

食品饮料行业深度报告

白酒 2024 年中报总结: 结构承压, 收现放缓, 报表风险逐步释放

增持 (维持)

2024 年 09 月 03 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

投资要点

■ **宏观波浪式复苏, 消费阶段性承压。**2024H1 白酒板块营业总收入同比增长 14.09%, 归母净利润同比增长 13.87%, 扣非净利润同比增长 14.16%; 24Q2 白酒板块营业总收入同比增长 11.98%, 归母净利润同比增长 10.64%, 扣非归母净利润同比增长 10.7%。**从宏观层面看, 23H2 以来疫后消费脉冲消退, 24Q2 消费进一步走弱, 内需仍待提振。**24Q2 社零、餐饮同比增速较 Q1 回落, 特别 5 月以来消费颓势加剧, 端午小长假旅游、白酒消费不振, 1 是居民收入预期不佳, 2 是地产等资产价格回落造成负财富效应。参考麦肯锡 2024 年消费趋势调研报告, 26~41 周岁的中青年人群作为消费主力群体, 消费信心更偏悲观。此外, 周期磨底时间拉长, 也侧面加重消费者对未来不确定性的担忧, 进一步加剧储蓄倾向。**行业层面, 24Q2 季末高端酒批价波动加大, 其他上市酒企核心单品批价走势稳中有升, 主因淡季多数酒企控货稳价为先, 以便更好为 Q3 旺季蓄力排雷。**高端价格带 Q2 季末茅五批价波动加剧, 体现渠道信心偏弱, 行业需求展望相对谨慎; 次高端价格带: 优先维护价盘成为酒企呵护长期良性发展的共识, Q2 淡季酒企出货管控普遍加强, 主动消化库存、防范风险。

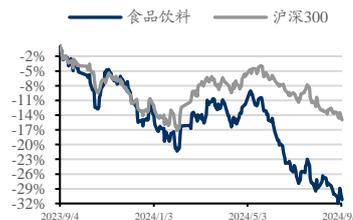
■ **高端酒稳字当头, 次高端普遍降速, 地产酒韧性延续。**24Q2 白酒板块总营收同增 11.98%, 归母净利润同增 10.64%, 24Q2 增速放缓, 1 是淡季需求走弱, 2 是存在基数落差 (23Q2 宴席显著回补), 3 是酒企着眼长期主动调控经营节奏。其中, 产品结构偏高、商务需求占比较大的高端、次高端酒企, 收入兑现压力显现, 降速提质开始成为普遍选择; 主力价格带偏低 (100~300 元)、大众需求为主的区域酒企, 销售及收现韧性仍有延续。24H1 行业整体表现回款增速>收现增速>收入增速, 行业-剔除茅五收入增速>表现回款增速>收现增速, 显示多数酒企渠道回款意愿更趋谨慎, 经销商客户开始进行主动去库。回款端, 除茅台、五粮液、伊力特 24Q2 增速同比改善之外, 其他酒企均有承压; 收现端, 24Q2 收现增速加快主系茅五贡献, 其他酒企 Q2 收现增速大多承压, 需求下行压力逐步向龙头酒企报表传导。分板块看, 高端酒企 Q2 收入符合预期, 聚焦理性发展, 主动调控节奏; 次高端酒企底部承压分化加剧, 尚待需求修复; 地产酒皖酒、苏酒韧性延续, 冀酒弹性持续释放

■ **利润端: 毛利率小幅提升, 净利润收窄趋势延续。**24Q2 白酒板块毛利率 82.16%, 同比+0.46pct。高端酒、次高端、区域酒分别同比+0.58pct、-3.13pct、+0.76pct。费率方面, 24Q2 白酒板块销售费率同比+0.77pct 至 11.89%; 管理费率同比下滑 0.48pct 至 5.11%。销售费用率同比小幅提升, 主系多数酒企加强费用管控, 向管理端要效益, 渠道随量促销费用保持收缩, C 端营销投入则借助数字化手段加强费用落地管理。利润增速方面, 24Q2 高端 (13.17%) > 地产酒 (8.68%) > 次高端 (-6.97%)。利润弹性角度来看, 24Q2 酒企整体利润弹性同比回落显著, 但五粮液、老白干酒逆势提升。

■ **投资建议:** 我们认为, 2024 年食品饮料投资策略主线是低估值优质确定性成长+高股息率, 辅线是经营改善, 关注稳定政策的持续加码和风险偏好变化。中性假设下, 2024 类 2022 波动性仍存, 低位布局更理性。白酒中长期看好基本面坚挺和份额提升标的, 也看好现金流支撑的股息率品种, 短期布局旺季前预期差不掩对长期价值的认同。推荐山西汾酒、贵州茅台、五粮液、泸州老窖、迎驾贡酒、古井贡酒、老白干酒等, 建议关注: 珍酒李渡、今世缘。

■ **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

《食品饮料: 相对看多白酒 8-10 月重要窗口期》

2024-08-12

《24Q2 基金食品饮料持仓分析: 板块大幅降仓, 低配区间筹码改善》

2024-07-22

内容目录

1. 白酒中报总结：结构承压，收现放缓，报表风险逐步释放	4
1.1. 宏观波浪式复苏，消费阶段性承压	4
1.2. 茅五价盘波动削弱需求信心，次高端加强调控明确价在量前	5
2. 收入端：高端酒稳字当头，次高端普遍降速，地产酒韧性延续	6
2.1. 高端白酒：聚焦理性发展，主动调控节奏	9
2.2. 次高端白酒：底部承压分化加剧，尚待需求修复	11
2.3. 地产酒：皖酒、苏酒韧性延续，冀酒弹性持续释放	13
3. 利润端：毛利率小幅提升，净利润弹性收窄趋势延续	15
3.1. 毛利率：整体小幅上行，次高端结构承压明显	15
3.2. 费用率：销售费率小幅上行，管理费率延续优化	16
3.3. 营业税率：整体平稳，季度同比小幅提升	17
3.4. 利润增速：次高端弹性显著收窄，地产分化加剧	17
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:	白酒子板块单季同比收入增速(%).....	6
图 10:	白酒子板块季度累计收入同比增速(%).....	6
图 11:	酒企 24H1 收入、收现、表观回款 (收入+ Δ 预收) 同比增速对比.....	7
图 12:	酒企 24Q2 收入、收现、表观回款 (收入+ Δ 预收) 同比增速对比	7
图 13:	白酒子板块单季回款额 (收入+ Δ 预收) 同比	8
图 14:	白酒子版块应收票据+应收票据融资占收入比重	8
图 15:	2024Q2 白酒个股毛销差同比变动 (pct)	15
图 16:	白酒子板块累计毛利率 (%)	15
图 17:	白酒子板块季度累计营业税率(%).....	17
图 18:	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 2020Q2-2024Q2 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 (%)	8
表 3:	白酒子板块单季度收现同比增速及收现比情况 (%)	9
表 4:	白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)	15
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 (%)	17
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 2024Q2 及 2024H1 业绩概览.....	18

1. 白酒中报总结：结构承压，收现放缓，报表风险逐步释放

1.1. 宏观波浪式复苏，消费阶段性承压

2024H1 白酒板块营业总收入同比增长 14.09%，归母净利润同比增长 13.87%，扣非净利润同比增长 14.16%；24Q2 白酒板块营业总收入同比增长 11.98%，归母净利润同比增长 10.64%，扣非归母净利润同比增长 10.7%。24Q2 增速环比 24Q1 回落，酒企报表质量分化，优势酒企仍维持较好韧性。

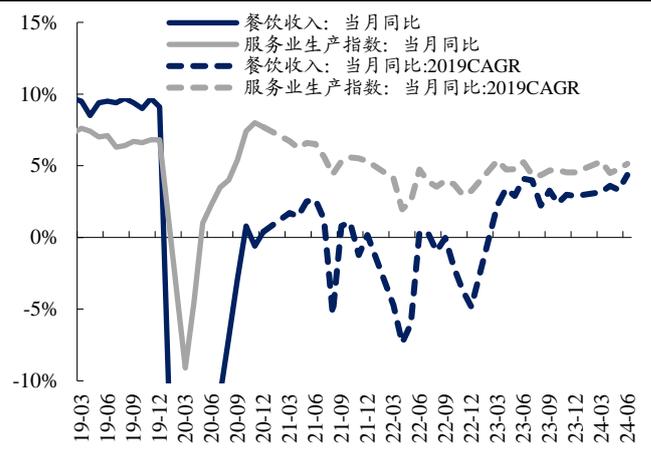
从宏观层面看，23H2 以来疫后消费脉冲消退，24Q2 消费进一步走弱，内需仍待提振。24Q2 社零、餐饮同比增速较 Q1 回落，特别 5 月以来消费颓势加剧，端午小长假旅游、白酒消费不振，1 是居民收入预期不佳，2 是地产等资产价格回落造成负财富效应。参考麦肯锡 2024 年消费趋势调研报告，26-41 周岁的中青年人群作为消费主力群体，消费信心更偏悲观。此外，周期磨底时间拉长，也侧面加重消费者对未来不确定性的担忧，进一步加剧储蓄倾向。

