

## 食品饮料

### 酒类年报及一季报综述：基本面磨底，板块延续分化

➤ **白酒：2024Q1 板块收入环比略放缓，汾酒/迎驾/老白干/老窖超预期**  
整体法计算白酒行业重点公司 2023Q4 和 2024Q1 营业收入增速分别为 16.26%/15.38%，2024Q1 白酒板块收入增速环比略下降 0.88pct。细分行业来看，高端酒、次高端酒收入环比降速，区域酒韧性较强。2023Q4 和 2024Q1 高端酒营业收入增速分别为 16.86%/15.84%；全国次高端酒增速分别为 30.06%/14.22%；区域次高端酒增速分别为 6.82%/14.84%。板块内部分化加剧，汾酒、迎驾、老白干超预期，老窖略超预期。

➤ **白酒：销售收现慢于收入，酒企增加经销商授信**  
2024Q1 整体法计算白酒板块（营业收入+Δ合同负债）同比增长 27.31%，销售回款增速快于收入。2024Q1 高端/次高端/区域酒（营业收入+Δ合同负债）分别同比增长 32.61%/21.72%/18.35%，均高于营业收入增速，部分原因为今年春节相对于往年略晚导致的打款节奏差异。2024Q1 整体法计算白酒板块销售收现同比增长 12.76%，其中高端/次高端/区域酒销售收现分别同比增长 8.59%/26.85%/16.57%，销售收现增速慢于收入增速，结合 2024Q1（收入+Δ合同负债）增速较快，我们判断主要由于白酒公司给予了经销商更多票据或者授信政策，因此收现慢于收入。

➤ **白酒：产品结构升级趋势放缓，盈利能力稳中有升**  
2024Q1 白酒板块毛利率同比提升 0.29pct 至 82.51%，毛利率提升节奏放缓，一方面由于产品结构升级趋势放缓，另外一方面由于酒企加大费用投放折增加。2024Q1 白酒归母净利率同比提升 0.11pct 至 42.05%，销售费用率和营业税金率增加拉低了归母净利率。2024Q1 整体法计算白酒板块归母净利润同比增长 15.68%，略快于收入增速，其中高端/次高端/区域酒归母净利润分别同比增长 15.21%/20.93%/14.41%，高端酒环比降速，次高端和区域酒环比提速，酒企中汾酒、迎驾、老窖、老白干业绩超预期。

➤ **啤酒：成本红利与提质增效带动净利率上行**  
龙头酒企营收稳健增长，成本红利叠加提质增效下盈利加速释放。2024Q1 主要酒企吨成本均下行，青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒吨成本分别同比变动-0.96%/-3.27%/+3.82%/-4.88%。2024Q1 主要酒企归母净利润均实现双位数以上增长。产品结构提升与成本下行带动 2024Q1 盈利能力改善，2024Q1 年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒净利率分别同比增加 2.18/0.87/1.03/2.53/2.97pct。

➤ **投资建议：白酒关注宏观预期改善，啤酒关注旺季催化**  
**白酒：**短期看，2024Q1 白酒板块一季报整体平稳过渡。茅台批价短期波动后开始企稳，板块估值回落至价值配置区间，宏观预期改善和外资流入有望迎来催化板块估值修复。标的选择上建议优选动销较好、报表兑现度高的白酒，首推贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、老白干酒；其次推荐改善弹性较大的舍得酒业、酒鬼酒，关注低估值改善潜力个股洋河股份、口子窖。**啤酒：**高端化延续叠加成本改善、提质增效，酒企盈利能力空间进一步释放，推荐低估值的啤酒龙头青岛啤酒、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：**宏观经济不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险

投资建议：强于大市（维持）  
上次建议：强于大市

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：邓周贵  
执业证书编号：S0590524040005  
邮箱：dzhg@glsc.com.cn  
分析师：徐锡联  
执业证书编号：S0590524040004  
邮箱：xuxl@glsc.com.cn  
分析师：刘景瑜  
执业证书编号：S0590524030005  
邮箱：jyl@glsc.com.cn

联系人：吴雪枫  
邮箱：wxuef@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《食品饮料：24Q1 基金持仓：白酒环比加仓，五粮液/古井增持最多》2024.04.26  
2、《食品饮料：复合调味品：行业景气，竞争稳定》2024.04.24

## 投资聚焦

### 核心逻辑

本篇报告中，我们分析主要白酒和啤酒企业 2023 年与 2024Q1 财务数据表现，整体判断白酒行业基本面磨底、板块延续分化趋势，其中收入利润来看，2024Q1 白酒板块收入环比略放缓，白酒业绩兑现度仍高，山西汾酒/迎驾贡酒/老白干/泸州老窖表现超预期。现金流来看，高端和区域酒收现表现更优，市场掌控力更强，份额更有保障，多数次高端和弱势二线品牌现金流表现一般，增加对经销商授信来缓解收现压力。总体来看，弱复苏背景下，商务场景恢复弱，大众消费场景为主要驱动，对应的高价位产品增速放缓，中高价位产品销售主要酒企产品结构升级趋势放缓，盈利能力稳中有升。啤酒行业营收稳健增长，成本红利叠加提质增效下盈利加速释放。

### 不同于市场的观点

市场对白酒板块整体较为悲观，我们认为一季报显示板块基本面已在磨底，板块估值回落至价值配置区间，随着宏观需求的逐步复苏，以及外资流入的资金面催化，板块有望迎来估值修复。市场对啤酒高端化节奏存在疑虑，我们分析啤酒企业 2023 与 2024Q1 产品结构，认为高端化趋势仍在延续，短期或体现为结构性升级但长期看整体空间仍大。

### 投资看点

白酒：短期看，基本面磨底，板块分化加剧。2024Q1 季报高端和区域龙头品牌报表韧性较强，次高端白酒业绩的市场预期也有所修正，白酒板块一季报整体平稳过渡。茅台批价短期波动后开始企稳，板块估值回落至价值配置区间，随着宏观催化渐强和外资流入，板块有望迎来估值修复。长期看，我们认为未来除总需求扩张之外，供给端加速集中有望成为下一轮白酒牛市的主要驱动力量。标的选择上建议优选动销较好、报表兑现度高的白酒，首推贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、老白干酒；其次推荐改善弹性较大的舍得酒业、酒鬼酒，关注低估值改善潜力个股洋河股份、口子窖。

啤酒：短期看，行业结构升级逻辑不变，成本端改善，酒厂供给端信心改善，啤酒旺季即将到来，销量有望迎来逐步复苏。中长期看，啤酒行业有消费人群支撑，销量预计表现平稳；结构而言，国内餐饮业修复带动下行业有望受益。我国啤酒企业高端化空间充足，仍为行业主要逻辑，但消费弱复苏的情况下，结构性升级或为现阶段行业的主要特性。同时叠加成本端改善，国内龙头啤酒企业盈利空间或进一步释放，有望走出估值底部。推荐低估值的啤酒龙头青岛啤酒、华润啤酒以及改革预期的燕京啤酒，建议关注重庆啤酒。

## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 白酒：基本面磨底，板块延续分化.....                    | 5  |
| 1.1 2024Q1 白酒板块收入环比略放缓，汾酒/迎驾/老白干/老窖超预期 ... | 7  |
| 1.2 销售收现慢于收入，酒企增加经销商授信.....                | 12 |
| 1.3 盈利能力略有提升，归母净利润增速快于收入.....              | 15 |
| 1.4 产品结构升级趋势放缓，盈利能力稳中有升.....               | 16 |
| 2. 啤酒：成本红利与提质增效带动净利率上行.....                | 21 |
| 2.1 龙头收入稳健增长，盈利加速释放 .....                  | 21 |
| 2.2 吨价持续提升，高端化趋势延续 .....                   | 21 |
| 2.3 产品结构提升与成本下行带动盈利能力提升.....               | 23 |
| 3. 投资建议：白酒板块关注宏观预期改善，啤酒关注旺季催化 .....        | 24 |
| 3.1 白酒：基本面磨底，关注宏观预期改善.....                 | 24 |
| 3.2 啤酒：高端化逻辑延续，关注旺季催化.....                 | 24 |
| 4. 风险提示 .....                              | 24 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1： 2024Q1 白酒板块收入增速环比放缓，板块分化加剧 .....   | 5  |
| 图表 2： 从当期销售收现、合同负债、归母净利率等指标综合来看，2024Q1 汾酒迎驾老白干超预期（单位：亿元） .....                               | 5  |
| 图表 3： 2023 年白酒上市公司前 10 收入市占率为 50.76%，同比提升 0.83pct（单位：亿元） .....                               | 6  |
| 图表 4： 2024Q1 整体法计算白酒板块营业收入同比增长 15.38%（单位：亿元） .   | 7  |
| 图表 5： 2024Q1 高端酒收入增速放缓.....  | 9  |
| 图表 6： 2024Q1 全国次高端收入表现分化.....  | 9  |
| 图表 7： 2024Q1 区域次高端收入韧性较强.....  | 11 |
| 图表 8： 2024Q1 整体法计算白酒板块（营业收入+Δ 合同负债）同比增长 27.31%（单位：亿元） .....                                  | 12 |
| 图表 9： 2024Q1 白酒板块销售收现同比增长 12.76%（单位：亿元） .....  | 13 |
| 图表 10： 2024Q1 经营性现金流净额同比由负转正，同比增长 15.15%（单位：亿元） .....  | 13 |
| 图表 11： 白酒行业重点公司 2024Q1 合同负债合计同比增长 3.09%，高端酒报表余力充足（单位：亿元） .....                               | 14 |
| 图表 12： 白酒重点公司 2024Q1 应收票据及应收账款+应收款项融资合计 445.80 亿元，同比增长 14.70%（单位：亿元） .....                   | 14 |
| 图表 13： 2024Q1 白酒板块归母净利润同比增长 15.68%，略快于收入增速（单位：亿元） .....                                      | 15 |
| 图表 14： 2024Q1 白酒板块毛利率同比提升 0.29pct 至 82.51%，归母净利率同比提升 0.11pct 至 42.05%.....                   | 16 |
| 图表 15： 2024Q1 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 8.02%/3.63%/14.68%，分别同比+0.14/-0.54/+0.42pct ..... | 17 |
| 图表 16： 2024Q1 茅五泸净利润同比增速平稳.....  | 18 |
| 图表 17： 2024Q1 茅五泸归母净利率同比平稳.....  | 18 |
| 图表 18： 2024Q1 全国次高端白酒净利润同比增速分化.....  | 19 |
| 图表 19： 2024Q1 全国次高端白酒归母净利率环比提升.....  | 19 |
| 图表 20： 2024Q1 区域次高端归母净利润增速环比改善.....  | 21 |
| 图表 21： 2024Q1 区域次高端净利率提升.....  | 21 |
| 图表 22： 2024Q1 主要啤酒企业归母净利润均实现同比双位数增长 .....  | 21 |
| 图表 23： 2024Q1 主要啤酒企业吨价均实现同比提升 .....  | 22 |
| 图表 24： 2023 年主要啤酒企业中高档以上产品同比增速更高 .....   | 23 |
| 图表 25： 2024Q1 主要啤酒企业归母净利率均同比提升 .....   | 23 |

图表 26: 2024Q1 主要啤酒企业费用率同比平稳..... 24

## 1. 白酒：基本面磨底，板块延续分化

总体来看，白酒板块收入环比略放缓，区域酒韧性较强。(1) 收入利润角度，2024Q1 白酒板块收入利润增速环比略放缓。细分行业来看，高端酒、次高端酒收入环比降速，区域酒韧性较强。(2) 现金回款来看，2024Q1 回款快于收入，或与打款节奏相关；收现慢于收入，酒企增加经销商授信。(3) 盈利能力方面，大众消费价格带延续增长趋势，商务需求仍然弱复苏，产品结构升级趋势放缓，中档酒替代中低档酒的趋势延续，高端酒和区域龙头品牌盈利能力继续上升，其中高端酒毛利率稳中有升，次高端毛利率除汾酒外均下降，区域酒古井迎驾毛利率提升。

图表1：2024Q1 白酒板块收入增速环比放缓，板块分化加剧

| 证券简称   | 24Q1 收入 | 24Q1 销售商品收到的 | 24Q1 经营活动现金流量 | 24Q1 合同负债 | 24Q1 归母净利润 | 24Q1 归母净 |
|--------|---------|--------------|---------------|-----------|------------|----------|
|        | 同比      | 现金同比         | 净额同比          | 同比        | 润同比        | 利率       |
| 贵州茅台   | 18.04%  | 29.34%       | 75.17%        | 14.33%    | 15.73%     | 51.77%   |
| 五粮液    | 11.86%  | -23.98%      | -94.59%       | -8.82%    | 11.98%     | 40.32%   |
| 泸州老窖   | 20.74%  | 32.31%       | 188.94%       | 46.88%    | 23.20%     | 49.78%   |
| 高端酒合计  | 15.84%  | 8.59%        | -13.67%       | 9.71%     | 15.21%     | 47.16%   |
| 山西汾酒   | 20.94%  | 44.66%       | 105.10%       | 33.98%    | 29.95%     | 40.83%   |
| 舍得酒业   | 4.18%   | -14.27%      | -52.41%       | -70.54%   | -3.37%     | 26.14%   |
| 酒鬼酒    | -48.80% | -58.14%      | -259.83%      | -36.05%   | -75.56%    | 14.86%   |
| 水井坊    | 9.38%   | 5.96%        | 527.32%       | 15.32%    | 16.82%     | 19.96%   |
| 次高端酒合计 | 14.22%  | 26.85%       | 78.01%        | 13.83%    | 20.93%     | 37.48%   |
| 洋河股份   | 8.03%   | 25.09%       | 245.79%       | -16.62%   | 5.02%      | 37.25%   |
| 今世缘    | 22.82%  | 8.84%        | 11.62%        | -14.86%   | 22.12%     | 32.81%   |
| 古井贡酒   | 25.85%  | 7.88%        | -20.29%       | -2.70%    | 31.61%     | 24.93%   |
| 迎驾贡酒   | 21.33%  | 19.17%       | 26.69%        | 2.70%     | 30.43%     | 39.27%   |
| 口子窖    | 11.05%  | 15.46%       | -54.95%       | -15.71%   | 10.02%     | 33.34%   |
| 金种子酒   | -3.02%  | -3.40%       | 7685.71%      | -34.49%   | -          | 4.21%    |
| 老白干酒   | 12.67%  | 17.61%       | 61.87%        | 7.01%     | 33.04%     | 12.05%   |
| 伊力特    | 12.39%  | 8.73%        | -34.48%       | 20.80%    | 7.08%      | 19.12%   |
| 金徽酒    | 20.41%  | 33.05%       | 46.60%        | 47.65%    | 21.58%     | 20.55%   |
| 区域酒合计  | 14.84%  | 16.57%       | 51.26%        | -7.18%    | 14.41%     | 31.80%   |
| 合计     | 15.38%  | 12.76%       | 15.15%        | 3.09%     | 15.68%     | 42.05%   |

