

行业研究 | 行业专题研究 | 食品饮料

# 酒类 2024Q3 综述：基本面磨底，报表 降速



## | 报告要点

2024Q3 白酒板块报表压力加速释放，行业营收放缓，利润增速略慢于收入。从报表质量来看，多数酒企回款慢于收入，同时产品结构升级放缓，白酒板块盈利基本持平。啤酒来看，需求偏弱下龙头量价均略承压，产品结构表现偏弱，但青啤中高端产品销量韧性较强。成本红利延续，酒企积极提质增效，整体费用率稳健，盈利能力提升略有放缓。

## | 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 2024Q3 综述：基本面磨底，报表降速

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：2024Q3 基金持仓：公募继续减配，筹码持续出清》2024.10.29
- 2、《食品饮料：白酒调整期复盘：估值拐点隐现，期待需求传导》2024.10.21



扫码查看更多

### ➤ 白酒：2024Q3 白酒板块报表压力加速释放，行业增长放缓

整体法计算白酒行业重点公司 2024Q3 营业收入增速为 2.41%，其中高端酒/次高端酒/区域酒收入增速分别为 +9.59%/-0.38%/-15.64%，分别环比下降 4.65/8.87/23.32pct。2024Q3 板块归母净利润增速为 1.80%，略慢于收入增速，高端酒/次高端酒/区域酒归母净利润增速分别为 +9.19%/-2.04%/-31.64%。高端酒稳健增长，韧性较强；次高端分化加剧；区域酒降速明显，古井/老白干符合预期，迎驾/今世缘/口子窖/洋河低于预期。

### ➤ 白酒：2024Q3 多数酒企回款慢于收入，报表质量下降

整体法计算白酒行业重点公司 2024Q3（营业收入+Δ合同负债）同比下降 3.39%，其中高端/次高端/区域酒（营业收入+Δ合同负债）分别同比 -0.93%/+5.13%/-14.92%。整体法计算白酒行业重点公司 2024Q3 销售收现同比增长 1.50%，其中高端/次高端/区域酒销售收现分别同比 +3.82%/+12.34%/-10.93%。多数酒企回款慢于收入，五粮液收现表现较好，我们判断主因春节旺季承兑汇票悉数在 Q3 到期收现所致，酒企实际终端动销和渠道的压力仍较重。

### ➤ 白酒：2024Q3 产品结构升级放缓，板块毛利率基本持平

受宏观经济环境和消费力的影响，2024Q3 旺季礼赠、商务场景偏弱，导致高价酒消费较弱，酒企产品结构升级放缓，叠加赠酒增多、货折增加，白酒板块毛利率基本持平。整体法计算 2024Q3 白酒行业重点公司毛利率同比提升 0.25pct 至 82.39%。销售费用率和营业税金率增加拉低了归母净利率，整体法计算 2024Q3 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 +0.17%/-0.01%/+0.23pct，带动归母净利率同比下降 0.23pct 至 38.14%。

### ➤ 啤酒：2024Q3 需求偏弱，成本红利延续

需求较为疲弱，龙头量价均略有承压，业绩有所降速。2024Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒收入分别同比减少 5.28%/7.11%/0.38%，而燕京啤酒/惠泉啤酒收入分别同比增长 0.19%/6.89%。产品结构表现偏弱，但青啤中高端产品销量韧性仍强。成本红利延续，酒企积极提质增效，整体费用率稳健，盈利能力提升略放缓。燕京啤酒改革提效带动归母净利润同比增速领先同行达 19.84%，青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒 2024Q3 归母净利润分别同比 -9.03%/-10.10%/+15.36%/+10.60%。

### ➤ 投资建议：白酒投资价值凸显，啤酒关注低估值龙头

**白酒：**基本面仍在磨底，短期回款仍有压力，商务需求仍承压，大众需求稳健。宏观政策陆续出台，改善对白酒板块中期维度的悲观预期，短期业绩影响有望淡化。长期维度看，白酒行业驱动由需求端逐步向供给端倾斜，集中度仍有较大提升空间。股息率视角看板块投资价值提升。优选估值具备性价比、2025 年业绩稳健增长的标的，首推五粮液、贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒；其次推荐泸州老窖、老白干酒、今世缘等；建议关注洋河股份、舍得酒业、酒鬼酒、金种子酒。  
**啤酒：**成本红利延续且基数进一步走低，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：**食品安全风险，竞争加剧风险，成本波动风险

## 正文目录

1. 白酒：基本面磨底，报表降速 .....	4
1.1 2024Q3 白酒板块报表压力加速释放，行业增长放缓 .....	5
1.2 2024Q3 多数酒企回款慢于收入，报表质量下降 .....	6
1.3 2024Q3 板块利润略慢于收入增速 .....	9
1.4 2024Q3 产品结构升级放缓，板块毛利率基本持平 .....	10
2. 啤酒：需求偏弱，成本红利延续 .....	12
2.1 2024Q3 需求偏弱，龙头收入利润略有下滑 .....	12
2.2 2024Q3 产品结构表现偏弱，成本红利延续 .....	13
2.3 2024Q3 费用率稳健，净利率提升放缓 .....	14
3. 投资建议：白酒投资价值凸显，啤酒关注低估值龙头 .....	15
3.1 白酒：基本面磨底，投资价值凸显 .....	15
3.2 啤酒：基数进一步走低+成本红利延续，关注低估值龙头 .....	16
4. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1： 2024Q3 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： 2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司营业收入同比增长 2.41%（单位：亿元） .....	5
图表 3： 2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比减少 3.39%（单位：亿元） .....	6
图表 4： 2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司销售收现同比增长 1.50%（单位：亿元） .....	7
图表 5： 2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司经营性现金流净额同比减少 16.96%（单位：亿元） .....	8
图表 6： 白酒行业重点公司 2024Q3 合同负债合计同比下降 4.25%（单位：亿元） .....	8
图表 7： 白酒重点公司 2024Q3 应收票据及应收账款+应收款项融资合计 187.26 亿元，同比-40.76%（单位：亿元） .....	9
图表 8： 2024Q3 白酒板块重点公司归母净利润同比增长 1.80%，略慢于收入增速（单位：亿元） .....	10
图表 9： 2024Q3 白酒板块重点公司毛利率同比提升 0.25pct 至 82.39%，归母净利率同比下降 0.23pct 至 38.14% .....	11
图表 10： 2024Q3 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 11.04%/5.08%/15.48%，分别同比+0.17/-0.01/+0.23pct .....	11
图表 11： 2024Q3 主要啤酒企业收入利润略有分化 .....	12
图表 12： 2024Q3 主要啤酒企业升级节奏偏缓 .....	13
图表 13： 2024Q3 青啤中高档以上产品销量韧性较强 .....	13
图表 14： 2024Q3 主要啤酒企业归母净利率同比分化 .....	14
图表 15： 2024Q3 主要啤酒企业费用率稳健 .....	14
图表 16： 茅台/洋河/五粮液提出 2024-2026 年分红方案，有望强化板块估值支撑 .....	15