图1：社会消费品零售总额当月同比及预期值



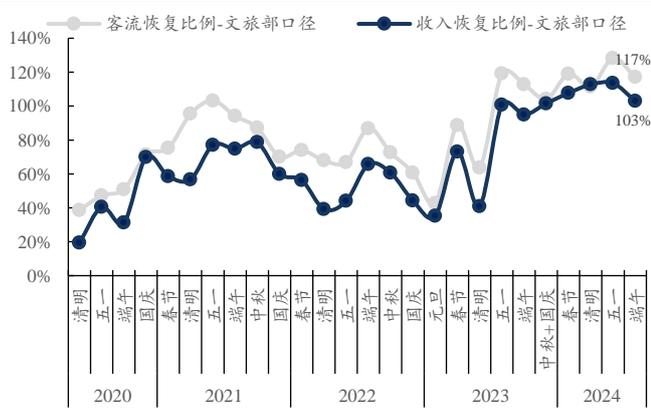
数据来源：wind、东吴证券研究所

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. 茅五价盘波动削弱需求信心，次高端加强调控明确价在量前

24Q2 季末高端酒批价波动加大，其他上市酒企核心单品批价走势稳中有升，主因淡季多数酒企控货稳价为先，以便更好为 Q3 旺季蓄力排雷。

1) 高端价格带：Q2 季末茅五批价波动加剧，体现渠道信心偏弱，行业需求展望相对谨慎。

① 茅台普飞批价自 3 月下旬持续下探，6 月受电商 618 及黄牛倒货冲击，进一步加速下跌，散飞批价最低跌至 2100+ 元。随后伴随茅台加强渠道管控（规划取消散飞箱装规格、加强窜后管控等），市场价格信心逐步修复，预计后续茅台价盘站稳 2300 元以上，旺季价格适度波动。

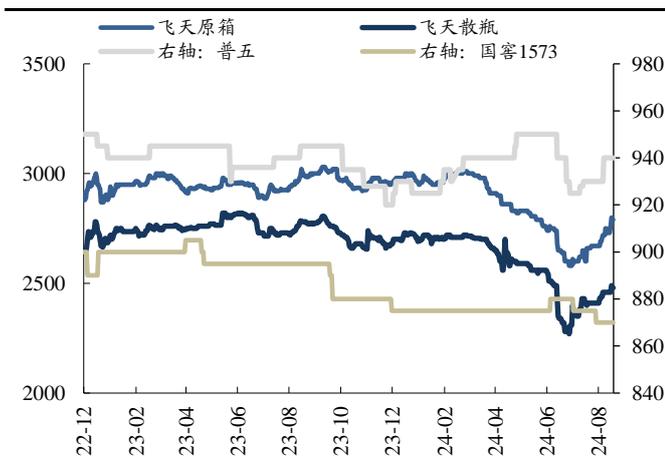
② 普五批价 6 月下旬集中俯冲，最低跌至月 925 元，主因经销商承兑汇票集中到期，为加快现金回收、控制库存，渠道低价抛货。7~8 月伴随旺季动销环比修复，当前批价重回 940 元。24Q3 作为新价格投放市场的首个旺季，挺价示范意义突出，预计公司年内延续严格控量思路，中秋国庆推动普五批价再进一步。

2) 次高端价格带：优先维护价盘成为酒企呵护长期良性发展的共识，Q2 淡季酒企出货管控普遍加强，主动消化库存、防范风险。

24H1 剑南春水晶剑、品味舍得、青花 20 等全国化单品先后上调出厂价，Q2 淡季为优化渠道价值链表现，均不同程度进行控货控费。其中，汾酒配合汾享礼遇终端管控体系，加强价盘管控、优化费用分配，推动产品将动销增势转化为价格升势，成功承托批价站稳 370 元。

年内苏皖区域酒亦适当调整产品组合策略，明确高价带单品 M6+、V3、古 20 等价在量先，更多以腰部产品承担放量任务，推动 Q2 批价表现有一定修复。

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）

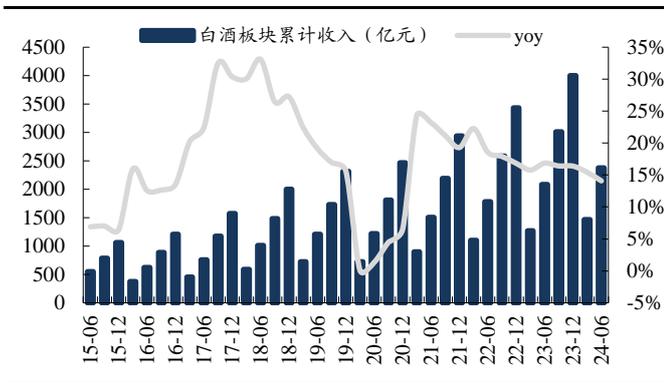


数据来源：今日酒价、东吴证券研究所

2. 收入端：高端酒稳字当头，次高端普遍降速，地产酒韧性延续

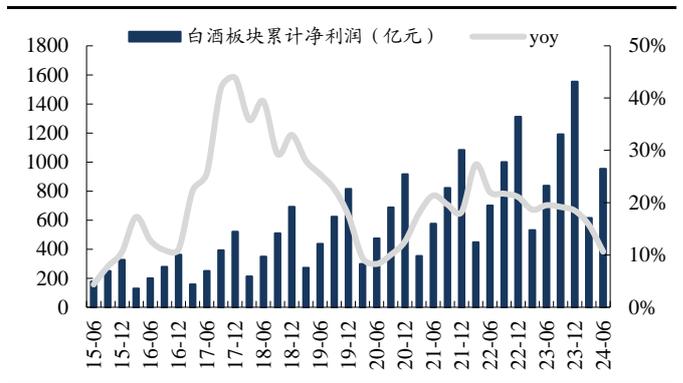
收入端，需求弱复苏环境下，酒企渐次步入主动调整阶段，24Q2 主要是 100~300 元腰部产品实现相对较好量增。24Q2 白酒板块营业总收入同比增长 11.98%，归母净利润同比增长 10.64%，23Q2~24Q2 白酒板块单季度收入同比增速分别为 18.58%、15.45%、16.31%、15.43%、11.98%。24Q2 增速放缓，1 是淡季需求走弱，2 是存在基数落差（23Q2 宴席显著回补），3 是酒企着眼长期主动调控经营节奏。其中，产品结构偏高、商务需求占比较大的高端、次高端酒企，收入兑现压力显现，降速提质开始成为普遍选择；主力价格带偏低（100~300 元）、大众需求为主的区域酒企，销售及收现韧性仍有延续。

图7：白酒板块累计收入规模及增速（%）



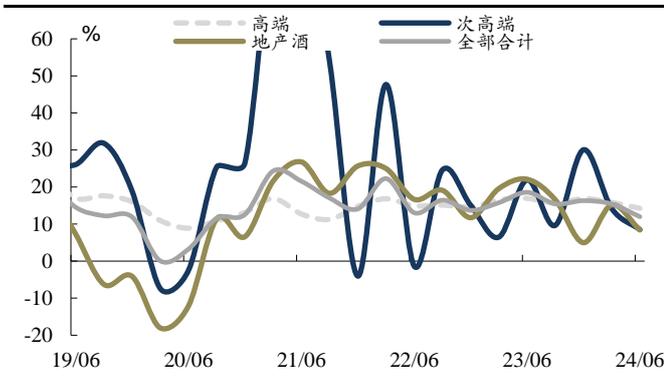
数据来源：wind、东吴证券研究所

图8：白酒板块累计净利润规模及增速（%）



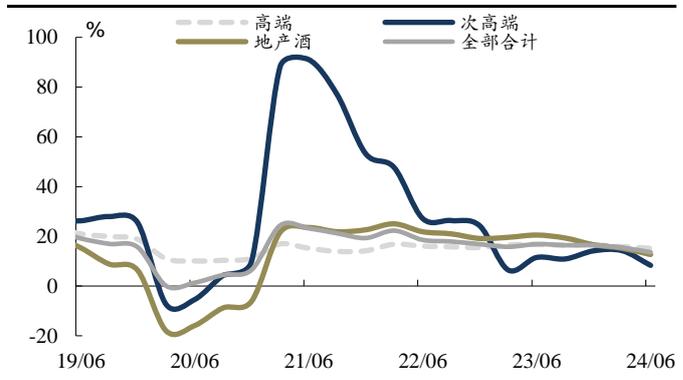
数据来源：wind、东吴证券研究所

图9：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10：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

