

## 强于大市

# 白酒行业 2023 年报及 2024 年 1 季报总结

### 白酒延续较快业绩增速，优势公司市占率加速提升

2023 年、1Q24 白酒延续较快业绩增速，优势公司市占率加速提升，不同类型酒企分化明显，地产酒整体业绩增速快于其他类型酒企，全国化扩张型酒企业业绩增速偏慢。2024 年白酒上市公司经营目标保持了进取态势，建议重点关注大众价格带升级逻辑顺畅，区域扩张路径清晰的公司，推荐山西汾酒、今世缘。

#### 支撑评级的要点

- 2023 年、1Q24 白酒延续较快业绩增速，优势公司市占率加速提升。**分不同类型企业来看，地产酒整体业绩增速快于其他类型酒企，全国化扩张型酒企业业绩增速偏慢。(1) 2023 年白酒板块营收、归母净利润同比增速分别为 16.0%、18.9%，1Q24 同比分别增 14.7%、15.7%，宴席需求和消费场景恢复，名酒集中度进一步提升，白酒板块业绩增速在餐饮主要子行业中排名较为靠前。考虑到部分酒企季度间会有调节，结合 4Q23+1Q24 一起来看，上市酒企营收及归母净利润增速分别为 14.8%、16.8%，营收增速略低于 1-3Q23 的 16.3%。受益于返乡需求增加和大众价格带消费升级，白酒 24 年春节期间需求较好，春节前后则相对平淡。(2) 分不同类型企业来看，高端酒维持了稳健增长势头，季度间波动较小，展现了强大的品牌力和渠道掌控力，其中泸州老窖实施积极性进攻策略，增速相对较快。由于白酒商务需求恢复进度较慢，全国化扩张的次高端白酒业绩增速慢于高端酒和地产酒。2023 年营收及归母净利润增速分别为 12.4%、12.2%，1Q24 营收及归母净利润增速分别为 11.3%、13.0%。地产酒受益于春节返乡人数增加、宴席需求的恢复和大本营大众价格带的升级，整体业绩增速快于其他类型酒企，2023 年、1Q24 今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、金徽酒营收延续了 20% 以上的增速。
- 2023 年白酒上市公司毛利率、归母净利率整体小幅上行。**(1) 2023 年、1Q24 白酒上市公司产品结构继续上行，销售毛利率分别为 81.0%、81.2%，同比分别提升 0.9pct、0.5pct，小幅上涨。(2) 2023 年、1Q24 产品结构升级持续优化，吨价维持了上行趋势。从酒企整体吨价表现来看，2023 年高端酒、全国化次高端白酒、地产酒吨价增速分别为 0.2%、13.1%、11.4%，其中地产酒量价齐升，全国化次高端白酒 2023 年销量出现下滑。(3) 2023 年白酒上市公司销售费用率为 10.2%，同比增 0.2pct，1Q24 销售费用率为 8.0%，同比基本持平。从具体酒企表现来看，酒鬼酒、今世缘、舍得酒业、洋河股份 2023 年销售费用率同比提升，其他酒企销售费用率同比下滑或基本持平。(4) 净利率方面，2023 年白酒上市公司整体归母净利率为 39.0%，同比提升 0.8pct，整体小幅上行。
- 2024 年白酒上市公司经营目标保持了进取态势。**目前有 13 家白酒公司在年报披露了 2024 年经营规划，多数公司营收目标增速和 2023 年目标增速差异不大，保持了积极进取的态势。其中古井贡酒、山西汾酒、金徽酒增速目标最高，分别增 20.7%、20%、18%，洋河股份增速目标较低，为 5%-10%，水井坊 2024 年经营目标为主营业务收入和净利润均保持增长。

#### 相关研究报告

- 《白酒行业 2023 年三季报综述》20231113
- 《白酒行业 2022 年三季报综述》20221106
- 《白酒行业 2022 年半年报综述》20220912

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：白酒 II

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

#### 投资建议

- 重点关注大众价格带升级逻辑顺畅，区域扩张路径清晰的公司，推荐山西汾酒、今世缘。**(1) 我们在年度策略中提出，白酒正进入换挡期。随着地产及相关行业增速放缓，经济增长驱动因素发生变化，同时龙头市占率达到较高水平，行业增速与上市公司增速将逐步趋同，我们判断白酒行业正进入换挡期。酒企增长模式，从粗放式的渠道扩张，转为更精细地挖掘消费者需求。长远来看，我们认为大众消费将延续升级趋势，次高端和中档酒的需求有望持续增加。(2) 白酒上市公司 2023 年、1Q24 延续了较好的增长态势，同时也呈现了较大的分化。展望 2 季度，由于消费群体结构的变化，商务需求恢复进度偏慢，另外上年同期受益于婚宴需求的回补，业绩基数较高，我们判断 2 季度业绩增速可能相对放缓，分化进一步加大。重点关注大众价格带升级逻辑顺畅，且全国化或区域化扩张路径清晰的公司。(3) 看好山西汾酒、今世缘。现阶段山西汾酒向上势能不减，改革红利仍在释放，渠道体系健康，销售团队能力得到验证，营销活动有序推进，我们预计未来两年业绩增速持续领先行业。今世缘公司战略明晰，2024 年开启后百亿时代，公司在省内全面起势，市占率仍有提升空间，省外积极布局重点市场，为十四五目标贡献增量。