## 1. 白酒：基本面磨底，报表降速

总体来看，2024Q3 白酒板块报表压力加速释放，板块内部分化加剧，品牌虹吸效应明显。(1) 2024Q3 白酒板块报表降速，终端动销和渠道的压力进一步在报表上体现，第一，酒企销售回款增速普遍慢于收入增速；第二，产品结构升级放缓、费用投放与货折增加、销售费用和营业税金比率增加，归母净利润增速慢于收入，盈利持平略降。

(2) 板块内部分化加剧，品牌虹吸效应明显。高端酒收入稳健增长，韧性较强；次高端分化加剧；区域酒收入降速明显，古井/老白干收入符合预期，迎驾/今世缘/口子窖/洋河收入低于预期。

图表1：2024Q3 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	2024Q3 收入 同比	2024Q3 销售商品收到 的现金同比	2024Q3(当期收入+△合 同负债)同比	2024Q3 合同负 债同比	2024Q3 归母净利 润同比	2024Q3 归母净 利率
贵州茅台	15.56%	0.97%	3.18%	-12.85%	13.23%	48.23%
五粮液	1.39%	18.70%	-6.62%	79.10%	1.34%	34.02%
泸州老窖	0.67%	-19.42%	-7.96%	-10.38%	2.58%	48.19%
高端酒合计	9.59%	3.82%	-0.93%	7.39%	9.19%	44.41%
山西汾酒	11.35%	30.77%	16.89%	5.96%	10.36%	34.14%
舍得酒业	-30.72%	-21.40%	-21.69%	-46.62%	-79.22%	6.56%
酒鬼酒	-67.24%	-57.91%	-63.75%	-17.60%	-213.67%	-32.77%
水井坊	0.38%	-0.82%	-2.06%	-5.87%	7.67%	42.65%
次高端酒合计	-0.38%	12.34%	5.13%	0.68%	-2.04%	31.79%
洋河股份	-44.82%	-33.49%	-34.11%	-9.98%	-73.03%	13.61%
今世缘	10.11%	-1.80%	-0.91%	-58.50%	6.61%	23.68%
古井贡酒	13.36%	24.58%	0.96%	-41.61%	13.60%	22.30%
迎驾贡酒	4.05%	0.83%	0.42%	-20.45%	6.18%	36.31%
口子窖	-22.04%	1.78%	3.61%	-7.49%	-27.72%	30.28%
金种子酒	-54.41%	-62.71%	-42.82%	4.05%	-3843.21%	-79.47%
老白干酒	0.26%	-11.94%	-14.85%	-13.62%	25.17%	15.57%
伊力特	-23.32%	-1.16%	-23.95%	20.65%	-17.75%	13.34%
金徽酒	15.77%	12.73%	16.78%	10.29%	108.84%	6.63%
区域酒合计	-15.64%	-10.93%	-14.92%	-22.38%	-31.64%	20.10%
合计	2.41%	1.50%	-3.39%	-4.25%	1.80%	38.14%

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：选择标准为总市值超 60 亿白酒上市公司（取 2024 年 11 月 1 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 2024Q3 白酒板块报表压力加速释放，行业增长放缓

**2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司营业收入同比增长 2.41%**。整体法计算白酒行业重点公司 2024Q1-Q3/2024Q3 营业收入增速分别为 10.49%/2.41%，2024Q3 板块收入增速环比下降 9.65pct。细分行业来看，2024Q3 高端酒/次高端酒/区域酒收入增速分别为+9.59%/-0.38%/-15.64%，分别环比下降 4.65/8.87/23.32pct。板块内部分化加剧，茅台/古井/汾酒/老白干符合预期；五粮液/老窖基本符合预期；迎驾/今世缘/口子窖/洋河低于预期。

图表2：2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司营业收入同比增长 2.41%（单位：亿元）

公司	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2 同比	2024Q3	2024Q3 同比
贵州茅台	1231.23	16.91%	13.14%	19.80%	18.04%	16.95%	396.71	15.56%
五粮液	679.16	8.60%	16.99%	14.00%	11.86%	10.08%	172.68	1.39%
泸州老窖	243.04	10.76%	25.41%	9.10%	20.74%	10.51%	73.99	0.67%
高端酒合计	2153.42	13.46%	15.66%	16.86%	15.84%	14.24%	643.38	9.59%
山西汾酒	313.58	17.25%	13.55%	27.38%	20.94%	17.06%	86.11	11.35%
舍得酒业	44.60	-14.97%	7.86%	27.58%	4.18%	-22.73%	11.89	-30.72%
酒鬼酒	11.91	-44.41%	-36.66%	21.72%	-48.80%	-13.27%	1.97	-67.24%
水井坊	37.88	5.56%	21.48%	51.32%	9.38%	16.62%	20.70	0.38%
次高端酒合计	407.97	8.15%	9.64%	30.06%	14.22%	8.50%	120.67	-0.38%
洋河股份	275.16	-9.14%	11.03%	-21.51%	8.03%	-3.02%	46.41	-44.82%
今世缘	99.42	18.85%	28.04%	26.67%	22.82%	21.52%	26.37	10.11%
古井贡酒	190.69	19.53%	23.39%	8.92%	25.85%	16.79%	52.63	13.36%
迎驾贡酒	55.13	14.77%	21.89%	18.80%	21.33%	19.04%	17.28	4.05%
口子窖	43.62	-1.89%	4.67%	10.42%	11.05%	5.90%	11.95	-22.04%
金种子酒	8.06	-24.90%	43.28%	6.80%	-3.02%	-26.25%	1.39	-54.41%
老白干酒	40.88	6.29%	12.87%	17.85%	12.67%	9.00%	16.18	0.26%
伊力特	16.54	0.64%	143.89%	85.72%	12.39%	3.64%	3.24	-23.32%
金徽酒	23.28	15.31%	47.84%	17.35%	20.41%	7.73%	5.74	15.77%
区域酒合计	752.77	3.93%	18.11%	6.82%	14.84%	7.68%	181.19	-15.64%
合计	3314.15	10.49%	15.38%	16.26%	15.38%	12.06%	945.24	2.41%

