

强于大市

白酒行业2024年年报&2025年一季报综述

行业仍处于底部调整阶段，白酒龙头企业经营稳健

2H24 白酒业绩持续探底，酒企主动降速调整经营节奏。1Q25 酒企延续 2H24 的经营节奏，业绩增速放缓，但环比 4Q24 有所恢复。不同酒企之间分化加大。1Q25 上市酒企毛销差普遍承压，销售费用率小幅提升。在行业周期底部，中小企业加速出清，龙头企业在优秀的组织管理能力及强大的抗风险能力下，份额提升优势明显。行业当前估值优势明显，白酒龙头企业具备中长期配置价值。

支撑评级的要点

- **2H24 白酒业绩探底，酒企主动降速调整经营节奏。白酒龙头企业经营稳健，市场份额持续提升。**2024 年白酒板块营收、归母净利润增速分别为 +7.3%、+7.4%。分季度来看，4Q24 白酒板块加速探底，营收、归母净利润增速分别为 +1.1%、-3.3%，其中利润增速为 2021 年以来最低点。受外部环境影响，2024 年经销商备货意愿降低，渠道压力传导至报表端，2H24 报表端降速明显。2024 年，区域龙头经销商数量提升明显，渠道推力优势持续强化。
- **1Q25 酒企延续 2H24 的经营节奏，业绩增速放缓，但环比 4Q24 有所恢复。不同酒企之间分化加大。**1Q25 消费者信心指数及餐饮数据有所回暖。2025 年 3 月，餐饮类零售额、限额以上餐饮类零售额同比增速分别为 +5.6%、+6.8%，增速环比 1-2 月份分别 +1.3pct、+3.2pct，其中限额以上餐饮增速自 2024 年以来首次快于餐饮类零售额增速，商务消费有所恢复。1Q25 上市酒企营收、归母净利润增速分别为 1.6%、2.3%，环比 4Q24 有所恢复。分不同类型企业来看，高端酒及区域龙头企业维持稳健增长，全国化次高端名酒业绩分化明显。
- **1Q25 上市酒企毛销差普遍承压，销售费用率小幅提升。**2024、1Q25 白酒板块销售毛利率分别为 81.8%、81.5%，同比分别增 0.8pct、0.3pct，主要为龙头收入占比提升拉动。不同酒企表现来看，1Q25 山西汾酒、水井坊、迎驾贡酒、老白干酒、金徽酒受益产品结构优化，毛利率同比提升，其他酒企毛利率普遍回落。销售费用率方面，2024、1Q25 白酒板块销售费用率分别为 10.4%、8.3%，同比分别 +0.2pct、+0.3pct，销售费用率小幅提升。1Q25 白酒板块毛销差同比持平，其中高端酒、全国化次高端名酒、地产酒毛销差同比分别为 -0.5pct、-1.5pct、+0.2pct，从不同酒企表现来看，毛销差普遍承压。2024 年白酒上市公司归母净利率为 38.0%，同比基本持平。分季度来看，4Q24、1Q25 归母净利率同比分别 -1.6pct、+0.3pct，净利率阶段性承压。
- **白酒行业当前估值优势明显，白酒龙头企业经营稳健，具备中长期配置价值。**2024 年下半年，上市酒企报表端降速明显，4Q24 业绩加速探底，利润增速为 2021 年以来最低点。从已公布经营目标的上市酒企完成情况来看，2024 年仅茅台、水井坊完成经营规划。2H24 酒企在存量竞争背景下主动刹车减速，为渠道舒压。从 1Q25 披露的业绩来看，上市酒企在经营层面更加偏向务实。我们判断，2025 年行业仍以去库存、促销为主旋律，随着渠道压力的不断释放，叠加酒企自身向精细化管理迈进，企业盈利有望逐步恢复，走出周期谷底。白酒独特的商业模式使其拥有较强的业绩兑现能力，特别是龙头企业对产品品质升级及价格调控的能力仍然较强。在强集中、强分化、强挤压的行业现状下，龙头企业优势明显。2024 年白酒上市公司营收占行业的比重为 55.1%，营收占比同比提升 1.0pct。在行业周期底部，中小企业加速出清，龙头企业在优秀的组织管理能力及强大的抗风险能力下，份额提升优势明显。我们认为，白酒上市公司资产优质，经历 23、24 年春节的动销的检验，白酒龙头企业彰显出一定的经营韧性。白酒行业当前估值优势明显，龙头具备中长期配置价值。推荐业绩稳健的山西汾酒、贵州茅台，建议关注报表出清较为彻底的泸州老窖、五粮液，以及大本营市场根基深厚的古井贡酒、今世缘。

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动影响白酒需求。渠道库存超预期。茅五价格波动影响行业价格体系。

相关研究报告

《食品饮料行业 2025 年年度策略：把握景气回升下的结构性机会，精选优质个股》20241221

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：邓天娇
(8610)66229391
tianjiao.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 行业概况：2H24 白酒业绩加速探底，酒企主动降速调整 | 4 |
| 收入端：酒企之间分化加大，龙头企业彰显韧性 | 7 |
| 利润端：销售费用率小幅上行，净利率阶段性承压 | 10 |
| 投资建议 | 13 |
| 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1. 食品饮料及子板块营收及净利增速 | 4 |
| 图表 2. 1Q21-1Q25 白酒板块分季度营收同比增速 | 4 |
| 图表 3. 1Q21-1Q25 白酒板块分季度归母净利同比增速 | 4 |
| 图表 4. 白酒行业与上市公司营收增速对比 | 5 |
| 图表 5. 白酒行业与上市公司利润增速对比 | 5 |
| 图表 6. 餐饮类及限额以上餐饮类社零数据当月同比 | 5 |
| 图表 7. 烟酒类社零数据当月同比 | 5 |
| 图表 8. 消费者信心指数 | 6 |
| 图表 9. 居民存贷款差 | 6 |
| 图表 10. 白酒上市公司 2024 年经营计划与实际完成情况 | 6 |
| 图表 11. 2024 及 1Q25 不同类型白酒上市公司业绩概览 (单位: %) | 8 |
| 图表 12. 白酒上市公司 1Q25 及 4Q24+1Q25 合同负债同比及环比情况 | 8 |
| 图表 13. 部分公司大本营和非大本营收入增速变化 | 9 |
| 图表 14. 白酒上市公司经销商数量同比增速 | 9 |
| 图表 15. 上市酒企分季度营收增速 (剔除茅台后) | 10 |
| 图表 16. 上市酒企分季度归母净利增速 (剔除茅台后) | 10 |
| 图表 17. 2024 年上市酒企吨价及同比增速 | 10 |
| 图表 18. 2024 年上市酒企销量及同比增速 | 10 |
| 图表 19. 白酒上市公司 2024 及 1Q25 毛利率、销售费用率概览 | 11 |
| 图表 20. 2016 至 1Q25 白酒板块销售毛利率 | 11 |
| 图表 21. 2016 至 1Q25 白酒板块销售费用率 | 11 |
| 图表 22. 白酒上市公司 2024、1Q25 毛销差变化 | 12 |
| 图表 23. 白酒板块分季度管理费用率 | 12 |
| 图表 24. 白酒板块分季度税金及附加比率 | 12 |
| 图表 25. 白酒上市公司分季度归母净利率 | 12 |

