

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重点公司盈利预测、估值与评级

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

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

推荐
维持评级

相关研究

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

目录

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

1 白酒板块 2024 年中报总结：高端酒延续稳健，次高端、地产酒分化加剧

1.1 收入端：白酒分化增长，高端和区域龙头酒企韧性较强

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

图1：24Q2 白酒行业收入表现环比降速，增速为 10.6%



资料：wind，民生证券研究院

图2：24Q2 白酒行业利润增速为 11.8%



资料：wind，民生证券研究院

表1：24H1 白酒上市公司营收、归母净利润及同比增速情况（亿元）

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

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

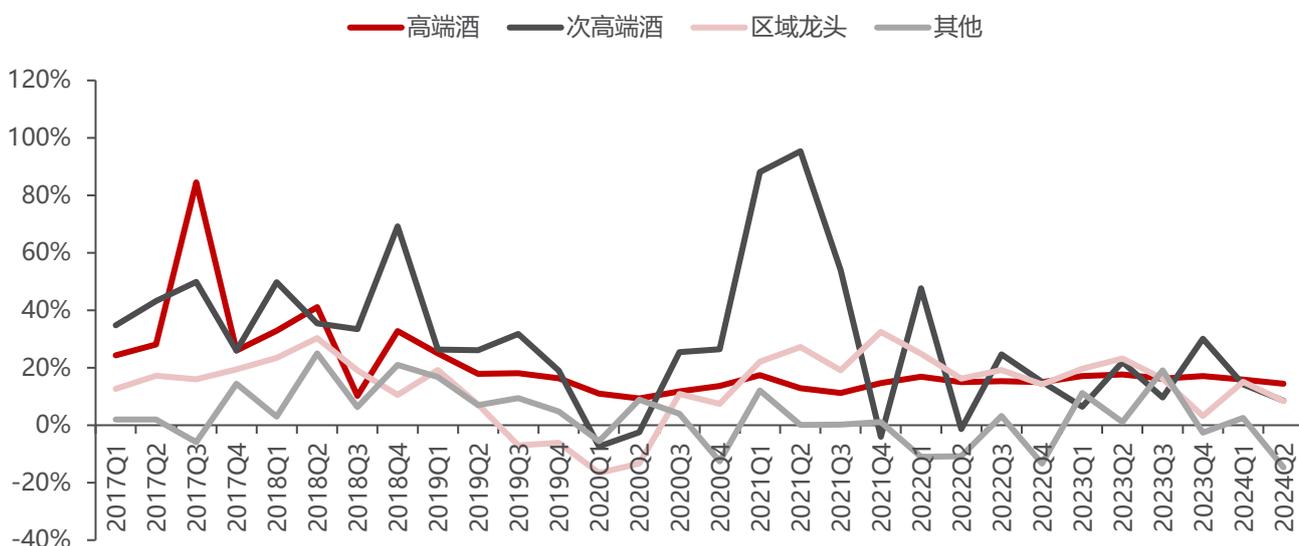
高端酒：强品牌下保持稳健，24Q2 贵州茅台营收、归母净利润增速分别为 17.31%、16.10%，持续掌握超高端定价权；五粮液收入、业绩维持双位数增长，24Q2 营收、归母净利润同比增速分别为 10.08%、11.50%，公司控量挺价效果凸显；泸州老窖业绩基数较高，表现相对较弱，24Q2 营收、归母净利润同比增速分别实现 10.51%、2.24%。