#### 评级面临的主要风险

- 宏观经济波动，影响白酒需求。**白酒库存超过正常水平。茅台价格波动，影响行业价格体系。

## 目录

白酒延续较快业绩增速，优势公司市占率加速提升.....	4
白酒最新观点-行业处于换挡期，推荐山西汾酒、今世缘 .....	12
风险提示.....	13

## 图表目录

图表 1.食品饮料子板块营收及归母净利增速 .....	4
图表 2. 白酒上市公司营收及同比增速 .....	4
图表 3. 白酒上市公司利润及同比增速 .....	4
图表 4.白酒上市公司 2023 年及 1Q24 业绩概览（单位：亿元） .....	5
图表 5. 2023 年白酒行业规上企业产量为 629 万千升，同比下滑 5.1% .....	5
图表 6. 2023 年白酒行业销售收入同比增长 9.7% .....	6
图表 7. 2023 年白酒行业税前利润同比增长 7.5% .....	6
图表 8. 白酒行业与上市公司营收增速对比 .....	6
图表 9. 白酒行业与上市公司利润总额增速对比 .....	6
图表 10. 上市酒企合同负债表现 .....	7
图表 11. 白酒上市公司 2023 年均价及同比增速 .....	7
图表 12. 白酒上市公司 2023 年销量及同比增速 .....	8
图表 13.白酒上市公司毛利率表现（单位：%） .....	8
图表 14. 2019-2023 年不同类型酒企销量增速 .....	9
图表 15.2019- 2023 年不同类型酒企吨价增速 .....	9
图表 16. 2023 年上市酒企销售费用率同比提升 0.2pct .....	9
图表 17. 2023 年不同白酒上市公司销售费用率 .....	10
图表 18. 2023 年不同白酒上市公司销售净利率 .....	10
图表 19. 上市酒企经营目标与实际完成情况（单位：亿元） .....	11

## 白酒延续较快业绩增速，优势公司市占率加速提升

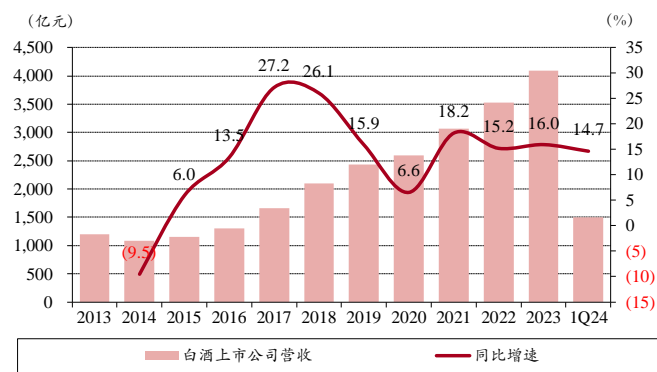
2023年、1Q24白酒板块业绩增速较快，在食品饮料主要子行业中排名较为靠前。2023年食品饮料板块营收、归母净利同比增速分别为7.0%、16.9%，1Q24同比分别增6.7%、16.0%。2023年白酒板块营收、归母净利同比增速分别为16.0%、18.9%，1Q24同比分别增14.7%、15.7%，宴席需求和消费场景恢复，名酒集中度进一步提升，白酒板块业绩增速在食品饮料主要子行业中排名较为靠前。考虑到部分酒企季度间会有调节，结合4Q23+1Q24一起来看，上市酒企营收及归母净利增速分别为14.8%、16.8%，营收增速略低于1-3Q23的16.3%。受益于返乡需求增加和大众价格带消费升级，白酒24年春节前需求较好，春节前后则相对平淡。

图表 1. 食品饮料子板块营收及归母净利增速

食品饮料子板块	营收增速 (%)			归母净利增速 (%)		
	4Q23	2023	1Q24	4Q23	2023	1Q24
白酒	15.0	16.0	14.7	18.7	18.9	15.7
啤酒	(3.4)	6.2	(0.8)	(24.5)	16.9	16.3
其他酒类	14.0	11.1	(2.4)	144.1	731.0	(30.0)
软饮料	7.5	13.1	14.4	(42.6)	8.9	26.9
乳品	(3.1)	1.3	(4.3)	44.2	22.8	54.1
零食	1.0	0.2	27.9	65.5	23.6	22.0
烘焙食品	10.4	10.6	6.8	(21.7)	5.6	11.5
熟食	0.2	4.5	(7.9)	(94.2)	53.1	15.2
调味发酵品	(3.7)	2.2	7.3	264.0	21.5	10.9

资料来源: iFind, 中银证券

图表 2. 白酒上市公司营收及同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

图表 3. 白酒上市公司利润及同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

分不同类型企业来看，地产酒整体业绩增速快于其他类型酒企，全国化扩张型酒企业业绩增速偏慢。

(1) 高端酒 2023 年营收及归母净利增速分别为 17.0%、18.5%，1Q24 营收及归母净利增速分别为 15.9%、15.2%，高端酒维持了稳健增长势头，季度间波动较小，展现了强大的品牌力和渠道掌控力。泸州老窖实施积极性进攻策略，增速相对较快。(2) 全国化扩张的次高端白酒 2023 年营收及归母净利增速分别为 12.4%、12.2%，1Q24 营收及归母净利增速分别为 11.3%、13.0%。由于白酒商务需求恢复进度较慢，业绩增速慢于高端酒和地产酒。山西汾酒全国化深度推进，业绩表现相对较好。(3) 地产酒 2023 年营收及归母净利增速分别为 22.0%、32.1%，1Q24 营收及归母净利增速分别为 21.2%、26.8%。地产酒受益于春节返乡人数增加、宴席需求的恢复和大本营大众价格带的升级，整体业绩增速快于其他类型酒企，2023 年、1Q24 今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、金徽酒营收延续了 20% 以上的增速。

