

# 白酒板块 2023 年报及 24 年一季报总结-业绩顺利兑现 分化下关注酒企增长质量

——食品饮料行业点评



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

**2023 年高端和地产龙头白酒业绩韧性强，次高端业绩分化。**白酒板块上市公司 23 年合计实现营收 4104.83 亿元、同比+15.55%。归母净利润 1550.59 亿元、同比+18.84%。23Q4 酒企消化库存为春节旺季蓄力，营收增速较前三季度有所回落、低于全年整体增速。24Q1 板块营收/净利润分别增长 14.92%/15.85%，较同期增速小幅降低。

**23 年以来白酒各季度营收增速波动不大，净利润增速有所回落。**23 年下半年渠道库存强压力下，上市公司 23 年及 24Q1 利润增速均未出现低于营收增速的情况。白酒 24Q1 顺利收官，全年看 24H1 归母净利润增长或有一定基数压力。毛利率整体保持上行，扩张型次高端表现承压。23 年白酒板块整体毛利率同比提升 1.10pct 至 80.50%，24Q1 白酒毛利率整体同比增长 0.45pct。

**销售费用率小幅提升，管理费用率节约明显。毛销差 23 年及 24Q1 同比持续走高，盈利能力较好。**23 年/24Q1 销售费用率同比提升 0.15/0.06pct。23 年白酒毛销差同比提高 0.95pct，增幅方面大众酒>次高端>高端>地产龙头。白酒企业税金及附加比率 23 年/24Q1 同比增加 0.24/0.42pct，生产和销售的错期对季度税率形成一定扰动，预计全年来看税率仍将保持平稳。

**23 年白酒整体归母净利润率同比提升 1.05pct，提升空间主要来源为 23 年毛销差同比提升 0.95pct、管理费用率同比节约 0.47pct。**

**24Q1 销售收现低于同期营收增速，季度末应收款同比增长 15.09%，酒企主动纾解经销商现金压力。**23 年白酒销售收现 4518.98 亿元、同比增长 16.45%，收现表现好于实际营收。23Q4+24Q1 销售收现同比增长 11.71%，增速低于同期营收增速的 14.93%。24Q1 末企业应收项目同比增长 15.09%，酒企对经销商使用票据给予宽松政策，对经销商现金压力进行主动纾解。

**预收款（合同负债+预收账款）质量较好，酒企间分化明显。**23 年末预收款 531.04 亿元、季度环比增加 126.74 亿元，24Q1 末预收款 407.61 亿元、同比增加 0.42%。从预收款同比增速角度看，泸州老窖、山西汾酒 24Q1 预收款同比增速较快，渠道预收情况较好。从订单收入增速与报表端营收增速对比看，24Q1 订单收入（24Q1 营收+当季度预收款环比变化）同比增速 27.38%，高于 24Q1 报表端营收增速，整体预收质量仍较好。综合预收款情况来看，高端 24Q1 订单收入均高于同期报表端营收增速，次高端山西汾酒表现良好，其余白酒中老白干酒、金徽酒、伊力特表现较优。

**投资建议：**季报披露兑现板块整体业绩预期，分化下部分企业超预期，去年上半年利润增速存在高基数，今年上半年渠道压力高于同期，目前酒企对批价和库存的管理较为精细化和理性，下半年渠道库存压力有望得到平滑，全年各季度间平稳增长可期，渠道压力和白酒季度利润增速回落仍需密切关注。高端阵营贵州茅台增长工具丰富、五粮液自然动销乐观，次高端山西汾酒势能保持、增长质量较高，地产龙头企业徽酒迎驾贡酒、古井贡酒毛销差和预收良好，今世缘区域竞争格局好转，后续仍有望创造超预期业绩表现。

目前白酒行业行情修复及估值切换后仍处于历史分位的较低水平，从市场交易角度看博弈经济触底及资金回流逻辑仍可带动板块整体继续向上，建议从一季报超预期、超跌反转预期角度布局白酒板块，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台、五粮液，增长质量较高的山西汾酒，竞争格局利好的今世缘，区域势能及空间较大的古井贡酒、迎驾贡酒，低位且存在反转预期的酒鬼酒、顺鑫农业、舍得酒业。

**风险提示：**行业批价和库存管理不及预期、需求复苏不及预期、流动性扩张不及预期

评级

增持（维持）

2024 年 05 月 15 日

徐广福

分析师

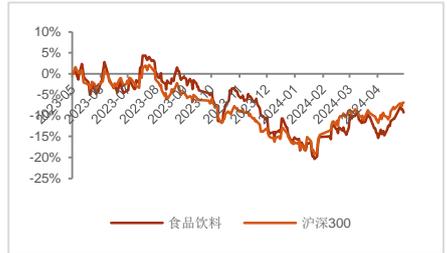
SAC 执业证书编号：S1660524030001

## 行业基本资料

股票家数	121
行业平均市盈率	23.0
市场平均市盈率	12.1

注：行业平均市盈率采用申万食品饮料市盈率，市场平均市盈率采用沪深 300 指数市盈率

## 行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

- 1、《食品饮料行业研究周报：白酒一季报靓丽 动销观察指标+分红预期有望引导市场》2024-04-30
- 2、《食品饮料行业研究周报：消费类高频数据波动 食品饮料具备高股息潜力》2024-04-25
- 3、《食品饮料行业研究周报：茅台批价波动影响板块 劲仔 Q1 业绩预告靓丽》2024-04-16

