

食品饮料行业2025年度投资策略（酒饮篇）

预期先行，关注流速

王言海、孙冉、张馨予、胡慧铭



白酒：库存去化周期，关注动销流速比价格更重要

➤ 拐点已经到来，预期先行：复苏的方向确定，斜率依赖于场景改善速度

◆截至24Q3，白酒持仓显著下降至6.97%，较22年高点减持过半，当前龙头公司估值性价比凸显，股息率提供了一定安全边际；

◆**关于2025年，政策导向下，动销端环比改善有望持续，报表端呈现前低后高节奏**：我们预计行业需求将维持环比改善趋势，2025年春节销售因基数原因及聚饮、宴席场景减少及消费力等因素同比销售承压，或在历经蛇年春节、五一&端午节两个旺季后库存逐步释压，中秋、国庆重拾收入增长升势。

◆**关于行业长期趋势：白酒文化与场景消费属性（亲朋聚饮、政商务宴请、宴席、礼赠、投资&收藏）决定了其将伴随人口要素（总量、年龄性别结构、学历结构等）、消费习惯、产业结构升级等持续调整，总的来说，销量仍将持续萎缩触底，价格承载着场景社交价值继续驱动行业结构性成长。**

➤ 验证行业基本面拐点的核心指标在于动销流速，价格为后验指标：

◆相较于静态库存（现金流压力），我们更应关注影响渠道信心与价值链条（毛利率与周转率）的动销流速；

◆**价格下跌是库存去化阶段的特征**：缩量环境下，保市场份额、稳业绩增长的诉求下，加大费用投入（非直接降价）攫取市场份额将是大多数企业的必然选择，**短期消费价格走低触底、库存逐步去化的阵痛或将不可避免。**

◆**茅台的行业定价效应将促使行业品牌价位再定位，核心单品常态化“价格走廊”形成，核心仍是供需，价格下沿一般取决于渠道拿货成本，上沿由需求决定**，如飞天茅台、52°五粮液、52°国窖等单品价格短期取决于年度增长目标（供给）。

◆跟踪指标：宏观仍关注M1、PMI等数据反馈，微观以线下走访跟踪形式调研经销商烟酒店出备货、团购、商务餐饮等指标。



白酒投资建议：2025年区域品牌有望在业绩确定性支撑下估值修复，高端、次高端品牌有望迎来新一轮估值扩张

- **正视市场问题，就是好的开始：**考量维持渠道价值链条稳定以延长产品生命周期，自2024Q2品牌业绩分化、库存去化周期开启，24Q3降速释压、渠道减少备货，短期内行业仍面临供需错配导致的库存高企、费用加大、价格走低、场景需求萎缩等困扰，**预计需要2-3个季度消化至合理库存水平，但渠道信心恢复始于动销流速提升（周转率提升，现金流压力降低）。**
- **我们预计在积极的政策导向下，白酒需求场景有望加速恢复。建议布局估值性价比较高的高端、次高端品牌，**推荐**泸州老窖**（渠道基础扎实，国窖、老窖品牌市场扩张动力强，有估值优势PE-TTM 15X左右）、**五粮液**（品牌力强，普五及1618等主导产品动销流速较好）、**贵州茅台**（行业定价锚，价格走廊机制逐步形成，批价趋稳）、**山西汾酒**（青花20精准定位、培育消费客群，且场景逐步从商务向聚饮、宴席等大众消费扩张），**关注舍得酒业、水井坊、酒鬼酒、珍酒李渡**等弹性标的（商务场景恢复则估值扩张有望开启）。
- **区域龙头品牌主销价位多在100-400元，下沉市场熟人社会的聚饮消费、宴请、宴席等仍具备较强的支撑性，2025年宴席场次或同比有增，**推荐：**今世缘**（国缘品牌省内深度全省化与市占率提升，组织建设提速，储备人才已备省外扩张）、**古井贡酒**（安徽省内产业结构持续调整提升的强支撑，省外盘整后重拾增长）、**迎驾贡酒**（洞藏6、9、16产品周期与深度全省化进程仍将延续，成为业绩增长重要保障）、**老白干酒**（内部改革运营效率提升，核心价位大单品也更突出）、**金徽酒**（甘肃核心市场扩张与产品结构稳步升级态势延续）。关注**伊力特**（内部改革与新疆经济）、**洋河股份**（三年基础分红保障与省内高端产品定价权）、**天佑德酒、顺鑫农业**。
- **风险提示：**经济修复斜率放缓及消费刺激政策效果不达预期；行业竞争加剧；食品安全问题。



低度酒：布局现饮渠道修复（啤酒）和悦己消费（预调酒、威士忌、黄酒）

- 悦己消费趋势下，低度酒饮市场有望扩容，行业龙头公司完成机制改革，市场培育投入有望持续加大。建议关注黄酒板块--会稽山、古越龙山、预调酒（含烈酒威士忌）板块---百润股份；
- 啤酒行业高端化趋势仍将延续，净利率提升趋势不会止步，2024年即饮市场消费复苏相对缓慢，展望2025即饮场景修复仍是核心，板块量价预期有望改善，板块短期估值中枢整体均有望恢复。重点推荐---利润强alpha标的燕京啤酒、25年收入弹性较好的青岛啤酒，推荐---重庆啤酒、珠江啤酒，关注---华润啤酒。板块推荐公司盈利预测：
 - ◆ 青岛啤酒：青啤餐饮占较高+自身餐饮渠道溢价率高，叠加降库周期，24年收入量价受损程度更较大。25年轻装上阵+场景修复+新管理层落地积极作为，收入弹性较好。我们预计24-26年公司归母净利润为44.1/49.8/53.2亿元，对应PE为24/22/20倍。
 - ◆ 燕京啤酒：利润释放强alpha标的，目前25年PE 仅20X出头，业绩仍在高速释放阶段。大单品U8有望持续受益于8元价格带红利，同时公司产品线整合稳步推进，塔基产品有望得到夯实，整体增长势能有望延续。此外，公司改革提效逻辑有望持续兑现，看好十四五期间公司利润率弹性。基于大单品持续全国化以及公司改革深化，我们预计24-26年公司归母净利润为10.6/14.2/17.8亿元，对应PE为30/22/18倍。
 - ◆ 重庆啤酒：公司产品结构领先于行业，场景及消费力整体弱复苏下公司高端品增长阶段性受压制。中长期看，行业结构升级空间仍较大，公司产品矩阵丰富完备，并坚持提升组织力、精耕渠道，后续产品组合有望更好协同发展。依托大城市计划的不断深化，公司多个大单品有望持续全国化。我们预计24-26年公司归母净利润为13.2/13.8/14.3亿元，对应PE为24/23/22倍。
 - ◆ 珠江啤酒：短期纯生大单品成长较快，驱动公司量价维持较好表现。中长期维度，公司在华南地区已具备较高品牌知名度和影响力，公司已启动珠江原浆体验店全国招商，打造品牌形象窗口，以省内市场为中心逐步辐射全国布局，省外市场拓展可期。我们预计24-26年公司归母净利润为8.0/9.3/10.5亿元，对应PE为26/23/20倍。
- **风险提示：**经济修复斜率放缓及消费刺激政策效果不达预期；大宗原材料价格高位震荡或大幅上行，加重大众品企业成本负担；行业竞争加剧；下游需求恢复不及预期；食品安全问题。



报告讨论几个要点问题

- 第一，白酒行业持续扩产，是否存在产能过剩风险？
- 第二，行业库存去化节奏如何？去化过程中伴随哪些风险？
- 第三，飞天茅台价格底部怎么判断？对产业与投资的影响几何？
- 第四，白酒行业投资的几个核心逻辑？
- 第五，啤酒产业趋势与悦己型消费标的



01

复盘2024：政策导向积极，
开启估值修复

02

白酒：库存去化周期，关注动
销流速比价格更重要

03

低度酒饮：布局悦己消费与现
饮市场修复

04

盈利预测

05

风险提示

CONTENTS

目录



01. 复盘2024：政策导向积极，开启估值修复

1.0 复盘2024：行业延续调整，行业比较投资收益排名靠后

➤ 截至12月6日，食品饮料（申万）行业指数下跌6.72%，分子板块来看，软饮料、零食、乳品板块分别实现涨幅23.10%、11.32%、7.85%，收益率领先行业；预加工食品-18.32%、白酒-10.80%、保健品-10.51%等拖累板块。

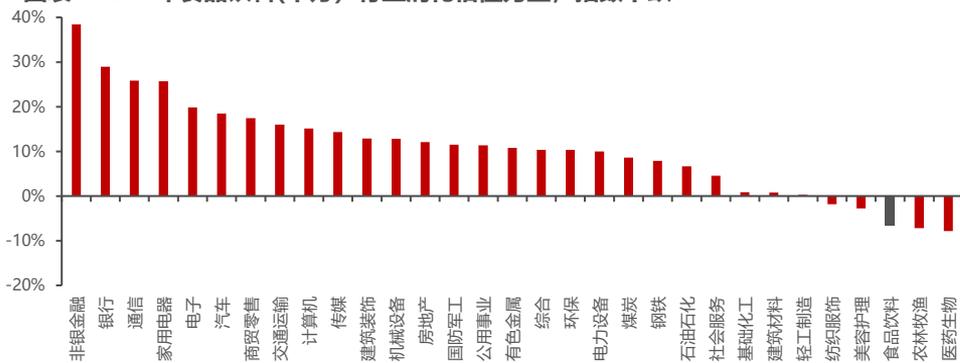
图表：2024年食品饮料(申万)行业年度收益率居后，年度涨跌幅-6.72%

年涨幅排名	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	食品饮料 +7.43%	食品饮料 +53.85%	社会服务	电子	社会服务	电力设备	煤炭	通信	非银金融
2	煤炭	家用电器	银行	食品饮料 +72.87%	电力设备	有色金属	综合	传媒	银行
3	建筑材料	钢铁	食品饮料 -21.95%	家用电器	食品饮料 +84.97%	煤炭	社会服务	计算机	通信
4	建筑装饰	非银金融	农林牧渔	建筑材料	国防军工	基础化工	交通运输	电子	家用电器
5	家用电器	有色金属	美容护理	计算机	美容护理	钢铁	美容护理	石油石化	电子
			/			食品饮料 -6.01%	食品饮料 -15.12%	食品饮料 -14.94%	食品饮料 -6.72%

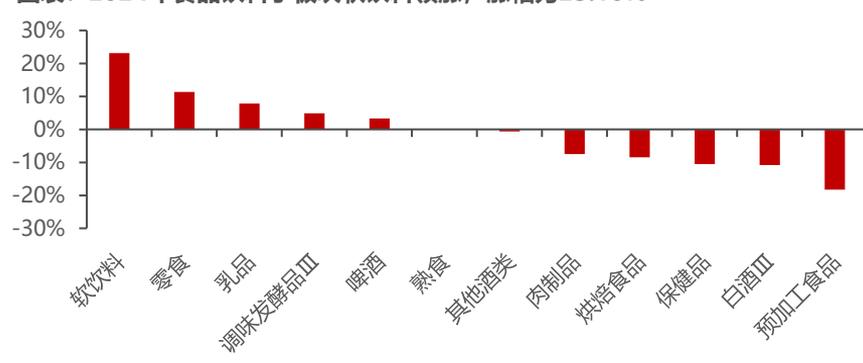
图表：食品饮料行业2024年个股涨跌幅前十

名称	年初至今涨跌幅 (%)	名称	年初至今涨跌幅 (%)
朱老六	131.95%	良品铺子	-35.72%
三只松鼠	82.25%	华统股份	-34.39%
一鸣食品	62.19%	皇氏集团	-33.33%
品渥食品	61.59%	干味央厨	-33.21%
东鹏饮料	60.57%	惠发食品	-29.41%
桂发祥	53.70%	春雪食品	-25.77%
盖世食品	51.02%	味知香	-22.88%
康比特	38.93%	海欣食品	-22.79%
贝因美	38.73%	绝味食品	-22.71%
黑芝麻	30.38%	金种子酒	-21.71%

图表：2024年食品饮料(申万)行业消化估值为主，指数下跌6.72%



图表：2024年食品饮料子板块软饮料领涨，涨幅为23.10%

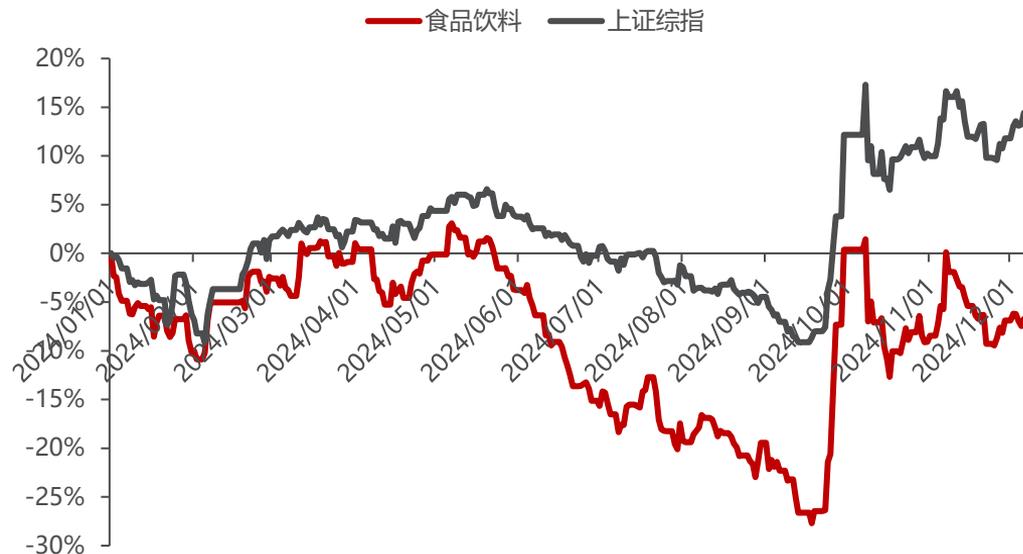


1.1 2024年9月政策预期导向下估值快速修复至22x左右

➤ 2024年初开门红旺季带动板块回暖，Q2进入消费淡季，弱复苏背景下板块基本面走弱，餐饮、商务等场景修复趋缓，估值逐步调整回落。Q3末宏观刺激政策出台，提振居民消费预期，资金情绪回暖带动板块行情扭转，食品饮料板块受消费需求复苏节奏影响波动调整。整体来看，行业估值水平PE (TTM) 自年初26X左右震荡下修至年底约22X，目前估值水平低于近五年PE (TTM) 平均水平。

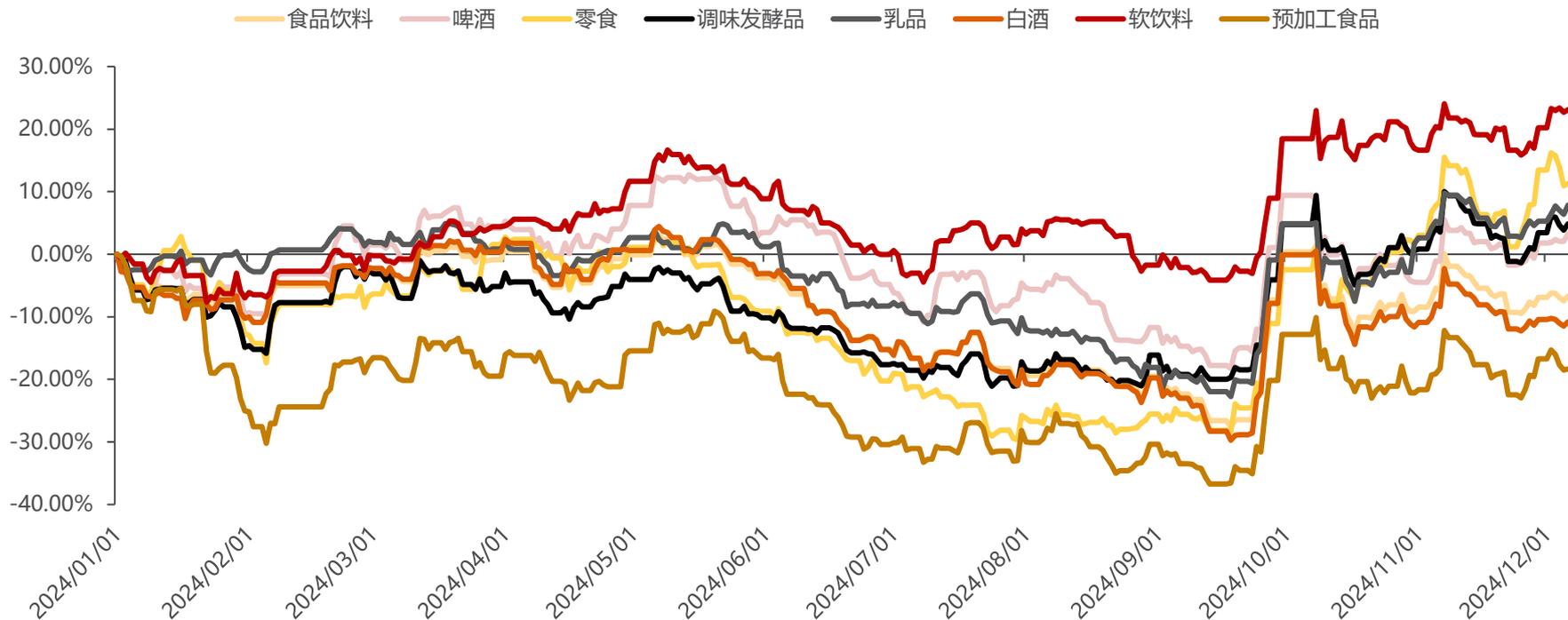
图表：2024年食品饮料行业指数行情波动调整

图表：行业估值低于近五年PE (TTM) 平均水平



1.2 子板块中，软饮料涨跌幅表现较优，预加工食品持续调整

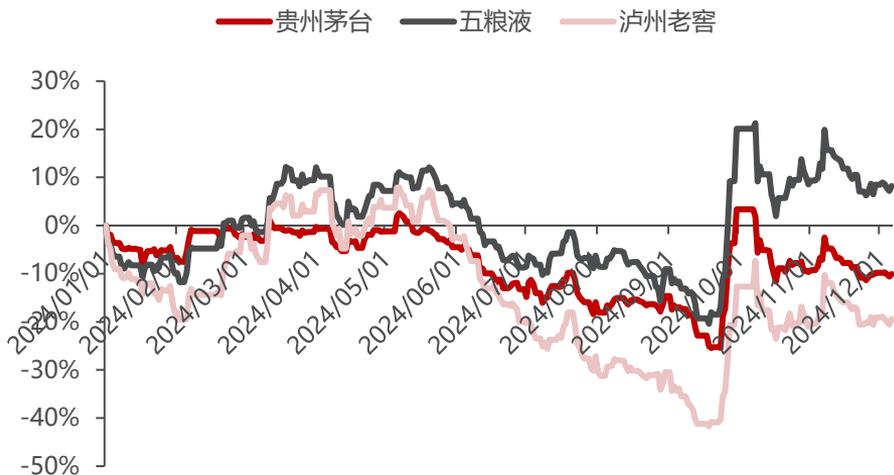
图表：软饮料板块涨跌幅表现相对较优，预加工食品持续调整



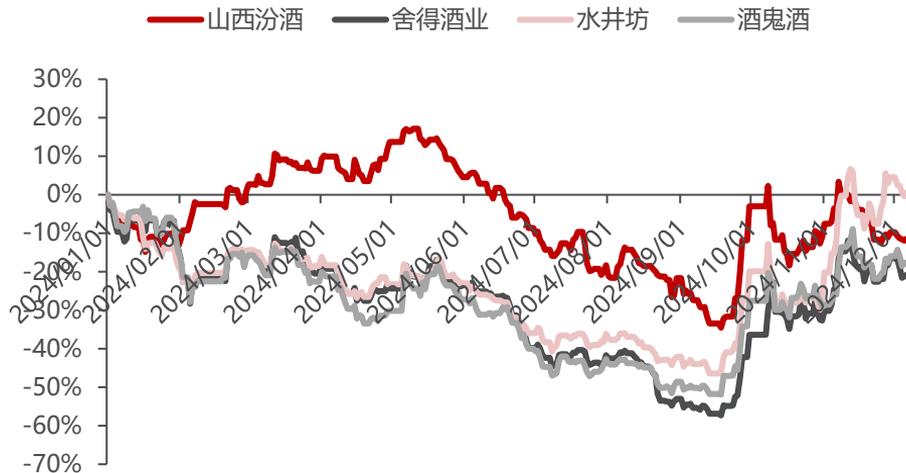
1.3 白酒：次高端品牌率先深度调整，高端品牌相对稳健

➢ 高端白酒需求展现韧性，茅五泸业绩/股价整体表现相对稳健，五粮液收益率表现较优。次高端白酒受经济环境影响较大，山西汾酒在青花20等产品稳定客群与场景扩张下表现韧性；上半年舍得/水井/酒鬼酒均出现明显调整，三、四季度政策预期积极的导向下估值快速修复。

