

➤ **“守住市场份额”成为存量竞争发展阶段的首选：**(1) 宏观面，面对内部产业升级与外部挑战，“底线思维”与防御性策略成为优选，而国资规模性企业抗风险能力显著高于中小企业。(2) 产业面，大股东“稳增长”的期待与白酒行业消费动力减弱与消费场景收缩导致供需错配，市场库存累积、价格承压。(3) 品牌端，名酒品牌扩充产品线组合以价格下延与区域下沉策略进一步挤压中小品牌生长空间；在行业高集中、强分化趋势下，中小品牌求存与龙头品牌的成长战加剧，“以渠道对抗品牌”“终端为王”高筑渠道壁垒策略也成为市场份额争夺中的必然选择，可以预见的是存量竞争阶段“以价换量”仍将持续，但随着竞争方人力、费用等资源追加而先发优势也将抹平，效用边际递减。

➤ **第一，24Q2 报表业绩降速，公司存货增加与合同负债下降（剔除茅五），可以视为市场库存出清周期开启。**

➤ **营收与净利润增速环比下降，高端与区域龙头业绩表现韧性考验渠道能力，主动调整释压逐步开始：**Q2 为传统消费淡季，叠加礼赠、商务与宴席等核心场景表现弱势，白酒板块 24Q2 实现营业收入 919.2 亿元，同比+10.6%；归母净利润 337.0 亿元，同比+11.8%，高端酒、次高端酒、区域龙头和其他酒收入分别同比+14.4%、+8.5%、+8.4%和-14.7%。

➤ **公司存货增加，合同负债下降：**24H1 存货 1506.8 亿元较 23H1 的 1360.7 亿元增长 10.7%，环比 24Q1 的 1452.7 亿元提高 3.7%；24H1 末合同负债 385.5 亿元，环比 409.1 亿元下降 6.5%，剔除茅五后 24H1 合同负债 204.0 亿元，环比 263.4 亿元消耗明显。

➤ **第二，“以价换量”，以变动（销售）费用调节消费者真实感知价格，守住市场份额：价格的核心是保障利益分配链条的持续合理稳定，无论是假接数字化工具 BC 联动的“扫码红包现金奖励或再来一瓶”，还是直接加大进货陈列奖励、演唱会门票促销等强化渠道推力。**

➤ **净利率同降与毛利率小幅提升：**24Q2 白酒板块盈利整体承压，高端-0.6pcts、次高端-3.9pcts、区域龙头-0.1pcts、其他酒企+6.0pcts，板块毛利率为 81.1%，同比+1.2pcts。

➤ **经营性现金流承压：**剔除茅台及五粮液提价回款、H1 填仓票据集中兑付影响，板块其他企业经营现金流 24H1 为 228.2 亿元，23H1 为 166.0 亿元；24Q2 为 23.8 亿元，同比 23Q2 的 62.5 亿元减少 38.7 亿元，今世缘、水井坊等变动明显。

➤ **第三，重视股东回报，承诺年度最低分红比例：24-26 年，茅台不低于当年归母净利润的 75%，原则上每年度进行两次分红，洋河承诺年分红不低于归母净利润的 70%，分红不低于 70 亿元。**

➤ **投资建议：“先量后价”渠道库存出清周期已然开启，关注飞天、普五等产品中秋国庆旺季价格走势，拐点判断有赖于动销提升、库存下降、价格企稳提升，基于当下较高安全边际的估值水平下，推荐五粮液（1618 与低度红包策略）、贵州茅台、山西汾酒（核心消费群对青花 20 及玻汾等稳定需求支撑），古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、老白干酒、伊力特、金徽酒、泸州老窖、水井坊、洋河股份。**

➤ **风险提示：**白酒限制性产业政策调整超预期；消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期；食品安全问题。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1,398.00	59.49	69.56	77.06	23	20	18	推荐
000858.SZ	五粮液	117.53	7.78	8.58	9.60	15	14	12	推荐
000568.SZ	泸州老窖	110.60	9.02	9.95	10.93	12	11	10	推荐
600809.SH	山西汾酒	163.99	8.56	10.46	12.59	19	16	13	推荐
000596.SZ	古井贡酒	162.00	8.68	10.97	13.55	19	15	12	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	50.28	2.86	3.68	4.34	18	14	12	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 6 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 食品饮料行业周动态：速冻龙头布局饮品供应链，饮品小料市场前景几何-2024/08/12
- 食品饮料 24Q2 基金持仓分析：板块重仓占比回落 白酒仍为配置主力-2024/07/31
- 食品饮料行业 2024 年中期投资策略：平芜尽处是春山——布局长期，跟踪改善，优选个股-2024/06/18
- 休闲食品及食品加工行业 2023 年年报及 2024 年一季报业绩综述：春节旺季动销亮眼，成本红利延续释放-2024/05/23
- 2024 年春季糖酒会专题：春糖总结——产业回归平常心，积极寻求结构性机会-2024/03/26

目录

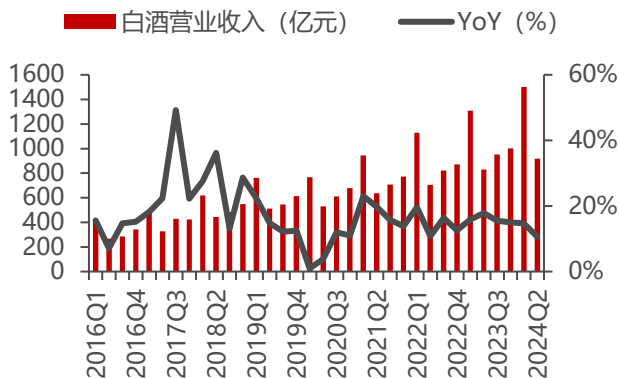
1 白酒板块 2024 年中报总结：高端酒延续稳健，次高端、地产酒分化加剧	3
1.1 收入端：白酒分化增长，高端和区域龙头酒企韧性较强.....	3
1.2 利润端：酒企业绩整体降速，费用投放增加.....	11
1.3 现金流及合同负债：经营现金流承压，合同负债“蓄水池”效应减弱.....	16
2 投资建议	20
3 风险提示	21
插图目录	22
表格目录	22

1 白酒板块 2024 年中报总结：高端酒延续稳健，次高端、地产酒分化加剧

1.1 收入端：白酒分化增长，高端和区域龙头酒企韧性较强

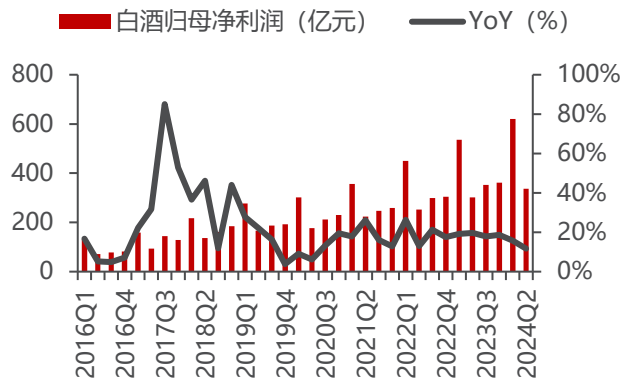
2024Q2 白酒消费保持弱复苏，上市酒企整体呈现分化增长。Q2 为传统消费淡季，叠加礼赠、商务与宴席等核心场景表现弱势，白酒板块 A 股 20 家上市公司 24H1 合计实现营收 2420.73 亿元，同比增长 13.11%；实现归母净利润 956.82 亿元，同比增长 14.31%；其中 Q2 实现营业收入 919.17 亿元，同比增长 10.64%；实现归母净利润 336.95 亿元，同比增长 11.76%，增速均环比下降。白酒企业上半年整体维持增长态势，分价格表现分化，高端酒及区域龙头增长具备韧性，次高端由于商务消费复苏缓慢受损分化加剧。2024Q2 高端酒、次高端酒、区域龙头和其他酒收入分别为 596.87 亿元、98.59 亿元、176.33 亿元和 47.38 亿元，同比增长 14.41%、8.50%、8.39%和-14.68%，归母净利润分别为 260.96 亿元、22.92 亿元、51.53 亿元和 1.55 亿元，同比增长 13.17%、-6.97%、7.87%以及扭亏为盈。

图1：24Q2 白酒行业收入表现环比降速，增速为 10.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：24Q2 白酒行业利润增速为 11.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

