

食品饮料行业深度报告

白酒 2024Q3 总结：控量去库，筑底加速

增持（维持）

2024年11月04日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

投资要点

■ **Q3 白酒动销持续趋弱，报表降速调节力度加大。**2024Q1~Q3 白酒板块营业总收入同比增长 10.47%，归母净利润同比增长 10.26%，扣非净利润同比增长 10.28%；24Q3 白酒板块营业总收入同比增长 2.34%，归母净利润同比增长 10.64%，扣非归母净利润同比增长 1.71%。24Q3 同比增速环比 24Q2 进一步回落，主因商务消费和企业礼赠需求边际走弱。

1) 居民端：24Q3 居民消费变化趋缓，Q3 消费者信心指数环比 Q2 变化不大，中秋旅游收入、国庆发运客流同比增速环比五一、端午波动可控；**餐饮渠道亦反馈中秋国庆期间居民宴席及聚餐表现环比五一端午力度相近。****2) 企业端：**伴随工业企业利润同比增速回落，企业送礼预算压缩，中秋高端酒送礼需求显著回落，商务招待需求仍然低迷。需求弱勢环境下，渠道态度愈发谨慎，纷纷加快推进主动去库，品牌选择也更趋集中；白酒企业亦作务实调整，普遍相对淡化回款要求，优先推进去库稳价工作。

■ **高端韧性凸显，次高端降速明显，地产酒分化加剧。**24Q3 白酒板块营业总收入同比增长 2.34%，归母净利润同比增长 1.71%，24Q3 增速大幅放缓，需求弱勢环境下，酒水渠道态度愈发谨慎，加快推进去库，品牌选择也更趋集中；白酒企业亦作务实调整，普遍相对淡化回款要求，优先推进去库稳价工作。其中，高端酒韧性凸显，单季度收入利润仍保持正增长；次高端收入增速由正转负，舍得、酒鬼加大出清力度；区域酒收入同比降幅显著，主要表现为区域龙头酒企经营及产品周期分化加大，苏皖酒企存量竞争更趋激烈，冀陇省酒格局稳定稳步前行。24Q3 行业整体收入增速>收现增速>表观回款增速，显示多数渠道回款意愿更趋谨慎，酒企主动放松回款要求，推动库存进一步去化。回款端，动销放缓导致渠道压库意愿趋弱，酒企 Q3 普遍承压。收现端，酒企收现比普遍同比回落，仅五粮液、山西汾酒、古井贡酒等收现比同比提升。

■ **利润端：毛利率普遍承压，净利润弹性收窄。**毛利率方面，24Q3 白酒板块毛利率为 82.34%，同比+0.24pct，高端、次高端、区域酒分别同比+0.84pct、-1.65pct、-3.35pct，主要系五粮液吨价提升贡献。24Q3 多数酒企由于结构及货折原因，毛利率普遍承压，仅有 5 家酒企同比实现毛利率改善。**费用率方面，**24Q3 白酒企业销售费率同比+0.16pct 至 11.1%；管理费用同比基本持平。销售费率同比小幅提升主系收入增速回落，实际费效管理有所加强，1 是渠道随量促销费用保持收缩，2 是 C 端营销投入借助数字化手段加强落地管理。**利润同比增速方面，**24Q3 高端（9.19%）>次高端（-2.04%）>地产酒（-29.6%），其中茅台、山西汾酒、古井贡酒、老白干酒、金徽酒实现双位数增长。

■ **投资建议：**白酒报表压力加速释放，在大众需求保持韧性背景下，主动释放库存/报表风险，业绩先抑后扬算是众望所归。考虑 2024 年底酒企大多延续控货去库，在 2025 春节需求有望环比企稳基础上，预判龙头酒企有望在 24Q3~25Q1 期间较大程度完成渠道库存风险化解，2024 年底、2025 年初报表预期具有一定的跷跷板效应。9 月上涨后白酒回调有限，1 是增量资金入市背景下，被动基金权重股配置加大；2 是预判刺激政策或围绕内需改善发力，餐饮板块或将受益。后续随动销/基本面边际改善，看好白酒估值中枢有望修复至 20-25x 区间，空间良好。重视白酒业绩稳定+股息率突出个股，以及 24H2 降速释压充分的优质酒企（2025 年预期改善可期）。短期地产酒攻守兼备、胜率更优，中长期头部酒企仍稳健，推荐迎驾贡酒、泸州老窖、山西汾酒，关注古井贡酒、五粮液、贵州茅台、舍得酒业、珍酒李渡等。

■ **风险提示：**消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《食品综合 2024 年三季度报总结：零食领跑》

2024-11-04

《调味品&乳制品 2024Q3 总结：盈利拐点先行，需求改善见曙光》

2024-11-04

内容目录

1. 白酒三季报总结：去库为先，降速保质	4
1.1. Q3 白酒动销持续趋弱，报表降速调节力度加大.....	4
1.2. 茅五价盘窄幅波动，次高端控货稳价促销趋紧.....	5
2. 收入端：高端韧性凸显，次高端降速明显，地产酒分化加剧	6
2.1. 高端白酒：节奏务实，韧性凸显.....	10
2.2. 次高端白酒：出清加速，盈利承压.....	11
2.3. 区域酒：苏皖内部分化加剧，冀陇省酒稳步前行.....	12
3. 利润端：毛利率普遍承压，净利润弹性收窄	15
3.1. 毛利率：高端酒小幅上行，次高端、区域酒表现承压.....	15
3.2. 费用率：销售费率小幅上行，管理费率保持平稳.....	16
3.3. 营业税率：整体平稳，季度同比略升.....	17
3.4. 利润增速：龙头弹性延续，盈利分化加剧.....	17
4. 投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1:	社会消费品零售总额当月同比及预期值.....	4
图 2:	餐饮及服务生产指数当月同比.....	4
图 3:	节假日旅游客流、收入较 19 年同期恢复比例.....	4
图 4:	旅游客单较 19 年同期恢复比例.....	4
图 5:	高端酒批价走势 (元/瓶)	5
图 6:	次高端酒批价走势 (元/瓶)	5
图 7:	白酒板块累计收入规模 (亿元) 及增速 (%)	6
图 8:	白酒板块累计净利润规模 (亿元) 及增速 (%)	6
图 9:	白酒子板块单季同比收入增速 (%).....	7
图 10:	白酒子板块季度累计收入同比增速 (%).....	7
图 11:	酒企 24Q3 收入、收现、表观回款 (收入+ Δ 预收) 同比增速对比.....	8
图 12:	白酒子板块单季回款额 (收入+ Δ 预收) 同比	8
图 13:	白酒子板块应收票据+应收票据融资占收入比重	8
图 14:	2024Q3 白酒个股毛销差同比变动 (pct)	15
图 15:	白酒子板块单季度毛利率 (%)	15
图 16:	白酒子板块季度累计营业税率 (%).....	17
图 17:	白酒子板块单季营业税率同比变化 (pct)	17
表 1:	白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)	6
表 2:	白酒板块公司 2020Q3-2024Q3 收入及归母净利润同比增速情况	7
表 3:	白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)	9
表 4:	白酒子板块单季度收现同比增速及收现比情况 (%)	9
表 5:	白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)	16
表 6:	白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct)	16
表 7:	销售费用率同比变动 (pct)	16
表 8:	管理费用率同比变动 (pct)	16
表 9:	白酒子板块归母净利润同比增速情况 (%)	17
表 10:	白酒子板块扣非归母净利润同比增速情况 (%)	17
表 11:	白酒子板块扣非净利润同比增速-收入同比增速	18
表 12:	白酒上市公司 2024Q3 及 2024Q1-Q3 业绩概览.....	18

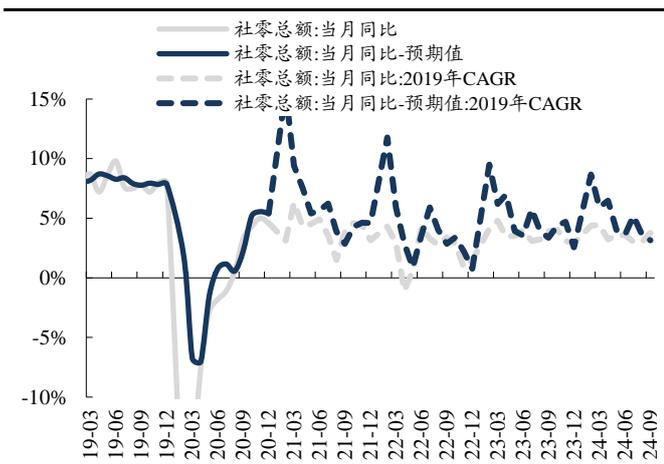
1. 白酒三季报总结：去库为先，降速保质

1.1. Q3 白酒动销持续趋弱，报表降速调节力度加大

2024Q1~Q3 白酒板块营业总收入同比增长 10.47%，归母净利润同比增长 10.26%，扣非净利润同比增长 10.28%；24Q3 白酒板块营业总收入同比增长 2.34%，归母净利润同比增长 10.64%，扣非归母净利润同比增长 1.71%。24Q3 同比增速环比 24Q2 进一步回落，酒企报表质量分化加剧，优势酒企收入韧性仍有体现。