图表：高端白酒中，五粮液年度涨跌幅表现相对较优



图表：次高端白酒中，山西汾酒年度涨跌幅表现相对稳健

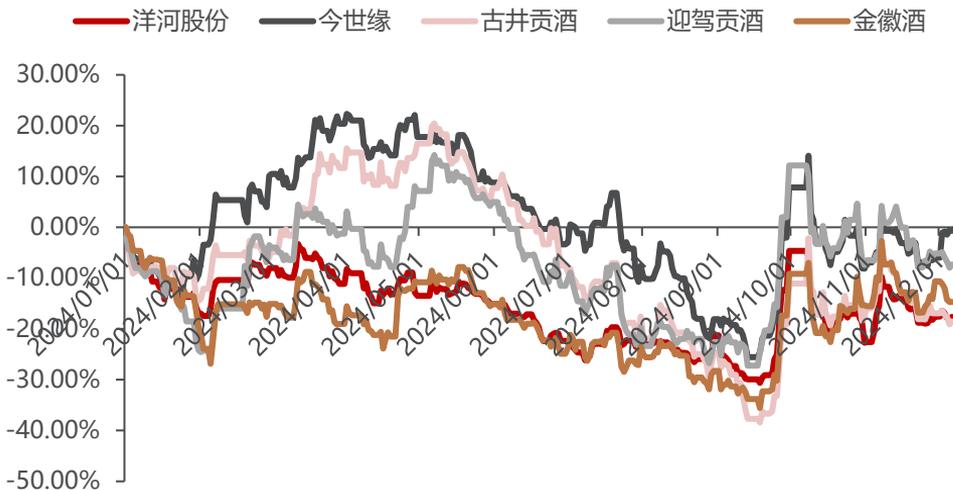


图表：白酒品牌2024年前三季度业绩分化加剧

1.3 白酒：区域品牌业绩分化，估值受压制

地产酒表现分化，安徽、江苏区域经济相对坚挺，大众宴席恢复下需求持续复苏。其中苏酒、徽酒龙二今世缘、迎驾贡酒维持势能，错位竞争，基本面及收益表现较优。

图表：地产白酒年度涨跌幅表现分化，徽酒、苏酒龙二乘势而起



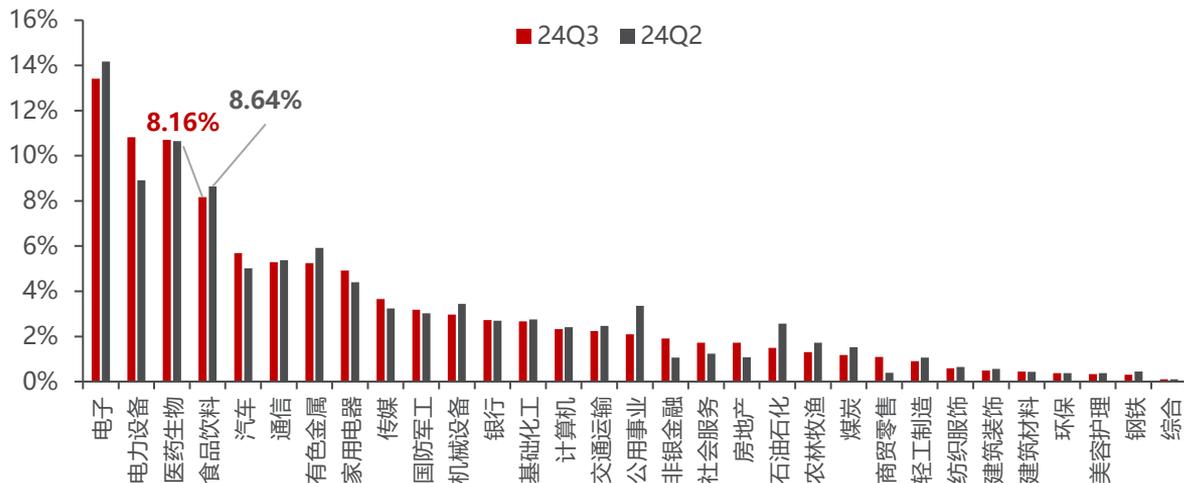
	2024Q1-3 (单位: 亿元)			
	营业收入	YoY	归母净利润	YoY
高端酒	2130.0	13.4%	973.5	12.8%
贵州茅台	1207.8	17.0%	608.3	15.0%
五粮液	679.2	8.6%	249.3	9.2%
泸州老窖	243.0	10.8%	115.9	9.7%
次高端酒	408.0	8.2%	132.0	8.0%
山西汾酒	313.6	17.2%	113.5	20.3%
舍得酒业	44.6	-15.0%	6.7	-48.3%
水井坊	37.9	5.6%	11.3	10.0%
酒鬼酒	11.9	-44.4%	0.6	-88.2%
区域龙头	664.0	4.0%	197.3	0.4%
洋河股份	275.2	-9.1%	85.8	-15.9%
古井贡酒	190.7	19.5%	47.5	24.5%
今世缘	99.4	18.9%	30.9	17.1%
迎驾贡酒	55.1	13.8%	20.1	20.2%
口子窖	43.6	-1.9%	13.1	-2.8%
其他酒企	175.2	-11.5%	14.2	72.4%
老白干酒	40.9	6.3%	5.6	33.0%
伊力特	16.5	0.6%	2.4	5.3%
顺鑫农业	73.2	-16.9%	3.8	230.7%
金徽酒	23.3	15.3%	3.3	22.2%
金种子酒	8.1	-24.9%	-1.0	-185.5%
天佑德酒	9.9	4.9%	0.6	-45.8%
皇台酒业	1.1	0.6%	0.2	545.4%

1.4

板块持仓：持续下降至8.16%，存量资金买入确定性，增量资金交易政策空间

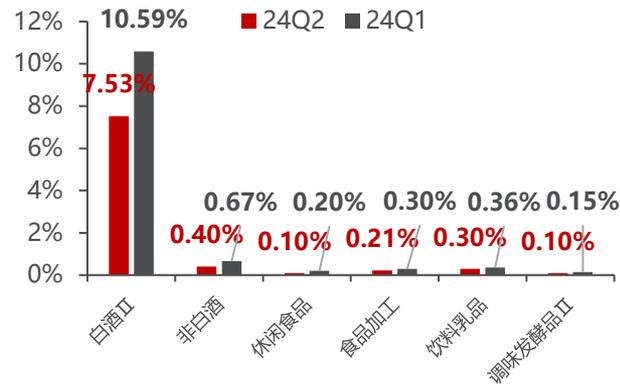
截至24Q3，食品饮料板块在主动权益基金中的重仓占比环比延续下滑趋势，在申万一级行业中位居四位。2024Q3食品饮料板块（申万一级）在主动权益基金重仓股中的占比为8.16%，环比下滑了-0.48pcts。在所有申万一级行业中位居第四，次于电子（13.41%）、电力设备（10.81%）、医药生物（10.71%）。

图表：申万一级各板块在24Q2/Q3基金重仓股中的占比（%）

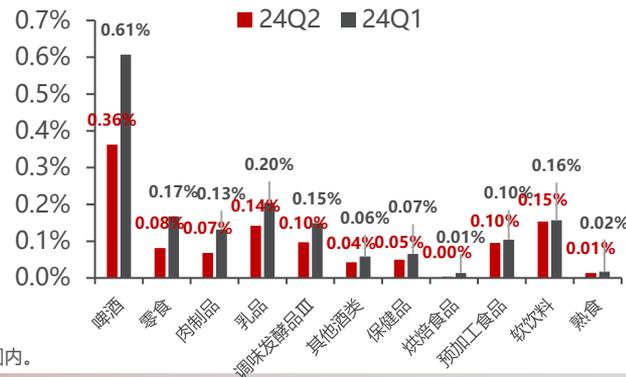


注：统计口径为主动权益型基金持仓（普通股票型、偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型四类），被动指数型和指数增强型基金不在统计范围内。

图表：24Q1&2 食饮申万二级各板块基金持仓



图表：24Q1&2 食饮申万三级板块（除白酒）基金持仓

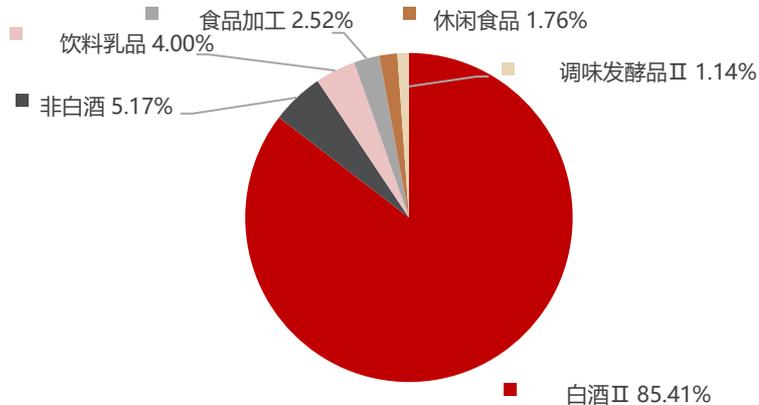


1.4

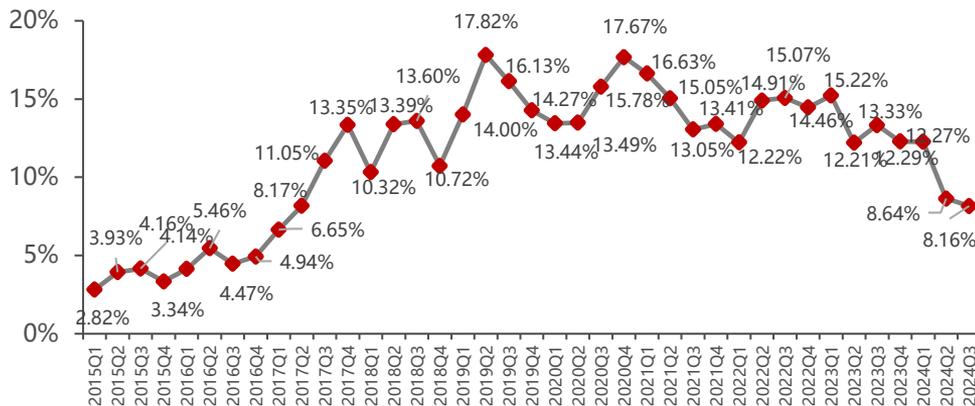
“弱现实、弱预期”风险已释放，预期拐点判断动销流速（渠道现金流改善）比价格重要

- 估值已隐含“弱现实”（高库存/低价格/高费用/业绩承压）问题，从持仓角度看，板块持仓持续下降：
- 24Q3食品饮料板块（SW）在基金重仓股的持股市值占比为8.16%，环比-0.56pcts，较前期高点（19Q2）17.82%已减持超半。

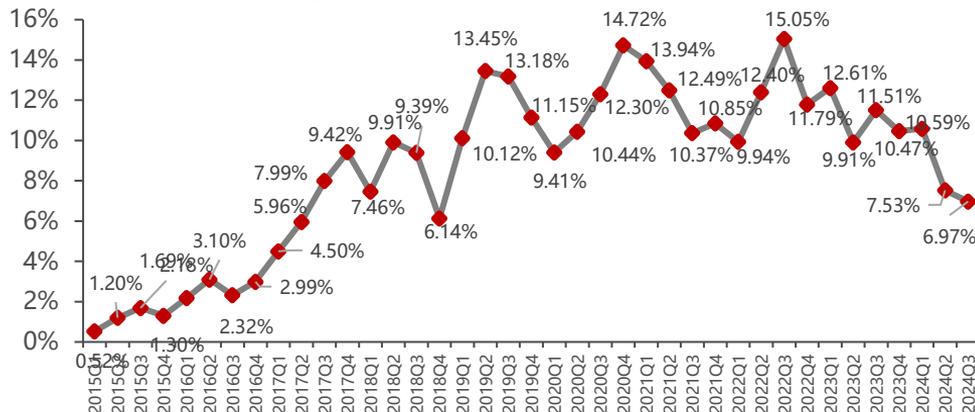
- 24Q3白酒（申万II）占比6.97%，环比-0.56pcts。
图表：24Q3白酒的食饮重仓占比85.41%，环比-1.76pcts



图表：2015年以来食品饮料板块在逐季基金重仓股中的持股占比



图表：2015年以来白酒板块（申万II）在逐季基金重仓股中的持股占比



1.4 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒列白酒持仓前五

- 食品饮料板块内个股持股市值在主动权益基金重仓股占比靠前的十大个股中，白酒占7席，较24Q2减少一席。前十大中白酒由高到低依次为：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份和迎驾贡酒，而今世缘跌落前十大。前十大中其他三席为：预加工食品安井食品，乳品板块伊利股份和啤酒板块港股青岛啤酒股份，其中安井、港股青啤为新晋前十大。
- 24Q3食品饮料板块整体占比8.16%，前十大重仓股在基金重仓股总市值中占比7.14%，CR10=87.4%，较Q2降低了1.48pcts。

图表：食品饮料板块内个股持股市值在主动权益基金重仓股占比前十大个股

代码	简称	持有基金数		持股数量(万股)		持股占流通股比(%)		持股市值占基金股票投资市值比(%)		24Q3区间涨
		24Q3	环比变化	24Q3	环比变化	24Q3	环比变化	24Q3	环比变化	跌幅(%)
600519.SH	贵州茅台	713	-16	2727	-275	2.2	-0.22	2.57	-0.053	19%
000858.SZ	五粮液	396	84	17206	-442	4.4	-0.11	1.51	0.162	32%
000568.SZ	泸州老窖	154	-107	10608	-3786	7.2	-2.58	0.86	-0.374	9%
600809.SH	山西汾酒	164	-59	7167	-568	5.9	-0.47	0.85	-0.126	6%
000596.SZ	古井贡酒	86	-53	5065	-668	12.4	-1.63	0.56	-0.166	-4%
002304.SZ	洋河股份	40	17	4726	-178	3.1	-0.12	0.25	0.017	23%
603198.SH	迎驾贡酒	104	23	4071	608	5.1	0.76	0.16	0.042	27%
603345.SH	安井食品	48	11	2901	841	9.9	2.87	0.16	0.064	36%
600887.SH	伊利股份	115	-3	7244	58	1.1	0.01	0.11	0.003	13%
0168.HK	青岛啤酒股份	35	2	3758	-131	5.7	-0.20	0.11	0.001	22%



白酒：库存去化周期， 02. 关注动销流速比价格更 重要



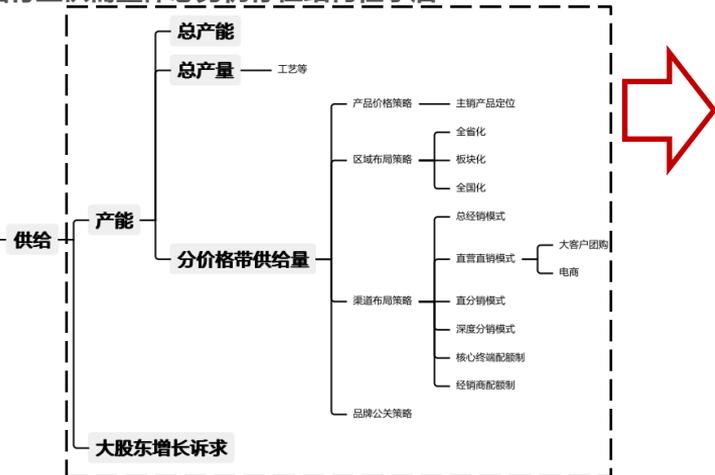
报告讨论几个要点问题

- **第一，白酒行业持续扩产，是否存在产能过剩风险？** ←
- 第二，行业库存去化节奏如何？去化过程中伴随哪些风险？
- 第三，飞天茅台价格底部怎么判断？对产业与投资的影响几何？
- 第四，白酒行业投资的几个核心逻辑？
- 第五，啤酒产业趋势与悦己型消费标的。

我们认为，白酒供需存在结构性矛盾，核心仍是需求场景压制，产能是产品品质升级的必要保障，储能是控制供给的调节器。

2.1 白酒供需存在结构性矛盾，核心仍是需求场景压制

图表：白酒行业供需整体态势仍存在结构性矛盾



白酒供需模型



图表：规上白酒企业酿酒总产量16年后持续减少



图表：规上白酒企业营收近五年持续提升

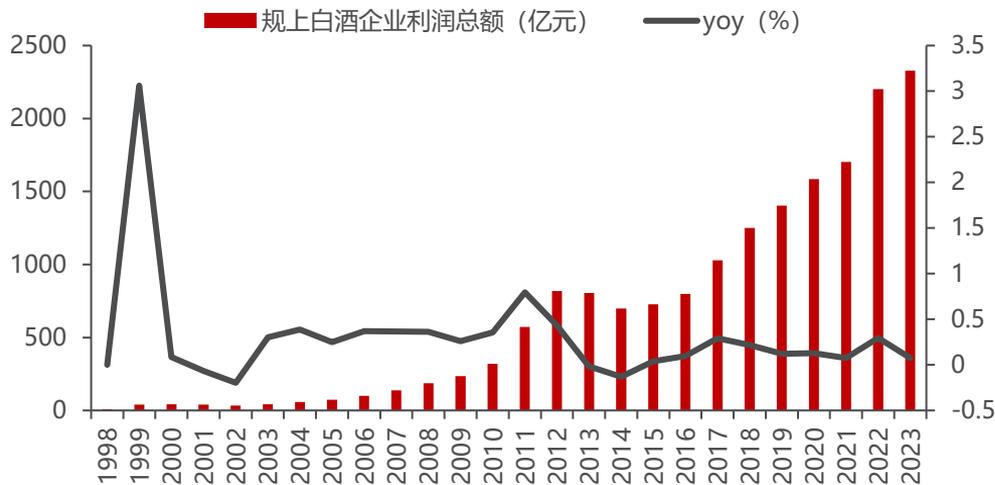


2.2

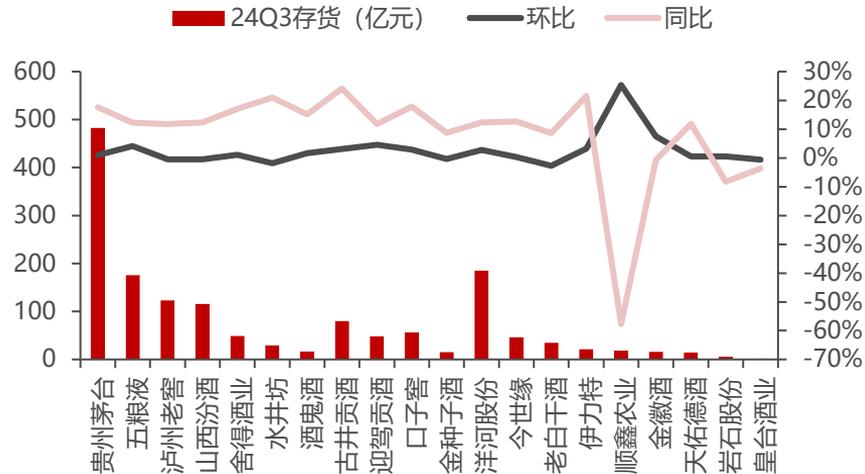
行业下行期，量价承压，企业存货增加，产品结构走平或下移，企业利润总额增速走低风险加大