表1：白酒板块公司 2020Q2-2024Q2 收入及归母净利润同比增速情况

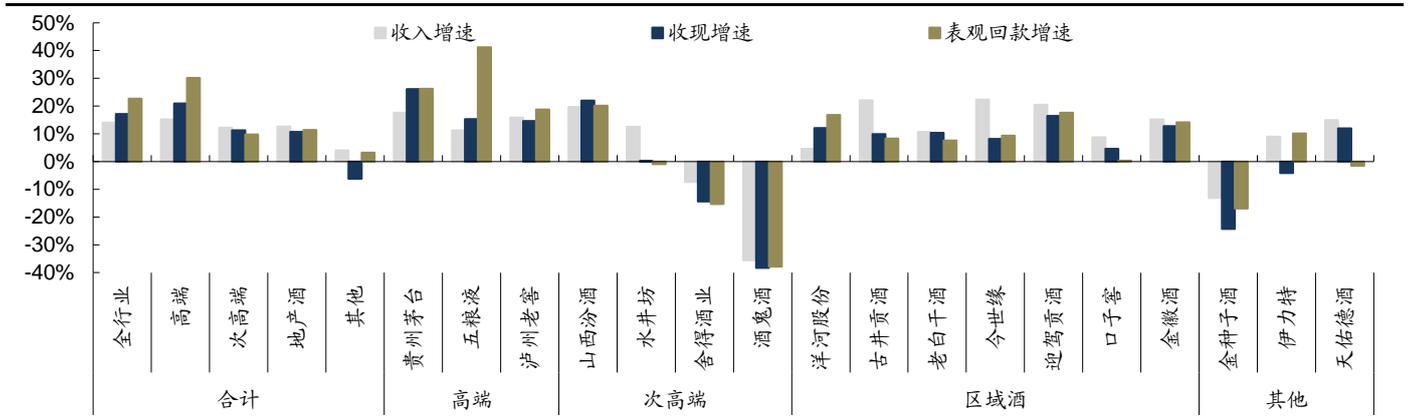
证券简称	总营收增速					归母净利润增速				
	2020Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2	2020Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2
高端	8.9%	12.7%	14.9%	16.9%	14.2%	10.5%	17.4%	17.1%	18.4%	13.2%
贵州茅台	8.8%	11.4%	15.9%	20.4%	17.0%	8.9%	12.5%	17.3%	21.0%	16.1%
五粮液	10.1%	18.0%	10.0%	5.1%	10.1%	10.2%	23.0%	10.3%	5.1%	11.5%
泸州老窖	6.2%	5.7%	24.1%	30.5%	10.5%	22.5%	36.1%	29.0%	27.2%	2.2%
次高端	-2.5%	95.3%	-1.3%	21.9%	8.5%	-13.9%	285.1%	-9.2%	36.0%	-7.0%
山西汾酒	18.4%	73.2%	0.4%	31.8%	17.1%	16.1%	239.4%	-4.3%	49.6%	10.2%

水井坊	-90.1%	691.5%	10.4%	2.2%	16.6%	-172.6%	52.0%	116.9%	508.9%	29.6%
舍得酒业	18.8%	119.3%	-16.3%	32.1%	-22.6%	62.0%	215.3%	-29.7%	14.8%	-88.4%
酒鬼酒	12.9%	96.8%	5.3%	-32.0%	-13.3%	6.4%	174.0%	-18.7%	-38.2%	-60.9%
地产酒	-12.1%	26.8%	16.7%	22.1%	8.4%	-10.6%	31.3%	12.7%	25.0%	8.7%
洋河股份	-18.6%	20.7%	17.1%	16.1%	-3.0%	-10.4%	28.6%	6.1%	9.9%	-9.7%
古井贡酒	-3.5%	28.6%	29.5%	26.8%	16.8%	-16.5%	45.4%	45.3%	47.5%	24.6%
老白干酒	-9.0%	21.8%	24.6%	10.0%	9.0%	-32.6%	32.5%	41.6%	18.5%	46.7%
今世缘	3.8%	27.3%	14.0%	30.6%	21.5%	1.9%	20.5%	16.3%	29.1%	16.9%
迎驾贡酒	-17.3%	57.1%	0.1%	29.5%	19.0%	9.4%	122.3%	4.1%	60.9%	28.0%
口子窖	-25.1%	35.0%	-7.9%	34.0%	5.9%	-30.5%	10.0%	-4.9%	22.8%	15.1%
金徽酒	22.7%	25.6%	12.2%	21.0%	7.7%	141.7%	15.6%	-34.5%	53.7%	1.9%
其他	23.6%	-7.0%	0.2%	15.1%	-9.4%	583.6%	-55.5%	-192.4%	255.4%	-92.9%
金种子酒	-0.7%	15.9%	2.6%	30.5%	-26.2%	30.9%	-74.3%	13.3%	107.9%	-295.6%
伊力特	51.8%	-24.1%	4.7%	-5.6%	3.6%	163.1%	-41.5%	-75.2%	39.8%	38.9%
天佑德酒	-14.0%	32.3%	-13.6%	53.0%	-11.8%	-8.4%	112.4%	-367.6%	290.3%	-248.1%

数据来源: wind、东吴证券研究所

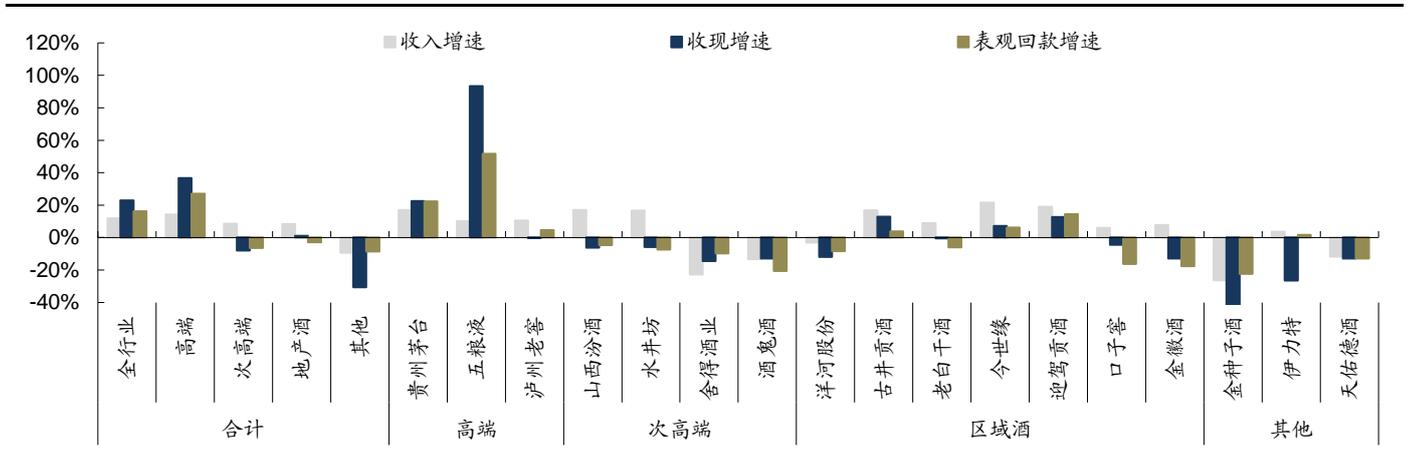
24H1 行业整体表观回款增速>收现增速>收入增速, 行业-剔除茅五收入增速>表观回款增速>收现增速, 显示多数酒企渠道回款意愿更趋谨慎, 经销商客户开始进行主动去库。

图11: 酒企 24H1 收入、收现、表观回款 (收入+Δ预收) 同比增速对比



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图12: 酒企 24Q2 收入、收现、表观回款 (收入+Δ预收) 同比增速对比