行业概况：2H24 白酒业绩加速探底，酒企主动降速调整

4Q24 白酒业绩持续探底，1Q25 环比略有改善。2024 年食品饮料板块营收、归母净利同比增速分别为 3.9%、5.5%，其中白酒板块营收、归母净利增速分别为 +7.3%、+7.4%，表现优于板块整体。分季度来看，4Q24 白酒板块加速探底，营收、归母净利增速分别为 +1.1%、-3.3%，其中利润增速为 2021 年以来最低点。1Q25 白酒板块表现环比略有好转，营收、归母净利增速分别为 +1.6%、+2.3%。受外部环境影响，2024 年经销商备货意愿降低，渠道压力传导至报表端，2H24 报表端降速明显。

图表 1. 食品饮料及子板块营收及净利增速

| 食品饮料子板块 | 营收增速 (%) | | | 归母净利增速 (%) | | |
|---------|----------|--------|--------|------------|--------|--------|
| | 4Q24 | 2024 | 1Q25 | 4Q24 | 2024 | 1Q25 |
| 白酒 | 1.1 | 7.3 | 1.6 | (3.3) | 7.4 | 2.3 |
| 啤酒 | 1.5 | (1.5) | 3.7 | (13.7) | 6.8 | 10.9 |
| 其他酒类 | (12.4) | (6.9) | (4.3) | (6.0) | (23.8) | (1.6) |
| 软饮料 | 12.9 | 12.6 | 2.4 | 145.1 | 44.0 | (3.8) |
| 乳品 | (5.5) | (8.0) | 0.2 | (244.9) | (26.9) | (17.3) |
| 零食 | 52.1 | 56.1 | 31.0 | 18.6 | 24.5 | (15.4) |
| 烘焙食品 | (1.1) | (0.4) | (0.5) | (24.4) | (5.9) | (18.5) |
| 熟食 | (18.4) | (10.8) | (11.8) | (194.7) | (17.8) | (28.6) |
| 调味发酵品 | 12.6 | 8.6 | 3.4 | (45.9) | 1.5 | 7.2 |
| 食品饮料 | 3.9 | 3.9 | 2.5 | (12.9) | 5.5 | 0.3 |

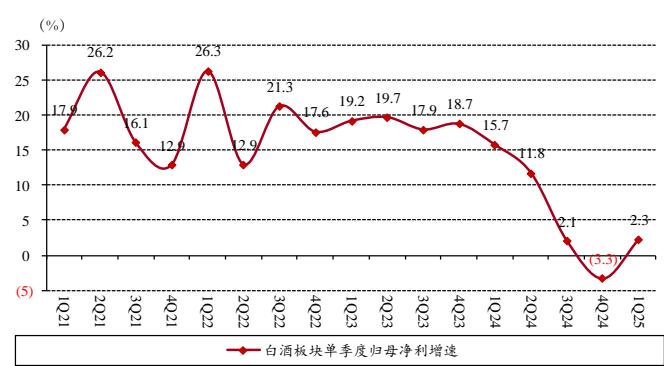
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 1Q21-1Q25 白酒板块分季度营收同比增速



资料来源：同花顺，中银证券

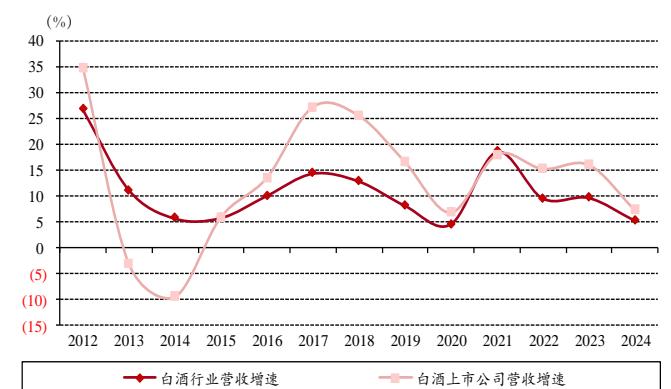
图表 3. 1Q21-1Q25 白酒板块分季度归母净利同比增速



资料来源：同花顺，中银证券

2024 年，白酒上市公司业绩增速与白酒行业整体基本同步，营收占行业比重达 55.1%，中小企业持续出清。根据国家统计局数据，2024 年白酒行业的营收、利润增速分别为 5.3%、7.8%，白酒上市公司营收、利润增速分别为 7.3%、7.4%。白酒上市公司业绩增速从此前显著高于行业整体平均水平，至 2024 年基本与行业增速趋同。2024 年白酒上市公司营收占白酒行业比重为 55.1%，营收占比同比提升 1.0pct。在行业周期底部，中小企业加速出清，上市公司份额持续提升，但提升速度放缓。

图表 4. 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：同花顺，中银证券

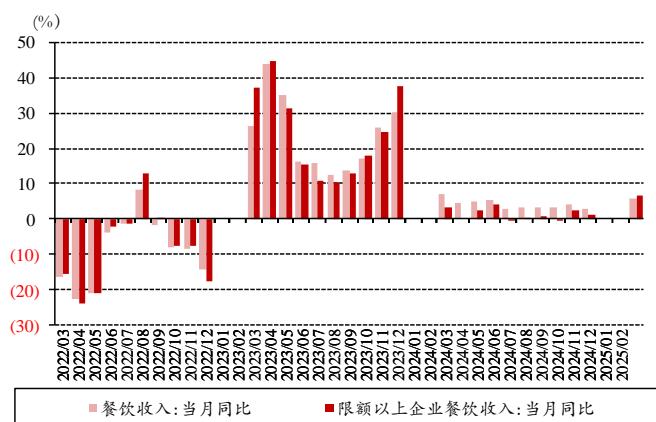
图表 5. 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源：同花顺，中银证券

