

食品饮料行业深度报告

白酒 2023 年报及 2024 年一季报总结：需求韧性仍强，个体分化加剧

增持（维持）

2024 年 05 月 07 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

投资要点

■ **新年开局良好彰显韧性，经济弱复苏趋势延续预期仍低。**2023 年白酒板块总营收、归母净利润分别同增 16.39%、18.48%；24Q1 总营收、归母净利润分别同增 15.43%、15.72%。24Q1 增速环比 23 年小幅回落，但整体呈现稳健增长，多数酒企报表体现较好韧性。**宏观层面，23H2 以来疫后消费脉冲消退，24Q1 元春消费在低预期中保持增长韧性。**餐饮链、出行链等服务业消费频次及强度持续攀升，认为对 24 年白酒消费场景仍有增量带动。**行业层面，2024 年春节以来上市酒企核心单品批价走势保持平稳，其中高端普五及次高端青 20 批价稳步抬升，体现酒企调控更趋精细。**虽然普飞批价波动放大需求担忧，我们认为伴随茅台酒批价泡沫挤出带来合理温和回调，消费步入强真实支撑区间，看好后续茅台稳价护盘，以及在茅五汾价格领衔下，行业批价保持稳定。

■ **收入端：龙头保持稳定兑现，自下而上分化加剧。**2023 年白酒板块总营业收入同比增长 16.39%，增速较 2022 年的 16.83% 仅小幅回落，显示上市酒企业经营节奏仍然稳健；其中高端、次高端、区域酒企收入同比增速分别 16.5%、14.15%、16.60%，区域市场调节空间更大、动销去库更良性的头部酒企，业绩稳定性更为突出。分季度看，24Q1 高端、次高端、区域酒企收入分别为 15.84%、14.22%、15.15%，子板块自上而下差异收窄，酒企分化更多呈现自下而上变化。**23Q4+24Q1 多数酒企订单（收入+△预收）增速>收入增速>收现增速，显示渠道现金周转仍有压力，但头部酒企销售兑现能力仍强。**销售端，23Q4+24Q1 存在全国化扩张及价格带升级空间的龙头酒企，表现仍然出众，茅台、汾酒、古井、今世缘等订单及收入增速均同比维持较好。**收现端，23Q4+24Q1 酒企收现比同比略有回落，与酒企加大货折、票据等回款支持有关，主要系五粮液、古井、迎驾、今世缘等有所体现。**分板块看，高端酒企 23 年业绩韧性凸显，24Q1 收入略超预期；次高端酒企底部承压分化加剧，商务需求尚有待恢复；徽酒景气延续，龙头确定性仍强，冀陇省酒实现边际改善。

■ **利润端：毛利率小幅上行，净利润弹性收窄。**毛利率方面，2023 年/24Q1 白酒企业毛利率为 82.52%、82.52%，同比+0.48pct、+0.28pct，区域酒 23 年吨价增幅最为强势，主系区域大本营市场大众消费升级趋势延续。费率方面，2023 年/24Q1 白酒企业销售费用率分别提升 0.17pct/0.15pct，管理费用率分别下滑 0.49pct/0.53pct，多数酒企加强 C 端营销投入及数字化营销手段应用，同时酒企亦加强费用管控，向管理端要效益。利润增速方面，23 年高端（18.46%）>地产酒（18.05%）>次高端（16.44%），24Q1 次高端（20.93%）>高端（15.21%）>地产酒（13.87%）。利润弹性角度来看，24Q1 酒企整体利润弹性同比回落，但部分酒企如金徽酒、老白干酒、金种子酒等实现逆势改善。

■ **投资建议：**我们认为，完整的 2024 食品饮料投资策略的主线是低估值优质确定性成长+高股息率标的，辅线是经营改善标的，需动态根据底层要素变化对确定性成长或高股息策略权重进行修正。近期伴随政治局会议召开，地产供给收缩方向明确，顺周期见底预期再次演绎，白酒推荐泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、贵州茅台、五粮液等，建议关注：珍酒李渡、伊力特。大众品，看好景气维持较好的：青岛啤酒、重庆啤酒、盐津铺子、劲仔食品、天味食品；低位企稳明确的：安井食品、洽洽食品、中炬高新。建议关注：三只松鼠、香飘飘。高股息推荐：颐海国际、海底捞、养元饮品、承德露露。

■ **风险提示：**消费修复不及预期风险、行业竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《啤酒板块 2023 年报及 2024 一季报总结：成本红利兑现，重回报提分红》

2024-05-07

《中餐加速出海，龙头多元增长可期》

2024-04-29

内容目录

1. 白酒年报&一季报总结：需求韧性仍强，个体分化加剧	4
1.1. 新年开局良好彰显韧性，经济弱复苏趋势延续预期仍低.....	4
1.2. 高端普飞批价波动加剧，次高端头部单品价盘保持平稳.....	5
2. 收入端：龙头保持稳定兑现，自下而上分化加剧	5
2.1. 高端白酒：总体稳健，同步加强节奏调控.....	10
2.2. 次高端白酒：底部承压分化加剧，尚待需求修复.....	12
2.3. 地产酒：皖酒领衔景气延续，冀陇省酒精耕显效.....	13
3. 利润端：毛利率小幅上行，净利润弹性收窄	15
3.1. 毛利率：整体小幅上行，区域酒结构升级红利持续兑现.....	15
3.2. 费用率：销售费率小幅略增，管理费率持续优化.....	16
3.3. 营业税率：整体保持平稳，季度同比小幅提升.....	17
3.4. 利润增速：整体弹性回落，部分小酒逆势改善.....	18
4. 投资建议	19
5. 风险提示	19

图表目录

图 1:	社会消费品零售总额当月同比及预期值.....	4
图 2:	2023 年餐饮收入恢复至好于 19 年同期水平.....	4
图 3:	节假日旅游客流、收入较 19 年同期恢复比例.....	4
图 4:	旅游客单较 19 年同期恢复比例.....	4
图 5:	高端酒批价走势 (元/瓶)	5
图 6:	次高端酒批价走势 (元/瓶)	5
图 7:	白酒板块累计收入规模及增速 (%)	6
图 8:	白酒板块累计净利润规模及增速 (%)	6
图 9:	2023 年各家主要酒企收入增幅拆解.....	7
图 10:	2022 年各家主要酒企收入增幅拆解.....	7
图 11:	白酒子板块单季同比收入增速(%).....	8
图 12:	白酒子板块季度累计收入同比增速(%).....	8
图 13:	酒企 23Q4+24Q1 收入、收现、订单 (收入+ Δ 预收) 同比增速对比	9
图 14:	白酒子板块单季订单额 (收入+ Δ 预收) 同比	9
图 15:	白酒子板块 Q1 应收票据余额占收入比对比.....	9
图 16:	2023 年白酒个股毛销差同比变动 (pct)	15
图 17:	2024Q1 白酒个股毛销差同比变动 (pct)	15
图 18:	白酒子板块累计毛利率 (%)	16
图 19:	白酒子板块年度销售吨价及吨成本涨幅.....	16
图 20:	白酒子板块季度累计营业税率(%).....	17
图 21:	白酒子板块单季营业税率同比变化 (pct)	17
表 1:	白酒板块公司 2019-2023 年收入及归母净利润同比增速情况	6
表 2:	白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)	9
表 3:	白酒子板块单季度收现同比增速及收现比情况 (%)	10
表 4:	白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)	14
表 5:	白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)	16
表 6:	白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct)	16
表 7:	销售费用率同比变动 (pct)	17
表 8:	管理费用率同比变动 (pct)	17
表 9:	白酒子板块归母净利润同比增速情况 (%)	18
表 10:	白酒子板块扣非归母净利润同比增速情况 (%)	18
表 11:	白酒子板块扣非净利润同比增速-收入同比增速	18
表 12:	白酒上市公司 2024Q1 及 2023Q4 业绩概览.....	18

1. 白酒年报&一季报总结：需求韧性仍强，个体分化加剧

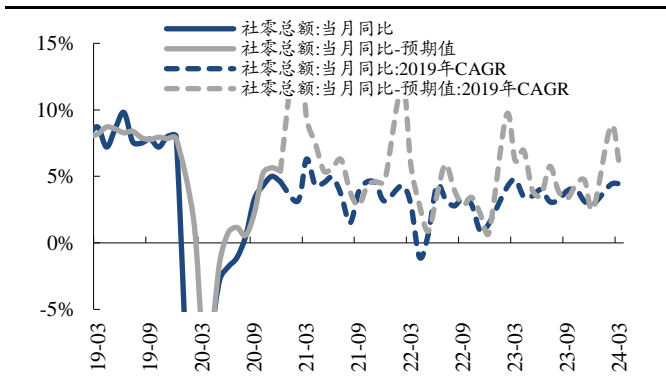
1.1. 新年开局良好彰显韧性，经济弱复苏趋势延续预期仍低

2023年白酒业绩在分化中收官，2024Q1开局良好，局部超预期明显。

2023年白酒板块营业总收入同比增长16.39%，归母净利润同比增长18.48%，扣非净利润同比增长18.54%；24Q1白酒板块营业总收入同比增长15.43%，归母净利润同比增长15.72%，扣非归母净利润同比增长16.14%。24Q1增速环比23年小幅回落，但整体呈现稳健增长，多数酒企报表体现较好韧性。

