

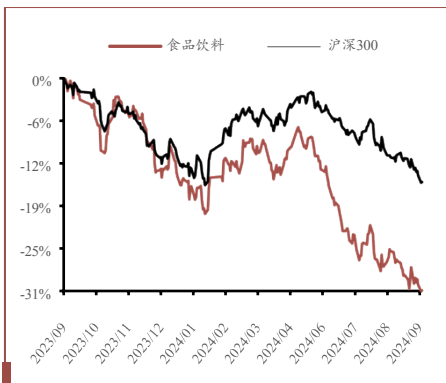
★ 投资评级:看好(维持)

■ 证券研究报告

最近 12 月市场表现

分化加剧，龙头稳健，强化分红

核心观点



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004
wuwd01@ctsec.com

分析师 李茵琦

SAC 证书编号: S0160523020001
liyq03@ctsec.com

分析师 赵婕

SAC 证书编号: S0160523100002
zhaojie@ctsec.com

分析师 任金星

SAC 证书编号: S0160524010001
renjx@ctsec.com

相关报告

1. 《24Q2 食品饮料基金持仓分析》
2024-07-23

2. 《食品饮料 2024 年半年报前瞻》
2024-07-03

3. 《啤酒行业研究专题报告》 2024-
06-12

❖ **二季度分化加剧，需求有所承压，盈利维持改善趋势。**分板块看，白酒、饮料和零食收入相对较优，其中白酒板块集中度提升下，收入韧性较强，体现出白酒行业业绩的稳定性；软饮料受益出行以及高性价比；而零食则得益于渠道和品类红利。利润端的改善，一是成本端红利，二是企业重质提效，强化费效，释放弹性。

❖ **中报六大关键词：1) 分化加大：**龙头抗风险能力强，且集中度仍呈现出提升的趋势。**2) 高性价比：**在收入表现分化的背景下，高性价比成为了当前需求的主要贡献来源。**3) 餐饮疲软：**而与餐饮需求相关，或者说是偏可选的品类，则表现出较低的需求。**4) 竞争加剧：**在需求疲软的背景下，企业之间也加大了市场竞争。**5) 重质提效：**企业不是单纯的追求收入，而是选择主动降速调整，轻装上阵再出发。**6) 重视分红：**企业对股东回报的重视程度提升，更重视现金的创造能力，蓄力未来发展。

❖ **收入和利润的再平衡，供给端看行业发展趋势。**一方面，市场需求较为疲软，持续的低价竞争投入难以为继，企业对费效提升的要求或逐步提升；另一方面，行业承压或加剧格局的进一步优化，现金的留存是后续发力的重要保障；此外，资本开支也是重要的考量因素之一。结合以上三点，我们认为企业收入和利润或迎来再平衡，企业创现能力有望强化企业投资价值；稳定的创现能力叠加提分红预期，关注白酒、软饮料和乳制品行业。

❖ **投资建议：白酒短期仍有反弹机会、食品重视现金能力。**1) 白酒行业短期估值回调较多，随着中秋旺季预期的平稳过渡，以及酒企中报的韧性显现，板块仍可看一波反弹机会，推荐：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、迎驾贡酒。2) 饮料行业仍是较为重要的方向，推荐东鹏饮料和统一企业中国，关注康师傅控股和承德露露。3) 关注乳制品头部竞合和原奶周期拐点，关注伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、新乳业。4) 餐饮链低预期下的弹性机会，推荐安井食品、千味央厨，关注立高食品、宝立食品、日辰股份。5) 其他超跌品种可关注青岛啤酒、盐津铺子、劲仔食品、安琪酵母、桃李面包等。

❖ **风险提示：**消费力恢复不及预期、行业竞争加剧、食品安全问题。

内容目录

1	行业总览：二季度分化加剧，需求有所承压，盈利维持改善趋势.....	5
1.1	板块收入表现分化，白酒、饮料、零食收入表现占优.....	5
1.2	重视股东回报，中期分红提升.....	6
1.3	24Q2 板块持仓比例下降，筹码结构持续优化.....	7
2	白酒：环比承压，积极应对.....	10
2.1	收入端：Q2 环比降速，分化态势加剧.....	10
2.1.1	高端酒：韧性凸显，对抗周期.....	14
2.1.2	次高端白酒：报表压力释放，主动调控为先.....	15
2.1.3	地产酒：苏皖景气延续，不乏亮眼个股.....	16
2.2	利润端：费控持续优化，盈利能力有所分化.....	17
2.2.1	毛利及费用端：酒企积极加大市场竞争投入，管理费用率持续收缩.....	18
2.2.2	利润增速：K 型分化持续凸显.....	19
3	啤酒：旺季不旺，个股分化.....	21
4	乳饮：出行和性价比消费利好，礼赠需求较弱，龙头趋向竞合.....	24
5	调味品：C 端需求承压，B 端复调稳健增长.....	27
5.1	基础调味品：餐饮需求弱复苏，主动调整收入承压.....	28
5.2	复合调味品：C 端有所承压，B 端表现亮眼.....	29
6	速冻食品：Q2 有所承压，静待旺季好转.....	30
7	休闲食品：板块成长性依旧突出，H2 持续推荐.....	32
8	投资建议：中报分化加大，龙头仍具韧性，重视现金能力.....	35
9	风险提示.....	36

图表目录

图 1. 食品饮料二季度营收增速放缓.....	6
图 2. 食品饮料二季度归母净利润增速放缓.....	6
图 3. 各子板块营收表现有所分化 (%).....	6

图 4. 各子板块归母净利润表现有所分化 (%)	6
图 5. 食品饮料板块 24Q2 持仓比例降至行业第二	8
图 6. 食品饮料板块基金持仓变化	8

图 7. 白酒板块基金持仓变化.....	9
图 8. 大众品板块基金持仓变化.....	9
图 9. 白酒子版块单季收入增速(%)	11
图 10. 白酒子版块季度累计收入增速(%)	11
图 11. 白酒行业收入增速、订单额增速及收现增速对比	12
图 12. 高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比	12
图 13. 次高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比	12
图 14. 地产酒收入增速、订单额增速及收现增速对比	12
图 15. 1H24 白酒个股毛销差变动(pct).....	18
图 16. 24Q2 白酒个股毛销差变动(pct).....	18
图 17. 啤酒行业二季度营收增速放缓.....	21
图 18. 啤酒行业二季度归母净利润表现优于收入.....	21
图 19. 啤酒行业主要公司吨价呈上升趋势(元)	21
图 20. 啤酒行业主要公司毛利率呈上升趋势(%)	21
图 21. 进口大麦价格下行.....	22
图 22. 啤酒主要经营指标对比.....	24
图 23. 软饮料行业二季度营收表现较优.....	25
图 24. 软饮料行业二季度归母净利润持续提升.....	25
图 25. 乳品行业二季度营收承压.....	25
图 26. 乳品行业二季度归母净利润承压.....	25
图 27. CS 调味品行业营收变动情况.....	28
图 28. CS 调味品行业归母净利润变动情况.....	28
图 29. 速冻食品板块 2024H1 营收承压	31
图 30. 速冻食品板块 2024H1 归母净利润承压	31
图 31. 主要速冻食品公司 2024H1 营收承压	31
图 32. 主要速冻食品公司 2024H1 净利率维稳	31
图 33. 休闲食品板块 2024H1 营收保持较快增速	33
图 34. 休闲食品板块 2024H1 归母净利润保持较快增速	33
图 35. 主要休闲食品公司 2024H1 营收保持高增	33
图 36. 主要休闲食品公司 2024H1 净利率维稳	33

表 1. 食品饮料板块分红率及股息率持续提升..... 7

表 2. 食品饮料上市公司中期分红情况梳理.....	7
表 3. 分子板块基金重仓持仓比例.....	9
表 4. 分子板块基金重仓超配比例.....	9
表 5. 白酒板块公司 2020H1-2024H1 收入及归母净利润增速情况	10
表 6. 白酒板块公司 2023Q2-2024Q2 单季收入及归母净利润增速情况	11
表 7. 白酒子板块单季收入增速情况.....	13
表 8. 白酒子板块单季度收现增速情况.....	14
表 9. 高端酒公司点评	15
表 10. 次高端酒公司点评	16
表 11. 地产酒公司点评.....	17
表 12. 白酒子板块单季收入增速情况 (%)	17
表 13. 白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)	18
表 14. 白酒子板块单季销售费用率同比变动情况 (pct)	19
表 15. 白酒子板块单季毛销差同比变动情况 (pct)	19
表 16. 白酒子板块单季管理用率同比变动 (pct)	19
表 17. 白酒子板块归母净利增速情况 (%)	19
表 18. 白酒子板块扣非归母净利增速情况 (%)	20
表 19. 白酒子板块扣非净利增速-收入增速(pct)	20
表 20. 白酒上市公司 24Q1&24Q2 业绩概览	20
表 21. 主要软饮料公司财务情况梳理.....	27
表 22. 基础调味品主要公司经营指标对比.....	29
表 23. 复合调味品主要公司经营指标对比.....	30
表 24. 速冻食品主要公司毛利率和净利率维稳.....	32
表 25. 休闲食品板块主要公司毛利率和净利率保持稳定.....	34

