

## 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)

## 目 录

---

1.	白酒：23 年收入延续稳增，24Q1 实现开门红.....	5
2.	啤酒：高端化延续&原料成本下行，利润弹性持续兑现.....	18
3.	投资建议.....	26
4.	风险提示.....	26

## 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

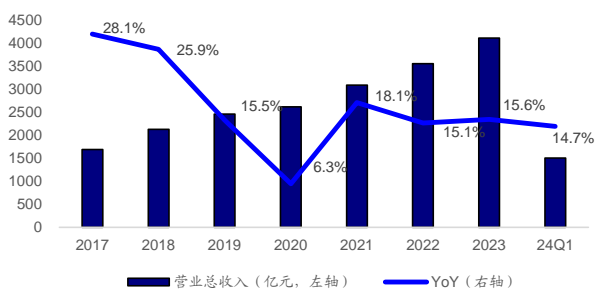
## 表目录

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

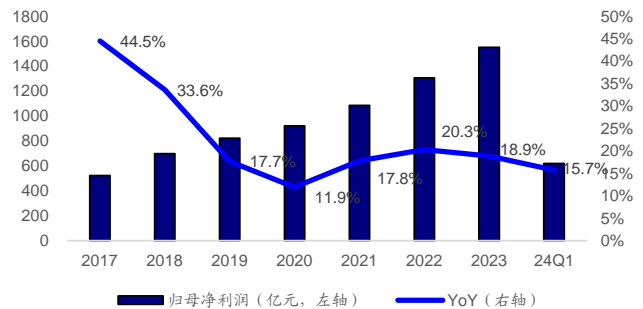
白酒行业 23 年收入稳健增长，24Q1 实现开门红；利润端期间费用率管控良好，归母净利率整体延续上行，分红比例有所提升。23 年白酒板块上市酒企总计收入/归母净利润分别同比+15.6%/+18.9%至 4121/1551 亿元，24Q1 分别同比+14.7%/+15.7%至 1509/620 亿元。23 年白酒板块毛利率同比+0.84pct 至 81.2%，24Q1 同比+0.46pct 至 81.3%。23 年白酒板块销售/管理/研发/财务/期间费用率同比+0.18pct/-0.47pct/+0.01pct /-0.07pct/-0.34pct 至 10.2%/5.5%/0.4%/-1.4%/14.7%，24Q1 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>

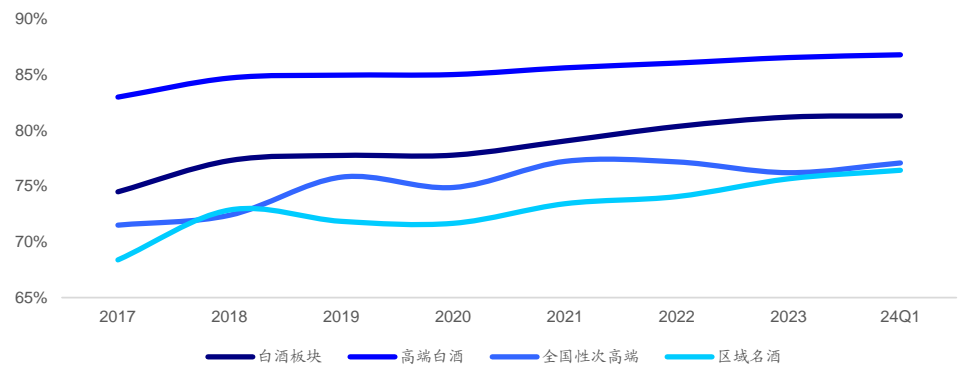
资料来源: Wind, HTI

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>

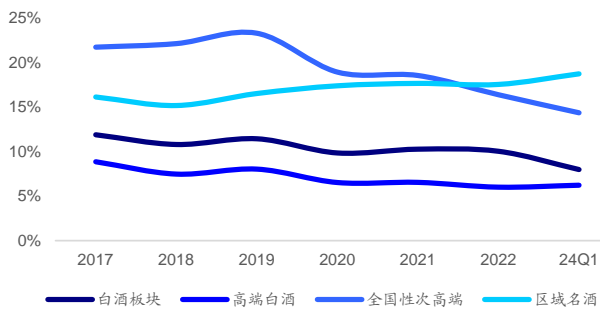
资料来源: Wind, HTI

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。

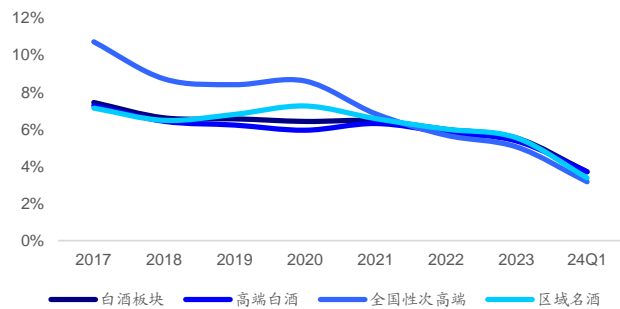
- **全国性次高端白酒**: 整体销售/管理/期间费用率 23 年同比-2.03pct/-0.63pct /-2.53pct 至 14.4%/5.1%/19.6%，24Q1 同比-1.11pct/-0.16pct/-1.12pct 至 10.5%/3.2%/13.7%。山西汾酒期间费用管控良好，23 年/24Q1 分别同比-3.61pct/-0.55pct 至 14.1%/9.6%。舍得酒业 23 年销售费用率同比+1.43pct 至 18.2%，主因职工薪酬费用率同比+1.25pct；酒鬼酒 23 年销售费用率同比+6.94pct，我们认为主要系收入大幅降幅带来的规模负效应所致，23 年销售费用绝对额同比-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