1Q25 消费者信心改善，商务消费有所恢复。酒企主动降速调整，从已公布经营计划的上市酒企中，仅茅台、水井坊完成 2024 年经营目标。（1）从外部消费环境来看，近两年，经济环境的变化导致消费信心与动力不足，使得消费市场持续不振，2022 年以来，信贷居民部门的净储蓄进一步增加，2024 年存贷款差值为过去 10 年以来最高。当前消费者信心指数仍处于 2022 年 4 月以来的较低位置，但是 2025 年 1 季度的数据有好转迹象。社零数据方面，餐饮消费回暖。1Q25 社零总额同比+4.6%，增速环比 4Q24 提升 0.6pct，1Q25 餐饮、烟酒类零售额同比分别+4.7%、+6.3%，增速环比 4Q24 分别提升 1.5pct、3.5pct。2025 年 3 月，餐饮类零售额、限额以上餐饮类零售额同比增速分别为+5.6%、+6.8%，增速环比 1-2 月份分别+1.3pct、+3.2pct，其中限额以上餐饮增速自 2024 年以来首次快于餐饮类零售额增速，商务消费有所恢复。（2）从行业自身来看，商务消费为白酒主要消费场景之一，2024 年以来商务宴请、礼赠需求持续低迷，经销商打款意愿降低，酒企主动降速调控。从已公布 2024 年经营目标的上市酒企完成情况来看，仅茅台、水井坊完成 2024 年经营规划，酒企主动降速调整，经营层面更加偏向务实。

图表 6. 餐饮类及限额以上餐饮类社零数据当月同比



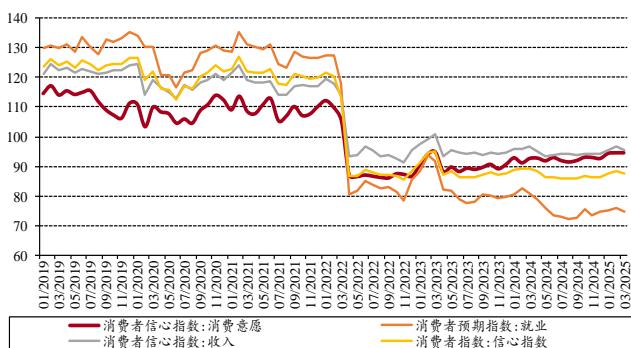
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 烟酒类社零数据当月同比



资料来源：同花顺，中银证券

图表 8. 消费者信心指数



资料来源：同花顺，中银证券

图表 9. 居民存贷款差



资料来源：同花顺，中银证券

图表 10. 白酒上市公司 2024 年经营计划与实际完成情况

| 企业名称 | 2024 经营目标及实际情况 | 2024 年营收增速(%) | 2024 年净利润增速(%) | 是否完成 |
|------|--|---------------|----------------|------|
| 伊力特 | 计划 2024 年营收同比增长 25.6%，总利润同比增长 8.1%。 | (1.3) | (16.8) | 否 |
| 贵州茅台 | 计划 2024 年营收同比增长 15%。 | 15.7 | 15.2 | 是 |
| 老白干酒 | 计划 2024 年营收同比增长 9.9%。 | 1.9 | 18.2 | 否 |
| 水井坊 | 计划 2024 年主营业务收入和净利润均保持增长。 | 3.1 | 5.7 | 是 |
| 古井贡酒 | 计划 2024 年实现营收同比增长 20.7%，总利润同比增长 25.6%。 | 16.4 | 20.7 | 否 |
| 五粮液 | 计划 2024 年营收保持两位数增长。 | 7.1 | 5.3 | 否 |
| 洋河股份 | 计划 2024 年营收同比增长 5%-10%。 | (12.8) | (33.5) | 否 |
| 山西汾酒 | 计划 2024 年营收同比增长 20%。 | 12.8 | 17.2 | 否 |
| 迎驾贡酒 | 计划 2024 年实现经营业绩双位数增长。 | 8.5 | 13.4 | 否 |
| 今世缘 | 计划 2024 年营收同比增长 20.8%，净利润同比增长 17.8%。 | 14.3 | 8.8 | 否 |
| 金徽酒 | 计划 2024 年营收同比增长 17.6%、净利润同比增长 23.8%。 | 18.6 | 17.9 | 否 |
| 泸州老窖 | 计划 2024 年营收同比增长不低于 15%。 | 3.2 | 1.6 | 否 |

资料来源：同花顺，公司公告，中银证券

收入端：酒企之间分化加大，龙头企业彰显韧性

2024年，不同酒企之间业绩分化加大，龙头企业彰显韧性，其他类酒企受行业周期影响业绩波动较大。1Q25酒企延续2H24的经营节奏，营收、归母净利增速分别为1.6%、2.3%。其中，高端酒及区域龙头企业维持正增长，其他类型酒企营收及归母净利增速仍为负值区间。

高端酒（贵州茅台+五粮液+泸州老窖）：龙头彰显任性，茅台业绩表现亮眼。（1）2024年，高端酒收入、归母净利同比分别增11.5%、11.3%，如果分上下半年来看，1H24、2H24高端酒营收增速分别为15.3%、7.8%，归母净利增速分别为14.4%、8.1%。1Q25酒企延续2H24个位数增长的节奏，营收、归母净利增速分别为7.9%、8.5%。高端酒礼赠需求刚性，相比其他类型白酒渠道吸纳能力较强。（2）分不同企业来看，1Q25贵州茅台在去年同期高基数的基础上实现营收、归母净利双位数增长，业绩增速位于上市酒企前列，表现亮眼。2H24五粮液主动降速，普五减量挺价，营收、归母净利增速分别为2.0%、-2.9%。受益渠道库存充分消化，1Q25普五批价回升，我们判断渠道回款积极性延续，公司营收、归母净利增速分别为6.1%、5.8%。2024年泸州老窖业绩实现正增长，4Q24公司主要以消化渠道库存为主，全年业绩呈现出前高后低的节奏。1Q25公司营收、归母净利增速分别为1.8%、0.4%，实现平稳开局。

