



白酒行业行业研究

买入（首次评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 分析师：叶韬（执业 S1130524040003）

liuchengqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

白酒业绩兑现强，分化中坚定布局强势龙头

投资逻辑

整体而言，白酒板块 23 年&24Q1 无论收入、业绩兑现度仍较高，此前市场对行业弱复苏下酒企业绩兑现多有疑虑，但白酒行业商业模式的优异性仍能赋予强势酒企横跨周期的能力，强者恒强。高业绩兑现度、强稳定性、稳步提升的分红水平均是白酒投资价值的体现，低预期、估值性价比区间持续推荐布局契机。当下酒企更聚焦拼抢、精细化，从业绩兑现质量的分化中能窥探到，品牌力占优、具备差异化优势、所属β占优的酒企能实现更高质量的发展，持续推荐高端酒及各子赛道龙头酒企（汾酒、区域龙头等）。此外，建议关注顺周期逻辑下外拓酒企的业绩/估值双弹性。

1) 收入端：场景修复后兑现高，回款质量分化加剧。板块整体收入兑现不错，与春节旺季仍旺的趋势相匹配，今年春节已没有消费场景约束，其中贵州茅台、五粮液等有超预期表现；次高端、区域酒内部明显分化，外拓型酒企受行业景气冲击的影响明显更强，具备基地市场消费认知优势、享受春节返乡需求释放的区域酒表现相对平稳。

从回款端看，酒企间分化会更明显。1) 24Q1 末白酒板块预收款余额 408 亿，与去年同期 406 亿基本持平。内部结构中，茅台、老窖、汾酒等同比有所增长。2) 板块 23Q4+24Q1 销售收现 2641 亿元，同比+12%，低于营收端 15%增速；24Q1 末应收款项余额 450 亿元，同比+30%，春节档抢抓回款中酒企多有放宽票据回款约束。综合来看，强品牌势能的酒企如茅台、汾酒，以及部分区域酒企回款质量相对更优。

从营收的量价逻辑来看，板块 23 年销量增长的边际贡献提升、价增边际贡献减少，与弱复苏的行业态势下头部酒企集中度提升的趋势一致。从招商逻辑来看，已实现全国化的头部酒企更多靠依靠经销商做大做强来实现营收增长；泛次高端酒企、部分区域酒企经销商数量增长幅度仍较高，但斜率整体在缩减，与当下渠道对招商的谨慎情绪相匹配。

2) 利润端：结构提升趋势仍延续，分红稳中有升。板块利润弹性延续兑现，23 年、24Q1 板块归母净利增速均高于营收端增速。驱动利润弹性主要包括产品结构优化+数字化赋能精准营销下毛销差提升，以及规模效应下的管理费用率优化，上述逻辑在 23 年仍延续兑现；单季度的利润弹性易受到税金缴纳节奏、营销活动开展&费用节奏等因素扰动，从 24 年全年维度展望，我们预计逻辑仍在演绎。从分红维度看，整体维持较高分红水平、多数酒企股利支付率在 50%+，五粮液、洋河等酒企 23 年股利支付率较 22 年有所提升。

3) 机构持股：基金重仓持股、沪深港通持股占比环比提升。24Q1 整体持股占比环比提升（24Q1 白酒标的持股市值占基金股票投资市值比环比+0.19pct 至 5.83%），期内 SW 白酒指数收益率为+0.35%。从细分标的看，重仓持股环比提升的有贵州茅台（环比+7%）、五粮液（+8%）、山西汾酒（+1%）、今世缘（+9%）、伊力特（+7%）。考虑到贵州茅台&五粮液均为沪深 300、上证 50 等股指重仓标的，剔除指数类基金后贵州茅台环比转为-17%，五粮液环比+1%，仍能看到市场对势能确定性较强、或渠道量价策略有望迎拐点标的的追逐。从沪深港通持股占比来看，23 年自 Q2 起占比持续回落，但头部酒企在 24Q1 环比占比均有所提升，但多数尚未恢复至 23Q1 末水平，北上核心持仓主要为品牌力占优的茅台&五粮液。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，行业政策风险，食品安全风险。



内容目录

白酒板块：业绩兑现水平高，分化中坚定布局强势龙头.....	4
1、收入端：场景修复后兑现高，回款质量分化加剧.....	4
2、利润端：结构提升趋势仍延续，分红稳中有升.....	10
3、机构持股：基金重仓持股、沪深港通持股占比环比提升.....	13
4、投资建议：把握预期低位的性价比配置节点.....	15
风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 2023&2024Q1 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速.....	4
图表 2： 2019 年至今分季度白酒板块营业收入（亿元）及同比增速.....	5
图表 3： 2019 年至今分季度各子板块营业收入同比增速.....	5
图表 4： 2017 年白酒板块及各子板块分季度营收占比.....	5
图表 5： 2023 年白酒板块及各子板块分季度营收占比.....	5
图表 6： 2023&2024Q1 白酒板块重点标的预收规模（亿元）及同比增速.....	5
图表 7： 2023&2024Q1 白酒板块重点标的销售收现规模（亿元）及同比增速.....	6
图表 8： 2018 年至今白酒各子板块季度末应收款项余额（亿元）.....	7
图表 9： 2021~2023 年白酒板块重点标的量价情况.....	7
图表 10： 2016 年至今规上白酒企业销售收入及同比增速.....	8
图表 11： 2016 年至今规上白酒企业利润总额及同比增速.....	8
图表 12： 2022&2023 年末白酒板块重点标的固定资产+在建工程余额（亿元）及同比增速.....	9
图表 13： 2021~2023 年白酒板块重点标的经销商情况.....	9
图表 14： 2023&2024Q1 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速.....	10
图表 15： 2023&2024Q1 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差.....	10
图表 16： 2017 年至今白酒板块归母净利率及毛利率.....	11
图表 17： 2017 年至今白酒板块分子板块毛销差.....	11
图表 18： 2023&2024Q1 白酒板块重点标的管理费用率、营业税金及附加占比.....	11
图表 19： 2021~2023 年白酒板块重点标的基础股利支付率.....	12
图表 20： 2006 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况.....	13
图表 21： 白酒标的 2024Q1 基金重仓持股情况及环比变化.....	13
图表 22： 2022 年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比.....	14
图表 23： 白酒板块核心标的 2024 年营收&归母净利一致预期.....	15
图表 24： 2015 年至今 SW 白酒 PE-TTM 与估值分位.....	15



图表 25: 2020 年至今 SW 白酒收盘价及成交额.....	16
图表 26: 白酒板块重点标的盈利预测.....	16
图表 27: 2023 年年报内重点酒企对 2024 年经营目标描述梳理.....	16



白酒板块：业绩兑现水平高，分化中坚定布局强势龙头

1、收入端：场景修复后兑现高，回款质量分化加剧

白酒板块整体 23 年&24Q1 收入端兑现水平不错，与今年春节旺季仍旺的趋势相匹配，其中贵州茅台、五粮液等略有超预期表现。具体而言，23Q4+24Q1 高端/次高端/区域酒及其他分别实现营收 1632/279/586 亿元，同比分别+16%/+19%/+10%，高端酒仍以稳为主，次高端、区域酒内部明显分化。

今年春节旺季已经没有消费场景的约束，因此同口径下部分酒企增速较去年同期有所提升（如老白干、伊力特、天佑德酒等），而规模居前的头部酒企增速较去年同期基本平稳或略有下滑（如老窖、汾酒、古井等）。

