

2024年11月09日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩降速渠道减压，底部调整静待拐点

—白酒行业 2024 年三季度报总结报告

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

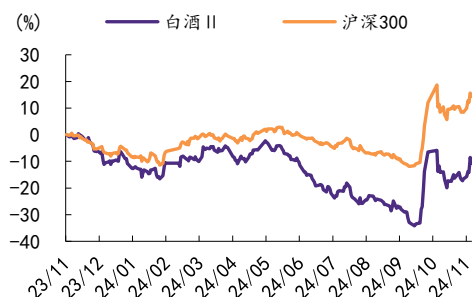
联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
白酒 II (申万)	3.4	15.6	-11.9
沪深 300	3.7	23.2	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：业绩表现分化，结构调整为主线》2024-09-08
- 2、《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
- 3、《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

业绩表现：整体降速，分化加剧

整体降速承压，内部表现分化。2024Q1-3 收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 13.46%>8.15%>1.67%。2024Q3 收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 9.59%>-0.38%>-17.97%。

1) 高端酒仍保持稳健增长，主要系贵州茅台依靠强品牌韧性与需求支撑，收入利润仍保持双位数增长；五粮液与老窖收入环比降速，保持渠道良性发展。2) 次高端酒分化加剧，山西汾酒依靠稳健的省内基本盘保持双位数增长，水井坊臻酿八号放量效果较好，财年开门红同比持平；舍得与酒鬼对次高端主要大单品依赖程度高，前期渠道累积压力较大，处于降速调整期。3) 地产酒增速放缓，表现亦分化；其中，洋河股份率先进入调整期；今世缘与古井贡酒增速表现较好，自身结构仍优异；徽酒竞争加剧，迎驾贡酒、口子窖、金种子酒收入同比承压；老白干酒经营稳健。

盈利能力：费投表现分化，结构下行为主线

高端酒引领利润增长，多数酒企利润表现承压。2024Q1-3 归母净利润增速为高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 +12.84%/+7.96%/+4.41%。2024Q3 归母净利润增速为高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 9.19%/-2.04%/-29.60%，Q3 高端酒引领利润增长，次高端酒企与多数地产酒企表现承压。

回款情况：合同负债环比减少，高端现金流稳定

2024Q1-3 高端酒企/次高端酒/地产酒现金回款分别同增 14.63%/11.62%/1.74%，高端酒与次高端酒现金流实现较高增长，地产酒表现稳健，其中酒鬼酒、舍得酒业、金种子酒相对承压。2024Q3 高端酒企/次高端酒/地产酒现金回款分别同比 +3.82%/+12.34%/-11.91%，2024Q3 五粮液现金回款同比增长 18.70%，主要系公司营收增加及春节销售旺季收取的银行承兑汇票到期收现所致；次高端酒企中 2024Q3 现金回款同比表现除山西汾酒外均下降，地产酒中除古井贡酒/金徽酒 2024Q3 现金回款分别同比提升 24.58%/12.73%外，其他酒企均保持稳定或同比下降。

估值表现：低位震荡，长期在于基本面改善

绝对估值上，2016 年至今申万白酒指数 PE 均值为 31.51，当前值为 22.35，目前仍在低位，10 年内市盈率分位点为 25.24%，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 2.59/2.47，当前值为 1.74/1.71，亦低于均值。估值底部形成，长短期回升驱动力不同。我们认为，Q3 板块业绩出清后基本面安全边际较高，后续

估值拉升确定性强，但长短期估值提升的内在驱动力与稳定性不同，短期依靠政策等宏观因素拉动市场情绪与资金回流，长期仍取决于消费力复苏从而带来的基本面恢复。

行业评级及投资策略

整体降速为渠道减负，内部分化加剧。我们认为 2024Q1-3 及 2024Q3 白酒板块整体业绩表现承压，内部亦有分化。1) 消费环境整体疲软，渠道资金压力较大，经销商与终端收入增长预期与后续信心不明朗。多数酒企不再追求报表数据高增长，而是寻求渠道健康良性发展与自身增长目标间的动态平衡，故 Q3 业绩降速实际缓解酒企报表的增长压力与渠道回款的资金压力，有效为渠道减负从而促进行业长期良性健康发展。2) 行业整体降速下更体现企业经营质量的稳定性与韧性，加剧分化表现；茅台作为业绩强韧性龙头标的，收入与现金流表现仍优，定海神针信心引领作用强；汾酒基地市场稳定性强，同时强品牌力与全价位带产品布局，为业绩稳健增长提供强支撑力；古井贡酒与今世缘依靠自身品牌势能与渠道精耕保持产品放量。3) 后续业绩回升取决于政策利好带来的渠道信心回暖与消费力复苏带来的终端动销提升。现阶段我们建议重点关注低估值与业绩确定性强的白酒标的，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+珍酒李渡。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测

公司代码	名称	2024/11/8 股价	EPS			PE			投资评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600519.SH	贵州茅台	1609.97	59.49	68.28	78.89	27.06	23.58	20.41	买入
000858.SZ	五粮液	156.47	7.78	8.49	8.99	20.11	18.43	17.40	买入
000568.SZ	泸州老窖	151.00	9.00	9.81	10.20	16.78	15.39	14.80	买入
600809.SH	山西汾酒	226.10	8.56	10.05	11.18	26.41	22.50	20.22	买入
002304.SZ	洋河股份	91.85	6.65	5.56	5.43	13.81	16.52	16.92	买入
000799.SZ	酒鬼酒	61.66	1.69	0.33	0.46	36.49	186.85	134.04	买入
600702.SH	舍得酒业	80.33	5.32	2.83	3.83	15.10	28.39	20.97	买入
600779.SH	水井坊	57.23	2.60	2.81	3.01	22.01	20.37	19.01	买入
000596.SZ	古井贡酒	212.40	8.68	10.41	11.98	24.47	20.40	17.73	买入
603369.SH	今世缘	47.49	2.50	2.86	3.17	19.00	16.60	14.98	买入
603589.SH	口子窖	42.90	2.87	3.32	3.78	14.95	12.92	11.35	买入
603198.SH	迎驾贡酒	65.58	2.86	3.35	3.91	22.93	19.58	16.77	买入
600199.SH	金种子酒	15.07	-0.03	0.08	0.29	-502.33	188.38	51.97	买入
603919.SH	金徽酒	22.43	0.65	0.80	1.01	34.51	28.04	22.21	买入
600197.SH	伊力特	18.69	0.72	0.74	0.82	25.96	25.26	22.79	买入
600559.SH	老白干酒	22.99	0.73	0.89	1.06	31.49	25.83	21.69	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、业绩表现：整体降速，分化加剧.....	5
2、盈利能力：费投表现分化，结构下行为主线.....	10
3、回款情况：合同负债环比减少，高端现金流稳定.....	17
4、估值表现：低位震荡，长期在于基本面改善.....	20
5、行业评级及投资策略.....	21
6、风险提示.....	22

图表目录

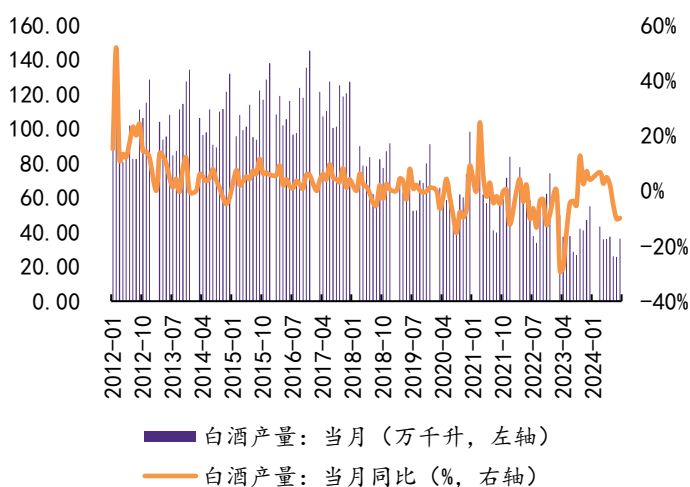
图表 1：2012 年至今白酒当月产量与同比增速.....	5
图表 2：2012 年至今白酒月度累计产量与同比增速.....	5
图表 3：2012 年至今白酒行业累计季度收入与同比增速.....	5
图表 4：2012 年至今白酒行业累计季度归母净利与同比增速.....	5
图表 5：2024Q1-3 高端酒企营收引领增长，次高端与地产酒次之.....	6
图表 6：高端酒 2024Q3 营收增长最快，贵州茅台营收增速最高，同增 15.56%.....	6
图表 7：次高端酒 2024Q3 营收增速表现分化，山西汾酒增速最高，同增 11.35%.....	8
图表 8：地产酒 2024Q3 营收保持增长，金徽酒增速最高，同增 15.77%.....	8
图表 9：营收端：2024Q3 营收增速表现分化，其中高端酒增速稳健.....	9
图表 10：营收端（亿元）：2024Q1-3 营收普遍增长，按增速高低排名：高端酒>次高端酒>地产酒.....	10
图表 11：销售费用率方面：2024Q1-3 次高端优化明显，按同比变动排名：地产酒>高端酒>次高端酒.....	11
图表 12：管理费用率方面：2024Q1-3 以优化为主，按同比变动排名：次高端酒>地产酒>高端酒.....	12
图表 13：营业税金率方面：2024Q1-3 变动分化，按同比变动排名：高端酒>地产酒>次高端酒.....	13
图表 14：2024Q1-3 酒企盈利表现普遍降速.....	13
图表 15：高端酒 2024Q3 归母净利润稳健增长，贵州茅台增速最高，同增 13.23%.....	13
图表 16：次高端酒企 2024Q3 归母净利润表现分化.....	14
图表 17：地产酒企 2024Q3 归母净利润环比降速.....	14
图表 18：利润端：2024Q1-3 高端酒增速最快，次高端酒仍分化，地产酒较稳健.....	15
图表 19：利润端（亿元）：2024Q3 高端酒增速最快，按增速高低排名：高端酒>次高端酒>地产酒.....	15
图表 20：销售毛利率方面：2024Q3 高端酒毛利率提升，按同比变动排名：高端酒>地产酒>次高端酒.....	16
图表 21：销售净利率方面：盈利能力普遍承压，按同比变动排名：高端酒>次高端酒>地产酒.....	17
图表 22：合同负债（亿元）：2024Q1-3 环比变动高低排名：地产酒>次高端酒>高端酒.....	18
图表 23：现金流：2024Q3 高端酒现金回款表现较好，次高端酒与地产酒表现承压.....	19
图表 24：现金流（亿元）：2024Q3 按增速高低排名：次高端酒>高端酒>地产酒.....	19