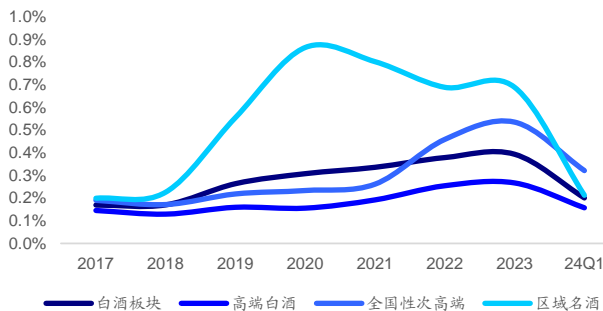
资料来源: Wind, HTI

图5 白酒板块上市公司 2017 年以来管理费用率



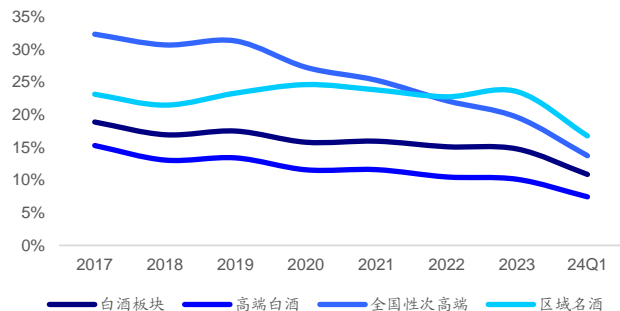
资料来源: Wind, HTI

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

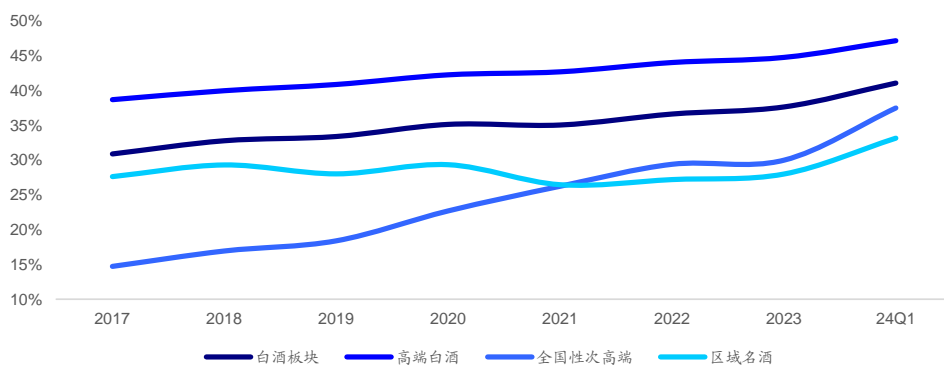
注: 顺鑫农业收入及费用采用白酒行业口径。

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

表 11 白酒行业可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
<b>高端</b>												
600519.SH	贵州茅台	1705.00	21418.17	59.49	69.88	81.12	28.66	24.40	21.02	9.93	8.15	6.77
000858.SZ	五粮液	150.43	5839.10	7.78	8.75	9.81	19.33	17.20	15.33	4.51	3.84	3.33
000568.SZ	泸州老窖	186.10	2739.37	9.02	10.98	13.23	20.68	16.94	14.07	6.62	5.35	4.39
	均值			25.43	29.87	34.72	22.89	19.51	16.81	7.02	5.78	4.83
<b>全国性次高端</b>												
600809.SH	山西汾酒	262.31	3200.09	8.56	10.76	13.20	30.66	24.37	19.88	11.50	8.59	6.71
000799.SZ	酒鬼酒	51.09	166.01	1.69	2.07	2.54	30.30	24.63	20.14	3.88	3.43	3.07
600779.SH	水井坊	45.09	220.20	2.61	2.96	3.40	17.36	15.21	13.26	5.01	4.04	3.35
600702.SH	舍得酒业	73.14	243.68	5.35	6.04	7.03	13.76	12.12	10.41	3.37	2.74	2.26
	均值			4.55	5.46	6.54	23.02	19.08	15.92	5.94	4.70	3.85
<b>区域名酒</b>												
002304.SZ	洋河股份	95.07	1432.18	6.65	7.33	8.14	14.30	12.98	11.68	2.76	2.47	2.22
603369.SH	今世缘	57.42	720.33	2.52	3.09	3.78	22.97	18.60	15.21	5.42	4.42	3.64
000596.SZ	古井贡酒	271.24	1433.77	8.68	11.10	13.84	31.24	24.45	19.59	6.66	5.58	4.65
603198.sh	迎驾贡酒	71.00	568.00	2.86	3.60	4.46	24.83	19.74	15.93	6.81	5.48	4.45
600199.sh	金种子酒	15.36	101.04	-0.03	0.15	0.41	-457.81	101.99	37.45	4.01	3.83	3.49
603589.sh	口子窖	41.82	250.92	2.87	3.44	3.94	14.58	12.17	10.61	2.57	2.33	2.10
	均值			3.92	4.78	5.76	-58.32	31.66	18.41	4.71	4.02	3.42
<b>其他</b>												
000860.SZ	顺鑫农业	18.71	138.78	-0.40	0.78	1.09	-46.95	24.10	17.23	2.05	1.88	1.70
000995.SZ	皇台酒业	11.11	19.71	-0.08	-	-	-131.32	-	-	16.25	-	-
002646.SZ	天佑德酒	11.96	57.65	0.19	0.30	0.44	64.35	39.48	27.11	2.04	1.95	1.85
600197.SH	伊力特	20.61	97.28	0.72	0.92	1.17	28.62	22.51	17.66	2.58	2.36	2.17
600559.SH	老白干酒	21.65	198.04	0.73	0.94	1.18	29.74	23.14	18.36	4.12	3.78	3.41
600696.SH	岩石股份	11.15	37.29	0.26	0.64	0.94	42.83	-	-	6.18	-	-
603919.SH	金徽酒	21.96	111.39	0.65	0.81	1.01	33.87	27.14	21.67	3.35	3.10	2.83
	均值			0.30	0.73	0.97	3.02	27.28	20.41	5.22	2.61	2.39