此外，次高端中水井坊、酒鬼酒营收尚未恢复至 22 年同期水平，外拓型酒企受行业景气冲击的影响明显更强且更延续，具备基地市场消费认知优势、享受春节返乡需求释放的区域酒表现会相对平稳，因此能看到各家酒企对于基地市场的战略重视度、资源聚焦水平明显提升。

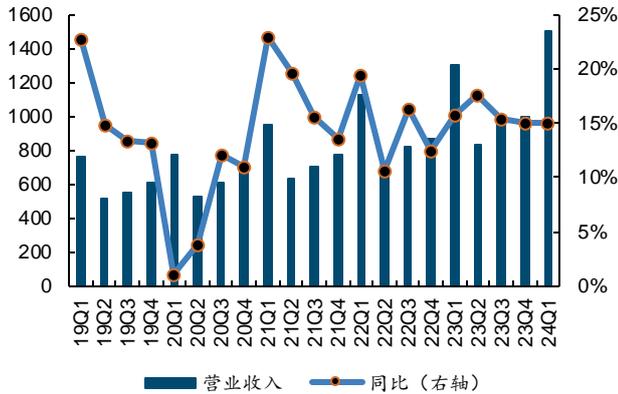
图表1：2023&2024Q1 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速

分类	公司名称	23Q4	YOY	24Q1	YOY	23Q4+24Q1	YOY
高端	贵州茅台	444	20%	458	18%	902	19%
	五粮液	207	14%	348	12%	556	13%
	泸州老窖	83	9%	92	21%	175	15%
	合计	735	17%	898	16%	1632	16%
次高端	山西汾酒	52	27%	153	21%	205	23%
	舍得酒业	18	28%	21	4%	39	14%
	水井坊	14	51%	9	9%	23	31%
	酒鬼酒	7	22%	5	-49%	12	-23%
	合计	91	30%	189	14%	279	19%
区域酒及其他	洋河股份	28	-22%	163	8%	191	2%
	今世缘	17	27%	47	23%	64	24%
	古井贡酒	43	9%	83	26%	126	20%
	迎驾贡酒	19	19%	23	21%	42	20%
	口子窖	15	10%	18	11%	33	11%
	金种子酒	4	7%	4	-3%	8	2%
	老白干酒	14	18%	11	13%	25	15%
	金徽酒	5	17%	11	20%	16	19%
	伊力特	6	86%	8	12%	14	34%
	天佑德酒	3	42%	5	33%	8	36%
	顺鑫农业	18	-31%	41	-1%	58	-12%
	合计	173	2%	413	13%	586	10%
	白酒板块合计	998	15%	1500	15%	2498	15%

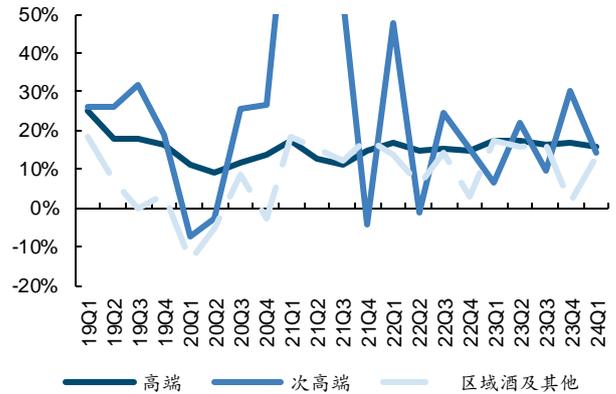
来源：Wind，国金证券研究所



图表2: 2019年至今分季度白酒板块营业收入(亿元)及同比增速



图表3: 2019年至今分季度各子板块营业收入同比增速

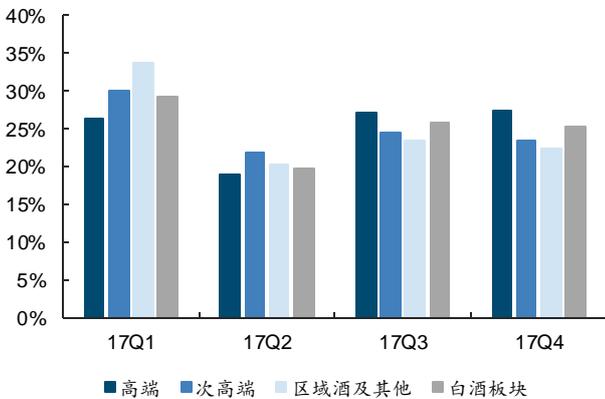


来源: Wind, 国金证券研究所

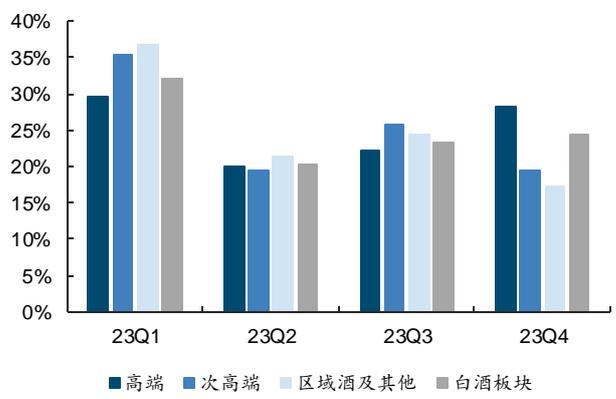
来源: Wind, 国金证券研究所(注: 21Q1~21Q3 次高端同比增速分别为 88%、95%、54%, 低基数下高增未在图表中显示)

从酒企淡旺季的投放节奏来看, 高端酒在 Q4、Q1 投放占比较高, 22 年及 23 年合计营收占比均在 58%左右, 对应次高端、区域酒均在 55%左右, 但次高端、区域酒投放更集中于 Q1 春节消费档。对于近几年市场对淡季更淡的担忧, 能看到 23 年与 17、19 年比 Q1 占比确实有所提升, 酒企对春节、开门红的重视程度确实有在加强。表观占比持续提升预计与营销端“惯性”相关, 即希望开门红持续更好以鼓舞营销团队&渠道的信心; 此外, 预计也与行业的“内卷”相关。

图表4: 2017年白酒板块及各子板块分季度营收占比



图表5: 2023年白酒板块及各子板块分季度营收占比



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

从回款端看, 酒企间分化会更明显。截至 24Q1 末, 白酒板块预收款(合同负债+预收账款)余额为 408 亿, 较去年同期 406 亿基本持平。在内部结构中, 茅台、老窖、汾酒 24Q1 末合同负债余额同比有所增长, 且考虑环比预收款变化后的 24Q1 营收增速均高于明面的营收增速, 兑现质量不错。

图表6: 2023&2024Q1 白酒板块重点标的的预收规模(亿元)及同比增速

分类	公司名称	23 年末预收款规模	YOY	24Q1 末预收款规模	YOY	环比△	24Q1 营收+环比△预收	YOY	是否快于营收增速
高端	贵州茅台	141	-9%	95	14%	-46	412	30%	是
	五粮液	69	-44%	51	-9%	-18	330	36%	是
	泸州老窖	27	4%	25	47%	-1	91	34%	是
	合计	237	-22%	171	10%	-66	832	33%	是