- 2023年，我国白酒市场规模约**7563亿元**，同比增速**9.7%**，利润总额**2328亿元**，同比增速**7.5%**左右。
- 2023年，规上白酒企业酿酒总产量小幅收缩至629万千升，同比减少5.1%，维持自2016年以来行业产量减少趋势，行业量缩价升、结构持续升级。2024年11月20日，国家统计局发布数据显示，10月，白酒（折65度，商品量）产量**34.0万千升**，同比下降**12.1%**；1-10月白酒累计产量**332.0万千升**，同比增长**0.9%**。

图表：2000-2023年白酒规模企业利润总额走势



图表：24Q3白酒企业存货同比增加明显



资料来源：WIND,国家统计局，酒业协会，民生证券研究院（注：顺鑫农业存货同比增速明显主因白酒销售及地产业务剥离）

2.3 产能结构性过剩：品牌强分化、高集中趋势下，产能也是品质竞争优势的必要保障，储能为企业提供更多自主空间

➤ 龙头企业扩产增加优质产能供给，挤压中小品牌生存空间：白酒产业有重资产属性，白酒原酒（基酒）的生产、储存考验企业基建投资与资金实力。

图表：2023年部分上市酒企设计产能及实际产能情况

品牌	设计产能 (吨)	实际产能 (吨)	产能利用率
茅台酒	42795	57204	134%
茅台酱香系列酒	44460	42937	97%
五粮液	175627	119593	68%
泸州老窖	170000	170000	100%
汾酒	220500	201860	92%
洋河	222545	125513	56%
双沟	97040	29851	31%
古井贡酒	115000	114546	100%
今世缘	36000	36000	100%
迎驾贡酒	72000	55465	77%
口子窖	76500	33818	44%
老白干酒	36000	36000	100%
承德乾隆醉	1800	1800	100%
安徽文王	6120	6120	100%
湖南武陵	4500	4500	100%
曲阜孔府家	2700	2700	100%
牛栏山	729000	281643	39%
舍得酒业	61200	39285	64%
水井坊	13536	10379	77%
金徽酒	31500	17138	54%
伊力特	47700	19466	41%
合计	2206523	1405818	64%

图表：2023年部分上市酒企产量、销量、库存量情况

品牌	生产量 (吨)	销售量 (吨)	库存量 (吨)
贵州茅台	100141	73274	293790
五粮液	184100	159106	48322
泸州老窖	83956	96278	42251
山西汾酒	201860	185210	97328
洋河股份	158834	166155	39176
古井-年份原浆	63528	63478	24653
今世缘	51473	46708	17784
迎驾贡酒	55465	55192	6116
口子窖	33818	33086	5756
衡水老白干	27872	28087	9018
板城烧锅酒	8301	8286	2990
武陵酒	1536	1729	464
文王贡	6073	6340	1420
孔府家	4432	3743	4156
顺鑫农业	283485	329884	78069
舍得酒业	39285	39174	7714
水井坊	10379	10081	52198
金徽酒	17138	16182	47878
伊力特	19466	20343	1355
合计	1351142	1342338	780436



报告讨论几个要点问题

- 第一，白酒行业持续扩产，是否存在产能过剩风险？
- **第二，行业库存去化节奏如何？去化过程中伴随哪些风险？** ←
- 第三，飞天茅台价格底部怎么判断？对产业与投资的影响几何？
- 第四，白酒行业投资的几个核心逻辑？
- 第五，啤酒产业趋势与悦己型消费标的

我们认为：

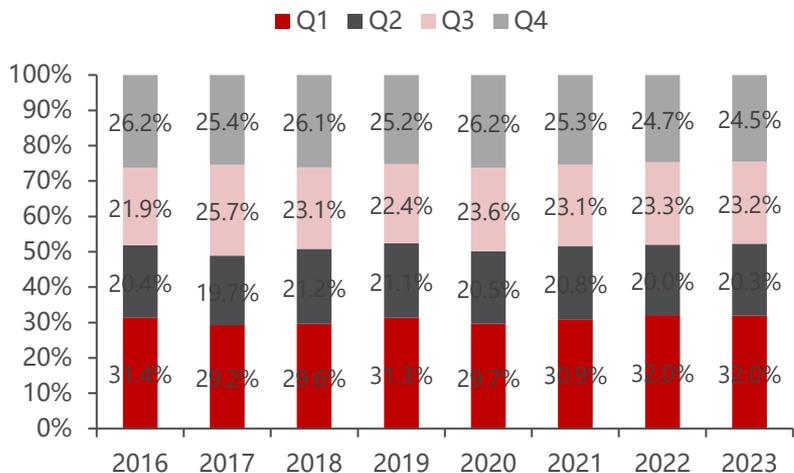
- ◆ **正视市场问题，就是好的开始：**考量维持渠道价值链条稳定以延长产品生命周期，从业绩角度看，自2024Q2品牌业绩分化、库存去化周期开启，24Q3降速释压、渠道减少备货，短期内行业仍面临供需错配导致的库存高企、费用加大、价格走低、场景需求萎缩等困扰，**预计需要2-3个季度消化至合理库存水平，但渠道信心恢复始于动销流速提升（周转率提升，现金流压力降低）；**
- ◆ **当下“弱现实、弱预期”** 风险已基本释放，预期拐点判断动销流速（渠道现金流改善）比价格更加重要。
- ◆ **去化过程中的风险，价格走低、销售费用率提升、业绩阶段性降速或下滑是确定性事件**

2.4

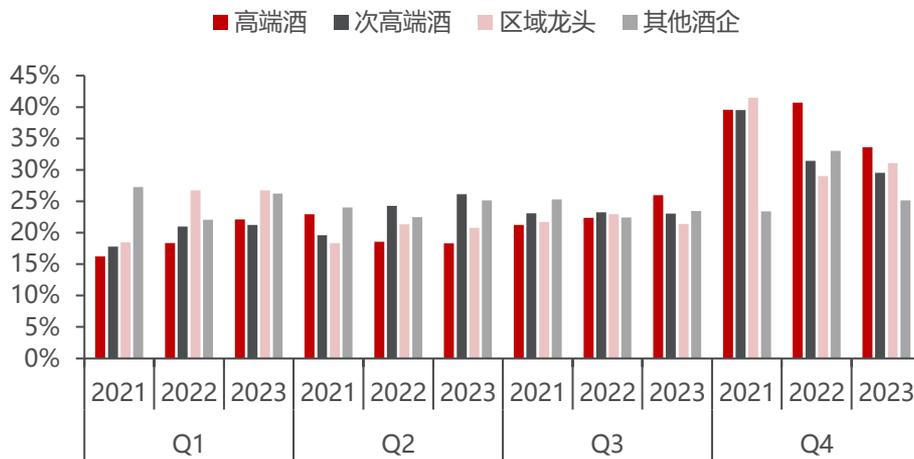
关于2025年，积极的政策导向下，动销端环比改善有望持续，报表端呈现前低后高节奏

- 我们预计行业需求将维持环比改善趋势，2025年春节销售因基数原因及聚饮、宴席场景减少及消费力等因素同比销售承压，或在历经蛇年春节、五一&端午节两个旺季后库存逐步释压，中秋、国庆重拾收入增长升势。
- 2025年春节“开门红”指标将更趋于合理，报表端“前低后高”节奏：历史数据看出白酒品牌Q1-Q4收入节奏基本按照30%-35%、20%、20-25%、25%左右。

图表：白酒企业季度收入节奏，Q4+Q1“开门红”占比过半



图表：白酒板块分价格带季度合同负债占比节奏



2.4 一般情况下，静态库存的改善或需2-3个消费旺季，价格走低、销售费用率提升、业绩阶段性降速或下滑是确定性挑战

图表：2025年公众假期与行业库存消化进程（旺季）、风险示意图

第一阶段：
1月-2月元旦、春节旺季

场景：聚饮、宴席、礼赠、政商务宴请
风险：费用加大，价格走低

第二阶段：
5月-6月：5.1、端午小旺季

场景：（政商务）宴请、宴席、聚饮、礼赠
风险：流速下降，从淡季挺价到抢抓小旺季的价格内卷

第三阶段：
10月中秋、国庆旺季

场景：宴席、礼赠、聚饮、政商务宴请
风险：打款备货，渠道现金流压力，价格走低

1月 Jan							2月 Feb							5月 May							6月 Jun							10月 Oct											
周	日	一	二	三	四	五	六	周	日	一	二	三	四	五	六	周	日	一	二	三	四	五	六	周	日	一	二	三	四	五	六	周	日	一	二	三	四	五	六
1			1 元旦	2 初三	3 初四	4 初五		5						1 初四		18				1 劳动节	2 初五	3 初六		23	1 儿童节	2 初七	3 初八	4 初九	5 芒种	6 十一	7 十二	40				1 国庆节	2 十一	3 十二	4 十三
2	5 小寒	6 初七	7 腊八	8 初九	9 初十	10 十一	11 十二	6	2 初五	3 立春	4 初七	5 初八	6 初九	7 初十	8 十一	19	4 青年节	5 立夏	6 初九	7 初十	8 十一	9 十二	10 十三	24	8 十三	9 十四	10 十五	11 十六	12 十七	13 十八	14 十九	41	5 十四	6 中秋节	7 十六	8 寒露	9 十八	10 十九	11 二十
3	12 十三	13 十四	14 十五	15 十六	16 十七	17 十八	18 十九	7	9 十二	10 十三	11 十四	12 元宵节	13 十六	14 十七	15 十八	20	11 母亲节	12 十五	13 十六	14 十七	15 十八	16 十九	17 二十	25	15 父亲节	16 廿一	17 廿二	18 廿三	19 廿四	20 廿五	21 夏至	42	12 廿一	13 廿二	14 廿三	15 廿四	16 廿五	17 廿六	18 廿七
4	19 二十	20 大寒	21 廿二	22 廿三	23 廿四	24 廿五	25 廿六	8	16 十九	17 二十	18 雨水	19 廿二	20 廿三	21 廿四	22 廿五	21	18 廿一	19 廿二	20 廿三	21 小满	22 廿五	23 廿六	24 廿七	26	22 廿七	23 廿八	24 廿九	25 六月	26 初二	27 初三	28 初四	43	19 廿八	20 廿九	21 九月初二	22 霜降	23 初四	24 初五	25 初六
5	26 廿七	27 廿八	28 除夕	29 春节	30 初二	31 初三		9	23 廿六	24 廿七	25 廿八	26 廿九	27 三十	28 二月		22	25 廿八	26 廿九	27 五月	28 初二	29 初三	30 初四	31 端午节	27	29 初五	30 初六						44	26 初六	27 初七	28 初八	29 重阳节	30 初十	31 十一	

2.5 从业绩角度看，板块业绩从24Q2分化加剧到Q3整体降速，库存去化周期开启，降速释压

2024年前三季度白酒主板20家酒企收入同比+9.3%，利润同比10.7%；剔除茅台后收入同比+5.4%，利润同比+7.2%。单Q3收入同比+0.8%，利润+2.1%；剔除茅台后收入同比-7.5%，利润同比-8.1%。

图表：酒企24年前三季度营收、利润表现

图表：酒企20-23年单三季度营收、利润增长表现

上市公司	2024Q1-3				2024Q3			
	营收 (亿元)	营收yoy (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润yoy (%)	营收 (亿元)	营收yoy (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润yoy (%)
贵州茅台	1,231.23	16.9%	608.28	15.0%	396.7	15.6%	191.32	13.2%
五粮液	679.16	8.6%	249.31	9.2%	172.7	1.4%	58.74	1.3%
泸州老窖	243.04	10.8%	115.93	9.7%	74.0	0.7%	35.66	2.6%
山西汾酒	313.58	17.2%	113.50	20.3%	86.1	11.4%	29.40	10.4%
舍得酒业	44.60	-15.0%	6.69	-48.3%	11.9	-30.9%	0.78	-79.2%
水井坊	37.88	5.6%	11.25	10.0%	20.7	0.4%	8.83	7.7%
酒鬼酒	11.91	-44.4%	0.56	-88.2%	2.0	-67.2%	-0.65	-213.7%
洋河股份	275.16	-9.1%	85.79	-15.9%	46.4	-44.8%	6.31	-73.0%
古井贡酒	190.69	19.5%	47.46	24.5%	52.6	13.4%	11.74	13.6%
今世缘	99.42	16.6%	30.66	17.1%	20.4	10.2%	6.24	6.6%
迎驾贡酒	55.13	13.8%	20.06	20.2%	17.3	1.6%	6.28	3.7%
口子窖	43.62	-1.9%	13.11	-2.8%	12.0	-22.0%	3.62	-27.7%
老白干酒	40.88	6.3%	5.56	33.0%	16.2	0.3%	2.52	-25.2%
伊力特	16.54	0.6%	2.41	5.3%	3.2	-23.3%	0.43	-17.8%
顺鑫农业	73.17	-16.9%	3.82	上年为负	16.3	-37.2%	-0.41	上年为负
金徽酒	23.28	15.3%	3.33	22.2%	5.7	15.8%	0.38	108.8%
金种子酒	8.06	-24.9%	-1.00	上年为负	1.4	-54.4%	-1.11	-3843.2%
天佑德酒	9.87	4.9%	0.57	-45.8%	2.3	-18.8%	-0.22	-334.4%
皇台酒业	1.13	0.6%	0.23	545.4%	0.5	25.1%	0.27	5590.5%
岩石股份	2.31	-83.0%	-0.76	-163.0%	0.4	-92.3%	0.02	-97.3%
板块合计	3,400.63	9.3%	1,316.97	10.7%	964.7	0.8%	360.15	2.1%
剔除茅台	2,169.41	5.4%	708.69	7.2%	567.98	-7.5%	168.83	-8.1%

上市公司	20-23年三年间单Q3营收CAGR	24单Q3营收增速	降速幅度 (pcts)
贵州茅台	12.77%	15.56%	2.80
五粮液	13.25%	1.39%	-11.85
泸州老窖	22.85%	0.67%	-22.18
山西汾酒	30.56%	11.35%	-19.21
舍得酒业	32.53%	-30.92%	-63.44
水井坊	21.77%	0.38%	-21.40
酒鬼酒	14.07%	-67.24%	-81.31
洋河股份	15.31%	-44.82%	-60.13
古井贡酒	22.11%	13.36%	-8.75
今世缘	23.19%	10.11%	-13.08
迎驾贡酒	24.43%	1.58%	-22.85
口子窖	11.12%	-22.04%	-33.15
老白干酒	17.15%	0.26%	-16.89
伊力特	5.07%	-23.32%	-28.39
顺鑫农业	-3.61%	-37.20%	-33.59
金徽酒	14.13%	15.77%	1.63
金种子酒	6.37%	-54.41%	-60.77
天佑德酒	13.38%	-18.76%	-32.15

2.5 24Q3高端、次高端、区域龙头均不同幅度降速

图表：分价格带酒企营收、利润出现不同幅度降速

	2024Q1-3				2024Q3				2024H1			
	营业收入 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY	营业收入 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY	营业收入 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY
高端酒	2130.0	13.4%	973.5	12.8%	635.1	9.4%	285.7	9.2%	1494.8	15.3%	687.8	14.4%
贵州茅台	1207.8	17.0%	608.3	15.0%	388.5	15.3%	191.3	13.2%	819.3	17.8%	417.0	15.9%
五粮液	679.2	8.6%	249.3	9.2%	172.7	1.4%	58.7	1.3%	506.5	11.3%	190.6	11.9%
泸州老窖	243.0	10.8%	115.9	9.7%	74.0	0.7%	35.7	2.6%	169.0	15.8%	80.3	13.2%
次高端酒	408.0	8.2%	132.0	8.0%	120.7	-0.4%	38.4	-2.0%	287.3	12.2%	93.6	12.7%
山西汾酒	313.6	17.2%	113.5	20.3%	86.1	11.4%	29.4	10.4%	227.5	19.6%	84.1	24.3%
舍得酒业	44.6	-15.0%	6.7	-48.3%	11.9	-30.7%	0.8	-79.2%	32.7	-7.3%	5.9	-65.7%
水井坊	37.9	5.6%	11.3	10.0%	20.7	0.4%	8.8	7.7%	17.2	12.6%	2.4	19.5%
酒鬼酒	11.9	-44.4%	0.6	-88.2%	2.0	-67.2%	-0.6	-213.7%	9.9	-35.5%	1.2	-71.3%
区域龙头	664.0	4.0%	197.3	0.4%	154.6	-17.0%	34.2	-32.3%	509.4	12.7%	163.1	11.7%
洋河股份	275.2	-9.1%	85.8	-15.9%	46.4	-44.8%	6.3	-73.0%	228.8	4.6%	79.5	1.1%
古井贡酒	190.7	19.5%	47.5	24.5%	52.6	13.4%	11.7	13.6%	138.1	22.1%	35.7	28.5%
今世缘	99.4	18.9%	30.9	17.1%	26.4	10.1%	6.2	6.6%	73.0	22.4%	24.6	20.1%
迎驾贡酒	55.1	13.8%	20.1	20.2%	17.3	4.0%	6.3	6.2%	37.9	20.4%	13.8	29.6%
口子窖	43.6	-1.9%	13.1	-2.8%	12.0	-22.0%	3.6	-27.7%	31.7	8.7%	9.5	11.9%
其他酒企	175.2	-11.5%	14.2	72.4%	46.0	-26.5%	1.9	34.5%	129.2	-4.5%	12.3	80.2%
老白干酒	40.9	6.3%	5.6	33.0%	16.2	0.3%	2.5	25.2%	24.7	10.7%	3.0	40.3%
伊力特	16.5	0.6%	2.4	5.3%	3.2	-23.8%	0.4	-17.8%	13.3	8.9%	2.0	12.1%
顺鑫农业	73.2	-16.9%	3.8	230.7%	16.3	-37.2%	-0.4	-80.8%	56.9	-8.4%	4.2	621.9%
金徽酒	23.3	15.3%	3.3	22.2%	5.7	15.8%	0.4	108.8%	17.5	15.2%	2.9	16.0%
金种子酒	8.1	-24.9%	-1.0	-85.5%	1.4	-54.4%	-1.1	-3843.2%	6.7	-13.2%	0.1	129.3%
天佑德酒	9.9	4.9%	0.6	-45.8%	2.3	-18.8%	-0.2	-334.4%	7.6	14.9%	0.8	-17.5%
皇台酒业	1.1	0.6%	0.2	545.4%	0.5	25.1%	0.3	5590.5%	0.7	-12.1%	0.0	-230.7%
岩石股份	2.3	-83.0%	-0.8	-163.0%	0.4	-92.3%	0.0	-97.3%	1.9	-77.3%	-0.8	-244.6%
珍酒李渡									41.3	17.5%	10.2	26.9%

➤

高端酒：2024前三季度收入2130亿元/+13.4%，归母净利润973亿元/+12.8%；单Q3收入635.1亿元/+9.4%，利润285.7亿元/+9.2%；

