

2024年09月08日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩表现分化，结构调整为主线

—白酒行业 2024 年中报总结

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

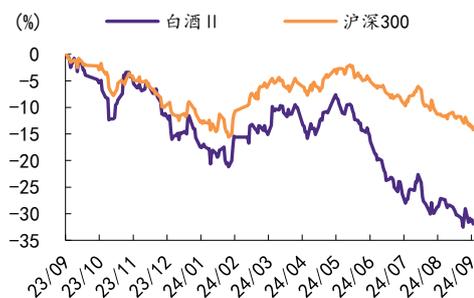
联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
白酒 II (申万)	-6.6	-18.6	-31.5
沪深 300	-3.3	-9.6	-13.6

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《白酒 II 行业专题报告：分化态势延续，趋势向好确定性强》2024-05-07
- 2、《白酒 II 行业专题报告：动销回暖趋势向好，内部分化态势依旧》2024-02-18
- 3、《白酒 II 行业专题报告：业绩韧性仍足，估值底部凸显》2023-11-15

业绩表现：高端酒稳健，次高端分化

高端保持稳健，次高端与地产酒分化。2024H1 收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 15.19%/12.19%/9.94%。2024Q2 收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 14.24%/8.50%/4.56%。1) 高端酒具备强品牌力且建立深厚渠道基础，疲软消费环境下渠道与目标消费群体抗压能力更强，仍能保持稳健增长。2) 次高端酒品牌力较弱且产品布局窄，前期规模扩张下渠道基础亦较薄弱，在主要价位带面临消费频次下降时经销商稳定性较弱，业绩承压可能性更大。3) 地产酒内部分化明显，具备省内消费升级与自身市场份额提升属性的酒企仍能保持较快增长，较全价位带布局与渠道深耕为苏酒、皖酒提供较好韧性。

盈利能力：产品结构下行，费投力度提升

2024H1 归母净利润增速为地产酒>高端酒>次高端酒，分别为 15.91%/14.43%/12.66%，地产酒利润增长明显，高端酒表现稳健，次高端酒仍分化。2024Q2 归母净利润增速为地产酒>高端酒>次高端酒，分别为 17.72%/13.17%/-6.97%，Q2 地产酒引领利润增长，次高端酒企表现承压，高端酒稳增。

回款情况：高端酒稳健，地产酒分化

2024Q2 高端酒企/次高端酒/地产酒现金回款分别同比+36.62%/-7.93%/-3.71%，高端酒业绩质量仍较优，2024Q2 贵州茅台/五粮液现金回款分别同比增长 22.60%/93.41%。2024Q2 次高端酒企现金回款同比表现均下降，地产酒中除今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒 2024Q2 现金回款分别同比提升 7.13%/12.80%/12.69%外，其他酒企均同比下降。

估值表现：低位震荡，长期向上

绝对估值上，2016 年至今申万白酒指数 PE 均值为 31.72，当前值为 17.69，目前仍在低位且震荡下行，10 年内市盈率分位点为 8.63%，白酒板块绝对估值持续处于低位。相对估值上，2016 年至今食品饮料板块与白酒板块相对沪深 300 平均市盈率分别为 2.60/2.48，当前值为 1.61/1.61，亦低于均值。我们认为站在长期视角看当前多数酒企股价已处于超跌状态，而其优质的商业模式与未来经济环比改善的确定性决定长期估值抬升的支撑力，抬升关键点在于本轮调整周期下高库存与低质量产能逐步出清，经济与消费环境环比向好后市场对酒企业绩回升的信心逐步恢复。

行业评级及投资策略

我们认为 2024H1 及 2024Q2 白酒板块整体业绩表现分化，其中：
1) 品牌力更强及库存更良性的高端酒企业绩保持稳健增长，在品牌强话语权与渠道强控制力的加持下，经销商为保证经销商权仍能集中资金确保维持回款进度，故后续业绩增长确定性亦较强。
2) 次高端酒企承压同时内部亦有分化，山西汾酒依靠全价位带的产品矩阵与渐强的渠道掌控力仍能保持较好增长态势，虽面临产品结构调整带来的利润承压，但仍能占住份额稳住基本盘；舍得酒业与酒鬼酒由于前期库存积累较多叠加次高端价位带产品需求回落后其他产品动销较弱，已步入业绩调整期；水井坊业绩节奏较不同于其他酒企，新财年开启前库存压力较大，目前亦较承压。
3) 地产酒中具备产品结构升级机会或内部改革出现成效的酒企如今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、老白干酒，业绩表现较好。二三线地产酒由于经销商回款积极性不足及终端备货意愿一般，而出现较弱的现金流表现。短期看，当前白酒行业进入备战销售旺季，可关注各家针对中秋国庆旺季销售的备战策略，以及经销商与终端配合情况。

整体而言，2024 年板块增长重点仍在于消费信心恢复与经济复苏情况，长期注重消费力复苏与商务场景恢复，重点推荐茅五泸+山西汾酒+今世缘+古井贡酒，关注洋河股份+迎驾贡酒+老白干。

维持白酒行业“推荐”投资评级。

风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争及政策变动风险；消费税或生产风险。

重点关注公司及盈利预

公司代码	名称	2024-09-06 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1398.00	59.49	69.85	81.13	23.50	20.01	17.23	买入
000858.SZ	五粮液	117.53	7.78	8.75	9.91	15.11	13.43	11.86	买入
000568.SZ	泸州老窖	110.60	9.00	10.07	11.76	12.29	10.98	9.40	买入
600809.SH	山西汾酒	163.99	8.56	10.60	13.01	19.16	15.47	12.60	买入
002304.SZ	洋河股份	75.59	6.65	6.72	7.14	11.37	11.25	10.59	买入
000799.SZ	酒鬼酒	35.59	1.69	0.87	1.01	21.06	40.91	35.24	买入
600702.SH	舍得酒业	42.03	5.32	3.67	4.60	7.90	11.45	9.14	买入
600779.SH	水井坊	32.14	2.60	2.90	3.31	12.36	11.08	9.71	买入
000596.SZ	古井贡酒	162.00	8.68	10.91	13.64	18.66	14.85	11.88	买入
603369.SH	今世缘	38.61	2.50	3.00	3.61	15.44	12.87	10.70	买入
603589.SH	口子窖	35.58	2.87	3.32	3.78	12.40	10.72	9.41	买入
603198.SH	迎驾贡酒	50.28	2.86	3.57	4.40	17.58	14.08	11.43	买入
600199.SH	金种子酒	10.35	-0.03	0.08	0.29	-	129.38	35.69	买入
603919.SH	金徽酒	16.62	0.65	0.80	1.01	25.57	20.78	16.46	买入
600197.SH	伊力特	14.56	0.72	0.80	0.86	20.22	18.20	16.93	买入
600559.SH	老白干酒	17.11	0.73	0.92	1.11	23.44	18.60	15.41	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、业绩表现：高端酒稳健，次高端分化.....	5
2、盈利能力：产品结构下行，费投力度提升.....	11
3、回款情况：高端酒稳健，地产酒分化.....	18
4、估值表现：低位震荡，长期向上.....	20
5、行业评级及投资策略.....	22
6、风险提示.....	23

图表目录

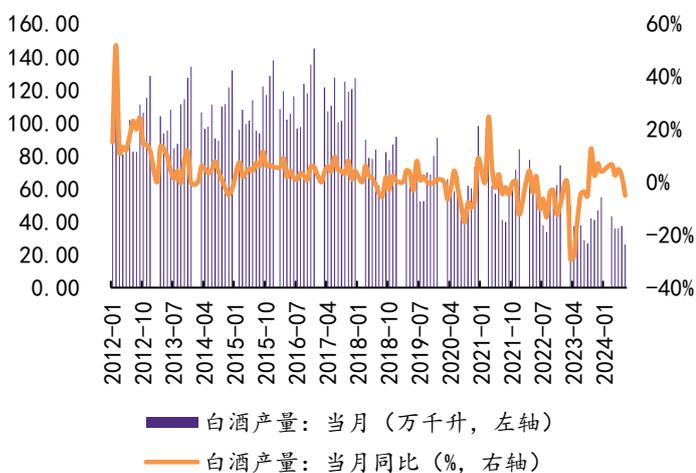
图表 1：2012 年至今白酒当月产量与同比增速.....	5
图表 2：2012 年至今白酒月度累计产量与同比增速.....	5
图表 3：2012 年至今白酒行业累计季度收入与同比增速.....	5
图表 4：2012 年至今白酒行业累计季度归母净利与同比增速.....	5
图表 5：2024H1 高端酒企营收引领增长，次高端与地产酒次之.....	6
图表 6：高端酒 2024Q2 营收增速保持双位数，贵州茅台营收增速最高，同增 16.95%.....	6
图表 7：次高端酒 2024Q2 营收增速表现分化，山西汾酒增速最高，同增 17.06%.....	8
图表 8：地产酒 2024Q2 营收保持增长，今世缘增速最高，同增 21.52%.....	8
图表 9：营收端：2024Q2 营收增速表现相对一致，其中高端酒增速最快.....	10
图表 10：营收端（亿元）：2024H1 营收增速相近，按增速高低排名：高端酒>次高端酒>地产酒.....	11
图表 11：销售费用率方面：2024H1 次高端优化明显，按同比变动排名：次高端酒>地产酒>高端酒.....	12
图表 12：管理费用率方面：2024H1 以优化为主，按同比变动排名：高端酒>地产酒>次高端酒.....	13
图表 13：营业税金率方面：总体同比下降，按同比变动排名：高端酒>地产酒>次高端酒.....	14
图表 14：2024H1 高端酒、次高端酒与地产酒盈利表现稳定.....	14
图表 15：高端酒 2024Q2 归母净利润稳健增长，贵州茅台增速最高，同增 16.10%.....	14
图表 16：次高端酒企 2024H1 归母净利润表现分化.....	15
图表 17：地产酒企 2024H1 归母净利润普遍增长.....	15
图表 18：利润端：2024H1 地产酒利润增长明显，高端酒表现稳健，次高端酒仍分化.....	16
图表 19：利润端（亿元）：2024Q2 地产酒增速更快，按增速高低排名：地产酒>高端酒>次高端酒.....	16
图表 20：销售毛利率方面：高端酒与地产酒毛利率提升，按同比变动排名：地产酒>高端酒>次高端酒.....	17
图表 21：销售净利率方面：盈利能力向好，按同比变动排名：地产酒>次高端酒>高端酒.....	18
图表 22：合同负债（亿元）：2024H1 增速高低排名：高端酒>次高端酒>地产酒.....	19
图表 23：现金流：2024Q2 高端酒现金回款表现较好，次高端酒与地产酒表现承压.....	20
图表 24：现金流（亿元）：2024Q2 按增速高低排名：高端酒>地产酒>次高端酒.....	20

