

食品饮料/白酒 II

2024 年 11 月 08 日

# 白酒 2024Q3 综述：

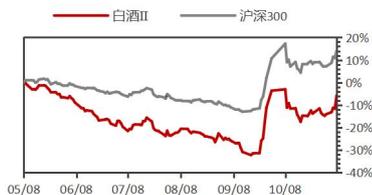
## ——基本面承压，白酒分化加大

### 标配 (维持)

#### 研报摘要：

- **白酒业绩保持稳健，业绩增速出现“减速”。**根据申万宏源白酒 III 的统计数据，2024 年前三季度，白酒板块上市公司实现营业总收入合计 3400.63 亿元，同比增长 9.27%；归母净利润 1316.97 亿元，同比增长 10.68%。增速相较于其他年限增速已经出现放缓。在消费环境整体呈现轻微复苏的背景下，24Q3 的业绩延续了 24Q2 的下滑趋势。24Q3 白酒行业的上市公司总收入为 964 亿元，同比增长 0.53%；归属于母公司的净利润为 360.15 亿元，同比增长 2.05%。若不考虑茅台的影响，其他上市公司在 24Q3 的总收入为 568 亿元，同比下降 7.5%；归属于母公司的净利润为 169 亿元，同比下降 8.1%。
- **零售总额同比增速显示出回暖迹象，预示着烟酒市场可能迎来转机。**数据显示，7 月至 9 月社会消费品零售总额同比增长率稳定在 2.1% 至 3.2% 之间，并在 9 月录得 3.2%，初步开始企稳。同时，人均可支配收入从疫情前的 30733 元增长至疫情后的 39218 元，复合年增长率为 6.28%，表明收入水平已摆脱疫情影响。随着居民收入的进一步提高，消费能力有望恢复，为烟酒市场注入新的增长动力。
- **白酒市场主流产品价格波动，但总体稳定。**飞天茅台批发价从 2900 元跌至 10 月的 2170 元，后回稳至 2300 元。普五和国窖 1573 批发价保持在 950-960 元和 860-880 元。次高端产品如剑南春水晶剑、青花 20 和酒鬼内参的批发价也稳定，分别为 410 元、360-370 元和 700 元左右，其他品类价格波动不大。
- **白酒企业业绩开始呈现差异，品牌分化开始显现。**具体来看，在 2024 年第一季度至第三季度期间，高端白酒品牌的营收表现较好，其同比增长率达到了 13.5%。显著高于次高端白酒品牌的 8.2% 区域酒企的 4.4% 和其他酒企的 1.6%。在单个 Q3 季度的数据中也得到了体现。高端白酒品牌的营收同比增长率达到了 9.6%，而次高端白酒品牌则出现了轻微的下滑，增长率为 -0.4%。区域酒企和其他酒企的表现更为不佳，分别出现了 -16.6% 和 -11.9% 的增长。在归母净利润方面，高端白酒品牌的表现同样相对于其他层级白酒酒企较好。无论是从第一季度至第三季度的累计数据来看，还是单独分析第三季度的业绩，高端白酒品牌都展现出了增长势头。其净利润的增长率不仅高于次高端白酒品牌，更是远远领先于区域酒企和其他酒企，其中区域酒企与其他酒企在净利润方面出现了 20% 以上的下降。
- **投资建议：白酒板块当前估值较低，具有较高的安全边际和绝对收益空间。**截至 11 月 7 日板块当前动态市盈率约 22 倍，低于 2020 年以来的 34 倍中枢水平，性价比突出。9 月 24 日、9 月 26 日两次重大会议提出的政策集中发力开始提振内需，尽管短期政策效果尚未完全显现，但长期政策红利仍然会预期兑现，加之人均可支配收入增加和零售总额增长，有望推动烟酒等消费品类增长。消费力提升可能改善白酒板块基本面。因此，建议投资者选择业绩稳定、分红率提升的行业龙头。建议长线资金积极配置白酒龙头公司，维持标配评级。
- **风险提示：白酒批价大幅波动，宏观经济恢复不及预期，食品安全风险。**