## 1. 业绩顺利兑现 分化下关注酒企增长质量

**2023 年高端和地产龙头白酒业绩韧性强，次高端业绩分化。**白酒板块上市公司 23 年合计实现营收 4104.83 亿元、同比+15.55%，营收增速同比提升 0.55pct。归母净利润 1550.59 亿元、同比+18.84%，增速同比降低 1.52pct。其中 23Q4 酒企消化库存为春节旺季蓄力，营收增速较前三季度有所回落、低于全年整体增速。

各阵营 23 年营收增速排序为高端（16.51%）>地产龙头（16.31%）>次高端（14.15%）>大众酒（3.35%），归母净利润增速为大众酒（228.18%）>高端（18.46%）>地产龙头（18.06%）>次高端（16.44%）。

**24Q1 板块营收/净利润分别增长 14.92%/15.85%，较同期增速小幅降低。**合并计算 23Q4+24Q1 情况下，板块整体营收/净利润分别增长 14.93%/16.92%，较同期增速分别提升 0.83pct/降低 1.63pct。

- ◆ 高端韧性较强，茅台增长途径丰富、业绩不断超预期，五粮液千元价位性价比突出自然动销良好，泸州老窖全系列产品发力、渠道下沉和终端占领亮眼。
- ◆ 次高端阵营除汾酒产品放量和消费氛围仍较强外、其余次高端企业受到商务场景需求复苏缓慢且省外市场拓展阻力加大压制，24Q1 舍得及酒鬼酒归母净利润同比下滑，水井坊同期低基数下回升明显。
- ◆ 地产龙头中徽酒及苏酒受益本地经济活力和居民节庆和宴席消费较好、本地竞争格局变化及市场集中，古井贡酒、迎驾贡酒品牌势能释放，今世缘补齐薄弱区域扭转省内格局，优势地产龙头次高价位以上升级延续、同时大众价位增长较好。

表1：23 年高端及地产龙头表现较优，24Q1 大众酒利润弹性明显

证券简称	营收 (亿元)						归母净利润 (亿元)					
	2023	YOY	24Q1	YOY	23Q4+24Q1	YOY	2023	YOY	24Q1	YOY	23Q4+24Q1	YOY
贵州茅台	1,505.60	18.04%	464.85	18.04%	917.29	18.90%	747.34	19.16%	240.65	15.73%	459.23	17.42%
五粮液	832.72	12.58%	348.33	11.86%	555.69	12.65%	302.11	13.19%	140.45	11.98%	214.23	11.33%
泸州老窖	302.33	20.34%	91.88	20.74%	174.79	14.93%	132.46	27.79%	45.74	23.20%	72.54	23.78%
<b>高端合计</b>	<b>2,640.66</b>	<b>16.51%</b>	<b>905.06</b>	<b>15.84%</b>	<b>1,647.77</b>	<b>16.30%</b>	<b>1181.91</b>	<b>18.46%</b>	<b>426.84</b>	<b>15.21%</b>	<b>746.00</b>	<b>16.17%</b>
山西汾酒	319.28	21.80%	153.38	20.94%	205.22	22.50%	104.38	28.93%	62.62	29.95%	72.69	25.19%
舍得酒业	70.81	16.93%	21.05	4.18%	39.41	13.91%	17.71	5.09%	5.50	-3.37%	10.26	-2.70%
水井坊	49.53	6.00%	9.33	9.38%	22.98	30.93%	12.69	4.36%	1.86	16.82%	4.33	35.07%
酒鬼酒	28.30	-30.14%	4.94	-48.80%	11.81	-22.76%	5.48	-47.77%	0.73	-75.56%	1.42	-62.21%
<b>次高端合计</b>	<b>467.92</b>	<b>14.15%</b>	<b>188.71</b>	<b>14.22%</b>	<b>279.42</b>	<b>18.92%</b>	<b>140.26</b>	<b>16.44%</b>	<b>70.72</b>	<b>20.93%</b>	<b>88.71</b>	<b>17.36%</b>
洋河股份	331.26	10.04%	162.55	8.03%	190.98	2.30%	100.16	6.80%	60.55	5.02%	58.68	-3.37%
古井贡酒	202.54	21.18%	82.86	25.85%	125.87	19.51%	45.89	46.01%	20.66	31.61%	28.42	35.99%
今世缘	101.00	28.05%	46.71	22.82%	64.06	23.84%	31.36	25.30%	15.33	22.12%	20.33	21.27%
老白干酒	52.57	12.98%	11.30	12.67%	25.41	15.49%	6.66	-5.89%	1.36	33.04%	3.84	38.81%
迎驾贡酒	67.20	22.07%	23.25	21.33%	42.41	20.17%	22.88	34.17%	9.13	30.43%	15.46	28.60%
口子窖	59.62	16.10%	17.68	11.05%	32.84	10.76%	17.21	11.04%	5.89	10.02%	9.62	8.81%
<b>地产龙头合计</b>	<b>814.19</b>	<b>16.31%</b>	<b>344.34</b>	<b>15.00%</b>	<b>481.57</b>	<b>11.82%</b>	<b>224.16</b>	<b>18.06%</b>	<b>112.92</b>	<b>13.73%</b>	<b>136.35</b>	<b>11.75%</b>

