

白酒

强 α 酒企市占率加速提升，中档扩容趋势延续

白酒板块回顾：高端酒延续稳健，中档酒内部升级显著

收入：高端酒收入端表现稳健，中档价位放量推动区域酒表现稳健。2024Q1 白酒行业营业收入同比增长 14.93%至 1500.47 亿元。营业收入增速：高端酒（15.86%）> 区域龙头（15.08%）> 次高端酒（14.21%）> 三四线酒（6.45%）。

利润端：价升趋势不改，中档酒内部升级显著。24Q1 白酒行业归母净利润为 620.05 亿元，同比增长 15.85%，价升趋势延续推升盈利端表现。归母净利润增速：三四线酒（37.20%）> 次高端酒（20.94%）> 高端酒（15.21%）> 区域龙头酒（13.53%）。

利润率：利润率维持上行，区域酒盈利能力优秀。23 年/24Q1 白酒行业毛利率同比提升 0.89/0.45pct 至 81.07%/81.21%，行业净利率同比提升 0.83/0.27pct 至 39.12%/42.32%。24Q1 毛利率同比变动：三四线酒（+1.40pct）> 次高端酒（+0.43pct）> 高端酒（+0.23pct）> 区域酒（+0.03pct）；净利率同比变动：三四线酒（+3.06pct）> 次高端酒（+2.01pct）> 高端酒（-0.38pct）> 区域酒（-0.42pct）。合同负债：高端酒预收端表现优秀，次高端/区域酒分化明显。24Q1 白酒板块整体预收款同比微增、环比下降，个股表现分化。24Q1 末白酒行业合同负债同比/环比变动+0.42%/-23.25%，蓄水池环比下行/同比平稳。

经营性现金流：强 α 酒企现金流充裕，板块延续优秀表现。2023&2024Q1 白酒板块经营性现金流分别同比+51.95%/+19.95%。2024Q1 净现金流同比：三四线酒（+163.68%）> 次高端酒（+78.01%）> 区域龙头（+56.50%）> 高端酒（-13.67%）。分红率：23 年 15 家酒企分红率提升。2023 年 18 家主要上市白酒企业中有 15 家上市以来分红率同比提升，其中贵州茅台、老白干酒、舍得酒业、金徽酒、山西汾酒、五粮液、古井贡酒、酒鬼酒上市以来分红率同比提升 2pcts 以上。

思考与展望：强 α 酒企市占率加速提升，中档扩容趋势延续

1) 价位带分化延续，中档酒表现亮眼：挤压式增长下，24Q1 板块价格带间延续分化，享受价位带扩容红利（中档价位为主）的强 α 酒企逆势提升份额。①区域酒占白酒收入比进一步提升；②徽酒占区域酒比重进一步提升；③古井贡酒占徽酒比重进一步提升；④山西汾酒占次高端酒比重进一步提升等。

2) 高档酒稳健&中档酒扩容，行业升级延续但斜率放缓。2023 年上市公司占规模以上酒企收入比持续抬升的基础上，利润增速仍高于收入增速，显示上市公司业绩韧性强，强抢市场份额能力使得其能最受益于部分价位带的扩容&升级，因此对于上市公司来说，虽价升斜率较前些年放缓，但升级趋势不变。

3) “优商”为主旋律，山西汾酒渠道高质量发展：山西汾酒等酒企渠道质量延续高增长表现，“优商”策略下，商均规模提升推动营收增长。

4) 优质酒企预收款表现优异，看好 24Q2 业绩：预收款 24Q1 表现分化，其中金徽酒、山西汾酒等酒企蓄水池安全边际最高：①24Q1 金徽酒、泸州老窖、山西汾酒、伊力特预收款同比实现 20%+ 增加；②24Q1 洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、金徽酒、水井坊、老白干酒 24Q1 预收款/23Q2 营收比例 > 80%，我们看好预收蓄水池较为充裕的酒企 24Q2 业绩。

5) 23 年酒企目标达成率高，24 年目标总体积极：2023 年 11 家公布具体业绩目标的酒企中 8 家顺利达成，目标达成率较高，其中贵州茅台、泸州老窖显著超额完成既定目标。2024 年以贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒等为代表的龙头酒企业绩增长目标基本与 2023 年保持一致，总体仍较为积极。

投资建议：看好强 α 酒企集中度加速提升红利机会+潜在改革预期机会

平 β 假设下，我们仍看好强 α 酒企集中度加速提升带来红利机会+潜在改革预期机会，始终坚持三条投资主线：1) 业绩稳定性：即 24 年业绩增速稳定：贵州茅台/山西汾酒/泸州老窖/古井贡酒等；2) 潜在改革主线：五粮液等；3) β 主线：酒鬼酒/舍得酒业/水井坊等。

风险提示：消费疲软；食品安全风险；市场扩张不达预期；市场竞争加剧。

证券研究报告
2024 年 06 月 14 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com唐家全 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110003
tangjiaquan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《白酒-行业专题研究:24 年春节仍存三大超预期点》2024-03-20
- 2 《白酒-行业投资策略:食品饮料行业 2024 年年度策略:周期时钟论下,行业进入新三大周期》2023-12-28
- 3 《白酒-行业深度研究:内部持续分化中,区域酒延续增势》2023-11-20

内容目录

1. 基本面：高端酒延续稳健，中档酒内部升级显著	4
1.1. 收入端：高端酒收入端表现稳健，中档价位放量推动区域酒表现稳健	4
1.2. 利润端：价升趋势不改，中档酒内部升级显著	8
1.3. 利润率：利润率维持上行，区域酒盈利能力优秀	10
1.4. 合同负债：高端酒预收端表现优秀，次高端/区域酒分化明显	13
1.5. 经营性现金流：强 α 酒企现金流充裕，板块延续优秀表现	15
1.6. 分红率：23年15家酒企分红率提升	16
2. 思考与展望：强α酒企市占率加速提升，中档扩容趋势延续	17
2.1. 思考1：价位带分化延续，中档酒表现亮眼	17
2.2. 思考2：高档酒稳健&中档酒扩容，行业升级延续但斜率放缓	19
2.3. 思考3：“优商”为主旋律，山西汾酒渠道高质量发展	20
2.4. 思考4：优质酒企预收款表现优异，看好24Q2业绩	21
2.5. 思考5：23年酒企目标达成率高，24年目标总体积极	21
3. 投资建议：看好强α酒企集中度加速提升红利机会+潜在改革预期机会	22
4. 风险提示	23

图表目录

图1：2023年白酒行业营业收入同比增速为15.87%	4
图2：2024Q1白酒行业营业收入同比增速为14.93%	4
图3：2023年高端酒营业收入同比增速最快，为17.03%	4
图4：24Q1高端酒同比增速最快，为15.86%	4
图5：23年白酒行业归母净利润同比增速为18.86%	8
图6：23年三四线酒归母净利润同比增速最快，达200.27%	8
图7：24Q1白酒行业归母净利润同比增速为15.85%	8
图8：24Q1三四线酒归母净利润同比增速最快，达37.20%	8
图9：23年白酒行业销售毛利率及销售净利率情况	10
图10：24Q1白酒行业销售毛利率及销售净利率情况	10
图11：23年各类型酒企销售毛利率情况	10
图12：23年各类型酒企销售净利率情况	10
图13：24Q1各类型酒企销售毛利率情况	10
图14：24Q1各类型酒企销售净利率情况	10
图15：23年销售及管理费率同比变动+0.14/-0.47pct	11
图16：24Q1销售及管理费率同比变动+0.06/-0.54pct	11
图17：23年白酒行业经营性现金流净额同比增长51.95%	15
图18：24Q1白酒行业经营性现金流净额同比增长19.95%	15
图19：24Q1区域龙头营收占比进一步提升至22.20%	17
图20：2023年徽酒占区域酒比重进一步提升1.38%至43.25%	17
图21：24Q1古井贡酒在徽酒营收占比提升至66.94%	17

图 22 : 24Q1 山西汾酒收入占比提升至 81.28%	17
图 23 : 2023 年白酒行业收入同比+9.7%	19
图 24 : 2023 年白酒行业利润总额同比+7.6%	19
图 25 : 2023 年白酒板块盈利水平有所下降	20
图 26 : 23 年以来人均可支配收入 YoY 平稳修复	20
图 27 : 24Q1 酒企预收款同比增速情况一览	21
图 28 : 24Q1 酒企预收款环比变化情况	21
表 1 : 2023 年分板块白酒企业收入/归母净利润表现	6
表 2 : 24Q1 分板块白酒企业收入/归母净利润表现	7
表 3 : 23 年有 7 家上市酒企归母净利润同比增速高于收入同比增速	9
表 4 : 24Q1 有 11 家上市酒企归母净利润同比增速高于收入同比增速	9
表 5 : 23 年在管理费用率下降背景下, 主要酒企毛利率及净利率基本实现同比提升	11
表 6 : 24Q1 主要酒企毛利率实现同比提升	12
表 7 : 23 年金种子酒、酒鬼酒经营税金率同比提升幅度居前	12
表 8 : 24Q1 金种子酒、酒鬼酒经营税金率同比提升幅度居前	13
表 9 : 高端酒预收端表现优秀, 次高端/区域酒分化明显	13
表 10 : 24Q1 白酒板块销售收现同比+13.01%, 营收与收现增长匹配度相对高	14
表 11 : 强 α 酒企现金流充裕, 板块延续优秀表现	15
表 12 : 2023A 及 2024Q1 酒企样本公司业绩全景一览	16
表 13 : 2023 年 18 家主要酒企中 15 家上市以来分红率提升	16
表 14 : 中档酒内部升级趋势强劲, 对应三四线&区域酒价位带价升表现优秀	18
表 15 : 主要酒企省内收入占比及具体渠道/市场情况分析一览	20
表 16 : 2023 年 11 家公布具体业绩目标的酒企中 8 家达成	22
表 17 : 重点酒企盈利预测 (单位: 亿元)	22

1. 基本面：高端酒延续稳健，中档酒内部升级显著

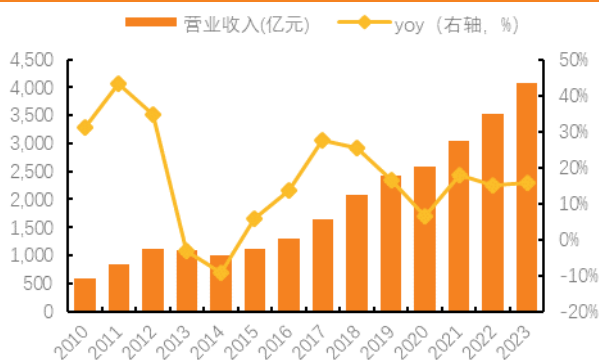
1.1. 收入端：高端酒收入端表现稳健，中档价位放量推动区域酒表现稳健

高端酒收入端表现稳健，中档价位放量推动区域酒表现稳健。2023 年白酒行业营业收入同比增长 15.87%至 4076.13 亿元，高端酒增长稳健，品牌酒企结构升级趋势不改，行业集中度仍不断提升，次高端增速回落；2024Q1 白酒行业营业收入同比增长 14.93%至 1500.47 亿元。其中，高端酒增速领跑，或受益于贵州茅台（占比 30.51%）收入端亮眼表现（增速 18.11%），区域酒中古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒等酒企营业收入增速均超 20%，中档价位带放量明显&动销优秀。分档次看：