全国扩张的次高端酒（山西汾酒+洋河股份+水井坊+舍得酒业+酒鬼酒）：全国化次高端名酒业绩分化明显，汾酒延续高质量发展。（1）2024年，全国化次高端名酒收入、归母净利同比分别增-3.8%、-14.3%，1Q25收入、归母净利同比分别增-13.3%、-17.3%。2024年全国次高端白酒受经济环境影响较大，企业之间业绩分化明显，2024年山西汾酒实现双位数增长，水井坊实现正增长，洋河、舍得、酒鬼酒增速为负，报表持续出清，企业仍处于深度调整中。（2）2024年汾酒持续高质量发展，销售净利率同比提升1.3pct至34.0%。公司产品梯队布局完善，对不同价格带产品合理把控节奏，整体抗风险能力较强。公司基本已实现全国化布局，省内大本营市场稳扎稳打，省外华东、华南市场仍具较大增长空间。1Q25公司平稳开局，新品铺货有序推进，2025年全年营收有望继续保持稳健增长态势。

(3) 地产酒（古井贡酒+口子窖+迎驾贡酒+今世缘+伊力特+金徽酒+老白干酒+天佑德酒+金种子酒）：皖酒景气靠前，地产酒龙头份额优势显现。2024年，地产酒收入、归母净利同比增速分别为9.9%、9.8%，1Q25收入、归母净利同比增速分别为4.1%、4.0%。由于地产酒销售集中在大本营市场，受益宴席刚需消费场景，及春节返乡人数增加，亲朋好友聚饮场景增加等，整体防御性相对全国化次高端名酒较强。2024年，地产龙头名酒表现亮眼，皖酒景气靠前。在行业调整期，地方性小酒企持续出清，地方龙头酒企份额优势显现，市占率持续提升。2024年，古井、今世缘、金徽酒营收均实现双位数增长，古井、迎驾、老白干、金徽酒利润增速实现双位数增长。1Q25古井、口子窖、今世缘、金徽酒、老白干酒营收、利润增速均实现正增长。



图表 11. 2024 及 1Q25 不同类型白酒上市公司业绩概览 (单位: %)

| 酒企类型 | 企业名称 | 1H24 营收增速 | 2H24 营收增速 | 2024 营收增速 | 1Q25 营收增速 | 1H24 归母净利 增速 | 2H24 归母净利 增速 | 2024 归母净利 增速 | 1Q25 归母净利 增速 |
|-------------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 高端酒 | 贵州茅台 | 17.8 | 13.9 | 15.7 | 10.5 | 15.9 | 14.9 | 15.4 | 11.6 |
| | 五粮液 | 11.3 | 2.0 | 7.1 | 6.1 | 11.9 | (2.9) | 5.4 | 5.8 |
| | 泸州老窖 | 15.8 | (8.6) | 3.2 | 1.8 | 13.2 | (11.5) | 1.7 | 0.4 |
| | 合计 | 15.3 | 7.8 | 11.5 | 7.9 | 14.4 | 8.1 | 11.3 | 8.5 |
| 全国化扩张的次高端白酒 | 山西汾酒 | 19.6 | 2.7 | 12.8 | 7.7 | 24.3 | 4.4 | 17.3 | 6.2 |
| | 洋河股份 | 4.6 | (46.7) | (12.8) | (31.9) | 1.1 | (159.2) | (33.4) | (39.9) |
| | 水井坊 | 12.6 | 2.1 | 5.3 | 2.7 | 19.5 | 3.1 | 5.7 | 2.1 |
| | 舍得酒业 | (7.3) | (41.3) | (24.3) | (25.1) | (35.8) | (128.8) | (80.5) | (37.1) |
| | 酒鬼酒 | (35.5) | (66.7) | (49.7) | (30.3) | (71.3) | (186.2) | (97.7) | (56.8) |
| | 合计 | 8.7 | (22.1) | (3.8) | (13.3) | 7.0 | (58.0) | (14.3) | (17.3) |
| 地产酒 | 古井贡酒 | 22.1 | 9.3 | 16.4 | 10.4 | 28.5 | 7.4 | 20.2 | 12.8 |
| | 口子窖 | 8.7 | (6.6) | 0.9 | 2.4 | 11.9 | (19.1) | (3.8) | 3.6 |
| | 迎驾贡酒 | 20.4 | (0.5) | 9.3 | (11.9) | 29.6 | (1.1) | 13.2 | (9.2) |
| | 今世缘 | 22.4 | 2.7 | 14.3 | 9.2 | 20.1 | (12.5) | 8.8 | 7.3 |
| | 伊力特 | 8.9 | (13.6) | (1.3) | (4.3) | 12.1 | (46.2) | (15.9) | (9.3) |
| | 金徽酒 | 15.2 | 23.7 | 18.6 | 3.0 | 16.0 | 25.1 | 18.0 | 5.8 |
| | 老白干酒 | 10.7 | (4.5) | 1.9 | 3.4 | 40.3 | 7.5 | 18.2 | 11.9 |
| | 天佑德酒 | 14.9 | (9.8) | 3.7 | (18.0) | (17.5) | 437.7 | (53.0) | (37.7) |
| | 金种子酒 | (13.2) | (63.2) | (37.0) | (29.4) | (129.4) | (1807.1) | 1067.1 | (320.7) |
| | 合计 | 17.8 | 0.7 | 9.9 | 4.1 | 24.2 | (9.1) | 9.8 | 4.0 |

资料来源：同花顺，中银证券

酒企主动调整经营节奏，合同负债环比有所下降。1Q25 白酒上市公司合同负债环比 4Q24 末下降 20.9%，同比增长 8.4%。酒企自 2024 年下半年开始主动降速，缓解渠道现金流压力。分不同企业来看，高端酒中五粮液在春节旺季停货，使得公司合同负债增幅较大，1Q25 五粮液合同负债为 101.7 亿元，同比+101.4%。全国化扩张的次高端名酒中，水井坊、舍得、酒鬼酒 1Q25 合同负债环比分别为 -1.4%、+25.1%、-26.8%，同比分别为 -18.7%、-12.2%、-23.5%，渠道打款意愿较弱。