#### 一年内行业与大盘对比走势：



#### 证券分析师

马世辉 17732313273

S0400523110001

mashihui@cdzq.com

## 目录

---

1. 白酒业绩保持稳健，业绩增速出现“减速” .....	4
2. 零售总额同比增速出现“回暖”，烟酒市场仍有望迎来转机 .....	6
3. 高端、次高端白酒批价虽有波动，但整体保持平稳 .....	8
4. 白酒企业业绩开始呈现差异，品牌分化开始显现 .....	9
5. 投资建议：优选行业龙头，关注后续支持政策 .....	10
6. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1 : SW 白酒 III 营业收入及同比增长率 .....	4
图 2 : SW 白酒 III 归母净利润及同比增长率 .....	4
图 3 : SW 白酒 III 单季度营业收入及同比增长 .....	5
图 4 : SW 白酒 III 单季度归母净利润及同比增长 .....	5
图 5 : 食品饮料子板块 2024Q1-Q3 营业总收入排名情况 .....	5
图 6 : 食品饮料子板块 2024Q3 营业总收入排名情况 .....	5
图 7 : 食品饮料子板块 2024Q1-Q3 归母净利润排名情况 .....	5
图 8 : 食品饮料子板块 2024Q3 归母净利润排名情况 .....	5
图 9 : 社会消费品零售总额及当月同比情况 .....	6
图 10 : 限额以上企业商品零售额烟酒类当月同比情况 .....	7
图 11 : 人均可支配收入情况 .....	7
图 12 : 飞天茅台批价统计 .....	8
图 13 : 五粮液及泸州老窖批价统计 .....	9
图 14 : 次高端白酒批价统计 .....	9
图 15 : 白酒 III 估值情况 .....	10
表 1 : 不同品牌白酒企业业绩情况 .....	10

## 1. 白酒业绩保持稳健，业绩增速出现“减速”

统计数据显示，目前白酒行业的整体收入及净利润增长速度出现放缓。根据申万宏源白酒Ⅲ的统计数据，2024年前三季度，白酒板块上市公司实现营业总收入合计3400.63亿元，同比增长9.27%；归母净利润1316.97亿元，同比增长10.68%。增速相较于其他年限增速已经出现放缓。

在消费环境整体呈现轻微复苏的背景下，24Q3的业绩延续了24Q2的下滑趋势。24Q3白酒行业的上市公司总收入为964亿元，同比增长0.53%；归属于母公司的净利润为360.15亿元，同比增长2.05%。若不考虑茅台的影响，其他上市公司在24Q3的总收入为568亿元，同比下降7.5%；归属于母公司的净利润为169亿元，同比下降8.1%。

总体来看，从三季度开始，在宏观经济需求的轻微复苏和行业价格压力较大的情况下，酒企在淡季主动调整了渠道体系，控制了发货节奏和增长速度。尽管板块的收入和利润都实现了正增长，但单季度的同比增长速度明显减缓，24Q3单季度板块的收入同比增长速度比24Q2减少了9.8个百分点，归属于母公司的净利润同比增长速度比24Q2减少了9.7个百分点。

