

证券研究报告

2024年09月27日

行业报告：行业专题研究

白酒

2024H1业绩总结—高端酒延续稳健，  
中档酒内部升级显著



天风证券  
TF SECURITIES

# 摘要

## 白酒板块回顾：高端酒延续稳健，中档酒内部升级显著

【收入/归母净利润】24H1白酒板块收入/归母净利润分别为2418.16/957.63亿元（同比+13.47%/+14.48%）；24Q2收入/归母净利润分别为918.05/337.58亿元（同比+11.16%/12.05%）。24Q2收入同比增速：高端酒（+14.41%）>次高端酒（+8.50%）>区域龙头（+8.39%）>三四线酒（-8.62%）；24Q2归母净利润同比增速：三四线酒（227.34%）>高端酒（+13.17%）>区域龙头（+7.87%）>次高端酒（-6.97%）。

【毛利率/净利率】24H1白酒板块销售毛利率/销售净利率分别为81.19%/40.59%（同比+0.73/+0.29pct）；24Q2销售毛利率/销售净利率分别为81.15%/37.78%（同比+1.17/+0.23pct），销售毛利率提升幅度环比改善/同比下滑，销售净利率则因费用率整体抬升导致提升幅度环比降低。① 24Q2销售毛利率提升幅度看：三四线（+8.48pct）>区域龙头（+0.75pct）>高端酒（+0.61pct）>次高端酒（-3.13pct）；② 24Q2销售净利率提升幅度看：三四线（+8.24pct）>区域龙头（-0.10pct）>高端酒（-0.64pct）>次高端酒（-3.88pct）。

【费用率】24H1白酒板块期间费用率/销售费用率同比分别-0.20/+0.32pct，24Q2同比分别为+0.38/0.81pct；期间费用率同比/环比均略提升。① 24Q2期间费用率：三四线酒（+2.63pct）>次高端酒（+1.24pct）>高端酒（+0.50pct）>区域龙头（+0.28pct）；② 24Q2销售费用率：三四线酒（+2.78pct）>次高端酒（+1.06pct）>高端酒（+0.90pct）>区域龙头（+0.85pct）。

【经营性现金流】24H1&24Q2白酒板块经营性现金流分别同比+25.85%/+29.55%，24Q2高端酒经营性现金流表现强劲（主因五粮液/贵州茅台经营性净现金流同比增长突出），区域龙头经营性净现金流下滑明显（主因洋河股份经营性净现金流下滑幅度较大）。24Q2经营性现金流：高端酒（+42.28%）>三四线酒（-68.40%）>次高端酒（-70.76%）>区域龙头（-296.22%）。

【合同负债】24Q2末白酒板块合同负债环比/同比分别变动-5.72%/+7.01%至383.95亿，① 同比变动：高端酒（+58.65%）>次高端酒（-7.35%）>区域龙头（-29.38%）>三四线酒（-30.07%）；② 环比变动：高端酒（+19.80%）>次高端酒（+0.17%）>三四线酒（-24.19%）>区域龙头（-38.50%）。

**投资建议：**短期关注波段性机会，同时关注拥有良好基本面&现金流&估值性价比酒企中长期机会，仍建议关注：①核心单品处于100-300元且表现良好酒企：山西汾酒/今世缘/古井贡酒/迎驾贡酒等；②拥有需求韧性的高端酒：泸州老窖/五粮液/贵州茅台；③β标的：舍得酒业/酒鬼酒/水井坊等。