表1：24H1 白酒上市公司营收、归母净利润及同比增速情况（亿元）

	2024H1				2024Q2				2024Q1			
	营收	YoY	净利润	YoY	营收	YoY	净利润	YoY	营收	YoY	净利润	YoY
高端酒	1494.84	15.28%	687.80	14.43%	596.87	14.41%	260.96	13.17%	897.97	15.86%	426.84	15.21%
贵州茅台	819.31	17.76%	416.96	15.88%	361.55	17.31%	176.30	16.10%	457.76	18.11%	240.65	15.73%
五粮液	506.48	11.30%	190.57	11.86%	158.15	10.08%	50.12	11.50%	348.33	11.86%	140.45	11.98%
泸州老窖	169.05	15.84%	80.28	13.22%	77.16	10.51%	34.54	2.24%	91.88	20.74%	45.74	23.20%
次高端酒	287.29	12.19%	93.64	12.66%	98.59	8.50%	22.92	-6.97%	188.71	14.22%	70.72	20.93%
山西汾酒	227.46	19.65%	84.10	24.27%	74.08	17.06%	21.47	10.23%	153.38	20.94%	62.62	29.95%
舍得酒业	32.71	-7.28%	5.91	-35.73%	11.65	-22.73%	0.41	-88.41%	21.05	4.18%	5.50	-3.37%
水井坊	17.19	12.57%	2.42	19.55%	7.85	16.62%	0.56	29.60%	9.33	9.38%	1.86	16.82%
酒鬼酒	9.94	-35.50%	1.21	-71.32%	5.00	-13.27%	0.48	-60.87%	4.94	-48.80%	0.73	-75.56%
区域龙头	509.37	12.67%	163.09	11.68%	176.33	8.39%	51.53	7.87%	333.04	15.08%	111.56	13.53%
洋河股份	228.76	4.58%	79.47	1.08%	66.21	-3.02%	18.92	-9.75%	162.55	8.03%	60.55	5.02%
古井贡酒	138.06	22.07%	35.73	28.54%	55.19	16.79%	15.07	24.57%	82.86	25.85%	20.66	31.61%
今世缘	73.04	22.36%	24.61	20.08%	26.33	21.52%	9.29	16.86%	46.71	22.84%	15.33	22.12%
迎驾贡酒	37.85	20.44%	13.79	29.59%	14.61	19.04%	4.66	27.96%	23.25	21.33%	9.13	30.43%
口子窖	31.66	8.72%	9.49	11.91%	13.99	5.90%	3.59	15.15%	17.68	11.05%	5.89	10.02%
其他酒企	129.22	-4.51%	12.29	80.19%	47.38	-14.68%	1.55	-204.89%	81.85	2.57%	10.74	29.40%
老白干酒	24.70	10.65%	3.04	40.25%	13.40	9.00%	1.68	46.69%	11.30	12.67%	1.36	33.04%
伊力特	13.30	8.94%	1.98	12.13%	4.98	3.64%	0.39	38.92%	8.31	12.39%	1.59	7.08%
顺鑫农业	56.87	-8.45%	4.23	621.87%	16.30	-23.26%	(0.28)	-93.15%	40.57	-0.75%	4.51	37.42%
金徽酒	17.54	15.17%	2.95	15.96%	6.78	7.73%	0.74	1.88%	10.76	20.41%	2.21	21.58%
金种子酒	6.67	-13.16%	0.11	129.35%	2.47	-26.25%	(0.07)	-295.62%	4.19	-3.02%	0.18	-142.9%
天佑德酒	7.59	14.93%	0.80	-17.53%	2.33	-11.82%	(0.29)	-248.08%	5.26	32.77%	1.08	40.43%
皇台酒业	0.65	-12.07%	-0.04	-230.75%	0.29	-18.86%	(0.05)	-941.12%	0.36	-5.73%	0.01	-64.64%
岩石股份	1.91	-77.32%	-0.77	-244.60%	0.82	-81.91%	(0.58)	-356.77%	1.09	-71.94%	-0.20	-163.4%
珍酒李渡	41.33	17.50%	10.18	26.90%	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院（注：顺鑫农业除白酒业务外包含畜牧业务；珍酒李渡不纳入合计，净利润为经调整净利润）

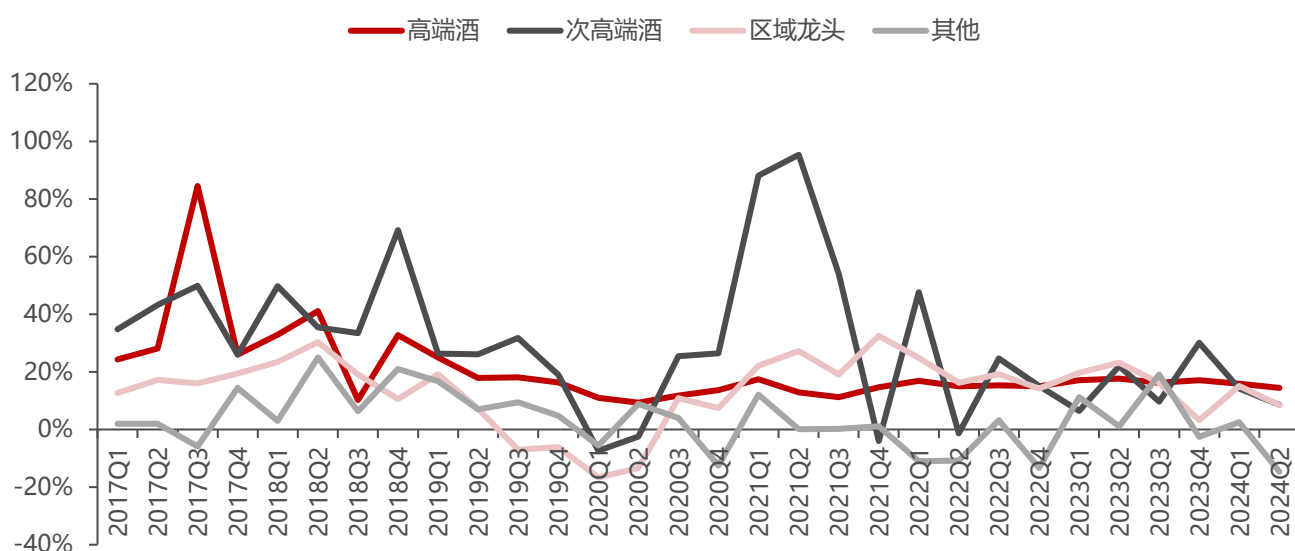
高端酒：强品牌下保持稳健，24Q2 贵州茅台营收、归母净利润增速分别为 17.31%、16.10%，持续掌握超高端定价权；五粮液收入、业绩维持双位数增长，24Q2 营收、归母净利润同比增速分别为 10.08%、11.50%，公司控量挺价效果凸显；泸州老窖业绩基数较高，表现相对较弱，24Q2 营收、归母净利润同比增速分别实现 10.51%、2.24%。

次高端酒：业绩分化加剧，基地市场强势酒企确定性较高，山西汾酒 24Q2 营收、归母净利润同比增速分别为 17.06%、10.23%；舍得酒业持续调整，24Q2

营收、归母净利润同比增速分别为-22.73%、-88.41%；水井坊利润基数较低，24Q2 营收、归母净利润同比增速分别为 16.62%、29.60%；酒鬼酒以消化库存为先，业绩承压，24Q2 营收、归母净利润同比增速分别为-13.27%、-60.87%。

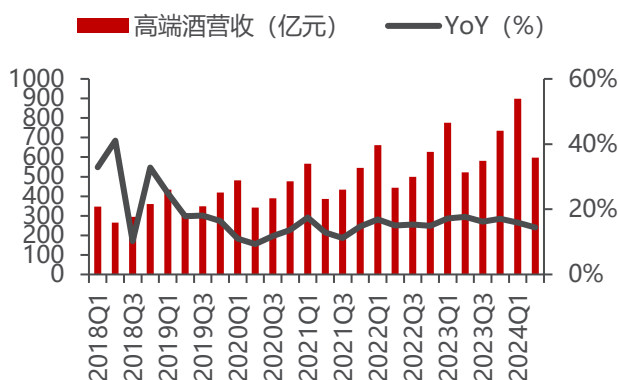
区域龙头：龙二增速优于龙一，徽酒板块相对较优。徽酒古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖 24Q2 营收同比增速分别实现 16.79%、19.04%、5.90%；归母净利润同比增速分别为 24.57%、27.96%、15.15%。苏酒今世缘势能依旧，24Q2 营收、归母净利润同比增速分别为 21.52%、16.86%；洋河股份淡季主动调整，24Q2 营收、归母净利润同比增速分别为-3.02%、-9.75%。其他酒企中老白干酒、伊力特业绩表现较优，24Q2 归母净利润同比增速分别为 46.69%、38.92%。

图3：分价位看，高端酒及区域龙头酒企单季度收入同比增速稳定



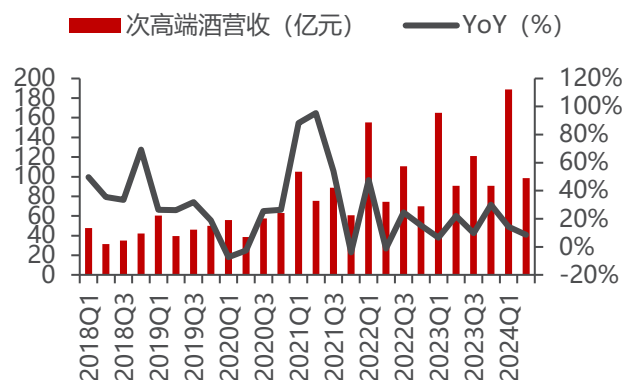
资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

图4：24Q2 高端酒板块营收增速为 14.41%



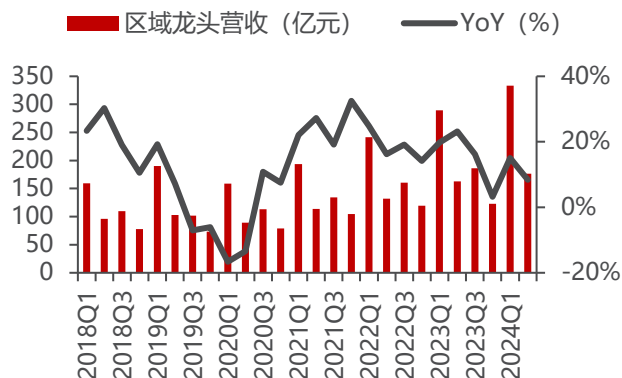
资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

图5：24Q2 次高端酒板块营收增速为 8.50%



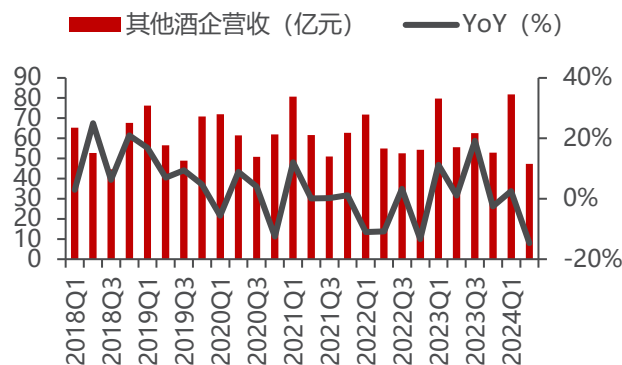
资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

图6：24Q2 区域龙头板块营收增速为 8.39%



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

图7：24Q2 其他酒企营收增速为-14.68%



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

表2：2020-2024 年白酒上市公司 H1 营收及同比增速情况 (亿元)

