%	14.02%	30.64%	21.52%	20.52%	16.30%	29.13%	16.86%	-4.66%
口子窖	35.05%	-7.87%	34.03%	5.90%	9.95%	-4.92%	22.78%	15.15%	9.25%
迎驾贡酒	57.07%	1.78%	28.62%	19.04%	122.30%	2.95%	59.04%	27.96%	8.92%
顺鑫农业	-7.26%	-29.52%	-18.70%	-23.26%	-47.57%	-162.74%	-535.78%	93.15%	116.41%
金徽酒	25.60%	12.23%	21.05%	7.73%	15.58%	-34.50%	53.74%	1.88%	-5.85%
老白干酒	21.77%	24.57%	9.99%	9.00%	32.48%	41.60%	18.50%	46.69%	37.69%
伊力特	-24.07%	4.70%	-5.57%	3.64%	-41.53%	-75.18%	39.81%	38.92%	35.29%
金种子酒	15.85%	2.57%	30.52%	-26.25%	-74.30%	13.32%	107.87%	-295.62%	-269.37%
天佑德酒	32.34%	-13.64%	52.98%	-11.82%	112.43%	-367.57%	291.80%	-248.08%	-236.25%
白酒板块	19.62%	10.59%	17.65%	11.16%	26.31%	12.90%	19.71%	12.05%	0.89%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3 利润率：行业利润率持续向上，三四线酒盈利改善幅度较大

24H1白酒板块销售毛利率/销售净利率分别为81.19%/40.59%（同比+0.73/+0.29pct）；24Q2销售毛利率/销售净利率分别为81.15%/37.78%（同比+1.17/+0.23pct），销售毛利率提升幅度环比改善/同比下滑，销售净利率提升幅度环比偏弱。24Q2：①所处价位带偏低的三四线酒盈利能力提升幅度普遍居前；②区域龙头毛利率提升；③高端酒毛利率小幅提升。

① 24Q2销售毛利率同比提升幅度：三四线（+8.48pct）>区域龙头（+0.75pct）>高端酒（+0.61pct）>次高端酒（-3.13pct）。

② 24Q2销售净利率同比提升幅度：三四线（+8.24pct）>区域龙头（-0.10pct）>高端酒（-0.64pct）>次高端酒（-3.88pct）。

图：24Q2主要酒企毛利率实现同比提升

排序	24H1			排序	24H1			排序	24Q2			排序	24Q2		
	酒企	销售毛利率 (%)	同比 (个百分点)		酒企	销售净利率 (%)	同比 (个百分点)		酒企	销售毛利率 (%)	同比 (个百分点)		酒企	销售净利率 (%)	同比 (个百分点)
1	金种子酒	43.48	13.38	1	顺鑫农业	7.49	8.84	1	顺鑫农业	34.04	12.59	1	顺鑫农业	-1.59	17.71
2	顺鑫农业	36.26	4.10	2	金种子酒	1.79	6.59	2	金种子酒	41.70	7.91	2	老白干酒	12.55	3.22
3	伊力特	50.52	2.75	3	老白干酒	12.32	2.60	3	伊力特	48.23	6.13	3	伊力特	8.04	2.27
4	迎驾贡酒	73.57	2.63	4	迎驾贡酒	36.53	2.55	4	口子窖	75.04	4.52	4	迎驾贡酒	31.95	2.23
5	口子窖	75.84	1.98	5	古井贡酒	26.65	1.50	5	古井贡酒	80.50	2.72	5	口子窖	25.69	2.06
6	古井贡酒	80.41	1.53	6	山西汾酒	37.04	1.31	6	金徽酒	64.67	2.63	6	古井贡酒	28.14	1.75
7	金徽酒	65.12	1.36	7	口子窖	29.96	0.85	7	五粮液	75.01	1.74	7	水井坊	7.15	0.72
8	五粮液	77.36	0.58	8	水井坊	14.11	0.82	8	迎驾贡酒	71.15	0.58	8	五粮液	32.82	0.21
9	山西汾酒	76.69	0.39	9	伊力特	15.08	0.42	9	泸州老窖	88.81	0.17	9	金徽酒	10.74	-0.47
10	泸州老窖	88.57	0.22	10	金徽酒	16.66	0.13	10	今世缘	73.02	0.15	10	贵州茅台	50.60	-0.69
11	贵州茅台	91.76	-0.04	11	五粮液	39.15	0.05	11	水井坊	81.55	-0.02	11	今世缘	35.27	-1.41
12	今世缘	73.79	-0.68	12	今世缘	33.70	-0.64	12	贵州茅台	90.68	-0.11	12	山西汾酒	29.13	-1.83
13	洋河股份	75.35	-0.77	13	贵州茅台	52.70	-0.96	13	老白干酒	68.48	-0.12	13	洋河股份	28.62	-2.10
14	老白干酒	65.84	-1.33	14	泸州老窖	47.60	-1.20	14	洋河股份	73.67	-1.40	14	金种子酒	-2.61	-3.69
15	水井坊	80.96	-1.50	15	洋河股份	34.74	-1.25	15	酒鬼酒	75.59	-2.23	15	泸州老窖	44.94	-3.75
16	天佑德酒	59.45	-3.50	16	天佑德酒	10.51	-3.71	16	山西汾酒	75.09	-2.70	16	酒鬼酒	9.52	-11.59
17	舍得酒业	69.44	-6.16	17	舍得酒业	18.09	-8.01	17	天佑德酒	51.38	-10.59	17	天佑德酒	-12.32	-18.69
18	酒鬼酒	73.35	-6.80	18	酒鬼酒	12.17	-15.20	18	舍得酒业	60.93	-10.96	18	舍得酒业	3.64	-19.71
	高端酒	86.52	0.38	高端酒	47.53	-0.47		高端酒	86.29	0.61	高端酒	45.16	-0.64		
	次高端酒	76.00	-0.80	次高端酒	32.65	0.09		次高端酒	73.96	-3.13	次高端酒	23.37	-3.88		
	区域龙头	76.40	0.31	区域龙头	32.24	-0.25		区域龙头	75.61	0.75	区域龙头	29.51	-0.10		
	三四线	49.29	4.13	三四线	10.38	5.46		三四线	51.32	8.48	三四线	4.75	8.24		
	全行业	81.19	0.73	全行业	40.59	0.29		全行业	81.15	1.17	全行业	37.78	0.23		