**风险提示：**供过于求；食品安全风险；需求疲软；竞争加剧。

# 目录

1、财务数据复盘 .....	4 页
2、总结&趋势展望 .....	15 页
3、投资建议及风险提示 .....	21 页

# 1 财务数据复盘

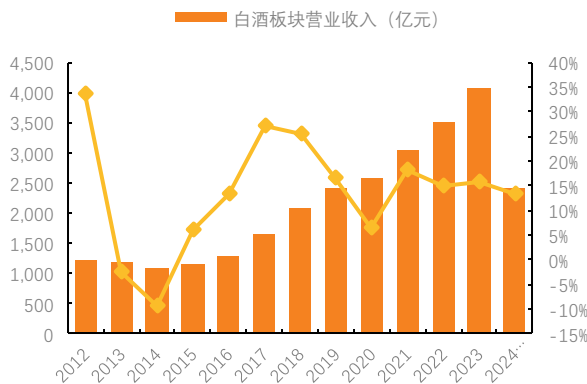
## 1.1 收入端：茅台超预期带动高端酒增速领先，中档价位放量推动区域酒表现稳健

**高端酒收入端表现稳健，中档价位放量推动区域酒表现稳健。** 2024H1白酒行业营业收入同比增长13.47%至2418.16亿元，高端酒增速领先，或主因茅台业绩超预期；2024Q2白酒行业营业收入同比增长11.16%至918.05亿元。其中24Q2高端酒增速领跑，或受益于贵州茅台收入端亮眼表现，24Q2区域酒中古井贡酒/今世缘/迎驾贡酒等酒企营业收入增速均超15%，中档价位带放量明显&动销优秀。分档次看：

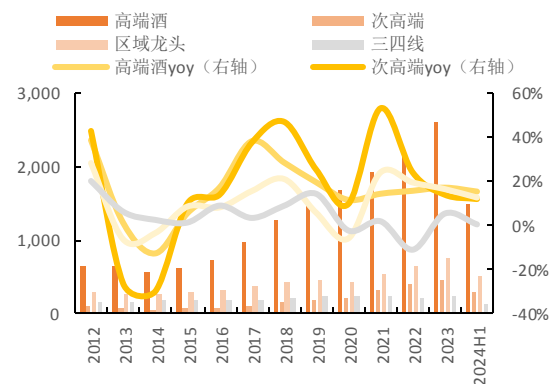
1) 24H1收入同比增速：高端酒（15.28%）>区域龙头（12.67%）>次高端酒（12.19%）>三四线酒（0.40%）；