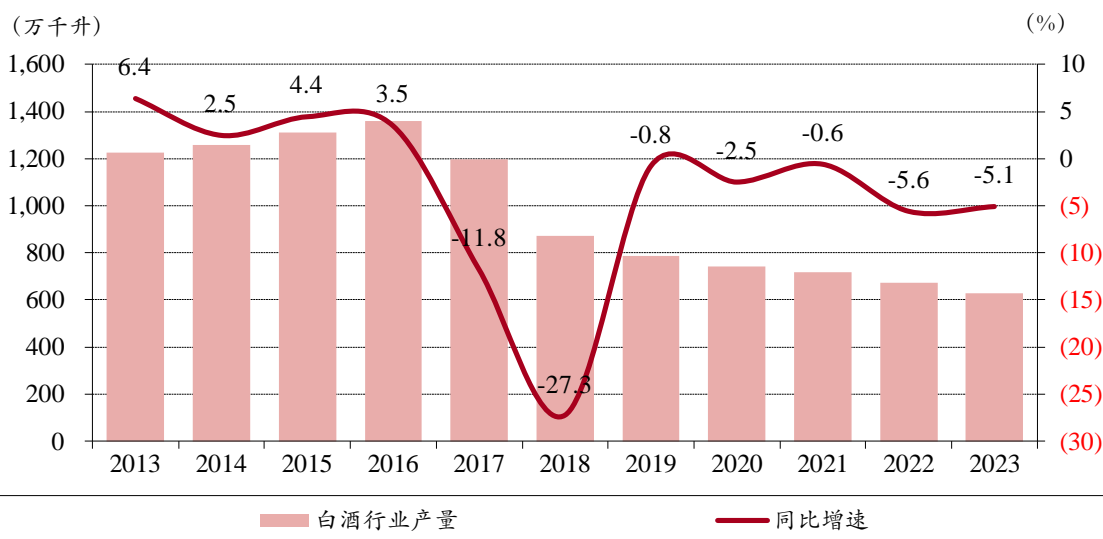
图表 4.白酒上市公司 2023 年及 1Q24 业绩概览 (单位: 亿元)

分类	企业名称	2023 年营收	YOY(%)	1Q24 营收	YOY(%)	2023 归母净利润	YOY(%)	1Q24 归母净利润	YOY(%)
高端酒	贵州茅台	1,476.9	19.0	457.8	18.1	747.3	19.2	240.7	15.7
	五粮液	832.7	12.6	348.3	11.9	302.1	13.2	140.5	12.0
	泸州老窖	302.3	20.3	91.9	20.7	132.5	27.8	45.7	23.2
	合计	2612.0	17.0	898.0	15.9	1,181.9	18.5	426.8	15.2
全国扩张的次高端白酒	洋河股份	331.3	10.0	162.5	8.0	100.2	6.8	60.6	5.0
	山西汾酒	319.3	21.8	153.4	20.9	104.4	28.9	62.6	30.0
	舍得酒业	70.8	16.9	21.1	4.1	17.7	5.1	5.5	(3.4)
	水井坊	49.5	6.0	9.3	9.4	12.7	4.4	1.9	16.8
	酒鬼酒	28.3	(30.1)	4.9	(48.8)	5.5	(47.8)	0.7	(75.6)
	合计	799.2	12.4	351.3	11.3	240.4	12.2	131.3	13.0
地产酒	古井贡酒	202.5	21.2	82.9	25.9	45.9	46.0	20.7	31.6
	今世缘	101.0	28.1	46.7	22.8	31.4	25.3	15.3	22.1
	迎驾贡酒	67.2	22.1	23.2	21.3	22.9	34.2	9.1	30.4
	口子窖	59.6	16.1	17.7	11.1	17.2	11.0	5.9	10.0
	老白干酒	52.6	13.0	11.3	12.7	6.7	(5.9)	1.4	33.0
	金徽酒	25.5	26.6	10.8	20.4	3.3	17.3	2.2	21.6
	伊力特	22.3	37.5	8.3	12.4	3.4	105.5	1.6	7.1
	金种子酒	14.7	23.9	4.2	(3.0)	(0.2)	88.2	0.2	142.9
	天佑德酒	12.1	23.5	5.3	32.8	0.9	18.4	1.1	40.4
	合计	557.5	22.0	210.3	21.2	131.4	32.1	57.4	26.8

资料来源: iFind, 中银证券

根据国家统计局及酒业协会数据, 2023 年我国规模以上企业白酒产量为 629 万千升, 同比降 5.1%, 产量数据持续下滑。从收入及利润数据来看, 2023 年行业收入为 7563 亿元, 同比增 9.7%, 税前利润 2328 亿元, 同比增长 7.5%。2023 年白酒税前利润率出现下降, 这也是 2017 年以来首次出现, 我们判断一方面消费者更看重性价比, 另一方面中小企业对行业利润率的拖累较大。