图 1：SW 白酒Ⅲ营业收入及同比增长率



资料来源：WIND，财达研究

图 2：SW 白酒Ⅲ归母净利润及同比增长率



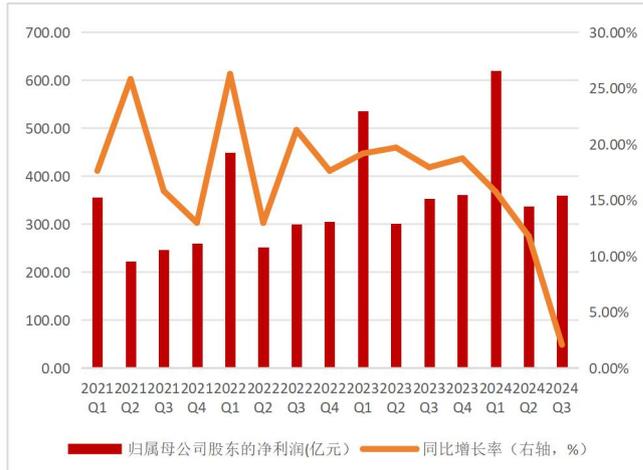
资料来源：WIND，财达研究

图 3：SW 白酒 III 单季度营业收入及同比增长



资料来源：WIND，财达研究

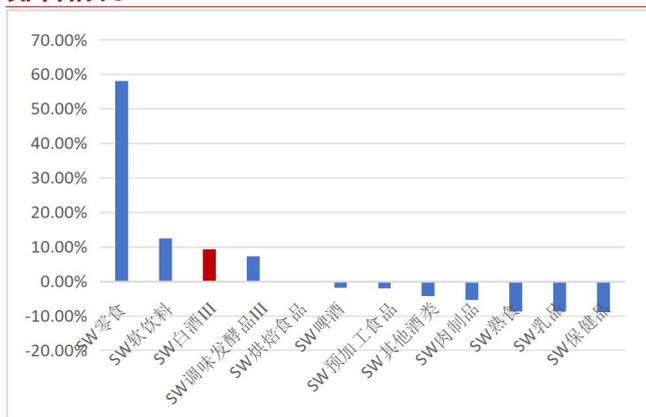
图 4：SW 白酒 III 单季度归母净利润及同比增长



资料来源：WIND，财达研究

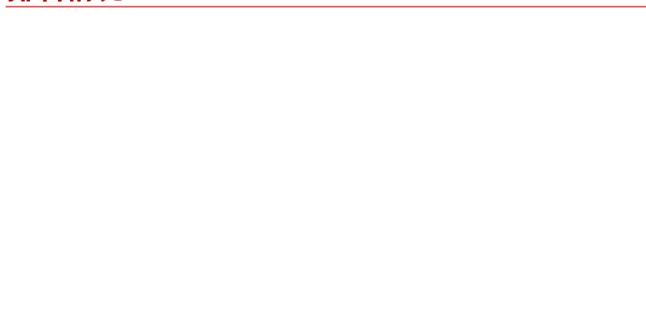
通过对比食品饮料二级子版块对比来看，前三季度白酒业绩处于行业前列，Q3 单季排名出现下降。前三季度白酒 III 板块营业总收入增速位列第三位，仅次于 SW 零食和 SW 软饮料板块，24Q3 白酒 III 板块营业总收入变为第四位，在 SW 零食、SW 调味发酵品和 SW 软饮料之后。24Q1-Q3 和 24Q4 白酒板块利润增速排名没有发生变化，同时位列子版块第四位。