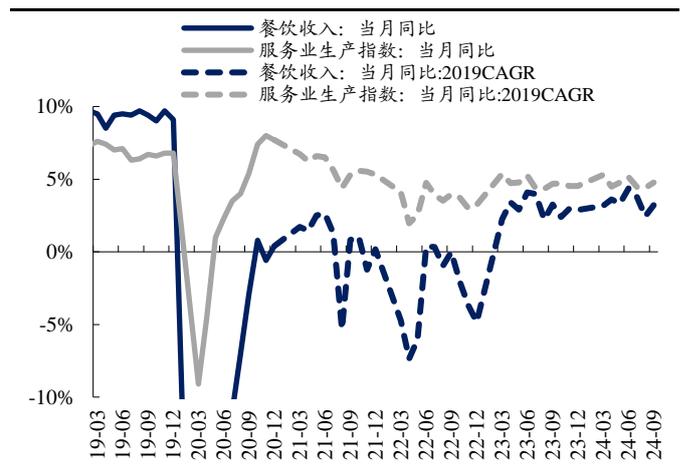
24Q3 白酒消费加速探底，其中居民消费表现相对稳定，商务消费和企业礼赠需求边际走弱。1) 居民端：24Q3 居民消费变化趋缓，Q3 消费者信心指数环比 Q2 变化不大，中秋旅游收入、国庆发运客流同比增速环比五一、端午波动可控；渠道调研亦反馈中秋国庆期间居民宴席及聚餐表现环比五一、端午力度相近。2) 企业端：伴随工业企业利润同比增速回落，企业送礼预算压缩，中秋高端酒送礼需求显著回落，商务招待需求仍然低迷。需求弱势环境下，渠道态度愈发谨慎，纷纷加快推进主动去库，品牌选择也更趋集中；白酒企业亦作务实调整，普遍相对淡化回款要求，优先推进去库稳价工作。

图1：社会消费品零售总额当月同比及预期值



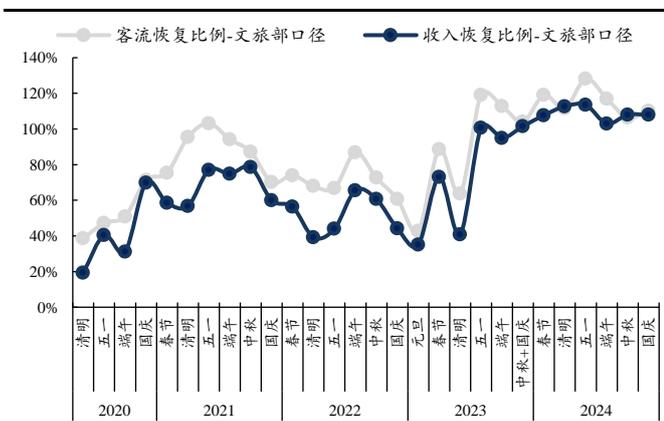
数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：餐饮及服务生产指数当月同比



数据来源：wind、东吴证券研究所

图3：节假日旅游客流、收入较19年同期恢复比例



数据来源：wind、东吴证券研究所

图4：旅游客单较19年同期恢复比例

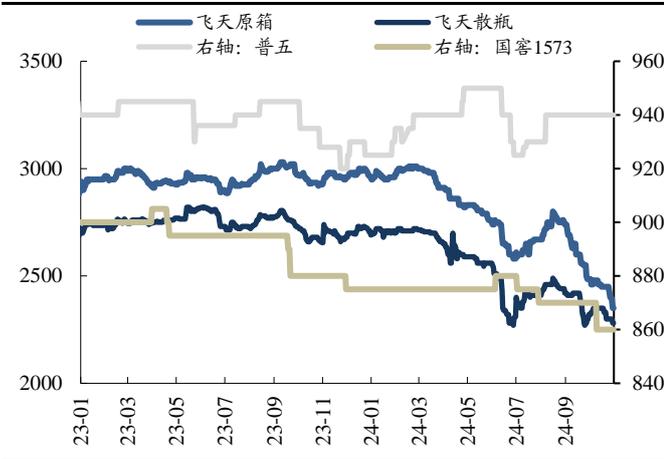


数据来源：wind、东吴证券研究所

1.2. 茅五价盘窄幅波动，次高端控货稳价促销趋紧

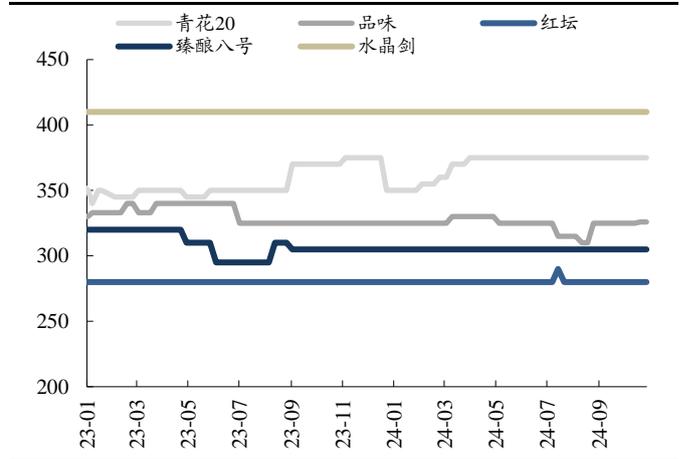
24Q3 上市酒企大多主动放松回款要求，加强库存及价格管控，预计这一基调将延续至年底备货前夕，以便更好为来年春节纾压蓄力。

图5: 高端酒批价走势 (元/瓶)



数据来源: 茅粉鲁智深、百荣酒价、东吴证券研究所

图6: 次高端酒批价走势 (元/瓶)



数据来源: 今日酒价、百荣酒价、东吴证券研究所

1) 高端价格带: Q3 中秋前后茅五泸出货节奏均适度趋缓, 批价波动环比 Q2 有所改善。

① 24Q3 茅台加强经销渠道发货调节及出货管控, 稳价成效明显, 渠道价格恐慌情绪有所修复。7月以来, 茅台及时加强渠道管控(逐步取消散飞箱装规格、加大窜货查处等), 并适当调节发货节奏, 推动散飞批价由6月底的2100+元回升至8月中旬2400+元, 之后伴随中秋国庆旺季集中到货, 9月批价最低下探至约2250+元, 价格振幅较Q2有所改善。

展望24Q4, 茅台稳价态度明确, 量价调控工具丰富, 认为普飞跌价风险阶段性有所缓解。近期由于10月配额集中到货叠加“双十一”电商大促, 渠道一度存在价格下挫担忧, 但公司通过通知暂缓11月发货, 并引导多区域大商联合暂停对分销、电商渠道出货, 及时稳住普飞批价走势, 散飞批价在10月底短暂下挫至2150元后, 快速回升至2250元上方。

② 24Q3 普五经销渠道年度任务只减不增坚定执行, 并对发货节奏适度调节, 稳价控量思路明确。6~7月由于大商票据集中到期, 渠道加快抛货周转导致批价一度下探至925元左右。随后在全年控量基础上, 普五供需基本保持弱平衡, 同时加上9~10月月底均作发货调控, 目前普五批价基本回升至930~940元正常水平。此外, 伴随普五自24Q3逐步按1019元新价格执行发货, 公司Q4经营会议明确回款补贴政策, 打消渠道利润削薄疑虑。考虑公司自中秋国庆以来适度收紧发货安排, 预计年底批价波动相对可控。

2) 次高端价格带: Q3 旺季延续去库稳价调控思路, 核心单品价在量前, 批价基本

保持稳定。

年内次高端及区域酒企陆续调整产品组合策略，24Q3 高价位带单品如 M6+、V3、古 20、青 20 等均以价在量先，1 是适当放松高价位单品回款发货要求，更多由腰部产品承担放量任务；2 是适度收紧随量促销政策，更多围绕开瓶落地费用支持——24Q3 次高端主要单品批价环比基本保持稳定。

2. 收入端：高端韧性凸显，次高端降速明显，地产酒分化加剧

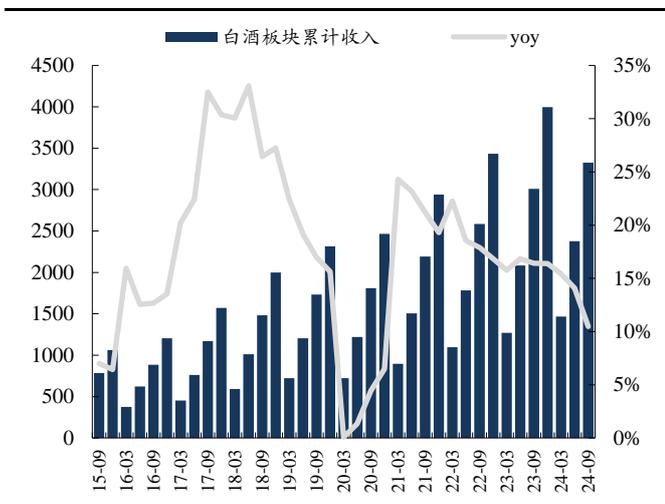
收入端，需求弱复苏环境下，酒企降速去库，高端延续稳健。24Q3 白酒板块营业总收入同比增长 2.34%，归母净利润同比增长 1.71%，23Q3~24Q3 白酒板块单季度收入同比增速分别为 15.45%、16.31%、15.43%、11.98%、2.34%。24Q3 收入增速大幅放缓，主因动销放缓背景下，经销渠道加快主动去库节奏，品牌选择也更趋集中。其中，高端酒韧性凸显，单季度收入利润仍保持正增长；次高端增速由正转负，舍得、酒鬼加大出清力度；区域酒同比降幅显著，主要表现为区域龙头酒企经营及产品周期分化加大，头部酒企存量竞争更趋激烈。