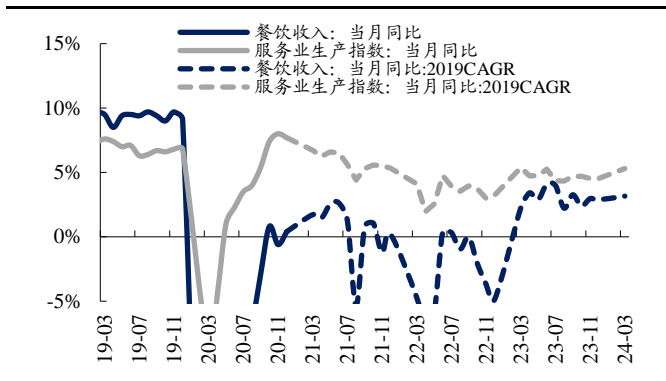
从宏观层面看，23H2以来疫后消费脉冲消退，24Q1元春消费在低预期中兑现了较好情形，彰显基本面韧性。1) 2023年全年社零总额同比增长7.2%，商品零售增长力度保持连贯，2023年月度社零总额对比2019年同期CAGR多在3%~5%区间窄幅震荡，2024Q1社零消费亦维持稳健。2) 餐饮业收入较2019年恢复正增长，2023年月度餐饮收入对比2019年同期CAGR抬升至约2%~4%，经过一定时间恢复，竞争格局更趋多元化。3) 2023年国庆以来，小长假旅游客流、收入均已恢复至2019年同期水平之上，其中客流增幅相对突出，体现居民消费模式转变，更看重体验型消费。

图1：社会消费品零售总额当月同比及预期值



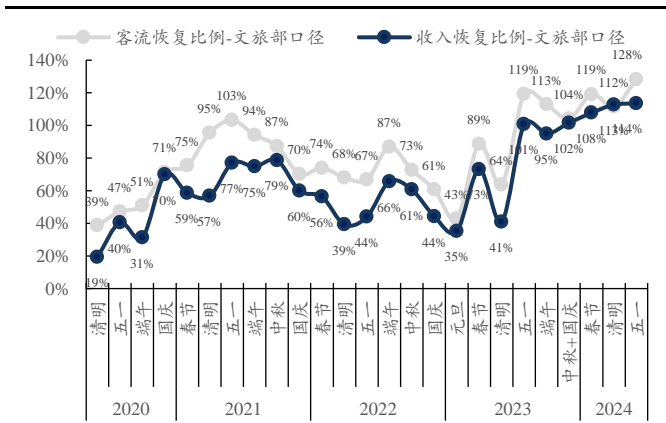
数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：2023年餐饮收入恢复至好于19年同期水平



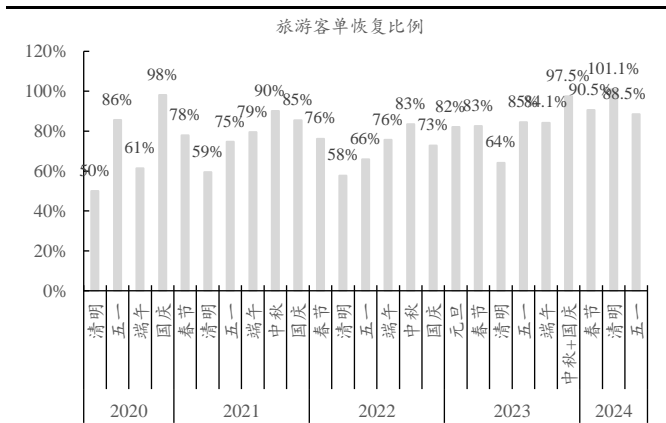
数据来源：wind、东吴证券研究所

图3：节假日旅游客流、收入较19年同期恢复比例



数据来源：wind、东吴证券研究所

图4：旅游客单较19年同期恢复比例



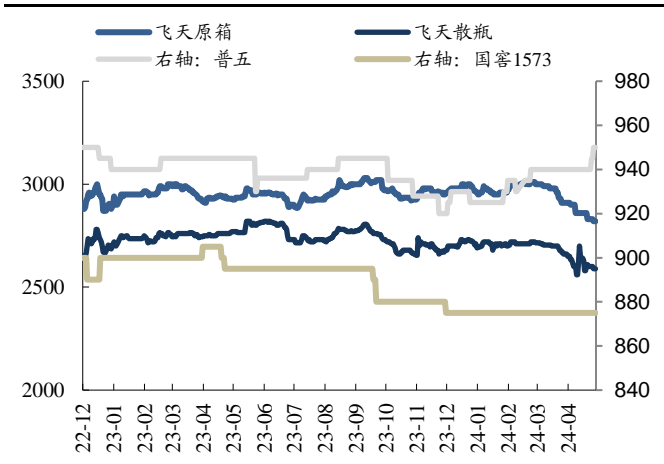
数据来源：wind、东吴证券研究所

1.2. 高端普飞批价波动加剧，次高端头部单品价盘保持平稳

2024 年春节以来上市酒企核心单品批价走势保持平稳，其中高端普五及次高端青 20 批价稳步抬升，体现酒企调控更趋精细。虽然普飞批价波动放大需求担忧，我们认为伴随茅台酒批价泡沫挤出带来合理温和回调，消费步入强真实支撑区间，看好后续茅台稳价护盘，以及在茅五汾价格领衔下，行业批价保持稳定。

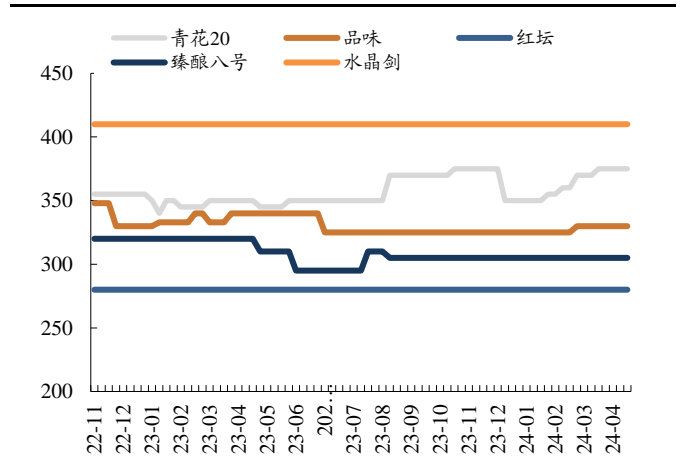
- 1) **高端价格带：**茅台普飞年后淡季批价表现弱于往年，尤其 3 月下旬以来批价边际下探加快，表观上看 375ml 巽风茅台酒投放似乎是 3-4 月散飞批价下跌的主要触发因素，更偏底层的逻辑是“渠道扁平化放量+经济承压”。面对批价下跌，茅台公司稳价护盘响应迅速，在强渠道利润支持下，看好公司调控工具丰富，可有力维护普飞批价保持稳定。五粮液批价稳中有升，公司自 2023 年以来对经销渠道出货加以控制，推动社会库存去化基本到位，伴随 2024 年严格执行经销渠道任务减量及发货节奏管控，4 月批价已站稳 940~950 元。
- 2) **次高端价格带：**汾酒青 20 稳中有升，其他次高端单品批价保持平稳。汾酒 2024 年以来全面导入汾享礼遇终端体系，以加强价盘统一管控及费用分配落地，辅以 3 月提价操作，推动产品将动销领先势能转化为价格升势，对标行业头部单品实现进一步追赶。其他次高端上市酒企单品 2023 年以来通过费用、库存及价格调整，亦基本保持价盘稳定，整体表现好于二线酱酒。

图5： 高端酒批价走势（元/瓶）



数据来源：茅粉鲁智深、东吴证券研究所

图6： 次高端酒批价走势（元/瓶）



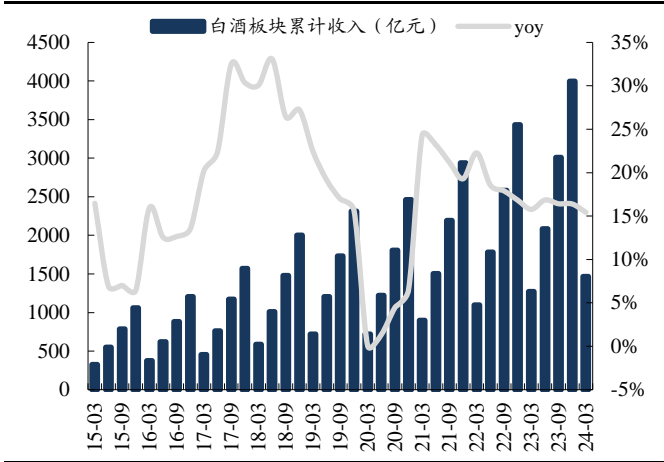
数据来源：今日酒价、东吴证券研究所

2. 收入端：龙头保持稳定兑现，自下而上分化加剧

需求弱复苏环境下，酒企节奏把握及渠道调控能力更见真章，头部酒企进一步显现存量分化。2023 年白酒板块营业收入同比增长 16.39%，归母净利润同比增长 18.48%，伴随基数扩大，收入增速较 2022 年的 16.83% 仅小幅回落，显示上市酒企经营节奏仍然稳健。从内部比较看，宏观需求持续承压背景下，酒企微观调控差异逐渐显现，区域市