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：从当期销售收现、合同负债、归母净利率等指标综合来看，2024Q1 汾酒迎驾老白干超预期（单位：亿元）

|      | 销售收现   |         | 合同负债  |         | 当期收入+△合同负债 |         | 归母净利率  |           |
|------|--------|---------|-------|---------|------------|---------|--------|-----------|
|      | 24Q1   | 24Q1 同比 | 24Q1  | 24Q1 同比 | 24Q1       | 24Q1 同比 | 24Q1   | 24Q1 同比   |
| 贵州茅台 | 462.57 | 29.34%  | 95.23 | 14.33%  | 418.82     | 29.92%  | 51.77% | -1.04pct  |
| 五粮液  | 217.69 | -23.98% | 50.47 | -8.82%  | 330.16     | 35.89%  | 40.32% | 0.04pct   |
| 泸州老窖 | 106.41 | 32.31%  | 25.35 | 46.88%  | 90.50      | 33.69%  | 49.78% | 0.99pct   |
| 山西汾酒 | 142.02 | 44.66%  | 55.90 | 33.98%  | 138.99     | 39.74%  | 40.83% | 2.83pct   |
| 舍得酒业 | 19.17  | -14.27% | 2.35  | -70.54% | 20.64      | -18.12% | 26.14% | -2.04pct  |
| 酒鬼酒  | 3.18   | -58.14% | 2.35  | -36.05% | 4.44       | -50.57% | 14.86% | -16.26pct |

|      |        |        |       |         |        |         |        |          |
|------|--------|--------|-------|---------|--------|---------|--------|----------|
| 水井坊  | 9.30   | 5.96%  | 11.51 | 15.32%  | 8.65   | 4.92%   | 19.96% | 1.27pct  |
| 洋河股份 | 129.06 | 25.09% | 58.15 | -16.62% | 109.65 | 32.44%  | 37.25% | -1.07pct |
| 今世缘  | 37.30  | 8.84%  | 9.73  | -14.86% | 32.44  | 11.63%  | 32.81% | -0.19pct |
| 古井贡酒 | 83.67  | 7.88%  | 46.17 | -2.70%  | 115.02 | 9.52%   | 24.93% | 1.09pct  |
| 迎驾贡酒 | 23.19  | 19.17% | 5.15  | 2.70%   | 21.06  | 19.92%  | 39.27% | 2.74pct  |
| 口子窖  | 14.02  | 15.46% | 3.75  | -15.71% | 17.45  | 18.43%  | 33.34% | -0.31pct |
| 金种子酒 | 4.39   | -3.40% | 1.11  | -34.49% | 4.23   | -14.06% | 4.21%  | 13.72pct |
| 老白干酒 | 19.87  | 17.61% | 23.64 | 7.01%   | 19.73  | 14.65%  | 12.05% | 1.85pct  |
| 伊力特  | 7.77   | 8.73%  | 0.92  | 20.80%  | 8.50   | 15.46%  | 19.12% | -0.95pct |
| 金徽酒  | 12.38  | 33.05% | 6.31  | 47.65%  | 11.31  | 39.53%  | 20.55% | 0.2pct   |

资料来源：Wind，国联证券研究所  
 注：带底色的为表现较好的指标

**行业集中度持续提升。**根据中国酒业协会数据，2016 年白酒行业总销售额为 6125.74 亿元，2023 年销售额为 7563.00 亿元，近 7 年 CAGR 为 3.06%，而 2016-2023 年白酒上市公司前 10 收入由 1202.28 亿元增长至 3838.68 亿元，对应 7 年 CAGR 为 18.04%，收入市占率由 19.63% 提升 31.13pct 至 50.76%，2016-2023 年白酒行业集中度持续提升。

**图表3：2023 年白酒上市公司前 10 收入市占率为 50.76%，同比提升 0.83pct（单位：亿元）**

| 公司             | 2016 年   | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年   | 2022 年   | 2023 年   | 2023 同比 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 贵州茅台           | 401.55   | 610.63   | 771.99   | 888.54   | 979.93   | 1094.64  | 1275.54  | 1505.60  | 18.04%  |
| 五粮液            | 245.44   | 301.87   | 400.30   | 501.18   | 573.21   | 662.09   | 739.69   | 832.72   | 12.58%  |
| 泸州老窖           | 83.04    | 103.95   | 130.55   | 158.17   | 166.53   | 206.42   | 251.24   | 302.33   | 20.34%  |
| 山西汾酒           | 44.05    | 60.37    | 93.82    | 118.80   | 139.90   | 199.71   | 262.14   | 319.28   | 21.80%  |
| 舍得酒业           | 14.62    | 16.38    | 22.12    | 26.50    | 27.04    | 49.69    | 60.56    | 70.81    | 16.93%  |
| 酒鬼酒            | 6.55     | 8.78     | 11.87    | 15.12    | 18.26    | 34.14    | 40.50    | 28.30    | -30.14% |
| 水井坊            | 11.76    | 20.48    | 28.19    | 35.39    | 30.06    | 46.32    | 46.73    | 49.53    | 6.00%   |
| 洋河股份           | 171.83   | 199.18   | 241.60   | 231.26   | 211.01   | 253.50   | 301.05   | 331.26   | 10.04%  |
| 今世缘            | 25.54    | 29.57    | 37.41    | 48.74    | 51.22    | 64.08    | 78.88    | 101.00   | 28.05%  |
| 古井贡酒           | 60.17    | 69.68    | 86.86    | 104.17   | 102.92   | 132.70   | 167.13   | 202.54   | 21.18%  |
| 迎驾贡酒           | 30.38    | 31.38    | 34.89    | 37.77    | 34.52    | 45.77    | 55.05    | 67.20    | 22.07%  |
| 口子窖            | 28.30    | 36.03    | 42.69    | 46.72    | 40.11    | 50.29    | 51.35    | 59.62    | 16.10%  |
| 金种子酒           | 14.36    | 12.90    | 13.15    | 9.14     | 10.38    | 12.11    | 11.86    | 14.69    | 23.92%  |
| 老白干酒           | 24.38    | 25.35    | 35.83    | 40.30    | 35.98    | 40.27    | 46.53    | 52.57    | 12.98%  |
| 伊力特            | 16.93    | 19.19    | 21.24    | 23.02    | 18.02    | 19.38    | 16.23    | 22.31    | 37.46%  |
| 金徽酒            | 12.77    | 13.33    | 14.62    | 16.34    | 17.31    | 17.88    | 20.12    | 25.48    | 26.64%  |
| 顺鑫农业           | 111.97   | 117.34   | 120.74   | 149.00   | 155.11   | 148.69   | 116.78   | 105.93   | -9.30%  |
| 白酒行业总销售额       | 6,125.74 | 5,654.00 | 5,193.09 | 5,621.00 | 5,836.00 | 6,033.48 | 6,626.50 | 7,563.00 | 0.00%   |
| 白酒上市公司前 10 市占率 | 19.63%   | 27.59%   | 37.78%   | 40.68%   | 42.08%   | 47.43%   | 49.92%   | 50.76%   | 0.83pct |

资料来源：Wind，中国酒业协会，国联证券研究所

### 1.1 2024Q1 白酒板块收入环比略放缓，汾酒/迎驾/老白干/老窖超预期

2024Q1 整体法计算白酒板块营业收入同比增长 15.38%。整体法计算白酒行业重点公司 2023Q4 和 2024Q1 营业收入增速分别为 16.26%/15.38%，2024Q1 白酒板块收入增速环比略下降 0.88pct。细分行业来看，高端酒、次高端酒收入环比降速，区域酒韧性较强。2023Q4 和 2024Q1 高端酒营业收入增速分别为 16.86%/15.84%；全国次高端酒增速分别为 30.06%/14.22%；区域次高端酒增速分别为 6.82%/14.84%。板块内部分化加剧，汾酒、迎驾、老白干超预期，老窖略超预期。

图表4：2024Q1 整体法计算白酒板块营业收入同比增长 15.38%（单位：亿元）

| 公司     | 23年     | 23年同比   | 23Q1<br>同比 | 23Q2<br>同比 | 23Q3<br>同比 | 23Q4<br>收入 | 23Q4<br>同比 | 24Q1<br>收入 | 24Q1<br>同比 | 23Q4+24Q1<br>同比 |
|--------|---------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|
| 贵州茅台   | 1505.60 | 18.04%  | 18.66%     | 20.38%     | 13.14%     | 452.44     | 19.80%     | 464.85     | 18.04%     | 18.90%          |
| 五粮液    | 832.72  | 12.58%  | 13.03%     | 5.07%      | 16.99%     | 207.36     | 14.00%     | 348.33     | 11.86%     | 12.65%          |
| 泸州老窖   | 302.33  | 20.34%  | 20.57%     | 30.46%     | 25.41%     | 82.91      | 9.10%      | 91.88      | 20.74%     | 14.93%          |
| 高端酒合计  | 2640.66 | 16.51%  | 16.53%     | 16.95%     | 15.66%     | 742.71     | 16.86%     | 905.06     | 15.84%     | 16.30%          |
| 山西汾酒   | 319.28  | 21.80%  | 20.44%     | 31.75%     | 13.55%     | 51.84      | 27.38%     | 153.38     | 20.94%     | 22.50%          |
| 舍得酒业   | 70.81   | 16.93%  | 7.28%      | 32.10%     | 7.86%      | 18.36      | 27.58%     | 21.05      | 4.18%      | 13.91%          |
| 酒鬼酒    | 28.30   | -30.14% | -42.87%    | -32.02%    | -36.66%    | 6.87       | 21.72%     | 4.94       | -48.80%    | -22.76%         |
| 水井坊    | 49.53   | 6.00%   | -39.69%    | 2.22%      | 21.48%     | 13.65      | 51.32%     | 9.33       | 9.38%      | 30.93%          |
| 次高端酒合计 | 467.92  | 14.15%  | 6.47%      | 21.93%     | 9.64%      | 90.72      | 30.06%     | 188.71     | 14.22%     | 18.92%          |
| 洋河股份   | 331.26  | 10.04%  | 15.51%     | 16.06%     | 11.03%     | 28.43      | -21.51%    | 162.55     | 8.03%      | 2.30%           |
| 今世缘    | 101.00  | 28.05%  | 27.26%     | 30.61%     | 28.04%     | 17.35      | 26.67%     | 46.71      | 22.82%     | 23.84%          |
| 古井贡酒   | 202.54  | 21.18%  | 24.83%     | 26.78%     | 23.39%     | 43.01      | 8.92%      | 82.86      | 25.85%     | 19.51%          |
| 迎驾贡酒   | 67.20   | 22.07%  | 21.60%     | 28.62%     | 21.89%     | 19.16      | 18.80%     | 23.25      | 21.33%     | 20.17%          |
| 口子窖    | 59.62   | 16.10%  | 21.35%     | 34.03%     | 4.67%      | 15.16      | 10.42%     | 17.68      | 11.05%     | 10.76%          |
| 金种子酒   | 14.69   | 23.92%  | 25.48%     | 30.52%     | 43.28%     | 3.96       | 6.80%      | 4.19       | -3.02%     | 1.52%           |
| 老白干酒   | 52.57   | 12.98%  | 10.43%     | 9.99%      | 12.87%     | 14.12      | 17.85%     | 11.30      | 12.67%     | 15.49%          |
| 伊力特    | 22.31   | 37.46%  | 18.53%     | -5.57%     | 143.89%    | 5.88       | 85.72%     | 8.31       | 12.39%     | 34.37%          |
| 金徽酒    | 25.48   | 26.64%  | 26.61%     | 21.05%     | 47.84%     | 5.29       | 17.35%     | 10.76      | 20.41%     | 19.38%          |
| 区域酒合计  | 876.68  | 17.17%  | 19.62%     | 21.33%     | 18.11%     | 152.36     | 6.82%      | 367.60     | 14.84%     | 12.37%          |
| 合计     | 3985.26 | 16.37%  | 15.86%     | 18.49%     | 15.38%     | 985.79     | 16.26%     | 1461.37    | 15.38%     | 15.73%          |