表1：白酒子板块单季收入同比增速情况（%）

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
高端合计	15.66	16.86	15.84	14.24	9.59
次高端合计	9.64	30.06	14.22	8.50	(0.38)
地产酒合计	16.58	4.98	15.15	8.41	(14.92)
其他合计	73.45	42.89	13.29	(9.42)	(31.47)
全部合计	15.45	16.31	15.43	11.98	2.34

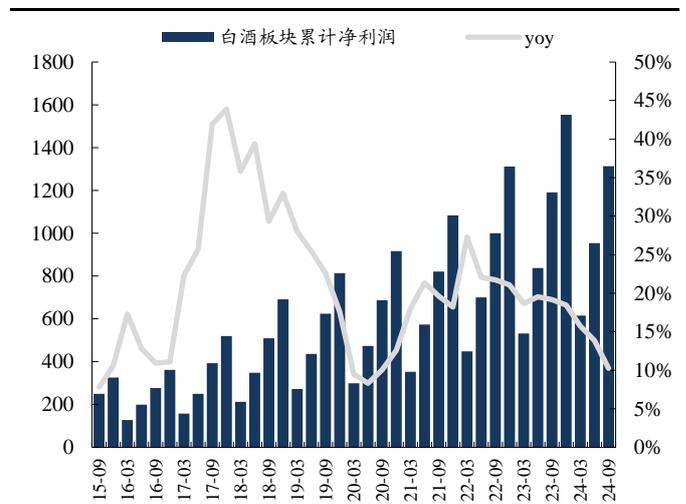
数据来源：wind、东吴证券研究所

图7：白酒板块累计收入规模（亿元）及增速（%）



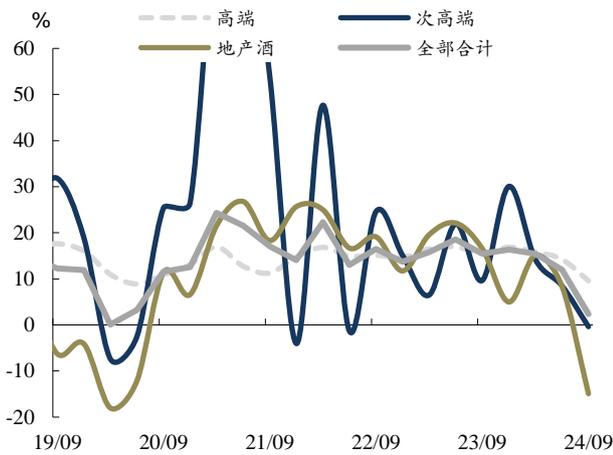
数据来源：wind、东吴证券研究所

图8：白酒板块累计净利润规模（亿元）及增速（%）



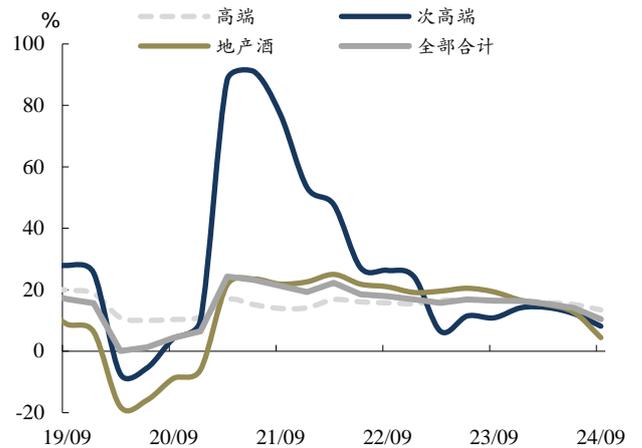
数据来源：wind、东吴证券研究所

图9：白酒子板块单季同比收入增速(%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图10：白酒子板块季度累计收入同比增速(%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

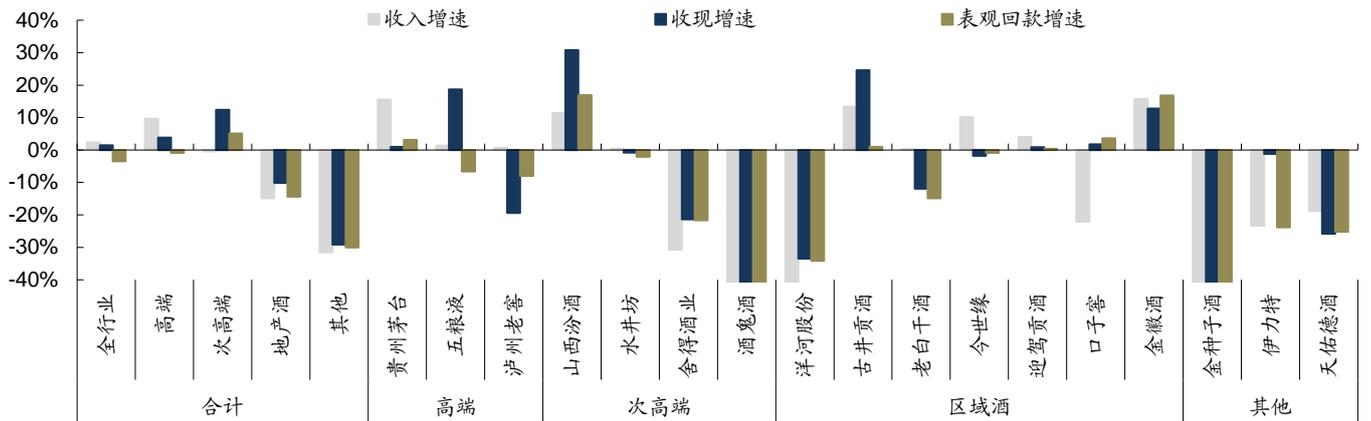
表2：白酒板块公司 2020Q3-2024Q3 收入及归母净利润同比增速情况

证券简称	总营收增速					归母净利润增速				
	2020Q3	2021Q3	2022Q3	2023Q3	2024Q3	2020Q3	2021Q3	2022Q3	2023Q3	2024Q3
高端	10.9%	11.3%	15.1%	15.7%	9.6%	11.9%	13.8%	18.1%	18.0%	9.2%
贵州茅台	7.2%	10.0%	15.2%	13.1%	15.6%	6.9%	12.4%	15.8%	15.7%	13.2%
五粮液	17.8%	10.6%	12.2%	17.0%	1.4%	15.0%	11.8%	18.5%	18.6%	1.3%
泸州老窖	14.5%	20.9%	22.3%	25.4%	0.7%	52.6%	28.5%	31.0%	29.4%	2.6%
次高端	25.4%	54.0%	24.6%	9.6%	-0.4%	62.8%	55.2%	41.5%	15.2%	-2.0%
山西汾酒	25.2%	47.8%	32.5%	13.6%	11.4%	69.4%	53.2%	57.0%	27.1%	10.4%
水井坊	18.9%	38.9%	7.0%	21.5%	0.4%	33.1%	56.3%	10.0%	19.6%	7.7%
舍得酒业	18.4%	64.8%	30.9%	7.9%	-30.9%	24.9%	59.7%	55.7%	3.0%	-79.2%
酒鬼酒	56.4%	128.7%	2.5%	-36.7%	-67.2%	419.0%	43.4%	21.1%	-77.7%	-213.7%
地产酒	11.4%	18.3%	19.1%	16.6%	-14.9%	13.0%	5.9%	25.1%	19.7%	-29.6%
洋河股份	7.6%	16.7%	18.4%	11.0%	-44.8%	14.1%	-13.1%	40.4%	7.5%	-73.0%
古井贡酒	15.1%	21.4%	21.6%	23.4%	13.4%	3.9%	15.1%	19.3%	46.8%	13.6%
老白干酒	16.4%	11.3%	27.9%	12.9%	0.3%	49.7%	8.0%	36.6%	17.9%	25.2%
今世缘	21.0%	15.8%	26.1%	28.0%	10.1%	32.7%	23.8%	27.3%	26.4%	6.6%
迎驾贡酒	12.4%	27.0%	23.4%	21.9%	1.6%	27.8%	86.2%	13.3%	39.5%	3.7%
口子窖	6.8%	24.0%	5.7%	4.7%	-22.0%	-5.9%	22.7%	-0.2%	8.4%	-27.7%
金徽酒	14.4%	10.7%	-9.1%	47.8%	15.8%	40.1%	44.3%	-96.7%	884.8%	108.8%
其他	-22.2%	17.1%	-38.8%	73.5%	-31.5%	-135.9%	176.4%	-481.6%	194.3%	-237.8%
金种子酒	35.8%	3.2%	-18.6%	43.3%	-54.4%	-27.2%	8.1%	-73.2%	103.7%	-3843.2%
伊力特	-36.1%	19.0%	-60.0%	143.9%	-23.3%	-44.1%	-3.2%	-79.2%	363.8%	-17.8%
天佑德酒	-32.4%	32.1%	-23.2%	43.8%	-18.8%	-675.5%	134.7%	-96.7%	1682.2%	-334.4%