资料来源：Wind，天风证券研究所



## 1.4 费用率：24Q2区域酒费用控制较好，期间费用率提升幅度相对较小

图：24Q2主要酒企费用率情况

24H1期间费用率/销售费用率							24Q2期间费用率/销售费用率								
排序	酒企	24H1		排序	酒企	24H1		排序	酒企	24Q2		排序	酒企	24Q2	
		期间费用率 (%)	同比 (个百分点)			销售费用率 (%)	同比 (个百分点)			期间费用率 (%)	同比 (个百分点)			销售费用率 (%)	同比 (个百分点)
1	酒鬼酒	37.75	9.76	1	酒鬼酒	34.70	7.28	1	天佑德酒	57.01	17.08	1	金种子酒	22.60	15.95
2	金种子酒	27.75	5.30	2	金种子酒	19.17	5.80	2	舍得酒业	40.55	14.07	2	舍得酒业	27.00	11.80
3	舍得酒业	30.84	3.57	3	舍得酒业	20.12	2.60	3	金种子酒	31.90	12.15	3	天佑德酒	35.51	7.28
4	天佑德酒	32.57	2.91	4	伊力特	10.86	1.75	4	酒鬼酒	42.82	9.30	4	酒鬼酒	35.45	5.73
5	口子窖	21.51	1.88	5	口子窖	15.04	1.37	5	伊力特	23.34	4.98	5	伊力特	17.92	5.00
6	伊力特	14.88	1.40	6	天佑德酒	20.86	1.14	6	口子窖	26.62	4.89	6	口子窖	18.80	3.90
7	五粮液	11.58	0.67	7	五粮液	10.60	1.10	7	顺鑫农业	23.80	2.78	7	顺鑫农业	14.56	3.11
8	洋河股份	14.01	0.08	8	洋河股份	11.42	1.09	8	洋河股份	23.01	1.92	8	五粮液	17.34	1.97
9	金徽酒	29.47	0.01	9	贵州茅台	3.14	0.62	9	五粮液	17.77	1.83	9	洋河股份	18.54	1.76
10	贵州茅台	6.77	-0.02	10	山西汾酒	8.79	-0.19	10	泸州老窖	15.18	0.71	10	贵州茅台	4.00	0.74
11	山西汾酒	11.76	-0.45	11	金徽酒	19.16	-0.20	11	金徽酒	34.81	0.55	11	泸州老窖	11.78	0.73
12	泸州老窖	12.34	-0.96	12	泸州老窖	9.64	-0.38	12	贵州茅台	7.86	0.12	12	山西汾酒	11.53	0.47
13	今世缘	15.51	-0.98	13	迎驾贡酒	7.99	-0.60	13	山西汾酒	16.19	-0.11	13	古井贡酒	24.64	0.31
14	水井坊	48.37	-1.06	14	古井贡酒	26.16	-0.79	14	今世缘	14.96	-0.46	14	金徽酒	21.03	-0.51
15	迎驾贡酒	11.25	-1.57	15	顺鑫农业	8.03	-1.42	15	古井贡酒	26.06	-2.62	15	今世缘	12.23	-0.91
16	古井贡酒	29.22	-2.07	16	今世缘	13.47	-1.45	16	迎驾贡酒	14.03	-3.38	16	迎驾贡酒	10.00	-1.99
17	顺鑫农业	15.23	-2.27	17	水井坊	33.77	-2.21	17	水井坊	53.12	-5.73	17	老白干酒	30.14	-4.71
18	老白干酒	34.39	-5.84	18	老白干酒	26.83	-3.99	18	老白干酒	36.86	-5.87	18	水井坊	32.23	-8.90
	高端酒	8.79	0.06	高端酒		6.37	0.59	高端酒		11.08	0.50	高端酒		8.48	0.90
	次高端酒	16.55	-0.43	次高端酒		12.47	-0.41	次高端酒		22.61	1.24	次高端酒		16.22	1.06
	区域龙头	18.31	-0.07	区域龙头		15.68	0.49	区域龙头		21.82	0.28	区域龙头		18.82	0.85
	三四线	21.99	-0.92	三四线		14.89	-0.28	三四线		30.35	2.63	三四线		21.87	2.78
	全行业	12.39	-0.20	全行业		9.48	0.32	全行业		15.32	0.38	全行业		11.94	0.81