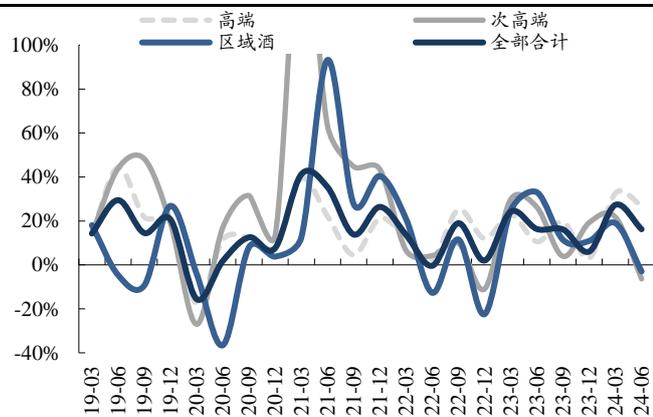


数据来源：Wind、东吴证券研究所

回款端，除茅台、五粮液、伊力特 24Q2 增速同比改善之外，其他酒企均有承压。
1) 高端酒回款节奏分化，24Q2 茅五泸狭义回款额（收入+Δ预收）分别同增 22.3%/51.6%/4.6%。其中，茅台、五粮液经销渠道回款要求同比加快，弱势环境下酒企销售兑现更多向大商倾斜；泸州老窖回款同比增速放缓，体现公司主动控货去库以巩固渠道、防范风险。2) 次高端酒企整体回落，1 则商务需求持续承压，2 则部分酒企如汾酒、舍得适时调整，淡季加强渠道整固。3) 区域酒企，徽酒、苏酒优质龙头景气延续，迎驾贡酒、今世缘、古井贡酒 24Q2 回款额分别同比增长 14.4%、6.3%、3.8%。

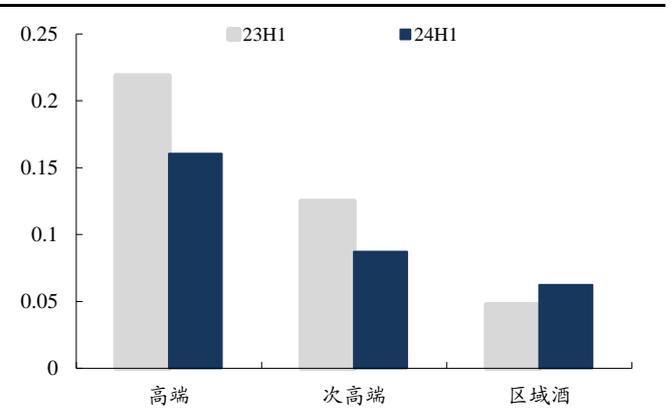
收现端，酒企收现比普遍同比回落，需求下行压力逐步向龙头酒企报表传导。
22Q4+23Q1、23Q2、23Q3、23Q4+24Q1、24Q2 白酒板块收现同比增速分别为 12.9%、10.4%、22.1%、12.5%、22.8%，24Q2 收现增速加快主系茅五贡献，其他酒企 Q2 收现增速大多承压。1) 高端酒 24Q2 收现比同比提升 0.21pct。其中，茅台、五粮液收现增速同比提升，1 是经销渠道回款要求同比加快，2 是五粮液经销商承兑汇票于 Q2 集中到期，较以往存在错期；老窖收现增速波动则主因 Q2 回款进度放缓。2) 次高端酒企收现比同比下滑。其中，汾酒收现比同比回落，预计与票据展期有关。3) 区域酒企收现比同比略回落，1 是渠道打款信心偏弱，2 是票据支持力度加大。

图13: 白酒子板块单季回款额（收入+Δ预收）同比



数据来源：wind、东吴证券研究所

图14: 白酒子版块应收票据+应收票据融资占收入比重



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					
	22Q3	22Q4+23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+24Q1	24Q2	22Q3	22Q4+23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+24Q1	24Q2
全行业	16.46%	14.93%	18.58%	15.45%	15.79%	11.98%	18.99%	12.11%	16.33%	16.13%	16.81%	16.22%
高端	15.12%	15.68%	16.95%	15.66%	16.30%	14.24%	25.08%	16.72%	10.60%	19.61%	16.36%	27.04%
贵州茅台	15.23%	17.61%	20.38%	13.14%	18.90%	16.95%	23.97%	13.67%	10.90%	18.08%	22.02%	22.29%
五粮液	12.24%	12.02%	5.07%	16.99%	12.65%	10.08%	38.09%	20.83%	4.51%	10.76%	9.18%	51.61%
泸州老窖	22.28%	18.41%	30.46%	25.41%	14.93%	10.51%	2.67%	18.36%	21.49%	54.24%	13.42%	4.63%
次高端	24.61%	8.90%	21.93%	9.64%	18.92%	8.50%	9.95%	9.97%	26.27%	3.88%	20.77%	-6.35%

山西汾酒	32.54%	26.49%	31.75%	13.55%	22.50%	17.06%	17.39%	21.76%	37.17%	6.89%	29.26%	-4.56%
水井坊	6.99%	-33.10%	2.22%	21.48%	30.93%	16.62%	-0.15%	-31.41%	12.55%	15.48%	30.95%	-7.33%
舍得酒业	30.91%	6.58%	32.10%	7.86%	13.91%	-22.73%	-10.46%	39.85%	3.20%	0.59%	-0.97%	-9.74%
酒鬼酒	2.47%	-37.92%	-32.02%	-36.66%	-22.76%	-13.27%	28.36%	-40.74%	-9.75%	-45.18%	-24.92%	-20.49%
地产酒	19.11%	17.06%	22.10%	16.58%	12.04%	8.41%	11.59%	1.15%	33.06%	11.38%	15.91%	-2.95%
洋河股份	18.37%	13.60%	16.06%	11.03%	2.30%	-3.02%	6.04%	-11.27%	28.56%	9.76%	11.03%	-8.34%
古井贡酒	21.58%	24.77%	26.78%	23.39%	19.51%	16.79%	11.54%	11.34%	22.05%	20.36%	20.62%	3.82%
老白干酒	27.93%	1.59%	9.99%	12.87%	15.49%	9.00%	8.16%	-2.91%	20.02%	3.44%	18.74%	-5.99%
今世缘	26.13%	27.36%	30.61%	28.04%	23.84%	21.52%	31.24%	13.99%	39.79%	15.77%	22.75%	6.27%
迎驾贡酒	23.39%	18.74%	29.48%	21.89%	20.17%	19.04%	29.58%	18.29%	42.40%	18.43%	17.67%	14.36%
口子窖	5.69%	9.34%	34.03%	4.67%	10.76%	5.90%	11.88%	12.90%	59.50%	-18.14%	8.28%	-16.33%
金徽酒	-9.12%	16.55%	21.05%	47.84%	19.38%	7.73%	-7.19%	8.24%	57.30%	50.78%	20.65%	-17.67%
其他	-38.77%	-1.80%	15.08%	73.45%	23.91%	-9.42%	-33.74%	1.34%	7.81%	78.39%	21.11%	-8.52%
金种子酒	-18.59%	7.25%	30.52%	43.28%	1.52%	-26.25%	-7.93%	25.10%	-5.04%	39.84%	-5.78%	-22.37%
伊力特	-60.04%	-3.76%	-5.57%	143.89%	34.37%	3.64%	-58.48%	-8.92%	-2.15%	157.97%	38.70%	1.66%
天佑德酒	-23.25%	-8.98%	52.98%	43.81%	35.76%	-11.82%	-21.44%	-6.15%	55.68%	58.73%	29.53%	-12.86%

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					
	22Q3	22Q4+ 23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+ 24Q1	24Q2	22Q3	22Q4+ 23Q1	23Q2	23Q3	23Q4+ 24Q1	24Q2
全行业	12.87%	12.85%	10.38%	22.11%	12.51%	22.83%	1.13	1.08	1.07	1.20	1.05	1.18
高端	16.80%	20.56%	4.20%	31.63%	11.71%	36.62%	1.14	1.10	1.08	1.29	1.05	1.29
贵州茅台	19.58%	12.68%	12.27%	20.97%	22.72%	22.60%	1.15	1.04	1.05	1.23	1.08	1.10
五粮液	10.77%	43.68%	-18.55%	35.11%	-1.76%	93.41%	1.21	1.24	1.00	1.40	1.09	1.76
泸州老窖	20.13%	-8.17%	25.75%	90.42%	7.36%	-0.22%	0.90	0.89	1.37	1.37	0.83	1.23
次高端	4.78%	-4.28%	24.86%	-12.16%	20.15%	-7.93%	1.12	0.97	1.22	0.90	0.98	1.03
山西汾酒	5.09%	6.43%	35.49%	-15.88%	25.08%	-6.29%	1.14	0.96	1.25	0.85	0.98	1.00
水井坊	0.30%	-30.08%	9.36%	15.12%	29.51%	-5.92%	1.19	1.12	1.21	1.13	1.11	0.97
舍得酒业	1.58%	-3.30%	36.02%	-16.65%	12.75%	-14.44%	1.10	0.98	1.18	0.85	0.97	1.30
酒鬼酒	21.82%	-43.15%	-40.30%	-33.31%	-33.69%	-12.94%	0.92	0.88	1.03	0.97	0.76	1.04
地产酒	7.34%	2.40%	24.99%	14.68%	11.80%	1.00%	1.12	1.09	0.98	1.10	1.08	0.92
洋河股份	7.71%	-10.67%	13.83%	11.58%	13.04%	-11.96%	1.14	1.05	0.82	1.15	1.16	0.74
古井贡酒	-10.07%	13.47%	19.28%	26.80%	6.32%	12.80%	0.92	1.05	1.10	0.94	0.94	1.07
老白干酒	-0.13%	-5.75%	24.90%	12.78%	23.67%	-0.49%	1.14	1.15	0.93	1.14	1.23	0.84
今世缘	52.68%	12.46%	32.64%	4.35%	19.64%	7.13%	1.60	1.12	1.07	1.30	1.08	0.95
迎驾贡酒	29.62%	26.13%	42.45%	18.45%	11.41%	12.69%	1.15	1.21	1.13	1.11	1.12	1.07
口子窖	-13.20%	20.70%	48.93%	20.27%	-1.04%	-4.35%	0.80	1.06	1.10	0.91	0.95	1.00
金徽酒	-16.48%	16.73%	93.07%	30.13%	13.79%	-12.84%	1.24	1.29	1.16	1.09	1.23	0.94
其他	18.40%	-16.73%	12.80%	52.12%	6.99%	-30.59%	1.37	1.08	1.04	1.21	0.93	0.80
金种子酒	163.87%	-15.33%	52.09%	4.30%	-47.80%	-46.89%	1.85	1.09	1.25	1.35	0.56	0.90
伊力特	-26.15%	-25.36%	-21.60%	156.93%	35.64%	-26.48%	1.02	1.05	0.85	1.07	1.06	0.60
天佑德酒	-20.54%	0.57%	48.89%	54.03%	30.99%	-12.99%	1.17	1.13	1.11	1.25	1.09	1.09