图表 25: 2016 年至今申万白酒指数点位与 PE	21
图表 26: 2016 年至今食品饮料与白酒板块相对沪深 300 PE	21
图表 27: 2019 年至今白酒各板块与沪深 300 PE	22
图表 28: 重点关注公司及盈利预测	23

1、业绩表现：高端酒稳健，次高端分化

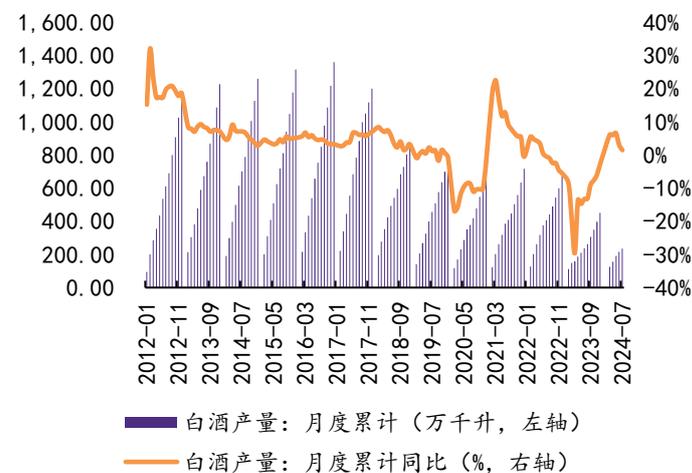
上半年营收利润稳健增长，Q2 业绩增速环比放缓。从量上看，2024 年 1-6 月白酒总产量共 214.70 万千升，同比增加 3.00%，产量小幅提升；2024 年 6 月白酒产量 37.40 万千升，同比增长 2.20%，单月产量维持同比增长。从业绩看，2024 年 1-6 月上市白酒公司分别实现营收、归母净利润 2420.73、956.82 亿元，分别同比+13.11%、+14.31%，均实现双位数稳健增长，其中利润增速略快于营收增速。2024 年 4-6 月上市白酒公司分别实现营收、归母净利润 919.17、336.95 亿元，分别同比+10.64%、+11.76%，Q2 收入与利润增速环比放缓，体现整体经营略承压。

图表 1：2012 年至今白酒当月产量与同比增速



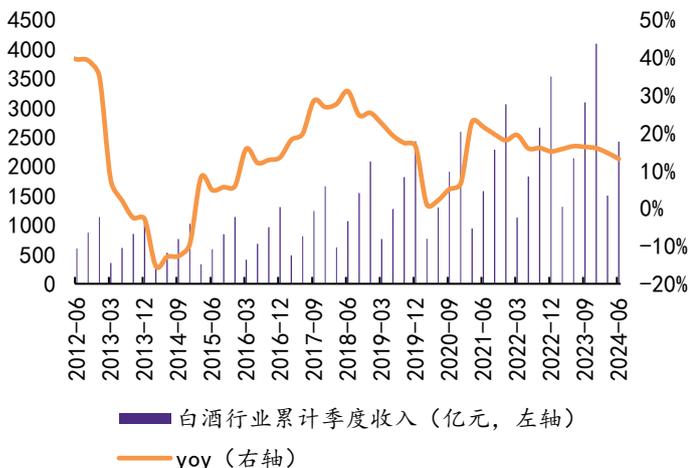
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：2012 年至今白酒月度累计产量与同比增速



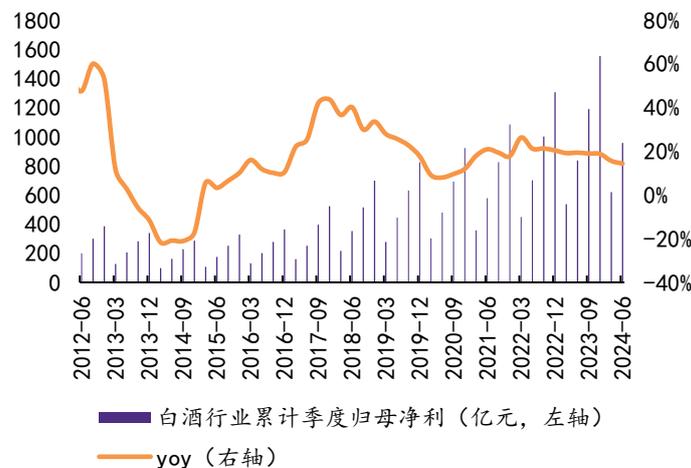
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3：2012 年至今白酒行业累计季度收入与同比增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：2012 年至今白酒行业累计季度归母净利润与同比增速



资料来源：Wind，华鑫证券研究

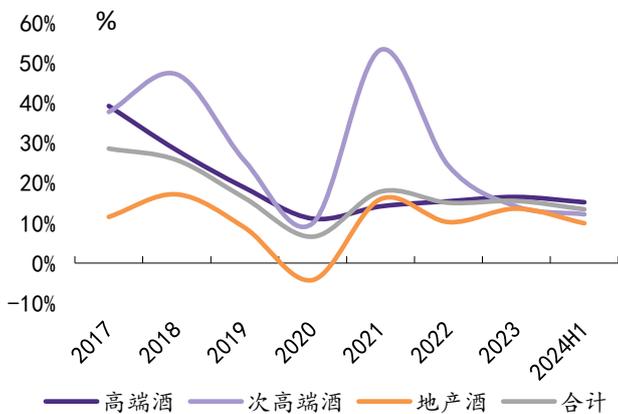
高端酒整体表现较稳健，茅五业绩超预期。高端酒企 2024H1 营收 1510.04 亿元（同增 15.19%），2024Q2 营收 604.98 亿元（同增 14.24%），整体保持稳健增长。从高端酒企内部看，2024H1 及 2024Q2 营收增速：贵州茅台>泸州老窖>五粮液，高端酒企普遍仍完成收入利润双位数增长，其中贵州茅台增速突出，体现龙头韧性。

(1) 贵州茅台：收入增长超预期，系列酒增长显著。2024H1 总营收 834.51 亿元（同增 17.56%），归母净利润 416.96 亿元（同增 15.88%），顺利实现“时间过半，任务过半”；2024Q2 总营收 369.66 亿元（同增 16.95%），归母净利润 176.30 亿元（同增 16.10%），Q2 收入超预期，彰显龙头韧性。茅台酒表现稳健，系列酒增长显著。2024Q2 茅台酒/系列酒营收分别为 288.60/72.11 亿元，同增 12.92%/42.52%。今年以来系列酒复购人群不断增加，构筑 10 亿级、50 亿级和 100 亿级大单品矩阵，其中茅台 1935 成为百亿大单品后依然提前完成半年目标，并提出“十个基础”明确系列酒营销方向。

(2) 五粮液：业绩略超预期，实现稳步增长。2024H1 总营收 506.48 亿元（同增 11.30%），归母净利润 190.57 亿元（同增 11.86%）；2024Q2 总营收 158.15 亿元（同增 10.08%），归母净利润 50.12 亿元（同增 11.50%）。2024H1 五粮液/其他酒营收分别为 392.05/79.06 亿元，分别同比+11.45%/+17.77%，分别占酒类收入 83.22%/16.78%。五粮液产品量增明显，系列酒吨价提升。量价拆分来看，2024H1 五粮液/其他酒销量分别为 2.42/5.42 万吨，分别同比+16.94%/-26.63%；吨价分别为 162.04/14.60 万元/吨，同比-4.70%/+60.52%。上半年公司加大宴席推广力度，宴席活动服务消费者近 300 万人次，旺季日均开瓶扫码量同比增长超 70%；完成 634 家专卖店的第五代门头升级、639 家集合店建设。

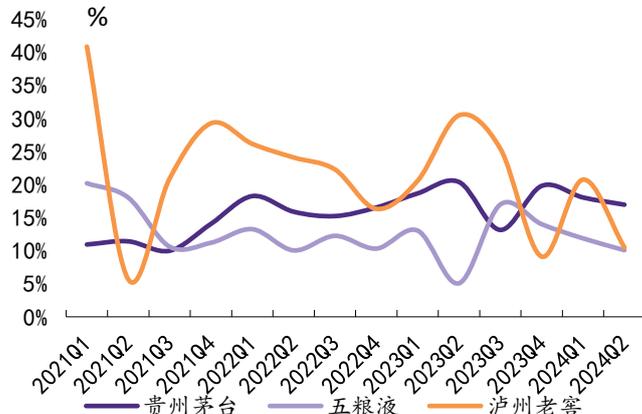
(3) 泸州老窖：收入稳定增长，利润略不及预期。2024H1 总营收 169.05 亿元（同增 15.84%），归母净利润 80.28 亿元（同增 13.22%）；2024Q2 总营收 77.16 亿元（同增 10.51%），归母净利润 34.54 亿元（同增 2.24%）。产品结构略调整，中高档酒吨价略承压。2024H1 中高档/其他酒类营收分别为 152.13/16.25 亿元，分别同比+17.12%/+6.86%，分别占酒类收入 90.35%/9.65%。2024H1 传统/新兴渠道营收分别为 161.08/7.31 亿元，分别同比+15.38%/+32.83%，新兴渠道营收实现较快增长，盈利能力同步提升。

图表 5：2024H1 高端酒企营收引领增长，次高端与地产酒次之



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 6：高端酒 2024Q2 营收增速保持双位数，贵州茅台营收增速最高，同增 16.95%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

次高端酒企内部仍分化，Q2 压力普遍加大。次高端酒企 2024H1 营收 287.29 亿元（同增 12.19%），2024Q2 营收 98.59 亿元（同增 8.50%），Q2 增速放缓明显。从次高端酒企内部看，2024H1 营收增速：山西汾酒>水井坊>舍得酒业>酒鬼酒；2024Q2 营收增速：山西汾酒>水井坊>酒鬼酒>舍得酒业，山西汾酒与水井坊营收保持双位数增长。

