

## 白酒收入延续稳增长，啤酒盈利持续改善

Huijing Yan  
hj.yan@htisec.com

### 投资要点：

- **白酒：24Q1 实现开门红，盈利能力延续上行。**白酒行业 23 年收入稳健增长，24Q1 实现开门红；利润端期间费用率管控良好，归母净利率整体延续上行，分红比例有所提升，其中舍得、洋河显著提升逾 10pct，五粮液分红率提升超 5pct。23 年白酒板块上市酒企总计收入/归母净利润分别同比+15.6%/+18.9%至 4121/1551 亿元，24Q1 分别同比+14.7%/+15.7%至 1509/620 亿元。高端白酒收入维持双位数稳健增长，全国性次高端收入表现分化，山西汾酒延续高增，区域龙头延续快速增长，24Q1 古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘收入同比+25.9%/+21.3%/+22.8%。白酒板块毛利率整体提升，23 年/24Q1 分别同比+0.84pct/+0.46pct。行业期间费用率管控成效显著，23 年/24Q1 分别同比-0.34pct/-0.62pct，其中销售费用率分别同比+0.18pct/-0.02pct，管理费用率延续下行，分别同比-0.47pct/-0.53pct。归母净利率延续上行，23 年/24Q1 分别+1.02pct/+0.38pct 至 37.6%/41.1%。24Q1 白酒板块合同负债维持高位（环比/同比分别-23.3%/+0.4%），其中高端/全国性次高端/区域名酒还原合同负债后收入分别同比+32.6%/+21.7%/+18.0%。23 年/24Q1 白酒板块销售回款分别同比+16.6%/+12.5%，其中 23Q1 高端/全国性次高端/区域名酒分别同比+8.6%/+26.8%/+16.1%。
- **啤酒：高端化延续&原料成本下行，利润弹性持续兑现。**23 年啤酒行业上市公司营业收入/归母净利分别同比+7.1%/+8.3%至 1558/179 亿元，其中啤酒板块(A 股)营收/归母净利同比+6.2%/+16.9%。24Q1 啤酒板块(A 股)营收/归母净利同比-0.8%/+16.1%（23Q1 营收/归母净利同比+13.0%/+28.2%）。外部环境波动，高端化趋势不改，结构升级持续进行。23 年行业均价同比+3.5%，趋势上呈现前高后低；1Q24 行业收入延续了 4Q23 的同比负增长态势，但结构升级持续进行：一季度青岛啤酒/珠江啤酒均价分别同比+2.6%/+6.2%，重庆啤酒高档产品营收同比+8.3%至 25.72 亿元，营收占比达到 61.6%，珠江啤酒高档啤酒销量同比+15.1%。盈利能力方面，23 年/24Q1 啤酒板块(A 股)毛利率同比-0.89pct/+2.74pct 至 40.9%/41.5%。一季度毛利率显著改善，我们认为主因是吨价持续上行的同时，原料成本价格逐步回落。24 年至今啤酒主要原料价格均较 23 年同期有一定程度的下降，24 年 3 月玻璃/瓦楞纸/铝/大麦均价同比-3.8%/-9.7%/-0.2%/-26.5%。期间费用管控良好，盈利能力显著提升。24Q1 啤酒板块(A 股)销售/管理/期间费用率分别同比-0.53pct/+0.25pct/-0.45pct，归母净利率同比+1.71pct。展望后续，随着啤酒旺季来临以及消费环境的持续复苏，我们认为啤酒 ASP 与原料成本之间的剪刀差有望延续，毛利率改善下啤酒公司利润弹性有望持续释放。
- **投资建议。**我们推荐需求刚性稳健增长的高端白酒板块：贵州茅台、五粮液、泸州老窖，以及需求复苏后收入弹性较大的次高端白酒板块：山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘；关注受益于餐饮复苏、消费场景恢复、成本回落的啤酒板块：青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒。
- **风险提示。**行业竞争加剧，高端化进程不及预期，原材料价格上涨。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

## 图目录

|      |                                   |    |
|------|-----------------------------------|----|
| 图 1  | 白酒板块上市公司 2017 年以来营业总收入情况.....     | 5  |
| 图 2  | 白酒板块上市公司 2017 年以来归母净利润情况.....     | 5  |
| 图 3  | 白酒板块上市公司 2017 年以来毛利率情况.....       | 8  |
| 图 4  | 白酒板块上市公司 2017 年以来销售费用率.....       | 10 |
| 图 5  | 白酒板块上市公司 2017 年以来管理费用率.....       | 10 |
| 图 6  | 白酒板块上市公司 2017 年以来研发费用率.....       | 10 |
| 图 7  | 白酒板块上市公司 2017 年以来期间费用率.....       | 10 |
| 图 8  | 白酒板块上市公司 2017 年以来归母净利率情况.....     | 14 |
| 图 9  | 啤酒板块 A 股上市公司 2019 年以来营业总收入情况..... | 19 |
| 图 10 | 啤酒板块 A 股上市公司 2019 年以来归母净利润情况..... | 19 |
| 图 11 | 啤酒板块上市公司 2019 年以来销量情况.....        | 19 |
| 图 12 | 啤酒板块上市公司 2019 年以来均价情况.....        | 19 |
| 图 13 | 啤酒上市公司 2017 年以来毛利率情况.....         | 21 |
| 图 14 | 啤酒板块上市公司单位成本同比增速.....             | 22 |
| 图 15 | 啤酒行业成本指数走势.....                   | 22 |
| 图 16 | 主要包材、原材料价格走势.....                 | 22 |
| 图 17 | 啤酒板块上市公司 2017 年以来销售费用率情况.....     | 23 |
| 图 18 | 啤酒板块上市公司 2017 年以来管理费用率情况.....     | 23 |
| 图 19 | 啤酒板块 A 股上市公司 2017 年以来期间费用率情况..... | 23 |
| 图 20 | 啤酒板块上市公司 2017 年以来归母净利率情况.....     | 23 |

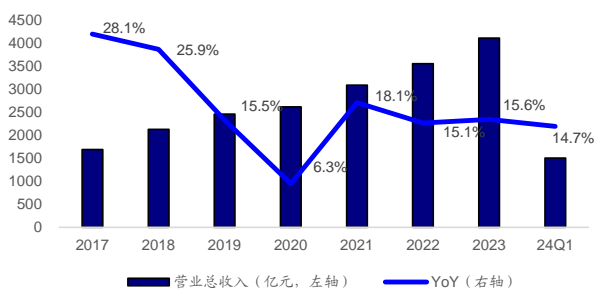
## 表目录

|      |                             |    |
|------|-----------------------------|----|
| 表 1  | 白酒板块上市公司现金分红情况.....         | 5  |
| 表 2  | 白酒板块上市公司营业总收入及同比增速情况.....   | 7  |
| 表 3  | 白酒板块上市公司毛利率情况.....          | 9  |
| 表 4  | 白酒板块上市公司销售费用率情况.....        | 11 |
| 表 5  | 白酒板块上市公司管理费用率情况.....        | 12 |
| 表 6  | 白酒板块上市公司期间费用率情况.....        | 13 |
| 表 7  | 白酒板块重点上市公司广告宣传及促销费用率情况..... | 13 |
| 表 8  | 白酒板块上市公司归母净利率情况.....        | 15 |
| 表 9  | 白酒板块上市公司合同负债情况.....         | 16 |
| 表 10 | 白酒板块上市公司现金流情况.....          | 17 |
| 表 11 | 白酒行业可比公司估值表.....            | 18 |
| 表 12 | 啤酒板块上市公司营业收入及同比增速情况.....    | 20 |
| 表 13 | 啤酒板块上市公司啤酒销量情况.....         | 20 |
| 表 14 | 啤酒板块上市公司啤酒吨价情况.....         | 20 |
| 表 15 | 啤酒板块上市公司毛利率情况.....          | 21 |
| 表 16 | 啤酒板块上市公司销售费用率情况.....        | 23 |
| 表 17 | 啤酒板块上市公司管理费用率情况.....        | 24 |
| 表 18 | 啤酒板块上市公司期间费用率情况.....        | 24 |
| 表 19 | 啤酒板块重点上市公司广告宣传费用率情况.....    | 24 |
| 表 20 | 啤酒板块上市公司归母净利率情况.....        | 25 |
| 表 21 | 啤酒板块上市公司现金流情况.....          | 25 |
| 表 22 | 啤酒行业可比公司估值表.....            | 26 |

## 1. 白酒：23 年收入延续稳增长，24Q1 实现开门红

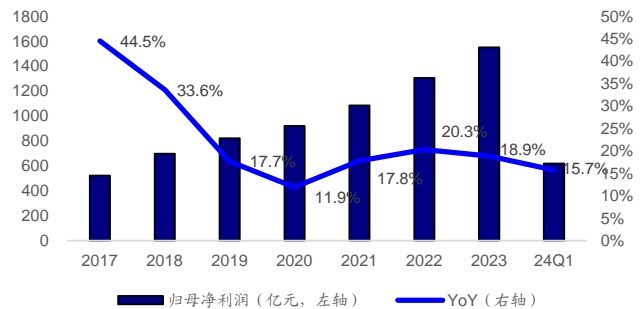
白酒行业 23 年收入稳健增长，24Q1 实现开门红；利润端期间费用率管控良好，归母净利率整体延续上行，分红比例有所提升。23 年白酒板块上市酒企总计收入/归母净利润分别同比+15.6%/+18.9%至 4121/1551 亿元，24Q1 分别同比+14.7%/+15.7%至 1509/620 亿元。23 年白酒板块毛利率同比+0.84pct 至 81.2%，24Q1 同比+0.46pct 至 81.3%。23 年白酒板块销售/管理/研发/财务/期间费用率同比+0.18pct/-0.47pct/+0.01pct /-0.07pct/-0.34pct 至 10.2%/5.5%/0.4%/-1.4%/14.7%，24Q1 分别同比-0.02pct/-0.53pct /-0.03pct /-0.03pct/-0.62pct 至 8.0%/3.7%/0.2%/-1.1%/10.8%。行业归母净利率延续上行，23 年/24Q1 分别+1.02pct/+0.38pct 至 37.6%/41.1%。行业分红比例有所提升，其中舍得酒业、洋河股份、酒鬼酒、老白干酒等显著提升（同比增长超 10pct），五粮液、金徽酒分红比例提升超 5pct，多数酒企分红比例同比上调。