数据来源：wind、东吴证券研究所

2.1. 高端白酒：聚焦理性发展，主动调控节奏

高端酒企收入符合预期，主动控量稳价。2024Q2 茅台、五粮液、老窖总营收分别同增 17%、10%、11%，归母净利分别同增 16%、12%、2%，其中茅台、泸州老窖收入增幅较 23 年同期回落，五粮液低基数下收入增幅同比提升。

贵州茅台：提分红呵护股东回报，调渠道帮助稳定价盘。24H1 总营收 834.5 亿元/同比+17.6%；归母净利润 417.0 亿元/同比+15.9%。24Q2 实现总营收 369.7 亿元/同比+17.0%；归母净利润 176.3 亿元/同比+16.1%。分产品看：①茅台酒收入 Q2 同增 12.9%，增速环比回落(Q1 同增 17.7%)，主系直销渠道适当控量(企业团购、国资平台发货暂缓)。②系列酒收入 Q2 同增 42.5%，环比加速(Q1 同增 18.4%)，1 则 i 茅台投放量同比降幅收窄，2 则估计新汉酱等系列酒投放增大。H1 收入同增 30.5%，略高于全年 20%+增速预期，考虑 1935H1 发货进度同比略快，预计 H2 增速或有回落。2) 分渠道看：直销/批发渠道 Q2 同增 6.1%/28.5%，直销占比达 40%，环比回落 2.3pct。2024 年以来茅台增量更多向经销渠道倾斜，1 则帮助稳定价盘，2 则通过调动经销商有利于做强开瓶。7 月以来茅台批价逐步回升，体现公司渠道管控能力仍强，价格调控手段丰富：①全年增量向经销渠道倾斜，以便更好调节量价节奏。②后续将取消 12 瓶/箱的散飞包装规格，散飞、箱飞批价重新并轨。③加强窜货管控，鼓励专卖店挖掘 2C 潜力。预计后续茅台价盘站稳 2300 以上，旺季价格适度波动。提升经营稳定性的同时，公司亦注重股东回报，指引 2024-2026 年度现金分红比率不低于 75%，分年度和中期两次实施。提升固定分红比率彰显公司国企担当，对比 2023 年分红(年度分红 52%+特别分红 32%，分红额 628 亿元)，估算 2024 年分红额保持增长(645+亿元)。

五粮液：转作风革故鼎新，强执行久久为功。24H1 公司收入 506 亿元，同增 11.3%，归母净利 190.6 亿元，同增 11.9%；对应 Q2 收入、利润分别同增 10.1%、11.5%，1) 分产品看：H1 公司酒类收入同比增长 12.5%，其中高价、中低价酒分别同增 11.4%、17.8%。①高价酒 H1 量价同比+12.1%、-0.6%。24 年公司明确八代只减不增，同时加强 1618、低度开瓶培育，在 1618 及文创酒增量贡献下，高价酒吨价保持稳定。同时按 969 老价格执行的普五发货预计将体现到中秋节前，提价贡献预计主要在 Q4 体现。②中低价酒 H1 量价同比-24.9%、+54.7%，其中五粮春等系列酒保持增速引领，其他酒(果酒/露酒)等持续调整。2) 分区域：24H1 公司东部、西部大区收入分别同增 15.7%、16.7%，收入增量分别贡献 18、24 亿元，期内经销商分别变化+13/-36 家，预计主系核心大商销售进度同比加快，24H1 公司前五大客户销售同比增加 31 亿元。伴随公司控货挺价逐步推进，渠道价格信心修复，大商合同执行进度同比提振。年内普五动销保持稳健，看好 24 年量价策略转变为中长期价格空间打好基础，同期 1618、低度、文化酒等产品多点开花，系列酒品牌营销高举高打，预计有望贡献积极增量。

泸州老窖：夯实基础，防范风险。24H1 收入 169.05 亿元/同比+15.84%，归母净利润 80.28 亿元/同比+13.22%；24Q2 收入 77.16 亿元/同比+10.51%；归母净利 34.54 亿元/同比+2.24%。24H1 公司酒类收入同比+16.0%，其中 Q2 较 Q1 增速有一定放缓，1 是基数偏高，23Q2 收入占比 23.1%，明显高于 21/22 年同期约 21%左右水平；2 是公司主动控货

去库以巩固渠道、防范风险。伴随 7/8 月动销开瓶逐步回升，全年收入 15% 增速目标预计将稳步兑现。①H1 中高档酒收入同比+17.1%，量/价同比+25.7%/-6.8%。其中国窖收入增速 10~15%，Q2 宏观需求走弱背景下，相应加强发货管控，年中渠道库存回落至良性水平，沪系中档酒收入同比增速稳定在 20%+ 水平，年内保持价稳量增策略，Q2 窖龄增速适度调控。②H1 其他酒类收入同比+6.9%，量/价同比+0.6%/+6.3%。头曲承接大众消费红利保持较好增速，整体增速偏慢 1 是头曲春节销售有部分体现在 23Q4，2 是其他战术产品继续精简控量。24H1 公司围绕“坚定、攻坚、创新、协同”的发展主题，降速提质，防范风险——一方面通过高地战略、百城计划等方案加强核心市场深耕，并加强节奏调控适时环节渠道压力；另一方面借助数字化手段推动扁平化管理，进一步向管理要效益。伴随西南、华北市场做深做透，华东、华南市场逐步激活，未来仍然看好公司双品牌全国化布局成效。

2.2. 次高端白酒：底部承压分化加剧，尚待需求修复

次高端酒企承压明显，商务需求尚有待恢复。 2024Q2 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 8.5%、-7.0%。其中汾酒/舍得/水井坊/酒鬼酒收入分别同增 17.1%/16.6%/-22.6%/-13.3%，利润分别同增 10.2%/29.6%/-88.4%/-60.9%，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：顺时而动，均衡发力。 224H1 实现营收 227.5 亿元，同比 19.6%；归母净利 84.1 亿元，同比+24.3%。对应 24Q2 实现收入 74.1 亿元，同比+17.1%；归母净利 21.5 亿元，同比+10.2%。24H1/Q2 公司酒类收入分别同比增长 20.0%/17.5%，季度收入增速略有放缓，与基数波动有关。1) 分产品看：①Q2 公司产品结构波动较大，估算 Q2 腰部、青花增速“此起彼伏”，玻汾维持 20% 增速。青花 Q1 放量较多，Q2 控量挺价（去年节奏刚好相反）。②H1 估算青花、腰部、玻汾增速分别为 20%、30%、20%+，其中青 20 保持 20%+ 增长，青 25 随省内增速回落，复兴版圈层培育尚待时间显效，不急于一时。腰部紧抓大众消费需求，加快全国化推广；玻汾则随县级市场下沉开拓保持增量投放。2) 分区域看：24H1 省内/省外收入分别同增 11.4%/25.7%，全年延续省内缓进深耕、省外拔节成长。截至 Q2 季末公司经销商数量 4196 家，Q1/Q2 分别环比-222/+478 家，与公司全国化渠道下沉、经销商结构优化有关。公司中期会议顺时而动，进一步强化管理及组织要素：1 是对后续增长未做激进要求；2 是调整费用结构，适当调低汾享礼遇返利比例，相应增加大区自主费用；3 是持续推进销售梯队年轻化建设，提拔更新销售中层，全年预计仍将稳步兑现 20% 增长。

