



白酒行业行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）

liuchengqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

表观降速以对渠道舒压，梳理阵脚亟待景气复苏

投资逻辑

白酒行业景气度自 24Q2 端午前后明显走弱，各地的中秋&国庆双节动销反馈从此前结构性承压转至普遍有双位数及以上下滑。基于此，市场在国庆假期后对酒企三季度业绩预期密集下修，但考虑到行业集中度提升的趋势及产业库存周期会扰动短期报表出清节奏，即使下修后业绩仍存有酒企平复报表节奏的考量。

从最终三季报兑现情况来看，虽有近半数酒企的营收或净利不及此前市场预期，但市场对此仍有一定的容忍度，当下减少报表呈现与实际动销反馈的出入程度，体现了酒企领导层在经历过上一轮下行周期后对产业基本面趋势的认知提升，减少对规模的执念、舒缓社会渠道的库存压力，维护良性的厂商关系与消费端的品牌认知，以备后续景气上行修复时能呈现更强的成长性。

结合当下需求侧的反馈，我们预计 24Q4&25Q1 泛春节动销期仍会有所承压，但动销下滑幅度会明显较双节期间收窄，主要考虑春节本身具备特殊的文化意义，对应酒饮方面也会有一些被动的礼赠、亲朋及商务聚饮需求呈现，即降频的影响会相对趋缓，受消费力影响仍会有降档情况存在。在此期间，市场对酒企报表兑现仍会有一定宽容度，同时对 25Q2 及之后的基本面修复抱有一定预期。

投资建议：我们仍推荐白酒板块当下的配置价值，在可期待中期维度白酒行业基本面或迎拐点复苏，潜在酒企估值修复空间明显高于在景气拐点前表观潜在的 EPS 下滑幅度。持续推荐各子板块龙头酒企，包括高端酒茅五泸、次高端龙头山西汾酒、徽酒龙头古井贡酒等，关注低位标的景气修复时弹性优势。

1) 收入端：24Q3 增速环比明显回落，预期开门红回款抢抢将更激烈。 1) 24Q3 实现营业收入 956 亿元，同比+1.1%，期内白酒板块营收增速明显回落（参考 24Q1、Q2 白酒板块营收增速分别为 14.9%、11.2%）。本身白酒产业具备先款后货再动销的特征，基本面动销反馈传导至渠道回款、酒厂供给本身会有一定时滞。2) 24Q3 末预收款余额合计 379 亿元，同比-6.2%；24Q3 营收+△预收款口径同比-4.0%、慢于期内营收增速。山西汾酒、金徽酒同时保持预收款余额增长、且考虑预收款环比变化后单 Q3 营收仍有增长，呈现不错的回款积极性。

2) 利润端：规模效应支撑板块归母净利率整体趋稳。 1) 24Q3 实现归母净利 360 亿元，同比+2.2%（增速环比明显回落，参考 24Q1、Q2 归母净利增速分别为 15.9%、12.1%）。2) 24Q3 板块归母净利率为 37.3%，同比+0.3pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他分别为 44.4%/31.8%/17.9%，同比分别-0.2pct/-0.5pct/-3.1pct。3) 24Q3 板块毛销差为 70.2%，同比+0.8pct。从内部结构看，缺乏营收支撑的酒企毛销差回落较多。4) 24Q3 板块管理费用率为 5.3%，同比持平；营业税金及附加占比为 15.5%，同比+0.4pct。

3) 机构持仓：指数基金持股环增，非指数基金持股环减，北上持股环比平稳。 1) 24Q3 基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 4.60%，环比基本持平。其中，指数类基金持股环比提升，非指数类基金环比减仓为主（对持股市值在 50 亿以上的酒企均有减仓，减仓幅度较高的有今世缘、泸州老窖，对迎驾贡酒、老白干酒环比有加仓，整体持仓已处于较低水平，标的内持仓机构集中度也普遍在提升）。2) 24Q3 沪深港通持股环比变动幅度不大，持股市值在 50 亿以上的主要为贵州茅台（环比+0.2pct），五粮液（-0.3pct），山西汾酒（-0.3pct），泸州老窖（+0.4pct），洋河股份（-0.1pct）。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，行业政策风险，食品安全风险。



内容目录

白酒板块：表观降速以对渠道舒压，梳理阵脚亟待景气复苏.....	4
1. 收入端：24Q3 增速环比明显回落，预期开门红回款拼抢将更激烈.....	4
2. 利润端：规模效应支撑板块归母净利率整体趋稳.....	9
3. 机构持仓：指数基金持股环增，非指数基金持股环减，北上持股环比平稳.....	13
4. 盈利预测与投资建议：板块估值仍处低位，推荐顺周期属性配置.....	15
风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速.....	4
图表 2： 2019 年至今分季度白酒板块营业收入（亿元）及同比增速.....	5
图表 3： 2019 年至今分季度白酒板块各子板块营业收入同比增速.....	5
图表 4： 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的预收款项规模（亿元）及同比增速.....	5
图表 5： 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的销售收现规模（亿元）及同比增速.....	6
图表 6： 2018 年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额（亿元）.....	7
图表 7： 2007 年至今月度飞天茅台/五粮液普五/高度国窖 1573 批价同比增速与 T-12 期 M1 同比增速梳理... 8	8
图表 8： 2022 年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）.....	8
图表 9： 2022 年至今普五/国窖 1573 批价走势（元/瓶）.....	8
图表 10： 2022 年至今非酱香次高端批价走势（元/瓶）.....	8
图表 11： 2022 年至今酱香次高端批价走势（元/瓶）.....	8
图表 12： 2022 年至今非标茅台酒批价走势（元/瓶）.....	9
图表 13： 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速.....	9
图表 14： 2019 年至今分季度白酒板块归母净利（亿元）及同比增速.....	10
图表 15： 2019 年至今分季度白酒板块各子板块归母净利同比增速.....	10
图表 16： 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率.....	10
图表 17： 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差.....	11
图表 18： 2017 年至今白酒板块归母净利率及毛利率.....	12
图表 19： 2017 年至今白酒板块分子板块毛销差.....	12
图表 20： 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的管理费用率、营业税金及附加占比.....	12
图表 21： 2006 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况.....	13
图表 22： 2024Q3 白酒板块重点标的基金重仓持股情况及环比变化.....	14
图表 23： 2010 年至今分季度高端酒非指数基金持股占流通股比情况.....	14
图表 24： 2010 年至今分季度次高端酒非指数基金持股占流通股比情况.....	14



图表 25: 2010 年至今分季度苏皖区域酒非指数基金持股占流通股比情况.....	15
图表 26: 2010 年至今分季度其他酒企非指数基金持股占流通股比情况.....	15
图表 27: 2022 年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比.....	15
图表 28: 白酒板块核心标的 2024 年营业收入&归母净利一致预期及变动.....	16
图表 29: 白酒板块核心标的 2025 年营业收入&归母净利一致预期及变动.....	16
图表 30: 2020 年至今 SW 白酒收盘价及成交额.....	17
图表 31: 2015 年至今 SW 白酒 PE-TTM 与估值分位.....	17
图表 32: 白酒板块重点标的盈利预测.....	18



白酒板块：表观降速以对渠道舒压，梳理阵脚亟待景气复苏

白酒行业景气度自 24Q2 端午前后明显走弱，各地的中秋&国庆双节动销反馈从此前结构性承压转至普遍有双位数及以上下滑。基于此，市场在国庆假期后对酒企三季度业绩预期密集下修，但考虑到行业集中度提升的趋势及产业库存周期会扰动短期报表出清节奏，即使下修后业绩仍存有酒企平复报表节奏的考量。

从最终三季报兑现情况来看，虽有近半数酒企的营收或净利不及此前市场预期，但市场对此仍有一定的容忍度，当下减少报表呈现与实际动销反馈的出入程度，体现了酒企领导层在经历过上一轮下行周期后对产业基本面趋势的认知提升，减少对规模的执念、舒缓社会渠道的库存压力，维护良性的厂商关系与消费端的品牌认知，以备后续景气上行修复时能呈现更强的成长性。

结合当下需求侧的反馈，我们预计 24Q4&25Q1 泛春节动销期仍会有所承压，但动销下滑幅度会明显较双节期间收窄，主要考虑春节本身具备特殊的文化意义，对应酒饮方面也会有一些被动的礼赠、亲朋及商务聚饮需求呈现，即降频的影响会相对趋缓，受消费力影响仍会有降档情况存在。在此期间，市场对酒企报表兑现仍会有一定宽容度，同时对 25Q2 及之后的基本面修复抱有一定预期。