图 5：食品饮料子板块 2024Q1-Q3 营业总收入排名情况



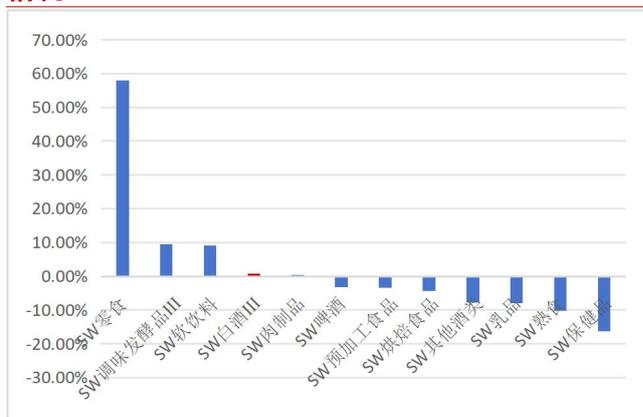
资料来源：WIND，财达研究

图 7：食品饮料子板块 2024Q1-Q3 归母净利润排名情况



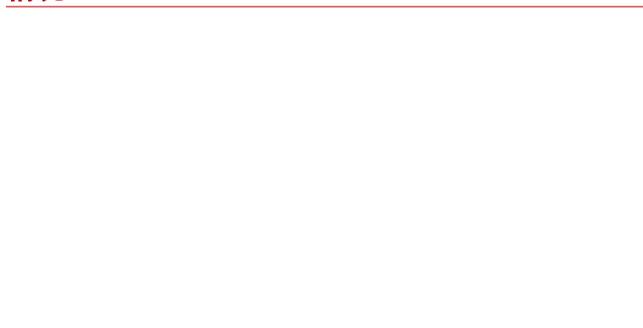
资料来源：WIND，财达研究

图 6：食品饮料子板块 2024Q3 营业总收入排名情况

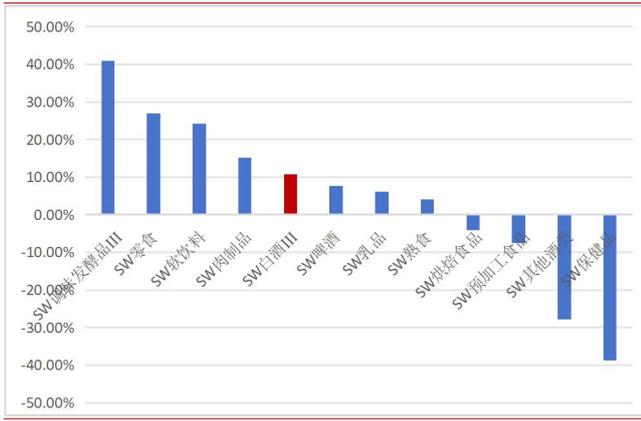


资料来源：WIND，财达研究

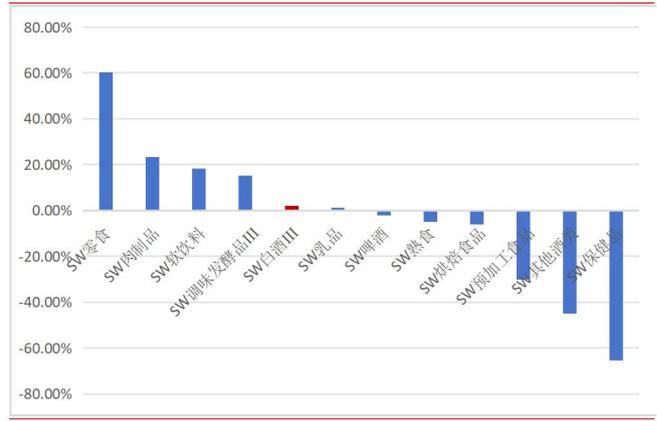
图 8：食品饮料子板块 2024Q3 归母净利润排名情况



资料来源：WIND，财达研究



资料来源：财达研究



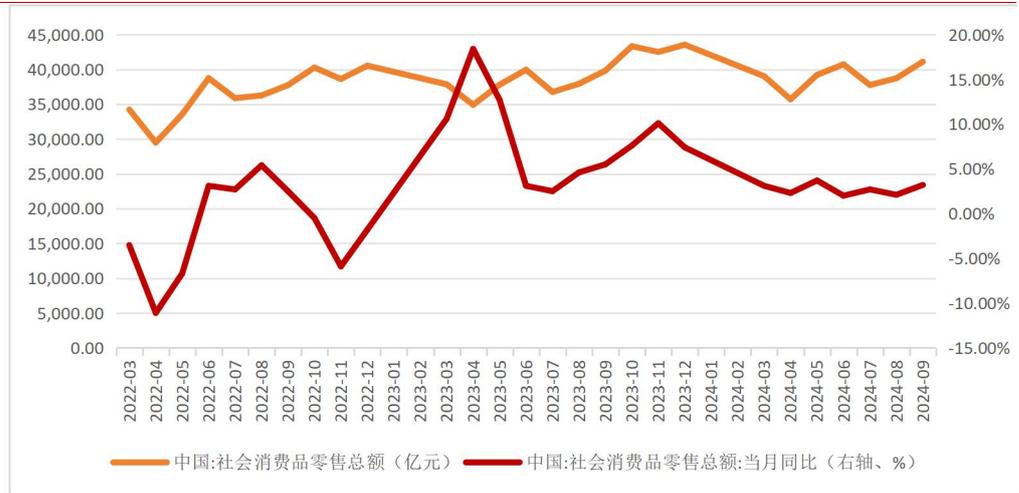
资料来源：财达研究

总体来看，尽管白酒板块在前三季度的业绩表现依然强劲，但其增长速度有所放缓，特别是在 24Q3 季度，其增速排名有所下降。这表明在宏观经济复苏和行业价格压力的双重影响下，白酒板块的增长动力受到了一定的制约。此外，与其他食品饮料子版块相比，白酒板块在利润增速上保持稳定，但并未能进一步提升其在行业中的领先地位。未来，白酒企业可能需要在保持产品质量和品牌影响力的同时，进一步优化成本结构和营销策略，以应对市场变化和竞争压力。