舍得酒业：主动调整，砥砺前行。 24H1 实现营收 32.71 亿元，同比-7.28%，归母净利润 5.91 亿元，同比-35.73%；对应 24Q2 营收 11.65 亿元，同比-22.61%，归母净利润 0.41 亿元，同比-88.40%。24H1 公司酒类收入同比下滑 8.7%，Q1/Q2 单季同比 3.0%/-

25.0%，Q2 增速大幅回落，主因公司着眼长期渠道发展质量，自 Q2 起针对次高端品味舍得主动控货去库。1) 分产品看：H1 公司中高档/低档酒收入分别同比下滑 5.6%/25.2%，其中，预估正贡献来源于：舍之道同比保持约 20% 增长，沱牌光瓶 T68 及窖龄特曲小体量实现快速增长；负拖累体现为：品味舍得明显下滑，沱牌定制产品有所收缩。参考去年基数，预计 H2 沱牌、舍之道及品味增速差异边际收敛，全年收入增速或较 H1 差异不大。此外，夜郎古 H1 收入实现 1.7 亿元，实现翻倍以上增长，预计主系大师版新品招商贡献增量，大金奖库存消化接近尾声。2) 分区域看：24H1 省内/省外收入分别为 9.1/20.8 亿元，同比-2.5%/-11.2%。省内成都及遂宁大本营区域销售保持稳定，省外河南、河北等区域相对承压。公司舍得与沱牌双品牌交替驱动，Q2 舍得主动去库调整，以夯实长期发展质量；同时沱牌光瓶及窖龄特曲等盒装产品，因地制宜做强当地消费氛围，有序推动全国化扩张。

酒鬼酒：着眼长期，转型攻坚。 2024H1 营业总收入 9.94 亿元，同比-35.5%；归母净利润 1.21 亿元，同比-71.32%，2024Q2 营业总收入 5 亿元，同比-13.27%；归母净利润 0.48 亿元，同比-60.87%。分产品看，①内参 24H1 收入同比下滑 60.8%，量价同比-44.4%/-29.5%，估算内参 Q2 收入 1.5 亿元左右，伴随基数走低，单季度同比降幅收窄。24 年公司全面严控内参出货，暂停非主品配额，坚定聚焦主品培育。甲辰版内参实行小批量发货，并削减经销商随量返利比例，将费用更多投入 C 端红包/赠酒等，推动新品批价稳步上行。②酒鬼 24H1 收入同比下滑 30.1%，量价同比-29.3%/-1.1%，估算 Q2 同比-20%左右，24 年公司明确加强样板市场及核心终端建设，预计红坛、内品宴席场景表现良好，库存进一步去化，实际动销优于收入表现。③湘泉 24H1 收入同比+36.3%，承接大众价位带需求，低基数下实现较快增长。当前环境下，公司持续坚定推进营销模式转型，重点做深省内市场、打造样板市场，下一阶段还将聚焦突破、深度挖潜，对重点市场、重点客户进行精准化服务。伴随终端建设及 BC 联动成果逐步显现，预计后续季度收入降幅有望进一步收窄。

水井坊：业绩符合预期，期待聚势启新。 24H1 营收/归母净利分别 17.2/2.4 亿元，同比 12.6%/19.6%。24Q2 营收/归母净利分别 7.9/0.6 亿元，分别同比+16.6%/29.6%。24 财年(23Q3~24Q2)公司营收实现 51.5 亿元，同比+25%(2 年 CAGR 2.8%)，顺利达成财年目标；对应 24Q2 收入同增 16.6%，略好于预期主因散酒销售贡献约 5.5pct。产品方面，24Q2 酒类收入同增 11.2%，2 年 CAGR 为 7.4%；其中高档酒 Q2/H1 的 2 年 CAGR 分别为 7.4%/-12.6%。高档酒 Q1 节奏适度调控，Q2 低基数下同比增速略有回升，但动销表现仍待恢复。现金流方面，24Q2 收入+△合同负债同比-7.3%，在完成财年目标基础上，Q2 以去库稳价为主，季末渠道库存约 50+ 天。经过 1 年多时间，公司自 2024 年 7 月 15 日起对胡庭洲先生进行正式任命，新任总经理人选终迎尘埃落定，期待经营管理逐步理顺。此前胡总曾于宝洁、柯达、百事负责销售管理职能，并出任过好时中国总经理、豫园股份总裁等管理要职，在食品饮料等快消品行业拥有丰富经验，未来有望发挥自身专业才干，帮助公司在市场营销、品牌宣传、销售渠道拓展方面实现管理优化。

2.3. 地产酒：皖酒、苏酒韧性延续，冀酒弹性持续释放

大众价格带产品销售保持稳定，部分酒企毛销差表现亮眼。2023 年地产酒上市公司整体营收、归母净利润增速分别为 8.4%、8.5%，利润增速略好于收入，古井、迎驾、老白干区域龙头均保持 20%+利润增长。

古井贡酒：省内外稳步开拓，毛销差强势兑现。24H1 收入 138.06 亿元/同比+22.07%，归母净利润 35.73 亿元/同比+28.54%；24Q2 收入 55.19 亿元/同比+16.79%；归母净利润 15.07 亿元/同比+24.57%。分产品：①24H1 年份原浆收入同增 23.1%，量/价分别同比+16.6%、+5.6，估算古 5 及以上产品均保持 20%或以上增长，稳定推升公司销售结构。②24H1 古井贡酒、黄鹤楼及其他收入分别同增 11.5%、26.6%，公司对古井贡低价位产品进行精简梳理，黄鹤楼名酒复兴、三通工程等规划稳步推进。市场端，公司省内外战略路径清晰，省内多价位带产品布局日臻完善，市场下沉空间仍足；省外全国化扩张梯队业已形成，将分批次递进打造规模市场、规模网点，规模化市场打造正有序实现模式复制。费用端，公司资源投放效率稳步提升，目前品牌投放维持存量，地面营销费用则实行固定投向管理，削减随量、促销费用，C 端费用落地考核加强。2024 年公司后续销售兑现压力不大，市场工作重点保障营销质量，古 20 稳价格、强渠道持续推进，古 7、古 8 推宴席、铺网点落地有声，看好公司省内外均打开后三百亿增长新天地。

迎驾贡酒：长风破浪，踏波稳进。24H1 公司收入、归母净利润分别同比+20.4%、29.6%；对应 24Q2 收入、归母净利润同比+19.0%、28.0%。24Q2 公司酒类收入同增 20.2%，年内公司通过“1233”工程强化 C 端势能，推动洞藏系列持续放量，增速兑现稳定性强。1) 分产品看：Q2 中高档酒收入同增 24.9%，其中估算洞藏保持 30%+增速，金银星兑现个位数增长。伴随“双核工程”深化推进，公司包量店签约力度加大、终端客情维护持续加强，推动核心市场份额不断扩大。2) 分区域看：Q2 省内、省外收入分别同增 22.9%、15.3%，省内受益挖掘宴席增量、强化营销服务，淡季动销韧性仍强；省外在消费承压背景下，低价位产品销售增长相对稳健。从价格带空间来看，安徽大众主流消费价位升级而上，受益疫后大众白酒消费呈现“少而精”特点(消费频次/数量收缩，但价格端有明显升级)，合肥及周边地区居民用酒加快向百元以上价位切换。参考古 5、古 8 规模，看好洞 6、洞 9 仍有较大施展空间。从区域扩张来看，公司省内区域发展沿合六淮→皖北→皖南进行开拓，1 则强化通过销售绑定及营销赋能持续拉升终端卖力，2 则通过数字化手段加强库存及价盘管控，推动合肥等起量市场结构与规模并进。

洋河股份：降速调整，质量为先。2024H1 营收 228.76 亿元，同比增长 4.58%；归母净利润 79.47 亿元，同比增长 1.08%；2024Q2 营收 66.21 亿元，同比下降 3.02%；归母净利润 18.92 亿元，同比下降 9.75%。24 年公司营销策略及渠道管控仍处梳理阶段，24H1/Q2 公司营收同比分别为 4.6%/-3.0%。伴随淡季动销走弱，公司亦加强 M6+等核心产品的发货及促销管控，Q2 销售增长压力边际放大。24H1 公司中高档酒、普酒销售分