2) 24Q2收入同比增速：高端酒（+14.41%）>次高端酒（+8.50%）>区域酒（+8.39%）>三四线酒（-8.62%）

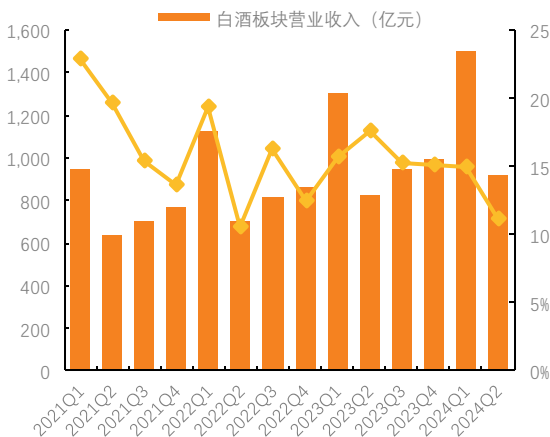
图：2024H1白酒行业营业收入同比增速为13.47%



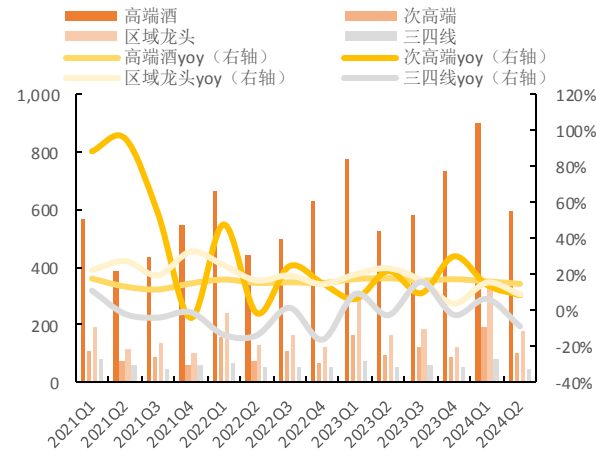
图：2024H1高端酒营业收入同比增速最快，为15.28%



图：2024Q2白酒行业营业收入同比增速为11.16%



图：2024Q2高端酒同比增速最快，为14.41%



资料：Wind, 天风证券研究所

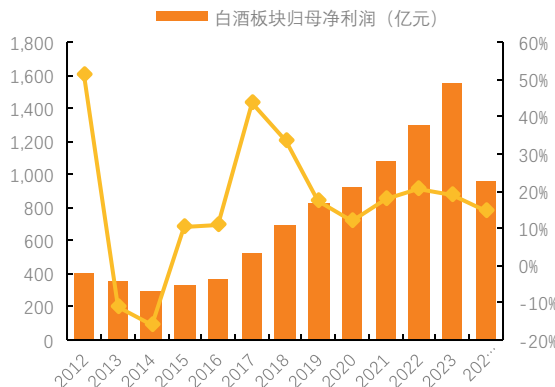
## 1.2 利润端：高端酒利润稳健增长，中档酒内部持续升级

**高端表现稳健，中档酒内部升级推动三四线/区域酒利润端表现优异。** 24H1白酒行业归母净利润同比增长14.48%至957.63亿元；24Q2白酒行业归母净利润为337.58亿元，同比增长12.05%。具体档次看：

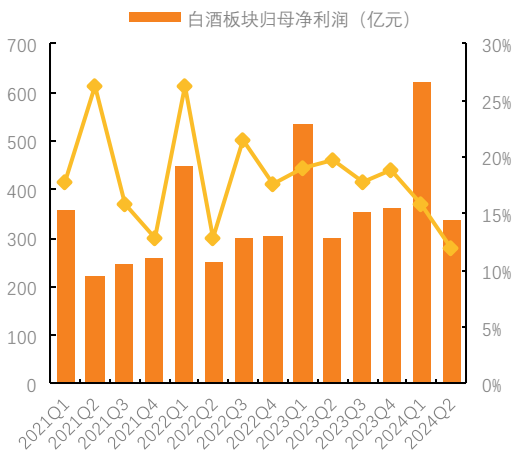
1) 24H1归母净利润同比增速：三四线酒 (109.48%) > 高端酒 (14.43%) > 次高端酒 (12.66%) > 区域龙头 (11.68%)；