### 【从费用率角度看】

24H1白酒板块期间费用率/销售费用率分别同比-0.20/+0.32pct；24Q2分别同比+0.38/0.81pct，期间费用率同比略提升，其中区域酒费用率下降控制较好，高端酒&次高端&三四线则普遍加大费用投放。

① 24Q2期间费用率：三四线酒 (+2.63pct) >次高端酒 (+1.24pct) >高端酒 (+0.50pct) >区域酒 (+0.28pct)；

② 24Q2销售费用率：三四线酒 (+2.78pct) >次高端酒 (+1.06pct) >高端酒 (+0.90pct) >区域酒 (+0.85pct)。

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.5. 合同负债：高端酒预收端表现优秀，次高端/区域酒分化明显

**24Q2白酒板块整体预收款同比增长、环比下降，个股表现分化。** 24Q2末白酒行业合同负债同比/环比变动+6.92%/-5.67%，淡季酒企普遍控货挺价，合同负债环比有所下降，合同负债同比提升主要系茅台、五粮液、泸州老窖拉动，其余次高端、区域龙头合同负债同比均下降。

环比角度看：高端酒（+19.78%）>次高端酒（+0.30%）>三四线（-23.97%）>区域龙头（-38.50%）；

同比角度看：高端酒（+58.56%）>次高端酒（-7.18%）>区域龙头（-29.38%）>三四线酒（-30.58%）。

图：2024Q2白酒行业预收款同比+6.92%，环比-5.67%

酒企	24Q2营收(亿元)	24Q2预收款(亿元)	24Q2预收款YoY	24Q2预收款QoQ	24Q2预收款/23Q3营收
1 贵州茅台	361.55	99.93	36.25%	4.93%	29.66%
2 五粮液	158.15	81.76	122.90%	61.42%	48.01%
3 泸州老窖	77.16	23.42	21.11%	-7.62%	31.86%
4 山西汾酒	74.08	57.32	-0.38%	2.53%	74.12%
5 舍得酒业	11.65	1.80	-64.90%	-25.96%	10.50%
6 酒鬼酒	5.00	2.57	-42.52%	9.59%	42.83%
7 水井坊	7.85	10.71	-1.36%	-6.92%	51.95%
8 洋河股份	66.21	39.38	-26.02%	-32.29%	46.82%
9 古井贡酒	55.19	22.18	-26.67%	-51.95%	47.78%
10 今世缘	26.33	6.27	-44.41%	-35.54%	26.21%
11 口子窖	13.99	3.17	-56.37%	-15.53%	20.68%
12 迎驾贡酒	14.61	4.62	-8.58%	-10.31%	27.80%
13 顺鑫农业	16.30	5.90	-70.37%	-30.33%	22.74%
14 金徽酒	6.78	4.83	9.30%	-23.49%	97.31%
15 老白干酒	13.40	18.62	-0.50%	-21.21%	115.41%
16 伊力特	4.98	0.62	10.74%	-32.67%	14.59%
17 金种子酒	2.47	0.65	-30.28%	-42.79%	21.35%
18 天佑德酒	2.33	0.69	23.18%	-2.97%	24.77%
高端酒	596.87	205.10	58.56%	19.78%	35.32%
次高端酒	98.59	72.41	-7.18%	0.30%	59.78%
区域龙头	176.33	75.62	-29.38%	-38.50%	40.57%
三四线	46.26	31.32	-30.58%	-23.97%	54.81%
全行业	918.05	384.45	6.92%	-5.67%	40.67%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.6. 营收质量：高端龙头茅五收现高增，销现比表现优秀