别同增 4.8%、5.2%，其中，预计 M6+控量挺价，海之蓝蓄力整固，主要由水晶梦、天之蓝承担销量增长任务。24H1 公司省内、省外经销商对比 23 年末分别-18、+62 家，省内推进渠道分类分级及结构优化管理。公司 23Q4 以来主动降速调整，明确 600 及以上价位价在量先，期待 M6+经过控货调整打好百亿基础，手工班真年份产品重振公司品质及品牌形象。此外，公司公告 24~26 年年度现金分红总额不低于归母净利的 70%，且不低于人民币 70 亿元（含税），即现价股息率不低于 6%，高分红夯实股价安全边际。

今世缘：敦本务实，奋楫者先。24H1 总营收 73.05 亿元，同比+22.35%；归母净利润 24.61 亿元，同比+20.08%。24Q2 总营收 26.34 亿元，同比+21.52%；归母净利润 9.29 亿元，同比+16.86%。分产品看，24Q2 特 A+产品收入达 16.8 亿元，同比+21.1%，估算增速排序对开>V 系>四开。其中，自 3 月 1 日国缘开系全线提价，Q2 淡季公司对四开、V 系主动控速，推动五代四开批价拉升至 410 元左右。24Q2 特 A 类产品收入 8.1 亿元，同比+25.3%，主系淡雅、柔雅持续开拓流通渠道，保持快速增长。公司 2024 年经营目标为总营收约 122 亿元（同比+21%），净利润约 37 亿元（同比+18%）；24H1 公司沿全年目标稳步兑现，24H2 规划通过红包力度加大、销售捆绑、费用精准投放等举措巩固中秋国庆动销，股权激励护航全年业绩兑现置信度高。

老白干酒：结构稳步提升，弹性持续释放。24H1 收入实现 24.7 亿元，同比+10.7%；归母净利 3.0 亿元，同比+40.25%；24Q2 收入实现 13.4 亿元，同比+9.0%；归母净利 1.68 亿元，同比+46.7%。1)分品牌看：①24H1 主力品牌本部、武陵收入分别同比增长 19.1%、15.1%。其中，本部受益大众宴席及企业团购带动，中高端与次高端齐头并进，Q1/Q2 高档酒-剔除武陵（主要是本部核心产品）收入 2 年 cagr 分别为 9.7%/15.1%。武陵 Q2 增速放缓（湖南区域 Q1/Q2 收入同比为 21.2%/3.7%，2 年 cagr 为 12.3%/18%），与基数波动有关，同时淡季高端酒销售蓄势整固，并加强渠道质量管控，H1 合计调出 141 家终端客户。②24H1 板城、文王、孔府家收入增速分别同增 6.5%、14.3%、28.1%。其中，板城河北产品布局加强与本部协同，价格带错位发展；文王、孔府家经过前期产品梳理净化，目前在大本营市场销售渐有起色。2)分结构看：24Q2 公司高档酒、中低档酒收入增速分别为 10.5%、12.7%，100 元以上产品增速放缓与武陵增速波动有关，估算本部仍保持 15%+增速；中低档酒增速保持平稳。伴随 2024~26 年股权激励步入解禁阶段，公司业绩弹性释放适逢其时，看好后续季度利润增长稳步兑现。

金徽酒：行而不辍，张弛并济。24H1 营收 17.54 亿元/同比+15.17%；归母净利润 2.95 亿元/同比+15.96%；24Q2 营收 6.78 亿元/同比+7.73%；归母净利润 0.74 亿元/同比+1.88%。24Q2 公司实现酒类销售收入 6.6 亿元，同比+6.5%，经过 Q1 旺季放量，淡季主要进行渠道调控。考虑 24H1 酒类收入同增 14.7%，期末渠道库存进一步消化至约 1.5 月健康水平，预计全年收入目标（同比 18%）有望稳步兑现。分产品看：24Q2 公司 300 元以上/100~300 元/100 元以下收入分别为 1.2/3.4/2.0 亿元，同增 7.1%/2.7%/13.3%，结构环比 Q1 基本一致，百元以上占比达 70%。Q2 公司针对金徽四星、柔和系列（H3、H6）适时提价（8~10 元左右）并主动控货，以进一步强化其在 100-300 元价位带站位。公司

Q2 适时调控节奏，渠道质量与产品结构先行。看好公司战略执行力与内生驱动力稳步兑现，西北大本营品牌口碑持续放大，预计全年兑现可期。

表4: 白酒子板块单季收入同比增速情况 (%)

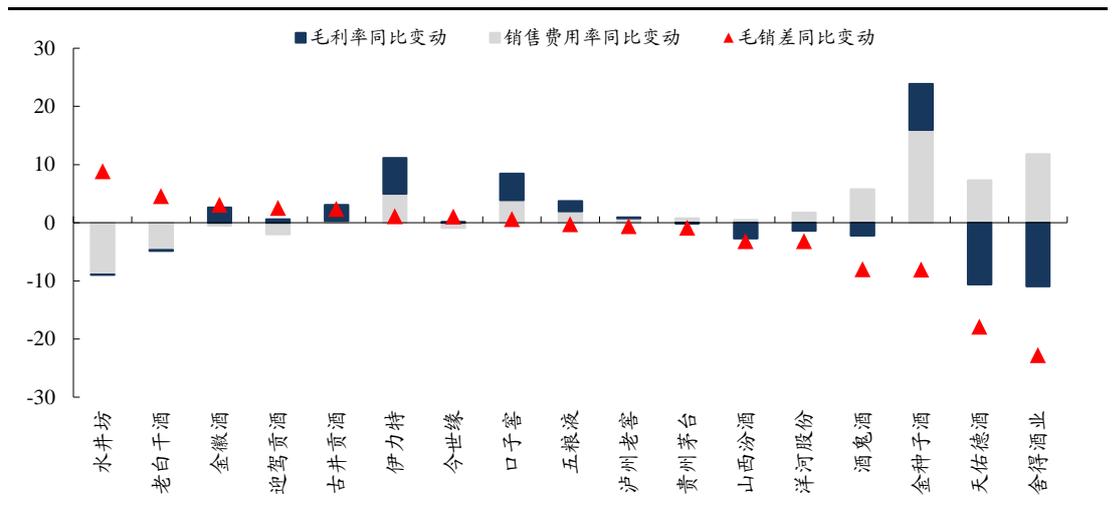
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	16.95	15.66	16.86	15.84	14.24
次高端合计	21.93	9.64	30.06	14.22	8.50
地产酒合计	22.10	16.58	4.98	15.15	8.41
其他合计	15.08	73.45	42.89	13.29	-9.42
全部合计	18.58	15.45	16.31	15.43	11.98

数据来源: wind、东吴证券研究所

3. 利润端：毛利率小幅提升，净利润弹性收窄趋势延续

24Q2 我们统计 17 家白酒上市公司中，24Q2 净利润增速快于营收增速的有 7 家，24Q2 毛利率增幅改善的酒企有 9 家。

图15: 2024Q2 白酒个股毛销差同比变动 (pct)

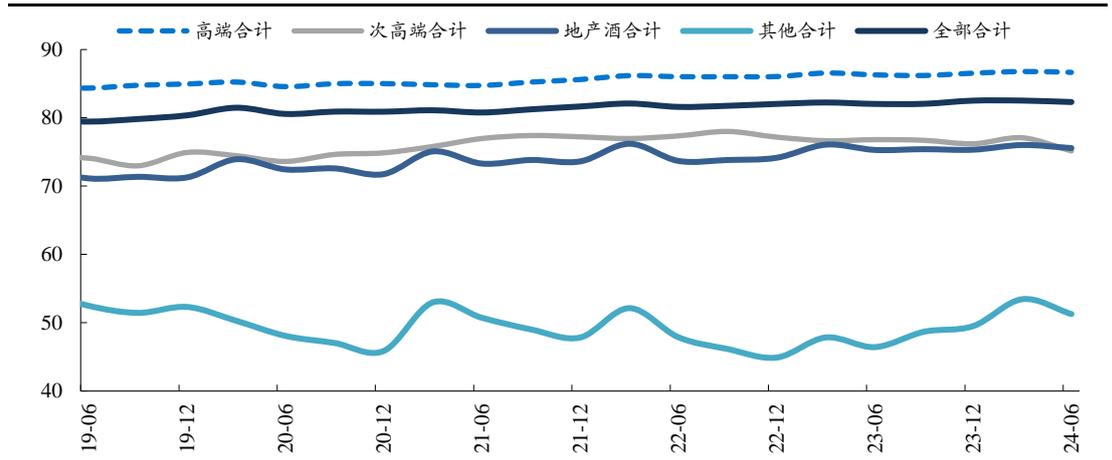


数据来源: wind、东吴证券研究所

3.1. 毛利率：整体小幅上行，次高端结构承压明显

24Q2 白酒板块毛利率为 82.16%，同比提升 0.46pct。分板块看，高端酒、次高端、区域酒 24Q2 毛利率分别同比+0.58pct、-3.13pct、+0.76pct。