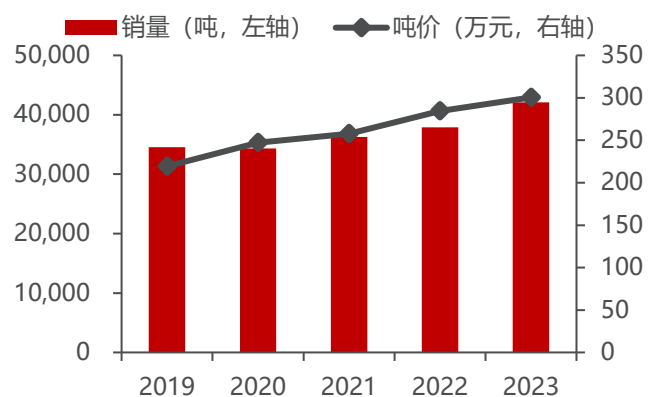
	H1 营业收入					H1 营收增速				
	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
高端酒	823.55	951.56	1105.04	1296.75	1494.84	10.32%	15.54%	16.13%	17.35%	15.28%
贵州茅台	439.53	490.87	576.17	695.76	819.31	11.31%	11.68%	17.38%	20.76%	17.76%
五粮液	307.68	367.52	412.22	455.06	506.48	13.32%	19.45%	12.17%	10.39%	11.30%
泸州老窖	76.34	93.17	116.64	145.93	169.05	-4.72%	22.04%	25.19%	25.11%	15.84%
次高端酒	94.52	180.61	229.70	256.08	287.29	-5.45%	91.08%	27.18%	11.49%	12.19%
山西汾酒	69.00	121.19	153.34	190.11	227.46	7.80%	75.51%	26.53%	23.98%	19.65%
舍得酒业	10.26	23.91	30.25	35.29	32.71	-15.95%	133.09%	26.51%	16.64%	-7.28%
水井坊	8.04	18.37	20.74	15.27	17.19	-52.41%	128.44%	12.89%	-26.38%	12.57%
酒鬼酒	7.22	17.14	25.37	15.41	9.94	1.87%	137.31%	48.04%	-39.24%	-35.50%
区域龙头	247.98	307.46	373.83	452.08	509.37	-15.49%	23.98%	21.59%	20.93%	12.67%
洋河股份	134.29	155.43	189.08	218.73	228.76	-16.06%	15.75%	21.65%	15.68%	4.58%
古井贡酒	55.20	70.07	90.02	113.10	138.06	-7.82%	26.96%	28.46%	25.64%	22.07%
今世缘	29.13	38.51	46.46	59.69	73.04	-4.65%	32.20%	20.66%	28.47%	22.36%
迎驾贡酒	13.68	21.01	25.30	31.43	37.85	-27.32%	53.62%	20.38%	24.25%	20.44%
口子窖	15.70	22.43	22.97	29.12	31.66	-35.12%	42.90%	2.42%	26.79%	8.72%
其他酒企	133.44	142.21	126.67	135.32	129.22	0.57%	6.57%	-10.93%	6.83%	-4.51%
老白干酒	14.93	16.52	20.26	22.32	24.70	-23.79%	10.61%	22.65%	10.19%	10.65%
伊力特	7.94	10.31	11.33	12.21	13.30	-15.60%	29.85%	9.96%	7.71%	8.94%
顺鑫农业	95.20	91.91	65.19	62.11	56.87	13.12%	-3.46%	-29.07%	-4.72%	-8.45%
金徽酒	7.12	9.72	12.26	15.23	17.54	-12.67%	36.59%	26.13%	24.25%	15.17%
金种子酒	4.10	5.45	6.02	7.68	6.67	-19.09%	32.98%	10.39%	27.63%	-13.16%
天佑德酒	3.54	5.79	5.95	6.61	7.59	-34.65%	63.61%	2.81%	10.95%	14.93%
皇台酒业	0.39	0.25	0.71	0.74	0.65	135.35%	-35.82%	179.60%	5.51%	-12.07%
岩石股份	0.03	0.75	0.66	0.74	0.23	2.27	4.96	8.43	1.91	2492.42%

珍酒李渡	-	-	30.61	35.19	41.33	-	-	-	15.00%	17.50%
------	---	---	-------	-------	-------	---	---	---	--------	--------

资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院（注：顺鑫农业除白酒业务外包含畜牧业务；珍酒李渡不纳入合计）

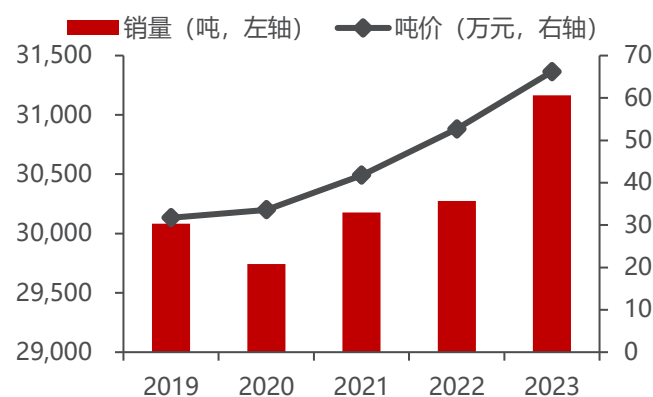
量价端：行业整体结构升级延续，吨价提升节奏放缓。 高端酒茅五泸对自身系列产品价格及 SKU 进行战略调整，系列酒吨价显著提升。其中茅台及其系列酒实现量价齐升；五粮液及其系列酒表现分化，五粮液优先渠道动销，保障销量及良性库存，量增价跌，系列酒结构加速升级，量缩价升；泸州老窖以销量增长为主，吨价小幅下滑。次高端量价情况存在分化，其中汾酒量增约 35%，水井坊结构提升，以价增为主；区域酒及光瓶酒企整体维持量减价升态势，其中古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、口子窖、老白干酒量价齐升，金徽酒、金种子酒以量增为主。

图8：茅台酒 23 年同比量增 11%，价增 6%



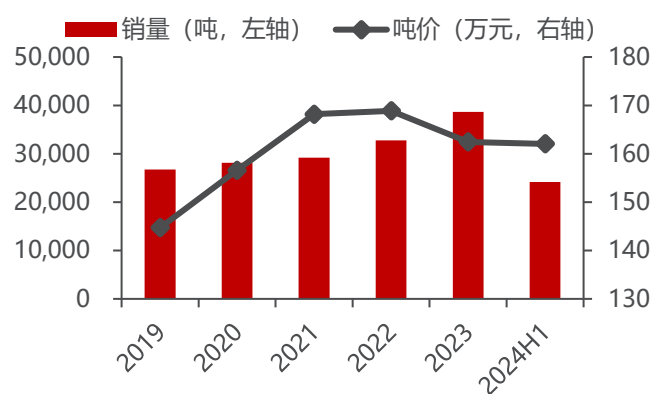
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：茅台系列酒 23 年同比量增 3%，价增 26%



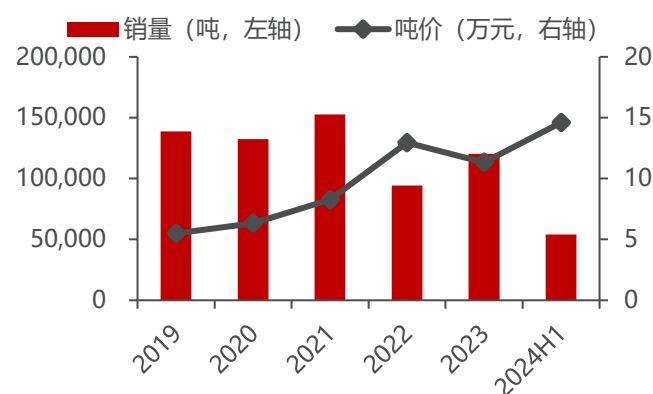
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：五粮液 24H1 同比量增 12%，价减 1%



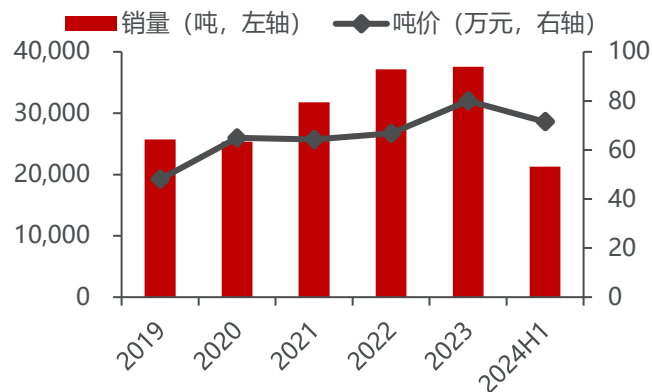
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：五粮液系列酒 24H1 同比量减 24%，价增 55%



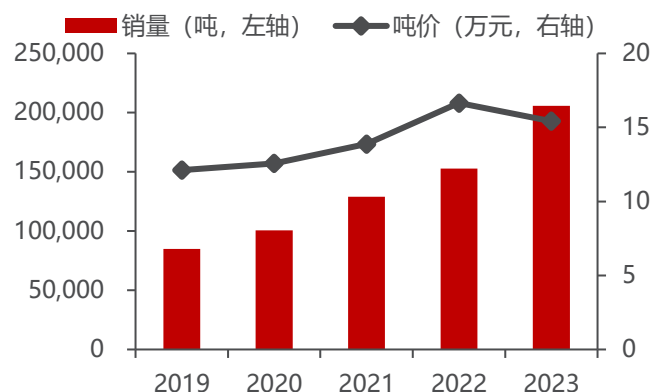
资料来源：wind，民生证券研究院

图12: 泸州老窖 24H1 同比量增 26%，价减 17%



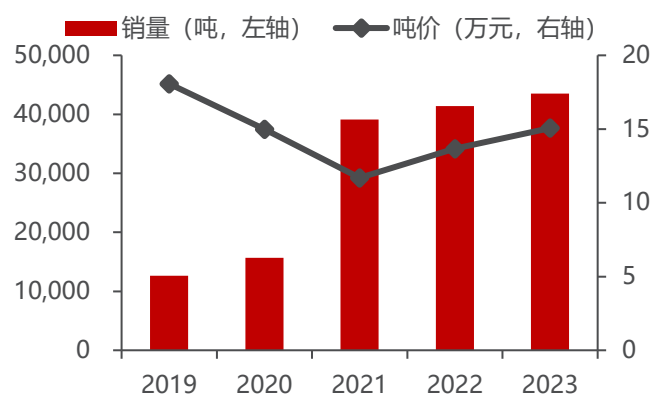
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 山西汾酒 23 年同比量增 35%，价减 7%