数据来源：wind、东吴证券研究所

24Q3 行业整体收入增速>收现增速>表观回款增速，显示多数渠道回款意愿更趋谨慎，酒企主动放松回款要求，加快推动库存消化。其中，在动销稳健兑现基础上，汾酒、金徽回款增速相对稳定。

图11: 酒企 24Q3 收入、收现、表观回款 (收入+Δ预收) 同比增速对比

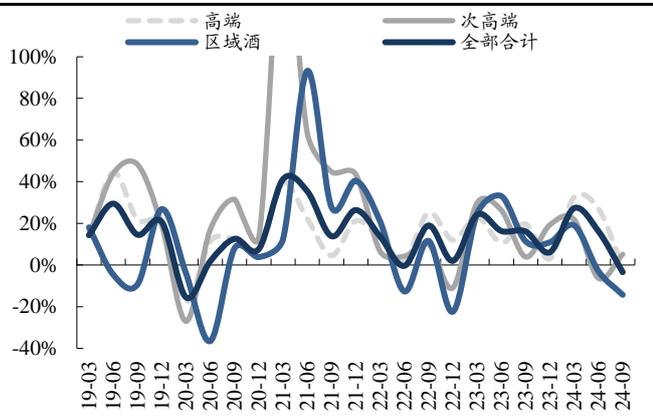


数据来源: Wind、东吴证券研究所

回款端，动销放缓导致渠道压库意愿趋弱，酒企 Q3 普遍承压。 1) 高端酒回款小幅放缓，24Q3 茅五泸狭义回款额 (收入+Δ预收) 分别同比+3.2%/-6.6%/-8.0%，茅台回款及发货节奏同比波动不大，五粮液 Q3 回款下滑主系普五提价背景下，H1 渠道打款进度偏快；老窖 Q3 则明显淡化回款要求，更多着眼动销去库。2) 次高端酒企持续分化，汾酒动销反馈较优，回款进度基本符合预期，其余次高端酒企回款承压均较明显。3) 区域酒企回款分化加剧，其中金徽酒经过 Q2 控货调整，Q3 回款环比修复，古井、口子、迎驾、今世缘等回款同比基本保持平稳，洋河、老白干回款边际承压。

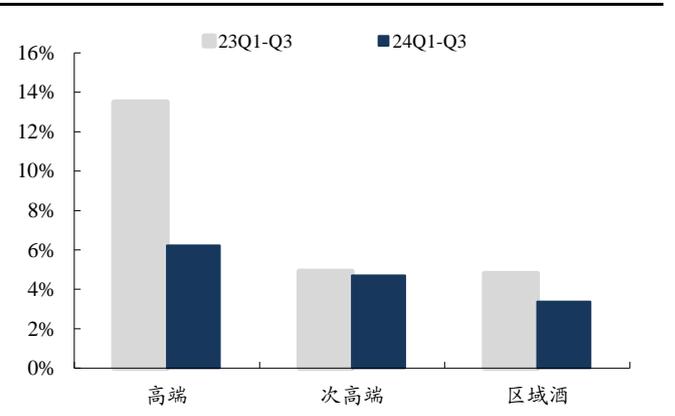
收现端，收现比普遍同比回落，酒企表现分化。 23Q2、23Q3、23Q4+24Q1、24Q2、24Q3 白酒板块收现同比增速分别为 10.4%、22.1%、12.5%、22.8%、1.4%，收现增速略低于收入。1) 高端酒 24Q3 收现比同比略降，其中，五粮液收现同比+18.7%，主系春节票据打款集中于 Q3 进行到期兑付；老窖收现增速波动则主因 Q3 回款进度放缓。2) 次高端酒企收现比同比提升，主因渠道回款提前量收缩，各季回款与动销、发货更趋匹配。3) 区域酒企收现比同比小幅提升，其中洋河股份、古井贡酒、口子窖同比小幅提升，其余酒企同比下滑。

图12: 白酒子板块单季回款额 (收入+Δ预收) 同比



数据来源: wind、东吴证券研究所

图13: 白酒子板块应收票据+应收票据融资占收入比重



数据来源: wind、东吴证券研究所

表3: 白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)

简称	总营收增速						订单额 (收入+Δ预收) 增速					
	22Q4+ 23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+ 24Q1	24Q2	24Q3	22Q4+ 23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+ 24Q1	24Q2	24Q3
全行业	14.93%	18.58%	15.45%	15.79%	12.0%	2.3%	12.1%	16.3%	16.1%	16.8%	16.2%	-3.5%
高端	15.68%	16.95%	15.66%	16.30%	14.2%	9.6%	16.7%	10.6%	19.6%	16.4%	27.0%	-0.9%
贵州茅台	17.61%	20.38%	13.14%	18.90%	17.0%	15.6%	13.7%	10.9%	18.1%	22.0%	22.3%	3.2%
五粮液	12.02%	5.07%	16.99%	12.65%	10.1%	1.4%	20.8%	4.5%	10.8%	9.2%	51.6%	-6.6%
泸州老窖	18.41%	30.46%	25.41%	14.93%	10.5%	0.7%	18.4%	21.5%	54.2%	13.4%	4.6%	-8.0%
次高端	8.90%	21.93%	9.64%	18.92%	8.5%	-0.4%	10.0%	26.3%	3.9%	20.8%	-6.3%	5.1%
山西汾酒	26.49%	31.75%	13.55%	22.50%	17.1%	11.4%	21.8%	37.2%	6.9%	29.3%	-4.6%	16.9%
水井坊	-33.10%	2.22%	21.48%	30.93%	16.6%	0.4%	-31.4%	12.6%	15.5%	31.0%	-7.3%	-2.1%
舍得酒业	6.58%	32.10%	7.86%	13.91%	-22.6%	-30.9%	39.8%	3.2%	0.6%	-1.0%	-9.7%	-21.7%
酒鬼酒	-37.92%	-32.02%	-36.66%	-22.76%	-13.3%	-67.2%	-40.7%	-9.8%	-45.2%	-24.9%	-20.5%	-63.8%
地产酒	17.06%	22.10%	16.58%	12.04%	8.4%	-14.9%	1.2%	33.1%	11.4%	15.9%	-2.9%	-14.3%
洋河股份	13.60%	16.06%	11.03%	2.30%	-3.0%	-44.8%	-11.3%	28.6%	9.8%	11.0%	-8.3%	-34.1%
古井贡酒	24.77%	26.78%	23.39%	19.51%	16.8%	13.4%	11.3%	22.1%	20.4%	20.6%	3.8%	1.0%
老白干酒	1.59%	9.99%	12.87%	15.49%	9.0%	0.3%	-2.9%	20.0%	3.4%	18.7%	-6.0%	-14.8%
今世缘	27.36%	30.61%	28.04%	23.84%	21.5%	10.1%	14.0%	39.8%	15.8%	22.8%	6.3%	-0.9%
迎驾贡酒	18.74%	29.48%	21.89%	20.17%	19.0%	1.6%	18.3%	42.4%	18.4%	17.7%	14.4%	0.4%
口子窖	9.34%	34.03%	4.67%	10.76%	5.9%	-22.0%	12.9%	59.5%	-18.1%	8.3%	-16.3%	3.6%
金徽酒	16.55%	21.05%	47.84%	19.38%	7.7%	15.8%	8.2%	57.3%	50.8%	20.6%	-17.7%	16.8%
其他	-1.80%	15.08%	73.45%	23.91%	-9.4%	-31.5%	1.3%	7.8%	78.4%	21.1%	-8.5%	-30.0%
金种子酒	7.25%	30.52%	43.28%	1.52%	-26.2%	-54.4%	25.1%	-5.0%	39.8%	-5.8%	-22.4%	-42.9%
伊力特	-3.76%	-5.57%	143.89%	34.37%	3.6%	-23.3%	-8.9%	-2.2%	158.0%	38.7%	1.7%	-23.8%
天佑德酒	-8.98%	52.98%	43.81%	35.76%	-11.8%	-18.8%	-6.1%	55.7%	58.7%	29.5%	-12.9%	-25.2%

数据来源: wind、东吴证券研究所

表4: 白酒子板块单季度收现同比增速及收现比情况 (%)