1 行业总览：二季度分化加剧，需求有所承压，盈利维持改善趋势

从行业半年报的季度情况看，二季度收入增速较一季度有明显的回落，我们认为：一是春节旺季催化一季度表现；二是消费需求回落，二季度消化一季度库存；三是竞争加剧使得价格表现承压；四是雨水天气等影响了餐饮相关需求，相关产业链表现承压。

总结半年报，特别是二季度的表现，我们得出以下几个关键词：

- 1) **分化加大**：龙头抗风险能力强，收入确定性较强，且集中度仍呈现出提升的趋势，特别是白酒各价格带的集中度，有望持续集中。
- 2) **高性价比**：在收入表现分化的背景下，高性价比成为了当前需求的主要贡献来源，例如饮料、零食量贩等，均展现出较高的增速。
- 3) **餐饮疲软**：而与餐饮需求相关，或者说是偏可选的品类，则表现出较低的需求。一方面是大家外出就餐的消费频次降低，另一方面餐饮的均价也出现了下降，叠加雨水天气的影响，使得与餐饮相关的速冻、啤酒等行业承压。
- 4) **竞争加剧**：在需求疲软的背景下，企业之间也加大了市场竞争，例如速冻、复调等，均出现了提高促销或价格战等现象。
- 5) **重质提效**：在参与竞争的同时，企业也不是单纯的追求收入，与往年的调整不同，更多的企业选择主动降速调整，轻装上阵再出发。
- 6) **重视分红**：最后，企业对股东回报的重视程度也提升，中期分红的比例在加大，同时企业也更重视现金的创造能力，蓄力未来发展。

1.1 板块收入表现分化，白酒、饮料、零食收入表现占优

24H1 白酒、软饮料及零食收入增幅领先，食品饮料整体利润表现优于收入。

24H1 食品饮料行业实现营收 5543.76 亿元，同比增长 3.63%；实现归母净利润 1283.02 亿元，同比增长 13.95%。

◇ 分板块看，收入端，2024H1 白酒/啤酒/软饮料/零食/调味发酵品/乳品/保健品/烘焙食品/熟食/肉制品/预加工食品分别同比 +13.07%/-1.23%/+14.38%/+16.22%/+6.07%/-9.16%/-4.70%/+3.06%/-7.99%/-8.18%/-

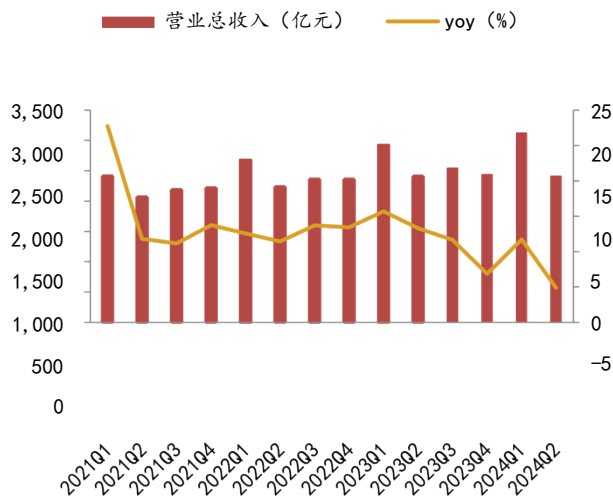
1.43%。白酒、软饮料、零食实现双位数以上良好增长，其中 白酒板块集中度提升下，收入韧性较强，体现出白酒行业业绩的稳定性；软饮料受益出

行以及高性价比；而零食则得益于渠道和品类红利。此外，调味品、烘焙食品亦有正增，啤酒、乳品、保健品有所承压。其中与餐饮相关性较强的调

调味品、啤酒等表现承压。

◇ 利润端，24H1 白酒/啤酒/软饮料/零食/调味发酵品/乳品/保健品/烘焙食品/熟食/肉制品/预加工食品分别同比+14.31%/+12.84%/+27.17%/+12.81%/+56.25%/+7.95%/-34.31%/+1.83%/+9.97%/+9.90%/+1.53%。利润端表现优于收入端，除保健品均实现正增长，其中调味品、软饮料利润增速领先。利润端的改善，一是成本端红利，二是企业重质提效，强化费效，释放弹性。

图1.食品饮料二季度营收增速放缓



数据来源：Wind，财通证券研究所

数据来源：Wind，财通证券研究所

图3.各子板块营收表现有所分化 (%)

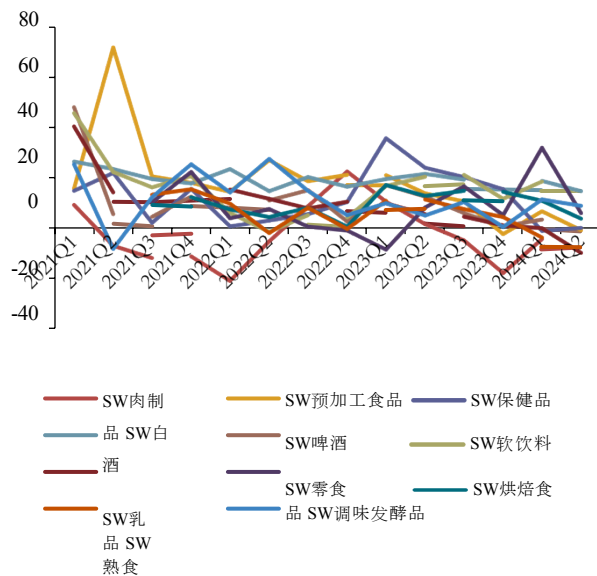
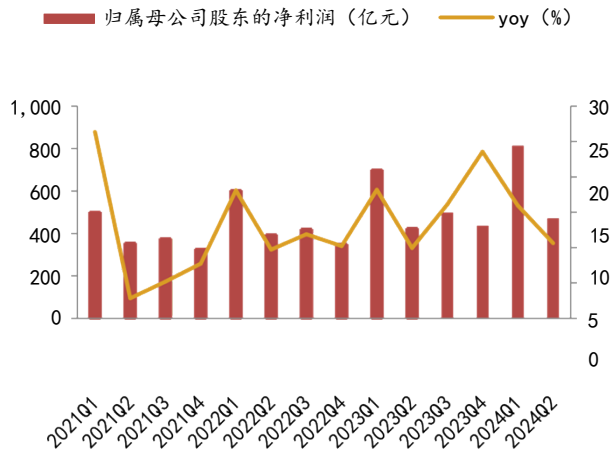
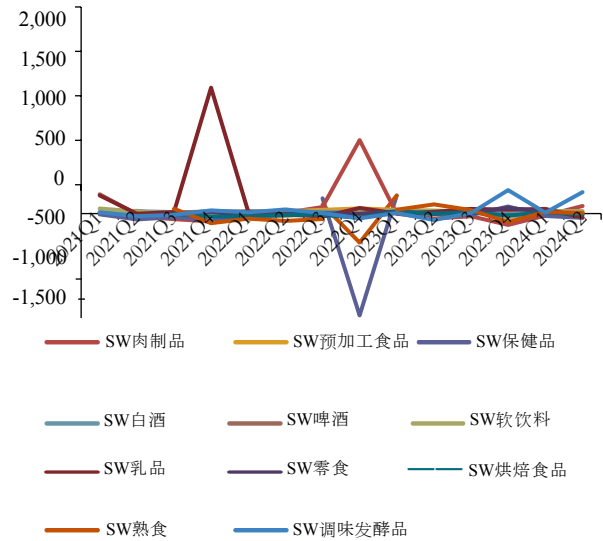


图2.食品饮料二季度归母净利润增速放缓



数据来源: Wind, 财通证券研究所



数据来源: Wind 财通证券研究所

图4.各子板块归母净利润表现有所分化 (%)

