



白酒行业行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

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

liuchengqian@gjzq.com.cn

yetao@gjzq.com.cn

龙头优势依旧显著，关注长期底部机会

投资逻辑

行业景气度在春节后逐步走弱，呈现与 23 年相似的特征，因此市场对酒企二季报的预期本身较谨慎且理性。从实际兑现来看，收入有个别酒企录得略超预期表现，分化更多呈现于回款及利润层面。目前市场对白酒标的的 EPS 已密集下修，临近双节旺销期、近期密集开启渠道回款及终端备货，建议持续关注实际动销反馈，我们预计双节动销平稳，整体走量表现会优于价盘表现，结构性亮点仍可期。当下不乏龙头酒企 24E PE 在 10-15X 区间，从股息率看也具备配置性价比，结合估值水平及经营发展逻辑的市场认可度，推荐高端酒、山西汾酒及区域内强势标的，关注顺周期反转逻辑下次高端的赔率优势。

1) 收入端：低预期下实际兑现度仍平稳，强势品牌回款表现仍可圈可点。24Q2 白酒板块实现营收 918 亿元，同比+11.2%；高端/次高端/区域酒及其他分别实现营收 597/99/223 亿元，同比+14.4%/+8.5%/+4.4%。从回款角度看，△合同负债+Q2 营收的狭义回款指标仅贵州茅台、五粮液增速高于营收增速，酒厂淡季以控货梳理价盘为主、普遍未施以较丰厚渠道政策催促回款，渠道在动销氛围转淡时也未有较强回款情绪。结合全年合同返利兑付及渠道缩减品牌时的顺次考量，我们预计动销占优的品牌今年回款完成度仍会较高，压力点或在年末，持续关注各酒企返利兑付情况。

从酒企驱动营收增长的量价逻辑来看，板块上半年仍以销量增长为主要边际贡献。酒企需要考虑渠道适度库存伴随的渠道推力与产品曝光度，考虑相对合适的产品价格管控来平衡消费者认知与渠道出货速度，以及调整销售目标与否则对销售团队积极性的影响，保持相对的控价“顺势而为”策略我们认为更有意义，预计放量驱动的行业增长仍会延续。

2) 利润端：板块整体弹性收窄，内部分化愈加明显。24Q2 板块利润呈现微弱的弹性、延续 Q1 特征（24Q2 板块实现归母净利润 338 亿元，同比+12.1%，高于同期营收增速；归母净利率为 36.4%，同比+0.3pct），但分化愈加明显（高端酒、次高端酒、区域酒及其他归母净利率同比分别-0.4pct、-3.9pct、+2.5pct），部分酒企利润兑现低于市场预期。当缺乏收入增长支撑时，相对固定的费用开支也使得利润端出现超幅下滑。

拆分归母净利率的影响因素：1) 24Q2 板块整体毛销差为 69.1%，同比+0.4pct；高端酒、次高端酒、区域酒及其他同比分别-0.3pct、-4.2pct、+2.1pct。目前酒企普遍采用费用直投 C 端的营销模式，尽量在维持消费端成交价相对稳定的同时通过红包等形式提高产品性价比认知，经历过上轮下行周期后酒企的费投思路也更理性。2) 24Q2 板块整体管理费用率为 5.2%，同比-0.5pct；营业税金及附加占比为 15.6%，同比+0.4pct，预计拉长看仍会趋稳。

3) 机构持仓：基金重仓持股环比下降明显，北上持股亦有减持。从白酒基金重仓持股表现来看，24Q2 持仓占比环比明显下降，白酒标的的持股市值占基金股票投资市值比为 4.59%，环比-1.24pct，已回落至 2018 年相近水平。从绝对值来看，剔除指数类基金后占比仍较高的为古井贡酒（占比 14.05%）、泸州老窖（占比 9.94%）、山西汾酒（占比 6.39%）等。从沪深港通持股占比来看，头部酒企在 24Q1 占比环比有所提升，在 24Q2 占比普遍有所下降；沪深港通持股占比回落斜率较缓和，核心持仓仍为品牌力占优的贵州茅台和五粮液。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，行业政策风险，食品安全风险。