2) 24Q2归母净利润同比增速：三四线酒 (227.34%) > 高端酒 (+13.17%) > 区域酒 (+7.87%) > 次高端酒 (-6.97%)。

图：24H1白酒行业归母净利润同比增速为14.48%

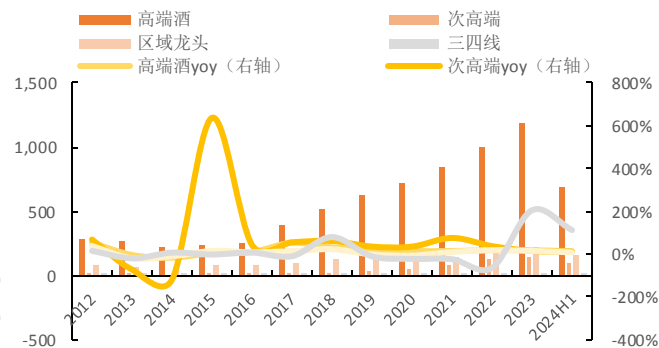


图：24Q2白酒行业归母净利润同比增速为12.05%

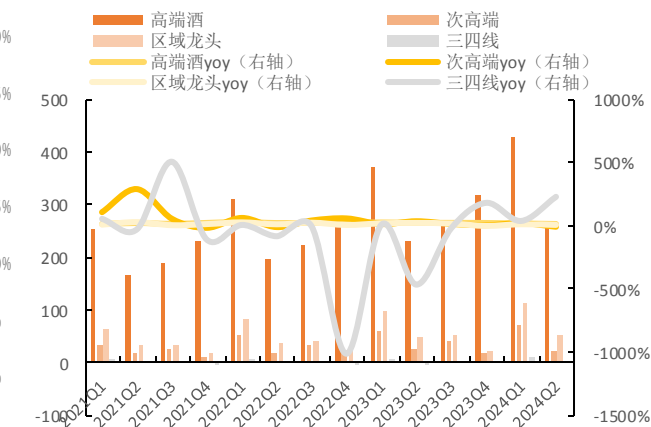


资料：Wind, 天风证券研究所

图：24H1三四线酒归母净利润同比增速最快，达109.48%



图：24Q2三四线酒归母净利润同比增速最快，达227.34%



## 1.2 利润端：有8家酒企归母净利润增速高于收入增速

**24Q2有8家酒企归母净利润增速高于收入增速，结构升级趋势仍延续。** 24Q2顺鑫农业、口子窖、迎驾贡酒、老白干酒、伊力特等8家酒企归母净利润增速超收入增速，其中三四线酒归母净利润增速领先收入幅度最大。

图：24Q2有8家酒企归母净利润增速高于收入增速

证券简称	营业收入同比增速				归母净利润同比增速				24Q2归母净利润增速-收入增速
	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2	2021Q2	2022Q2	2023Q2	2024Q2	
贵州茅台	11.61%	16.06%	21.72%	17.31%	12.53%	17.29%	21.01%	16.10%	-1.21%
五粮液	18.02%	10.04%	5.07%	10.08%	23.03%	10.30%	5.11%	11.50%	1.43%
泸州老窖	5.67%	24.09%	30.46%	10.51%	36.10%	28.97%	27.16%	2.24%	-8.26%
山西汾酒	73.43%	0.35%	31.75%	17.06%	258.21%	-4.33%	49.57%	10.23%	-6.83%
舍得酒业	119.34%	-16.27%	32.10%	-22.73%	215.33%	-29.67%	14.83%	-88.41%	-65.69%
酒鬼酒	96.82%	5.25%	-32.02%	-13.27%	174.05%	-18.74%	-38.19%	-60.87%	-47.60%
水井坊	691.49%	10.36%	2.22%	16.62%	52.05%	116.88%	508.87%	29.60%	12.98%
洋河股份	20.74%	17.10%	16.06%	-3.02%	28.61%	6.07%	9.86%	-9.75%	-6.73%
古井贡酒	28.56%	29.55%	26.78%	16.79%	45.39%	45.32%	47.52%	24.57%	7.78%
今世缘	27.32%	14.02%	30.64%	21.52%	20.52%	16.30%	29.13%	16.86%	-4.66%
口子窖	35.05%	-7.87%	34.03%	5.90%	9.95%	-4.92%	22.78%	15.15%	9.25%
迎驾贡酒	57.07%	1.78%	28.62%	19.04%	122.30%	2.95%	59.04%	27.96%	8.92%
顺鑫农业	-7.26%	-29.52%	-18.70%	-23.26%	-47.57%	-162.74%	-535.78%	93.15%	116.41%
金徽酒	25.60%	12.23%	21.05%	7.73%	15.58%	-34.50%	53.74%	1.88%	-5.85%
老白干酒	21.77%	24.57%	9.99%	9.00%	32.48%	41.60%	18.50%	46.69%	37.69%
伊力特	-24.07%	4.70%	-5.57%	3.64%	-41.53%	-75.18%	39.81%	38.92%	35.29%
金种子酒	15.85%	2.57%	30.52%	-26.25%	-74.30%	13.32%	107.87%	-295.62%	-269.37%
天佑德酒	32.34%	-13.64%	52.98%	-11.82%	112.43%	-367.57%	291.80%	-248.08%	-236.25%
白酒板块	19.62%	10.59%	17.65%	11.16%	26.31%	12.90%	19.71%	12.05%	0.89%