➤

次高端酒：前三季度收入408亿元/+8.2%，归母净利润132亿元/+8.0%；单Q3收入120.7亿元/-0.4%；利润38.4亿元/-2.0%；

➤

区域龙头：前三季度收入664亿元/+4.0%，归母净利润197.3亿元/+0.4%，单Q3收入154.6亿元/-17.0%，利润34.2亿元/-32.3%；

➤

其他酒：前三季度收入175.2亿元/-11.5%，利润14.2亿元/+72.4%，单三季度收入46.0亿元/-26.5%，利润1.9亿元/+34.5%。

蓄水调剂能力下降：24Q3合同负债大多下降，显示渠道动销 降速、回款压力已逐步传导上行

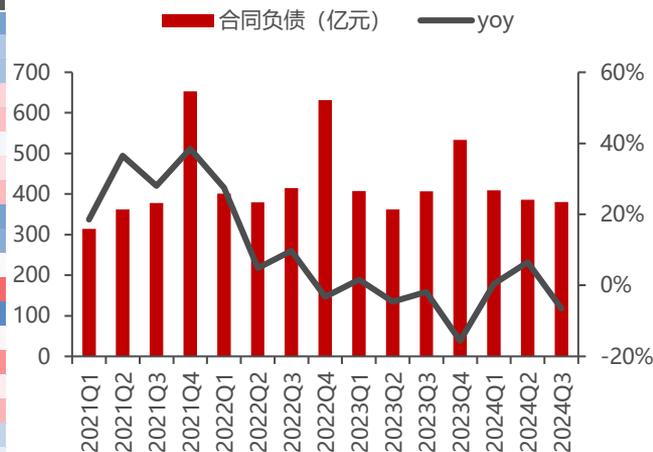
2.5

➤ 用“当期营收+Δ 合同负债”核算“真实营收”，以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动，再用“真实营收”增速-同期表端营收增速，得“增速差”。如果增速差为正，则代表公司当期新增预收款较多，“蓄水池”充盈，经销商打款积极性高；如果增速为负，则代表公司当期是以透支业绩“蓄水池”的方式释放业绩。

图表：动销走弱下酒企调整收入节奏，合同负债指标多有下降

上市公司	24Q3末合同负债 (亿元)	合同负债yoy	Δ合同负债		24Q1-3				24Q3			
			Q1-3	24Q3	营收+Δ合同负债	(营收+Δ合同负债)yoy	营收yoy	增速差	营收+Δ合同负债	(营收+Δ合同负债)yoy	营收yoy	增速差
贵州茅台	99.31	-12.8%	-41.95	-0.62	1,189.28	17.47%	16.91%	0.56	396.09	3.18%	15.56%	-12.39
五粮液	70.72	79.1%	2.08	-0.85	681.23	25.91%	8.60%	17.31	161.82	-6.62%	1.39%	-8.02
泸州老窖	26.54	-10.4%	-0.19	3.12	242.85	8.72%	10.76%	-2.04	77.11	-7.96%	0.67%	-8.62
山西汾酒	54.81	6.0%	-15.48	-2.51	298.09	19.20%	17.25%	1.95	83.60	16.89%	11.35%	5.53
舍得酒业	1.74	-46.6%	-1.03	0.12	43.57	-17.38%	-15.03%	-2.35	12.01	-21.69%	-30.92%	9.23
水井坊	10.55	-9.9%	-1.64	-0.16	36.24	-1.59%	5.56%	-7.15	20.54	-2.06%	0.38%	-2.44
酒鬼酒	2.07	-17.6%	-0.78	-0.50	11.13	-43.20%	-44.41%	1.21	1.47	-63.75%	-67.24%	3.49
洋河股份	49.66	-10.0%	-61.39	10.28	213.77	-3.08%	-9.14%	6.05	56.69	-34.11%	-44.82%	10.71
古井贡酒	19.36	-48.6%	5.34	-2.83	196.03	6.30%	19.53%	-13.23	49.80	0.96%	13.36%	-12.40
今世缘	5.44	-58.5%	-18.56	-0.84	80.85	5.89%	18.85%	-12.96	25.53	-0.91%	10.11%	-11.03
迎驾贡酒	4.03	-20.5%	-3.30	-0.59	51.83	11.48%	13.81%	-2.34	16.69	0.42%	1.58%	-1.16
口子窖	3.55	-7.5%	-0.43	0.38	43.19	1.24%	-1.89%	3.13	12.33	3.61%	-22.04%	25.65
老白干酒	17.50	-18.6%	2.29	-1.13	43.17	-1.45%	6.29%	-7.74	15.05	-14.85%	0.26%	-15.10
伊力特	0.45	20.6%	-0.28	-0.17	16.26	1.54%	0.64%	0.90	3.07	-23.95%	-23.32%	-0.63
顺鑫农业	6.60	-54.7%	-15.38	0.81	57.79	-9.70%	-16.92%	7.22	17.11	-18.93%	-37.20%	18.27
金徽酒	4.76	10.3%	-0.99	-0.07	22.29	14.85%	15.31%	-0.47	5.68	16.78%	15.77%	1.01
金种子酒	1.02	4.0%	-0.06	0.39	8.00	-24.58%	-24.90%	0.32	1.78	-42.82%	-54.41%	11.59
天佑德酒	0.78	-15.1%	-0.03	0.09	9.84	0.95%	4.89%	-3.94	2.36	-25.19%	-18.76%	-6.43
皇台酒业	0.03	13.2%	0.01	-0.01	1.14	0.84%	0.57%	0.27	0.47	21.72%	25.12%	-3.40
岩石股份	1.29	-59.1%	-1.00	-0.24	1.30	-91.56%	-82.97%	-8.59	0.15	-96.92%	-92.28%	-4.64
板块合计	380.19	-6.51%	-152.79	-5.32	3,247.84	12.51%	9.29%	3.22	959.37	-4.24%	0.78%	-5.02
剔除茅台	280.89	-2.44%	-110.84	-4.70	2,058.57	9.83%	5.39%	4.44	563.28	-8.85%	-7.49%	-1.36

图表：板块整体合同负债表现

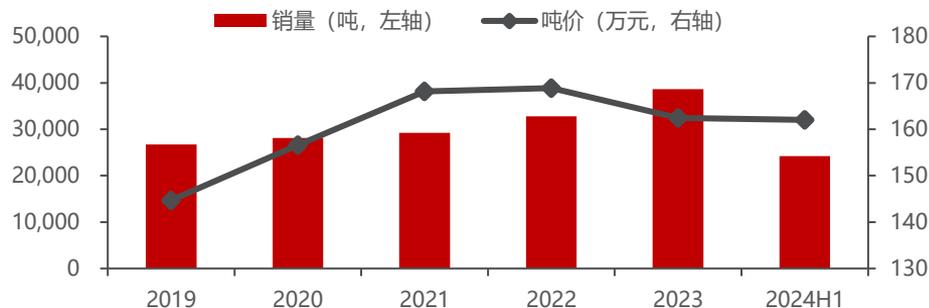


2.6 行业下行期，价格走低的阵痛是确定性事件，关注动销流速

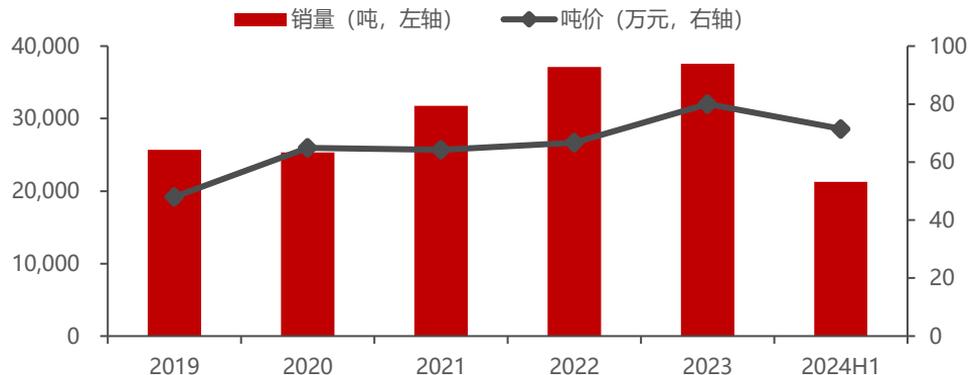
图表：2023年上市白酒企业量价增长情况

品牌	23年销量增长	23年吨价增长	2023年吨价 (万元)
茅台酒	11.1%	5.6%	300.4
五粮液	18.0%	-3.8%	162.5
泸州老窖 (中高)	1.2%	20.0%	71.5
茅台系列酒	2.9%	25.7%	66.2
水井坊	3.9%	1.4%	43.5
酒鬼酒	-38.2%	13.0%	28.5
舍得酒业	19.9%	6.7%	21.5
今世缘	-14.9%	29.5%	19.6
口子窖	3.2%	17.7%	16.6
山西汾酒	7.4%	7.6%	15.9
洋河股份	34.7%	-7.4%	15.4
古井贡酒	5.2%	10.3%	15.1
金徽酒	28.1%	-1.3%	13.9
金种子酒	27.6%	-12.6%	11.3
迎驾贡酒	16.2%	6.0%	10.4
老白干酒	7.6%	7.2%	9.4
五粮液系列酒	79.6%	-20.1%	5.4
顺鑫农业	-26.0%	13.8%	1.9

图表：五粮液24H1量增12%，价减1%



图表：泸州老窖24H1量增26%，价减17%



2.6 销售费用率：除区域龙头仍保持较为稳定销售费用率外，其他品牌多有不同幅度上行

图表：24年前三季度酒鬼酒、金种子、洋河、舍得酒业、五粮液等销售费用率有不同幅度上升

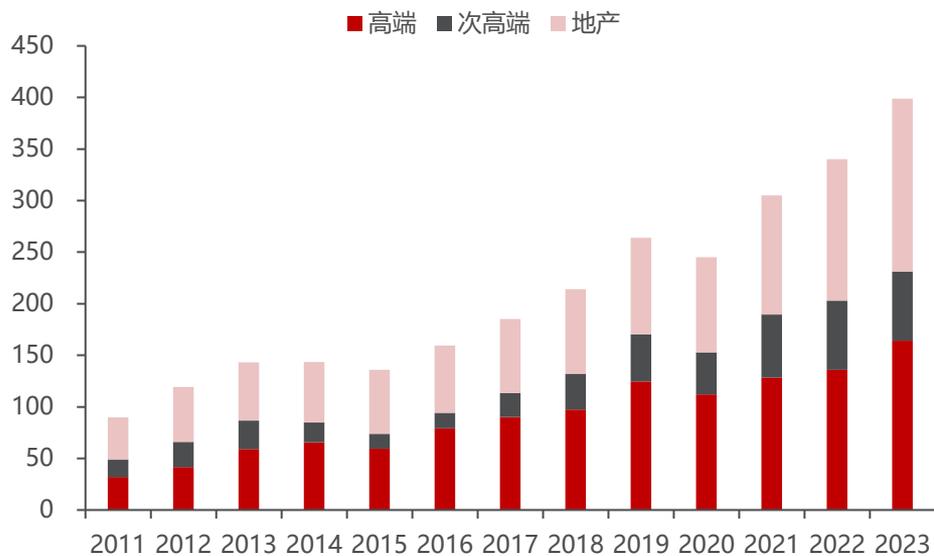
	2024Q1-3				2024Q3				2024H1			
	销售费用率	同比变动	管理费用率	同比变动	销售费用率	同比变动	管理费用率	同比变动	销售费用率	同比变动	管理费用率	同比变动
高端酒	6.8%	0.6%	4.2%	-0.6%	7.7%	0.6%	4.5%	-0.4%	6.4%	1.4%	4.1%	0.0%
贵州茅台	3.5%	0.5%	4.8%	-0.8%	4.2%	0.4%	5.0%	-0.7%	3.2%	1.0%	4.7%	0.0%
五粮液	11.5%	1.5%	3.6%	-0.3%	14.0%	2.8%	4.0%	0.2%	10.6%	2.1%	3.4%	0.0%
泸州老窖	10.3%	-0.7%	3.2%	-0.7%	11.8%	-1.1%	3.5%	-0.6%	9.6%	1.0%	3.0%	-0.2%
次高端酒	12.5%	-0.7%	4.6%	0.0%	12.5%	-1.2%	5.2%	0.4%	12.5%	1.0%	4.4%	0.3%
山西汾酒	9.3%	-0.2%	3.2%	-0.1%	10.5%	-0.1%	4.4%	0.6%	8.8%	1.3%	2.7%	0.2%
舍得酒业	21.4%	2.6%	9.8%	0.5%	24.8%	3.4%	11.0%	0.1%	20.1%	1.2%	9.4%	0.1%
水井坊	19.9%	-2.5%	8.7%	1.1%	8.4%	-4.0%	4.0%	0.5%	33.8%	1.8%	14.3%	2.6%
酒鬼酒	39.9%	10.1%	9.7%	4.7%	66.3%	30.2%	19.0%	13.6%	34.7%	-7.8%	7.9%	0.4%
区域龙头	17.1%	0.7%	4.8%	0.0%	21.6%	2.4%	6.9%	1.3%	15.7%	2.2%	4.2%	0.2%
洋河股份	14.2%	2.4%	5.2%	0.2%	27.8%	12.3%	10.3%	4.3%	11.4%	1.5%	4.1%	-0.3%
古井贡酒	25.3%	-2.1%	5.2%	-0.3%	23.0%	-5.3%	6.1%	-0.1%	26.2%	4.1%	4.9%	0.6%
今世缘	15.3%	-2.3%	3.3%	0.2%	20.6%	-3.9%	4.6%	0.5%	13.5%	1.3%	2.8%	0.6%
迎驾贡酒	8.3%	-0.2%	3.0%	-0.2%	9.0%	0.7%	3.4%	0.3%	8.0%	0.9%	2.8%	0.1%
口子窖	14.3%	0.0%	6.4%	0.5%	12.4%	-3.0%	7.1%	1.3%	15.0%	2.5%	6.2%	0.7%
其他酒企	17.1%	-0.9%	8.3%	0.5%	21.4%	1.2%	10.7%	2.1%	15.5%	-2.2%	7.4%	-0.3%
老白干酒	26.3%	-2.2%	6.9%	-1.1%	25.5%	0.1%	5.9%	0.0%	26.8%	-1.0%	7.6%	-1.0%
伊力特	11.5%	2.3%	4.4%	0.1%	13.9%	4.5%	10.0%	3.7%	10.9%	2.5%	3.0%	-0.2%
顺鑫农业	9.4%	-0.7%	7.7%	0.6%	14.2%	2.5%	12.7%	3.6%	8.0%	-2.3%	6.3%	-0.6%
金徽酒	20.4%	-0.9%	10.5%	0.1%	24.1%	-3.2%	13.1%	-1.8%	19.2%	2.3%	9.7%	1.9%
金种子酒	25.7%	8.0%	8.3%	-0.5%	57.1%	28.6%	12.8%	3.8%	19.2%	3.8%	7.3%	-2.6%
天佑德酒	23.3%	0.9%	13.2%	1.0%	31.3%	2.5%	19.6%	3.6%	20.9%	3.7%	11.3%	2.1%
皇台酒业	24.5%	3.6%	16.1%	0.9%	18.5%	-5.0%	11.3%	-2.4%	28.9%	6.6%	19.7%	1.4%
岩石股份	41.7%	0.9%	31.0%	23.6%	-1.6%	-40.7%	43.7%	36.9%	50.6%	-133.7%	28.4%	-5.9%

2.6

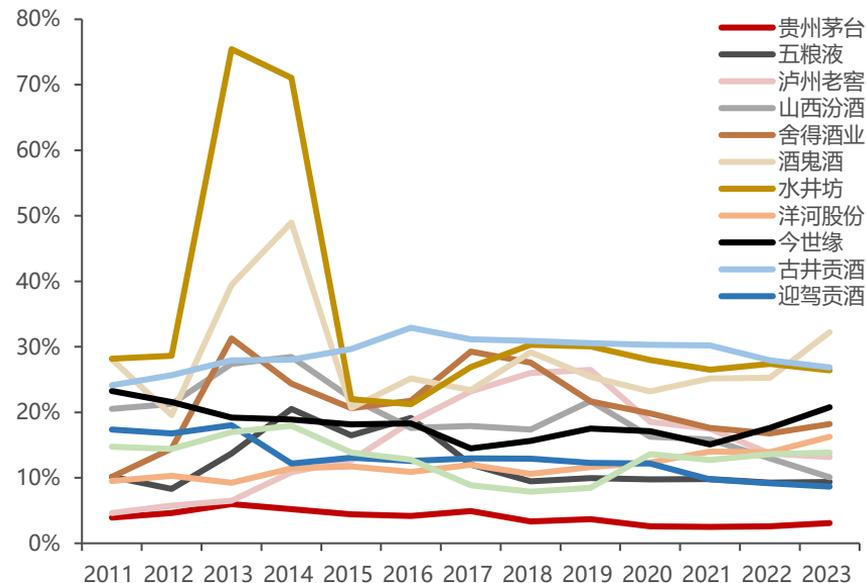
复盘2012-2015年，高端品牌收入与销售费用率相对稳定，次高端收入费用波动幅度较大，区域品牌整体平稳

- 回顾上一轮白酒行业调整周期，在销售费用投入方面，高端白酒整体偏向稳定，次高端白酒初期仍保持较高费用投入，但收入下滑后，费用率表现畸高，而后快速缩减费用投入（主要在广告、促销费用等方面）
- 地产酒企业则往往倾向于通过加大费用投入的方式积极谋求增长

图表：2011-2023年主要酒企销售费用变化（单位：亿元）



图表：2011-2023年主要酒企销售费用率变化（%）



2.6 板块毛利率、净利率水平承压

图表：24年前三季度酒企毛利率、净利率变化情况

	2024Q1-3				2024Q3			
	毛利率	同比变动	净利率	同比变动	毛利率	同比变动	净利率	同比变动
高端酒	86.6%	0.5%	47.2%	-0.3%	86.7%	0.8%	46.5%	0.0%
贵州茅台	91.5%	-0.2%	52.2%	-0.9%	91.0%	-0.5%	51.1%	-0.8%
五粮液	77.1%	1.2%	38.2%	0.1%	76.2%	2.8%	35.4%	-0.1%
泸州老窖	88.4%	0.0%	47.8%	-0.6%	88.1%	-0.5%	48.1%	0.8%
次高端酒	75.7%	-1.0%	32.4%	-0.1%	74.8%	-1.6%	31.7%	-0.6%
山西汾酒	76.0%	0.1%	36.2%	0.9%	74.3%	-0.7%	34.1%	-0.3%
舍得酒业	67.9%	-7.4%	15.0%	-9.8%	63.7%	-11.0%	6.3%	-15.6%
水井坊	82.9%	-0.2%	29.7%	1.2%	84.6%	0.9%	42.6%	2.9%
酒鬼酒	71.8%	-7.1%	4.7%	-17.6%	64.0%	-11.6%	-32.8%	-42.2%
区域龙头	75.7%	-0.6%	29.9%	-1.0%	73.3%	-3.5%	22.4%	-4.9%
洋河股份	73.8%	2.0%	31.2%	-2.6%	66.2%	-8.6%	13.5%	-14.4%
古井贡酒	79.7%	0.7%	25.7%	1.2%	77.9%	-1.6%	23.1%	0.2%
今世缘	74.3%	2.0%	31.0%	-0.5%	75.6%	-5.1%	23.7%	-0.8%
迎驾贡酒	74.3%	2.6%	36.5%	1.9%	75.8%	2.9%	36.4%	0.7%
口子窖	74.8%	-0.5%	30.0%	-0.3%	71.9%	-5.9%	30.3%	-2.4%
其他酒企	50.5%	3.5%	8.2%	4.0%	52.8%	6.1%	4.1%	1.8%
老白干酒	66.2%	-0.5%	13.6%	2.7%	66.8%	0.6%	15.6%	3.1%
伊力特	52.3%	3.8%	14.8%	0.5%	59.8%	9.2%	13.4%	0.2%
顺鑫农业	36.3%	6.9%	5.3%	8.7%	36.3%	13.5%	-2.3%	5.9%
金徽酒	64.1%	0.6%	14.1%	0.8%	61.1%	-1.5%	6.4%	2.9%
金种子酒	38.7%	2.9%	-12.3%	-9.2%	15.7%	-34.4%	-79.5%	-80.8%
天佑德酒	59.4%	-4.4%	5.8%	-5.1%	59.1%	-6.4%	-9.8%	-13.0%
皇台酒业	65.9%	4.9%	19.8%	16.6%	67.2%	8.2%	55.4%	54.1%
岩石股份	65.4%	-9.1%	-30.8%	-40.3%	64.6%	-10.8%	2.5%	-10.6%