整体而言，我们仍建议把握白酒板块当下的配置价值，在可期待中期维度白酒行业基本面或迎拐点复苏，潜在酒企估值修复空间明显高于在景气拐点前表观潜在的 EPS 下滑幅度。持续推荐各子板块龙头酒企，包括高端酒茅五泸、次高端龙头山西汾酒、徽酒龙头古井贡酒等，关注低位标的景气修复时弹性优势。

1. 收入端：24Q3 增速环比明显回落，预期开门红回款拼抢将更激烈

24Q1-Q3 白酒板块实现营收 3374 亿元，同比+9.7%；24Q3 实现营收 956 亿元，同比+1.1%，期内白酒板块营收增速明显回落(参考 24Q1、Q2 白酒板块营收增速分别为 14.9%、11.2%)。本身白酒产业具备先款后货再动销的特征，基本面动销反馈传导至渠道回款、酒厂供给本身会有一定滞。

其中，24Q1-Q3 高端/次高端/区域酒及其他分别实现营收 2130/408/836 亿元，同比分别 +13.4%/+8.2%/+1.7%；24Q3 分别实现营收 635/121/200 亿元，同比+9.4%/-0.4%/-18.0%。分化在各子板块及其内部愈发明显，24Q3 环比 Q2 仅金徽酒营收增速环比提升约 1pct、其余酒企均有不同幅度的增速回落。

此外，从实际兑现与此前市场预期的偏差角度看，低于市场预期的酒企普遍集中于区域型酒企，这也体现此轮下行周期与 13~14 年会有所差异，此轮下行的诱因是企业端与居民端消费情绪及消费力受损、自上而下泛各个价位均受不同程度影响，而 13~14 年消费主体缺失的影响占主导、政务消费受冲击更强。

考虑到前述提及 24Q4&25Q1 泛春节期间白酒动销或仍会有所承压，我们预计短期酒企表观营收增速或仍有所回落。但整体而言，各子赛道的龙头酒企韧性仍会相对更优。

图表1：2024Q1-Q3 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速

分类	公司名称	24H1	YOY	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY
高端	贵州茅台	819	18%	1208	17%	388	15%
	五粮液	506	11%	679	9%	173	1%
	泸州老窖	169	16%	243	11%	74	1%
	合计	1495	15%	2130	13%	635	9%
次高端	山西汾酒	227	20%	314	17%	86	11%
	舍得酒业	33	-7%	45	-15%	12	-31%
	水井坊	17	13%	38	6%	21	0%
	酒鬼酒	10	-36%	12	-44%	2	-67%
	合计	287	12%	408	8%	121	0%
区域酒及其他	洋河股份	229	5%	275	-9%	46	-45%
	今世缘	73	22%	99	19%	26	10%
	古井贡酒	138	22%	191	20%	53	13%

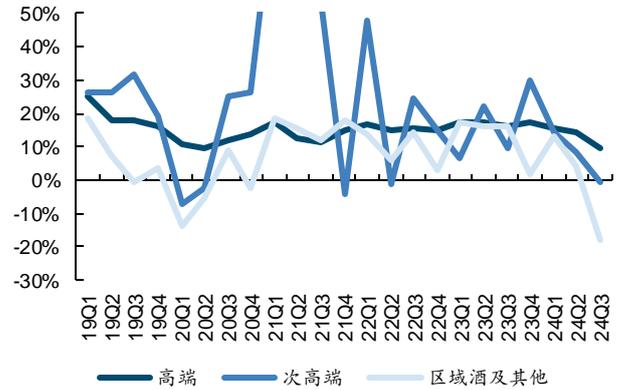
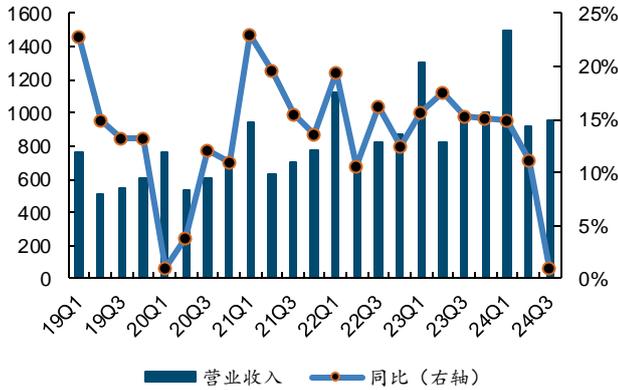


分类	公司名称	24H1	YOY	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY
	迎驾贡酒	38	20%	55	15%	17	4%
	口子窖	32	9%	44	-2%	12	-22%
	金种子酒	7	-13%	8	-25%	1	-54%
	老白干酒	25	11%	41	6%	16	0%
	金徽酒	18	15%	23	15%	6	16%
	伊力特	13	9%	17	1%	3	-23%
	天佑德酒	8	15%	10	5%	2	-19%
	顺鑫农业	57	-8%	73	-17%	16	-37%
	合计	636	10%	836	2%	200	-18%
白酒板块合计		2418	13%	3374	10%	956	1%

来源: Ifind, 国金证券研究所

图2: 2019年至今分季度白酒板块营业收入(亿元)及同比增速

图3: 2019年至今分季度白酒板块各子板块营业收入同比增速



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所(注: 21Q1~21Q3 次高端同比增速分别为 88%、95%、54%，低基数下高增未在图表中显示)

从回款端看,行业景气度回落对渠道回款积极性有明显影响,对价盘持谨慎预期的终端烟酒店并不愿意留有存货,当有大单销售时随时再进行调货,因此回款压力更聚焦在同酒厂直接合同的一级经销商层面。考虑到营收口径体现为已回款、已发货部分,而预收款口径体现为已回款、未发货部分,因此预收款表现弱于营收端、中报时已有迹象。

24Q3 末白酒板块预收款余额合计 379 亿元,同比-6.2%;24Q3 营收+Δ预收款口径同比-4.0%、慢于期内营收增速。其中,五粮液、山西汾酒、金徽酒等酒企 24Q3 末预收款余额同比仍有增长,仅山西汾酒、金徽酒同时保持预收款余额增长、且考虑预收款环比变化后单 Q3 营收仍有增长,呈现不错的渠道回款积极性。

25 年春节在 1 月末,预计 12 月时酒企将陆续开展开门红回款工作、预计拼抢会更激烈,建议持续关注各酒企返利兑付情况及产品价盘表现。若酒企以比较可观的返利及开门红政策换取渠道回款,价盘则面临再回落风险,酒企仍需均衡考虑回款、市场份额及产品价盘。

图4: 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的的预收款项规模(亿元)及同比增速

分类	公司名称	24Q3 末预收款规模	YOY	环比Δ	24Q3 营收+环比Δ预收款	YOY	是否快于营收增速
高端	贵州茅台	99	-13%	-1	388	3%	否
	五粮液	71	79%	-11	162	-7%	否
	泸州老窖	27	-10%	3	77	-8%	否



分类	公司名称	24Q3 末预收款 规模	YOY	环比△	24Q3 营收+环比 △预收款	YOY	是否快于营收 增速
	合计	197	7%	-8	627	-1%	否
次高端	山西汾酒	55	6%	-3	84	17%	是
	舍得酒业	2	-42%	0	12	-22%	是
	水井坊	11	-6%	0	21	-2%	否
	酒鬼酒	2	-18%	-1	1	-64%	是
	合计	69	1%	-3	118	5%	是
区域酒及其他	洋河股份	50	-10%	10	57	-34%	是
	今世缘	5	-59%	-1	26	-1%	否
	古井贡酒	19	-42%	-3	50	1%	否
	迎驾贡酒	4	-20%	-1	17	0%	否
	口子窖	4	-7%	0	12	4%	是
	金种子酒	1	4%	0	2	-43%	是
	老白干酒	17	-14%	-1	15	-15%	否
	金徽酒	5	10%	0	6	17%	是
	伊力特	0	22%	0	3	-24%	否
	天佑德酒	1	-15%	0	2	-25%	否
	顺鑫农业	7	-56%	1	17	-19%	是
	合计	113	-26%	6	206	-15%	是
白酒板块合计		379	-6%	-5	950	-4%	否

来源: Ifind, 国金证券研究所

从回款收现的角度看, 24Q1-Q3 白酒板块合计销售收现 3557 亿元, 同比+11.1%, 略高于营收端增速; 24Q3 实现销售收现 1145 亿元, 同比+0.9%, 略低于营收端增速。其中, 五粮液、山西汾酒、古井贡酒等 24Q3 销售收现保持正增且增速高于营收端。相对应地, 上述酒企 24Q3 末应收款项余额环比 Q2 末分别减少 119、4、4 亿元, 系往期部分以票据回款的在 Q3 到期并形成现金流入。

行业层面看, 24Q3 末应收款项余额 192 亿元, 同比-40%, 预计一方面与 22 年末商业汇票最长期限由 1 年调整至 6 个月相关, 另一方面也与渠道回款情绪走弱相关, 即使酒企推出票据回款政策、对渠道回款积极性的刺激效果仍有限。