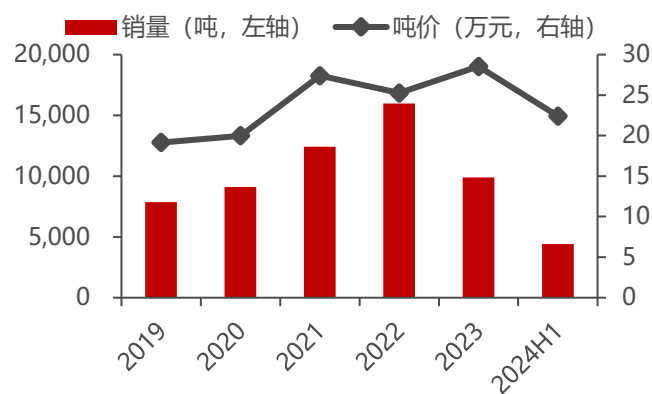
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 舍得酒业 23 年同比量增 5%，价增 10%



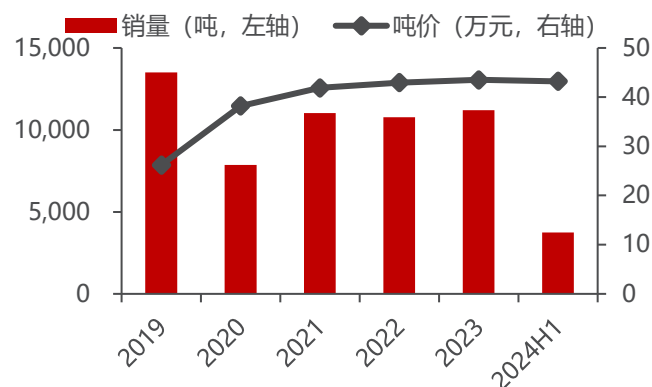
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 酒鬼酒 24H1 同比量减 19%，价减 21%



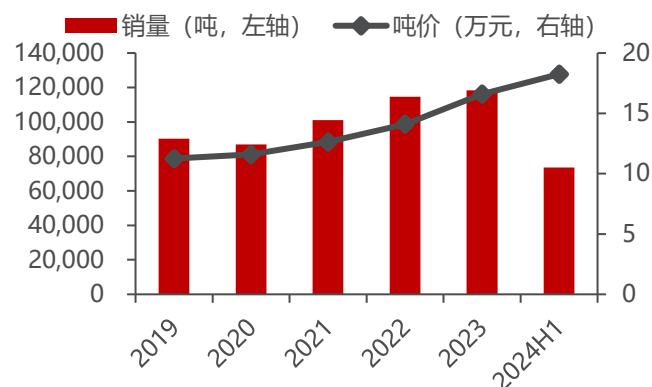
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 水井坊 24H1 同比量减 9%，价增 17%



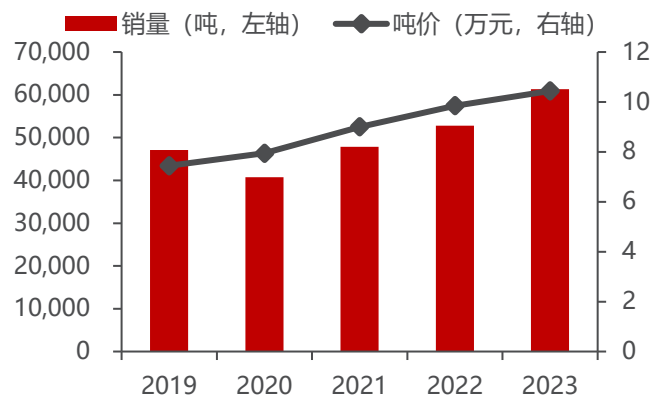
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 古井贡酒 24H1 同比量增 13%，价增 8%



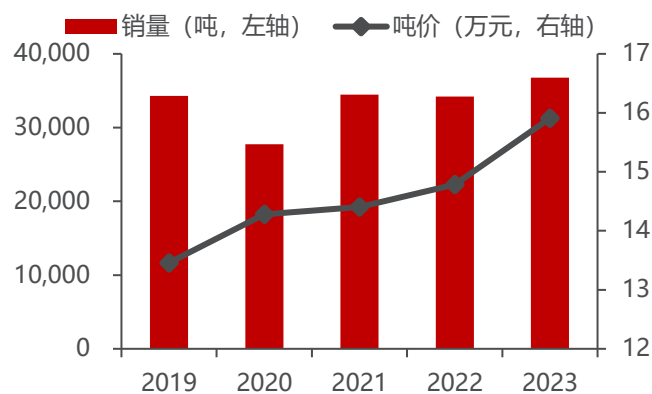
资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 迎驾贡酒 23 年同比量增 16%，价增 6%



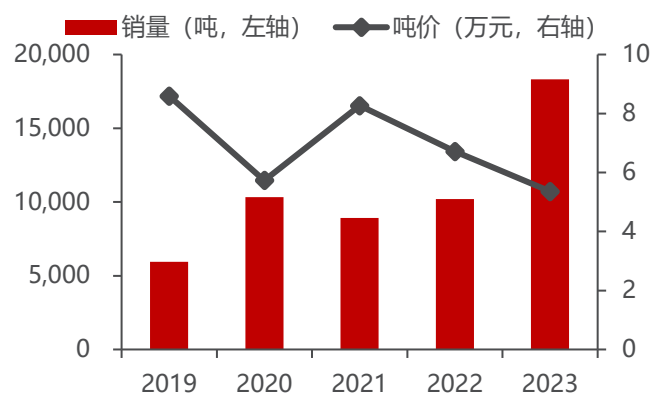
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 口子窖 23 年同比量增 7%，价增 8%



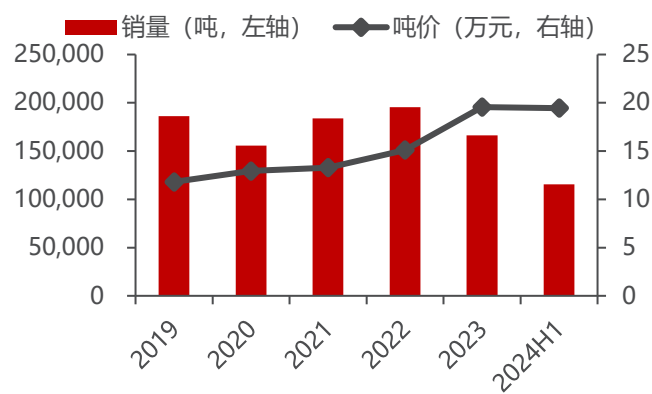
资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 金种子酒 23 年同比量增 80%，价减 20%



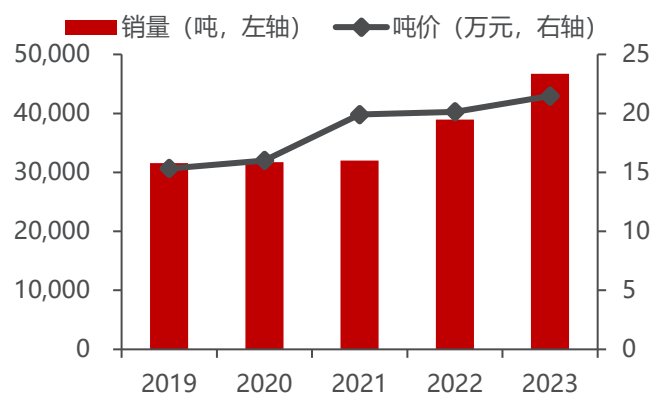
资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 洋河股份 24H1 同比量减 0.3%，价增 5%



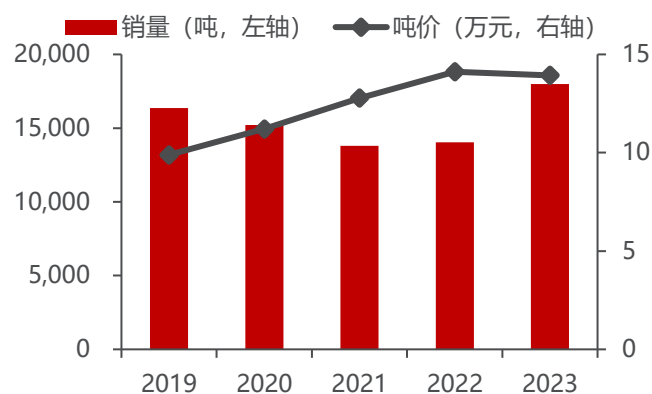
资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 今世缘 23 年同比量增 20%，价增 7%



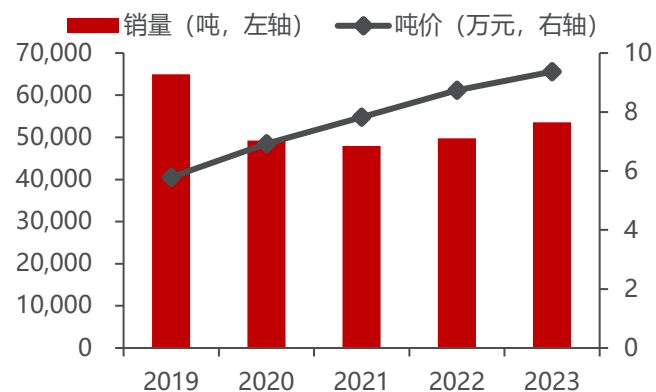
资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 金徽酒 23 年同比量增 28%，价减 1%