注：收盘价为 2024 年 4 月 30 日价格，估值为 Wind 一致预期。

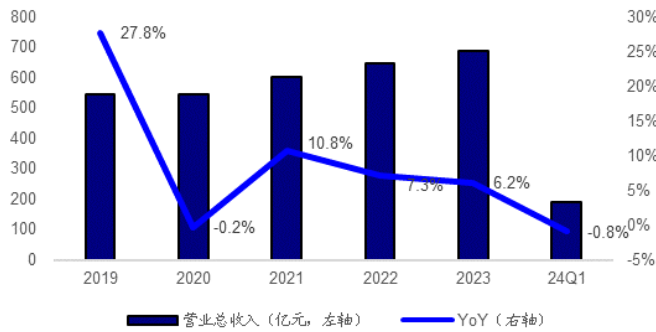
资料来源 Wind, HTI

## 2. 啤酒：高端化延续&原料成本下行，利润弹性持续兑现

高基数下销量短期承压，吨价持续上移&利润弹性持续兑现。23 年啤酒行业上市公司实现营业收入/归母净利润 1558.44/179.17 亿元，分别同比+7.1%/+8.3%。其中啤酒板块（A 股）营收/归母净利 23 年同比+6.2%/+16.9%，24Q1 同比-0.8%/+16.1%（23Q1 收入/归母净利同比+13.0%/+28.2%）。23 年行业均价持续上移，同比+3.5%，其中兰州黄河/青岛啤酒/华润啤酒/珠江啤酒均价增速排名前列，分别同比+8.0%/+6.2%/+4.0%/+3.8%。24 年一季度，行业收入延续了 4Q23 的同比负增长态势，我们认为主要系 23 年同期高基数以及当前消费环境仍处于恢复阶段所致。主要品牌来看，1Q24 青岛啤酒销量/均价分别同比-7.6%/+2.6%，珠江啤酒销量/均价分别同比+0.8%/+6.2%，销量虽短期承压，均价持续增长，印证啤酒高端化趋势的韧性。利润端，23 年燕京、华润、青岛啤酒快速增长，23 年归母净利分别同比+83.0%/+18.6%/+15.0%，24Q1 主流 A 股啤酒公司在高基数下仍能取得双位数以上利润增长，青岛/重庆/燕京/珠江啤酒归母净利分别同比+10.1%/+16.8%/+58.9%/+39.4%。

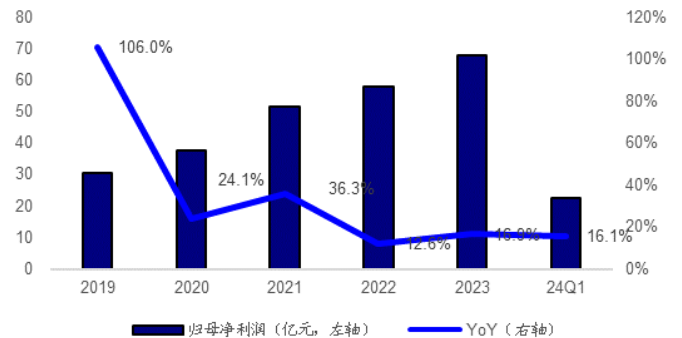
啤酒高端化趋势不改，结构升级持续进行。青岛啤酒：23 年公司主品牌销量同比+2.7%至 456 万千升，其中，中高端以上产品销量同比+10.5%至 324 万千升，公司千升酒营业收入同比+6.4%；重庆啤酒：23 年公司高档产品收入同比+5.2%至 88.55 亿元；1Q24 公司高档产品营收同比+8.3%至 25.72 亿元，营收占比达到 61.6%。燕京啤酒：23 年公司中高档产品收入同比+13.3%至 86.8 亿元，而普通产品营收同比-2.3%。珠江啤酒：23 年公司高档啤酒产品销量同比+16.0%；1Q24 高档啤酒销量同比+15.1%。华润啤酒：23 年公司次高档及以上啤酒销量同比+18.9%至 250 万千升。百威亚太：23 年公司中国区销量增长 4.3%，其中高端以及超高端产品收入增速均达到双位数。

图9 啤酒板块 A 股上市公司 2019 年以来营业总收入情况



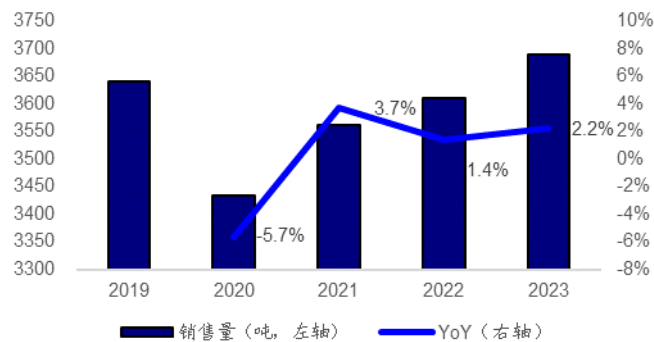
注：重庆啤酒 19 年数据使用 20 年年报调整后口径。  
资料来源：Wind, HTI

图10 啤酒板块 A 股上市公司 2019 年以来归母净利润情况



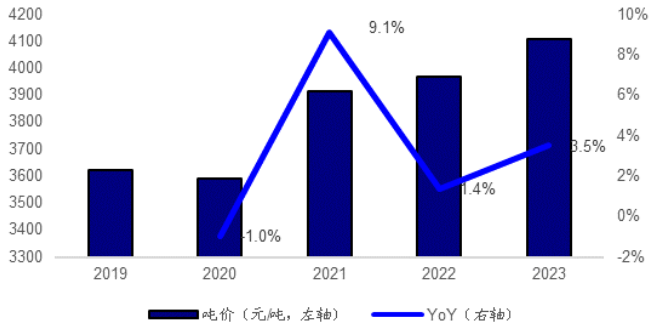
注：重庆啤酒 19-20 年数据使用备考口径。  
资料来源：Wind, HTI

图11 啤酒板块上市公司 2019 年以来销量情况



资料来源：Wind, 青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒、\*ST 西发、兰州黄河、百威亚太、华润啤酒 2020-23 年年报, HTI

图12 啤酒板块上市公司 2019 年以来均价情况



资料来源：Wind, 青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒、\*ST 西发、兰州黄河、百威亚太、华润啤酒 2020-23 年年报, HTI