图表5: 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的销售收现规模(亿元)及同比增速

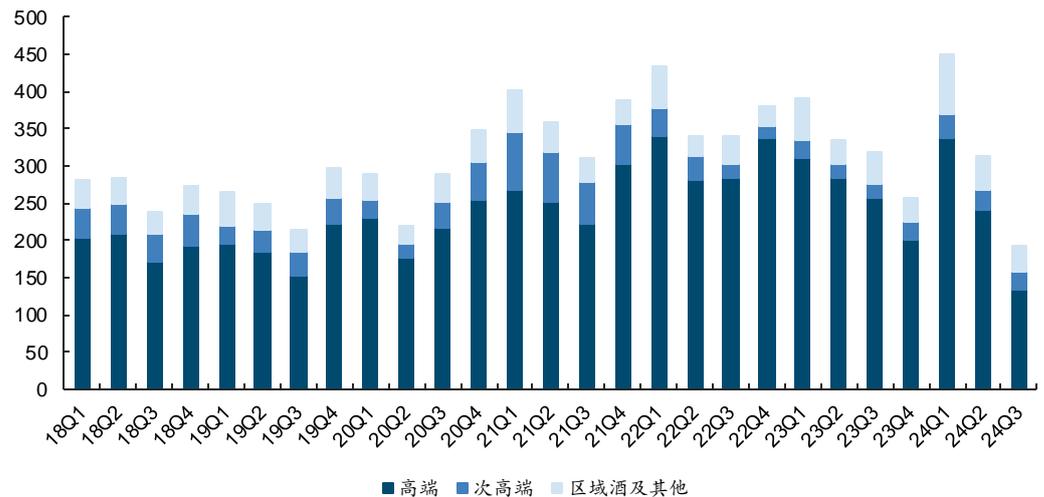
分类	公司名称	24Q3 销售收现	YOY	是否超过营收 增速	24Q1-Q3 销售收 现	YOY	是否超过营收 增速
高端	贵州茅台	426	1%	否	1297	17%	否
	五粮液	282	19%	是	779	17%	是
	泸州老窖	81	-19%	否	283	2%	否
	合计	789	4%	否	2358	15%	是
次高端	山西汾酒	86	31%	是	302	24%	是
	舍得酒业	11	-21%	是	46	-16%	否
	水井坊	23	-1%	否	40	0%	否
	酒鬼酒	2	-58%	是	11	-44%	是
	合计	123	12%	是	398	12%	是
区域酒及其他	洋河股份	64	-33%	是	242	-5%	是



分类	公司名称	24Q3 销售收现	YOY	是否超过营收		24Q1-Q3 销售收		是否超过营收	
				增速	现	YOY	增速		
	今世缘	31	-2%	否	93	5%	否		
	古井贡酒	55	25%	是	197	14%	否		
	迎驾贡酒	19	1%	否	57	11%	否		
	口子窖	14	2%	是	42	4%	是		
	金种子酒	2	-63%	否	8	-37%	否		
	老白干酒	16	-12%	否	47	2%	否		
	金徽酒	6	13%	否	25	13%	否		
	伊力特	4	-1%	是	15	-3%	否		
	天佑德酒	3	-26%	否	11	0%	否		
	顺鑫农业	20	-21%	是	62	-10%	是		
	合计	233	-12%	是	800	2%	是		
白酒板块合计		1145	1%	否	3557	11%	是		

来源: Ifind, 国金证券研究所

图6: 2018 年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额 (亿元)



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 应收款项=应收票据及应收账款+应收款项融资)

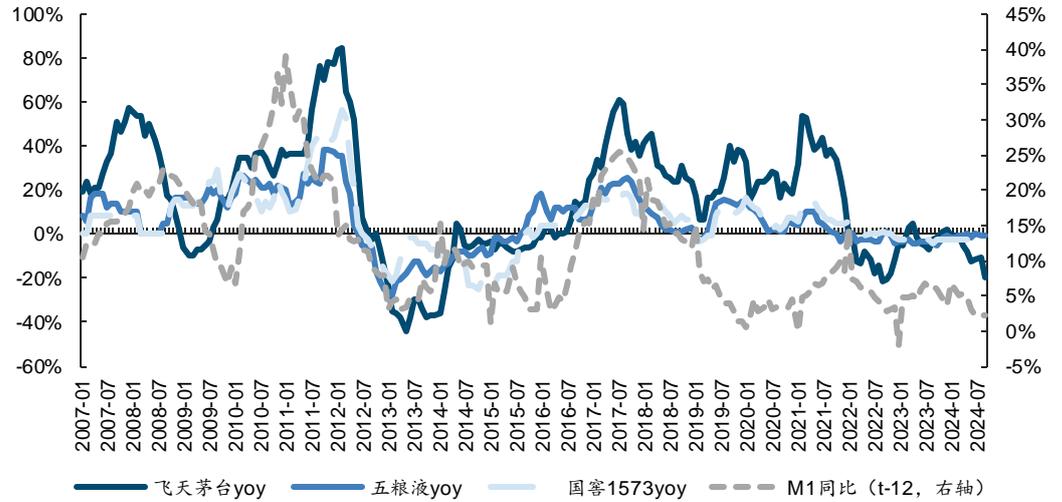
此外, 从驱动酒企营收增长的量价逻辑及招商逻辑来看:

- 1) 24Q3 已有酒企步入去库周期, 例如舍得酒业、洋河股份等酒企表观营收下滑幅度高于实际动销层面的下滑幅度, 品味舍得等次高端价位单品批价期内保持相对平稳。
- 2) 渠道议价能力较优的酒企仍能通过量增、渠道扩容实现规模增长, 但缺乏需求支撑的环境下价盘表现会较弱。目前酒企普遍采用控盘分利、模糊返利后置的营销模式, 也可通过直接加码消费端投入的方式维持名义零售价的平稳, 零售价及动销流速平稳时, 酒企把控供给、维持渠道库存相对良性可实现维持渠道价值链稳定的目的。

整体而言, 参考 M1 同比增速等价盘的前置指标, 我们预计短期行业景气承压背景下, 价增及招商外拓逻辑仍较弱。伴随行业逐步步入去库周期, 从以价换量到以量换价、对酒企估值回升仍有裨益。

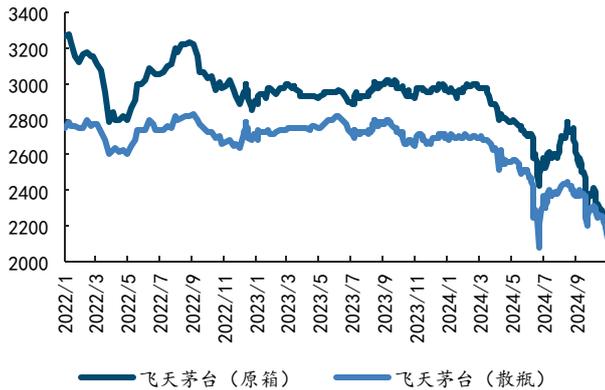


图表7: 2007年至今月度飞天茅台/五粮液普五/高度国窖1573批价同比增速与T-12期M1同比增速梳理

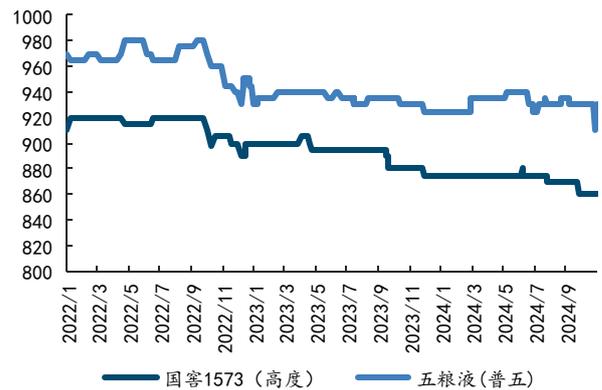


来源: 今日酒价, 酒价参考, Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 9 月)

图表8: 2022年至今飞天茅台批价走势 (元/瓶)



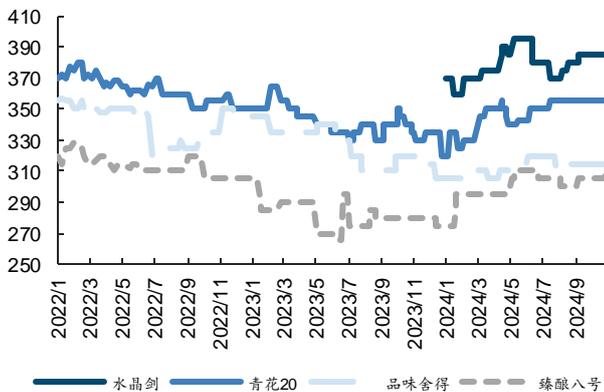
图表9: 2022年至今普五/国窖1573批价走势 (元/瓶)