图1 白酒板块上市公司 2017 年以来营业总收入情况



资料来源：Wind, HTI

图2 白酒板块上市公司 2017 年以来归母净利润情况



资料来源：Wind, HTI

表 1 白酒板块上市公司现金分红情况

| 证券简称          | 年度分红   |        |              | 特别分红         |       |              |       |
|---------------|--------|--------|--------------|--------------|-------|--------------|-------|
|               | 现金分红比例 |        | 每股股利 (税前, 元) | 每股股利 (税前, 元) |       | 每股股利 (税前, 元) |       |
|               | 2023   | 2022   |              | 同比变动 (pct)   | 2023  | 2022         | 2023  |
| <b>高端白酒</b>   |        |        |              |              |       |              |       |
| 贵州茅台          | 51.9%  | 51.9%  | 0.00         | 30.88        | 25.91 | 19.11        | 21.91 |
| 五粮液           | 60.0%  | 55.0%  | 5.00         | 4.67         | 3.78  | -            | -     |
| 泸州老窖          | 60.0%  | 60.0%  | 0.01         | 5.40         | 4.23  | -            | -     |
| <b>全国性次高端</b> |        |        |              |              |       |              |       |
| 山西汾酒          | 51.1%  | 50.0%  | 1.05         | 4.37         | 3.32  | -            | -     |
| 舍得酒业          | 40.2%  | 29.7%  | 10.52        | 2.15         | 1.50  | -            | -     |
| 水井坊           | 35.0%  | 30.1%  | 4.96         | 0.92         | 0.75  | -            | -     |
| 酒鬼酒           | 59.3%  | 40.3%  | 19.04        | 1.00         | 1.30  | -            | -     |
| <b>区域名酒</b>   |        |        |              |              |       |              |       |
| 洋河股份          | 70.1%  | 60.1%  | 10.01        | 4.66         | 3.74  | -            | -     |
| 古井贡酒          | 51.8%  | 50.5%  | 1.38         | 4.50         | 3.00  | -            | -     |
| 今世缘           | 39.8%  | 36.4%  | 3.39         | 1.00         | 0.73  | -            | -     |
| 口子窖           | 52.2%  | 58.1%  | -5.82        | 1.50         | 1.50  | -            | -     |
| 迎驾贡酒          | 45.5%  | 51.6%  | -6.15        | 1.30         | 1.10  | -            | -     |
| 金种子酒          | 0.0%   | 0.0%   | 0.00         | 0.00         | 0.00  | -            | -     |
| <b>其他</b>     |        |        |              |              |       |              |       |
| 顺鑫农业          | 0.0%   | 0.0%   | 0.00         | 0.00         | 0.00  | -            | -     |
| 老白干酒          | 61.8%  | 38.8%  | 23.03        | 0.45         | 0.30  | -            | -     |
| 伊力特           | 54.2%  | 117.0% | -62.81       | 0.39         | 0.41  | -            | -     |
| 金徽酒           | 60.0%  | 54.3%  | 5.70         | 0.39         | 0.30  | -            | -     |
| 天佑德酒          | 69.9%  | 37.7%  | 32.28        | 0.13         | 0.06  | -            | -     |
| 岩石股份          | 0.0%   | 0.0%   | 0.00         | 0.00         | 0.00  | -            | -     |
| 皇台酒业          | 0.0%   | 0.0%   | 0.00         | 0.00         | 0.00  | -            | -     |

资料来源：Wind, HTI

23年/24Q1白酒行业上市公司整体收入同比+15.6%/+14.7%。高端/全国性次高端/区域名酒23年同比+16.5%/+14.1%/+16.7%，24Q1分别同比+15.8%/+14.2%/+14.8%。其中高端白酒收入维持双位数稳健增长，全国性次高端收入表现分化，山西汾酒延续高增，区域头部酒企延续快速增长，24Q1古井贡酒/迎驾贡酒/今世缘收入同比+25.9%/+21.3%/+22.8%。

- **高端白酒：营收稳健增长，24Q1实现开门红。**贵州茅台23年收入同比+18.0%，其中茅台酒营收同比+17.4%，我们认为受益于茅台酒出厂价上调、非标产品增长与直销占比提升；系列酒营收同比+29.4%，我们认为受益于茅台1935放量。24Q1收入同比+18.0%（茅台酒/系列酒分别+17.7%/+18.4%）；茅台提价效果兑现，批发渠道收入高增；**五粮液**：23年五粮液产品稳健增长（收入/量/价同比+13.5%/+18.0%，/-3.8%），我们认为均价下滑或与低度五粮液等产品起量有关；其他酒收入/量/价同比+11.6%/+27.6%/-12.6%；24Q1公司营收同比+11.9%；**泸州老窖**：23年中高档酒收入同比+21.3%（量+1.2%，价+19.8%），我们认为主要受益于国窖1573增长稳健，其他酒类产品收入+22.9%（量+19.6%，价+2.7%），我们认为或与头曲表现亮眼有关。24Q1公司实现开门红，营收同比+20.7%至91.88亿元。
- **全国性次高端酒：收入表现有所分化。**23年/24Q1山西汾酒收入分别同比+21.8%/+20.9%，23年中高价酒类收入同比+22.6%（量+11.3%，价+10.1%），我们认为受益于青花系列延续高增，腰部产品放量增长。24Q1中高价/其他酒类收入分别同比+24.9%/+9.9%，我们认为其他酒类增速放缓或与玻汾控量有关。**舍得酒**收入稳健增长，23年本部/夜郎古酒分别实现收入69.02/1.79亿元，其中本部收入同比+14.0%；24Q1收入同比+4.1%。23年/24Q1水井坊收入分别同比+6.0%/+9.4%，其中中档酒延续强劲势能，分别同比+64.1%/+62.4%。调整阶段下**酒鬼酒**业绩承压，收入分别同比-30.1%/-48.8%。
- **区域名酒：地产酒龙头延续快速增长。****洋河股份**：23年收入同比+10.0%，中高档酒同比+8.8%，普通酒收入同比+20.7%，我们认为或受益于双沟品牌快速增长；24Q1收入同比+8.0%。公司省外收入占比持续提升，23年同比+0.86pct至55.7%。**今世缘**：23年/24Q1收入分别同比+28.0%/+22.8%，24Q1特A+类/特A类产品收入同比+22.4%/+26.5%，我们认为或与四开、对开势能强劲，淡雅、单开快速增长，V系产品延续高增有关。**古井贡酒**：23年年份原浆系列收入延续高增（同比+27.3%），省外市场快速增长，华北/华南市场收入分别同比+39.0%/+26.9%，华中市场同比+19.2%；24Q1收入同比+25.9%。**迎驾贡酒**：23年收入同比+22.1%，其中中高档/普通白酒收入分别同比+27.8%/+8.7%，洞藏系列增长势能强劲；24Q1收入同比+21.3%，产品结构持续快速提升。**口子窖**：23年收入同比+16.1%，高档白酒收入同比+16.6%（量+13.4%，价+2.8%），主因战略大单品兼系列持续推进；24Q1收入同比+11.1%。**金种子**：23年公司酒类收入同比+43.5%，其中低端酒收入同比+81.5%，我们认为主因百元以下价格带产品表现亮眼，光瓶酒头号种子贡献增量；24Q1收入同比-3.0%。



表 2 白酒板块上市公司营业总收入及同比增速情况

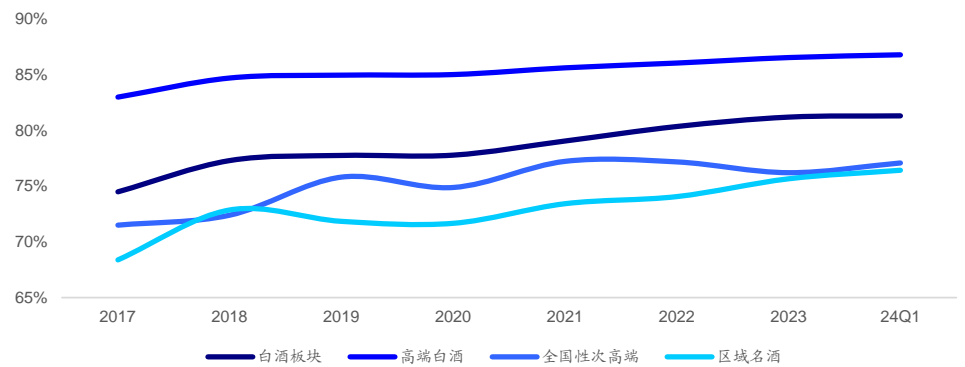
| 证券简称          | 营业总收入 (亿元)     |                |                |                | 营收同比增速       |              |              |              | 还原合同负债后收入同比增速 |              |             |              |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|--------------|
|               | 23 年           | 24Q1           | 23Q4           | 24Q1+23Q4      | 23 年         | 24Q1         | 23Q4         | 24Q1+23Q4    | 23 年          | 24Q1         | 23Q4        | 24Q1+23Q4    |
| <b>高端白酒</b>   |                |                |                |                |              |              |              |              |               |              |             |              |
| 贵州茅台          | 1505.60        | 464.85         | 452.44         | 917.29         | 18.0%        | 18.0%        | 19.8%        | 18.9%        | 14.5%         | 29.9%        | 15.9%       | 22.0%        |
| 五粮液           | 832.72         | 348.33         | 207.36         | 555.69         | 12.6%        | 11.9%        | 14.0%        | 12.7%        | 6.1%          | 35.9%        | -14.3%      | 9.2%         |
| 泸州老窖          | 302.33         | 91.88          | 82.91          | 174.79         | 20.3%        | 20.7%        | 9.1%         | 14.9%        | 25.5%         | 33.7%        | -3.2%       | 13.4%        |
| 合计            | 2640.66        | 905.06         | 742.71         | 1647.77        | 16.5%        | 15.8%        | 16.9%        | 16.3%        | 13.0%         | 32.6%        | 3.0%        | 16.4%        |
| <b>全国性次高端</b> |                |                |                |                |              |              |              |              |               |              |             |              |
| 山西汾酒          | 319.28         | 153.38         | 51.84          | 205.22         | 21.8%        | 20.9%        | 27.4%        | 22.5%        | 24.5%         | 39.7%        | 12.6%       | 29.3%        |
| 舍得酒业          | 70.81          | 21.05          | 18.36          | 39.41          | 16.9%        | 4.1%         | 27.6%        | 13.9%        | 24.0%         | -18.1%       | 29.9%       | -1.2%        |
| 水井坊           | 49.53          | 9.33           | 13.65          | 22.98          | 6.0%         | 9.4%         | 51.3%        | 30.9%        | 8.5%          | 4.9%         | 53.4%       | 31.0%        |
| 酒鬼酒           | 28.30          | 4.94           | 6.87           | 11.81          | -30.1%       | -48.8%       | 21.7%        | -22.8%       | -13.6%        | -50.6%       | 10.4%       | -24.9%       |
| 合计            | 467.92         | 188.71         | 90.72          | 279.42         | 14.1%        | 14.2%        | 30.1%        | 18.9%        | 19.5%         | 21.7%        | 19.2%       | 20.7%        |
| <b>区域名酒</b>   |                |                |                |                |              |              |              |              |               |              |             |              |
| 洋河股份          | 331.26         | 162.55         | 28.43          | 190.98         | 10.0%        | 8.0%         | -21.5%       | 2.3%         | 8.7%          | 32.4%        | -8.3%       | 11.0%        |
| 古井贡酒          | 202.54         | 82.86          | 43.01          | 125.87         | 21.2%        | 25.9%        | 8.9%         | 19.5%        | 32.5%         | 9.5%         | 135.8%      | 20.6%        |
| 今世缘           | 101.00         | 46.71          | 17.35          | 64.06          | 28.0%        | 22.8%        | 26.7%        | 23.8%        | 33.1%         | 11.6%        | 38.6%       | 22.8%        |
| 口子窖           | 59.62          | 17.68          | 15.16          | 32.84          | 16.1%        | 11.1%        | 10.4%        | 10.8%        | 15.4%         | 18.4%        | -1.4%       | 8.3%         |
| 迎驾贡酒          | 67.20          | 23.25          | 19.16          | 42.41          | 22.1%        | 21.3%        | 18.8%        | 20.2%        | 22.0%         | 19.9%        | 15.5%       | 17.7%        |
| 金种子酒          | 14.69          | 4.19           | 3.96           | 8.16           | 23.9%        | -3.0%        | 6.8%         | 1.5%         | 22.4%         | -14.1%       | 4.8%        | -5.7%        |
| 合计            | 776.32         | 337.24         | 127.08         | 464.32         | 16.7%        | 14.8%        | 3.3%         | 11.4%        | 19.6%         | 18.0%        | 10.5%       | 15.1%        |
| <b>其他</b>     |                |                |                |                |              |              |              |              |               |              |             |              |
| 顺鑫农业          | 105.93         | 40.57          | 17.85          | 58.42          | -9.3%        | -0.8%        | -30.6%       | -12.3%       | -31.2%        | 31.2%        | -47.2%      | -23.6%       |
| 老白干酒          | 52.57          | 11.30          | 14.12          | 25.41          | 13.0%        | 12.7%        | 17.9%        | 15.5%        | 10.5%         | 14.7%        | 28.7%       | 18.7%        |
| 伊力特           | 22.31          | 8.31           | 5.88           | 14.19          | 37.5%        | 12.4%        | 85.7%        | 34.4%        | 37.4%         | 15.5%        | 91.1%       | 38.7%        |
| 金徽酒           | 25.48          | 10.76          | 5.29           | 16.04          | 26.6%        | 20.4%        | 17.3%        | 19.4%        | 20.8%         | 39.5%        | -1.7%       | 20.6%        |
| 天佑德酒          | 12.10          | 5.26           | 2.69           | 7.95           | 23.5%        | 32.8%        | 42.0%        | 35.8%        | 26.3%         | 31.2%        | 26.3%       | 29.5%        |
| 岩石股份          | 16.29          | 1.09           | 2.76           | 3.85           | 49.3%        | -71.9%       | -9.6%        | -44.5%       | 56.8%         | -87.7%       | -38.8%      | -68.6%       |
| 皇台酒业          | 1.54           | 0.36           | 0.41           | 0.78           | 13.0%        | -5.7%        | 27.1%        | 9.3%         | 20.7%         | -6.7%        | 25.9%       | 8.2%         |
| 合计            | 236.22         | 77.65          | 49.00          | 126.65         | 6.5%         | 2.9%         | -3.2%        | 0.4%         | -6.7%         | 16.5%        | -26.0%      | -6.0%        |
| <b>板块合计</b>   | <b>4121.12</b> | <b>1508.66</b> | <b>1009.50</b> | <b>2518.16</b> | <b>15.6%</b> | <b>14.7%</b> | <b>14.9%</b> | <b>14.7%</b> | <b>13.6%</b>  | <b>26.9%</b> | <b>3.6%</b> | <b>15.2%</b> |