资料来源：Wind，国联证券研究所

**高端酒收入增速环比放缓。**高端酒收入增速环比放缓，2024Q1-Q3/2024Q3 营业总收入分别同比增长 13.46%/9.59%，Q3 环比 Q2 收入增速放缓。2024Q1-Q3/2024Q3 茅台收入分别同比增长 16.91%/15.56%，五粮液收入分别同比增长 8.60%/1.39%，泸州老窖收入分别同比增长 10.76%/0.67%，其中五粮液与泸州老窖收入基本符合预期。

**次高端酒板块内部分化加剧。**2024Q1-Q3/2024Q3 次高端酒营业总收入分别同比+8.15%/-0.38%。板块内部分化加剧，2024Q1-Q3/2024Q3 山西汾酒收入分别同比增长

17.25%/11.35%，舍得酒业收入分别同比减少 14.97%/30.72%，酒鬼酒收入分别同比减少 44.41%/67.24%。

区域酒收入环比降速，龙头出现分化。2024Q1-Q3/2024Q3 区域酒营业总收入分别同比+3.93%/-15.64%，Q3 环比 Q2 降速明显。古井/汾酒/老白干收入符合预期，迎驾/今世缘/口子窖/洋河低于预期。2024Q3 洋河/今世缘/古井/迎驾/口子/老白干/金徽收入分别同比-44.82%/ +10.11%/+13.36%/+4.05%/-22.04%/+0.26%/+15.77%。

## 1.2 2024Q3 多数酒企回款慢于收入，报表质量下降

2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比下降 3.39%。整体法计算白酒行业重点公司 2024Q3（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比下降 3.39%，其中高端/次高端/区域酒（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）分别同比-0.93%/+5.13%/-14.92%，汾酒/金徽报表质量相对较好。

图表3：2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比减少 3.39%（单位：亿元）

公司	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2 同比	2024Q3	2024Q3 同比
贵州茅台	1235.30	13.98%	18.08%	15.87%	29.92%	22.29%	396.09	3.18%
五粮液	699.40	14.75%	10.78%	-14.32%	35.89%	51.64%	161.82	-6.62%
泸州老窖	244.23	5.37%	54.24%	-3.18%	33.69%	4.63%	77.11	-7.96%
高端酒合计	2178.93	13.19%	19.62%	3.05%	32.61%	27.05%	635.02	-0.93%
山西汾酒	312.49	12.63%	6.89%	12.60%	39.74%	-4.54%	83.60	16.89%
舍得酒业	43.99	-7.86%	0.85%	29.95%	-18.12%	-10.42%	12.01	-21.69%
酒鬼酒	11.63	-42.60%	-45.17%	10.37%	-50.57%	-20.47%	1.47	-63.75%
水井坊	36.93	-0.51%	15.48%	53.44%	4.92%	-7.33%	20.54	-2.06%
次高端酒合计	405.04	5.87%	3.92%	19.24%	21.72%	-6.42%	117.62	5.13%
洋河股份	266.67	-7.49%	9.76%	-8.26%	32.44%	-8.34%	56.69	-34.11%
今世缘	95.12	11.48%	15.77%	38.62%	11.63%	6.27%	25.53	-0.91%
古井贡酒	163.87	12.84%	20.36%	135.83%	9.52%	3.82%	49.80	0.96%
迎驾贡酒	54.02	12.32%	18.43%	15.54%	19.92%	14.36%	16.69	0.42%
口子窖	43.41	-0.97%	-18.14%	-1.35%	18.43%	-16.33%	12.33	3.61%
金种子酒	7.96	-20.44%	39.58%	4.84%	-14.06%	-22.61%	1.78	-42.82%
老白干酒	34.73	-5.16%	3.44%	28.71%	14.65%	-5.99%	15.05	-14.85%
伊力特	16.07	0.16%	157.95%	91.06%	15.46%	1.67%	3.07	-23.95%
金徽酒	21.73	7.41%	50.78%	-1.73%	39.53%	-17.67%	5.68	16.78%
区域酒合计	703.59	1.43%	12.88%	12.26%	18.35%	-3.14%	186.63	-14.92%
合计	3287.56	9.54%	16.04%	6.05%	27.31%	16.32%	939.27	-3.39%

资料来源：Wind，国联证券研究所

**2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司销售收现同比增长 1.50%**。整体法计算白酒板块重点公司销售收现同比增长 1.50%，其中高端/次高端/区域酒销售收现分别同比增长+3.82%/+12.34%/-10.93%。五粮液收现表现较好，我们判断主因部分酒企春节旺季承兑汇票悉数在 Q3 到期收现所致，酒企实际终端动销和渠道的压力仍较重。

图表4：2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司销售收现同比增长 1.50%（单位：亿元）

公司	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2 同比	2024Q3	2024Q3 同比
贵州茅台	1296.85	16.57%	20.97%	17.42%	29.34%	22.60%	425.92	0.97%
五粮液	778.60	16.52%	35.11%	17.67%	-23.98%	93.41%	282.11	18.70%
泸州老窖	282.69	2.26%	90.42%	-28.84%	32.31%	-0.22%	81.07	-19.42%
高端酒合计	2358.14	14.63%	31.63%	14.43%	8.59%	36.62%	789.10	3.82%
山西汾酒	301.55	24.34%	-15.88%	-5.74%	44.66%	-6.29%	85.60	30.77%
舍得酒业	45.85	-16.23%	-16.65%	65.86%	-14.27%	-14.44%	11.47	-21.40%
酒鬼酒	10.81	-44.17%	-33.31%	-2.14%	-58.14%	-12.94%	2.44	-57.91%
水井坊	40.03	-0.37%	15.12%	48.47%	5.96%	-5.92%	23.08	-0.82%
次高端酒合计	398.23	11.62%	-12.16%	10.02%	26.85%	-7.93%	122.59	12.34%
洋河股份	242.32	-5.13%	11.58%	-0.26%	25.09%	-11.96%	64.20	-33.49%
今世缘	92.89	4.65%	4.35%	35.36%	8.84%	7.13%	30.64	-1.80%
古井贡酒	197.05	13.58%	26.80%	2.71%	7.88%	12.80%	54.60	24.58%
迎驾贡酒	57.41	10.89%	18.45%	4.94%	19.17%	12.69%	18.65	0.83%
口子窖	42.23	3.66%	20.27%	-11.39%	15.46%	-4.35%	14.26	1.78%
金种子酒	8.15	-36.61%	4.30%	-95.97%	-3.40%	-46.89%	1.54	-62.71%
老白干酒	47.42	1.53%	12.78%	35.83%	17.61%	-0.49%	16.24	-11.94%
伊力特	15.25	-3.24%	156.93%	84.09%	8.73%	-26.48%	4.47	-1.16%
金徽酒	24.87	12.81%	30.13%	-8.60%	33.05%	-12.84%	6.10	12.73%
区域酒合计	727.58	2.83%	15.70%	4.40%	16.57%	-0.68%	210.70	-10.93%
合计	3483.96	11.61%	22.03%	12.16%	12.76%	22.95%	1122.39	1.50%

