

2024年05月07日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 分化态势延续，趋势向好确定性强

## —白酒行业 2023 年年报及 2024 年一季报总结

### 推荐(维持)

### 投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

✉ sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

✉ liaowz@cfsc.com.cn

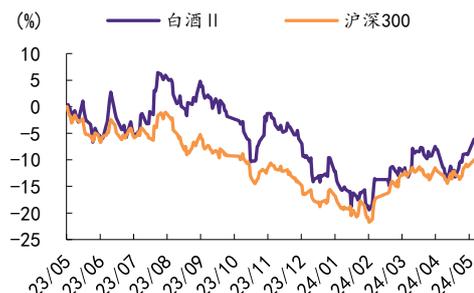
联系人：肖燕南 S1050123060024

✉ xiaoyan@cfsc.com.cn

### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
白酒II(申万)	2.1	8.6	-7.5
沪深300	2.5	9.4	-8.9

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《白酒II行业专题报告：动销回暖趋势向好，内部分化态势依旧》2024-02-18
- 2、《白酒II行业专题报告：业绩韧性仍足，估值底部凸显》2023-11-15
- 3、《白酒II行业专题报告：业绩分化筑底，长期向上无虞》2023-09-05

### ■ 业绩表现：各板块稳健增长，内部分化

2023 年收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 16.51%/14.15%/13.60%。2024Q1 收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 15.84%/14.22%/13.08%。1) 高端酒稳健引领营收增长，2023 及 2024Q1 高端酒企营收增速最快，体现其刚性需求与强势品牌力带来的强韧性，在经济环境及行业整体走弱情况下，高端酒较高的消费者培育程度与渠道粘性为其业绩增长形成强有力保障。2) 次高端酒过于依赖渠道铺货故受环境影响大，更受到渠道运作成熟度与消费者培育程度考验，山西汾酒在品牌力保持强势提升的同时持续优化渠道运作能力，业绩较其他次高端酒企更稳健。3) 地产酒企当地品牌与渠道基础牢固，保障业绩稳定增长，同时在省内抢占市场份额与省外推进全国化扩张的过程中，阶段更靠后且能力持续提升的酒企业绩弹性更大。

### ■ 盈利能力：提升为主线，产品结构变化不一

2023 年归母净利润增速为地产酒>高端酒>次高端酒，分别为 22.59%/18.46%/16.44%，地产酒利润增长明显，高端酒表现稳健，次高端酒仍分化。2024Q1 归母净利润增速为次高端酒>高端酒>地产酒，分别为 20.93%/15.21%/15.12%，次高端中山西汾酒引领利润增长，地产酒企利润普遍增长。

### ■ 回款情况：合同负债环比疲软，现金回款表现稳健

2023 年合同负债环比增速以承压为主，高端酒/次高端酒/地产酒合同负债环比增速分别为-27.71%/-18.16%/-20.36%。次高端酒企中，2024Q1 水井坊合同负债环比下降幅度较小为-5.64%。地产酒企中，2024Q1 古井贡酒/老白干酒合同负债环比增速分别为+229.52%/+55.45%，后续增长动力充足。

### ■ 估值表现：低位波动，后续抬升预期强

绝对估值上，2016 年至今申万白酒指数 PE 均值为 32.21，当

前值为 24.77，目前仍在低位，3 年内市盈率分位点为 7.28%，白酒板块绝对估值处于低位。相对估值上，2016 年至今食品饮料板块与白酒板块相对沪深 300 平均市盈率分别为 2.65/2.52，当前值为 2.03/2.05，亦低于均值。

## ■ 行业评级及投资策略

分化态势延续，关注点仍在外部动销与内部改善。我们认为 2023 年及 2024Q1 白酒板块整体业绩取得较好表现，收入与利润均取得双位数稳健增长。从各板块表现来看，分化态势仍然明显，高端与头部区域酒企仍为主要营收增长酒企，而渠道与内部改革取得一定成效酒企实现较好的利润增长。其中，高端受益于强势品牌力与礼赠刚性需求，消费者消费习惯稳定，仍能实现稳健增长。大众酒受益于当地品牌知名度与区域内成熟的渠道模式，在刚性的宴席及家庭聚饮需求下业绩支撑力强。同时，头部区域酒在省内抢占市场份额与省外推进扩张下增长空间仍足。次高端增长逻辑较依赖于渠道铺货，在经济环境走弱态势下难以形成较强的渠道粘性与动销，后续仍需整体经济回暖从而带来商务宴请场景恢复。而动销持续向好或改革取得较好成效的个股在板块大逻辑下亦能脱颖而出，如青花系列持续放量的山西汾酒与内部深度改革效果逐步显现的老白干酒。

我们认为 2024 年板块增长重点仍在于消费信心恢复与经济复苏情况，情绪面预计受端午、中秋、国庆等旺季节点动销影响略有恢复，同时需关注观察估值切换节奏，长期注重消费力复苏与商务场景恢复，重点推荐茅五泸+山西汾酒+今世缘+古井贡酒，关注洋河股份+迎驾贡酒+老白干。

维持白酒行业“推荐”投资评级。

## ■ 风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争及政策变动风险；消费税或生产风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-06 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1760.20	59.49	69.85	81.13	29.59	25.20	21.70	买入
000858.SZ	五粮液	155.01	7.78	8.75	9.91	19.92	17.72	15.64	买入
000568.SZ	泸州老窖	193.55	9.00	10.88	13.08	21.51	17.79	14.80	买入
600809.SH	山西汾酒	269.00	8.56	10.60	13.01	31.43	25.38	20.68	买入
002304.SZ	洋河股份	98.44	6.65	7.09	8.01	14.80	13.88	12.29	买入
000799.SZ	酒鬼酒	56.20	1.69	1.50	1.83	33.25	37.47	30.71	买入
600702.SH	舍得酒业	78.36	5.32	6.01	6.88	14.73	13.04	11.39	买入
600779.SH	水井坊	48.15	2.60	2.98	3.51	18.52	16.16	13.72	买入
000596.SZ	古井贡酒	279.12	8.68	10.91	13.64	32.16	25.58	20.46	买入
603369.SH	今世缘	56.98	2.50	3.07	3.79	22.79	18.56	15.03	买入
603589.SH	口子窖	43.76	2.87	3.43	4.09	15.25	12.76	10.70	买入
603198.SH	迎驾贡酒	74.89	2.86	3.57	4.40	26.19	20.98	17.02	买入
600199.SH	金种子酒	15.98	-0.03	0.08	0.47	-532.67	199.75	34.00	买入
603919.SH	金徽酒	22.52	0.65	0.80	1.01	34.65	28.15	22.30	买入
600197.SH	伊力特	21.21	0.72	0.96	1.23	29.46	22.09	17.24	买入
600559.SH	老白干酒	22.42	0.73	0.94	1.16	30.71	23.85	19.33	买入

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 正文目录

1、业绩表现：各板块稳健增长，内部分化.....	6
2、盈利能力：提升为主线，产品结构变化不一.....	12
3、回款情况：合同负债环比疲软，现金回款表现稳健.....	20
4、估值表现：低位波动，后续抬升预期强.....	23
5、行业评级及投资策略.....	24
6、风险提示.....	25

## 图表目录

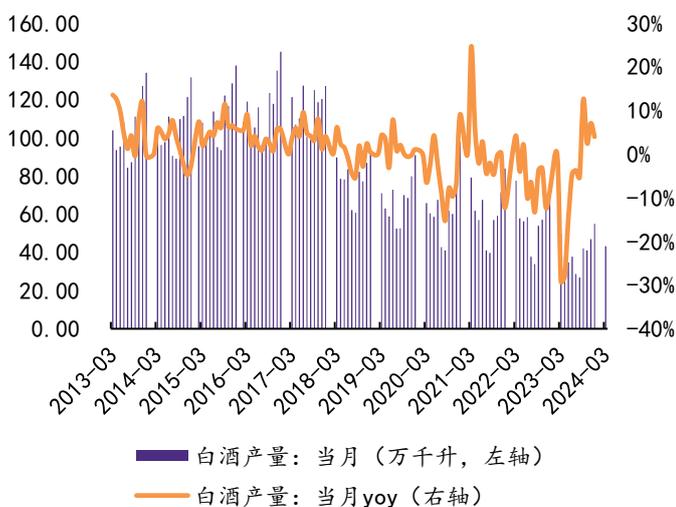
图表 1：2013 年至今白酒当月产量与同比增速.....	6
图表 2：2013 年至今白酒月度累计产量与同比增速.....	6
图表 3：2014 年至今白酒行业累计季度收入与同比增速.....	6
图表 4：2014 年至今白酒行业累计季度归母净利与同比增速.....	6
图表 5：2023 年高端酒企营收引领增长，次高端与地产酒次之.....	8
图表 6：高端酒 2024Q1 营收增速保持双位数，泸州老窖营收增速最高，同增 20.74%.....	8
图表 7：次高端酒 2023 年营收增速表现分化，山西汾酒增速最高，同增 21.80%.....	9
图表 8：地产酒 2023 年营收保持增长，伊力特增速最高，同增 37.48%.....	9
图表 9：营收端：2024Q1 营收增速表现相对一致，其中高端酒增速最快.....	11
图表 10：营收端（亿元）：2023 年营收增速相近，按增速高低排名：高端酒>次高端酒>地产酒.....	12
图表 11：销售费用率方面：2023 年次高端优化明显，按同比变动排名：次高端酒>高端酒>地产酒.....	13
图表 12：管理费用率方面：2023 年以优化为主，按同比变动排名：次高端酒>高端酒>地产酒.....	14
图表 13：营业税金率方面：总体同比下降，按同比变动排名：次高端酒>高端酒>地产酒.....	15
图表 14：2023 年高端酒与地产酒盈利表现稳定，2024Q1 次高端酒利润增速明显.....	15
图表 15：高端酒 2023 年归母净利润稳健增长，泸州老窖增速最高，同增 27.79%.....	15
图表 16：次高端酒企 2023 年归母净利润表现分化.....	16
图表 17：地产酒企 2023 年归母净利润普遍增长.....	16
图表 18：利润端：2023 年地产酒利润增长明显，高端酒表现稳健，次高端酒仍分化.....	17
图表 19：利润端（亿元）：2024Q1 次高端酒增速更快，按增速高低排名：次高端酒>高端酒>地产酒.....	18
图表 20：销售毛利率方面：高端酒与地产酒毛利率提升，按同比变动排名：地产酒>高端酒>次高端酒.....	19
图表 21：销售净利率方面：盈利能力向好，按同比变动排名：次高端酒>地产酒>高端酒.....	20
图表 22：合同负债（亿元）：2024Q1 增速高低排名：次高端酒>地产酒>高端酒.....	21
图表 23：现金流：2023 年高端酒现金回款表现较好，次高端酒与地产酒表现稳健.....	22
图表 24：现金流（亿元）：2024Q1 按增速高低排名：次高端>高端酒>地产酒.....	22
图表 25：2016 年至今申万白酒指数点位与 PE.....	23