1) 2023 年营业收入增速：高端酒（17.03%）>区域龙头（16.55%）>次高端酒（14.15%）>三四线酒（5.32%）；

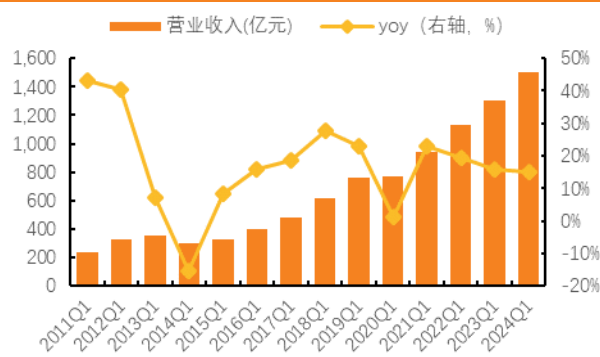
2) 2024Q1 营业收入增速：高端酒（15.86%）>区域龙头（15.08%）>次高端酒（14.21%）>三四线酒（6.45%）。

图 1：2023 年白酒行业营业收入同比增速为 15.87%



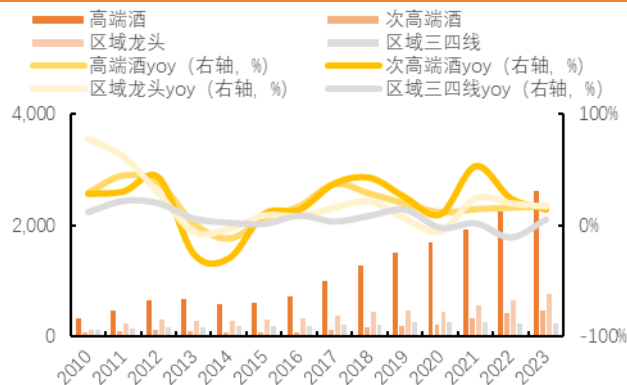
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2024Q1 白酒行业营业收入同比增速为 14.93%



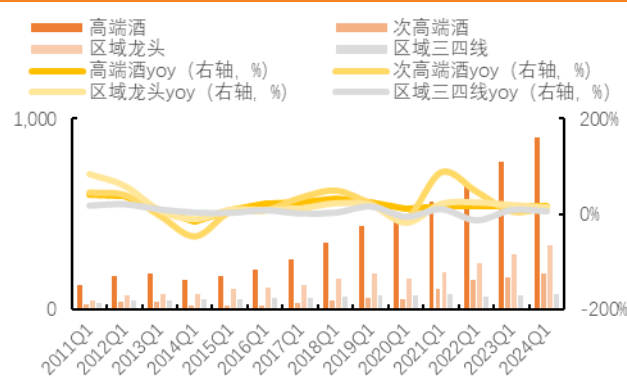
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2023 年高端酒营业收入同比增速最快，为 17.03%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：24Q1 高端酒同比增速最快，为 15.86%



资料来源：Wind，天风证券研究所

一、高端酒：

贵州茅台：2023 年公司收入为 1476.94 亿元（同比+19.01%），其中茅台酒/系列酒营业收入 1,265.89/206.30 亿元（同比+17.39%/+29.43%），在茅台酒量增明显但吨价提升幅度不及系列酒背景下，茅台酒收入占酒类同比变动-1.14 个百分点至 85.99%。23Q4 公司营业收入为 444.25 亿元（同比+20.26%），24Q1 公司营业收入为 457.76 亿元（同比+18.11%）。

五粮液：2023 年公司收入为 832.72 亿元（同比+12.58%），其中五粮液产品/其他酒产品营业收入 628.04/136.43 亿元（同比+13.50%/+11.58%）五粮液产品收入占酒类+0.25 个百分点至 82.15%。23Q4 公司营业收入为 207.36 亿元（同比+14.00%），24Q1 公司营业收入为 348.33 亿元（同比+11.86%）。

泸州老窖：2023 年公司收入为 302.33 亿元（同比+20.34%），其中，中高档酒类/其他酒类营业收入 268.41/32.36 亿元（同比+21.28%/+22.87%），中高档酒收入占比同比-0.12pct 至 89.24%。23Q4 公司营业收入为 82.91 亿元（同比+9.10%），24Q1 公司营业收入为 91.88 亿元（同比+20.74%）。

二、次高端：

山西汾酒：2023 年公司收入为 319.28 亿元（同比+21.80%），中高价酒类/其他酒类营业收入分别为 232.03/85.40 亿元（同比+22.56%/+20.15%），中高价产品收入占比+0.39 个百分点至 73.10%。23Q4 公司营业收入为 51.84 亿元（同比+27.38%），24Q1 公司营业收入为 153.38 亿元（同比+20.94%）。

舍得酒业：2023 年公司收入为 70.81 亿元（同比+16.93%），23 年中高档酒/普通酒营业收入 56.55/9.05 亿元（同比+15.96%/+16.11%）。23Q4 公司营业收入为 18.36 亿元（同比+27.58%），24Q1 公司营业收入为 21.05 亿元（同比+4.18%），中高档酒/普通酒营业收入 17.25/2.38 亿元（同比+3.31%/+0.85%），中高档酒收入占比同比+0.26 个百分点至 87.88%。

酒鬼酒：2023 年公司收入为 28.30 亿元（同比-30.14%），其中内参/酒鬼/湘泉/其他营业收入 7.15/16.47/0.71/3.88 亿元（-38.21%/-27.45%/-68.03%/-0.15%），24Q1 公司营业收入为 4.94 亿元（同比-48.80%）。

水井坊：2023 年公司收入为 49.53 亿元（同比+6.00%），其中高档/中档产品营业收入 46.71/2.05 亿元（+3.73%/+64.08%），高档白酒占比同比-1.50 个百分点至 95.80%，24Q1 公司营业收入为 9.33 亿元（同比+9.38%）。

三、区域酒：

洋河股份：2023 年公司收入为 331.26 亿元（同比+10.04%），其中中高档酒/普通酒收入 285.39/39.50 亿元（同比 +8.82%/+20.70%），中高档酒收入占比同比-1.06 个百分点至 87.84%。23Q4 公司营业收入为 28.43 亿元（同比-21.51%），24Q1 公司营业收入为 162.55 亿元（同比+8.03%）。

今世缘：2023 年公司收入为 100.98 亿元（同比+28.07%），其中特 A+类/特 A 类/A 类产品营收 65.0/28.7/4.1 亿元（同比+25.1%/+37.1%/+26.7%），23Q4 公司营业收入为 17.35 亿元（同比+26.76%），24Q1 公司营业收入为 46.71 亿元（同比+22.84%）。

古井贡酒：2023 年公司收入为 202.54 亿元（同比+21.18%），其中年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他营业收入 154.17/20.16/22.06 亿元（同比+27.34%/+7.56%/+0.87%），23Q4 公司营业收入为 43.01 亿元（同比+8.92%），24Q1 公司营业收入为 82.86 亿元（同比+25.85%）。

迎驾贡酒：2023 年公司收入为 67.20 亿元（同比+22.07%），其中，中高档白酒/普通白酒营业收入 50.22/13.80 亿元（同比+27.84%/+8.68%），中高档白酒占比同比+2.87%至 78.45%，23Q4 公司营业收入为 19.16 亿元（同比+18.80%），其中中高档白酒占比同比+1.45 个百分点至 84.07%，24Q1 公司营业收入为 23.25 亿元（同比+21.33%）。

口子窖：2023 年公司收入为 59.62 亿元（同比+16.10%），其中高档白酒/中档白酒/低档白酒营业收入 56.78/0.76/0.95 亿元（同比+16.58%/-19.76%/+0.72%），23Q4 公司营业收入为 15.16 亿元（同比+10.42%），24Q1 公司营业收入为 17.68 亿元（同比+11.05%）。

表 1：2023 年分板块白酒企业收入/归母净利润表现

		收入增速（%）		收入占比（%）		收入占比同比变化（pct）	
		2023	2023Q4	2023	2023Q4	2023	2023Q4
高端酒	贵州茅台	19.01%	20.26%	36.25%	44.51%	0.96%	1.91%
	五粮液	12.58%	14.00%	20.44%	20.77%	-0.60%	-0.20%
	泸州老窖	20.34%	9.10%	7.42%	8.31%	0.28%	-0.46%
次高端酒	山西汾酒	21.80%	27.38%	7.84%	5.19%	0.38%	0.50%
	舍得酒业	16.93%	27.58%	1.74%	1.84%	0.02%	0.18%
	酒鬼酒	-30.14%	21.72%	0.69%	0.69%	-0.46%	0.04%
	水井坊	6.00%	51.32%	1.22%	1.37%	-0.11%	0.33%
区域龙头酒	洋河股份	10.04%	-21.51%	8.13%	2.85%	-0.43%	-1.33%
	今世缘	28.07%	26.76%	2.48%	1.74%	0.24%	0.16%
	古井贡酒	21.18%	8.92%	4.97%	4.31%	0.22%	-0.24%
	迎驾贡酒	22.07%	18.80%	1.65%	1.92%	0.08%	0.06%
	口子窖	16.10%	10.42%	1.46%	1.52%	0.00%	-0.06%
三四线酒	顺鑫农业	-9.30%	-30.59%	2.60%	1.79%	-0.72%	-1.18%
	金徽酒	26.64%	17.35%	0.63%	0.53%	0.05%	0.01%
	老白干酒	12.98%	17.85%	1.29%	1.41%	-0.03%	0.03%
	伊力特	37.46%	85.72%	0.55%	0.59%	0.09%	0.22%
	金种子酒	23.92%	6.80%	0.36%	0.40%	0.02%	-0.03%
	天佑德酒	23.50%	42.03%	0.30%	0.27%	0.02%	0.05%
分档次看							
高端酒		17.03%	17.10%	64.10%	73.59%	0.64%	1.26%
次高端酒		14.15%	30.06%	11.48%	9.09%	-0.17%	1.05%
区域龙头酒		16.55%	3.23%	18.69%	12.33%	0.11%	-1.42%
三四线酒		5.32%	-2.32%	5.72%	4.99%	-0.57%	-0.89%
		归母净利润增速（%）		归母净利润占比（%）		归母净利润占比同比变化（pct）	
		2023	2023Q4	2023	2023Q4	2023	2023Q4
高端酒	贵州茅台	19.16%	19.33%	48.19%	60.35%	0.12%	0.23%
	五粮液	13.19%	10.09%	19.48%	20.37%	-0.98%	-1.63%
	泸州老窖	27.79%	24.78%	8.54%	7.40%	0.60%	0.35%
次高端酒	山西汾酒	28.93%	1.96%	6.73%	2.78%	0.53%	-0.46%
	舍得酒业	5.09%	-1.91%	1.14%	1.31%	-0.15%	-0.28%
	酒鬼酒	-47.77%	-10.05%	0.35%	0.19%	-0.45%	-0.06%
	水井坊	4.36%	53.17%	0.82%	0.68%	-0.11%	0.15%
区域龙头酒	洋河股份	6.80%	-161.29%	6.46%	-0.52%	-0.73%	-1.52%
	今世缘	25.30%	18.75%	2.02%	1.38%	0.10%	0.00%
	古井贡酒	46.01%	49.20%	2.96%	2.14%	0.55%	0.44%
	迎驾贡酒	34.17%	26.03%	1.48%	1.75%	0.17%	0.10%
	口子窖	11.04%	6.95%	1.11%	1.03%	-0.08%	-0.11%
三四线酒	顺鑫农业	-56.09%	99.53%	-0.19%	-0.01%	0.33%	2.29%
	金徽酒	17.35%	-15.44%	0.21%	0.16%	0.00%	-0.06%
	老白干酒	-5.89%	42.21%	0.43%	0.68%	-0.11%	0.11%
	伊力特	105.43%	331.22%	0.22%	0.31%	0.09%	0.22%
	金种子酒	88.21%	124.85%	-0.01%	0.04%	0.13%	0.20%
	天佑德酒	19.02%	33.13%	0.06%	-0.05%	0.00%	0.04%
分档次看							