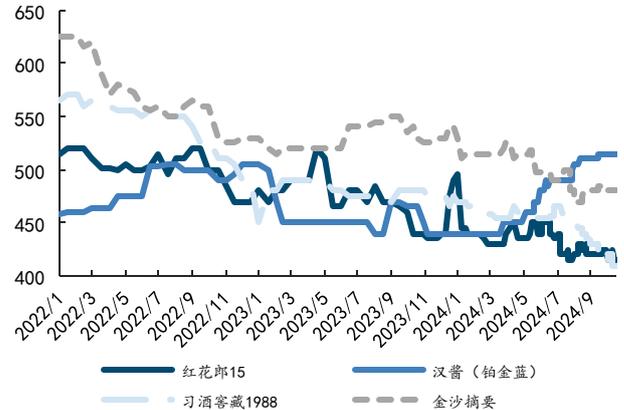
来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 1 日)

来源: 今日酒价, 百荣酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 1 日)

图表10: 2022年至今非酱香次高端批价走势 (元/瓶)



图表11: 2022年至今酱香次高端批价走势 (元/瓶)

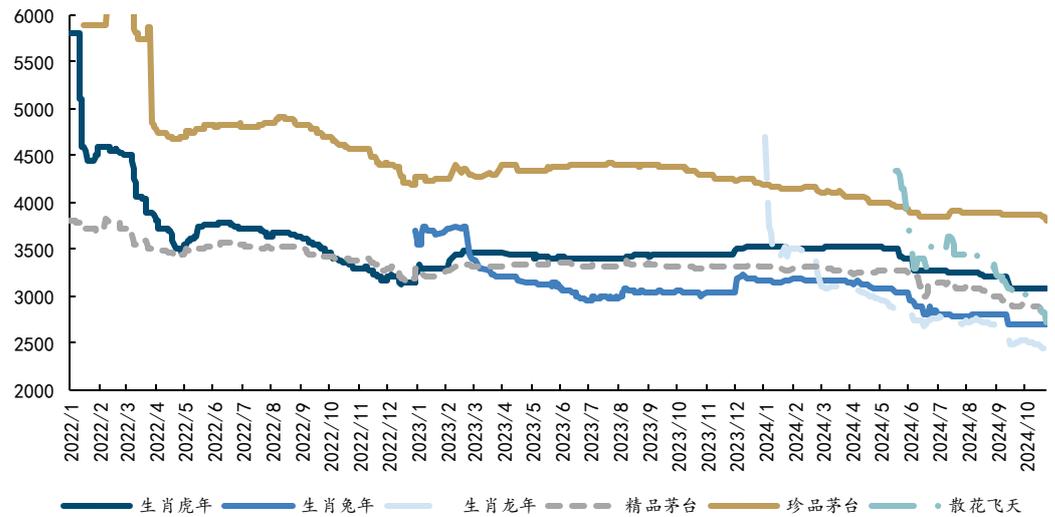


来源: 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 1 日)

来源: 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 1 日)



图表12: 2022年至今非标茅台酒批价走势(元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 1 日)

2. 利润端: 规模效应支撑板块归母净利率整体趋稳

24Q1-Q3 白酒板块实现归母净利 1317 亿元, 同比+10.8%; 24Q3 实现归母净利 360 亿元, 同比+2.2% (增速环比明显回落, 参考 24Q1、Q2 归母净利增速分别为 15.9%、12.1%)。

其中, 24Q1-Q3 高端/次高端/区域酒及其他分别实现归母净利 974/132/212 亿元, 同比分别 +12.8%/+8.0%/+4.1%; 24Q3 分别实现归母净利 286/38/36 亿元, 同比 +9.2%/-2.0%/-30.2%, 各子板块单 Q3 归母净利增速均低于营收端增速, 酒鬼酒、金种子酒等期内转盈为亏、主要系缺乏收入支撑时部分费用开支仍相对刚性, 行业层面呈现微弱的利润弹性主要系归母净利率相对更高的高端酒占比有所提升。

图表13: 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的归母净利(亿元)及同比增速

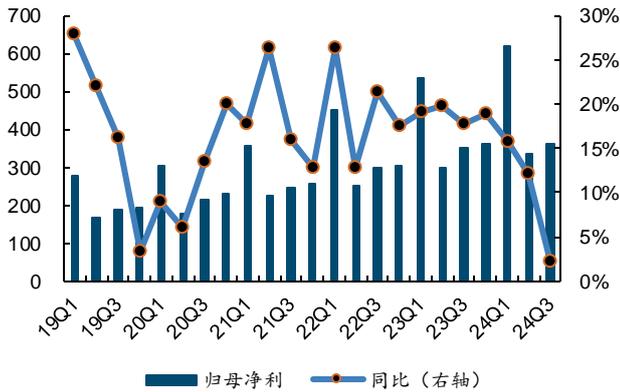
分类	公司名称	24H1	YOY	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY
高端	贵州茅台	417	16%	608	15%	191	13%
	五粮液	191	12%	249	9%	59	1%
	泸州老窖	80	13%	116	10%	36	3%
	合计	688	14%	974	13%	286	9%
次高端	山西汾酒	84	24%	113	20%	29	10%
	舍得酒业	6	-36%	7	-48%	1	-79%
	水井坊	2	20%	11	10%	9	8%
	酒鬼酒	1	-71%	1	-88%	-1	转盈为亏
	合计	94	13%	132	8%	38	-2%
区域酒及其他	洋河股份	79	1%	86	-16%	6	-73%
	今世缘	25	20%	31	17%	6	7%
	古井贡酒	36	29%	47	24%	12	14%
	迎驾贡酒	14	30%	20	21%	6	6%
	口子窖	9	12%	13	-3%	4	-28%
	金种子酒	0	扭亏为盈	-1	亏损扩大	-1	转盈为亏
	老白干酒	3	40%	6	33%	3	25%
	金徽酒	3	16%	3	22%	0	109%



分类	公司名称	24H1	YOY	24Q1-Q3	YOY	24Q3	YOY
	伊力特	2	12%	2	5%	0	-18%
	天佑德酒	1	-18%	1	-46%	0	转盈为亏
	顺鑫农业	4	扭亏为盈	4	扭亏为盈	0	亏损收窄
	合计	176	16%	212	4%	36	-30%
白酒板块合计		958	14%	1317	11%	360	2%

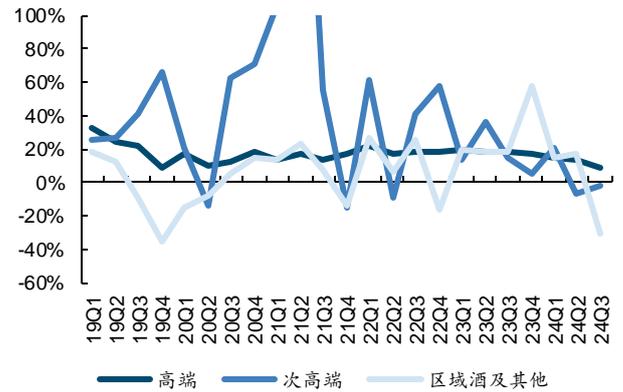
来源: Ifind, 国金证券研究所

图表14: 2019年至今分季度白酒板块归母净利润(亿元)及同比增速



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表15: 2019年至今分季度白酒板块各子板块归母净利润同比增速



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 21Q1~21Q2 次高端同比增速分别为 106%、285%, 低基数下高增未在图表中显示)

24Q3 白酒板块整体归母净利率为 37.3%，同比+0.3pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他归母净利率分别为 44.4%/31.8%/17.9%，同比分别-0.2pct/-0.5pct/-3.1pct。从趋势来看，区域酒及其他归母净利率环比回落斜率最高，参考其 24Q1、Q2 归母净利率分别+0.5pct、+2.5pct。

从归母净利率的影响因素来看：1) 毛销差维度，24Q3 白酒板块整体毛销差为 70.2%，同比+0.8pct。其中，高端酒/次高端酒/区域酒及其他毛销差分别为 78.9%/62.3%/47.0%，同比分别+0.2pct/-0.4pct/-3.1pct。

从内部结构看，缺乏营收支撑的如洋河股份、舍得酒业、酒鬼酒等酒企毛销差回落较多；而古井贡酒、迎驾贡酒、金徽酒等区域酒，及泸州老窖、水井坊毛销差仍有所提升。对于不少区域酒而言，产品结构基础相对较低、产品向 100~300 元价位升级时仍有红利呈现。