归因：

- ◆ (1) 产品结构升级放缓或有所下移：商务场景收缩，消费降档，拖累毛利率；
- ◆ (2) 市场费用投入加码，货折增加，拉低吨价：为促进渠道备货和消费开瓶，宴席买赠、数字化BC联动扫码红包等费用加大，货折费用增加，吨价下降；
- ◆ (3) 税收的征缴节奏也造成了一定波动。

24Q3业绩增长，净利率提升的品牌：

- ◆ 老白干酒（从采购、生产、管理、市场投入等环节提质增效，优化人员结构，23年净利润率12%，24前三季度净利率提升至13.6%）；
- ◆ 古井贡酒（提效控费，24年前三季度净利率25.7%）；
- ◆ 山西汾酒（结构提升，青花20场景扩张，报告期内净利率36.2%）。



报告讨论几个要点问题

- 第一，白酒行业持续扩产，是否存在产能过剩风险？
- 第二，行业库存去化节奏如何？去化过程中伴随哪些风险？
- **第三，飞天茅台价格底部怎么判断？对产业与投资的影响几何？**
- 第四，白酒行业投资的几个核心逻辑？
- 第五，啤酒产业趋势与悦己型消费标的



我们认为：

- ◆ **茅台作为行业定价权公司，从产业端看，价格带划分受龙头定价影响，伴随茅台价格走廊机制形成将重新定位；从投资角度看，茅台仍然是板块估值锚定，影响板块个股定价。**
- ◆ 我们用茅台价格四象限模型去分析：(1)拟合M1、收入、二手住宅价格、挖机销量等指标，居民购买能力与经济活跃度起决定作用。**茅台价格与其强刚需场景属性相关，具有典型的时代特征，上一轮周期多锚定房地产、基建投资等支柱产业。**(2) **茅台价格最终取决于供需，上一轮周期受政策影响及行业发展阶段制约，价格击穿零售指导价、经销商成本价至810元附近，预计本轮有强支撑。**

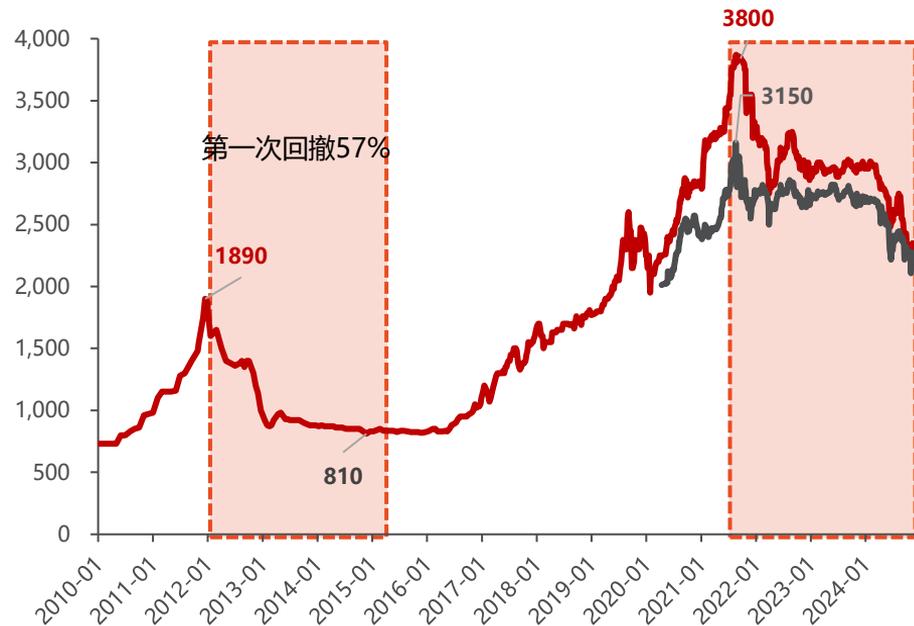
注：报告中未特别说明的“茅台价格”均指53°飞天茅台价格。

2.7 关于茅台价格判断：价格带划分受龙头定价影响，伴随茅台价格走廊机制形成将重新定位

图表：2010-2024年茅五泸大单品价格走势（终端价）（单位：元）

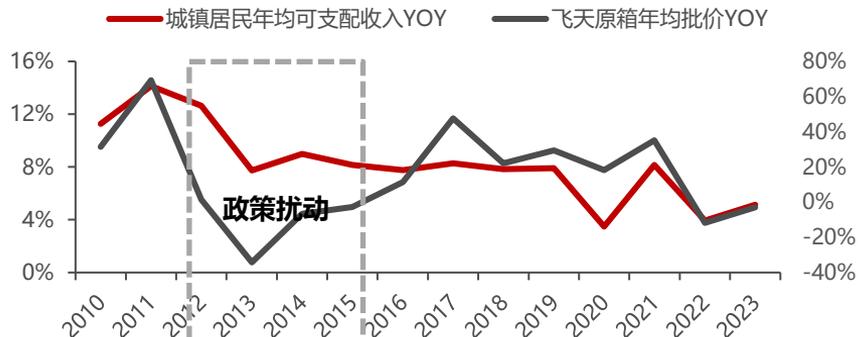


图表：2010-2024年53°飞天茅台价格走势图（批发价格）（单位：元）



2.7 关于飞天茅台价格的判断：(1)拟合M1、收入、二手住宅价格、挖机销量等指标，居民购买能力与经济活跃度起决定作用

图表：53°飞天茅台价格四象限分析模型



资料来源：ifind，民生证券研究院。说明：茅台价格与其强刚需场景属性相关，具有典型的时代特征，上一轮周期多锚定房地产、基建投资等支柱产业。

2.7

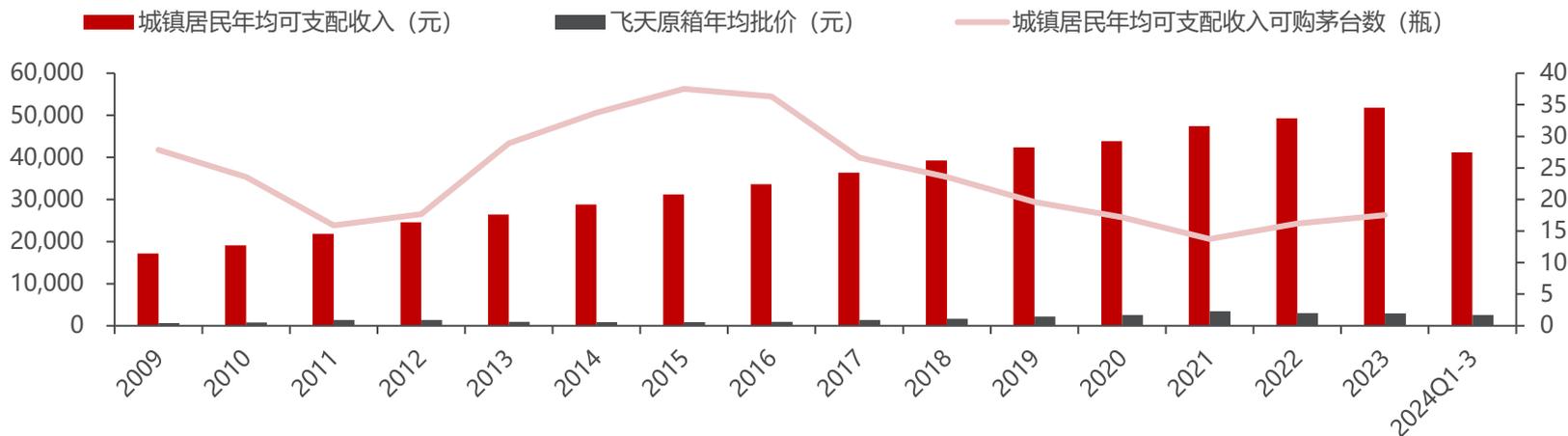
(2) 城镇居民可支配收入与茅台价格走势拟合度较高，依据24年前三季度可支配收入测算茅台批价中枢在2100元

➤ 引入城镇居民年均可支配收入指标测算：

◆ 2010年至今，城镇居民可支配收入和飞天茅台原箱批价CAGR分别为8.2%、11.8%，除2013-14年间政策因素干扰外均成正比。

◆ 用“城镇居民年均可支配收入/飞天原箱年内平均批价”测算城镇居民年收入可购入的茅台瓶数，09-23年平均为23.72瓶，即平均每个月可购2瓶，每季度6瓶。24年Q1-3城镇居民累计可支配收入41182元，对应飞天原箱批价测算值为2315元，考虑到年初至今“原箱-散瓶”价差平均为215元，**对应24年散瓶飞天批价中枢在2100元左右。**

图表：城镇居民年均可支配收入可购茅台瓶数



(3) 茅台价格由供需决定，宏观周期与供需错配叠加，金融属性弱化放大波动幅度

- 茅台批价是供需博弈的产物，本轮茅台批价下跌根本原因是宏观周期背景下消费疲软带来的需求萎缩，而股东增长期待与市场需求错配导致的供需失衡，金融属性边际中放大了波动，并非主要矛盾。
- **复盘上轮周期：**2011年末-2014年中；在2008年全球金融危机后的强政策刺激下，行业加速泡沫化，导火索系2012年限制三公消费致使高端需求骤降，叠加“塑化剂”事件引发食品安全恐慌。上一轮周期中，飞天批价最高时11年11月的1890元，14年11月最低时跌至810元，最大回撤57%，历时三年。
- **本轮周期：**本次茅台批价调整始于21年9-10月，21年8-9月中秋礼赠催化下原箱/散瓶批价一度站上3800/3150元。伴随需求场景萎缩、供需错配等因素影响，茅台价格波动下行，飞天（原箱/散瓶）批价11月初跌至2150/2130元，原箱与散瓶价差一度收窄至20元。

图表：茅台历史批价调整情况复盘

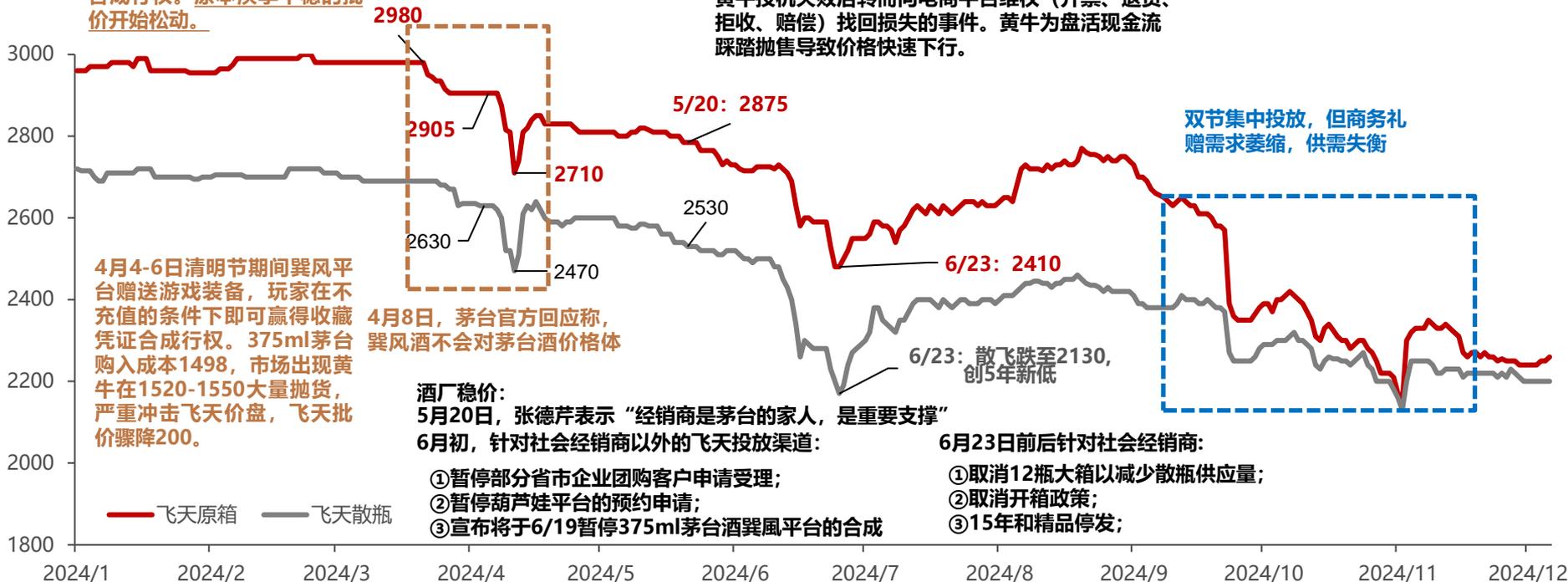
茅台批价调整	时间	原因	调整幅度（单位：元）	回撤幅度
第一轮	1989	宏观政策+消费疲软	220—100	55%
第二轮	1998	亚洲金融风暴	312—228	27%
第三轮	2012-2014	限制三公消费+塑化剂	1890-810	57%
本轮	2021-至今	场景缺失 供需错配	原箱3800-2150 散瓶3150-2130	43% 32%

2.8 24年茅台批价“三波急跌”复盘：4月-巽风375冲击，6月-618事件，11月旺季前双节打款发货、供给增加。

图表：24年茅台批价表现复盘

3月19日，巽风平台“天人共酿”功能开启375ml巽风酒的合成行权。原本淡季平稳的批价开始松动。

“6·18事件”：起因系电商在618大促（首日5/20）期间设置20天预售（既赚平台补贴又赚预售期内价格下行的价差），导致黄牛现金流断裂。黄牛投机失败后转而向电商平台维权（开票、退货、拒收、赔偿）找回损失的事件。黄牛为盘活现金流踩踏抛售导致价格快速下行。



2.8

以100ml装小茅、巽风375和公斤茅为基础，测算500ml价格区间为1700-2400元，考虑礼赠等场景特性，飞天应有溢价

【巽风375ml】 巽风平台于23年底上线“天人共酿”功能，玩家可通过完成游戏任务的方式获得“收藏凭证”。24/3/19平台开放合成行权，玩家行权后有资格以**1498元**购入375ml的巽风，具体方式为线上支付、专卖店提货。赢得收藏凭证可以长期积累工分或直接购买道具装备及加速包，**平均成本在200-300元不等**。

① **不考虑时间成本仅以购入成本考量，巽风375的购入成本在1500-1800元/瓶，折算成500ml为2000-2400元/瓶。**

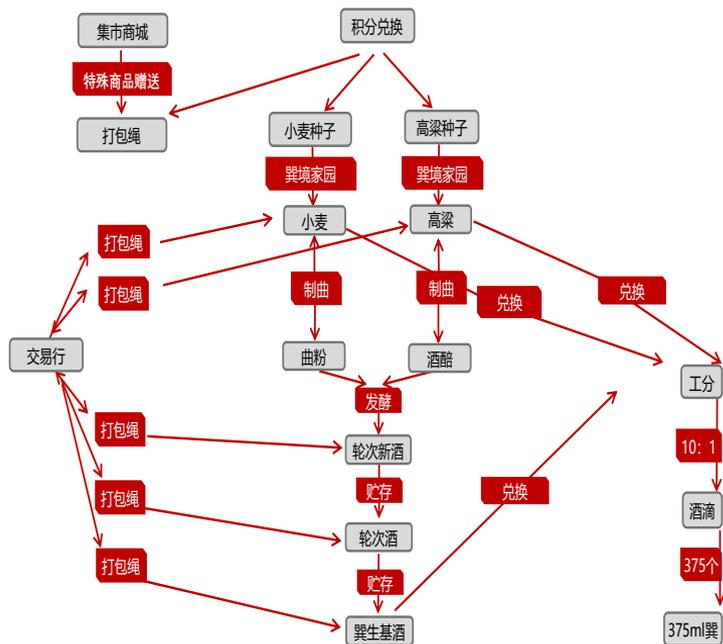
② **以当前行情价1450元/瓶折算，500ml应为1933元/瓶。**

【100ml小茅】 ① **i茅台上随时可以399元/瓶的指导价购入100ml的小茅，折算至500ml为1995元。**

② **以当前行情价340元/瓶折算，500ml为1700元/瓶。**

【1L装公斤茅】 官方指导价3799元/瓶，批价3600，折合500ml1800元/瓶。

图表：巽风数字平台中巽风酒的合成流程



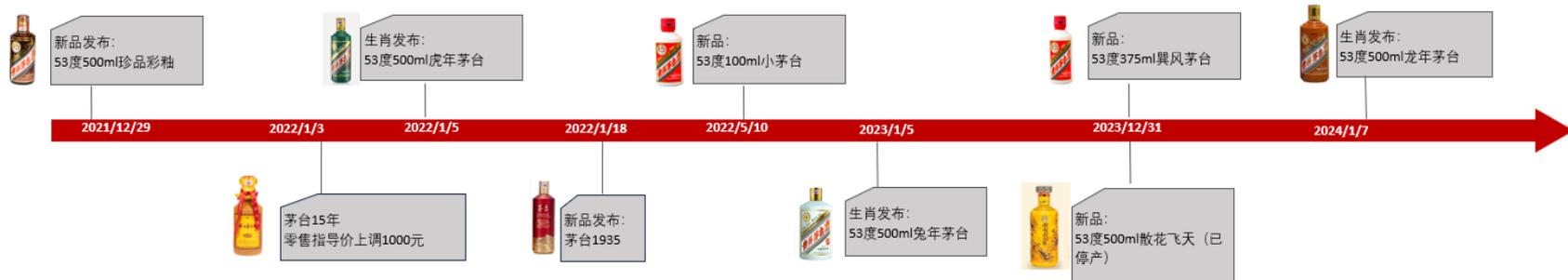
2.8

总结：茅台价格由供需决定，影响产业价格定位与估值锚，以控促稳的逆周期调节工具箱仍充足

周期调节以政策空间换时间无可厚非，考虑到茅台调节供需的“工具箱”仍充足，我们认为茅台批价短期具备较好支撑性；从供给角度看面临的挑战，一是春节旺季的集中打款发货与经销商现金流压力；二是春节后礼赠回收酒对价格的冲击。

图表：茅台逆周期稳业绩的工具箱（须考虑经销商现金流压力）以及2021年以来茅台部分新品发布情况

释放提价潜力	<p>提出厂价：23年末已从969元提至1169元，涨幅20%，但较目前2200元左右的批价仍有提价潜力。提高直营渠道、电商+商超的结算价</p> <p>提指导价：提高1499元指导价，提高自营、直营团购、酒旅融合渠道结算价</p> <p>规格裂变：飞天和非标规格再裂变，以及双瓶礼盒形式</p>
推陈出新	<p>空白价格带填补</p> <p>新发行如散花飞天等文化艺术酒</p> <p>发布蛇年生肖文化酒等</p>
配额量调整	<p>结构性供给：飞天控量，增加非标供给配额量</p> <p>调渠道结构：增加社会经销商配额</p>
增加经销占比	<p>系列酒、茅台协同</p> <p>招商：开放茅台经销权，探索增加国际市场配额</p>
拓客	<p>降低直营团购门槛</p>





报告讨论几个要点问题

- 第一，白酒行业持续扩产，是否存在产能过剩风险？
- 第二，行业库存去化节奏如何？去化过程中伴随哪些风险？
- 第三，飞天茅台价格底部怎么判断？对产业与投资的影响几何？
- **第四，白酒行业投资的几个核心逻辑？**
- 第五，啤酒产业趋势与悦己型消费标的



我们认为：

- ◆ **短期来看，白酒企业降速去库存已形成共识，企业年度目标置信度较高；**
- ◆ 关于行业长期趋势：白酒文化与场景消费属性（亲朋聚饮、政商务宴请、宴席、礼赠、投资&收藏）决定了其将伴随人口要素（总量、年龄性别结构、学历结构等）、消费习惯、产业结构升级等持续调整，总的来说，销量仍将持续萎缩触底，价格承载着场景社交价值继续驱动行业结构性成长。
- ◆ 当前估值隐含了“弱现实、弱预期”，行业高ROE、稳定的现金流与较高股息率为行业投资提供安全边际。