资料来源：Wind，国联证券研究所

由于 2024Q3 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 2024Q1-Q3/2024Q3 经营性现金流净额分别同比+5.78%/-16.96%。细分行业来看，高端酒 2024Q1-Q3/2024Q3 经营性净现金流净额分别同比+6.43%/-16.65%；次高端酒 2024Q1-Q3/2024Q3 经营性净现金流净额分别同比增长 25.34%/26.62%；区域酒 2024Q1-Q3/2024Q3 经营性净现金流净额分别同比减少 9.95%/36.28%。



**图表5：2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司经营性现金流净额同比减少 16.96%（单位：亿元）**

公司	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2 同比	2024Q3	2024Q3 同比
贵州茅台	444.21	-11.16%	108.30%	-39.21%	75.17%	9.12%	78.00	-60.24%
五粮液	297.94	33.08%	24.28%	41.83%	-94.59%	619.64%	163.66	47.99%
泸州老窖	124.65	37.69%	52.32%	-18.18%	188.94%	-6.60%	42.40	24.52%
高端酒合计	866.80	6.43%	65.83%	-12.47%	-13.67%	42.27%	284.05	-16.65%
山西汾酒	114.35	56.56%	-39.40%	-103.62%	105.10%	-49.91%	35.05	67.22%
舍得酒业	-1.44	-124.86%	-109.17%	-	-52.41%	-131.31%	-1.24	-
酒鬼酒	-4.11	-817.04%	-110.01%	-	-259.83%	-	-2.03	-
水井坊	7.74	-42.93%	21.20%	84.77%	-	-749.31%	10.68	-20.47%
次高端酒合计	116.53	25.34%	-38.69%	-80.52%	78.01%	-70.74%	42.46	26.62%
洋河股份	34.58	-20.38%	16.60%	-61.19%	245.79%	-	14.15	-65.31%
今世缘	22.30	12.55%	-12.17%	41.19%	11.62%	-	9.83	-16.85%
古井贡酒	53.44	-6.56%	13.80%	-	-20.29%	-5.67%	13.34	34.55%
迎驾贡酒	12.75	21.55%	16.21%	14.27%	26.69%	-	6.91	-8.60%
口子窖	3.58	-13.96%	11.14%	-36.52%	-	-58.61%	3.55	-8.32%
金种子酒	-2.56	-322.89%	-	-	-	-	-0.66	-151.58%
老白干酒	6.42	-22.54%	16.27%	-	61.87%	-	4.19	-36.53%
伊力特	0.24	-88.50%	-	-	-34.48%	-	0.39	-9.02%
金徽酒	3.49	42.37%	-	-27.46%	46.60%	-97.50%	0.03	-
区域酒合计	134.25	-9.95%	18.64%	-36.68%	51.26%	-426.44%	51.74	-36.28%
合计	1117.58	5.78%	38.61%	-17.93%	15.15%	29.22%	378.25	-16.96%

资料来源：Wind，国联证券研究所

**2024Q3 白酒板块重点公司合同负债同比减少 4.25%**。整体法计算白酒行业重点公司 2024Q3 合同负债合计同比下降 4.25%，其中高端酒/次高端/区域酒合同负债分别同比+7.39%/+0.68%/-22.38%。

**图表6：白酒行业重点公司 2024Q3 合同负债合计同比下降 4.25%（单位：亿元）**

公司	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2 同比	2024Q3	2024Q3 同比
贵州茅台	-3.73%	-8.70%	14.33%	36.25%	99.31	-12.85%
五粮液	33.26%	-44.55%	-8.82%	123.55%	70.72	79.10%
泸州老窖	55.83%	4.15%	46.88%	21.11%	26.54	-10.38%
高端酒合计	9.61%	-22.21%	9.71%	58.65%	196.57	7.39%
山西汾酒	9.46%	1.75%	33.98%	-0.37%	54.81	5.96%
舍得酒业	-9.91%	-7.05%	-70.54%	-68.12%	1.74	-46.62%
酒鬼酒	-27.20%	-34.34%	-36.05%	-42.53%	2.07	-17.60%
水井坊	14.91%	18.72%	15.32%	-1.36%	10.55	-5.87%
次高端酒合计	7.22%	1.66%	13.83%	-7.35%	69.17	0.68%
洋河股份	-32.51%	-19.19%	-16.62%	-26.02%	49.66	-9.98%

今世缘	-4.49%	17.65%	-14.86%	-44.41%	5.44	-58.50%
古井贡酒	-11.91%	69.50%	-2.70%	-26.67%	19.36	-41.61%
迎驾贡酒	20.82%	10.95%	2.70%	-8.58%	4.03	-20.45%
口子窖	-0.41%	-29.42%	-15.71%	-56.37%	3.55	-7.49%
金种子酒	4.21%	-2.30%	-34.49%	-31.44%	1.02	4.05%
老白干酒	2.08%	1.99%	7.01%	-0.50%	17.50	-13.62%
伊力特	-46.50%	-8.01%	20.80%	10.71%	0.45	20.65%
金徽酒	56.27%	12.84%	47.65%	9.30%	4.76	10.29%
区域酒合计	-17.61%	-8.54%	-7.18%	-23.82%	105.75	-22.38%
合计	-2.13%	-14.08%	3.09%	11.41%	371.49	-4.25%