资料来源：Wind，国联证券研究所

**高端酒：高端酒环比增速放缓，贵州茅台收入增速超全年指引，五粮液符合预期，泸州老窖超预期。**高端酒环比增速放缓，2023Q4 和 2024Q1 营业总收入增速分别为 16.86%/15.84%。2023Q4 和 2024Q1 茅台营业总收入分别同比增长 19.80%/18.04%，收入增速超全年指引。五粮液收入符合市场预期，2023Q4 和 2024Q1 五粮液营业总收入分别同比增长 14.00%/11.86%。泸州老窖蓄水池深厚，2023Q4 和 2024Q1 泸州老窖

营业总收入同比增长 9.10%/20.74%，超市场预期。

(1) 贵州茅台：2024Q1 公司实现营业总收入 464.85 亿元，同比增长 18.04%，增速超全年指引。分产品看，2024Q1 茅台酒/系列酒分别实现收入 397.07/59.36 亿元，分别同比增长 17.75%/18.39%，系列酒增长环比降速。分渠道看，2024Q1 直销/批发渠道分别实现收入 193.19/263.24 亿元，分别同比增长 8.49%/25.78%，其中“i 茅台”实现收入 53.43 亿元，同比增长 8.96%。2024Q1 直销收入占营业收入比 42.33%，同比下降 3.64pct。

(2) 五粮液：2023 年公司实现营业总收入 832.72 亿元，同比增长 12.58%，24Q1 实现营业总收入 348.33 亿元，同比增长 11.86%。分产品看，五粮液产品增速高于其他酒产品，2023 年五粮液产品实现收入 628.04 亿元，同比增长 13.50%，其中销量/吨价分别+17.98%/-3.80%，我们预计主要由于 1618 和低度增长快于普五。其他酒产品实现收入 136.43 亿元，同比增长 11.58%，其中销量/吨价分别+27.60%/-12.56%。五粮液收入占比提升 0.25pct 至 82.15%。分区域看，东部、西部、中部等优势区域表现亮眼，2023 年公司东部/南部/西部/北部/中部地区分别实现收入 223.89/68.10/262.15/80.74/129.58 亿元，分别同比+17.92%/-8.97%/+21.71%/-4.04%/+16.30%。

(3) 泸州老窖：2023 年公司实现营业总收入 302.33 亿元，同比增长 20.34%，24Q1 公司实现营业总收入 91.88 亿元，同比增长 20.74%，收入增长超预期。分产品看，公司结构升级延续、吨价提升显著，2023 年中高档酒实现收入 268.41 亿元，同比增长 21.28%，其中销量/吨价分别同比+1.24%/+19.79%，其他酒实现收入 32.36 亿元，同比增长 22.87%。

**全国次高端：2024Q1 板块内部分化加剧，行业集中度提升。**2024Q1 全国次高端营业收入分别同比增长 30.06%/14.22%。板块内部分化加剧，头部公司山西汾酒收入业绩超预期，舍得酒业符合预期，酒鬼酒低于预期。2023Q4 和 2024Q1 山西汾酒营业收入分别同比增长 27.38%/20.94%。2023Q4 和 2024Q1 舍得酒业营业收入分别同比增长 27.58%/4.18%。2023Q4 和 2024Q1 酒鬼酒营业收入分别同比+21.72%/-48.80%。

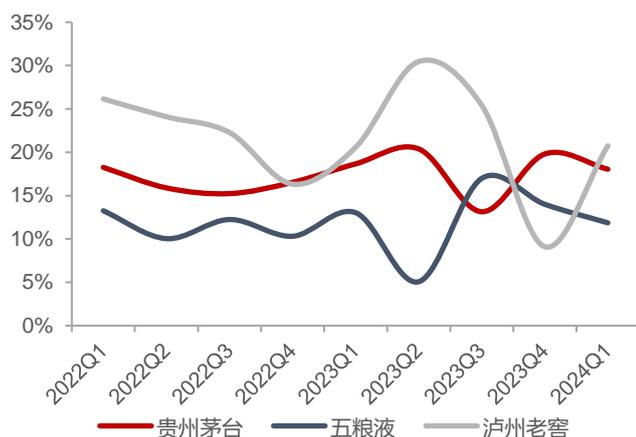
(1) 山西汾酒：2023 年实现营业收入 319.28 亿元，同比增长 21.80%；2024Q1 实现营业总收入 153.38 亿元，同比增长 20.94%。分产品看，青花系列高增长带动产品结构升级，2023 年青花系列销售占比达 46%，我们判断青花系列增速快、2024Q1 仍保持较高增速。青花系列高增带动 2023 年/2024Q1 中高价酒类营收分别同比+22.56%/+24.90%至 232.03/118.60 亿元。分区域看，2023 年公司省内/省外市场收入分别同比+20.41%/+22.84%至 120.84/196.59 亿元，省外占比同比+0.47pct 至 61.93%，随着全国化进一步推进，10 亿元级市场持续增加，长江以南核心市场同比

增长超 30%，2024Q1 省内/省外市场收入分别同比+11.44%/+27.61%至 55.97/97.00 亿元，省外占比延续提升，环比+1.48pct 至 63.41%。

(2) 舍得酒业：2024Q1 实现营业总收入 21.05 亿元，同比增长 4.18%。分价格带看，公司 2024Q1 中高档酒增长快于普通酒，其中中高档酒实现收入 17.25 亿元，同比增长 3.31%，普通酒实现收入 2.38 亿元，同比微增 0.85%，总体来看酒类产品实现收入 19.64 亿元，同比增长 3.01%，其中中高档酒占比同比增加 0.26pct 至 87.88%。分地区看，基地市场增长稳健，渠道延续扩张。公司省内表现优于省外，2024Q1 省内/省外分别实现收入 5.42/14.21 亿元，分别同比+12.22%/-0.12%，省内占比同比增加 2.27pct 至 27.62%。

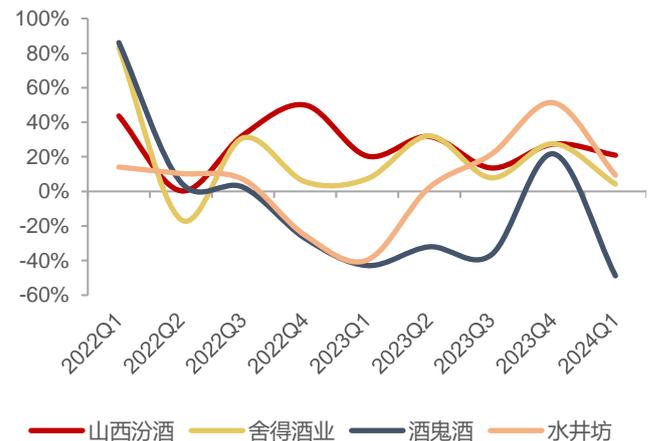
(3) 酒鬼酒：2023 年实现营业总收入 28.30 亿元，同比减少 30.14%。24Q1 实现收入 4.94 亿元，同比减少 48.80%。2023 年公司酒类销售实现收入 28.21 亿元，同比减少 30.12%。酒鬼系列表现相对较好，全国化稳步推进，分产品看，内参系列实现收入 7.15 亿元，同比减少 38.21%，其中销量/吨价分别同比减少 32.69%/8.19%；酒鬼系列实现收入 16.47 亿元，同比减少 27.45%，其中销量/吨价分别同比减少 17.62%/11.92%；湘泉系列实现收入 0.71 亿元，同比减少 68.3%，其中销量/吨价分别同比-74.65%/+26.12%；其他系列实现收入 3.88 亿元，同比减少 0.15%，其中销量/吨价分别同比-9.34%/+10.13%。分地区看，公司国内/国外分别实现收入 28.16/0.04 亿元，分别同比-30.19%/+101.30%。

图表5：2024Q1 高端酒收入增速放缓



资料来源：wind，国联证券研究所

图表6：2024Q1 全国次高端收入表现分化



资料来源：wind，国联证券研究所

**区域次高端韧性较强。**2022 年来 100-300 元价格带需求较好，区域龙头充分受益该价格带扩容，2024Q1 区域次高端收入韧性较强。2023Q4 和 2024Q1 区域次高端营业收入分别同比增长 6.82%/14.84%，其中，老白干酒、迎驾贡酒收入超预期；洋河股份、今世缘、古井贡酒、金徽酒收入符合预期。

(1) 洋河股份：2023 年公司实现营业总收入 331.26 亿元，同比增长 10.04%，

2024Q1 实营业总现收入 162.55 亿元，同比增长 8.03%。中高档酒短期增长降速，2023 年公司中高档酒/普通酒分别实现收入 285.39/39.50 亿元，分别同比增长 8.82%/20.70%。分地区看，省外增速高于省内，2023 年省内/省外分别实现收入 143.93/180.96 亿元，分别同比增长 8.05%/11.85%。

(2) 今世缘：2023 年/2024Q1 公司分别实现营业总收入 101.00/46.71 亿元，分别同比增长 28.05%/22.82%。淡雅、单开等大众价格带产品延续高增长，省内重点市场逐步突破，2023 年公司白酒收入 100.32 亿元，同比增长 27.86%，量/价分别同比增长 19.87%/6.66%。分价格带看，特 A 类增速领先，特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/C、D 类分别实现收入 65.04/28.70/4.11/1.60/0.86 亿元，分别同比增长 25.13%/37.11%/26.68%/9.66%/5.52%。分区域看，2023 年省内/省外分别实现收入 93.11/7.27 亿元，分别同比增长 26.93%/40.18%。省内细分区域来看，苏中收入与销量增速领先，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海分别实现收入 19.90/23.56/13.02/15.88/11.02/9.73 亿元，分别同比增长 25.84%/21.17%/28.64%/38.78%/25.98%/24.99%。公司在淮安、南京市场稳扎稳打，在苏南/苏中多点开花，逐步在竞争中占据优势。

(3) 古井贡酒：2023 年公司实现营业总收入 202.54 亿元，同比增长 21.18%，2024Q1 公司实现营业总收入 82.86 亿元，同比增长 25.85%。2023 年省内消费升级趋势延续，古 16 增长领先。2023 年公司年份原浆实现收入 154.17 亿元，同比增长 27.34%，其中销量/吨价分别同比增长 20.63%/5.57%；古井贡酒实现收入 20.16 亿元，同比增长 7.56%，其中销量/吨价分别同比-3.83%/+11.84%。我们判断省内受益于宴席需求增长，年份原浆产品结构趋势依然明显。分地区看，2023 年华北/华中/华南/国际分别实现收入 18.43/171.07/12.83/0.21 亿元，分别同比 +39.01%/+19.17%/+26.89%/-3.74%。

(4) 迎驾贡酒：2023 年实现营业总收入 67.20 亿元，同比增长 22.07%，2024Q1 实现营业总收入 23.25 亿元，同比增长 21.33%。洞藏表现亮眼带动中高档酒占比提升，分产品看，2023 年/2024Q1 公司中高档白酒收入分别同比+27.84%/+24.27%至 50.22/18.81 亿元，拆分量价来看，2023 年中高档白酒销量/吨价分别同比+20.51%至 3.15 万千升/+6.09%至 15.93 万元。洞藏系列表现亮眼带动产品结构延续升级，2023 年中高档白酒占比同比+2.87pct 至 78.45%，2024Q1 环比 5.62pct 提升至 84.07%。

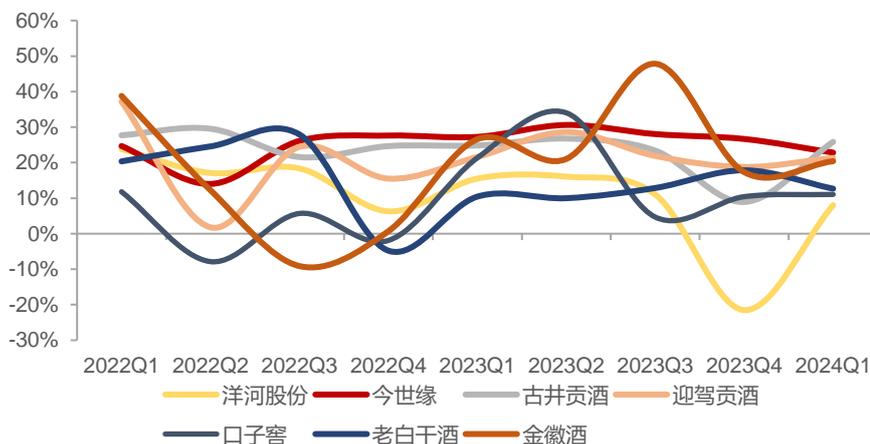
(5) 口子窖：2023 年/2024Q1 公司分别实现营业总收入 59.62/17.68 亿元，分别同比增长 16.10%/11.05%。2023 年公司酒类收入 58.49 亿元，同比增长 15.60%，销量/均价分别增加 7.43%/7.61%。分价格带看，高档白酒增速领先，高档白酒/中档白酒/低档白酒分别实现收入 56.78/0.76/0.95 亿元，分别同比+16.58%/-19.76%/+0.72%，拆分量价看，高档白酒量/价分别增长 13.40%/2.81%，中档白酒量/

价分别-25.45%/+7.64%，低档白酒量/价分别-9.05%/10.74%。2024Q1 公司高档白酒/中档白酒/低档白酒分别实现收入 16.69/0.24/0.43 亿元，分别同比+10.57%/-12.22%/+85.57%。分区域看，省内增速高于省外，2023 年省内/省外分别实现收入 49.02/9.47 亿元，分别同比增长 17.53%/6.56%。2023 年经销商共增加 92 家至 951 家，其中省内经销商增加 18 家至 496 家，省外经销商增加 74 家至 455 家。2024Q1 公司省内/省外分别实现收入 14.84/2.51 亿元，分别同比增长 11.77%/8.51%。