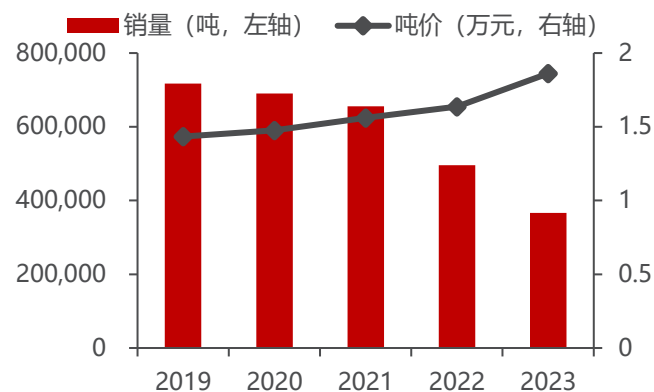
资料来源: wind, 民生证券研究院

图24: 老白干酒 23 年同比量增 8%，价增 7%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图25: 顺鑫农业 23 年同比量减 26%，价增 14%

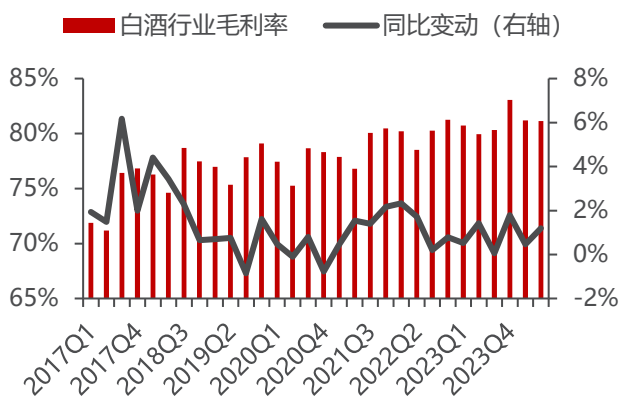


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2 利润端：酒企业绩整体降速，费用投放增加

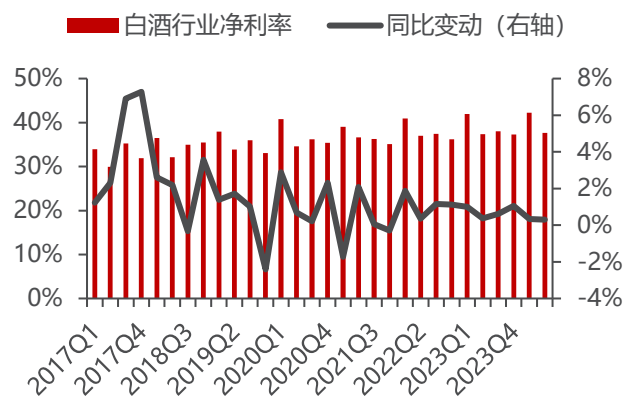
毛利率、净利率：24Q2 白酒板块盈利整体承压，费用率表现分化。白酒板块 24Q2 毛利率为 81.1%，同比提升 1.2pcts；分价格带看，高端酒、次高端酒、区域龙头酒、其他酒企 24Q2 毛利率分别为 86.3%、74.0%、75.6%、51.6%，同比分别+0.6pcts、-3.1pcts、+0.8pcts、+6.1pcts，其中五粮液、古井贡酒、口子窖、伊力特、顺鑫农业、金种子酒等同比提升明显，次高端整体结构承压。白酒板块 24Q2 净利率为 37.7%，同比持平；分价格带看，高端酒、次高端酒、区域龙头酒、其他酒企 24Q2 净利率分别为 45.2%、23.4%、29.5%、3.3%，同比分别-0.6pcts、-3.9pcts、-0.1pcts、+6.0pcts，其中五粮液、水井坊、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、老白干酒、伊力特、顺鑫农业等同比有所提升。

图26：24Q2 白酒板块毛利率同比+1.2pcts



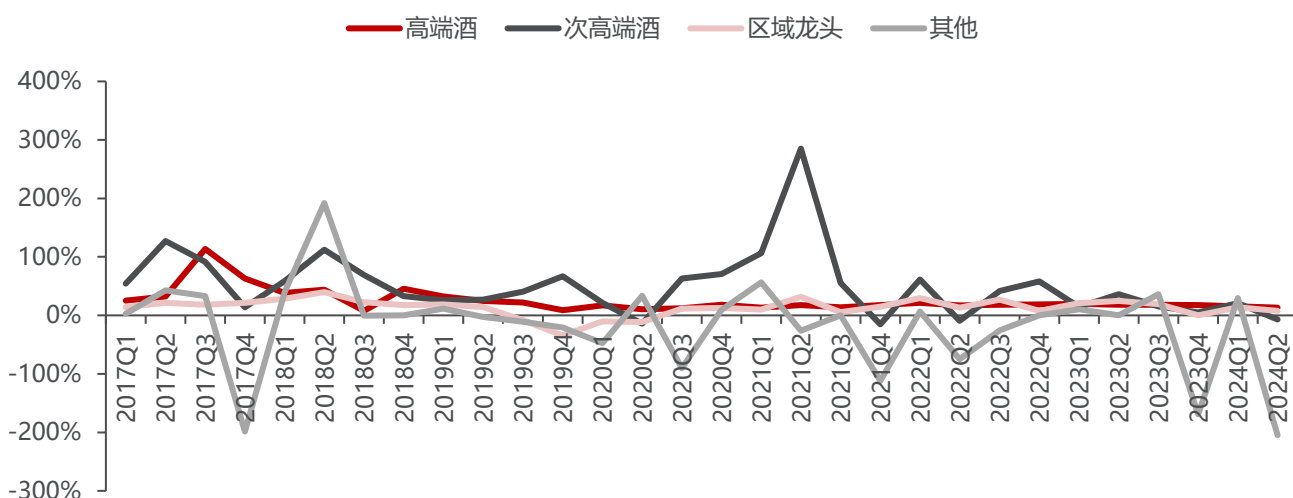
资料来源：wind，民生证券研究院

图27：24Q2 白酒板块净利率同比变动+0.3pcts



资料来源：wind，民生证券研究院

图28：分价位次高端酒企 24Q2 单季度利润同比增速表现较优



资料来源：wind，民生证券研究院

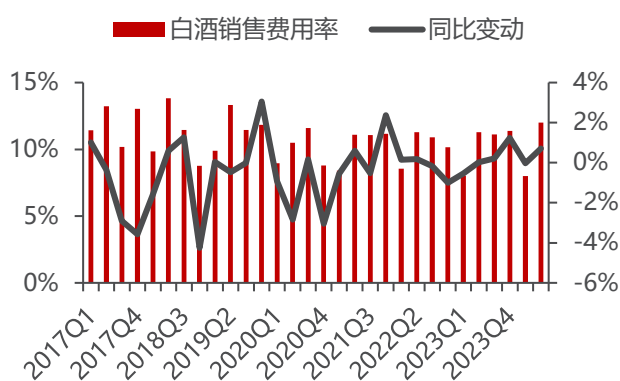
表3：24H1 白酒上市公司毛利率、净利率情况

	2024H1				2024Q2				2024Q1			
	毛利率	同比	净利率	同比	毛利率	同比	净利率	同比	毛利率	同比	净利率	同比
高端酒	86.5%	11.8%	47.5%	5.9%	86.3%	0.6%	45.2%	-0.6%	86.7%	0.2%	49.1%	-0.4%
贵州茅台	91.8%	13.8%	52.7%	7.1%	90.7%	-0.1%	50.6%	-0.7%	92.6%	0.0%	54.4%	-1.2%
五粮液	77.4%	8.4%	39.1%	4.0%	75.0%	1.7%	32.8%	0.2%	78.4%	0.0%	42.0%	-0.1%
泸州老窖	88.6%	12.3%	47.6%	5.5%	88.8%	0.2%	44.9%	-3.7%	88.4%	0.3%	49.8%	0.9%
次高端酒	76.0%	7.5%	32.6%	3.6%	74.0%	-3.1%	23.4%	-3.9%	77.1%	0.4%	37.5%	2.0%
山西汾酒	76.7%	12.9%	37.0%	7.2%	75.1%	-2.7%	29.1%	-1.8%	77.5%	1.9%	40.9%	2.7%
舍得酒业	69.4%	-12.1%	18.1%	-10.1%	60.9%	-11.0%	3.6%	-19.7%	74.2%	-4.2%	26.1%	-2.1%
水井坊	81.0%	7.7%	14.1%	2.3%	81.5%	0.0%	7.1%	0.7%	80.5%	-2.7%	20.0%	1.3%
酒鬼酒	73.3%	-50.9%	12.2%	-30.3%	75.6%	-2.2%	9.5%	-11.6%	71.1%	-10.5%	14.9%	-16.3%
区域龙头	76.4%	8.9%	32.2%	3.4%	75.6%	0.8%	29.5%	-0.1%	76.8%	0.0%	33.7%	-0.4%
洋河股份	75.4%	2.6%	34.7%	0.3%	73.7%	-1.4%	28.6%	-2.1%	76.0%	-0.6%	37.2%	-1.2%
古井贡酒	80.4%	15.8%	26.6%	6.0%	80.5%	2.7%	28.1%	1.8%	80.3%	0.7%	25.7%	1.4%
今世缘	73.8%	12.9%	33.7%	5.6%	73.0%	0.2%	35.3%	-1.4%	74.2%	-1.2%	32.8%	-0.2%
迎驾贡酒	73.6%	14.7%	36.5%	8.3%	71.1%	0.6%	32.0%	2.2%	75.1%	3.9%	39.4%	2.7%
口子窖	75.8%	7.9%	30.0%	3.2%	75.0%	4.5%	25.7%	2.1%	76.5%	-0.2%	33.3%	-0.3%
其他酒企	49.6%	0.3%	9.6%	4.3%	51.6%	6.1%	3.3%	6.0%	48.5%	0.4%	13.2%	2.8%
老白干酒	65.8%	5.1%	12.3%	3.5%	68.5%	-0.1%	12.6%	3.2%	62.7%	-2.7%	12.1%	1.8%
伊力特	50.5%	6.7%	15.1%	1.6%	48.2%	6.1%	8.0%	2.3%	51.9%	0.4%	19.3%	-1.1%
顺鑫农业	36.3%	1.1%	7.5%	9.0%	34.0%	12.6%	-1.6%	17.7%	37.2%	-0.6%	11.1%	3.2%
金徽酒	65.1%	9.8%	16.7%	2.3%	64.7%	2.6%	10.7%	-0.5%	65.4%	0.4%	20.4%	0.1%
金种子酒	43.5%	8.8%	1.8%	7.3%	41.7%	7.9%	-2.6%	-3.7%	44.5%	17.3%	4.4%	13.7%
天佑德酒	59.4%	4.7%	10.5%	-1.9%	51.4%	-10.6%	-12.3%	-18.7%	63.0%	-0.6%	20.6%	1.2%
皇台酒业	65.0%	-5.7%	-6.3%	-11.1%	65.3%	5.8%	-16.8%	-18.1%	64.7%	0.2%	2.1%	-4.8%
岩石股份	65.6%	-260.3%	-37.7%	-69.9%	62.8%	-11.6%	-70.3%	-76.3%	67.7%	-5.7%	-13.0%	-21.9%