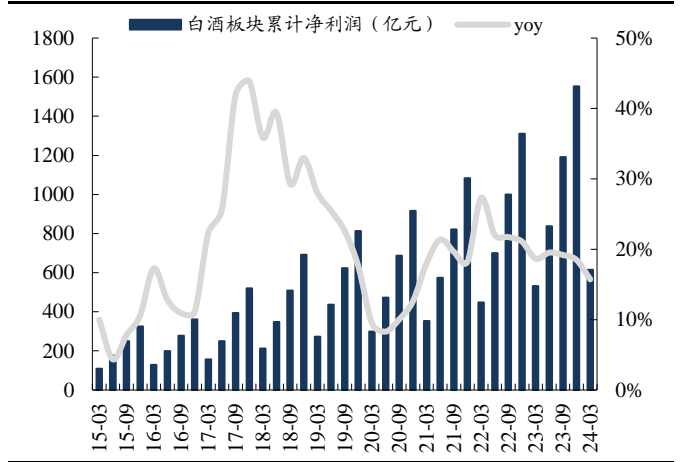
场调节空间更大、动销去库更良性的头部酒企，业绩稳定性更为突出。

图7: 白酒板块累计收入规模及增速 (%)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图8: 白酒板块累计净利润规模及增速 (%)



数据来源: wind、东吴证券研究所

表1: 白酒板块公司 2019-2023 年收入及归母净利润同比增速情况

证券简称	总营收增速					归母净利润增速				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
高端	18.81%	11.10%	14.16%	15.45%	16.51%	21.46%	14.87%	15.33%	19.07%	18.46%
贵州茅台	15.10%	10.29%	11.71%	16.53%	18.04%	17.05%	13.33%	12.34%	19.55%	19.16%
五粮液	25.20%	14.37%	15.51%	11.72%	12.58%	30.02%	14.67%	17.15%	14.17%	13.19%
泸州老窖	21.15%	5.29%	23.96%	21.71%	20.34%	33.17%	29.38%	32.47%	30.29%	27.79%
次高端	25.52%	9.93%	53.24%	24.27%	14.15%	36.83%	36.70%	77.17%	39.23%	16.44%
山西汾酒	25.79%	17.63%	42.75%	31.26%	21.80%	28.63%	56.39%	72.56%	52.36%	28.93%
水井坊	25.53%	-15.06%	54.10%	0.88%	6.00%	42.60%	-11.49%	63.96%	1.40%	4.36%
舍得酒业	19.79%	2.02%	83.80%	21.86%	16.93%	48.61%	14.42%	114.35%	35.31%	5.09%
酒鬼酒	27.38%	20.79%	86.97%	18.63%	-30.14%	34.50%	64.15%	81.75%	17.38%	-47.77%
地产酒	6.36%	-6.14%	22.60%	19.13%	16.60%	2.76%	-3.42%	13.65%	23.05%	18.05%
洋河股份	-4.28%	-8.76%	20.14%	18.76%	10.04%	-9.02%	1.35%	0.34%	24.91%	6.80%
古井贡酒	19.93%	-1.20%	28.93%	25.95%	21.18%	23.73%	-11.58%	23.90%	36.78%	46.01%
老白干酒	12.47%	-10.73%	11.93%	15.54%	12.98%	15.38%	-22.68%	24.50%	81.81%	-5.89%
今世缘	30.28%	5.09%	25.13%	23.09%	28.05%	26.71%	7.46%	29.50%	23.34%	25.30%
迎驾贡酒	8.26%	-8.60%	32.58%	19.59%	22.07%	19.49%	2.47%	44.96%	22.97%	34.17%
口子窖	9.44%	-14.15%	25.37%	2.12%	16.10%	12.24%	-25.84%	35.38%	-10.24%	11.04%
金徽酒	11.76%	5.89%	3.34%	12.49%	26.64%	4.64%	22.44%	-1.95%	-13.73%	17.35%
其他	-6.64%	-19.37%	16.63%	-9.86%	29.62%	-56.31%	6.39%	-29.25%	-74.43%	660.30%
金种子酒	-30.46%	13.55%	16.70%	-2.11%	23.92%	-300.71%	133.94%	-339.76%	-12.45%	88.21%
伊力特	8.36%	-21.71%	7.53%	-16.24%	37.46%	4.43%	-23.48%	-8.53%	-47.10%	105.53%
天佑德酒	-7.04%	-39.07%	38.00%	-7.04%	23.50%	-66.42%	-418.66%	154.93%	19.05%	18.36%

数据来源: wind、东吴证券研究所

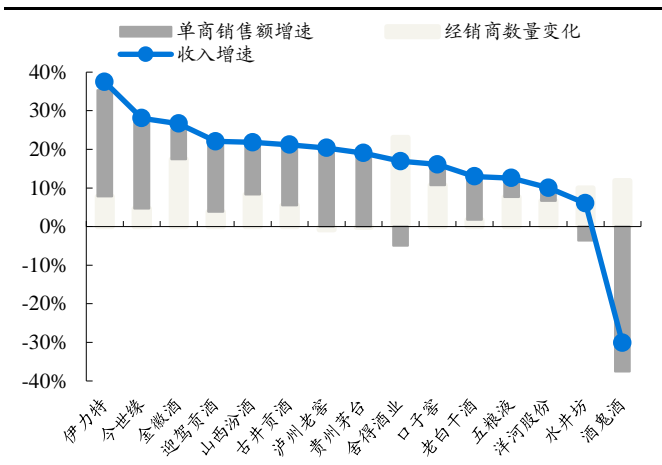
从收入驱动看，2023 年酒企收入增长中大多由单商销售额驱动，少数酒企渠道扩张主要系低价位系列加快全国化布局。其中，今世缘、泸州老窖、贵州茅台单商销售额同比增速居前；舍得酒业、酒鬼酒、口子窖营收则主要由经销商数量提升驱动。

1) 高端酒报表兑现保持稳定，一是高端龙头更注重长期可持续发展，二是受益品牌集中及需求刚性，茅五泸需求韧性仍在。2023 年茅台、老窖分别通过做大直销及加深下沉，推动销售实现持续增长，五粮液高端酒加强经销渠道调控同时，系列酒继续推进全国化招商。

2) 全国化次高端酒企分化加剧，具备强品牌及动销基础的酒企增长更趋稳定。2023 年渠道扩品热情显著回落，汾酒在清香扩张及品牌复兴红利下，通过加强终端布局推动动销稳定增长。而其他二线次高端酒企受制于商务消费承压，大多通过跟进低价位带产品布局以弥补销售增长。

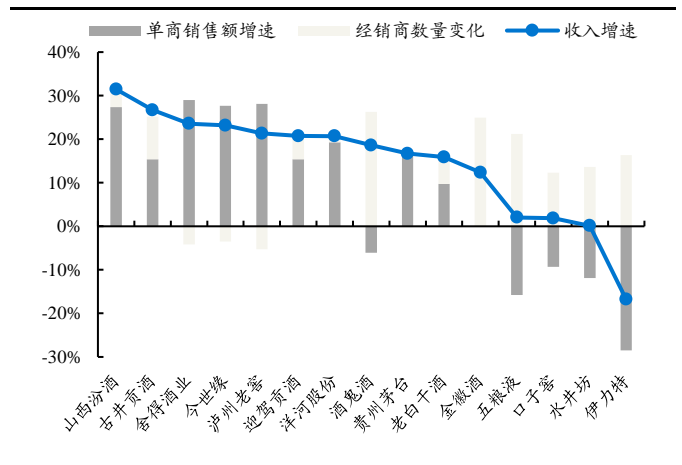
3) 区域酒企受益于大众宴席消费需求回补，仍保持较好景气度。2023 年徽酒龙头省内大本营市场格局更趋巩固，省内宴席升级及终端强掌控，推动龙头酒企份额进一步集中。