分类	公司名称	23 年末预收款规模	YOY	24Q1 末预收款规模	YOY	环比△	24Q1 营收+环比△预收	YOY	是否快于营收增速
次高端	山西汾酒	70	2%	56	34%	-14	139	40%	是
	舍得酒业	3	-7%	2	-70%	0	21	-18%	否
	水井坊	12	19%	12	15%	-1	9	5%	否
	酒鬼酒	3	-34%	2	-36%	0	4	-51%	否
	合计	88	2%	72	14%	-16	173	22%	是
区域酒及其他	洋河股份	111	-19%	58	-17%	-53	110	32%	是
	今世缘	24	18%	10	-15%	-14	32	12%	否
	古井贡酒	14	69%	46	-3%	32	115	10%	否
	迎驾贡酒	7	11%	5	3%	-2	21	20%	否
	口子窖	4	-29%	4	-16%	0	17	18%	是
	金种子酒	1	-2%	1	-34%	0	4	-14%	否
	老白干酒	15	2%	24	7%	8	20	15%	是
	金徽酒	6	13%	6	48%	1	11	40%	是
	伊力特	1	-8%	1	21%	0	8	15%	是
	天佑德酒	1	39%	1	29%	0	5	31%	否
	顺鑫农业	22	-44%	8	-55%	-14	27	31%	是
	合计	206	-14%	164	-12%	-42	372	19%	是
	白酒板块合计	531	-16%	408	持平	-123	1377	27%	是

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 预收款=合同负债+预收账款)

对于合同负债科目而言, 细项主要包括预收经销商货款以及尚未与经销商结算的折扣/费用, 我们认为可通过分析表观其他流动负债中待转销项税余额与合同负债的比例来判断表观合同负债的质量。考虑到季报中未披露合同负债、其他流动负债细项, 从 23 年年报呈现结果来看, 五粮液、汾酒、迎驾、口子窖、伊力特该比值略有降低, 即合同负债中真正的预收货款、又或中长期可确认收入部分在合同负债内部结构中占比有所降低; 洋河、古井有所提升, 其余酒企趋稳。

回款质量的另一个评判维度为现金回款情况。从 23Q4+24Q1 销售收现情况来看, 板块整体期内实现销售收现 2641 亿元, 同比+12%, 低于同期营收端 15% 的增速, 对应 24Q1 末应收款项 (应收票据及应收账款+应收款项融资) 余额达 450 亿元, 同比+30%, 这也表明在春节档抢抓回款的行业内卷气氛下, 酒企多有放宽票据回款约束。将 24Q1 末应收款项余额与 23Q4+24Q1 已实现营收相比, 五粮液该比值达 50%+, 老窖、古井、酒鬼酒达 30%+, 汾酒、洋河<10%, 茅台、今世缘、迎驾≈0%。

综合考虑收入兑现度、回款水平及现金回款情况, 强品牌势能的酒企如茅台、汾酒的质量明显较优, 区域性酒企中老白干、伊力特质量也不俗。

图表7: 2023&2024Q1 白酒板块重点标的销售收现规模 (亿元) 及同比增速

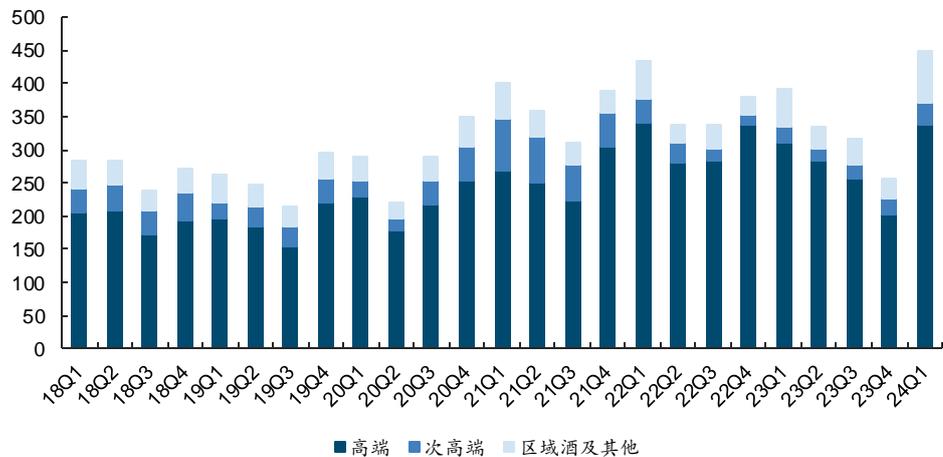
分类	公司名称	GY23 销售收现	YOY	是否超过营收增速	23Q4+24Q1 销售收现	YOY	是否超过营收增速
高端	贵州茅台	1637	16%	否	987	23%	是
	五粮液	1053	29%	是	603	-2%	否
	泸州老窖	316	22%	是	146	7%	否
	合计	3006	21%	是	1736	12%	否
次高端	山西汾酒	301	5%	否	201	25%	是
	舍得酒业	74	22%	是	38	13%	否
	水井坊	56	8%	是	25	30%	否



分类	公司名称	CY23 销售收现	YOY	是否超过营收 23Q4+24Q1 销售		YOY	是否超过营收
				增速	收现		
	酒鬼酒	25	-26%	是	9	-34%	否
	合计	456	5%	否	273	20%	是
区域酒及其他	洋河股份	349	13%	是	222	13%	是
	今世缘	121	25%	否	69	20%	否
	古井贡酒	208	20%	否	118	6%	否
	迎驾贡酒	76	18%	否	48	11%	否
	口子窖	58	11%	否	31	-1%	否
	金种子酒	13	-8%	否	5	-48%	否
	老白干酒	58	15%	是	31	24%	是
	金徽酒	29	20%	否	20	14%	否
	伊力特	23	33%	否	15	36%	是
	天佑德酒	14	27%	是	9	31%	否
	顺鑫农业	106	-29%	否	65	-13%	否
	合计	1054	10%	否	633	8%	否
	白酒板块合计	4517	16%	是	2642	12%	否

来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 2018 年至今白酒各子板块季度末应收款项余额 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 应收款项=应收票据及应收账款+应收款项融资)

从酒企驱动营收的量价逻辑来看, 整体板块 23 年销量增长的边际贡献提升、吨价提升的边际贡献减少, 与弱复苏的行业态势下头部酒企集中度提升的趋势也相对一致。

目前从收入的集中度看, 23 年规上白酒企业实现销售收入 7563 亿元, 同比+9.7%, 上市酒企中营收 top5 合计 3263 亿元, CR5 达 43%, 较 22 年提升 1.0pct。同时, 上市酒企普遍仍有增产扩能项目实施, 未来伴随产能也会逐步释放至成品酒供应端, 集中度持续提升的趋势预计仍将延续。

图表9: 2021~2023 年白酒板块重点标的量价情况

板块	简称	销售量 (吨/千升)			销量 yoy		吨价 yoy	
		2021	2022	2023	22vs21	23vs22	22vs21	23vs22
高端酒	贵州茅台	66439	68176	73274	3%	7%	14%	11%
	五粮液	181775	127161	159106	-30%	25%	60%	-10%