内容目录

白酒板块：情绪低谷时，仍可追寻禀赋个股的结构性机遇.....	3
收入端：低预期下实际兑现度仍平稳，强势品牌回款表现仍可圈可点.....	3
利润端：板块整体弹性收窄，内部分化愈加明显.....	8
机构持仓：基金重仓持股环比下降明显，北上持股亦有减持.....	11
投资建议：低预期、低现实，EPS 压力期后关注旺季动销反馈.....	13
风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 2024H1 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速.....	3
图表 2： 2019 年至今分季度白酒板块营业收入（亿元）及同比增速.....	4
图表 3： 2019 年至今分季度白酒板块各子板块营业收入同比增速.....	4
图表 4： 2024H1 白酒板块重点标的预收款项规模（亿元）及同比增速.....	4
图表 5： 2024H1 白酒板块重点标的销售收现规模（亿元）及同比增速.....	5
图表 6： 2018 年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额（亿元）.....	6
图表 7： 2022 年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）.....	7
图表 8： 2022 年至今普五/国窖 1573 批价走势（元/瓶）.....	7
图表 9： 2024H1 白酒板块重点标的经销商情况.....	7
图表 10： 2024H1 白酒板块重点标的归母净利（亿元）及同比增速.....	8
图表 11： 2024H1 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率.....	9
图表 12： 2024H1 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差.....	9
图表 13： 2017 年至今白酒板块归母净利率及毛利率.....	10
图表 14： 2017 年至今白酒板块分子板块毛销差.....	10
图表 15： 2024H1 白酒板块重点标的管理费用率、营业税金及附加占比.....	11
图表 16： 2006 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况.....	12
图表 17： 白酒标的 2024Q2 基金重仓持股情况及环比变化.....	12
图表 18： 2022 年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比.....	13
图表 19： 白酒板块核心标的 2024 年营收&归母净利一致预期.....	13
图表 20： 白酒板块核心标的 2025 年营收&归母净利一致预期.....	14
图表 21： 2020 年至今 SW 白酒收盘价及成交额.....	14
图表 22： 2015 年至今 SW 白酒 PE-TTM 与估值分位.....	15
图表 23： 白酒板块重点标的盈利预测.....	15



白酒板块：情绪低谷时，仍可追寻禀赋个股的结构性机遇

收入端：低预期下实际兑现度仍平稳，强势品牌回款表现仍可圈可点

行业景气度在春节后逐步走弱，呈现与 2023 年相似的景气波动特征，在此过程中市场较早地调整了对二季度的报表预期。从实际兑现来看，在谨慎的预期下实际收入兑现有个别酒企录得略超预期的表现，分化的呈现更多体现在利润层面。

具体而言，2024Q2 白酒板块整体实现营业收入 918 亿元，同比+11.2%。其中，高端/次高端/区域酒及其他分别实现营业收入 597/99/223 亿元，同比分别+14.4%/+8.5%/+4.4%，参考 2024Q1 上述子板块营业收入同比分别+15.9%/+14.2%/+13.3%，区域酒及其他环比降速最明显，其次是次高端，而高端酒整体仍以稳为主。

白酒板块内部分化愈发明显，洋河股份、舍得酒业等酒企期内营业收入同比下滑。考虑到企业运营的固定费用支出，当营业收入缺乏支撑性时，利润表现容易受到固定支出影响而有所拖累。

对于市场关注的下半年及中期酒企收入端是否会持续降速的问题，我们认为仍需剖析来看目前酒企规模提升的内驱力，包括但不限于区域及细分价位的扩容红利、产品尚处导入周期下的招商铺货逻辑、细分赛道强有力的动销优势等，通过即将到来的中秋&国庆旺销动销反馈预计也能有所体现，我们预计各子赛道的龙头酒企收入环比再下修的概率有限。