表 12 啤酒板块上市公司营业收入及同比增速情况

证券简称	营业总收入 (亿元)						同比增速					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
青岛啤酒	101.50	339.37	29.58	93.86	108.86	107.06	-5.2%	5.5%	-3.4%	-4.6%	8.2%	16.3%
重庆啤酒	42.93	148.15	17.86	45.24	44.99	40.06	7.2%	5.5%	-3.8%	6.5%	9.6%	4.5%
燕京啤酒	35.87	142.13	17.97	47.91	40.99	35.26	1.7%	7.7%	-4.4%	8.5%	7.6%	13.7%
珠江啤酒	11.08	53.78	8.27	17.78	17.38	10.35	7.0%	9.1%	1.2%	5.9%	11.4%	18.8%
惠泉啤酒	1.41	6.14	0.23	2.44	2.10	1.37	2.9%	0.0%	-64.7%	4.2%	12.5%	7.0%
*ST 西发	0.90	3.37	0.91	0.98	0.57	0.90	-0.7%	21.6%	46.5%	228.6%	-21.9%	-19.2%
兰州黄河	0.54	2.41	0.43	0.66	0.59	0.74	-26.9%	-9.5%	-11.7%	-10.6%	-17.8%	1.4%
<b>A 股合计</b>	<b>192.81</b>	<b>689.20</b>	<b>75.02</b>	<b>206.44</b>	<b>213.37</b>	<b>194.37</b>	<b>-0.8%</b>	<b>6.2%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>8.4%</b>	<b>13.0%</b>
百威亚太	-	479.92	90.51	132.79	137.48	119.14	-	5.8%	11.0%	2.0%	7.9%	4.3%
华润啤酒		389.32	-	-	-	-		10.4%				
<b>啤酒板块</b>		<b>1558.44</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>		<b>7.1%</b>				

注：美元兑人民币汇率以 7.0 计算。

资料来源：Wind, HTI

表 13 啤酒板块上市公司啤酒销量情况

证券简称	销售量 (万千升/万吨)						同比增速					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
青岛啤酒	218.40	800.70	71.3	227.1	266.0	236.3	-7.6%	-0.8%	-10.1%	-11.4%	2.8%	11.0%
重庆啤酒	86.68	299.75	34.6	92.5	90.3	82.36	5.2%	4.9%	4.8%	5.3%	5.7%	3.7%
燕京啤酒		394.24			132.7	96.31	-	4.6%	-	-	-	12.8%
珠江啤酒	26.38	140.28	25.3	46.2	42.7	26.18	0.8%	4.8%	4.0%	1.4%	5.2%	11.5%
惠泉啤酒	5.04	22.85	2.3	8.6	7.0	4.94	2.0%	5.3%	-10.8%	6.1%	8.7%	8.4%
*ST 西发	-	6.53	-	-	-	-	-	23.0%	-	-	-	-
兰州黄河	-	5.49	-	-	-	-	-	-14.7%	-	-	-	-
百威亚太	-	927.67	156.7	276.4	273.8	220.75	-	4.8%	-0.7%	0.6%	9.5%	9.1%
华润啤酒	-	1115.10	-	-	-	-	-	0.5%	-	-	-	-
<b>啤酒板块</b>	<b>-</b>	<b>3631.68</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2.2%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：Wind, 青岛啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒、珠江啤酒、百威亚太 22-23 年年报、三季度报告、半年报及一季度报告, \*ST 西发、兰州黄河、华润啤酒 23 年年报, 燕京啤酒 23 年年报, HTI

表 14 啤酒板块上市公司啤酒吨价情况

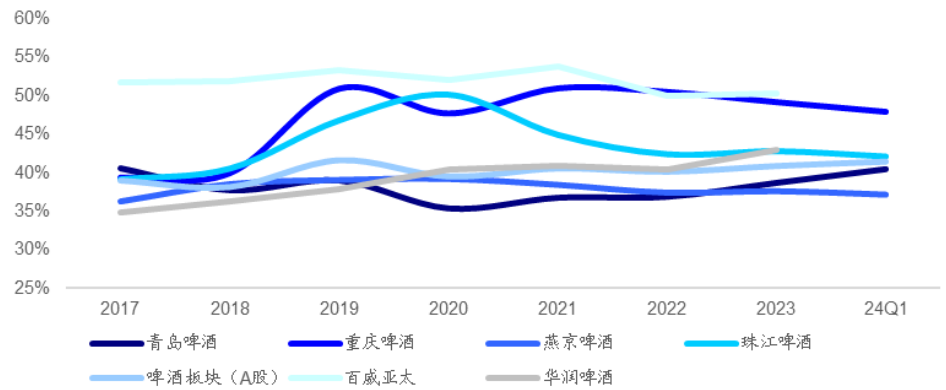
证券简称	吨价 (元/千升 或 元/吨)						同比增速					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
青岛啤酒	4647.44	4172.07	4149.33	4133.09	4092.33	4530.76	2.6%	6.2%	7.5%	7.7%	5.2%	4.8%
重庆啤酒	4952.17	4942.40	5165.28	4891.21	4981.17	4863.78	1.8%	3.1%	-8.1%	1.1%	3.7%	0.8%
燕京啤酒	-	3322.45	-	-	3088.79	3661.28	-	2.8%	-	-	5.3%	0.8%
珠江啤酒	4201.20	3670.43	3274.33	3853.63	4069.10	3954.60	6.2%	3.8%	-2.8%	4.4%	5.9%	6.5%
惠泉啤酒	2794.19	2626.85	-	2827.06	3013.39	2770.29	0.9%	-5.3%	-	-1.9%	3.5%	-1.3%
*ST 西发	-	3164.33	-	-	-	-	-	-39.3%	-	-	-	-
兰州黄河	-	3250.44	-	-	-	-	-	8.0%	-	-	-	-
百威亚太	-	5173.39	5777.11	4803.57	5021.00	5397.06	-	1.0%	11.8%	1.4%	-1.5%	-4.4%
华润啤酒	-	3305.98	-	-	-	-	-	4.0%	-	-	-	-
<b>啤酒板块</b>	<b>-</b>	<b>4111.65</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3.5%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

注：单季数据利用公司营业收入口径测算，美元兑人民币汇率以 7.0 计算。

资料来源：Wind, 青岛啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒、珠江啤酒、百威亚太 22-23 年年报、三季度报告、半年报及一季度报告, \*ST 西发、兰州黄河、华润啤酒 23 年年报, 燕京啤酒 23 年年报、24 年一季报, HTI

成本回落推动毛利率改善，利润弹性有望继续释放。23年/24Q1啤酒板块（A股）毛利率同比-0.89pct/+2.74pct至40.9%/41.5%，24Q1毛利率明显提升，我们认为主因是吨价持续提升的同时行业主要原料成本开始显著回落。一方面，从已披露一季报的主流啤酒公司看，高端化驱动下行业吨价仍处于上行趋势，青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒一季度吨价分别同比+2.6%/+6.2%/+1.8%；另一方面，24年至今啤酒主要原料大多或已触顶并进入下行通道，价格较23年同期普遍有一定程度的下降（24年3月玻璃/瓦楞纸/铝/大麦均价同比-3.8%/-9.7%/-0.2%/-26.5%）。我们认为，随着啤酒旺季的来临、消费环境尤其是餐饮的持续复苏，均价与原料成本之间的剪刀差趋势有望延续，毛利率改善之下啤酒公司利润弹性有望继续释放。