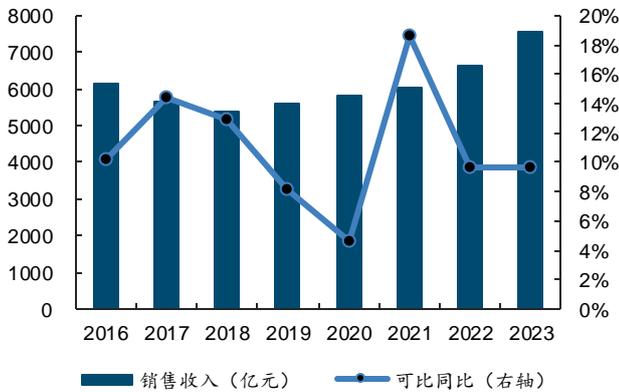


板块	简称	销售量 (吨/千升)			销量 yoy		吨价 yoy	
		2021	2022	2023	22vs21	23vs22	22vs21	23vs22
次高端酒	泸州老窖	77821	86183	96278	11%	12%	10%	8%
	山西汾酒	151263	176943	205789	17%	16%	12%	5%
	舍得酒业	39135	41377	43527	6%	5%	15%	11%
	酒鬼酒	12426	14913	9882	20%	-34%	-1%	5%
	水井坊	11033	10776	11201	-2%	4%	3%	2%
区域酒&其他	洋河股份	184001	195323	166155	6%	-15%	12%	29%
	今世缘	31995	38965	46708	22%	20%	1%	7%
	古井贡酒	101055	114694	118319	13%	3%	11%	17%
	老白干酒	47957	49771	53540	4%	8%	11%	5%
	口子窖	34482	34221	36763	-1%	7%	3%	8%
	顺鑫农业	655468	495544	366538	-24%	-26%	4%	23%
	迎驾贡酒	47826	52768	61325	10%	16%	9%	5%
	金种子酒	8928	10202	18326	14%	80%	-14%	-31%
	伊力特	18995	18161	22603	-4%	24%	-12%	10%
	金徽酒	13792	14036	17980	2%	28%	11%	-1%
天佑德酒	13208	12756	15171	-3%	19%	-4%	4%	

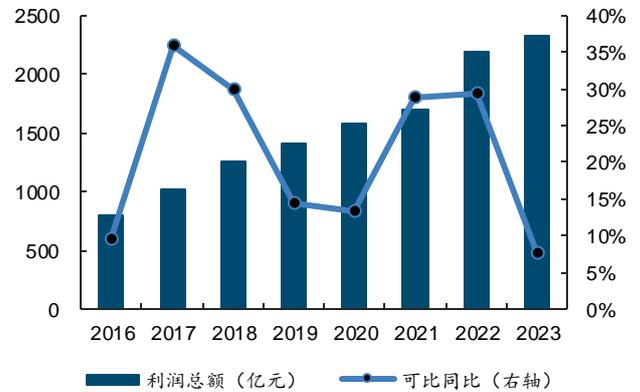
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表10：2016 年至今规上白酒企业销售收入及同比增速

图表11：2016 年至今规上白酒企业利润总额及同比增速



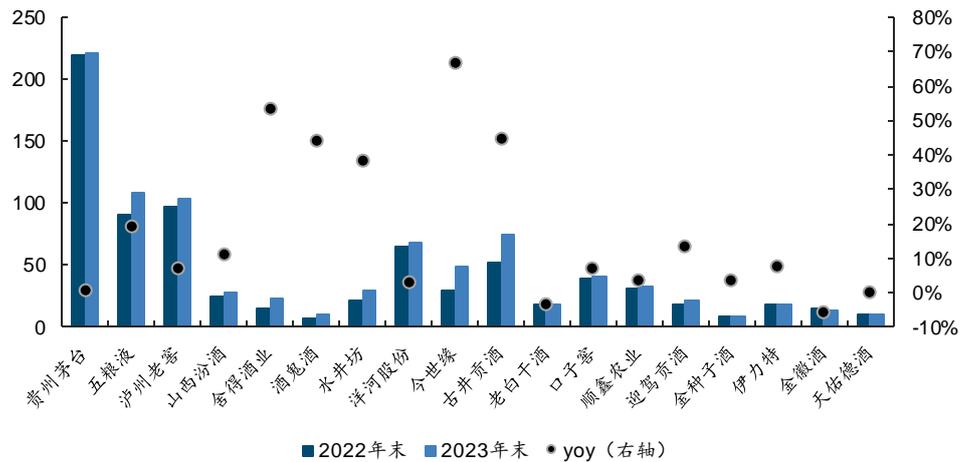
来源：中国酒业协会，国金证券研究所



来源：中国酒业协会，国金证券研究所



图表12: 2022&2023 年末白酒板块重点标的固定资产+在建工程余额 (亿元) 及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

从招商逻辑来看,目前实现全国化的头部酒企已基本完成核心品的渠道铺设,新增经销商数量较少且集中于副线产品,更多依赖优商、扶商让经销商做大做强来实现营收增长。而对于泛次高端酒企以及部分区域酒企而言,经销商数量增长幅度会高于单经销商体量增长幅度,全国化名酒在区县下沉市场仍有不错品牌效应,而区域酒企在深耕、做精做透的基础上也在逐步往外走、开拓新的增长曲线;但整体而言,经销商数量增长幅度在缩减,与当下的渠道情绪相匹配,即对于新代理品牌的情绪相对谨慎。

图表13: 2021~2023 年白酒板块重点标的的经销商情况

板块	简称	经销商数量 (家)			经销商数量 yoy		单经销商体量 yoy	
		2021 年末	2022 年末	2023 年末	22vs21	23vs22	22vs21	23vs22
高端酒	贵州茅台	2193	2189	2186	0%	0%	17%	19%
	五粮液	2656	3144	3384	18%	8%	-6%	5%
	泸州老窖	1931	1829	1814	-5%	-1%	28%	21%
次高端酒	山西汾酒	3524	3637	3940	3%	8%	27%	12%
	舍得酒业	2252	2158	2655	-4%	23%	27%	-5%
	酒鬼酒	1256	1586	1774	26%	12%	-6%	-38%
	水井坊	44	50	55	14%	10%	-11%	-4%
区域酒&其他	洋河股份	8142	8238	8789	1%	7%	17%	3%
	今世缘	1051	1014	1061	-4%	5%	28%	22%
	古井贡酒	4007	4399	4641	10%	6%	15%	15%
	老白干酒	10437	11023	11429	6%	4%	9%	9%
	口子窖	765	859	951	12%	11%	-9%	5%
	顺鑫农业	432	442	467	2%	6%	-23%	-14%
	迎驾贡酒	1275	1334	1385	5%	4%	15%	18%
	金种子酒	426	297	472	-30%	59%	40%	-22%
	伊力特	55	64	69	16%	8%	-28%	28%
	金徽酒	589	736	864	25%	17%	-10%	8%
天佑德酒	592	597	599	1%	0%	-8%	23%	

来源: 各公司公告, 国金证券研究所



2、利润端：结构提升趋势仍延续，分红稳中有升

白酒板块的利润弹性延续兑现，23年板块整体实现归母净利润1551亿元，同比+19%，高于营收端16%的增速，各子板块归母净利润增速也均高于营收端；24Q1实现归母净利润982亿元，同比+17%，亦高于营收端15%增速。

驱动利润弹性的要素主要包括产品结构优化+数字化赋能精准营销下毛销差提升，以及规模效应下的管理费用率优化，上述逻辑在23年仍延续兑现。单季度的利润弹性易受到税金缴纳节奏、营销活动开展&费用节奏等因素扰动，从24年全年维度展望，我们预计上述逻辑仍在演绎。