图9：2023 年各家主要酒企收入增幅拆解



数据来源：wind、东吴证券研究所

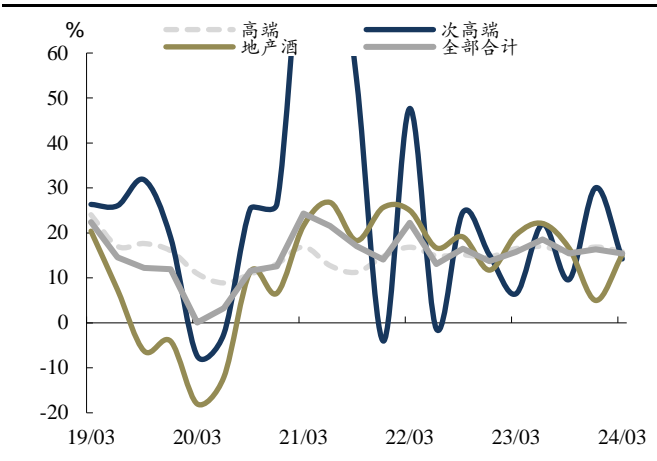
图10：2022 年各家主要酒企收入增幅拆解



数据来源：wind、东吴证券研究所

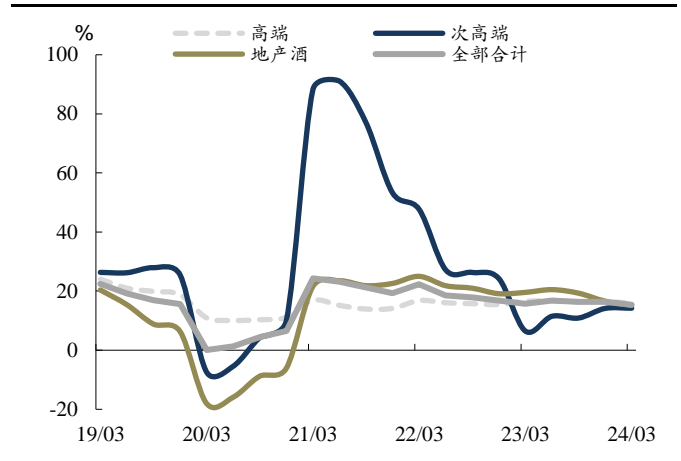
分季度看，2023 年以来高端及区域酒企表现稳健，次高端波动较大；24Q1 子板块自上而下差异收窄，酒企分化更多呈现自下而上变化。23Q1~24Q1 白酒板块单季度收入同比增速分别为 15.77%、18.58%、15.45%、16.31%、15.43%；以 2019 年为基准，单季收入 CAGR 分别为 15.20%、13.89%、15.11%、14.16%、15.25%。高端及区域酒企季度收入增速节奏保持平稳，部分全国化次高端酒企需求承压并且去库节奏显著分化，导致板块收入波动相对明显。高端、次高端、区域酒子板块 24Q1 收入增速差异不大，自上而下宏观传导影响已经不明显，酒企分化主要体现为个体库存管控、渠道下沉、动销培育差距所带来的增速差异。

图11: 白酒子板块单季同比收入增速(%)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图12: 白酒子板块季度累计收入同比增速(%)



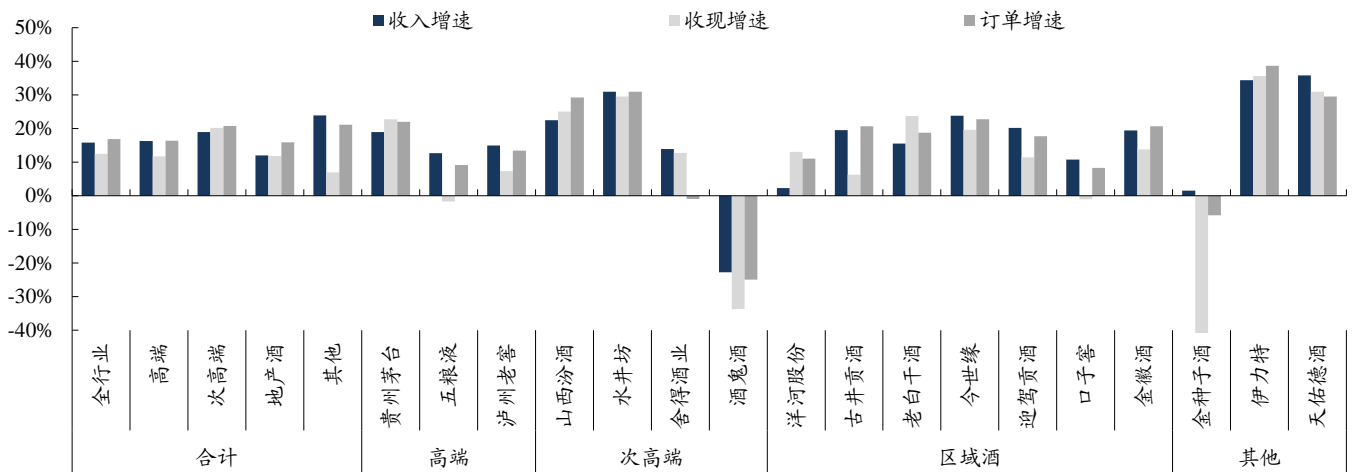
数据来源: wind、东吴证券研究所

23Q4+24Q1 多数酒企订单增速>收入增速>收现增速, 显示渠道现金周转仍有压力, 但头部酒企销售兑现能力仍强。22Q4+23Q1、23Q2、23Q3、23Q4+24Q1 白酒板块收现同比增速分别为 12.9%、10.4%、22.1%、12.5%, 订单额(收入+ Δ 预收)同比增速分别为 12.1%、16.3%、16.1%、16.8%。经销商现金周转持续承压, 1 是酒企打款及动销存在节奏差异, 渠道承担垫款及库存压力; 2 是终端回款保持谨慎, 一批商收款较慢。

销售端, 存在全国化扩张及价格带升级空间的龙头酒企, 表现仍然出众: 1) 高端酒增速适当调控, 23Q4+24Q1 茅五泸订单额分别同增 22.0%/9.2%/13.4%, 其中五泸订单额同比增速放缓, 显示公司为巩固渠道质量, 适当加强节奏管控。2) 次高端酒企分化加剧。23Q4+24Q1 山西汾酒订单额保持快速增长, 舍得在高基数下保持平稳, 水井坊、酒鬼酒则较 22 年同期高位有所回落。3) 地产酒景气维持, 今世缘、金徽酒、古井贡酒、老白干、迎驾贡酒 23Q4+24Q1 订单额分别同比增长 22.8%、20.7%、20.6%、18.7%、17.7%。

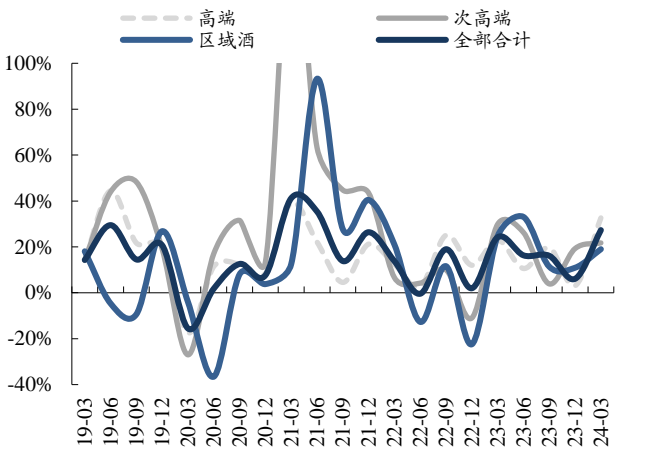
收现端, 酒企收现比同比略有回落, 与酒企加大货折、票据等回款支持有关: 1) 高端酒 23Q4+24Q1 收现比有一定回落, 但认为收现质量基本保持稳定。其中, 茅台收现增速同比改善, 五粮液由于加大票据支持以刺激回款导致收现增速回落, 老窖收现增速波动则与 23Q4 现金折扣确认有关。2) 次高端酒企收现比基本保持稳定, 23Q4+24Q1 除酒鬼酒加强控货去库, 导致收现比同比回落以外, 其余公司收现节奏均保持平稳。3) 地产酒开门红在高基数下保持稳健兑现, 古井、迎驾、今世缘收现比同比回落与货折、票据支持加大有关。

图13: 酒企 23Q4+24Q1 收入、收现、订单 (收入+Δ预收) 同比增速对比



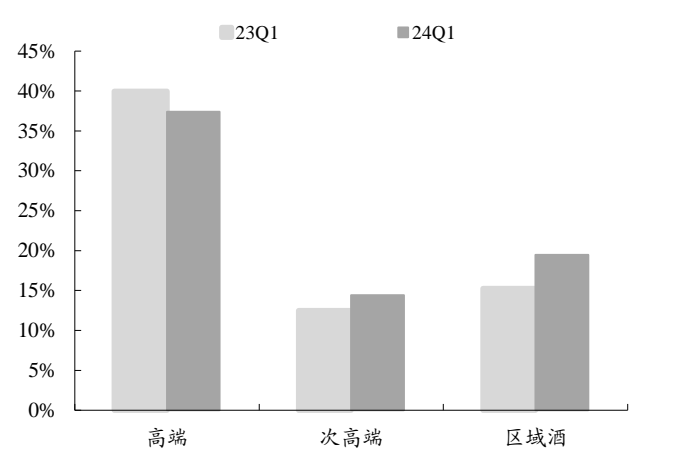
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图14: 白酒子板块单季订单额 (收入+Δ预收) 同比



数据来源: wind、东吴证券研究所

图15: 白酒子板块 Q1 应收票据余额占收入比对比



数据来源: wind、东吴证券研究所

表2: 白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)