图16: 白酒子板块累计毛利率 (%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

毛销差角度来看，24Q2 白酒板块单季度毛销差同比下降 0.31pct。1) 24Q2 高端毛销差同比下降 0.33pct，同期毛利率同增 0.58pct，销售费率同比略有放大，1 是茅五逆势加大市场培育投入力度，2 是老窖 Q1、Q2 费用投放同比有一定错期。2) 24Q2 次高端毛销差同比下滑 4.19pct，同期毛利率下滑 3.13pct，主因产品结构下滑拖累毛销差表现。3) 地产酒毛销差同比+0.33pct，同期毛利率+0.76pct，除洋河外，其余个股毛销差同比呈现升势，仍然受益自身产品结构提升或规模效应。

表5：白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	0.10	-0.02	1.30	0.22	0.58
次高端合计	-1.08	-2.86	1.00	0.43	-3.13
地产酒合计	4.65	1.54	-0.60	-0.05	0.76
其他合计	2.82	15.33	11.17	5.60	2.95
全部合计	0.91	-0.02	1.05	0.28	0.46

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)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	0.69	-0.42	0.12	-0.17	-0.33
次高端合计	3.31	0.52	-3.03	1.54	-4.19
地产酒合计	2.17	-0.24	-1.73	-0.33	0.33
其他合计	6.97	22.81	16.99	5.99	-5.62
全部合计	1.20	-0.18	-0.05	0.13	-0.31

数据来源：wind、东吴证券研究所

3.2. 费用率：销售费率小幅上行，管理费用率延续优化

费用率方面，24Q2 白酒企业销售费用率同比+0.77pct 至 11.89%；管理费用率同比下滑 0.48pct 至 5.11%。销售费用率同比小幅提升，多数酒企加强费用管控，向管理端要效益，渠道随量促销费用保持收缩，C 端营销投入则借助数字化手段加强费用落地管理。

表7: 销售费用率同比变动 (pct)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	-0.59	0.40	1.18	0.40	0.90
次高端合计	-4.39	-3.38	4.03	-1.11	1.06
地产酒合计	2.48	1.77	1.13	0.27	0.43
其他合计	-4.15	-7.48	-5.82	-0.39	8.57
全部合计	-0.29	0.16	1.11	0.15	0.77

数据来源: wind、东吴证券研究所

表8: 管理费用率同比变动 (pct)

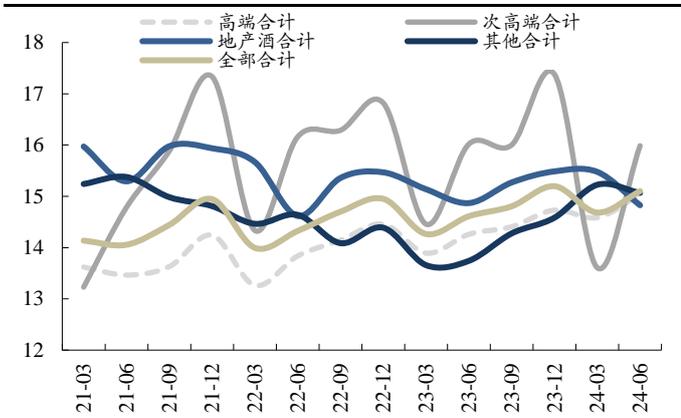
	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	-0.11	-0.70	-0.24	-0.59	-0.73
次高端合计	-0.05	-0.73	-2.12	-0.15	-0.02
地产酒合计	-1.12	-0.30	0.10	-0.62	0.15
其他合计	0.01	-3.01	-4.08	0.09	-0.76
全部合计	-0.32	-0.61	-0.42	-0.53	-0.48

数据来源: wind、东吴证券研究所

3.3. 营业税率: 整体平稳, 季度同比小幅提升

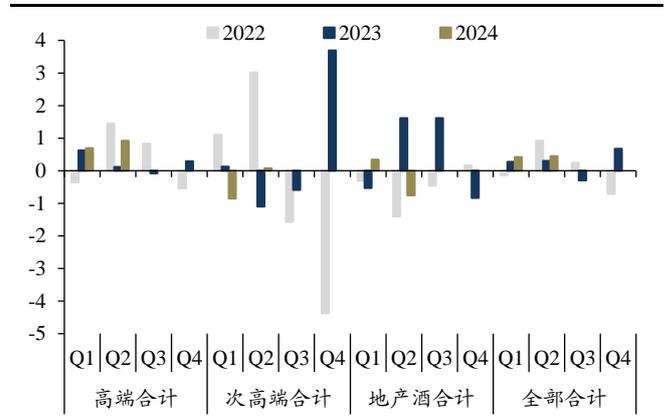
营业税率方面, 24Q2 白酒板块营业税率同比小幅提升 0.45pct, 1 则与基数波动有关, 2 则与酒企基酒生产节奏安排变化有关。

图17: 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18: 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: 次高端弹性显著收窄, 地产分化加剧

利润增速方面, 24Q2 高端 (13.17%) > 地产酒 (8.68%) > 次高端 (-6.97%)。利润弹性角度来看, 24Q2 酒企整体利润弹性同比回落显著, 但五粮液、老白干酒逆势提升。

表9: 白酒子板块归母净利润同比增速情况 (%)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	18.36	17.97	17.48	15.21	13.17

次高端合计	35.99	15.19	5.14	20.93	-6.97
地产酒合计	25.02	19.69	2.56	13.87	8.68
其他合计	255.39	194.28	313.19	54.50	-92.92
全部合计	21.03	18.40	16.22	15.72	10.64

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 (%)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	18.47	17.59	17.56	15.49	12.84
次高端合计	36.04	15.52	5.84	20.58	-5.79
地产酒合计	29.91	21.21	-7.81	15.26	9.96
其他合计	203.23	158.81	214.59	54.85	-115.33
全部合计	21.81	18.36	15.58	16.14	10.70

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

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	1.52	1.93	0.70	-0.35	-1.40
次高端合计	14.10	5.88	-24.21	6.36	-14.28
地产酒合计	7.81	4.63	-12.79	0.10	1.54
其他合计	188.15	85.36	171.70	41.56	-105.91
全部合计	3.23	2.90	-0.73	0.71	-1.28

数据来源：wind、东吴证券研究所

表12: 白酒上市公司 2024Q2 及 2024H1 业绩概览

证券简称	24H1				24Q2			
	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	819.31	17.76	416.96	15.88	361.55	17.31	176.30	16.10
五粮液	506.48	11.30	190.57	11.86	158.15	10.08	50.12	11.50
泸州老窖	169.05	15.84	80.28	13.22	77.16	10.51	34.54	2.24
山西汾酒	227.46	19.65	84.10	24.27	74.08	17.06	21.47	10.23
水井坊	17.19	12.57	2.42	19.55	7.85	16.62	0.56	29.60
沱牌舍得	32.71	-7.28	5.91	-35.73	11.65	-22.61	0.41	-88.40
酒鬼酒	9.94	-35.50	1.21	-71.32	5.00	-13.27	0.48	-60.87
洋河股份	228.76	4.58	79.47	1.08	66.21	-3.02	18.92	-9.75
古井贡酒	138.06	22.07	35.73	28.54	55.19	16.79	15.07	24.57
老白干酒	24.70	10.65	3.04	40.25	13.40	9.00	1.68	46.69
今世缘	73.04	22.36	24.61	20.08	26.33	21.52	9.29	16.86
迎驾贡酒	37.85	20.44	13.79	29.59	14.61	19.04	4.66	27.96
口子窖	31.66	8.72	9.49	11.91	13.99	5.90	3.59	15.15
金徽酒	17.54	15.17	2.95	15.96	6.78	7.73	0.74	1.88
金种子酒	6.67	-13.16	0.11	129.35	2.47	-26.25	-0.07	-295.62
伊力特	13.30	8.94	1.98	12.13	4.98	3.64	0.39	38.92
天佑德酒	7.59	14.93	0.80	-17.53	2.33	-11.82	-0.29	-248.08

数据来源：wind、东吴证券研究所

4. 投资建议

我们认为，2024 年食饮投资策略主线是低估值优质确定性成长+高股息率，辅线是经营改善，关注稳定政策的持续加码和风险偏好变化。中性假设下，2024 类 2022 波动性仍存，低位布局更理性。白酒中长期看好基本面坚挺和份额提升标的，也看好现金流支撑的股息率品种，短期布局旺季前预期差不掩对长期价值的认同。推荐山西汾酒、贵州茅台、五粮液、泸州老窖、迎驾贡酒、古井贡酒、老白干酒等，建议关注：珍酒李渡、今世缘。

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>