高端酒	18.46%	17.47%	76.22%	88.12%	-0.26%	-1.05%
次高端酒	16.44%	5.13%	9.04%	4.97%	-0.19%	-0.65%
区域龙头酒	18.99%	-0.17%	14.03%	5.79%	0.02%	-1.10%
三四线酒	200.27%	180.00%	0.71%	1.13%	0.43%	2.80%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：24Q1 分板块白酒企业收入/归母净利润表现

		收入增速 (%)	收入占比 (%)	收入占比同比变化 (pct)
		2024Q1	2024Q1	2024Q1
高端酒	贵州茅台	18.11%	30.51%	0.82%
	五粮液	11.86%	23.22%	-0.64%
	泸州老窖	20.74%	6.13%	0.29%
次高端酒	山西汾酒	20.94%	10.22%	0.51%
	舍得酒业	4.18%	1.40%	-0.14%
	酒鬼酒	-48.80%	0.33%	-0.41%
	水井坊	9.38%	0.62%	-0.03%
区域龙头酒	洋河股份	8.03%	10.84%	-0.69%
	今世缘	22.84%	3.11%	0.20%
	古井贡酒	25.85%	5.52%	0.48%
	迎驾贡酒	21.33%	1.55%	0.08%
	口子窖	11.05%	1.18%	-0.04%
三四线酒	顺鑫农业	-0.75%	2.70%	-0.43%
	金徽酒	20.41%	0.72%	0.03%
	老白干酒	12.67%	0.75%	-0.02%
	伊力特	12.39%	0.55%	-0.01%
	金种子酒	-3.02%	0.28%	-0.05%
	天佑德酒	32.77%	0.35%	0.05%
分档次看				
高端酒		15.86%	59.86%	0.48%
次高端酒		14.21%	12.58%	-0.08%
区域龙头酒		15.08%	22.20%	0.03%
三四线酒		6.45%	5.36%	-0.43%
		归母净利润增速 (%)	归母净利润占比 (%)	归母净利润占比同比变化 (pct)
		2024Q1	2024Q1	2024Q1
高端酒	贵州茅台	15.73%	38.81%	-0.04%
	五粮液	11.98%	22.65%	-0.78%
	泸州老窖	23.20%	7.38%	0.44%
次高端酒	山西汾酒	29.95%	10.10%	1.10%
	舍得酒业	-3.37%	0.89%	-0.18%
	酒鬼酒	-75.56%	0.12%	-0.44%
	水井坊	16.82%	0.30%	0.00%
区域龙头酒	洋河股份	5.02%	9.77%	-1.01%
	今世缘	22.12%	2.47%	0.13%
	古井贡酒	31.61%	3.33%	0.40%
	迎驾贡酒	30.43%	1.47%	0.16%
	口子窖	10.02%	0.95%	-0.05%
三四线酒	顺鑫农业	37.42%	0.73%	0.11%

金徽酒	21.58%	0.36%	0.02%
老白干酒	33.04%	0.22%	0.03%
伊力特	7.08%	0.26%	-0.02%
金种子酒	142.87%	0.03%	0.11%
天佑德酒	40.43%	0.17%	0.03%
分档次看			
高端酒	15.21%	68.84%	-0.39%
次高端酒	20.94%	11.41%	0.48%
区域龙头酒	13.53%	17.99%	-0.37%
三四线酒	37.20%	1.76%	0.27%

资料来源：Wind，天风证券研究所

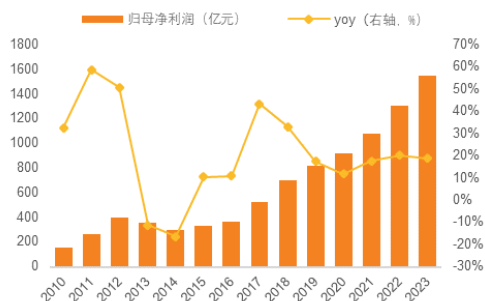
1.2. 利润端：价升趋势不改，中档酒内部升级显著

价升趋势不改，中档酒内部升级推动三四线/区域酒利润端表现优异。23 年白酒行业归母净利润同比增长 18.86% 至 1550.74 亿元；24Q1 白酒行业归母净利润为 620.05 亿元，同比增长 15.85%，价升趋势延续推升盈利端表现。24Q1 中档酒内部升级势能强劲推动三四线/区域酒价升显著；高端酒利润增速略低于收入增速主受茅台业绩影响（税率原因影响季度利润表现）；次高端酒利润增速居前主因山西汾酒利润端表现优秀。具体档次看：

1) 23 年归母净利润增速分别为：三四线酒（200.27%）> 区域龙头酒（18.99%）> 高端酒（18.46%）> 次高端酒（16.44%）；

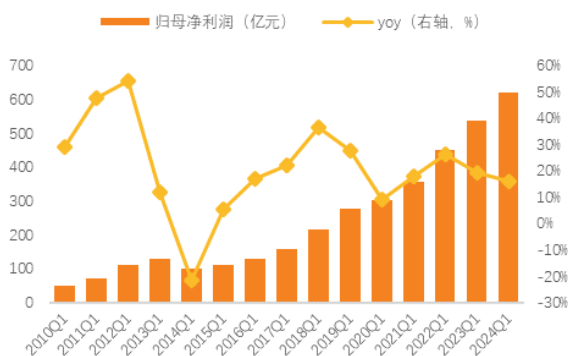
3) 24Q1 归母净利润增速分别为：三四线酒（37.20%）> 次高端酒（20.94%）> 高端酒（15.21%）> 区域龙头酒（13.53%）。

图 5：23 年白酒行业归母净利润同比增速为 18.86%



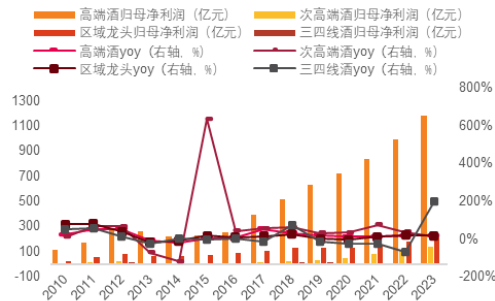
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：24Q1 白酒行业归母净利润同比增速为 15.85%



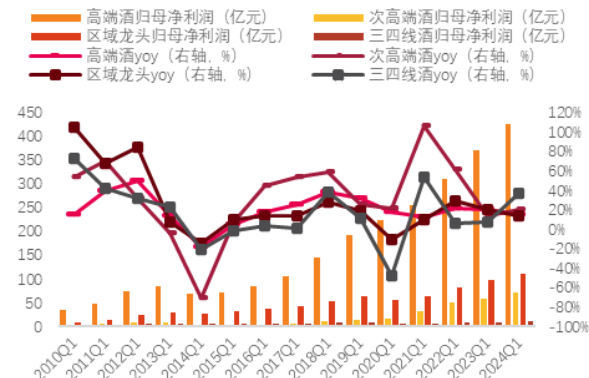
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：23 年三四线酒归母净利润同比增速最快，达 200.27%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：24Q1 三四线酒归母净利润同比增速最快，达 37.20%



资料来源：Wind，天风证券研究所

24Q1 有 11 家酒企归母净利润增速高于收入增速，结构升级趋势仍延续。23 年伊力特、

古井贡酒、迎驾贡酒等 7 家酒企归母净利润增速超收入增速；24Q1 金种子酒、顺鑫农业、老白干酒等 11 家酒企归母净利润增速超收入增速，其中三四线酒归母净利润增速最快。

表 3：23 年有 7 家上市酒企归母净利润同比增速高于收入同比增速

证券简称	营业收入同比增速 (%)				归母净利润同比增速 (%)				23 年归母净利润增速-收入增速 (pct)
	20 年	21 年	22 年	23 年	20 年	21 年	22 年	23 年	
伊力特	-21.71	7.53	-16.24	37.46	-23.48	-8.53	-47.13	105.53	68.06
古井贡酒	-1.20	28.93	25.95	21.18	-11.58	23.90	36.78	46.01	24.82
迎驾贡酒	-8.60	32.58	20.29	22.07	2.47	44.96	23.38	34.17	12.11
泸州老窖	5.28	23.96	21.71	20.34	29.38	32.47	30.29	27.79	7.46
山西汾酒	17.63	42.75	31.26	21.80	56.39	72.56	52.36	28.93	7.13
五粮液	14.37	15.51	11.72	12.58	14.67	17.15	14.17	13.19	0.61
贵州茅台	11.10	11.88	16.87	19.01	13.33	12.34	19.55	19.16	0.15
水井坊	-15.06	54.10	0.88	6.00	-11.49	63.96	1.40	4.36	-1.65
今世缘	5.12	25.12	23.09	28.07	7.46	29.50	23.34	25.30	-2.77
洋河股份	-8.76	20.14	18.76	10.04	1.35	0.34	24.91	6.80	-3.23
口子窖	-14.15	25.37	2.12	16.10	-25.84	35.38	-10.24	11.04	-5.06
天佑德酒	-39.07	38.00	-7.04	23.50	-418.66	-154.93	19.71	18.36	-5.14
金徽酒	5.89	3.34	12.49	26.64	22.44	-1.95	-13.73	17.35	-9.29
舍得酒业	2.02	83.80	21.86	16.93	14.42	114.35	35.31	5.09	-11.84
酒鬼酒	20.79	86.97	18.63	-30.14	64.15	81.75	17.39	-47.77	-17.63
老白干酒	-10.73	11.93	15.54	12.98	-22.68	24.50	81.81	-5.89	-18.87
顺鑫农业	4.10	-4.14	-21.46	-9.30	-48.10	-75.64	-758.08	-56.09	-46.80
金种子酒	13.55	16.70	-2.11	23.92	-133.94	-339.76	12.45	-88.21	-112.13
白酒行业	6.58	18.05	15.08	15.87	11.96	17.80	20.33	18.86	2.99

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：24Q1 有 11 家上市酒企归母净利润同比增速高于收入同比增速

证券简称	营业收入同比增速 (%)				归母净利润同比增速 (%)				24Q1 归母净利润增速-收入增速 (pct)
	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1	
金种子酒	52.11	17.05	25.48	-3.02	-85.60	74.21	-228.11	142.87	145.89
顺鑫农业	-0.70	-28.78	4.63	-0.75	5.73	-72.06	214.40	37.42	38.18
老白干酒	-0.26	20.36	10.43	12.67	-14.59	373.72	-61.51	33.04	20.37
迎驾贡酒	48.90	37.23	21.11	21.33	58.45	49.07	26.55	30.43	9.10
山西汾酒	77.03	43.62	20.44	20.94	77.72	70.03	29.89	29.95	9.01
天佑德酒	86.91	11.49	-6.23	32.77	1630.00	53.43	-29.46	40.43	7.66
水井坊	70.17	14.10	-39.69	9.38	119.66	-13.54	-56.02	16.82	7.44
古井贡酒	25.86	27.71	24.83	25.85	27.90	34.90	42.87	31.61	5.75
泸州老窖	40.85	26.15	20.57	20.74	26.92	32.72	29.11	23.20	2.46
金徽酒	48.43	38.79	26.61	20.41	99.34	42.78	10.41	21.58	1.17
五粮液	20.19	13.25	13.03	11.86	21.02	16.08	15.89	11.98	0.12
今世缘	35.35	24.70	27.26	22.84	38.78	24.46	25.20	22.12	-0.73
口子窖	50.90	11.80	21.35	11.05	72.73	15.53	10.37	10.02	-1.04
贵州茅台	11.74	18.43	20.00	18.11	6.57	23.58	20.59	15.73	-2.39
洋河股份	13.51	23.82	15.51	8.03	-3.49	29.07	15.66	5.02	-3.02