## 2. 零售总额同比增速出现“回暖”，烟酒市场仍有望迎来转机

从社会消费品零售总额的数据来看，我们可以观察到 7 月至 9 月期间，社会消费品零售总额的同比增长率分别为 2.7%、2.1%和 3.2%，已经出现止跌企稳。但是，这一增速相对较慢，主要原因仍然是对未来经济方向的不确定和下游消费市场的疲软所造成。自 3 月份以来，每个月的社会消费品零售总额同比 2021 年的复合年均增长率（CAGR）基本上保持在大约 3% 的水平。

图 9：社会消费品零售总额及当月同比情况



资料来源：WIND，财达研究

通过对限额以上企业商品零售额中烟酒类数据的分析,可以发现当前烟酒类市场趋势并未显示出积极的转变迹象,整体仍处于下降通道。具体而言,从23年10月同比增长增速高点之后,增速一直持续下降,直到24年9月份的数据所显示,烟酒类商品的零售额同比下降了0.7%,烟酒商品零售额已经出现萎缩,显示出当前烟酒类消费整体走向低迷状态。

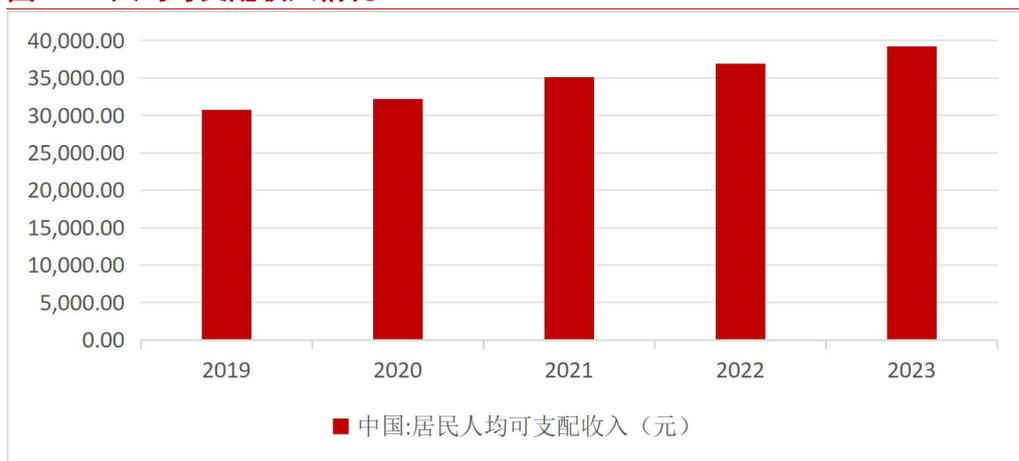
图 10: 限额以上企业商品零售额烟酒类当月同比情况



资料来源: WIND, 财达研究

但是从另一方面仍然可以看出,从人均可支配收入来看,2019年疫情前人均可支配收入为30733元,到2023年疫情后达到了39218元,复合增长率(CAGR)达到了6.28%。从增长率上看,人均可支配收入已经摆脱疫情影响。未来,随着居民收入水平的提高,消费能力有望逐步恢复,为烟酒市场带来新的增长动力。