图表 26: 2016 年至今食品饮料与白酒板块相对沪深 300 PE .....	23
图表 27: 2019 年至今白酒各板块与沪深 300 PE .....	24
图表 28: 重点关注公司及盈利预测 .....	25

# 1、业绩表现：各板块稳健增长，内部分化

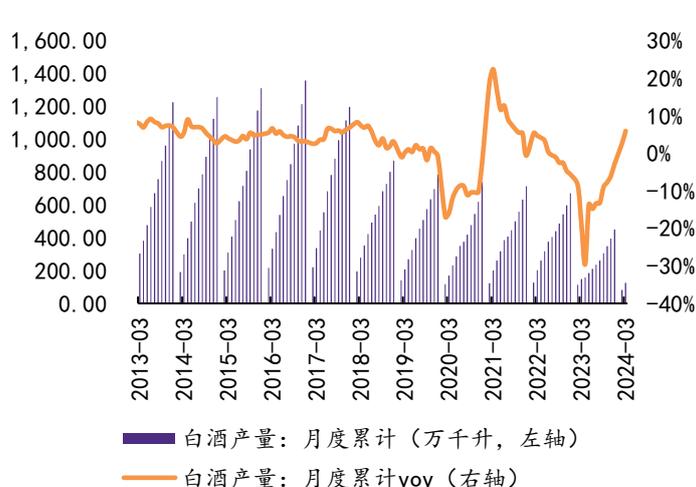
全年业绩稳健增长，一季度开门红顺利达成。从量上看，2023年白酒总产量共449.20万千升，同比减少2.80%，产量小幅下降；2024年3月白酒产量125.60万千升，同比增长6.00%，单月产量增速提升明显。从业绩看，2023年上市白酒公司分别实现营收、归母净利润4091.18、1549.84亿元，分别同比+15.93%、+18.75%，均实现双位数稳健增长，其中利润增速快于营收增速，整体盈利能力持续提升。2024年3月上市白酒公司分别实现营收、归母净利润1501.94、618.97亿元，分别同比+14.70%、15.58%，一季度开门红顺利达成。

图表 1：2013 年至今白酒当月产量与同比增速



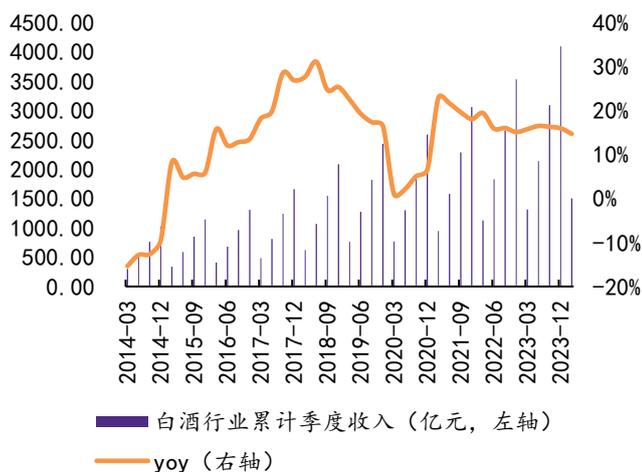
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：2013 年至今白酒月度累计产量与同比增速



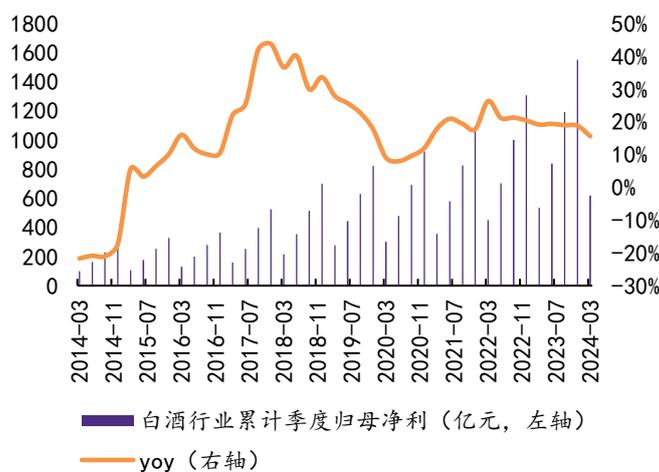
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3：2014 年至今白酒行业累计季度收入与同比增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：2014 年至今白酒行业累计季度归母净利润与同比增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

高端酒收入双位数稳健增长，体现高端消费需求偏刚性。高端酒企 2023 年营收

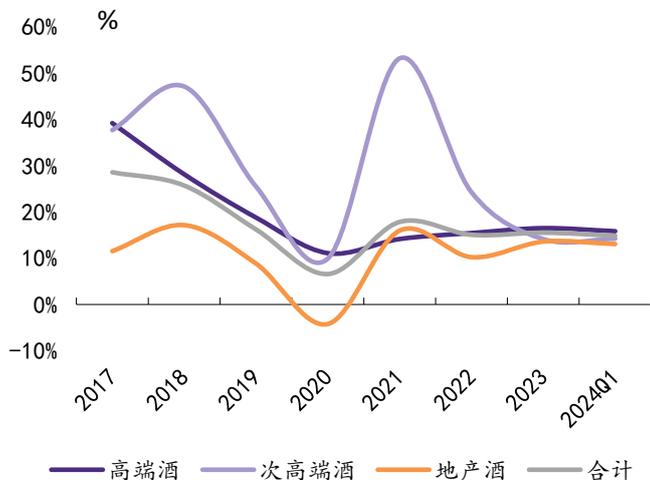
2640.66 亿元（同增 16.51%），2024Q1 营收 905.06 亿元（同增 15.84%），整体保持稳健增长。从高端酒企内部看，2023 年营收增速：泸州老窖>贵州茅台>五粮液，2023Q4 营收增速：贵州茅台>五粮液>泸州老窖，2024Q1 营收增速：泸州老窖>贵州茅台>五粮液，各季度间酒企节奏有所区别，但均完成年初制定目标，实现全年业绩双位数增长。

**(1) 贵州茅台：收入增长超预期，系列酒与 i 茅台持续发力。**2023 年总营收 1505.60 亿元（同增 18.04%），归母净利润 747.34 亿元（同增 19.16%）；2023Q4 总营收 452.44 亿元（同增 19.80%），归母净利润 218.58 亿元（同增 19.33%）；2024Q1 总营收 464.85 亿元（同增 18.04%），归母净利润 240.65 亿元（同增 15.73%），收入略超预期，彰显龙头韧性。系列酒增长略快，占比持续提升。2023 年茅台酒/系列酒营收分别为 1265.89/206.30 亿元，分别同增 17.39%/29.43%；2024Q1 分别同增 17.75%/18.39%。“i 茅台”占比持续提升，渠道掌控力不断优化。2024Q1 “i 茅台”实现营收 53.43 亿元，同增 8.96%，占直销比重同比提升 0.12pcts。

**(2) 五粮液：收入持续稳健增长，浓香酒销量增长提速。**2023 年总营收 832.72 亿元（同增 12.58%），归母净利润 302.11 亿元（同增 13.19%）；2023Q4 总营收 207.36 亿元（同增 14.00%），归母净利润 73.78 亿元（同增 10.09%）。2024Q1 总营收 348.33 亿元（同增 11.86%），归母净利润 140.45 亿元（同增 11.98%），业绩略超预期，Q1 保持稳健增长。五粮液品牌营收占比提升，浓香酒销量增长提速。2023 年五粮液/其他酒营收分别为 628.04/136.43 亿元，分别同增 13.50%/11.58%。终端覆盖面持续扩大，力争全渠道布局。截至 2023 年年末，公司拥有经销商 3384 家，同比增长 240 家，公司全年新增核心终端 2.6 万家，专卖店数量超 1600 家。

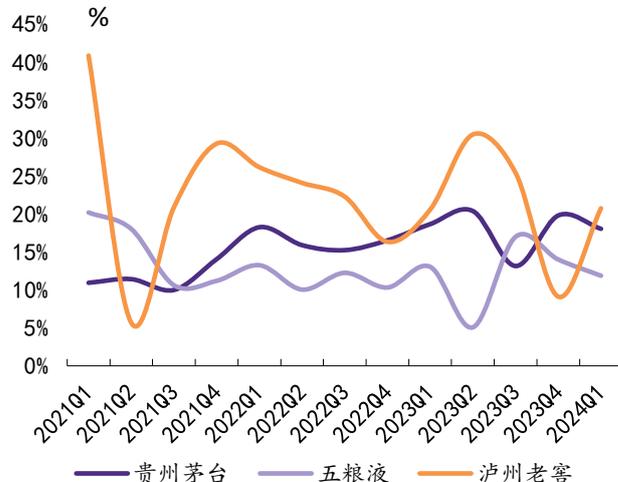
**(3) 泸州老窖：Q1 收入超预期，产品多元发力。**2023 年总营收 302.33 亿元（同增 20.34%），归母净利润 132.46 亿元（同增 27.79%）；2023Q4 总营收 82.91 亿元（同增 9.10%），归母净利润 26.80 亿元（同增 24.78%）；2024Q1 总营收 91.88 亿元（同增 20.74%），归母净利润 45.74 亿元（同增 23.20%），一季度表现超预期，利润加快释放。公司持续推进国窖 1573 品牌国内市场全覆盖，海外市场扩张；泸州老窖品牌坚实基础市场，加大渗透机会市场。2023 年中高档酒/其他酒类营收分别为 268.41/32.36 亿元，分别同增 21.28%/22.87%。传统渠道稳健增长，新兴渠道略承压。2023 年传统/新兴渠道营收分别为 286.57/14.20 亿元，分别同比+22.98%/-2.97%。