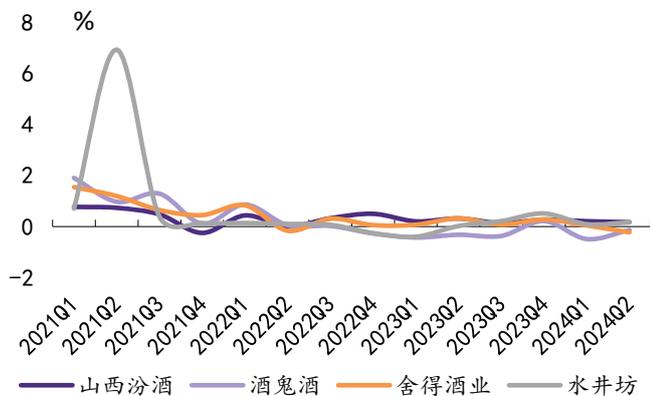
(1) 山西汾酒：收入符合预期，整体良性增长。2024H1 总营收 227.46 亿元（同增 19.65%），归母净利润 84.10 亿元（同增 24.27%）；2024Q2 总营收 74.08 亿元（同增 17.06%），归母净利润 21.47 亿元（同增 10.23%）。2024H1 中高价酒类/其他酒类营收分别为 164.27/62.33 亿元，分别同比+17.38%/+27.36%，分别占酒类收入比重 72.49%/27.51%；2024Q2 营收为 45.67/27.96 亿元，分别同比+1.51%/+58.33%。产品结构与价位带的下行与整体环境相关性较强，Q2 公司适度控制青花系列增长，保持良性节奏，占比下降幅度较小；腰部产品老白汾巴拿马系列增速较快，同时 Q2 老白汾完成升级；玻汾以控货稳定发展为主。

(2) 舍得酒业：业绩不及预期，主产品受影响较大。2024H1 总营收 32.71 亿元（同减 7.32%），归母净利润 5.91 亿元（同减 35.75%）；2024Q2 总营收 11.65 亿元（同减 22.73%），归母净利润 0.41 亿元（同减 88.41%）。主品以去库存为主，大众价位产品销售增长。2024H1 中高档酒/普通酒营收分别为 26.01/3.84 亿元，分别同比-5.61%/-25.18%。上半年白酒商务需求仍较疲软，主产品品味舍得阶段性去库存。2024Q2 中高档酒/普通酒营收分别为 8.76/1.46 亿元，分别同比-19.33%/-47.34%。普通酒营收同比下滑幅度较大主要系定制酒产品调整，舍之道、T68、窖龄特曲等产品销售同比增长。

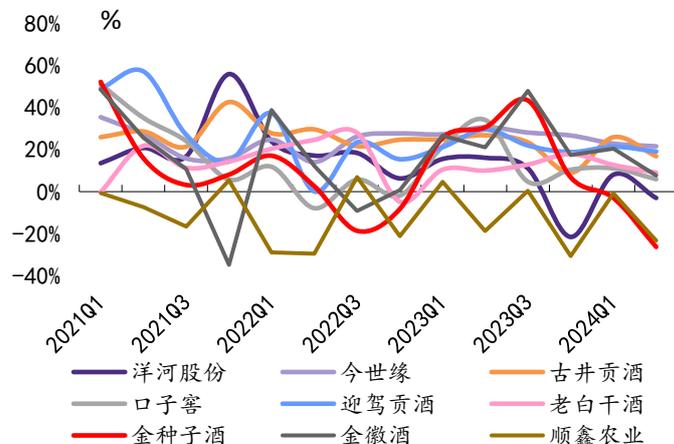
(3) 水井坊：Q2 业绩略超预期，八号贡献增长。2024H1 公司营收 17.19 亿元（同增 12.57%），归母净利润 2.42 亿元（同增 19.55%）；其中，2024Q2 营收 7.85 亿元（同增 16.62%），营收增长略超预期；归母净利润 0.56 亿元（同增 29.60%）。2024H1 高档/中档酒营收分别为 15.17/0.97 亿元，分别同增 6.13%/12.78%；Q2 分别同比+14.70%/-43.61%，其中，八号依然保持强劲的增长势头；井台经典复刻限量回归，助力井台成长；典藏继续聚焦 20 个关键城市与客户，与更多高质量企业展开合作。2024H1 高档/中档酒毛利率分别为 85.53%/63.12%，分别同比+1.45/+0.04pcts，公司通过季节营销持续强化品牌传承与创新，构建场景联动促销。

(4) 酒鬼酒：营收降幅收窄，内参聚焦甲辰版。2024H1 总营收 9.94 亿元（同减 35.50%），归母净利润 1.21 亿元（同减 71.32%）；2024Q2 总营收 5.00 亿元（同减 13.27%），归母净利润 0.48 亿元（同减 60.87%）。2024H1 内参/酒鬼/湘泉营收为 1.73/5.91/0.49 亿元，同比-60.85%/-30.11%/+36.33%。Q2 以来公司加快甲辰版内参出货，酒鬼系列主打红坛大单品，同时湘泉系列取得较快增长。量价拆分来看，2024H1 内参系列/酒鬼系列/湘泉系列销量分别同比-44.44%/-29.35%/+36.18%；吨价分别同比-29.53%/-1.08%/+0.11%，内参系列吨价下滑主要系较大力度的销售政策及内部产品结构调整所致。

图表 7：次高端酒 2024Q2 营收增速表现分化，山西汾酒增速最高，同增 17.06%



图表 8：地产酒 2024Q2 营收保持增长，今世缘增速最高，同增 21.52%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

地产酒企 Q2 收入增速放缓较明显，内部表现分化。地产酒企 2024H1 营收 628.44 亿元（同增 9.94%），2024Q2 营收 220.27 亿元（同增 4.56%），地产酒 Q2 营收增速保持小个数。2024Q2 今世缘/迎驾贡酒/古井贡酒/老白干酒/金徽酒/口子窖/伊力特/洋河股份/顺鑫农业/金种子酒营收增速分别为 21.52%/19.04%/16.79%/9.00%/7.73%/5.90%/3.64%/-3.02%/-23.26%/-26.25%。

（1）洋河股份：Q2 业绩承压，省内竞争加剧。2024H1 营收 228.76 亿元（同增 5%），归母净利润 79.47 亿元（同增 1%）；2024Q2 公司营收 66.21 亿元（同减 3%），主要系外部需求减弱，市场竞争加剧所致，归母净利润 18.92 亿元（同减 10%）。2024H1 中高档酒营收 199.61 亿元（同增 5%），普通酒营收 25.30 亿元（同增 5%），梦系列保持增长，公司后续加大 M3 水晶版推广，目前消费降级下宴席场景压力较大，海天销售较为承压。2024H1 省内/省外营收分别为 95.95/128.96 亿元，分别同增 1%/8%，目前省内竞争加剧，公司积极推进省内渠道体系改革，并围绕上海/浙江/安徽/山东等重点省外市场开拓增量。

（2）今世缘：业绩延续增势，市场战略布局稳步推进。2024H1 营收 73.05 亿元（同增 22%），主要系公司筑牢省内基本盘的同时落实省外周边化/板块化举措，归母净利润 24.61 亿元（同增 20%）；2024Q2 营收 26.34 亿元（同增 22%），归母净利润 9.29 亿元（同增 17%）。国缘四开处于升级换代的衔接期，总体产品结构升级仍在稳步推进，公司对主流产品进行正常铺货销售，对于战术产品 K3/K5 推出针对性政策，同时培育引导 V3/V6，不断提升品牌占有率。2024H1 公司直销（含团购）/批发代理渠道营收分别为 0.95/71.63 亿元，分别同增 31%/22%，公司针对主流消费场景进行自然覆盖的同时，针对宴席市场延续产品组合打法提升产品结构，在终端促销政策上保持克制，维持宴席场景占有率。

（3）古井贡酒：收入增长稳健，年份原浆平稳放量增长。2024 年中期公司实现营收 138.06 亿元（同增 22.07%），归母净利润 35.73 亿元（同增 28.54%）。2024Q2 营收 55.19 亿元（同增 16.79%），归母净利润 15.07 亿元（同增 24.57%）。公司 2024 中期年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他营收分别 107.87/12.38/14.03 亿元，分别同比 +23.12%/+11.47%/+26.58%。受益于安徽省内消费升级，公司年份原浆系列积极培育省内次高端消费氛围，效果较佳。

(4) 迎驾贡酒：收入高增态势延续，洞藏系列销量持续增长。2024H1 总营业收入 37.85 亿元（同比+20.44%），归母净利润 13.79 亿元（同比+29.59%）；2024Q2 总营业收入 14.61 亿元（同比+19.04%），归母净利润 4.66 亿元（同比+27.96%）。分区域看，公司 2024 单二季度省内/省外分别实现收入 9.16 亿元/4.65 亿元；分渠道看，公司直销（含团购）/批发代理实现收入 0.81 亿元/13.01 亿元。

(5) 金种子酒：收入表现承压，高端酒逐步放量。2024 年中期实现收入 6.67 亿元，同比下降 13%，其中高端酒实现营收 0.37 亿元，中端酒 1.41 亿元，低端酒 3.74 亿元；归母净利润 0.11 亿元，23 年同期为-0.38 亿元；扣非归母净利润 0.04 亿元，23 年同期为-0.43 亿元。2024 单二季度收入 2.47 亿元，同比下降 26%；归母净利润为-0.07 亿元，2023 年同期为 0.03 亿元，单二季度转盈为亏。

(6) 口子窖：省内结构升级趋势仍存，省外业务稳步拓张。2024 年中期实现营收 31.66 亿元（同增 8.72%），归母净利润 9.49 亿元（同增 11.91%）；2024Q2 营收 13.99 亿元（同增 5.90%），归母净利润 3.59 亿元（同增 15.15%）。分产品看，2024 年中期白酒业务营收 30.79 亿元（同增 7.85%），其中高档/中档/低档白酒收入分别实现 29.73/0.36/0.70 亿元，同比+7.34%/-7.14%/+50.89%。受益于安徽省内消费升级，公司高端白酒业务快速增长，结构升级趋势明显。分区域看，2024 年中期省内/省外营收分别为 26.04/4.76 亿元，分别同比+8.78%/3.07%。