简称	收现增速						收现比					
	22Q4+ 23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+ 24Q1	24Q2	24Q3	22Q4+ 23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+ 24Q1	24Q2	24Q3
全行业	12.85%	10.38%	22.11%	12.51%	22.83%	1.42%	1.08	1.07	1.20	1.05	1.18	1.19
高端	20.56%	4.20%	31.63%	11.71%	36.62%	3.82%	1.10	1.08	1.29	1.05	1.29	1.23
贵州茅台	12.68%	12.27%	20.97%	22.72%	22.60%	0.97%	1.04	1.05	1.23	1.08	1.10	1.07
五粮液	43.68%	-18.55%	35.11%	-1.76%	93.41%	18.70%	1.24	1.00	1.40	1.09	1.76	1.63
泸州老窖	-8.17%	25.75%	90.42%	7.36%	-0.22%	-19.42%	0.89	1.37	1.37	0.83	1.23	1.10
次高端	-4.28%	24.86%	-12.16%	20.15%	-7.93%	12.34%	0.97	1.22	0.90	0.98	1.03	1.02
山西汾酒	6.43%	35.49%	-15.88%	25.08%	-6.29%	30.77%	0.96	1.25	0.85	0.98	1.00	0.99
水井坊	-30.08%	9.36%	15.12%	29.51%	-5.92%	-0.82%	1.12	1.21	1.13	1.11	0.97	1.12
舍得酒业	-3.30%	36.02%	-16.65%	12.75%	-14.44%	-21.40%	0.98	1.18	0.85	0.97	1.30	0.96
酒鬼酒	-43.15%	-40.30%	-33.31%	-33.69%	-12.94%	-57.91%	0.88	1.03	0.97	0.76	1.04	1.24
地产酒	2.40%	24.99%	14.68%	11.80%	1.00%	-10.19%	1.09	0.98	1.10	1.08	0.92	1.16
洋河股份	-10.67%	13.83%	11.58%	13.04%	-11.96%	-33.49%	1.05	0.82	1.15	1.16	0.74	1.38
古井贡酒	13.47%	19.28%	26.80%	6.32%	12.80%	24.58%	1.05	1.10	0.94	0.94	1.07	1.04
老白干酒	-5.75%	24.90%	12.78%	23.67%	-0.49%	-11.94%	1.15	0.93	1.14	1.23	0.84	1.00
今世缘	12.46%	32.64%	4.35%	19.64%	7.13%	-1.80%	1.12	1.07	1.30	1.08	0.95	1.16

迎驾贡酒	26.13%	42.45%	18.45%	11.41%	12.69%	0.83%	1.21	1.13	1.11	1.12	1.07	1.08
口子窖	20.70%	48.93%	20.27%	-1.04%	-4.35%	1.78%	1.06	1.10	0.91	0.95	1.00	1.19
金徽酒	16.73%	93.07%	30.13%	13.79%	-12.84%	12.73%	1.29	1.16	1.09	1.23	0.94	1.06
其他	-16.73%	12.80%	52.12%	6.99%	-30.59%	-29.15%	1.08	1.04	1.21	0.93	0.80	1.25
金种子酒	-15.33%	52.09%	4.30%	-47.80%	-46.89%	-62.71%	1.09	1.25	1.35	0.56	0.90	1.10
伊力特	-25.36%	-21.60%	156.93%	35.64%	-26.48%	-1.16%	1.05	0.85	1.07	1.06	0.60	1.38
天佑德酒	0.57%	48.89%	54.03%	30.99%	-12.99%	-25.83%	1.13	1.11	1.25	1.09	1.09	1.14

数据来源：wind、东吴证券研究所

2.1. 高端白酒：节奏务实，韧性凸显

高端酒企单季增速环比放缓，全年目标稳步推进。2024Q3 茅台、五粮液、老窖总营收分别同增 15.6%、1.4%、0.7%，归母净利分别同增 13.2%、1.3%、2.6%。

贵州茅台：目标稳步兑现，优化量价统筹。24Q1~Q3 营收、归母净利润分别为 1207.8、608.3 亿元，同比+17.0%、+15.0%；对应 24Q3 营收、归母净利润分别为 388.5、191.3 亿元，同比+15.3%、+13.2%。24Q3 公司酒类收入同比增长 15.8%，围绕全年 15%收入增速目标稳健兑现。1) 茅台酒 24Q3 收入同增 16.3%，其中经销渠道普飞配额投放同比波动不大，非标投放有所加速，增量主要体现在生肖、100ml 小茅、公斤装等；直销渠道线上 i 茅台估算 Q3 非标茅台投放同比持平左右，增量主要是 100ml 小茅贡献；直销渠道线下投放同比加快，该部分 Q3 整体收入同增 48.5%，预计主要是茅台酒贡献。2) 系列酒 24Q3 收入同增 13.1%，增速放缓 1 是茅台 1935 调整线上 i 茅台投放，2 是在 24H1 较快增长基础上，公司 7~8 月适当控货以稳定价盘波动。年内茅台 1935 通过调整费用投放政策、开放招商等手段，预计仍将保证年度任务顺利完成。24Q3 以来，为更好实现销售任务的保质保量完成，公司思路明确：1 是渠道结构优化，茅台高价产品投放更多向线下渠道倾斜，旨在通过调动终端资源加大优质客户的需求挖掘；2 是产品主次清晰，普飞保持控量投放以稳定价格主轴的同时，更多由生肖、精品、公斤装、小茅等尚有顺价利润空间的产品承担量价增量贡献；3 是持续推进国际化市场开拓，24Q3 公司海外销售同比增长 17%，较去年有所加速。我们认为，公司 2024 年能够保障完成全年经营计划，2025 年在宏观逐步企稳、渠道信心偏弱背景下，经营计划将理性趋稳，综合平衡量价空间。

五粮液：边际降速，节奏务实。24Q1~Q3 实现营收 679 亿元，同比+8.6%，归母净利润 249 亿元，同比+9.2%。对应 24Q3 营收 173 亿元，同比+1.4%，归母净利润 58.7 亿元，同比+1.3%。Q3 收入/利润分别同比+1.4%/1.3%，1 是高基数扰动(23Q3 单季同比达 17%)；2 是 24Q3 中秋高端送礼需求遇冷，动销环比承压。①普五 24 年明确经销配额只减不增，目前回款进度 90%+，部分区域已完成全年回款任务，Q3 中秋后出货节奏有所放缓，预计对单季收入同比有一定拖累。②1618、低度持续培育终端消费氛围，配合红包投放增强渠道推力，主抓宴席开瓶场景，预计前三季度分别兑现 20%+、10%左右收入增长。③经典五粮液成立平台公司后，各地尚在招商筹备过程中，预计年内收入贡献

不大。年内普五动销保持稳健，看好 24 年量价策略转变为中长期价格空间打好基础，同期 1618、低度、文化酒等产品多点开花，需求弱势环境下仍实现增量开拓。

泸州老窖：及时调整，承前启后。24Q1~Q3 实现营收 243.0 亿元，同比+10.8%；归母净利 115.9 亿元，同比+9.7%。对应 24Q3 实现收入 74.0 亿元，同比+0.7%；归母净利 35.7 亿元，同比+2.6%。Q3 收入降速符合预期，主因公司以动销去库为先，降速保质以便更好兑现长期良性增长。24Q3 公司收入增速回落，主因中秋旺季高端需求遇冷，渠道拿货更趋谨慎。公司年中以来逐步淡化回款任务要求，旺季主要要求做好开瓶动销，旨在通过控货去库以巩固渠道、化解风险。①前三季度国窖收入同比预计回落至中低单，在五码系统加强货物流向管控背景下，国窖渠道库存水平保持 2~3 个月水平，开瓶率稳中有升，我们认为国窖收入增速基本反馈真实动销水平。其中，华北、西南保持较快增速，华东调整，华中相对承压。②前三季度泸系中档酒收入同比预计回落至约 10%+，西南区域特曲 60、华北区域老泸特销售反馈相对积极。沿“双品牌、三品系、大单品”主线，公司多价格带产品呈现互补互促态势，年内国窖开箱开瓶保持稳定，窖龄和泸特开瓶保持较高水位，扫码红包、千一万三、双 124 工程等举措持续做强消费氛围。当前消费不振背景下，公司产品真实开瓶成功经受压力考验，产品结构弹性调节保障收入稳健兑现。公司立足健康可持续发展，主动降速，不掩后劲潜力。

2.2. 次高端白酒：出清加速，盈利承压

次高端酒企承压明显，商务场景仍待恢复。2024Q3 次高端上市酒企（汾酒、舍得、酒鬼、水井 4 个标的）合计收入、利润增速分别为-0.4%、-2.0%。其中汾酒/水井坊/舍得/酒鬼酒收入分别同比+11.4%/+0.4%/-30.9%/-67.2%，利润分别同+10.4%/+7.7%/-79.2%/-213.7%，后续伴随经济复苏力度加强，商务消费场景恢复，次高端酒企报表弹性有望重现。