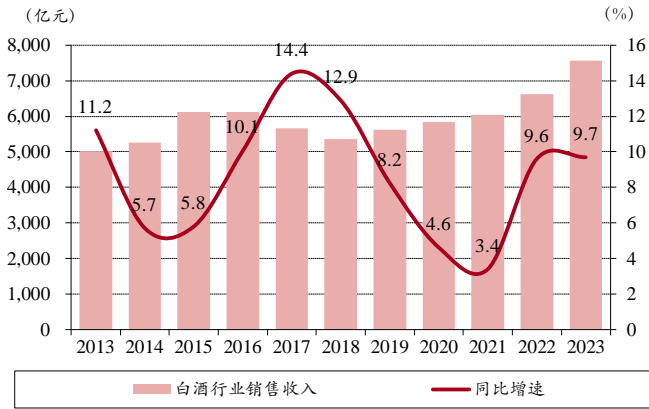
图表 5. 2023 年白酒行业规上企业产量为 629 万千升, 同比下滑 5.1%



资料来源: 国家统计局, 酒业协会, iFind, 中银证券

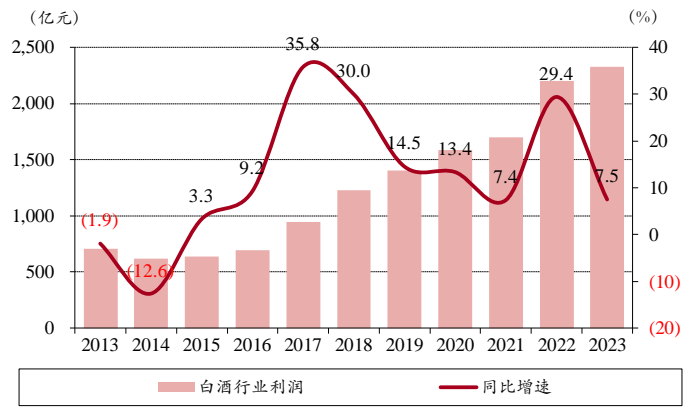
注: 图表中 2023 年白酒行业产量数据为酒业协会数据, 国家统计局因口径调整, 公布 2023 年白酒产量为 449.2 万千升, 同比降 2.8%。

图表 6. 2023 年白酒行业销售收入同比增长 9.7%



资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

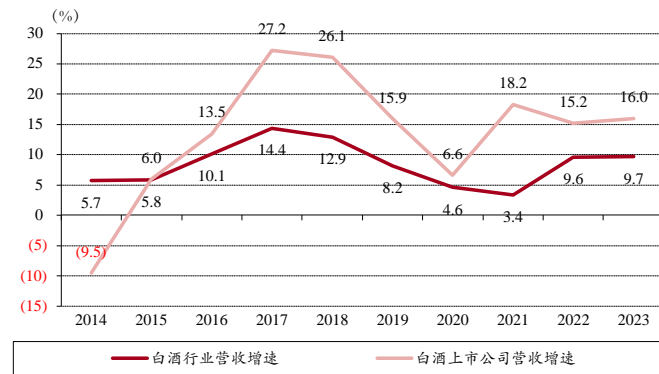
图表 7. 2023 年白酒行业税前利润同比增长 7.5%



资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

行业集中度持续提升，上市公司营收占比已达到较高水平。存量竞争背景下，上市酒企对行业内中小酒企挤压式竞争，行业集中度自 2015 年以来持续提升。根据我们测算，2023 年白酒上市公司营收占比 54%，同比提升 0.9pct。上市公司 2023 年收入、利润增速高于明显白酒行业，收入和利润占比继续提升，但利润占比提升速度更快，我们判断优势名酒对其他白酒的挤压力度加大，中小企业面临较大的经营压力，行业正在加速出清。如果剔除统计口径的影响，我们判断实际占比可能明显高于 54%，达到了较高水平。考虑白酒需求特点，与大众品不同，上市公司集中度难以形成类似于啤酒 CR5 超过 90% 高市占率，集中度继续快速上行的难度加大，未来两年行业增速与上市公司增速可能逐步趋同。

图表 8. 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：iFind，国家统计局，中银证券

图表 9. 白酒行业与上市公司利润总额增速对比



资料来源：iFind，国家统计局，中银证券

合同负债变化方向分化较大。龙头酒企如茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份等 1Q24 合同负债环比 2023 年末降幅小于上年同期，回款情况良好。全国化扩张次高端及部分地产酒如舍得酒业、水井坊、今世缘等 1Q24 合同负债环比降幅大于上年同期，我们判断这些公司加大了渠道支持力度，减轻经销商资金压力。