伊力特	255.33	14.67	18.53	12.39	1475.80	-17.55	36.97	7.08	-5.31
舍得酒业	154.21	83.25	7.28	4.13	1031.19	75.75	7.34	-3.35	-7.49
酒鬼酒	190.36	86.04	-42.87	-48.80	178.85	94.46	-42.38	-75.56	-26.76
白酒行业	22.93	19.40	15.74	14.93	17.85	26.26	19.11	15.85	0.92

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 利润率：利润率维持上行，区域酒盈利能力优秀

费用管控良好下行业利润率持续向上，三四线酒盈利表现居前。23 年/24Q1 白酒行业毛利率同比提升 0.89/0.45pct 至 81.07%/81.21%，行业净利率同比提升 0.83/0.27pct 至 39.12%/42.32%。24Q1 受益于结构升级持续叠加费用率下降，盈利端稳步上行，其中处于大众价位带的三四线酒以及次高端酒（主要是山西汾酒）、高端酒提升幅度居前，区域酒落后主因苏酒拖累，拆分来看：

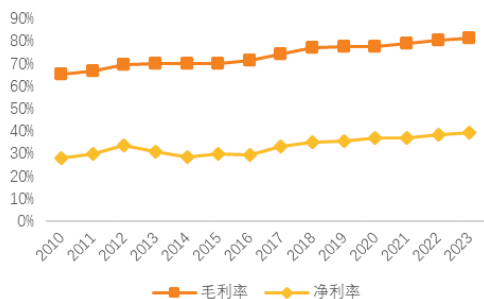
酒企 23 年毛利率分别同比变动：三四线酒（+2.34pct）>区域酒（+1.42pct）>高端酒（+0.56pct）>次高端酒（-0.97pct）；

酒企 23 年净利率分别同比变动：三四线酒（+3.16pct）>区域酒（+0.59pct）>次高端酒（+0.45pct）>高端酒（+0.35pct）。

酒企 24Q1 毛利率分别同比变动：三四线酒（+1.40pct）>次高端酒（+0.43pct）>高端酒（+0.23pct）>区域酒（+0.03pct）；

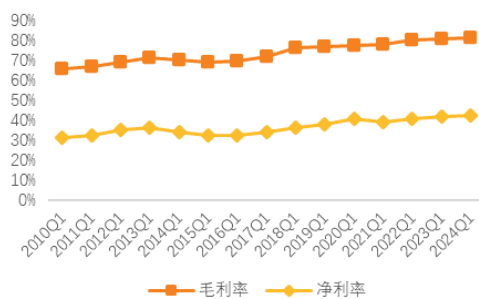
酒企 24Q1 净利率分别同比变动：三四线酒（+3.06pct）>次高端酒（+2.01pct）>高端酒（-0.38pct）>区域酒（-0.42pct）。

图 9：23 年白酒行业销售毛利率及销售净利率情况



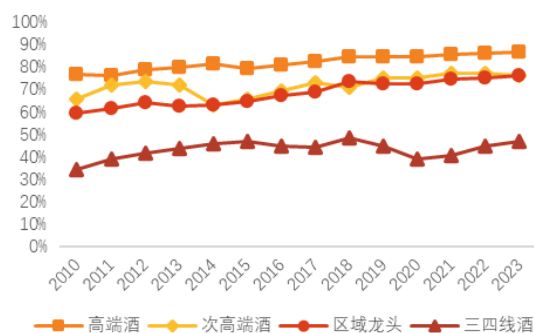
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：24Q1 白酒行业销售毛利率及销售净利率情况



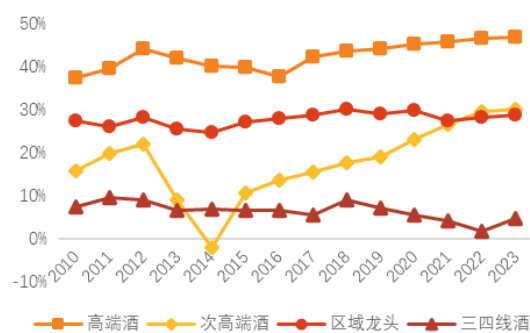
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：23 年各类型酒企销售毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

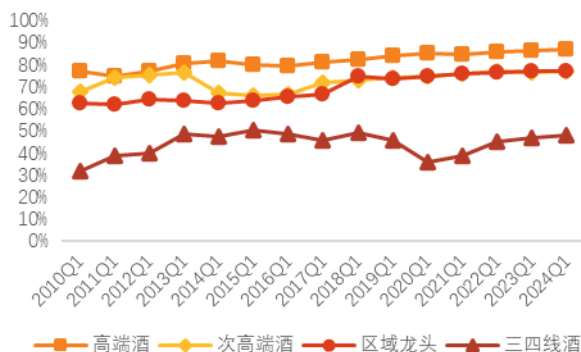
图 12：23 年各类型酒企销售净利率情况



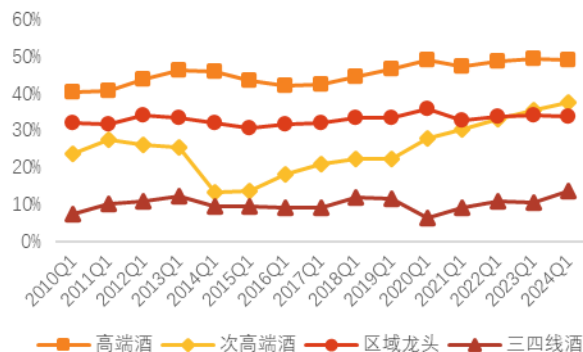
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：24Q1 各类型酒企销售毛利率情况

图 14：24Q1 各类型酒企销售净利率情况



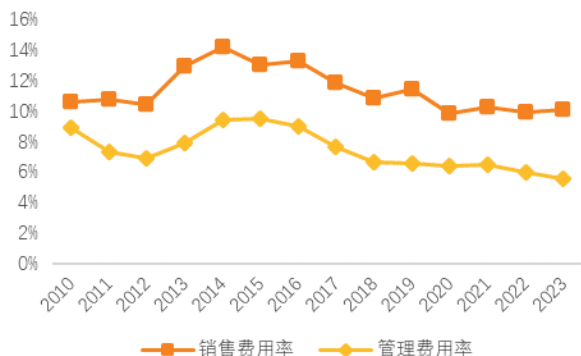
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

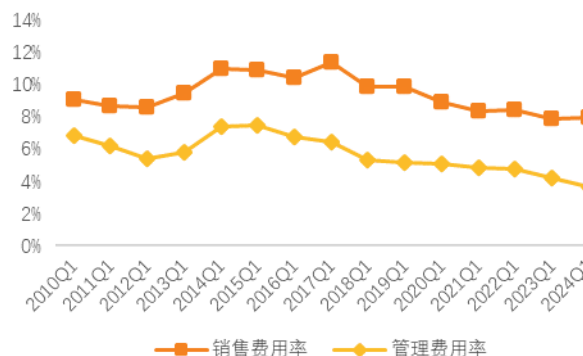
费用改革持续进行，管理能力增强使得管理费用率整体下行。23 年/24Q1 白酒行业销售费用率同比变动+0.14/+0.06pct 至 10.08%/7.97%，24Q1 顺鑫农业、老白干酒等酒企销售费用率降幅最大；管理费用率方面来看，23 年/24Q1 白酒行业管理费用率同比变动-0.47/-0.54pct 至 5.52%/3.69%，24Q1 三四线酒费用率下降显著，高端酒费用投放加大。

图 15：23 年销售及管理费用率同比变动+0.14/-0.47pct



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：24Q1 销售及管理费用率同比变动+0.06/-0.54pct



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：23 年在管理费用率下降背景下，主要酒企毛利率及净利率基本实现同比提升

	证券简称	23 年毛利 率 (%)	同比 (pct)		23 年销售费 用率 (%)	同比 (pct)		23 年管理费用 率 (%)	同比 (pct)		
1	金种子酒	40.32	13.88	1	酒鬼酒	32.22	6.94	1	酒鬼酒	6.43	1.70
2	迎驾贡酒	71.37	3.35	2	今世缘	20.76	3.14	2	口子窖	7.40	1.70
3	古井贡酒	79.07	1.90	3	顺鑫农业	11.38	2.61	3	顺鑫农业	8.37	0.73
4	今世缘	78.34	1.75	4	洋河股份	16.26	2.38	4	今世缘	4.66	0.09
5	泸州老窖	88.30	1.71	5	舍得酒业	18.21	1.43	5	五粮液	4.37	-0.09
6	口子窖	75.19	1.03	6	贵州茅台	3.09	0.50	6	古井贡酒	7.10	-0.22
7	天佑德酒	63.01	0.99	7	口子窖	13.88	0.25	7	迎驾贡酒	4.26	-0.32
8	洋河股份	75.25	0.64	8	金徽酒	21.02	0.13	8	水井坊	8.06	-0.33
9	五粮液	75.79	0.37	9	五粮液	9.36	0.11	9	舍得酒业	10.51	-0.44
10	伊力特	48.23	0.18	10	迎驾贡酒	8.65	-0.51	10	金徽酒	12.80	-0.50
11	贵州茅台	91.96	0.10	11	泸州老窖	13.15	-0.58	11	贵州茅台	6.57	-0.60
12	顺鑫农业	31.80	0.07	12	水井坊	26.40	-0.96	12	老白干酒	8.14	-0.67
13	山西汾酒	75.31	-0.05	13	天佑德酒	23.83	-1.05	13	山西汾酒	4.04	-0.81
14	金徽酒	62.44	-0.35	14	古井贡酒	26.84	-1.09	14	泸州老窖	4.52	-0.93
15	老白干酒	67.15	-1.20	15	伊力特	9.40	-2.75	15	洋河股份	6.19	-1.09

16	酒鬼酒	78.35	-1.29	16	山西汾酒	10.08	-2.91	16	伊力特	4.41	-1.15
17	水井坊	83.16	-1.33	17	老白干酒	27.16	-3.16	17	金种子酒	10.63	-1.45
18	舍得酒业	74.50	-3.22	18	金种子酒	15.97	-4.60	18	天佑德酒	13.66	-1.88
白酒行业		81.07	0.89	白酒行业		10.08	0.14	白酒行业		5.91	-0.46

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：管理费用中包含研发费用

表 6：24Q1 主要酒企毛利率实现同比提升

证券简称		24Q1 毛利率 (%)	同比 (pct)			24Q1 销 售费用率 (%)	同比 (pct)			24Q1 管 理费用率 (%)	同比 (pct)
1	金种子酒	44.52	17.29	1	酒鬼酒	33.93	7.90	1	酒鬼酒	8.39	4.64
2	迎驾贡酒	75.09	3.91	2	水井坊	35.06	3.15	2	金种子酒	8.63	2.21
3	山西汾酒	77.46	1.90	3	洋河股份	8.52	1.11	3	舍得酒业	9.26	0.33
4	古井贡酒	80.35	0.68	4	五粮液	7.53	0.75	4	金徽酒	8.73	0.18
5	伊力特	51.89	0.44	5	贵州茅台	2.45	0.53	5	今世缘	2.43	0.11
6	金徽酒	65.40	0.43	6	天佑德酒	14.37	0.34	6	口子窖	5.47	0.03
7	泸州老窖	88.37	0.28	7	迎驾贡酒	6.72	0.31	7	山西汾酒	2.14	-0.08
8	五粮液	78.43	0.03	8	金徽酒	17.98	0.15	8	天佑德酒	8.00	-0.38
9	贵州茅台	92.61	0.02	9	伊力特	6.64	0.00	9	顺鑫农业	5.62	-0.41
10	口子窖	76.48	-0.15	10	山西汾酒	7.47	-0.48	10	迎驾贡酒	3.11	-0.44
11	洋河股份	76.03	-0.56	11	口子窖	12.06	-0.59	11	五粮液	3.30	-0.47
12	顺鑫农业	37.15	-0.57	12	泸州老窖	7.85	-1.23	12	伊力特	3.04	-0.59
13	天佑德酒	63.02	-0.59	13	金种子酒	17.15	-1.42	13	贵州茅台	4.50	-0.67
14	今世缘	74.23	-1.16	14	古井贡酒	27.18	-1.66	14	古井贡酒	4.97	-0.69
15	水井坊	80.47	-2.71	15	今世缘	14.16	-1.76	15	泸州老窖	2.82	-0.79
16	老白干酒	62.72	-2.71	16	舍得酒业	16.32	-2.93	16	水井坊	10.11	-0.81
17	舍得酒业	74.16	-4.22	17	老白干酒	22.91	-2.97	17	洋河股份	2.96	-1.22
18	酒鬼酒	71.08	-10.46	18	顺鑫农业	5.41	-3.01	18	老白干酒	8.93	-2.77
白酒行业		81.21	0.45	白酒行业		7.97	0.06	白酒行业		3.89	-0.57