(7) 老白干酒：收入符合预期，本部增长加快。2024H1 总营收 24.70 亿元（同增 10.65%），归母净利润 3.04 亿元（同增 40.25%）；2024Q2 总营收 13.40 亿元（同增 9.00%），归母净利润 1.68 亿元（同增 46.69%）。2024H1 老白干/文王/板城/武陵/孔府家营收 12.52/3.02/3.57/4.92/0.92 亿元，同比+19.10%/+20.21%/+6.49%/+15.11%/+28.11%，老白干本部在甲等 15、甲等 20 从政商务用酒扩大至大众宴席场景的升级下取得较快增长，文王和孔府家酒亦获得不错增长，武陵酒增速环比略放缓主要系终端网点的优化所致。分价位带看，2024 年上半年 100 元以上/100 元以下（含 100 元）营收分别为 12.53/11.99 亿元，同比+19.66%/+12.93%，分别占主营收入 51.10%/48.90%，公司整体产品结构持续提升。

图表 9：营收端：2024Q2 营收增速表现相对一致，其中高端酒增速最快

分类	个股名称	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
高端酒	贵州茅台	14.0%	18.3%	15.9%	15.2%	16.5%	18.7%	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%	16.95%
	五粮液	11.2%	13.3%	10.0%	12.2%	10.3%	13.0%	5.1%	17.0%	14.0%	11.9%	10.08%
	泸州老窖	29.3%	26.1%	24.1%	22.3%	16.3%	20.6%	30.5%	25.4%	9.1%	20.7%	10.51%
次高端酒	山西汾酒	-24.8%	43.6%	0.4%	32.5%	50.0%	20.4%	31.8%	13.6%	27.4%	20.9%	17.1%
	酒鬼酒	10.8%	86.0%	5.3%	2.5%	-27.1%	-42.9%	-32.0%	-36.7%	21.7%	-48.8%	-13.3%
	舍得酒业	44.9%	83.3%	-16.3%	30.9%	5.6%	7.3%	32.1%	7.9%	27.6%	4.1%	-22.6%
地产酒	水井坊	14.0%	14.1%	10.4%	7.0%	-25.4%	-39.7%	2.2%	21.5%	51.3%	9.4%	16.6%
	洋河股份	55.8%	23.8%	17.1%	18.4%	6.3%	15.5%	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%	-3.0%
	今世缘	42.5%	27.7%	29.5%	21.6%	24.7%	24.8%	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%	21.5%
	古井贡酒	14.3%	20.4%	24.6%	27.9%	-4.8%	10.4%	10.0%	12.9%	17.9%	12.7%	16.8%
	口子窖	15.8%	24.7%	14.0%	26.1%	27.6%	27.3%	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%	5.9%
	迎驾贡酒	14.3%	37.2%	1.8%	24.5%	15.5%	21.6%	28.6%	21.9%	18.8%	21.3%	19.0%
	老白干酒	5.7%	11.8%	-7.9%	5.7%	-1.9%	21.3%	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%	9.0%
	金种子酒	-34.7%	38.8%	12.2%	-9.1%	0.7%	26.6%	21.0%	47.8%	17.3%	20.4%	-26.2%
	伊力特	5.4%	-28.8%	-29.5%	6.9%	-21.1%	4.6%	-18.7%	0.3%	-30.6%	-0.8%	3.6%
	金徽酒	8.1%	17.0%	2.6%	-18.6%	-8.3%	25.5%	30.5%	43.3%	6.8%	-3.0%	7.7%
	顺鑫农业	-26.5%	14.7%	4.7%	-60.0%	-33.1%	18.5%	-5.6%	143.9%	85.7%	12.4%	-23.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

高端保持稳健，次高端与地产酒分化。2024H1 收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 15.19%/12.19%/9.94%。2024Q2 收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 14.24%/8.50%/4.56%。1) 高端酒具备强品牌力且建立深厚渠道基础，疲软消费环境下渠道与目标消费群体抗压能力更强，仍能保持稳健增长。2) 次高端酒品牌力较弱且产品布局窄，前期规模扩张下渠道基础亦较薄弱，在主要价位带面临消费频次下降时经销商稳定性较弱，业绩承压可能性更大。3) 地产酒内部分化明显，具备省内消费升级与自身市场份额提升属性的酒企仍能保持较快增长，较全价位带布局与渠道深耕为苏酒、皖酒提供较好韧性。

图表 10：营收端（亿元）：2024H1 营收增速相近，按增速高低排名：高端酒>次高端酒>地产酒

分类	个股名称	2023H1	2024H1	YOY	2023Q2	2024Q2	YOY
高端酒	贵州茅台	709.87	834.51	17.56%	316.08	369.66	16.95%
	五粮液	455.06	506.48	11.30%	143.68	158.15	10.08%
	泸州老窖	145.93	169.05	15.84%	69.83	77.16	10.51%
	合计	1310.87	1510.04	15.19%	529.58	604.98	14.24%
次高端酒	山西汾酒	190.11	227.46	19.65%	63.29	74.08	17.06%
	酒鬼酒	15.41	9.94	-35.50%	5.77	5.00	-13.27%
	舍得酒业	35.29	32.71	-7.32%	15.08	11.65	-22.73%
	水井坊	15.27	17.19	12.57%	6.73	7.85	16.62%
合计	256.08	287.29	12.19%	90.87	98.59	8.50%	
地产酒	洋河股份	218.73	228.76	4.58%	68.27	66.21	-3.02%
	今世缘	59.70	73.05	22.35%	21.67	26.34	21.52%
	古井贡酒	113.10	138.06	22.07%	47.26	55.19	16.79%
	口子窖	29.12	31.66	8.72%	13.21	13.99	5.90%
	迎驾贡酒	31.43	37.85	20.44%	12.27	14.61	19.04%
	老白干酒	22.32	24.70	10.65%	12.29	13.40	9.00%
	金种子酒	7.68	6.67	-13.16%	3.35	2.47	-26.25%
	伊力特	12.21	13.30	8.94%	4.81	4.98	3.64%
	金徽酒	15.23	17.54	15.17%	6.30	6.78	7.73%
	顺鑫农业	62.11	56.87	-8.45%	21.24	16.30	-23.26%
合计	571.63	628.44	9.94%	210.66	220.27	4.56%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

2、盈利能力：产品结构下行，费投力度提升

费投力度整体提升，少数酒企注重费用管控优化。2024H1/2024Q2 高端酒企销售费用率分别为 6.37%/8.48%，分别同比+0.59/+0.90pcts。其中，2024Q2 贵州茅台/五粮液/泸州老窖销售费用率分别为 4.00%/17.34%/11.78%，分别同比+0.74/+1.97/+0.73pcts，高端酒企销售费用率普遍加大，其中五粮液加大渠道、团队建设与消费者培育，开启多项营销活动。2024H1/2024Q2 次高端酒企销售费用率分别为 12.47%/16.22%，分别同比-0.41/+1.06pct，Q2 次高端酒企整体销售费用率环比提速，其中，2024Q2 山西汾酒/水井坊/酒鬼酒/舍得酒业销售费用率分别为 11.53%/32.23%/35.45%/27.00%，分别同比 +0.47/-8.90%/+5.73%/+11.80%，除水井坊 Q2 加大费投把控力度外，其他酒企销售费用率均同比提升，其中酒鬼酒与舍得主要系营收规模下降叠加费用投放力度加大所致。2024H1/2024Q2 地产酒销售费用率分别为 15.46%/19.28%，分别同比+0.32/+1.17pcts，地产酒整体费投力度加大，2024Q2 老白干酒/迎驾贡酒/今世缘/金徽酒销售费用率分别同比-4.71%/-1.99%/-0.91%/-0.51%，老白干酒注重费用精细化管理，销售费用表现优化力度较大。

图表 11：销售费用率方面：2024H1 次高端优化明显，按同比变动排名：高端酒>地产酒>次高端酒

分类	个股名称	2023H1	2024H1	YOY	2023Q2	2024Q2	YOY
高端酒	贵州茅台	2.52%	3.14%	0.62%	3.26%	4.00%	0.74%
	五粮液	9.49%	10.60%	1.10%	15.37%	17.34%	1.97%
	泸州老窖	10.03%	9.64%	-0.38%	11.06%	11.78%	0.73%
	合计	5.77%	6.37%	0.59%	7.57%	8.48%	0.90%
次高端酒	山西汾酒	8.99%	8.79%	-0.19%	11.06%	11.53%	0.47%
	酒鬼酒	27.41%	34.70%	7.28%	29.72%	35.45%	5.73%
	舍得酒业	17.52%	20.12%	2.60%	15.20%	27.00%	11.80%
	水井坊	35.97%	33.77%	-2.21%	41.13%	32.23%	-8.90%
	合计	12.88%	12.47%	-0.41%	15.16%	16.22%	1.06%
地产酒	洋河股份	10.33%	11.42%	1.09%	16.78%	18.54%	1.76%
	今世缘	14.91%	13.47%	-1.45%	13.14%	12.23%	-0.91%
	古井贡酒	26.95%	26.16%	-0.79%	24.33%	24.64%	0.31%
	口子窖	13.67%	15.04%	1.37%	14.90%	18.80%	3.90%
	迎驾贡酒	8.59%	7.99%	-0.60%	11.98%	10.00%	-1.99%
	老白干酒	30.82%	26.83%	-3.99%	34.85%	30.14%	-4.71%
	金种子酒	13.37%	19.17%	5.80%	6.65%	22.60%	15.95%
	伊力特	9.11%	10.86%	1.75%	12.92%	17.92%	5.00%
	金徽酒	19.37%	19.16%	-0.20%	21.54%	21.03%	-0.51%
	顺鑫农业	9.45%	8.03%	-1.42%	11.45%	14.56%	3.11%
合计	15.13%	15.46%	0.32%	18.11%	19.28%	1.17%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

管理费用以优化为主线，着力提高费效比。2024H1/2024Q2 高端酒企管理费用率分别为 4.03%/4.50%，分别同比-0.65/-0.73pcts，管理效率持续优化，其中 2024Q2 贵州茅台/五粮液/泸州老窖管理费用率分别同比-0.95/-0.33/-0.58pcts。2024H1/2024Q2 次高端酒企管理费用率分别为 4.36%/6.62%，分别同比-0.15/-0.02pcts，其中 2024Q2 山西汾酒/酒鬼酒/舍得酒业/水井坊管理费用率分别同比-0.63/+0.96/+2.80/+3.04pcts，其中水井坊管理费用率提升主要系邛崃项目转固致折旧摊销费用增加所致；舍得酒业主要系营收规模下降所致。2024H1/2024Q2 地产酒管理费用率分别为 4.65%/6.17%，分别同比-0.39/+0.09pcts，其中 2024Q2 金种子酒/老白干酒/伊力特管理费用率分别同比-4.48/-1.06/-0.72pcts，费用优化效果较好。