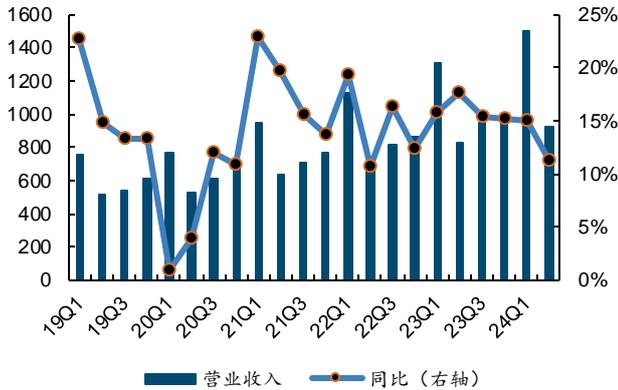
图表1：2024H1 白酒板块重点标的营业收入（亿元）及同比增速

分类	公司名称	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY
高端	贵州茅台	458	18%	362	17%	819	18%
	五粮液	348	12%	158	10%	506	11%
	泸州老窖	92	21%	77	11%	169	16%
	合计	898	16%	597	14%	1495	15%
次高端	山西汾酒	153	21%	74	17%	227	20%
	舍得酒业	21	4%	12	-23%	33	-7%
	水井坊	9	9%	8	17%	17	13%
	酒鬼酒	5	-49%	5	-13%	10	-36%
	合计	189	14%	99	8%	287	12%
区域酒及其他	洋河股份	163	8%	66	-3%	229	5%
	今世缘	47	23%	26	22%	73	22%
	古井贡酒	83	26%	55	17%	138	22%
	迎驾贡酒	23	21%	15	19%	38	20%
	口子窖	18	11%	14	6%	32	9%
	金种子酒	4	-3%	2	-26%	7	-13%
	老白干酒	11	13%	13	9%	25	11%
	金徽酒	11	20%	7	8%	18	15%
	伊力特	8	12%	5	4%	13	9%
	天佑德酒	5	33%	2	-12%	8	15%
	顺鑫农业	41	-1%	16	-23%	57	-8%
	合计	413	13%	223	4%	636	10%
白酒板块合计		1500	15%	918	11%	2418	13%

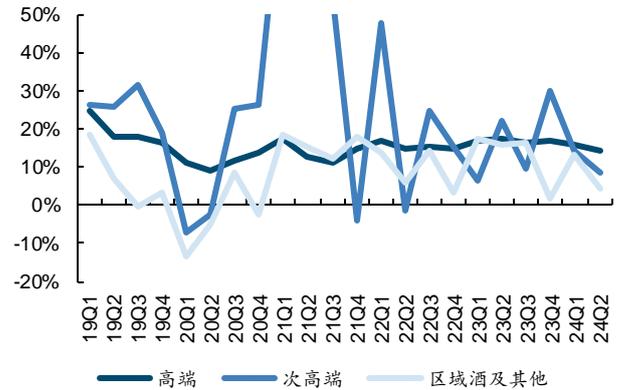
来源：Ifind，国金证券研究所



图表2: 2019年至今分季度白酒板块营业收入(亿元)及同比增速



图表3: 2019年至今分季度白酒板块各子板块营业收入同比增速



来源: Ifind, 国金证券研究所

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

从回款端看, 考虑动销氛围自春节后较快转淡, 特别是商务需求, 渠道普遍未有较强的回款情绪。从酒厂角度看, 淡季控货梳理价盘是常规操作, 普遍也不会施以较丰厚的渠道政策去催促渠道回款。两方面因素叠加, 2024Q2 回款表现普遍弱于收入端。

具体而言, 2024Q2 营业收入+△合同负债的狭义回款同比多数酒企录得下滑, 其中贵州茅台、五粮液、泸州老窖、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒、伊力特同比仍有所增长, 仅贵州茅台、五粮液同比增速高于二季度营业收入增速。

对于合同负债科目而言, 细项主要包括预收经销商货款以及尚未与经销商结算的折扣/费用, 我们认为可通过分析表观其他流动负债中待转销项税余额与合同负债的比例来判断表观合同负债的质量。考虑到季报中未披露合同负债、其他流动负债细项, 我们参考 2024 年上半年+2024H1 环比 2023 年末待结转销项税差额/13%指标的同比情况来判断上半年的回款表现。

从结果来看, 除舍得酒业、酒鬼酒、金种子酒以外其余酒企均有所增长, 贵州茅台、五粮液、迎驾贡酒增幅超 20%、回款表现较为优异。此外, 对于市场担忧的下半年酒企剩余回款完成度问题, 我们认为可从两个方面来剖析: 1) 全年合同返利兑付考量; 2) 渠道缩减品牌时的顺次考量。

对于前者, 酒企目前普遍采用控价模式以达成控盘分利的目的, 若无法达成全年合同的适当进度, 渠道或面临返利无法完全兑付造成的亏损; 对于后者, 若面临资金问题, 渠道或被迫放弃亏损较高、周转较慢、代理权稀缺度低的品牌。综合两方面考虑, 我们预计动销占优的全国性强势品牌以及区域性知名品牌今年回款完成度仍会较高, 压力点或在销售财年结束后、临近后一财年合同签订于今年年末时点, 建议持续关注各酒企返利兑付情况。

图表4: 2024H1 白酒板块重点标的预收款项规模(亿元)及同比增速

分类	公司名称	24Q2 末预收款 规模	YOY	环比△	24Q2 营收+环比 △预收款	YOY	是否快于营收 增速
高端	贵州茅台	100	36%	5	366	23%	是
	五粮液	82	123%	31	189	52%	是
	泸州老窖	23	21%	-2	75	5%	否
	合计	205	59%	34	631	27%	是
次高端	山西汾酒	57	0%	1	75	-5%	否
	舍得酒业	2	-65%	-1	11	-10%	是
	水井坊	11	-1%	-1	7	-7%	否
	酒鬼酒	3	-43%	0	5	-20%	否
	合计	72	-7%	0	99	-6%	否