资料：Wind，天风证券研究所

### 1.3 利润率：行业利润率持续向上，三四线酒盈利改善幅度较大

24H1白酒板块销售毛利率/销售净利率分别为81.19%/40.59%（同比+0.73/+0.29pct）；24Q2销售毛利率/销售净利率分别为81.15%/37.78%（同比+1.17/+0.23pct），销售毛利率提升幅度环比改善/同比下滑，销售净利率提升幅度环比偏弱。24Q2：①所处价位带偏低的三四线酒盈利能力提升幅度普遍居前；②区域龙头毛利率提升；③高端酒毛利率小幅提升。

① 24Q2销售毛利率同比提升幅度：三四线（+8.48pct）>区域龙头（+0.75pct）>高端酒（+0.61pct）>次高端酒（-3.13pct）。

② 24Q2销售净利率同比提升幅度：三四线（+8.24pct）>区域龙头（-0.10pct）>高端酒（-0.64pct）>次高端酒（-3.88pct）。

图：24Q2主要酒企毛利率实现同比提升

排序	24H1			排序	24H1			排序	24Q2			排序	24Q2		
	酒企	销售毛利率 (%)	同比 (个百分点)		酒企	销售净利率 (%)	同比 (个百分点)		酒企	销售毛利率 (%)	同比 (个百分点)		酒企	销售净利率 (%)	同比 (个百分点)
1	金种子酒	43.48	13.38	1	顺鑫农业	7.49	8.84	1	顺鑫农业	34.04	12.59	1	顺鑫农业	-1.59	17.71
2	顺鑫农业	36.26	4.10	2	金种子酒	1.79	6.59	2	金种子酒	41.70	7.91	2	老白干酒	12.55	3.22
3	伊力特	50.52	2.75	3	老白干酒	12.32	2.60	3	伊力特	48.23	6.13	3	伊力特	8.04	2.27
4	迎驾贡酒	73.57	2.63	4	迎驾贡酒	36.53	2.55	4	口子窖	75.04	4.52	4	迎驾贡酒	31.95	2.23
5	口子窖	75.84	1.98	5	古井贡酒	26.65	1.50	5	古井贡酒	80.50	2.72	5	口子窖	25.69	2.06
6	古井贡酒	80.41	1.53	6	山西汾酒	37.04	1.31	6	金徽酒	64.67	2.63	6	古井贡酒	28.14	1.75
7	金徽酒	65.12	1.36	7	口子窖	29.96	0.85	7	五粮液	75.01	1.74	7	水井坊	7.15	0.72
8	五粮液	77.36	0.58	8	水井坊	14.11	0.82	8	迎驾贡酒	71.15	0.58	8	五粮液	32.82	0.21
9	山西汾酒	76.69	0.39	9	伊力特	15.08	0.42	9	泸州老窖	88.81	0.17	9	金徽酒	10.74	-0.47
10	泸州老窖	88.57	0.22	10	金徽酒	16.66	0.13	10	今世缘	73.02	0.15	10	贵州茅台	50.60	-0.69
11	贵州茅台	91.76	-0.04	11	五粮液	39.15	0.05	11	水井坊	81.55	-0.02	11	今世缘	35.27	-1.41
12	今世缘	73.79	-0.68	12	今世缘	33.70	-0.64	12	贵州茅台	90.68	-0.11	12	山西汾酒	29.13	-1.83
13	洋河股份	75.35	-0.77	13	贵州茅台	52.70	-0.96	13	老白干酒	68.48	-0.12	13	洋河股份	28.62	-2.10
14	老白干酒	65.84	-1.33	14	泸州老窖	47.60	-1.20	14	洋河股份	73.67	-1.40	14	金种子酒	-2.61	-3.69
15	水井坊	80.96	-1.50	15	洋河股份	34.74	-1.25	15	酒鬼酒	75.59	-2.23	15	泸州老窖	44.94	-3.75
16	天佑德酒	59.45	-3.50	16	天佑德酒	10.51	-3.71	16	山西汾酒	75.09	-2.70	16	酒鬼酒	9.52	-11.59
17	舍得酒业	69.44	-6.16	17	舍得酒业	18.09	-8.01	17	天佑德酒	51.38	-10.59	17	天佑德酒	-12.32	-18.69
18	酒鬼酒	73.35	-6.80	18	酒鬼酒	12.17	-15.20	18	舍得酒业	60.93	-10.96	18	舍得酒业	3.64	-19.71
	高端酒	86.52	0.38		高端酒	47.53	-0.47		高端酒	86.29	0.61		高端酒	45.16	-0.64
	次高端酒	76.00	-0.80		次高端酒	32.65	0.09		次高端酒	73.96	-3.13		次高端酒	23.37	-3.88
	区域龙头	76.40	0.31		区域龙头	32.24	-0.25		区域龙头	75.61	0.75		区域龙头	29.51	-0.10
	三四线	49.29	4.13		三四线	10.38	5.46		三四线	51.32	8.48		三四线	4.75	8.24
	全行业	81.19	0.73		全行业	40.59	0.29		全行业	81.15	1.17		全行业	37.78	0.23