2.9 2012年以来，酒企年度增长目标达成率、置信度较高

图表：酒企历年年度增长目标及达成率情况

公司	年报目标	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年预计
贵州茅台	目标		20%	3%	1%	4%	15%	15%	14%	10%	11%	15%	15%	15%	
	实际		17%	2%	3%	19%	50%	26%	16%	10%	12%	17%	18%		
五粮液	目标	20%	15%	正增长	业绩平稳	10%	10%	26%	25%	10%+	10%+	10%左右	10%+	10%	
	实际	34%	-9%	-15%	3%	13%	23%	33%	25%	14%	16%	12%	13%		
泸州老窖	目标	32%	21%	12%	45%	16%	22%	25%	20%	-	15%+	15%+	20%	15%	
	实际	37%	-10%	-49%	29%	20%	25%	26%	21%	5%	24%	22%	20%		
山西汾酒	目标		25%	平稳增长	平稳增长	10%	30%	40%	20%	20%	30%	25%	25%	20%	
	实际		-6%	-36%	5%	7%	37%	47%	27%	18%	43%	31%	22%		
水井坊	目标	20%	持平	3.35亿	扭亏为盈	10%	35%	40%	20%	0%	43%	15%	10-15%	正增长	
	实际	10%	-70%	3.65亿	134%	38%	74%	38%	26%	-15%	54%	1%	6%		
舍得酒业	目标	18亿	22亿	17亿	18亿	73%	51%						20%(激励)	正增长	
	实际	19.59	14.19	14.45	11.56	25%	12%	35%	20%	2%	84%	22%	17%		
酒鬼酒	目标												10%	正增长	
实际													-30%		
洋河股份	目标	30%	10%	持平	5%	10%	10%	≥20%	12%	0%	10%	15%+	20%	5-10%	
	实际	36%	-13%	-2%	9%	7%	16%	21%	-4%	-9%	20%	19%	10%		
今世缘	目标				26亿	11%	15%	19%	30%	10%	15%	17%	100亿元	22%	
	实际				24.25	5%	16%	27%	37%	5%	25%	23%	28%		
古井贡酒	目标				增长	15%	16%	14%	18%	11%	17%	15%	200亿	20%	
	实际				13%			25%	20%	-1%	29%	24%	21%		
迎驾贡酒	目标											20%	20%+	20%	
	实际											20%	22%		
口子窖	目标											5-10%	15%(激励)	18%	
	实际											2%	16%		
老白干酒	目标												10%+	双位数	
	实际												15%		

高端稳定，次高端企稳，区域品牌保持增长

2.9 经营性现金流稳定、ROE水平领先

图表：白酒行业2013-2024Q3ROE水平领先，长期投资价值较优

净资产收益率-摊薄 (整体法)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
白酒	18.3%	18.1%	22.2%	24.8%	25.0%	24.4%	24.1%	26.2%	27.7%	21.7%
啤酒	6.6%	5.0%	4.8%	4.5%	6.7%	9.0%	10.5%	11.2%	12.4%	14.3%
软饮料	12.9%	11.2%	11.6%	19.4%	10.1%	13.5%	16.5%	14.2%	15.0%	16.0%
乳品	13.2%	13.5%	12.0%	13.1%	15.9%	12.0%	12.4%	11.8%	13.7%	12.5%
调味发酵品	10.6%	16.5%	19.3%	21.3%	22.7%	21.5%	18.5%	14.0%	15.2%	11.4%
肉制品	19.9%	23.5%	21.9%	25.8%	22.1%	21.1%	12.7%	17.4%	9.0%	12.0%
保健品	5.4%	8.2%	9.8%	-56.0%	-10.3%	10.8%	12.8%	6.0%	10.1%	6.0%
零食							11.4%	8.1%	9.5%	8.2%
其他酒类	9.2%	5.3%	5.0%	5.2%	5.3%	3.3%	3.6%	0.7%	5.7%	3.3%

➤ **关于行业长期趋势：**
白酒文化与场景消费属性（亲朋聚饮、政商务宴请、宴席、礼赠、投资&收藏）决定了其将伴随人口要素（总量、年龄性别结构、学历结构等）、消费习惯、产业结构升级等持续调整，总的来说，销量仍将持续萎缩触底，价格承载着场景社交价值继续驱动行业结构性成长。

图表：白酒行业经营性现金流净额水平领先于行业

经营性现金流净额 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
白酒	349.9	666.3	508.9	779.8	909.8	885.6	1384.9	965.1	1466.5	1108.1
乳品	137.3	170.3	108.1	140.7	139.5	153.2	221.0	167.9	247.1	178.5
啤酒	55.7	60.5	49.8	64.0	71.4	109.1	117.1	112.1	82.3	144.9
其他食品	25.9	22.9	30.6	50.1	51.5	71.0	57.6	69.2	82.7	97.9
肉制品	68.9	79.9	70.9	60.9	50.7	136.3	74.7	111.5	45.3	87.5
调味发酵品	44.6	70.5	78.4	99.3	109.0	117.8	112.7	87.9	117.8	74.7
休闲食品	29.5	41.5	52.6	63.9	65.1	87.1	94.2	87.2	87.7	45.4
软饮料	38.1	42.2	36.8	49.0	48.9	49.7	65.7	59.8	82.4	35.0
其他酒类	20.0	13.6	16.1	14.7	21.5	17.2	24.1	23.1	25.3	5.2

2.9 重视股东回报，股息率有望进一步提升

➤ 五粮液发布24-26年度股东回报规划，承诺分红比例不低于70%且不低于200亿元。此前茅台、洋河承诺24-26年分红规划承诺分红率不低于75%、不低于70%且分红金额不低于70亿。茅台发布24年中期利润分配方案，截至Q3末，公司总股本为12.56亿股，合计拟派发现金红利300亿元(含税)。

图表：白酒分红率与股息率表现总体稳定，有望提升

股价时间 2024/12/12		股息率=年度分红总额/年末市值 (注：2024列数据根据近12个月每股分红以及2024年12月12日收盘价计算)								分红率=年度分红总额/归母净利润				
证券代码	证券名称	当前市值 (亿元)	2020	2021	2022	2023	2024	走势图	2020	2021	2022	2023	走势图	
600519	贵州茅台	19669.5	1.0%	1.1%	2.8%	2.6%	3.2%		52%	52%	96%	84%		
000858	五粮液	5893.1	0.9%	1.4%	2.1%	2.7%	3.1%		50%	50%	55%	60%		
600809	山西汾酒	2561.7	0.1%	0.6%	1.2%	1.4%	2.1%		17%	41%	50%	51%		
000568	泸州老窖	2133.0	0.9%	1.3%	1.9%	2.4%	3.7%		50%	60%	60%	60%		
002304	洋河股份	1309.9	1.3%	1.8%	2.3%	3.4%	5.4%		60%	60%	60%	70%		
000596	古井贡酒	970.1	0.6%	0.9%	1.1%	1.3%	2.2%		41%	51%	50%	52%		
603369	今世缘	637.9	0.8%	1.1%	1.4%	1.5%	2.0%		36%	36%	36%	40%		
603198	迎驾贡酒	521.6	2.0%	1.3%	1.8%	1.7%	2.0%		59%	52%	52%	45%		
600702	舍得酒业	261.4	0.5%	0.4%	0.9%	1.6%	2.7%		14%	21%	30%	40%		
603589	口子窖	256.4	1.7%	2.1%	2.6%	3.3%	3.5%		56%	52%	58%	52%		
600779	水井坊	289.4	1.4%	0.6%	0.9%	1.3%	1.5%		80%	30%	30%	35%		
000799	酒鬼酒	201.1	0.4%	0.6%	0.9%	1.8%	1.6%		46%	47%	40%	59%		
600559	老白干酒	214.1	0.5%	0.5%	1.1%	1.3%	1.9%		43%	35%	39%	62%		
000860	顺鑫农业	155.6	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%		18%	18%	0%	0%		
603919	金徽酒	109.9	0.6%	0.6%	1.1%	1.2%	1.8%		37%	34%	54%	60%		
600199	金种子酒	102.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		0%	0%	0%	0%		
600197	伊力特	90.6	1.4%	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%		56%	62%	117%	54%		
002646	天佑德酒	59.0	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	1.3%		0%	37%	38%	70%		

2.9 2024-2025年消费刺激政策持续跟进，消费预期有望改善

➤ 消费信心恢复与扭转还有赖于消费者资产负债表的修复与现金流的改善，关注就业保障政策。

图表：各省份消费刺激政策陆续推出

区域	城市	类型	金额	时间	平台
广东省	广州	餐饮	1亿元 (200-50, 500-100, 1000-200)	2024.11月-2025年上半年	微信、支付宝、抖音、美团、银联广东
北京	北京房山区	餐饮	满498减200、满200-50	2024.9.15-2024.11.30	
天津	天津	餐饮	300万元 (40-10, 80-20, 120-30, 200-50, 300-80)	2024.10.17	云闪付
深圳	深圳	餐饮	满200减50、满400减100	2024.11月.3-11.30	
		餐饮、酒店	80万张消费券面值不同	2024.10.08	
浙江省	杭州	餐饮	2600万元	2024.12.6-12.15	饿了么、美团、支付宝、云闪付
			2600万元	2024.11.22-11.28	饿了么、美团、支付宝、云闪付
		3000万元 (100-10, 200-30, 300-50, 500-100)	2024.10.27	饿了么、美团、支付宝、云闪付	
	宁波	住宿	240万元	2024.6.26-8月	飞猪、高德
上海	乐享浦东	餐饮	1亿元 (200-60, 400-160, 600-240, 900-400)	2024.11.8-2025.1.24	美团、抖音、大众点评
	上海	餐饮	3.6亿元 (300-50, 500-100, 800-200, 1000-300)	2024.9.28-12月底	云闪付、支付宝、微信
		住宿	9000万元,消费满300/600/900/1200元抵50/130/220/300元	2024.9.28	
	静安	住宿、餐饮	2400张 (100-40, 50-20)	2024.9.28	云闪付
河南省	河南	餐饮、住宿	2亿元 (50-20, 150-50, 300-100)	2024.10.2-11.2	云闪付、支付宝
黑龙江省	哈尔滨	餐饮	200万元	2024.10月	
新疆维吾尔自治区	克拉玛依	餐饮		2024.11.10-12月底	
湖北省	武汉	住宿、餐饮	满60减20,满150减50,满300减100	2024.9.29-2024.10.31	
重庆	重庆科学城高新区	餐饮、酒店	223万 (500-499)	2024.9.9-10.31	云闪付、建行生活
	重庆	餐饮、旅游	5亿元	2024.11.1	支付宝
四川省	成都郫都区	餐饮	80万元	2024.9.24-10.31	
	四川	家居	3亿元	2024.9.26-10.6; 10.10-10.19; 10.22-10.31	
福建省	福州	餐饮	100万元	2024.9月中旬	云闪付
江西省	江西	餐饮	4000万元	2024.12.1	
广西省	广西	餐饮	115万份	2024.11.28-12.31	

2.9 宴席场景有望回归常态，场次有望率先修复

图表：各价格带宴席主流产品



图表：我国婚姻登记数量及同比表现



➤ 民政部数据显示，24Q1-3季度，我国婚姻登记对数为474.7万对，同比-16.57%。

➤ 宴席市场争夺战：

◆ 24年受“无春年”等风俗影响，25年“双春年”或成为宴席回补年；

◆ 区域龙头品牌与剑南春、汾酒、红花郎、舍得、水井坊等品牌市场竞争烈度或将上升。

◆ 从价位带看：全国面宴席产品主流价格带集中在100-400元之间，江浙沪更高；

◆ 酒水入菜单等宴席酒店融合度较高区域竞争更甚。

2.10 酒企能力：关注行政级别的赋能、销售团队人数变动及人均薪酬表现

图表：上市白酒公司的控股股东、董事长

公司	控股股东	董事长
贵州茅台	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	丁雄军
五粮液	宜宾发展控股集团有限公司	曾从钦
山西汾酒	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	袁清茂
泸州老窖	泸州老窖集团有限责任公司、泸州市兴泸投资集团有限公司	刘淼
洋河股份	江苏洋河集团有限公司	张联东
古井贡酒	安徽古井集团有限责任公司	梁金辉
今世缘	今世缘集团有限公司	顾祥悦
迎驾贡酒	安徽迎驾集团股份有限公司	倪永培
舍得酒业	四川沱牌舍得集团有限公司	倪强
水井坊	四川成都水井坊集团有限公司	范祥福
口子窖	徐进	徐进
酒鬼酒	中皇有限公司	王浩
老白干酒	河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司	刘彦龙
顺鑫农业	北京顺鑫控股集团有限公司	李颖林
金种子酒	安徽金种子集团有限公司	谢金明
金徽酒	甘肃亚特投资集团有限公司、上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司	周志刚
伊力特	新疆伊力特集团有限公司	陈智
岩石股份	上海贵酒企业发展有限公司	韩啸
天佑德酒	青海天佑德科技投资管理集团有限公司	李银会

图表：上市白酒公司销售团队总人数

酒企	销售人员数量 (人)				20-23年 CAGR
	2020	2021	2022	2023	
贵州茅台	1,169	1,056	1,143	1,198	6.5%
五粮液	1,156	1,159	1,145	1,181	0.9%
山西汾酒	1,636	2,066	2,310	1,361	-18.8%
泸州老窖	877	879	924	963	4.7%
洋河股份	5,644	6,087	6,614	6,601	4.1%
古井贡酒	2,619	2,911	3,082	3,744	13.4%
今世缘	1,074	1,070	1,214	1,509	18.8%
迎驾贡酒	1,617	1,632	1,786	1,968	9.8%
舍得酒业	1,327	1,548	1,961	2,519	27.6%
水井坊	283	506	593	590	8.0%
口子窖	283	299	294	364	10.3%
酒鬼酒	491	511	442	450	-6.2%
老白干酒	1,977	2,166	2,364	2,673	11.1%
顺鑫农业	231	201	190	163	-9.9%
金种子酒	404	386	370	540	18.3%
金徽酒	667	738	865	842	6.8%
伊力特	60	81	87	84	1.8%
岩石股份	28	216	364	288	15.5%
天佑德酒	723	563	557	531	-2.9%

2.10 酒企能力：关注行政级别的赋能、销售团队人数变动及人均薪酬表现

图表：上市白酒公司的控股股东、董事长，销售、生产人员数量及人均薪酬情况

酒企	控股股东	董事长	生产人员数量 (人)				20-23年 CAGR	人均薪酬 (万元/人)				20-23年 CAGR
			2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023	
贵州茅台	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	张德芹	24,459	24,868	26,157	27,616	5.4%	31.04	36.47	41.89	44.70	10.7%
五粮液	宜宾发展控股集团有限公司	曾从钦	19,450	19,381	19,081	18,725	-1.7%	22.12	26.88	30.89	33.16	11.1%
山西汾酒	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	袁清茂	8,344	8,682	8,517	8,605	-0.4%	22.15	21.95	23.83	26.67	10.2%
泸州老窖	泸州老窖集团有限责任公司	刘淼	1,296	1,264	1,323	1,387	4.8%	29.33	34.28	33.70	30.93	-5.0%
洋河股份	江苏洋河集团有限公司	张联东	6,073	7,347	8,442	9,431	13.3%	14.13	17.64	18.05	17.37	-0.7%
古井贡酒	安徽古井集团有限责任公司	梁金辉	5,215	5,387	5,598	6,201	7.3%	24.69	28.78	29.66	33.39	7.7%
今世缘	今世缘集团有限公司	顾祥悦	1,992	2,053	2,438	2,183	3.1%	11.31	12.94	14.35	16.24	12.1%
迎驾贡酒	安徽迎驾集团股份有限公司	倪永培	3,452	3,469	3,826	4,039	7.9%	6.48	8.76	9.30	9.97	6.7%
舍得酒业	四川沱牌舍得集团有限公司	蒲吉洲	2,134	3,415	4,859	5,116	22.4%	10.59	16.61	17.55	16.70	0.3%
水井坊	四川成都水井坊集团有限公司	范祥福	462	519	867	913	32.6%	25.61	29.61	30.02	24.76	-8.6%
口子窖	刘安省,徐进	徐进	3,094	3,148	3,306	3,442	4.6%	8.54	10.04	10.17	11.63	7.6%
酒鬼酒	中皇有限公司	高峰	828	903	872	964	3.3%	14.80	18.83	16.80	15.48	-9.3%
老白干酒	河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司	刘彦龙	2,618	2,791	3,357	3,451	11.2%	11.73	14.22	13.59	13.29	-3.3%
顺鑫农业	北京顺鑫控股集团有限公司	李颖林	2,831	2,960	2,784	2,563	-6.9%	13.84	15.12	16.42	17.36	7.2%
金种子酒	安徽金种子集团有限公司	谢金明	1,802	1,612	1,560	1,085	-18.0%	6.41	8.43	9.49	14.89	32.9%
金徽酒	甘肃亚特投资集团有限公司	周志刚	844	905	1,086	1,016	6.0%	11.45	12.38	12.83	14.68	8.9%
伊力特	新疆伊力特集团有限公司	陈智	1,588	1,706	1,761	1,714	0.2%	11.30	12.60	13.41	15.23	9.9%
岩石股份	上海贵酒企业发展有限公司	陈琪,韩啸	0	276	269	270	-1.1%	42.82	19.90	22.75	25.26	12.7%
天佑德酒	青海天佑德科技投资管理集团有限公司	李银会	816	939	929	910	-1.6%	10.68	12.82	12.55	13.81	3.8%

2.10 酒企能力：经销商数量与体量，是企业抵御风险能力的重要指标

图表：2020-2023年酒企经销商数量增长情况

企业	2020	2021	2022	2023	20-23年 CAGR
贵州茅台	2150	2193	2189	2186	0.6%
五粮液	1961	2054	2489	2,570	9.4%
泸州老窖	2047	1783	1703	1710	-5.8%
山西汾酒 (省内)	645	728	768	820	8.3%
山西汾酒 (省外)	2251	2796	2869	3,120	11.5%
舍得酒业 (省内)	491	467	323	395	-7.0%
舍得酒业 (省外)	1270	1785	1835	2260	21.2%
酒鬼酒	763	1256	1586	1774	32.5%
洋河股份 (省内)	3116	2950	2977	2,960	-1.7%
洋河股份 (省外)	5935	5192	5261	5,829	-0.6%
今世缘 (省内)	400	415	395	499	7.6%
今世缘 (省外)	548	636	619	562	0.8%
古井贡酒	3383	3995	4383	4,620	10.9%
迎驾贡酒 (省内)	623	643	689	732	5.5%
迎驾贡酒 (省外)	636	632	645	653	0.9%
口子窖 (省内)	439	468	478	496	4.2%
口子窖 (省外)	243	297	381	455	23.3%

图表：2020-2023年酒企经销体量增长情况 (单位：万元)

企业	2020	2021	2022	2023	20-23年 CAGR
贵州茅台	3794	3741	3399	3659	-1.2%
五粮液	2314	2441	1627	1789	-8.2%
泸州老窖	767	1095	1368	1676	29.8%
山西汾酒 (省内)	930	1109	1307	1474	16.6%
山西汾酒 (省外)	349	420	558	630	21.8%
舍得酒业 (省内)	106	253	499	477	65.3%
舍得酒业 (省外)	130	168	220	207	16.6%
酒鬼酒	164	189	182	119	-10.2%
洋河股份 (省内)	307	392	447	486	16.6%
洋河股份 (省外)	182	252	308	310	19.6%
今世缘 (省内)	1192	1430	1857	1878	16.4%
今世缘 (省外)	60	70	84	129	29.2%
古井贡酒	293	319	367	423	13.0%
迎驾贡酒 (省内)	321	425	499	617	24.4%
迎驾贡酒 (省外)	194	249	273	289	14.1%
口子窖 (省内)	723	871	872	988	11.0%
口子窖 (省外)	324	299	233	208	-13.8%