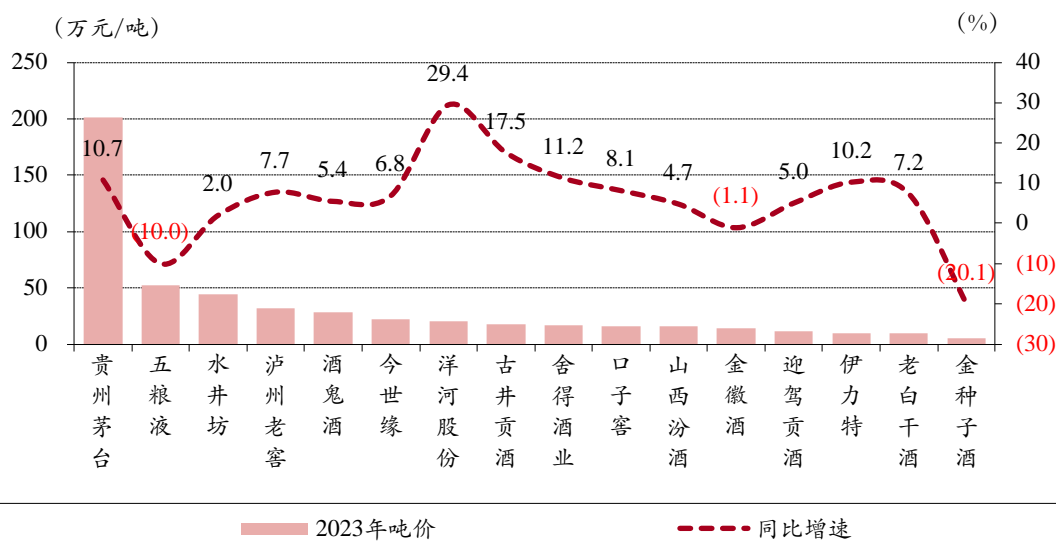
图表 10. 上市酒企合同负债表现

公司名称	1Q24 合同负债 (亿元)	1Q24 环比 2023 年 (亿元)	1Q23 合同负债 (亿元)	1Q23 环比 2022 年 (亿元)
贵州茅台	95.2	(46.0)	83.3	(71.4)
洋河股份	58.2	(52.9)	69.7	(67.7)
山西汾酒	55.9	(14.4)	41.7	(27.4)
五粮液	50.5	(18.2)	55.4	(68.4)
泸州老窖	25.3	(1.4)	17.3	(8.4)
今世缘	9.7	(14.3)	11.4	(9.0)
老白干酒	23.6	8.4	22.1	7.2
古井贡酒	46.2	32.2	47.5	39.2
水井坊	11.5	(0.7)	10.0	(0.3)
迎驾贡酒	5.1	(2.2)	5.0	(1.6)
金徽酒	6.3	0.6	4.3	(0.8)
口子窖	3.8	(0.2)	4.5	(1.2)
酒鬼酒	2.3	(0.5)	3.7	(0.7)
舍得酒业	2.3	(0.4)	8.0	5.0
金种子酒	1.1	0.0	1.7	0.6
天佑德酒	0.7	(0.1)	0.6	(0.0)
伊力特	0.9	0.2	0.8	(0.0)

资料来源: iFind, 中银证券

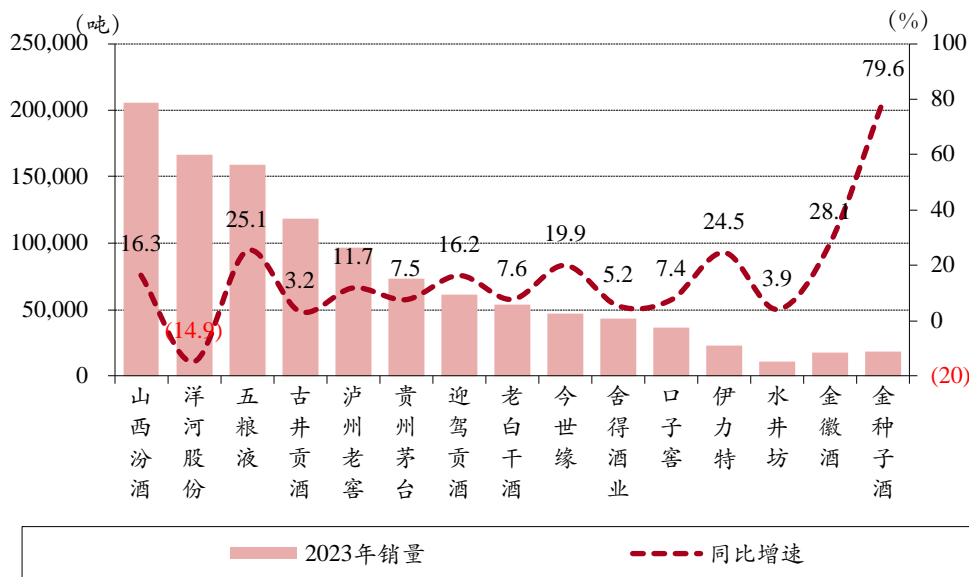
2023 年、1Q24 产品结构升级持续优化, 吨价维持了上行趋势。我们统计了 16 家白酒上市公司, 2023 年有 13 家吨酒均价上行, 3 家吨酒均价下降, 14 家销量上升, 2 家销量下降。

图表 11. 白酒上市公司 2023 年均价及同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

图表 12. 白酒上市公司 2023 年销量及同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

产品结构继续上行, 毛利率整体小幅上行。2023 年、1Q24 白酒上市公司销售毛利率分别为 81.0%、81.2%, 同比分别提升 0.9pct、0.5pct, 从不同类型企业表现来看, 高端酒中, 泸州老窖结构持续提升, 2023 年毛利率同比提升 1.7pct, 茅台及五粮液同比基本持平。多家全国化扩张的次高端白酒毛利率同比下降, 我们判断与产品结构变化有关, 200-300 元价格带产品占比有所提升。地产酒除老白干酒及金徽酒毛利率小幅下降以外, 其他区域酒企毛利率普遍提升, 其中迎驾贡酒 2023 年、1Q24 毛利同比分别提升 3.3pct、3.9pct。

图表 13. 白酒上市公司毛利率表现 (单位: %)