资料来源: Wind, HTI

白酒板块毛利率整体提升, 全国化次高端白酒表现分化。23 年白酒板块整体毛利率同比+0.84pct 至 81.2%, 24Q1 同比+0.46pct 至 81.3%。高端/全国性次高端/区域名酒 23 年分别同比 +0.49pct/-0.97pct/+1.60pct 至 86.5%/76.2%/75.6%, 24Q1 分别同比 +0.22pct/+0.43pct/+0.36pct 至 86.8%/77.1%/76.4%。

- **高端白酒: 贵州茅台:** 23 年酒类毛利率同比+0.11pct 至 92.1%, 我们认为受益于茅台酒出厂价上调与产品结构升级, 24Q1 公司毛利率同比+0.01pct 至 92.7%; **五粮液:** 23 年/24Q1 毛利率同比+0.37pct/+0.03pct 至 75.8%/78.4%, 我们认为或受益于产品结构优化与高毛利率直销渠道占比提升; **泸州老窖:** 23 年毛利率同比+1.71pct 至 88.3%, 我们认为或受益于产品结构升级, 24Q1 毛利率同比+0.28pct 至 88.4%。
- **全国性次高端白酒:** 各品牌表现有所分化, **山西汾酒** 23 年毛利率保持稳健(同比-0.05pct 至 75.3%), 24Q1 毛利率同比+1.90pct 至 77.5%, 我们认为受益于产品结构升级(中高价酒类占比同比+2.45pct 至 77.3%); 23 年**舍得酒业**毛利率同比-3.22pct 至 74.5%, 我们认为或受产品结构及夜郎古并表影响; 24Q1 **水井坊** 毛利率同比-2.70pct, 我们认为或与产品结构变化、邛崃生产基地(一期)投产有关; **酒鬼酒** 毛利率承压, 23 年/24Q1 分别同比-1.29pct/-10.46pct。

- > **区域名酒：古井贡酒：**产品结构升级提振毛利率，23 年/24Q1 毛利率同比 +1.90pct/+0.68pct 至 79.1%/80.3%。**今世缘：**23 年毛利率同比+1.74pct 至 78.3%，我们认为受益于产品结构升级与单位成本回落；24Q1 毛利率同比-1.17pct，我们认为或与公司费用投入结构调整有关，毛销差同比+0.59pct 至 60.1%。**洋河股份：**23 年毛利率同比+0.64pct 至 75.2%，中高档酒/普通酒毛利率同比 -0.03pct/+8.60pct 至 80.3%/46.2%；24Q1 毛利率同比-0.56pct 至 76.0%。**口子窖：**23 年/24Q1 毛利率同比+1.03pct/-0.15pct 至 75.2%/76.5%，其中中低档产品盈利能力提升明显。**迎驾贡酒：**毛利率显著提升，23 年/24Q1 分别同比 +3.35pct/+3.91pct 至 71.4%/75.1%。**金种子酒：**23 年/24Q1 毛利率分别同比 +13.88pct/+17.29pct，中端酒/低端酒毛利率分别同比+6.93pct /+15.00pct，我们认为或受益于百元以下价格带产品表现良好，产品结构进一步优化。

**图3 白酒板块上市公司 2017 年以来毛利率情况**


资料来源：Wind，HTI

表 3 白酒板块上市公司毛利率情况

| 证券简称          | 毛利率          |              |              |              |              |              | 毛利率同比变动 (pct) |             |             |             |             |             |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|               | 24Q1         | 23 年         | 23Q4         | 23Q3         | 23Q2         | 23Q1         | 24Q1          | 23 年        | 23Q4        | 23Q3        | 23Q2        | 23Q1        |
| <b>高端白酒</b>   |              |              |              |              |              |              |               |             |             |             |             |             |
| 贵州茅台          | 92.7%        | 92.1%        | 92.7%        | 91.7%        | 91.0%        | 92.7%        | 0.01          | 0.03        | 0.67        | 0.03        | -1.05       | 0.14        |
| 五粮液           | 78.4%        | 75.8%        | 75.6%        | 73.4%        | 73.3%        | 78.4%        | 0.03          | 0.37        | 1.85        | 0.12        | -0.65       | -0.01       |
| 泸州老窖          | 88.4%        | 88.3%        | 87.9%        | 88.6%        | 88.6%        | 88.1%        | 0.28          | 1.71        | 1.76        | 0.16        | 3.31        | 1.66        |
| 合计            | 86.8%        | 86.5%        | 87.4%        | 86.0%        | 85.9%        | 86.6%        | 0.22          | 0.49        | 1.30        | -0.02       | 0.10        | 0.38        |
| <b>全国性次高端</b> |              |              |              |              |              |              |               |             |             |             |             |             |
| 山西汾酒          | 77.5%        | 75.3%        | 72.1%        | 75.0%        | 77.8%        | 75.6%        | 1.90          | -0.05       | 3.01        | -2.87       | -0.61       | 0.80        |
| 舍得酒业          | 74.2%        | 74.5%        | 72.3%        | 74.6%        | 71.9%        | 78.4%        | -4.24         | -3.22       | -3.48       | -4.02       | -1.91       | -2.45       |
| 水井坊           | 80.5%        | 83.2%        | 83.1%        | 83.7%        | 81.6%        | 83.2%        | -2.70         | -1.33       | -0.74       | -0.72       | -3.04       | -1.75       |
| 酒鬼酒           | 71.1%        | 78.3%        | 76.6%        | 75.7%        | 77.8%        | 81.5%        | -10.46        | -1.29       | -1.83       | -6.04       | 0.02        | 1.77        |
| 合计            | 77.1%        | 76.2%        | 74.1%        | 76.5%        | 77.1%        | 76.6%        | 0.43          | -0.97       | 1.00        | -2.86       | -1.08       | -0.32       |
| <b>区域名酒</b>   |              |              |              |              |              |              |               |             |             |             |             |             |
| 洋河股份          | 76.0%        | 75.2%        | 69.6%        | 74.9%        | 75.1%        | 76.6%        | -0.56         | 0.64        | -5.46       | -1.16       | 8.56        | -0.70       |
| 古井贡酒          | 80.3%        | 79.1%        | 79.2%        | 79.4%        | 77.8%        | 79.7%        | 0.68          | 1.90        | -0.46       | 5.71        | 0.77        | 1.78        |
| 今世缘           | 74.2%        | 78.3%        | 88.4%        | 80.7%        | 72.9%        | 75.4%        | -1.17         | 1.74        | 1.89        | 1.11        | 3.66        | 1.09        |
| 口子窖           | 76.5%        | 75.2%        | 75.1%        | 77.8%        | 70.5%        | 76.6%        | -0.15         | 1.03        | 1.68        | 5.01        | -1.54       | -1.40       |
| 迎驾贡酒          | 75.1%        | 71.4%        | 70.7%        | 73.0%        | 70.6%        | 71.2%        | 3.91          | 3.35        | 3.98        | 3.85        | 7.80        | -0.39       |
| 金种子酒          | 44.5%        | 40.3%        | 52.7%        | 50.0%        | 33.8%        | 27.2%        | 17.29         | 13.88       | 33.44       | 30.18       | 2.36        | -7.37       |
| 合计            | 76.4%        | 75.6%        | 75.7%        | 76.4%        | 74.0%        | 76.1%        | 0.36          | 1.60        | 0.86        | 2.10        | 4.80        | -0.08       |
| <b>其他</b>     |              |              |              |              |              |              |               |             |             |             |             |             |
| 顺鑫农业          | 37.2%        | 31.8%        | 43.7%        | 22.8%        | 21.4%        | 37.7%        | -0.57         | 0.07        | 8.72        | -7.70       | -6.67       | 4.87        |
| 老白干酒          | 62.7%        | 67.2%        | 68.2%        | 66.2%        | 68.6%        | 65.4%        | -2.71         | -1.20       | -1.73       | -1.05       | 2.04        | -4.80       |
| 伊力特           | 51.9%        | 48.2%        | 47.5%        | 50.6%        | 42.1%        | 51.5%        | 0.44          | 0.18        | -10.83      | 9.61        | 2.28        | -0.07       |
| 金徽酒           | 65.4%        | 62.4%        | 58.4%        | 62.6%        | 62.0%        | 65.0%        | 0.43          | -0.35       | -5.06       | 2.06        | 3.28        | -1.38       |
| 天佑德酒          | 63.0%        | 63.0%        | 60.6%        | 65.5%        | 62.0%        | 63.6%        | -0.59         | 0.99        | 6.95        | 6.61        | 2.01        | -4.47       |
| 岩石股份          | 67.7%        | 75.1%        | 77.9%        | 75.4%        | 74.4%        | 73.4%        | -5.72         | 7.62        | 3.48        | 10.56       | 11.81       | 6.28        |
| 皇台酒业          | 64.7%        | 61.2%        | 61.6%        | 59.0%        | 59.6%        | 64.5%        | 0.17          | -2.64       | -0.36       | -1.83       | -6.36       | -1.88       |
| 合计            | 48.7%        | 49.3%        | 55.8%        | 46.6%        | 46.3%        | 49.3%        | -0.63         | 2.58        | 5.32        | 0.05        | 2.70        | 2.83        |
| <b>板块合计</b>   | <b>81.3%</b> | <b>81.2%</b> | <b>83.2%</b> | <b>80.4%</b> | <b>80.1%</b> | <b>80.8%</b> | <b>0.46</b>   | <b>0.84</b> | <b>1.76</b> | <b>0.00</b> | <b>1.34</b> | <b>0.45</b> |