(6) 老白干酒：2023 年公司实现营业总收入 52.57 亿元，同比增长 12.98%；2024Q1 公司实现营业总收入 11.30 亿元，同比增长 12.67%，收入超预期。大众价格带需求较好，2023 年白酒合计实现收入 50.16 亿元，同比增长 15.32%，其中，高档酒/中档酒/低档酒分别实现收入 25.68/14.04/10.45 亿元，分别同比增长 11.38%/20.89%/18.29%。2024Q1 高档酒（百元以上）/中档酒/低档酒分别实现收入 5.26/3.18/2.77 亿元，分别同比增长 35.23%/11.29%/15.39%。分产品看，2023 年衡水老白干系列/板城烧锅酒系列/武陵系列酒/文王贡系列酒/孔府家系列酒分别收入 23.55/9.57/9.79/5.46/1.79 亿元，同比 +10.04%/+15.15%/+28.19%/+16.48%/+22.69%。分区域来看，2023 年河北/山东/安徽/湖南/其他省份/境外分别实现收入 30.39/1.59/5.47/9.79/2.73/0.20 亿元，分别同比 +8.88%/+21.49%/+16.48%/+28.19%/+51.40%/+33.36%。2024Q1 河北/山东/安徽/湖南/其他省份/境外分别实现收入 6.68/0.38/1.28/1.89/0.94/0.04 亿元，分别同比 +21.06%/+39.21%/+13.83%/+21.25%/+51.09%/-19.76%。24Q1 老白干系列增长超预期。

(7) 金徽酒：2024Q1 实现营业收入 10.76 亿元，同比增长 20.41%。公司持续优化产品结构，2024Q1 公司 300 元以上产品实现高增长，主要是金徽 28 品牌力提升，金徽 18 年增长较快。分区域看，公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径，2024Q1 省内/省外营收分别为 8.48/2.18 亿元，分别同比增长 22.55%/13.23%，省内增速高于省外，公司在省内的龙头地位凸显。

图表 7：2024Q1 区域次高端收入韧性较强



资料来源：wind，国联证券研究所

## 1.2 销售收现慢于收入，酒企增加经销商授信

**2024Q1 整体法计算白酒板块（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比增长 27.31%。**整体法计算白酒行业重点公司 2024Q1（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比增长 27.31%，报表仍有余力。2024Q1 高端/次高端/区域酒（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）分别同比 +32.61%/+21.72%/+18.35%，均高于营业收入增速，部分原因由于今年春节相对于往年略晚导致春节旺季的回款大部分反应在 2024Q1，打款节奏有一定差异。

**图表8：2024Q1 整体法计算白酒板块（营业收入+ $\Delta$ 合同负债）同比增长 27.31%（单位：亿元）**

| 公司   | 22年     | 22年同比   | 23年     | 23年同比   | 23Q1 同比 | 23Q2 同比 | 23Q3 同比 | 23Q4    | 23Q4 同比 | 24Q1    | 24Q1 同比 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 贵州茅台 | 1303.07 | 6.65%   | 1492.14 | 14.51%  | 11.97%  | 10.90%  | 18.08%  | 479.76  | 15.87%  | 418.82  | 29.92%  |
| 五粮液  | 732.89  | -7.51%  | 777.57  | 6.10%   | 34.26%  | 4.49%   | 10.78%  | 236.51  | -14.32% | 330.16  | 35.89%  |
| 泸州老窖 | 241.80  | 0.11%   | 303.40  | 25.48%  | 48.30%  | 21.49%  | 54.24%  | 80.02   | -3.18%  | 90.50   | 33.69%  |
| 高端酒  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 合计   | 2277.76 | 0.97%   | 2573.11 | 12.97%  | 23.03%  | 10.60%  | 19.62%  | 796.29  | 3.05%   | 839.48  | 32.61%  |
| 山西汾酒 | 257.46  | -5.85%  | 320.49  | 24.48%  | 41.38%  | 37.16%  | 6.89%   | 70.41   | 12.60%  | 138.99  | 39.74%  |
| 舍得酒业 | 56.95   | 1.23%   | 70.60   | 23.97%  | 55.86%  | 3.16%   | 0.85%   | 17.86   | 29.95%  | 20.64   | -18.12% |
| 酒鬼酒  | 31.02   | -35.32% | 26.81   | -13.58% | -8.55%  | -9.81%  | -45.17% | 7.21    | 10.37%  | 4.44    | -50.57% |
| 水井坊  | 47.41   | -15.19% | 51.45   | 8.52%   | -36.40% | 12.55%  | 15.48%  | 14.63   | 53.44%  | 8.65    | 4.92%   |
| 次高端酒 |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 合计   | 392.84  | -9.40%  | 469.36  | 19.48%  | 29.82%  | 26.26%  | 3.92%   | 110.11  | 19.24%  | 172.71  | 21.72%  |
| 洋河股份 | 280.42  | -31.86% | 304.89  | 8.73%   | 18.50%  | 28.56%  | 9.76%   | 84.32   | -8.26%  | 109.65  | 32.44%  |
| 今世缘  | 78.61   | -7.25%  | 104.60  | 33.07%  | 41.26%  | 39.79%  | 15.77%  | 28.25   | 38.62%  | 32.44   | 11.63%  |
| 古井贡酒 | 157.14  | 4.10%   | 208.28  | 32.54%  | 29.00%  | 22.05%  | 20.36%  | 23.87   | 135.83% | 115.02  | 9.52%   |
| 迎驾贡酒 | 55.69   | 7.63%   | 67.92   | 21.97%  | 21.46%  | 42.40%  | 18.43%  | 21.43   | 15.54%  | 21.06   | 19.92%  |
| 口子窖  | 50.21   | -12.01% | 57.96   | 15.44%  | 45.74%  | 59.50%  | -18.14% | 15.31   | -1.35%  | 17.45   | 18.43%  |
| 金种子酒 | 11.98   | -8.25%  | 14.67   | 22.42%  | 55.04%  | -4.95%  | 39.58%  | 4.06    | 4.84%   | 4.23    | -14.06% |
| 老白干酒 | 47.86   | -11.14% | 52.87   | 10.47%  | 5.61%   | 20.02%  | 3.44%   | 9.07    | 28.71%  | 19.73   | 14.65%  |
| 伊力特  | 16.19   | -19.92% | 22.25   | 37.43%  | 10.70%  | -2.15%  | 157.95% | 6.24    | 91.06%  | 8.50    | 15.46%  |
| 金徽酒  | 21.63   | 0.77%   | 26.13   | 20.79%  | 8.47%   | 57.30%  | 50.78%  | 6.72    | -1.73%  | 11.31   | 39.53%  |
| 区域酒  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 合计   | 719.73  | -16.76% | 859.58  | 19.43%  | 24.68%  | 30.79%  | 12.88%  | 199.26  | 12.26%  | 339.40  | 18.35%  |
| 合计   | 3390.34 | -4.61%  | 3902.06 | 15.09%  | 24.34%  | 16.22%  | 16.04%  | 1105.66 | 6.05%   | 1351.59 | 27.31%  |

资料来源：Wind，国联证券研究所

**2024Q1 整体法计算白酒板块销售收现同比增长 12.76%。**整体法计算白酒板块销售收现同比增长 12.76%。2024Q1 高端/次高端/区域酒销售收现分别同比增长 +8.59%/+26.85%/+16.57%，销售收现增速慢于收入增速，结合 2024Q1（收入+ $\Delta$ 合同负债）增速较快，我们判断主要由于白酒公司给予了更多票据/授信等政策，因此收现慢于收入。

**图表9：2024Q1 白酒板块销售收现同比增长 12.76%（单位：亿元）**

| 公司     | 23年     | 23年同比   | 23Q1 同比 | 23Q2 同比 | 23Q3 同比 | 23Q4    | 23Q4 同比 | 24Q1    | 24Q1 同比 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 贵州茅台   | 1637.00 | 16.35%  | 13.58%  | 12.27%  | 20.97%  | 524.46  | 17.42%  | 462.57  | 29.34%  |
| 五粮液    | 1053.50 | 28.84%  | 108.49% | -18.55% | 35.11%  | 385.32  | 17.67%  | 217.69  | -23.98% |
| 泸州老窖   | 315.89  | 21.91%  | 7.26%   | 25.75%  | 90.42%  | 39.45   | -28.84% | 106.41  | 32.31%  |
| 高端酒合计  | 3006.39 | 21.04%  | 37.41%  | 4.20%   | 31.63%  | 949.22  | 14.43%  | 786.67  | 8.59%   |
| 山西汾酒   | 301.31  | 4.94%   | 10.66%  | 35.49%  | -15.88% | 58.79   | -5.74%  | 142.02  | 44.66%  |
| 舍得酒业   | 73.60   | 22.39%  | 22.99%  | 36.02%  | -16.65% | 18.88   | 65.86%  | 19.17   | -14.27% |
| 酒鬼酒    | 25.13   | -26.07% | -19.27% | -40.30% | -33.31% | 5.77    | -2.14%  | 3.18    | -58.14% |
| 水井坊    | 56.36   | 7.53%   | -36.71% | 9.36%   | 15.12%  | 16.18   | 48.47%  | 9.30    | 5.96%   |
| 次高端酒合计 | 456.40  | 5.24%   | 5.17%   | 24.86%  | -12.16% | 99.61   | 10.02%  | 173.67  | 26.85%  |
| 洋河股份   | 348.54  | 12.84%  | 28.88%  | 13.83%  | 11.58%  | 93.12   | -0.26%  | 129.06  | 25.09%  |
| 今世缘    | 120.61  | 24.83%  | 33.69%  | 32.64%  | 4.35%   | 31.84   | 35.36%  | 37.30   | 8.84%   |
| 古井贡酒   | 207.97  | 19.88%  | 25.76%  | 19.28%  | 26.80%  | 34.47   | 2.71%   | 83.67   | 7.88%   |
| 迎驾贡酒   | 76.27   | 17.69%  | 20.51%  | 42.45%  | 18.45%  | 24.49   | 4.94%   | 23.19   | 19.17%  |
| 口子窖    | 57.91   | 10.99%  | 6.93%   | 48.93%  | 20.27%  | 17.17   | -11.39% | 14.02   | 15.46%  |
| 金种子酒   | 13.03   | -8.10%  | 38.42%  | 52.09%  | 4.30%   | 0.17    | -95.97% | 4.39    | -3.40%  |
| 老白干酒   | 58.14   | 14.64%  | 0.31%   | 24.90%  | 12.78%  | 11.43   | 35.83%  | 19.87   | 17.61%  |
| 伊力特    | 23.06   | 32.78%  | 11.20%  | -21.60% | 156.93% | 7.30    | 84.09%  | 7.77    | 8.73%   |
| 金徽酒    | 29.36   | 20.25%  | 10.02%  | 93.07%  | 30.13%  | 7.32    | -8.60%  | 12.38   | 33.05%  |
| 区域酒合计  | 934.87  | 16.48%  | 23.76%  | 23.87%  | 15.70%  | 227.31  | 4.40%   | 331.63  | 16.57%  |
| 合计     | 4397.66 | 18.22%  | 29.14%  | 10.28%  | 22.03%  | 1276.15 | 12.16%  | 1291.97 | 12.76%  |

资料来源：Wind，国联证券研究所

由于2024Q1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2023Q4经营性净现金流净额同比下降17.93%，2024Q1经营性净现金流净额同比由负转正，同比增长15.15%。细分行业来看，高端酒2023Q4/2024Q1经营性净现金流净额分别同比减少12.47%/13.67%；全国次高端2023Q4经营性净现金流净额同比减少80.52%，2024Q1经营性净现金流净额同比增速转正，同比提升78.01%；区域次高端2023Q4和2024Q1经营性净现金流净额分别同比-36.68%/+51.26%。

**图表10：2024Q1 经营性现金流净额同比由负转正，同比增长 15.15%（单位：亿元）**

| 公司     | 23年     | 23年同比   | 23Q1 同比  | 23Q2 同比   | 23Q3 同比  | 23Q4   | 23Q4 同比  | 24Q1   | 24Q1 同比  |
|--------|---------|---------|----------|-----------|----------|--------|----------|--------|----------|
| 贵州茅台   | 665.93  | 81.46%  | -        | 266.25%   | 108.30%  | 165.91 | -39.21%  | 91.87  | 75.17%   |
| 五粮液    | 417.42  | 70.86%  | -        | -66.07%   | 24.28%   | 193.54 | 41.83%   | 5.16   | -94.59%  |
| 泸州老窖   | 106.48  | 28.87%  | 33.34%   | 40.52%    | 52.32%   | 15.96  | -18.18%  | 43.59  | 188.94%  |
| 高端酒合计  | 1189.84 | 71.47%  | -        | 105.82%   | 65.83%   | 375.41 | -12.47%  | 140.63 | -13.67%  |
| 山西汾酒   | 72.25   | -29.92% | -2.98%   | 55.12%    | -39.40%  | -0.78  | -103.62% | 70.41  | 105.10%  |
| 舍得酒业   | 7.16    | -31.28% | -45.59%  | -5339.93% | -109.17% | 1.35   | -964.44% | 1.08   | -52.41%  |
| 酒鬼酒    | 0.51    | -87.21% | 286.52%  | -132.00%  | -110.01% | -0.06  | -96.10%  | -2.65  | -259.83% |
| 水井坊    | 17.34   | 31.98%  | -104.14% | -         | 21.20%   | 3.78   | 84.77%   | -1.02  | 527.32%  |
| 次高端酒合计 | 97.25   | -25.56% | -13.28%  | 113.02%   | -38.69%  | 4.29   | -80.52%  | 67.83  | 78.01%   |
| 洋河股份   | 61.30   | 68.06%  | -        | -         | 16.60%   | 17.87  | -61.19%  | 48.50  | 245.79%  |
| 今世缘    | 28.00   | 0.74%   | 46.56%   | -141.02%  | -12.17%  | 8.19   | 41.19%   | 10.02  | 11.62%   |
| 古井贡酒   | 44.96   | 44.67%  | 10.89%   | 16.55%    | 13.80%   | -12.23 | -37.42%  | 24.54  | -20.29%  |

|       |         |          |          |          |        |        |           |        |          |
|-------|---------|----------|----------|----------|--------|--------|-----------|--------|----------|
| 迎驾贡酒  | 21.98   | 19.44%   | -8.00%   | -43.45%  | 16.21% | 11.49  | 14.27%    | 6.20   | 26.69%   |
| 口子窖   | 9.11    | 9.84%    | -247.89% | -157.53% | 11.14% | 4.94   | -36.52%   | -1.04  | -54.95%  |
| 金种子酒  | 0.89    | -        | -        | -        | -      | -0.26  | -         | -1.05  | 7685.71% |
| 老白干酒  | 7.95    | 27.90%   | -56.60%  | -79.21%  | 16.27% | -0.34  | -72.22%   | 4.10   | 61.87%   |
| 伊力特   | 3.02    | -301.75% | 78.78%   | -38.45%  | -      | 0.93   | -1379.60% | 1.60   | -34.48%  |
| 金徽酒   | 4.50    | 41.01%   | -12.92%  | -224.70% | -      | 2.05   | -27.46%   | 3.43   | 46.60%   |
| 区域酒合计 | 181.71  | 44.98%   | 245.23%  | -132.31% | 18.64% | 32.63  | -36.68%   | 96.30  | 51.26%   |
| 合计    | 1468.81 | 54.63%   | -        | 127.35%  | 38.61% | 412.33 | -17.93%   | 304.76 | 15.15%   |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