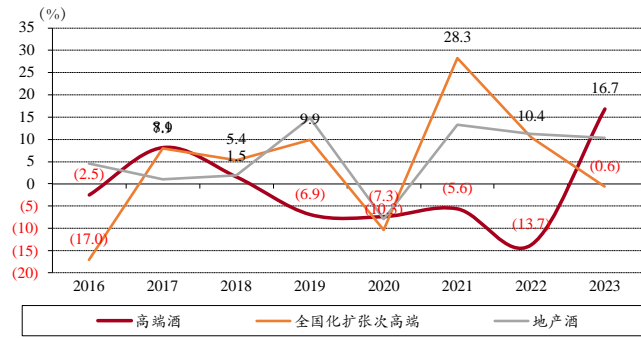
分类	企业名称	2022	2023	同比 (pct)	1Q23	1Q24	同比(pct)
高端酒	贵州茅台	91.9	92.0	0.1	92.6	92.6	0.0
	五粮液	75.4	75.8	0.4	78.4	78.4	0.0
	泸州老窖	86.6	88.3	1.7	88.1	88.4	0.3
全国扩张的次高端白酒	山西汾酒	75.4	75.3	(0.1)	75.6	77.5	1.9
	洋河股份	74.6	75.2	0.6	76.6	76.0	(0.6)
	舍得酒业	77.7	74.5	(3.2)	78.4	74.2	(4.2)
	酒鬼酒	79.6	78.3	(1.3)	81.5	71.1	(10.5)
	水井坊	84.5	83.2	(1.3)	83.2	80.5	(2.7)
地产酒	古井贡酒	77.2	79.1	1.9	79.7	80.3	0.7
	今世缘	76.6	78.3	1.7	75.4	74.2	(1.2)
	口子窖	74.2	75.2	1.0	76.6	76.5	(0.2)
	迎驾贡酒	68.0	71.4	3.3	71.2	75.1	3.9
	老白干酒	68.4	67.2	(1.2)	65.4	62.7	(2.7)
	天佑德酒	62.0	63.0	1.0	63.6	63.0	(0.6)
	金徽酒	62.8	62.4	(0.3)	65.0	65.4	0.4
	伊力特	48.0	48.2	0.2	51.5	51.9	0.4
金种子酒	26.4	40.3	13.9	27.2	44.5	17.3	

资料来源: iFind, 中银证券



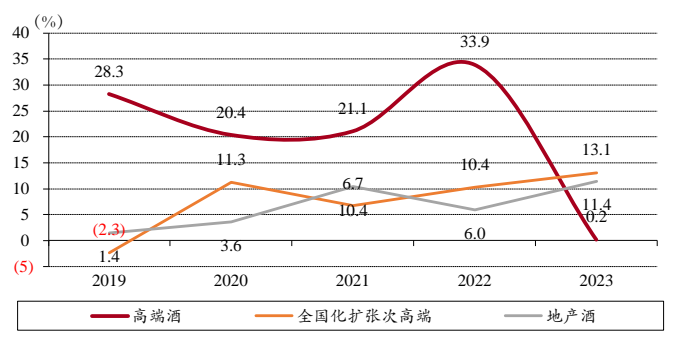
地产酒量价齐升，全国化次高端白酒 2023 年销量增速为负。从酒企整体吨价表现来看，2023 年高端酒、全国化次高端白酒、地产酒吨价增速分别为 0.2%、13.1%、11.4%，其中全国化次高端白酒及地产酒整体吨价提升明显。销量方面，2023 年高端酒、全国化次高端白酒、地产酒销量增速分别为 16.7%、-0.6%、10.4%，全国化次高端白酒销量为负，地产酒量价齐升。高档酒分企业来看，五粮液销量同比增长较快，根据公司年报披露，2023 年公司白酒销量增速为 25.1%，其中五粮液酒销量增速同比为 18.0%。泸州老窖中高档酒中，高档酒的销量及吨价增速分别为 1.2%、19.8%，我们判断国窖 1573 为主要贡献。