资料来源: Wind, HTI

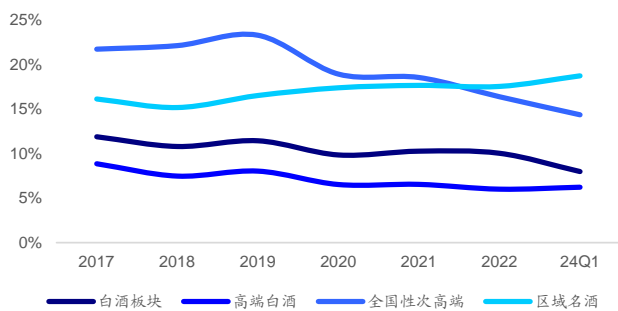
期间费用率管控良好, 管理费用率延续下行。23 年白酒板块销售/管理/期间费用率同比+0.18pct/-0.47pct/-0.34pct 至 10.2%/5.5%/14.7%, 24Q1 分别同比-0.02pct/-0.53pct /-0.62pct 至 8.0%/3.7%/10.8%。

- ▶ **高端白酒:** 期间费用率管控良好, 23 年/24Q1 高端白酒整体同比-0.36pct /-0.23pct 至 10.1%/7.4%。**贵州茅台:** 23 年/24Q1 销售费用率同比+0.50pct /+0.53pct 至 3.1%/2.5%, 我们认为或与公司加大营销推广力度有关。**泸州老窖** 23 年销售费用率同比-0.58pct 至 13.1%, 其中广告宣传/职工薪酬/促销费用率分别同比-2.14pct/-0.43pct/ +2.06pct; 24Q1 同比-1.23pct 至 7.8%。**五粮液** 加强销售费用投入, 23 年/24Q1 销售费用率同比+0.11pct/ +0.75pct 至 9.4%/7.5%。管理费用率整体呈下行趋势, 贵州茅台/五粮液/泸州老窖 23 年分别同比 -0.60pct/-0.16pct/-0.86pct, 24Q1 分别同比 -0.67pct/-0.47pct/-0.79pct。



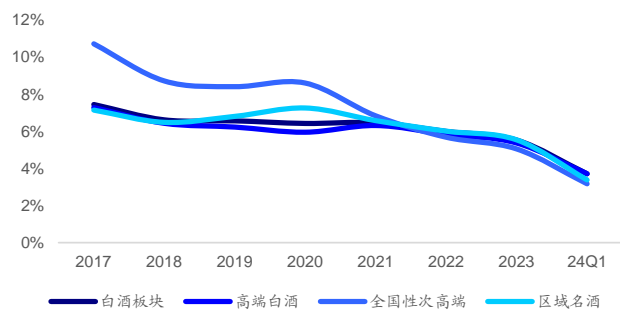
- **全国性次高端白酒**: 整体销售/管理/期间费用率 23 年同比-2.03pct/-0.63pct /-2.53pct 至 14.4%/5.1%/19.6%，24Q1 同比-1.11pct/-0.16pct/-1.12pct 至 10.5%/3.2%/13.7%。山西汾酒期间费用管控良好，23 年/24Q1 分别同比-3.61pct/-0.55pct 至 14.1%/9.6%。舍得酒业 23 年销售费用率同比+1.43pct 至 18.2%，主因职工薪酬费用率同比+1.25pct；酒鬼酒 23 年销售费用率同比+6.94pct，我们认为主要系收入大幅降幅带来的规模负效应所致，23 年销售费用绝对额同比-11.0%；水井坊 23 年/24Q1 销售费用率分别同比-0.96pct/+3.15pct。山西汾酒/舍得酒业/水井坊管理费用率延续下行，23 年分别同比-0.87pct/-0.72pct/-0.29pct，24Q1 分别同比-0.09pct/-0.29pct /-0.70pct。
- **区域名酒**: 整体销售/管理/期间费用率 23 年同比+1.20pct/-0.47pct /+0.79pct 至 18.8%/5.5%/23.5%，24Q1 同比 +0.36pct/-0.57pct/-0.34pct 至 14.1%/3.4%/16.8%。古井贡酒、迎驾贡酒期间费用率持续下行，23 年分别同比-0.81pct/-0.93pct 至 33.1%/12.8%，24Q1 同比-1.85pct/-0.38pct 至 31.3%/9.5%；金种子酒 23 年/24Q1 销售费用率分别同比-4.60pct /-1.42pct，其中 23 年促销/兑奖/广告费用率分别同比-3.29pct/-1.44pct /-2.15pct；23 年期间费用率同比-5.34pct 至 26.0%。洋河股份 23 年销售费用率同比+2.38pct 至 16.3%，主因广告促销费用率同比+2.43pct。口子窖、今世缘加强消费者培育投入，23 年销售费用率同比+0.25pct/+3.14pct 至 13.9%/20.8%。

图4 白酒板块上市公司 2017 年以来销售费用率



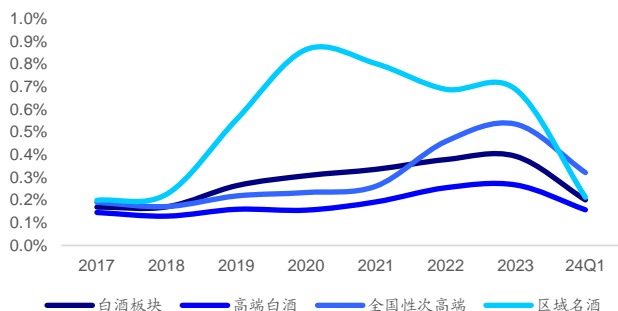
资料来源: Wind, HTI

图5 白酒板块上市公司 2017 年以来管理费用率



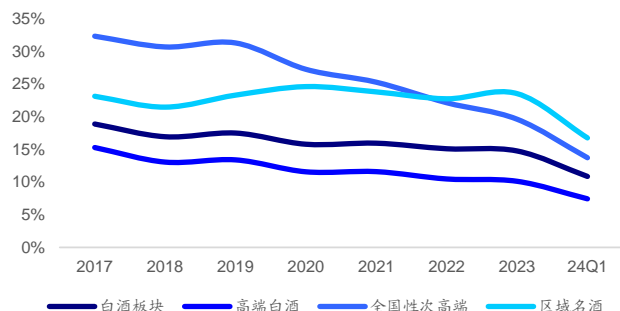
资料来源: Wind, HTI

图6 白酒板块上市公司 2017 年以来研发费用率



资料来源: Wind, HTI

图7 白酒板块上市公司 2017 年以来期间费用率



资料来源: Wind, HTI

表 4 白酒板块上市公司销售费用率情况

| 证券简称          | 销售费用率       |              |              |              |              |             | 同比变动 (pct)   |             |             |             |             |              |
|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
|               | 24Q1        | 23 年         | 23Q4         | 23Q3         | 23Q2         | 23Q1        | 24Q1         | 23 年        | 23Q4        | 23Q3        | 23Q2        | 23Q1         |
| <b>高端白酒</b>   |             |              |              |              |              |             |              |             |             |             |             |              |
| 贵州茅台          | 2.5%        | 3.1%         | 3.5%         | 3.7%         | 3.3%         | 1.9%        | 0.53         | 0.50        | 1.14        | 0.76        | -0.46       | 0.32         |
| 五粮液           | 7.5%        | 9.4%         | 7.6%         | 11.2%        | 15.4%        | 6.8%        | 0.75         | 0.11        | 2.26        | -0.25       | -0.57       | -0.60        |
| 泸州老窖          | 7.8%        | 13.1%        | 18.9%        | 12.8%        | 11.1%        | 9.1%        | -1.23        | -0.58       | 0.01        | -0.79       | 0.95        | -1.58        |
| 合计            | 5.0%        | 6.2%         | 6.4%         | 7.0%         | 7.6%         | 4.6%        | 0.40         | 0.22        | 1.18        | 0.40        | -0.59       | -0.27        |
| <b>全国性次高端</b> |             |              |              |              |              |             |              |             |             |             |             |              |
| 山西汾酒          | 7.5%        | 10.1%        | 13.3%        | 10.6%        | 11.1%        | 8.0%        | -0.48        | -2.91       | 4.69        | -5.78       | -4.85       | -3.20        |
| 舍得酒业          | 16.3%       | 18.2%        | 16.5%        | 21.5%        | 15.2%        | 19.2%       | -2.90        | 1.43        | 3.01        | 2.83        | -0.41       | 0.78         |
| 水井坊           | 35.1%       | 26.4%        | 36.8%        | 12.4%        | 41.1%        | 31.9%       | 3.15         | -0.96       | -2.87       | -0.84       | -2.20       | 2.91         |
| 酒鬼酒           | 33.9%       | 32.2%        | 39.6%        | 36.1%        | 29.7%        | 26.0%       | 7.90         | 6.94        | 8.56        | 9.61        | 2.71        | 4.22         |
| 合计            | 10.5%       | 14.4%        | 19.5%        | 13.7%        | 15.2%        | 11.6%       | -1.11        | -2.03       | 4.03        | -3.38       | -4.39       | -3.20        |
| <b>区域名酒</b>   |             |              |              |              |              |             |              |             |             |             |             |              |
| 洋河股份          | 8.5%        | 16.3%        | 64.2%        | 15.5%        | 16.8%        | 7.4%        | 1.11         | 2.38        | 19.02       | 1.53        | 6.11        | 0.81         |
| 古井贡酒          | 27.2%       | 26.8%        | 25.0%        | 28.3%        | 24.3%        | 28.8%       | -1.66        | -1.09       | -1.48       | 0.98        | -2.61       | -1.33        |
| 今世缘           | 14.2%       | 20.8%        | 35.8%        | 24.5%        | 13.1%        | 15.9%       | -1.76        | 3.14        | 2.31        | 4.48        | 3.03        | 2.88         |
| 口子窖           | 12.1%       | 13.9%        | 12.7%        | 15.4%        | 14.9%        | 12.7%       | -0.59        | 0.25        | -0.39       | 3.28        | 0.04        | -2.28        |
| 迎驾贡酒          | 6.7%        | 8.7%         | 9.1%         | 8.3%         | 12.0%        | 6.4%        | 0.31         | -0.51       | -0.17       | -0.48       | 0.00        | -1.34        |
| 金种子酒          | 17.1%       | 16.0%        | 11.3%        | 28.5%        | 6.7%         | 18.6%       | -1.42        | -4.60       | 3.20        | -8.13       | -19.90      | -0.98        |
| 合计            | 14.1%       | 18.8%        | 30.9%        | 19.3%        | 17.7%        | 13.7%       | 0.36         | 1.20        | 2.49        | 1.89        | 1.94        | 0.55         |
| <b>其他</b>     |             |              |              |              |              |             |              |             |             |             |             |              |
| 顺鑫农业          | 5.4%        | 11.4%        | 17.6%        | 11.7%        | 11.4%        | 8.4%        | -3.01        | 2.61        | 7.73        | 0.30        | 6.18        | -0.22        |
| 老白干酒          | 22.9%       | 27.2%        | 23.4%        | 25.4%        | 34.9%        | 25.9%       | -2.97        | -3.16       | -5.92       | -1.57       | 4.36        | -10.86       |
| 伊力特           | 6.6%        | 9.4%         | 10.0%        | 9.4%         | 12.9%        | 6.6%        | 0.00         | -2.75       | -16.91      | 0.83        | 2.58        | -0.50        |
| 金徽酒           | 18.0%       | 21.0%        | 19.9%        | 27.3%        | 21.5%        | 17.8%       | 0.15         | 0.13        | -11.93      | 3.94        | 4.69        | 2.11         |
| 天佑德酒          | 14.4%       | 23.8%        | 28.8%        | 28.7%        | 28.2%        | 14.0%       | 0.34         | -1.05       | -4.21       | -7.20       | -4.38       | 1.08         |
| 岩石股份          | 39.4%       | 44.3%        | 61.2%        | 39.1%        | 40.2%        | 43.7%       | -4.29        | 2.69        | 10.70       | -2.63       | 7.46        | 3.96         |
| 皇台酒业          | 23.6%       | 22.9%        | 28.3%        | 23.5%        | 21.0%        | 18.3%       | 5.28         | 4.62        | 18.05       | 2.92        | -2.19       | -0.12        |
| 合计            | 11.0%       | 18.7%        | 21.7%        | 19.8%        | 21.7%        | 13.8%       | -2.84        | 1.70        | 0.96        | 0.51        | 7.00        | -0.49        |
| <b>板块合计</b>   | <b>8.0%</b> | <b>10.2%</b> | <b>11.4%</b> | <b>11.1%</b> | <b>11.3%</b> | <b>8.0%</b> | <b>-0.02</b> | <b>0.18</b> | <b>1.23</b> | <b>0.20</b> | <b>0.02</b> | <b>-0.53</b> |