图表 25: 2016 年至今申万白酒指数点位与 PE	20
图表 26: 2016 年至今食品饮料与白酒板块相对沪深 300 PE	20
图表 27: 2019 年至今白酒各板块与沪深 300 PE	21
图表 28: 重点关注公司及盈利预测	22

1、业绩表现：整体降速，分化加剧

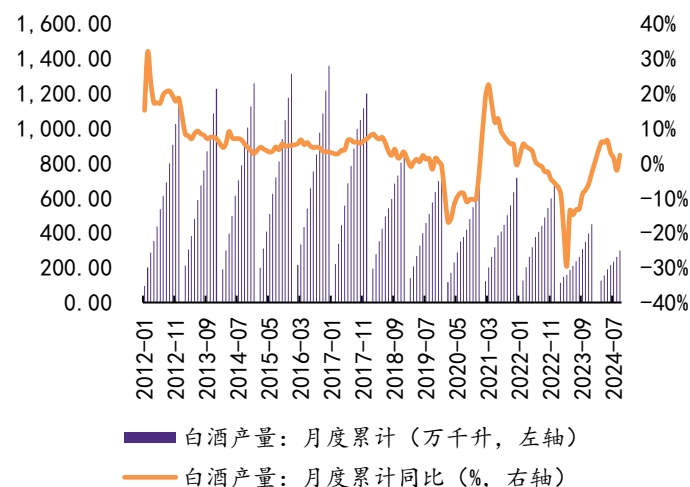
Q1-3 营收利润稳健增长，Q3 业绩增速环比放缓。从量上看，2024 年 1-9 月白酒总产量共 298.00 万千升，同比增加 2.30%，产量小幅提升；2024 年 9 月白酒产量 36.30 万千升，同比减少 9.90%，7 月以来保持下降趋势。从业绩看，2024 年 1-9 月上市白酒公司分别实现营收、归母净利润 3377.16、1316.97 亿元，分别同比+9.25%、+10.69%，利润实现双位数稳健增长，增速略快于营收增速。2024 年 7-9 月上市白酒公司分别实现营收、归母净利润 956.43、360.15 亿元，分别同比+0.58%、+2.10%，Q3 收入与利润增速环比放缓，业绩表现略承压，利润同比增速仍略快于收入。

图表 1：2012 年至今白酒当月产量与同比增速



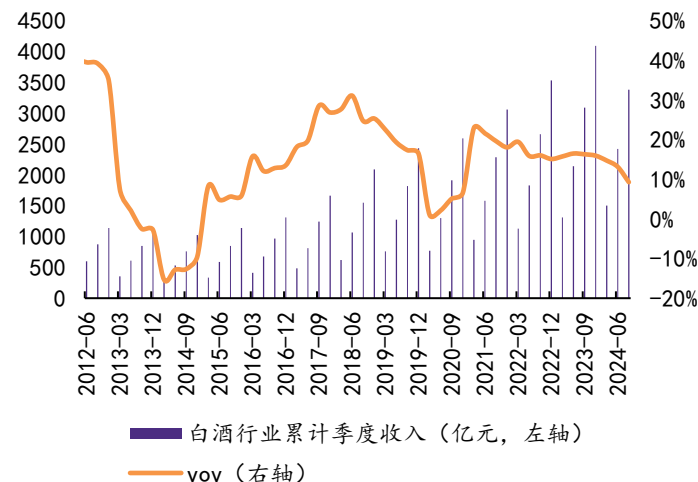
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：2012 年至今白酒月度累计产量与同比增速



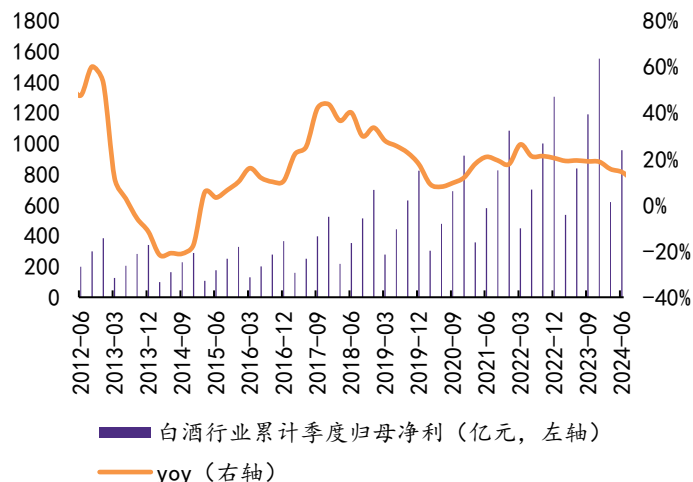
资料来源：Wind，华鑫证券研究

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

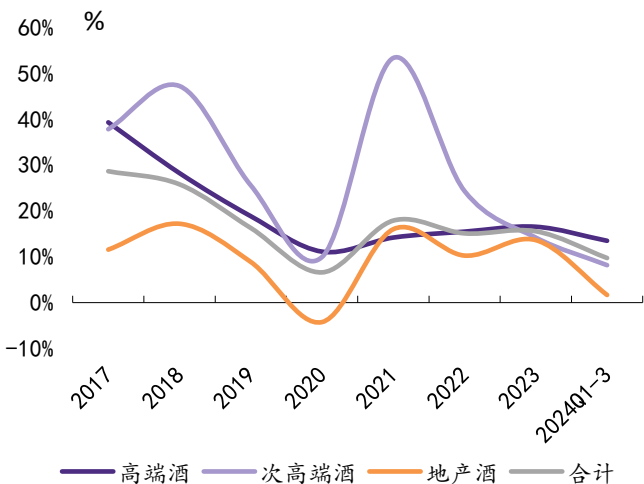
高端酒整体表现较稳健，茅五业绩符合预期。 高端酒企 2024Q1-3 营收 2153.42 亿元（同增 13.46%），2024Q3 营收 643.38 亿元（同增 9.59%），整体保持稳健增长，Q3 增速环比略下降。从高端酒企内部看，2024Q3 营收增速：贵州茅台 > 五粮液 > 泸州老窖，其中贵州茅台仍保持双位数稳健增长，体现龙头韧性。

(1) 贵州茅台：收入利润稳健增长，茅台酒表现较好。 2024Q1-Q3 总营收 1231.23 亿元（同增 16.91%），归母净利润 608.28 亿元（同增 15.04%），整体符合预期；2024Q3 总营收 396.71 亿元（同增 15.56%），归母净利润 191.32 亿元（同增 13.23%），收入利润稳健增长。茅台酒表现较好，直销渠道营收稳增。2024Q3 茅台酒/系列酒营收分别为 325.59/62.46 亿元，分别同比+16.32%/+13.15%，茅台酒增速快于系列酒，主品牌营收双位数稳增；2024Q3 直销/批发代理营收分别为 182.61/205.43 亿元，分别同比+23.50%/+9.72%，直销渠道保持双位数增长。

(2) 五粮液：业绩符合预期，整体表现稳健。 2024Q1-Q3 总营收 679.16 亿元（同增 8.60%），归母净利润 249.31 亿元（同增 9.19%）；2024Q3 总营收 172.68 亿元（同增 1.39%），归母净利润 58.74 亿元（同增 1.34%）。五粮液主产品表现稳健，7 月经典五粮液全系产品战略发布，第八代五粮液大单品批价整体稳健，五粮液 1618 表现较亮眼；品牌方面，五粮液今年与央视总台春晚、秋晚合作，加大品牌曝光度；与湖南卫视综艺合作举办 1000 场“和美团圆宴”，提高转化率。

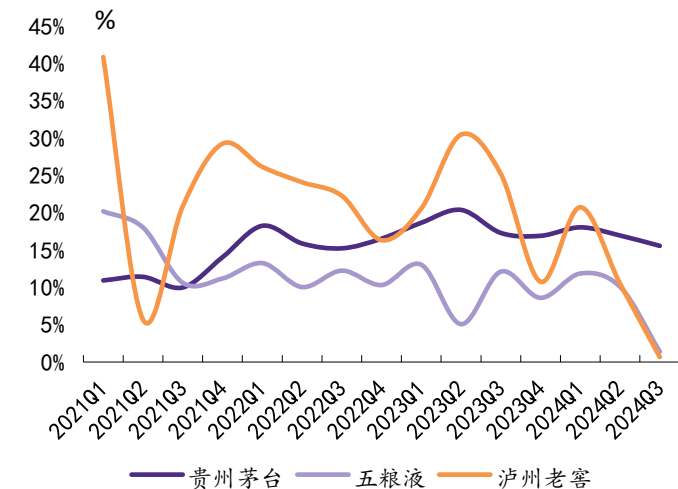
(3) 泸州老窖：业绩表现稳健，利润符合预期。 2024Q1-Q3 总营收 243.04 亿元（同增 10.76%），归母净利润 115.93 亿元（同增 9.72%）；2024Q3 总营收 73.99 亿元（同增 0.67%），归母净利润 35.66 亿元（同增 2.58%）。产品方面，中高档产品国窖 1573、窖龄酒、老窖特曲等持续发力，同时低度国窖表现较好，产品占比持续提升；渠道方面，公司在扫码红包等终端与消费者激励措施上继续加大力度，有效促进产品动销。同时公司继续做好窖主节等消费者互动建设，有效培育并强绑定核心消费群。

图表 5：2024Q1-3 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 2024Q3 营收增长最快，贵州茅台营收增速最高，同增 15.56%