图13 啤酒上市公司 2017 年以来毛利率情况



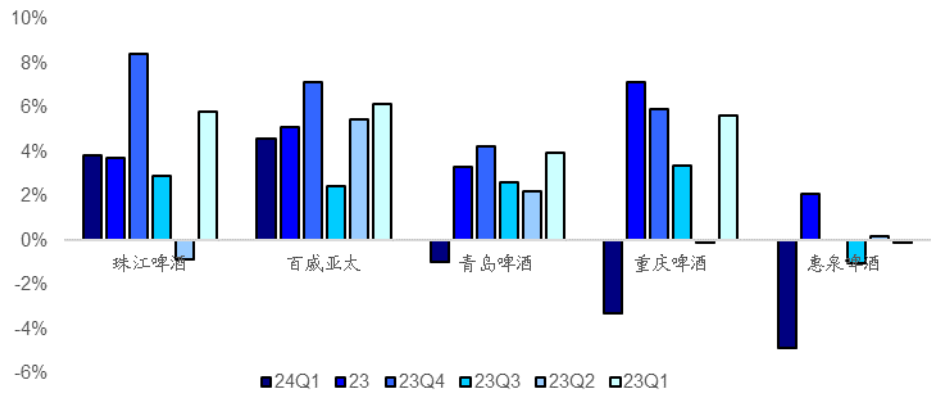
注：重庆啤酒 19 年数据使用 20 年年报调整后口径。  
资料来源：Wind, HTI

表 15 啤酒板块上市公司毛利率情况

证券简称	毛利率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
青岛啤酒	40.4%	38.7%	27.5%	40.9%	40.1%	38.3%	2.74	1.81	2.22	2.92	1.76	0.47
重庆啤酒	47.9%	49.1%	48.8%	50.5%	51.4%	45.2%	0.40	-1.33	-6.79	-1.09	1.85	-2.52
燕京啤酒	37.2%	37.6%	-6.6%	48.0%	45.7%	36.8%	1.35	0.19	-10.79	0.22	1.41	2.24
珠江啤酒	42.1%	42.8%	27.7%	45.7%	48.2%	40.8%	4.19	0.38	-7.44	0.80	3.52	0.40
惠泉啤酒	30.6%	29.5%	-34.7%	33.2%	34.1%	26.4%	-0.54	2.35	-23.46	-0.57	2.17	-0.85
*ST 西发	33.1%	30.1%	30.4%	30.1%	24.1%	33.6%	-4.51	15.12	18.98	35.27	4.43	14.30
兰州黄河	10.8%	15.2%	-16.7%	26.3%	25.5%	15.3%	2.00	-0.59	-0.44	1.53	1.70	-4.58
<b>A 股合计</b>	<b>41.5%</b>	<b>40.9%</b>	<b>24.2%</b>	<b>45.0%</b>	<b>44.1%</b>	<b>39.5%</b>	<b>2.74</b>	<b>-0.89</b>	<b>-3.89</b>	<b>1.54</b>	<b>1.92</b>	<b>0.09</b>
百威亚太	-	50.4%	47.7%	51.1%	51.6%	50.2%		0.35	1.88	-0.21	1.11	-0.87
华润啤酒		41.4%						2.91				
<b>啤酒板块</b>		<b>43.9%</b>						<b>1.11</b>				

资料来源：Wind, HTI

图14 啤酒板块上市公司单位成本同比增速



注：口径以公司营业成本计算，美元兑人民币汇率以 7.0 计算。

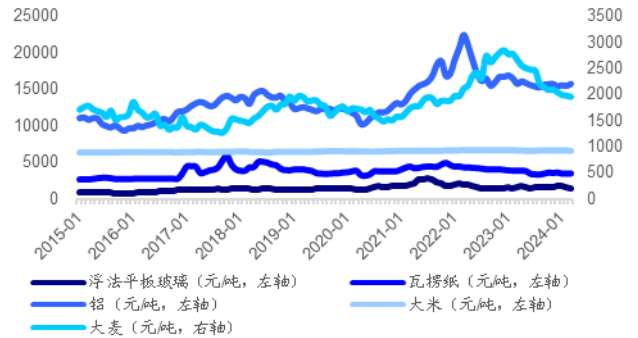
资料来源：Wind，青岛啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒、百威亚太 22-23 年年报、三季度报告、半年报及一季度报告，HTI

图15 啤酒行业成本指数走势



资料来源：Wind，HTI

图16 主要包材、原材料价格走势

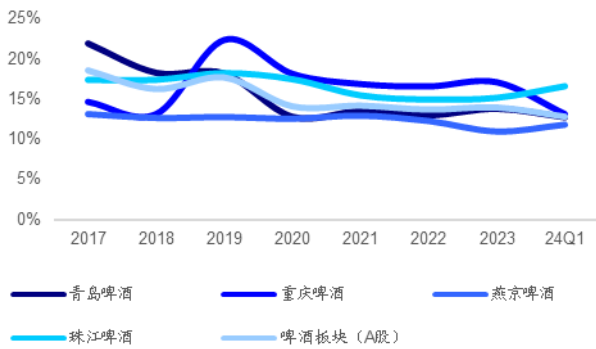


资料来源：Wind，HTI

期间费用管控良好，归母净利润率延续上行。23 年啤酒板块销售/管理费用率分别 +0.41pct/+0.09pct 至 19.1%/5.7%，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 至 12.9%/5.2%/17.6%。