图表 12. 白酒上市公司 1Q25 及 4Q24+1Q25 合同负债同比及环比情况

| 企业类型 | 企业名称 | 1Q25 (亿元) | 同比 (%) | 环比 (%) | 4Q24+1Q25(亿元) | 同比 (%) |
|-------------|------|-----------|--------|--------|---------------|--------|
| 高端酒 | 贵州茅台 | 87.9 | (7.7) | (8.4) | 84.5 | (31.0) |
| | 五粮液 | 101.7 | 101.4 | (13.0) | 147.8 | 85.7 |
| | 泸州老窖 | 30.7 | 20.9 | (22.9) | 43.9 | 95.4 |
| | 合计 | 220.2 | 28.7 | (12.8) | 276.2 | 23.0 |
| 全国化扩张的次高端名酒 | 山西汾酒 | 58.2 | 4.1 | (32.9) | 90.1 | 21.0 |
| | 洋河股份 | 70.2 | 20.8 | (32.1) | 124.0 | 8.8 |
| | 水井坊 | 9.4 | (18.7) | (1.4) | 8.3 | (33.6) |
| | 舍得酒业 | 2.1 | (12.2) | 25.1 | 2.0 | 6.3 |
| | 酒鬼酒 | 1.8 | (23.5) | (26.8) | 2.2 | (18.9) |
| | 合计 | 141.6 | 8.7 | (30.5) | 226.6 | 10.2 |
| 地产酒 | 古井贡酒 | 36.7 | (20.4) | 4.5 | 52.5 | 94.3 |
| | 口子窖 | 2.7 | (28.1) | (51.8) | 4.8 | 22.0 |
| | 迎驾贡酒 | 4.6 | (11.3) | (21.0) | 6.3 | (14.9) |
| | 今世缘 | 5.4 | (44.7) | (66.2) | 15.9 | (23.1) |
| | 伊力特 | 0.6 | (33.3) | 10.7 | 0.7 | (44.1) |
| | 金徽酒 | 5.8 | (7.7) | (8.7) | 7.4 | (3.8) |
| | 老白干酒 | 18.8 | (20.6) | 34.3 | 15.2 | (18.0) |
| | 天佑德酒 | 0.7 | 3.6 | 13.4 | 0.6 | 1.2 |
| | 金种子酒 | 1.5 | 34.4 | (19.7) | 2.3 | 93.1 |
| | 合计 | 76.8 | (21.2) | (10.5) | 105.8 | 19.7 |

资料来源：同花顺，中银证券

在外部环境疲软的背景下，大本营市场费效比高且渠道把控力强，整体表现相对好于省外市场。在已披露区域信息的上市公司中，大部分上市公司 2024、1Q25 省内市场表现好于省外。我们认为，在行业调整期，上市酒企对大本营市场的渠道把控力度相对较强，且大本营市场费效比高，因此整体表现相对更加坚挺。

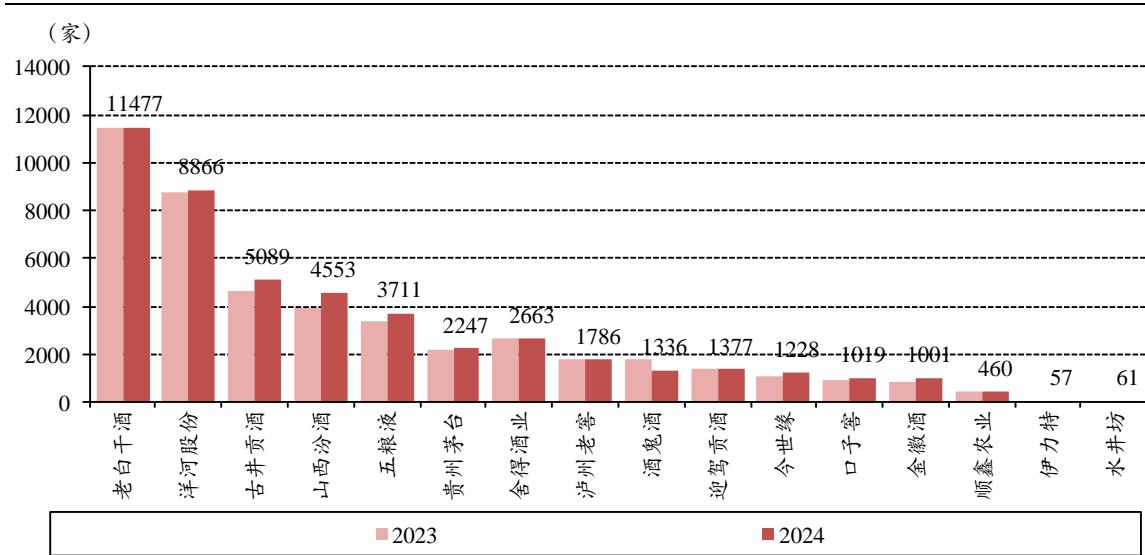
图表 13. 部分公司大本营和非大本营收入增速变化

| (%) | 2024 省内 (大本营) | 2024 省外 | 2024 省内 (大本营) | 2024 省外 | 1Q25 大本营市场 |
|------|---------------------|------------|---------------------|------------|---------------|
| 洋河股份 | (11.4) | (14.4) | — | — | 江苏 |
| 山西汾酒 | 11.7 | 13.8 | 8.7 | 7.2 | 山西 |
| 口子窖 | 1.1 | (2.3) | 6.9 | (19.8) | 安徽 |
| 迎驾贡酒 | 12.8 | 1.3 | (7.7) | (29.7) | 安徽 |
| 舍得酒业 | (19.7) | (30.0) | (9.0) | (33.3) | 川渝 |
| 今世缘 | 13.3 | 27.4 | 8.5 | 19.0 | 江苏 |
| 金徽酒 | 16.1 | 14.7 | 1.1 | 9.5 | 甘肃 |
| 酒鬼酒 | (45.9) | (52.5) | — | — | 华中 |
| 古井贡酒 | 17.8 | 8.9 | — | — | 安徽 |
| 伊力特 | (5.8) | 16.7 | 3.5 | (37.9) | 新疆 |