资料来源: Wind, HTI

表 5 白酒板块上市公司管理费用率情况

| 证券简称          | 管理费用率       |             |             |             |             |             | 同比变动 (pct)   |              |              |              |              |              |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|               | 24Q1        | 23 年        | 23Q4        | 23Q3        | 23Q2        | 23Q1        | 24Q1         | 23 年         | 23Q4         | 23Q3         | 23Q2         | 23Q1         |
| <b>高端白酒</b>   |             |             |             |             |             |             |              |              |              |              |              |              |
| 贵州茅台          | 4.4%        | 6.5%        | 8.8%        | 5.5%        | 5.8%        | 5.1%        | -0.67        | -0.60        | -0.29        | -0.84        | 0.04         | -1.32        |
| 五粮液           | 3.1%        | 4.0%        | 4.4%        | 3.8%        | 4.6%        | 3.5%        | -0.47        | -0.16        | -0.18        | -0.32        | -0.18        | -0.03        |
| 泸州老窖          | 2.5%        | 3.8%        | 3.6%        | 4.1%        | 4.2%        | 3.3%        | -0.79        | -0.86        | -0.78        | -0.80        | -0.82        | -1.10        |
| 合计            | 3.7%        | 5.4%        | 7.0%        | 4.9%        | 5.2%        | 4.3%        | -0.59        | -0.47        | -0.24        | -0.70        | -0.11        | -0.76        |
| <b>全国性次高端</b> |             |             |             |             |             |             |              |              |              |              |              |              |
| 山西汾酒          | 2.0%        | 3.8%        | 6.4%        | 3.8%        | 4.9%        | 2.1%        | -0.09        | -0.87        | -3.58        | -0.57        | -0.08        | -0.48        |
| 舍得酒业          | 7.9%        | 9.0%        | 7.9%        | 10.9%       | 9.3%        | 8.2%        | -0.29        | -0.72        | 2.88         | -2.53        | 0.16         | -2.28        |
| 水井坊           | 9.5%        | 7.3%        | 6.5%        | 3.5%        | 16.9%       | 10.2%       | -0.70        | -0.29        | -3.84        | 0.22         | -0.39        | 3.69         |
| 酒鬼酒           | 8.0%        | 5.9%        | 8.6%        | 5.4%        | 6.8%        | 3.6%        | 4.34         | 1.53         | -1.45        | 0.32         | 1.97         | 1.90         |
| 合计            | 3.2%        | 5.1%        | 6.9%        | 4.8%        | 6.6%        | 3.3%        | -0.16        | -0.63        | -2.12        | -0.73        | -0.05        | -0.45        |
| <b>区域名酒</b>   |             |             |             |             |             |             |              |              |              |              |              |              |
| 洋河股份          | 2.8%        | 5.3%        | 8.8%        | 6.0%        | 6.5%        | 3.7%        | -0.89        | -1.10        | -1.70        | -1.17        | -1.68        | -0.32        |
| 古井贡酒          | 4.8%        | 6.8%        | 11.5%       | 6.2%        | 4.7%        | 5.5%        | -0.68        | -0.23        | 0.55         | 1.56         | -1.67        | -0.61        |
| 今世缘           | 2.2%        | 4.2%        | 9.6%        | 4.1%        | 3.9%        | 2.1%        | 0.12         | 0.14         | 0.34         | -0.01        | 0.18         | 0.14         |
| 口子窖           | 5.3%        | 6.8%        | 9.5%        | 5.8%        | 6.9%        | 5.2%        | 0.09         | 1.61         | 3.58         | 1.76         | -0.11        | 0.77         |
| 迎驾贡酒          | 2.3%        | 3.1%        | 3.1%        | 3.1%        | 4.0%        | 2.6%        | -0.26        | -0.36        | -0.06        | -0.20        | -0.76        | -0.60        |
| 金种子酒          | 7.1%        | 8.9%        | 9.4%        | 9.0%        | 12.2%       | 5.9%        | 1.19         | -1.07        | 1.15         | -3.88        | 1.20         | -3.44        |
| 合计            | 3.4%        | 5.5%        | 9.1%        | 5.6%        | 5.6%        | 3.9%        | -0.57        | -0.47        | 0.10         | -0.11        | -1.25        | -0.32        |
| <b>其他</b>     |             |             |             |             |             |             |              |              |              |              |              |              |
| 顺鑫农业          | 5.4%        | 8.1%        | 12.7%       | 9.1%        | 7.3%        | 5.8%        | -0.40        | 0.73         | 3.85         | 0.11         | 1.51         | -0.51        |
| 老白干酒          | 8.4%        | 7.9%        | 7.6%        | 5.8%        | 8.0%        | 11.4%       | -3.00        | -0.62        | -0.06        | -2.66        | 0.40         | 0.72         |
| 伊力特           | 2.7%        | 3.6%        | 1.6%        | 6.4%        | 4.3%        | 3.0%        | -0.37        | -1.02        | -5.74        | -3.26        | 1.23         | 0.01         |
| 金徽酒           | 7.9%        | 10.8%       | 12.1%       | 14.9%       | 11.5%       | 7.2%        | 0.69         | -0.01        | 1.41         | -3.78        | 1.16         | -0.23        |
| 天佑德酒          | 7.3%        | 12.4%       | 13.0%       | 16.0%       | 14.9%       | 7.7%        | -0.36        | -1.96        | -7.68        | 0.33         | -8.62        | 0.57         |
| 岩石股份          | 27.6%       | 8.5%        | 13.8%       | 6.8%        | 7.8%        | 7.7%        | 19.84        | -0.36        | 3.35         | -1.98        | 0.08         | -0.35        |
| 皇台酒业          | 20.7%       | 15.9%       | 17.8%       | 13.7%       | 13.9%       | 18.1%       | 2.57         | 0.83         | 5.36         | -1.28        | 0.24         | -1.29        |
| 合计            | 6.4%        | 8.2%        | 10.0%       | 8.7%        | 8.2%        | 6.7%        | -0.30        | 0.07         | 0.76         | -1.14        | 1.07         | -0.18        |
| <b>板块合计</b>   | <b>3.7%</b> | <b>5.5%</b> | <b>7.4%</b> | <b>5.2%</b> | <b>5.6%</b> | <b>4.2%</b> | <b>-0.53</b> | <b>-0.47</b> | <b>-0.34</b> | <b>-0.61</b> | <b>-0.26</b> | <b>-0.59</b> |