资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表7：白酒重点公司 2024Q3 应收票据及应收账款+应收款项融资合计 187.26 亿元，同比-40.76%（单位：亿元）**

公司	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2 同比	2024Q3	2024Q3 同比
贵州茅台	-10.16%	-41.21%	266.04%	922.68%	11.59	783.42%
五粮液	-19.75%	-51.38%	5.66%	-23.40%	77.37	-62.29%
泸州老窖	92.72%	29.77%	24.30%	47.23%	45.46	-8.68%
高端酒合计	-9.44%	-40.31%	8.73%	-15.42%	134.43	-47.55%
山西汾酒	-6.17%	58.03%	107.15%	113.16%	14.75	15.52%
舍得酒业	139.92%	64.42%	-8.18%	22.97%	5.10	-17.33%
酒鬼酒	-23.95%	22.11%	-0.13%	-13.50%	2.40	57.30%
水井坊	-37.59%	-36.50%	48.94%	95.59%	0.08	49.84%
次高端酒合计	12.29%	54.00%	41.67%	62.48%	22.33	8.84%
洋河股份	274.34%	-33.72%	319.93%	73.92%	4.63	-45.23%
今世缘	5.30%	28.51%	-43.56%	-25.53%	0.66	-31.98%
古井贡酒	16.18%	266.35%	32.79%	75.22%	12.24	-28.51%
迎驾贡酒	-12.15%	-51.77%	-7.88%	33.55%	0.71	50.49%
口子窖	-14.97%	29.87%	47.57%	0.73%	6.52	25.52%
金种子酒	-46.92%	-21.64%	-34.57%	-36.12%	1.17	-11.43%
老白干酒	-2.87%	-4.65%	1.64%	-38.03%	1.90	-48.44%
伊力特	-13.90%	16.39%	29.63%	68.85%	2.45	30.82%
金徽酒	80.88%	-52.21%	13.51%	-27.96%	0.23	17.51%
区域酒合计	18.61%	14.68%	37.48%	35.08%	30.50	-22.34%
合计	-5.47%	-32.81%	14.70%	-6.83%	187.26	-40.76%

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.3 2024Q3 板块利润略慢于收入增速

2024Q3 整体法计算白酒板块重点公司归母净利润同比增长 1.80%，略慢于收入增速。

2024Q3 高端/次高端/区域酒归母净利润分别同比+9.19%/-2.04%/-31.64%，高端酒韧性仍强，次高端延续分化，区域酒环比降速明显、龙头出现分化。酒企利润增速普遍慢于收入增速，高端酒 2024Q1-Q3/2024Q3 归母净利润增速分别为 12.84%/9.19%，

2024Q3 茅台/五粮液/泸州老窖分别同比增长 13.23%/1.34%/2.58%，其中茅台符合预期，五粮液/泸州老窖略低预期。**次高端酒延续分化**。2024Q3 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+10.36%/-79.22%/-213.67%/+7.67%。**区域酒利润环比降速**，古井/老白干收入利润符合预期，迎驾/今世缘/口子窖/洋河低于预期。2024Q3 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-73.03%/+6.61%/+13.60%/+6.18%/-27.72%/+25.17%/+108.84%。

图表8：2024Q3 白酒板块重点公司归母净利润同比增长 1.80%，略慢于收入增速（单位：亿元）

公司	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2023Q3 同比	2023Q4 同比	2024Q1 同比	2024Q2 同比	2024Q3	2024Q3 同比
贵州茅台	608.28	15.04%	15.68%	19.33%	15.73%	16.10%	191.32	13.23%
五粮液	249.31	9.19%	18.52%	10.09%	11.98%	11.50%	58.74	1.34%
泸州老窖	115.93	9.72%	29.43%	24.78%	23.20%	2.24%	35.66	2.58%
高端酒合计	973.51	12.84%	17.97%	17.48%	15.21%	13.17%	285.71	9.19%
山西汾酒	113.50	20.34%	27.12%	1.96%	29.95%	10.23%	29.40	10.36%
舍得酒业	6.69	-48.35%	3.01%	-1.91%	-3.37%	-88.41%	0.78	-79.22%
酒鬼酒	0.56	-88.20%	-77.65%	-10.05%	-75.56%	-60.87%	-0.65	-213.67%
水井坊	11.25	10.03%	19.61%	53.17%	16.82%	29.60%	8.83	7.67%
次高端酒合计	132.00	7.96%	15.19%	5.14%	20.93%	-6.97%	38.36	-2.04%
洋河股份	85.79	-15.92%	7.46%	-161.29%	5.02%	-9.75%	6.31	-73.03%
今世缘	30.86	17.08%	26.38%	18.75%	22.12%	16.86%	6.24	6.61%
古井贡酒	47.46	24.49%	46.78%	49.20%	31.61%	24.57%	11.74	13.60%
迎驾贡酒	20.06	21.23%	39.48%	26.03%	30.43%	27.96%	6.28	6.18%
口子窖	13.11	-2.81%	8.36%	6.95%	10.02%	15.15%	3.62	-27.72%
金种子酒	-1.00	-	-	-	-	-295.62%	-1.11	-3843.21%
老白干酒	5.56	33.00%	17.87%	42.21%	33.04%	46.69%	2.52	25.17%
伊力特	2.41	5.27%	363.75%	331.22%	7.08%	38.92%	0.43	-17.75%
金徽酒	3.33	22.17%	884.79%	-15.44%	21.58%	1.88%	0.38	108.84%
区域酒合计	207.59	1.06%	22.88%	9.04%	14.41%	8.64%	36.42	-31.64%
合计	1313.10	10.31%	18.37%	16.18%	15.68%	10.81%	360.49	1.80%

资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.4 2024Q3 产品结构升级放缓，板块毛利率基本持平

2024Q3 产品结构升级放缓，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，礼赠与商务需求仍有承压，酒企产品结构升级放缓，叠加赠酒增多、货折增加，2024Q3 白酒板块重点公司毛利率基本持平。整体法计算 2024Q3 白酒行业重点公司毛利率同比提升 0.25pct 至 82.39%。细分板块来看，2024Q3 高端/次高端/区域酒毛利率分别为 86.83%/74.84%/71.65%，分别同比+0.84/-1.65/-3.15pct。