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：管理费用中包含研发费用

表 7：23 年金种子酒、酒鬼酒经营税金率同比提升幅度居前

证券简称	19 年税金及附 加/营收	20 年税金及附 加/营收	21 年税金及附 加/营收	22 年税金及附 加/营收	23 年税金及附 加/营收	22 年-21 年 差值(pct)	23 年-22 年 差值 (pct)
金种子酒	10.46%	11.48%	11.28%	10.67%	14.59%	-0.61	3.93
酒鬼酒	15.95%	15.62%	15.27%	16.19%	17.97%	0.92	1.78
洋河股份	13.84%	16.19%	16.36%	14.58%	15.91%	-1.79	1.33
山西汾酒	18.97%	17.89%	18.68%	17.55%	18.27%	-1.12	0.71
老白干酒	15.33%	15.96%	15.56%	16.05%	16.65%	0.49	0.60
五粮液	13.94%	14.12%	14.79%	14.53%	15.05%	-0.25	0.52
迎驾贡酒	15.47%	15.08%	15.32%	15.00%	15.40%	-0.32	0.40
贵州茅台	14.91%	14.63%	14.41%	14.90%	15.05%	0.49	0.15
金徽酒	14.11%	13.97%	14.16%	14.62%	14.74%	0.46	0.12
天佑德酒	15.82%	17.79%	15.70%	15.15%	15.21%	-0.56	0.06
水井坊	15.87%	15.57%	15.90%	15.73%	15.69%	-0.17	-0.04
口子窖	15.20%	15.35%	15.28%	15.23%	15.12%	-0.05	-0.11
泸州老窖	12.49%	13.35%	13.88%	14.03%	13.67%	0.15	-0.36
舍得酒业	13.28%	14.23%	14.70%	14.91%	14.33%	0.21	-0.58
顺鑫农业	11.48%	9.72%	10.70%	11.67%	10.81%	0.97	-0.86

今世缘	18.09%	17.42%	17.25%	16.20%	14.83%	-1.05	-1.37
古井贡酒	15.29%	15.79%	15.31%	16.90%	15.06%	1.59	-1.84
伊力特	14.04%	15.13%	16.53%	16.65%	14.24%	0.12	-2.41
白酒行业	14.51%	14.59%	14.90%	14.99%	15.19%	0.09	0.20

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 8：24Q1 金种子酒、酒鬼酒经营税金率同比提升幅度居前

证券简称	20Q1 税金及 附加/营收	21Q1 税金及 附加/营收	22Q1 税金及 附加/营收	23Q1 税金及 附加/营收	24Q1 税金及 附加/营收	23Q1-22Q1 差值(pct)	24Q1-23Q1 差值(pct)
金种子酒	11.11%	11.99%	11.20%	12.40%	16.04%	1.19	3.65
酒鬼酒	15.02%	14.81%	15.66%	15.68%	19.15%	0.02	3.47
老白干酒	14.11%	14.94%	13.47%	15.12%	16.81%	1.65	1.69
贵州茅台	10.03%	14.04%	13.43%	14.09%	15.73%	0.66	1.64
伊力特	18.82%	16.71%	16.08%	13.34%	14.90%	-2.75	1.56
古井贡酒	15.85%	15.63%	14.42%	14.47%	15.04%	0.05	0.57
今世缘	16.14%	16.06%	15.92%	14.97%	15.53%	-0.96	0.56
舍得酒业	14.75%	14.66%	15.13%	13.74%	14.23%	-1.38	0.48
洋河股份	15.03%	16.49%	16.80%	15.69%	16.01%	-1.11	0.32
泸州老窖	5.91%	12.96%	10.42%	12.27%	12.44%	1.85	0.17
金徽酒	14.49%	14.62%	13.40%	14.20%	14.21%	0.80	0.01
顺鑫农业	7.78%	10.39%	10.84%	9.81%	9.78%	-1.03	-0.03
迎驾贡酒	13.38%	15.00%	14.21%	14.43%	14.19%	0.22	-0.24
五粮液	13.32%	13.73%	14.15%	14.32%	13.95%	0.17	-0.37
口子窖	14.91%	14.57%	13.40%	14.54%	14.10%	1.13	-0.44
天佑德酒	14.94%	15.66%	14.73%	15.63%	15.09%	0.90	-0.54
山西汾酒	6.55%	12.49%	13.79%	14.40%	13.34%	0.60	-1.05
水井坊	16.01%	15.26%	15.73%	15.65%	13.59%	-0.08	-2.06
白酒行业	11.63%	14.04%	14.00%	14.19%	14.62%	0.20	0.43

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 合同负债：高端酒预收端表现优秀，次高端/区域酒分化明显

酒企合同负债（含预收款、其他流动负债）指标对我们预判 24Q2 酒企业绩有指导意义。

24Q1 白酒板块整体预收款同比微增、环比下降，个股表现分化。24Q1 末白酒行业合同负债同比/环比变动+0.42%/-23.25%，蓄水池环比下行/同比平稳。整体看，老白干/金徽酒/伊力特等酒企预收同比/环比均表现优秀。

环比角度看：三四线酒（-9.89%）>次高端酒（-18.08%）>区域龙头（-23.33%）>高端酒（-27.69%）；

同比角度看：次高端酒（+13.91%）>高端酒（+9.71%）>区域龙头（-10.96%）>三四线酒（-14.71%）。其中次高端酒表现最优（汾酒预收优秀，整体分化明显，舍得酒业、酒鬼酒合同负债同比分别-69.58%、-36.02%），高端酒其次（茅台/老窖预收均双位数增长，泸州老窖合同负债表现优秀）；区域龙头合同负债分化明显，其中徽酒龙头迎驾贡酒、古井贡酒合同负债同比分别+2.70%，-2.70%，表现强于其他区域龙头；三四线酒中金徽酒合同负债同比+47.65%表现强于其他三四线酒。

表 9：高端酒预收端表现优秀，次高端/区域酒分化明显

酒企	24Q1 营收（亿元）	24Q1 预收款（亿元）	24Q1 预收款 YoY	24Q1 预收款 QoQ	24Q1 预收款/23Q2 营收
1 贵州茅台	464.85	95.23	14.33%	-32.58%	30.13%
2 五粮液	348.33	50.65	-8.78%	-26.41%	35.25%
3 泸州老窖	91.88	25.35	46.88%	-5.17%	36.30%

4	山西汾酒	153.38	55.90	33.99%	-20.47%	88.33%
5	舍得酒业	21.05	2.44	-69.58%	-12.62%	16.15%
6	酒鬼酒	4.94	2.35	-36.02%	-17.52%	40.73%
7	水井坊	9.33	11.51	15.32%	-5.64%	170.93%
8	洋河股份	162.55	58.15	-16.62%	-47.63%	85.19%
9	古井贡酒	82.86	46.17	-2.70%	229.52%	97.69%
10	今世缘	46.71	9.73	-14.86%	-59.45%	44.91%
11	口子窖	17.68	3.75	-15.71%	-5.57%	28.41%
12	迎驾贡酒	23.25	5.15	2.70%	-29.80%	41.95%
13	顺鑫农业	40.57	8.47	-55.14%	-61.65%	39.90%
14	金徽酒	10.76	6.31	47.65%	9.67%	100.18%
15	老白干酒	11.30	23.64	7.01%	55.45%	192.32%
16	伊力特	8.31	0.92	20.84%	24.95%	19.06%
17	金种子酒	4.19	1.14	-34.15%	2.28%	33.99%
18	天佑德酒	5.26	0.72	28.56%	-11.71%	27.08%
	高端酒	905.06	171.23	9.71%	-27.69%	32.33%
	次高端酒	188.71	72.19	13.91%	-18.08%	79.45%
	区域龙头	333.04	122.96	-10.96%	-23.33%	75.58%
	三四线	80.39	41.19	-14.71%	-9.89%	81.37%
	全行业	1507.20	407.57	0.42%	-23.25%	48.88%

资料来源：Wind，天风证券研究所，受企业会计准则变动影响（《企业会计准则第 14 号—收入》的通知（财会[2017] 22 号）），20 年 1 月 1 日起上市企业收入确认时间点判断标准发生变化，其中预收款项中含税部分重分类为合同负债，不含税金额部分列入其他流动负债

24Q1 营收增长与收现增长总体匹配。24Q1 白酒板块销售收现同比+13.01%，板块营收同比+14.93%，营收与收现增长匹配度相对高。其中贵州茅台、泸州老窖、水井坊、古井贡酒、迎驾贡酒、金徽酒、老白干酒、金种子酒、天佑德酒销现比≥1，营收质量相对更高。

表 10：24Q1 白酒板块销售收现同比+13.01%，营收与收现增长匹配度相对高

	酒企	24Q1 营收（亿元）	24Q1 营收 YoY	24Q1 收现（亿元）	24Q1 收现 YoY	24Q1 销现比
1	贵州茅台	464.85	18.04%	462.57	29.34%	1.00
2	五粮液	348.33	11.86%	217.69	-23.98%	0.62
3	泸州老窖	91.88	20.74%	106.41	32.31%	1.16
4	山西汾酒	153.38	20.94%	142.02	44.66%	0.93
5	舍得酒业	21.05	4.18%	19.17	-14.27%	0.91
6	酒鬼酒	4.94	-48.80%	3.18	-58.14%	0.64
7	水井坊	9.33	9.38%	9.30	5.96%	1.00
8	洋河股份	162.55	8.03%	129.06	25.09%	0.79
9	古井贡酒	82.86	25.85%	83.67	7.88%	1.01
10	今世缘	46.71	22.82%	37.30	8.84%	0.80
11	口子窖	17.68	11.05%	14.02	15.46%	0.79
12	迎驾贡酒	23.25	21.33%	23.19	19.17%	1.00
13	顺鑫农业	40.57	-0.75%	28.01	22.66%	0.69
14	金徽酒	10.76	20.41%	12.38	33.05%	1.15
15	老白干酒	11.30	12.67%	19.87	17.61%	1.76
16	伊力特	8.31	12.39%	7.77	8.73%	0.93
17	金种子酒	4.19	-3.02%	4.39	-3.40%	1.05
18	天佑德酒	5.26	32.77%	5.77	28.28%	1.10
	高端酒	905.06	15.84%	786.67	8.59%	0.87