资料来源: Wind, HTI

表 6 白酒板块上市公司期间费用率情况

| 证券简称          | 期间费用率        |              |              |              |              |              | 同比变动 (pct)   |              |             |              |              |              |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|               | 24Q1         | 23 年         | 23Q4         | 23Q3         | 23Q2         | 23Q1         | 24Q1         | 23 年         | 23Q4        | 23Q3         | 23Q2         | 23Q1         |
| <b>高端白酒</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |             |              |              |              |
| 贵州茅台          | 5.9%         | 8.5%         | 11.5%        | 8.0%         | 7.7%         | 6.0%         | -0.12        | -0.20        | 0.94        | -0.41        | -0.57        | -1.06        |
| 五粮液           | 8.8%         | 10.8%        | 9.3%         | 12.1%        | 15.9%        | 8.6%         | 0.18         | -0.21        | 1.96        | -0.47        | -1.54        | -0.70        |
| 泸州老窖          | 10.0%        | 16.4%        | 22.2%        | 16.2%        | 14.5%        | 12.2%        | -2.26        | -1.60        | -0.96       | -2.05        | -0.07        | -2.45        |
| 合计            | 7.4%         | 10.1%        | 12.1%        | 10.2%        | 10.9%        | 7.6%         | -0.23        | -0.36        | 0.94        | -0.52        | -0.97        | -1.05        |
| <b>全国性次高端</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |             |              |              |              |
| 山西汾酒          | 9.6%         | 14.1%        | 20.2%        | 14.6%        | 16.3%        | 10.2%        | -0.55        | -3.61        | 1.48        | -6.20        | -5.08        | -3.43        |
| 舍得酒业          | 25.5%        | 28.3%        | 25.1%        | 34.0%        | 26.5%        | 27.9%        | -2.44        | 1.26         | 5.66        | 0.71         | 1.31         | -0.90        |
| 水井坊           | 44.4%        | 33.9%        | 43.9%        | 15.9%        | 58.8%        | 42.0%        | 2.38         | -1.11        | -6.64       | -0.72        | -1.84        | 6.63         |
| 酒鬼酒           | 32.6%        | 35.0%        | 45.6%        | 41.0%        | 33.5%        | 24.7%        | 7.93         | 6.36         | 4.43        | 11.01        | 3.31         | 1.68         |
| 合计            | 13.7%        | 19.6%        | 26.7%        | 18.9%        | 22.2%        | 14.8%        | -1.12        | -2.53        | 1.88        | -3.87        | -4.20        | -3.63        |
| <b>区域名酒</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |             |              |              |              |
| 洋河股份          | 10.3%        | 20.2%        | 69.1%        | 19.9%        | 21.1%        | 10.7%        | -0.35        | 1.13         | 16.85       | 0.86         | 3.73         | 0.09         |
| 古井贡酒          | 31.3%        | 33.1%        | 37.1%        | 34.0%        | 28.7%        | 33.2%        | -1.85        | -0.81        | -0.73       | 3.98         | -3.81        | -1.75        |
| 今世缘           | 15.8%        | 23.6%        | 42.0%        | 28.0%        | 15.4%        | 17.1%        | -1.28        | 2.69         | 0.68        | 4.56         | 3.12         | 2.34         |
| 口子窖           | 17.5%        | 21.1%        | 23.3%        | 21.6%        | 21.7%        | 17.9%        | -0.43        | 2.56         | 3.92        | 5.02         | -0.52        | 0.93         |
| 迎驾贡酒          | 9.5%         | 12.8%        | 13.1%        | 12.3%        | 17.4%        | 9.9%         | -0.38        | -0.93        | -0.42       | -0.58        | -0.93        | -1.95        |
| 金种子酒          | 25.3%        | 26.0%        | 23.6%        | 38.2%        | 19.7%        | 24.5%        | 0.76         | -5.34        | 6.54        | -13.15       | -17.85       | -5.25        |
| 合计            | 16.8%        | 23.5%        | 39.2%        | 24.1%        | 22.3%        | 17.1%        | -0.34        | 0.79         | 2.66        | 2.37         | 0.52         | 0.07         |
| <b>其他</b>     |              |              |              |              |              |              |              |              |             |              |              |              |
| 顺鑫农业          | 11.8%        | 21.4%        | 32.8%        | 22.8%        | 21.0%        | 15.7%        | -3.88        | 3.60         | 12.44       | 1.16         | 7.66         | -0.81        |
| 老白干酒          | 31.4%        | 35.0%        | 31.0%        | 31.3%        | 42.7%        | 37.2%        | -5.70        | -3.94        | -5.87       | -4.16        | 4.37         | -10.75       |
| 伊力特           | 9.8%         | 14.0%        | 13.2%        | 16.5%        | 18.4%        | 10.3%        | -0.50        | -3.68        | -22.66      | -3.70        | 4.46         | -0.47        |
| 金徽酒           | 26.1%        | 33.0%        | 33.3%        | 43.7%        | 34.3%        | 26.1%        | 0.03         | -0.54        | -10.31      | -1.78        | 3.93         | 2.21         |
| 天佑德酒          | 21.8%        | 36.7%        | 44.7%        | 45.4%        | 39.9%        | 22.8%        | -1.07        | -1.65        | -12.49      | -1.04        | -11.21       | 2.00         |
| 岩石股份          | 70.3%        | 54.0%        | 76.6%        | 47.1%        | 49.3%        | 52.6%        | 17.68        | 2.59         | 14.41       | -4.52        | 7.94         | 3.94         |
| 皇台酒业          | 48.7%        | 43.1%        | 50.6%        | 41.0%        | 39.4%        | 40.5%        | 8.15         | 4.82         | 23.07       | 0.37         | -1.92        | -2.37        |
| 合计            | 18.1%        | 28.1%        | 33.3%        | 29.7%        | 31.0%        | 21.6%        | -3.55        | 1.81         | 2.01        | -0.24        | 7.72         | -0.74        |
| <b>板块合计</b>   | <b>10.8%</b> | <b>14.7%</b> | <b>17.8%</b> | <b>15.3%</b> | <b>15.6%</b> | <b>11.5%</b> | <b>-0.62</b> | <b>-0.34</b> | <b>0.89</b> | <b>-0.38</b> | <b>-0.46</b> | <b>-1.18</b> |

资料来源: Wind, HTI

表 7 白酒板块重点上市公司广告宣传及促销费用率情况

| 证券简称          | 广告宣传类费用率                        |            | 促销费用率 |            |
|---------------|---------------------------------|------------|-------|------------|
|               | 23 年                            | 同比变动 (pct) | 23 年  | 同比变动 (pct) |
| <b>高端白酒</b>   |                                 |            |       |            |
| 贵州茅台          | 广告宣传及市场拓展费用率: 2.4% (同比+0.15pct) |            |       |            |
| 五粮液           | 1.7%                            | 0.05       | 5.5%  | 0.19       |
| 泸州老窖          | 5.3%                            | -2.14      | 4.9%  | 2.06       |
| <b>全国性次高端</b> |                                 |            |       |            |
| 山西汾酒          | 广告及业务宣传费用率: 6.2% (同比-2.27pct)   |            |       |            |
| 舍得酒业          | 广告宣传及市场开发费用率: 8.5% (同比-0.47pct) |            |       |            |
| 水井坊           | 广告及促销费用率: 20.9% (同比-0.40pct)    |            |       |            |
| 酒鬼酒           | 广告及市场服务费用率: 24.5% (同比+3.65pct)  |            |       |            |
| <b>区域名酒</b>   |                                 |            |       |            |
| 洋河股份          | 广告促销费用率: 10.4% (同比+2.43pct)     |            |       |            |
| 古井贡酒          | 5.4%                            | -0.52      | 10.3% | -0.54      |
| 今世缘           | 8.6%                            | 1.30       | 7.7%  | 1.88       |
| 口子窖           | 6.3%                            | -0.42      | 5.9%  | 0.52       |
| 迎驾贡酒          | 4.5%                            | -0.08      | -     | -          |
| <b>其他</b>     |                                 |            |       |            |
| 顺鑫农业          | 6.2%                            | 1.46       | 6.7%  | 2.57       |

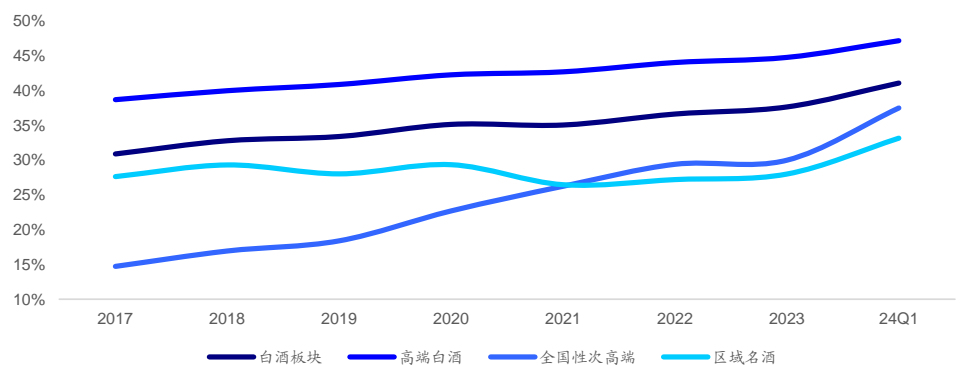
注: 顺鑫农业收入及费用采用白酒行业口径。

资料来源: 各公司 23 年年报, HTI

净利率表现分化，整体延续上行。23 年白酒板块归母净利率同比+1.02pct 至 37.6%，高端/全国性次高端/区域名酒归母净利率同比+0.74pct/+0.59pct/+0.80pct 至 44.8%/30.0%/28.0%。24Q1 白酒板块归母净利率同比+0.38pct 至 41.1%，高端/全国性次高端/区域名酒归母净利率同比-0.26pct/+2.08pct/-0.18pct 至 47.2%/37.5%/33.1%。

- **高端白酒：** 23 年贵州茅台/五粮液/泸州老窖归母净利率分别同比+0.47pct/+0.20pct/+2.56pct 至 49.6%/36.3%/43.8%，其中泸州老窖归母净利率显著提升，主要受益于毛利率上行与期间费用管控良好。24Q1 贵州茅台归母净利率同比-1.04pct 至 51.8%，主要受累于税金及附加率扰动（同比+1.62pct）；五粮液/泸州老窖归母净利率分别同比+0.04pct/+0.99pct 至 40.3%/49.8%。
- **全国性次高端白酒：** 受益于毛利率上行与期间费用率缩减，山西汾酒 23 年/24Q1 归母净利率分别同比+1.81pct/+2.83pct 至 32.7%/40.8%。23 年舍得酒业归母净利率同比-2.82pct 至 25.0%，主因销售费用率增长与毛利率下滑。24Q1 舍得酒业/水井坊/酒鬼酒归母净利率同比 -2.03pct/+1.27pct/-16.26pct 至 26.1%/20.0%/14.9%。
- **区域名酒：** 古井贡酒/迎驾贡酒/金种子盈利能力持续提升，23 年归母净利率同比 +3.85pct/+3.07pct/+14.28pct 至 22.7%/34.0%/-1.5%，24Q1 同比+1.09pct/+2.74pct/+13.72pct 至 24.9%/39.3%/4.2%；23 年洋河股份归母净利率同比-0.92pct 至 30.2%，主因税金及附加、非经常性损益波动与费投增长拖累。23 年今世缘归母净利率同比-0.68pct 至 31.0%，主因投资收益与公允价值变动收益下降。23 年咨询/股权激励费用影响盈利，口子窖归母净利率同比-1.32pct 至 28.9%。