**图表9：2024Q3 白酒板块重点公司毛利率同比提升 0.25pct 至 82.39%，归母净利率同比下降 0.23pct 至 38.14%**

	毛利率						归母净利率					
	2024Q1- Q3	2024Q1- Q3 同比	2024Q1 同比	2024Q2 同比	2024Q3	2024Q3 同比	2024Q1- Q3	2024Q1- Q3 同比	2024Q1 同比	2024Q2 同比	2024Q3	2024Q3 同比
贵州茅台	91.69%	-0.18pct	92.73%	90.88%	91.23%	-0.44pct	49.40%	-0.8pct	51.77%	47.69%	48.23%	-0.99pct
五粮液	77.06%	1.2pct	78.43%	75.01%	76.17%	2.77pct	36.71%	0.2pct	40.32%	31.69%	34.02%	-0.02pct
泸州老窖	88.43%	-0.01pct	88.37%	88.81%	88.12%	-0.52pct	47.70%	-0.45pct	49.78%	44.76%	48.19%	0.9pct
高端酒合计	86.71%	0.51pct	86.78%	86.47%	86.83%	0.84pct	45.21%	-0.25pct	47.16%	43.13%	44.41%	-0.16pct
山西汾酒	76.03%	0.1pct	77.46%	75.09%	74.29%	-0.75pct	36.20%	0.93pct	40.83%	28.99%	34.14%	-0.31pct
舍得酒业	67.90%	-7.38pct	74.16%	60.93%	63.66%	-10.97pct	15.00%	-9.69pct	26.14%	3.48%	6.56%	-15.31pct
酒鬼酒	71.81%	-7.09pct	71.08%	75.59%	64.04%	-11.65pct	4.74%	-17.6pct	14.86%	9.52%	-32.77%	-42.22pct
水井坊	82.94%	-0.25pct	80.47%	81.55%	84.57%	0.86pct	29.70%	1.2pct	19.96%	7.15%	42.65%	2.89pct
次高端酒合计	75.66%	-1.04pct	77.07%	73.96%	74.84%	-1.65pct	32.36%	-0.06pct	37.48%	23.25%	31.79%	-0.54pct
洋河股份	73.81%	-1.96pct	76.03%	73.67%	66.24%	-8.63pct	31.18%	-2.52pct	37.25%	28.58%	13.61%	-14.23pct
今世缘	74.27%	-2pct	74.23%	73.02%	75.59%	-5.14pct	31.04%	-0.47pct	32.81%	35.27%	23.68%	-0.78pct
古井贡酒	79.71%	0.67pct	80.35%	80.50%	77.87%	-1.55pct	24.89%	0.99pct	24.93%	27.30%	22.30%	0.05pct
迎驾贡酒	74.28%	2.65pct	75.09%	71.15%	75.84%	2.88pct	36.39%	1.94pct	39.27%	31.88%	36.31%	0.73pct
口子窖	74.76%	-0.46pct	76.48%	75.04%	71.91%	-5.9pct	30.05%	-0.28pct	33.34%	25.69%	30.28%	-2.38pct
金种子酒	38.67%	2.9pct	44.52%	41.70%	15.68%	-34.36pct	-12.35%	-9.1pct	4.21%	-2.65%	-79.47%	-80.43pct
老白干酒	66.21%	-0.54pct	62.72%	68.48%	66.77%	0.6pct	13.61%	2.73pct	12.05%	12.55%	15.57%	3.1pct
伊力特	52.35%	3.84pct	51.89%	48.23%	59.85%	9.22pct	14.58%	0.64pct	19.12%	7.80%	13.34%	0.9pct
金徽酒	64.14%	0.65pct	65.40%	64.67%	61.13%	-1.52pct	14.30%	0.8pct	20.55%	10.90%	6.63%	2.95pct
区域酒合计	73.90%	-0.31pct	75.11%	73.70%	71.65%	-3.15pct	27.58%	-0.78pct	31.80%	26.61%	20.10%	-4.7pct
合计	82.44%	0.33pct	82.59%	82.24%	82.39%	0.25pct	39.62%	-0.07pct	42.05%	37.26%	38.14%	-0.23pct

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，2024Q3 白酒板块盈利持平略降。整体法计算 2024Q3 白酒行业重点公司归母净利率同比下降 0.23pct 至 38.14%，主要由于费用投放增加。细分板块来看，2024Q3 高端/次高端/区域酒归母净利率分别为 44.41%/31.79%/20.10%，分别同比下降 0.16/0.54/4.7pct。销售费用率和营业税金率增加拉低了归母净利率，2024Q3 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为 11.04%/5.08%/15.48%，分别同比+0.17/-0.01/+0.23pct。

**图表10：2024Q3 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 11.04%/5.08%/15.48%，分别同比 +0.17/-0.01/+0.23pct**

	销售费用率				管理费用率				营业税金及附加比率			
	2024Q1- Q3	2024Q1- Q3 同比	2024Q3	2024Q3 同比	2024Q1- Q3	2024Q1- Q3 同比	2024Q3	2024Q3 同比	2024Q1- Q3	2024Q1- Q3 同比	2024Q3	2024Q3 同比
贵州茅台	4.04%	0.54pct	4.08%	0.36pct	4.83%	-0.81pct	4.87%	-0.67pct	16.59%	0.56pct	16.18%	0.36pct
五粮液	15.61%	2.5pct	14.03%	2.83pct	4.13%	-0.03pct	4.01%	0.22pct	14.74%	0.18pct	14.85%	-0.03pct
泸州老窖	11.77%	-0.2pct	11.76%	-1.07pct	3.56%	-0.58pct	3.54%	-0.58pct	10.55%	1.13pct	9.39%	0pct