**2024Q1 白酒板块内部合同负债增速表现分化, 部分酒企旺季加快发货节奏, 报表调节余地进一步被压缩。**整体法计算白酒行业重点公司 2023Q4 和 2024Q1 合同负债合计同比增速分别为-14.08%/+3.09%, 其中 2023Q4 高端酒/全国次高端/区域次高端合同负债分别同比变动-22.21%/+1.66%/-8.54%; 2024Q1 高端酒/全国次高端/区域次高端合同负债分别同比变动+9.71%/+13.83%/-7.18%。

**图表11: 白酒行业重点公司 2024Q1 合同负债合计同比增长 3.09%, 高端酒报表余力充足 (单位: 亿元)**

| 公司     | 23年    | 23年同比   | 23Q1 同比 | 23Q2 同比 | 23Q3 同比 | 23Q4   | 23Q4 同比 | 24Q1   | 24Q1 同比 |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 贵州茅台   | 141.26 | -8.70%  | 0.10%   | -24.14% | -3.73%  | 141.26 | -8.70%  | 95.23  | 14.33%  |
| 五粮液    | 68.64  | -44.55% | 53.48%  | 94.46%  | 33.26%  | 68.64  | -44.55% | 50.47  | -8.82%  |
| 泸州老窖   | 26.73  | 4.15%   | -2.11%  | -17.00% | 55.83%  | 26.73  | 4.15%   | 25.35  | 46.88%  |
| 高端酒合计  | 236.63 | -22.21% | 13.88%  | -6.90%  | 9.61%   | 236.63 | -22.21% | 171.06 | 9.71%   |
| 山西汾酒   | 70.29  | 1.75%   | 7.51%   | 18.77%  | 9.46%   | 70.29  | 1.75%   | 55.90  | 33.98%  |
| 舍得酒业   | 2.77   | -7.05%  | 103.57% | 17.67%  | -9.91%  | 2.77   | -7.05%  | 2.35   | -70.54% |
| 酒鬼酒    | 2.85   | -34.34% | -45.67% | -19.47% | -27.20% | 2.85   | -34.34% | 2.35   | -36.05% |
| 水井坊    | 12.20  | 18.72%  | 18.91%  | 26.73%  | 14.91%  | 12.20  | 18.72%  | 11.51  | 15.32%  |
| 次高端酒合计 | 88.10  | 1.66%   | 9.46%   | 16.54%  | 7.22%   | 88.10  | 1.66%   | 72.10  | 13.83%  |
| 洋河股份   | 111.05 | -19.19% | -28.58% | -32.70% | -32.51% | 111.05 | -19.19% | 58.15  | -16.62% |
| 今世缘    | 24.00  | 17.65%  | 0.62%   | 10.99%  | -4.49%  | 24.00  | 17.65%  | 9.73   | -14.86% |
| 古井贡酒   | 14.01  | 69.50%  | 1.12%   | -11.74% | -11.91% | 14.01  | 69.50%  | 46.17  | -2.70%  |
| 迎驾贡酒   | 7.33   | 10.95%  | 7.15%   | 33.54%  | 20.82%  | 7.33   | 10.95%  | 5.15   | 2.70%   |
| 口子窖    | 3.97   | -29.42% | 18.11%  | 83.47%  | -0.41%  | 3.97   | -29.42% | 3.75   | -15.71% |
| 金种子酒   | 1.08   | -2.30%  | 140.58% | 9.27%   | 4.21%   | 1.08   | -2.30%  | 1.11   | -34.49% |
| 老白干酒   | 15.21  | 1.99%   | 6.22%   | 9.77%   | 2.08%   | 15.21  | 1.99%   | 23.64  | 7.01%   |
| 伊力特    | 0.73   | -8.01%  | -39.17% | -35.46% | -46.50% | 0.73   | -8.01%  | 0.92   | 20.80%  |
| 金徽酒    | 5.75   | 12.84%  | 6.78%   | 52.61%  | 56.27%  | 5.75   | 12.84%  | 6.31   | 47.65%  |
| 区域酒合计  | 183.14 | -8.54%  | -12.67% | -13.89% | -17.61% | 183.14 | -8.54%  | 154.93 | -7.18%  |
| 合计     | 507.87 | -14.08% | 0.06%   | -5.51%  | -2.13%  | 507.87 | -14.08% | 398.09 | 3.09%   |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表12: 白酒重点公司 2024Q1 应收票据及应收账款+应收款项融资合计 445.80 亿元, 同比增长 14.70% (单位: 亿元)**

| 公司   | 23年    | 23年同比   | 23Q1 同比 | 23Q2 同比 | 23Q3 同比 | 23Q4   | 23Q4 同比 | 24Q1   | 24Q1 同比 |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 贵州茅台 | 0.74   | 74.31%  | -       | -77.41% | -10.16% | 0.74   | -41.21% | 2.14   | 266.04% |
| 五粮液  | 141.29 | -51.38% | -14.44% | -2.56%  | -19.75% | 141.29 | -51.38% | 282.75 | 5.66%   |
| 泸州老窖 | 59.56  | 29.77%  | 62.70%  | 66.17%  | 92.72%  | 59.56  | 29.77%  | 53.52  | 24.30%  |

|        |        |         |         |         |         |        |         |        |         |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 高端酒合计  | 201.59 | -40.31% | -8.25%  | 1.14%   | -9.44%  | 201.59 | -40.31% | 338.41 | 8.73%   |
| 山西汾酒   | 16.01  | 58.03%  | -65.75% | -62.12% | -6.17%  | 16.01  | 58.03%  | 19.22  | 107.15% |
| 舍得酒业   | 5.31   | 64.42%  | 117.93% | 7.14%   | 139.92% | 5.31   | 64.42%  | 8.41   | -8.18%  |
| 酒鬼酒    | 2.73   | 22.11%  | -43.83% | 33.61%  | -23.95% | 2.73   | 22.11%  | 3.62   | -0.13%  |
| 水井坊    | 0.02   | -36.50% | -81.36% | -69.41% | -37.59% | 0.02   | -36.50% | 0.08   | 48.94%  |
| 次高端酒合计 | 24.08  | 54.00%  | -41.86% | -44.57% | 12.29%  | 24.08  | 54.00%  | 31.34  | 41.67%  |
| 洋河股份   | 7.92   | -33.72% | -60.10% | 227.81% | 274.34% | 7.92   | -33.72% | 9.31   | 319.93% |
| 今世缘    | 0.60   | 28.51%  | 26.20%  | 123.47% | 5.30%   | 0.60   | 28.51%  | 0.71   | -43.56% |
| 古井贡酒   | 10.26  | 266.35% | 14.59%  | 21.35%  | 16.18%  | 10.26  | 266.35% | 48.37  | 32.79%  |
| 迎驾贡酒   | 0.44   | -51.77% | 13.29%  | -12.62% | -12.15% | 0.44   | -51.77% | 0.59   | -7.88%  |
| 口子窖    | 4.46   | 29.87%  | 53.38%  | 125.88% | -14.97% | 4.46   | 29.87%  | 8.69   | 47.57%  |
| 金种子酒   | 1.77   | -21.64% | 33.32%  | -25.51% | -46.92% | 1.77   | -21.64% | 2.16   | -34.57% |
| 老白干酒   | 1.74   | -4.65%  | 12.44%  | -3.60%  | -2.87%  | 1.74   | -4.65%  | 3.61   | 1.64%   |
| 伊力特    | 1.17   | 16.39%  | -24.99% | 3.65%   | -13.90% | 1.17   | 16.39%  | 2.38   | 29.63%  |
| 金徽酒    | 0.07   | -52.21% | 60.07%  | 123.58% | 80.88%  | 0.07   | -52.21% | 0.22   | 13.51%  |
| 区域酒合计  | 28.42  | 14.68%  | 8.56%   | 46.48%  | 18.61%  | 28.42  | 14.68%  | 76.05  | 37.48%  |
| 合计     | 254.09 | -32.81% | -9.23%  | -0.14%  | -5.47%  | 254.09 | -32.81% | 445.80 | 14.70%  |

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.3 盈利能力略有提升，归母净利润增速快于收入

**2024Q1 整体法计算白酒板块归母净利润同比增长 15.68%，略快于收入增速。**

2024Q1 高端/次高端/区域酒归母净利润分别同比增长 15.21%/20.93%/14.41%，高端酒环比降速，次高端和区域酒环比提速。2024Q1 汾酒、迎驾、老窖、老白干业绩超预期。

**图表13：2024Q1 白酒板块归母净利润同比增长 15.68%，略快于收入增速（单位：亿元）**

| 公司     | 23 年    | 23 年同比  | 23Q1 同比 | 23Q2 同比 | 23Q3 同比 | 23Q4   | 23Q4 同比  | 24Q1   | 24Q1 同比 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|----------|--------|---------|
| 贵州茅台   | 747.34  | 19.16%  | 20.59%  | 21.01%  | 15.68%  | 218.58 | 19.33%   | 240.65 | 15.73%  |
| 五粮液    | 302.11  | 13.19%  | 15.89%  | 5.11%   | 18.52%  | 73.78  | 10.09%   | 140.45 | 11.98%  |
| 泸州老窖   | 132.46  | 27.79%  | 29.10%  | 27.16%  | 29.43%  | 26.80  | 24.78%   | 45.74  | 23.20%  |
| 高端酒合计  | 1181.91 | 18.46%  | 19.73%  | 18.36%  | 17.97%  | 319.16 | 17.48%   | 426.84 | 15.21%  |
| 山西汾酒   | 104.38  | 28.93%  | 29.89%  | 49.57%  | 27.12%  | 10.07  | 1.96%    | 62.62  | 29.95%  |
| 舍得酒业   | 17.71   | 5.09%   | 7.34%   | 14.83%  | 3.01%   | 4.76   | -1.91%   | 5.50   | -3.37%  |
| 酒鬼酒    | 5.48    | -47.77% | -42.38% | -38.19% | -77.65% | 0.69   | -10.05%  | 0.73   | -75.56% |
| 水井坊    | 12.69   | 4.36%   | -56.02% | -       | 19.61%  | 2.46   | 53.17%   | 1.86   | 16.82%  |
| 次高端酒合计 | 140.26  | 16.44%  | 14.13%  | 35.99%  | 15.19%  | 17.98  | 5.14%    | 70.72  | 20.93%  |
| 洋河股份   | 100.16  | 6.80%   | 15.66%  | 9.86%   | 7.46%   | -1.88  | -161.29% | 60.55  | 5.02%   |
| 今世缘    | 31.36   | 25.30%  | 25.20%  | 29.13%  | 26.38%  | 5.00   | 18.75%   | 15.33  | 22.12%  |
| 古井贡酒   | 45.89   | 46.01%  | 42.87%  | 47.52%  | 46.78%  | 7.77   | 49.20%   | 20.66  | 31.61%  |
| 迎驾贡酒   | 22.88   | 34.17%  | 27.17%  | 59.04%  | 39.48%  | 6.33   | 26.03%   | 9.13   | 30.43%  |
| 口子窖    | 17.21   | 11.04%  | 10.37%  | 22.78%  | 8.36%   | 3.73   | 6.95%    | 5.89   | 10.02%  |
| 金种子酒   | -0.22   | -       | -       | -       | -       | 0.13   | -        | 0.18   | -       |
| 老白干酒   | 6.66    | -5.89%  | -61.51% | 18.50%  | 17.87%  | 2.48   | 42.21%   | 1.36   | 33.04%  |
| 伊力特    | 3.40    | 105.43% | 36.97%  | 39.81%  | 363.75% | 1.11   | 331.22%  | 1.59   | 7.08%   |

|       |         |        |        |        |         |        |         |        |        |
|-------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 金徽酒   | 3.29    | 17.35% | 10.41% | 53.74% | 884.79% | 0.56   | -15.44% | 2.21   | 21.58% |
| 区域酒合计 | 230.63  | 19.84% | 18.15% | 26.53% | 22.88%  | 25.23  | 9.04%   | 116.90 | 14.41% |
| 合计    | 1552.80 | 18.48% | 18.78% | 20.90% | 18.37%  | 362.37 | 16.18%  | 614.47 | 15.68% |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 1.4 产品结构升级趋势放缓, 盈利能力稳中有升