资料来源：WIND，华鑫证券研究

次高端酒企内部仍分化，Q3 压力普遍加大。次高端酒企 2024Q1-3 营收 407.97 亿元（同增 8.15%），2024Q3 营收 120.67 亿元（同减 0.38%），Q3 增速环比回落较明显。从次高端酒企内部看，2024Q1-3 营收增速：山西汾酒>水井坊>舍得酒业>酒鬼酒；2024Q3 营收增速：山西汾酒>水井坊>舍得酒业>酒鬼酒，山西汾酒营收保持双位数增长。

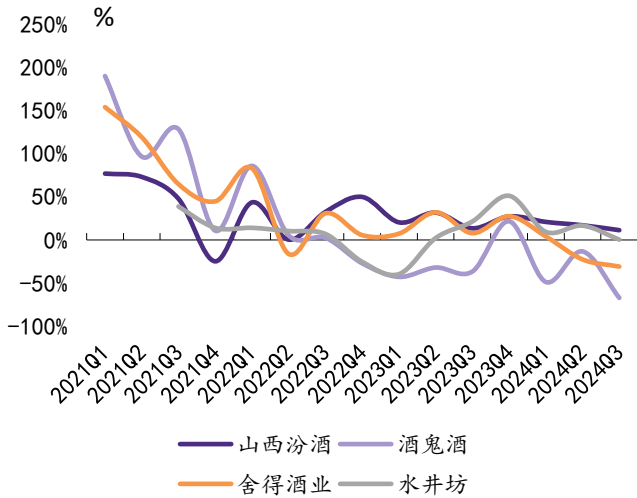
(1) 山西汾酒：业绩符合预期，盈利能力略提升。2024Q1-3 总营收 313.58 亿元（同增 17.25%），归母净利润 113.50 亿元（同增 20.34%）；2024Q3 总营收 86.11 亿元（同增 11.35%），归母净利润 29.40 亿元（同增 10.36%）。产品方面，2024Q3 中高价/其他酒类营收分别为 61.88/24.05 亿元，分别同比+6.73%/+25.62%。青花系列 1-9 月增速预计与公司整体增速持平，其中青 20 与青 25 作为次高端价位带核心单品，增速快于青花系列整体；巴拿马老白汾价位带顺应行业发展趋势，1-9 月增速预计达 20%。公司整体产品结构调整，顺应市场需求，未来公司预计形成“四轮驱动”产品系列，后续对不同系列产品进行专业化人员配置与运营推广。

(2) 舍得酒业：业绩不及预期，主产品受影响较大。2024Q1-3 总营收 44.60 亿元（同减 14.97%），归母净利润 6.69 亿元（同减 48.35%）。产品方面，2024Q3 中高档酒/普通酒营收分别为 8.97/1.53 亿元，分别同比-35.66%/-14.96%，普通酒价位带相对更稳定，营收同比降幅较中高档酒更小。渠道方面，2024Q3 批发代理/电商销售营收分别为 9.84/0.66 亿元，分别同比-35.56%/+39.10%，电商营收实现两位数增长。

(3) 水井坊：收入略超预期，八号持续增长。2024Q1-3 总营收 37.88 亿元（同增 5.56%），归母净利润 11.25 亿元（同增 10.03%）；2024Q3 总营收 20.70 亿元（同增 0.38%），归母净利润 8.83 亿元（同增 7.67%），利润增速较快。产品方面，2024Q1-3 高档/中档白酒营收分别为 34.57/1.96 亿元，分别同比+1.39%/+41.05%；2024Q3 为 19.40/0.99 亿元，分别同比-2.03%/+87.15%，臻酿八号作为公司目前放量单品，具备较高性价比，预计保持增长，占比达 70%；井台所在次高端价位带整体承压，预计同比下降，占比 20%以上。

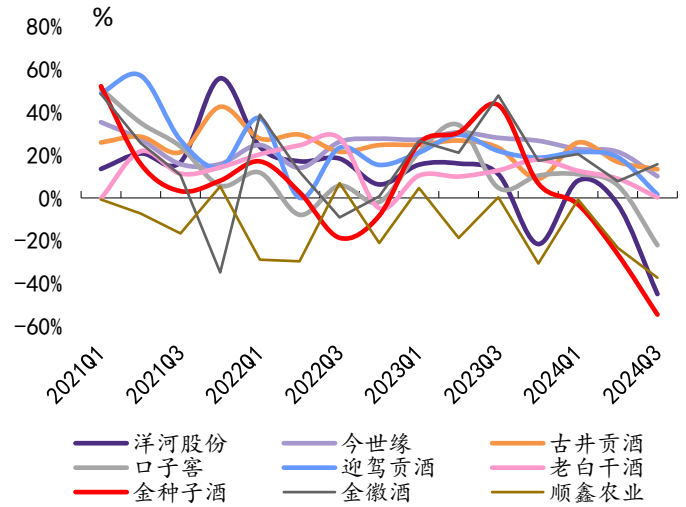
(4) 酒鬼酒：收入表现承压，利润不及预期。2024Q1-3 总营收 11.91 亿元（同减 44.41%），归母净利润 0.56 亿元（同减 88.20%）；2024Q3 总营收 1.97 亿元（同减 67.24%），归母净利润-0.65 亿元（去年同期为 0.57 亿元）。公司执行费用改革以来，费用投放由 B 端向 C 端转变，行业调整期改革效果不及预期，次高端及以上价位带产品销售同比下降较多，导致公司产品结构下行，收入表现承压。同时以扫码红包形式为主的费用投放偏刚性，且前期投入较高，旺季开瓶表现较好，造成公司利润表现不及预期。

图表 7: 次高端酒 2024Q3 营收增速表现分化, 山西汾酒增速最高, 同增 11.35%



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 8: 地产酒 2024Q3 营收保持增长, 金徽酒增速最高, 同增 15.77%



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

地产酒企 Q3 收入增速下降明显, 内部普遍承压。地产酒企 2024Q1-3 营收 825.94 亿元 (同增 1.67%), 2024Q3 营收 197.50 亿元 (同减 17.97%), 地产酒 Q3 营收下滑幅度较大。2024Q3 洋河股份/今世缘/古井贡酒/口子窖/迎驾贡酒/老白干酒营收增速分别为-44.82%/+10.11%/+13.36%/-22.04%/+1.58%/+0.26%, 洋河股份同比下滑幅度较大。

(1) 洋河股份: 产品结构调整, 业绩承压明显。2024Q1-Q3 总营收 275.16 亿元 (同减 9.14%), 归母净利润 85.79 亿元 (同减 15.92%), 2024Q3 总营收 46.41 亿元 (同减 44.82%), 归母净利润 6.31 亿元 (同减 73.03%), 公司主动降速, 保持渠道健康良性发展。2024Q3 毛利率/净利率分别为 66.24%/13.52%, 分别同比-8.63/-14.38pcts, 产品结构调整致毛利率承压, 盈利能力下降。公司在各价位带均布局核心大单品, 短期受整体行业影响, 次高端价位带大单品梦 3、梦 6+等销售承压明显, 同时公司追求渠道健康发展, 对经销商放松回款要求, 造成业绩阶段性承压。

(2) 今世缘: 业绩符合预期, 产品结构仍优。2024Q1-Q3 总营收 99.42 亿元 (同增 18.85%), 归母净利润 30.86 亿元 (同增 17.08%); 2024Q3 总营收 26.37 亿元 (同增 10.11%), 归母净利润 6.24 亿元 (同增 6.61%)。产品方面, 2024Q3 特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/C 类、D 类/其他白酒营收分别为 18.13/6.46/1.09/0.41/0.17/0.01 亿元, 分别同比+12%/+10%/+8%/-12%/-18%/-29%, 分别占酒类收入 69%/25%/4%/2%/1%/0.03%, 四开等次高端价位带以上产品仍保持较快增速, 低端产品调整明显。

(3) 古井贡酒: 利润增速略快于收入, 费投力度优化明显。2024Q1-Q3 总营收 190.69 亿元 (同增 19.53%), 归母净利润 47.46 亿元 (同增 24.49%); 2024Q3 总营收 52.63 亿元 (同增 13.36%), 归母净利润 11.74 亿元 (同增 13.60%)。产品方面, 公司在安徽省基地市场持续实现产品结构升级, 古 16 及以上产品放量明显, 预计主要受益于当地消费升级影响。区域方面, 公司以省内为基本盘, 持续发挥省内龙头优势地位, 推动终端下沉; 同时加大对省外市场布局, 对江苏、山东、河南等市场实现重点突破。

(4) 迎驾贡酒: 业绩不及预期, 产品结构持续提升。2024Q1-3 营收 55.13 亿元 (同增 13.81%), 归母净利润 20.06 亿元 (同增 20.19%); 2024Q3 营收 17.11 亿元 (同增

2.32%)，归母净利润 6.25 亿元（同增 2.86%）。产品方面，2024Q3 中高档酒/普通酒营收分别为 12.96/3.36 亿元，分别同比+7.12%/-9.16%，分别占主营收入 79.41%/20.59%，中高档酒保持稳定增长，产品结构持续提升。区域方面，2024Q3 省内/省外营收分别为 11.16/5.16 亿元，分别同比+6.85%/-3.62%，分别占主营收入 68.41%/31.59%，省内大本营市场表现稳健，省外业绩承压。

(5) 老白干酒：营收表现稳健，武陵酒持续放量。2024Q1-Q3 总营收 40.88 亿元（同增 6.29%），归母净利润 5.56 亿元（同增 33.00%）；2024Q3 总营收 16.18 亿元（同增 0.26%），归母净利润 2.52 亿元（同增 25.17%）。营业税金及附加占比下降，盈利能力提升。2024Q1-Q3 毛利率/净利率分别为 66.21%/13.61%，分别同比-0.54/+2.73pcts；2024Q3 分别为 66.77%/15.57%，分别同比+0.60/+3.10pcts。2024Q3 销售费用率/管理费用率/营业税金及附加占比分别为 25.54%/5.85%/16.52%，分别同比+0.11/+0.004/-2.00pcts。产品方面，2024Q1-Q3 100 元以上/100 元以下（含 100 元）营收分别为 20.44/20.20 亿元，分别同比+15.71%/+8.35%；2024Q3 营收分别为 7.91/8.21 亿元，同比+9.95%/+2.29%。公司持续聚焦主业，整体产品结构继续升级。