高端酒合计	8.04%	0.75pct	7.63%	0.6pct	4.49%	-0.54pct	4.49%	-0.37pct	15.37%	0.6pct	15.04%	0.3pct
山西汾酒	11.00%	0.18pct	10.54%	-0.07pct	4.35%	0.05pct	4.43%	0.61pct	16.96%	-0.91pct	14.62%	-1.4pct
舍得酒业	25.91%	7.37pct	24.84%	3.38pct	11.54%	1.42pct	11.01%	0.15pct	16.87%	2.29pct	17.74%	4.24pct
酒鬼酒	44.17%	11.2pct	66.30%	30.21pct	10.96%	4.87pct	18.97%	13.61pct	20.56%	0.69pct	22.27%	-0.18pct
水井坊	14.98%	-4.51pct	8.44%	-3.99pct	8.40%	1.61pct	4.02%	0.53pct	15.14%	-0.59pct	14.99%	-0.95pct
次高端酒合计	14.17%	-0.17pct	12.50%	-1.23pct	5.86%	0.25pct	5.24%	0.41pct	16.83%	-0.38pct	15.12%	-0.85pct
洋河股份	22.34%	6.27pct	27.75%	12.27pct	8.48%	2.23pct	10.26%	4.26pct	14.57%	-1.07pct	17.83%	1.57pct
今世缘	16.40%	-2.68pct	20.56%	-3.9pct	4.25%	0.25pct	4.57%	0.46pct	14.70%	-0.62pct	19.43%	-0.95pct
古井贡酒	23.84%	-2.47pct	23.01%	-5.32pct	5.51%	0.04pct	6.07%	-0.14pct	16.26%	1.95pct	17.21%	2.4pct
迎驾贡酒	9.45%	-0.39pct	8.98%	0.73pct	3.40%	-0.07pct	3.39%	0.32pct	15.07%	-0.26pct	14.62%	-0.09pct
口子窖	15.84%	0.67pct	12.38%	-3.03pct	7.16%	0.85pct	7.08%	1.27pct	15.88%	0.3pct	16.32%	2.86pct
金种子酒	35.03%	17.94pct	57.10%	28.56pct	9.55%	-1.14pct	12.84%	3.79pct	18.29%	5.25pct	22.86%	9.64pct
老白干酒	27.62%	-1.88pct	25.54%	0.11pct	6.34%	-0.43pct	5.85%	0pct	16.21%	-1.26pct	16.52%	-2pct
伊力特	16.34%	5.08pct	13.90%	4.53pct	6.10%	0.85pct	10.01%	3.66pct	15.36%	-0.61pct	15.70%	-2.22pct
金徽酒	22.43%	-1.64pct	24.08%	-3.19pct	12.80%	-0.19pct	13.10%	-1.81pct	14.93%	-0.26pct	14.70%	0.01pct
区域酒合计	20.85%	1.5pct	22.19%	2.41pct	6.49%	0.6pct	7.06%	1.22pct	15.38%	0.03pct	17.26%	1.05pct
合计	11.43%	0.47pct	11.04%	0.17pct	5.07%	-0.23pct	5.08%	-0.01pct	15.54%	0.34pct	15.48%	0.23pct

资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 啤酒: 需求偏弱, 成本红利延续

### 2.1 2024Q3 需求偏弱, 龙头收入利润略有下滑

**Q3 需求偏弱, 龙头收入利润略有下滑。**需求较为疲软, 2024Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒收入分别同比减少 5.28%/7.11%/0.38%, 其中重庆啤酒受餐饮与夜场人流较低、去年西北区域受益旅游导致基数偏高等影响收入降幅较大, 燕京啤酒/惠泉啤酒收入分别同比增长 0.19%/6.89%。利润端, 燕京啤酒改革提效带动归母净利润同比增速达 19.84%, 青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒 2024Q3 归母净利润分别同比 -9.03%/-10.10%/+15.36%/+10.60%, 其中重庆啤酒净利润同比下降主要受产品结构变化与佛山工厂投产折旧摊销增加影响, 青岛啤酒主要受产品结构变化与加大销售费用投入影响。

图表11: 2024Q3 主要啤酒企业收入利润略有分化

	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比	2024Q1-Q3	同比	2024Q3	同比
青岛啤酒	289.59	-6.52%	88.91	-5.28%	49.90	1.67%	13.48	-9.03%
重庆啤酒	130.63	0.26%	42.02	-7.11%	13.32	-0.90%	4.31	-10.10%
燕京啤酒	128.46	3.47%	48.00	0.19%	12.88	34.73%	5.30	19.84%
珠江啤酒	5.91	0.04%	2.43	-0.38%	0.80	24.47%	0.48	15.36%

惠泉啤酒	48.87	7.37%	19.01	6.89%	8.07	25.35%	3.07	10.60%
------	-------	-------	-------	-------	------	--------	------	--------

资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2 2024Q3 产品结构表现偏弱, 成本红利延续

升级节奏仍偏缓, 成本红利延续。(1) 销量方面, 需求偏弱下 2024Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/惠泉啤酒/珠江啤酒销量分别同比-5.11%/-5.59%/+0.13%/-1.16%/+4.75%。其中青啤中高档以上产品韧性仍较强, 2024Q3 销量同比-4.75% (优于其他产品的-5.36%)。(2) 吨价方面, 产品结构表现偏弱, 2024Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/惠泉啤酒/珠江啤酒吨价分别同比-0.18%/-1.61%/+0.06%/+0.79%/+2.04%。其中重啤吨价下滑较多主因其 10 元以上高端产品占比较多, 相对更受餐饮夜场等客流偏弱的影响。(3) 成本方面, 成本红利持续释放, 2024Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/惠泉啤酒/珠江啤酒吨成本分别同比-2.20%/+1.09%/-0.01%/-3.26%/-5.54%。

图表12: 2024Q3 主要啤酒企业升级节奏偏缓

销量 (万千升)	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2024Q3	2024Q3 同比
青岛啤酒	678.50	-6.98%	215.50	-5.11%
重庆啤酒	265.70	0.20%	87.32	-5.59%
燕京啤酒	344.73	0.48%	114.24	0.13%
惠泉啤酒	20.46	-0.39%	8.54	-1.16%
珠江啤酒	118.19	2.75%	48.34	4.75%
吨价 (元)	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2024Q3	2024Q3 同比
青岛啤酒	4268.13	0.50%	4125.75	-0.18%
重庆啤酒	4916.45	0.06%	4812.54	-1.61%
燕京啤酒	3726.44	2.97%	4201.98	0.06%
惠泉啤酒	2888.84	0.43%	2849.39	0.79%
珠江啤酒	4134.75	4.50%	3932.38	2.04%
吨成本 (元)	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2024Q3	2024Q3 同比
青岛啤酒	2485.67	-2.90%	2387.97	-2.20%
重庆啤酒	2497.48	0.05%	2446.07	1.09%
燕京啤酒	2046.07	1.01%	2185.27	-0.01%
惠泉啤酒	1891.73	-3.35%	1827.37	-3.26%
珠江啤酒	2095.50	-2.71%	1975.31	-5.54%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 2024Q3 青啤中高档以上产品销量韧性较强