大众消费价格带延续增长趋势, 商务需求仍然弱复苏, 产品结构升级趋势放缓, 盈利能力稳中有升。2024Q1 白酒板块毛利率同比提升 0.29pct 至 82.51%, 毛利率提升节奏放缓, 2024Q1 高端/次高端/区域酒毛利率分别为 86.68%/77.07%/75.11%, 分别同比提升 0.23/0.43/0.27pct, 高端酒毛利率稳中有升, 次高端毛利率除汾酒外均下降, 区域酒古井迎驾等毛利率提升。毛利率提升节奏趋缓, 一方面由于产品结构升级趋势放缓, 另外一方面由于酒企加大费用投放货折增加。2024Q1 归母净利率同比提升 0.11pct 至 42.05%。归母净利率分别为 47.16%/37.48%/31.80%, 分别同比变动 -0.26/+2.08/-0.12pct, 销售费用率和营业税金率增加拉低了归母净利率。

**图表 14: 2024Q1 白酒板块毛利率同比提升 0.29pct 至 82.51%, 归母净利率同比提升 0.11pct 至 42.05%**

|        | 毛利率    |          |        |           |        |           | 归母净利率  |          |        |           |        |           |
|--------|--------|----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|----------|--------|-----------|--------|-----------|
|        | 23 年   | 23 年同比   | 23Q4   | 23Q4 同比   | 24Q1   | 24Q1 同比   | 23 年   | 23 年同比   | 23Q4   | 23Q4 同比   | 24Q1   | 24Q1 同比   |
| 贵州茅台   | 91.96% | 0.1pct   | 92.56% | 0.71pct   | 92.61% | 0.02pct   | 49.64% | 0.47pct  | 48.31% | -0.19pct  | 51.77% | -1.04pct  |
| 五粮液    | 75.79% | 0.37pct  | 75.60% | 1.85pct   | 78.43% | 0.03pct   | 36.28% | 0.2pct   | 35.58% | -1.26pct  | 40.32% | 0.04pct   |
| 泸州老窖   | 88.30% | 1.71pct  | 87.91% | 1.76pct   | 88.37% | 0.28pct   | 43.81% | 2.56pct  | 32.33% | 4.06pct   | 49.78% | 0.99pct   |
| 高端酒合计  | 86.39% | 0.56pct  | 87.25% | 1.34pct   | 86.68% | 0.23pct   | 44.76% | 0.74pct  | 42.97% | 0.23pct   | 47.16% | -0.26pct  |
| 山西汾酒   | 75.31% | -0.05pct | 72.06% | 3.01pct   | 77.46% | 1.9pct    | 32.69% | 1.81pct  | 19.42% | -4.84pct  | 40.83% | 2.83pct   |
| 舍得酒业   | 74.50% | -3.22pct | 72.27% | -3.48pct  | 74.16% | -4.22pct  | 25.02% | -2.82pct | 25.94% | -7.8pct   | 26.14% | -2.04pct  |
| 酒鬼酒    | 78.35% | -1.29pct | 76.64% | -1.83pct  | 71.08% | -10.46pct | 19.36% | -6.53pct | 10.05% | -3.55pct  | 14.86% | -16.26pct |
| 水井坊    | 83.16% | -1.33pct | 83.10% | -0.74pct  | 80.47% | -2.7pct   | 25.62% | -0.4pct  | 18.05% | 0.22pct   | 19.96% | 1.27pct   |
| 次高端酒合计 | 76.20% | -0.97pct | 74.11% | 1pct      | 77.07% | 0.43pct   | 29.98% | 0.59pct  | 19.83% | -4.7pct   | 37.48% | 2.08pct   |
| 洋河股份   | 75.25% | 0.64pct  | 69.62% | -5.46pct  | 76.03% | -0.56pct  | 30.24% | -0.91pct | -6.60% | -15.04pct | 37.25% | -1.07pct  |
| 今世缘    | 78.34% | 1.75pct  | 88.36% | 1.9pct    | 74.23% | -1.16pct  | 31.05% | -0.68pct | 28.84% | -1.92pct  | 32.81% | -0.19pct  |
| 古井贡酒   | 79.07% | 1.9pct   | 79.17% | -0.46pct  | 80.35% | 0.68pct   | 22.66% | 3.85pct  | 18.06% | 4.87pct   | 24.93% | 1.09pct   |
| 迎驾贡酒   | 71.37% | 3.35pct  | 70.71% | 3.98pct   | 75.09% | 3.91pct   | 34.04% | 3.07pct  | 33.03% | 1.9pct    | 39.27% | 2.74pct   |
| 口子窖    | 75.19% | 1.03pct  | 75.10% | 1.68pct   | 76.48% | -0.15pct  | 28.87% | -1.32pct | 24.58% | -0.8pct   | 33.34% | -0.31pct  |
| 金种子酒   | 40.32% | 13.88pct | 52.65% | 33.44pct  | 44.52% | 17.29pct  | -1.50% | 14.28pct | 3.23%  | 17.09pct  | 4.21%  | 13.72pct  |
| 老白干酒   | 67.15% | -1.2pct  | 68.24% | -1.73pct  | 62.72% | -2.71pct  | 12.67% | -2.54pct | 17.55% | 3.01pct   | 12.05% | 1.85pct   |
| 伊力特    | 48.23% | 0.18pct  | 47.45% | -10.83pct | 51.89% | 0.44pct   | 15.23% | 5.04pct  | 18.86% | 10.74pct  | 19.12% | -0.95pct  |
| 金徽酒    | 62.44% | -0.35pct | 58.42% | -5.06pct  | 65.40% | 0.43pct   | 12.91% | -1.02pct | 10.64% | -4.13pct  | 20.55% | 0.2pct    |
| 区域酒合计  | 74.05% | 1.23pct  | 73.32% | -0.39pct  | 75.11% | 0.27pct   | 26.31% | 0.59pct  | 16.56% | 0.34pct   | 31.80% | -0.12pct  |
| 合计     | 82.45% | 0.54pct  | 83.86% | 1.09pct   | 82.51% | 0.29pct   | 38.96% | 0.69pct  | 36.76% | -0.02pct  | 42.05% | 0.11pct   |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

2024Q1 期间费用率基本持平, 销售费用率/营业税金率增加, 管理费用率下降。2024Q1 白酒板块期间(销售费用率+管理费用率+税金及附加率)为 26.32%, 同比增加 0.03pct。2024Q1 销售费用率/管理费用率/营业税金及附加比率分别为

8.02%/3.63%/14.68%，分别同比+0.14/-0.54/+0.42pct。

**图表15：2024Q1 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 8.02%/3.63%/14.68%，分别同比+0.14/-0.54/+0.42pct**

|        | 销售费用率  |           |        |          | 管理费用率  |          |       |          | 营业税金及附加比率 |          |        |          |
|--------|--------|-----------|--------|----------|--------|----------|-------|----------|-----------|----------|--------|----------|
|        | 23Q4   | 同比变动      | 24Q1   | 同比变动     | 23Q4   | 同比变动     | 24Q1  | 同比变动     | 23Q4      | 同比变动     | 24Q1   | 同比变动     |
| 贵州茅台   | 3.51%  | 1.14pct   | 2.45%  | 0.53pct  | 8.83%  | -0.29pct | 4.44% | -0.67pct | 13.71%    | 0.86pct  | 15.49% | 1.62pct  |
| 五粮液    | 7.57%  | 2.26pct   | 7.53%  | 0.75pct  | 4.42%  | -0.18pct | 3.06% | -0.47pct | 16.89%    | 0.91pct  | 13.95% | -0.37pct |
| 泸州老窖   | 18.91% | 0.01pct   | 7.85%  | -1.23pct | 3.58%  | -0.78pct | 2.49% | -0.79pct | 22.30%    | -3.24pct | 12.44% | 0.17pct  |
| 高端酒合计  | 6.36%  | 1.18pct   | 4.96%  | 0.4pct   | 7.01%  | -0.24pct | 3.71% | -0.59pct | 15.56%    | 0.29pct  | 14.58% | 0.69pct  |
| 山西汾酒   | 13.27% | 4.69pct   | 7.47%  | -0.48pct | 6.43%  | -3.58pct | 1.99% | -0.09pct | 28.80%    | 5.89pct  | 13.34% | -1.05pct |
| 舍得酒业   | 16.49% | 3.01pct   | 16.32% | -2.93pct | 7.94%  | 2.88pct  | 7.90% | -0.2pct  | 14.53%    | 0.09pct  | 14.23% | 0.48pct  |
| 酒鬼酒    | 39.60% | 8.56pct   | 33.93% | 7.9pct   | 8.57%  | -1.45pct | 7.97% | 4.34pct  | 17.93%    | -0.02pct | 19.15% | 3.47pct  |
| 水井坊    | 36.81% | -2.87pct  | 35.06% | 3.15pct  | 6.55%  | -3.84pct | 9.47% | -0.7pct  | 15.63%    | 3.1pct   | 13.59% | -2.06pct |
| 次高端酒合计 | 19.46% | 4.03pct   | 10.52% | -1.11pct | 6.91%  | -2.12pct | 3.17% | -0.15pct | 23.11%    | 3.69pct  | 13.61% | -0.85pct |
| 洋河股份   | 64.18% | 19.02pct  | 8.52%  | 1.11pct  | 8.81%  | -1.7pct  | 2.85% | -0.89pct | 18.51%    | 8.4pct   | 16.01% | 0.32pct  |
| 今世缘    | 35.80% | 2.31pct   | 14.16% | -1.76pct | 9.59%  | 0.34pct  | 2.20% | 0.12pct  | 13.23%    | -2.15pct | 15.53% | 0.56pct  |
| 古井贡酒   | 24.96% | -1.48pct  | 27.18% | -1.66pct | 11.50% | 0.55pct  | 4.79% | -0.68pct | 17.60%    | -4.27pct | 15.04% | 0.57pct  |
| 迎驾贡酒   | 9.10%  | -0.17pct  | 6.72%  | 0.31pct  | 3.06%  | -0.06pct | 2.34% | -0.26pct | 16.47%    | 0.45pct  | 14.19% | -0.24pct |
| 口子窖    | 12.72% | -0.39pct  | 12.06% | -0.59pct | 9.52%  | 3.58pct  | 5.31% | 0.09pct  | 14.85%    | -0.55pct | 14.10% | -0.44pct |
| 金种子酒   | 11.31% | 3.2pct    | 17.15% | -1.42pct | 9.37%  | 1.15pct  | 7.07% | 1.19pct  | 19.50%    | 7.9pct   | 16.04% | 3.65pct  |
| 老白干酒   | 23.35% | -5.92pct  | 22.91% | -2.97pct | 7.63%  | -0.06pct | 8.44% | -3pct    | 16.10%    | 0.32pct  | 16.81% | 1.69pct  |
| 伊力特    | 10.04% | -16.91pct | 6.63%  | 0pct     | 1.63%  | -5.74pct | 2.66% | -0.37pct | 12.72%    | -7.57pct | 14.90% | 1.56pct  |
| 金徽酒    | 19.90% | -11.93pct | 17.98% | 0.15pct  | 12.13% | 1.41pct  | 7.91% | 0.69pct  | 14.69%    | 0.19pct  | 14.21% | 0.01pct  |
| 区域酒合计  | 29.05% | 0.45pct   | 14.27% | 0.24pct  | 8.75%  | -0.13pct | 3.65% | -0.6pct  | 16.48%    | 0.55pct  | 15.47% | 0.41pct  |
| 合计     | 11.07% | 1.11pct   | 8.02%  | 0.14pct  | 7.27%  | -0.4pct  | 3.63% | -0.54pct | 16.40%    | 0.68pct  | 14.68% | 0.42pct  |

资料来源：Wind，国联证券研究所

**高端白酒利润表现符合预期。**高端酒 2023Q4 和 2024Q1 归母净利润增速分别为 17.48%/15.21%，2023Q4 贵州茅台、五粮液和泸州老窖归母净利润分别同比增长 19.33%/10.09%/24.78%，2024Q1 分别同比增长 15.73%/11.98%/23.20%。2024Q1 贵州泸州老窖超预期，贵州茅台、五粮液符合预期。

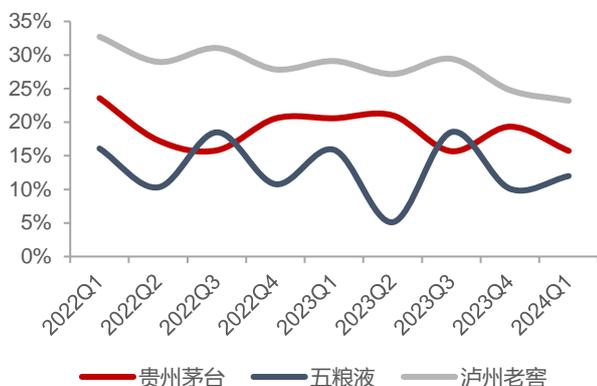
(1) 贵州茅台：2024Q1 公司归母净利润 240.65 亿元，同比增长 15.73%。毛利率稳中有升，营业税金率提升拖累净利率。考虑去除利息收入的影响，以营业收入计算，2024Q1 毛利率 92.60%，同比提升 0.23pct，归母净利率 53.66%，同比提升 0.26%，销售费用率/管理费用率/税金及附加分别为 1.95%/5.19%/14.09%，分别同比+0.31/-1.41/+0.66pct。我们预计毛利率增幅较弱主要与渠道结构变化有关。