1.2 重视股东回报，中期分红提升

分红率提升，中期分红公司数量增多。 食品饮料板块分红率近年来稳步提升，板块2023年度平均分红率达到39.6%，平均股息率为2.2%。中期分红方面，2024年中报食品饮料板块共有17家上市公司公布中期分红方案，较2023年同期的4家大幅增加，食品饮料企业更加重视股东回报。多数企业分红率在50%以上（其中双汇发展分红率接近100%），平均分红率为56.1%。从2023年财报开始，食品饮料

公司加大对分红率的重视，并逐步行程常态化分红和提升的预期，板块投资者回报有望提升。

表1.食品饮料板块分红率及股息率持续提升

二级行业	分红比例(%)					股息率(%)				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
白酒	35.3	35.7	37.0	41.1	43.1	1.4	1.4	1.7	2.1	2.5
啤酒	36.1	21.9	36.3	43.6	40.6	0.7	0.5	1.1	1.5	1.6
其他酒	20.1	22.8	20.5	23.0	24.5	0.8	1.1	0.9	0.7	1.0
调味品	38.3	39.0	33.5	30.5	47.0	1.7	1.5	1.3	1.7	1.9
其他食品	5.9	29.6	33.9	28.4	34.0	1.3	2.4	1.9	1.3	1.8
肉制品	36.0	34.8	33.9	35.7	24.5	1.2	2.3	1.4	1.8	1.2
速冻食品	22.0	33.9	30.0	28.3	55.4	0.6	1.9	2.2	2.4	3.0
休闲食品	44.1	33.5	46.0	48.2	42.1	2.7	3.3	2.8	2.8	3.4
非乳饮料	21.5	34.8	40.7	48.7	54.9	2.3	2.4	2.2	2.5	3.2
乳制品	17.0	28.4	25.8	26.2	33.8	0.8	1.6	1.5	1.2	1.7
食品饮料	28.7	31.4	35.2	36.2	39.6	1.5	2.0	1.8	1.9	2.2

数据来源：Wind、财通证券研究所

注：股息率对应股价为 2024/8/30 收盘价

表2.食品饮料上市公司中期分红情况梳理

上市公司	24H1 归母净利润 (亿元)	中期分红总额 (亿元)	分红率
双汇发展	22.96	22.87	99.6%
有友食品	0.76	0.68	89.9%
桃李面包	2.90	1.92	66.2%
克明食品	1.03	0.65	63.4%
紫燕食品	1.98	1.24	62.7%
绝味食品	2.96	1.82	61.5%
甘源食品	1.67	1.00	60.1%
东鹏饮料	17.31	10.00	57.8%
宝立食品	1.08	0.60	55.3%

一鸣食品	0.26	0.14	53.0%
盐津铺子	3.19	1.64	51.3%
安井食品	8.03	4.03	50.2%
双塔食品	0.54	0.25	45.8%
劲仔食品	1.43	0.45	31.2%
益客食品	1.17	0.35	30.2%
天佑德酒	0.80	0.16	20.0%
好想你	-0.36	1.75	-
平均	-	-	56.1%

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

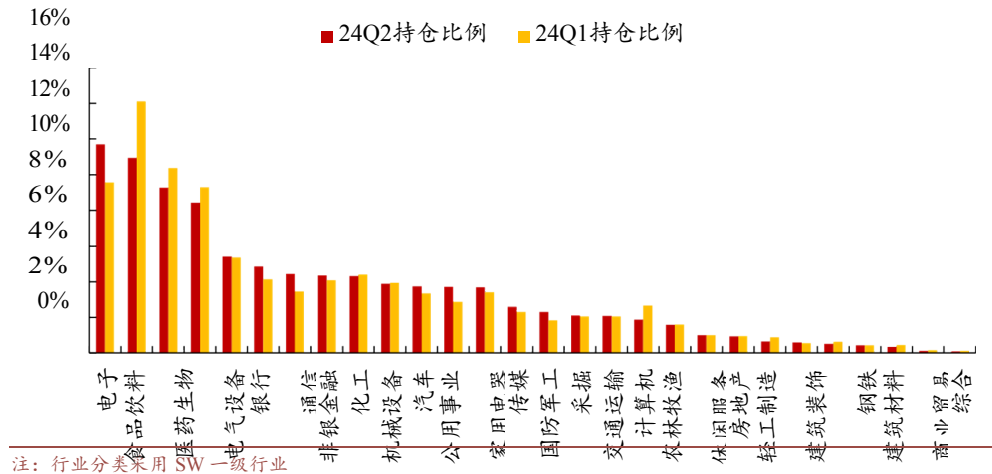
1.3 24Q2 板块持仓比例下降，筹码结构持续优化

24Q2 食品饮料板块整体减配，基金重仓股持仓比例环比 24Q1 下降 3.16pct。

24Q2 季末基金食品饮料板块重仓持股比例为 10.97%（食品饮料重仓持股市值/基金重仓持股总市值），较 24Q1 下降 3.16pct。23Q2-24Q2 公募基金食品饮料重仓

比例分别为 12.90%、14.00%、13.65%、14.14%、10.97%。全行业中，食品饮料板块重仓比例降至第二，被电子板块超越。

图5.食品饮料板块 24Q2 持仓比例降至行业第二



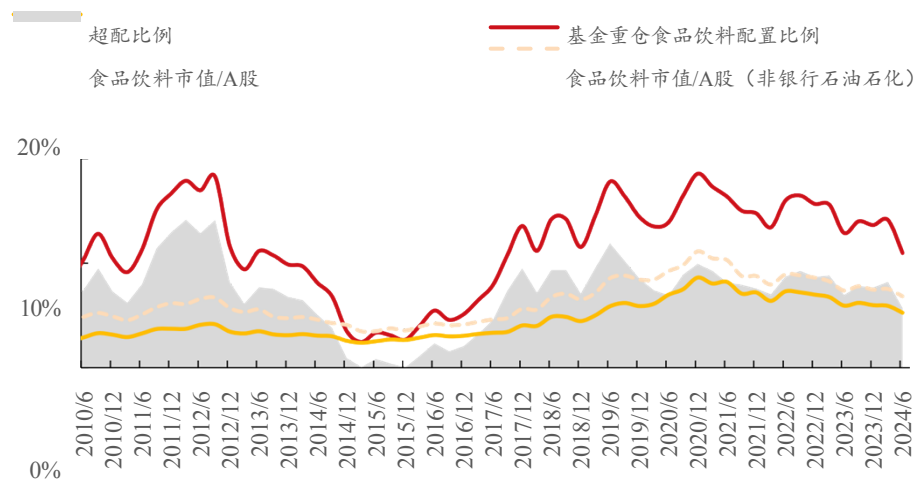
注：行业分类采用 SW 一级行业

数据来源：Wind、财通证券研究所

24Q2 食品饮料板块超配收窄，基金重仓股超配比例环比 24Q1 下降 2.51pct。

24Q2 季末食品饮料市值占 A 股比重为 5.26%（剔除银行石油石化市值比重为 6.83%），食品饮料板块继续处于超配状态，超配 5.71pct，超配比例环比下降 2.51pct。24Q2 边际减仓幅度较大，24Q2 消费需求整体转淡，市场对食饮板块预期出现回落，白酒作为食饮核心板块面临较大幅度减配。

图6.食品饮料板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

24Q2 白酒、大众品均边际减仓。24Q2 白酒持仓比例环比下降 2.64pct 至 9.90%，23Q2-24Q2 季末白酒持仓比例分别为 10.76%、12.27%、11.91%、12.54%、9.90%。24Q2 大众品持仓比例为 1.07%，环比下降 0.53pct，其中饮料乳品、啤酒减仓较多，其余子板块持仓微降。

表3.分子板块基金重仓持仓比例

	24Q2 环比	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3
食品饮料	-3.16 pct	10.97%	14.14%	13.65%	14.00%	12.90%	15.60%	15.67%	16.47%
白酒	-2.64 pct	9.90%	12.54%	11.91%	12.27%	10.76%	13.20%	13.14%	13.92%
大众品	-0.53 pct	1.07%	1.60%	1.74%	1.74%	2.14%	2.40%	2.53%	2.55%
啤酒	-0.16 pct	0.27%	0.43%	0.37%	0.52%	0.69%	0.89%	0.79%	0.90%
饮料乳品	-0.19 pct	0.40%	0.59%	0.59%	0.51%	0.62%	0.60%	0.72%	0.84%
食品加工	-0.06 pct	0.17%	0.24%	0.34%	0.29%	0.36%	0.35%	0.35%	0.36%
休闲食品	-0.07 pct	0.07%	0.14%	0.15%	0.14%	0.14%	0.17%	0.21%	0.15%
调味发酵品	-0.03 pct	0.12%	0.15%	0.18%	0.17%	0.19%	0.21%	0.27%	0.20%