图表14：2023&2024Q1白酒板块重点标的归母净利润（亿元）及同比增速

分类	公司名称	23Q4	YOY	QY23	YOY	24Q1	YOY	23Q4+24Q1	YOY
高端	贵州茅台	219	19%	747	19%	241	16%	459	17%
	五粮液	74	10%	302	13%	140	12%	214	11%
	泸州老窖	27	25%	132	28%	46	23%	73	24%
	合计	319	17%	1182	18%	427	15%	746	16%
次高端	山西汾酒	10	2%	104	29%	63	30%	73	25%
	舍得酒业	5	-2%	18	5%	6	-3%	10	-3%
	水井坊	2	53%	13	4%	2	17%	4	35%
	酒鬼酒	1	-10%	5	-48%	1	-76%	1	-62%
	合计	18	5%	140	16%	71	21%	89	17%
区域酒及其他	洋河股份	-2	NA	100	7%	61	5%	59	-3%
	今世缘	5	19%	31	25%	15	22%	20	21%
	古井贡酒	8	49%	46	46%	21	32%	28	36%
	迎驾贡酒	6	26%	23	34%	9	30%	15	29%
	口子窖	4	7%	17	11%	6	10%	10	9%
	金种子酒	0	NA	0	NA	0	NA	0	NA
	老白干酒	2	42%	7	-6%	1	33%	4	39%
	金徽酒	1	-15%	3	17%	2	22%	3	12%
	伊力特	1	331%	3	105%	2	7%	3	55%
	天佑德酒	0	NA	1	19%	1	40%	1	75%
	顺鑫农业	0	NA	-3	NA	5	37%	4	NA
	合计	25	58%	229	23%	122	15%	148	21%
白酒板块合计	362	19%	1551	19%	620	16%	982	17%	

来源：Wind，国金证券研究所

从毛销差来看，23年各子板块均有所提升，内部分化在于：1) 茅台23年&24Q1毛销差均有所收窄，其中毛利率稳中有升，主要系广告宣传及市场拓展费用23年同比+26%影响费用率，但茅台23年3.1%的销售费用率仍然远低于板块内其余酒企。2) 次高端内部除汾酒外毛销差持续下滑，与当下泛全国化酒企面临激烈的竞争环境相关，短期会更多倚赖低价位产品来维持增长对毛利率也有影响。3) 区域β分化明显，例如苏酒中洋河、今世缘23年毛销差均下滑，徽酒中古井、迎驾、口子窖、金种子酒毛销差均提升。

图表15：2023&2024Q1白酒板块重点标的归母净利率及毛销差

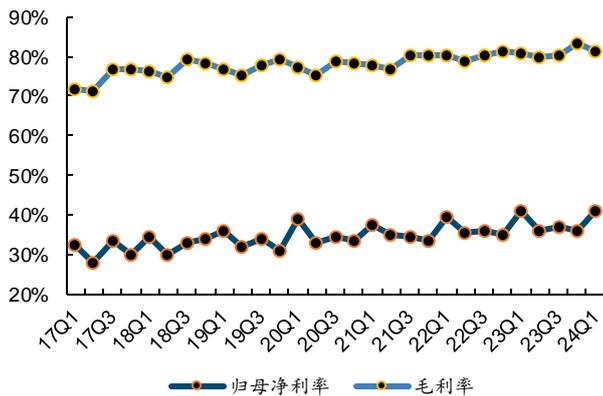
分类	公司名称	归母净利率				毛销差			
		QY23	YOY (pct)	24Q1	YOY (pct)	QY23	YOY (pct)	24Q1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	49.6%	+0.5	51.8%	-1.0	88.8%	-0.4	90.1%	-0.5
	五粮液	36.3%	+0.2	40.3%	持平	66.4%	+0.3	70.9%	-0.8



分类	公司名称	归母净利润率				毛销差			
		GY23	YOY (pct)	24Q1	YOY (pct)	GY23	YOY (pct)	24Q1	YOY (pct)
	泸州老窖	43.8%	+2.6	49.8%	+1.0	75.2%	+2.3	80.5%	+1.5
	均值	44.8%	+0.7	47.2%	-0.3	80.1%	+0.4	81.7%	-0.2
次高端	山西汾酒	32.7%	+1.8	40.8%	+2.8	65.2%	+2.8	70.0%	+2.4
	舍得酒业	25.0%	-2.8	26.1%	-2.0	56.3%	-4.6	57.8%	-1.3
	水井坊	25.6%	-0.4	20.0%	+1.3	56.8%	-0.3	45.4%	-5.9
	酒鬼酒	19.4%	-6.5	14.9%	-16.3	46.1%	-8.2	37.1%	-18.4
	均值	30.0%	+0.6	37.5%	+2.1	61.8%	+1.0	66.6%	+1.5
区域酒及其他	洋河股份	30.2%	-0.9	37.3%	-1.1	59.0%	-1.8	67.5%	-1.7
	今世缘	31.0%	-0.7	32.8%	-0.2	57.6%	-1.4	60.1%	+0.6
	古井贡酒	22.7%	+3.9	24.9%	+1.1	52.2%	+3.0	53.2%	+2.4
	迎驾贡酒	34.0%	+3.1	39.3%	+2.7	62.7%	+3.8	68.4%	+3.6
	口子窖	28.9%	-1.3	33.3%	-0.3	61.3%	+0.8	64.4%	+0.4
	金种子酒	-1.5%	+14.3	4.2%	+13.7	24.4%	+18.5	27.4%	+18.7
	老白干酒	12.7%	-2.5	12.1%	+1.8	40.0%	+2.0	39.8%	+0.3
	金徽酒	12.9%	-1.0	20.6%	+0.2	41.4%	-0.4	47.4%	+0.2
	伊力特	15.2%	+5.0	19.1%	-0.9	38.8%	+3.0	45.3%	+0.4
	天佑德酒	7.4%	-0.3	20.6%	+1.1	39.2%	+2.0	48.6%	-0.9
	顺鑫农业	-2.8%	+3.0	11.1%	+3.1	20.4%	-2.5	31.7%	+2.4
	均值	23.0%	+1.7	29.6%	+0.5	51.1%	+1.0	57.8%	+0.7
	白酒板块合计	37.8%	+1.1	41.1%	+0.3	70.9%	+0.8	73.2%	+0.3

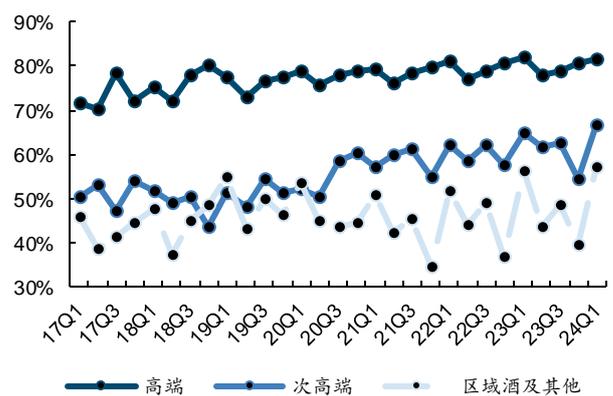
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 2017年至今白酒板块归母净利润率及毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 2017年至今白酒板块分子板块毛销差



来源: Wind, 国金证券研究所

此外, 各子板块在 23 年&24Q1 管理费用率均有所优化, 营业税金及附加占比略有提升。考虑到营业税金及附加占比主要细项为消费税, 对于上市酒企而言从量消费税负普遍并不高&从价税负稳定, 扰动预计系生产端与销售端的错位所致, 我们预计拉长看仍会趋稳。