图表 5: 2023 年高端酒企营收引领增长, 次高端与地产酒次之



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 6: 高端酒 2024Q1 营收增速保持双位数, 泸州老窖营收增速最高, 同增 20.74%



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

**次高端酒企表现持续分化, 山西汾酒引领增长。**次高端酒企 2023 年营收 467.92 亿元 (同增 14.15%), 2024Q1 营收 188.71 亿元 (同增 14.22%)。从次高端酒企内部看, 2023 年营收增速: 山西汾酒>舍得酒业>水井坊>酒鬼酒, 2023Q4 营收增速: 水井坊>山西汾酒>舍得酒业>酒鬼酒。

**(1) 山西汾酒: 收入保持稳健增长, 品牌势能持续释放。**2023 年总营收 319.28 亿元 (同增 21.80%), 归母净利润 104.38 亿元 (同增 28.93%)。其中, 2023Q4 总营收 51.84 亿元 (同增 27.38%), 归母净利润 10.07 亿元 (同增 1.96%)。2024Q1 总营收 153.38 亿元 (同增 20.94%), 归母净利润 62.62 亿元 (同增 29.95%), 收入符合预期, 利润超预期增长。公司全年动销与市场表现优秀, 青花系列/巴拿马老白汾/玻汾预计分别占比 46%/25%/25%, 增速预计分别为 30-40%/20-30%/+15%, 品牌高增势能延续。2023 年 10 亿元级市场持续增加, 长江以南核心市场同比增长超 30%, 全国化进程加快, 省外高增延续。

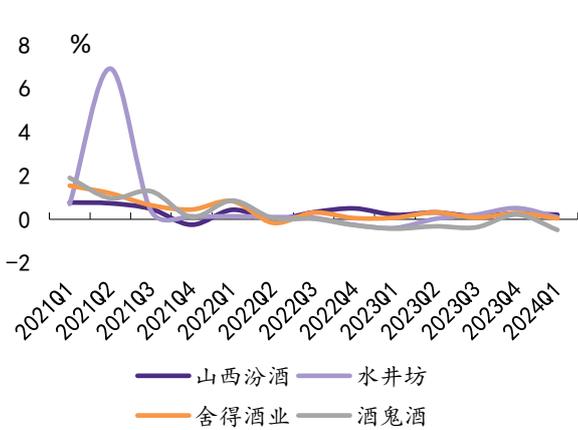
**(2) 舍得酒业: 收入增长符合预期, 产品策略适时调整。**2023 年公司总营收 70.81 亿元 (同增 16.93%), 归母净利润 17.71 亿元 (同增 5.09%); 2023Q4 总营收 18.36 亿元 (同增 27.58%), 归母净利润 4.76 亿元 (同减 1.91%); 2024Q1 总营收 21.05 亿元 (同增 4.18%), 归母净利润 5.50 亿元 (同减 3.37%), 收入符合预期, 利润略承压。中高端与高线光瓶两大价位表现较好, 次高端价位承压。2024Q1 中高档酒/普通酒营收分别为 17.25/2.38 亿元, 分别同比+3.31%/+0.85%, 其中舍之道与 T68 实现大幅增长, 品味进行价格控制略承压; 沱牌定制酒价格提升致定制量有所下滑。公司今年提高对舍之道与 T68 的重视, 预计将贡献较大增量。

**(3) 水井坊: 收入增长低于预期, 回款健康增长。**2023 年总营收 49.53 亿元 (同增 6.00%), 归母净利润 12.69 亿元 (同增 4.36%); 2023Q4 总营收 13.65 亿元 (同增 51.32%), 归母净利润 2.46 亿元 (同增 53.17%); 2024Q1 总营收 9.33 亿元 (同增 9.38%), 归母净利润 1.86 亿元 (同增 16.82%), 主要系公司收到 0.42 亿元政府产业发展扶持资金所致。臻酿八号销售双位数增长, 期待井台恢复增长。2023 年高档/中档酒营收分别为 46.71/2.05 亿元, 分别同增 3.73%/64.08%, 公司持续对产品进行升级创新, 推广新井台的同时推出“井台逸品”和“水井坊·第一坊”等高端产品, 针对宴席渠道推出“水井

宴”；对臻酿八号适时提价，新增臻酿八号有效门店 9000 家，实现销售双位数增长。

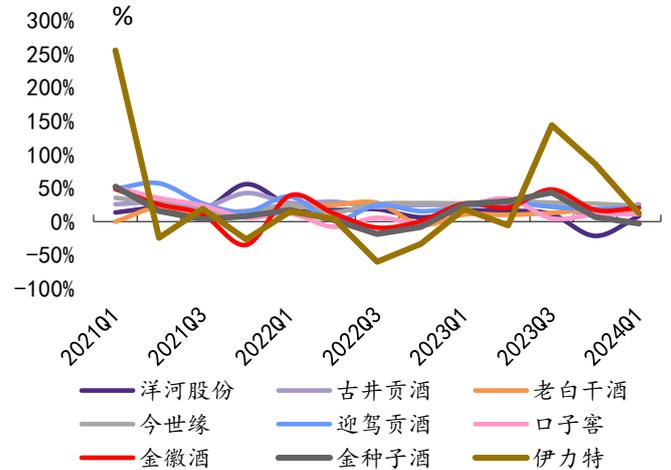
**(4) 酒鬼酒：费用改革期深度调整，业绩符合预期。**2023 年总营收 28.30 亿元（同减 30.14%），归母净利润 5.48 亿元（同减 47.77%）。2023Q4 总营收 6.87 亿元（同增 21.72%），归母净利润 0.69 亿元（同减 10.05%），主要系公司投放甲辰版内参，投入扫码红包所致。2024Q1 总营收 4.94 亿元（同减 48.80%），归母净利润 0.73 亿元（同减 75.56%），主要系 Q4 投放新版内参后回款集中在 Q4 所致。2023 年公司聚焦 52 度内参酒和红坛酒鬼酒大单品打造，成立红坛业务部专门负责红坛大单品的策略制定，通过《中国婚礼》IP 链接宴席场景，全年红坛 18 开瓶扫码数增长 70%，宴席场次增长 40%，举办重点市场“馥郁中国行”活动 38 场。

图表 7：次高端酒 2023 年营收增速表现分化，山西汾酒增速最高，同增 21.80%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 8：地产酒 2023 年营收保持增长，伊力特增速最高，同增 37.48%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

**地产酒企多数营收实现增长，部分表现超预期。**地产酒企 2023 年营收 982.60 亿元（同增 13.60%）；2024Q1 营收 408.17 亿元（同增 13.08%），地产酒整体增速保持稳定。2023 年洋河股份/今世缘/古井贡酒/口子窖/迎驾贡酒/老白干酒/金种子酒/伊力特/金徽酒营收增速 10.04%/28.05%/21.18%/16.10%/22.07%/12.98%/23.92%/37.46%/26.64%。

**(1) 洋河股份：业绩稳健增长，普通酒结构改善。**公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 331.26/28.43/162.55 亿元，分别同比+10%/-22%/+8%，营收延续稳健增长，归母净利润分别为 100.16/-1.88/60.55 亿元，分别同比+7%/-161%/+5%，2023Q4 淡季收入低，叠加费用预提、预缴消费税与附加税，导致盈利承压。次高端市场需求承压，公司计划重点打造手工班 10 年做品牌拉升，引领 M6+ 发展，并于 2024 年 4 月提高 M6+ 结算价、收缩产品配额，提升经销商信心；中档酒海、天系列重点运作市场下沉，省外推出蓝色经典（2003 纪念版），在局部区域策略性导入，配合海之蓝升级承接 200 元价格带。

**(2) 今世缘：Q1 延续高增势能，国缘开门红表现亮眼。**公司 2023/2024Q1 总营收分别为 100.98/46.71 亿元，分别同增 28%/23%，2024 年春节期间，国缘 V 系列开瓶动销表现亮眼，归母净利润分别为 31.36/15.33 亿元，分别同增 25%/22%，公司跨越百亿后，2024Q1 业绩仍延续增长势能。公司围绕“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”做产品差异化布局，淡雅、V3 和单开接力四开和对开保持高增长态势，2023 年公司 A 类及以上产品实现量价齐

增，带动产品结构持续优化。2024 年公司对老四开严格实行配额制，主动控速控量，3 月 1 日起五代单开、对开和四开在四代版本基础上对出厂价分别上调 8/10/20 元/瓶，后续持续关注渠道价格传导进度，渠道价盘理顺后，公司产品势能有望进一步释放。

**(3) 古井贡酒：稳步站上双百亿营收台阶，次高端价位带放量。**2023 年营收 202.54 亿元（同增 21.2%），归母净利润 45.89 亿元（同增 46.0%）。2023Q4 营收 43.01 亿元（同增 8.9%），归母净利润 7.77 亿元（同增 49.2%）。2024Q1 总营收 82.86 亿元（同增 25.9%），归母净利润 20.66 亿元（同增 31.6%）。2023 年白酒业务营收 196.39 亿元（同增 21.5%），其中年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他营收分别 154.17/20.16/22.06 亿元，分别同比+27.3%/+7.6%/+0.9%。受益于安徽省内消费升级，公司年份原浆系列积极培育省内次高端消费氛围，效果较佳。

**(4) 迎驾贡酒：业绩表现符合预期，春节销售旺盛。**2023 年实现收入 67.20 亿元（同比+22.07%），归母净利润 22.88 亿元（同比+34.17%）；2024Q1 实现总营收 23.25 亿元（同比+21.33%），归母净利润 9.13 亿元（同比+30.43%）。分区域看公司省内/省外分别实现收入 17.70 亿元/4.68 亿元；分渠道看公司直销（含团购）/批发代理实现收入 1.76 亿元/20.62 亿元。