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

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

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

图3：分价位看，高端酒及区域龙头酒企单季度收入同比增速稳定



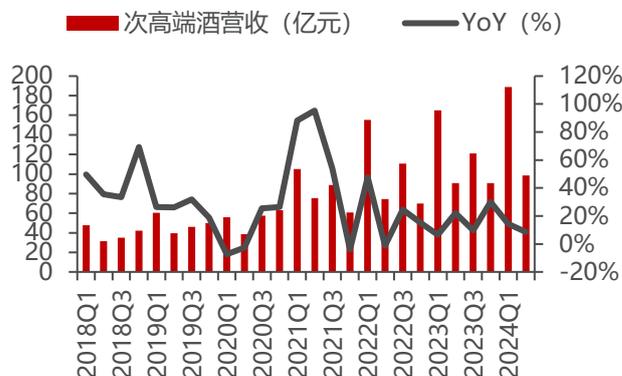
资料：同花顺 iFind，民生证券研究院

图4：24Q2 高端酒板块营收增速为 14.41%



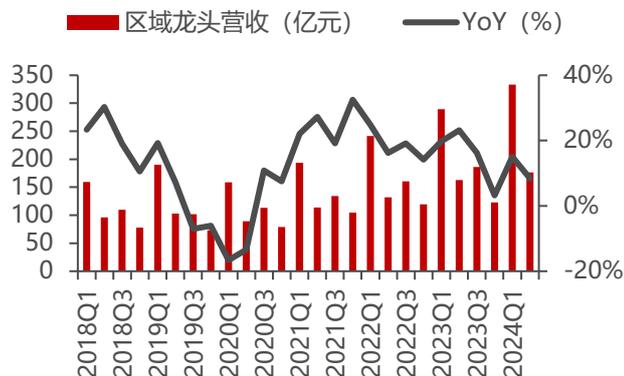
资料：同花顺 iFind，民生证券研究院

图5：24Q2 次高端酒板块营收增速为 8.50%



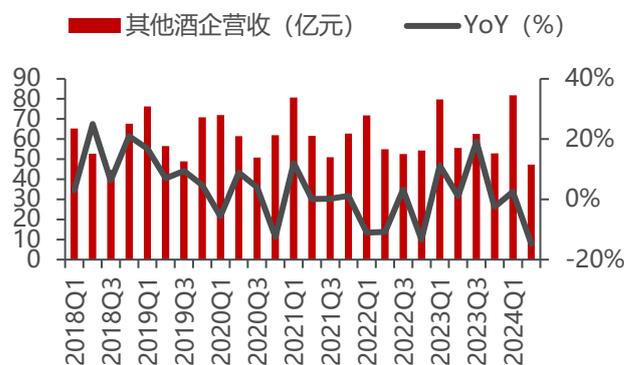
资料：同花顺 iFind，民生证券研究院

图6：24Q2 区域龙头板块营收增速为 8.39%



资料：同花顺 iFind, 民生证券研究院

图7：24Q2 其他酒企营收增速为-14.68%



资料：同花顺 iFind, 民生证券研究院

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

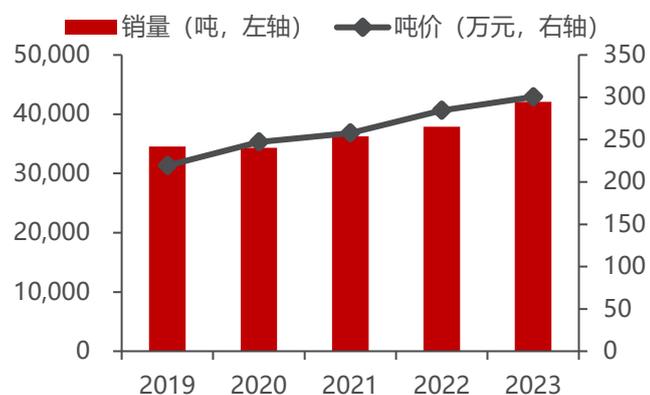
	H1 营业收入					H1 营收增速				
	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
高端酒	823.55	951.56	1105.04	1296.75	1494.84	10.32%	15.54%	16.13%	17.35%	15.28%
贵州茅台	439.53	490.87	576.17	695.76	819.31	11.31%	11.68%	17.38%	20.76%	17.76%
五粮液	307.68	367.52	412.22	455.06	506.48	13.32%	19.45%	12.17%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

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

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

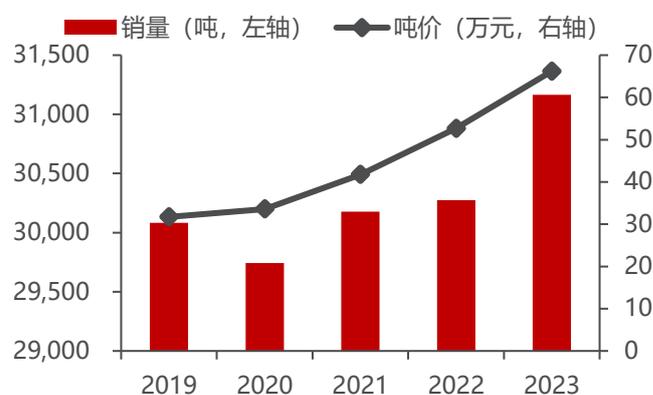
量价端：行业整体结构升级延续，吨价提升节奏放缓。 高端酒茅五泸对自身系列产品价格及 SKU 进行战略调整，系列酒吨价显著提升。其中茅台及其系列酒实现量价齐升；五粮液及其系列酒表现分化，五粮液优先渠道动销，保障销量及良性库存，量增价跌，系列酒结构加速升级，量缩价升；泸州老窖以销量增长为主，吨价小幅下滑。次高端量价情况存在分化，其中汾酒量增约 35%，水井坊结构提升，以价增为主；区域酒及光瓶酒企整体维持量减价升态势，其中古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘、口子窖、老白干酒量价齐升，金徽酒、金种子酒以量增为主。