图 11: 人均可支配收入情况



资料来源: 财达研究

因此,从长期来看,在人均可支配收入不断增长下和社会零售增速“拐头”情况下,尽管当前烟酒类消费数据仍然略显低迷,但随着宏观经济逐步回暖,消费者信心将会逐渐恢复,烟酒市场仍有望迎来转机。

### 3. 高端、次高端白酒批价虽有波动，但整体保持平稳

从批价的角度来看，今年以来，白酒市场中的主流大单品价格出现了一些波动。具体来看，飞天茅台原装的批发价格在二季度开始出现下滑，从之前的 2900 元以上逐渐下降至 2550 左右元。然而，随后 8 月份价格逐步企稳并开始回升，一度回升至 2700 元以上。从 10 月份开始，飞天茅台原装的批发价格再次出现回落，价格一度跌至 2170 的低点。进入 11 月份，飞天茅台已经出现止跌回稳，仍然和 9 月份一样维持在 2300 元左右。与此同时，普五和国窖 1573 的批发价格保持稳定。五粮液（普五八代）的批发价格稳定在 950-960 元之间，而国窖的批发价格则稳定在 860-880 元之间。

在次高端品类中，批发价格也基本维持稳定。剑南春水晶剑的批发价格稳定在 410 元左右，青花 20 的批发价格稳定在 360-370 元左右，酒鬼内参维持在 700 元左右。其他品类的批发价格也基本保持稳定，没有出现太大的波动。

总体来看，尽管部分主流大单品价格出现了一定的波动，但整体市场批发价格相对稳定。

图 12：飞天茅台批价统计



资料来源：WIND，财达研究

图 13：五粮液及泸州老窖批价统计



资料来源：WIND，财达研究

图 14：次高端白酒批价统计



资料来源：WIND，财达研究

## 4.白酒企业业绩开始呈现差异，品牌分化开始显现

我们将白酒按照价格体系进行分类，高端白酒分为贵州茅台、五粮液、泸州老窖三家公司，将次高端白酒分为山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊等公司，将区域酒企分为洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒、今世缘等公司，将其他酒企分为老白干酒、口子窖、金种子酒、伊力特、金徽酒等。

当我们深入分析最新的数据时，可以明显观察到当前白酒行业按照品牌开始分化，业绩已经开始出现明显的分化现象。具体来看，在 2024 年第一季度至第三季度期间，高端白酒品牌的营收表现较好，其同比增长率达到了 13.5%。这一数字不仅显著高于次高端白酒品牌的 8.2% 增长率，更是远远超过了区域酒企的 4.4% 和其他酒企的 1.6%。在单个 Q3 季度的数据中也得到了体现。在这一季度，高端白酒品牌的营收同比增长率达到了 9.6%，而次高端白酒品牌则出现了轻微的下滑，增长率为 -0.4%。区域酒企和其他酒企的表现更为不佳，分别出现了 -16.6% 和 -11.9% 的增长。

在归母净利润方面，高端白酒品牌的表现同样相对于其他层级白酒酒企较好。无论是从第一季度至第三季度的累计数据来看，还是单独分析第三季度的业绩，高端白酒品牌都展现出了增长势头。其净利润的增长率不仅高于次高端白酒品牌，更是远远领先于区域酒企和其他酒企，其中区域酒企与其他酒企在净利润方面出现了 20% 以上的下降。这一现象进一步印证了高端白酒品牌在当前市场中的强势地位，白酒业绩已经开始出现分化。

表 1：不同品牌白酒企业业绩情况

	24Q1-Q3 营收(亿元)	营收同比增长	24Q1-Q3 归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长
高端酒白酒	2153.42	13.50%	973.51	12.80%
次高端白酒	407.97	8.20%	132	8.00%
区域酒企	620.4	4.40%	184.17	0.60%
其他酒企	132.37	1.60%	23.41	4.80%