**(5) 金种子酒：经营逐步改善，低端白酒快速增长。**2023 年实现收入 14.69 亿元，同比增加 23.92%，归母净利润-0.22 亿元，22 年同期为-1.87 亿元；其中高端酒实现营收 0.53 亿元，中端酒 2.30 亿元（同减 23.21%），低端酒 6.99 亿元（同增 81.51%）。2024Q1 实现收入 4.19 亿元（同减 3%），归母净利润为 0.18 亿元（2023 年 Q1 为-0.41 亿元）。公司中、低档价格带中柔和系列、种子年份酒等品牌影响力优势仍然显著；同时针对高档价格带推出馥合香系列，目前仍处于品牌培育阶段，未来有望借助华润渠道稳步放量。

**(6) 口子窖：省内结构升级趋势仍存，省外业务稳步拓张。**2023 年营收 59.62 亿元（同增 16.1%），归母净利润 17.21 亿元（同增 11.04%）。2023Q4 营收 15.16 亿元（同增 10.42%），归母净利润 3.73 亿元（同增 6.95%）。2024Q1 总营收 17.68 亿元（同增 11.05%），归母净利润 5.89 亿元（同增 10.02%）。2023 年白酒业务营收 58.49 亿元（同增 15.6%），其中高档/中档/低档白酒收入分别实现 56.78/0.76/0.95 亿元，同比+16.6%/-19.76%/0.72%。受益于安徽省内消费升级，高端白酒业务快速增长，结构升级趋势明显。

**(7) 老白干酒：营收双位数增长，武陵酒持续发力。**2023 年总营收 52.57 亿元（同增 12.98%），归母净利润 6.66 亿元（同减 5.89%）；2023Q4 总营收 14.12 亿元（同增 17.85%），归母净利润 2.48 亿元（同增 42.21%）；2024Q1 总营收 11.30 亿元（同增 12.67%），归母净利润 1.36 亿元（同增 33.04%），圆满完成全年营收目标，Q1 利润超预期。2023 年衡水老白干/板城烧锅/武陵酒/文王贡/孔府家营收分别为 23.55/9.57/9.79/5.47/1.79 亿元，分别同增 10.04%/15.15%/28.19%/16.48%/22.69%。2023 年公司在品牌营销上持续发力，推进名酒进名企、会销、文化讲堂、健康行、品鉴会、特聘品酒师、基地游、宴席等各项活动，各地各品牌份额持续提升。

图表 9：营收端：2024Q1 营收增速表现相对一致，其中高端酒增速最快

分类	个股名称	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
高端酒	贵州茅台	10.0%	14.0%	18.3%	15.9%	15.2%	16.5%	18.7%	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%
	五粮液	10.6%	11.2%	13.3%	10.0%	12.2%	10.3%	13.0%	5.1%	17.0%	14.0%	11.9%
	泸州老窖	20.9%	29.3%	26.1%	24.1%	22.3%	16.3%	20.6%	30.5%	25.4%	9.1%	20.7%
次高端酒	山西汾酒	47.9%	-24.9%	43.6%	0.4%	32.5%	50.0%	20.4%	31.8%	13.6%	27.4%	20.9%
	酒鬼酒	128.7%	10.8%	86.0%	5.3%	2.5%	-27.1%	-42.9%	-32.0%	-36.7%	21.7%	-48.8%
	舍得酒业	64.8%	44.9%	83.3%	-16.3%	30.9%	5.6%	7.3%	32.1%	7.9%	27.6%	4.1%
地产酒	水井坊	38.9%	14.0%	14.1%	10.4%	7.0%	-25.4%	-39.7%	2.2%	21.5%	51.3%	9.4%
	洋河股份	16.7%	55.8%	23.8%	17.1%	18.4%	6.3%	15.5%	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%
	今世缘	15.8%	15.8%	24.7%	14.0%	26.1%	27.6%	27.3%	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%
	古井贡酒	21.4%	42.5%	27.7%	29.5%	21.6%	24.7%	24.8%	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%
	口子窖	24.0%	5.7%	11.8%	-7.9%	5.7%	-1.9%	21.3%	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%
	迎驾贡酒	27.0%	14.3%	37.2%	1.8%	24.5%	15.5%	21.6%	28.6%	21.9%	18.8%	21.3%
	老白干酒	11.3%	14.3%	20.4%	24.6%	27.9%	-4.8%	10.4%	10.0%	12.9%	17.9%	12.7%
	金种子酒	3.2%	8.1%	17.0%	2.6%	-18.6%	-8.3%	25.5%	21.0%	43.3%	6.8%	-3.0%
	顺鑫农业	-16.5%	5.4%	-28.8%	-29.5%	6.9%	-21.1%	4.6%	-18.7%	0.3%	-30.6%	-0.8%
	伊力特	19.0%	-26.5%	14.7%	4.7%	-60.0%	-33.1%	18.5%	-5.6%	143.9%	85.7%	12.4%
	金徽酒	10.7%	-34.7%	38.8%	12.2%	-9.1%	0.7%	26.6%	21.0%	47.8%	17.3%	20.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

高端酒业与地产酒企表现仍稳定，次高端酒企表现分化。2023 年收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 16.51%/14.15%/13.60%。2024Q1 收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 15.84%/14.22%/13.08%。**1) 高端酒稳健引领营收增长**，2023 及 2024Q1 高端酒企营收增速最快，体现其刚性需求与强势品牌力带来的强韧性，在经济环境及行业整体走弱情况下，高端酒较高的消费者培育程度与渠道粘性为其业绩增长形成强有力保障。**2) 次高端酒过于依赖渠道铺货故受环境影响大**，更受到渠道运作成熟度与消费者培育程度考验，山西汾酒在品牌力保持强势提升的同时持续优化渠道运作能力，业绩较其他次高端酒企更稳健。**3) 地产酒企当地品牌与渠道基础牢固**，保障业绩稳定增长，同时在省内抢占市场份额与省外推进全国化扩张的过程中，阶段更靠后且能力持续提升的酒企业绩弹性更大。

图表 10：营收端（亿元）：2023 年营收增速相近，按增速高低排名：高端酒>次高端酒>地产酒

分类	个股名称	2022	2023	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
高端酒	贵州茅台	1275.54	1505.60	18.04%	393.79	464.85	18.04%
	五粮液	739.69	832.72	12.58%	311.39	348.33	11.86%
	泸州老窖	251.24	302.33	20.34%	76.10	91.88	20.74%
	合计	2266.46	2640.66	16.51%	781.28	905.06	15.84%
次高端酒	山西汾酒	262.14	319.28	21.80%	126.82	153.38	20.94%
	酒鬼酒	40.50	28.30	-30.14%	9.65	4.94	-48.80%
	舍得酒业	60.56	70.81	16.93%	20.21	21.05	4.18%
	水井坊	46.73	49.53	6.00%	8.53	9.33	9.38%
	合计	409.93	467.92	14.15%	165.21	188.71	14.22%
地产酒	洋河股份	301.05	331.26	10.04%	150.46	162.55	8.03%
	今世缘	78.88	101.00	28.05%	38.03	46.71	22.82%
	古井贡酒	167.13	202.54	21.18%	65.84	82.86	25.85%
	口子窖	51.35	59.62	16.10%	15.92	17.68	11.05%
	迎驾贡酒	55.05	67.20	22.07%	19.16	23.25	21.33%
	老白干酒	46.53	52.57	12.98%	10.03	11.30	12.67%
	金种子酒	11.86	14.69	23.92%	4.32	4.19	-3.02%
	伊力特	16.23	22.31	37.46%	7.40	8.31	12.39%
	金徽酒	20.12	25.48	26.64%	8.93	10.76	20.41%
	顺鑫农业	116.78	105.93	-9.30%	40.88	40.57	-0.75%
合计	864.99	982.60	13.60%	360.97	408.17	13.08%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 2、盈利能力：提升为主线，产品结构变化不一

高端酒销售费用投放基本平稳，次高端与地产酒表现分化。2023/2024Q1 高端酒企销售费用率分别为 6.22%/4.96%，分别同比+0.22%/+0.40%。其中，贵州茅台 2023 年销售费用率为 3.09%，同比+0.50pct，系加大费用投放所致；泸州老窖 2023/2024Q1 销售费用率分别同比-0.58%/-1.23%，费用优化力度持续加大。2023/2024Q1 次高端酒企销售费用率分别为 14.37%/10.52%，分别同比-2.03pct/-1.11pct，其中，山西汾酒 2023/2024Q1 销售费用率分别同比-2.91/-0.48pct，精细化管理效果较好；酒鬼酒 2023/2024Q1 销售费用率分别同比+6.94/7.90pct，主要系公司费用投放形式由货物调整为现金，加大费用投放力度。2023 年地产酒销售费用率为 18.26%，同比+1.22pct，2024Q1 销售费用率同比变化不大，其中，今世缘/洋河股份 2023 年销售费用率分别同比+3.14pct/+2.38pct，主要系二者加大在江苏市场的投放力度以抢占市场份额。老白干 2023/2024Q1 销售费用率分别同比-3.16pct/-2.97pct，主要系公司改革成效显著，费用优化明显。

图表 11：销售费用率方面：2023 年次高端优化明显，按同比变动排名：次高端酒>高端酒>地产酒

分类	个股名称	2022	2023	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
高端酒	贵州茅台	2.59%	3.09%	0.50%	1.92%	2.45%	0.53%
	五粮液	9.25%	9.36%	0.11%	6.78%	7.53%	0.75%
	泸州老窖	13.73%	13.15%	-0.58%	9.08%	7.85%	-1.23%
	合计	6.00%	6.22%	0.22%	4.56%	4.96%	0.40%
次高端酒	山西汾酒	12.98%	10.07%	-2.91%	7.95%	7.47%	-0.48%
	酒鬼酒	25.28%	32.22%	6.94%	26.03%	33.93%	7.90%
	舍得酒业	16.78%	18.21%	1.43%	19.26%	16.32%	-2.93%
	水井坊	27.37%	26.40%	-0.96%	31.91%	35.06%	3.15%
	合计	16.40%	14.37%	-2.03%	11.63%	10.52%	-1.11%
地产酒	洋河股份	13.88%	16.26%	2.38%	7.41%	8.52%	1.11%
	今世缘	17.62%	20.76%	3.14%	15.92%	14.16%	-1.76%
	古井贡酒	27.93%	26.84%	-1.09%	28.83%	27.18%	-1.66%
	口子窖	13.63%	13.88%	0.25%	12.66%	12.06%	-0.59%
	迎驾贡酒	9.17%	8.65%	-0.51%	6.41%	6.72%	0.31%
	老白干酒	30.32%	27.16%	-3.16%	25.88%	22.91%	-2.97%
	金种子酒	20.56%	15.97%	-4.60%	18.57%	17.15%	-1.42%
	伊力特	12.16%	9.40%	-2.75%	6.64%	6.63%	0.00%
	金徽酒	20.89%	21.02%	0.13%	17.83%	17.98%	0.15%
	顺鑫农业	8.77%	11.38%	2.61%	8.41%	5.41%	-3.01%
合计	17.04%	18.26%	1.22%	13.39%	13.39%	0.00%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