数据来源：Wind、财通证券研究所

白酒基金超配比例环比下降，大众品转为低配。从超配比例来看，白酒 24Q2 超配比例环比下降 2.1pct 至 6.04%，23Q2-24Q2 季末白酒超配比例分别为 6.51%、7.67%、7.51%、8.15%、6.04%；大众品 24Q2 超配比例环比下降 0.41pct 至 -0.33%，转为低配，大众品各子板块中，啤酒仍处于超配状态，其余子板块为低配状态。

表4.分子板块基金重仓超配比例

	24Q2 环比	24Q2	24Q1	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3
食品饮料	-2.51 pct	5.71%	8.22%	7.67%	7.80%	6.95%	8.84%	8.68%	9.26%
白酒	-2.10 pct	6.04%	8.15%	7.51%	7.67%	6.51%	8.34%	8.22%	8.68%
大众品	-0.41 pct	-0.33%	0.08%	0.16%	0.13%	0.45%	0.50%	0.46%	0.58%
啤酒	-0.15 pct	0.12%	0.27%	0.22%	0.34%	0.50%	0.66%	0.57%	0.68%
饮料乳品	-0.17 pct	-0.04%	0.13%	0.14%	0.06%	0.17%	0.14%	0.20%	0.34%
食品加工	-0.04 pct	-0.08%	-0.04%	0.04%	-0.01%	0.07%	0.04%	0.01%	0.04%
休闲食品	-0.04 pct	-0.07%	-0.03%	-0.03%	-0.05%	-0.06%	-0.06%	-0.05%	-0.06%
调味发酵品	0.01 pct	-0.24%	-0.25%	-0.23%	-0.23%	-0.26%	-0.35%	-0.35%	-0.44%

数据来源：Wind、财通证券研究所

图7.白酒板块基金持仓变化

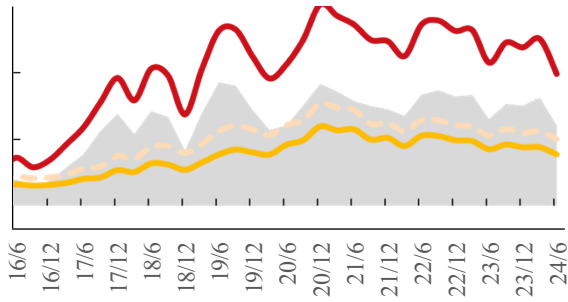
超配比例
 基金白酒配置比例
 白酒市值/A股

 20%
 谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

15%

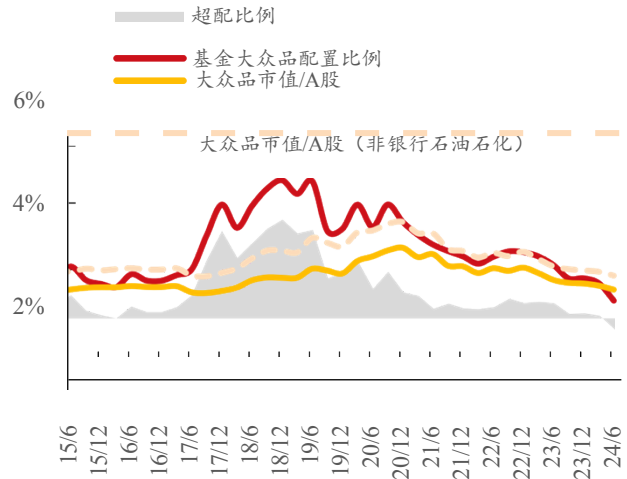
10%

白酒市值/A股（非银行石油石化）



数据来源：Wind、财通证券研究所

图8.大众品板块基金持仓变化



数据来源：Wind、财通证券研究所

2 白酒：环比承压，积极应对

2.1 收入端：Q2 环比降速，分化态势加剧

2024 年上半年白酒板块增速回落。2024H1 白酒板块营业收入同比增长 14.1%，归母净利润同比增长 13.9%。在消费需求疲软的环境下，行业收入增速较 2023H1 回落，但整体增长趋势仍然稳健。

表5.白酒板块公司 2020H1-2024H1 收入及归母净利润增速情况

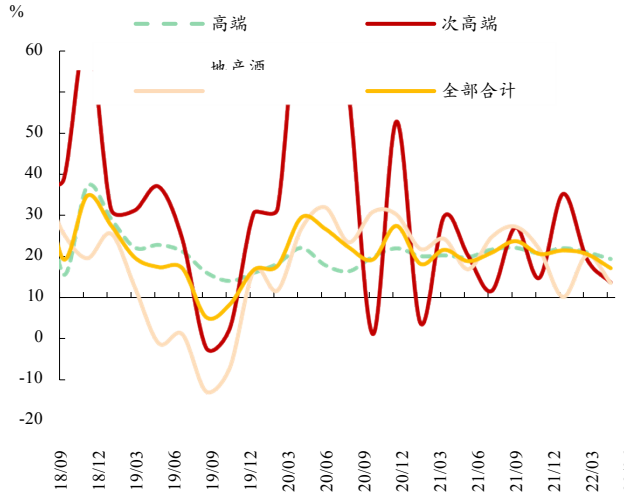
证券简称	收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
白酒合计	1.4%	23.6%	18.6%	17.3%	14.1%	8.3%	21.4%	22.0%	19.5%	13.9%
高端	10.3%	15.5%	16.1%	17.3%	15.3%	14.5%	14.7%	19.8%	19.2%	14.4%
贵州茅台	11.3%	11.7%	17.4%	20.8%	17.8%	13.3%	9.1%	20.8%	20.8%	15.9%
五粮液	13.3%	19.4%	12.2%	10.4%	11.3%	16.3%	21.6%	14.4%	12.8%	11.9%
泸州老窖	-4.7%	22.0%	25.2%	25.1%	15.8%	17.1%	31.2%	30.9%	28.2%	13.2%
次高端	-5.4%	91.1%	27.2%	11.5%	12.2%	9.9%	151.2%	34.2%	19.8%	12.7%
山西汾酒	8.2%	75.6%	26.5%	24.0%	19.6%	34.9%	120.8%	41.5%	35.0%	24.3%
水井坊	-52.4%	128.4%	12.9%	-26.4%	12.6%	-69.6%	266.0%	-2.0%	-45.2%	19.5%
舍得酒业	-15.9%	133.1%	26.5%	16.6%	-7.3%	-11.5%	347.9%	13.6%	10.1%	-35.8%
酒鬼酒	1.9%	137.3%	48.0%	-39.2%	-35.5%	18.4%	176.5%	40.7%	-41.2%	-71.3%
地产酒	-15.9%	23.5%	21.8%	20.5%	12.7%	-11.2%	17.2%	25.7%	20.4%	12.2%
洋河股份	-16.1%	15.7%	21.6%	15.7%	4.6%	-3.2%	4.8%	21.8%	14.1%	1.1%
古井贡酒	-7.8%	27.0%	28.5%	25.6%	22.1%	-17.9%	34.5%	39.2%	44.9%	28.5%
老白干酒	-23.8%	10.6%	22.7%	10.2%	10.7%	-39.5%	6.1%	191.4%	-40.2%	40.3%
今世缘	-4.6%	32.2%	20.7%	28.5%	22.4%	-4.9%	30.9%	21.2%	26.7%	20.1%
迎驾贡酒	-27.3%	52.5%	21.3%	24.2%	20.4%	-25.1%	77.6%	31.7%	36.5%	29.6%
口子窖	-35.1%	42.9%	2.4%	26.8%	8.7%	-45.7%	41.3%	7.6%	14.6%	11.9%
金徽酒	-12.7%	36.6%	26.1%	24.2%	15.2%	-10.9%	55.9%	13.1%	20.1%	16.0%
其他	-21.7%	38.3%	8.1%	13.7%	4.0%	-70.5%	233.8%	-8.8%	36.1%	22.7%
金种子酒	-19.1%	33.0%	10.4%	27.6%	-13.2%	71.0%	79.8%	-43.6%	-31.3%	-129.3%
伊力特	-15.6%	29.9%	10.0%	7.7%	8.9%	-27.5%	45.0%	-39.5%	37.4%	12.1%

天佑德酒	-34.7%	63.6%	2.8%	11.0%	14.9%	-256.2%	-314.5%	32.3%	-3.0%	-17.5%
------	--------	-------	------	-------	-------	---------	---------	-------	-------	--------