资料来源：同花顺，中银证券

区域龙头经销商数量提升明显，渠道推力优势持续强化。2024 年我们统计的 16 家公司中，有 11 家经销商数量实现了同比正增长。其中区域龙头经销商数量增长显著，金徽酒、今世缘、山西汾酒、古井贡酒经销商数量同比分别增 15.9%、15.7%、15.6%、9.7%，绝对数分别增加 137 家、167 家、613 家、448 家。2024 年五粮液经销商数量为 3711 家，同比增 327 家，其中五粮液经销商增加 82 家、五粮液浓香经销商增加 245 家。

图表 14. 白酒上市公司经销商数量同比增速

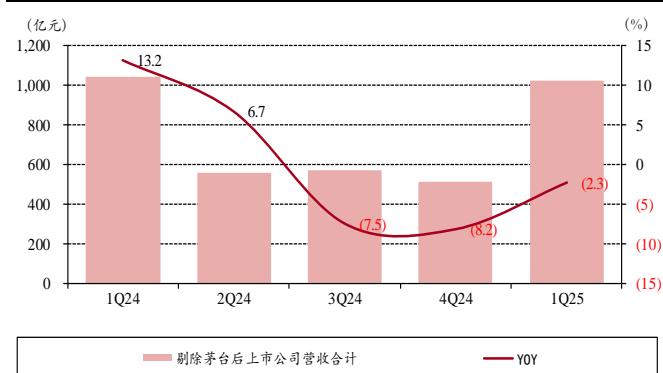


资料来源：同花顺，中银证券

利润端：销售费用率小幅上行，净利率阶段性承压

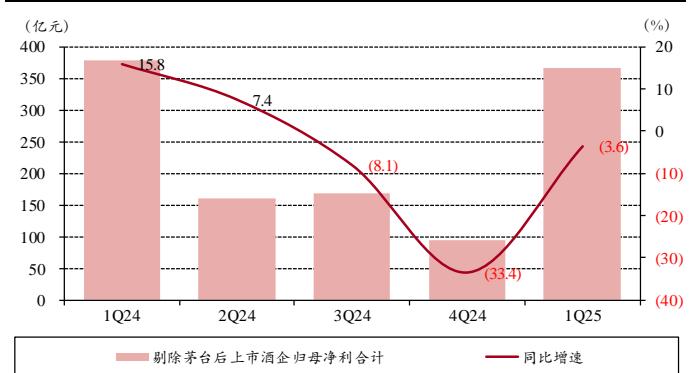
若剔除茅台，上市酒企营收、归母净利增速连续3个季度下滑幅度大于营收。2024年白酒板块营收、归母净利增速分别为7.3%、7.4%，2024年贵州茅台占白酒上市公司营收、归母净利的比重分别为39%、52%，若剔除茅台，2024年白酒板块营收、归母净利增速分别为2.5%、0.0%。分季度来看，剔除茅台后，白酒板块营收、归母净利增速自3Q24至1Q25连续3个季度同比下滑，其中利润下滑幅度大于营收。根据我们统计的17家白酒上市公司中，2024年、1Q25分别有6家、5家归母净利增速快于营收增速。

图表 15. 上市酒企分季度营收增速（剔除茅台后）



资料来源：同花顺，中银证券

图表 16. 上市酒企分季度归母净利增速（剔除茅台后）



资料来源：同花顺，中银证券

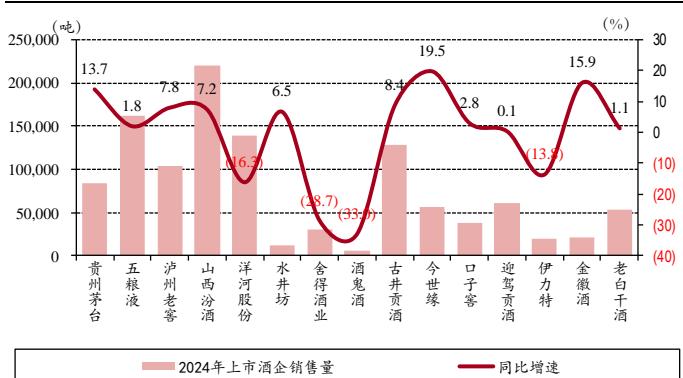
高端酒及地产酒销量、吨价实现稳健增长，全国化次高端名酒分化明显。我们统计了15家白酒上市公司，2024年有5家吨酒均价同比下降，10家吨价同比上升，4家销量下降，11家销量上升。分不同类型企业来看：(1)高端酒（茅台+五粮液+泸州老窖），2024年销量、吨价增速分别为+6.2%、+5.0%，其中茅台、五粮液量价齐升，泸州老窖吨价同比降4.3%，主要与产品结构变化及数字化产品红包投放有关。(2)全国化次高端名酒（汾酒+洋河+水井坊+舍得+酒鬼酒）2024年销量、吨价增速分别为-6.3%、+2.6%，其中山西汾酒量价齐升，产品结构保持上行趋势，销量、吨价增速分别为+7.2%、+5.2%。舍得、洋河、酒鬼酒销量下滑幅度较大，全国化次高端名酒分化明显。(3)2024年地产酒销量、吨价同比分别+5.8%、+5.2%，除今世缘、口子窖吨价同比下滑外，其他酒企吨价均同比均有增长。