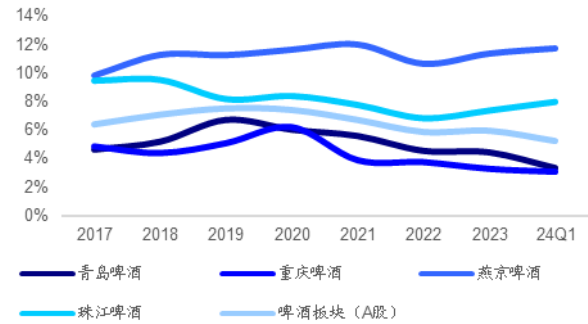
- 销售费用率总体稳定，23 年广宣费用小幅提升。23 年，啤酒行业主要上市公司销售费用率整体波动较小，仅燕京/华润啤酒销售费用率分别同比 -1.29pct/+1.60pct，我们认为分别与燕京的费用精细化以及华润的白酒业务并表有关。广宣费用方面，23 年青岛/重庆/燕京啤酒支出广告宣传费用率分别同比 +0.86pct/+0.35pct/-0.68pct。24Q1 青岛/燕京啤酒销售费用管控突出，分别同比 -1.02pct/-0.57pct。
- 管理费用率表现良好。23 年青岛/重庆/燕京/珠江/华润啤酒分别同比 -0.10pct/-0.47pct/+0.70pct/+0.53pct/+0.24pct 至 4.5%/3.3%/11.4%/7.4%/3.9%。24Q1 燕京、珠江啤酒表现良好，分别同比 -0.21pct/-0.39pct。
- 归母净利润率延续上行。受益于毛利率的持续改善与期间费用率的稳定，23 年/24Q1 啤酒板块（A 股）同比 +0.90pct/+1.71pct 至 9.9%/11.8%。23 年青岛/重庆/燕京/华润啤酒归母净利润率分别同比 +1.04pct/+0.02pct/+1.87pct/+0.92pct 至 12.6%/9.0%/4.5%/13.2%。24Q1 青岛/重庆/燕京/珠江啤酒分别同比 +2.18pct/+0.87pct/+1.03pct/+2.53pct 至 15.7%/10.5%/2.9%/10.9%。

图17 啤酒板块上市公司 2017 年以来销售费用率情况



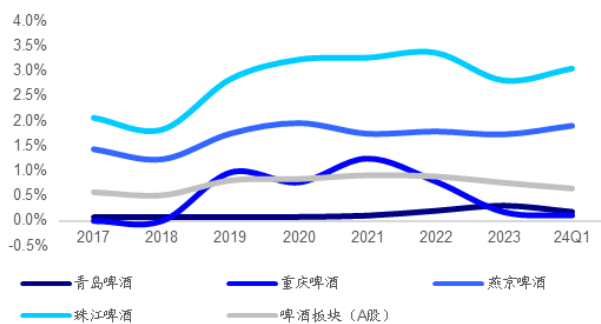
注：百威亚太采取经销、销售及营销开支之和计算。  
资料来源：Wind, HTI

图18 啤酒板块上市公司 2017 年以来管理费用率情况



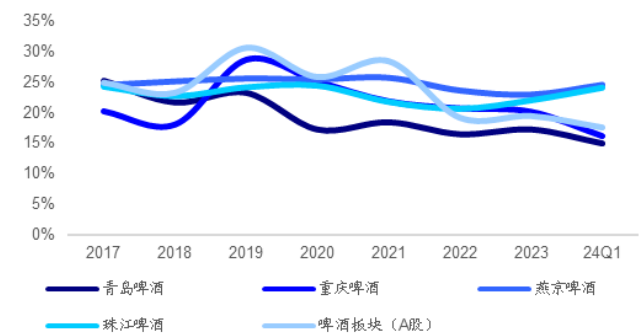
资料来源：Wind, HTI

图19 啤酒板块 A 股上市公司 2017 年以来期间费用率情况



资料来源：Wind, HTI

图20 啤酒板块上市公司 2017 年以来归母净利率率情况



资料来源：Wind, HTI

表 16 啤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
青岛啤酒	12.8%	13.9%	41.4%	11.7%	8.3%	13.8%	-1.02	0.82	9.55	0.51	0.18	-0.35
重庆啤酒	13.1%	17.1%	33.1%	15.6%	15.9%	12.9%	0.18	0.53	4.88	0.36	0.59	-0.76
燕京啤酒	11.9%	11.1%	-0.6%	15.9%	9.4%	12.5%	-0.57	-1.29	-7.86	-0.08	-1.73	0.58
珠江啤酒	16.6%	15.2%	23.4%	13.1%	13.3%	15.4%	1.27	0.23	1.51	-0.30	0.92	-0.71
惠泉啤酒	9.1%	4.6%	15.2%	1.1%	4.4%	9.1%	0.00	0.36	17.60	-2.42	-0.71	1.76
*ST 西发	2.3%	2.2%	1.7%	1.8%	2.9%	2.6%	-0.35	-0.56	0.48	-3.09	-0.16	-0.18
兰州黄河	16.2%	17.5%	24.7%	15.5%	21.7%	11.9%	4.27	2.16	7.29	0.15	9.53	-5.32
<b>A 股合计</b>	<b>12.9%</b>	<b>14.0%</b>	<b>26.8%</b>	<b>13.6%</b>	<b>10.6%</b>	<b>13.4%</b>	<b>-0.53</b>	<b>0.26</b>	<b>3.20</b>	<b>0.35</b>	<b>0.01</b>	<b>-0.28</b>
百威亚太		25.4%						-0.34				
华润啤酒		20.1%						1.60				
<b>啤酒板块</b>		<b>19.1%</b>						<b>0.41</b>				

资料来源：Wind, HTI

表 17 啤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
青岛啤酒	3.4%	4.5%	16.7%	3.9%	3.1%	3.0%	0.41	-0.10	4.19	0.04	-0.41	-0.87
重庆啤酒	3.1%	3.3%	7.1%	2.2%	3.2%	3.1%	0.02	-0.47	0.45	-1.30	-0.03	-0.29
燕京啤酒	11.8%	11.4%	13.4%	9.1%	12.7%	12.0%	-0.21	0.70	7.43	-1.62	1.82	-1.33
珠江啤酒	8.0%	7.4%	12.6%	6.0%	5.9%	8.4%	-0.39	0.53	1.43	0.60	0.08	0.61
惠泉啤酒	7.6%	6.4%	36.2%	3.3%	6.9%	6.1%	1.44	0.70	29.88	-0.28	2.30	-4.64
*ST 西发	14.2%	12.2%	15.8%	13.2%	9.5%	9.4%	4.78	4.48	10.74	-6.39	0.77	3.90
兰州黄河	15.3%	13.1%	12.6%	12.1%	16.5%	11.6%	3.67	1.58	0.64	1.93	3.45	0.46
<b>A 股合计</b>	<b>5.2%</b>	<b>6.0%</b>	<b>13.1%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.0%</b>	<b>0.25</b>	<b>0.08</b>	<b>3.83</b>	<b>-0.47</b>	<b>0.13</b>	<b>-0.71</b>
百威亚太		6.8%						0.04				
华润啤酒		3.9%						0.24				
<b>啤酒板块</b>		5.7%						0.09				