简称	收入增速						订单额 (收入+Δ预收) 增速					
	22Q2	22Q3	22Q4+23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+24Q1	22Q2	22Q3	22Q4+23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+24Q1
全行业	13.05%	16.46%	14.93%	18.58%	15.45%	15.79%	-0.41%	18.99%	12.11%	16.33%	16.13%	16.81%
高端	14.94%	15.12%	15.68%	16.95%	15.66%	16.30%	2.49%	25.08%	16.72%	10.60%	19.61%	16.36%
贵州茅台	15.89%	15.23%	17.61%	20.38%	13.14%	18.90%	3.93%	23.97%	13.67%	10.90%	18.08%	22.02%
五粮液	10.04%	12.24%	12.02%	5.07%	16.99%	12.65%	-13.26%	38.09%	20.83%	4.51%	10.76%	9.18%
泸州老窖	24.09%	22.28%	18.41%	30.46%	25.41%	14.93%	46.90%	2.67%	18.36%	21.49%	54.24%	13.42%
次高端	-1.34%	24.61%	8.90%	21.93%	9.64%	18.92%	4.22%	9.95%	9.97%	26.27%	3.88%	20.77%
山西汾酒	0.35%	32.54%	26.49%	31.75%	13.55%	22.50%	12.74%	17.39%	21.76%	37.17%	6.89%	29.26%
水井坊	10.36%	6.99%	-33.10%	2.22%	21.48%	30.93%	32.08%	-0.15%	-31.41%	12.55%	15.48%	30.95%
舍得酒业	-16.27%	30.91%	6.58%	32.10%	7.86%	13.91%	-8.42%	-10.46%	39.85%	3.20%	0.59%	-0.97%
酒鬼酒	5.25%	2.47%	-37.92%	-32.02%	-36.66%	-22.76%	-33.62%	28.36%	-40.74%	-9.75%	-45.18%	-24.92%
地产酒	16.68%	19.11%	17.06%	22.10%	16.58%	12.04%	-12.69%	11.59%	1.15%	33.06%	11.38%	15.91%
洋河股份	17.10%	18.37%	13.60%	16.06%	11.03%	2.30%	-8.76%	6.04%	-11.27%	28.56%	9.76%	11.03%
古井贡酒	29.55%	21.58%	24.77%	26.78%	23.39%	19.51%	-21.75%	11.54%	11.34%	22.05%	20.36%	20.62%

老白干酒	24.57%	27.93%	1.59%	9.99%	12.87%	15.49%	-17.02%	8.16%	-2.91%	20.02%	3.44%	18.74%
今世缘	14.00%	26.13%	27.36%	30.61%	28.04%	23.84%	-5.00%	31.24%	13.99%	39.79%	15.77%	22.75%
迎驾贡酒	0.09%	23.39%	18.74%	29.48%	21.89%	20.17%	-6.60%	29.58%	18.29%	42.40%	18.43%	17.67%
口子窖	-7.87%	5.69%	9.34%	34.03%	4.67%	10.76%	-15.93%	11.88%	12.90%	59.50%	-18.14%	8.28%
金徽酒	12.23%	-9.12%	16.55%	21.05%	47.84%	19.38%	-10.86%	-7.19%	8.24%	57.30%	50.78%	20.65%
其他	0.21%	-38.77%	-1.80%	15.08%	73.45%	23.91%	-10.81%	-33.74%	1.34%	7.81%	78.39%	21.11%
金种子酒	2.57%	-18.59%	7.25%	30.52%	43.28%	1.52%	3.75%	-7.93%	25.10%	-5.04%	39.84%	-5.78%
伊力特	4.70%	-60.04%	-3.76%	-5.57%	143.89%	34.37%	-16.01%	-58.48%	-8.92%	-2.15%	157.97%	38.70%
天佑德酒	-13.64%	-23.25%	-8.98%	52.98%	43.81%	35.76%	-15.11%	-21.44%	-6.15%	55.68%	58.73%	29.53%

数据来源：wind、东吴证券研究所

表3：白酒子板块单季度收现同比增速及收现比情况（%）

简称	收现增速						收现比					
	22Q2	22Q3	22Q4+ 23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+ 24Q1	22Q2	22Q3	22Q4+ 23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+ 24Q1
全行业	8.84%	12.87%	12.85%	10.38%	22.11%	12.51%	1.15	1.13	1.08	1.07	1.20	1.05
高端	15.96%	16.80%	20.56%	4.20%	31.63%	11.71%	1.21	1.14	1.10	1.08	1.29	1.05
贵州茅台	6.08%	19.58%	12.68%	12.27%	20.97%	22.72%	1.13	1.15	1.04	1.05	1.23	1.08
五粮液	17.84%	10.77%	43.68%	-18.55%	35.11%	-1.76%	1.29	1.21	1.24	1.00	1.40	1.09
泸州老窖	72.24%	20.13%	-8.17%	25.75%	90.42%	7.36%	1.42	0.90	0.89	1.37	1.37	0.83
次高端	-4.67%	4.78%	-4.28%	24.86%	-12.16%	20.15%	1.19	1.12	0.97	1.22	0.90	0.98
山西汾酒	-7.15%	5.09%	6.43%	35.49%	-15.88%	25.08%	1.21	1.14	0.96	1.25	0.85	0.98
水井坊	36.82%	0.30%	-30.08%	9.36%	15.12%	29.51%	1.13	1.19	1.12	1.21	1.13	1.11
舍得酒业	-3.71%	1.58%	-3.30%	36.02%	-16.65%	12.75%	1.14	1.10	0.98	1.18	0.85	0.97
酒鬼酒	-11.98%	21.82%	-43.15%	-40.30%	-33.31%	-33.69%	1.18	0.92	0.88	1.03	0.97	0.76
地产酒	-4.94%	7.34%	2.40%	24.99%	14.68%	11.80%	0.96	1.12	1.09	0.98	1.10	1.08
洋河股份	-8.50%	7.71%	-10.67%	13.83%	11.58%	13.04%	0.83	1.14	1.05	0.82	1.15	1.16
古井贡酒	7.01%	-10.07%	13.47%	19.28%	26.80%	6.32%	1.17	0.92	1.05	1.10	0.94	0.94
老白干酒	-20.39%	-0.13%	-5.75%	24.90%	12.78%	23.67%	0.81	1.14	1.15	0.93	1.14	1.23
今世缘	-7.68%	52.68%	12.46%	32.64%	4.35%	19.64%	1.06	1.60	1.12	1.07	1.30	1.08
迎驾贡酒	-8.69%	29.62%	26.13%	42.45%	18.45%	11.41%	1.02	1.15	1.21	1.13	1.11	1.12
口子窖	2.41%	-13.20%	20.70%	48.93%	20.27%	-1.04%	0.99	0.80	1.06	1.10	0.91	0.95
金徽酒	-24.60%	-16.48%	16.73%	93.07%	30.13%	13.79%	0.73	1.24	1.29	1.16	1.09	1.23
其他	3.47%	18.40%	-16.73%	12.80%	52.12%	6.99%	1.06	1.37	1.08	1.04	1.21	0.93
金种子酒	150.32%	163.87%	-15.33%	52.09%	4.30%	-47.80%	1.07	1.85	1.09	1.25	1.35	0.56
伊力特	-16.50%	-26.15%	-25.36%	-21.60%	156.93%	35.64%	1.02	1.02	1.05	0.85	1.07	1.06
天佑德酒	-12.94%	-20.54%	0.57%	48.89%	54.03%	30.99%	1.14	1.17	1.13	1.11	1.25	1.09

数据来源：wind、东吴证券研究所

2.1. 高端白酒：总体稳健，同步加强节奏调控

高端酒企 23 年业绩韧性凸显，24Q1 收入略超预期。2023 年茅台、五粮液、老窖营收分别同增 19%、13%、20%，归母净利分别同增 19%、13%、28%，高端品牌韧性凸显；2024Q1 茅台、五粮液、老窖营收分别同增 18%、12%、21%，归母净利分别同增 16%、12%、23%，其中茅五 24Q1 收入增幅较 23 年同期略有回落，老窖 24Q1 收入增幅同比小幅抬升。贵州茅台短期飞天提价缓解量增压力；中期伴随扩产落地，量价调节工具箱

手段将更趋丰富；五粮液提价落地，动销流速优异，看好 2024 年量价策略转变为中长期价格空间打好基础；泸州老窖国窖动销保持稳定兑现，泸系中档酒开局积极，业绩兑现能见度高。

贵州茅台：销售稳定兑现，着眼长期价值。2023 年茅台酒收入 1265.9 亿元，同比+17.4%，量/价分别同增 11.1%/5.7%，1 则尊品、珍品、生肖、精品及非标准装飞天贡献量增，拉升产品结构；2 则直销放量拉动均价提升。系列酒收入 206.3 亿元，同比+29.4%：量/价分别同增 2.9%/25.7%，其中茅台 1935 翻倍增长，营收超 100 亿元；茅台王子酒营收超 40 亿元，汉酱、贵州大曲、赖茅单品营收分别超 10 亿元。2023 年公司直销收入达 672.3 亿元，占比同比+5.8pct 至 45.7%。其中 i 茅台收入 223.7 亿元，同比+88.3%；剔除 i 茅台的直销收入为 448.6 亿元，同比+19.6%，商超、团购等其他直销渠道收入实现良性增长。24Q1 茅台酒收入同比增长 17.7%，估算非标投放增速放缓；系列酒收入同增 18.4%，预计新汉酱产品铺市贡献部分增量，1935 增速相对控制。短期看，茅台公司对普飞批价关注度高，销售调控工具箱丰富，并且茅台大商稳价能力与配合意愿皆强，有利于保障茅台量价表现。长期看，在茅台突出的品牌溢价支撑下，未来伴随多场景、多维度的白酒消费培育推进，在挖掘需求增量、优化供需匹配方面茅台经销、直销渠道精准协同发力，有望开创更好局面。