数据来源：Wind，财通证券研究所

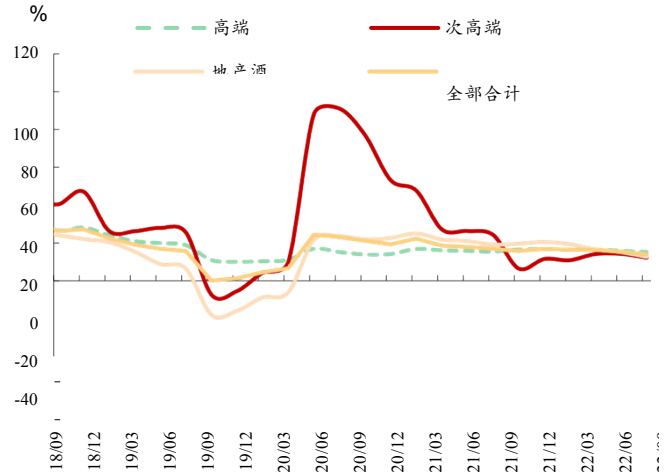
分季度看，2024Q2 承压环比降速，其中高端酒企展现较好韧性，次高端、地产酒企承压较多。23Q2~24Q2 白酒板块单季度收入同比增速分别为 18.6%、15.5%、16.3%、15.4%、12%。其中 24Q2 高端酒企收入增速仅小幅回落，展现较好韧性；次高端、地产酒承压较多，24Q2 收入增速明显回落。

图9.白酒子板块单季收入增速(%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图10.白酒子板块季度累计收入增速(%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

表6.白酒板块公司2023Q2-2024Q2 单季收入及归母净利润增速情况

证券简称	收入同比增速					归母净利润同比增速				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
白酒合计	18.6%	15.5%	16.3%	15.4%	12.0%	21.0%	18.4%	16.2%	15.7%	10.6%
高端	16.9%	15.7%	16.9%	15.8%	14.2%	18.4%	18.0%	17.5%	15.2%	13.2%
贵州茅台	20.4%	13.1%	19.8%	18.0%	17.0%	21.0%	15.7%	19.3%	15.7%	16.1%
五粮液	5.1%	17.0%	14.0%	11.9%	10.1%	5.1%	18.5%	10.1%	12.0%	11.5%
泸州老窖	30.5%	25.4%	9.1%	20.7%	10.5%	27.2%	29.4%	24.8%	23.2%	2.2%
次高端	21.9%	9.6%	30.1%	14.2%	8.5%	36.0%	15.2%	5.1%	20.9%	-7.0%
山西汾酒	31.8%	13.6%	27.4%	20.9%	17.1%	49.6%	27.1%	2.0%	30.0%	10.2%
水井坊	2.2%	21.5%	51.3%	9.4%	16.6%	508.9%	19.6%	53.2%	16.8%	29.6%
舍得酒业	32.1%	7.9%	27.6%	4.2%	-22.7%	14.8%	3.0%	-1.9%	-3.4%	-88.4%
酒鬼酒	-32.0%	-36.7%	21.7%	-48.8%	-13.3%	-38.2%	-77.7%	-10.1%	-75.6%	-60.9%
地产酒	22.1%	16.6%	5.0%	15.2%	8.4%	25.0%	19.7%	2.6%	13.9%	8.7%
洋河股份	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%	-3.0%	9.9%	7.5%	-161.3%	5.0%	-9.7%
古井贡酒	26.8%	23.4%	8.9%	25.9%	16.8%	47.5%	46.8%	49.2%	31.6%	24.6%

老白干酒	10.0%	12.9%	17.9%	12.7%	9.0%	18.5%	17.9%	42.2%	33.0%	46.7%
今世缘	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%	21.5%	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%	16.9%
迎驾贡酒	28.6%	21.9%	18.8%	21.3%	19.0%	59.0%	39.5%	26.0%	30.4%	28.0%
口子窖	34.0%	4.7%	10.4%	11.1%	5.9%	22.8%	8.4%	6.9%	10.0%	15.1%
金徽酒	21.0%	47.8%	17.3%	20.4%	7.7%	53.7%	884.8%	-15.4%	21.6%	1.9%
其他	15.1%	73.5%	42.9%	13.3%	-9.4%	255.4%	194.3%	313.2%	54.5%	-92.9%
金种子酒	30.5%	43.3%	6.8%	-3.0%	-26.2%	-107.9%	-103.7%	-124.9%	-142.9%	-295.6%
伊力特	-5.6%	143.9%	85.7%	12.4%	3.6%	39.8%	363.8%	331.2%	7.1%	38.9%
天佑德酒	53.0%	43.8%	42.0%	32.8%	-11.8%	-291.8%	2693.1%	-33.1%	40.4%	-248.1%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

现金流表现看, 收现分化加剧。23Q2、23Q3、23Q4+24Q1、24Q2 白酒板块收现同比增速分别为 10.4%、22.1%、12.5%、22.8%, 订单额(收入+△预收)同比增速分别为 24.8%、16.8%、16.9%、16.4%。

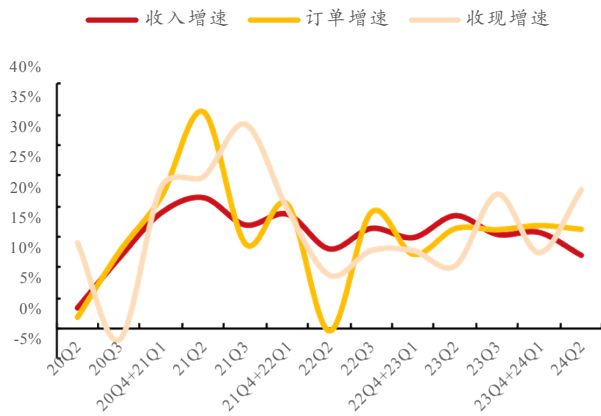
1) 高端酒: 五粮液收现亮眼, 贵州茅台稳健, 泸州老窖降速。24Q2 茅五泸订单

额分别增长 22.8%/51.6%/4.6%，收现分别+22.6%/+93.4%/-0.2%，茅台收现端维持稳健增长，五粮液高增主要源于超前回款及票据集中兑现，老窖主因高基数因素。

2) 次高端：收现普遍承压。山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒 24Q2 订单额同比-4.5%/-7.3%/-10.4%/-20.5%。整体来看，次高端仍处于调整阶段，24Q2 回款节奏普遍放缓。

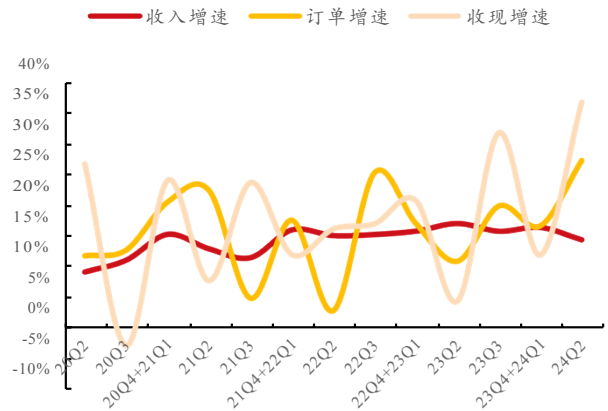
3) 地产酒：收现降速，分化凸显。24Q2 古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒订单额分别同比增长 3.8%/6.3%/14.4%，其余地产酒企同比均下滑。

图11.白酒行业收入增速、订单额增速及收现增速对比



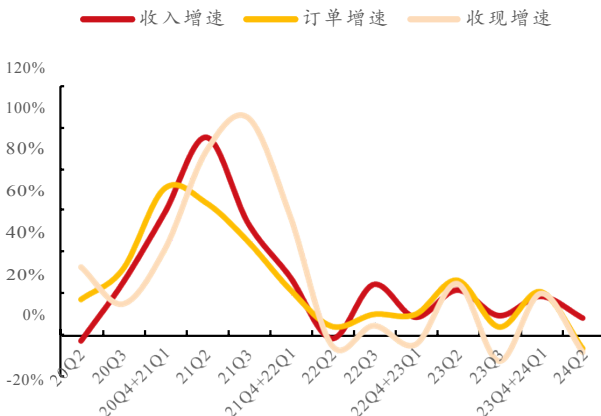
数据来源：Wind，财通证券研究所

图12.高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

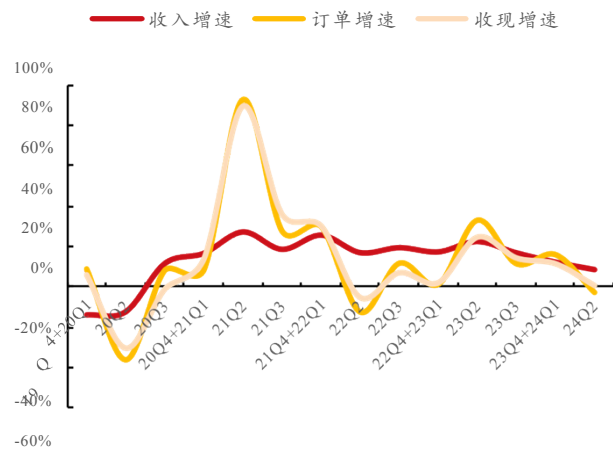
图13.次高端酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