次高端酒	188.71	14.22%	173.67	26.85%	0.92
区域龙头	333.04	15.08%	287.23	16.48%	0.86
三四线	80.39	6.45%	78.18	19.88%	0.97
全行业	1507.20	14.93%	1325.75	13.01%	0.88

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.5. 经营性现金流：强 α 酒企现金流充裕，板块延续优秀表现

强 α 酒企现金流充裕，板块延续优秀表现。2023&2024Q1 白酒板块经营性现金流分别同比+51.95%/+19.95%；①2023 年：高端酒、区域龙头经营性净现金流表现相对更优，次高端及三四线酒经营性现金流同比下降；②2024Q1：板块延续增长态势，价位带内表现分化：高端酒净现金流下降主要与五粮液净现金流同比-94.59%有关，三四线酒净现金流同比高增主要系顺鑫农业净现金流+71.90%，次高端酒中山西汾酒净现金流同比+105.10%，表现相对较好。具体看：

2023 年净现金流同比：高端酒（+71.47%）> 区域龙头（+35.48%）> 次高端酒（-25.56%）> 三四线（-43.57%）。

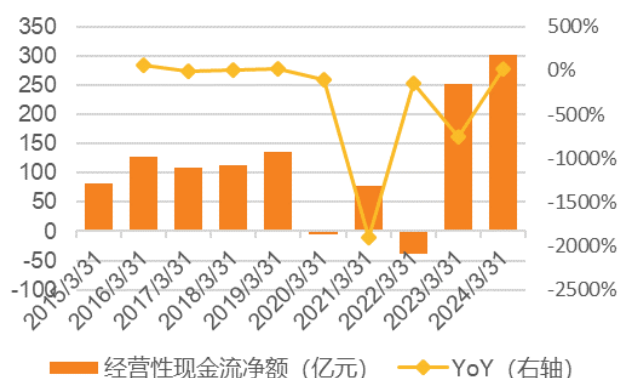
2024Q1 净现金流同比：三四线酒（+163.68%）> 次高端酒（+78.01%）> 区域龙头（+56.50%）> 高端酒（-13.67%）。

图 17：23 年白酒行业经营性现金流净额同比增长 51.95%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：24Q1 白酒行业经营性现金流净额同比增长 19.95%



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11：强 α 酒企现金流充裕，板块延续优秀表现

酒企	22A 经营性现金流净额（亿元）	23A 经营性现金流净额（亿元）	23A 经营性现金流净额 YoY	23Q1 经营性现金流净额（亿元）	24Q1 经营性现金流净额（亿元）	24Q1 经营性现金流净额 YoY
1 贵州茅台	366.99	665.93	81.46%	52.45	91.87	75.17%
2 五粮液	244.31	417.42	70.86%	95.36	5.16	-94.59%
3 泸州老窖	82.63	106.48	28.87%	15.09	43.59	188.94%
4 山西汾酒	103.10	72.25	-29.92%	34.33	70.41	105.10%
5 舍得酒业	10.41	7.16	-31.28%	2.28	1.08	-52.41%
6 酒鬼酒	4.01	0.51	-87.21%	1.66	-2.65	-259.83%
7 水井坊	13.14	17.34	31.98%	-0.16	-1.02	-527.32%
8 洋河股份	36.48	61.30	68.06%	14.03	48.50	245.79%
9 古井贡酒	31.08	44.96	44.67%	30.79	24.54	-20.29%
10 今世缘	27.80	28.00	0.74%	8.97	10.02	11.62%
11 口子窖	8.29	9.11	9.84%	-2.31	-1.04	54.95%
12 迎驾贡酒	18.40	21.98	19.44%	4.89	6.20	26.69%
13 顺鑫农业	14.50	-7.38	-150.92%	-15.81	-4.44	71.90%
14 金徽酒	3.19	4.50	41.01%	2.34	3.43	46.60%
15 老白干酒	6.21	7.95	27.90%	2.53	4.10	61.87%

16	伊力特	-1.50	3.02	301.75%	2.44	1.60	-34.48%
17	金种子酒	-4.62	0.89	119.34%	-0.01	-1.05	-7685.71%
18	天佑德酒	-0.03	1.04	3214.13%	0.59	1.40	136.08%
	高端酒	693.92	1189.84	71.47%	162.89	140.63	-13.67%
	次高端酒	130.66	97.25	-25.56%	38.10	67.83	78.01%
	区域龙头	122.04	165.35	35.48%	56.37	88.22	56.50%
	三四线	17.75	10.02	-43.57%	-7.92	5.04	163.68%
	全行业	964.38	1462.46	51.65%	249.45	301.71	20.95%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 12：2023A 及 2024Q1 酒企样本公司业绩全景一览

公司名称	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				毛利率		净利率	
	2023A	YoY	2024Q1	YoY	2023A	YoY	2024Q1	YoY	2023A	2024Q1	2023A	2024Q1
贵州茅台	1476.94	19.01%	457.76	18.11%	747.34	19.16%	240.65	15.73%	91.96%	92.61%	52.49%	54.36%
五粮液	832.72	12.58%	348.33	11.86%	302.11	13.19%	140.45	11.98%	75.79%	78.43%	37.85%	42.02%
泸州老窖	302.33	20.34%	91.88	20.74%	132.46	27.79%	45.74	23.20%	88.30%	88.37%	43.95%	49.83%
山西汾酒	319.28	21.80%	153.38	20.94%	104.38	28.93%	62.62	29.95%	75.31%	77.46%	32.76%	40.86%
舍得酒业	70.81	16.93%	21.05	4.18%	17.71	5.09%	5.50	-3.37%	74.50%	74.16%	25.03%	26.09%
酒鬼酒	28.30	-30.14%	4.94	-48.80%	5.48	-47.77%	0.73	-75.56%	78.35%	71.08%	19.36%	14.86%
水井坊	49.53	6.00%	9.33	9.38%	12.69	4.36%	1.86	16.82%	83.16%	80.47%	25.62%	19.96%
洋河股份	331.26	10.04%	162.55	8.03%	100.16	6.80%	60.55	5.02%	75.25%	76.03%	30.25%	37.24%
古井贡酒	202.54	21.18%	82.86	25.85%	45.89	46.01%	20.66	31.61%	79.07%	80.35%	23.34%	25.65%
今世缘	100.98	28.07%	46.71	22.84%	31.36	25.30%	15.33	22.12%	78.34%	74.23%	31.06%	32.81%
口子窖	59.62	16.10%	17.68	11.05%	17.21	11.04%	5.89	10.02%	75.19%	76.48%	28.87%	33.34%
迎驾贡酒	67.20	22.07%	23.25	21.33%	22.88	34.17%	9.13	30.43%	71.37%	75.09%	34.12%	39.41%
顺鑫农业	105.93	-9.30%	40.57	-0.75%	-2.96	-56.09%	4.51	37.42%	31.80%	37.15%	-2.82%	11.14%
金徽酒	25.48	26.64%	10.76	20.41%	3.29	17.35%	2.21	21.58%	62.44%	65.40%	12.66%	20.39%
老白干酒	52.57	12.98%	11.30	12.67%	6.66	-5.89%	1.36	33.04%	67.15%	62.72%	12.67%	12.05%
伊力特	22.31	37.46%	8.31	12.39%	3.40	105.43%	1.59	7.08%	48.23%	51.89%	15.49%	19.31%
金种子酒	14.69	23.92%	4.19	-3.02%	-0.22	-88.21%	0.18	-142.87%	40.32%	44.52%	-1.34%	4.38%
天佑德酒	12.10	23.50%	5.26	32.77%	0.90	19.02%	1.08	40.43%	63.01%	63.02%	7.67%	20.62%
高端酒	2611.99	17.03%	897.97	15.86%	1181.91	18.46%	426.84	15.21%				
次高端酒	467.92	14.15%	188.71	14.22%	140.26	16.44%	70.72	20.93%				
区域龙头	761.60	16.55%	333.04	15.08%	217.50	18.99%	111.56	13.53%				
三四线	233.08	5.32%	80.39	6.45%	11.07	200.54%	10.93	37.20%				
全行业	4074.59	15.87%	1500.11	14.93%	1550.74	18.86%	620.05	15.85%				

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.6. 分红率：23 年 15 家酒企分红率提升

强现金流和盈利能力为白酒企业分红奠定坚实基础，2023 年 18 家主要上市白酒企业中有 15 家上市以来分红率同比提升，其中贵州茅台、老白干酒、舍得酒业、金徽酒、山西汾酒、五粮液、古井贡酒、酒鬼酒上市以来分红率同比提升 2pcts 以上，2023 年贵州茅台上市以来分红率同比提升 4.66pcts。

表 13：2023 年 18 家主要酒企中 15 家上市以来分红率提升

上市以来分红率（%）	2021	2022	2023	2023 年同比
水井坊	69.55	62.79	58.59	-4.20
迎驾贡酒	64.89	62.1	58.44	-3.66
泸州老窖	61.35	61.11	60.91	-0.20

伊力特	50.79	53.17	53.24	0.07
口子窖	49.57	50.85	51.05	0.20
金种子酒	32.96	38.52	39.3	0.78
今世缘	34.64	35.01	36.01	1.00
天佑德酒	44.29	44	45.28	1.28
顺鑫农业	21.58	24.4	25.88	1.48
洋河股份	51.35	52.36	54.32	1.96
酒鬼酒	39.95	40.03	42.32	2.29
古井贡酒	38.58	40.73	43.06	2.33
五粮液	42.46	44.41	46.75	2.34
山西汾酒	38.56	41.92	44.42	2.50
金徽酒	34.36	37.24	40.54	3.30
舍得酒业	21.14	23.48	27.23	3.75
老白干酒	41.28	40.7	44.5	3.80
贵州茅台	48.21	56.25	60.91	4.66

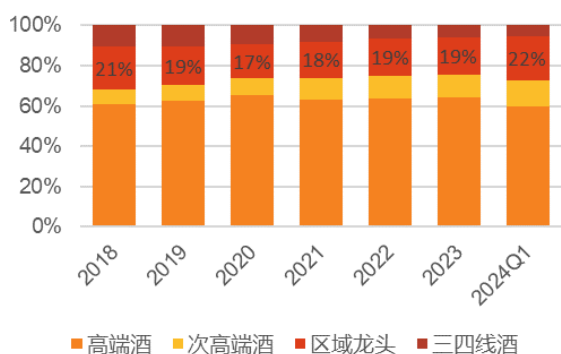
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 思考与展望：强 α 酒企市占率加速提升，中档扩容趋势延续

2.1. 思考 1：价位带分化延续，中档酒表现亮眼

挤压式增长下，24Q1 板块价格带间延续分化，享受价位带扩容红利（中档价位为主）的强 α 酒企逆势提升份额。从 24Q1 看，享受价位带扩容红利（中档价位为主）的强 α 酒企逆势收割份额，山西汾酒&徽酒整体业绩表现最为优秀，具体看：①区域酒占白酒收入比进一步提升；②徽酒占区域酒比重进一步提升；③古井贡酒占徽酒比重进一步提升；④山西汾酒占次高端酒比重进一步提升等。