资料来源: Wind, HTI

表 18 啤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
青岛啤酒	15.0%	17.3%	56.3%	14.5%	10.4%	16.0%	-0.97	0.78	14.13	0.70	-0.11	-1.47
重庆啤酒	16.2%	20.2%	40.2%	17.5%	19.0%	15.8%	0.42	-0.56	5.00	-1.51	-0.17	-1.74
燕京啤酒	24.6%	23.0%	6.7%	26.7%	23.9%	25.2%	-0.61	-0.68	-1.77	-1.57	0.07	-0.94
珠江啤酒	24.1%	22.0%	32.8%	18.5%	19.6%	23.7%	0.47	1.41	3.45	-0.24	1.64	2.74
惠泉啤酒	15.4%	9.5%	17.9%	3.1%	12.5%	14.9%	0.47	0.31	17.38	-3.54	2.80	-2.55
*ST 西发	16.3%	20.9%	12.0%	24.1%	28.1%	22.0%	-5.67	0.91	-7.35	-20.62	8.09	8.21
兰州黄河	30.0%	22.5%	13.1%	20.6%	28.9%	24.6%	5.38	4.06	-15.43	7.22	14.31	3.86
<b>A 股合计</b>	<b>17.6%</b>	<b>19.5%</b>	<b>37.2%</b>	<b>18.4%</b>	<b>15.7%</b>	<b>18.1%</b>	<b>-0.45</b>	<b>0.27</b>	<b>6.54</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.12</b>	<b>-1.12</b>

资料来源: Wind, HTI

表 19 啤酒板块重点上市公司广告宣传费用率情况

证券简称	广告宣传费用率	
	23 年	同比变动 (pct)
青岛啤酒	4.8%	+0.86
重庆啤酒	8.4%	+0.35
燕京啤酒	3.9%	-0.68
珠江啤酒	2.6%	+0.04
惠泉啤酒	0.2%	+0.08

注: 青岛啤酒口径为广告及业务宣传费用, 燕京啤酒、珠江啤酒口径为广告宣传费, 重庆啤酒口径为广告及市场费用, 惠泉啤酒口径为广告费。

资料来源: 各公司 22-23 年年报, HTI



表 20 啤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
青岛啤酒	15.7%	12.6%	-21.6%	15.8%	18.1%	13.6%	2.18	1.04	-3.46	1.41	0.99	1.32
重庆啤酒	10.5%	9.0%	-0.4%	10.6%	10.6%	9.7%	0.87	0.02	-4.80	-0.12	1.19	0.77
燕京啤酒	2.9%	4.5%	-17.3%	9.2%	11.0%	1.8%	1.03	1.87	-0.29	1.94	1.78	1.80
珠江啤酒	10.9%	11.6%	-2.4%	15.6%	16.1%	8.4%	2.53	-0.55	-5.81	0.30	0.52	0.23
惠泉啤酒	3.6%	7.9%	-67.8%	17.1%	10.2%	0.7%	2.97	1.41	-53.60	3.04	0.64	2.00
*ST 西发	0.9%	-7.7%	30.3%	-13.6%	-20.2%	-31.5%	32.36	20.85	88.48	69.70	-6.79	-24.28
兰州黄河	-1.6%	-19.4%	-135.8%	-9.6%	34.9%	-4.0%	2.44	-8.39	-115.20	47.41	-1.69	0.47
<b>A 股合计</b>	<b>11.8%</b>	<b>9.9%</b>	<b>-13.4%</b>	<b>12.9%</b>	<b>15.0%</b>	<b>10.1%</b>	<b>1.71</b>	<b>0.90</b>	<b>-2.92</b>	<b>1.15</b>	<b>1.12</b>	<b>1.19</b>
百威亚太	-	12.4%	-1.8%	15.8%	14.2%	17.5%	-	-1.67	-0.75	-0.31	-3.58	-1.05
华润啤酒		13.2%						0.92				
<b>啤酒板块</b>		11.5%						0.12				

资料来源: Wind, HTI

**经营性净现金流波动。**23 年啤酒板块经营性净现金流为 251.31 亿元, 同比-13.0%, 其中 A 股合计为 81.55 亿元, 同比-26.3% (24Q1 同比+51.2%); 销售回款表现良好, 23 年/24Q1 啤酒板块 (A 股) 实现 767.02/192.88 亿元, 同比+3.6%/+6.2%。

表 21 啤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	23 年	24Q1	23Q4	23 年	24Q1	23Q4	23 年	24Q1	23Q4
青岛啤酒	27.78	28.53	-23.07	-43.1%	57.3%	107.4%	378.80	96.22	57.31	0.6%	5.2%	-16.8%
重庆啤酒	30.97	10.81	-6.21	-17.5%	26.8%	38.1%	156.86	40.36	19.57	3.8%	7.9%	3.9%
燕京啤酒	14.08	8.95	-14.45	-18.0%	82.8%	53.5%	163.07	42.96	26.61	7.7%	7.3%	41.5%
珠江啤酒	8.19	0.76	-2.32	38.4%	-4.7%	-36.9%	60.56	11.77	10.15	9.5%	7.3%	7.2%
惠泉啤酒	0.75	0.54	-1.22	-45.5%	65.4%	148.8%	7.36	1.55	0.79	3.8%	-3.1%	-6.9%
*ST 西发	0.88	0.13	0.49	-11.0%	68.4%	-48.3%	4.10	0.97	1.36	28.9%	9.9%	68.7%
兰州黄河	-0.35	-0.01	-0.32	-221.5%	-109.9%	168.0%	3.63	0.59	1.14	13.2%	-25.2%	93.6%
<b>A 股合计</b>	<b>81.55</b>	<b>49.17</b>	<b>-45.88</b>	<b>-26.3%</b>	<b>51.2%</b>	<b>64.5%</b>	<b>767.02</b>	<b>192.88</b>	<b>116.14</b>	<b>3.6%</b>	<b>6.2%</b>	<b>-1.1%</b>
百威亚太	128.27	-	-	16.8%	-	-	-	-	-	-	-	-
华润啤酒	41.49	-	-	-39.4%	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>啤酒板块</b>	<b>251.31</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-13.0%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源: Wind, 百威亚太、华润啤酒 23 年年报, HTI