资料：Wind，大风证券研究所

## 1.4 费用率：24Q2区域酒费用控制较好，期间费用率提升幅度相对较小

图：24Q2主要酒企费用率情况

24H1期间费用率/销售费用率								24Q2期间费用率/销售费用率							
排序	酒企	24H1		排序	酒企	24H1		排序	酒企	24Q2		排序	酒企	24Q2	
		期间费用率 (%)	同比 (个百分点)			销售费用率 (%)	同比 (个百分点)			期间费用率 (%)	同比 (个百分点)			销售费用率 (%)	同比 (个百分点)
1	酒鬼酒	37.75	9.76	1	酒鬼酒	34.70	7.28	1	天佑德酒	57.01	17.08	1	金种子酒	22.60	15.95
2	金种子酒	27.75	5.30	2	金种子酒	19.17	5.80	2	舍得酒业	40.55	14.07	2	舍得酒业	27.00	11.80
3	舍得酒业	30.84	3.57	3	舍得酒业	20.12	2.60	3	金种子酒	31.90	12.15	3	天佑德酒	35.51	7.28
4	天佑德酒	32.57	2.91	4	伊力特	10.86	1.75	4	酒鬼酒	42.82	9.30	4	酒鬼酒	35.45	5.73
5	口子窖	21.51	1.88	5	口子窖	15.04	1.37	5	伊力特	23.34	4.98	5	伊力特	17.92	5.00
6	伊力特	14.88	1.40	6	天佑德酒	20.86	1.14	6	口子窖	26.62	4.89	6	口子窖	18.80	3.90
7	五粮液	11.58	0.67	7	五粮液	10.60	1.10	7	顺鑫农业	23.80	2.78	7	顺鑫农业	14.56	3.11
8	洋河股份	14.01	0.08	8	洋河股份	11.42	1.09	8	洋河股份	23.01	1.92	8	五粮液	17.34	1.97
9	金徽酒	29.47	0.01	9	贵州茅台	3.14	0.62	9	五粮液	17.77	1.83	9	洋河股份	18.54	1.76
10	贵州茅台	6.77	-0.02	10	山西汾酒	8.79	-0.19	10	泸州老窖	15.18	0.71	10	贵州茅台	4.00	0.74
11	山西汾酒	11.76	-0.45	11	金徽酒	19.16	-0.20	11	金徽酒	34.81	0.55	11	泸州老窖	11.78	0.73
12	泸州老窖	12.34	-0.96	12	泸州老窖	9.64	-0.38	12	贵州茅台	7.86	0.12	12	山西汾酒	11.53	0.47
13	今世缘	15.51	-0.98	13	迎驾贡酒	7.99	-0.60	13	山西汾酒	16.19	-0.11	13	古井贡酒	24.64	0.31
14	水井坊	48.37	-1.06	14	古井贡酒	26.16	-0.79	14	今世缘	14.96	-0.46	14	金徽酒	21.03	-0.51
15	迎驾贡酒	11.25	-1.57	15	顺鑫农业	8.03	-1.42	15	古井贡酒	26.06	-2.62	15	今世缘	12.23	-0.91
16	古井贡酒	29.22	-2.07	16	今世缘	13.47	-1.45	16	迎驾贡酒	14.03	-3.38	16	迎驾贡酒	10.00	-1.99
17	顺鑫农业	15.23	-2.27	17	水井坊	33.77	-2.21	17	水井坊	53.12	-5.73	17	老白干酒	30.14	-4.71
18	老白干酒	34.39	-5.84	18	老白干酒	26.83	-3.99	18	老白干酒	36.86	-5.87	18	水井坊	32.23	-8.90
	高端酒	8.79	0.06	高端酒		6.37	0.59	高端酒		11.08	0.50	高端酒		8.48	0.90
	次高端酒	16.55	-0.43	次高端酒		12.47	-0.41	次高端酒		22.61	1.24	次高端酒		16.22	1.06
	区域龙头	18.31	-0.07	区域龙头		15.68	0.49	区域龙头		21.82	0.28	区域龙头		18.82	0.85
	三四线	21.99	-0.92	三四线		14.89	-0.28	三四线		30.35	2.63	三四线		21.87	2.78
	全行业	12.39	-0.20	全行业		9.48	0.32	全行业		15.32	0.38	全行业		11.94	0.81