图表16: 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率

分类	公司名称	毛利率				销售费用率			
		24Q3	YOY (pct)	24Q1-Q3	YOY (pct)	24Q3	YOY (pct)	24Q1-Q3	YOY (pct)
高端	贵州茅台	91.0%	-0.5	91.5%	-0.2	4.2%	+0.4	3.5%	+0.5
	五粮液	76.2%	+2.8	77.1%	+1.2	14.0%	+2.8	11.5%	+1.5
	泸州老窖	88.1%	-0.5	88.4%	-	11.8%	-1.1	10.3%	-0.7
	均值	86.7%	+0.8	86.6%	+0.5	7.7%	+0.6	6.8%	+0.6
次高端	山西汾酒	74.3%	-0.7	76.0%	+0.1	10.5%	-0.1	9.3%	-0.2
	舍得酒业	63.7%	-11.0	67.9%	-7.4	24.8%	+3.4	21.4%	+2.6
	水井坊	84.6%	+0.9	82.9%	-0.2	8.4%	-4	19.9%	-2.5
	酒鬼酒	64.0%	-11.6	71.8%	-7.1	66.3%	+30.2	39.9%	+10.1
	均值	74.8%	-1.6	75.7%	-1.0	12.5%	-1.2	12.5%	-0.7
区域酒及其	洋河股份	66.2%	-8.6	73.8%	-2.0	27.8%	+12.3	14.2%	+2.4



分类	公司名称	毛利率				销售费用率			
		24Q3	YOY (pct)	24Q1-Q3	YOY (pct)	24Q3	YOY (pct)	24Q1-Q3	YOY (pct)
他	今世缘	75.6%	-5.1	74.3%	-2.0	20.6%	-3.9	15.3%	-2.3
	古井贡酒	77.9%	-1.6	79.7%	+0.7	23.0%	-5.3	25.3%	-2.1
	迎驾贡酒	75.8%	+2.9	74.3%	+2.6	9.0%	+0.7	8.3%	-0.2
	口子窖	71.9%	-5.9	74.8%	-0.5	12.4%	-3.0	14.3%	-
	金种子酒	15.7%	-34.4	38.7%	+2.9	57.1%	+28.6	25.7%	+8.0
	老白干酒	66.8%	+0.6	66.2%	-0.5	25.5%	+0.1	26.3%	-2.2
	金徽酒	61.1%	-1.5	64.1%	+0.6	24.1%	-3.2	20.4%	-0.9
	伊力特	59.8%	+9.2	52.3%	+3.8	13.9%	+4.5	11.5%	+2.3
	天佑德酒	59.1%	-6.4	59.4%	-4.4	31.3%	+2.5	23.3%	+0.9
	顺鑫农业	36.3%	+13.5	36.3%	+6.9	14.2%	+2.5	9.4%	-0.7
	均值	68.6%	-0.5	70.4%	+1.1	21.6%	+2.6	17.0%	+0.7
白酒板块合计		81.4%	+1.1	81.2%	+0.8	11.2%	+0.2	10.0%	+0.2

来源: Ifind, 国金证券研究所

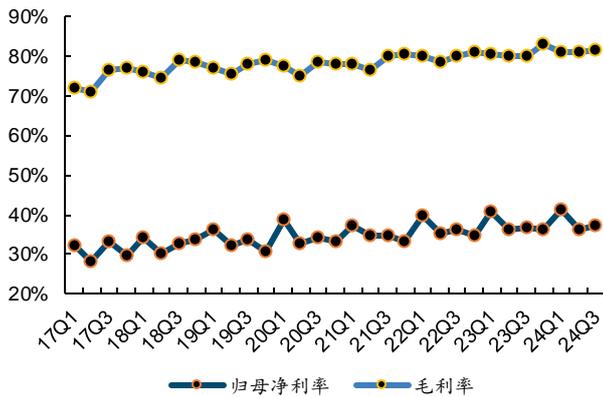
图表17: 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差

分类	公司名称	归母净利率				毛销差			
		24Q3	YOY (pct)	24Q1-Q3	YOY (pct)	24Q3	YOY (pct)	24Q1-Q3	YOY (pct)
高端	贵州茅台	48.2%	-1.0	49.4%	-0.8	86.9%	-0.8	88.0%	-0.7
	五粮液	34.0%	-	36.7%	+0.2	62.1%	-0.1	65.6%	-0.3
	泸州老窖	48.2%	+0.9	47.7%	-0.5	76.4%	+0.5	78.1%	+0.7
	均值	44.4%	-0.2	45.2%	-0.2	78.9%	+0.2	79.7%	-0.1
次高端	山西汾酒	34.1%	-0.3	36.2%	+0.9	63.8%	-0.7	66.8%	+0.3
	舍得酒业	6.6%	-15.3	15.0%	-9.7	38.8%	-14.3	46.5%	-10.0
	水井坊	42.6%	+2.9	29.7%	+1.2	76.1%	+4.9	63.0%	+2.3
	酒鬼酒	-32.8%	-42.2	4.7%	-17.6	-2.3%	-41.9	31.9%	-17.2
	均值	31.8%	-0.5	32.4%	-0.1	62.3%	-0.4	63.2%	-0.4
区域酒及其他	洋河股份	13.6%	-14.2	31.2%	-2.5	38.5%	-20.9	59.6%	-4.4
	今世缘	23.7%	-0.8	31.0%	-0.5	55.0%	-1.2	58.9%	+0.3
	古井贡酒	22.3%	-	24.9%	+1.0	54.9%	+3.8	54.4%	+2.7
	迎驾贡酒	36.3%	+0.7	36.4%	+1.9	66.9%	+2.2	66.0%	+2.8
	口子窖	30.3%	-2.4	30.0%	-0.3	59.5%	-2.9	60.5%	-0.5
	金种子酒	-79.5%	-80.4	-12.3%	-9.1	-41.4%	-62.9	13.0%	-5.1
	老白干酒	15.6%	+3.1	13.6%	+2.7	41.2%	+0.5	39.9%	+1.7
	金徽酒	6.6%	+3.0	14.3%	+0.8	37.1%	+1.7	43.8%	+1.6
	伊力特	13.3%	+0.9	14.6%	+0.6	45.9%	+4.7	40.9%	+1.6
	天佑德酒	-9.7%	-13.1	5.8%	-5.4	27.8%	-9.0	36.1%	-5.2
顺鑫农业	-2.5%	+5.7	5.2%	+8.5	22.1%	+11	26.9%	+7.6	
	均值	17.9%	-3.1	25.4%	+0.6	47.0%	-3.1	53.4%	+0.5
白酒板块合计		37.3%	+0.3	38.8%	+0.4	70.2%	+0.8	71.2%	+0.6

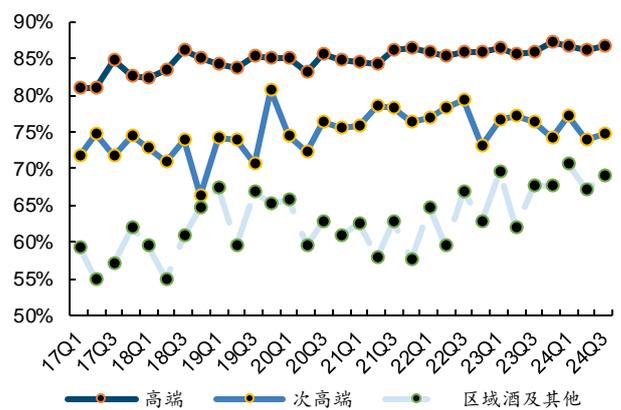
来源: Ifind, 国金证券研究所



图表18: 2017年至今白酒板块归母净利润率及毛利率



图表19: 2017年至今白酒板块分子板块毛销差



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

2) 管理费用率维度, 24Q3 白酒板块整体管理费用率为 5.3%, 同比持平。其中, 高端酒/次高端酒/区域酒及其他管理费用率分别为 4.5%/5.2%/7.7%, 同比分别-0.4pct/+0.4pct/+1.4pct。从内部结构看, 仅贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、金徽酒期内管理费用率同比有所降低, 多数酒企上下浮动不大, 影响管理费用率的仍主要为规模效应。

3) 营业税金及附加维度, 24Q3 白酒板块整体营业税金及附加占比为 15.5%, 同比+0.4pct。其中, 高端酒/次高端酒/区域酒及其他营业税金及附加占比分别为 15.2%/15.1%/16.8%, 同比分别+0.3pct/-0.9pct/+1.6pct。营业税金及附加的主要细项为消费税, 生产与销售节奏的错位会阶段性影响税负占比, 拉长周期看仍比较稳定。