管理费用率以优化为主线，其中高端酒费用优化明显。2023/2024Q1 高端酒企管理费用率分别为 5.37%/3.71%，分别同比-0.47/-0.59pct，管理效率持续优化，其中贵州茅台/五粮液/泸州老窖 2024Q1 管理费用率分别同比-0.67/-0.47/-0.79pct。2023/2024Q1 次高端酒企管理费用率分别为 5.06%/3.17%，分别同比-0.63/-0.15pct，其中 2024Q1 山西汾酒、舍得酒业、水井坊管理费用率分别同比-0.09/-0.20/-0.70pct，管理费用率有效降低。2023/2024Q1 地产酒管理费用率分别为 6.04%/3.83%，分别同比-0.38/-0.60pct，以费用优化为主，其中 2024Q1 老白干酒/洋河股份管理费用率分别同比-3.00/-0.89pct，费用优化效果最佳。

图表 12：管理费用率方面：2023 年以优化为主，按同比变动排名：次高端酒>高端酒>地产酒

分类	个股名称	2022	2023	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
高端酒	贵州茅台	7.07%	6.46%	-0.60%	5.11%	4.44%	-0.67%
	五粮液	4.15%	3.99%	-0.16%	3.52%	3.06%	-0.47%
	泸州老窖	4.63%	3.77%	-0.86%	3.28%	2.49%	-0.79%
	合计	5.84%	5.37%	-0.47%	4.30%	3.71%	-0.59%
次高端酒	山西汾酒	4.63%	3.76%	-0.87%	2.08%	1.99%	-0.09%
	酒鬼酒	4.32%	5.85%	1.53%	3.63%	7.97%	4.34%
	舍得酒业	9.69%	8.98%	-0.72%	8.10%	7.90%	-0.20%
	水井坊	7.60%	7.31%	-0.29%	10.18%	9.47%	-0.70%
	合计	5.69%	5.06%	-0.63%	3.33%	3.17%	-0.15%
地产酒	洋河股份	6.43%	5.33%	-1.10%	3.74%	2.85%	-0.89%
	今世缘	4.09%	4.24%	0.14%	2.08%	2.20%	0.12%
	古井贡酒	6.98%	6.75%	-0.23%	5.47%	4.79%	-0.68%
	口子窖	5.22%	6.83%	1.61%	5.22%	5.31%	0.09%
	迎驾贡酒	3.47%	3.11%	-0.36%	2.60%	2.34%	-0.26%
	老白干酒	8.51%	7.89%	-0.62%	11.43%	8.44%	-3.00%
	金种子酒	9.98%	8.91%	-1.07%	5.88%	7.07%	1.19%
	伊力特	4.58%	3.56%	-1.02%	3.03%	2.66%	-0.37%
	金徽酒	10.80%	10.79%	-0.01%	7.23%	7.91%	0.69%
	顺鑫农业	7.36%	8.08%	0.73%	5.84%	5.44%	-0.40%
合计	6.42%	6.04%	-0.38%	4.43%	3.83%	-0.60%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

营业税金率总体同比提升，内部表现分化。2023/2024Q1 高端酒企营业税金率分别为 14.73%/14.58%，分别同比+0.27/+0.69pct，其中泸州老窖 2023 年营业税金率同比-0.36pct，贵州茅台和五粮液均有小幅提升。2023/2024Q1 次高端酒企营业税金率分别为 17.38%/13.61%，分别同比+0.56/-0.85pct，其中 2023 年舍得酒业、水井坊营业税金率下降，分别同比-0.58/-0.04pct，酒鬼酒同比+1.78pct。2023/2024Q1 地产酒企营业税金率分别为 14.94%/14.90%，分别同比+0.03/+0.44pct，其中 2023 年伊力特、古井贡酒、今世缘营业税金率降幅较大，分别同比-2.41/-1.84/-1.37pct；洋河股份、金种子酒营业税金率提升较多，分别同比+1.33/+3.93pct。

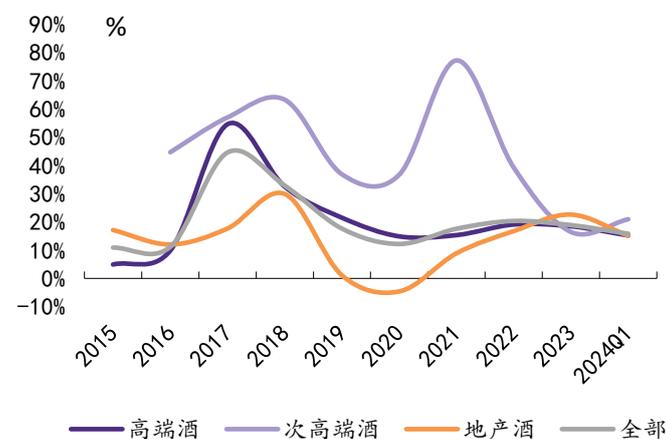
图表 13: 营业税金率方面: 总体同比下降, 按同比变动排名: 次高端酒>高端酒>地产酒

分类	个股名称	2022	2023	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
高端酒	贵州茅台	14.50%	14.77%	0.27%	13.87%	15.49%	1.62%
	五粮液	14.53%	15.05%	0.52%	14.32%	13.95%	-0.37%
	泸州老窖	14.03%	13.67%	-0.36%	12.27%	12.44%	0.17%
	合计	14.46%	14.73%	0.27%	13.89%	14.58%	0.69%
次高端酒	山西汾酒	17.55%	18.27%	0.71%	14.40%	13.34%	-1.05%
	酒鬼酒	16.19%	17.97%	1.78%	15.68%	19.15%	3.47%
	舍得酒业	14.91%	14.33%	-0.58%	13.74%	14.23%	0.48%
	水井坊	15.73%	15.69%	-0.04%	15.65%	13.59%	-2.06%
	合计	16.82%	17.38%	0.56%	14.46%	13.61%	-0.85%
地产酒	洋河股份	14.58%	15.91%	1.33%	15.69%	16.01%	0.32%
	今世缘	16.19%	14.82%	-1.37%	14.96%	15.53%	0.56%
	古井贡酒	16.90%	15.06%	-1.84%	14.47%	15.04%	0.57%
	口子窖	15.23%	15.12%	-0.11%	14.54%	14.10%	-0.44%
	迎驾贡酒	15.00%	15.40%	0.40%	14.43%	14.19%	-0.24%
	老白干酒	16.05%	16.65%	0.60%	15.12%	16.81%	1.69%
	金种子酒	10.67%	14.59%	3.93%	12.40%	16.04%	3.65%
	伊力特	16.65%	14.24%	-2.41%	13.34%	14.90%	1.56%
	金徽酒	14.62%	14.74%	0.12%	14.20%	14.21%	0.01%
	顺鑫农业	11.67%	10.81%	-0.86%	9.81%	9.78%	-0.03%
合计	14.91%	14.94%	0.03%	14.46%	14.90%	0.44%	

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

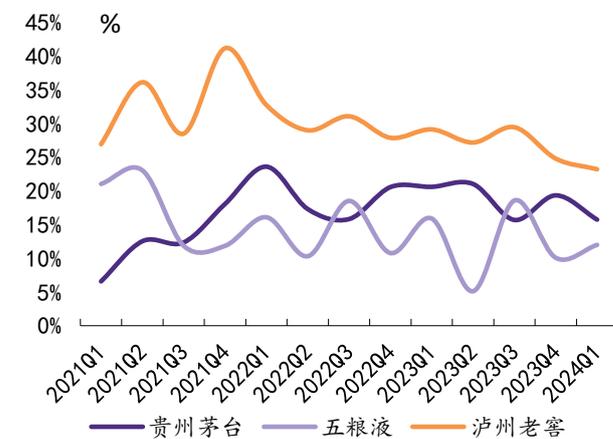
2023 年高端酒利润稳健增长, 其中泸州老窖利润释放明显。2023 年高端酒企归母净利润 1181.91 亿元 (同增 18.46%), 2024Q1 归母净利润 426.84 亿元 (同增 15.21%), 保持双位数稳定增长。从高端酒企内部看, 2023/2024Q1 归母净利率增速: 泸州老窖>贵州茅台>五粮液, 其中泸州老窖归母净利润增速最快, 2023/2024Q1 增速分别为 27.79%/23.20%, 受益于产品毛利率提升明显, 同时费用持续优化; 2023/2024Q1 贵州茅台归母净利润增速分别为 19.16%/15.73%, 盈利能力持续提升。

图表 14: 2023 年高端酒与地产酒盈利表现稳定, 2024Q1 次高端酒利润增速明显



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

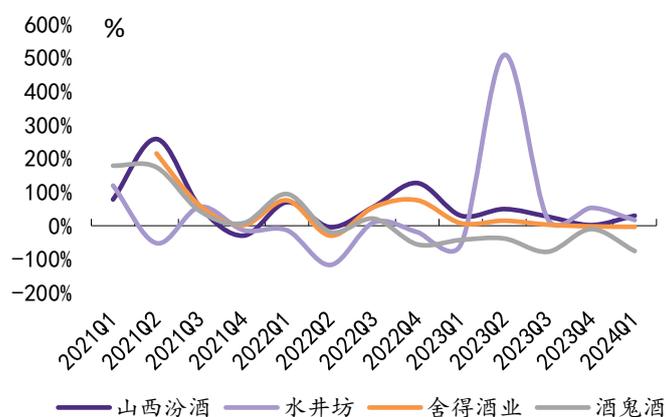
图表 15: 高端酒 2023 年归母净利润稳健增长, 泸州老窖增速最高, 同增 27.79%