图表18: 2023&2024Q1 白酒板块重点标的的管理费用率、营业税金及附加占比

分类	公司名称	管理费用率				营业税金及附加占比			
		GY23	YOY (pct)	24Q1	YOY (pct)	GY23	YOY (pct)	24Q1	YOY (pct)



分类	公司名称	管理费用率				营业税金及附加占比			
		GY23	YOY (pct)	24Q1	YOY (pct)	GY23	YOY (pct)	24Q1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	6.6%	-0.7	4.5%	-0.7	15.1%	+0.2	15.7%	+1.6
	五粮液	4.0%	-0.2	3.1%	-0.5	15.0%	+0.5	13.9%	-0.4
	泸州老窖	3.8%	-0.9	2.5%	-0.8	13.7%	-0.4	12.4%	+0.2
	均值	5.4%	-0.5	3.7%	-0.6	14.9%	+0.2	14.7%	+0.7
次高端	山西汾酒	3.8%	-0.9	2.0%	-0.1	18.3%	+0.7	13.3%	-1.1
	舍得酒业	9.0%	-0.7	7.9%	-0.2	14.3%	-0.6	14.2%	+0.5
	水井坊	7.3%	-0.3	9.5%	-0.7	15.7%	持平	13.6%	-2.1
	酒鬼酒	5.9%	+1.5	8.0%	+4.3	18.0%	+1.8	19.2%	+3.5
	均值	5.1%	-0.6	3.2%	-0.2	17.4%	+0.6	13.6%	-0.9
区域酒及其他	洋河股份	5.3%	-1.1	2.8%	-0.9	15.9%	+1.3	16.0%	+0.3
	今世缘	4.2%	+0.1	2.2%	+0.1	14.8%	-1.4	15.5%	+0.6
	古井贡酒	6.8%	-0.2	4.8%	-0.7	15.1%	-1.8	15.0%	+0.6
	迎驾贡酒	3.1%	-0.4	2.3%	-0.3	15.4%	+0.4	14.2%	-0.2
	口子窖	6.8%	+1.6	5.3%	+0.1	15.1%	-0.1	14.1%	-0.4
	金种子酒	8.9%	-1.1	7.1%	+1.2	14.6%	+3.9	16.0%	+3.6
	老白干酒	7.9%	-0.6	8.4%	-3.0	16.7%	+0.6	16.8%	+1.7
	金徽酒	10.8%	持平	7.9%	+0.7	14.7%	+0.1	14.2%	持平
	伊力特	3.6%	-1.0	2.7%	-0.4	14.2%	-2.4	14.9%	+1.6
	天佑德酒	12.4%	-2.0	7.3%	-0.4	15.2%	+0.1	15.1%	-0.5
	顺鑫农业	8.1%	+0.7	5.4%	-0.4	10.8%	-0.9	9.8%	持平
	均值	6.1%	-0.4	3.9%	-0.6	14.9%	持平	14.9%	+0.4
白酒板块平均值	5.6%	-0.5	3.7%	-0.5	15.2%	+0.2	14.6%	+0.4	

来源: Wind, 国金证券研究所

从分红维度看, 整体维持较高分红水平、多数酒企股利支付率在 50%+, 五粮液、洋河等酒企 23 年股利支付率较 22 年有所提升。高分红率、高 ROE 背后是白酒杰出的商业模式, 是行业跨周期稳健发展的底层逻辑。

图表19: 2021~2023 年白酒板块重点标的基础股利支付率

板块	简称	股利支付率 (不考虑特殊分红)			
		2021	2022	2023	yoy
高端酒	贵州茅台	52%	52%	52%	0%
	五粮液	50%	55%	60%	5%
	泸州老窖	60%	60%	60%	0%
次高端酒	山西汾酒	41%	50%	51%	1%
	舍得酒业	21%	29%	40%	11%
	酒鬼酒	47%	40%	59%	19%
	水井坊	31%	30%	35%	5%
区域酒&其他	洋河股份	60%	60%	70%	10%
	今世缘	36%	36%	40%	3%
	古井贡酒	49%	50%	52%	1%
	老白干酒	35%	38%	62%	23%



口子窖	52%	58%	52%	-6%
顺鑫农业	18%	NA	NA	NA
迎驾贡酒	52%	52%	45%	-6%
金种子酒	0%	0%	0%	0%
伊力特	62%	115%	54%	-61%
金徽酒	34%	55%	60%	5%
天佑德酒	36%	38%	69%	31%

来源: Wind, 国金证券研究所

3、机构持股：基金重仓持股、沪深港通持股占比环比提升

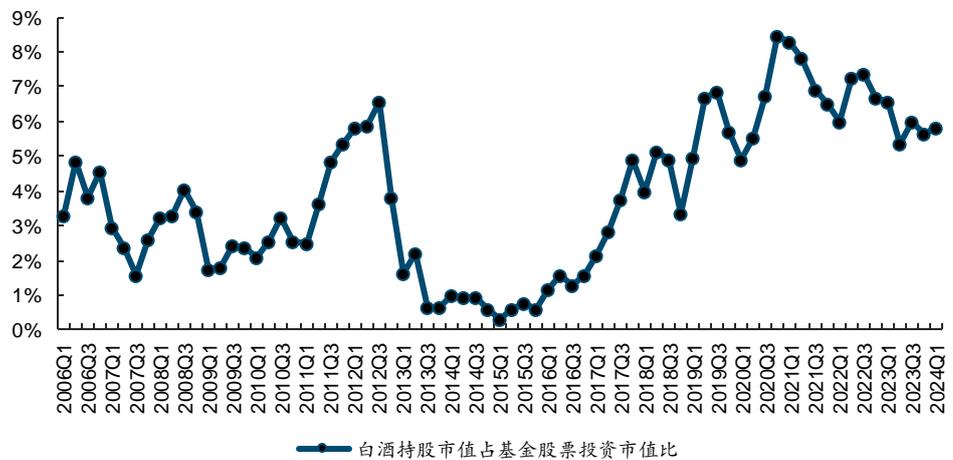
从子板块的基金重仓持股表现来看，24Q1 整体持股占比环比提升（24Q1 白酒标的持股市值占基金股票投资市值比环比+0.19pct 至 5.83%），期内 SW 白酒指数收益率为+0.35%。

环比白酒板块基金重仓持股表现与实际市场呈现对白酒动销预期的演绎略有差异，从细分标的看，重仓持股环比提升的有贵州茅台（环比+7%）、五粮液（+8%）、山西汾酒（+1%）、今世缘（+9%）、伊力特（+7%）。

考虑到贵州茅台&五粮液均为沪深 300、上证 50 等股指重仓标的，因此我们剔除指数类基金后对细分标的重仓持股表现再回溯，贵州茅台环比转为-17%，五粮液环比+1%。我们认为 24Q1 白酒板块基金重仓持股环增主要受期内核心指数基金对贵州茅台、五粮液等核心标的增持所扰动，实际市场对白酒板块 Q1 边际景气预期仍有回调。

剔除指数类基金后，五粮液（环比+1%）、山西汾酒（+8%）、今世缘（+25%）等环比仍有增持，能观察到内部结构中市场对势能确定性较强、或渠道量价策略有望迎拐点标的的追逐。

图表20：2006 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表21：白酒标的 2024Q1 基金重仓持股情况及环比变化