图 9：营收端：2024Q3 营收增速表现分化，其中高端酒增速稳健

分类	个股名称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
高端酒	贵州茅台	18.3%	15.9%	15.2%	16.5%	18.7%	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%	16.95%	15.56%
	五粮液	13.3%	10.0%	12.2%	10.3%	13.0%	5.1%	17.0%	14.0%	11.9%	10.08%	1.39%
	泸州老窖	26.1%	24.1%	22.3%	16.3%	20.6%	30.5%	25.4%	9.1%	20.7%	10.51%	0.67%
次高端酒	山西汾酒	43.6%	0.4%	32.5%	50.0%	20.4%	31.8%	13.6%	27.4%	20.9%	17.1%	11.35%
	酒鬼酒	86.0%	5.3%	2.5%	-27.1%	-42.9%	-32.0%	-36.7%	21.7%	-48.8%	-13.3%	-67.24%
	舍得酒业	83.3%	-16.3%	30.9%	5.6%	7.3%	32.1%	7.9%	27.6%	4.1%	-22.6%	-30.92%
	水井坊	14.1%	10.4%	7.0%	-25.4%	-39.7%	2.2%	21.5%	51.3%	9.4%	16.6%	0.38%
地产酒	洋河股份	23.8%	17.1%	18.4%	6.3%	15.5%	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%	-3.0%	-44.82%
	今世缘	27.7%	29.5%	21.6%	24.7%	24.8%	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%	21.5%	10.11%
	古井贡酒	20.4%	24.6%	27.9%	-4.8%	10.4%	10.0%	12.9%	17.9%	12.7%	16.8%	13.36%
	口子窖	24.7%	14.0%	26.1%	27.6%	27.3%	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%	5.9%	-22.04%
	迎驾贡酒	37.2%	1.8%	24.5%	15.5%	21.6%	28.6%	21.9%	18.8%	21.3%	19.0%	1.58%
	老白干酒	11.8%	-7.9%	5.7%	-1.9%	21.3%	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%	9.0%	0.26%
	金种子酒	38.8%	12.2%	-9.1%	0.7%	26.6%	21.0%	47.8%	17.3%	20.4%	-26.2%	-54.41%
	伊力特	-28.8%	-29.5%	6.9%	-21.1%	4.6%	-18.7%	0.3%	-30.6%	-0.8%	3.6%	-23.32%
	金徽酒	17.0%	2.6%	-18.6%	-8.3%	25.5%	30.5%	43.3%	6.8%	-3.0%	7.7%	15.77%
顺鑫农业	14.7%	4.7%	-60.0%	-33.1%	18.5%	-5.6%	143.9%	85.7%	12.4%	-23.3%	-37.20%	

资料来源：Wind，华鑫证券研究

整体降速承压，分化加剧。2024Q1-3 收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 13.46%>8.15%>1.67%。2024Q3 收入增速高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 9.59%>-0.38%>-17.97%。上市酒企整体业绩承压，其中部分酒企为保证渠道健康发展而减轻经销商压力，表现业绩主动降速；部分酒企经销商与终端承压明显致渠道压力较大，主流价位带产品受影响较大，依靠低价位带产品销量弥补，业绩压力仍较大。**1) 高端酒仍保持稳健增长，主要系贵州茅台依靠强品牌韧性与需求支撑，收入利润仍保持双位数增长；五粮液与老窖收入环比降速，保持渠道良性发展。2) 次高端酒分化加剧，山西汾酒依靠稳健的省内基本盘保持双位数增长，水井坊臻酿八号放量效果较好，财年开门红同比持平；舍得与酒鬼对次高端主要大单品依赖程度高，前期渠道累积压力较大，处于降速调整期。3) 地产酒增速放缓，表现亦分化，其中，洋河股份率先进入调整期；今世缘与古井贡酒增速表现**

较好，自身结构仍优异；徽酒竞争加剧，迎驾贡酒、口子窖、金种子酒收入同比承压；老白干酒经营稳健。

图表 10：营收端（亿元）：2024Q1-3 营收普遍增长，按增速高低排名：高端酒>次高端酒>地产酒

分类	个股名称	2023Q1-3	2024Q1-3	YOY	2023Q3	2024Q3	YOY
高端酒	贵州茅台	1053.16	1231.23	16.91%	343.29	396.71	15.56%
	五粮液	625.36	679.16	8.60%	170.30	172.68	1.39%
	泸州老窖	219.43	243.04	10.76%	73.50	73.99	0.67%
	合计	1897.95	2153.42	13.46%	587.08	643.38	9.59%
次高端酒	山西汾酒	267.44	313.58	17.25%	77.33	86.11	11.35%
	酒鬼酒	21.42	11.91	-44.41%	6.01	1.97	-67.24%
	舍得酒业	52.45	44.60	-14.97%	17.17	11.89	-30.72%
	水井坊	35.88	37.88	5.56%	20.62	20.70	0.38%
	合计	377.21	407.97	8.15%	121.13	120.67	-0.38%
地产酒	洋河股份	302.83	275.16	-9.14%	84.10	46.41	-44.82%
	今世缘	83.65	99.42	18.85%	23.95	26.37	10.11%
	古井贡酒	159.53	190.69	19.53%	46.43	52.63	13.36%
	口子窖	44.46	43.62	-1.89%	15.33	11.95	-22.04%
	迎驾贡酒	48.04	55.13	14.77%	16.61	17.28	1.58%
	老白干酒	38.46	40.88	6.29%	16.14	16.18	0.26%
	金种子酒	10.73	8.06	-24.90%	3.05	1.39	-54.41%
	伊力特	16.43	16.54	0.64%	4.23	3.24	-23.32%
	金徽酒	20.19	23.28	15.31%	4.96	5.74	15.77%
	顺鑫农业	88.07	73.17	-16.92%	25.96	16.30	-37.20%
合计	812.39	825.94	1.67%	240.75	197.50	-17.97%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

2、盈利能力：费投表现分化，结构下行为主线

费投力度表现分化，高端与主流地产酒费投力度加大。2024Q1-3/2024Q3 高端酒企销售费用率分别为 6.74%/7.63%，分别同比+0.58/+0.60pcts。其中，2024Q3 贵州茅台/五粮液/泸州老窖销售费用率分别为 4.08%/14.03%/11.76%，分别同比+0.36/+2.83/-1.07pcts，高端酒企销售费用率总体加大，其中五粮液与央视总台合作提高品牌曝光度，与湖南卫视综艺合作举办“和美团圆宴”提高转化率。2024Q1-3/2024Q3 次高端酒企销售费用率分别为 12.48%/12.50%，分别同比-0.67/-1.23pcts，Q3 次高端酒销售费用率整体优化，内部分化，2024Q3 山西汾酒/酒鬼酒/舍得酒业/水井坊销售费用率为 10.54%/66.30%/24.84%/8.44%，分别同比-0.07/+30.21/+3.38/-3.99pcts，酒鬼酒与舍得费率表现主要系营收规模下降叠加费用投放力度加大所致，水井坊费投相对优化，汾酒主要系规模效应下费投略下降。2024Q1-3/2024Q3 地产酒销售费用率分别为 16.91%/21.53%，分别同比+0.66/+2.62pcts，地产酒表现为整体力度加大，内部分化。2024Q3 今世缘/古井贡酒/口子窖销售费用率分别同比-3.90/-5.32/-3.03pcts，费投力度优化；洋河股份销售费用率同比+12.27pcts 主要系收入规模下降所致。

图表 11：销售费用率方面：2024Q1-3 次高端优化明显，按同比变动排名：地产酒>高端酒>次高端酒

分类	个股名称	2023Q1-3	2024Q1-3	YOY	2023Q3	2024Q3	YOY
高端酒	贵州茅台	2.91%	3.44%	0.53%	3.72%	4.08%	0.36%
	五粮液	9.96%	11.47%	1.51%	11.20%	14.03%	2.83%
	泸州老窖	10.97%	10.29%	-0.68%	12.83%	11.76%	-1.07%
	合计	6.16%	6.74%	0.58%	7.03%	7.63%	0.60%
次高端酒	山西汾酒	9.46%	9.27%	-0.18%	10.61%	10.54%	-0.07%
	酒鬼酒	29.85%	39.92%	10.08%	36.09%	66.30%	30.21%
	舍得酒业	18.81%	21.38%	2.57%	21.46%	24.84%	3.38%
	水井坊	22.45%	19.93%	-2.52%	12.43%	8.44%	-3.99%
	合计	13.15%	12.48%	-0.67%	13.72%	12.50%	-1.23%
地产酒	洋河股份	11.76%	14.17%	2.41%	15.48%	27.75%	12.27%
	今世缘	17.65%	15.35%	-2.30%	24.46%	20.56%	-3.90%
	古井贡酒	27.35%	25.29%	-2.06%	28.33%	23.01%	-5.32%
	口子窖	14.27%	14.31%	0.04%	15.41%	12.38%	-3.03%
	迎驾贡酒	8.47%	8.30%	-0.18%	8.26%	8.98%	0.73%
	老白干酒	28.56%	26.32%	-2.24%	25.44%	25.54%	0.11%
	金种子酒	17.68%	25.72%	8.04%	28.54%	57.10%	28.56%
	伊力特	9.18%	11.46%	2.28%	9.37%	13.90%	4.53%
	金徽酒	21.31%	20.38%	-0.93%	27.27%	24.08%	-3.19%
	顺鑫农业	10.12%	9.40%	-0.72%	11.71%	14.17%	2.46%
合计	16.25%	16.91%	0.66%	18.91%	21.53%	2.62%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

Q3 整体管理费用率略提升，高端优化效果较好。2024Q1-3/2024Q3 高端酒企管理费用率分别为 4.16%/4.49%，分别同比-0.57/-0.37pcts，管理效率持续优化，其中 2024Q3 贵州茅台/五粮液/泸州老窖管理费用率分别同比-0.67/+0.22/-0.58pcts。2024Q1-3/2024Q3 次高端酒企管理费用率分别为 4.62%/5.24%，分别同比+0.01/+0.41pcts，管理费用率提升趋势明显，其中 2024Q3 山西汾酒/酒鬼酒/舍得酒业/水井坊管理费用率分别同比+0.61/+13.61/+0.15/+0.53pcts，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；酒鬼酒与舍得酒业主要系营收规模下降所致。2024Q1-3/2024Q3 地产酒管理费用率分别为 5.34%/7.53%，分别同比-0.04/+1.34pcts，其中 2024Q3 口子窖/迎驾贡酒/伊力特管理费用率分别同比+1.27/+0.32/+3.66pcts，管理费用率普遍提升。