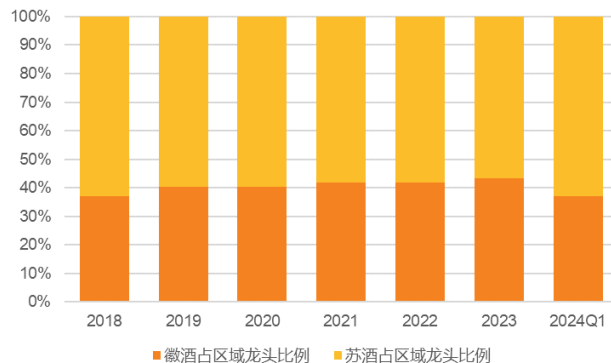
图 19：24Q1 区域龙头营收占比进一步提升至 22.20%



资料来源：Wind，天风证券研究所

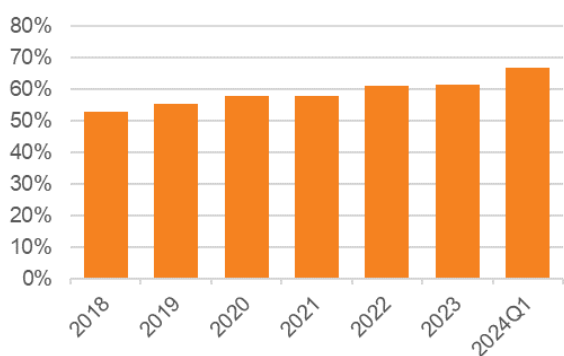
图 21：24Q1 古井贡酒在徽酒营收占比提升至 66.94%

图 20：2023 年徽酒占区域酒比重进一步提升 1.38%至 43.25%

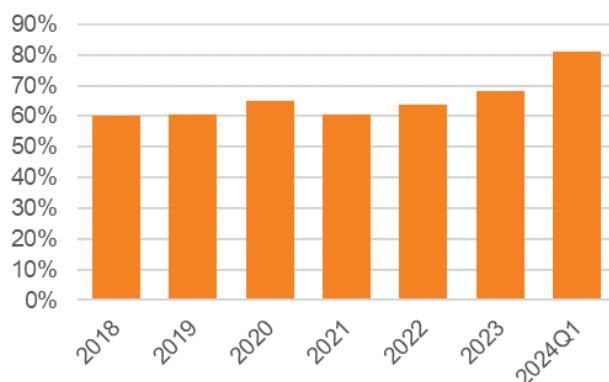


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：24Q1 山西汾酒收入占比提升至 81.28%



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

中档酒内部升级趋势强劲，对应三四线&区域酒价位带价升表现优秀。其中中档酒（100-400 元左右）内部的消费升级表现亮眼（对应三四线/区域酒价位带），对应产品来看，金徽酒/舍得酒业/山西汾酒/古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘/洋河股份等酒企对应价位带产品收入占比基本均提升&增速表现亮眼。

表 14：中档酒内部升级趋势强劲，对应三四线&区域酒价位带价升表现优秀

公司	分产品	2023 年收 入（亿元）	yoy	2023 年 占比	比重变 动	2024Q1 收入 （亿元）	yoy	2024Q1 占 比	比重变 动
贵州	茅台酒	1,265.89	17.39%	85.99%	-1.14%	397.07	17.75%	86.99%	-0.06%
茅台	其他系列酒	206.3	29.43%	14.01%	1.14%	59.36	18.39%	13.01%	0.06%
五粮	五粮液产品	628.04	13.50%	82.15%	0.25%				
液	其他酒产品	136.43	11.58%	17.85%	-0.25%				
泸州	中高档酒类	268.41	21.28%	89.24%	-0.12%				
老窖	其他酒类	32.36	22.87%	10.76%	0.12%				
山西	中高价酒类	232.03	22.56%	73.10%	0.39%	118.6	24.90%	77.53%	2.31%
汾酒	其他酒类	85.4	20.15%	26.90%	-0.39%	34.36	9.88%	22.47%	-2.31%
水井	高档产品	46.71	3.73%	95.80%	-1.50%	7.97	-0.58%	91.47%	-3.13%
坊	中档产品	2.05	64.08%	4.20%	1.50%	0.74	62.38%	8.53%	3.13%
酒鬼	内参系列	7.15	-38.21%	25.27%	-3.30%				
酒	酒鬼系列	16.47	-27.45%	58.22%	2.16%				
	湘泉系列	0.71	-68.03%	2.49%	-2.96%				
	其他系列	3.88	-0.15%	13.71%	4.12%				
	其他业务	0.09	-34.78%	0.32%	-0.02%				
舍得	中高档酒	56.55	15.96%	86.20%	0.02%	17.25	3.31%	87.88%	0.26%
酒业	普通酒	9.05	16.11%	13.80%	-0.02%	2.38	0.85%	12.12%	-0.26%
古井	年份原浆	154.17	27.34%	78.50%	3.62%				
贡酒	古井贡酒	20.16	7.56%						
	黄鹤楼及其他	22.06	0.87%						
迎驾	中高档酒	50.22	27.84%	78.45%	2.87%	18.81	24.27%	84.07%	1.45%
贡酒	普通白酒	13.8	8.68%	21.55%	-2.87%	3.57	11.90%	15.93%	-1.45%
口子	高档白酒	56.78	16.58%	97.08%	0.81%	16.69	10.57%	96.18%	-0.62%
窖	中档白酒	0.76	-19.76%			0.24	-12.22%		
	低档白酒	0.95	0.72%			0.43	85.57%		
今世	特 A+类	65.04	25.13%	64.79%	-1.38%				
缘	特 A 类	28.7	37.11%	28.59%	1.94%				
	A 类	4.11	26.68%	4.09%	-0.04%				

	B 类	1.6	9.66%	1.59%	-0.27%				
	C、D 类	0.86	2.47%	0.86%	-0.21%				
	其他	0.07	-21.95%	0.07%	-0.03%				
洋河	中高档酒	285.39	8.82%	87.84%	-1.06%				
股份	普通酒	39.50	20.70%	12.16%	1.06%				
老白	衡水老白干	23.55	10.04%	46.94%	-2.25%				
干酒	板城烧锅酒	9.57	15.15%	19.08%	-0.03%				
	武陵	9.79	28.19%	19.51%	1.97%				
	文王贡	5.47	16.48%	10.90%	0.12%				
	孔府家	1.79	22.69%	3.57%	0.21%				
金徽	300 元以上	4.01	37.13%	16.01%		口径变	1.91	86.48%	17.93%
酒	100-300 元	12.88	32.28%	51.42%		动	5.51	24.13%	51.70%
	100 元以下	8.16	14.22%	32.57%			3.24	-4.20%	30.38%
伊力	高档	14.66	46.65%	67.08%	4.36%				
特	中档	5.51	9.14%	33.68%	2.03%				
	低档	1.69	88.42%	10.33%	4.71%				
金种	高端酒	0.53	/	5.44%	/				
子酒	中端酒	2.30	-23.21%	23.44%	-20.35%				
	低端酒	6.99	81.51%	71.11%	14.91%				

资料来源：Wind，天风证券研究所

例如：

①金徽酒：24Q1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品收入分别为 1.91/5.51/3.24 亿元（同比+86.48%/+24.13%/-4.2%）；占比分别同比变动+6.34 /+1.50/-7.84 pct 至 17.93%/51.70%/30.38%。

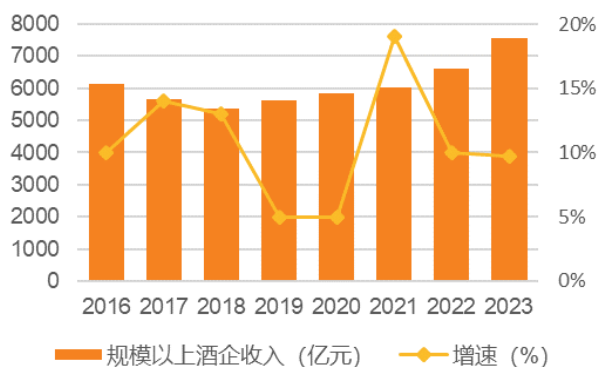
②山西汾酒：23 年公司酒类收入 317.43 亿元（同比+21.90%），中高价酒类/其他酒类营业收入分别为 232.03/85.40 亿元（同比+22.56%/+20.15%），中高价位产品收入占比同比+0.39 个百分点至 73.10%。24Q1 公司酒类收入 152.96 亿元（同比+21.18%），其中，中高价酒类/其他酒类营业收入 118.60/34.36 亿元（同比+24.90%/+9.88%），中高价酒类收入占比同比+2.31 个百分点至 77.53%。

2.2. 思考 2：高档酒稳健&中档酒扩容，行业升级延续但斜率放缓

高档酒稳健&中档酒扩容，行业升级延续但斜率放缓。① 从全行业来看：2023 年居民可支配收入 YoY 仍处于平稳修复阶段，消费意愿下降之下，白酒消费升级趋势阶段性受阻，龙头引领下行业整体保持平稳增长态势，营收、利润分别同比+9.7%、+7.6%，利润增速慢于收入之下行业利润率自 2016 年以来首次下降，2023 年白酒行业利润率同比-2.45pcts 至 30.78%。我们预计行业利润率下降主要系消费需求弱复苏背景下，需求端对白酒消费升级阶段性趋于谨慎，进而导致行业结构阶段性下行。② 从上市公司角度看：2023 年上市公司占规模以上酒企收入比持续抬升的基础上，利润增速仍高于收入增速，显示上市公司业绩韧性强，强抢市场份额能力使得其能最受益于部分价位带的扩容&升级，因此对于上市公司来说，虽价升斜率较前些年放缓，但升级趋势不变（甚至部分价位升级趋势仍强劲，进而贡献利润端弹性）。

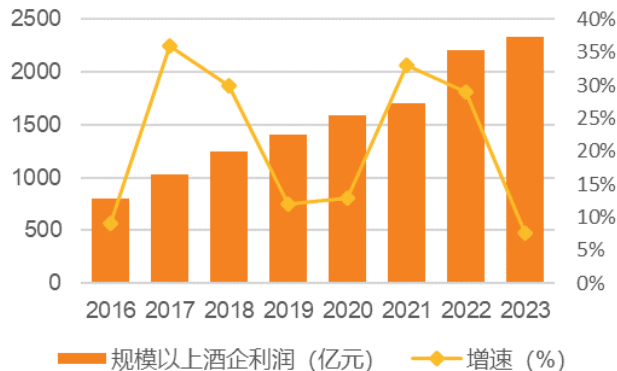
图 23：2023 年白酒行业收入同比+9.7%

图 24：2023 年白酒行业利润总额同比+7.6%



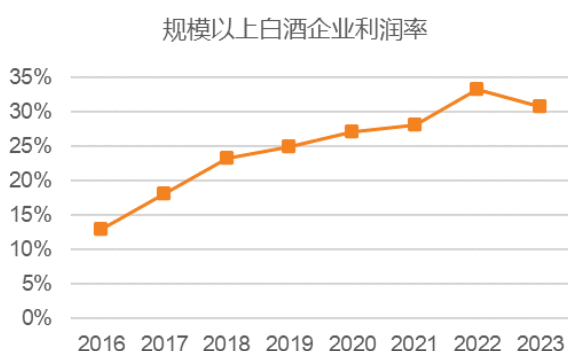
资料来源：Wind，酒业家，天风证券研究所

图 25：2023 年白酒板块盈利水平有所下降



资料来源：Wind，酒业家，天风证券研究所

图 26：23 年以来人均可支配收入 YoY 平稳修复



资料来源：Wind，酒业家公众号，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 思考 3：“优商”为主旋律，山西汾酒渠道高质量发展

无论是精耕基地市场，还是采取全国化的酒企，强 α 公司渠道经营质量均持续向上。我们将酒企按省内/省外收入占比是否超过 50%分为全国化酒企/区域性酒企，认为：

按渠道看：山西汾酒等酒企渠道质量延续高增长表现，“优商”策略下，商均规模提升推动营收增长。具体看：①全国化布局较为成熟的高端酒贵州茅台、泸州老窖收入增长主要由经销商平均规模提升驱动，经销商数量相对稳定；②次高端酒仍多处于全国化扩张期，舍得酒业、酒鬼酒、水井坊营收增长主要由经销商数量增长驱动，山西汾酒营收增长以经销商平均规模提升为主，经销商数量增长为辅；③区域龙头渠道布局相对成熟，古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘营收增长主要由经销商平均规模提升驱动；④三四线酒中金徽酒全国化加速，营收增长主要由经销商数量增长驱动。