名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	季报持仓变动幅度	持股占流通股比 (%)	持股占流通股比(剔除指数)	季报持股占比变动(剔除指数)	24Q1 涨跌幅	持股总市值(亿元)
贵州茅台	1,519	8,680	546	7%	6.91	3.20	-0.48	-1%	1478.1
五粮液	805	40,551	2,970	8%	10.45	5.85	0.09	9%	622.5
泸州老窖	599	25,138	-2,036	-7%	17.13	12.52	-1.03	3%	464.0
山西汾酒	405	14,456	162	1%	11.85	7.49	0.53	6%	354.3
古井贡酒	249	7,879	-159	-2%	19.28	15.06	-0.07	12%	204.9
洋河股份	71	11,525	-1,817	-14%	7.67	3.64	-0.83	-11%	112.5



名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	季报持仓变动幅度	持股占流通股比(%)	持股占流通股比(剔除指数)	季报持股占比变动(剔除指数)	24Q1涨跌幅	持股总市值(亿元)
今世缘	152	15,670	1,355	9%	12.49	7.46	1.47	20%	91.9
迎驾贡酒	100	6,312	-595	-9%	7.89	5.18	-1.09	-1%	41.3
舍得酒业	24	2,921	-421	-13%	8.79	2.78	-0.94	-21%	22.5
口子窖	16	2,879	-504	-15%	4.82	0.38	-0.46	-11%	11.6
老白干酒	11	2,209	-2,015	-48%	2.46	2.45	-2.26	-19%	4.1
伊力特	13	1,337	84	7%	2.83	2.82	0.17	-2%	2.8
珍酒李渡	9	1,351	-435	-24%	0.40	0.40	-0.15	11%	1.3
金种子酒	7	740	-725	-49%	1.13	1.13	-1.10	-13%	1.2
酒鬼酒	2	175	-472	-73%	0.54	0.54	-0.08	-23%	1.0
顺鑫农业	13	549	-401	-42%	0.74	0.65	-0.63	-16%	1.0
水井坊	5	51	-304	-86%	0.11	0.11	-0.62	-18%	0.2
金徽酒	3	85	-298	-78%	0.17	0.17	-0.58	-19%	0.2
天佑德酒	1	2	-145	-	0.00	0.00	-0.03	-20%	0.0

来源: Wind, 国金证券研究所

从沪深港通持股占比来看, 23 年自 Q2 起占比持续回落, 但对于头部酒企在 24Q1 环比占比均有所提升, 但多数尚未恢复至 23Q1 末水平。截至 24 年 4 月末, 白酒板块北上持股占比&金额 top5 分别为贵州茅台(7.1%, 1521 亿)、五粮液(5.5%, 319 亿)、山西汾酒(3.0%, 95 亿)、泸州老窖(3.1%, 85 亿)、洋河股份(3.1%, 44 亿), 核心持仓主要为品牌力占优的茅台&五粮液。

图表 22: 2022 年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比

分类	公司名称	22Q1 末	22Q2 末	22Q3 末	22Q4 末	23Q1 末	23Q2 末	23Q3 末	23Q4 末	24Q1 末	环比Δ
高端	贵州茅台	6.5%	7.2%	7.3%	6.8%	7.3%	7.0%	6.9%	6.9%	7.2%	0.3%
	五粮液	5.3%	4.8%	5.0%	5.9%	6.8%	6.3%	5.3%	4.5%	5.3%	0.8%
	泸州老窖	2.5%	2.9%	3.2%	3.1%	4.0%	3.8%	3.5%	3.2%	3.3%	0.1%
次高端	山西汾酒	2.4%	2.8%	2.3%	2.7%	3.2%	3.3%	2.1%	2.0%	2.7%	0.7%
	舍得酒业	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	2.4%	1.3%	2.4%	1.5%	-0.9%
	水井坊	6.7%	4.6%	3.2%	6.3%	6.4%	3.8%	3.5%	3.2%	3.8%	0.6%
	酒鬼酒	2.3%	4.3%	3.9%	3.7%	3.4%	3.8%	1.4%	1.7%	1.4%	-0.3%
	洋河股份	2.7%	3.2%	2.4%	2.5%	3.1%	2.7%	2.4%	2.6%	3.1%	0.5%
	今世缘	3.0%	3.2%	2.6%	3.0%	3.1%	3.8%	3.2%	2.8%	4.2%	1.4%
	古井贡酒	2.6%	1.8%	2.1%	1.7%	2.1%	2.4%	1.7%	1.7%	1.9%	0.1%
区域酒及其他	迎驾贡酒	1.8%	2.6%	1.5%	1.3%	1.4%	1.1%	1.5%	1.5%	1.4%	-0.1%
	口子窖	2.7%	2.4%	2.4%	3.4%	2.9%	4.7%	4.3%	3.5%	3.6%	0.1%
	金种子酒	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.7%	1.2%	1.4%	0.3%
	老白干酒	0.8%	2.4%	1.6%	3.8%	2.5%	1.9%	1.0%	1.4%	1.8%	0.4%
	伊力特	0.1%	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%
	金徽酒	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%	1.9%	0.7%	0.9%	0.2%
	顺鑫农业	2.6%	1.5%	1.9%	3.6%	2.2%	1.3%	1.1%	0.6%	1.1%	0.6%

来源: Wind, 国金证券研究所



4、投资建议：把握预期低位的性价比配置节点

对于白酒标的而言，此次 23 年营收&归母净利兑现度仍然不错，部分标的的瑕疵是在上述提及的回款质量等维度，但从 Wind 一致预期的环比变化中仍能窥探到市场对行业景气预期判断的环比修正。具体而言，对于 24 年营收&归母净利的预期，除茅台、汾酒等个别标的有上调外，多数标的预期均有不同幅度下调，下调幅度较高的主要为次高端除汾酒外的拓张型酒企。

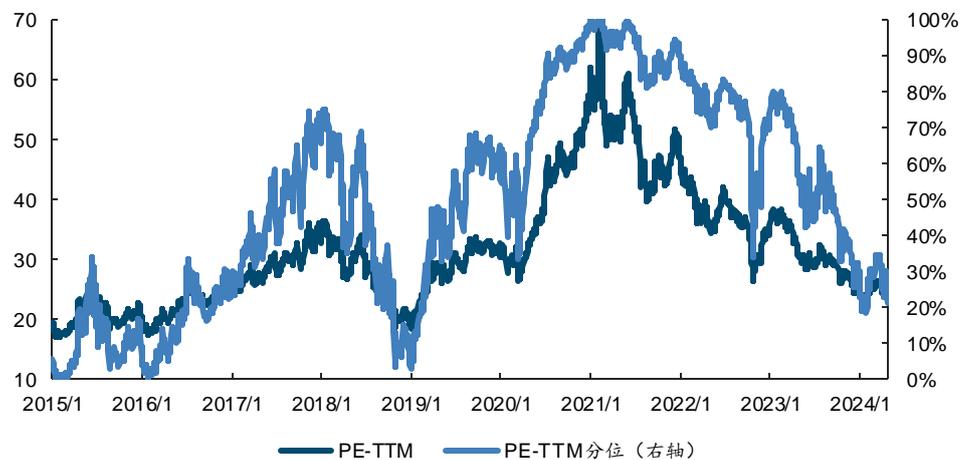
此外，目前板块的估值分位、成交热度也处于近几年低位，对于居民端消费情绪、地产等产业链景气度承压等担忧导致对白酒当下动销及未来景气拐点的预期较低。