资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院（注：顺鑫农业除白酒业务外包含畜牧业务）

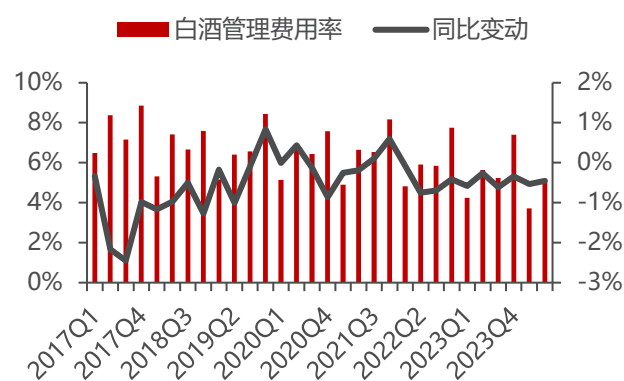
费用端：酒企费用投放整体增加，节奏分化，高端酒企平稳增加费用，苏酒、西北酒等部分区域龙头及其他地产酒企渠道投入增加。24Q2 白酒板块销售费用率为 11.99%，同比+0.70pcts，水井坊、老白干酒降费明显；管理费用率为 5.19%，同比-0.45pcts，整体保持稳定。分价位看，高端酒、次高端酒、区域龙头、其他酒企 24Q2 销售费用率分别为 8.59%、16.22%、18.82%、22.71%，同比+0.91pcts、+1.06pcts、+0.85pcts、+1.89pcts，管理费用率分别为 4.56%、6.62%、5.71%、9.04%，同比-0.74pcts、-0.02pcts、+0.21pcts、+0.64pcts。

图29：24Q2 白酒板块销售费用率为 11.99%



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

图30：24Q2 白酒板块管理费用率为 5.19%



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

表4: 24H1 白酒上市公司销售费用率、管理费用率情况 (亿元)

	2024H1				2024Q2				2024Q1			
	销售费用率	同比变动	管理费用率	同比变动	销售费用率	同比变动	管理费用率	同比变动	销售费用率	同比变动	管理费用率	同比变动
高端酒	6.43%	1.37%	4.07%	-0.03%	8.59%	0.91%	4.56%	-0.74%	5.00%	0.40%	3.74%	-0.60%
贵州茅台	3.19%	1.01%	4.68%	0.01%	4.08%	0.74%	4.91%	-0.99%	2.49%	0.54%	4.51%	-0.69%
五粮液	10.60%	2.07%	3.43%	-0.04%	17.34%	1.97%	4.26%	-0.33%	7.53%	0.75%	3.06%	-0.47%
泸州老窖	9.64%	0.99%	2.99%	-0.21%	11.78%	0.73%	3.58%	-0.58%	7.85%	-1.23%	2.49%	-0.79%
次高端酒	12.47%	0.99%	4.36%	0.34%	16.22%	1.06%	6.62%	-0.02%	10.52%	-1.11%	3.17%	-0.15%
山西汾酒	8.79%	1.28%	2.73%	0.21%	11.53%	0.47%	4.27%	-0.63%	7.47%	-0.48%	1.99%	-0.09%
舍得酒业	20.12%	1.22%	9.39%	0.11%	27.00%	11.80%	12.08%	2.80%	16.32%	-2.93%	7.90%	-0.20%
水井坊	33.77%	1.81%	14.26%	2.58%	32.23%	-8.90%	19.96%	3.04%	35.06%	3.15%	9.47%	-0.70%
酒鬼酒	34.70%	-7.81%	7.89%	0.39%	35.45%	5.73%	7.80%	0.96%	33.93%	7.90%	7.97%	4.34%
区域龙头	15.68%	2.20%	4.16%	0.17%	18.82%	0.85%	5.71%	0.21%	14.02%	0.39%	3.34%	-0.58%
洋河股份	11.42%	1.54%	4.12%	-0.30%	18.54%	1.76%	7.23%	0.68%	8.52%	1.11%	2.85%	-0.89%
古井贡酒	26.16%	4.08%	4.86%	0.63%	24.64%	0.31%	4.97%	0.23%	27.18%	-1.66%	4.79%	-0.68%
今世缘	13.47%	1.28%	2.82%	0.59%	12.23%	-0.91%	3.94%	0.07%	14.16%	-1.77%	2.20%	0.12%
迎驾贡酒	7.99%	0.86%	2.76%	0.14%	10.00%	-1.99%	3.42%	-0.60%	6.72%	0.31%	2.34%	-0.26%
口子窖	15.04%	2.46%	6.16%	0.66%	18.80%	3.90%	7.24%	0.34%	12.06%	-0.59%	5.31%	0.09%
其他酒企	15.49%	-2.16%	7.41%	-0.33%	22.71%	1.89%	9.04%	0.64%	11.31%	-2.78%	6.46%	-0.22%
老白干酒	26.83%	-1.02%	7.62%	-1.00%	30.14%	-4.71%	6.93%	-1.06%	22.91%	-2.97%	8.44%	-3.00%
伊力特	10.86%	2.50%	2.99%	-0.24%	17.92%	5.00%	3.55%	-0.72%	6.63%	0.00%	2.66%	-0.37%
顺鑫农业	8.03%	-2.30%	6.29%	-0.63%	14.56%	3.11%	8.40%	1.13%	5.41%	-3.01%	5.44%	-0.40%
金徽酒	19.16%	2.35%	9.70%	1.90%	21.03%	-0.51%	12.54%	1.06%	17.98%	0.15%	7.91%	0.69%
金种子酒	19.17%	3.78%	7.30%	-2.64%	22.60%	15.95%	7.70%	-4.48%	17.15%	-1.42%	7.07%	1.19%
天佑德酒	20.86%	3.71%	11.28%	2.08%	35.51%	7.28%	20.22%	5.32%	14.37%	0.34%	7.32%	-0.36%
皇台酒业	28.95%	6.65%	19.69%	1.41%	35.61%	14.62%	18.46%	4.57%	23.60%	5.28%	20.67%	2.57%
岩石股份	50.62%	-134%	28.42%	-5.87%	65.47%	25.28%	29.52%	21.7%	39.42%	-4.29%	27.58%	19.84%

资料来源: 同花顺 iFind, 民生证券研究院 (注: 顺鑫农业除白酒业务外包含畜牧业务)

利润端：板块整体降速，主动调整释压逐步开始。分价格带看，高端酒、次高端酒、区域龙头酒、其他酒企 24H1 归母净利润增速分别为 14.43%、12.66%、11.68%、80.19%。高端酒、区域龙头酒企同比均有降速，其中洋河股份、泸州老窖降速较为明显；次高端整体承压，其中山西汾酒、水井坊逆势增长；其他酒企业绩表现分化，老白干降费增效红利释放、顺鑫剥离地产业务、珍酒结构持续优化，增速相对较优，分别同比+40.25%、扭亏为盈、+26.90%，天佑德酒、皇台酒业、岩石股份基数较小，业绩均同比下滑。