五粮液：溯流而上，气象一新。23 年营收/归母净利润分别为 833/ 302 亿元，同比+12.58%/+13.19%，其中主产品五粮液收入同增 13.5%，量价同比+18.0%/-3.8%：1618 定位调整后，与低度共同实现增速激活，23 年预计贡献中单销量增长；普五在双位数动销支撑下，通过多元化渠道分流，推动社会库存逐步去化。24Q1 营收/归母净利润同比+11.86%/+11.98%，收入增速兑现略好于预期：普五控量稳价，预计报表贡献有所收缩；同时 1618 及低度在大力度红包投放及营销互动培育下，开瓶及动销延续较好增势，系列酒经过 23 年梳理蓄力，预计五粮春及尖庄增速提振。自 2 月提价落地，八代五粮液出厂价正式迈入千元。经过多渠道跟踪及公司交流，我们对后续提价传导抱乐观预期：千元价格带至少在 2022 年以来已找到新均衡点，这是在悲观氛围中实现的，2023 年普五实现价稳量增，也即意味着在此价位五粮液性价比得到高度认同和需求支撑。3 月以来公司严格执行“4231”出货管控，转作风、稳价格切实落地，后续辅以需求拉动，价格提升可期。

泸州老窖：沉心定志，稳步向前。23 年营收/归母净利实现 302.3/132.5 亿元，同比 20.3%/27.8%。中高档酒 268.4 亿元/+21.3%，其他酒类收入 32.4 亿元/同比+22.9%，其中，国窖系列收入实现 20~30%增长，主要受益结算价上调及春雷、秋收行动对扩终端、强开瓶的持续推进；泸系中档酒收入同比基本持平，60 版特曲收入保持约 20%同比增长，老泸特消化库存。24Q1 营收/归母净利润同比+20.7%/23.2%，略超市场预期。估算国窖收入同比增速 15~20%，中档酒同比增速快于 20%，头曲也保持较快增长。其中，国窖动销保持稳定兑现；泸系中档酒开局积极，红包投放及春节期间餐饮活动成效显著，特曲 23 年报表调整蓄力，预计 24 年加速释放。24 年开局亮眼，为后续销售动作打下坚

实基础，预计全年国窖增长不低于整体 15%目标增速，中档酒产品实现动能增益，业绩兑现能见度高。

2.2. 次高端白酒：底部承压分化加剧，尚待需求修复

次高端酒企底部承压分化加剧，商务需求尚有待恢复。2023 年次高端上市酒企（汾酒、舍得、酒鬼、水井 4 个标的）合计收入、利润增速分别为 14.15%、16.44%。其中汾酒/舍得/水井坊/酒鬼酒收入分别同增 21.80%/16.93%/6%/-30.14%，利润分别同增 28.93%/5.09%/4.36%/-47.77%，2024Q1 次高端上市酒企（汾酒、舍得、酒鬼、水井 4 个标的）合计收入、利润增速分别为 14.22%、20.93%。其中汾酒/舍得/水井坊/酒鬼酒收入分别同增 20.94%/4.18%/9.38%/-48.8%，利润分别同增 29.95%/-3.35%/16.82%/-75.56%，汾酒报表兑现相对较强，彰显香型、品牌、产品矩阵等多重因素下的阿尔法属性，后续伴随经济复苏力度加强，商务消费场景恢复，次高端酒企报表弹性有望重现。

山西汾酒：青花风举云飞，盈利稳步提升。23 年营收/归母净利分别 319.28/104.38 亿元，同比+22%/+29%。分产品看，青花收入 140+亿元，同增 30%+，占比 46%。青 25+青 20 增速强势，突破百亿；复兴版温和增长。腰部收入 80+亿元，增速 20%左右。省内消费升级下，巴拿马增速与青 25 此起彼伏，老白汾在环山西市场基础稳固，保持维持 20%+增长。3)玻汾收入 70+亿元，维持约 15%增速。24Q1 营收/归母净利润 153.38/62.62 亿元，同比+21%/30%，预计青花维持同比 30%+增速，20/25 齐驱并进。公司管理层高效务实，营销推进再奏凯歌，考虑清香红利持续释放、汾酒全国化乘风而上，看好汾酒发展速度与质量兼具。

舍得酒业：收入符合预期，期待弹性重现。2023 年营收 70.81 亿元，同比增长 16.9%，归母净利 17.71 亿元，同比增长 5.09%。宏观承压背景下，23 年公司通过城市会战、沱牌激活等方式努力挖掘收入增量，全年本部酒类收入同增 16.0%，符合此前预期。2024Q1 营收 21.1 亿元，同比增长 4.1%，归母净利润 5.5 亿元，同比下滑 3.4%。次高端囿于场景承压，预计品味舍得增速慢于整体，藏品及以上产品同比下滑。公司践行长期主义，24 年继续扎实练好内功：舍得要求量价齐升，注重保证价格体系稳定，通过提价做好价格管理；沱牌加强光瓶 T68 资源聚焦，借助新总裁优秀经验，加强口粮酒品牌培育，强化快消品渠道布局，并将在各区域打造样本市场，打磨成熟模式。市场规划方面，舍得强聚焦与广布局并行，持续打造 38 个重点城市，同时分三级推进首府攻坚战役，开拓储备潜力市场。大环境承压背景下，预计股权激励考核期公司业绩保持韧性，期待后续经济修复带动弹性重新显现。

酒鬼酒：祛疾就缓，任重道远。23 年营收/归母净利润 28.3/5.5 亿元，分别同比-30.1%/-47.8%，23Q4 营收/归母净利润 6.9/0.7 亿，分别同比+21.7%/-10.1%；24Q1 营收/归母净利润 4.9/0.7 亿元，同比-48.8%/-75.6%。受需求疲软、渠道去库影响，公司业绩短期承压，当前动作更多着眼长期，旨在通过费用改革、渠道精耕、区域聚焦等动作，做好消

费培育并修复价盘表现，期待后续伴随动销逐步增长，报表端实现良性传导。

水井坊：结构承压，尚待修复。23 年营收/归母净利润分别为 49.53/12.69 亿元，同比+6%/+4.36%。23Q4 营收/归母净利润分别为 13.65/2.46 亿元，同比+51.32%/+53.17%。24Q1 营收/归母净利润分别为 9.33/1.86 亿元，同比+9.38%/+16.82%。短期受大环境影响，次高端动销持续承压，未来伴随公司品牌建设及消费培育活动的坚定推进，在宏观经济逐步企稳背景下，期待恢复稳健较快增长。

2.3. 地产酒：皖酒领衔景气延续，冀陇省酒精耕显效

徽酒、苏酒景气延续，龙头确定性仍强。2023 年地产酒上市公司整体营收、归母净利润增速分别为 16.6%、18.05%。2024Q1 地产酒整体收入、归母净利增速分别为 15.15%、13.87%，受益春节返乡消费频次修复以及省内市场大众消费升级，古井、迎驾、老白干、今世缘等区域龙头均保持 20%+增长。

洋河股份：省内竞争加剧，分红力度提升。2023 年营收/归母净利润分别为 331.3/100.2 亿元，同比+10.0%/+6.8%。2024Q1 营收/归母净利润 162.5/60.6 亿元，同比+8.0%/+5.0%。公司春节期间保持积极的布局，加大各产品在宴席上的支持力度，尤其在南京水晶梦的宴席渗透相对有所增加，海之蓝受益于大众价格带的消费韧性，实现较好的周转。

古井贡酒：营收超 200 亿大关，净利率稳升。2023 年营收/归母净利润分别 202.5/45.9 亿元，同比+21.2%/+46%。分产品看，年份原浆 154 亿元，同比+27%，古 20 受省外短期影响表现略有降速，23Q3 公司严控货治串货，价格实现回归，在商务宴席场景持续带动动销，古 16 宴席渗透增强继续高增，古 8 及以下依靠品牌力和受益大众消费实现高周转。2024Q1 营收/归母净利润 82.9/20.7 亿元，同比+25.9%/+31.6%。受益于春节安徽返乡潮人流带动聚饮宴席场景大幅回暖，古 16 抢抓宴席、加大古 8 及以下产品扫码红包，古 5/献礼周转提速，预计 Q1 产品收入同比增速古 16>古 20>古 8>古 5>20%。公司 24 年一季度奠定良好开局，省内持续深化三通工程，省外有质量高增恢复，省内龙头地位稳固，全国化战略实现双轮驱动，将进一步打开成长天花板。

今世缘：势头正劲，扩容路径清晰。2023 年营业收入 100.98 亿元，同比+28.07%，略高于此前公布的年度经营数据；归母净利润 31.36 亿元，同比+25.30%。受益于 V 系列渗透提升、四开势能扩大、向下带动淡雅覆盖面提升，TA+和 TA 类产品分别实现 65、29 亿元，同比+25%、37%，占比分别提升至 64.4%、28.4%。24Q1 营收 46.71 亿元，同比+22.84%，归母净利润 15.33 亿元，同比+22.12%。春节受益于人流量带来的大众聚饮场景需求旺盛，叠加宴席表现稳定，V3/淡雅快速增长，四开/对开保持平均以上的增速，公司今年回款发货进度亦快于往年，动销良好，渠道库存合理，TA+营收 30 亿，同比+22%，占比 63.6%，TA 类营收 14 亿，同比+27%，占比 30.1%，提升近 1pct。24 年优