表 15：主要酒企省内收入占比及具体渠道/市场情况分析一览

	经销渠道收入规模（万元）		经销商数量(家)		商均规模（万元/家）		2023 年省内收入占比
	2023	YoY	2023	YoY	2023	YoY	
贵州茅台	7,998,611.94	7.52%	2,186	-0.14%	3659	7.67%	预计 < 50%
五粮液	4,598,500.28	13.56%	3,384	7.63%	1359	5.51%	预计 < 50%
泸州老窖	2,865,703.88	22.98%	1,814	-0.82%	1580	24.00%	预计 < 50%
山西汾酒	2,988,062.43	23.64%	3,940	8.33%	758	14.13%	38.07%
舍得酒业	612,811.83	16.48%	2,655	23.03%	231	-5.33%	28.70%
酒鬼酒	279,806.36	-30.68%	1,774	11.85%	158	-38.03%	预计 < 50%
水井坊	439,577.55	1.56%	55	10.00%	7992	-7.68%	预计 < 50%

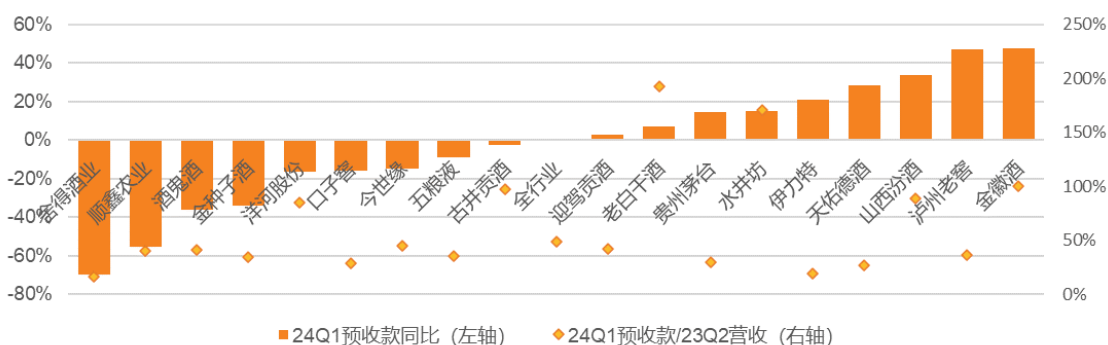
洋河股份	3,205,262.88	10.12%	8789	6.69%	365	3.22%	44.30%
今世缘	981,250.43	27.57%	1061	4.64%	925	21.92%	92.76%
古井贡酒	1,952,421.96	16.82%	4641	5.50%	421	10.73%	预计 < 60%
迎驾贡酒	607,096.01	24.12%	1385	3.82%	438	19.55%	70.57%
口子窖	571,869.89	15.00%	951	10.71%	601	3.88%	83.81%
顺鑫农业	680,375.91	-39.93%	467	5.66%	1457	-43.15%	40.80%
金徽酒	237,736.74	25.67%	864	17.39%	275	7.05%	76.67%
老白干酒	467,891.42	16.06%	11429	3.68%	41	11.94%	60.57%
伊力特	179,306.58	32.84%	69	7.81%	2599	23.22%	77.62%
天佑德酒	93,682.41	22.73%	599	0.34%	156	22.32%	68.30%
金种子酒	94,410.45	42.47%	472	58.92%	200	-10.35%	79.58%

资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

2.4. 思考 4：优质酒企预收款表现优异，看好 24Q2 业绩

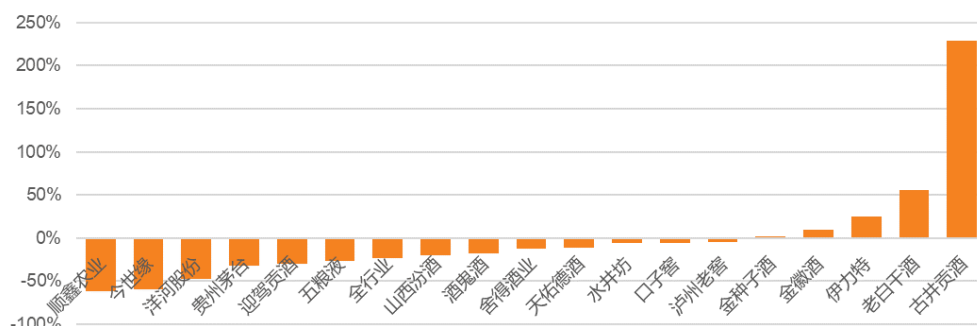
部分酒企 24Q1 预收款/23Q2 营收比例 > 80%，或为 24Q2 奠定良好基础。我们发现作为蓄水池的预收款 24Q1 表现分化，其中金徽酒、山西汾酒等酒企蓄水池安全边际最高：① 24Q1 金徽酒、泸州老窖、山西汾酒、伊力特预收款同比实现 20%+ 增加；② 24Q1 洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、金徽酒、水井坊、老白干酒 24Q1 预收款/23Q2 营收比例 > 80%，我们看好预收蓄水池较为充裕的酒企 24Q2 业绩。

图 27：24Q1 酒企预收款同比增速情况一览



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：24Q1 酒企预收款环比变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.5. 思考 5：23 年酒企目标达成率高，24 年目标总积极

2023 年 11 家公布具体业绩目标的酒企中 8 家顺利达成，目标达成率较高。2023 年 11 家公布业绩增长目标的酒企中除洋河股份、金徽酒、伊力特外，均顺利达成既定业绩增长目标，其中贵州茅台、泸州老窖显著超额完成既定目标。2024 年以贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒等为代表的龙头酒企业绩增长目标基本与 2023 年保持一致，总体仍较为积极。

表 16：2023 年 11 家公布具体业绩目标的酒企中 8 家达成

公司名称	2023A 营收 (亿元)	YoY	2023A 归母净 利润 (亿元)	YoY	23 年业绩目标	24 年业绩目标	2023 年是 否达成
贵州茅台	1476.94	19.01%	747.34	19.16%	营收+15%左右	营收+15%左右	是
五粮液	832.72	12.58%	302.11	13.19%	总营收两位数增长	总营收两位数增长	是
泸州老窖	302.33	20.34%	132.46	27.79%	营收增长 $\geq$ 15%	营收增长 $\geq$ 15%	是
山西汾酒	319.28	21.80%	104.38	28.93%	营收+20%左右	营收+20%左右	是
舍得酒业	70.81	16.93%	17.71	5.09%	-	-	-
酒鬼酒	28.30	-30.14%	5.48	-47.77%	-	-	-
水井坊	49.53	6.00%	12.69	4.36%	收入、净利润保持增长	收入、净利润均保持增长	是
洋河股份	331.26	10.04%	100.16	6.80%	营收同比+15%	营收同比+5%~10%	否
古井贡酒	202.54	21.18%	45.89	46.01%	营收 201 亿元 (+20.26%), 利润总额 60 亿元 (+34.21%)	营收 244.5 亿元 (+20.72%), 利润总额 79.50 亿元 (+25.55%)	是
今世缘	100.98	28.07%	31.36	25.30%	总营收 100 亿元左右, 净利 润 31 亿元左右	总营收 122 亿元左右, 净利 润 37 亿元左右	是
口子窖	59.62	16.10%	17.21	11.04%	-	-	-
迎驾贡酒	67.20	22.07%	22.88	34.17%	-	-	-
顺鑫农业	105.93	-9.30%	-2.96	-56.09%	-	-	-
金徽酒	25.48	26.64%	3.29	17.35%	营收 25 亿元, 净利润 4 亿元	营收 30 亿元, 净利润 4 亿元	否
老白干酒	52.57	12.98%	6.66	-5.89%	主营业务收入 51.70 亿元	营业收入 57.8 亿元	是
伊力特	22.31	37.46%	3.40	105.43%	营收 25 亿元, 利润总额 4.8 亿元	营收 28 亿元, 利润总额 4.95 亿元	否
金种子酒	14.69	23.92%	-0.22	-88.21%	-	-	-
天佑德酒	12.10	23.50%	0.90	19.02%	-	-	-

资料来源：Wind，各公司年报，天风证券研究所

3. 投资建议：看好强 α 酒企集中度加速提升红利机会+潜在改革预期机会

平 β 假设下，我们仍看好强 α 酒企集中度加速提升带来红利机会+潜在改革预期机会，始终坚持三条投资主线：1）业绩稳定性：即 24 年业绩增速稳定：贵州茅台/山西汾酒/泸州老窖/古井贡酒等；2）潜在改革主线：五粮液等；3） β 主线：酒鬼酒/舍得酒业/水井坊等。

表 17：重点酒企盈利预测（单位：亿元）

证券简称	2024E 营 收	2025E 营 收	2026E 营 收	2024E 净 利润	2025E 净 利润	2026E 净 利润	PE (2024E)	PE (2025E)	PE (2026E)
贵州茅台	19,534.00	1,750.09	2,016.06	2,302.16	876.57	1,017.59	1,169.39	22.28	19.20
五粮液	5,223.09	925.88	1,028.40	1,138.46	339.58	380.43	425.59	15.38	13.73
山西汾酒	2,786.40	387.21	463.80	548.66	131.54	161.13	194.21	21.18	17.29
泸州老窖	2,294.68	363.53	431.07	505.15	161.62	194.61	231.12	14.20	11.79
洋河股份	1,362.28	359.16	392.31	428.57	107.91	118.90	131.17	12.62	11.46
古井贡酒	1,087.32	246.50	294.77	346.00	59.06	73.81	89.75	18.41	14.73
今世缘	622.86	123.89	150.41	178.52	38.33	46.69	55.76	16.25	13.34
迎驾贡酒	487.12	81.81	98.63	116.35	28.96	35.89	43.23	16.82	13.57
口子窖	241.44	67.90	76.27	84.85	19.82	22.46	25.34	12.18	10.75
舍得酒业	229.32	80.00	91.95	105.70	19.96	23.18	27.09	11.49	9.89
水井坊	209.60	55.32	62.63	70.07	14.40	16.51	18.71	14.56	12.69

老白干酒	187.25	59.63	67.60	76.39	8.57	10.78	13.18	21.85	17.37
酒鬼酒	162.50	29.08	32.78	36.74	5.62	6.68	7.67	28.92	24.31
顺鑫农业	131.52	111.71	121.62	129.94	5.45	7.10	8.52	24.13	18.52
金徽酒	98.46	30.69	36.53	42.99	4.10	5.13	6.35	24.01	19.20
伊力特	90.86	27.95	33.96	40.30	4.33	5.49	6.66	20.97	16.55
金种子酒	85.18	17.38	21.91	27.42	0.74	2.08	3.82	114.65	40.93
天佑德酒	52.92	14.66	17.36	20.18	1.46	2.13	2.80	36.25	24.89

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：Wind 一致预期（2024-06-13）

4. 风险提示

1、消费疲软

消费需求疲软对白酒行业和公司的发展都有可能产生不利的影响。

2、食品安全风险

食品安全、环境保护等政策对白酒行业以及产品的要求越来越高，公司生产的白酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康。

3、市场扩张不达预期

如果市场竞争加剧或消费者对白酒的消费需求下降，且公司未能及时有效拓展其他市场，将对公司的生产经营活动产生不利,从而影响战略目标的实现。

4、市场竞争加剧

中国白酒行业总体产能过剩，市场竞争非常激烈，竞品若不断加入市场方面的投入，公司未来抢占全国市场份额将会存在较大挑战。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com