图表 17. 2024 年上市酒企吨价及同比增速



资料来源：同花顺，中银证券

图表 18. 2024 年上市酒企销量及同比增速



资料来源：同花顺，中银证券

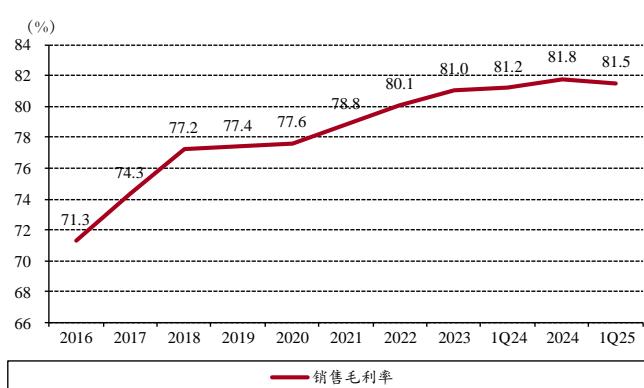
2024、1Q25 上市酒企毛销差普遍承压，销售费用率小幅提升。（1）毛利率方面，2024、1Q25 白酒板块销售毛利率分别为 81.8%、81.5%，同比分别增 0.8pct、0.3pct，主要为龙头收入占比提升拉动。2024 年、1Q25 茅台营收占板块整体比重同比分别提升 3pct、2.7pct。不同酒企表现来看，1Q25 山西汾酒（+1.3pct）、水井坊（+1.5pct）、迎驾贡酒（+1.4pct）、老白干酒（+5.9pct）、金徽酒（+1.4pct）受益产品结构提升，毛利率显著提升。其他酒企毛利率普遍同比回落。（2）销售费用率方面，2024、1Q25 白酒板块销售费用率分别为 10.4%、8.3%，同比分别+0.2pct、+0.3pct，销售费用率小幅提升。不同酒企表现来看，全国化扩张的次高端名酒销售费用率提升幅度较大，2024、1Q25 同比分别提升 1.0pct、2.1pct 至 16.2%、11.7%，其中山西汾酒、洋河股份、舍得酒业 1Q25 同比分别提升 1.8pct、3.9pct、3.0pct。我们判断，山西汾酒费用率提升主要与青 26、老白汾新品上市，阶段性费用投放加大有关。（3）毛销差角度来看，1Q25 白酒板块毛销差同比持平，其中高端酒、全国化次高端名酒、地产酒毛销差同比分别为 -0.5pct、-1.5pct、+0.2pct。从我们统计的 17 家白酒上市公司来看，2024、1Q25 分别有 12 家、10 家毛销差同比下滑，毛销差普遍承压。

图表 19. 白酒上市公司 2024 及 1Q25 毛利率、销售费用率概览

| 企业类型 | 企业名称 | 2024 | | 1Q25 | | 1Q25 | |
|-------------|--------|---------|----------|-----------|-----------|--------|-----------|
| | | 毛利率 (%) | YOY(pct) | 销售费用率 (%) | YOY (pct) | 毛利率(%) | YOY (pct) |
| 高端酒 | 贵州茅台 | 91.9 | 0.0 | 3.3 | 0.2 | 92.0 | (0.6) |
| | 五粮液 | 77.1 | 1.3 | 12.0 | 2.6 | 77.7 | (0.7) |
| | 泸州老窖 | 87.5 | (0.8) | 11.3 | (1.8) | 86.5 | (1.9) |
| | 合计 | 86.9 | 0.5 | 6.8 | 0.5 | 86.0 | (0.7) |
| | 山西汾酒 | 76.2 | 0.9 | 10.3 | 0.3 | 78.8 | 1.3 |
| 全国化扩张的次高端名酒 | 洋河股份 | 73.2 | (2.1) | 19.1 | 2.8 | 75.6 | (0.4) |
| | 水井坊 | 82.8 | (0.4) | 25.1 | (1.3) | 82.0 | 1.5 |
| | 舍得酒业 | 65.5 | (9.0) | 23.8 | 5.6 | 69.4 | (4.8) |
| | 酒鬼酒 | 71.4 | (7.0) | 42.9 | 10.7 | 70.7 | (0.4) |
| | 合计 | 74.7 | (1.1) | 16.2 | 1.0 | 77.2 | 0.6 |
| 地产酒 | 古井贡酒 | 79.9 | 0.8 | 26.2 | (0.6) | 79.7 | (0.7) |
| | 顺鑫农业 | 36.0 | 4.2 | 9.6 | (1.8) | 36.8 | (0.3) |
| | 今世缘 | 74.7 | (3.6) | 18.5 | (2.2) | 73.6 | (0.6) |
| | 迎驾贡酒 | 73.9 | 2.6 | 9.1 | 0.4 | 76.5 | 1.4 |
| | 口子窖 | 74.6 | (0.6) | 15.3 | 1.4 | 76.2 | (0.3) |
| 其他 | 老白干酒 | 65.9 | (1.2) | 23.7 | (3.5) | 68.6 | 5.9 |
| | 金徽酒 | 60.9 | (1.5) | 19.7 | (1.3) | 66.8 | 1.4 |
| | 伊力特 | 52.3 | 4.1 | 11.9 | 2.5 | 48.8 | (3.1) |
| | *ST 岩石 | 57.0 | (18.1) | 31.7 | (12.5) | 42.1 | (25.6) |
| | 金种子酒 | 34.9 | (5.4) | 31.8 | 15.9 | 41.7 | (2.8) |
| 其他 | 天佑德酒 | 59.8 | (3.2) | 25.8 | 2.0 | 60.5 | (2.5) |
| | 皇台酒业 | 66.1 | 5.0 | 20.4 | (2.6) | 67.0 | 2.4 |
| | 合计 | 68.5 | 1.8 | 19.3 | (0.7) | 69.5 | 1.4 |
| | | | | | | 17.9 | 1.2 |