**24Q2营收增长与收现增长总体匹配，高端酒强收现能力优势凸显。** 24Q2白酒板块销售收现同比+21.59%，板块营收同比+11.16%，收现增速大幅领先营收，主要系贵州茅台、五粮液收现同比增速大幅领先收入增速。

图：2024Q2白酒行业销现比1.18保持>1的良性水平

	酒企	24Q2营收 (亿元)	24Q2营收YoY	24Q2收现 (亿元)	24Q2收现YoY	24Q2销现比
1	贵州茅台	361.55	17.31%	408.36	22.60%	1.13
2	五粮液	158.15	10.08%	278.79	93.41%	1.76
3	泸州老窖	77.16	10.51%	95.21	-0.22%	1.23
4	山西汾酒	74.08	17.06%	73.93	-6.29%	1.00
5	舍得酒业	11.65	-22.73%	15.20	-14.44%	1.30
6	酒鬼酒	5.00	-13.27%	5.18	-12.94%	1.04
7	水井坊	7.85	16.62%	7.65	-5.92%	0.97
8	洋河股份	66.21	-3.02%	49.06	-11.96%	0.74
9	古井贡酒	55.19	16.79%	58.79	12.80%	1.07
10	今世缘	26.33	21.52%	24.96	7.13%	0.95
11	口子窖	13.99	5.90%	13.94	-4.35%	1.00
12	迎驾贡酒	14.61	19.04%	15.56	12.69%	1.07
13	顺鑫农业	16.30	-23.26%	14.05	-31.39%	0.86
14	金徽酒	6.78	7.73%	6.39	-12.84%	0.94
15	老白干酒	13.40	9.00%	11.32	-0.49%	0.84
16	伊力特	4.98	3.64%	3.01	-26.48%	0.60
17	金种子酒	2.47	-26.25%	2.23	-46.89%	0.90
18	天佑德酒	2.33	-11.82%	2.55	-12.99%	1.09
	高端酒	596.87	14.41%	782.37	36.62%	1.31
	次高端酒	98.59	8.50%	101.97	-7.93%	1.03
	区域龙头	176.33	8.39%	162.31	1.75%	0.92
	三四线	46.26	-8.62%	39.53	-21.54%	0.85
	全行业	918.05	11.16%	1086.19	21.59%	1.18

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.7 经营性现金流：强 $\alpha$ 酒企现金流充裕，板块延续优秀表现

### 强 $\alpha$ 酒企现金流充裕，板块延续优秀表现。

24H1&24Q2白酒板块经营性现金流分别同比+25.85%/+29.55%：①24H1：三四线酒现金流净额负值收窄明显，区域酒现金流增速较高，高端酒和次高端酒现金流增速平稳；②24Q2经营性现金流走势明显，其中高端酒经营性现金流表现仍强劲（主因五粮液/茅台）；区域龙头则下滑明显（主因洋河股份）。具体看：

24H1：三四线（+57%）>区域龙头（+29%）>次高端酒（+25%）>高端酒（+23%）。

24Q2经营性现金流：高端酒（+42%）>三四线酒（-68%）>次高端酒（-71%）>区域酒（-296%）。

图：2024H1&2024Q2酒企经营性现金流净额情况一览

排序		24H1		排序		24Q2	
		24H1经营活动产生的现金流量净额(亿元)	yoy(%)			24Q2经营活动产生的现金流量净额(亿元)	yoy(%)
1	洋河股份	20.43	670.97	1	五粮液	129.12	619.64
2	迎驾贡酒	5.83	99.61	2	今世缘	2.45	347.84
3	今世缘	12.47	56.09	3	酒鬼酒	0.56	168.00
4	顺鑫农业	-10.18	53.86	4	迎驾贡酒	-0.36	81.56
5	山西汾酒	79.30	52.28	5	贵州茅台	274.34	9.12
6	泸州老窖	82.25	45.63	6	顺鑫农业	-5.74	8.27
7	老白干酒	2.23	32.17	7	古井贡酒	15.56	-5.67
8	贵州茅台	366.22	20.52	8	泸州老窖	38.66	-6.60
9	五粮液	134.28	18.52	9	山西汾酒	8.89	-49.91
10	金徽酒	3.46	-1.90	10	口子窖	1.08	-58.61
11	古井贡酒	40.10	-15.19	11	金徽酒	0.03	-97.50
12	天佑德酒	0.23	-64.59	12	老白干酒	-1.87	-121.20
13	口子窖	0.04	-86.87	13	伊力特	-1.74	-126.33
14	舍得酒业	-0.21	-103.21	14	舍得酒业	-1.29	-131.31
15	伊力特	-0.15	-108.73	15	洋河股份	-28.07	-146.74
16	酒鬼酒	-2.09	-350.97	16	金种子酒	-0.86	-662.88
17	金种子酒	-1.90	-1411.74	17	水井坊	-1.92	-749.31
18	水井坊	-2.94	-2320.69	18	天佑德酒	-1.17	-2289.63
	高端酒	582.75	23.03%		高端酒	442.12	42.27%
	次高端酒	74.07	24.62%		次高端酒	6.24	-70.74%
	区域龙头	78.87	29.00%		区域龙头	-9.35	-296.22%
	三四线	-6.31	56.98%		三四线	-11.35	-68.30%
	全行业	729.38	25.85%		全行业	427.67	29.55%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.8 分红率梳理：23年12家酒企分红率同比提升

强现金流和盈利能力为白酒企业分红奠定坚实基础，2023年18家主要上市白酒企业中有12家年度现金分红比例同比提升，其中天佑德酒、老白干酒、酒鬼酒、舍得酒业、洋河股份分红率同比提升10pcts以上。

图：2021-2023年酒企现金分红比例（已宣告）情况一览

证券简称	2021(%)	2022(%)	2023(%)	2023年同比变动 (pct)
天佑德酒	37.37	37.67	69.95	32.28
老白干酒	35.25	38.78	61.81	23.03
酒鬼酒	47.28	40.28	59.31	19.03
舍得酒业	21.32	29.65	40.18	10.53
洋河股份	60.2	60.08	70.09	10.01
金徽酒	34.35	54.3	59.95	5.65
五粮液	50.19	55	60	5
水井坊	30.49	30.07	35.03	4.96
今世缘	36.25	36.37	39.76	3.39
古井贡酒	50.61	50.45	51.83	1.38
山西汾酒	41.33	50.03	51.07	1.04
泸州老窖	60.01	60	60.01	0.01
口子窖	51.84	58.06	52.23	-5.83
迎驾贡酒	52.1	51.61	45.46	-6.15
贵州茅台	51.9	95.78	84.01	-11.77
伊力特	61.87	116.97	54.17	-62.8
顺鑫农业	18.13			
金种子酒				