图表 14. 2019-2023 年不同类型酒企销量增速



资料来源: iFind, 中银证券

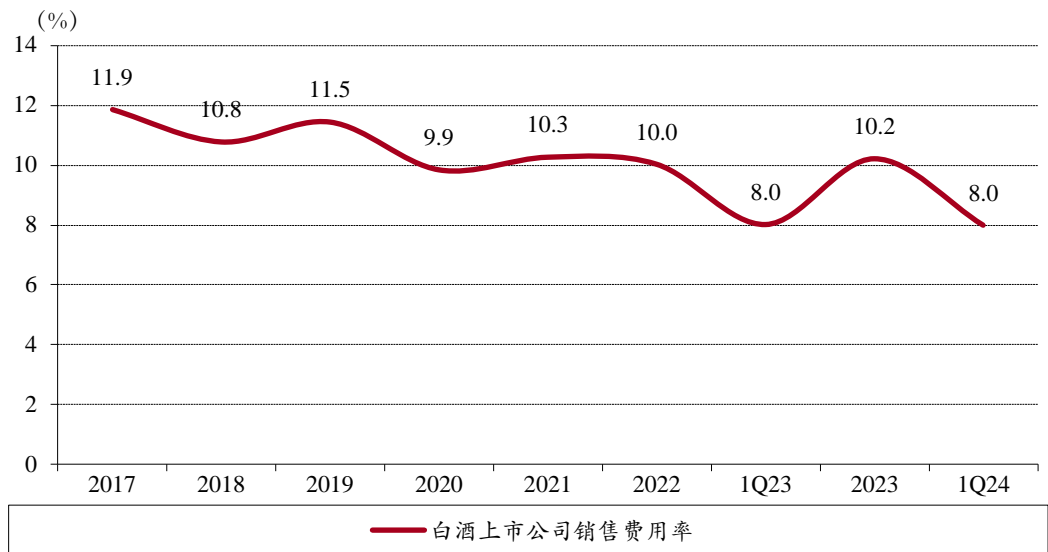
图表 15. 2019-2023 年不同类型酒企吨价增速



资料来源: iFind, 中银证券

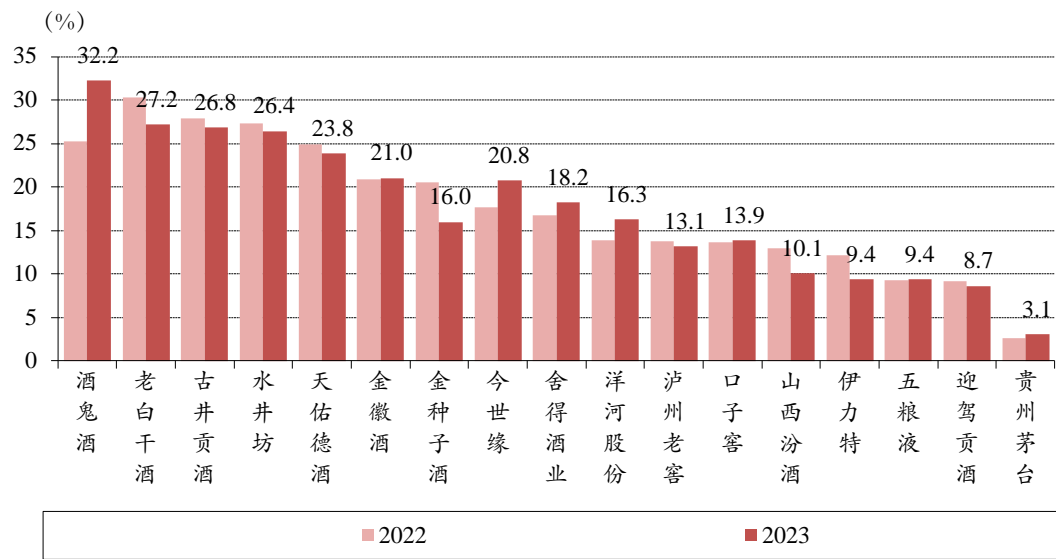
2023 年白酒板块整体净利率小幅上行。(1)2023 年白酒上市公司销售费用率为 10.2%，同比增 0.2pct，1Q24 销售费用率为 8.0%，同比基本持平。从具体酒企表现来看，酒鬼酒、今世缘、舍得酒业、洋河股份 2023 年销售费用率同比分别提升 6.9pct、3.1pct、1.4pct、2.4pct，其他酒企销售费用率同比下滑或基本持平。(2)净利率方面，2023 年白酒上市公司整体净利率为 39.0%，同比提升 0.8pct，其中 17 家白酒上市公司中，7 家公司净利率同比增长，1 家企业净利率同比基本持平，9 家企业净利率同比下滑。分具体企业来看，泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、古井贡酒、伊力特净利率提升明显，2023 年净利率同比分别提升 2.5pct、1.6pct、3.1pct、3.9pct、5.0pct。

图表 16. 2023 年上市酒企销售费用率同比提升 0.2pct



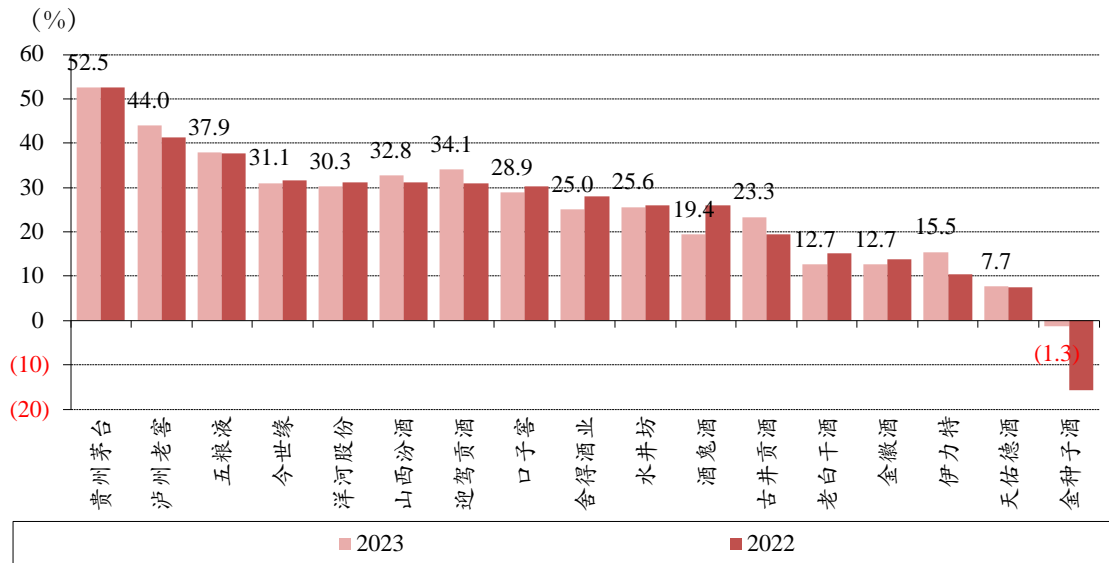
资料来源: iFind, 中银证券

图表 17. 2023 年不同白酒上市公司销售费用率



资料来源: iFind, 中银证券

图表 18. 2023 年不同白酒上市公司销售净利率



资料来源: iFind, 中银证券

**2024 年经营目标保持了进取态势。**目前有 13 家白酒公司在年报披露了 2024 年规划, 多数公司营收目标增速和 2023 年目标增速差异不大, 保持了积极进取的态势。其中古井贡酒、山西汾酒、金徽酒增速目标最高, 分别增 20.7%、20%、18%, 洋河股份增速目标较低, 为 5%-10%, 水井坊 2024 年经营目标为主营业务收入和净利润均保持增长。