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

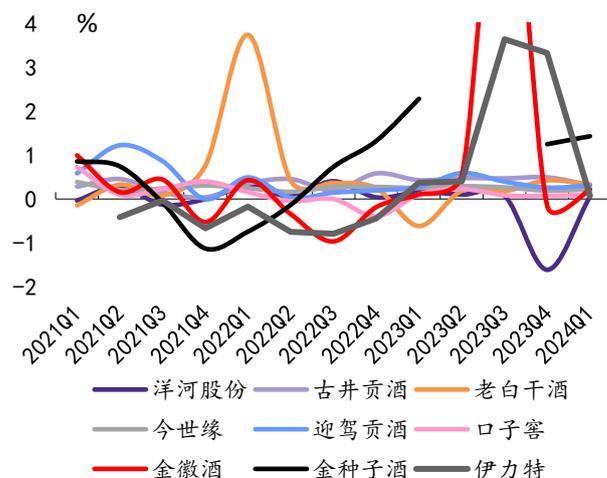
**2023 年次高端酒企利润保持增长，其中山西汾酒引领高增。**2023 年次高端酒企归母净利润为 140.26 亿元（同增 16.44%），2024Q1 归母净利润为 70.72 亿元（同增 20.93%）。从次高端酒企内部看，2023 年归母净利润增速：山西汾酒>舍得酒业>水井坊>酒鬼酒，2024Q1 归母净利润增速：山西汾酒>水井坊>舍得酒业>酒鬼酒，其中山西汾酒归母净利润增速分别为 28.93%/29.95%，利润释放明显；水井坊归母净利润增速分别为 +4.36%/+16.82%，主要系公司收到 0.42 亿元政府产业发展扶持资金所致。

图表 16：次高端酒企 2023 年归母净利润表现分化



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 17：地产酒企 2023 年归母净利润普遍增长



资料来源：WIND，华鑫证券研究

**2023 年地产酒归母净利润均实现增长，其中处于改革期或产品结构升级期的酒企利润增长明显。**2023 年地产酒企归母净利润为 227.67 亿元（同增 22.59%），2024Q1 归母净利润为 121.40 亿元（同增 15.12%）。从地产酒企内部看，2024Q1 顺鑫农业/老白干酒/古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘归母净利润增速分别为+37.42%/33.04%/31.61%/30.43%/22.12%，顺鑫农业、老白干酒利润释放明显，同时徽酒持续受益于省内产品结构升级，利润增速明显。

图表 18：利润端：2023 年地产酒利润增长明显，高端酒表现稳健，次高端酒仍分化

分类	个股名称	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
高端酒	贵州茅台	12.4%	18.1%	23.6%	17.3%	15.8%	20.6%	20.6%	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%
	五粮液	11.8%	11.8%	16.1%	10.3%	18.5%	10.8%	15.9%	5.1%	18.5%	10.1%	12.0%
	泸州老窖	28.5%	41.1%	32.7%	29.0%	31.1%	27.9%	29.1%	27.2%	29.5%	24.8%	23.2%
	山西汾酒	53.2%	-24.9%	70.0%	-4.3%	57.0%	127.1%	29.9%	49.6%	27.1%	2.0%	30.0%
次高端酒	酒鬼酒	43.4%	7.8%	94.5%	-18.7%	21.1%	-55.7%	-42.4%	-38.2%	-77.6%	-10.1%	-75.6%
	舍得酒业	59.7%	2.1%	75.8%	-29.7%	55.7%	75.9%	7.3%	14.8%	2.7%	-1.9%	-3.4%
	水井坊	56.3%	-13.4%	-13.5%	116.9%	10.0%	-19.1%	-56.0%	508.9%	19.7%	53.2%	16.8%
	洋河股份	-13.1%	-0.5%	29.1%	6.1%	40.5%	3.7%	15.7%	9.9%	7.5%	-161.3%	5.0%
中高端酒	今世缘	23.8%	30.4%	24.5%	16.3%	27.3%	27.5%	25.2%	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%
	古井贡酒	15.1%	3.8%	34.9%	45.3%	19.3%	58.2%	42.9%	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%
	口子窖	22.7%	40.0%	15.5%	-4.9%	-0.2%	-39.6%	10.4%	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%
	迎驾贡酒	86.2%	-0.3%	49.1%	4.1%	13.3%	18.5%	26.6%	60.9%	39.5%	26.0%	30.4%
	老白干酒	8.0%	75.6%	373.7%	41.6%	36.6%	24.7%	-61.5%	18.5%	17.9%	42.2%	33.0%
	金种子酒	8.1%	-112.7%	74.2%	13.3%	-73.2%	-132.2%	-228.1%	扭亏为盈	-	124.9%	142.9%
	伊力特	-3.2%	-66.8%	-17.6%	-75.2%	-79.2%	-44.4%	37.0%	39.8%	363.8%	332.5%	7.1%
	金徽酒	44.3%	-52.6%	42.8%	-34.5%	-96.7%	-18.6%	10.4%	53.7%	884.8%	-15.4%	21.6%
	顺鑫农业	9.7%	-1893.7%	-72.1%	-162.7%	88.1%	-160.0%	214.4%	-535.8%	-	99.5%	37.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2023 年地产酒利润增长明显，2024Q1 山西汾酒带领次高端酒利润高增。2023 年归母净利润增速为地产酒>高端酒>次高端酒，分别为 22.59%/18.46%/16.44%，地产酒利润增长明显，高端酒表现稳健，次高端酒仍分化。2024Q1 归母净利润增速为次高端酒>高端酒>地产酒，分别为 20.93%/15.21%/15.12%，次高端中山西汾酒引领利润增长，地产酒企利润普遍增长。

图表 19: 利润端 (亿元): 2024Q1 次高端酒增速更快, 按增速高低排名: 次高端酒 > 高端酒 > 地产酒

分类	个股名称	2022	2023	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
高端酒	贵州茅台	627.16	747.34	19.16%	207.95	240.65	15.73%
	五粮液	266.91	302.11	13.19%	125.42	140.45	11.98%
	泸州老窖	103.65	132.46	27.79%	37.13	45.74	23.20%
	合计	997.72	1181.91	18.46%	370.50	426.84	15.21%
次高端酒	山西汾酒	80.96	104.38	28.93%	48.19	62.62	29.95%
	酒鬼酒	10.49	5.48	-47.77%	3.00	0.73	-75.56%
	舍得酒业	16.85	17.71	5.09%	5.69	5.50	-3.37%
	水井坊	12.16	12.69	4.36%	1.59	1.86	16.82%
	合计	120.46	140.26	16.44%	58.48	70.72	20.93%
地产酒	洋河股份	93.78	100.16	6.80%	57.66	60.55	5.02%
	今世缘	25.03	31.36	25.30%	12.55	15.33	22.12%
	古井贡酒	31.43	45.89	46.01%	15.70	20.66	31.61%
	口子窖	15.50	17.21	11.04%	5.36	5.89	10.02%
	迎驾贡酒	17.05	22.88	34.17%	7.00	9.13	30.43%
	老白干酒	7.08	6.66	-5.89%	1.02	1.36	33.04%
	金种子酒	-1.87	-0.22	-88.21%	-0.41	0.18	-
	伊力特	1.65	3.40	105.43%	1.48	1.59	7.08%
	金徽酒	2.80	3.29	17.35%	1.82	2.21	21.58%
	顺鑫农业	-6.73	-2.96	-56.09%	3.28	4.51	37.42%
合计	185.72	227.67	22.59%	105.46	121.40	15.12%	

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

2023 年高端酒与地产酒毛利率提升明显, 次高端酒盈利能力略承压。2023/2024Q1 高端酒毛利率分别为 85.45%/86.00%, 分别同比+0.93/+0.24pct, 其中泸州老窖 2023 年毛利率同比提升 1.71pct, 主要系产品结构持续优化所致。2023 /2024Q1 次高端酒毛利率分别为 76.20%/77.07%, 分别同比-0.97/+0.43pct, 其中舍得酒业/水井坊 2023 年毛利率分别同比-3.22/-1.33pct, 主要系次高端价位带产品承压, 中高端价位带产品放量带来产品结构变化所致。2023/2024Q1 地产酒毛利率分别为 69.50%/71.34%, 分别同比+2.22/0.70pct, 其中金种子酒、迎驾贡酒毛利率提升明显, 2023 年分别提升 13.88/3.35pct。

图表 20：销售毛利率方面：高端酒与地产酒毛利率提升，按同比变动排名：地产酒>高端酒>次高端酒

分类	个股名称	2022	2023	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
高端酒	贵州茅台	89.38%	90.21%	0.83%	91.13%	91.20%	0.07%
	五粮液	75.42%	75.79%	0.37%	78.39%	78.43%	0.03%
	泸州老窖	86.59%	88.30%	1.71%	88.09%	88.37%	0.28%
	合计	84.52%	85.45%	0.93%	85.76%	86.00%	0.24%
次高端酒	山西汾酒	75.36%	75.31%	-0.05%	75.56%	77.46%	1.90%
	酒鬼酒	79.63%	78.35%	-1.29%	81.54%	71.08%	-10.46%
	舍得酒业	77.72%	74.50%	-3.22%	78.38%	74.16%	-4.22%
	水井坊	84.49%	83.16%	-1.33%	83.17%	80.47%	-2.70%
	合计	77.17%	76.20%	-0.97%	76.65%	77.07%	0.43%
地产酒	洋河股份	74.60%	75.25%	0.64%	76.60%	76.03%	-0.56%
	今世缘	76.56%	78.32%	1.76%	75.37%	74.22%	-1.15%
	古井贡酒	77.17%	79.07%	1.90%	79.67%	80.35%	0.68%
	口子窖	74.16%	75.19%	1.03%	76.63%	76.48%	-0.15%
	迎驾贡酒	68.02%	71.37%	3.35%	71.18%	75.09%	3.91%
	老白干酒	68.36%	67.15%	-1.20%	65.42%	62.72%	-2.71%
	金种子酒	26.45%	40.32%	13.88%	27.23%	44.52%	17.29%
	伊力特	48.05%	48.23%	0.18%	51.45%	51.89%	0.44%
	金徽酒	62.78%	62.44%	-0.35%	64.97%	65.40%	0.43%
	顺鑫农业	31.73%	31.80%	0.07%	37.72%	37.15%	-0.57%
合计	67.27%	69.50%	2.22%	70.64%	71.34%	0.70%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