敬请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

图14.地产酒收入增速、订单额增速及收现增速对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

表7.白酒子板块单季收入增速情况

简称	收入增速						订单额(收入+Δ预收) 增速					
	22Q3	22Q4+2 3Q1	23Q2	23Q3	23Q4+2 4Q1	24Q2	22Q3	22Q4+2 3Q1	23Q2	23Q3	23Q4+2 4Q1	24Q2
全行业	16.5%	14.9%	18.6%	15.5%	15.8%	12.0%	-0.6%	12.4%	24.8%	16.8%	16.9%	16.4%
高端	15.1%	15.7%	16.9%	15.7%	16.3%	14.2%	2.3%	17.2%	24.0%	11.2%	16.5%	27.4%
贵州茅台	15.2%	17.6%	20.4%	13.1%	18.9%	17.0%	3.7%	14.5%	13.3%	11.8%	22.4%	22.8%
五粮液	12.2%	12.0%	5.1%	17.0%	12.7%	10.1%	-13.3%	20.8%	34.3%	4.5%	9.2%	51.6%
泸州老窖	22.3%	18.4%	30.5%	25.4%	14.9%	10.5%	46.9%	18.4%	48.3%	21.5%	13.4%	4.6%
次高端	24.6%	8.9%	21.9%	9.6%	18.9%	8.5%	4.2%	10.0%	29.8%	26.3%	20.7%	-6.4%
山西汾酒	32.5%	26.5%	31.8%	13.6%	22.5%	17.1%	12.7%	21.8%	41.4%	37.2%	29.3%	-4.5%
水井坊	7.0%	-33.1%	2.2%	21.5%	30.9%	16.6%	32.1%	-31.4%	-36.4%	12.6%	31.0%	-7.3%
舍得酒业	30.9%	6.6%	32.1%	7.9%	13.9%	-22.7%	-8.4%	39.8%	55.9%	3.2%	-1.2%	-10.4%
酒鬼酒	2.5%	-37.9%	-32.0%	-36.7%	-22.8%	-13.3%	-33.6%	-40.7%	-8.6%	-9.8%	-24.9%	-20.5%
地产酒	19.1%	17.1%	22.1%	16.6%	12.0%	8.4%	-12.7%	1.1%	24.7%	33.1%	15.9%	-2.9%
洋河股份	18.4%	13.6%	16.1%	11.0%	2.3%	-3.0%	-8.8%	-11.3%	18.5%	28.6%	11.0%	-8.3%
古井贡酒	21.6%	24.8%	26.8%	23.4%	19.5%	16.8%	-21.8%	11.3%	29.0%	22.1%	20.6%	3.8%
老白干酒	27.9%	1.6%	10.0%	12.9%	15.5%	9.0%	-17.0%	-2.9%	5.6%	20.0%	18.7%	-6.0%
今世缘	26.1%	27.4%	30.6%	28.0%	23.8%	21.5%	-5.0%	14.0%	41.3%	39.8%	22.8%	6.3%
迎驾贡酒	24.5%	18.7%	28.6%	21.9%	20.2%	19.0%	-6.6%	18.3%	21.5%	42.4%	17.7%	14.4%
口子窖	5.7%	9.3%	34.0%	4.7%	10.8%	5.9%	-15.9%	12.9%	45.7%	59.5%	8.3%	-16.3%
金徽酒	-9.1%	16.6%	21.0%	47.8%	19.4%	7.7%	-10.9%	8.2%	8.5%	57.3%	20.6%	-17.7%
其他	-38.8%	-1.8%	15.1%	73.5%	23.9%	-9.4%	-10.8%	1.3%	17.1%	7.8%	21.2%	-8.6%
金种子酒	-18.6%	7.3%	30.5%	43.3%	1.5%	-26.2%	3.7%	25.1%	55.0%	-4.9%	-5.7%	-22.6%
伊力特	-60.0%	-3.8%	-5.6%	143.9%	34.4%	3.6%	-16.0%	-8.9%	10.7%	-2.1%	38.7%	1.7%
天佑德酒	-23.2%	-9.0%	53.0%	43.8%	35.8%	-11.8%	-15.1%	-6.1%	-2.2%	55.7%	29.5%	-12.9%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表8.白酒子板块单季度收现增速情况

简称	收现增速						收现比					
	22Q3	22Q4+2 3Q1	23Q2	23Q3	23Q4+2 4Q1	24Q2	22Q3	22Q4+2 3Q1	23Q2	23Q3	23Q4+2 4Q1	24Q2
全行业	12.9%	12.9%	10.4%	22.1%	12.5%	22.8%	1.13	1.63	1.07	1.20	1.05	1.18
高端	16.8%	20.6%	4.2%	31.6%	11.7%	36.6%	1.21	1.10	1.08	1.29	1.05	1.29
贵州茅台	19.6%	12.7%	12.3%	21.0%	22.7%	22.6%	1.15	1.04	1.05	1.23	1.08	1.10
五粮液	10.8%	43.7%	-18.6%	35.1%	-1.8%	93.4%	1.21	1.24	1.00	1.40	1.09	1.76
泸州老窖	20.1%	-8.2%	25.7%	90.4%	7.4%	-0.2%	0.90	0.89	1.37	1.37	0.83	1.23
次高端	4.8%	-4.3%	24.9%	-12.2%	20.1%	-7.9%	1.19	0.97	1.22	0.90	0.98	1.03
山西汾酒	5.1%	6.4%	35.5%	-15.9%	25.1%	-6.3%	1.14	0.96	1.25	0.85	0.98	1.00
水井坊	0.3%	-30.1%	9.4%	15.1%	29.5%	-5.9%	1.19	1.12	1.21	1.13	1.11	0.97
舍得酒业	1.6%	-3.3%	36.0%	-16.6%	12.8%	-14.4%	1.10	0.98	1.18	0.85	0.97	1.30
酒鬼酒	21.8%	-43.2%	-40.3%	-33.3%	-33.7%	-12.9%	0.92	0.88	1.03	0.97	0.76	1.04
地产酒	7.3%	2.4%	25.0%	14.7%	11.8%	1.0%	0.96	1.09	0.98	1.10	1.08	0.92
洋河股份	7.7%	-10.7%	13.8%	11.6%	13.0%	-12.0%	1.14	1.05	0.82	1.15	1.16	0.74
古井贡酒	-10.1%	13.5%	19.3%	26.8%	6.3%	12.8%	0.92	1.05	1.10	0.94	0.94	1.07
老白干酒	-0.1%	-5.7%	24.9%	12.8%	23.7%	-0.5%	1.14	1.15	0.93	1.14	1.23	0.84
今世缘	52.7%	12.5%	32.6%	4.3%	19.6%	7.1%	1.60	1.12	1.07	1.30	1.08	0.95
迎驾贡酒	29.6%	26.1%	42.5%	18.5%	11.4%	12.7%	1.15	1.21	1.13	1.11	1.12	1.07
口子窖	-13.2%	20.7%	48.9%	20.3%	-1.0%	-4.4%	0.80	1.06	1.10	0.91	0.95	1.00
金徽酒	-16.5%	16.7%	93.1%	30.1%	13.8%	-12.8%	1.24	1.29	1.16	1.09	1.23	0.94
其他	18.4%	-16.7%	12.8%	52.1%	7.0%	-30.6%	1.06	1.08	1.04	1.21	0.93	0.80
金种子酒	163.9%	-15.3%	52.1%	4.3%	-47.8%	-46.9%	1.85	1.09	1.25	1.35	0.56	0.90
伊力特	-26.2%	-25.4%	-21.6%	156.9%	35.6%	-26.5%	1.02	1.05	0.85	1.07	1.06	0.60
天佑德酒	-20.5%	0.6%	48.9%	54.0%	31.0%	-13.0%	1.17	1.13	1.11	1.25	1.09	1.09

数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.1.1 高端酒: 韧性凸显, 对抗周期

高端酒企 24Q2 增长稳健。2024Q2 贵州茅台、五粮液、泸州老窖营收分别同增 17%、10.1%、10.5%，归母净利分别同增 16.1%、11.5%、2.2%，其中贵州茅台、