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.9 主要酒企24Q2业绩经营指标概览

图：主要酒企经营指标情况速读

酒企	24Q2收入增速 (%)	24Q2净利润增速 (%)	24Q2盈利端表现 (毛利率变动幅度)	24Q2盈利端表现 (净利率变动幅度)	24Q2销售费用率同比变动幅度	24H1经营性现金流 (同比)	24Q2末预收款YoY	24Q2预收款/24Q2营收	24H1省外占比(变动幅度)	24H1平均经销商规模变动
贵州茅台	17	16	0%	-1%	1%	21%	36%	28%		26%
五粮液	10	12	2%	0%	2%	19%	124%	52%	-1.52%	2%
泸州老窖	11	2	0%	-4%	1%	46%	21%	30%		12%
山西汾酒	17	10	-3%	-2%	0%	52%	0%	77%	2.75%	6%
舍得酒业	-23	-88	-11%	-20%	12%	-103%	-68%	14%		-23%
酒鬼酒	-13	-61	-2%	-12%	6%	-351%	-43%	51%		-31%
水井坊	17	30	0%	1%	-9%	-2321%	-1%	136%		9%
洋河股份	-3	-10	-1%	-2%	2%	671%	-26%	59%	1.31%	1%
古井贡酒	17	25	3%	2%	0%	-15%	-27%	40%	0.52%	11%
今世缘	22	17	0%	-1%	-1%	56%	-44%	24%	0.84%	22%
口子窖	6	15	5%	2%	4%	-87%	-56%	23%	-0.04%	-3%
迎驾贡酒	19	28	1%	2%	-2%	100%	-9%	32%		21%
顺鑫农业	-23	93	13%	18%	3%	54%	-70%	36%		0%
金徽酒	8	2	3%	0%	-1%	-2%	9%	71%		-9%
老白干酒	9	47	0%	3%	-5%	32%	0%	139%		17%
伊力特	4	39	6%	2%	5%	-109%	11%	12%	3.24%	38%

资料来源：Wind，天风证券研究所

# 2

## 总结&趋势展望

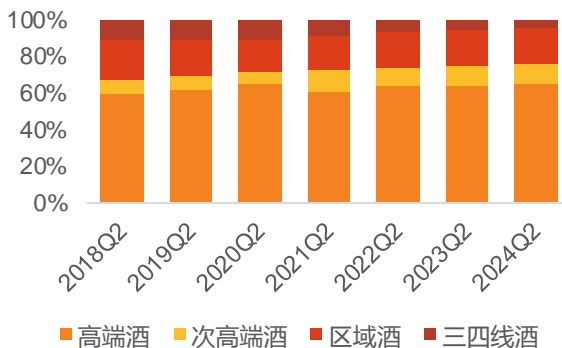
## 2.1 集中度：价位带分化延续，中档酒表现亮眼

高端酒企凭借强品牌&渠道&资金力抢夺市场份额（24Q2营收占比同比+1.84pct），中档产品放量明显（24H1茅台系列酒占酒类收入比重同比+1.56pct；24H1五粮液其他酒占酒类收入同比+0.76pct）。

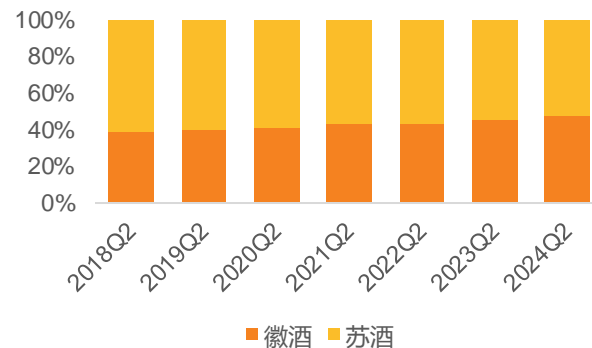
享受价位带扩容红利（中档价位为主）的强 $\alpha$ 酒企逆势收割份额，具体看：

- ① 高端酒占白酒收入比进一步提升；
- ② 徽酒占区域酒比重进一步提升；
- ③ 古井贡酒占徽酒比重进一步提升；
- ④ 山西汾酒占次高端酒比重进一步提升等。