山西汾酒：应付裕如，指挥若定。前三季度实现营收 313.6 亿元，同增 17.2%；归母净利 113.5 亿元，同增 20.3%。单三季度实现收入 86.1 亿元，同增 11.4%；归母净利 29.4 亿元，同增 10.4%。2024 前三季度公司酒类收入同增 17.5%，单三季度同增 11.4%，增速放缓 1 是如实反映动销走弱变化；2 则体现公司省外市场（主要是长江以南）从渠道扩张的汇量增长转向提质强基阶段，整固期公司为保证价盘稳定及渠道信心，未做贸然压货动作。24Q3 公司省外回款安排适度放松，单季收入增速相应回落至 12.1%（累计同增 21.4%）；省内大本营市场保持稳固，围绕全年双位数增长稳步推进，单季收入同增 12.1%（累计同增 11.6%）。分产品看：①Q3 单季公司产品结构较 Q2 有一定修复，估算青花、腰部、玻汾增速相对均衡。②Q3 累计来看，估算同比增速：腰部>玻汾>青花。其中青 20 增长降速，在次高端商务消费不振背景下，公司选择通过保利润、不压货的方式，以稳定渠道信心、巩固渠道质量，以便更好穿越周期。公司中期会议顺时而动，进一步强化管理及组织要素，看好经过队伍年轻化更新及省区整固调节，未来公司有望

迸发更为长效的增长动力。

舍得酒业：降速调控，缓而图之。前三季度实现营收、归母净利润 44.6、6.7 亿元，同比-15.0%、-48.3%；单三季度实现营收、归母净利润 11.9、0.8 亿元，同比-30.9%、-79.2%。24Q3 公司酒类收入同比下滑 33.2%，收入体量环比 Q2 基本一致，同比增速较 Q2 进一步回落，主因旺季舍得仍延续严格的控货稳价节奏。1) 分产品看：Q3 公司中高档/普通酒收入分别同比下滑 35.6%、14.9%，其中，正贡献主要有：舍之道同比保持约 20% 增长，沱牌光瓶 T68 等产品小体量实现快速增长；负拖累体现为：品味舍得及更高价位产品明显下滑，沱牌定制产品有所收缩。2) 分区域看：24Q3 省内/省外收入分别为 3.5/7.0 亿元，同比分别下滑 21.6%、37.8%，省内年初以来下滑幅度仍好于省外，其中成都及遂宁大本营经过控货调控，目前批价整治亦显现成效。3) 24Q3 公司经销商队伍基本保持稳定，期末经销商数量 2763 家，环比减少 46 家。24Q3 公司立足长期，一方面，坚定去库稳价，品味控货同时加强价格梳理，主动化解渠道风险；另一方面，规划通过数字化手段加强宴席市场份额抢占，并推动舍得渠道下沉“百县千镇”，积极开拓增量需求。未来伴随动销去库效果显现，预期 2025 年有望走出业绩低谷。公司舍得与沱牌双品牌交替驱动，Q2 舍得主动去库调整，以夯实长期发展质量；同时沱牌光瓶及窖龄特曲等盒装产品，因地制宜做强当地消费氛围，有序推动全国化扩张。

酒鬼酒：逆境承压，磨砺以须。24Q1~Q3 收入/归母净利润/11.9/0.6/0.5 亿元，同比-44.4%/-88.2%，24Q3 收入/归母净利润 2.0/-0.6 亿元，同比-67.2%/转盈为亏。分产品看，① 内参预计 Q3 收入降幅较 H1 波动不大。年内内参老版库存逐步消化，甲辰版则控货稳价、按需发货；Q3 高端酒需求普降背景下，动销难度较大，公司未强求回款。② 酒鬼预计 Q3 收入降幅较 H1 明显扩大。2024 年公司明确加强样板市场及核心终端建设，省内红坛宴席场景开瓶改善，但省外市场仍待调整净化，Q3 回款随行业放缓。③ 湘泉及其他系列增速波动主因内品经过前期快速放量，阶段性推进库存消化。当前环境下，公司持续坚定推进营销模式转型，重点做深省内市场、打造样板市场，下一阶段还将聚焦突破、深度挖潜，对重点市场、重点客户进行精准化服务。伴随终端建设及 BC 联动成果逐步显现，期待公司收入规模止跌企稳。

水井坊：业绩符合预期，平稳过渡。24Q1~Q3 营收 37.9 亿元，同比+5.6%，归母净利润 11.3 亿元，同比+10%，24Q3 营收 20.7 亿元，同比+0.4%，归母净利润 8.8 亿元，同比+7.7%，分产品看，高档酒 Q3 收入同比-2.0%，产品仍在培育期、动销表现仍待恢复；中档酒 Q3 收入同比+87.2%，以天号陈为代表的中档酒受益于百元价位带需求，放量维持成长势头。展望未来，新总经理胡总上任后，新财年规划平稳务实，公司高端化、单品聚焦策略不变，期待后续外部环境好转带动经营进一步改善。

2.3. 区域酒：苏皖内部分化加剧，冀陇省酒稳步前行

区域龙头回款兑现相对稳定，主要由大众价位带产品承担放量任务。24Q3 区域酒

上市公司整体营收、归母净利增速分别为-14.9%、-29.6%，其中古井贡酒、迎驾贡酒、老白干酒利润增速好于收入，老白干延续 20%+利润增速。

古井贡酒：收入符合预期，毛销差持续改善。24Q1~Q3 收入 190.7 亿元/同比+19.5%，归母净利润 47.5 亿元/同比+24.5%；对应 24Q3 收入 52.6 亿元/同比+13.4%；归母净利润 11.7 亿元/同比+13.6%。分产品看，前三季度预计古 5 及以上收入同比增长约 25%，其中古 20 公司主动控货推动库存消化，收入增速放缓至双位数；古 16 加码费投、消费氛围已逐步形成，宴席市场反馈较好，预计保持 30%左右收入增长；古 7 省外加大铺市力度预计实现高增，古 8、古 5 受益省内大众消费升级，分别兑现 15%+、25%+收入增速。2024 年公司后续销售兑现压力不大，市场工作重点保障营销质量，古 20 稳价格、强渠道持续推进，古 7、古 8 推宴席、铺网点落地有声，看好公司省内外均打开后三百亿增长新天地。

迎驾贡酒：适度降速，释放风险。24Q1~Q3 分别实现营收 55.1 亿元、归母净利润 20.1 亿元，同比+13.8%、+20.2%；对应 24Q3 分别实现营收 17.3 亿元、归母净利润 6.3 亿元，同比+1.6%、+3.7%。24Q3 在渠道主动去库背景下，公司未做额外压货，收入相应适度降速。24Q3 公司酒类收入单季同比+3.3%，累计同比+15.1%，增速环比放缓，1 是年内消费走弱，动销增长趋缓，报表适时释放压力；2 是中秋备货在省内竞对保持终端占款高压背景下，烟酒店拿货回款态度更趋谨慎；3 是为应对后续需求变化的不确定性，适当留有余力。根据渠道调研反馈，公司实际动销增速仍然相对保持积极，好于发货及收入确认表现。分产品看：前三季度中高档酒收入同增 18.6%，其中估算洞藏保持约 25%增速，金银星兑现个位数增长；普酒收入同增 2.4%，与产品调整及结构升级有关。年内公司通过“1233”工程强抓核心消费者、核心烟酒店培育工作，推动洞藏系列势能保持积极。从价格带空间来看：安徽大众主流消费价位拾级而上，居民用酒加快向百元以上价位切换。目前迎驾洞 6 自点率上升已成流行之势，省内 100 元价位份额增量已与古井不分伯仲；洞 9 积极抓抢宴席份额，省内 200 元价位份额增量紧随古井之后。参考古 5、古 8 规模，看好洞 6、洞 9 仍有较大施展空间。

洋河股份：加速调整，着眼长期。24Q1~Q3 营业总收入 275.2 亿元，同比-9.1%，归母净利润 85.8 亿元，同比-15.9%，24Q3 营业总收入 46.4 亿元，同比-44.8%，归母净利润 6.3 亿元，同比-73.0%，24 年公司营销策略及渠道管控仍处梳理阶段，Q3 销售增长压力边际放大，预计水晶梦、天之蓝通过加大买赠力度推动销售表现好于平均，M6+控货稳价，海之蓝受竞争影响预计下滑幅度较大。期待 M6+经过控货调整打好百亿基础，手工班真年份产品重振公司品质及品牌形象。此前公司 24~26 年年度现金分红总额不低于归母净利的 70%，且不低于人民币 70 亿元（含税），即现价股息率不低于 6%，高分红夯实股价安全边际。

今世缘：理性降速，砥砺前行。24Q1~Q3 营收 99.4 亿元，同比+18.8%，归母净利润 30.9 亿元，同比+17.1%，24Q3 营收 26.4 亿元，同比+10.1%，归母净利润 6.2 亿元，

同比+6.6%。分产品看，24Q3 特 A+、特 A 类产品收入单季同比分别为 11.7%、9.6%，累计同比分别为 18.9%、21.9%，估计淡雅、对开、V 系增速相对好于整体。其中，V 系在小体量基础上持续开拓，伴随省内品牌宣传、消费培育饱和式投入有效落地，V3 动销体量有所巩固。四开换代后价格体系基本实现过渡，批价稳定在 410 元左右，Q3 伴随需求趋弱且公司减促稳价，增速环比回落。对开受益部分消费需求价位下移，实现价稳量增。淡雅强基计划持续推进，渠道建设、网点布局力度加大，目前已在省内多地步入起量正轨，在 100+元价位份额实现快速提升。展望未来，省内市占率稳步提升，省外点状市场耕耘思路清晰，增长势头仍在。