图表 12: 管理费用率方面: 2024Q1-3 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	2023Q1-3	2024Q1-3	YOY	2023Q3	2024Q3	YOY
高端酒	贵州茅台	5.44%	4.68%	-0.76%	5.54%	4.87%	-0.67%
	五粮液	3.84%	3.58%	-0.26%	3.79%	4.01%	0.22%
	泸州老窖	3.84%	3.15%	-0.69%	4.12%	3.54%	-0.58%
	合计	4.73%	4.16%	-0.57%	4.86%	4.49%	-0.37%
次高端酒	山西汾酒	3.25%	3.20%	-0.05%	3.82%	4.43%	0.61%
	酒鬼酒	4.98%	9.72%	4.74%	5.35%	18.97%	13.61%
	舍得酒业	9.34%	9.82%	0.48%	10.86%	11.01%	0.15%
	水井坊	7.60%	8.66%	1.07%	3.48%	4.02%	0.53%
	合计	4.61%	4.62%	0.01%	4.83%	5.24%	0.41%
地产酒	洋河股份	5.00%	5.15%	0.15%	6.00%	10.26%	4.26%
	今世缘	3.12%	3.29%	0.16%	4.11%	4.57%	0.46%
	古井贡酒	5.47%	5.20%	-0.27%	6.21%	6.07%	-0.14%
	口子窖	5.92%	6.41%	0.49%	5.81%	7.08%	1.27%
	迎驾贡酒	3.13%	2.96%	-0.17%	3.07%	3.39%	0.32%
	老白干酒	7.99%	6.92%	-1.07%	5.85%	5.85%	0.00%
	金种子酒	8.75%	8.26%	-0.49%	9.05%	12.84%	3.79%
	伊力特	4.25%	4.37%	0.12%	6.35%	10.01%	3.66%
	金徽酒	10.44%	10.54%	0.10%	14.91%	13.10%	-1.81%
	顺鑫农业	7.14%	7.71%	0.57%	9.09%	12.69%	3.60%
合计	5.38%	5.34%	-0.04%	6.19%	7.53%	1.34%	

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

次高端营业税金率同比下降, 高端与地产酒同比提升。2024Q1-3/2024Q3 高端酒企营业税金率为 15.04%/15.04%, 分别同比+0.63/0.30pcts, 其中 2024Q3 贵州茅台/五粮液/泸州老窖营业税金率分别同比+0.36/-0.03/-0.004pcts, 茅台营业税金率提升幅度相对较高。2024Q1-3/2024Q3 次高端酒企营业税金率分别为 15.34%/15.12%, 分别同比-0.66/-0.85pct, 其中 2024Q3 山西汾酒/酒鬼酒/舍得酒业/水井坊营业税金率分别同比-1.40/-0.18/+4.24/-0.95pcts。2024Q1-3/2024Q3 地产酒企营业税金率分别为 14.96%/16.77%, 分别同比+0.36/+1.57pcts, 其中 2024Q3 老白干/伊力特营业税金率降幅较大, 分别同比-2.00/-2.22pcts, 主要系低档酒产品销售下降, 从量税优化明显; 古井贡酒/口子窖/洋河股份营业税金率提升较多, 分别同比+2.40/2.86/1.57pcts。

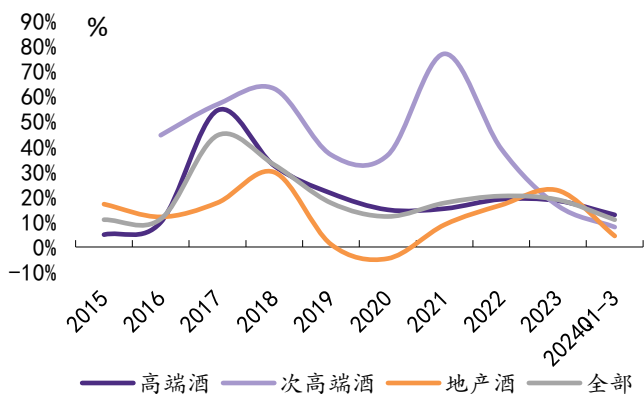
图表 13: 营业税金率方面: 2024Q1-3 变动分化, 按同比变动排名: 高端酒>地产酒>次高端酒

分类	个股名称	2023Q1-3	2024Q1-3	YOY	2023Q3	2024Q3	YOY
高端酒	贵州茅台	15.22%	16.17%	0.95%	15.81%	16.18%	0.36%
	五粮液	14.44%	14.33%	-0.11%	14.88%	14.85%	-0.03%
	泸州老窖	10.41%	11.27%	0.86%	9.39%	9.39%	0.00%
	合计	14.41%	15.04%	0.63%	14.74%	15.04%	0.30%
次高端酒	山西汾酒	16.22%	15.19%	-1.03%	16.02%	14.62%	-1.40%
	酒鬼酒	17.99%	19.98%	1.99%	22.45%	22.27%	-0.18%
	舍得酒业	14.26%	15.62%	1.36%	13.50%	17.74%	4.24%
	水井坊	15.72%	14.76%	-0.96%	15.94%	14.99%	-0.95%
	合计	16.00%	15.34%	-0.66%	15.97%	15.12%	-0.85%
地产酒	洋河股份	15.66%	15.42%	-0.24%	16.26%	17.83%	1.57%
	今世缘	15.15%	15.09%	-0.07%	20.37%	19.43%	-0.95%
	古井贡酒	14.37%	15.73%	1.36%	14.81%	17.21%	2.40%
	口子窖	15.21%	15.16%	-0.05%	13.46%	16.32%	2.86%
	迎驾贡酒	14.97%	14.70%	-0.27%	14.71%	14.62%	-0.09%
	老白干酒	16.86%	16.38%	-0.48%	18.52%	16.52%	-2.00%
	金种子酒	12.78%	17.12%	4.34%	13.22%	22.86%	9.64%
	伊力特	14.78%	15.13%	0.35%	17.92%	15.70%	-2.22%
	金徽酒	14.75%	14.60%	-0.15%	14.69%	14.70%	0.01%
	顺鑫农业	9.43%	10.15%	0.72%	6.89%	11.35%	4.45%
	合计	14.59%	14.96%	0.36%	15.20%	16.77%	1.57%

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

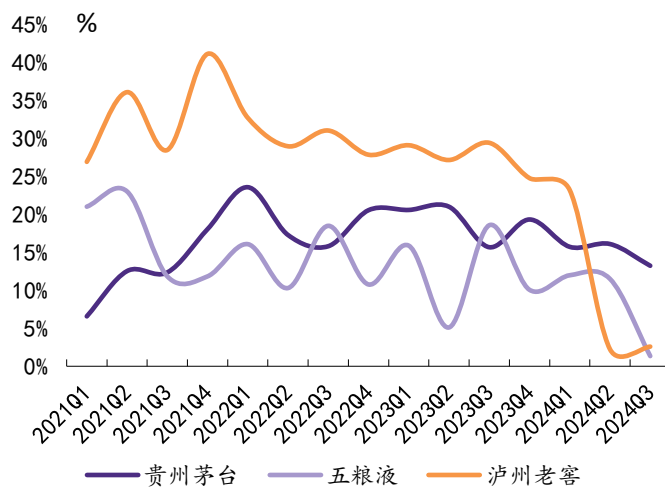
茅台利润稳健增长, 五粮液与老窖利润增速环比下降。2024Q1-3/2024Q3 高端酒企归母净利润 973.51/285.71 亿元, 分别同增 12.84%/9.19%, 保持稳定增长。从高端酒企内部看, 2024 Q1-3 与 2024Q3 归母净利率增速: 贵州茅台>泸州老窖>五粮液; 其中贵州茅台归母净利润仍保持稳健增长, 五粮液与泸州老窖由于 Q3 收入端降速, 盈利能力整体保持稳定, 利润端增速与收入端相对一致。

图表 14: 2024Q1-3 酒企盈利表现普遍降速



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

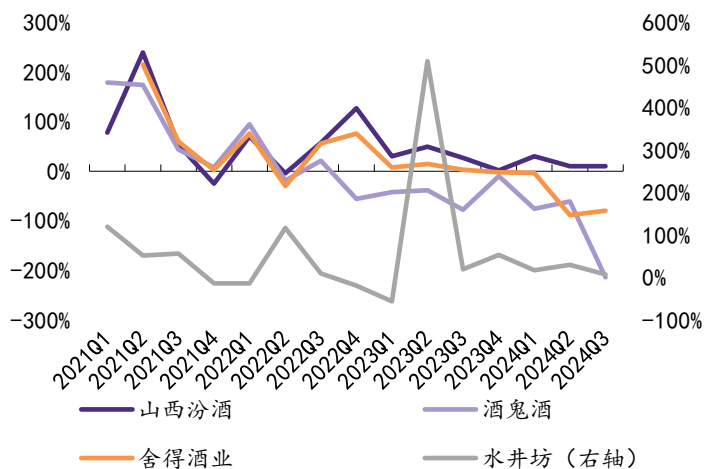
图表 15: 高端酒 2024Q3 归母净利润稳健增长, 贵州茅台增速最高, 同增 13.23%