	营收 (亿元)						归母净利润 (亿元)					
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	同比	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	同比
顺鑫农业	105.93	-9.30%	40.57	-0.75%	58.42	-12.28%	-2.96	56.09%	4.51	37.42%	4.47	219.93%
金徽酒	25.48	26.64%	10.76	20.41%	16.04	19.38%	3.29	17.35%	2.21	21.58%	2.77	11.66%
金种子酒	14.69	23.92%	4.19	-3.02%	8.16	1.52%	-0.22	88.21%	0.18	142.87%	0.30	132.86%
伊力特	22.31	37.46%	8.31	12.39%	14.19	34.37%	3.40	105.43%	1.59	7.08%	2.70	54.94%
天佑德酒	12.10	23.50%	5.26	32.77%	7.95	35.76%	0.90	19.02%	1.08	40.43%	0.92	74.78%
皇台酒业	1.54	12.96%	0.36	-5.73%	0.78	9.27%	-0.15	-304.04%	0.01	-64.64%	-0.18	-387.33%
<b>大众酒合计</b>	<b>182.05</b>	<b>3.35%</b>	<b>69.46</b>	<b>5.43%</b>	<b>105.55</b>	<b>0.33%</b>	<b>4.26</b>	<b>228.18%</b>	<b>9.57</b>	<b>37.45%</b>	<b>10.99</b>	<b>6921.44%</b>
<b>白酒合计</b>	<b>4,104.83</b>	<b>15.55%</b>	<b>1,507.57</b>	<b>14.92%</b>	<b>2,514.31</b>	<b>14.93%</b>	<b>1,550.59</b>	<b>18.84%</b>	<b>620.06</b>	<b>15.85%</b>	<b>982.05</b>	<b>16.92%</b>

资料来源: wind, 申港证券研究所

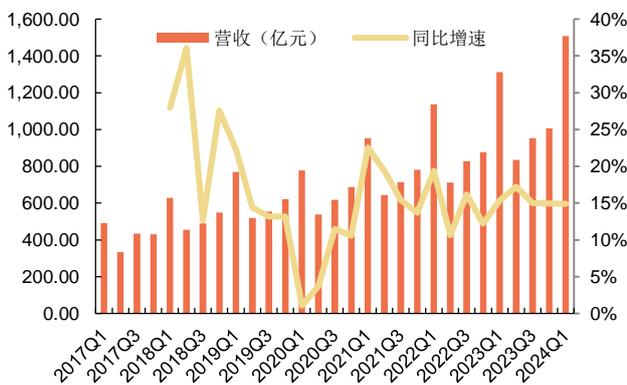
23年以来白酒各季度营收增速波动不大, 净利润增速有所回落。23年下半年渠道库存强压力下, 上市公司23年及24Q1利润增速均未出现低于营收增速的情况, 主要原因为分化下各价位龙头企业结构升级延续, 企业精细化调整销售费用投向及节奏、保持毛销差正增长, 管理费用率普遍节约对冲销售费用率走高。从季度间各阵营营收和归母净利润增长节奏看, 高端营收增速波动较小、归母净利润增速回落, 主要原因为贵州茅台23年上半年增速基数较高。白酒24Q1顺利收官, 全年看24H1归母净利润增长或有一定基数压力。

图1: 白酒季度净利润增速有所回落

	营业收入增速					走势	归母净利润增速					走势
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	
高端	16.53%	16.95%	15.66%	16.86%	15.84%		19.73%	18.36%	17.97%	17.48%	15.21%	
次高端	6.47%	21.93%	9.64%	30.06%	14.22%		14.13%	35.99%	15.19%	5.14%	20.93%	
地产龙头	19.37%	22.13%	15.98%	4.56%	15.00%		18.37%	24.67%	19.32%	3.08%	13.73%	
大众酒	9.11%	-5.80%	16.99%	-8.22%	5.43%		46.35%	-489.47%	-62.11%	120.81%	37.45%	
白酒合计	15.39%	17.20%	14.98%	14.94%	14.92%		19.12%	19.71%	17.74%	18.81%	15.85%	

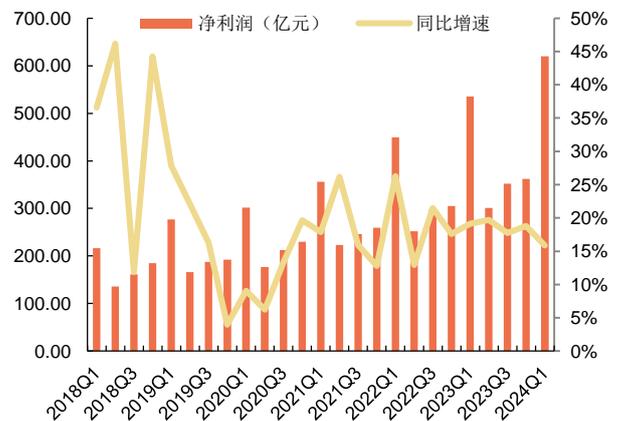
资料来源: wind, 申港证券研究所

图2: 白酒板块季度营收及同比增长情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

图3: 白酒板块季度净利润及同比增长情况



资料来源: wind, 申港证券研究所

毛利率整体保持上行，扩张型次高端表现承压。23年白酒板块整体毛利率同比提升1.10pct至80.50%，地产龙头中古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒受益竞争格局转好、产品结构持续提升，毛利率分别同比提升1.90、1.76、3.35pct，大众酒中金种子新品铺货和高端带动下毛利率同比提升13.88pct。次高端毛利率均出现一定程度下降，主要原因为年内商务宴请复苏疲弱，中低档产品增速快于整体带动重心下移，其中舍得酒业在营收保持稳定情况下、舍之道和光瓶酒增速较快，带动毛利率下降3.22pct，酒鬼酒、水井坊23年均出现毛利率下降。

24Q1 高端毛利率提升0.24pct至86.00%，次高端山西汾酒毛利率提升1.90pct较为亮眼，其余次高端延续23年毛利率同比下行趋势、单季度毛利率继续有所回落。地产龙头中洋河、今世缘单季度毛利率回落，主要为次高端升级价位需求复苏缓慢、新品换代及中等价位产品增速较高的短期节奏影响。徽酒中迎驾贡酒毛利率同比提升3.91pct、产品结构提升带动下毛利率提升幅度明显。大众酒中金徽酒、伊力特、金种子酒毛利率同比回升。24Q1白酒毛利率整体同比增长0.45pct。