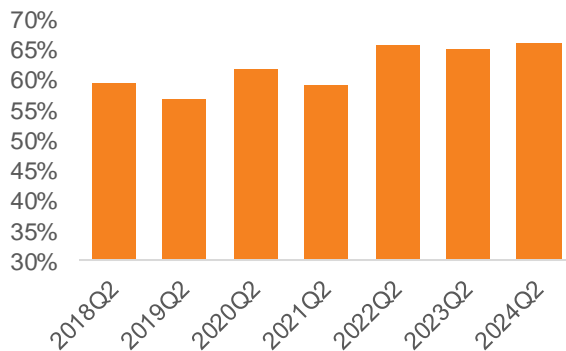
图：24Q2高端酒营收占比进一步提升



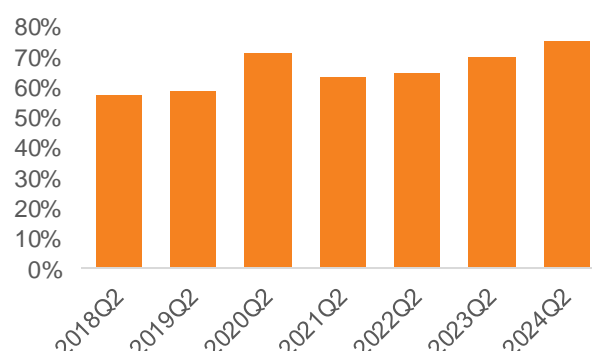
图：2024Q2徽酒占区域酒比重进一步提升



图：古井贡酒在徽酒营收占比提升明显



图：24Q2山西汾酒占次高端酒收入比重提升明显



资料来源：Wind，天风证券研究所



## 2.2 主要酒企产品结构变化情况一览（24H1升级更多体现在中低档）

图：主要酒企产品结构变化情况一览

公司	分产品	2023年收入 (亿元)	yoy	2023年占比	占比yoy	2024H1收入(亿元)	yoy	2024H1占比	占比yoy
贵州茅台	茅台酒	1,265.89	17.39%	85.99%	-1.14%	685.67	15.67%	83.91%	-1.56%
	其他系列酒	206.3	29.43%	14.01%	1.14%	131.47	30.50%	16.09%	1.56%
五粮液	五粮液产品	628.04	13.50%	82.15%	0.25%	392.05	11.45%	83.22%	-0.76%
	其他酒产品	136.43	11.58%	17.85%	-0.25%	79.06	17.77%	16.78%	0.76%
泸州老窖	中高档酒类	268.41	21.28%	89.24%	-0.12%	152.13	17.12%	90.35%	0.83%
	其他酒类	32.36	22.87%	10.76%	0.12%	16.25	6.86%	9.65%	-0.83%
山西汾酒	中高价酒类	232.03	22.56%	73.10%	0.39%	164.27	17.38%	72.49%	-1.60%
	其他酒类	85.4	20.15%	26.90%	-0.39%	62.33	27.36%	27.51%	1.60%
水井坊	高档产品	46.71	3.73%	95.80%	-1.50%	15.17	-3.53%	93.99%	-0.33%
	中档产品	2.05	64.08%	4.20%	1.50%	0.97	12.66%	6.01%	0.33%
酒鬼酒	内参系列	7.15	-38.21%	25.27%	-3.30%	1.73	-60.85%	17.39%	-11.23%
	酒鬼系列	16.47	-27.45%	58.22%	2.16%	5.91	-30.11%	59.48%	4.58%
	湘泉系列	0.71	-68.03%	2.49%	-2.96%	0.49	36.11%	4.94%	2.60%
	其他系列	3.88	-0.15%	13.71%	4.12%	1.77	-17.51%	17.76%	3.87%
	其他业务	0.09	-34.78%	0.32%	-0.02%	0.04	2.56%	0.44%	0.19%
舍得酒业	中高档酒	56.55	15.96%	86.20%	0.02%	26.01	-5.61%	87.14%	2.83%
	普通酒	9.05	16.11%	13.80%	-0.02%	3.84	-25.18%	12.86%	-2.83%
古井贡酒	年份原浆	154.17	27.34%	78.50%	3.62%	107.87	23.12%	80.33%	0.54%
	古井贡酒	20.16	7.56%			12.38	11.47%	9.22%	-0.90%
	黄鹤楼及其他	22.06	0.87%			14.03	26.58%	10.45%	0.36%
迎驾贡酒	中高档酒	50.22	27.84%	78.45%	2.87%	29.5	24.52%	81.51%	2.05%
	普通白酒	13.8	8.68%	21.55%	-2.87%	6.69	9.24%	18.49%	-2.05%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