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

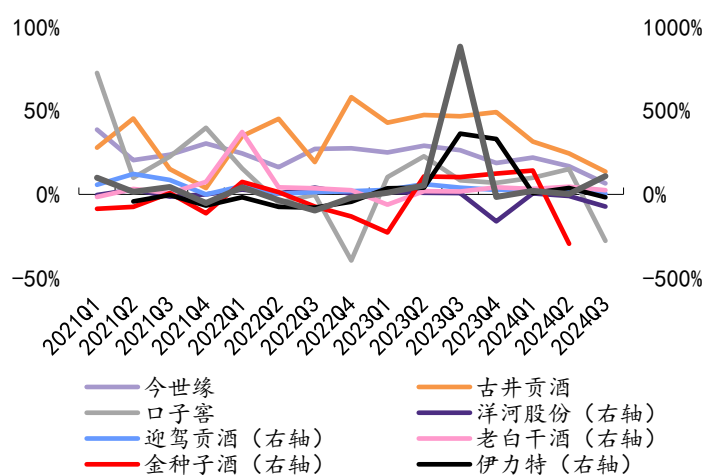
利润表现分化，汾酒与水井坊保持稳定增长。2024Q1-3/2024Q3 次高端酒企归母净利润分别为 132.00/38.36 亿元，分别同比+7.96%/-2.04%，Q3 利润承压明显。从次高端酒企内部看，2024Q1-3/2024Q3 归母净利润增速：山西汾酒>水井坊>舍得酒业>酒鬼酒，其中 2024Q3 山西汾酒/水井坊归母净利润增速分别为+10.36%/+7.67%，山西汾酒主要系 Q3 延续产品策略，产品结构与费投保持稳定，盈利能力相对稳定；水井坊主要系公司加大费投控制力度，利润弹性释放；2024Q3 酒鬼酒/舍得酒业归母净利润增速分别为-213.67%/-79.23%，收入下降叠加费投力度环比稳定，盈利能力下滑幅度明显。

图表 16：次高端酒企 2024Q3 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 2024Q3 归母净利润环比降速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

利润表现分化，部分地产酒企表现承压。2024Q1-3/2024Q3 地产酒企归母净利润分别为 211.41/36.01 亿元，分别同比+4.41%/-29.60%。从地产酒企内部看，2024Q3 老白干酒/古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒利润增速分别为+25.17%/+13.60%/+6.61%/+3.67%，其中老白干酒改革成效兑现叠加营业税金率优化明显，利润弹性释放；古井贡酒、今世缘与迎驾贡酒保持省内较强势能，利润仍录得个位数增长，其他地产酒企利润承压明显。

图表 18：利润端：2024Q1-3 高端酒增速最快，次高端酒仍分化，地产酒较稳健

分类	个股名称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
高端酒	贵州茅台	23.6%	17.3%	15.8%	20.6%	20.6%	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%	13.2%
	五粮液	16.1%	10.3%	18.5%	10.8%	15.9%	5.1%	18.6%	10.1%	12.0%	11.5%	1.3%
	泸州老窖	32.7%	29.0%	31.0%	27.9%	29.1%	27.2%	29.4%	24.8%	23.2%	2.2%	2.6%
次高端酒	山西汾酒	70.0%	-4.3%	57.0%	127.1%	29.9%	49.6%	27.1%	2.0%	30.0%	10.2%	10.4%
	酒鬼酒	94.5%	-18.7%	21.1%	-55.7%	-42.4%	-38.2%	-77.7%	-10.1%	-75.6%	-60.9%	-213.7%
	舍得酒业	75.7%	-29.7%	55.7%	75.9%	7.3%	14.8%	3.0%	-1.9%	-3.4%	-88.4%	-79.2%
	水井坊	-13.5%	116.9%	10.0%	-19.1%	-56.0%	508.9%	19.6%	53.2%	16.8%	29.6%	7.7%
中高端酒	洋河股份	29.1%	6.1%	40.4%	3.7%	15.7%	9.9%	7.5%	-161%	5.0%	-9.7%	-73.0%
	今世缘	24.5%	16.3%	27.3%	27.5%	25.2%	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%	16.9%	6.6%
	古井贡酒	34.9%	45.3%	19.3%	58.2%	42.9%	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%	24.6%	13.6%
	口子窖	15.5%	-4.9%	-0.2%	-39.6%	10.4%	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%	15.1%	-27.7%
	迎驾贡酒	49.1%	4.1%	13.3%	18.5%	26.6%	60.9%	39.5%	26.0%	30.4%	28.0%	3.7%
	老白干酒	373.7%	41.6%	36.6%	24.6%	-61.5%	18.5%	17.9%	42.2%	33.0%	46.7%	25.2%
	金种子酒	74.2%	13.3%	-73.2%	-132.2%	-228%	107.9%	103.7%	124.9%	142.9%	-296%	-
	伊力特	-17.5%	-75.2%	-79.2%	-44.4%	37.0%	39.8%	363.8%	332.5%	7.1%	38.9%	-17.8%
	金徽酒	42.8%	-34.5%	-96.7%	-18.6%	10.4%	53.7%	884.8%	-15.4%	21.6%	1.9%	108.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

高端酒引领利润增长，多数酒企利润表现承压。2024Q1-3 归母净利润增速为高端酒>次高端酒>地产酒，分别为+12.84%/+7.96%/+4.41%，高端酒与地产酒表现稳健，次高端酒仍分化。2024Q3 归母净利润增速为高端酒>次高端酒>地产酒，分别为 9.19%/-2.04%/-29.60%，Q3 高端酒引领利润增长，次高端酒企与多数地产酒企表现承压。

图表 19：利润端（亿元）：2024Q3 高端酒增速最快，按增速高低排名：高端酒>次高端酒>地产酒

分类	个股名称	2023Q1-3	2024Q1-3	YOY	2023Q3	2024Q3	YOY
高端酒	贵州茅台	528.76	608.28	15.04%	168.96	191.32	13.23%
	五粮液	228.33	249.31	9.19%	57.96	58.74	1.34%
	泸州老窖	105.66	115.93	9.72%	34.76	35.66	2.58%
	合计	862.75	973.51	12.84%	261.68	285.71	9.19%
次高端酒	山西汾酒	94.31	113.50	20.34%	26.64	29.40	10.36%
	酒鬼酒	4.79	0.56	-88.20%	0.57	-0.65	-213.67%
	舍得酒业	12.95	6.69	-48.35%	3.75	0.78	-79.22%
	水井坊	10.22	11.25	10.03%	8.20	8.83	7.67%
地产酒	合计	122.28	132.00	7.96%	39.16	38.36	-2.04%
	洋河股份	102.03	85.79	-15.92%	23.41	6.31	-73.03%
	今世缘	26.36	30.86	17.08%	5.86	6.24	6.61%
	古井贡酒	38.13	47.46	24.49%	10.33	11.74	13.60%
	口子窖	13.48	13.11	-2.81%	5.01	3.62	-27.72%
	迎驾贡酒	16.55	20.06	21.23%	5.91	6.28	6.18%
	老白干酒	4.18	5.56	33.00%	2.01	2.52	25.17%
	金种子酒	-0.35	-1.00	-	0.03	-1.11	-
	伊力特	2.29	2.41	5.27%	0.53	0.43	-17.75%
	金徽酒	2.73	3.33	22.17%	0.18	0.38	108.84%
顺鑫农业	-2.92	3.82	-	-2.11	-0.41	-	
合计	202.48	211.41	4.41%	51.15	36.01	-29.60%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

产品结构普遍下行，毛利率同比下降。2024Q1-3/2024Q3 高端酒毛利率分别为 85.62%/85.55%，分别同比+0.50/+0.64pcts，其中五粮液 2024Q3 毛利率同比提升 2.77pcts，主要系产品结构持续优化所致。2024Q1-3/2024Q3 次高端酒毛利率分别为 75.66%/74.84%，分别同比-1.04/-1.65pcts，其中 2024Q3 山西汾酒/酒鬼酒/舍得酒业/水井坊毛利率分别同比-0.75/-11.65/-10.97/+0.86pcts，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。2024Q1-3/2024Q3 地产酒毛利率分别为 70.56%/68.73%，分别同比+1.21/-0.47pcts，Q3 地产酒毛利率同比下降，主要为产品结构调整所致；2024Q3 洋河股份/今世缘/古井贡酒/口子窖毛利率分别同比-8.63/-5.13/-1.55/-5.90pcts。

图表 20：销售毛利率方面：2024Q3 高端酒毛利率提升，按同比变动排名：高端酒>地产酒>次高端酒

分类	个股名称	2023Q1-3	2024Q1-3	YOY	2023Q3	2024Q3	YOY
高端酒	贵州茅台	89.92%	89.79%	-0.14%	89.82%	89.15%	-0.67%
	五粮液	75.86%	77.06%	1.20%	73.41%	76.17%	2.77%
	泸州老窖	88.45%	88.43%	-0.01%	88.65%	88.12%	-0.52%
	合计	85.12%	85.62%	0.50%	84.91%	85.55%	0.64%
次高端酒	山西汾酒	75.94%	76.03%	0.10%	75.04%	74.29%	-0.75%
	酒鬼酒	78.90%	71.81%	-7.09%	75.69%	64.04%	-11.65%
	舍得酒业	75.28%	67.90%	-7.38%	74.63%	63.66%	-10.97%
	水井坊	83.18%	82.94%	-0.25%	83.71%	84.57%	0.86%
	合计	76.70%	75.66%	-1.04%	76.49%	74.84%	-1.65%
地产酒	洋河股份	75.77%	73.81%	-1.96%	74.87%	66.24%	-8.63%
	今世缘	76.25%	74.26%	-1.99%	80.70%	75.57%	-5.13%
	古井贡酒	79.04%	79.71%	0.67%	79.42%	77.87%	-1.55%
	口子窖	75.22%	74.76%	-0.46%	77.81%	71.91%	-5.90%
	迎驾贡酒	71.64%	74.28%	2.65%	72.96%	75.84%	2.88%
	老白干酒	66.75%	66.21%	-0.54%	66.17%	66.77%	0.60%
	金种子酒	35.77%	38.67%	2.90%	50.04%	15.68%	-34.36%
	伊力特	48.50%	52.35%	3.84%	50.63%	59.85%	9.22%
	金徽酒	63.49%	64.14%	0.65%	62.65%	61.13%	-1.52%
	顺鑫农业	29.39%	36.26%	6.86%	22.79%	36.25%	13.46%
	合计	69.35%	70.56%	1.21%	69.19%	68.73%	-0.47%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