资料来源：各公司公告，Wind，民生证券研究院

(注：泸州老窖不包含国窖经销商，酒鬼酒不包含内参经销商，五粮液不包含系列酒经销商)



白酒投资建议：2025年区域品牌有望在业绩确定性支撑下估值修复，高端、次高端品牌有望迎来新一轮估值扩张

- **正视市场问题，就是好的开始：**考量维持渠道价值链条稳定以延长产品生命周期，自2024Q2品牌业绩分化、库存去化周期开启，24Q3降速释压、渠道减少备货，短期内行业仍面临供需错配导致的库存高企、费用加大、价格走低、场景需求萎缩等困扰，**预计需要2-3个季度消化至合理库存水平，但渠道信心恢复始于动销流速提升（周转率提升，现金流压力降低）。**
- **我们预计在积极的政策导向下，白酒需求场景有望加速恢复。建议布局估值性价比较高的高端、次高端品牌，**推荐**泸州老窖**（渠道基础扎实，国窖、老窖品牌市场扩张动力强，有估值优势PE-TTM 15X左右）、**五粮液**（品牌力强，普五及1618等主导产品动销流速较好）、**贵州茅台**（行业定价锚，价格走廊机制逐步形成，批价趋稳）、**山西汾酒**（青花20稳定的消费客群，且场景逐步从商务向聚饮、宴席等大众消费扩张），**关注舍得酒业、水井坊、酒鬼酒、珍酒李渡**等弹性标的（商务场景恢复则估值扩张有望开启）。
- **区域龙头品牌主销价位多在100-400元，下沉市场熟人社会的聚饮消费、宴请、宴席等仍具备较强的支撑性，2025年宴席场次或同比有增，**推荐：**今世缘**（国缘品牌省内深度全省化与市占率提升，组织建设提速，储备人才已备省外扩张）、**古井贡酒**（安徽省内产业结构持续调整提升的强支撑，省外盘整后重拾增长）、**迎驾贡酒**（洞藏6、9、16产品周期与深度全省化进程仍将延续，成为业绩增长重要保障）、**老白干酒**（内部改革运营效率提升，核心价位大单品也更突出）、**金徽酒**（甘肃核心市场扩张与产品结构稳步升级态势延续）。关注**伊力特**（内部改革与新疆经济）、**洋河股份**（三年基础分红保障与省内高端产品定价权）、**天佑德酒、顺鑫农业**。

03. 低度酒饮：布局悦己 消费与现饮市场修复



报告讨论几个要点问题

- 第一，白酒行业持续扩产，是否存在产能过剩风险？
- 第二，行业库存去化节奏如何？去化过程中伴随哪些风险？
- 第三，飞天茅台价格底部怎么判断？对产业与投资的影响几何？
- 第四，白酒行业投资的几个核心逻辑？
- **第五，啤酒产业趋势与悦己型消费标的** ←

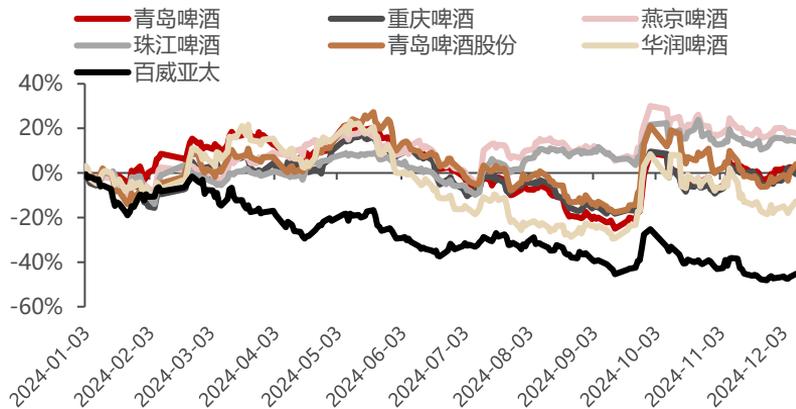
我们认为：

- ◆ 啤酒板块高端化的长期趋势不变，产品吨价提升与净利率提升仍然是核心逻辑
- ◆ 2025年啤酒板块量价或迎来修复，主要是现饮消费场景需求景气恢复
- ◆ 悦己型消费当下已成为一种重要消费趋势和诉求，追求品质多元化的饮用体验

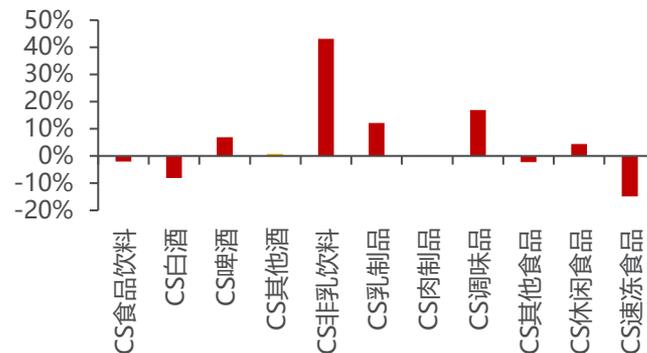
3.1 啤酒：板块表现回顾

- 板块表现回顾：**与2023年同期类似，24Q1啤酒板块领涨食品饮料板块，较年初上涨5%，仅次于非乳饮料（涨7%），跑赢食品饮料指数（持平），主因春节动销反馈不错，下游需求景气度环比有所恢复，且23Q4板块估值回落较多。但24Q2-Q3啤酒板块持续回调，主因今年消费整体复苏节奏仍然偏慢，节假日居民消费意愿较为高涨，而非节假日期间尤其餐饮、夜场等现饮渠道需求表现较弱，叠加Q3雨水天气较多，整体24年Q2-3啤酒行业呈现旺季不旺的特点，2024年4月1日至9月23日啤酒下跌12%，列板块10个细分板块第6位，但仍跑赢食品饮料大盘（跌22%）。2024年9月24日后板块估值随大盘修复，9.24至今上涨20%，跑输食品饮料大盘（27%），主因前期回调相对较少，且Q4为啤酒消费淡季。2024年初至今啤酒指数涨7%，跑赢食品饮料指数（-2%），位列食品饮料10个细分子板块第4位。
- 个股表现：**燕京、珠江啤酒相对收益明显，年初至今分别上涨18%、14%，相对收益明显，此外青啤H股上涨4%。青啤A股上涨2%，重啤-1%。华润啤酒、百威亚太分别下跌13%、45%。

图表：2024年年初至今啤酒企业涨跌幅



图表：年初至今食品饮料板块涨跌幅（流通市值加权平均）



3.1 啤酒：旺季整体不旺，收入分化趋势延续，全国性龙头相对承压

- 2024年前三季度，A股啤酒板块营收605.24亿元，同比-2.01%；单24Q3，营收201.01亿元，同比-3.32%。
- ✓ **量：区域性龙头维持正增跑赢行业，全国性龙头下滑。** 尽管下半年以来基数有所回落，但在多雨天气、现饮需求恢复偏弱等背景下，24Q3我国啤酒行业大盘仍有所下滑，全国规上啤酒企业产量同比-5%，其中区域性龙头表现整体较好，燕京、珠江销量实现正增长，分别同比+0.2%、+4.7%，重啤同比-5.6%，主因基数较高+主销区西南地区雨水天气较多；全国性龙头方面，百威压力较大，同比-14.2%，青啤低基数下同比-5.1%，华润未披露季报，预计持平微降。累计来看则分化更为明显，全国性龙头销量普遍同比下滑，百威、青啤分别-10.6%，-7.0%，区域性龙头则实现正增长，燕京、珠江、重啤分别+0.5%、+2.7%、+0.2%。
- ✓ **价：区域性龙头趋势维持，全国性龙头增速中枢回落：** 行业整体升级速率较23年有所放缓，叠加成本下行周期提价贡献减少，行业吨价增长中枢有所回落。其中全国性龙头中，百威中国由于产品结构领先于行业且受夜场渠道疲软影响较大吨价同比-2.1%，青啤同比-0.2%；区域性龙头中燕京吨价同比持平微增，珠江同比+2.0%，重啤由于产品结构领先于行业同比-2.4%。累计来看，百威中国、青啤、燕京、珠江、重啤分别同比-1.2%、+0.5%、+3.0%、+4.5%、-0.6%。
- **因此营收横向对比看：区域性龙头珠江、燕京收入端呈现 α ，量价均跑赢行业，且吨价环比23年表现相对平稳；全国性龙头普遍销量下滑，且吨价增速环比放缓，综合表现华润>青啤>百威中国；重啤介于中间，销量跑赢行业且维持正增长，但吨价由于产品结构领先行业，表现有所承压。**

图表：24Q3啤酒企业量价表现

24Q3	销量 (万 千升)	YOY	吨价 (元)	YOY	收入	YOY
青岛啤酒	215.50	-5.1%	4126	-0.2%	88.91	-5.3%
百威亚太	244.94	-11.4%	702	2.2%	17.20	-9.4%
百威中国	/	-14.2%	/	-2.1%	/	-16.1%
燕京啤酒	114.24	0.2%	4202	0.0%	48.00	0.2%
珠江啤酒	48.34	4.7%	3932	2.0%	19.01	6.9%
重庆啤酒	87.32	-5.6%	4677	-2.4%	40.84	-7.9%

图表：24M9啤酒企业量价表现

24M9	销量 (万 千升)	YOY	吨价 (元)	YOY	收入	YOY
青岛啤酒	678.50	-7.0%	4268	0.5%	289.59	-6.5%
百威亚太	708.87	-8.1%	737	2.2%	52.27	-6.1%
百威中国	/	-10.6%	/	-1.2%	/	-11.6%
燕京啤酒	344.73	0.5%	3726	3.0%	128.46	3.5%
珠江啤酒	118.19	2.7%	4135	4.5%	48.87	7.4%
重庆啤酒	265.70	0.2%	4783	-0.6%	127.08	-0.4%

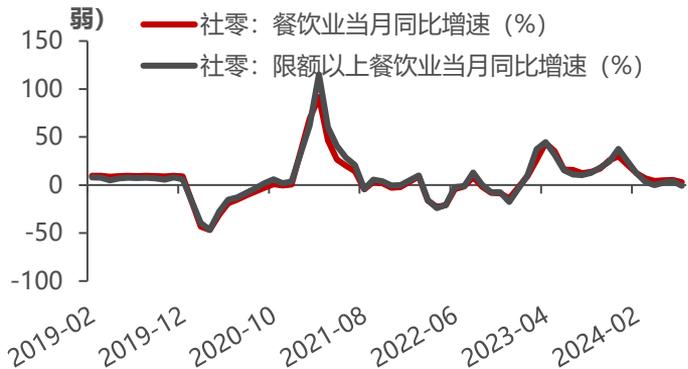
资料来源：公司公告，民生证券研究院；
注：百威亚太收入单位为亿美元，其余为亿元；其中重啤为啤酒业务收入

3.1

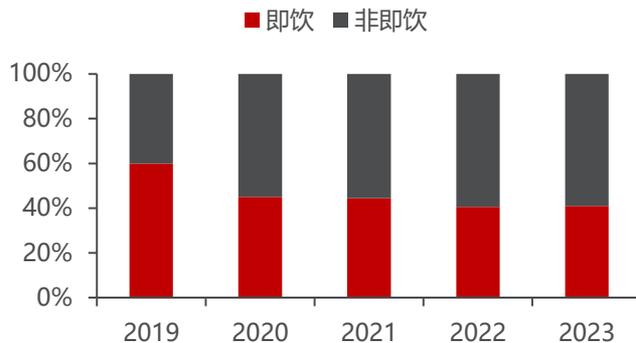
渠道结构差异是今年龙头收入分化的重要原因，单品生命周期错位亦有影响

- **归因：** 24H1全国性啤酒龙头收入端相对承压，我们认为主要有以下两点影响因素：
 - **1) 渠道结构差异：** Beta角度，24H1下游现饮渠道（餐饮、夜场）恢复较弱，但由于各公司自身渠道占比有所不同，因此量、价受到的影响各异，考虑到啤酒企业往往通过封锁现饮渠道（买店）维持市占率，因此全国性龙头通常现饮占比更高；
 - **2) 单品生命周期：** 酒企中高端大单品渠道利润周期错位引发份额变化，导致酒企自身渠道占比变化趋势与行业Beta变动不一致，从而影响各公司量价表现。
- **销量：** 下游现饮恢复较慢，则现饮占比高的公司在量上受损程度更大；在现饮整体需求偏弱的背景下，部分大单品通过更有竞争力的渠道/终端利润抢夺市场份额，代表单品有喜力、U8、97纯生。
- **吨价：** 由于现饮是封闭式渠道而非现饮是开放渠道，所以通常现饮渠道产品结构好于非现饮、且过往现饮渠道较非现饮升级速率更快，因此现饮恢复较慢对于企业吨价是负向影响，如百威夜场占比高于竞品，其吨价受夜场需求疲软影响最大；企业间份额变化影响同上。

图表：24H1 餐饮整体复苏缓慢（限额以上餐饮表现更



图表：青岛啤酒分渠道销量占比



3.1 啤酒：成本红利释放，费用投入较为克制，毛销差仍在扩张阶段

- 2024年前三季度，A股啤酒板块归母净利润84.57亿元，同比+6.70%；单24Q3，归母净利润26.33亿元，同比-3.05%。
- **成本端**：伴随澳麦双反政策取消，同时主要包材价格步入下行通道，24年行业成本端普遍改善。单24Q3，青啤、百威亚太、燕京、珠江、重啤吨成本分别-2.2%、+0.82%、-0.04%、-5.54%、+1.09%，累计看，分别同比-2.9%、-0.09%、+1.0%、-2.7%、+0.0%。展望2025年，目前进口大麦价格仍在下行通道，且各家澳麦采购比例仍有上升空间，预计后续酒企麦芽采购成本仍有一定下降空间，包材端市场价格目前整体较为平稳，预计25年酒企成本采购端上行压力较小，重点关注销量恢复情况对产能利用率的影响。
- **费用端**：下游需求偏弱背景下，旺季行业整体销售费用率稳中有增（单Q3重啤、燕京销售费用率同比下降），但行业竞争格局处于较好阶段，因此酒企整体费用投入仍较为理性克制，销售费率增幅可控。
- **毛销差**：24Q3单季度燕京、珠江仍同比上升；考虑到Q2-3旺季费用确认节奏影响，累计看龙头企业毛销差基本均同比扩张。

图表：24Q3啤酒企业利润表现

24Q3	吨成本 YOY	毛利率 YOY	销售费用率 YOY	毛销差 YOY	利润	YOY	利润率	YOY
青岛啤酒	-2.2%	1.2%	2.4%	-1.2%	12.60	-7.9%	14.2%	-0.4%
百威亚太	0.8%	0.7%	/	/	4.89	-16.6%	28.4%	-2.4%
百威中国	/	/	/	/	/	-21.1%	/	/
燕京啤酒	0.0%	0.0%	-2.0%	2.1%	5.20	21.7%	10.8%	1.9%
珠江啤酒	-5.5%	4.0%	2.1%	1.9%	2.92	9.1%	15.4%	0.3%
重庆啤酒	1.1%	-1.4%	-0.9%	-0.5%	4.18	-11.6%	9.9%	-0.5%

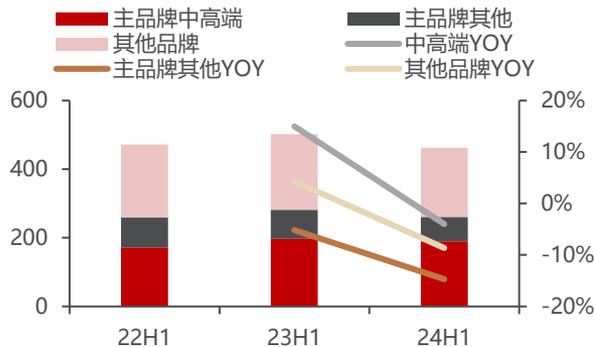
图表：24M9啤酒企业利润表现

24M9	吨成本 YOY	毛利率 YOY	销售费用率 YOY	毛销差 YOY	利润	YOY	利润率	YOY
青岛啤酒	-2.9%	2.0%	0.6%	1.5%	46.86	2.0%	16.2%	1.3%
百威亚太	-0.1%	1.1%	/	/	16.50	-6.2%	31.6%	0.0%
百威中国	/	/	/	/	/	-12.4%	/	/
燕京啤酒	1.0%	1.1%	-0.8%	1.9%	12.61	45.7%	9.8%	2.8%
珠江啤酒	-2.7%	3.8%	1.0%	2.7%	7.68	27.2%	15.7%	2.5%
重庆啤酒	0.0%	0.0%	0.2%	-0.2%	13.06	-1.6%	10.0%	-0.2%

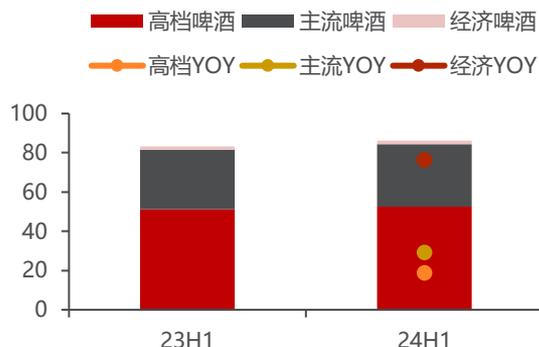
3.1 啤酒：外部环境仅影响升级快慢，行业逻辑及长期趋势未变

- ▶ 横向比较食品饮料各细分板块，2024年啤酒板块龙头企业毛销差表现相对较优，利润端呈现出一定的韧性。究其原因，除成本贡献以外，核心系行业产品结构仍有升级空间，因此竞争格局仍处于较好阶段，企业费用投放较为克制。
- ▶ **竞争格局：**寡头垄断+区域割据（多数省份啤酒龙头间呈现或接近“721”格局，底层逻辑为啤酒销售存在运输半径限制，且价位越低产品受该限制越明显）。**目前行业竞争格局及态势较好，核心系行业失去量增红利后龙头追求份额效益边际减弱，与此同时行业价增空间仍较大，因此龙头目标统一—高端化。**基于酒企基地市场中低端价位产品份额稳固，龙头普遍优先选择依托渠道封锁优势积极推动强势市场产品结构升级，同时寻求中高端产品区域拓展机会。目前行业整体竞争态势较为温和，相较于过往的恶性竞争，龙头整体更呈“竞合式”发展，共同推动中高价位产品持续扩容，各家发力价位、区域一定程度有所区隔。
- ▶ **外部环境仅影响升级速率，中长期趋势不变。**对标海外成熟市场，我国啤酒行业产品结构及出厂吨价仍有较大增长空间。在当前外部环境下，虽10元以上产品升级速率阶段性放缓（高端消费追求性价比+高端产品更依赖现饮渠道），但目前该部分产品占比较小，8元价格带承接过去6元主流价格带向上升级红利明显，同时主流以下低端品仍可内部迭代。行业升级系供需两端共同引导。