## 2.2 主要酒企产品结构变化情况一览（24H1升级更多体现在中低档）

图：主要酒企产品结构变化情况一览

公司	分产品	2023年收入 (亿元)	yoy	2023年占比	比重变动	2024H1收入(亿元)	yoy	2024H1占比	比重变动
口子窖	高档白酒	56.78	16.58%	97.08%	0.81%	29.73	7.34%	96.56%	-0.47%
	中档白酒	0.76	-19.76%			0.36	-7.14%	1.17%	-0.20%
	低档白酒	0.95	0.72%			0.70	50.89%	2.27%	0.66%
今世缘	特 A+类	65.04	25.13%	64.79%	-1.38%	46.54	21.91%	64.13%	-0.16%
	特 A类	28.7	37.11%	28.59%	1.94%	22.16	26.05%	30.54%	0.93%
	A类	4.11	26.68%	4.09%	-0.04%	2.58	14.32%	3.56%	-0.25%
	B类	1.6	9.66%	1.59%	-0.27%	0.82	-2.32%	1.13%	-0.28%
	C、D类	0.86	2.47%	0.86%	-0.21%	0.44	-8.14%	0.61%	-0.20%
	其他	0.07	-21.95%	0.07%	-0.03%	0.031	-27.64%	0.04%	-0.03%
洋河股份	中高档酒	285.39	8.82%	87.84%	-1.06%	199.61	4.78%	88.75%	-0.04%
	普通酒	39.5	20.70%	12.16%	1.06%	25.3	5.16%	11.25%	0.04%
老白干酒	衡水老白干	23.55	10.04%	46.94%	-2.25%				
	板城烧锅酒	9.57	15.15%	19.08%	-0.03%				
	武陵(100元以上)	9.79	28.19%	19.51%	1.97%				
	文王贡(100元以下)	5.47	16.48%	10.90%	0.12%				
	孔府家	1.79	22.69%	3.57%	0.21%				
金徽酒	300元以上	4.01	37.13	16.01%		3.13	44.71%	18.16%	3.78%
	100-300元	12.88	32.28	51.42%	口径变动	8.89	14.97%	51.57%	0.07%
	100元以下	8.16	14.22	32.57%		5.22	1.77%	30.28%	-3.85%
伊力特	高档	14.66	46.65%	67.08%	4.36%	8.69	7.07%	66.18%	-1.94%
	中档	5.51	9.14%	15.19%	-6.46%	3.42	13.84%	26.05%	0.80%
	低档	1.69	88.42%	7.73%	2.10%	1.02	29.08%	7.77%	1.14%
金种子酒	高端酒	0.53	/	5.44%	/	0.37	116.37%	6.70%	3.24%
	中端酒	2.3	-23.21%	23.44%	-20.35%	1.41	56.67%	25.54%	7.29%
	低端酒	6.99	81.51%	71.11%	14.91%	3.74	-3.11%	67.75%	-10.53%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

## 2.3 升级速度：高档酒稳健&中档酒扩容，行业升级延续但斜率放缓

**高档酒稳健&中档酒扩容，行业升级延续但斜率放缓。**① 从全行业来看：2023年居民可支配收入YoY仍处于平稳修复阶段，消费意愿下降之下，白酒消费升级趋势阶段性受阻，龙头引领下行业整体保持平稳增长态势。我们预计行业利润率下降主要系消费需求弱复苏背景下，需求端对白酒消费升级阶段性趋于谨慎，进而导致行业结构阶段性下行。② 从上市公司角度看：2023年上市公司占规模以上酒企收入比持续抬升的基础上，利润增速仍高于收入增速，显示上市公司业绩韧性强，强抢市场份额能力使得其能最受益于部分价位带的扩容&升级，因此对于上市公司来说，虽价升斜率较前些年放缓，但升级趋势不变（甚至部分价位升级趋势仍强劲，进而保证利润端弹性）。

图：规模以上酒企情况一览

年份	规模以上酒企数量 (家)	规模以上酒企收入 (亿元)	增速 (%)	规模以上酒企利润 (亿元)	增速 (%)	平均规模以上酒企 收入 (亿元)	增速 (%)	平均规模以上酒企 利润 (亿元)	增速 (%)
<b>2023</b>		<b>7563</b>	<b>10%</b>	<b>2328</b>	<b>8%</b>				
<b>2022</b>	<b>963</b>	<b>6627</b>	<b>10%</b>	<b>2202</b>	<b>29%</b>	<b>6.88</b>	<b>10%</b>	<b>2.29</b>	<b>30%</b>
<b>2021</b>	965	6033	19%	1702	33%	6.25	11%	1.76	16%
<b>2020</b>	1040	5836	5%	1585	13%	5.61	17%	1.52	28%
<b>2019</b>	1176	5618	5%	1404	12%	4.78	29%	1.19	38%
<b>2018</b>	1445	5364	13%	1251	30%	3.71	5%	0.87	34%
<b>2017</b>	1593	5654	14%	1028	36%	3.55	-9%	0.65	28%
<b>2016</b>	1578	6126	10%	797	9%	3.88	9%	0.51	9%

资料来源：中国酒业协会，中商产业研究院，酒说公众号等，天风证券研究所

## 2.4 渠道质量：扩渠道加速，平均经销商规模仍保持提升&省内收入占比普遍提升

无论是扎根基地市场，还是推进全国化，强 $\alpha$ 公司渠道经营质量均持续向上。我们将酒企按省内/省外收入占比是否超过50%分为全国化酒企/区域性酒企，认为：**按渠道看**：贵州茅台等酒企渠道质量延续高增长表现。迎驾贡酒等酒企受益于“大商优商”市场策略延续，渠道实现高质量发展。具体看：①全国化布局较为成熟的高端酒五粮液收入增长主要由经销商数量增长驱动，贵州茅台/泸州老窖商均规模增长明显；②次高端酒亦加强渠道深耕工作，山西汾酒营收增长以经销商数量提升为主；③区域龙头渠道布局相对成熟，营收增长多由经销商平均规模与数量同步提升驱动（商均驱动为主）。**按市场看**：大多酒企仍加速省外布局，其中24H1山西汾酒（+1.03pct）/老白干酒（+2.31pct）/洋河股份（+1.64pct）等酒企省外占比较2023年提升显著。