图8：茅台酒 23 年同比量增 11%，价增 6%



资料：wind，民生证券研究院

图9：茅台系列酒 23 年同比量增 3%，价增 26%



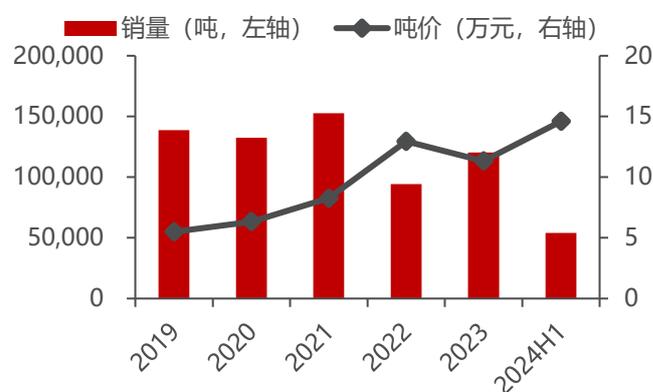
资料：wind，民生证券研究院

图10：五粮液 24H1 同比量增 12%，价减 1%



资料：wind，民生证券研究院

图11：五粮液系列酒 24H1 同比量减 24%，价增 55%



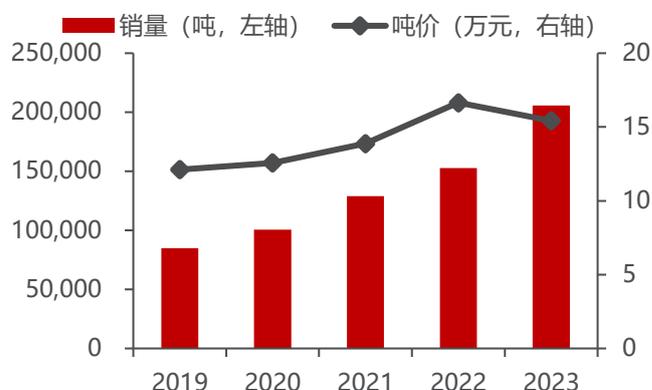
资料：wind，民生证券研究院

图12: 泸州老窖 24H1 同比量增 26%，价减 17%



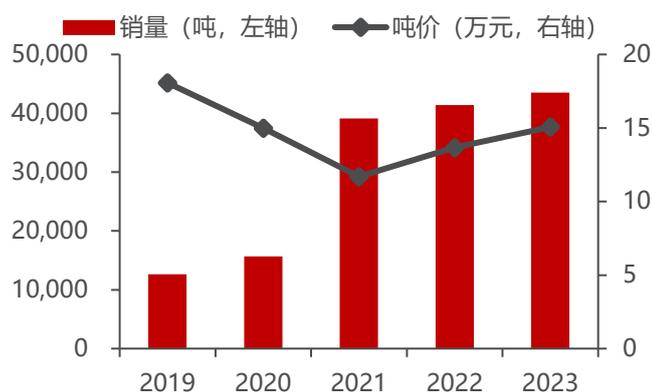
资料 : wind, 民生证券研究院

图13: 山西汾酒 23 年同比量增 35%，价减 7%



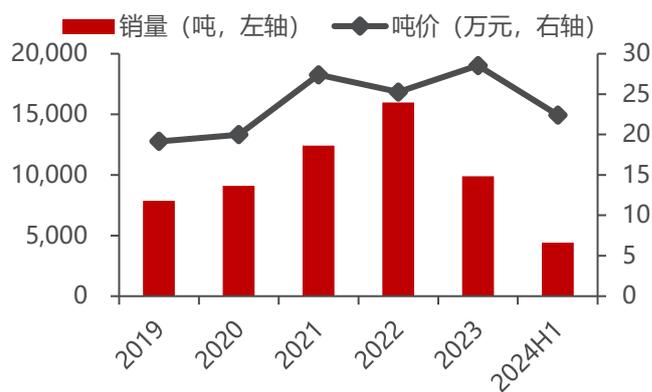
资料 : wind, 民生证券研究院

图14: 舍得酒业 23 年同比量增 5%，价增 10%



资料 : wind, 民生证券研究院