(2) 五粮液：2023 年公司实现归母净利润 302.11 亿元，同比增长 13.19%。2024Q1 实现归母净利润 140.45 亿元，同比增长 11.98%。盈利能力稳步提升，2023 年公司毛利率 75.79%，同比提升 0.37pct，归母净利率 36.28%，同比提升 0.20pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为 9.36%/3.99%/15.05%，分别同比+0.11/-0.16/+0.52pct。2024Q1 公司毛利率 78.43%，同比提升 0.03pct，归母净利率 40.32%，同比提升 0.04pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为 7.53%/3.06%/13.95%，分

别同比+0.75/-0.47/-0.37pct。我们判断毛利率持平微增主要与1618和低度增长较快、货折增加有关。

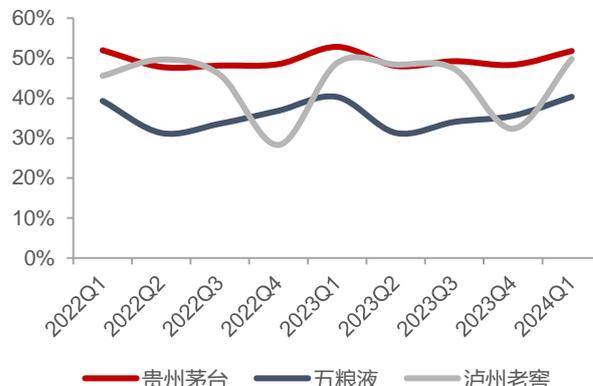
(3) 泸州老窖：2023年公司实现归母净利润132.46亿元，同比增长27.79%。2024Q1公司实现归母净利润45.74亿元，同比增长23.20%，24Q1利润超预期。2024Q1盈利能力继续提升，2024Q1公司毛利率88.37%，同比增加0.28pct，归母净利率49.78%，同比增加0.99pct，销售费用率/管理费用率/税金及附加分别为7.85%/2.49%/12.44%，分别同比-1.23/-0.79/+0.17pct。2023年公司毛利率88.30%，同比增加1.71pct，归母净利率43.81%，同比增加2.55pct，销售费用率/管理费用率/税金及附加分别为13.15%/3.77%/13.67%，分别同比下降0.58/0.86/0.36pct。

图表16：2024Q1 茅五泸净利润同比增速平稳



资料来源：wind，国联证券研究所

图表17：2024Q1 茅五泸归母净利率同比平稳



资料来源：wind，国联证券研究所

**全国次高端：全国次高端利润表现分化。**2024Q1全国次高端业绩整体在低基数下同比回升，板块内部分化加剧。2023Q4汾酒、舍得、酒鬼酒、水井坊归母净利润分别同比+1.96%/-1.91%/-10.05%/+53.17%；2024Q1汾酒、舍得、酒鬼酒、水井坊归母净利润同比+29.95%/-3.37%/-75.56%/+16.82%。

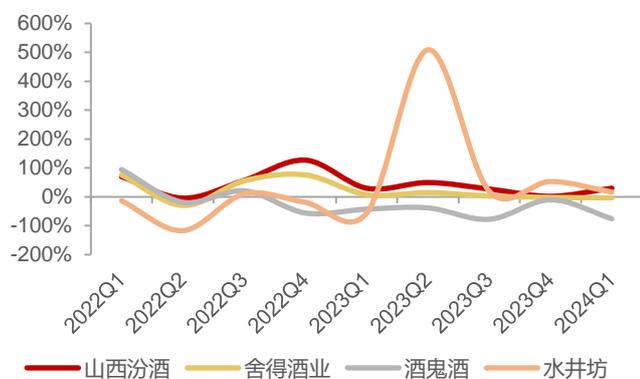
(1) 山西汾酒：2023年实现归母净利润104.38亿元，同比增长28.93%；2024Q1实现归母净利润62.62亿元，同比增长29.95%。2023Q4/2024Q1公司以营业收入计算毛利率分别同比+3.01pct/+1.90pct至72.06%/77.46%。产品结构升级带动盈利能力提升，公司经营效率不断提升，2023/2024Q1费用率分别同比-3.61pct/-0.55pct至14.09%/9.62%，带动公司2023/2024Q1归母净利率分别同比+1.81pct/+2.83pct至32.69%/40.83%。

(2) 舍得酒业：2024Q1实现归母净利润5.50亿元，同比下降3.37%。利润率或受产品结构影响，期待商务需求复苏。2024Q1公司实现毛利率/归母净利率74.16%/26.14%，分别同比-4.22/-2.04pct，其中销售费用率/管理费用率分别为16.32%/7.90%，分别同比-2.93/-0.2pct。公司净利率下降主要由受毛利率影响，我们判断主要是由于核心单品品味舍得受白酒商务需求仍在复苏途中影响增速较慢，

舍之道/沱牌 T68 等处于大众放量价位带单品增速双位数，次高端以下产品占比有所提升，另外利润率较低的夜郎古收入贡献增加所致。

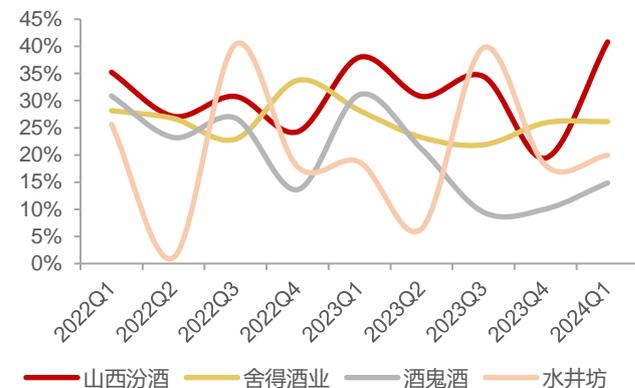
(3) 酒鬼酒：2023 年实现归母净利润 5.48 亿元，同比减少 47.77%。2024Q1 实现归母净利润 0.73 亿元。2023 年公司毛利率 78.35%，同比下降 1.29pct，归母净利率 19.36%，同比下降 6.53pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为 32.22%/5.85%/17.97%，分别同比增加 6.94%/1.53%/1.78pct。2024Q1 公司毛利率 71.08%，同比下降 10.46pct，归母净利率 14.86%，同比下降 16.26pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为 33.93%/7.97%/19.15%，分别增加 7.90%/4.34%/3.47pct，盈利能力略有承压，静待行业反转。

图表18：2024Q1 全国次高端白酒净利润同比增速分化



资料来源：wind，国联证券研究所

图表19：2024Q1 全国次高端白酒归母净利率环比提升



资料来源：wind，国联证券研究所

**区域次高端：产品结构升级与增质提效提升盈利水平。**2023Q4 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 -161.29%/+18.75%/+49.20%/+26.03%/+6.95%/+42.21%/-15.44%；2024Q1 归母净利润同比分别+5.02%/+22.12%/+31.61%/+30.43%/+10.02%/+33.04%/+21.58%。

(1) 洋河股份：2023 年公司实现归母净利润 100.16 亿元，同比增长 6.80%。2024Q1 实现归母净利润 60.55 亿元，同比增长 5.02%。销售费用投放增加，盈利能力短期承压。2023 年毛利率 75.25%，同比提升 0.64pct，归母净利率 30.24%，同比下降 0.91pct，销售费用率/管理费用率/税金及附加分别为 16.26%/5.33%/15.91%，分别同比+2.38/-1.10/1.33pct。2024Q1 毛利率 76.03%，同比下降 0.56pct，归母净利率 37.25%，同比下降 1.07pct，销售费用率/管理费用率/税金及附加分别为 8.52%/2.85%/16.01%，分别同比+1.11/-0.89/+0.32pct。

(2) 今世缘：2023 年/2024Q1 公司分别实现归母净利润 31.36/15.33 亿元，分别同比增长 25.30%/22.12%。费用投放加大，盈利能力持平微降。2023 年公司毛利率 78.34%，同比提升 1.75pct，归母净利率 31.05%，同比下降 0.68pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为 20.76%/4.24%/14.82%，分别同比+3.14/+0.15/-1.37pct，

2023 年销售费用增加主要系扫码红包等形式的费用投放政策加大。2024Q1 公司毛利率 74.23%，同比下降 1.16pct，归母净利率 32.81%，同比下降 0.19pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为 14.16%/2.20%/15.53%，分别同比 -1.76/+0.12/+0.57pct。2024Q1 毛利率略降低我们预计主要与单开、淡雅等产品增速较快有关。

(3) 古井贡酒：2023 年公司实现归母净利润 45.89 亿元，同比增长 46.01%。2024Q1 公司实现归母净利润 20.66 亿元，同比增长 31.61%。费用率改善带动盈利能力持续提升，2023 年毛利率 79.07%，同比提升 1.90pct，归母净利率 22.66%，同比提升 3.85pct，销售费用率/管理费用率/税金及附加分别为 26.84%/6.75%/15.06%，分别同比下降 1.09/0.23/1.84pct。2024Q1 毛利率 80.35%，同比提升 0.68pct，归母净利率 24.93%，同比提升 1.09pct，销售费用率/管理费用率/税金及附加分别为 27.18%/4.79%/15.04%，分别同比-1.66/-0.68/+0.57pct。

(4) 迎驾贡酒：2023 年实现归母净利润 22.88 亿元，同比增长 34.17%。2024Q1 实现归母净利润 9.13 亿元，同比增长 30.43%。利润超预期。产品结构升级、费用持续优化带动毛利率提升，2023 年/2024Q1 公司毛利率分别同比+3.35pct/+3.91pct 至 71.37%/75.09%。费用持续优化，带动公司盈利能力持续改善，2023 年/2024Q1 归母净利率分别同比+3.07pct/+2.74pct 至 34.04%/39.27%。其中销售费用率分别同比-0.51pct/+0.31pct，管理费用率分别同比-0.36pct/-0.26pct。

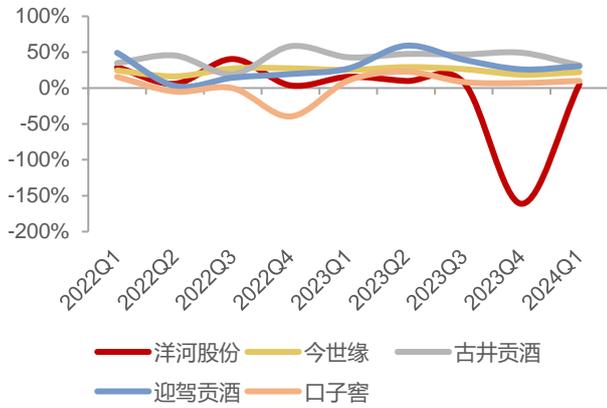
(5) 口子窖：2023 年/2024Q1 公司实现归母净利润 17.21/5.89 亿元，分别同比增长 11.04%/10.02%。产品渠道改革进行中，盈利能力短期承压。2023 年公司毛利率 75.19%，同比提升 1.03pct，归母净利率 28.87%，同比下降 1.32pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为 13.88%/6.83%/15.12%，分别同比+0.25/+1.61/-0.11pct。2024Q1 公司毛利率 76.48%，同比下降 0.15pct，归母净利率 33.34%，同比下降 0.31pct，销售/管理/营业税金及附加比率分别为 12.06%/5.31%/14.10%，分别同比-0.59/+0.09/-0.44pct。公司 2023 年提出兼系列产品升级换代，渠道逐步推动扁平化，因此 2023 年产品结构升级毛利率提升，2024Q1 略降，销售费用增加。

(6) 老白干酒：2023 年实现归母净利润 6.66 亿元，同比下降 5.89%。2024Q1 公司实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长 33.04%，利润超预期。费用率显著改善带动盈利能力提升，2023 年毛利率 67.15%，同比-1.21pct，归母净利率为 12.67%，同比下降 2.54pct。2023 年销售/管理/营业税金及附加比率分别为 27.16%/7.89%/16.65%，分别同比-3.16/-0.62/+0.60pct。2024Q1 毛利率 62.72%，同比下降 2.71pct，归母净利率 12.05%，同比提升 1.85pct。2024Q1 销售/管理/营业税金及附加比率分别为 22.91%/8.44%/16.81%，分别同比-2.97/-3.00/+1.69pct。

(7) 金徽酒：2024Q1 实现归母净利润 2.21 亿元，同比增长 21.58%。盈利能力

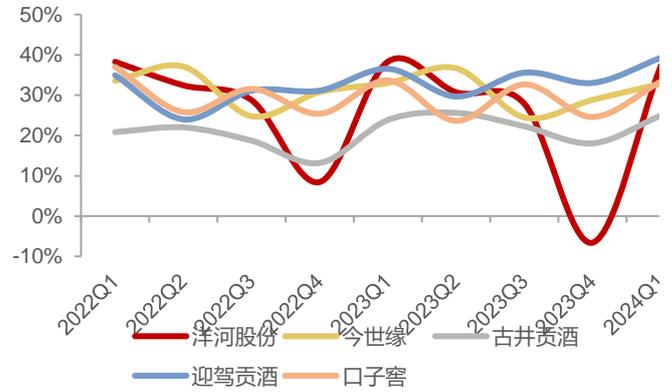
稳中有升，2024Q1 公司毛利率同比增加 0.43pct 至 65.40%，主要系 300 元以上产品快速放量产品结构升级。2024Q1 公司销售费用率/管理费用率分别为 17.98%/7.91%，分别同比增加 0.15pct/0.68pct，归母净利率同比增加 0.20pct 至 20.55%。