图表 12：管理费用率方面：2024H1 以优化为主，按同比变动排名：次高端酒>地产酒>高端酒

分类	个股名称	2023H1	2024H1	YOY	2023Q2	2024Q2	YOY
高端酒	贵州茅台	5.40%	4.60%	-0.80%	5.75%	4.80%	-0.95%
	五粮液	3.86%	3.43%	-0.43%	4.59%	4.26%	-0.33%
	泸州老窖	3.70%	2.99%	-0.71%	4.16%	3.58%	-0.58%
	合计	4.67%	4.03%	-0.65%	5.23%	4.50%	-0.73%
次高端酒	山西汾酒	3.02%	2.73%	-0.29%	4.90%	4.27%	-0.63%
	酒鬼酒	4.83%	7.89%	3.05%	6.84%	7.80%	0.96%
	舍得酒业	8.60%	9.39%	0.78%	9.27%	12.08%	2.80%
	水井坊	13.15%	14.26%	1.11%	16.92%	19.96%	3.04%
合计	4.50%	4.36%	-0.15%	6.64%	6.62%	-0.02%	
地产酒	洋河股份	4.61%	4.12%	-0.50%	6.55%	7.23%	0.68%
	今世缘	2.73%	2.82%	0.09%	3.87%	3.94%	0.07%
	古井贡酒	5.16%	4.86%	-0.30%	4.73%	4.97%	0.23%
	口子窖	5.98%	6.16%	0.18%	6.89%	7.24%	0.34%
	迎驾贡酒	3.16%	2.76%	-0.40%	4.02%	3.42%	-0.60%
	老白干酒	9.53%	7.62%	-1.92%	7.99%	6.93%	-1.06%
	金种子酒	8.63%	7.30%	-1.33%	12.18%	7.70%	-4.48%
	伊力特	3.52%	2.99%	-0.53%	4.27%	3.55%	-0.72%
	金徽酒	8.98%	9.70%	0.72%	11.48%	12.54%	1.06%
	顺鑫农业	6.33%	6.29%	-0.04%	7.28%	8.40%	1.13%
合计	5.04%	4.65%	-0.39%	6.08%	6.17%	0.09%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

营业税金率整体表现平稳，个别酒企季度间存在波动。2024H1/2024Q2 高端酒企营业税金率分别为 15.04%/15.71%，分别同比+0.78/+0.92pcts，其中 2024Q2 贵州茅台/五粮液/泸州老窖营业税金率分别同比+0.77/+0.44/+2.22pcts，泸州老窖同比提升较多主要系去年同期生产量低故消费税基数较低，今年 Q2 提高出货量后消费税同比增幅较大。2024H1/2024Q2 次高端酒企营业税金率分别为 15.43%/18.93%，分别同比-0.58/+0.07pcst，其中 2024Q2 酒鬼酒/水井坊/舍得酒业/山西汾酒营业税金率分别同比+2.69/+0.43/+0.16/-0.44pcts。2024H1/2024Q2 地产酒企营业税金率分别为 14.39%/13.43%，分别同比+0.05/-0.69pcts，其中 2024Q2 洋河股份、口子窖、顺鑫农业营业税金率降幅较大，分别同比-2.60/-2.55/-1.91pcts；金种子酒、古井贡酒、伊力特营业税金率提升较多，分别同比+2.84/+1.54/+0.89pcts。

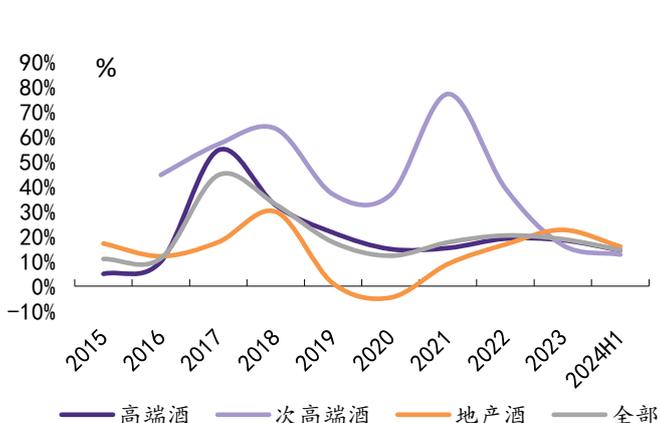
图表 13: 营业税金率方面: 总体同比下降, 按同比变动排名: 高端酒 > 地产酒 > 次高端酒

分类	个股名称	2023H1	2024H1	YOY	2023Q2	2024Q2	YOY
高端酒	贵州茅台	14.93%	16.17%	1.24%	16.26%	17.03%	0.77%
	五粮液	14.27%	14.16%	-0.12%	14.18%	14.62%	0.44%
	泸州老窖	10.92%	12.09%	1.16%	9.45%	11.67%	2.22%
	合计	14.26%	15.04%	0.78%	14.80%	15.71%	0.92%
次高端酒	山西汾酒	16.31%	15.41%	-0.90%	20.13%	19.69%	-0.44%
	酒鬼酒	16.25%	19.52%	3.28%	17.20%	19.89%	2.69%
	舍得酒业	14.63%	14.85%	0.22%	15.82%	15.98%	0.16%
	水井坊	15.42%	14.48%	-0.93%	15.12%	15.55%	0.43%
	合计	16.02%	15.43%	-0.58%	18.86%	18.93%	0.07%
地产酒	洋河股份	15.43%	14.93%	-0.50%	14.87%	12.28%	-2.60%
	今世缘	13.06%	13.52%	0.46%	9.73%	9.96%	0.24%
	古井贡酒	14.19%	15.17%	0.97%	13.82%	15.35%	1.54%
	口子窖	16.13%	14.72%	-1.41%	18.06%	15.51%	-2.55%
	迎驾贡酒	15.11%	14.74%	-0.37%	16.17%	15.61%	-0.56%
	老白干酒	15.65%	16.28%	0.63%	16.09%	15.83%	-0.25%
	金种子酒	12.61%	15.92%	3.31%	12.88%	15.71%	2.84%
	伊力特	13.69%	14.99%	1.29%	14.24%	15.13%	0.89%
	金徽酒	14.77%	14.57%	-0.21%	15.58%	15.13%	-0.45%
	顺鑫农业	10.49%	9.81%	-0.68%	11.79%	9.88%	-1.91%
	合计	14.34%	14.39%	0.05%	14.12%	13.43%	-0.69%

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

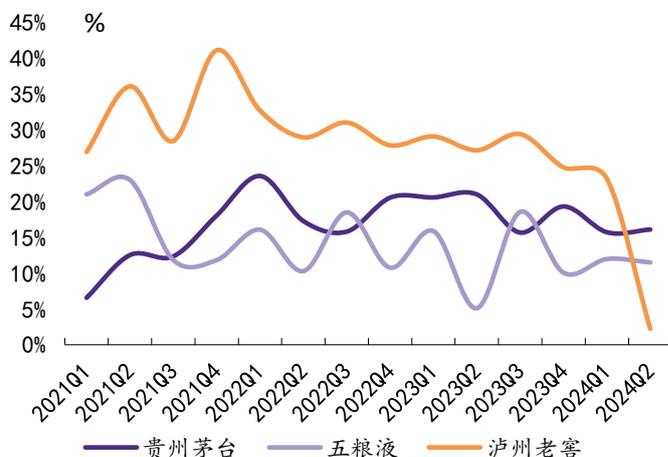
茅五利润稳健增长, 泸州老窖多重因素致利润小个位数增长。2024H1/2024Q2 高端酒企归母净利润 687.80/260.96 亿元, 分别同增 14.43%/13.17%, 保持双位数稳定增长。从高端酒企内部看, 2024H1 归母净利率增速: 贵州茅台 > 泸州老窖 > 五粮液; 2024Q2 归母净利率增速: 贵州茅台 > 五粮液 > 泸州老窖, 其中贵州茅台与五粮液归母净利润仍保持稳健增长, 泸州老窖由于加大市场费投、税金率提升、产品结构略下滑及投资收益下降等因素, 利润增速表现承压。

图表 14: 2024H1 高端酒、次高端酒与地产酒盈利表现稳定



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

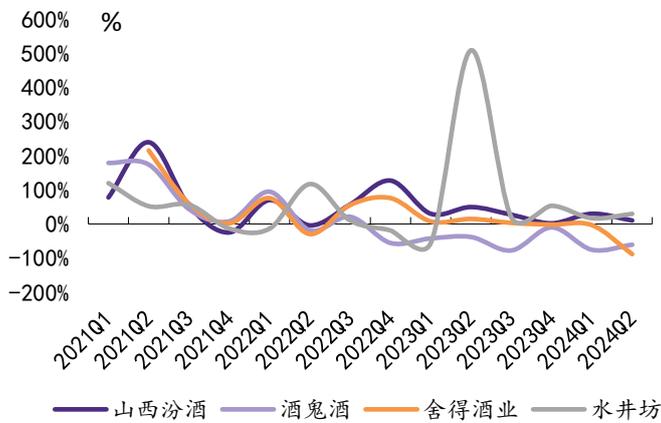
图表 15: 高端酒 2024Q2 归母净利润稳健增长, 贵州茅台增速最高, 同增 16.10%