此外, 伴随三季报也有个别酒企披露了回购及分红预案, 具体而言: 1) 五粮液拟定《2024-2026 年度股东回报规划》, 24-26 年度公司年度现金分红比例不低于 70%, 且不低于 200 亿元(含税); 公司每年度的现金分红可分一次或多次实施。供参考, 22~23 年五粮液现金分红比例分别为 55%、60%。2) 舍得酒业计划以集中竞价交易方式回购公司股份, 回购金额为 1~2 亿, 用于员工持股计划或股权激励。中长期维度看, 我们认为酒企仍有望逐步再提升现金分红水平。

图表20: 2024Q1-Q3 白酒板块重点标的的管理费用率、营业税金及附加占比

分类	公司名称	管理费用率				营业税金及附加占比			
		24Q3	YOY (pct)	24Q1-Q3	YOY (pct)	24Q3	YOY (pct)	24Q1-Q3	YOY (pct)
高端	贵州茅台	5.0%	-0.7	4.8%	-0.8	16.5%	+0.4	16.5%	+1
	五粮液	4.0%	+0.2	3.6%	-0.3	14.8%	0	14.3%	-0.1
	泸州老窖	3.5%	-0.6	3.2%	-0.7	9.4%	0	11.3%	+0.9
	均值	4.5%	-0.4	4.2%	-0.6	15.2%	+0.3	15.2%	+0.6
次高端	山西汾酒	4.4%	+0.6	3.2%	-0.1	14.6%	-1.4	15.2%	-1
	舍得酒业	11.0%	+0.1	9.8%	+0.5	17.7%	+4.2	15.6%	+1.4
	水井坊	4.0%	+0.5	8.7%	+1.1	15.0%	-0.9	14.8%	-1
	均值	5.2%	+0.4	4.6%	+0	15.1%	-0.9	15.3%	-0.7
区域酒及其他	洋河股份	10.3%	+4.3	5.2%	+0.2	17.8%	+1.6	15.4%	-0.2
	今世缘	4.6%	+0.5	3.3%	+0.2	19.4%	-0.9	15.1%	-0.1
	古井贡酒	6.1%	-0.1	5.2%	-0.3	17.2%	+2.4	15.7%	+1.4
	迎驾贡酒	3.4%	+0.3	3.0%	-0.2	14.6%	-0.1	14.7%	-0.3
	口子窖	7.1%	+1.3	6.4%	+0.5	16.3%	+2.9	15.2%	-0.1
	均值	12.8%	+3.8	8.3%	-0.5	22.9%	+9.6	17.1%	+4.3



分类	公司名称	管理费用率				营业税金及附加占比			
		24Q3	YOY (pct)	24Q1-Q3	YOY (pct)	24Q3	YOY (pct)	24Q1-Q3	YOY (pct)
	老白干酒	5.9%	+0	6.9%	-1.1	16.5%	-2	16.4%	-0.5
	金徽酒	13.1%	-1.8	10.5%	+0.1	14.7%	+0	14.6%	-0.2
	伊力特	10.0%	+3.7	4.4%	+0.1	15.7%	-2.2	15.1%	+0.3
	天佑德酒	19.6%	+3.6	13.2%	+1	15.4%	+0.4	14.7%	-0.4
	顺鑫农业	12.7%	+3.6	7.7%	+0.6	11.3%	+4.5	10.1%	+0.7
	均值	7.7%	+1.4	5.4%	0	16.8%	+1.6	15.0%	+0.4
白酒板块平均值		5.3%	+0	4.6%	-0.4	15.5%	+0.4	15.2%	+0.4

来源: Ifind, 国金证券研究所

3. 机构持仓: 指数基金持股环增, 非指数基金持股环减, 北上持股环比平稳

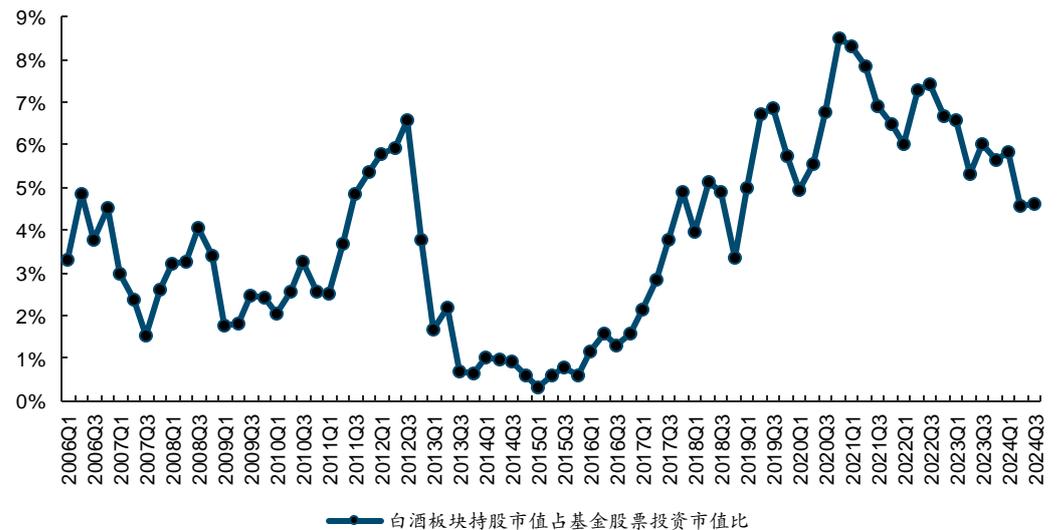
从基金重仓持股来看, 24Q3 基金重仓持股市值占基金股票投资市值比为 4.60%, 环比基本持平。从持仓的内部结构来看:

1) 指数类基金持股环比仍有提升。24Q3 末指数类基金对贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖等规模化酒企持股占其流通股比均在 5% 上下; 环比口径看, 指数类基金对贵州茅台、五粮液加仓幅度较高, 季度持股量分别环比+30%、+22%, 主要系两者均为沪深 300 等股指重仓标的。

2) 非指数类基金环比仍以减仓为主。一方面, 非指数基金对持股市值在 50 亿以上的酒企环比均有减仓, 减仓幅度较高的有今世缘 (环比持股-57%), 泸州老窖 (-26%), 古井贡酒 (-11%), 其余贵州茅台、五粮液、山西汾酒、洋河股份环比减仓幅度在 10% 以内。另一方面, 非指数基金对持股占流通股比也在 1pct 以上的迎驾贡酒、老白干酒环比有加仓, 加仓幅度均为 19% 左右。

24Q3 末白酒标的非指数基金持股占流通股比 >5% 的有古井贡酒 (12.44%)、泸州老窖 (7.33%)、老白干酒 (6.73%)、山西汾酒 (5.91%)、迎驾贡酒 (5.20%), 规模较小的区域型及次高端酒企重仓持股占比已极低。整体而言, 我们认为非指数基金对白酒板块持仓已处于较低水平, 标的内持仓机构集中度也普遍在提升。

图表21: 2006 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况



来源: Ifind, 国金证券研究所

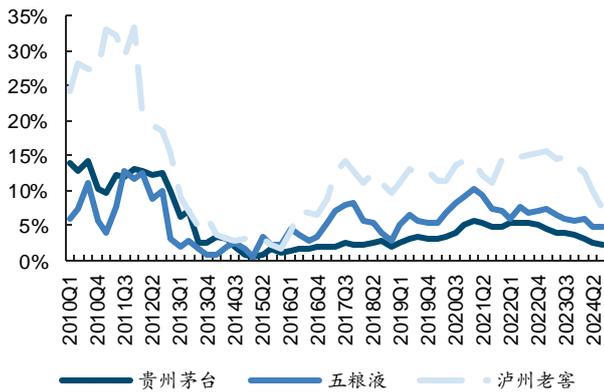


图表22: 2024Q3 白酒板块重点标的基金重仓持股情况及环比变化

名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动幅度	持股占流通股比(%)	持股占流通股比(剔除指数, %)	△持股占流通股比(剔除指数, %)	Q3 涨跌幅	持股总市值(亿元)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
贵州茅台	1242	9259	15%	7.37	2.28	-0.23	19%	1618	2.30
五粮液	706	40501	10%	10.43	4.72	-0.09	32%	658	0.94
山西汾酒	229	12732	-1%	10.44	5.91	-0.49	6%	279	0.40
泸州老窖	245	17981	-17%	12.26	7.33	-2.61	9%	269	0.38
古井贡酒	114	6963	-7%	17.04	12.44	-1.61	-4%	141	0.20
洋河股份	88	11815	3%	7.86	3.23	-0.04	23%	117	0.17
今世缘	85	9921	-27%	7.91	2.32	-3.07	12%	51	0.07
迎驾贡酒	129	6617	22%	8.27	5.20	0.84	27%	48	0.07
老白干酒	42	10766	110%	11.91	6.73	1.09	28%	25	0.04
口子窖	22	4176	11%	6.98	0.73	0.39	27%	20	0.03
顺鑫农业	6	3557	766%	4.79	4.79	4.24	20%	7	0.01
伊力特	3	529	-56%	1.12	1.12	-1.43	10%	1	0.00
舍得酒业	5	100	-95%	0.30	0.30	-1.00	6%	1	0.00
珍酒李渡	2	287	362%	0.08	0.08	0.07	18%	0	0.00
金徽酒	4	55	14%	0.11	0.11	0.02	21%	0	0.00
酒鬼酒	3	17	7%	0.05	0.05	0.00	21%	0	0.00
水井坊	3	7	157%	0.02	0.02	0.01	25%	0	0.00