表 22 啤酒行业可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
<b>A 股</b>												
600600.SH	青岛啤酒	81.96	1118.10	3.13	3.69	4.23	26.20	22.19	19.36	4.07	3.71	3.30
600132.SH	重庆啤酒	70.37	340.57	2.76	3.01	3.28	25.48	23.38	21.44	15.91	12.48	10.27
000729.SZ	燕京啤酒	9.89	278.75	0.23	0.33	0.42	43.24	30.20	23.28	2.01	1.94	1.84
002461.SZ	珠江啤酒	8.43	186.58	0.28	0.33	0.38	29.92	25.32	22.20	1.87	1.79	1.70
600573.SH	惠泉啤酒	9.64	24.10	0.19	0.28	0.00	49.66	33.94	-	1.93	-	-
000752.SZ	*ST 西发	6.69	17.65	-0.10	-	-	-68.46	-	-	15.81	-	-
000929.SZ	兰州黄河	7.81	14.51	-0.25	-	-	-31.05	-	-	2.47	-	-
	均值			0.89	1.53	1.66	10.71	27.01	21.57	6.30	4.98	4.28
<b>H 股</b>												
1876.HK	百威亚太	11.34	1501.80	0.45	0.55	0.63	22.55	18.34	16.03	1.78	1.38	1.31
0291.HK	华润啤酒	37.15	1205.21	1.59	1.87	2.16	21.20	18.08	15.62	3.61	3.17	2.82
	均值			1.02	1.21	1.40	21.87	18.21	15.82	2.69	2.28	2.06

注：A 股收盘价为 2024 年 4 月 30 日价格，H 股为 5 月 4 日价格，估值为 Wind 一致预期。  
资料来源 Wind, HTI

### 3. 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。

### 4. 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。

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

Chinese baijiu sector saw a strong start in Q1 2024, with continued profit growth. In 2023, the sector's revenue grew steadily by 15.6% YoY to RMB 412.1 billion, while net profit attributable to shareholders increased by 18.9% YoY to RMB 155.1 billion. Q1 2024 continued this trend with revenue and NPATs up 14.7% and 15.7% YoY to RMB 150.9 billion and RMB 62 billion, respectively. Premium baijiu maintained robust double-digit growth, with regional leaders like Shanxi Xinghuacun Fen Wine Factory showing high growth. Gross profit margin improved, with a 0.84 percentage point increase in 2023 and a 0.46 percentage point increase in Q1 2024. NPATs margin rose to 37.6% in 2023 and 41.1% in Q1 2024. Contractual liabilities remained high in Q1 2024, with premium and regional famous baijiu brands showing strong YoY revenue growth. Beer sector's premiumization and lower raw material costs led to continued profit growth. In 2023, listed beer companies saw a 7.1% increase in revenue and an 8.3% increase in NPATs to RMB 155.8 billion and RMB 17.9 billion, respectively. Q1 2024 A-Shares beer sector's revenue slightly declined by 0.8% YoY, but NPATs grew by 16.1%. Price increases and cost reductions improved gross profit margin to 41.5% in Q1 2024. Investment advice favors high-end baijiu brands with stable growth like Kweichow Moutai, Wuliangye Yibin, Luzhou Laojiao, and flexible revenue growth brands like Shanxi Xinghuacun Fen Wine Factory, Anhui Gujing Distillery Company, Anhui Yingjia Distillery, Jiangsu King's Luck. Beer sector beneficiaries of the recovery in dining and consumption, and cost reductions include Tsingtao Brewery, China Resources Beer Holdings, Beijing Yanjing Brewery, and Chongqing Brewery.

Risk Warning: Increased competition, slower premiumization, and rising raw material costs.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

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 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，颜慧菁，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Huijing Yan, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and /or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

000596.CH, 贵州茅台集团财务有限公司, 贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 贵州茅台集团财务有限公司, 香港华润(集团)有限公司上海代表处 及 603589.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

000596.CH, 贵州茅台集团财务有限公司, 贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 贵州茅台集团财务有限公司, 香港华润(集团)有限公司上海代表处 及 603589.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

603589.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

603589.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 603589.CH.

### 评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

### 分析师股票评级

**优于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

**中性**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International

### 评级分布 Rating Distribution

Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

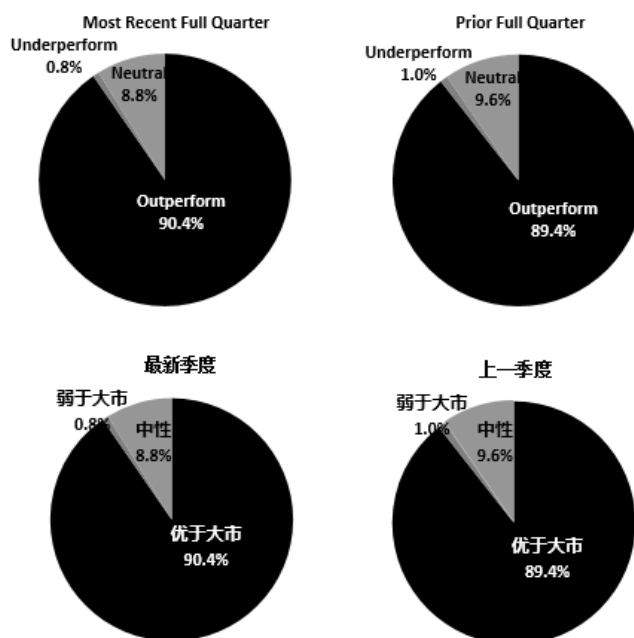
#### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**



#### 截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

**重要免责声明:**

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

## IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

## 分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：** 海通国际证券股份有限公司 ("HTISCL") 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称 "SFO") 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的 "专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年 "美国证券交易法" 第 15a-6 条规定的豁免注册的 "美国主要机构投资者" ("Major U.S. Institutional Investor") 和 "机构投资者" ("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面

和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话：(212) 351 6050

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项：**在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项：**在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」 ("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 ("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 ("Permitted Investor")。

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》（第 110 章） ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第 289 章）第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920



**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL"))第61(1)条,第17-11(1)条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的Haitong International Securities Company Limited所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第2016/396号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据2001年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India ("SEBI")监管的Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL")所发布,包括制作及发布涵盖BSE Limited ("BSE")和National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」)研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证"。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net

---

long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH00002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---