图8 白酒板块上市公司 2017 年以来归母净利率情况



资料来源：Wind，HTI

表 8 白酒板块上市公司归母净利率情况

| 证券简称          | 归母净利率        |              |              |              |              |              | 同比变动 (pct)  |             |             |             |             |             |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|               | 24Q1         | 23 年         | 23Q4         | 23Q3         | 23Q2         | 23Q1         | 24Q1        | 23 年        | 23Q4        | 23Q3        | 23Q2        | 23Q1        |
| <b>高端白酒</b>   |              |              |              |              |              |              |             |             |             |             |             |             |
| 贵州茅台          | 51.8%        | 49.6%        | 48.3%        | 49.2%        | 48.0%        | 52.8%        | -1.04       | 0.47        | -0.19       | 1.08        | 0.25        | 0.84        |
| 五粮液           | 40.3%        | 36.3%        | 35.6%        | 34.0%        | 31.3%        | 40.3%        | 0.04        | 0.20        | -1.27       | 0.46        | 0.01        | 0.99        |
| 泸州老窖          | 49.8%        | 43.8%        | 32.3%        | 47.3%        | 48.4%        | 48.8%        | 0.99        | 2.56        | 4.06        | 1.47        | -1.25       | 3.23        |
| 合计            | 47.2%        | 44.8%        | 43.0%        | 44.6%        | 43.5%        | 47.4%        | -0.26       | 0.74        | 0.22        | 0.88        | 0.52        | 1.27        |
| <b>全国性次高端</b> |              |              |              |              |              |              |             |             |             |             |             |             |
| 山西汾酒          | 40.8%        | 32.7%        | 19.4%        | 34.4%        | 30.8%        | 38.0%        | 2.83        | 1.81        | -4.84       | 3.68        | 3.67        | 2.76        |
| 舍得酒业          | 26.1%        | 25.0%        | 25.9%        | 21.9%        | 23.2%        | 28.2%        | -2.03       | -2.82       | -7.80       | -1.03       | -3.49       | 0.00        |
| 水井坊           | 20.0%        | 25.6%        | 18.0%        | 39.8%        | 6.4%         | 18.7%        | 1.27        | -0.40       | 0.22        | -0.62       | 5.35        | -6.94       |
| 酒鬼酒           | 14.9%        | 19.4%        | 10.1%        | 9.4%         | 21.1%        | 31.1%        | -16.26      | -6.54       | -3.56       | -17.33      | -2.11       | 0.27        |
| 合计            | 37.5%        | 30.0%        | 19.8%        | 32.3%        | 27.1%        | 35.4%        | 2.08        | 0.59        | -4.70       | 1.56        | 2.80        | 2.37        |
| <b>区域名酒</b>   |              |              |              |              |              |              |             |             |             |             |             |             |
| 洋河股份          | 37.3%        | 30.2%        | -6.6%        | 27.8%        | 30.7%        | 38.3%        | -1.07       | -0.92       | -15.04      | -0.92       | -1.73       | 0.05        |
| 古井贡酒          | 24.9%        | 22.7%        | 18.1%        | 22.3%        | 25.6%        | 23.8%        | 1.09        | 3.85        | 4.87        | 3.55        | 3.60        | 3.01        |
| 今世缘           | 32.8%        | 31.0%        | 28.8%        | 24.5%        | 36.7%        | 33.0%        | -0.19       | -0.68       | -1.92       | -0.32       | -0.42       | -0.54       |
| 口子窖           | 33.3%        | 28.9%        | 24.6%        | 32.7%        | 23.6%        | 33.7%        | -0.31       | -1.32       | -0.80       | 1.11        | -2.16       | -3.35       |
| 迎驾贡酒          | 39.3%        | 34.0%        | 33.0%        | 35.6%        | 29.7%        | 36.5%        | 2.74        | 3.07        | 1.90        | 4.49        | 5.80        | 1.57        |
| 金种子酒          | 4.2%         | -1.5%        | 3.2%         | 1.0%         | 1.0%         | -9.5%        | 13.72       | 14.28       | 17.09       | 38.78       | 17.56       | -5.88       |
| 合计            | 33.1%        | 28.0%        | 16.6%        | 26.7%        | 28.8%        | 33.3%        | -0.18       | 0.80        | -0.06       | 1.13        | 0.70        | 0.24        |
| <b>其他</b>     |              |              |              |              |              |              |             |             |             |             |             |             |
| 顺鑫农业          | 11.1%        | -2.8%        | -0.2%        | -8.1%        | -19.3%       | 8.0%         | 3.09        | 2.97        | 27.06       | -7.66       | -16.79      | 5.35        |
| 老白干酒          | 12.1%        | 12.7%        | 17.6%        | 12.5%        | 9.3%         | 10.2%        | 1.85        | -2.54       | 3.01        | 0.53        | 0.67        | -19.08      |
| 伊力特           | 19.1%        | 15.2%        | 18.9%        | 12.4%        | 5.8%         | 20.1%        | -0.95       | 5.04        | 10.76       | 5.89        | 1.89        | 2.70        |
| 金徽酒           | 20.6%        | 12.9%        | 10.6%        | 3.7%         | 11.5%        | 20.4%        | 0.20        | -1.02       | -4.13       | 3.12        | 2.45        | -2.99       |
| 天佑德酒          | 20.6%        | 7.4%         | -6.1%        | 3.4%         | 7.3%         | 19.5%        | 1.12        | -0.32       | 6.57        | 3.10        | 13.24       | -6.41       |
| 岩石股份          | -18.0%       | 5.3%         | -11.9%       | 13.0%        | 4.9%         | 8.0%         | -26.03      | 1.92        | -8.68       | 9.31        | -4.85       | 3.47        |
| 皇台酒业          | 2.4%         | -9.7%        | -44.9%       | 1.2%         | 1.6%         | 6.4%         | -3.99       | -15.13      | -56.18      | -0.89       | -2.20       | 1.73        |
| 合计            | 13.6%        | 5.1%         | 7.0%         | 2.3%         | -2.9%        | 11.5%        | 2.06        | 2.38        | 16.19       | -1.34       | -5.14       | 0.35        |
| <b>板块合计</b>   | <b>41.1%</b> | <b>37.6%</b> | <b>35.8%</b> | <b>36.9%</b> | <b>36.0%</b> | <b>40.7%</b> | <b>0.38</b> | <b>1.02</b> | <b>1.17</b> | <b>0.85</b> | <b>0.68</b> | <b>1.25</b> |

资料来源: Wind, HTI

**合同负债表现良好，销售回款快速增长。**24Q1 白酒板块整体合同负债为 409.06 亿元，环比/同比分别-23.3%/+0.4%；其中高端白酒/全国性次高端白酒/区域名酒合同负债分别环比-27.7%/-18.2%/-23.1%至 171.06/72.10/124.07 亿元（同比+9.7%/+13.8%/-11.2%），还原合同负债后收入分别同比+32.6%/+21.7%/+18.0%。24Q1 白酒板块销售回款为 1326.59 亿元，同比+12.5%；其中高端白酒/全国性次高端白酒/区域名酒销售回款分别同比+8.6%/+26.8%/+16.1%。

- **高端白酒：**贵州茅台/泸州老窖合同负债维持高位，24Q1 同比+14.3%/+46.9%至 95.23/25.35 亿元；现金流表现良好，销售回款分别同比+29.3%/+32.3%。24Q1 五粮液经营性现金流同比-94.6%至 5.16 亿元，主因公司多措并举支持经销商发展，收取银行承兑汇票增长，以及银行承兑汇票到期收现额度较低影响；还原合同负债后收入同比+35.9%。
- **全国性次高端白酒：**24Q1 山西汾酒现金流表现良好，销售回款/经营性净现金流分别同比+44.7%/+105.1%，合同负债环比-14.39 亿元至 55.90 亿元（同比+34.0%）。24Q1 水井坊合同负债环比-5.6%至 11.51 亿元（同比+15.3%），预收款蓄水池充足。24Q1+23Q4 山西汾酒/舍得酒业/水井坊/酒鬼酒销售回款分别同比+25.1%/+12.6%/+29.5%/-33.7%。



- **区域名酒**：24Q1 古井贡酒合同负债维持高位（46.17 亿元），预收蓄水池充足；金种子酒合同负债环比净增长 0.04 亿元至 1.11 亿元。24Q1 洋河股份/今世缘/口子窖/迎驾贡酒合同负债分别同比-16.6%/-14.9%/-15.7%/+2.7%至 58.15/9.73/3.75/5.15 亿元，环比-47.6%/-59.4%/-5.6%/ -29.8%；24Q1+23Q4 古井贡酒/口子窖/迎驾贡酒/金种子酒/洋河股份/今世缘销售回款分别同比+6.3%/-1.0%/+11.4%/-47.8%/+13.0%/+19.6%。

表 9 白酒板块上市公司合同负债情况

| 证券简称          | 合同负债 (亿元)     |               |               |               |               | 同比增速        |               |              |              |             | 环比增速          |              |              |               |               |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|---------------|--------------|--------------|-------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
|               | 24Q1          | 23Q4          | 23Q3          | 23Q2          | 23Q1          | 24Q1        | 23Q4          | 23Q3         | 23Q2         | 23Q1        | 24Q1          | 23Q4         | 23Q3         | 23Q2          | 23Q1          |
| <b>高端白酒</b>   |               |               |               |               |               |             |               |              |              |             |               |              |              |               |               |
| 贵州茅台          | 95.23         | 141.26        | 113.95        | 73.34         | 83.30         | 14.3%       | -8.7%         | -3.7%        | -24.1%       | 0.1%        | -32.6%        | 24.0%        | 55.4%        | -12.0%        | -46.2%        |
| 五粮液           | 50.47         | 68.64         | 39.49         | 36.49         | 55.36         | -8.8%       | -44.5%        | 33.3%        | 94.5%        | 53.5%       | -26.5%        | 73.8%        | 8.2%         | -34.1%        | -55.3%        |
| 泸州老窖          | 25.35         | 26.73         | 29.62         | 19.34         | 17.26         | 46.9%       | 4.2%          | 55.8%        | -17.0%       | -2.1%       | -5.2%         | -9.7%        | 53.2%        | 12.0%         | -32.8%        |
| 合计            | 171.06        | 236.63        | 183.05        | 129.17        | 155.92        | 9.7%        | -22.2%        | 9.6%         | -6.9%        | 13.9%       | -27.7%        | 29.3%        | 41.7%        | -17.2%        | -48.7%        |
| <b>全国性次高端</b> |               |               |               |               |               |             |               |              |              |             |               |              |              |               |               |
| 山西汾酒          | 55.90         | 70.29         | 51.72         | 57.53         | 41.72         | 34.0%       | 1.8%          | 9.5%         | 18.8%        | 7.5%        | -20.5%        | 35.9%        | -10.1%       | 37.9%         | -39.6%        |
| 舍得酒业          | 2.35          | 2.77          | 3.26          | 5.09          | 7.97          | -70.5%      | -7.0%         | -9.9%        | 17.7%        | 103.6%      | -15.1%        | -15.2%       | -35.9%       | -36.2%        | 167.9%        |
| 水井坊           | 11.51         | 12.20         | 11.21         | 10.86         | 9.98          | 15.3%       | 18.7%         | 14.9%        | 26.7%        | 18.9%       | -5.6%         | 8.8%         | 3.2%         | 8.8%          | -2.9%         |
| 酒鬼酒           | 2.35          | 2.85          | 2.51          | 4.48          | 3.67          | -36.1%      | -34.3%        | -27.2%       | -19.5%       | -45.7%      | -17.5%        | 13.3%        | -43.9%       | 22.0%         | -15.3%        |
| 合计            | 72.10         | 88.10         | 68.71         | 77.96         | 63.34         | 13.8%       | 1.7%          | 7.2%         | 16.5%        | 9.5%        | -18.2%        | 28.2%        | -11.9%       | 23.1%         | -26.9%        |
| <b>区域名酒</b>   |               |               |               |               |               |             |               |              |              |             |               |              |              |               |               |
| 洋河股份          | 58.15         | 111.05        | 55.16         | 53.23         | 69.75         | -16.6%      | -19.2%        | -32.5%       | -32.7%       | -28.6%      | -47.6%        | 101.3%       | 3.6%         | -23.7%        | -49.2%        |
| 古井贡酒          | 46.17         | 14.01         | 33.15         | 30.25         | 47.45         | -2.7%       | 69.5%         | -11.9%       | -11.7%       | 1.1%        | 229.5%        | -57.7%       | 9.6%         | -36.2%        | 474.0%        |
| 今世缘           | 9.73          | 24.00         | 13.11         | 11.29         | 11.43         | -14.9%      | 17.6%         | -4.5%        | 11.0%        | 0.6%        | -59.4%        | 83.1%        | 16.1%        | -1.3%         | -44.0%        |
| 口子窖           | 3.75          | 3.97          | 3.83          | 7.27          | 4.45          | -15.7%      | -29.4%        | -0.4%        | 83.5%        | 18.1%       | -5.6%         | 3.7%         | -47.2%       | 63.2%         | -20.9%        |
| 迎驾贡酒          | 5.15          | 7.33          | 5.06          | 5.05          | 5.01          | 2.7%        | 10.9%         | 20.8%        | 33.5%        | 7.1%        | -29.8%        | 44.8%        | 0.3%         | 0.8%          | -24.2%        |
| 金种子酒          | 1.11          | 1.08          | 0.98          | 0.91          | 1.70          | -34.5%      | -2.3%         | 4.2%         | 9.3%         | 140.6%      | 3.5%          | 10.3%        | 7.2%         | -46.5%        | 54.4%         |
| 合计            | 124.07        | 161.45        | 111.29        | 107.99        | 139.80        | -11.2%      | -10.0%        | -21.7%       | -18.3%       | -15.3%      | -23.1%        | 45.1%        | 3.1%         | -22.8%        | -22.1%        |
| <b>其他</b>     |               |               |               |               |               |             |               |              |              |             |               |              |              |               |               |
| 顺鑫农业          | 8.43          | 21.98         | 14.57         | 19.42         | 18.36         | -54.1%      | -43.1%        | -11.6%       | 0.6%         | 37.5%       | -61.6%        | 50.9%        | -25.0%       | 5.8%          | -52.5%        |
| 老白干酒          | 23.64         | 15.21         | 20.26         | 18.72         | 22.09         | 7.0%        | 2.0%          | 2.1%         | 9.8%         | 6.2%        | 55.5%         | -24.9%       | 8.2%         | -15.3%        | 48.2%         |
| 伊力特           | 0.92          | 0.73          | 0.37          | 0.56          | 0.76          | 20.8%       | -8.0%         | -46.5%       | -35.5%       | -39.2%      | 24.9%         | 96.6%        | -33.0%       | -26.5%        | -4.9%         |
| 金徽酒           | 6.31          | 5.75          | 4.32          | 4.42          | 4.27          | 47.7%       | 12.8%         | 56.3%        | 52.6%        | 6.8%        | 9.7%          | 33.3%        | -2.3%        | 3.4%          | -16.2%        |
| 天佑德酒          | 0.72          | 0.81          | 0.92          | 0.56          | 0.56          | 28.6%       | 39.4%         | 112.9%       | 44.1%        | 33.6%       | -11.7%        | -11.8%       | 62.9%        | 1.3%          | -4.3%         |
| 岩石股份          | 1.80          | 2.30          | 3.16          | 3.24          | 2.19          | -18.0%      | 79.9%         | 155.8%       | 191.0%       | 86.3%       | -21.8%        | -27.4%       | -2.4%        | 47.8%         | 71.7%         |
| 皇台酒业          | 0.02          | 0.02          | 0.03          | 0.02          | 0.03          | -14.6%      | -0.3%         | 16.1%        | -11.8%       | -44.5%      | 4.1%          | -10.3%       | 25.3%        | -27.0%        | 21.6%         |
| 合计            | 41.83         | 46.81         | 43.62         | 46.94         | 48.26         | -13.3%      | -23.7%        | 5.2%         | 12.7%        | 17.6%       | -10.6%        | 7.3%         | -7.1%        | -2.7%         | -21.3%        |
| <b>板块合计</b>   | <b>409.06</b> | <b>532.98</b> | <b>406.67</b> | <b>362.05</b> | <b>407.31</b> | <b>0.4%</b> | <b>-15.6%</b> | <b>-1.9%</b> | <b>-4.6%</b> | <b>1.6%</b> | <b>-23.3%</b> | <b>31.1%</b> | <b>12.3%</b> | <b>-11.1%</b> | <b>-35.5%</b> |