图表20：2024Q1 区域次高端归母净利润增速环比改善



资料来源：wind，国联证券研究所

图表21：2024Q1 区域次高端净利率提升



资料来源：wind，国联证券研究所

## 2. 啤酒：成本红利与提质增效带动净利率上行

### 2.1 龙头收入稳健增长，盈利加速释放

龙头酒企收入稳健增长，成本红利叠加提质增效带动盈利加速释放。2023 年主要啤酒企业收入基本实现高个位数增长，其中燕京啤酒高端战略大单品 U8 拉动整体收入增速达 7.66%，青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒收入分别同比增长 5.49%/5.53%/9.13%/0.04%。2024Q1 重庆啤酒量价齐升带动收入增速领先，同比增 7.16%，珠江啤酒/惠泉啤酒/燕京啤酒同比增速分别达 7.05%/2.86%/1.72%，青岛啤酒受高基数影响同比下滑 5.19%。利润端，2024Q1 主要酒企归母净利润均实现双位数以上的正增长，燕京啤酒改革提效带动归母净利润同比增速 2023/2024Q1 均领先同行，分别达 83.01%/58.90%，青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒 2023 年归母净利润分别同比增长 15.02%/5.78%/4.22%/21.80%，2024Q1 归母净利润分别同比增长 10.06%/16.78%/39.37%/468.51%。

图表22：2024Q1 主要啤酒企业归母净利润均实现同比双位数增长

|      | 收入 (亿元) |         |        |           | 归母净利润 (亿元) |         |        |           |
|------|---------|---------|--------|-----------|------------|---------|--------|-----------|
|      | 2023    | 2023 同比 | 2024Q1 | 2024Q1 同比 | 2023       | 2023 同比 | 2024Q1 | 2024Q1 同比 |
| 青岛啤酒 | 339.37  | 5.49%   | 101.50 | -5.19%    | 42.68      | 15.02%  | 15.97  | 10.06%    |
| 重庆啤酒 | 148.15  | 5.53%   | 42.93  | 7.16%     | 13.37      | 5.78%   | 4.52   | 16.78%    |
| 燕京啤酒 | 142.13  | 7.66%   | 35.87  | 1.72%     | 6.45       | 83.01%  | 1.03   | 58.90%    |
| 珠江啤酒 | 53.78   | 9.13%   | 11.08  | 7.05%     | 6.24       | 4.22%   | 1.21   | 39.37%    |
| 惠泉啤酒 | 6.14    | 0.04%   | 1.41   | 2.86%     | 0.49       | 21.80%  | 0.05   | 468.51%   |

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 2.2 吨价持续提升，高端化趋势延续

**销量延续增长，吨价持续提升。**主要啤酒企业销量多数实现稳定增长，2023 年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒销量分别同比-0.82%/+4.93%/+4.57%/+4.79%/+5.33%，2024Q1 青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒销量分别同比-7.58%/+5.25%/+0.77%/+1.98%。产品结构优化下，龙头啤酒企业吨价多数取得正增长，2023 年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒吨价分别同比+6.34%/+0.57%/+2.95%/+4.13%/-5.04%，2024Q1 青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒吨价分别同比+2.58%/+1.82%/+6.24%/+0.86%。啤酒企业主要原材料价格下行，成本端压力缓解，24Q1 企业吨成本多数同比下行。2023 年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒吨成本分别同比+3.29%/+3.27%/+2.64%/+3.44%/-8.11%，2024Q1 青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒吨成本分别同比-0.96%/-3.27%/+3.82%/-4.88%。

**图表23：2024Q1 主要啤酒企业吨价均实现同比提升**

| 销量(万千升) | 2023 年  | 2023 年同比 | 2024Q1  | 2024Q1 同比 |
|---------|---------|----------|---------|-----------|
| 青島啤酒    | 800.70  | -0.82%   | 218.40  | -7.58%    |
| 重慶啤酒    | 299.75  | 4.93%    | 86.68   | 5.25%     |
| 燕京啤酒    | 394.24  | 4.57%    | -       | -         |
| 珠江啤酒    | 140.28  | 4.79%    | 26.38   | 0.77%     |
| 惠泉啤酒    | 22.85   | 5.33%    | 5.04    | 1.98%     |
| 吨价(元)   | 2023 年  | 2023 年同比 | 2024Q1  | 2024Q1 同比 |
| 青島啤酒    | 4238.36 | 6.34%    | 4647.44 | 2.58%     |
| 重慶啤酒    | 4942.40 | 0.57%    | 4952.17 | 1.82%     |
| 燕京啤酒    | 3605.13 | 2.95%    | -       | -         |
| 珠江啤酒    | 3833.79 | 4.13%    | 4201.20 | 6.24%     |
| 惠泉啤酒    | 2685.57 | -5.04%   | 2794.19 | 0.86%     |
| 吨成本(元)  | 2023 年  | 2023 年同比 | 2024Q1  | 2024Q1 同比 |
| 青島啤酒    | 2599.84 | 3.29%    | 2767.99 | -0.96%    |
| 重慶啤酒    | 2513.42 | 3.27%    | 2580.23 | -3.27%    |
| 燕京啤酒    | 2248.60 | 2.64%    | -       | -         |
| 珠江啤酒    | 2192.23 | 3.44%    | 2431.12 | 3.82%     |
| 惠泉啤酒    | 1894.00 | -8.11%   | 1938.19 | -4.88%    |

资料来源：Wind，国联证券研究所

**啤酒企业高端化趋势延续，高端品类收入增速维持相对较高水平。**销量口径看，2023 年青島啤酒中高档及以上产品同比增速为 10.50%、优于其他产品（同比下滑 6.07%），24Q1 同比下滑 2.44%但表现仍优于其他产品（下滑 11.24%），2023 年重慶啤酒高档产品增速为 3.98%，增速高于经济产品（3.80%）。收入口径看，2023 年珠江啤酒高档啤酒收入增速 15.12%，高于其他产品收入增速（中档-3.59%/大众化+5.32%），燕京啤酒中高档产品收入同比增长 13.32%，高于普通产品（-2.33%），仅惠泉啤酒中高档产品收入同比表现弱于普通产品。2024Q1 重啤经济产品增速更高或受公司产品划分价格带调整的影响。

**图表24：2023年主要啤酒企业中高档以上产品同比增速更高**

|      |        | 销量口径 (万千升)  |         |        |          |
|------|--------|-------------|---------|--------|----------|
| 啤酒企业 | 产品划分   | 2023年       | 2023年同比 | 2024Q1 | 2024Q1同比 |
| 青岛啤酒 | 中高档及以上 | 324.00      | 10.50%  | 96.00  | -2.44%   |
|      | 其他     | 476.70      | -6.07%  | 122.40 | -11.24%  |
|      | 高档     | 143.75      | 3.98%   | -      | -        |
| 重庆啤酒 | 主流     | 146.16      | 5.79%   | -      | -        |
|      | 经济     | 9.84        | 3.80%   | -      | -        |
| 惠泉啤酒 | 中高档    | 9.98        | 0.10%   | -      | -        |
|      | 普通     | 12.86       | 9.79%   | -      | -        |
|      |        | 营业收入口径 (亿元) |         |        |          |
| 啤酒企业 | 产品划分   | 2023年       | 2023年同比 | 2024Q1 | 2024Q1同比 |
| 重庆啤酒 | 高档     | 88.55       | 5.18%   | 25.72  | 8.28%    |
|      | 主流     | 52.97       | 5.64%   | 15.20  | 3.57%    |
|      | 经济     | 2.90        | 10.06%  | 0.86   | 12.39%   |
| 惠泉啤酒 | 中高档    | 3.04        | -10.47% | 0.95   | 1.30%    |
|      | 普通     | 2.96        | 13.18%  | 0.44   | 3.90%    |
| 珠江啤酒 | 高档     | 34.26       | 15.12%  | -      | -        |
|      | 中档     | 13.99       | -3.59%  | -      | -        |
| 燕京啤酒 | 大众化    | 3.24        | 5.32%   | -      | -        |
|      | 中高档产品  | 86.79       | 13.32%  | -      | -        |
|      | 普通产品   | 44.20       | -2.33%  | -      | -        |

资料来源：Wind，国联证券研究所

### 2.3 产品结构提升与成本下行带动盈利能力提升

**产品结构提升与成本下行带动2024Q1毛利率、净利率同比改善。**随着成本端压力逐步缓解、产品结构优化升级带动中高端产品占比提升，啤酒企业毛利率有所提升，2023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同比+1.81/-1.33/+0.19/+0.38/+2.35pct，2024Q1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同比增加2.12/2.74/0.40/1.35/4.19pct。各酒企积极提质增效，整体费用率波动较小，2023年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒费用率分别同比+0.78/-0.56/-0.68/+1.41/+0.31pct，2024Q1年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒费用率分别同比-0.97/+0.42/-0.61/+0.47/+0.47pct。整体盈利能力提升，2023年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒净利率分别同比+1.04/+0.02/+1.87/-0.55/+1.41pct，2024Q1年青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒净利率分别同比增加2.18/0.87/1.03/2.53/2.97pct。

**图表25：2024Q1主要啤酒企业归母净利率均同比提升**

|      | 毛利率    |              |        |                | 归母净利率  |              |        |                |
|------|--------|--------------|--------|----------------|--------|--------------|--------|----------------|
|      | 2023   | 2023同比 (pct) | 2024Q1 | 2024Q1同比 (pct) | 2023   | 2023同比 (pct) | 2024Q1 | 2024Q1同比 (pct) |
| 青岛啤酒 | 38.66% | 1.81         | 40.44% | 2.12           | 12.58% | 1.04         | 15.74% | 2.18           |
| 重庆啤酒 | 49.15% | -1.33        | 47.90% | 2.74           | 9.02%  | 0.02         | 10.53% | 0.87           |
| 燕京啤酒 | 37.63% | 0.19         | 37.18% | 0.40           | 4.54%  | 1.87         | 2.86%  | 1.03           |

|      |        |      |        |      |        |       |        |      |
|------|--------|------|--------|------|--------|-------|--------|------|
| 珠江啤酒 | 42.82% | 0.38 | 42.13% | 1.35 | 11.59% | -0.55 | 10.91% | 2.53 |
| 惠泉啤酒 | 29.48% | 2.35 | 30.64% | 4.19 | 7.91%  | 1.41  | 3.63%  | 2.97 |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表26: 2024Q1 主要啤酒企业费用率同比平稳**

|      | 费用率    |             |        |              | 销售费用率  |             |        |               | 管理费用率  |             |        |              |
|------|--------|-------------|--------|--------------|--------|-------------|--------|---------------|--------|-------------|--------|--------------|
|      | 2023   | 2023 同<br>比 | 2024Q1 | 2024Q1<br>同比 | 2023   | 2023 同<br>比 | 2024Q1 | 2024Q1 同<br>比 | 2023   | 2023 同<br>比 | 2024Q1 | 2024Q1<br>同比 |
| 青岛啤酒 | 17.30% | 0.78        | 15.01% | -0.97        | 13.87% | 0.82        | 12.83% | -1.02         | 4.48%  | -0.10       | 3.40%  | 0.41         |
| 重庆啤酒 | 20.20% | -0.56       | 16.18% | 0.42         | 17.10% | 0.53        | 13.13% | 0.18          | 3.34%  | -0.47       | 3.13%  | 0.02         |
| 燕京啤酒 | 23.03% | -0.68       | 24.64% | -0.61        | 11.08% | -1.29       | 11.93% | -0.57         | 11.40% | 0.70        | 11.76% | -0.21        |
| 珠江啤酒 | 22.05% | 1.41        | 24.13% | 0.47         | 15.20% | 0.23        | 16.62% | 1.27          | 7.43%  | 0.53        | 8.03%  | -0.39        |
| 惠泉啤酒 | 9.51%  | 0.31        | 15.41% | 0.47         | 4.55%  | 0.36        | 9.09%  | 0.00          | 6.37%  | 0.70        | 7.57%  | 1.44         |

资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 3. 投资建议: 白酒板块关注宏观预期改善, 啤酒关注旺季催化

#### 3.1 白酒: 基本面磨底, 关注宏观预期改善

短期看, 基本面磨底, 板块分化加剧。2024Q1 季报高端和区域龙头品牌报表韧性较强, 次高端白酒业绩的市场预期也有所修正, 白酒板块一季报整体平稳过渡。茅台批价短期波动后开始企稳, 板块估值回落至价值配置区间, 随着宏观催化渐强和外资流入, 板块有望迎来估值修复。长期看, 我们认为未来除总需求扩张之外, 供给端加速集中有望成为下一轮白酒牛市的主要驱动力量。标的选择上建议优选动销较好、报表兑现度高的白酒, 首推贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、老白干酒; 其次推荐改善弹性较大的舍得酒业、酒鬼酒, 关注低估值改善潜力个股洋河股份、口子窖。

#### 3.2 啤酒: 高端化逻辑延续, 关注旺季催化

短期看, 行业结构升级逻辑不变, 成本端改善, 酒厂供给端信心改善, 啤酒旺季即将到来, 销量有望迎来逐步复苏。中长期看, 啤酒行业有消费人群支撑, 销量预计表现平稳; 结构而言, 国内餐饮业修复带动下行业有望受益。我国啤酒企业高端化空间充足, 仍为行业主要逻辑, 但消费弱复苏的情况下, 结构性升级或为现阶段行业的主要特性。同时叠加成本端改善, 国内龙头啤酒企业盈利空间或进一步释放, 有望走出估值底部。推荐低估值的啤酒龙头青岛啤酒、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, 可能导致白酒消费偏弱、

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。

### 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。

### 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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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指数涨幅20%以上        |
|   |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间   |
|   |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|   | 行业评级 | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |
|   |      | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上        |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |

### 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有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**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