老白干酒：河北、安徽增速放缓，税率波动放大利润弹性。前三季度实现收入 40.9 亿元，同比+6.3%；归母净利 5.6 亿元，同比+33.0%。单三季度收入实现 16.2 亿，同比+0.3%；归母净利 2.5 亿元，同比+25.2%。24Q3 公司酒类收入单季、累计分别同比+5.9%、+11.9%，Q3 增速放缓，主系河北本部影响，其次安徽省内竞争加剧亦造成一定拖累。

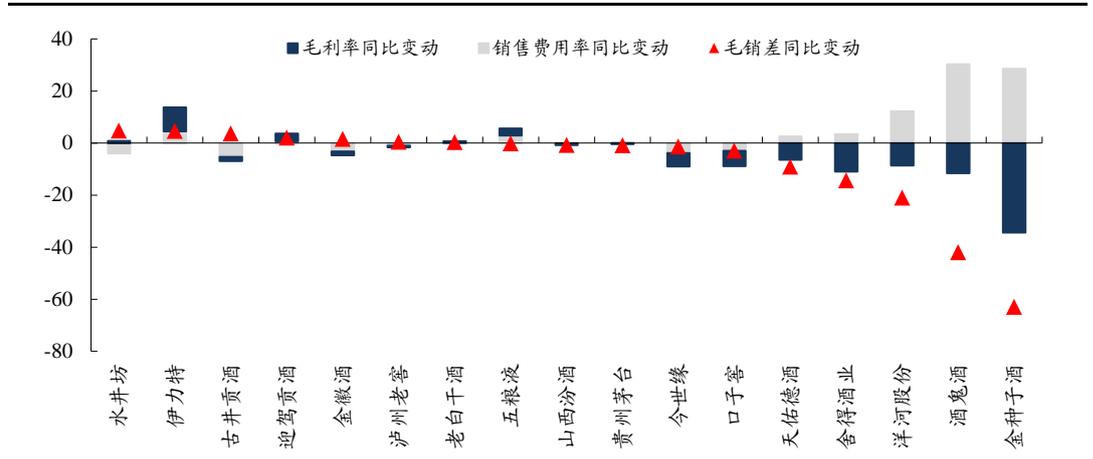
1) 分品牌/区域看：①24Q3 河北收入同增 1.6%，增速持续放缓，主因河北政务系统纪律巡查力度加大，当地用酒招待活跃度受损，Q3 高档酒-剔除武陵（主要是河北省内核心产品）收入同比增速为 4.5%，略好于当地中低档产品表现。②24Q3 安徽文王收入同比下滑 7.1%，与安徽省内区域酒竞争加剧、终端库存挤压加大有关。③24Q3 湖南武陵收入同增 18.2%，增速环比略有回升，与渠道开门红打款节奏修复有关。④24Q3 山东孔府家收入同增 30.4%，经过前期产品梳理净化，目前在大本营市场销售渐有起色。2) 分结构看：24Q3 公司高档酒、中低档酒收入分别同增 9.9%、2.3%，100 元以上产品增速主系武陵拉动，中低档酒增速回落与安徽文王增速放缓及河北产品调整有关。伴随动销承压、河北省内环境变化，公司收入增长阶段性放缓，但降本控费推动利润弹性仍保持积极释放。

金徽酒：结构升级稳扎稳打，费效优化持续兑现。24Q1~Q3 营收 23.28 亿元，同比+15.31%；归母净利润 3.33 亿元，同比+22.17%，对应 24Q3 营收 5.74 亿元，同比+15.77%；归母净利润 3807.33 万元，同比+108.84%。1) 分产品看：24Q3 公司 300 元以上/100~300 元/100 元以下收入分别为 1.6/3.1/0.8 亿元，同增 42.1%/14.9%/-24.3%，百元以上产品占比提升 7pct。公司 Q2 淡季推动渠道调控及价格调整，推动旺季前渠道库存消化至良性水平；Q3 则重点围绕年份、柔和系列开展订货会促销，推动回款实现较快增长，预计二者当前合计占比已超 50%。2) 分区域看：24Q3 省内/省外收入分别为 3.7/1.7 亿元，同增 4.4%/37.9%。省内持续推动营销转型、夯实价格体系，Q3 增速环比有所放缓，主系公司着力推升产品结构并巩固提价后价格表现，适当调控省内发货节奏，百元产品收入阶段性放缓，百元以上产品在 Q3 升学宴、婚喜宴等场景表现较好。省外市场坚持模板市场打造，加大 C 端培育投放，24Q3 省外经销商净增加 13 家，未来期待甘青新、陕宁一体化建设成效持续显现。公司省内稳扎稳打，市占率提升进度基本符合预期，省外营销转型效果已初步显现，看好公司战略执行力与内生驱动力稳步兑现，西北大本营品牌口碑持续放大，预计全年兑现可期。

3. 利润端：毛利率普遍承压，净利润弹性收窄

24Q3 我们统计 17 家白酒上市公司中，24Q3 净利润增速快于营收增速的有 7 家，24Q3 毛利率同比提升的酒企仅有 5 家。

图14：2024Q3 白酒个股毛销差同比变动 (pct)

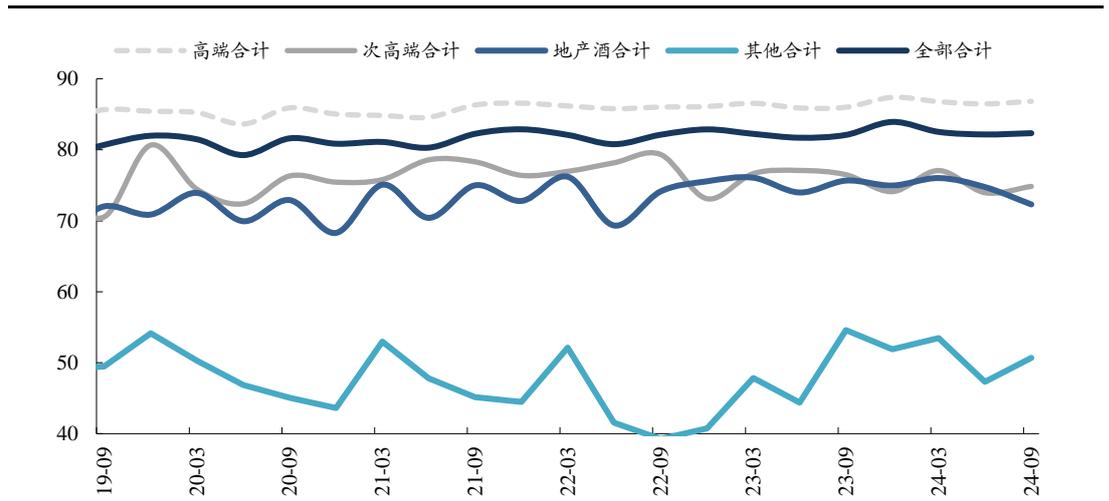


数据来源：wind、东吴证券研究所

3.1. 毛利率：高端酒小幅上行，次高端、区域酒表现承压

24Q3 白酒板块毛利率为 82.34%，同比提升 0.24pct。分板块看，高端酒、次高端、区域酒 24Q3 毛利率分别同比+0.84pct、-1.65pct、-3.35pct。

图15：白酒子板块单季度毛利率 (%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

毛销差角度来看，24Q3 白酒板块单季度毛销差同比提升 0.08pct。1) 24Q3 高端毛销差同比提升+0.23pct，同期毛利率同增 0.84pct，主系五粮液毛利率同比+2.8pct，1 则

普五发货开始按 1019 新价格执行, 2 则 1618 产品对价格也有拉高; 销售费率同比有所提升, 主系 1 则茅台非标及 1935 加大营销投放; 2 则五粮液 1618、低度、系列酒现金红包保持大力度投放。2) 24Q3 次高端毛销差同比下滑 0.42pct, 同期毛利率下滑 1.65pct, 主因产品结构下滑拖累毛销差表现。3) 地产酒毛销差同比-5.55pct, 同期毛利率-3.35pct, 从产品结构看, 区域酒企均明确高价位带单品 M6+、V3、古 20 等价在量先, 更多以 100~300 元腰部产品承担放量任务。

表5: 白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
高端合计	-0.02	1.30	0.22	0.58	0.84
次高端合计	-2.86	1.00	0.43	-3.13	-1.65
地产酒合计	1.54	-0.60	-0.05	0.76	-3.35
其他合计	15.33	11.17	5.60	2.95	-3.89
全部合计	-0.02	1.05	0.28	0.46	0.24

数据来源: wind、东吴证券研究所

表6: 白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct)