表5：2020-2024 年白酒上市公司 H1 归母净利润及同比增速情况汇总（亿元）

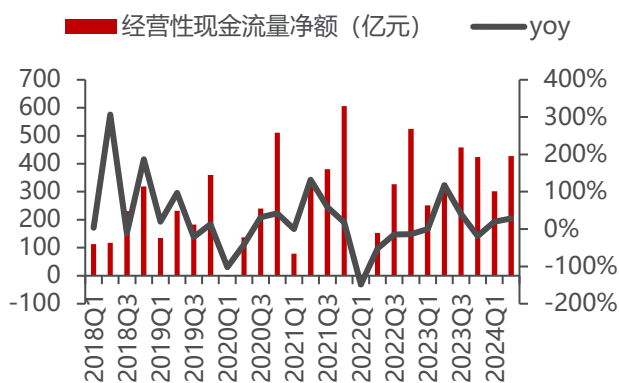
	H1 归母净利润					H1 归母净利润增速				
	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
高端酒	366.77	420.81	504.25	601.08	687.80	14.49%	14.73%	19.83%	19.20%	14.43%
贵州茅台	226.02	246.54	297.94	359.80	416.96	13.29%	9.08%	20.85%	20.76%	15.88%
五粮液	108.55	132.00	150.99	170.37	190.57	16.28%	21.60%	14.38%	12.83%	11.86%
泸州老窖	32.20	42.26	55.32	70.90	80.28	17.12%	31.23%	30.89%	28.17%	13.22%
次高端酒	20.57	51.67	69.36	83.12	93.64	9.93%	151.22%	34.24%	19.84%	12.66%
山西汾酒	16.05	35.44	50.13	67.67	84.10	33.05%	117.54%	41.46%	35.00%	24.27%
舍得酒业	1.64	7.35	8.36	9.20	5.91	-11.45%	347.94%	13.60%	10.07%	-35.73%
水井坊	1.03	3.77	3.70	2.03	2.42	-69.64%	266.01%	-2.00%	-45.15%	19.55%
酒鬼酒	1.85	5.10	7.18	4.22	1.21	18.42%	176.55%	40.68%	-41.23%	-71.32%
区域龙头	82.65	96.54	119.49	146.03	163.09	-10.57%	16.81%	23.77%	22.22%	11.68%
洋河股份	54.01	56.61	68.93	78.62	79.47	-3.24%	4.82%	21.76%	14.06%	1.08%
古井贡酒	10.25	13.79	19.19	27.79	35.73	-17.89%	34.53%	39.17%	44.85%	28.54%
今世缘	10.20	13.35	16.18	20.50	24.61	-4.92%	30.92%	21.22%	26.70%	20.08%
迎驾贡酒	3.33	5.91	7.79	10.64	13.79	-25.14%	77.63%	32.30%	36.53%	29.59%
口子窖	4.86	6.87	7.40	8.48	9.49	-45.65%	41.34%	7.58%	14.64%	11.91%
其他酒企	8.50	10.00	8.27	6.82	12.29	-26.76%	17.64%	-17.30%	-17.51%	80.19%
老白干酒	1.17	1.24	3.63	2.17	3.04	-39.55%	6.10%	191.43%	-40.17%	40.25%
伊力特	1.46	2.12	1.28	1.76	1.98	-27.54%	45.04%	-39.46%	37.41%	12.13%
顺鑫农业	5.48	4.76	0.40	-0.81	4.23	-15.36%	-13.27%	-91.60%	-302.5%	621.87%
金徽酒	1.20	1.87	2.12	2.54	2.95	-10.93%	55.89%	13.06%	20.06%	15.96%
金种子酒	-0.54	-0.98	-0.55	-0.38	0.11	-71.05%	-79.75%	43.63%	31.35%	129.35%
天佑德酒	-0.35	0.75	0.99	0.97	0.80	-256.20%	314.49%	32.27%	-2.65%	-17.53%
皇台酒业	0.03	-0.12	0.03	0.03	-0.04	118.47%	-500.00%	124.62%	2.20%	-230.75%
岩石股份	0.04	0.35	0.37	0.54	-0.77	-43.75%	738.40%	5.08%	46.22%	-244.60%
珍酒李渡	-	-	6.58	8.03	10.18	-	-	-	22.00%	26.90%

资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院（注：顺鑫农业除白酒业务外包含畜牧业务；珍酒李渡不纳入合计，净利润为经调整净利润）

1.3 现金流及合同负债：经营现金流承压，合同负债“蓄水池”效应减弱

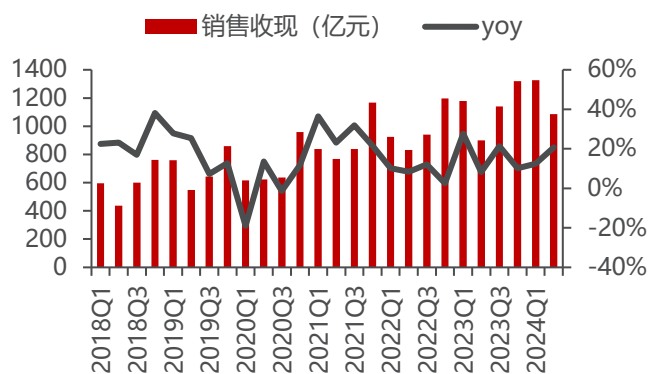
现金流、销售收现：白酒板块 24Q2 经营性现金流净额及销售收现据实现增长，同比分别+28.7%、+20.7%；剔除茅台及五粮液提价回款、H1 填仓票据集中兑付影响，板块经营现金流 24H1 为 228.2 亿元，24Q2 为 23.8 亿元，23Q2 的 62.5 亿元，同比-61.9%。高端酒、其他酒企 24Q2 经营性现金流净额分别同比+42.3%、+136.8%；次高端、区域龙头酒企 24Q2 经营性现金流净额承压，同比-70.7%、-296.2%。销售收现方面，24Q2 高端及区域龙头酒企实现增长，同比增速分别为+36.6%、+1.7%；次高端酒、其他酒企同比增速为-7.9%、-30.4%。

图31：24Q2 白酒板块经营现金流同增 28.74%



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

图32：24Q2 白酒板块销售收现同增 20.67%



资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

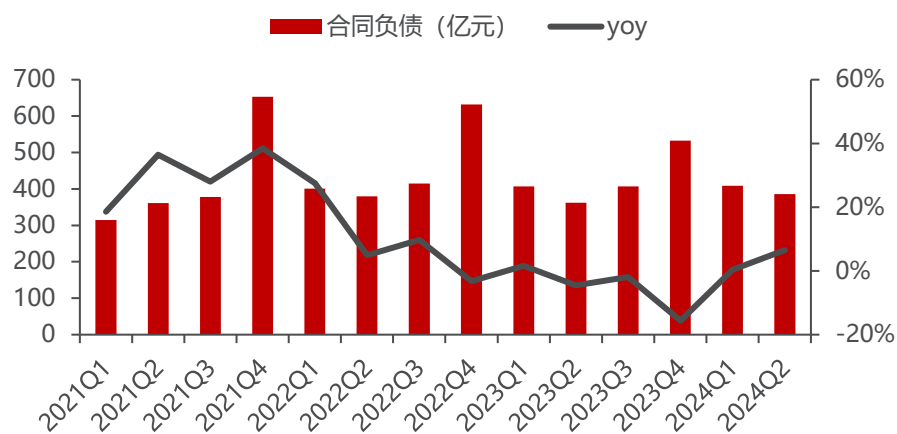
表6：24H1 白酒上市公司经营性现金流量净额、销售收现情况（亿元）

	2024H1				2024Q2				2024Q1			
	经营现金净额	同比变动	销售收现	同比变动	经营现金净额	同比变动	销售收现	同比变动	经营现金净额	同比变动	销售收现	同比变动
高端酒	582.7	23.0%	1569.0	21.0%	442.1	42.3%	782.4	36.6%	140.6	-13.7%	786.7	8.6%
贵州茅台	366.2	20.5%	870.9	26.1%	274.3	9.1%	408.4	22.6%	91.9	75.2%	462.6	29.3%
五粮液	134.3	18.5%	496.5	15.3%	129.1	619.6%	278.8	93.4%	5.2	-94.6%	217.7	-24.0%
泸州老窖	82.3	45.6%	201.6	14.7%	38.7	-6.6%	95.2	-0.2%	43.6	188.9%	106.4	32.3%
次高端酒	74.1	24.6%	275.6	11.3%	6.2	-70.7%	102.0	-7.9%	67.8	78.0%	173.7	26.8%
山西汾酒	79.3	52.3%	216.0	22.0%	8.9	-49.9%	73.9	-6.3%	70.4	105.1%	142.0	44.7%
舍得酒业	-0.2	-103.2%	34.4	-14.3%	-1.3	-131.3%	15.2	-14.4%	1.1	-52.4%	19.2	-14.3%
水井坊	-2.9	-2320.7%	16.9	0.2%	-1.9	-749.3%	7.7	-5.9%	-1.0	527.3%	9.3	6.0%
酒鬼酒	-2.1	-351.0%	8.4	-38.3%	0.6	-168.0%	5.2	-12.9%	-2.6	-259.8%	3.2	-58.1%
区域龙头	78.9	29.0%	449.5	10.7%	-9.4	-296.2%	162.3	1.7%	88.2	56.5%	287.2	16.5%
洋河股份	20.4	671.0%	178.1	12.1%	-28.1	146.7%	49.1	-12.0%	48.5	245.8%	129.1	25.1%
古井贡酒	40.1	-15.2%	142.5	9.9%	15.6	-5.7%	58.8	12.8%	24.5	-20.3%	83.7	7.9%
今世缘	12.5	56.1%	62.3	8.2%	2.4	-347.8%	25.0	7.1%	10.0	11.6%	37.3	8.8%
迎驾贡酒	5.8	99.6%	38.8	16.5%	-0.4	-81.6%	15.6	12.7%	6.2	26.7%	23.2	19.2%
口子窖	0.0	-86.9%	28.0	4.6%	1.1	-58.6%	13.9	-4.4%	-1.0	-55.0%	14.0	15.5%
其他酒企	-7.0	-36.7%	119.1	-7.8%	-11.7	136.8%	40.1	-30.4%	4.8	-178.5%	79.0	10.5%
老白干酒	2.2	32.2%	31.2	10.3%	-1.9	121.2%	11.3	-0.5%	4.1	61.9%	19.9	17.6%
伊力特	-0.1	-108.7%	10.8	-4.1%	-1.7	126.3%	3.0	-26.5%	1.6	-34.5%	7.8	8.7%
顺鑫农业	-10.2	-53.9%	42.1	-2.9%	-5.7	-8.3%	14.0	-31.4%	-4.4	-71.9%	28.0	22.7%
金徽酒	3.5	-1.9%	18.8	12.8%	0.0	-97.5%	6.4	-12.8%	3.4	46.6%	12.4	33.1%
金种子酒	-1.9	1411.7%	6.6	-24.3%	-0.9	662.9%	2.2	-46.9%	-1.0	7685.7%	4.4	-3.4%
天佑德酒	0.2	-64.6%	8.3	12.0%	-1.2	-	2.5	-13.0%	1.4	136.1%	5.8	28.3%
皇台酒业	-0.1	69.7%	0.7	-12.0%	-0.1	-	0.3	-19.4%	0.0	-128.3%	0.4	-5.5%
岩石股份	-0.6	-116.2%	0.7	-94.5%	-0.3	-117.1%	0.3	-96.1%	-0.3	-115.4%	0.4	-92.7%