图15: 酒鬼酒 24H1 同比量减 19%，价减 21%



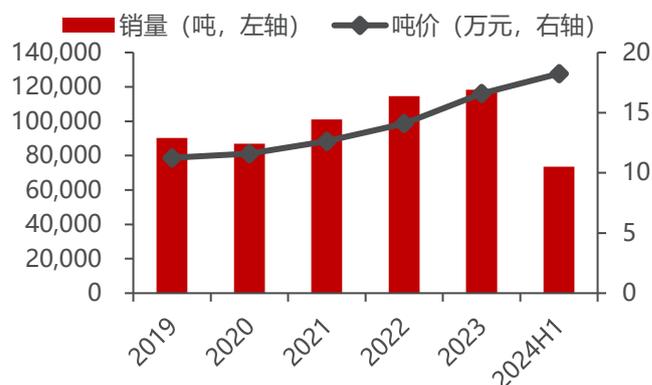
资料 : wind, 民生证券研究院

图16: 水井坊 24H1 同比量减 9%，价增 17%



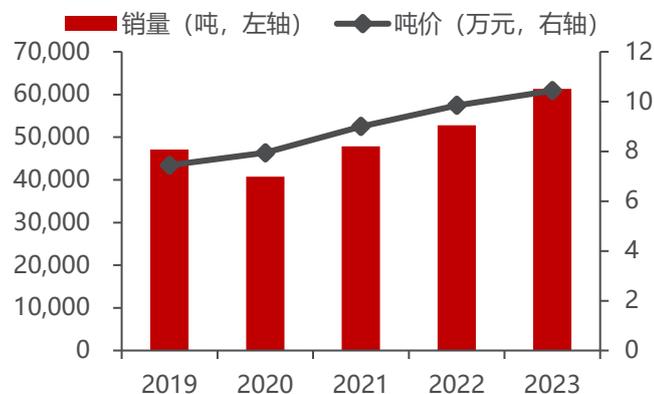
资料 : wind, 民生证券研究院

图17: 古井贡酒 24H1 同比量增 13%，价增 8%



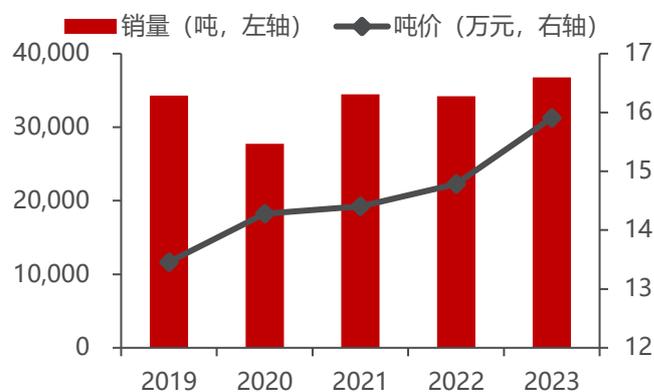
资料 : wind, 民生证券研究院

图18: 迎驾贡酒 23 年同比量增 16%，价增 6%



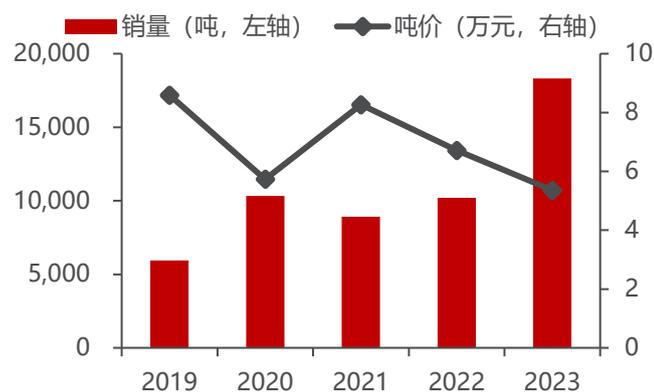
资料 : wind, 民生证券研究院

图19: 口子窖 23 年同比量增 7%，价增 8%



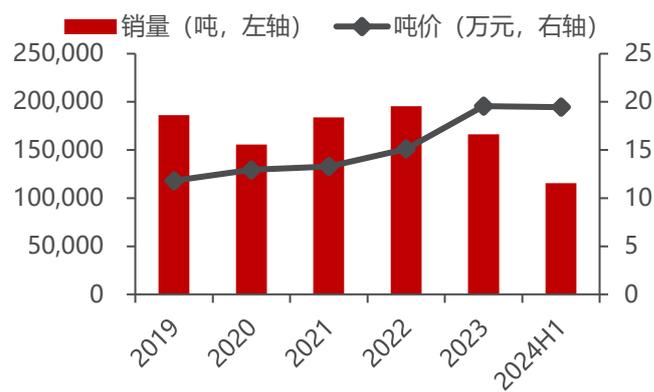
资料 : wind, 民生证券研究院

图20: 金种子酒 23 年同比量增 80%，价减 20%