各板块整体盈利能力提升为主线，内部仍分化。2023/2024Q1 高端酒净利率分别为 46.33%/48.72%，分别同比+0.55/-0.37pct，其中泸州老窖 2023 年净利率同比+2.52pct，盈利能力持续提升。2023/2024Q1 次高端酒净利率分别为 30.02%/37.49%，分别同比+0.45/+2.01pct，其中山西汾酒 2023/2024Q1 净利率分别同比+1.64/+2.75pct，产品结构持续提升叠加费用优化带来盈利水平稳健提升，舍得酒业和水井坊由于费用支出提升及产品结构变化，2023 年净利率同比-3.05/-0.40pct。2023/2024Q1 地产酒净利率分别为 23.32%/29.90%，分别同比+1.72pct/+0.56pct，其中金种子酒/伊力特 2023 年净利率分别同比+14.35/5.04pct，主要系费用率优化叠加产品结构升级所致。

图表 21：销售净利率方面：盈利能力向好，按同比变动排名：次高端酒>地产酒>高端酒

分类	个股名称	2022	2023	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
高端酒	贵州茅台	51.25%	51.49%	0.24%	54.66%	53.53%	-1.13%
	五粮液	37.81%	37.85%	0.04%	42.09%	42.02%	-0.07%
	泸州老窖	41.44%	43.95%	2.52%	48.91%	49.83%	0.92%
	合计	45.78%	46.33%	0.55%	49.09%	48.72%	-0.37%
次高端酒	山西汾酒	31.12%	32.76%	1.64%	38.11%	40.86%	2.75%
	酒鬼酒	25.89%	19.36%	-6.53%	31.12%	14.86%	-16.26%
	舍得酒业	28.08%	25.03%	-3.05%	28.16%	26.09%	-2.07%
	水井坊	26.02%	25.62%	-0.40%	18.69%	19.96%	1.27%
	合计	29.57%	30.02%	0.45%	35.48%	37.49%	2.01%
地产酒	洋河股份	31.19%	30.25%	-0.94%	38.39%	37.24%	-1.15%
	今世缘	31.73%	31.05%	-0.68%	33.00%	32.81%	-0.19%
	古井贡酒	19.46%	23.34%	3.88%	24.26%	25.65%	1.40%
	口子窖	30.19%	28.87%	-1.32%	33.66%	33.34%	-0.31%
	迎驾贡酒	31.03%	34.12%	3.09%	36.71%	39.41%	2.69%
	老白干酒	15.21%	12.67%	-2.54%	10.21%	12.05%	1.85%
	金种子酒	-15.69%	-1.34%	14.35%	-9.36%	4.38%	13.74%
	伊力特	10.45%	15.49%	5.04%	20.45%	19.31%	-1.14%
	金徽酒	13.88%	12.66%	-1.22%	20.28%	20.39%	0.11%
	顺鑫农业	-5.90%	-2.82%	3.08%	7.97%	11.14%	3.17%
合计	21.60%	23.32%	1.72%	29.33%	29.90%	0.56%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

### 3、回款情况：合同负债环比疲软，现金回款表现稳健

高端酒与次高端酒合同负债表现略疲软，地产酒表现分化。2023 年合同负债环比增速以承压为主，高端酒/次高端酒/地产酒合同负债环比增速分别为-27.71%/-18.16%/-20.36%，其中贵州茅台、泸州老窖、五粮液的合同负债环比增速分别为-32.58%/-26.47%/-5.17%。次高端酒企中，2024Q1 水井坊合同负债环比下降幅度较小为-5.64%。地产酒企中，2024Q1 古井贡酒/老白干酒合同负债环比增速分别为+229.52%/+55.45%，后续增长动力充足。

图表 22：合同负债（亿元）：2024Q1 增速高低排名：次高端酒>地产酒>高端酒

分类	个股名称	2022	2023	2024Q1	同比	环比
高端酒	贵州茅台	154.72	141.26	95.23	-8.70%	-32.58%
	五粮液	123.79	68.64	50.47	-44.55%	-26.47%
	泸州老窖	25.66	26.73	25.35	4.15%	-5.17%
	合计	304.17	236.63	171.06	-22.21%	-27.71%
次高端酒	山西汾酒	69.08	70.29	55.90	1.75%	-20.48%
	酒鬼酒	4.33	2.85	2.35	-34.34%	-17.54%
	舍得酒业	2.98	2.77	2.35	-7.05%	-15.11%
	水井坊	10.27	12.20	11.51	18.72%	-5.64%
	合计	86.66	88.10	72.10	1.66%	-18.16%
地产酒	洋河股份	137.42	111.05	58.15	-19.19%	-47.63%
	今世缘	20.40	24.00	9.73	17.65%	-59.45%
	古井贡酒	8.27	14.01	46.17	69.50%	229.52%
	口子窖	5.63	3.97	3.75	-29.42%	-5.57%
	迎驾贡酒	6.61	7.33	5.15	10.95%	-29.80%
	老白干酒	14.91	15.21	23.64	1.99%	55.45%
	金种子酒	1.10	1.08	1.11	-2.30%	3.52%
	伊力特	0.80	0.73	0.92	-8.01%	24.95%
	金徽酒	5.10	5.75	6.31	12.84%	9.67%
	顺鑫农业	38.65	21.98	8.43	-43.12%	-61.64%
	合计	238.88	205.12	163.37	-14.13%	-20.36%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2023 年高端酒现金回款表现较好，次高端酒与地产酒表现稳健。2023 年高端酒企/次高端酒/地产酒现金回款分别同增 21.04%/5.24%/9.42%，高端酒现金流实现较高增长，次高端与地产酒表现稳健，其中酒鬼酒和金种子酒相对承压。2024Q1 高端酒企/次高端酒/地产酒现金回款分别同比+8.59%/+26.85%/+17.03%，高端酒业绩质量仍较优，2024Q1 贵州茅台/泸州老窖现金回款分别同比增长 29.34%/32.31%。次高端酒企中山西汾酒 2024Q1 现金回款同比增长 44.66%，引领次高端整体增长。

图表 23: 现金流: 2023 年高端酒现金回款表现较好, 次高端酒与地产酒表现稳健

分类	个股名称	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
高端酒	贵州茅台	17.1%	11.8%	41.2%	6.1%	19.6%	12.0%	13.6%	12.9%	21.0%	17.4%	29.3%
	五粮液	59.4%	20.3%	-34.8%	17.8%	10.8%	13.0%	108.5%	37.0%	35.1%	17.7%	-24.0%
	泸州老窖	-14.8%	27.2%	16.3%	72.2%	20.1%	-24.0%	7.3%	16.6%	90.4%	-28.8%	32.3%
次高端酒	山西汾酒	152.4%	90.2%	71.9%	-7.1%	5.1%	0.4%	10.7%	20.5%	-15.9%	-5.7%	44.7%
	酒鬼酒	43.1%	62.5%	17.5%	-12.0%	21.8%	-58.9%	-19.3%	-30.1%	-33.3%	-2.1%	-58.1%
	舍得酒业	95.2%	42.7%	45.4%	-3.7%	1.6%	-31.9%	23.0%	28.4%	-16.7%	65.9%	-14.3%
	水井坊	35.0%	17.4%	2.4%	37.0%	0.3%	-23.6%	-36.7%	-20.6%	15.1%	48.5%	6.0%
地产酒	洋河股份	40.6%	79.0%	-15.1%	-8.5%	7.7%	-33.3%	28.9%	23.2%	11.6%	-0.3%	25.1%
	今世缘	12.5%	48.6%	21.0%	-7.7%	52.6%	-8.7%	33.7%	33.3%	4.3%	35.4%	8.8%
	古井贡酒	66.3%	67.8%	54.9%	7.0%	-10.1%	-7.4%	25.7%	23.1%	26.8%	2.7%	7.9%
	口子窖	39.5%	10.6%	3.0%	2.4%	-13.2%	31.3%	6.9%	26.4%	20.3%	-11.4%	15.5%
	迎驾贡酒	23.0%	27.6%	35.9%	-8.7%	29.6%	31.3%	20.5%	28.7%	18.4%	4.9%	19.2%
	老白干酒	9.3%	4.1%	15.3%	-20.5%	-0.1%	-15.9%	0.3%	8.9%	12.8%	35.8%	17.6%
	金种子酒	-49.2%	37.9%	-9.9%	150.9%	163.3%	-40.5%	38.4%	44.7%	4.3%	-96.0%	-3.4%
	伊力特	-21.4%	-19.3%	43.3%	-16.6%	-26.4%	-53.1%	11.2%	-3.5%	157.4%	84.1%	8.7%
	金徽酒	32.4%	-25.0%	57.2%	-24.5%	-16.5%	25.7%	10.0%	35.7%	30.0%	-8.6%	33.1%
	顺鑫农业	-5.6%	-21.2%	-30.9%	-16.7%	-13.9%	6.8%	-23.0%	-36.1%	-11.6%	-28.5%	22.7%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 24: 现金流 (亿元): 2024Q1 按增速高低排名: 次高端 > 高端酒 > 地产酒

分类	个股名称	2022	2023	YOY	2023Q1	2024Q1	YOY
高端酒	贵州茅台	1406.92	1637.00	16.35%	357.63	462.57	29.34%
	五粮液	817.71	1053.50	28.84%	286.37	217.69	-23.98%
	泸州老窖	259.13	315.89	21.91%	80.42	106.41	32.31%
	合计	2,483.75	3006.39	21.04%	724.43	786.67	8.59%
次高端酒	山西汾酒	287.13	301.31	4.94%	98.17	142.02	44.66%
	酒鬼酒	33.99	25.13	-26.07%	7.60	3.18	-58.14%
	舍得酒业	60.14	73.60	22.39%	22.36	19.17	-14.27%
	水井坊	52.41	56.36	7.53%	8.77	9.30	5.96%
	合计	433.67	456.40	5.24%	136.91	173.67	26.85%
地产酒	洋河股份	308.88	348.54	12.84%	103.17	129.06	25.09%
	今世缘	96.62	120.61	24.83%	34.27	37.30	8.84%
	古井贡酒	173.49	207.97	19.88%	77.55	83.67	7.88%
	口子窖	52.17	57.91	10.99%	12.14	14.02	15.46%
	迎驾贡酒	64.80	76.27	17.69%	19.46	23.19	19.17%
	老白干酒	50.71	58.14	14.64%	16.89	19.87	17.61%
	金种子酒	14.17	13.03	-8.10%	4.54	4.39	-3.40%
	伊力特	17.37	23.06	32.78%	7.14	7.77	8.73%
	金徽酒	24.42	29.36	20.25%	9.31	12.38	33.05%
	顺鑫农业	148.38	105.73	-28.74%	22.84	28.01	22.66%
合计	951.01	1040.60	9.42%	307.32	359.64	17.03%	