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
高端合计	-0.42	0.12	-0.17	-0.33	0.23
次高端合计	0.52	-3.03	1.54	-4.19	-0.42
地产酒合计	-0.24	-1.73	-0.33	0.33	-5.55
其他合计	22.81	16.99	5.99	-5.62	-11.66
全部合计	-0.18	-0.05	0.13	-0.31	0.08

数据来源: wind、东吴证券研究所

3.2. 费用率: 销售费率小幅上行, 管理费率保持平稳

费用率方面, 24Q3 白酒企业销售费用率同比+0.16pct 至 11.1%; 管理费用同比基本持平。销售费用率同比小幅提升, 渠道随量促销费用保持收缩, C 端营销投入则借助数字化手段加强费用落地管理。

表7: 销售费用率同比变动 (pct)

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
高端合计	0.40	1.18	0.40	0.90	0.60
次高端合计	-3.38	4.03	-1.11	1.06	-1.23
地产酒合计	1.77	1.13	0.27	0.43	2.20
其他合计	-7.48	-5.82	-0.39	8.57	7.77
全部合计	0.16	1.11	0.15	0.77	0.16

数据来源: wind、东吴证券研究所

表8: 管理费用率同比变动 (pct)

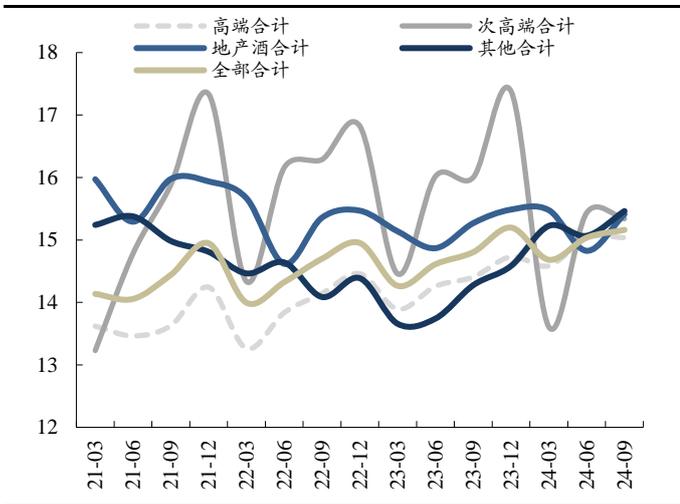
	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
高端合计	-0.70	-0.24	-0.59	-0.73	-0.37
次高端合计	-0.73	-2.12	-0.15	-0.02	0.41
地产酒合计	-0.30	0.10	-0.62	0.15	1.18
其他合计	-3.01	-4.08	0.09	-0.76	3.90
全部合计	-0.61	-0.42	-0.53	-0.48	0.00

数据来源：wind、东吴证券研究所

3.3. 营业税率：整体平稳，季度同比略升

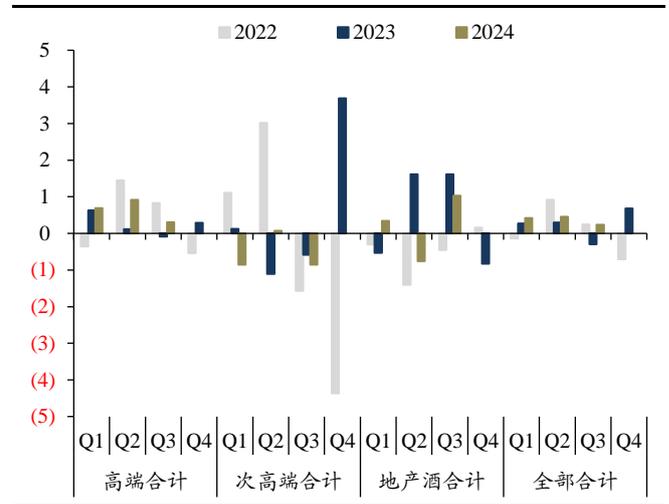
营业税率方面，24Q3 白酒板块营业税率同比小幅提升 0.23pct，1 则与基数波动有关，2 则与酒企基酒生产节奏安排变化有关。

图16：白酒子板块季度累计营业税率(%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图17：白酒子板块单季营业税率同比变化 (pct)



数据来源：wind、东吴证券研究所

3.4. 利润增速：龙头弹性延续，盈利分化加剧

利润同比增速方面，24Q3 高端 (9.19%) > 次高端 (-2.04%) > 地产酒 (-29.6%)，其中贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、老白干酒、金徽酒实现双位数增长。

表9：白酒子板块归母净利润同比增速情况 (%)

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
高端合计	17.97	17.48	15.21	13.17	9.19
次高端合计	15.19	5.14	20.93	-6.97	-2.04
地产酒合计	19.69	2.56	13.87	8.68	-29.64
其他合计	194.28	313.19	54.50	-92.92	-237.85
全部合计	18.40	16.22	15.72	10.64	1.71

数据来源：wind、东吴证券研究所

表10：白酒子板块扣非归母净利润同比增速情况 (%)

	23Q3	23Q4	23Q1	24Q2	24Q3

高端合计	17.59	17.56	15.49	12.84	9.40
次高端合计	15.52	5.84	20.58	-5.79	-1.22
地产酒合计	21.21	-7.81	15.26	9.96	-34.78
其他合计	158.81	214.59	54.85	-115.33	-300.22
全部合计	18.36	15.58	16.14	10.70	1.16

数据来源：wind、东吴证券研究所

表11: 白酒子板块扣非净利润同比增速-收入同比增速

	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
高端合计	1.93	0.70	-0.35	-1.40	-0.19
次高端合计	5.88	-24.21	6.36	-14.28	-0.84
地产酒合计	4.63	-12.79	0.10	1.54	-19.86
其他合计	85.36	171.70	41.56	-105.91	-268.75
全部合计	2.90	-0.73	0.71	-1.28	-1.19

数据来源：wind、东吴证券研究所

表12: 白酒上市公司 2024Q3 及 2024Q1-Q3 业绩概览

证券简称	24Q1-Q3				24Q3			
	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利 (亿元)	YOY(%)	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利 (亿元)	YOY(%)
贵州茅台	1207.76	16.95	608.28	15.04	388.45	15.29	191.32	13.23
五粮液	679.16	8.60	249.31	9.19	172.68	1.39	58.74	1.34
泸州老窖	243.04	10.76	115.93	9.72	73.99	0.67	35.66	2.58
山西汾酒	313.58	17.25	113.50	20.34	86.11	11.35	29.40	10.36
水井坊	37.88	5.56	11.25	10.03	20.70	0.38	8.83	7.67
沱牌舍得	44.60	-15.03	6.69	-48.35	11.89	-30.92	0.78	-79.23
酒鬼酒	11.91	-44.41	0.56	-88.20	1.97	-67.24	(0.65)	-213.67
洋河股份	275.16	-9.14	85.79	-15.92	46.41	-44.82	6.31	-73.03
古井贡酒	190.69	19.53	47.46	24.49	52.63	13.36	11.74	13.60
老白干酒	40.88	6.29	5.56	33.00	16.18	0.26	2.52	25.17
今世缘	99.41	18.86	30.86	17.08	26.36	10.12	6.24	6.61
迎驾贡酒	55.13	13.81	20.06	20.19	17.28	1.58	6.28	3.67
口子窖	43.62	-1.89	13.11	-2.81	11.95	-22.04	3.62	-27.72
金徽酒	23.28	15.31	3.33	22.17	5.74	15.77	0.38	108.84
金种子酒	8.06	-24.90	-1.00	-185.51	1.39	-54.41	(1.11)	-3843.21
伊力特	16.54	0.64	2.41	5.27	3.24	-23.32	0.43	-17.75
天佑德酒	9.87	4.89	0.57	-45.80	2.28	-18.76	(0.22)	-334.41

数据来源：wind、东吴证券研究所

4. 投资建议

白酒报表压力加速释放，在大众需求保持韧性背景下，主动释放库存/报表风险，业绩先抑后扬算是众望所归。考虑2024年底酒企大多延续控货去库，在2025春节需求有望环比企稳基础上，预判龙头酒企有望在24Q3~25Q1期间较大程度完成渠道库存风险化解，2024

年底、2025年初报表预期具有一定的跷跷板效应。

9月上涨后白酒回调有限，1是增量资金入市背景下，被动基金权重股配置加大；2是预判刺激政策或围绕内需改善发力，餐饮板块或将受益。后续随动销/基本面边际改善，看好白酒估值中枢有望修复至20-25x区间，空间良好。重视白酒业绩稳定+股息率突出个股，以及24H2降速释压充分的优质酒企（2025年预期改善可期）。短期地产酒攻守兼备、胜率更优，中长期头部酒企仍稳健，推荐迎驾贡酒、泸州老窖、山西汾酒，关注古井贡酒、五粮液、贵州茅台、舍得酒业、珍酒李渡等。

5. 风险提示

消费修复不及预期风险：经济下行导致消费修复受阻，次高端及以上产品价格带上升以及扩容可能不及预期。

行业竞争加剧风险：一方面行业内竞争持续加剧推动酒企持续出清，另一方面由于竞争加剧导致酒企盈利能力下降。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>