图：主要酒企渠道质量情况一览

	经销渠道收入规模 (万元)		经销商数量(家)		商均规模 (万元/家)		2024H1省内收入占比
	2024H1	YoY	2024H1	YoY	2024H1	YoY	
贵州茅台	4,798,601.38	26.50%	2203	15	2178.21	25.64%	-
五粮液	2,759,378.83	13.51%	3480	366	792.92	1.57%	-
泸州老窖	1,610,792.57	15.38%	1861	49	865.55	12.34%	-
山西汾酒	2,101,339.55	17.87%	4196	421	500.80	6.04%	37.04%
舍得酒业	272,967.21	-9.61%	2809	404	97.18	-22.61%	28.51%
酒鬼酒	99,000.00	-35.59%	1774	0	55.81	-35.59%	-
水井坊	140,722.89	7.20%	50	-1	2814.46	9.34%	-
洋河股份	2,225,430.39	5.00%	8833	372	251.95	0.57%	42.66%
今世缘	716,260.82	22.13%	1050	4	682.15	21.66%	91.74%
古井贡酒	1,380,569.35	25.89%	4782	441	288.70	14.28%	-
迎驾贡酒	336,208.00	23.04%	1423	28	236.27	20.62%	70.61%
口子窖	298,767.11	6.70%	997	93	299.67	-3.25%	84.55%
顺鑫农业	468,777.57	3.20%	459	14	1021.30	0.05%	28.16%
金徽酒	164,051.45	15.27%	1025	217	160.05	-9.13%	78.21%
老白干酒	229,140.00	17.82%	11,423	127	20.06	16.51%	58.26%
伊力特	105,903.74	4.49%	213	-68	497.20	37.84%	76.04%
天佑德酒	56,554.89	7.28%	627	31	90.20	1.98%	67.79%
金种子酒	53,954.26	15.18%	521	51	103.56	3.91%	78.92%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

# 3

## 投资建议及风险提示

## 投资建议

我们认为24Q3白酒板块催化剂为：① 中秋国庆期间酒企回款/批价/库存等经营指标；② 需求侧边际变化；③ 经济相关指标（预期）变化。

短期关注波段性机会，同时关注拥有良好基本面&现金流&估值性价比酒企中长期机会，仍建议关注：①核心单品处于100-300元且表现良好酒企：山西汾酒/今世缘/古井贡酒/迎驾贡酒等；②拥有需求韧性的高端酒：泸州老窖/五粮液/贵州茅台；③β标的：舍得酒业/酒鬼酒/水井坊等。

图：主要酒企盈利预测一览（Wind一致预测）

日期	2024/9/27	收盘价 (CNY)	总市值 (亿元)	EPS- TTM (CNY/股)	市盈率 (TTM)	EPS (CNY/股)			PE		
						2024E	2025E	2026E	24E	25E	26E
600519.SH	贵州茅台	1629.20	20465.97	64.04	25.44	69.21	79.06	89.59	23.54	20.61	18.19
000858.SZ	五粮液	147.74	5734.69	8.30	17.79	8.70	9.71	10.82	16.98	15.21	13.65
000568.SZ	泸州老窖	136.09	2003.20	9.64	14.12	10.36	11.91	13.68	13.13	11.43	9.95
600809.SH	山西汾酒	198.99	2427.61	9.90	20.09	10.55	12.60	14.84	18.86	15.80	13.41
000799.SZ	酒鬼酒	46.99	152.68	0.76	61.84	1.14	1.33	1.54	41.30	35.40	30.54
600779.SH	水井坊	41.75	203.89	2.68	15.58	2.86	3.21	3.65	14.61	13.00	11.45
600702.SH	舍得酒业	54.43	181.34	4.33	12.57	4.22	4.65	5.33	12.90	11.71	10.20
000596.SZ	古井贡酒	184.56	877.97	10.18	18.13	11.08	13.62	16.41	16.66	13.55	11.24
002304.SZ	洋河股份	91.13	1372.82	6.71	13.59	6.82	7.23	7.80	13.35	12.60	11.69
603369.SH	今世缘	46.85	587.73	2.83	16.57	3.03	3.66	4.35	15.49	12.81	10.76
603589.SH	口子窖	43.67	262.02	3.04	14.38	3.24	3.64	4.04	13.46	12.00	10.80
603198.SH	迎驾贡酒	66.29	530.32	3.25	20.38	3.63	4.46	5.37	18.28	14.86	12.35
603919.SH	金徽酒	19.99	101.40	0.73	27.45	0.79	0.97	1.17	25.29	20.67	17.05
6979.HK	珍酒李渡	8.40	256.50	0.69	17.39	0.55	0.67	0.82	15.36	12.47	10.29

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 风险提示

### 1、供过于求

消费需求相对偏弱，白酒供给市场流通的量超出需求市场的消化能力，部分酒企库存较高动销偏弱。

### 2、食品安全风险

食品安全、环境保护等政策对白酒行业以及产品的要求越来越高，白酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。

### 3、需求疲软

经济弱复苏背景下，消费者消费意愿不强，且禁酒令颁布后商务用酒大大减少，市场需求不足的情况下白酒行业动销困难，行业升级和增长的动力不足。

### 4、竞争加剧

行业集中度近年来持续提升，头部酒企之间竞争或加剧。

## 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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下



THANKS