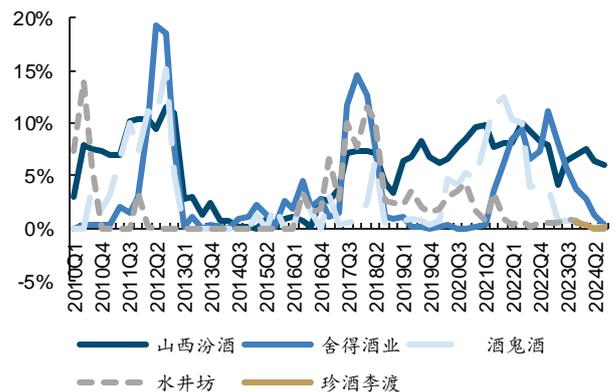
来源: Ifind, 国金证券研究所

图表23: 2010 年至今分季度高端酒非指数基金持股占流通股比情况



来源: Ifind, 国金证券研究所

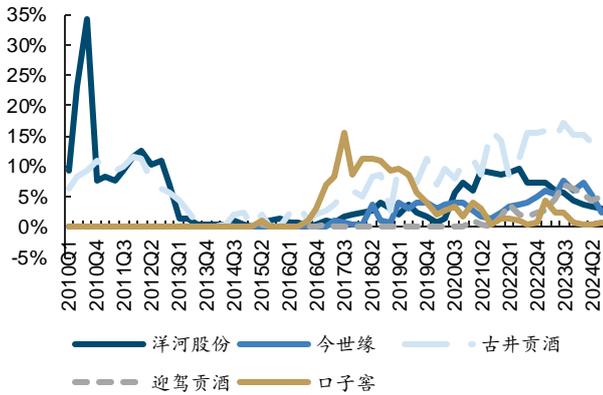
图表24: 2010 年至今分季度次高端酒非指数基金持股占流通股比情况



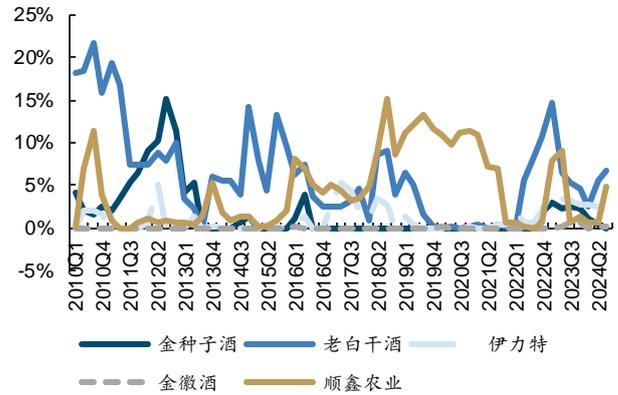
来源: Ifind, 国金证券研究所



图表25：2010年至今分季度苏皖区域酒非指数基金持股占流通股比情况



图表26：2010年至今分季度其他酒企非指数基金持股占流通股比情况



来源：I find, 国金证券研究所

来源：I find, 国金证券研究所

从沪深港通持股占比来看，24Q3 环比变动幅度不大。其中，持股市值在 50 亿以上的主要为贵州茅台（环比+0.2pct 至 6.9%），五粮液（-0.3pct 至 4.5%），山西汾酒（-0.3pct 至 3.0%），泸州老窖（+0.4pct 至 3.3%），洋河股份（-0.1pct 至 2.5%）。

图表27：2022 年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比

分类	公司名称	22Q1 末	22Q2 末	22Q3 末	22Q4 末	23Q1 末	23Q2 末	23Q3 末	23Q4 末	24Q1 末	24Q2 末	24Q3 末	环比
高端	贵州茅台	6.5%	7.2%	7.3%	6.8%	7.3%	7.0%	6.9%	6.9%	7.2%	6.7%	6.9%	0.2%
	五粮液	5.3%	4.8%	5.0%	5.9%	6.8%	6.3%	5.3%	4.5%	5.3%	4.8%	4.5%	-0.3%
	泸州老窖	2.5%	2.9%	3.2%	3.1%	4.0%	3.8%	3.5%	3.2%	3.3%	2.9%	3.3%	0.4%
次高端	山西汾酒	2.4%	2.8%	2.3%	2.7%	3.2%	3.3%	2.1%	2.0%	2.7%	3.3%	3.0%	-0.3%
	舍得酒业	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	2.4%	1.3%	2.4%	1.5%	1.2%	1.5%	0.3%
	水井坊	6.7%	4.6%	3.2%	6.3%	6.4%	3.8%	3.5%	3.2%	3.8%	2.9%	2.3%	-0.7%
	酒鬼酒	2.3%	4.3%	3.9%	3.7%	3.4%	3.8%	1.4%	1.7%	1.4%	0.5%	1.1%	0.5%
	洋河股份	2.7%	3.2%	2.4%	2.5%	3.1%	2.7%	2.4%	2.6%	3.1%	2.6%	2.5%	-0.1%
区域酒及其他	今世缘	3.0%	3.2%	2.6%	3.0%	3.1%	3.8%	3.2%	2.8%	4.2%	4.2%	4.1%	-0.1%
	古井贡酒	2.6%	1.8%	2.1%	1.7%	2.1%	2.4%	1.7%	1.7%	1.9%	2.0%	1.7%	-0.2%
	迎驾贡酒	1.8%	2.6%	1.5%	1.3%	1.4%	1.1%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.3%	-0.2%
	口子窖	2.7%	2.4%	2.4%	3.4%	2.9%	4.7%	4.3%	3.5%	3.6%	2.2%	2.6%	0.4%
	金种子酒	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.7%	1.2%	1.4%	1.4%	2.0%	0.6%
	老白干酒	0.8%	2.4%	1.6%	3.8%	2.5%	1.9%	1.0%	1.4%	1.8%	2.2%	1.1%	-1.1%
	伊力特	0.1%	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%
	金徽酒	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%	1.9%	0.7%	0.9%	0.8%	0.6%	-0.2%
	顺鑫农业	2.6%	1.5%	1.9%	3.6%	2.2%	1.3%	1.1%	0.6%	1.1%	0.8%	0.9%	0.1%

来源：I find, 国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议：板块估值仍处低位，推荐顺周期属性配置

三季报兑现后市场集中下修 24 年酒企盈利预期，目前对 25 年预期仍较模糊，仍待观察春节动销反馈及具体经济刺激政策落地生效斜率。

从市场情绪维度看，9 月下旬伴随宏观政策落地、市场对顺周期板块风险偏好修复，白酒板块估值有明显修复，板块 PE-TTM 从 9 月中旬地点 16.4X 修复至 10 月初高点 23.2X，伴随国庆动销反馈仍较承压、酒企三季报预期持续下修，出于对当期基本面及业绩兑现风险的谨慎性，板块 PE-TTM 再回落至当下 20.5X、位于 15 年至今 13th 分位。


图表28: 白酒板块核心标的 2024 年营业收入&归母净利润一致预期及变动

分类	公司名称	24E 营业收入一致预期 (亿元)					24E 归母净利润一致预期 (亿元)				
		23 年末	24Q2 末	24Q3 末	当前	VS 24Q3 末	23 年末	24Q2 末	24Q3 末	当前	VS 24Q3 末
高端	贵州茅台	1745	1750	1744	1741	-0.2%	881	877	869	862	-0.8%
	五粮液	933	926	923	914	-1.0%	343	339	338	334	-1.3%
	泸州老窖	375	364	350	339	-3.1%	163	162	153	148	-3.0%
次高端	山西汾酒	387	387	384	378	-1.6%	131	132	129	127	-1.6%
	酒鬼酒	37	29	25	23	-6.4%	9	6	4	3	-10.7%
	舍得酒业	84	80	68	60	-12.0%	22	20	14	10	-27.3%
区域酒及 其他	水井坊	57	55	54	54	-0.6%	15	14	14	14	0.1%
	洋河股份	397	359	347	332	-4.2%	125	108	103	97	-5.7%
	古井贡酒	249	246	245	243	-1.0%	57	59	59	58	-1.4%
	今世缘	124	124	124	122	-1.6%	39	38	38	37	-1.5%
	口子窖	70	68	66	62	-6.9%	21	20	19	18	-7.6%
	迎驾贡酒	82	82	81	78	-4.0%	28	29	29	28	-4.0%
	金徽酒	31	31	30	30	-1.1%	5	4	4	4	-0.2%
	伊力特	28	28	26	24	-5.6%	4	4	4	4	-4.9%
	顺鑫农业	128	111	104	100	-4.0%	8	5	5	5	-10.0%
	老白干酒	62	60	59	58	-2.0%	8	9	9	9	-1.0%
	金种子酒	23	17	15	13	-12.4%	2	1	1	亏损	NA