敬请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

五粮液 24Q2 收入增速环比 24Q1 仅略微降速，泸州老窖则环比降速明显。贵州茅台尽管经历批价波动，但行业压舱石作用不改；五粮液率先发力控货挺价，布局侧翼产品补增量，实现高质量增长；泸州老窖相对承压较多，发力控速提质、深耕挖潜，稳健势能犹在。

表9. 高端白酒公司点评

公司	点评
贵州茅台	<p>高质量双过半，提分红显信心。24H1 实现营收 819.3 亿元，同比+17.8%，归母净利润 417.0 亿元，同比+15.9%；24Q2 实现营收 361.6 亿元，同比+17.3%，归母净利润 176.3 亿元，同比+16.1%。分产品看：1) 茅台酒 24Q2 收入 289 亿元，同比+12.9%，高端酒需求韧性得以体现。考虑到传统渠道普飞配额/回款稳定，直销 Q2 降速，非标产品或是主增长来源；2) 系列酒 24Q2 收入 72.1 亿元，同比+42.5%，消费结构重塑促成系列酒增长契机。其中茅台 1935 提前完成半年目标，其他系列酒单品增速或高于整体，形成新增长极。分渠道看：24Q2 批发/直销收入同比+27.4%/+5.8%，直销占比为 40%，同比-4.5pct，其中 i 茅台收入 49.1 亿元，同比+10.6%。直销结构下降主因 Q2 直销渠道控量挺价（企业团购/数字平台等），考虑到公司经营理念调整，以及稳定渠道信心，预计直销端拓展将趋向谨慎。公司规划 2024~2026 年最低分红率 75%，分年度和中期两次实施。常规分红率确定性提升（往年仅年度分红存在确定性），特别分红常态化。据此测算，对应当前市值 2024 年股息率预计可达 3.7%，核心资产红利特征凸显。</p>
五粮液	<p>稳健双过半，蓄力新高度。2024H1 实现营收 506.5 亿元，同比+11.3%，归母净利润 190.6 亿元，同比+11.9%；2024Q2 实现营收 158.2 亿元，同比+10.1%，归母净利润 50.1 亿元，同比+11.5%。分产品看：1) 2024H1 五粮液产品收入 392 亿元，同比+11.4%，量/价分别同比+12.1%/-0.6%。普五在减量控货基础上推测微增；1618、低度通过扫码红包、宴席活动促动销补齐增长；经典五粮液推测增长贡献不大。2) 2024H1 系列酒收入 79 亿元，同比+17.8%。量/价分别同比-23.9%/+54.7%，主因 2023H1 尖庄放量导致量高基数/价低基数。2024H1 系列酒更加聚焦，五粮春升级转型、尖庄控量，发力产品结构优化，逐步补齐腰部短板。尽管当前环境偏弱，五粮液在千元绝对龙头的品牌力基础上，精准推进渠道调控，普五挺价坚决，批价、库存维持良性，有望以积极状态进入旺季。战略补充得当，1618、低度补齐短期增量，适时推出差异度数产品、经典年份酒谋求远期潜力。看好公司量价正循环下的稳健增长。</p>
泸州老窖	<p>Q2 降速提质，锚定长期稳增。24H1 实现营收 169 亿元，同比+15.8%，归母净利润 80.3 亿元，同比+13.2%；24Q2 实现营收 77.2 亿元，同比+10.5%，归母净利润 34.5 亿元，同比+2.2%。分产品看：1) 中高档酒 24H1 收入 152.1 亿元，同比+17.1%，量/价分别同比+25.7%/-6.8%。量的方面，国窖增长稳健，Q2 或降速至 10%+，低度优于高度，特曲/特曲 60 版受益商务降级、大众红利，增速或优于整体；价的方面，吨价下降主因高度出厂价回调、低度及中档酒占比提升。2) 其他酒收入 16.3 亿元，同比+6.9%，量/价分别同比+0.6%/+6.3%。低档酒表现平稳，期内头曲提价拉动吨价提升。当前弱环境下，酒企控速提质、谋求长期健康稳增已是行业普遍共识，愈发考验酒企内功。我们认为，公司在渠道控盘、深耕挖潜方面的相对优势，有望助力平稳穿越周期、实现稳定增长。</p>

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

2.1.2 次高端白酒：报表压力释放，主动调控为先

次高端酒企整体表现为承压分化，积极主动调控下压力逐步释放。24Q2 山西汾酒/舍得酒业/水井坊/酒鬼酒收入分别同比+17.1%/+16.6%/-22.7%/-13.3%。其中山西汾酒虽环比降速，但仍展现出优于次高端整体的增长势能，Q2 控青花放中低档，战术灵活，提质谋求长期增长；水井坊依靠大众单品臻酿八号取得超预期单季表现；舍得酒业、酒鬼酒延续承压态势，收入利润均明显下滑，两者均积极应对，主动控货去库释放压力。

表10.次高端酒公司点评

公司	点评
山西汾酒	<p>Q2 战术调控，谋求长期发展。2024H1 实现营收 227.5 亿元，同比+19.6%，归母净利润 84.1 亿元，同比+24.3%；2024Q2 实现营收 74.1 亿元，同比+17.1%，归母净利润 21.5 亿元，同比+10.2%。分产品看，2024Q2 中高价酒类/其他酒类实现收入 45.7/28 亿元，同比+1.5%/+58.3%。1) 青花系列增速放缓，青花 20 是 Q2 控量重点。2) 玻汾 Q2 投放量阶段性加大，省外市场做强清香氛围，同时补齐青花调控的增量。3) 腰部产品增长顺应大众消费需求。我们认为，当前弱环境下，一味追求短期高增会损伤经营根基，适时灵活调控才是可持续发展的正道。而汾酒的优势即在于多层次无短板的产品组合，赋予了产品互补调控、有的放矢的空间。当前来看，青花势能不减，经控量后批价、库存均保持良性，更加健康进入中秋，Q3 预计回归放量。玻汾下半年预计收缩控量，全年或回归合理稳增。腰部产品下半年升级产品导入省外市场，伴随全国化拓展全年将延续增长，中期或将补齐玻汾控量的缺口。</p>
舍得酒业	<p>Q2 承压延续，主动调整为先。2024H1 实现营收 32.7 亿元，同比-7.3%，归母净利润 5.91 亿元，同比-35.8%；2024Q2 实现营收 11.7 亿元，同比-22.7%，归母净利润 0.41 亿元，同比-88.4%。2024Q2 酒类收入 10.2 亿元，同比-25%，单季表现低于预期，承压环比加剧。分产品看，2024Q2 中高档酒/普通酒收入 8.8/1.5 亿元，同比-19.3%/-47.3%。中高档酒方面，次高端及以上商务需求仍有承压，公司为维持渠道良性未大力压货，Q2 品味持续控货去库，降幅或较大；舍之道维持增长，宴席场景表现较优，但因小体量贡献较小。夜郎古酒显著改善，2024H1 实现营收 1.7 亿元，同比接近翻倍增长。普通酒方面，T68 受益大众消费增长较好，沱牌定制产品主动提质缩量形成拖累。当前次高端调整期内，公司坚守长期主义，“控量稳价”以维持渠道良性，主动释放库存压力，期待下半年轻装上阵后边际改善。</p>
水井坊	<p>Q2 超预期，新财年轻装上阵。24H1 营收 17.2 亿元，同比+12.6%，归母净利润 2.42 亿元，同比+19.5%；24Q2 营收 7.85 亿元，同比+16.6%，归母净利润 0.56 亿元，同比+29.6%。24Q2 作为公司 F24 财年收官季，在市场认为回款不顺的低预期下仍实现了双位数增长。24Q2 酒类收入 7.42 亿元，同比+11.2%。分产品看，24Q2 高档酒/中档酒收入 7.2/0.23 亿元，同比+14.7%/-43.6%。臻酿八号持续受益大众消费红利增速高于整体，“加倍下注”成效开始显现，井台、典藏因商务场景承压预计增长贡献不大。上半年圆满收官定下良好基调，全年双增目标确定性提升，验证了调整期内经营策略的可行性。当前公司渠道库存良性、价盘稳定，Q3 开启新财年轻装上阵取得稳健增势，八号有望持续引领增长。</p>

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

2.1.3 地产酒：苏皖景气延续，不乏亮眼个股

2024 年以来徽酒景气持续兑现、苏酒竞争有所加剧。24Q2 年地产酒上市公司整体营收、归母净利增速分别为 8.4%/8.7%。区域酒企竞争进一步加强，品牌集中度进一步提升。24Q2 企业营收及利润增速环比略有下滑，一方面二季度春节大众消费脉冲有所下滑，另一方面宴席市场受高基数影响同比略有承压。分区域来看，安徽、甘肃等区域相对占优，结构性增长下势能仍有余力。