表2：23年次高端阵营毛利率回落

证券简称	2022 毛利率	2023Q1 毛利率	2023 毛利率	2024Q1 毛利率	23年同比 增减(pct)	24Q1同比 增减(pct)
贵州茅台	89.38%	91.13%	90.21%	91.20%	0.83	0.07
五粮液	75.42%	78.39%	75.79%	78.43%	0.37	0.03
泸州老窖	86.59%	88.09%	88.30%	88.37%	1.71	0.28
<b>高端合计</b>	<b>84.52%</b>	<b>85.76%</b>	<b>85.45%</b>	<b>86.00%</b>	<b>0.93</b>	<b>0.24</b>
山西汾酒	75.36%	75.56%	75.31%	77.46%	-0.05	1.90
舍得酒业	77.72%	78.38%	74.50%	74.16%	-3.22	-4.22
水井坊	84.49%	83.17%	83.16%	80.47%	-1.33	-2.70
酒鬼酒	79.63%	81.54%	78.35%	71.08%	-1.29	-10.46
<b>次高端合计</b>	<b>77.17%</b>	<b>76.65%</b>	<b>76.20%</b>	<b>77.07%</b>	<b>-0.97</b>	<b>0.43</b>
洋河股份	74.60%	76.60%	75.25%	76.03%	0.64	-0.56
古井贡酒	77.17%	79.67%	79.07%	80.35%	1.90	0.68
今世缘	76.56%	75.37%	78.32%	74.22%	1.76	-1.15
老白干酒	68.36%	65.42%	67.15%	62.72%	-1.20	-2.71
迎驾贡酒	68.02%	71.18%	71.37%	75.09%	3.35	3.91
口子窖	74.16%	76.63%	75.19%	76.48%	1.03	-0.15
<b>地产龙头合计</b>	<b>74.47%</b>	<b>76.40%</b>	<b>75.73%</b>	<b>76.35%</b>	<b>1.26</b>	<b>-0.05</b>
顺鑫农业	31.73%	37.72%	31.80%	37.15%	0.07	-0.57
金徽酒	62.78%	64.97%	62.44%	65.40%	-0.35	0.43
伊力特	48.05%	51.45%	48.23%	51.89%	0.18	0.44
金种子酒	26.45%	27.23%	40.32%	44.52%	13.88	17.29
天佑德酒	62.02%	63.61%	63.01%	63.02%	0.99	-0.59
皇台酒业	63.82%	64.49%	61.18%	64.66%	-2.64	0.17
<b>大众酒合计</b>	<b>38.36%</b>	<b>43.98%</b>	<b>41.11%</b>	<b>45.84%</b>	<b>2.75</b>	<b>1.86</b>
<b>白酒合计</b>	<b>79.40%</b>	<b>80.38%</b>	<b>80.50%</b>	<b>80.83%</b>	<b>1.10</b>	<b>0.45</b>

资料来源：wind，申港证券研究所

销售费用率小幅提升，管理费用率节约明显。23 年/24Q1 销售费用率同比提升 0.15/0.06pct，其中高端阵营中贵州茅台销售费用率分别同比提升 0.50/0.53pct、预计主要为系列酒渠道和广宣推广加大所致。五粮液对低度产品及 1618 扫码红包加大投入，23 年/24Q1 销售费用率同比提升 0.11/0.75pct。

2023 年次高端在场景复苏缓慢情况下，企业主动调整费用投放节奏，山西汾酒动销势能较好、企业主动控制费用投放、23 年销售费用率节约 2.91pct。舍得酒业 23 年销售费用率同比增加 1.43pct，预计主要与公司逆势持续培育市场，在藏品 10 年、首府战役等产品培育和区域市场进攻中加大营销投入、增加销售人员职工薪酬扩大有关。酒鬼酒 23 年及 24Q1 营收同比下降，销售费用率同比升高 6.94 及 7.90pct。地产酒中洋河股份、今世缘 23 年销售费用率升高，预计与年内扫码红包投放、宴席赠酒等推广增加有关。徽酒古井贡酒、迎驾贡酒精细化费用投放，23 年销售费用率有所降低，省内竞争格局较好。