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 2 日, 一致预期尚未完全更新)

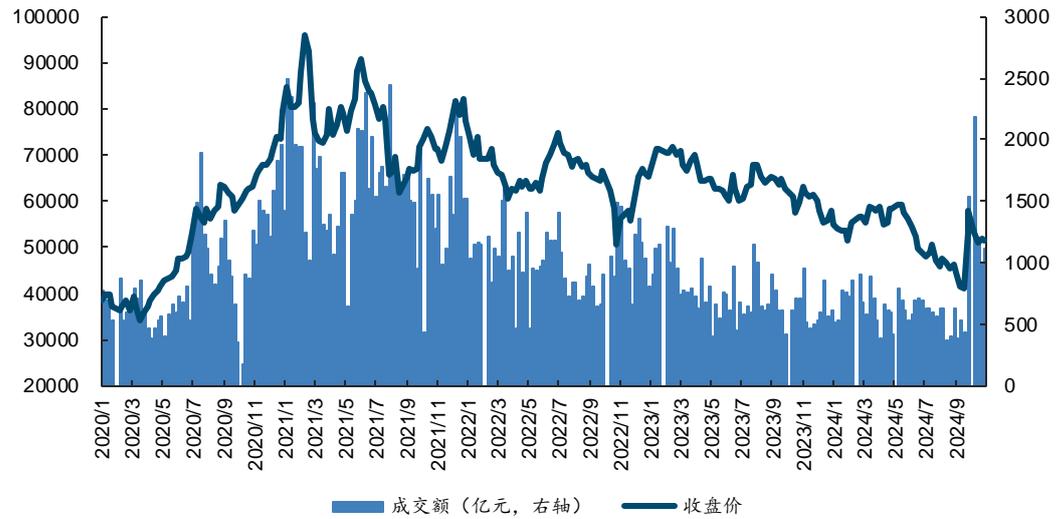
图表29: 白酒板块核心标的 2025 年营业收入&归母净利润一致预期及变动

分类	公司名称	25E 营业收入一致预期 (亿元)					25E 归母净利润一致预期 (亿元)				
		23 年末	24Q2 末	24Q3 末	当前	VS 24Q3 末	23 年末	24Q2 末	24Q3 末	当前	VS 24Q3 末
高端	贵州茅台	2013	2016	1982	1948	-1.7%	1025	1018	993	970	-2.3%
	五粮液	1049	1028	1022	1000	-2.2%	390	380	377	367	-2.6%
	泸州老窖	448	431	398	376	-5.6%	197	195	175	166	-5.5%
次高端	山西汾酒	464	464	453	438	-3.3%	160	161	154	148	-3.7%
	酒鬼酒	46	33	27	25	-6.9%	12	7	4	4	-9.1%
	舍得酒业	102	92	74	63	-14.6%	28	23	15	11	-28.3%
区域酒及 其他	水井坊	66	63	60	59	-1.4%	18	17	16	16	-0.7%
	洋河股份	454	392	367	344	-6.2%	145	119	109	101	-7.5%
	古井贡酒	297	295	290	280	-3.1%	71	74	72	69	-3.9%
	今世缘	151	150	150	144	-3.8%	48	47	46	44	-3.7%
	口子窖	80	76	74	67	-9.8%	25	22	22	20	-10.2%
	迎驾贡酒	98	99	98	91	-7.0%	35	36	36	33	-7.2%
	金徽酒	37	37	36	35	-2.0%	6	5	5	5	-1.4%
	伊力特	34	34	30	27	-7.5%	6	5	5	4	-7.2%
	顺鑫农业	141	121	113	108	-4.5%	11	7	7	6	-10.2%
	老白干酒	72	68	67	65	-2.8%	11	11	11	11	-2.4%
	金种子酒	33	22	17	15	-14.2%	4	2	1	1	-40.5%

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 2 日, 一致预期尚未完全更新)

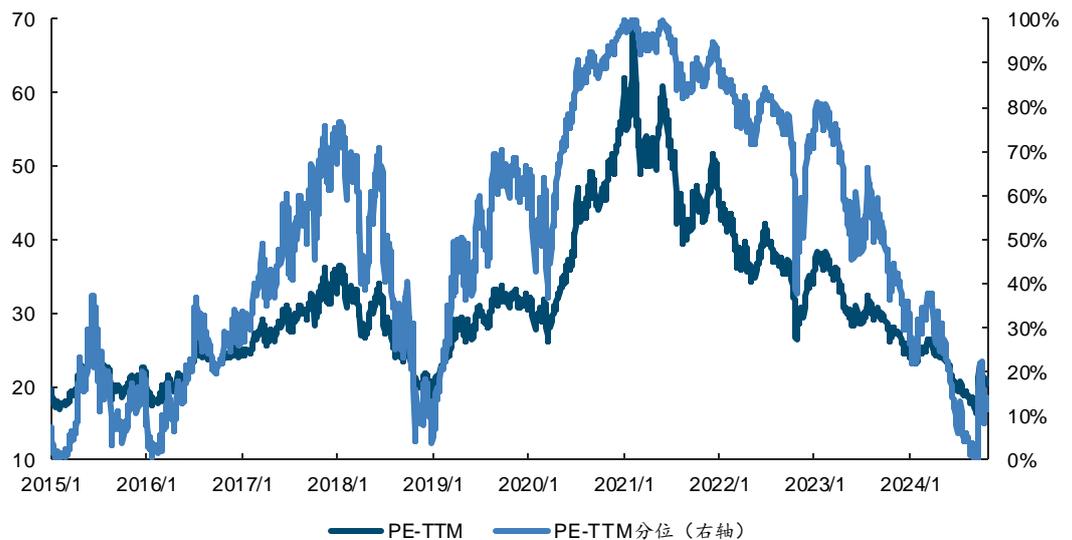


图表30: 2020年至今SW白酒收盘价及成交额



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 1 日)

图表31: 2015年至今SW白酒PE-TTM与估值分位



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 11 月 1 日)

整体而言, 基本面自 24Q2 遇冷缩量已逐步反馈至表现, 24Q3 酒企营收表现环比 Q2 大幅降速, 经过此前行业周期的洗礼, 酒企普遍选择及时予渠道舒压而非持续施压, 报表兑现相对更适配产业趋势, 尽管部分酒企表现低于此前预期, 但市场对酒企正视基本面、减少对规模执念的态度仍认可。从业绩期市场反馈来看, 短期基本面承压已是共识, 市场对 24Q3 及 24Q4、25Q1 基本面/报表的容忍度相对较高, 对 25Q2 及之后基本面拐点复苏存有一定预期。

考虑中期景气拐点的确定性, 结合当下酒企的估值水平(多数酒企 24E PE 在 15-20X 区间), 我们仍推荐板块配置价值。从中期修复链条来看, 商务需求改善相对前置, 而居民收入预期改善伴随的大众消费修复相对后置, 因此当下建议持续关注白酒顺周期属性下的配置价值。



图表32：白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	归母净利润			YOY			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
高端酒	贵州茅台	861	950	1028	15%	10%	8%	22	20	19
	五粮液	333	362	394	10%	9%	9%	17	16	15
	泸州老窖	146	159	179	10%	9%	12%	14	13	11
次高端	山西汾酒	125	140	158	20%	12%	13%	20	18	16
	舍得酒业	9	11	12	-48%	14%	14%	24	21	18
	水井坊	14	15	16	9%	6%	12%	16	15	14
	酒鬼酒	1	1	2	-89%	154%	42%	282	111	78
地产酒	洋河股份	82	78	85	-18%	-5%	9%	15	16	14
	今世缘	37	41	48	16%	13%	16%	15	14	12
	古井贡酒	57	65	77	23%	15%	18%	18	16	13
	迎驾贡酒	27	30	34	18%	12%	12%	18	16	14
	金徽酒	4	5	6	22%	16%	18%	26	22	19
	伊力特	4	4	5	5%	13%	18%	22	20	17

来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2024 年 11 月 1 日，上述均为国金证券预测值）

风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情况，白酒消费亦无法避免；
- 行业政策风险——若政策层面限制白酒消费，亦或消费税改革加大白酒企业税负，则可能对行业内酒企盈利能力产生负面影响；
- 食品安全风险——若行业发生食品安全事故，将严重损害酒类消费。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究