质开局，展望双百亿，省内市占率稳步提升、省外点状市场耕耘思路清晰。

迎驾贡酒：毛销差持续扩大，经营势能强劲。公司 23 年营收 67.2 亿元，同比+22%，归母净利润 22.9 亿元，同比+34%；24Q1 营收 23.2 亿元，同比+21%，归母净利润 9.1 亿元，同比+30%。23 年中高档酒收入 50 亿，同比+28%，洞藏系列占比提升至 50%左右，同比约 35%增长，公司着重增加洞 9 在宴席销售，洞 9 表现亮眼；分区域看，省内 45 亿元，同比+32%，除合六淮外洞藏陆续在皖北、皖南建立支点市场，以点促面推动省内扩张。24Q1 中高档酒 18.8 亿元，同比+24%，我们预计洞藏系列 Q1 收入同比约+30%，洞 6/9 受益于春节期间返乡宴席动销良好，洞藏势能继续向上。在 4 月 20 日公司经销商大会，倪总详细阐述“1233 工程”，要求坚持文化引领的战略，提升洞藏占比，重点推进次高端的建设；升级各渠道建设，实现业务的数字化转型，同时 23 年对经销商开始实行优胜劣汰，24 年对过亿经销商数量要求同比往年有增加；尤其强调终端核心网点的数量和质量提升，有预算有针对性地投放市场费用，实现公司全要素精细化推进。展望全年积极应对挑战，势能持续释放。

老白干酒：亮点多多，改革红利逐步释放。23 年营收 52.57 亿元，同比+12.98%；归母净利润 6.66 亿元，同比-5.89%。24Q1 营收 11.3 亿元，同比+12.67%；归母净利润 1.36 亿元，同比+33.04%。24Q1 高中低档酒分别 5.3/3.2/2.8 亿元，同比+35%/+11%/+15%，其中高档酒剔除武陵酒的增速为+45%（23Q1 增速为-17%），经过 23 年控货去库，24 年重启较快增长。①300+价位公司持续聚焦 1915、甲等 20/15，通过焕新升级及红包投放，进一步巩固价盘表现。②100-300 价位受益于春节出行修复，宴席和聚饮表现较好，同时竞品投入及竞争力度趋弱，板城和顺与老白干醇柔加强协同，市场格局有所改善。经过 23 年去库、23Q4 改革红利逐步释放，费效比逐渐显现，业绩弹性季度兑现。

金徽酒：高价位带快增引领，一季度开局亮眼。2024Q1 营收 10.76 亿元，同比+20.41%，归母净利润 2.21 亿元，同比+21.58%。24Q1 分产品看，100 元-300 元/300 元以上的收入分别实现 5.5/1.9 亿元，同比+24%/+86%，销售占比分别为 52%/18%，环比 23 年全年占比提升 1/6pct，百元以上整体实现高增，主系一方面 23 年底到 24 年初年会/商务礼赠、年后企业开工等场景表现较好，另一方面受益于春节期间宴席数量增加；公司近几年持续消费者培育，BC 联动拓展大客户资源，逐见成效。截止 24Q1 末公司有合同负债 6.31 亿元，是上市以来的高点，同比去年同期增加 2 亿，侧面体现渠道信心持续提升。Q1 整体经营表现亮眼，分红率近三年从 34%逐步提升到 23 年的 60%，充分体现公司的合作共赢精神。

表4：白酒子板块单季收入同比增速情况（%）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	16.53	16.95	15.66	16.86	15.84
次高端合计	6.47	21.93	9.64	30.06	14.22
地产酒合计	19.57	22.10	16.58	4.98	15.15
其他合计	12.73	15.08	73.45	42.89	13.29

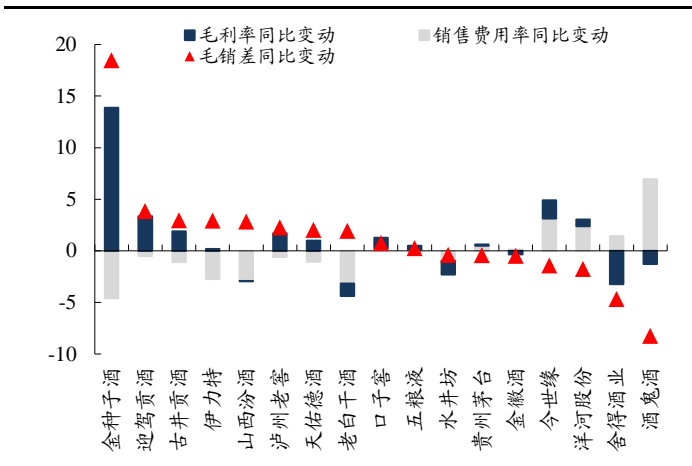
全部合计	15.77	18.58	15.45	16.31	15.43
------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：wind、东吴证券研究所

3. 利润端：毛利率小幅上行，净利润弹性收窄

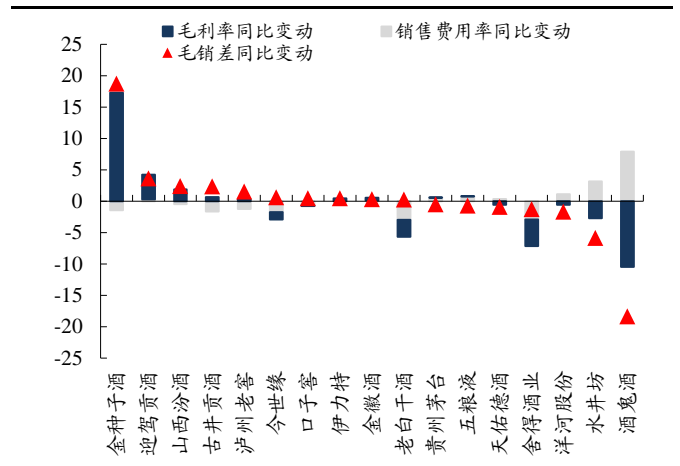
24Q1 上市酒企仍然保持较强的盈利能力，我们统计 17 家白酒上市公司中，23 全年及 24Q1 净利润增速快于营收增速的分别有 8、10 家，23 全年、24Q1 毛利率增幅改善的酒企分别各有 9 家、6 家。

图16: 2023年白酒个股毛销差同比变动 (pct)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图17: 2024Q1白酒个股毛销差同比变动 (pct)

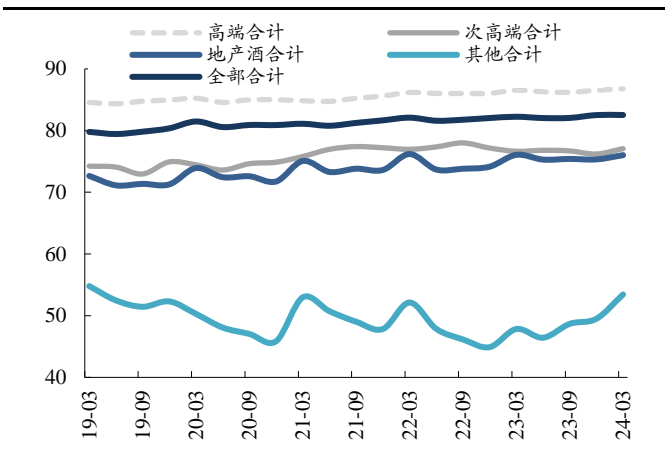


数据来源：wind、东吴证券研究所

3.1. 毛利率：整体小幅上行，区域酒结构升级红利持续兑现

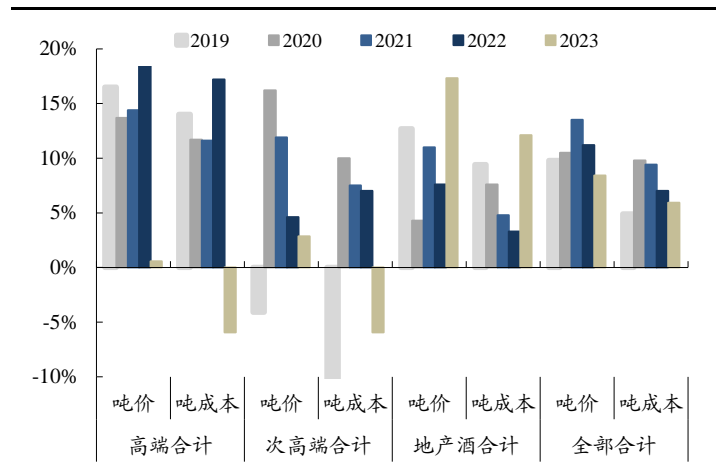
23 年白酒板块毛利率为 82.52%，同比提升 0.48pct；24Q1 板块毛利率为 82.52%，同比提升 0.28pct。分板块看，高端酒、次高端、区域酒 24Q1 毛利率分别同比+0.22pct、+0.43pct、-0.05pct，区域酒 23 年吨价增幅最为强势，主系区域大本营市场大众消费升级趋势延续。个股来看，24Q1 次高端中的山西汾酒（毛利率同比+1.90pct）、地产酒中的迎驾贡酒（同比+3.91pct）、其他酒中的金种子（同比+17.29pct）提升显著。

图18: 白酒子板块累计毛利率 (%)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图19: 白酒子板块年度销售吨价及吨成本涨幅