表3：销售费用率平稳增长而管理费用率节约

证券简称	销售费用率				管理费用率			
	2023	2024Q1	23 年同比 增减 (pct)	24Q1 同比 增减 (pct)	2023	2024Q1	23 年同比 增减 (pct)	24Q1 同比 增减 (pct)
贵州茅台	3.09%	2.45%	0.50	0.53	6.46%	4.44%	-0.60	-0.67
五粮液	9.36%	7.53%	0.11	0.75	3.99%	3.06%	-0.16	-0.47
泸州老窖	13.15%	7.85%	-0.58	-1.23	3.77%	2.49%	-0.86	-0.79
<b>高端合计</b>	<b>6.22%</b>	<b>4.96%</b>	<b>0.22</b>	<b>0.40</b>	<b>5.37%</b>	<b>3.71%</b>	<b>-0.47</b>	<b>-0.59</b>
山西汾酒	10.07%	7.47%	-2.91	-0.48	3.76%	1.99%	-0.87	-0.09
舍得酒业	18.21%	16.32%	1.43	-2.93	8.98%	7.90%	-0.72	-0.20
水井坊	26.40%	35.06%	-0.96	3.15	7.31%	9.47%	-0.29	-0.70
酒鬼酒	32.22%	33.93%	6.94	7.90	5.85%	7.97%	1.53	4.34
<b>次高端合计</b>	<b>14.37%</b>	<b>10.52%</b>	<b>-2.03</b>	<b>-1.11</b>	<b>5.06%</b>	<b>3.17%</b>	<b>-0.63</b>	<b>-0.15</b>
洋河股份	16.26%	8.52%	2.38	1.11	5.33%	2.85%	-1.10	-0.89
古井贡酒	26.84%	27.18%	-1.09	-1.66	6.75%	4.79%	-0.23	-0.68
今世缘	20.76%	14.16%	3.14	-1.76	4.24%	2.20%	0.14	0.12
老白干酒	27.16%	22.91%	-3.16	-2.97	7.89%	8.44%	-0.62	-3.00
迎驾贡酒	8.65%	6.72%	-0.51	0.31	3.11%	2.34%	-0.36	-0.26
口子窖	13.88%	12.06%	0.25	-0.59	6.83%	5.31%	1.61	0.09
<b>地产龙头合计</b>	<b>19.35%</b>	<b>14.31%</b>	<b>0.99</b>	<b>0.27</b>	<b>5.64%</b>	<b>0.00%</b>	<b>-0.48</b>	<b>-4.17</b>
顺鑫农业	11.38%	5.41%	2.61	-3.01	8.08%	5.44%	0.73	-0.40
金徽酒	21.02%	17.98%	0.13	0.15	10.79%	7.91%	-0.01	0.69
伊力特	9.40%	6.63%	-2.75	0.00	3.56%	2.66%	-1.02	-0.37
金种子酒	15.97%	17.15%	-4.60	-1.42	8.91%	7.07%	-1.07	1.19
天佑德酒	23.83%	14.37%	-1.05	0.34	12.36%	7.32%	-1.96	-0.36
皇台酒业	22.91%	23.60%	4.62	5.28	15.95%	20.67%	0.83	2.57
<b>大众酒合计</b>	<b>13.78%</b>	<b>8.98%</b>	<b>1.55</b>	<b>-1.57</b>	<b>8.32%</b>	<b>5.81%</b>	<b>0.21</b>	<b>-0.09</b>
<b>白酒合计</b>	<b>10.09%</b>	<b>7.97%</b>	<b>0.15</b>	<b>0.06</b>	<b>5.52%</b>	<b>2.89%</b>	<b>-0.47</b>	<b>-1.34</b>

资料来源：wind，申港证券研究所

毛销差 23 年及 24Q1 同比持续走高，盈利能力较好。23 年白酒毛销差同比提高 0.95pct，各阵营毛销差同比均有所提升、增幅方面大众酒>次高端>高端>地产龙头。

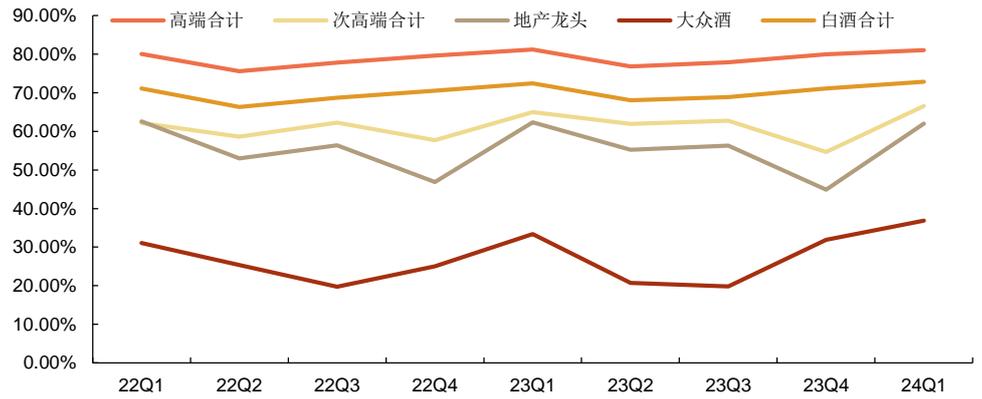
- ◆ 高端毛销差 24Q1 同比下降 0.16pct，主要为茅台、五粮液加大系列酒和渠道推广致销售费用率同比提高，消减了毛利率的同比提升。
- ◆ 次高端企业舍得酒业、酒鬼酒、水井坊顺应市场压力、调整产品结构，中低端产品增长较好，23 年及 24Q1 毛利率同比下降，毛销差同比均有所降低。这种毛销差降低的状况随着经济复苏和季度基数切换、后续有望得到扭转。
- ◆ 地产龙头分化，徽酒企业古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖 23 年及 24Q1 毛销差均同比提高，苏酒中洋河 23 年及 24Q1 毛销差均同比下降，今世缘 23 年毛销差同比下降、24Q1 同比提升。大众酒企业中，金种子调整产品体系、毛销差同比显著提升、伊力特提升产品结构、毛销差同比提升。