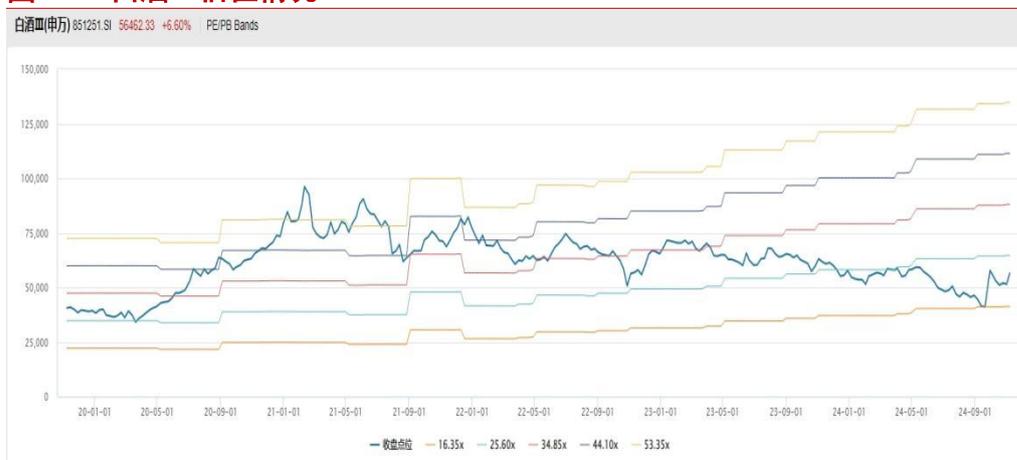
	24Q3 营收(亿元)	营收同比增长	24Q3 归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长
高端酒白酒	643.38	9.60%	285.71	9.20%
次高端白酒	120.67	-0.40%	38.36	-2%
区域酒企	142.69	-16.60%	30.57	-32.80%
其他酒企	38.51	-11.90%	5.84	-24.70%

资料来源：WIND，财达研究

## 5.投资建议：优选行业龙头，关注后续支持政策

目前白酒板块的估值具有较高的安全边际，绝对收益空间已经显现。截至 2024 年 11 月 7 日，白酒板块的市盈率约为 22 倍，这一数值低于自 2020 年以来的估值中枢水平（约 34 倍），处于近五年来的相对低位。因此，当前配置白酒板块的性价比非常突出。

图 15：白酒 III 估值情况



资料来源：WIND，财达研究

展望未来，白酒行业的发展前景依旧看好。在现今的市场环境下，投资者应聚焦于那些拥有核心竞争力和品牌优势的领先的白酒龙头企业。这些企业通常具备稳定的市场份额和较高的利润率，能够在竞争激烈的市场中保持领先地位。同时，随着消费者对健康、品质的追求持续提高，具备创新能力和产品升级能力的企业将更容易把握市场机遇，实现业绩的持续增长。

综合而言，白酒当前业绩分化较为明显，建议投资者优选业绩确定性高、同时分红率稳步提升的行业龙头。在 9 月 24 日、9 月 26 日两次重大会议提出的政策集中发力提振内需的情况下，短期政策上虽然仍然

需要传导还未全部显现。但是，长期来看我们认为政策红利将会逐步兑现，叠加当前人均可支配收入不断的增加，社会零售总额同比增长“拐点”向上，未来有望带动烟酒、食品等消费场景的品类增长。随着消费力持续提升，有望带动白酒板块基本面整体出现改善。因此，建议长线资金积极配置两市白酒龙头公司，并给与标配（维持）评级。

## 6. 风险提示

- (1) 白酒企业批价大幅波动风险
- (2) 宏观经济恢复不及预期风险
- (3) 食品安全风险

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

财达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [www.s10000.com](http://www.s10000.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

## 股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
【行业指数评级】	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
【公司股票评级】	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 法律声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