表11.地产酒公司点评

公司	点评
洋河股份	<p>24H1 实现营收 228.8 亿元，同比增长 4.6%；实现归母净利润 79.5 亿元，同比增长 1.1%。24Q2 分别实现营收、归母净利 66.2、18.9 亿元，同比变化-3.0%、-9.7%。分产品看，24H1 中高档(蓝色经典、珍宝坊等)/普通档收入 199.6 (+4.8%)/25.3 (5.2%) 亿元，中高档酒占比同比-0.04pct 至 88.8%。我们预计，24H1 商务需求修复不及预期且宴席市场高基数背景下，公司积极调整打法，一方面针对水晶梦等省内核心价位带进一步加大费用力度，同时 Q2 以后逐步注意 M6+控货挺价及渠道建设。②分区域来看，24H1 省内/省外分别实现营收 96.0 (+1.4%)/129.0 亿元 (+7.5%)，省外营收占比同比提升 1.0pct 至 57.3%，我们预计北京、江西等重点市场实现较好增速。分红承诺注重股东回报：公司公告 2024~2026 年年度现金分红总额不低于归母净利的 70%，且不低于人民币 70 亿元(含税)，若分红如期落实，现价股(以 2024 年 8 月 29 日收盘价)息率约 6.0%，配置性价比凸显。</p>
古井贡酒	<p>24H1 营收同增 22.1%，归母净利同增 28.5%；24Q2 营收、归母净利分别同增 16.8%、24.6%，毛销差提升带动净利率持续改善。24H1 公司白酒收入同增 22.3%，年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及分别同比增长 23.12%/ 11.47%/26.58%。分区域看，24H1 华中/华北/华南分别实现 118.7/11.1/8.2 亿元，同比+21.3%/+35.1%/+17.2%，我们预计，1 则安徽省内消费结构性增长势能有所延续，2 则公司通过古 7/古 20 等产品积极提升河北、山东华北市场产品结构推动省外市场稳步扩张。中秋展望来看，古井有望凭借渠道运作能力持续受益省内结构化(100-300 元)增长势能，目前整体回款进度复合预期，预计目标完成确定性较强。费用端来看，公司费率优化仍有空间。</p>
今世缘	<p>24H1 实现营收 73.1 亿元，同比增长 22.3%；实现归母净利润 24.6 亿元，同比增长 20.1%。24Q2 分别实现营收、归母净利 26.3、9.3 亿元，同比增长 21.5%、16.9%。2024 年，公司迎来建厂 80 周年、国缘品牌创立 20 周年、上市 10 周年。上市以来，公司通过持续精耕省内、逐步拓展省外，跑出跨越发展加速度。长期来看，公司产品布局完善，以大单品四开为基，向上通过 V 系实现品牌高度跃升，向下通过雅系及高沟等品牌实现势能扩张。市场方面，公司通过分品提升、分区精耕持续提升省内市场空间天花板，同时围绕长三角稳步推进省外市场培育。</p>
迎驾贡酒	<p>24H1 实现营收 37.9 亿元，同比增长 20.4%；实现归母净利润 13.8 亿元，同比增长 29.6%。24Q2 实现营收、归母净利 14.6、4.7 亿元，分别同比增长 19.0%、28.0%。Q2 利润增速超出市场预期，主因毛利率大幅提升。24Q2 公司白酒收入同增 20.2%，受高基数影响增速环比略有下滑。其中中高档酒、普通酒分别同增 24.9%、6.5%，产品高端化持续推进。分产品看：24H1 估算洞藏系列保持增长势能，伴随公司核心包量店签约推进洞 9 及产品占比实现有效提升，洞 6 增速保持稳定。展望 24H2，伴随安徽省内 100~300 元价格带集中效应提升，公司一方面持续加强销售网点下沉及客情维护，另一方面积极推进演唱会营销活动，带动洞 9 及以上产品推力进一步提升。安徽省内大众消费持续强劲，伴随洞藏系列自点率持续提升，公司保持消费者培育力度，推动产品结构稳步提升，品牌势能持续释放。</p>

数据来源：Wind、各公司公告、财通证券研究所

表12.白酒子板块单季收入增速情况(%)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	16.95	15.66	16.86	15.84	14.24
次高端合计	21.93	9.64	30.06	14.22	8.50
地产酒合计	22.10	16.58	4.98	15.15	8.41
其他合计	15.08	73.45	42.89	13.29	-9.42

全部合计	18.58	15.45	16.31	15.43	11.98
------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.2 利润端：费控持续优化，盈利能力有所分化

24Q2 我们统计的 17 家白酒上市公司中，净利润增速快于营收增速的仅有 7 家，白酒企业盈利能力持续承压。我们预计 1 则产品价格带聚集持续显著，高端化整

体趋缓；2 则存量竞争背景下，各公司淡季持续加大销售费用投放，聚焦市场份额占优。短期来看，白酒企业费用端或仍将承压，长期来看头部酒企有望凭借品牌、渠道以及价格带优势实现份额巩固，利润端有望逐步趋稳。

2.2.1 毛利及费用端：酒企积极加大市场竞争投入，管理费用率持续收缩

24Q2 白酒企业毛销差同比-0.31pct，行业承压背景下酒企营销竞争加大，盈利能力分化明显。①24Q2 高端酒毛销差同比-0.33pct，其中茅五泸销售费用率皆有一定程度提升。②24Q2 次高端毛销差同比-4.19pct，主因舍得毛销差下滑带动，其中仅水井坊毛销差阶段性提升，次高端商务需求短期承压进一步加剧。③24Q2 地产酒毛销差同比+0.33pct，大部分酒企环比有所改善仅洋河有所下滑，主要系二季度地产酒产品结构较春节相对提升，地产酒内部看，徽酒表现好于苏酒，古井、迎驾毛销差同比提升较多，我们预计主要系安徽省内结构性增长势能仍强，龙头酒企核心单品错位竞争，酒企营销投入压力相对温和。

图15.1H24 白酒个股毛销差变动(pct)

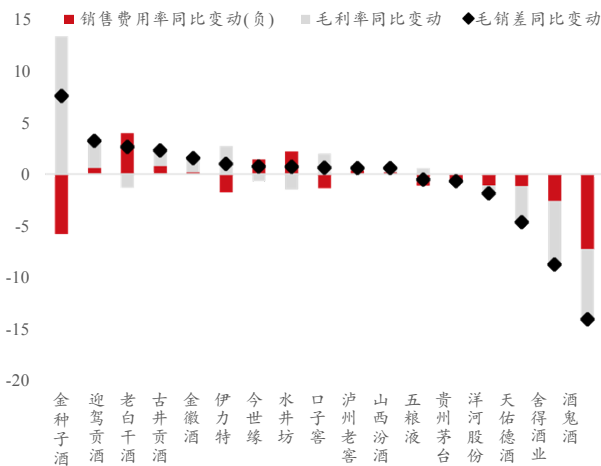
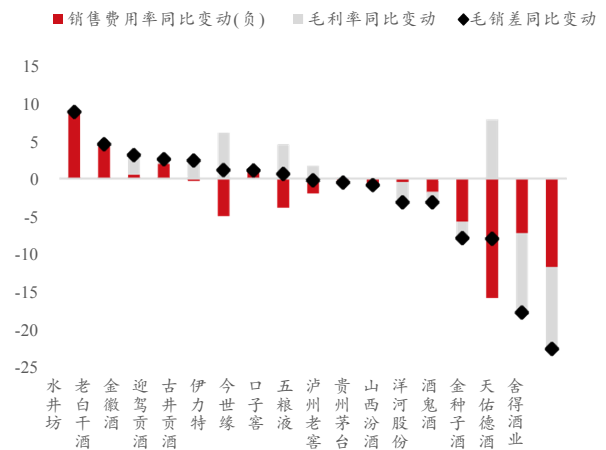


图16.24Q2 白酒个股毛销差变动(pct)



数据来源：Wind，财通证券研究所

数据来源：Wind，财通证券研究所

表13.白酒子板块单季毛利率同比变动情况 (pct)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
高端合计	0.10	-0.02	1.30	0.22	0.58
次高端合计	-1.08	-2.86	1.00	0.43	-3.13
地产酒合计	4.65	1.54	-0.60	-0.05	0.76

其他合计	2.82	15.33	11.17	5.60	2.95
全部合计	0.91	-0.02	1.05	0.28	0.46

数据来源：Wind，财通证券研究所

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/176200130242011004>