表4：23 年各阵营均实现毛销差提升

证券简称	22 年毛销差	23 年毛销差	23 年同比 提升 (pct)	24Q1 毛销差	24Q1 同比 提升 (pct)
贵州茅台	86.79%	87.13%	0.33	88.75%	-0.46
五粮液	66.17%	66.43%	0.26	70.89%	-0.72
泸州老窖	72.86%	75.15%	2.29	80.53%	1.52
<b>高端合计</b>	<b>78.52%</b>	<b>79.23%</b>	<b>0.71</b>	<b>81.04%</b>	<b>-0.16</b>
山西汾酒	62.37%	65.23%	2.86	69.99%	2.38
舍得酒业	60.94%	56.29%	-4.65	57.84%	-1.29
水井坊	57.13%	56.75%	-0.37	45.41%	-5.86
酒鬼酒	54.35%	46.13%	-8.22	37.15%	-18.36
<b>次高端合计</b>	<b>60.77%</b>	<b>61.83%</b>	<b>1.06</b>	<b>66.56%</b>	<b>1.54</b>
洋河股份	60.72%	58.98%	-1.74	67.52%	-1.67
古井贡酒	49.23%	52.22%	2.99	53.17%	2.33
今世缘	58.94%	57.56%	-1.38	60.06%	0.61
迎驾贡酒	58.86%	62.72%	3.86	68.37%	3.60
口子窖	60.53%	61.32%	0.78	64.42%	0.44
老白干酒	38.03%	39.99%	1.96	39.80%	0.26
<b>地产龙头合计</b>	<b>56.11%</b>	<b>56.38%</b>	<b>0.27</b>	<b>62.04%</b>	<b>-0.32</b>
顺鑫农业	22.97%	20.43%	-2.54	31.75%	2.44
金徽酒	41.89%	41.42%	-0.47	47.42%	0.28
伊力特	35.89%	38.82%	2.93	45.26%	0.44
金种子酒	5.88%	24.36%	18.48	27.38%	18.71
天佑德酒	37.15%	39.18%	2.04	48.65%	-0.92
皇台酒业	45.53%	38.27%	-7.26	41.06%	-5.11
<b>大众酒</b>	<b>26.13%</b>	<b>27.33%</b>	<b>1.20</b>	<b>36.85%</b>	<b>3.43</b>
<b>白酒合计</b>	<b>69.46%</b>	<b>70.41%</b>	<b>0.95</b>	<b>72.85%</b>	<b>0.39</b>

资料来源：wind，申港证券研究所

图4：白酒板块各季度毛销差走势



资料来源: wind、申港证券研究所

白酒企业税金及附加比率 23 年/24Q1 同比增加 0.24/0.42pct, 白酒企业消费税主要为生产和销售环节的从量税及从价税收, 生产和销售的错期对季度税率形成一定扰动, 预计全年来看税率仍将保持平稳。

23 年白酒整体归母净利润率同比提升 1.05pct, 提升空间主要来源为 23 年毛销差同比提升 0.95pct、管理费用率同比节约 0.47pct。次高端阵营中山西汾酒 23 年及 24Q1 归母净利润率均同比提升, 幅度分别为 1.81/2.83pct, 经营质量较高。地产龙头中, 徽酒优于苏酒, 古井贡酒及迎驾贡酒 23 年及 24Q1 归母净利润率均同比提升、苏酒企业洋河股份和今世缘同期归母净利润率同比小幅下降。

表5: 23 年及 24Q1 归母净利润率、税金及附加比率

证券简称	归母净利润率				税金及附加比率			
	2023	2024Q1	23 年同比 增减 (pct)	24Q1 同比 增减 (pct)	2023	2024Q1	23 年同比 增减 (pct)	24Q1 同比 增减 (pct)
贵州茅台	49.64%	51.77%	0.47	-1.04	14.77%	15.49%	0.27	1.62
五粮液	36.28%	40.32%	0.20	0.04	15.05%	13.95%	0.52	-0.37
泸州老窖	43.81%	49.78%	2.56	0.99	13.67%	12.44%	-0.36	0.17
<b>高端</b>	<b>44.76%</b>	<b>47.16%</b>	<b>0.74</b>	<b>-0.26</b>	<b>14.73%</b>	<b>14.58%</b>	<b>0.27</b>	<b>0.69</b>
山西汾酒	32.69%	40.83%	1.81	2.83	18.27%	13.34%	0.71	-1.05
舍得酒业	25.02%	26.14%	-2.82	-2.04	14.33%	14.23%	-0.58	0.48
水井坊	25.62%	19.96%	-0.40	1.27	15.69%	13.59%	-0.04	-2.06
酒鬼酒	19.36%	14.86%	-6.53	-16.26	17.97%	19.15%	1.78	3.47
<b>次高端</b>	<b>29.98%</b>	<b>37.48%</b>	<b>0.59</b>	<b>2.08</b>	<b>17.38%</b>	<b>13.61%</b>	<b>0.56</b>	<b>-0.85</b>
洋河股份	30.24%	37.25%	-0.91	-1.07	15.91%	16.01%	1.33	0.32
古井贡酒	22.66%	24.93%	3.85	1.09	15.06%	15.04%	-1.84	0.57
今世缘	31.05%	32.81%	-0.68	-0.19	14.82%	15.53%	-1.37	0.56
老白干酒	12.67%	12.05%	-2.54	1.85	16.65%	16.81%	0.60	1.69
迎驾贡酒	34.04%	39.27%	3.07	2.74	15.40%	14.19%	0.40	-0.24
口子窖	28.87%	33.34%	-1.32	-0.31	15.12%	14.10%	-0.11	-0.44
<b>地产龙头</b>	<b>27.53%</b>	<b>32.79%</b>	<b>0.41</b>	<b>-0.36</b>	<b>15.51%</b>	<b>15.52%</b>	<b>0.02</b>	<b>0.35</b>
顺鑫农业	-2.79%	11.11%	2.97	3.09	10.81%	9.78%	-0.86	-0.03
金徽酒	12.91%	20.55%	-1.02	0.20	14.74%	14.21%	0.12	0.01