啤酒企业	产品划分	销量口径 (万千升)			
		2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2024Q3	2024Q3 同比
青岛啤酒	中高档及以上	277.90	-4.24%	88.30	-4.75%
	其他	400.60	-8.79%	127.20	-5.36%

营业收入口径 (亿元)					
啤酒企业	产品划分	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比	2024Q3	2024Q3 同比
重庆啤酒	高档	76.25	-1.24%	23.62	-9.24%
	主流	47.64	0.03%	15.90	-7.63%
	经济	3.18	14.84%	1.32	19.97%
惠泉啤酒	中高档	3.98	1.56%	1.86	3.27%
	普通	1.87	-2.47%	0.57	-7.53%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 2.3 2024Q3 费用率稳健, 净利率提升放缓

费用率稳健, 盈利能力提升略有放缓。2024Q3 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为 42.12%/49.17%/47.99%/35.87%/49.77%, 分别同比 +1.19/-1.35/+0.04/+2.68/+4.03pct。酒企积极提质增效, 整体费用率稳健, 2024Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒期间费用率分别为 15.84%/17.88%/25.22%/2.92%/22.64%, 分别同比 +1.31/+0.41/-1.52/-0.22/+4.13pct, 其中燕京啤酒费用率下降主要受益于改革提效持续兑现。啤酒企业整体盈利能力提升略有放缓, 2024Q3 青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒归母净利率分别为 15.16%/10.25%/11.04%/19.79%/16.14%, 分别同比 -0.63/-0.34/+1.81/+2.70/+0.54pct。

图表14: 2024Q3 主要啤酒企业归母净利率同比分化

	毛利率				归母净利率			
	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比 (pct)	2024Q3	2024Q3 同比 (pct)	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比 (pct)	2024Q3	2024Q3 同比 (pct)
青岛啤酒	41.76%	2.03	42.12%	1.19	17.23%	1.39	15.16%	-0.63
重庆啤酒	49.20%	0.01	49.17%	-1.35	10.20%	-0.12	10.25%	-0.34
燕京啤酒	45.09%	1.07	47.99%	0.04	10.03%	2.33	11.04%	1.81
珠江啤酒	34.52%	2.56	35.87%	2.68	13.48%	2.65	19.79%	2.70
惠泉啤酒	49.32%	3.75	49.77%	4.03	16.50%	2.37	16.14%	0.54

资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 2024Q3 主要啤酒企业费用率稳健

	费用率				销售费用率				管理费用率			
	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比 (pct)	2024Q3	2024Q3 同比 (pct)	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比 (pct)	2024Q3	2024Q3 同比 (pct)	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3 同比 (pct)	2024Q3	2024Q3 同比 (pct)
青岛啤酒	13.75%	0.17	15.84%	1.31	11.81%	0.57	14.08%	2.41	3.24%	-0.06	3.06%	-0.87

重庆啤酒	18.11%	0.64	17.88%	0.41	15.07%	0.17	14.74%	-0.87	3.10%	0.27	3.22%	1.04
燕京啤酒	23.63%	-1.76	25.22%	-1.52	11.98%	-0.79	13.86%	-2.03	11.22%	0.12	10.91%	1.81
珠江啤酒	9.63%	0.45	2.92%	-0.22	5.22%	1.08	1.72%	0.59	5.30%	0.08	2.76%	-0.52
惠泉啤酒	22.05%	1.95	22.64%	4.13	14.71%	1.01	15.22%	2.13	6.43%	-0.07	6.52%	0.53

资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 3. 投资建议：白酒投资价值凸显，啤酒关注低估值龙头

#### 3.1 白酒：基本面磨底，投资价值凸显

基本面仍在磨底阶段，短期回款仍有压力，商务需求仍然承压，大众需求稳健。宏观政策陆续出台，改善对于白酒板块中期维度的悲观预期，短期业绩影响有望淡化。长期维度来看，白酒行业驱动由需求端逐步向供给端倾斜，集中度仍有较大提升空间。股息率视角看，板块投资价值不断提升，茅台、洋河、五粮液提出的三年分红方案，夯实股东回报，提振市场信心，有望强化板块的估值支撑。优选估值具备性价比、2025年业绩稳健增长的标的，首推五粮液、贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒；其次推荐泸州老窖、老白干酒、今世缘等；建议关注洋河股份、舍得酒业、酒鬼酒、金种子酒。

图表16：茅台/洋河/五粮液提出 2024-2026 年分红方案，有望强化板块估值支撑

行业	代码	公司	2023 年 分红率	分红方案	2024 年 股息率	股息率测算假设
高端酒	600519.SH	贵州茅台	84.01%	2024-2026 年度，公司每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施。	3.31%	75%分红率
	000858.SZ	五粮液	60.00%	2024-2026 年度，公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 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（即年度分红、中期分红、特殊分红）实施。	3.47%	200 亿分红
	000568.SZ	泸州老窖	0.60	-	4.13%	维持 2023 年分红率
次高端酒	600809.SH	山西汾酒	51.07%	-	2.48%	维持 2023 年分红率
	600702.SH	舍得酒业	40.18%	-	1.65%	维持 2023 年分红率
	000799.SZ	酒鬼酒	59.31%	-	0.21%	维持 2023 年分红率
	600779.SH	水井坊	35.03%	-	2.04%	维持 2023 年分红率



			2024 年度-2026 年度，公司每年度的现金分红总额	4.52%	70%分红率	
002304.SZ	洋河股份	70.09%	不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 70% 且不低于人民币 70 亿元（含税）。	5.62%	70 亿分红	
603369.SH	今世缘	39.76%	-	2.54%	维持 2023 年分红率	
000596.SZ	古井贡酒	51.83%	-	2.91%	维持 2023 年分红率	
区域酒	603198.SH	迎驾贡酒	45.46%	-	2.50%	维持 2023 年分红率
	603589.SH	口子窖	52.23%	-	3.57%	维持 2023 年分红率
	600199.SH	金种子酒	0.00%	-	0.00%	维持 2023 年分红率
	600559.SH	老白干酒	61.81%	-	2.73%	维持 2023 年分红率
	600197.SH	伊力特	54.17%	-	2.44%	维持 2023 年分红率
	603919.SH	金徽酒	59.95%	-	2.24%	维持 2023 年分红率

资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所测算

### 3.2 啤酒：基数进一步走低+成本红利延续，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，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，基数进一步走低，行业量价有望修复，成本红利有望进一步体现，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。

## 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。

## 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

## 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。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 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