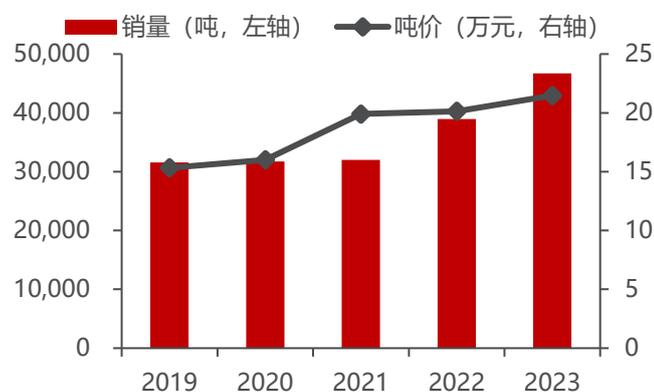
资料 : wind, 民生证券研究院

图21: 洋河股份 24H1 同比量减 0.3%，价增 5%



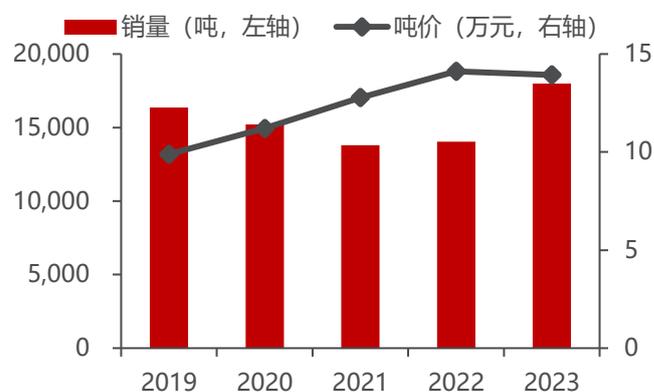
资料 : wind, 民生证券研究院

图22: 今世缘 23 年同比量增 20%，价增 7%



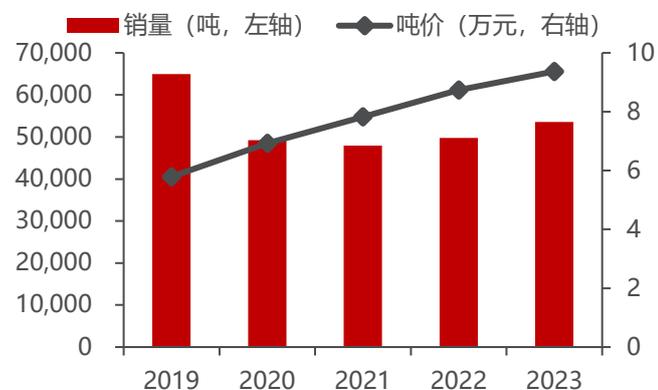
资料 : wind, 民生证券研究院

图23: 金徽酒 23 年同比量增 28%，价减 1%



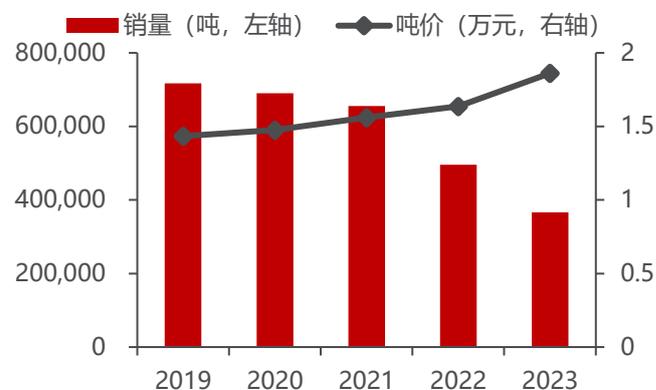
资料 : wind, 民生证券研究院

图24: 老白干酒 23 年同比量增 8%，价增 7%



资料 : wind, 民生证券研究院

图25: 顺鑫农业 23 年同比量减 26%，价增 14%



资料 : wind, 民生证券研究院

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/447053124153006150>