### 【从费用率角度看】

24H1白酒板块期间费用率/销售费用率分别同比-0.20/+0.32pct；24Q2分别同比+0.38/0.81pct，期间费用率同比略提升，其中区域酒费用率下降控制较好，高端酒&次高端&三四线则普遍加大费用投放。

① 24Q2期间费用率：三四线酒 (+2.63pct) >次高端酒 (+1.24pct) >高端酒 (+0.50pct) >区域酒 (+0.28pct)；

② 24Q2销售费用率：三四线酒 (+2.78pct) >次高端酒 (+1.06pct) >高端酒 (+0.90pct) >区域酒 (+0.85pct)。

资料：Wind, 天风证券研究所

## 1.5. 合同负债：高端酒预收端表现优秀，次高端/区域酒分化明显

**24Q2白酒板块整体预收款同比增长、环比下降，个股表现分化。** 24Q2末白酒行业合同负债同比/环比变动+6.92%/-5.67%，淡季酒企普遍控货挺价，合同负债环比有所下降，合同负债同比提升主要系茅台、五粮液、泸州老窖拉动，其余次高端、区域龙头合同负债同比均下降。

环比角度看：高端酒（+19.78%）>次高端酒（+0.30%）>三四线（-23.97%）>区域龙头（-38.50%）；

同比角度看：高端酒（+58.56%）>次高端酒（-7.18%）>区域龙头（-29.38%）>三四线酒（-30.58%）。

图：2024Q2白酒行业预收款同比+6.92%，环比-5.67%

酒企	24Q2营收(亿元)	24Q2预收款(亿元)	24Q2预收款YoY	24Q2预收款QoQ	24Q2预收款/23Q3营收
1 贵州茅台	361.55	99.93	36.25%	4.93%	29.66%
2 五粮液	158.15	81.76	122.90%	61.42%	48.01%
3 泸州老窖	77.16	23.42	21.11%	-7.62%	31.86%
4 山西汾酒	74.08	57.32	-0.38%	2.53%	74.12%
5 舍得酒业	11.65	1.80	-64.90%	-25.96%	10.50%
6 酒鬼酒	5.00	2.57	-42.52%	9.59%	42.83%
7 水井坊	7.85	10.71	-1.36%	-6.92%	51.95%
8 洋河股份	66.21	39.38	-26.02%	-32.29%	46.82%
9 古井贡酒	55.19	22.18	-26.67%	-51.95%	47.78%
10 今世缘	26.33	6.27	-44.41%	-35.54%	26.21%
11 口子窖	13.99	3.17	-56.37%	-15.53%	20.68%
12 迎驾贡酒	14.61	4.62	-8.58%	-10.31%	27.80%
13 顺鑫农业	16.30	5.90	-70.37%	-30.33%	22.74%
14 金徽酒	6.78	4.83	9.30%	-23.49%	97.31%
15 老白干酒	13.40	18.62	-0.50%	-21.21%	115.41%
16 伊力特	4.98	0.62	10.74%	-32.67%	14.59%
17 金种子酒	2.47	0.65	-30.28%	-42.79%	21.35%
18 天佑德酒	2.33	0.69	23.18%	-2.97%	24.77%