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

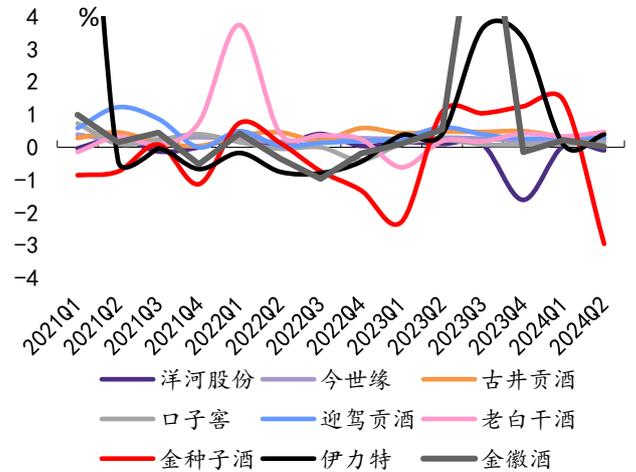
次高端酒企整体利润表现承压，内部仍有分化。2024H1/2024Q2 次高端酒企归母净利润分别为 93.64/24.63 亿元，分别同比+12.66%/-6.97%，Q2 利润承压明显。从次高端酒企内部看，2024H1 归母净利润增速：山西汾酒>水井坊>舍得酒业>酒鬼酒，2024Q2 归母净利润增速：水井坊>山西汾酒>酒鬼酒>舍得酒业，其中 2024Q2 山西汾酒/水井坊归母净利润增速分别为 10.23%/29.60%，山西汾酒主要系 Q2 公司主动控制青 20 发货带来产品结构调整，水井坊主要系公司加大费投控制力度，利润弹性释放；2024Q2 酒鬼酒/舍得酒业归母净利润增速分别为-60.87%/-88.41%，下滑幅度明显。

图表 16：次高端酒企 2024H1 归母净利润表现分化



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 17：地产酒企 2024H1 归母净利润普遍增长



资料来源：WIND，华鑫证券研究

地产酒整体利润双位数增长，内部改革及产品升级标的盈利表现较好。2024H1/2024Q2 地产酒企归母净利润分别为 175.40/53.99 亿元，分别同比+15.91%/+17.72%。从地产酒企内部看，2024Q2 老白干酒/伊力特/迎驾贡酒/古井贡酒利润增速分别为 46.69%/38.92%/27.96%/24.57%，其中老白干酒作为内部改革重要标的，改革成效逐步兑现，利润弹性释放；迎驾贡酒及古井贡酒受益于省内消费升级与产品结构提升，利润增速明显。

图表 18：利润端：2024H1 地产酒利润增长明显，高端酒表现稳健，次高端酒仍分化

分类	个股名称	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
高端酒	贵州茅台	18.1%	23.6%	17.3%	15.8%	20.6%	20.6%	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%
	五粮液	11.8%	16.1%	10.3%	18.5%	10.8%	15.9%	5.1%	18.6%	10.1%	12.0%	11.5%
	泸州老窖	41.1%	32.7%	29.0%	31.0%	27.9%	29.1%	27.2%	29.4%	24.8%	23.2%	2.2%
次高端酒	山西汾酒	-24.9%	70.0%	-4.3%	57.0%	127.1%	29.9%	49.6%	27.1%	2.0%	30.0%	10.2%
	酒鬼酒	7.8%	94.5%	-18.7%	21.1%	-55.7%	-42.4%	-38.2%	-77.7%	-10.1%	-75.6%	-60.9%
	舍得酒业	2.1%	75.7%	-29.7%	55.7%	75.9%	7.3%	14.8%	3.0%	-1.9%	-3.4%	-88.4%
	水井坊	-13.4%	-13.5%	116.9%	10.0%	-19.1%	-56.0%	508.9%	19.6%	53.2%	16.8%	29.6%
中高端酒	洋河股份	-0.5%	29.1%	6.1%	40.4%	3.7%	15.7%	9.9%	7.5%	-161.3%	5.0%	-9.7%
	今世缘	30.4%	24.5%	16.3%	27.3%	27.5%	25.2%	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%	16.9%
	古井贡酒	3.8%	34.9%	45.3%	19.3%	58.2%	42.9%	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%	24.6%
	口子窖	39.9%	15.5%	-4.9%	-0.2%	-39.6%	10.4%	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%	15.1%
	迎驾贡酒	-0.3%	49.1%	4.1%	13.3%	18.5%	26.6%	60.9%	39.5%	26.0%	30.4%	28.0%
	老白干酒	75.6%	373.7%	41.6%	36.6%	24.6%	-61.5%	18.5%	17.9%	42.2%	33.0%	46.7%
	金种子酒	-112.7%	74.2%	13.3%	-73.2%	-132.2%	-228.1%	107.9%	103.7%	124.9%	142.9%	-296%
	伊力特	-66.8%	-17.5%	-75.2%	-79.2%	-44.4%	37.0%	39.8%	363.8%	332.5%	7.1%	38.9%
	金徽酒	-52.6%	42.8%	-34.5%	-96.7%	-18.6%	10.4%	53.7%	884.8%	-15.4%	21.6%	1.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

地产酒利润增速整体快于收入，次高端酒承压明显。2024H1 归母净利润增速为地产酒 > 高端酒 > 次高端酒，分别为 15.91%/14.43%/12.66%，地产酒利润增长明显，高端酒表现稳健，次高端酒仍分化。2024Q2 归母净利润增速为地产酒 > 高端酒 > 次高端酒，分别为 17.72%/13.17%/-6.97%，Q2 地产酒引领利润增长，次高端酒企表现承压，高端酒维持稳增。

图表 19：利润端（亿元）：2024Q2 地产酒增速更快，按增速高低排名：地产酒 > 高端酒 > 次高端酒

分类	个股名称	2023H1	2024H1	YOY	2023Q2	2024Q2	YOY
高端酒	贵州茅台	359.80	416.96	15.88%	151.86	176.30	16.10%
	五粮液	170.37	190.57	11.86%	44.95	50.12	11.50%
	泸州老窖	70.90	80.28	13.22%	33.78	34.54	2.24%
	合计	601.08	687.80	14.43%	230.58	260.96	13.17%
次高端酒	山西汾酒	67.67	84.10	24.27%	19.48	21.47	10.23%
	酒鬼酒	4.22	1.21	-71.32%	1.22	0.48	-60.87%
	舍得酒业	9.20	5.91	-35.75%	3.50	0.41	-88.41%
	水井坊	2.03	2.42	19.55%	0.43	0.56	29.60%
地产酒	合计	83.12	93.64	12.66%	24.63	22.92	-6.97%
	洋河股份	78.62	79.47	1.08%	20.96	18.92	-9.75%
	今世缘	20.50	24.61	20.08%	7.95	9.29	16.86%
	古井贡酒	27.79	35.73	28.54%	12.10	15.07	24.57%
	口子窖	8.48	9.49	11.91%	3.12	3.59	15.15%
	迎驾贡酒	10.64	13.79	29.59%	3.64	4.66	27.96%
	老白干酒	2.17	3.04	40.25%	1.15	1.68	46.69%
	金种子酒	-0.38	0.11	-	0.03	-0.07	-
	伊力特	1.76	1.98	12.13%	0.28	0.39	38.92%
	金徽酒	2.54	2.95	15.96%	0.73	0.74	1.88%
	顺鑫农业	-0.81	4.23	-	-4.09	-0.28	-
合计	151.32	175.40	15.91%	45.87	53.99	17.72%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

高端酒与地产酒毛利率同比提升，次高端酒产品结构调整明显。2024H1/2024Q2 高端酒毛利率分别为 85.65%/85.13%，分别同比+0.44/+0.73pct，其中五粮液 2024Q2 毛利率同比提升 1.74pcts，主要系产品结构持续优化所致。2024H1/2024Q2 次高端酒毛利率分别为 76.00%/73.96%，分别同比-0.80/-3.13pcts，其中舍得酒业/山西汾酒/酒鬼酒 2024Q2 毛利率分别同比-10.96/-2.70/-2.23pcts，主要系次高端价位带产品承压，中高端价位带产品放量带来产品结构变化所致。2024H1/2024Q2 地产酒毛利率分别为 71.14%/70.76%，分别同比+1.72/+3.44pcts，主要由产品结构升级带动，其中金种子酒、伊力特、口子窖毛利率提升明显，2024Q2 分别同比+7.91/+6.13/+4.52pcts。

图表 20：销售毛利率方面：2024Q2 高端酒与地产酒毛利率提升，按同比变动排名：地产酒>高端酒>次高端酒

分类	个股名称	2023H1	2024H1	YOY	2023Q2	2024Q2	YOY
高端酒	贵州茅台	89.97%	90.09%	0.12%	88.53%	88.69%	0.16%
	五粮液	76.78%	77.36%	0.58%	73.27%	75.01%	1.74%
	泸州老窖	88.35%	88.57%	0.22%	88.63%	88.81%	0.17%
	合计	85.21%	85.65%	0.44%	84.41%	85.13%	0.73%
次高端酒	山西汾酒	76.30%	76.69%	0.39%	77.79%	75.09%	-2.70%
	酒鬼酒	80.15%	73.35%	-6.80%	77.82%	75.59%	-2.23%
	舍得酒业	75.60%	69.44%	-6.16%	71.88%	60.93%	-10.96%
	水井坊	82.46%	80.96%	-1.50%	81.56%	81.55%	-0.02%
	合计	76.80%	76.00%	-0.80%	77.09%	73.96%	-3.13%
地产酒	洋河股份	76.12%	75.35%	-0.77%	75.08%	73.67%	-1.40%
	今世缘	74.46%	73.79%	-0.67%	72.86%	73.01%	0.15%
	古井贡酒	78.88%	80.41%	1.53%	77.78%	80.50%	2.72%
	口子窖	73.86%	75.84%	1.98%	70.52%	75.04%	4.52%
	迎驾贡酒	70.94%	73.57%	2.63%	70.56%	71.15%	0.58%
	老白干酒	67.17%	65.84%	-1.33%	68.60%	68.48%	-0.12%
	金种子酒	30.10%	43.48%	13.38%	33.79%	41.70%	7.91%
	伊力特	47.77%	50.52%	2.75%	42.10%	48.23%	6.13%
	金徽酒	63.76%	65.12%	1.36%	62.05%	64.67%	2.63%
	顺鑫农业	32.16%	36.26%	4.10%	21.45%	34.04%	12.59%
	合计	69.41%	71.14%	1.72%	67.32%	70.76%	3.44%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

次高端盈利能力承压明显，高端酒与地产酒多数表现稳健。2024H1/2024Q2 高端酒净利率分别为 45.55%/43.13%，分别同比-0.30/-0.41pcts，其中 2024Q2 贵州茅台/五粮液/泸州老窖净利率分别同比-0.35/+0.41/-3.62pcts，茅五净利率保持稳定，泸州老窖净利率下滑较多。2024H1/2024Q2 次高端酒净利率分别为 32.59%/23.25%，分别同比+0.14/-3.86pcts，其中 2024Q2 山西汾酒/酒鬼酒/舍得酒业/水井坊净利率分别同比-1.80/-11.59/-19.74/+0.72pcts，水井坊净利率保持稳定，酒鬼酒与舍得酒业由于费用支出较高及产品结构下行致净利率同比下滑明显。2024H1/2024Q2 地产酒净利率分别为 27.91%/24.51%，分别同比+1.44/+2.74pcts，其中老白干酒/迎驾贡酒/口子窖/伊力特 2024Q2 净利率分别同比+3.22/+2.22/+2.06/+1.98pcts，主要由产品结构提升带来，同时老白干酒优化投入产出比，费用率同比下降明显。