归母净利润率					税金及附加比率			
伊力特	15.23%	19.12%	5.04	-0.95	14.24%	14.90%	-2.41	1.56
金种子酒	-1.50%	4.21%	14.28	13.72	14.59%	16.04%	3.93	3.65
天佑德酒	7.40%	20.59%	-0.28	1.12	15.21%	15.09%	0.06	-0.54
皇台酒业	-9.74%	2.40%	-15.13	-3.99	19.51%	15.99%	-0.43	-0.55
<b>大众酒</b>	<b>2.34%</b>	<b>13.78%</b>	<b>4.22</b>	<b>3.21</b>	<b>12.45%</b>	<b>11.89%</b>	<b>-0.20</b>	<b>0.53</b>
<b>白酒合计</b>	<b>37.77%</b>	<b>41.13%</b>	<b>1.05</b>	<b>0.33</b>	<b>15.09%</b>	<b>14.55%</b>	<b>0.24</b>	<b>0.42</b>

资料来源: wind, 申港证券研究所

**24Q1 销售收现低于同期营收增速，季度末应收款同比增长 15.09%，酒企主动纾解经销商现金压力。**23 年白酒销售收现 4518.98 亿元、同比增长 16.45%，同期营收 4104.83 亿元、增速 15.55%，收现表现好于实际营收。23Q4+24Q1 销售收现 2643.08 亿元，同比增长 11.71%，增速低于同期营收增速的 14.93%。同时，24Q1 末企业应收项目（以应收票据及应收账款+应收账款融资计算）为 449.87 亿元，环比 23 年末增长 193.89 亿元，同比增长 15.09%，显示在旺季渠道大力回款压力下，酒企对经销商使用票据给予宽松政策，对经销商现金压力进行主动纾解。23Q4+24Q1 经营性净现金流同比下降 6.1%，其中高端同比下降 12.8%，预计主要受渠道回款票据使用加大及支出较多影响。

**表6：23Q4+24Q1 销售收现低于同期营收增速给渠道释放压力**

证券简称	销售收现				同期营收增速		经营性净现金流			
	2023	YOY	23Q4+24Q1	YOY	23	23Q4+24Q1	2023	YOY	23Q4+24Q1	YOY
贵州茅台	1,637.00	16.35%	987.03	22.72%	18.04%	18.90%	665.93	81.5%	257.79	-20.8%
五粮液	1,053.50	28.84%	603.01	-1.76%	12.58%	12.65%	417.42	70.9%	198.70	-14.3%
泸州老窖	315.89	21.91%	145.85	7.36%	20.34%	14.93%	106.48	28.9%	59.55	72.2%
<b>高端合计</b>	<b>3,006.39</b>	<b>21.04%</b>	<b>1,735.89</b>	<b>11.71%</b>	<b>16.51%</b>	<b>16.30%</b>	<b>1,189.84</b>	<b>71.5%</b>	<b>516.04</b>	<b>-12.8%</b>
山西汾酒	301.31	4.94%	200.80	25.08%	21.80%	22.50%	72.25	-29.9%	69.63	24.3%
舍得酒业	73.60	22.39%	38.05	12.75%	16.93%	13.91%	7.16	-31.3%	2.44	14.8%
水井坊	56.36	7.53%	25.48	29.51%	6.00%	30.93%	17.34	32.0%	2.76	46.5%
酒鬼酒	25.13	-26.07%	8.95	-33.69%	-30.14%	-22.76%	0.51	-87.2%	-2.71	-3321.6%
<b>次高端合计</b>	<b>456.40</b>	<b>5.24%</b>	<b>273.28</b>	<b>20.15%</b>	<b>14.15%</b>	<b>18.92%</b>	<b>97.25</b>	<b>-25.6%</b>	<b>72.11</b>	<b>20.0%</b>
洋河股份	348.54	12.84%	222.17	13.04%	10.04%	2.30%	61.30	68.1%	66.37	10.5%
古井贡酒	207.97	19.88%	118.14	6.32%	21.18%	19.51%	44.96	44.7%	12.31	9.5%
今世缘	120.61	24.83%	69.14	19.64%	28.05%	23.84%	28.00	0.7%	18.21	23.2%
老白干酒	58.14	14.64%	31.30	23.67%	12.98%	15.49%	7.95	27.9%	3.76	189.6%
迎驾贡酒	76.27	17.69%	47.68	11.41%	22.07%	20.17%	21.98	19.4%	17.69	18.3%
口子窖	57.91	10.99%	31.19	-1.04%	16.10%	10.76%	9.11	9.8%	3.90	-28.7%
<b>地产龙头合计</b>	<b>869.42</b>	<b>16.44%</b>	<b>519.62</b>	<b>11.73%</b>	<b>16.31%</b>	<b>11.82%</b>	<b>173.30</b>	<b>35.1%</b>	<b>122.23</b>	<b>13.4%</b>
顺鑫农业	105.73	-28.74%	65.34	-12.94%	-9.30%	-12.28%	-7.38	-150.9%	8.31	45.9%
金徽酒	29.36	20.25%	19.70	13.79%	26.64%	19.38%	4.50	41.0%	5.48	6.1%
伊力特	23.06	32.78%	15.07	35.64%	37.46%	34.37%	3.02	-301.7%	2.52	6.8%
金种子酒	13.03	-8.10%	4.55	-47.80%	23.92%	1.52%	0.89	-119.3%	-1.30	982.2%
天佑德酒	13.87	27.33%	8.70	30.99%	23.50%	35.76%	1.04	-3214.1%	0.81	53.2%
皇台酒业	1.72	24.67%	0.92	20.83%	12.96%	9.27%	0.06	-42.8%	0.07	-1.7%

	销售收现				同期营收增速		经营性净现金流			
大众酒合计	186.76	-13.78%	114.29	-4.44%	3.35%	0.33%	2.13	-81.7%	15.90	16.0%
白酒合计	4,518.98	16.45%	2,643.08	11.71%	15.55%	14.93%	1,462.53	51.6%	726.28	-6.1%