图表 19. 上市酒企经营目标与实际完成情况 (单位: 亿元)

企业名称	2023 年经营目标	2023 年 营收规模	2023 年 同比增速 (%)	2024 年经营目标	1Q24 营收规模	1Q24 同比增速(%)
贵州茅台	一是营业总收入较上年度增长 15% 左右;二是基本建设投资 71.09 亿元。	1,477	19.0	2024 年主要目标是: 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。	458	18.1
五粮液	2023 年营业总收入力争实现两位数增长。	833	12.6	营业总收入持续保持两位数稳健增长。	348	11.9
泸州老窖	力争实现营业收入同比增长不低于 15%	302	20.3	力争实现营业收入同比增长不低于 15%。	92	20.7
山西汾酒	力争营业收入较上年增长 20% 左右	319	21.8	力争营业收入较上年增长 20% 左右。	153	20.9
洋河股份	营业收入同比增长 15%	331	10.0	力争营业收入同比增长 5-10%。	163	8.0
今世缘	定 2023 年经营目标为总营收 100 亿元左右, 净利润 31 亿元左右。	101	28.07	2024 年经营目标为总营收 122 亿元左右, 净利润 37 亿元左右。	47	22.8
古井贡酒	2023 年计划实现营业收入 201 亿元, 较上年增长 20.26%; 2023 年计划实现利润总额 60 亿元, 较上年增长 34.21%。	203	21.2	实现营业收入 244.50 亿元, 较上年增长 20.72%; 实现利润 79.50 亿元, 较上年增长 25.55%。	83	25.9
迎驾贡酒		67	22.1	实现经营业绩双位数增长。	23	21.3
水井坊	2023 年全年的净利润与营业收入同比 2022 年保持增长。	50	6	公司 2024 年的经营目标是主营业务收入和净利润均保持增长。	9	9.4
舍得酒业	根据公司限制性股票激励考核要求, 2023 年营业收入不低于 74.1 亿元或 2023 年归母净利润不低于 15.7 亿元。	71	16.9	根据公司限制性股票激励考核要求, 2024 年营业收入不低于 100.2 亿元或 2024 年归母净利润不低于 20.5 亿元。	21	4.1
老白干酒	2023 年公司力争实现主营业务收入 51.70 亿元, 营业成本控制在 16.36 亿元以内, 费用不超过 20 亿元, 营业总成本控制在 44.26 亿元以内, 主营业务税金及附加实现 7.90 亿元。	53	13.0	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。	11	12.7
伊力特	2023 年公司全体上下集中精力拓市场, 争取实现营业收入 25 亿元 (合并报表), 实现利润总额 4.8 亿元 (合并报表)。	22	37.5	2024 年公司全体上下集中精力拓市场, 争取实现营业收入 28 亿元 (合并报表); 实现利润总额 4.95 亿元 (合并报表)。	8	12.4
金徽酒	力争 2023 年实现营业收入 25.00 亿元、净利润 4.00 亿元。	25	26.6	力争实现营业收入 30 亿元, 净利润 4 亿元。	11	20.4

资料来源: iFind, 公司年报, 中银证券

## 白酒最新观点-行业处于换挡期，推荐山西汾酒、今世缘

重点关注大众价格带升级逻辑顺畅，区域扩张路径清晰的公司，推荐山西汾酒、今世缘。（1）我们在年度策略中提出，白酒正进入换挡期。随着地产及相关行业增速放缓，经济增长驱动因素发生变化，同时龙头市占率达到较高水平，行业增速与上市公司增速将逐步趋同，我们判断白酒行业正进入换挡期。酒企增长模式，从粗放式的渠道扩张，转为更精细地挖掘消费者需求。长远来看，我们认为大众消费将延续升级趋势，次高端和中档酒的需求有望持续增加。（2）白酒上市公司2023年、1Q24延续了较好的增长态势，同时也呈现了较大的分化。展望2季度，由于消费群体结构的变化，商务需求恢复进度偏慢，另外上年同期受益于婚宴需求的回补，业绩基数较高，我们判断2季度业绩增速可能相对放缓，分化进一步加大。重点关注大众价格带升级逻辑顺畅，且全国化或区域化扩张路径清晰的公司。（3）看好山西汾酒、今世缘。现阶段山西汾酒向上势能不减，改革红利仍在释放，渠道体系健康，销售团队能力得到验证，营销活动有序推进，我们预计未来两年业绩增速持续领先行业。今世缘公司战略明晰，2024年开启后百亿时代，公司在省内全面起势，市占率仍有提升空间，省外积极布局重点市场，为十四五目标贡献增量。

## 风险提示

宏观经济波动，影响白酒需求。

白酒库存超过正常水平。

茅台价格波动，影响行业价格体系。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371