图表 21：销售净利率方面：盈利能力分化，按同比变动排名：地产酒>次高端酒>高端酒

分类	个股名称	2023H1	2024H1	YOY	2023Q2	2024Q2	YOY
高端酒	贵州茅台	50.69%	49.96%	-0.72%	48.04%	47.69%	-0.35%
	五粮液	37.44%	37.63%	0.19%	31.28%	31.69%	0.41%
	泸州老窖	48.59%	47.49%	-1.10%	48.37%	44.76%	-3.62%
	合计	45.85%	45.55%	-0.30%	43.54%	43.13%	-0.41%
次高端酒	山西汾酒	35.60%	36.97%	1.38%	30.78%	28.99%	-1.80%
	酒鬼酒	27.37%	12.17%	-15.20%	21.11%	9.52%	-11.59%
	舍得酒业	26.06%	18.07%	-8.00%	23.22%	3.48%	-19.74%
	水井坊	13.28%	14.11%	0.82%	6.43%	7.15%	0.72%
	合计	32.46%	32.59%	0.14%	27.11%	23.25%	-3.86%
地产酒	洋河股份	35.95%	34.74%	-1.20%	30.71%	28.58%	-2.13%
	今世缘	34.33%	33.70%	-0.64%	36.67%	35.27%	-1.41%
	古井贡酒	24.58%	25.88%	1.30%	25.60%	27.30%	1.70%
	口子窖	29.11%	29.96%	0.85%	23.63%	25.69%	2.06%
	迎驾贡酒	33.85%	36.42%	2.57%	29.66%	31.88%	2.22%
	老白干酒	9.72%	12.32%	2.60%	9.33%	12.55%	3.22%
	金种子酒	-4.93%	1.66%	6.59%	1.00%	-2.65%	-3.65%
	伊力特	14.45%	14.88%	0.42%	5.82%	7.80%	1.98%
	金徽酒	16.70%	16.82%	0.12%	11.52%	10.90%	-0.63%
	顺鑫农业	-1.30%	7.43%	8.73%	-19.25%	-1.72%	17.53%
合计	26.47%	27.91%	1.44%	21.77%	24.51%	2.74%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

3、回款情况：高端酒稳健，地产酒分化

高端酒合同负债表现稳健，地产酒环比下降。2024H1 高端酒合同负债同比/环比分别为+75.75/+33.87 亿元，其中五粮液回款蓄水充足且环比提升明显，贵州茅台与泸州老窖环比较平稳，2024H1 贵州茅台/五粮液/泸州老窖合同负债环比分别为+4.70/+31.10/-1.93 亿元。2024H1 次高端酒合同负债同比/环比分别为-5.73/+0.13 亿元，其中山西汾酒与酒鬼酒合同负债环比提升。2024H1 地产酒合同负债同比/环比分别为-45.00/-57.26 亿元，环比普遍下降。

图表 22：合同负债（亿元）：2024H1 环比变动高低排名：高端酒>地产酒>次高端酒

分类	个股名称	2023H1	2024Q1	2024H1	同比（亿元）	环比（亿元）
高端酒	贵州茅台	73.34	95.23	99.93	26.59	4.70
	五粮液	36.49	50.47	81.58	45.08	31.10
	泸州老窖	19.34	25.35	23.42	4.08	-1.93
	合计	129.17	171.06	204.92	75.75	33.87
次高端酒	山西汾酒	57.53	55.90	57.32	-0.21	1.42
	酒鬼酒	4.48	2.35	2.57	-1.90	0.23
	舍得酒业	5.09	2.35	1.62	-3.47	-0.73
	水井坊	10.86	11.51	10.71	-0.15	-0.80
	合计	77.96	72.10	72.22	-5.73	0.13
地产酒	洋河股份	53.23	58.15	39.38	-13.85	-18.78
	今世缘	11.29	9.73	6.27	-5.01	-3.46
	古井贡酒	30.25	46.17	22.18	-8.07	-23.99
	口子窖	7.27	3.75	3.17	-4.10	-0.58
	迎驾贡酒	5.05	5.15	4.62	-0.43	-0.53
	老白干酒	18.72	23.64	18.62	-0.09	-5.01
	金种子酒	0.91	1.11	0.62	-0.29	-0.49
	伊力特	0.56	0.92	0.62	0.06	-0.30
	金徽酒	4.42	6.31	4.83	0.41	-1.48
	顺鑫农业	19.42	8.43	5.79	-13.63	-2.64
	合计	151.10	163.37	106.11	-45.00	-57.26

资料来源：Wind，华鑫证券研究

高端酒现金流表现较好，地产酒呈现分化态势。2024H1 高端酒企/次高端酒/地产酒现金回款分别同增 20.97%/11.30%/8.68%，高端酒现金流实现较高增长，次高端与地产酒表现稳健，其中酒鬼酒、舍得酒业、金种子酒相对承压。2024Q2 高端酒企/次高端酒/地产酒现金回款分别同比+36.62%/-7.93%/-3.71%，高端酒业绩质量仍较优，2024Q2 贵州茅台/五粮液现金回款分别同比增长 22.60%/93.41%。次高端酒企中 2024Q2 现金回款同比表现均下降，地产酒中除今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒 2024Q2 现金回款分别同比提升 7.13%/12.80%/12.69%外，其他酒企均同比下降。

图表 23: 现金流: 2024Q2 高端酒现金回款表现较好, 次高端酒与地产酒表现承压

分类	个股名称	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
高端酒	贵州茅台	11.8%	41.2%	6.1%	19.6%	12.0%	13.6%	12.3%	21.0%	17.4%	29.3%	22.6%
	五粮液	20.3%	-34.8%	17.8%	10.8%	13.0%	108.5%	37.0%	35.1%	17.7%	-24.0%	93.4%
	泸州老窖	27.2%	16.3%	72.2%	20.1%	-24.0%	7.3%	16.6%	90.4%	-28.8%	32.3%	-0.2%
次高端酒	山西汾酒	90.2%	71.9%	-7.1%	5.1%	0.4%	10.7%	20.5%	-15.9%	-5.7%	44.7%	-6.3%
	酒鬼酒	62.5%	17.5%	-12.0%	21.8%	-58.9%	-19.3%	-30.1%	-33.3%	-2.1%	-58.1%	-12.9%
	舍得酒业	42.7%	45.4%	-3.7%	1.6%	-31.9%	23.0%	28.4%	-16.7%	65.9%	-14.3%	-14.4%
	水井坊	17.4%	2.4%	37.0%	0.3%	-23.6%	-36.7%	-20.6%	15.1%	48.5%	6.0%	-5.9%
地产酒	洋河股份	79.0%	-15.1%	-8.5%	7.7%	-33.3%	28.9%	23.2%	11.6%	-0.3%	25.1%	-12.0%
	今世缘	48.6%	21.0%	-7.7%	52.6%	-8.7%	33.7%	33.3%	4.3%	35.4%	8.8%	7.1%
	古井贡酒	67.8%	54.9%	7.0%	-10.1%	-7.4%	25.7%	23.1%	26.8%	2.7%	7.9%	12.8%
	口子窖	10.6%	3.0%	2.4%	-13.2%	31.3%	6.9%	26.4%	20.3%	-11.4%	15.5%	-4.4%
	迎驾贡酒	27.6%	35.9%	-8.7%	29.6%	31.3%	20.5%	28.7%	18.4%	4.9%	19.2%	12.7%
	老白干酒	4.1%	15.3%	-20.5%	-0.1%	-15.9%	0.3%	8.9%	12.8%	35.8%	17.6%	-0.5%
	金种子酒	37.9%	-9.9%	150.9%	163.3%	-40.5%	38.4%	44.7%	4.3%	-96.0%	-3.4%	-46.9%
	伊力特	-19.3%	43.3%	-16.6%	-26.4%	-53.1%	11.2%	-3.5%	157.4%	84.1%	8.7%	-26.5%
	金徽酒	-25.0%	57.2%	-24.5%	-16.5%	25.7%	10.0%	35.7%	30.0%	-8.6%	33.1%	-12.8%
	顺鑫农业	-21.2%	-30.9%	-16.7%	-13.9%	6.8%	-23.0%	-36.1%	-11.6%	-28.5%	22.7%	-31.4%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 24: 现金流 (亿元): 2024Q2 按增速高低排名: 高端酒 > 地产酒 > 次高端酒

分类	个股名称	2023H1	2024H1	YOY	2023Q2	2024Q2	YOY
高端酒	贵州茅台	690.73	870.94	26.09%	333.09	408.36	22.60%
	五粮液	430.52	496.48	15.32%	144.15	278.79	93.41%
	泸州老窖	175.84	201.62	14.66%	95.42	95.21	-0.22%
	合计	1,297.09	1569.04	20.97%	572.66	782.37	36.62%
次高端酒	山西汾酒	177.07	215.95	21.96%	78.89	73.93	-6.29%
	酒鬼酒	13.56	8.37	-38.29%	5.95	5.18	-12.94%
	舍得酒业	40.13	34.38	-14.35%	17.77	15.20	-14.44%
	水井坊	16.90	16.95	0.25%	8.13	7.65	-5.92%
	合计	247.66	275.64	11.30%	110.75	101.97	-7.93%
地产酒	洋河股份	158.90	178.12	12.09%	55.73	49.06	-11.96%
	今世缘	57.56	62.25	8.15%	23.29	24.96	7.13%
	古井贡酒	129.67	142.46	9.86%	52.12	58.79	12.80%
	口子窖	26.72	27.96	4.65%	14.58	13.94	-4.35%
	迎驾贡酒	33.28	38.76	16.48%	13.81	15.56	12.69%
	老白干酒	28.26	31.18	10.32%	11.37	11.32	-0.49%
	金种子酒	8.73	6.61	-24.29%	4.19	2.23	-46.89%
	伊力特	11.23	10.77	-4.09%	4.09	3.01	-26.48%
	金徽酒	16.63	18.77	12.83%	7.33	6.39	-12.84%
	顺鑫农业	43.31	42.06	-2.89%	20.47	14.05	-31.39%
合计	514.30	558.94	8.68%	206.98	199.30	-3.71%	