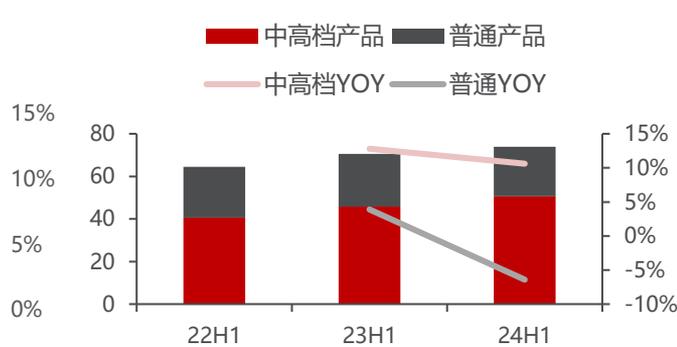
图表：青岛啤酒24H1分档次销量（万千升）



图表：重庆啤酒24H1分档次营收（亿元）



图表：燕京啤酒分档次营收（亿元）



3.1 啤酒2025年展望：现饮场景有望修复，板块收入预期改善

- **啤酒行业高端化趋势仍将延续，净利率提升趋势不会止步，2024年即饮市场消费复苏相对缓慢，展望2025年，即饮场景修复仍是核心，板块量价预期有望改善，重点推荐公司及逻辑：**
- **青岛啤酒：**青啤餐饮占较高+自身餐饮渠道溢价率高，叠加降库周期，24年收入量价受损程度更较大。25年轻装上阵+场景修复+新管理层落地积极作为，收入弹性较好。我们预计24-26年公司归母净利润为44.1/49.8/53.2亿元，对应PE为24/22/20倍。
- **燕京啤酒：**利润释放强alpha标的，目前25年PE 仅20X出头，业绩仍在高速释放阶段。大单品U8有望持续受益于8元价格带红利，同时公司产品线整合稳步推进，塔基产品有望得到夯实，整体增长势能有望延续。此外，公司改革提效逻辑有望持续兑现，看好十四五期间公司利润率弹性。基于大单品持续全国化以及公司改革深化，我们预计24-26年公司归母净利润为10.6/14.2/17.8亿元，对应PE为30/22/18倍。
- **重庆啤酒：**公司产品结构领先于行业，场景及消费力整体弱复苏下公司高端品增长阶段性受压制。中长期看，行业结构升级空间仍较大，公司产品矩阵丰富完备，并坚持提升组织力、精耕渠道，后续产品组合有望更好协同发展。依托大城市计划的不断深化，公司多个大单品有望持续全国化。我们预计24-26年公司归母净利润为13.2/13.8/14.3亿元，对应PE为24/23/22倍。
- **珠江啤酒：**短期纯生大单品成长较快，驱动公司量价维持较好表现。中长期维度，公司在华南地区已具备较高品牌知名度和影响力，公司已启动珠江原浆体验店全国招商，打造品牌形象窗口，以省内市场为中心逐步辐射全国布局，省外市场拓展可期。我们预计24-26年公司归母净利润为8.0/9.3/10.5亿元，对应PE为26/23/20倍。

3.2 黄酒：营收稳健增长，加大投入毛销差承压

- **2024年前三季度，A股黄酒板块营收27.07亿元，同比+10.24%，扣非后归母净利润1.99亿元，同比+0.37%；24Q3，营收8.44亿元，同比+0.07%，扣非后归母净利润0.47亿元，同比-26.45%。**三季度与二季度类似，为黄酒传统消费相对淡季，营收占全年比重较小且单季度利润率低，因此利润绝对值普遍小，亦造成表观增速波动明显。
- **龙头表现更优，收入维持稳健增长，积极培育加大投入。**24Q3，行业龙头古越龙山、会稽山营收均保持稳健增长，分别同比+8.06%、+4.14%，累计前三季度均录得双位数增长，分别实现同比+11.30%、+13.52%。利润端，24Q3古越龙山、会稽山扣非后分别同比-2.91%、-3.36%，累计前三季度分别同比+2.35%、+2.67%，利润增速慢于收入主要由于酒企布局高端化纷纷加大投入，其中古越龙山前三季度毛销差同比-0.71pct，会稽山自24Q2起毛销差同比提升，Q3延续趋势，但研发费用投入较大，24M9研发费用率同比+2.5pct。

图表：黄酒龙头收入及利润表现（单位：亿元）

单位：亿元	2024Q3						2024年前三季度					
	营收	YoY	归母净利	YoY	扣非	YoY	营收	YoY	归母净利	YoY	扣非	YoY
黄酒板块	8.44	0.07%	0.48	-30.76%	0.47	-26.45%	27.07	10.24%	2.18	-38.67%	1.99	0.37%
古越龙山	4.01	8.06%	0.40	-7.82%	0.40	-2.91%	12.91	11.30%	1.35	1.08%	1.32	2.35%
会稽山	3.26	4.14%	0.22	-12.15%	0.22	-3.36%	10.62	13.52%	1.13	8.94%	1.00	2.67%
金枫酒业	1.17	-26.56%	-0.14	-2061.41%	-0.15	-11214.89%	3.54	-1.68%	-0.30	-125.09%	-0.33	-17.55%

图表：黄酒龙头财务数据一览（单位：pct）

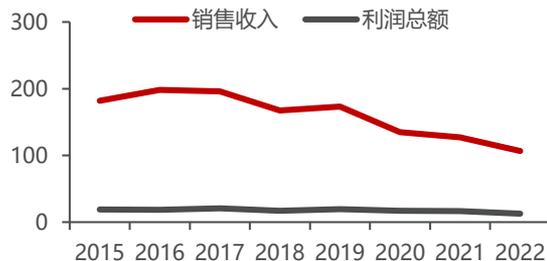
同比变动 (pct)	2024Q3					2024年前三季度				
	毛利率	销售费用率	毛销差	管理费用率	净利率	毛利率	销售费用率	毛销差	管理费用率	净利率
古越龙山	-0.83	0.06	-0.89	-1.38	-1.11	-0.40	0.31	-0.71	-0.60	-0.89
会稽山	8.98	6.77	2.21	-0.68	-0.52	6.59	6.49	0.10	-1.33	-0.99
金枫酒业	-8.58	-1.65	-6.93	5.59	-12.63	-1.35	-1.44	0.09	1.07	-1.51

3.2

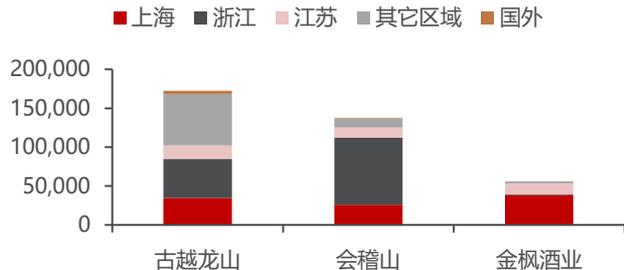
黄酒：龙头积极求变谋增长，关注供给侧变化

- 我国黄酒行业面临产品结构低端、消费区域集中且局限、消费人群老龄化的困局，行业企业参与主体、容量持续萎缩。2022年，我国黄酒规上企业销售收入达106.6亿元，较2015年198.2亿元下滑41%；利润总额达12.7亿元，较2015年18.9亿元下滑32%。2023年，三家上市黄酒企业江浙沪销售占比达77%，销售区域高度集中。目前市面上主流销售的黄酒多为3-5年陈的产品，终端零售价格普遍在10-30元/500ml左右，上市酒企平均吨价仅1.15万元。黄酒为我国传统饮用酒种，有较好的历史文化和消费基础，但在近十余年的酒精品类竞争中持续处于劣势，归其原因我们认为：1则行业内产品长期缺乏产品创新、进而提价困难，主销产品售价低、渠道利润空间薄，也就无法支撑酒企推动全国化和年轻化的消费者人群培育；2则酒企运营管理相对白酒、啤酒等行业较为粗放，缺乏系统化的营销体系。
- 近两年行业供给侧积极求变，头部酒企纷纷通过产品结构升级、渠道网络深化、组织管理提升等举措积极推动自身创新和发展变革。产品端，古越龙山、会稽山等龙头企业积极布局更高价位段产品，如会稽山2023年起聚焦资源培育核心单品，在夯实纯生5年（20元）的基础上，重点发力会稽山1743（40-50元）和兰亭（500/2000元）两款产品；古越龙山则于2019年推出国酿1959白玉、青玉产品，2021年再次推出国酿红玉产品，布局高端价格带。组织管理端，会稽山于2023年以来广泛吸纳行业人才、大幅扩编销售团队（23年销售人员自230人扩充至453人）、优化管理及绩效考核方式。渠道端，龙头均积极深化渠道网络、优化经销商结构、梳理价盘稳定渠道利润。**投资建议：关注会稽山、古越龙山。**

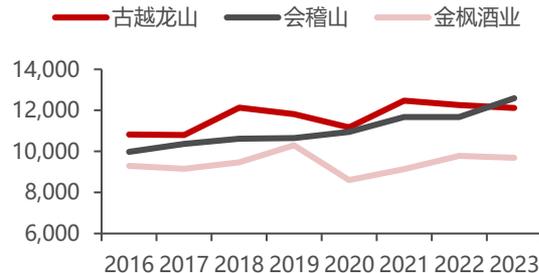
图表：我国黄酒行业规上企业收入及利润（亿元）



图表：黄酒上市企业分地区收入情况（百万元）



图表：黄酒上市企业吨价情况（元）



3.3 预调酒：供需两端共同驱动，行业发展方兴未艾，百润占据竞争高点

- **供需两端共同驱动，行业发展方兴未艾。** RTD在我国作为新兴消费品类，进入国内市场仅10余年，真正推广开来仅5-6年时间，当前行业仍处于发展的前期。根据欧睿数据，2023年我国预调酒市场零售口径规模127.26亿元，出厂口径规模80.27亿元，销量36.27万千升，若与我国传统低度酒第一大品类啤酒进行对比，目前RTD销量占比仅为啤酒的0.85%。
- **从人均消费量角度看：**目前我国仅0.26L/年，核心消费群体人均消费量也仅约3.43L（根据华东华南沿海地区20-34岁人群估算，约7000w人+），对标海外成熟市场仍有很大差距，如日本14.10L、美国7.86L。未来，无论是核心受众人群的不断下沉、扩容，还是人均消费量的提升，均有较大提升空间。
- **从大单品数量看：**目前我国RTD行业零售口径规模10亿人民币以上的大单品仅有锐澳（3款）和动力火车。反观海外成熟市场，日本零售口径规模在10亿人民币以上的大单品有冰结、-196C Strong Zero、柠檬酸，宝酒造High Ball、Kaku Highball、Chu-hi共6款产品；美国则有17款，其中20亿人民币以上的单品有13款，主要包括High Noon、White Claw Hard Seltzer、Twisted Tea、Mike 's Hard Lemonade、Truly Spiked & Sparkling等（美国RTD行业过去几年市场规模增长主要来自于硬苏打水品类的爆火，目前排前列的大单品多为硬苏打水品类）。
- **我国预调酒行业未来的进一步发展依赖需求端、供给端共同发力，包括消费能力、消费习惯&认知、供给水平。**需求端，1) 随着可支配收入的增加，消费者将更加关注自我精神满足，悦己消费需求有望不断提升；2) 随着经济发展水平提升，消费者对酒类产品的多元化需求将不断被激发，对应的饮用场景将更加细分。供给端方面，厂商通过消费者需求洞察，针对不同场景提供精准的酒精解决方案，甚至可通过各类营销方式培育和创造新的消费需求。未来随着供需两端共同发力，行业大单品数量有望逐步增加，驱动行业规模逐步扩容。

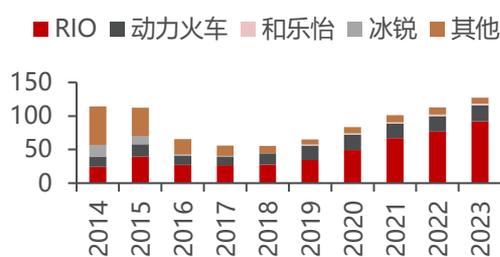
图表：中国预调酒销量



图表：中国预调酒规模（零售口径）



图表：中国预调酒单品规模（亿元，零售口径）

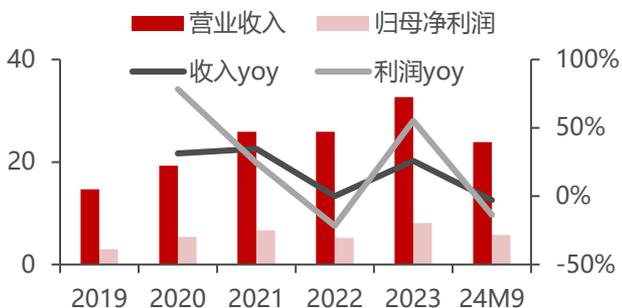


3.3 预调酒：供需两端共同驱动，行业发展方兴未艾，百润占据竞争高点

➤ 预调酒行业主要标的为【百润股份】，24Q3公司营收7.58亿元，同比-5.95%，其中预调酒业务实现收入6.71亿元，同比-6.58%，降幅环比Q2略有收窄，但由于整体消费环境仍较为疲软，且同期大单品强爽基数较高，因此收入仍有承压；香精业务表现则相对平稳。2024年前三季度，公司营收23.86亿元，同比-2.88%。利润端，24Q3公司毛利率同比+1.33pct，预计主要系包材、糖等原料价格下降，销售费用率同比+3.14pct，主要系公司持续推广强爽、清爽产品，市场投入力度加大，毛销差同比-1.80pct，扣非归母净利率同比-4.68pct。2024年前三季度，公司毛利率/销售费用率分别同比+3.25/+3.94pct，毛销差同比略降0.69pct，预调酒业务净利率19.45%，同比-2.57pct，扣非归母净利率-2.91pct。

➤ **产品和营销是行业的核心竞争要素，公司占据竞争高点。**预调酒由于缺乏传统酒类的历史根基和消费基础，属于创新驱动型品类，且作为满足的是细分场景和需求的新兴小品类，因此对产品力提出更高要求，产品端需具备明显的长板，同时需要配合优秀的营销手段，吸引消费者进行初次尝试并进行消费习惯的宣传和引导。好的产品力首先需要厂商具备敏锐的消费者洞察，需紧跟消费趋势，挖掘消费场景，并针对不同的细分场景判断消费者需求痛点，持续研发、迭代出不同的产品。百润公司立足于做年轻人的生意，对年轻消费群体的消费行为、习惯、观念都有着非常深刻的理解，善于洞察消费者需求，如微醺、强爽都是公司通过精准的定位消费人群及场景后成功推出的大单品，且公司以香精业务起家，在口味调配、配方设计方面具备非常明显的优势。营销方面，公司几轮大单品的成功均通过线上话题率先引爆，实现快速破圈。

图表：百润股份累季收入及利润表现（单位：亿元）



图表：百润股份单季收入及利润表现（单位：亿元）



3.4

威士忌：市场增长潜力巨大，百润先发优势显著

- 国内威士忌行业处发展前期，进口产品为主且定位较为高端，国产化进程逐步推进。** 2023年中国威士忌酒市场规模约55亿元，同比增长10%，其中进口额达41亿元，进口量3.26万千升，国产威士忌市场份额较低。此外，目前我国威士忌行业产品结构主要呈现“倒金字塔型”，主要消费人群集中在经济发达区域，高端化特征明显。目前我国国产威士忌行业处于布局阶段，随着威士忌本土化进程的开启，未来国产威士忌性价比优势将逐步显现。目前我国烈酒市场产品品类较为单一，白酒占据较大比例，且主要针对社交、商务消费场景。随着，中国消费者个性化、悦己化、日常化的饮酒需求不断提升，我国的威士忌消费市场具备增长潜力。
- 行业存在先发优势，产品周期较长。** 威士忌行业属于重资产行业（生产设备、木桶等），前期投入金额较大，且因威士忌出酒存在陈年时间要求，均为行业后进入者设置了较高门槛。百润公司于2021年推进建设成都岷周蒸馏厂，是我国较早布局威士忌产业的企业之一，目前已顺利灌桶包括黄酒桶、雪莉桶、葡萄酒桶、波本桶、朗姆桶等各种风味的麦芽威士忌及谷物威士忌。公司岷州蒸馏厂于2021年开始第一批威士忌灌桶，截止2023年12月14日，岷州蒸馏厂灌桶30万桶。在满足国际标准三年的桶陈陈酿要求下，公司已于24Q4推出成品酒产品。该业务板块有望开辟第二增长曲线。

04. 盈利预测

4

盈利预测

图表：白酒行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)		EPS (元)		PE (倍)			评级
		2024/12/18	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600519.SH	贵州茅台	1,571.50	59.49	69.20	75.61	26	23	21	推荐
000858.SZ	五粮液	145.20	7.78	8.43	8.87	19	17	16	推荐
000568.SZ	泸州老窖	131.50	9.02	9.74	10.31	15	14	13	推荐
600809.SH	山西汾酒	195.21	8.56	10.19	11.93	23	19	16	推荐
600702.SH	舍得酒业	73.13	5.35	2.98	3.23	14	25	23	推荐
000596.SZ	古井贡酒	184.64	8.68	10.65	11.78	21	17	16	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	58.31	2.86	3.38	3.74	20	17	16	推荐
603589.SH	口子窖	39.98	2.87	2.75	2.89	14	15	14	推荐
002304.SZ	洋河股份	84.20	6.65	5.67	6.02	13	15	14	推荐
603369.SH	今世缘	46.96	2.52	2.87	3.25	19	16	14	推荐
600559.SH	老白干酒	21.71	0.73	0.95	1.19	30	23	18	推荐
600199.SH	金种子酒	14.10	0.72	0.08	0.24	20	176	59	推荐
600197.SH	伊力特	17.79	0.72	0.76	0.85	25	23	21	推荐
603919.SH	金徽酒	20.40	0.65	0.79	0.94	31	26	22	推荐

4

盈利预测

图表：低度酒行业重点关注个股

代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润				PE				评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
600600.SH	青岛啤酒	1,064	42.68	44.12	49.07	53.15	25	24	22	20	推荐
600132.SH	重庆啤酒	321	13.37	13.21	13.82	14.30	24	24	23	22	推荐
002461.SZ	珠江啤酒	211	6.24	8.04	9.27	10.50	34	26	23	20	推荐
000729.SZ	燕京啤酒	314	6.45	10.55	14.17	17.77	49	30	22	18	推荐
0291.HK	华润啤酒*	777	51.53	54.26	59.96	65.86	15	14	13	12	/
002568.SZ	百润股份*	286	8.09	7.85	9.07	10.42	35	36	32	27	/

05. 风险提示



风险提示

- **1.经济修复斜率放缓及消费刺激政策效果不达预期；**
 - 经济复苏节奏影响白酒、啤酒行业场景修复，商务聚饮、餐饮消费修复不及预期或将影响终端需求，渠道库存周转压力加大，从而影响白酒、啤酒价格体系，导致利益价值链条的受损；
 - 白酒行业需求、税率等受经济刺激政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润产生影响；
 - 居民消费意愿下降，影响消费升级速度，消费分层特征将更加凸显；
- **2.大宗原材料价格高位震荡或大幅上行，加重大众品企业成本负担；**
 - 龙头公司具备一定提价能力，行业其他公司因成本上行被动提价或将导致销量阶段性受损；
 - 原材料价格大幅上涨：啤酒、饮料行业上游多为粮食、包装材料大宗商品，易受自然条件、市场供求等因素影响，其价格存在一定的波动性，行业采购成本存在随原料产品市场价格波动而变动的风险，若未来原材料价格大幅波动且无法及时消除原材料价格波动造成的不利影响，将对行业盈利能力和财务状况产生不利影响。
- **3.行业竞争加剧：**若居民消费需求恢复不及预期，将引发行业竞争加剧，从而对企业盈利能力产生负面影响。
- **4.下游需求恢复不及预期：**啤酒行业下游销售渠道中，餐饮、夜场现饮渠道占据较高比例，且现饮渠道是企业进行产品结构升级的重要抓手，若下游渠道景气需求恢复较慢将对行业升级速率产生负面影响。
- **5.食品安全问题：**白酒、啤酒等消费品加工流程环节较多，若发生产品质量安全问题,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。

THANKS 致谢

民生食品饮料研究团队：



分析师 王言海

执业证号：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@mszq.com



分析师 孙冉

执业证号：S0100522110004
邮箱：sunran@mszq.com



分析师 张馨予

执业证号：S0100523060004
邮箱：zhangxinyu@mszq.com



分析师 胡慧铭

执业证号：S0100524060006
邮箱：huhuiming@mszq.com

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：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层 01室； 518048

分析师声明:

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。	公司评级	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。