资料来源：Wind, HTI

表 10 白酒板块上市公司现金流情况

| 证券简称          | 经营性现金净流量 (亿元)  |               |               |               | 同比增速         |              |               |              | 销售回款 (亿元)      |                |                |                | 同比增速         |              |              |              |
|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|               | 23 年           | 24Q1          | 23Q4          | 24Q1+23Q4     | 23 年         | 24Q1         | 23Q4          | 24Q1+23Q4    | 23 年           | 24Q1           | 23Q4           | 24Q1+23Q4      | 23 年         | 24Q1         | 23Q4         | 24Q1+23Q4    |
| <b>高端白酒</b>   |                |               |               |               |              |              |               |              |                |                |                |                |              |              |              |              |
| 贵州茅台          | 665.93         | 91.87         | 165.91        | 257.79        | 81.5%        | 75.2%        | -39.2%        | -20.8%       | 1637.00        | 462.57         | 524.46         | 987.03         | 16.4%        | 29.3%        | 17.4%        | 22.7%        |
| 五粮液           | 417.42         | 5.16          | 193.54        | 198.70        | 70.9%        | -94.6%       | 41.8%         | -14.3%       | 1053.50        | 217.69         | 385.32         | 603.01         | 28.8%        | -24.0%       | 17.7%        | -1.8%        |
| 泸州老窖          | 106.48         | 43.59         | 15.96         | 59.55         | 28.9%        | 188.9%       | -18.2%        | 72.2%        | 315.89         | 106.41         | 39.45          | 145.85         | 21.9%        | 32.3%        | -28.8%       | 7.4%         |
| 合计            | 1189.84        | 140.63        | 375.41        | 516.04        | 71.5%        | -13.7%       | -12.5%        | -12.8%       | 3006.39        | 786.67         | 949.22         | 1735.89        | 21.0%        | 8.6%         | 14.4%        | 11.7%        |
| <b>全国性次高端</b> |                |               |               |               |              |              |               |              |                |                |                |                |              |              |              |              |
| 山西汾酒          | 72.25          | 70.41         | -0.78         | 69.63         | -29.9%       | 105.1%       | -103.6%       | 24.3%        | 301.31         | 142.02         | 58.79          | 200.80         | 4.9%         | 44.7%        | -5.7%        | 25.1%        |
| 舍得酒业          | 7.16           | 1.08          | 1.35          | 2.44          | -31.3%       | -52.2%       |               | 15.2%        | 73.60          | 19.17          | 18.88          | 38.05          | 22.4%        | -14.4%       | 65.9%        | 12.6%        |
| 水井坊           | 17.34          | -1.02         | 3.78          | 2.76          | 32.0%        |              | 84.8%         | 46.5%        | 56.36          | 9.30           | 16.18          | 25.48          | 7.5%         | 6.0%         | 48.5%        | 29.5%        |
| 酒鬼酒           | 0.51           | -2.65         | -0.06         | -2.71         | -87.2%       | -259.8%      |               | -3321.6%     | 25.13          | 3.18           | 5.77           | 8.95           | -26.1%       | -58.1%       | -2.1%        | -33.7%       |
| 合计            | 97.25          | 67.83         | 4.29          | 72.11         | -25.6%       | 78.0%        | -80.5%        | 20.0%        | 456.40         | 173.67         | 99.61          | 273.28         | 5.2%         | 26.8%        | 10.0%        | 20.1%        |
| <b>区域名酒</b>   |                |               |               |               |              |              |               |              |                |                |                |                |              |              |              |              |
| 洋河股份          | 61.30          | 48.50         | 17.87         | 66.37         | 68.1%        | 245.8%       | -61.2%        | 10.5%        | 348.54         | 129.06         | 93.12          | 222.17         | 12.8%        | 25.1%        | -0.3%        | 13.0%        |
| 古井贡酒          | 44.96          | 24.54         | -12.23        | 12.31         | 44.7%        | -20.3%       |               | 9.5%         | 207.97         | 83.67          | 34.47          | 118.14         | 19.9%        | 7.9%         | 2.7%         | 6.3%         |
| 今世缘           | 28.00          | 10.02         | 8.19          | 18.21         | 0.7%         | 11.6%        | 41.2%         | 23.2%        | 120.61         | 37.30          | 31.84          | 69.14          | 24.8%        | 8.8%         | 35.4%        | 19.6%        |
| 口子窖           | 9.11           | -1.04         | 4.94          | 3.90          | 9.8%         |              | -36.5%        | -28.7%       | 57.91          | 14.02          | 17.17          | 31.19          | 11.0%        | 15.5%        | -11.4%       | -1.0%        |
| 迎驾贡酒          | 21.98          | 6.20          | 11.49         | 17.69         | 19.4%        | 26.7%        | 14.3%         | 18.3%        | 76.27          | 23.19          | 24.49          | 47.68          | 17.7%        | 19.2%        | 4.9%         | 11.4%        |
| 金种子酒          | 0.89           | -1.05         | -0.26         | -1.30         |              |              |               |              | 13.03          | 4.39           | 0.17           | 4.55           | -8.1%        | -3.4%        | -96.0%       | -47.8%       |
| 合计            | 166.24         | 87.17         | 30.00         | 117.17        | 41.6%        | 54.7%        | -40.0%        | 10.1%        | 824.31         | 291.62         | 201.26         | 492.88         | 16.1%        | 16.1%        | 2.0%         | 9.9%         |
| <b>其他</b>     |                |               |               |               |              |              |               |              |                |                |                |                |              |              |              |              |
| 顺鑫农业          | -7.38          | -4.44         | 12.75         | 8.31          | -150.9%      |              | -40.7%        | 45.9%        | 105.73         | 28.01          | 37.33          | 65.34          | -28.7%       | 22.7%        | -28.5%       | -12.9%       |
| 老白干酒          | 7.95           | 4.10          | -0.34         | 3.76          | 27.9%        | 61.9%        |               | 189.6%       | 58.14          | 19.87          | 11.43          | 31.30          | 14.6%        | 17.6%        | 35.8%        | 23.7%        |
| 伊力特           | 3.02           | 1.60          | 0.93          | 2.52          |              | -34.5%       |               | 6.8%         | 23.06          | 7.77           | 7.30           | 15.07          | 32.8%        | 8.7%         | 84.1%        | 35.6%        |
| 金徽酒           | 4.50           | 3.43          | 2.05          | 5.48          | 41.0%        | 46.6%        | -27.5%        | 6.1%         | 29.36          | 12.38          | 7.32           | 19.70          | 20.2%        | 33.1%        | -8.6%        | 13.8%        |
| 天佑德酒          | 1.04           | 1.40          | -0.59         | 0.81          |              | 136.1%       |               | 53.2%        | 13.87          | 5.77           | 2.94           | 8.70           | 27.3%        | 28.3%        | 36.7%        | 31.0%        |
| 岩石股份          | 3.98           | -0.29         | -0.09         | -0.38         | 511.7%       | -115.4%      | -114.8%       | -115.2%      | 21.22          | 0.43           | 2.37           | 2.80           | 59.3%        | -92.7%       | -43.0%       | -72.1%       |
| 皇台酒业          | 0.06           | 0.01          | 0.06          | 0.07          | -42.8%       |              | -52.4%        | -1.7%        | 1.72           | 0.41           | 0.51           | 0.92           | 24.7%        | -5.5%        | 55.9%        | 20.8%        |
| 合计            | 13.17          | 5.81          | 14.77         | 20.58         | -43.1%       |              | -37.7%        | 16.6%        | 253.09         | 74.63          | 69.20          | 143.83         | -5.0%        | 11.4%        | -12.7%       | -1.6%        |
| <b>板块合计</b>   | <b>1466.51</b> | <b>301.44</b> | <b>424.46</b> | <b>725.90</b> | <b>51.9%</b> | <b>20.0%</b> | <b>-19.1%</b> | <b>-6.4%</b> | <b>4540.20</b> | <b>1326.59</b> | <b>1319.29</b> | <b>2645.87</b> | <b>16.6%</b> | <b>12.5%</b> | <b>10.2%</b> | <b>11.4%</b> |

资料来源: Wind, HTI

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/808002057030006076>