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

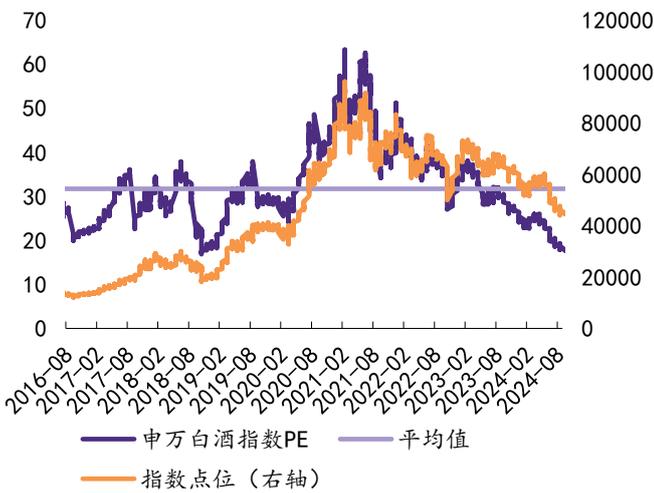
4、估值表现: 低位震荡, 长期向上

整体绝对与相对估值均处于低位, 后续抬升支撑力仍强。绝对估值上, 2016 年至今申万白酒指数 PE 均值为 31.72, 当前值为 17.69, 目前仍在低位且震荡下行, 10 年内市盈率

分位点为 8.63%，白酒板块绝对估值持续处于低位。相对估值上，2016 年至今食品饮料板块与白酒板块相对沪深 300 平均市盈率分别为 2.60/2.48，当前值为 1.61/1.61，亦低于均值。分板块来看，2019 年至今高端酒/次高端酒/地产酒 PE 平均值分别为 34.76/44.69/31.96，当前值分别为 15.82/21.28/16.33，各板块市盈率均已低于平均值。

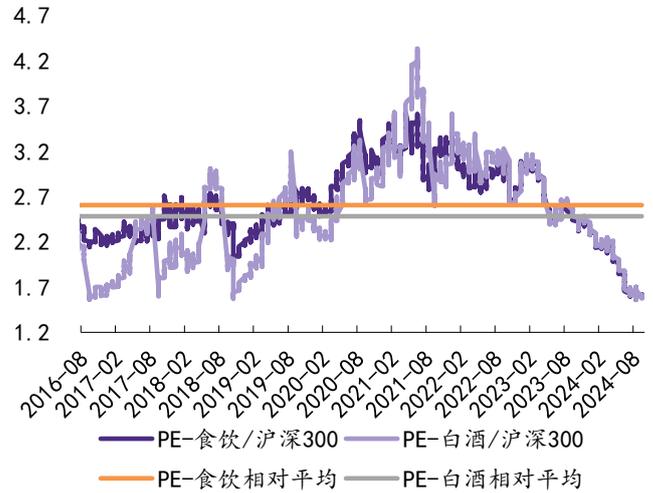
当前估值较低的主要原因为：1) 二季度表观业绩较承压，部分高端及次高端标的利润略不及预期，多数地产酒标的现金流表现一般。2) 市场对企业后续业绩兑现存在担忧，目前整体经济与消费环境仍较低迷，终端动销表现为“淡季更淡、旺季不旺”，在过去渠道已承担一定资金压力与库存量的前提下，短期业绩支撑力受到质疑。我们认为站在长期视角看当前多数酒企股价已处于超跌状态，而其优质的商业模式与未来经济环比改善的确定性决定长期估值抬升的支撑力，抬升关注点在于本轮调整周期下高库存与低质量产能逐步出清，经济与消费环境环比向好后市场对酒企业绩回升的信心逐步恢复。

图表 25：2016 年至今申万白酒指数点位与 PE



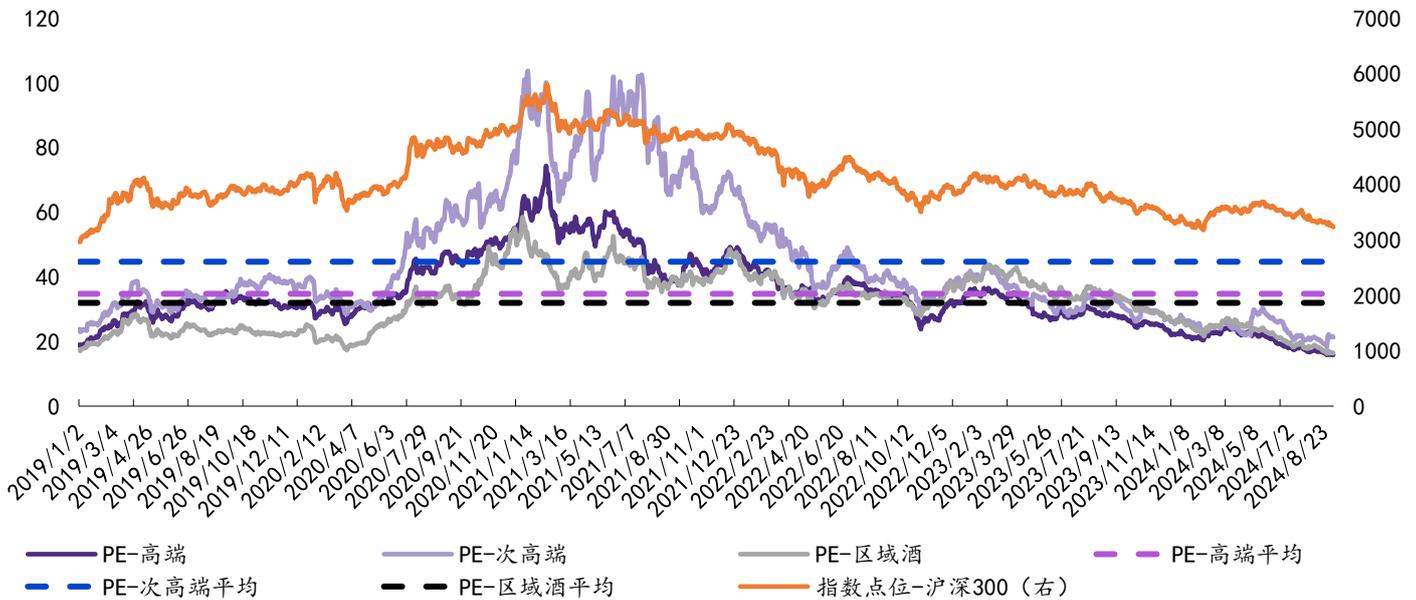
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 26：2016 年至今食品饮料与白酒板块相对沪深 300 PE



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 27：2019 年至今白酒各板块与沪深 300 PE



资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、行业评级及投资策略

内部分化延续，高端表现稳健。我们认为 2024H1 及 2024Q2 白酒板块整体业绩表现分化，其中：1) 品牌力更强及库存更良性的高端酒企业绩保持稳健增长，在品牌强话语权与渠道强控制力的加持下，经销商为保证经销商权仍能集中资金确保维持回款进度，故后续业绩增长确定性亦较强。2) 次高端酒企承压同时内部亦有分化，山西汾酒依靠全价位带的产品矩阵与渐强的渠道掌控力仍能保持较好增长态势，虽面临产品结构调整带来的利润承压，但仍能占住份额稳住基本盘；舍得酒业与酒鬼酒由于前期库存积累较多叠加次高端价位带产品需求回落后其他产品动销较弱，已步入业绩调整期；水井坊业绩节奏较不同于其他酒企，新财年开启前库存压力较大，目前亦较承压。3) 地产酒中具备产品结构升级机会或内部改革出现成效的酒企如今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、老白干酒，业绩表现较好。二三线地产酒由于经销商回款积极性不足及终端备货意愿一般，而出现较弱的现金流表现。

短期看，当前白酒行业进入备战销售旺季，可关注各家针对中秋国庆旺季销售的备战策略，以及经销商与终端配合情况。整体而言，2024 年板块增长重点仍在于消费信心恢复与经济复苏情况，长期注重消费力复苏与商务场景恢复，重点推荐茅五泸+山西汾酒+今世缘+古井贡酒，关注洋河股份+迎驾贡酒+老白干。

维持白酒行业“推荐”投资评级。

图表 28：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-09-06	EPS			PE			投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1398.00	59.49	69.85	81.13	23.50	20.01	17.23	买入
000858.SZ	五粮液	117.53	7.78	8.75	9.91	15.11	13.43	11.86	买入
000568.SZ	泸州老窖	110.60	9.00	10.07	11.76	12.29	10.98	9.40	买入
600809.SH	山西汾酒	163.99	8.56	10.60	13.01	19.16	15.47	12.60	买入
002304.SZ	洋河股份	75.59	6.65	6.72	7.14	11.37	11.25	10.59	买入
000799.SZ	酒鬼酒	35.59	1.69	0.87	1.01	21.06	40.91	35.24	买入
600702.SH	舍得酒业	42.03	5.32	3.67	4.60	7.90	11.45	9.14	买入
600779.SH	水井坊	32.14	2.60	2.90	3.31	12.36	11.08	9.71	买入
000596.SZ	古井贡酒	162.00	8.68	10.91	13.64	18.66	14.85	11.88	买入
603369.SH	今世缘	38.61	2.50	3.00	3.61	15.44	12.87	10.70	买入
603589.SH	口子窖	35.58	2.87	3.32	3.78	12.40	10.72	9.41	买入
603198.SH	迎驾贡酒	50.28	2.86	3.57	4.40	17.58	14.08	11.43	买入
600199.SH	金种子酒	10.35	-0.03	0.08	0.29	-	129.38	35.69	买入
603919.SH	金徽酒	16.62	0.65	0.80	1.01	25.57	20.78	16.46	买入
600197.SH	伊力特	14.56	0.72	0.80	0.86	20.22	18.20	16.93	买入
600559.SH	老白干酒	17.11	0.73	0.92	1.11	23.44	18.60	15.41	买入

资料来源：Wind，华鑫证券预测

6、风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；推荐公司业绩不及预期的风险；行业竞争或政策变动风险；消费税或生产风险等。

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。