净利率表现普遍承压，高端酒相对稳定。2024Q1-3/2024Q3 高端酒净利率分别为 45.21%/44.41%，分别同比-0.25/-0.16pcts，其中 2024Q3 贵州茅台/五粮液/泸州老窖净利率分别同比-0.99/-0.02/+0.90pcts，泸州老窖净利率小幅提升。2024Q1-3/2024Q3 次高端酒净利率分别为 32.36%/31.79%，分别同比-0.06/-0.54pcts，其中 2024Q3 山西汾酒/酒鬼酒/舍得酒业/水井坊净利率分别同比-0.31/-42.22/-15.31/+2.89pcts，水井坊净利率同比提升，汾酒净利率相对稳定。2024Q1-3/2024Q3 地产酒净利率分别为 25.60%/18.23%，分别同比+0.67/-3.01pcts，其中 2024Q3 老白干酒/迎驾贡酒/伊力特净利率同比+3.10/+0.73/+0.90pcts，主要由产品结构提升带来，同时老白干酒营业税金率同比下降明显，利润率同比提升。

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

分类	个股名称	2023Q1-3	2024Q1-3	YOY	2023Q3	2024Q3	YOY
高端酒	贵州茅台	50.21%	49.40%	-0.80%	49.22%	48.23%	-0.99%
	五粮液	36.51%	36.71%	0.20%	34.04%	34.02%	-0.02%
	泸州老窖	48.15%	47.70%	-0.45%	47.29%	48.19%	0.90%
	合计	45.46%	45.21%	-0.25%	44.57%	44.41%	-0.16%
次高端酒	山西汾酒	35.26%	36.20%	0.93%	34.45%	34.14%	-0.31%
	酒鬼酒	22.34%	4.74%	-17.60%	9.45%	-32.77%	-42.22%
	舍得酒业	24.69%	15.00%	-9.69%	21.87%	6.56%	-15.31%
	水井坊	28.49%	29.70%	1.20%	39.76%	42.65%	2.89%
	合计	32.42%	32.36%	-0.06%	32.33%	31.79%	-0.54%
地产酒	洋河股份	33.69%	31.18%	-2.52%	27.84%	13.61%	-14.23%
	今世缘	31.51%	31.04%	-0.47%	24.46%	23.68%	-0.78%
	古井贡酒	23.90%	24.89%	0.99%	22.25%	22.30%	0.05%
	口子窖	30.33%	30.05%	-0.28%	32.66%	30.28%	-2.38%
	迎驾贡酒	34.45%	36.39%	1.94%	35.59%	36.31%	0.73%
	老白干酒	10.87%	13.61%	2.73%	12.47%	15.57%	3.10%
	金种子酒	-3.25%	-12.35%	-9.10%	0.97%	-79.47%	-80.43%
	伊力特	13.93%	14.58%	0.64%	12.43%	13.34%	0.90%
	金徽酒	13.50%	14.30%	0.80%	3.68%	6.63%	2.95%
	顺鑫农业	-3.32%	5.22%	8.54%	-8.14%	-2.48%	5.66%
合计	24.92%	25.60%	0.67%	21.25%	18.23%	-3.01%	

资料来源：WIND，华鑫证券研究

3、回款情况：合同负债环比减少，高端现金流稳定

合同负债环比略下降，洋河环比提升明显。2024Q1-3 高端酒合同负债同比/环比分别为+13.52/-8.35 亿元，其中泸州老窖回款环比略提升，贵州茅台相对稳定；2024Q1-3 贵州茅台/五粮液/泸州老窖合同负债环比分别为-0.62/-10.85/+3.12 亿元。2024Q1-3 次高端酒合同负债同比/环比分别为+0.46/-3.05 亿元，其中舍得酒业合同负债相对稳定，2024Q1-3 汾酒合同负债环比-2.51 亿元。2024Q1-3 地产酒合同负债同比/环比分别为-38.46/+6.25 亿元，Q3 地产酒合同负债环比增加主要系洋河股份 2024Q1-3 合同负债环比+10.28 亿元，其他酒企基本平稳。

图表 22：合同负债（亿元）：2024Q1-3 环比变动高低排名：地产酒>次高端酒>高端酒

分类	个股名称	2023Q1-3	2024H1	2024Q1-3	同比（亿元）	环比（亿元）
高端酒	贵州茅台	113.95	99.93	99.31	-14.64	-0.62
	五粮液	39.49	81.58	70.72	31.23	-10.85
	泸州老窖	29.62	23.42	26.54	-3.07	3.12
	合计	183.05	204.92	196.57	13.52	-8.35
次高端酒	山西汾酒	51.72	57.32	54.81	3.08	-2.51
	酒鬼酒	2.51	2.57	2.07	-0.44	-0.50
	舍得酒业	3.26	1.62	1.74	-1.52	0.12
	水井坊	11.21	10.71	10.55	-0.66	-0.16
	合计	68.71	72.22	69.17	0.46	-3.05
地产酒	洋河股份	55.16	39.38	49.66	-5.50	10.28
	今世缘	13.11	6.27	5.44	-7.67	-0.84
	古井贡酒	33.15	22.18	19.36	-13.80	-2.83
	口子窖	3.83	3.17	3.55	-0.29	0.38
	迎驾贡酒	5.06	4.62	4.03	-1.04	-0.59
	老白干酒	20.26	18.62	17.50	-2.76	-1.13
	金种子酒	0.98	0.62	1.02	0.04	0.39
	伊力特	0.37	0.62	0.45	0.08	-0.17
	金徽酒	4.32	4.83	4.76	0.44	-0.07
	顺鑫农业	14.57	5.79	6.60	-7.97	0.81
	合计	150.81	106.11	112.35	-38.46	6.25

资料来源：Wind，华鑫证券研究

高端酒现金回款同比稳定，五粮液与汾酒表现较好。2024Q1-3 高端酒企/次高端酒/地产酒现金回款分别同增 14.63%/11.62%/1.74%，高端酒与次高端酒现金流实现较高增长，地产酒表现稳健，其中酒鬼酒、舍得酒业、金种子酒相对承压。2024Q3 高端酒企/次高端酒/地产酒现金回款分别同比+3.82%/+12.34%/-11.91%，次高端酒现金回款表现较好主要系山西汾酒现金回款同比增速较快，2024Q3 五粮液现金回款同比增长 18.70%，主要系公司营收增加及春节销售旺季收取的银行承兑汇票到期收现所致。次高端酒企中 2024Q3 现金回款同比表现除山西汾酒外均下降，地产酒中除古井贡酒/金徽酒 2024Q3 现金回款分别同比提升 24.58%/12.73%外，其他酒企均保持稳定或同比下降。

图表 23: 现金流: 2024Q3 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	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
高端酒	贵州茅台	41.2%	6.1%	19.6%	12.0%	13.6%	12.3%	21.0%	17.4%	29.3%	22.6%	1.0%
	五粮液	-34.8%	17.8%	10.8%	13.0%	108.5%	37.0%	35.1%	17.7%	-24.0%	93.4%	18.7%
	泸州老窖	16.3%	72.2%	20.1%	-24.0%	7.3%	16.6%	90.4%	-28.8%	32.3%	-0.2%	-19.4%
次高端酒	山西汾酒	71.9%	-7.1%	5.1%	0.4%	10.7%	20.5%	-15.9%	-5.7%	44.7%	-6.3%	30.8%
	酒鬼酒	17.5%	-12.0%	21.8%	-58.9%	-19.3%	-30.1%	-33.3%	-2.1%	-58.1%	-12.9%	-57.9%
	舍得酒业	45.4%	-3.7%	1.6%	-31.9%	23.0%	28.4%	-16.7%	65.9%	-14.3%	-14.4%	-21.4%
	水井坊	2.4%	37.0%	0.3%	-23.6%	-36.7%	-20.6%	15.1%	48.5%	6.0%	-5.9%	-0.8%
地产酒	洋河股份	-15.1%	-8.5%	7.7%	-33.3%	28.9%	23.2%	11.6%	-0.3%	25.1%	-12.0%	-33.5%
	今世缘	21.0%	-7.7%	52.6%	-8.7%	33.7%	33.3%	4.3%	35.4%	8.8%	7.1%	-1.8%
	古井贡酒	54.9%	7.0%	-10.1%	-7.4%	25.7%	23.1%	26.8%	2.7%	7.9%	12.8%	24.6%
	口子窖	3.0%	2.4%	-13.2%	31.3%	6.9%	26.4%	20.3%	-11.4%	15.5%	-4.4%	1.8%
	迎驾贡酒	35.9%	-8.7%	29.6%	31.3%	20.5%	28.7%	18.4%	4.9%	19.2%	12.7%	0.8%
	老白干酒	15.3%	-20.5%	-0.1%	-15.9%	0.3%	8.9%	12.8%	35.8%	17.6%	-0.5%	-11.9%
	金种子酒	-9.9%	150.9%	163.3%	-40.5%	38.4%	44.7%	4.3%	-96.0%	-3.4%	-46.9%	-62.7%
	伊力特	43.3%	-16.6%	-26.4%	-53.1%	11.2%	-3.5%	157.4%	84.1%	8.7%	-26.5%	-1.2%
	金徽酒	57.2%	-24.5%	-16.5%	25.7%	10.0%	35.7%	30.0%	-8.6%	33.1%	-12.8%	12.7%
	顺鑫农业	-30.9%	-16.7%	-13.9%	6.8%	-23.0%	-36.1%	-11.6%	-28.5%	22.7%	-31.4%	-21.1%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 24: 现金流 (亿元): 2024Q3 按增速高低排名: 次高端酒 > 高端酒 > 地产酒