资料来源：同花顺，中银证券

图表 20. 2016 至 1Q25 白酒板块销售毛利率



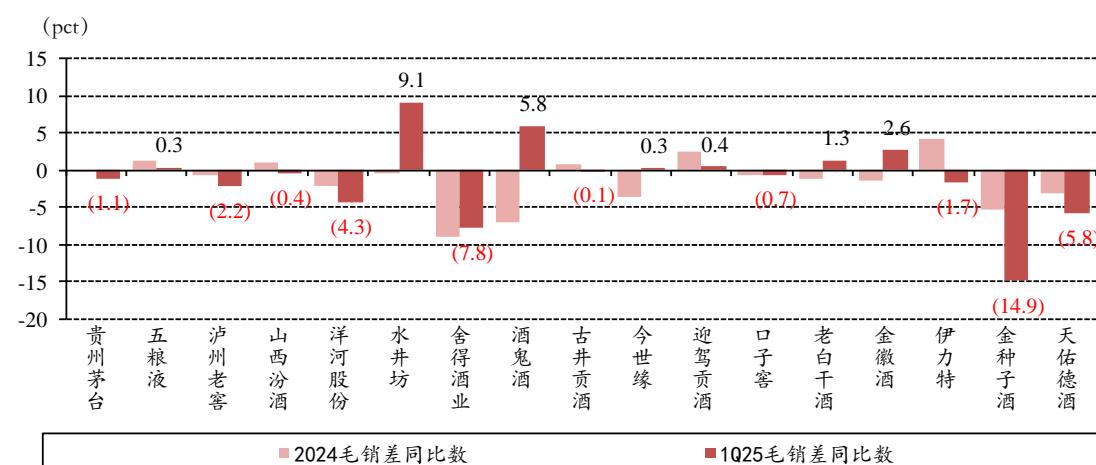
资料来源：同花顺，中银证券

图表 21. 2016 至 1Q25 白酒板块销售费用率



资料来源：同花顺，中银证券

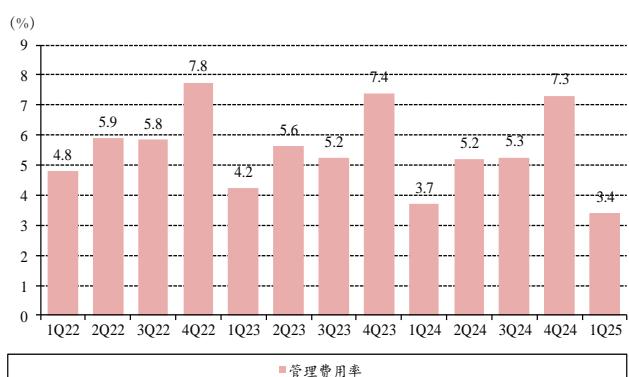
图表 22. 白酒上市公司 2024、1Q25 毛销差变化



资料来源：同花顺，中银证券

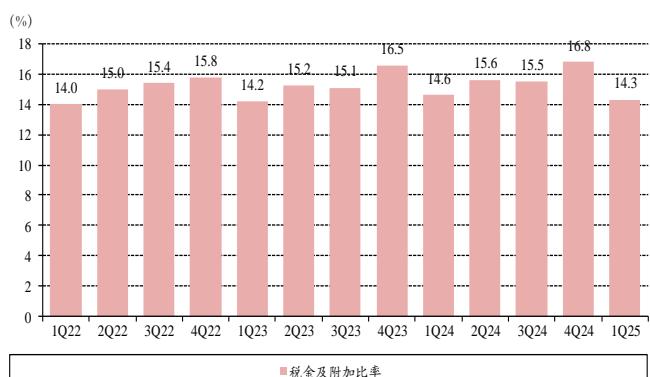
2024 年、1Q25 白酒上市公司管理费用率分别为 5.2%、3.4%，同比分别-0.3pct、-0.3pct。在毛销差普遍承压的背景下，酒企通过提升内部管理组织能力实现降本增效，对管理费用加强管控。2024 年、1Q25 白酒上市公司税金及附加比率分别为 15.5%、14.3%，同比分别+0.4pct、-0.3pct。税金及附加比率变化主要与生产、销售节奏变化有关。2024 年白酒上市公司归母净利率为 38.0%，同比基本持平。分季度来看，4Q24、1Q25 归母净利率同比分别-1.6pct、+0.3pct，净利率阶段性承压。

图表 23. 白酒板块分季度管理费用率



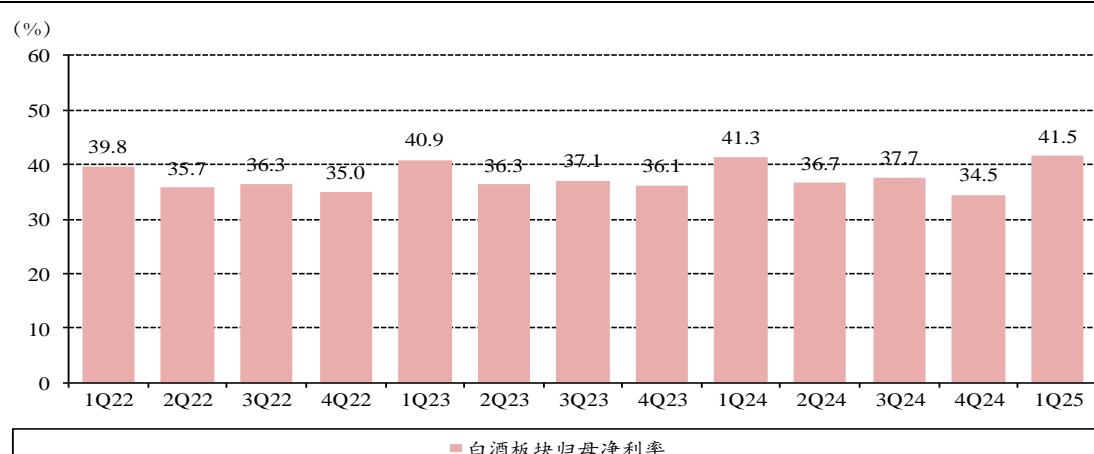
资料来源：同花顺，中银证券

图表 24. 白酒板块分季度税金及附加比率



资料来源：同花顺，中银证券

图表 25. 白酒上市公司分季度归母净利率



资料来源：同花顺，中银证券

投资建议

2024年下半年，上市酒企报表端降速明显，4Q24业绩加速探底，利润增速为2021年以来最低点。从已公布经营目标的上市酒企完成情况来看，2024年仅茅台、水井坊完成经营规划。2H24酒企在存量竞争背景下主动刹车减速，为渠道舒压。从1Q25披露的业绩来看，上市酒企在经营层面更加偏向务实。我们判断，2025年行业仍以去库存、促动销为主旋律，随着渠道压力的不断释放，叠加酒企自身向精细化管理迈进，企业盈利有望逐步恢复，走出周期谷底。白酒独特的商业模式使其拥有较强的业绩兑现能力，特别是龙头企业对产品品质升级及价格调控的能力仍然较强。在强集中、强分化、强挤压的行业现状下，龙头企业优势明显。2024年白酒上市公司营收占行业的比重为55.1%，营收占比同比提升1.0pct。在行业周期底部，中小企业加速出清，龙头企业在优秀的组织管理能力及强大的抗风险能力下，份额提升优势明显。我们认为，白酒上市公司资产优质，经历23、24年春节的动销的检验，龙头企业彰显出一定的韧性。白酒行业当前估值优势明显，龙头企业具备中长期配置价值。推荐业绩稳健的山西汾酒、贵州茅台，建议关注报表出清较为彻底的泸州老窖、五粮液，以及大本营市场根基深厚的古井贡酒、今世缘。



风险提示

宏观经济波动，影响白酒需求。

各公司制定较高规划目标，导致白酒库存超过正常水平。

茅五价格波动影响行业价格体系。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371