资料来源: wind, 申港证券研究所

预收款(合同负债+预收账款)质量较好,酒企间分化明显。23年末预收款531.04亿元、季度环比增加126.74亿元,24Q1末预收款407.61亿元、同比增加0.42%。从各阵营24Q1预收款同比增速看,次高端(13.91%)>高端(9.71%)>白酒整体(0.42%)>地产龙头(-8.48%)>大众酒(-32.98%)。从预收款同比增速角度看,泸州老窖、山西汾酒24Q1预收款同比增速较快,渠道预收情况较好。

从订单收入增速与报表端营收增速对比看,24Q1订单收入(24Q1营收+当季度预收款环比变化)同比增速27.38%,高于24Q1报表端营收增速,整体预收质量仍较好。综合预收款情况来看,高端24Q1订单收入均高于同期报表端营收增速,次高端中山西汾酒表现良好,其余白酒中老白干酒、金徽酒、伊力特表现较优。

表7:白酒预收款变化情况及与营收增速对比

证券简称	2023年预收款(亿元)	YOY	2024Q1预收款(亿元)	YOY	24Q1营收+预收款环比变化	YOY	24Q1报表端营收增速
贵州茅台	141.26	-8.70%	95.23	14.33%	418.82	29.92%	> 18.04%
五粮液	68.82	-44.48%	50.65	-8.78%	330.16	35.89%	> 11.86%
泸州老窖	26.73	4.15%	25.35	46.88%	90.50	33.69%	> 20.74%
<b>高端合计</b>	<b>236.81</b>	<b>-22.19%</b>	<b>171.23</b>	<b>9.71%</b>	<b>839.48</b>	<b>32.61%</b>	<b>15.84%</b>
山西汾酒	70.29	1.75%	55.90	33.99%	138.99	39.74%	> 20.94%
舍得酒业	2.79	-6.62%	2.44	-69.58%	20.70	-17.95%	4.18%
水井坊	12.20	18.72%	11.51	15.32%	8.65	4.92%	9.38%
酒鬼酒	2.85	-34.32%	2.35	-36.02%	4.44	-50.56%	-48.80%
<b>次高端合计</b>	<b>88.12</b>	<b>1.67%</b>	<b>72.19</b>	<b>13.91%</b>	<b>172.78</b>	<b>21.75%</b>	<b>14.22%</b>
洋河股份	111.05	-19.19%	58.15	-16.62%	109.65	32.44%	> 8.03%
古井贡酒	14.01	69.50%	46.17	-2.70%	115.02	9.52%	25.85%
今世缘	24.00	17.65%	9.73	-14.86%	32.44	11.63%	22.82%
老白干酒	15.21	1.99%	23.64	7.01%	19.73	14.65%	> 12.67%
迎驾贡酒	7.33	10.95%	5.15	2.70%	21.06	19.92%	21.33%
口子窖	3.97	-29.42%	3.75	-15.71%	17.45	18.43%	> 11.05%
<b>地产龙头合计</b>	<b>175.58</b>	<b>-9.14%</b>	<b>146.60</b>	<b>-8.48%</b>	<b>315.36</b>	<b>18.38%</b>	<b>15.00%</b>
顺鑫农业	22.09	-43.57%	8.47	-55.14%	26.95	30.74%	> -0.75%
金徽酒	5.75	12.84%	6.31	47.65%	11.31	39.53%	> 20.41%
伊力特	0.73	-7.98%	0.92	20.84%	8.50	15.47%	> 12.39%
金种子酒	1.11	-2.34%	1.14	-34.15%	4.22	-14.14%	-3.02%
天佑德酒	0.81	39.37%	0.72	28.56%	5.17	31.20%	32.77%
皇台酒业	0.03	-19.64%	0.03	-8.80%	0.37	-4.91%	-5.73%
<b>大众酒合计</b>	<b>30.53</b>	<b>-34.77%</b>	<b>17.59</b>	<b>-32.98%</b>	<b>56.51</b>	<b>24.70%</b>	<b>5.43%</b>
<b>白酒合计</b>	<b>531.04</b>	<b>-15.85%</b>	<b>407.61</b>	<b>0.42%</b>	<b>1,384.14</b>	<b>27.38%</b>	<b>14.92%</b>

资料来源:申港证券研究所

**投资建议：**季报披露兑现板块整体业绩预期，分化下部分企业超预期，去年上半年利润增速存在高基数，今年上半年渠道压力高于同期，目前酒企对批价和库存的管理较为精细化和理性，下半年渠道库存压力有望得到平滑，全年各季度间平稳增长可期，渠道压力和白酒季度利润增速回落仍需密切关注。高端阵营贵州茅台增长工具丰富、五粮液自然动销乐观，次高端山西汾酒势能保持、增长质量较高，地产龙头企业徽酒迎驾贡酒、古井贡酒毛销差和预收良好，今世缘区域竞争格局好转，后续仍有望创造超预期业绩表现。

目前白酒行业行情修复及估值切换后仍处于历史分位的较低水平，从市场交易角度看博弈经济触底及资金回流逻辑仍可带动板块整体继续向上，建议从一季报超预期、超跌反转预期角度布局白酒板块，建议关注确定性强的高端白酒贵州茅台、五粮液，增长质量较高的山西汾酒，竞争格局利好的今世缘，区域势能及空间较大的古井贡酒、迎驾贡酒，低位且存在反转预期的酒鬼酒、顺鑫农业、舍得酒业。

#### 风险提示：

- 1、行业批价和库存管理不及预期
- 2、需求复苏不及预期
- 3、流动性扩张不及预期

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 投资评级说明

### 申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：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 指数或纳斯达克指数。）

### 申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：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 指数或纳斯达克指数。）