资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院（注：顺鑫农业除白酒业务外包含畜牧及房地产业务）

高端酒品牌韧性较强，回款保持增长；其余价格带库存去化周期下，回款节奏放缓。24H1 白酒板块存货 1506.8 亿元较 23H1 的 1360.7 亿元增长 10.7%，环比 24Q1 的 1452.7 亿元提高 3.7%。24Q2 末酒企合同负债整体达 385.5 亿元，同比增加 6.5%，环比下降 6.5%。剔除茅五后 24H1 合同负债 204.0 亿元，环比 263.4 亿元消耗明显。分价格带看，高端现金回款增长明显，24H1 末同比+58.7%、环比+19.8%，其中五粮液表现最优，渠道“蓄水池”为后续增长提供保障。次高端、区域龙头及其他酒企回款节奏有所控制，分别同比-7.4%、-29.4%、-31.6%，环比+0.2%、-38.5%、-23.8%。

图33: 24Q2 白酒板块整体合同负债增速为 6.48%



资料来源: 同花顺 iFind, 民生证券研究院

表7: 截至 24Q1、24H1, 白酒上市公司合同负债情况 (亿元)

	2024Q1 期末			2024H1 期末		
	合同负债	同比变动	环比变动	合同负债	同比变动	环比变动
高端酒	171.06	9.71%	-27.71%	204.92	58.65%	19.80%
贵州茅台	95.23	14.33%	-32.58%	99.93	36.25%	4.93%
五粮液	50.47	-8.82%	-26.47%	81.58	123.55%	61.62%
泸州老窖	25.35	46.88%	-5.17%	23.42	21.11%	-7.62%
次高端酒	72.10	13.83%	-18.16%	72.22	-7.35%	0.17%
山西汾酒	55.90	33.98%	-20.48%	57.32	-0.37%	2.54%
舍得酒业	2.35	-70.54%	-15.11%	1.62	-68.12%	-30.91%
水井坊	11.51	15.32%	-5.64%	10.71	-1.36%	-6.92%
酒鬼酒	2.35	-36.05%	-17.54%	2.57	-42.53%	9.61%
区域龙头	122.96	-10.96%	-23.33%	75.62	-29.38%	-38.50%
洋河股份	58.15	-16.62%	-47.63%	39.38	-26.02%	-32.29%
古井贡酒	46.17	-2.70%	229.52%	22.18	-26.67%	-51.95%
今世缘	9.73	-14.86%	-59.45%	6.27	-44.41%	-35.54%
迎驾贡酒	5.15	2.70%	-29.80%	4.62	-8.58%	-10.31%
口子窖	3.75	-15.71%	-5.57%	3.17	-56.37%	-15.53%
其他酒企	42.95	-14.04%	-10.31%	32.75	-31.56%	-23.75%
老白干酒	23.64	7.01%	55.45%	18.62	-0.50%	-21.21%
伊力特	0.92	20.80%	24.95%	0.62	10.71%	-32.69%
顺鑫农业	8.43	-54.07%	-61.64%	5.79	-70.18%	-31.31%
金徽酒	6.31	47.65%	9.67%	4.83	9.30%	-23.49%
金种子酒	1.11	-34.49%	3.52%	0.62	-31.44%	-44.00%
天佑德酒	0.72	28.56%	-11.71%	0.69	23.18%	-2.97%
皇台酒业	0.02	-14.63%	4.11%	0.03	75.14%	49.73%
岩石股份	1.80	-18.03%	-21.79%	1.53	-52.68%	-14.69%

资料来源: 同花顺 iFind, 民生证券研究院 (注: 顺鑫农业除白酒业务外包含畜牧业务)

2 投资建议

相较于2013-2015年短周期迅速调整，本轮周期显著拉长或呈弱周期特征的主要原因有几点：一是更加复杂、严峻的内外部环境强力压制了需求侧，如居民端现金流担忧与较高杠杆压力对消费能力的反噬，以及商务端传统生意的规模缩小与频次降低导致宴请、礼赠等消费场景显著收缩；二是分价位段寡头竞争格局形成，品牌规模体量更大、产品结构更高、市场话语权更强、经销商群体运营能力也显著提升；三是以供应链金融、集团小贷公司、票据授信等为代表的财务支持显著增强。

投资建议：“先量后价”渠道库存出清周期已然开启，关注飞天、普五等产品中秋国庆旺季价格走势，拐点判断有赖于动销提升、库存下降、价格企稳提升，基于当下较高安全边际的估值水平下，推荐五粮液（1618与低度红包策略）、贵州茅台、山西汾酒（核心消费群对青花20及玻汾等稳定需求支撑），古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、老白干酒、伊力特、金徽酒、泸州老窖、水井坊、洋河股份。

表8：白酒行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1,398.00	59.49	69.56	77.06	23	20	18	推荐
000858.SZ	五粮液	117.53	7.78	8.58	9.60	15	14	12	推荐
000568.SZ	泸州老窖	110.60	9.02	9.95	10.93	12	11	10	推荐
600809.SH	山西汾酒	163.99	8.56	10.46	12.59	19	16	13	推荐
600702.SH	舍得酒业	42.03	5.35	3.59	3.70	8	12	11	推荐
000596.SZ	古井贡酒	162.00	8.68	10.97	13.55	19	15	12	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	50.28	2.86	3.68	4.34	18	14	12	推荐
603589.SH	口子窖	35.58	2.87	3.20	3.64	12	11	10	推荐
002304.SZ	洋河股份	75.59	6.65	6.40	6.77	11	12	11	推荐
603369.SH	今世缘	38.61	2.52	2.96	3.55	15	13	11	推荐
600559.SH	老白干酒	17.11	0.73	0.95	1.21	23	18	14	推荐
600197.SH	伊力特	14.56	0.72	0.82	0.93	20	18	16	推荐
603919.SH	金徽酒	16.62	0.65	0.79	0.95	26	21	17	推荐

资料来源：Wind, 民生证券研究院

注：股价为2024年9月6日收盘价

3 风险提示

(1) 白酒限制性产业政策调整超预期: 如税收、禁酒令等相关产业政策变动, 将会对企业营收、利润产生不利影响。

(2) 消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期: 消费场景复苏节奏及相关刺激政策效果不达预期将影响行业企业业绩, 居民收入现金流、投资收益预期等下降也将导致居民消费意愿降低;白酒行业场景修复节奏, 如商务聚饮、餐饮消费修复不及预期或将影响终端动销, 导致渠道库存周转压力加大, 影响白酒价格体系, 渠道利益价值链条受损, 价格走低, 如茅台、五粮液等核心单品价格连续下跌或将影响白酒板块投资信心与估值定价。

(3) 食品安全风险: 采购、生产及流通环节可能存在一定食品安全风险, 企业层面无法完全管控。此外, 行业层面若发生重大食品安全事故等会使消费者产生舆论危机、信任危机, 对行业内企业的业绩产生负面影响。

插图目录

图 1: 24Q2 白酒行业收入表现环比降速, 增速为 10.6%	3
图 2: 24Q2 白酒行业利润增速为 11.8%.....	3
图 3: 分价位看, 高端酒及区域龙头酒企单季度收入同比增速稳定.....	5
图 4: 24Q2 高端酒板块营收增速为 14.41%.....	5
图 5: 24Q2 次高端酒板块营收增速为 8.50%.....	5
图 6: 24Q2 区域龙头板块营收增速为 8.39%.....	6
图 7: 24Q2 其他酒板块营收增速为-14.68%.....	6
图 8: 茅台酒 23 年同比量增 11%, 价增 6%.....	7
图 9: 茅台系列酒 23 年同比量增 3%, 价增 26%.....	7
图 10: 五粮液 24H1 同比量增 12%, 价减 1%.....	7
图 11: 五粮液系列酒 24H1 同比量减 24%, 价增 55%.....	7
图 12: 泸州老窖 24H1 同比量增 26%, 价减 17%.....	8
图 13: 山西汾酒 23 年同比量增 35%, 价减 7%.....	8
图 14: 舍得酒业 23 年同比量增 5%, 价增 10%.....	8
图 15: 酒鬼酒 24H1 同比量减 19%, 价减 21%.....	8
图 16: 水井坊 24H1 同比量减 9%, 价增 17%.....	8
图 17: 古井贡酒 24H1 同比量增 13%, 价增 8%.....	8
图 18: 迎驾贡酒 23 年同比量增 16%, 价增 6%.....	9
图 19: 口子窖 23 年同比量增 7%, 价增 8%.....	9
图 20: 金种子酒 23 年同比量增 80%, 价减 20%.....	9
图 21: 洋河股份 24H1 同比量减 0.3%, 价增 5%.....	9
图 22: 今世缘 23 年同比量增 20%, 价增 7%.....	9
图 23: 金徽酒 23 年同比量增 28%, 价减 1%.....	9
图 24: 老白干酒 23 年同比量增 8%, 价增 7%.....	10
图 25: 顺鑫农业 23 年同比量减 26%, 价增 14%.....	10
图 26: 24Q2 白酒板块毛利率同比+1.2pcts.....	11
图 27: 24Q2 白酒板块净利率同比变动+0.3pcts.....	11
图 28: 分价位次高端酒酒企 24Q2 单季度利润同比增速表现较优.....	11
图 29: 24Q2 白酒板块销售费用率为 11.99%.....	13
图 30: 24Q2 白酒板块管理费用率为 5.19%.....	13
图 31: 24Q2 白酒板块经营现金流同增 28.74%.....	16
图 32: 24Q2 白酒板块销售收现同增 20.67%.....	16
图 33: 24Q2 白酒板块整体合同负债增速为 6.48%.....	18

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 24H1 白酒上市公司营收、归母净利润及同比增速情况 (亿元)	4
表 2: 2020-2024 年白酒上市公司 H1 营收及同比增速情况 (亿元)	6
表 3: 24H1 白酒上市公司毛利率、净利率情况.....	12
表 4: 24H1 白酒上市公司销售费用率、管理费用率情况 (亿元)	14
表 5: 2020-2024 年白酒上市公司 H1 归母净利润及同比增速情况汇总 (亿元)	15
表 6: 24H1 白酒上市公司经营性现金流量净额、销售收现情况 (亿元)	17
表 7: 截至 24Q1、24H1, 白酒上市公司合同负债情况 (亿元)	19
表 8: 白酒行业重点关注个股	20

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026