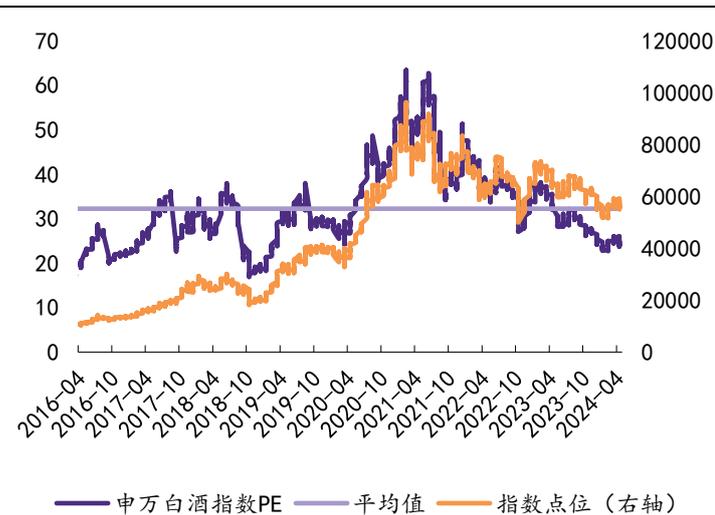
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

## 4、估值表现：低位波动，后续抬升预期强

市场情绪多有扰动，估值处于历史低位。绝对估值上，2016年至今申万白酒指数 PE 均值为 32.21，当前值为 24.77，目前仍在低位，3 年内市盈率分位点为 7.28%，白酒板块绝对估值处于低位。相对估值上，2016 年至今食品饮料板块与白酒板块相对沪深 300 平均市盈率分别为 2.65/2.52，当前值为 2.03/2.05，亦低于均值。各板块均处于估值低位，后续抬升支撑力仍强。分板块来看，2019 年至今高端酒、次高端酒、地产酒 PE 平均值分别为 35.93/46.25/32.84，当前值分别为 21.76/27.39/23.30，各板块市盈率均已低于平均值。

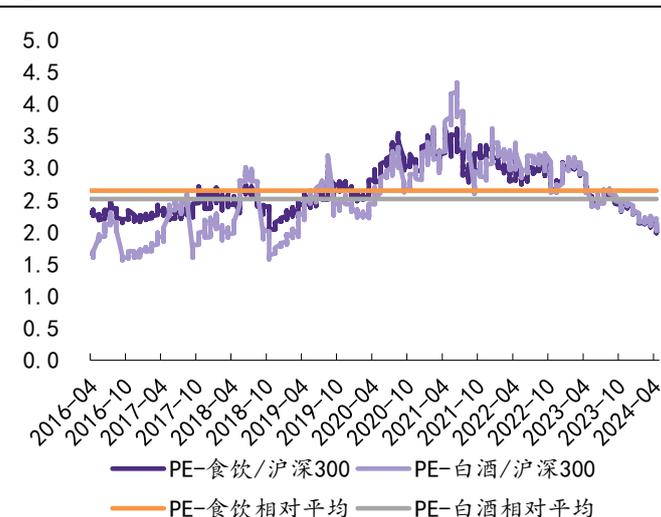
我们认为目前板块整体估值水平较低的原因为经济环境与购买力恢复不足，导致市场对酒企未来动销及业绩增长产生持续性担忧，但白酒消费具有一定的社交属性从而带来刚性需求，目前出现的阶段性消费降级现象亦将中高端价位带产品需求拉动起来，业绩支撑力仍足。

图表 25：2016 年至今申万白酒指数点位与 PE



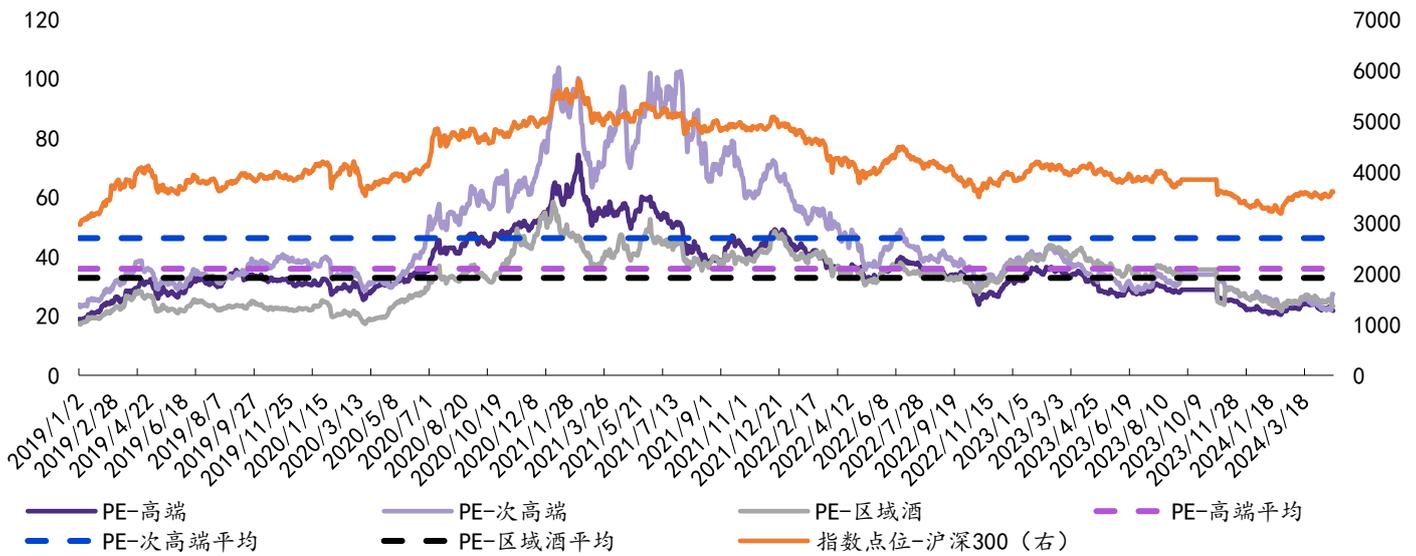
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 26：2016 年至今食品饮料与白酒板块相对沪深 300 PE



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 27：2019 年至今白酒各板块与沪深 300 PE



资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 5、行业评级及投资策略

分化态势延续，关注点仍在外部动销与内部改善。我们认为 2023 年及 2024Q1 白酒板块整体业绩取得较好表现，收入与利润均取得双位数稳健增长。从各板块表现来看，分化态势仍然明显，高端与头部区域酒企仍为主要营收增长酒企，而渠道与内部改革取得一定成效酒企实现较好的利润增长。其中，高端受益于强势品牌力与礼赠刚性需求，消费者消费习惯稳定，仍能实现稳健增长。大众酒受益于当地品牌知名度与区域内成熟的渠道模式，在刚性的宴席及家庭聚饮需求下业绩支撑力强。同时，头部区域酒在省内抢占市场份额与省外推进扩张下增长空间仍足。次高端增长逻辑较依赖于渠道铺货，在经济环境走弱态势下难以形成较强的渠道粘性与动销，后续仍需整体经济回暖从而带来商务宴请场景恢复。而动销持续向好或改革取得较好成效的个股在板块大逻辑下亦能脱颖而出，如青花系列持续放量的山西汾酒与内部深度改革效果逐步显现的老白干酒。

我们认为 2024 年板块增长重点仍在于消费信心恢复与经济复苏情况，情绪面预计受端午、中秋、国庆等旺季节点动销影响略有恢复，同时需关注观察估值切换节奏，长期注重消费力复苏与商务场景恢复，重点推荐茅五泸+山西汾酒+今世缘+古井贡酒，关注洋河股份+迎驾贡酒+老白干。

维持白酒行业“推荐”投资评级。

图表 28：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-06 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1760.20	59.49	69.85	81.13	29.59	25.20	21.70	买入
000858.SZ	五粮液	155.01	7.78	8.75	9.91	19.92	17.72	15.64	买入
000568.SZ	泸州老窖	193.55	9.00	10.88	13.08	21.51	17.79	14.80	买入
600809.SH	山西汾酒	269.00	8.56	10.60	13.01	31.43	25.38	20.68	买入
002304.SZ	洋河股份	98.44	6.65	7.09	8.01	14.80	13.88	12.29	买入
000799.SZ	酒鬼酒	56.20	1.69	1.50	1.83	33.25	37.47	30.71	买入
600702.SH	舍得酒业	78.36	5.32	6.01	6.88	14.73	13.04	11.39	买入
600779.SH	水井坊	48.15	2.60	2.98	3.51	18.52	16.16	13.72	买入
000596.SZ	古井贡酒	279.12	8.68	10.91	13.64	32.16	25.58	20.46	买入
603369.SH	今世缘	56.98	2.50	3.07	3.79	22.79	18.56	15.03	买入
603589.SH	口子窖	43.76	2.87	3.43	4.09	15.25	12.76	10.70	买入
603198.SH	迎驾贡酒	74.89	2.86	3.57	4.40	26.19	20.98	17.02	买入
600199.SH	金种子酒	15.98	-0.03	0.08	0.47	-532.67	199.75	34.00	买入
603919.SH	金徽酒	22.52	0.65	0.80	1.01	34.65	28.15	22.30	买入
600197.SH	伊力特	21.21	0.72	0.96	1.23	29.46	22.09	17.24	买入
600559.SH	老白干酒	22.42	0.73	0.94	1.16	30.71	23.85	19.33	买入

资料来源：Wind，华鑫证券预测

## 6、风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争或政策变动风险；消费税或生产风险等。

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。