数据来源: wind、东吴证券研究所

毛销差角度来看, 24Q1 白酒板块单季度毛销差提升 0.13pct。1) 24Q1 高端毛销差同比下降 0.17pct, 同期毛利率同增 0.22pct, 但线下场景恢复后, 旺季酒企亦加大广告及市场拓展费用投入。2) 24Q1 次高端毛销差分别同比提升 1.54pct, 同期毛利率提升 0.43pct, 一方面汾酒在青花引领下, 毛利率保持升势; 另一方面需求弱势背景下, 酒企费用投放加强费效管控。

表5: 白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	0.38	0.10	-0.02	1.30	0.22
次高端合计	-0.32	-1.08	-2.86	1.00	0.43
地产酒合计	-0.13	4.65	1.54	-0.60	-0.05
其他合计	-4.29	2.82	15.33	11.17	5.60
全部合计	0.15	0.91	-0.02	1.05	0.28

数据来源: wind、东吴证券研究所

表6: 白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	0.65	0.69	-0.42	0.12	-0.17
次高端合计	2.88	3.31	0.52	-3.03	1.54
地产酒合计	-0.30	2.17	-0.24	-1.73	-0.33
其他合计	-4.11	6.97	22.81	16.99	5.99
全部合计	0.74	1.20	-0.18	-0.05	0.13

数据来源: wind、东吴证券研究所

3.2. 费用率: 销售费率小幅略增, 管理费率持续优化

销售费用率方面, 2023 年/24Q1 白酒企业销售费用率分别提升 0.17pct/0.15pct 至

10.05%/8.04%。管理费用率方面，2023 年/24Q1 白酒企业管理费用率分别下滑 0.49pct/0.53pct 至 5.45%/3.64%。销售费用率同比小幅提升，主系多数酒企加强 C 端营销投入及数字化营销手段应用，同时酒企亦加强费用管控，向管理端要效益。

表7: 销售费用率同比变动 (pct)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	-0.27	-0.59	0.40	1.18	0.40
次高端合计	-3.20	-4.39	-3.38	4.03	-1.11
地产酒合计	0.17	2.48	1.77	1.13	0.27
其他合计	-0.18	-4.15	-7.48	-5.82	-0.39
全部合计	-0.59	-0.29	0.16	1.11	0.15

数据来源: wind、东吴证券研究所

表8: 管理费用率同比变动 (pct)

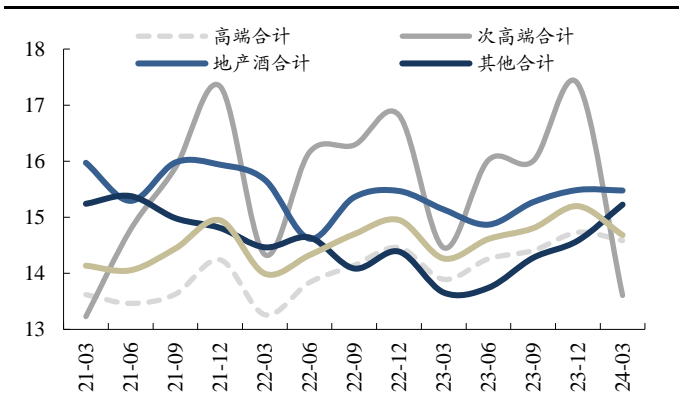
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	-0.76	-0.11	-0.70	-0.24	-0.59
次高端合计	-0.46	-0.05	-0.73	-2.12	-0.15
地产酒合计	-0.25	-1.12	-0.30	0.10	-0.62
其他合计	-0.61	0.01	-3.01	-4.08	0.09
全部合计	-0.58	-0.32	-0.61	-0.42	-0.53

数据来源: wind、东吴证券研究所

3.3. 营业税率: 整体保持平稳, 季度同比小幅提升

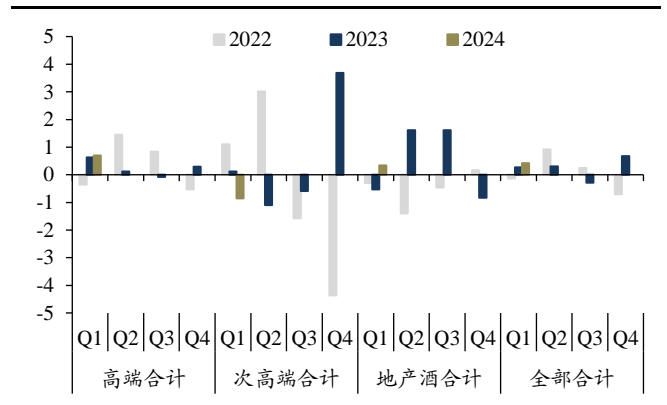
营业税率方面，2023 年白酒上市公司营业税率为 15.20%，同比提升 0.25pct。分季度节奏看，2024Q1 行业营业税率同比小幅提升 0.42pct，1 则与基数波动有关，2 则与酒企加强基酒生产储备有关。

图20: 白酒子板块季度累计营业税率(%)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图21: 白酒子板块单季营业税率同比变化 (pct)



数据来源: wind、东吴证券研究所

3.4. 利润增速：整体弹性回落，部分小酒逆势改善

利润增速方面，23 年高端（18.46%）>地产酒（18.05%）>次高端（16.44%），24Q1 次高端（20.93%）>高端（15.21%）>地产酒（13.87%）。利润弹性角度来看，24Q1 酒企整体利润弹性同比回落，但部分酒企如金徽酒、老白干酒、金种子酒等实现逆势改善。

表9：白酒子板块归母净利润同比增速情况（%）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	19.73	18.36	17.97	17.48	15.21
次高端合计	14.13	35.99	15.19	5.14	20.93
地产酒合计	18.21	25.02	19.69	2.56	13.87
其他合计	-10.22	255.39	194.28	313.19	54.50
全部合计	18.67	21.03	18.40	16.22	15.72

数据来源：wind、东吴证券研究所

表10：白酒子板块扣非归母净利润同比增速情况（%）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	19.30	18.47	17.59	17.56	15.49
次高端合计	14.30	36.04	15.52	5.84	20.58
地产酒合计	20.84	29.91	21.21	-7.81	15.26
其他合计	-7.16	203.23	158.81	214.59	54.85
全部合计	18.90	21.81	18.36	15.58	16.14

数据来源：wind、东吴证券研究所

表11：白酒子板块扣非净利润同比增速-收入同比增速

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
高端合计	2.77	1.52	1.93	0.70	-0.35
次高端合计	7.83	14.10	5.88	-24.21	6.36
地产酒合计	1.27	7.81	4.63	-12.79	0.10
其他合计	-19.89	188.15	85.36	171.70	41.56
全部合计	3.12	3.23	2.90	-0.73	0.71

数据来源：wind、东吴证券研究所

表12：白酒上市公司 2024Q1 及 2023Q4 业绩概览

证券简称	24Q1				23Q4			
	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利 (亿元)	YOY(%)	营业收入 (亿元)	YOY(%)	归母净利 (亿元)	YOY(%)
贵州茅台	457.76	18.11	240.65	15.73	444.25	20.26	218.58	19.33
五粮液	348.33	11.86	140.45	11.98	207.36	14.00	73.78	10.07
泸州老窖	91.88	20.74	45.74	23.20	82.91	9.10	26.80	24.78
山西汾酒	153.38	20.94	62.62	29.95	51.84	27.38	10.07	1.95
水井坊	9.33	9.38	1.86	16.82	13.65	51.32	2.46	53.17
沱牌舍得	21.05	4.13	5.50	-3.35	18.36	27.58	4.76	-1.91
酒鬼酒	4.94	-48.80	0.73	-75.56	6.87	21.72	0.69	-10.12
洋河股份	162.55	8.03	60.55	5.02	28.43	-21.51	-1.88	-161.28
古井贡酒	82.86	25.85	20.66	31.61	43.01	8.92	7.77	49.20

老白干酒	11.30	12.67	1.36	33.04	14.12	17.85	2.48	42.21
今世缘	46.71	22.84	15.33	22.12	17.35	26.76	5.00	18.75
迎驾贡酒	23.25	21.33	9.13	30.43	19.16	18.80	6.33	26.03
口子窖	17.68	11.05	5.89	10.02	15.16	10.42	3.73	6.95
金徽酒	10.76	20.41	2.21	21.58	5.29	17.35	0.56	-15.44
金种子酒	4.19	-3.02	0.18	142.87	3.96	6.80	0.13	124.85
伊力特	8.31	12.39	1.59	7.08	5.88	85.72	1.11	332.52
天佑德酒	5.26	32.77	1.08	40.43	2.69	42.03	-0.16	31.64

数据来源：wind、东吴证券研究所

4. 投资建议

我们认为，完整的 2024 食品饮料投资策略的主线是低估值优质确定性成长+高股息率标的，辅线是经营改善标的，需动态根据底层要素变化对确定性成长或高股息策略权重进行修正。近期伴随政治局会议召开，地产供给收缩方向明确，顺周期见底预期再次演绎。白酒推荐泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、贵州茅台、五粮液等，建议关注：珍酒李渡、伊力特。大众品，看好景气维持较好的：青岛啤酒、重庆啤酒、盐津铺子、劲仔食品、天味食品；低位企稳明确的：安井食品、洽洽食品、中炬高新。建议关注：三只松鼠、香飘飘。高股息推荐：颐海国际、海底捞、养元饮品、承德露露。

5. 风险提示

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

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

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

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

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>