分类	个股名称	2023Q1-3	2024Q1-3	YOY	2023Q3	2024Q3	YOY
高端酒	贵州茅台	1112.54	1296.85	16.57%	421.81	425.92	0.97%
	五粮液	668.18	778.60	16.52%	237.67	282.11	18.70%
	泸州老窖	276.45	282.69	2.26%	100.60	81.07	-19.42%
	合计	2,057.17	2358.14	14.63%	760.09	789.10	3.82%
次高端酒	山西汾酒	242.53	301.55	24.34%	65.46	85.60	30.77%
	酒鬼酒	19.36	10.81	-44.17%	5.80	2.44	-57.91%
	舍得酒业	54.73	45.85	-16.23%	14.59	11.47	-21.40%
	水井坊	40.17	40.03	-0.37%	23.27	23.08	-0.82%
	合计	356.79	398.23	11.62%	109.13	122.59	12.34%
地产酒	洋河股份	255.42	242.32	-5.13%	96.52	64.20	-33.49%
	今世缘	88.76	92.89	4.65%	31.20	30.64	-1.80%
	古井贡酒	173.50	197.05	13.58%	43.82	54.60	24.58%
	口子窖	40.74	42.23	3.66%	14.01	14.26	1.78%
	迎驾贡酒	51.78	57.41	10.89%	18.50	18.65	0.83%
	老白干酒	46.71	47.42	1.53%	18.44	16.24	-11.94%
	金种子酒	12.86	8.15	-36.61%	4.12	1.54	-62.71%
	伊力特	15.76	15.25	-3.24%	4.53	4.47	-1.16%
	金徽酒	22.04	24.87	12.81%	5.41	6.10	12.73%
	顺鑫农业	68.40	61.85	-9.58%	25.09	19.79	-21.12%
合计	775.95	789.43	1.74%	261.65	230.49	-11.91%	

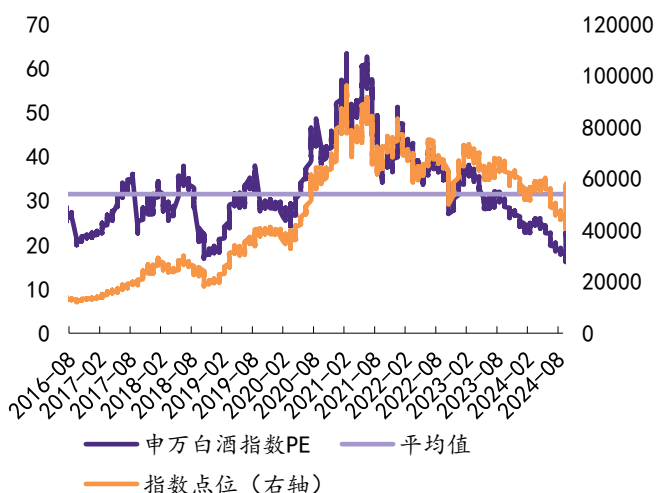
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

4、估值表现：低位震荡，长期在于基本面改善

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 31.51，当前值为 22.35，目前仍在低位，10 年内市盈率分位点为 25.24%，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 2.59/2.47，当前值为 1.74/1.71，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 34.32/44.32/31.61，当前值分别为 20.14/54.04/21.92，各板块市盈率均已低于平均值。

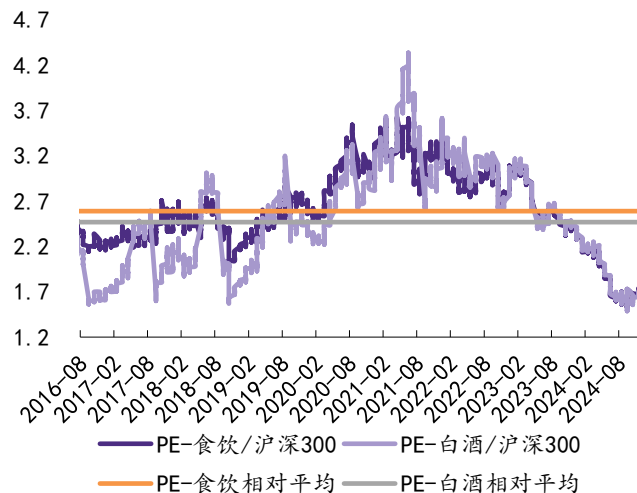
估值底部形成，长短期回升驱动力不同。9 月底板块超跌反弹，我们认为主要系利好政策驱动下，市场资金与情绪面回暖反弹，1) 白酒板块作为商业模式优质资产，前期超跌后估值持续在底部震荡；2) 央行出台多项利好货币政策，提振整体信心，带动资金注入全市场，市场及板块情绪亦快速升温。后续政策加码不及预期致板块估值回落，我们认为，Q3 板块业绩出清后基本面安全边际较高，后续估值拉升确定性强，但长短期估值提升的内驱动力与稳定性不同，短期依靠政策等宏观因素拉动市场情绪与资金回流，长期仍取决于消费力复苏从而带来的基本面恢复。

图表 25：2016 年至今申万白酒指数点位与 PE



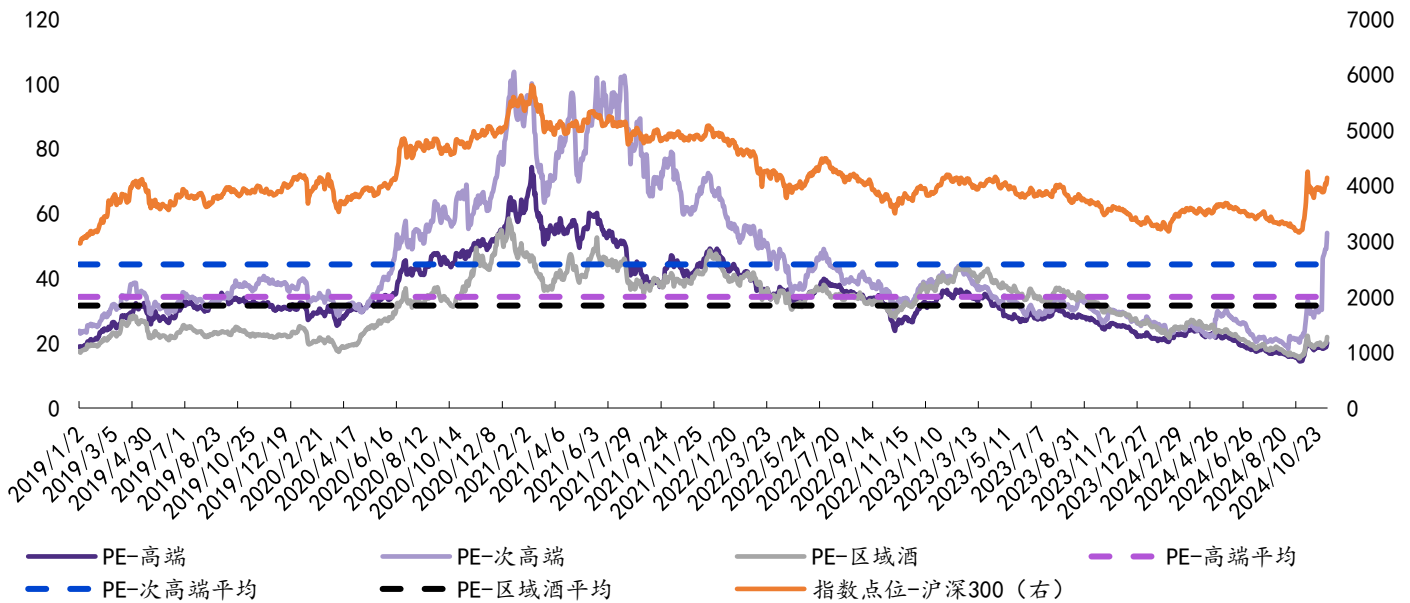
资料来源：WIND，华鑫证券研究

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

整体降速为渠道减负，内部分化加剧。我们认为 2024Q1-3 及 2024Q3 白酒板块整体业绩表现承压，内部亦有分化。1) 消费环境整体疲软，渠道资金压力较大，经销商与终端收入增长预期与后续信心不明朗。多数酒企不再追求报表数据高增长，而是寻求渠道健康良性发展与自身增长目标间的动态平衡，故 Q3 业绩降速实际缓解酒企报表的增长压力与渠道回款的资金压力，有效为渠道减负从而促进行业长期良性健康发展。2) 行业整体降速下更体现企业经营质量的稳定性与韧性，加剧分化表现；茅台作为业绩强韧性龙头标的，收入与现金流表现仍优，定海神针信心引领作用强；汾酒基地市场稳定性强，同时强品牌力与全价位带产品布局，为业绩稳健增长提供强支撑力；古井贡酒与今世缘依靠自身品牌势能与渠道精耕保持产品放量。3) 后续业绩回升取决于政策利好带来的渠道信心回暖与消费力复苏带来的终端动销提升，现阶段我们建议重点关注低估值与业绩确定性强的白酒标的，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+珍酒李渡。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	2024-11-09	EPS			PE			投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000568.SZ	泸州老窖	151.00	9.00	9.81	10.20	16.78	15.39	14.80	买入
000596.SZ	古井贡酒	212.40	8.68	10.41	11.98	24.47	20.40	17.73	买入
000799.SZ	酒鬼酒	61.66	1.69	0.33	0.46	36.49	186.85	134.04	买入
000858.SZ	五粮液	156.47	7.78	8.49	8.99	20.11	18.43	17.40	买入
002304.SZ	洋河股份	91.85	6.65	5.56	5.43	13.81	16.52	16.92	买入
600197.SH	伊力特	18.69	0.72	0.74	0.82	25.96	25.26	22.79	买入
600199.SH	金种子酒	15.07	-0.03	0.08	0.29	-502.33	188.38	51.97	买入
600519.SH	贵州茅台	1609.97	59.49	68.28	78.89	27.06	23.58	20.41	买入
600559.SH	老白干酒	22.99	0.73	0.89	1.06	31.49	25.83	21.69	买入
600702.SH	舍得酒业	80.33	5.32	2.83	3.83	15.10	28.39	20.97	买入
600779.SH	水井坊	57.23	2.60	2.81	3.01	22.01	20.37	19.01	买入
600809.SH	山西汾酒	226.10	8.56	10.05	11.18	26.41	22.50	20.22	买入
603198.SH	迎驾贡酒	65.58	2.86	3.35	3.91	22.93	19.58	16.77	买入
603369.SH	今世缘	47.49	2.50	2.86	3.17	19.00	16.60	14.98	买入
603589.SH	口子窖	42.90	2.87	3.32	3.78	14.95	12.92	11.35	买入
603919.SH	金徽酒	22.43	0.65	0.80	1.01	34.51	28.04	22.21	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，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

■ 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。本报告清晰准确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

请阅读最后一页重要免责声明

23

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。