高端酒	596.87	205.10	58.56%	19.78%	35.32%
次高端酒	98.59	72.41	-7.18%	0.30%	59.78%
区域龙头	176.33	75.62	-29.38%	-38.50%	40.57%
三四线	46.26	31.32	-30.58%	-23.97%	54.81%
全行业	918.05	384.45	6.92%	-5.67%	40.67%

资料：Wind, 天风证券研究所

## 1.6. 营收质量：高端龙头茅五收现高增，销现比表现优秀

**24Q2营收增长与收现增长总体匹配，高端酒强收现能力优势凸显。** 24Q2白酒板块销售收现同比+21.59%，板块营收同比+11.16%，收现增速大幅领先营收，主要系贵州茅台、五粮液收现同比增速大幅领先收入增速。

图：2024Q2白酒行业销现比1.18保持>1的良性水平

	酒企	24Q2营收 (亿元)	24Q2营收YoY	24Q2收现 (亿元)	24Q2收现YoY	24Q2销现比
1	贵州茅台	361.55	17.31%	408.36	22.60%	1.13
2	五粮液	158.15	10.08%	278.79	93.41%	1.76
3	泸州老窖	77.16	10.51%	95.21	-0.22%	1.23
4	山西汾酒	74.08	17.06%	73.93	-6.29%	1.00
5	舍得酒业	11.65	-22.73%	15.20	-14.44%	1.30
6	酒鬼酒	5.00	-13.27%	5.18	-12.94%	1.04
7	水井坊	7.85	16.62%	7.65	-5.92%	0.97
8	洋河股份	66.21	-3.02%	49.06	-11.96%	0.74
9	古井贡酒	55.19	16.79%	58.79	12.80%	1.07
10	今世缘	26.33	21.52%	24.96	7.13%	0.95
11	口子窖	13.99	5.90%	13.94	-4.35%	1.00
12	迎驾贡酒	14.61	19.04%	15.56	12.69%	1.07
13	顺鑫农业	16.30	-23.26%	14.05	-31.39%	0.86
14	金徽酒	6.78	7.73%	6.39	-12.84%	0.94
15	老白干酒	13.40	9.00%	11.32	-0.49%	0.84
16	伊力特	4.98	3.64%	3.01	-26.48%	0.60
17	金种子酒	2.47	-26.25%	2.23	-46.89%	0.90
18	天佑德酒	2.33	-11.82%	2.55	-12.99%	1.09
	高端酒	596.87	14.41%	782.37	36.62%	1.31
	次高端酒	98.59	8.50%	101.97	-7.93%	1.03
	区域龙头	176.33	8.39%	162.31	1.75%	0.92
	三四线	46.26	-8.62%	39.53	-21.54%	0.85
	全行业	918.05	11.16%	1086.19	21.59%	1.18

资料：Wind, 天风证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/245102313114011324>