图表23：白酒板块核心标的 2024 年营收&归母净利一致预期

分类	公司名称	24E 营业收入一致预期 (亿元)					24E 归母净利一致预期 (亿元)				
		23Q3 末	23 年末	24Q1 末	当前	环比变化	23Q3 末	23 年末	24Q1 末	当前	环比变化
高端	贵州茅台	1729	1745	1750	1752	上调	871	881	880	878	下调
	五粮液	933	933	929	925	下调	344	343	342	340	下调
	泸州老窖	373	375	375	366	下调	162	163	163	162	下调
次高端	山西汾酒	396	387	386	387	上调	132	131	131	131	上调
	酒鬼酒	47	37	34	31	下调	13	9	8	7	下调
	舍得酒业	96	84	82	80	下调	26	22	21	20	下调
	水井坊	58	57	57	55	下调	16	15	15	14	下调
区域酒及 其他	洋河股份	408	397	396	366	下调	132	125	124	110	下调
	古井贡酒	247	249	249	247	下调	55	57	57	59	上调
	今世缘	125	124	124	124	下调	39	39	39	39	下调
	口子窖	71	70	70	69	下调	22	21	21	21	下调
	迎驾贡酒	82	82	82	82	下调	27	28	28	29	上调
	金徽酒	31	31	31	31	上调	5	5	4	4	下调
	伊力特	30	28	28	28	下调	5	4	4	4	下调
	顺鑫农业	136	128	121	115	下调	8	8	6	6	下调
	老白干酒	64	62	61	60	下调	9	8	8	9	上调
	金种子酒	28	23	23	19	下调	2	2	2	1	下调

来源：Wind，国金证券研究所（注，数据截至 24 年 5 月 1 日）

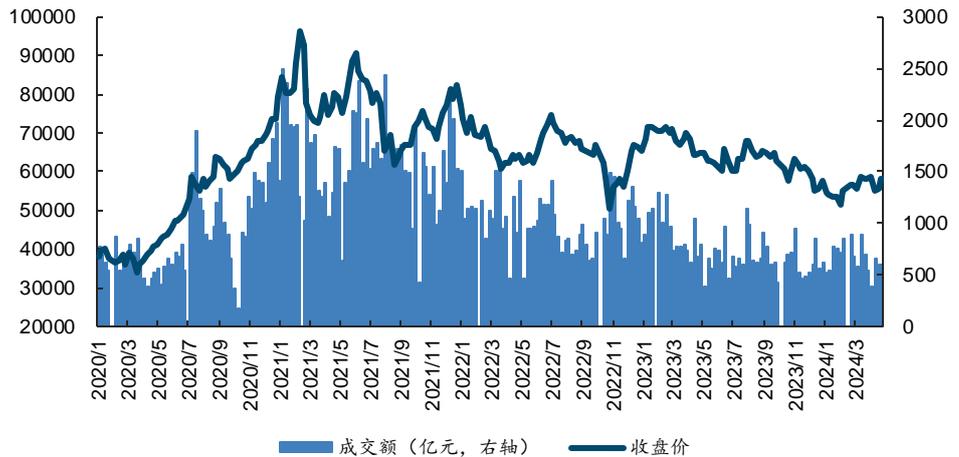
图表24：2015 年至今 SW 白酒 PE-TTM 与估值分位



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 24 年 4 月 30 日）



图表25: 2020年至今SW白酒收盘价及成交额



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 4 月 30 日)

高业绩兑现度、稳定性、稳步提升的分红率等均是板块投资价值的体现, 性价比区间持续推荐白酒板块布局契机, 淡季边际催化更多在于前期酒企宣贯的量价策略的落地情况。

在当下的市场环境下, 酒企更聚焦拼抢、精细化, 从业绩兑现质量的分化中能窥探到, 品牌力占优、具备差异化优势、所属β占优的酒企能实现更高质量的发展。例如具备深厚品牌沟壑的高端酒、具备清香差异化优势的汾酒、区域经济持续发展带动区域内消费升级态势不错的徽酒等, 综合性强者会持续夯实优势, 持续推荐高端酒及各子赛道龙头酒企(汾酒、区域龙头等)。此外, 建议关注顺周期逻辑下外拓酒企的业绩/估值双弹性, 渠道预期扭转的速率会领先于基本面。

图表26: 白酒板块重点标的盈利预测

板块	公司名称	营业总收入			YOY			归母净利润			YOY			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
高端酒	贵州茅台	1749	2016	2303	16%	15%	14%	879	1024	1176	18%	16%	15%	24	21	18
	五粮液	927	1022	1125	11%	10%	10%	339	376	417	12%	11%	11%	17	16	14
	泸州老窖	364	431	505	21%	18%	17%	163	195	231	23%	20%	18%	17	14	12
次高端	山西汾酒	386	460	544	21%	19%	18%	130	160	192	25%	22%	20%	25	20	17
	舍得酒业	82	94	106	16%	14%	13%	21	23	27	16%	14%	13%	12	10	9
	水井坊	57	65	73	15%	14%	13%	15	17	20	19%	16%	15%	15	13	11
	酒鬼酒	30	35	40	8%	15%	14%	6	7	8	8%	20%	19%	28	23	20
地产酒	洋河股份	359	390	421	8%	9%	8%	110	122	133	10%	10%	10%	13	12	11
	今世缘	125	151	180	23%	21%	19%	39	48	58	24%	23%	21%	18	15	12
	古井贡酒	247	293	344	22%	19%	17%	61	76	92	32%	25%	22%	24	19	16
	迎驾贡酒	82	100	119	23%	21%	19%	29	36	45	28%	25%	23%	19	16	13
	金徽酒	31	37	43	21%	19%	18%	4	5	7	29%	27%	25%	26	21	17
	伊力特	29	35	41	28%	23%	18%	5	6	7	36%	30%	22%	21	16	13

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 4 月 30 日)

图表27: 2023 年年报内重点酒企对 2024 年经营目标描述梳理

酒企 2024 年目标	
贵州茅台	实现营业总收入较上年度增长 15%左右, 完成固定资产投资 61.79 亿元
五粮液	巩固增强稳健发展态势, 营业总收入持续保持两位数稳健增长
泸州老窖	力争实现营业收入同比增长不低于 15%



酒企 2024 年目标	
山西汾酒	力争营业收入较上年增长 20%左右
水井坊	主营业务收入和净利润均保持增长
洋河股份	力争营业收入同比增长 5%-10%
今世缘	总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右
古井贡酒	2024 年计划实现营业收入 244.50 亿元，较上年增长 20.72%；2024 年计划实现利润总额 79.50 亿元，较上年增长 25.55%
迎驾贡酒	实现经营业绩双位数增长
金徽酒	实现营业收入 30 亿元、净利润 4 亿元
伊力特	争取实现营业收入 28 亿元，实现利润总额 4.95 亿元
老白干酒	计划实现营业收入 57.8 亿元，营业成本控制在 20.7 亿元以内，费用不超过 17.5 亿元，营业税金及附加力争实现 9.5 亿元，营业总成本控制在 47.7 亿元以内

来源：各公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 宏观经济恢复不及预期——经济增长降速将显著影响整体消费情况，白酒消费亦无法避免；
- 行业政策风险——若政策层面限制白酒消费，亦或消费税改革加大白酒企业税负，则可能对行业内酒企盈利能力产生负面影响；
- 食品安全风险——若行业发生食品安全事故，将严重损害酒类消费。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究