分类	公司名称	24Q2 末预收款 规模	YOY	环比△	24Q2 营收+环比 △预收款	YOY	是否快于营收 增速
区域酒及其他	洋河股份	39	-26%	-19	47	-8%	否
	今世缘	6	-44%	-3	23	6%	否
	古井贡酒	22	-27%	-24	31	4%	否
	迎驾贡酒	5	-9%	-1	14	14%	否
	口子窖	3	-56%	-1	13	-16%	否
	金种子酒	1	-30%	0	2	-22%	是
	老白干酒	19	0%	-5	8	-6%	否
	金徽酒	5	9%	-1	5	-18%	否
	伊力特	1	11%	0	5	2%	否
	天佑德酒	1	23%	0	2	-13%	否
	顺鑫农业	6	-70%	-3	14	-38%	否
	合计	107	-30%	-57	165	-8%	否
	白酒板块合计	384	7%	-23	895	15%	是

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 预收款=合同负债+预收账款)

回款质量的另一个评判维度为现金回款情况, 对应现金流量表的销售收现情况及资产负债表的应收款项变化。从 2024Q2 销售收现表现来看, 板块整体期内实现销售收现 1086 亿元, 同比+22%, 明显高于同期营收端 11% 的增速, 主要系权重酒企贵州茅台、五粮液有较优的现金回款表现 (期内销售收现同比分别+23%/+93%), 除此外并未有酒企同时满足销售收现同比正增长且增速优于营收增速 (销售收现同比实现正增的还有古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒, 均为区域内知名品牌)。

从应收款项 (含应收票据及应收账款+应收款项融资) 角度来看, 2024H1 板块整体余额为 314 亿元, 同比-6% (子板块中高端酒/次高端酒/区域酒及其他同比分别为-15%/+62%/+41%)。实际上在春节档抢抓回款的行业内卷气氛下, 酒企多有放宽票据回款约束, 我们预计与商业汇票最长期限由 1 年调整至 6 个月相关, 即承兑汇票的兑付节奏差异。临近中秋国庆密集回款时期, 我们预计酒企仍会有放松票据回款等让利渠道、抢抓回款政策。

图表5: 2024H1 白酒板块重点标的销售收现规模 (亿元) 及同比增速

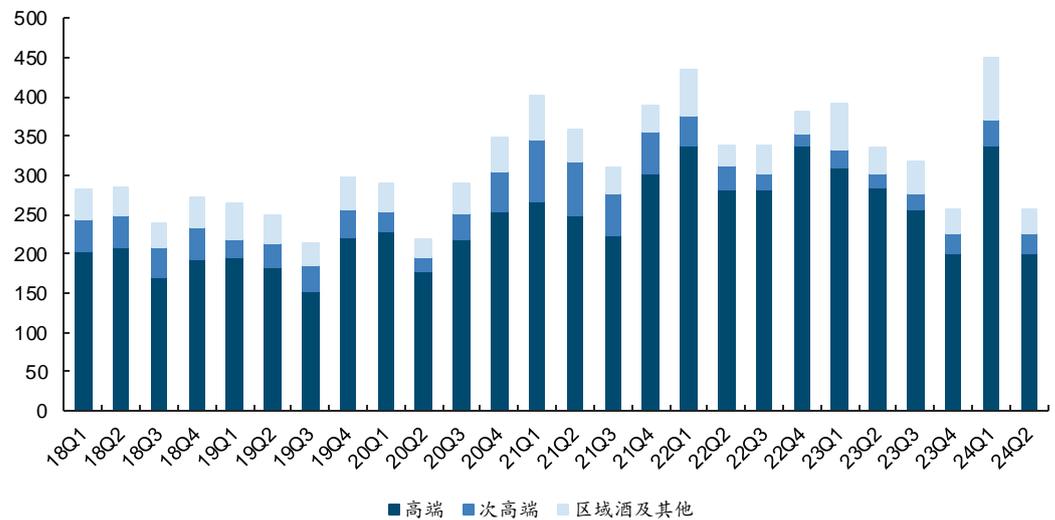
分类	公司名称	24Q2 销售收现	YOY	是否超过营收 增速	24H1 销售收现	YOY	是否超过营收 增速
高端	贵州茅台	408	23%	是	871	26%	是
	五粮液	279	93%	是	496	15%	是
	泸州老窖	95	0%	否	202	15%	否
	合计	782	37%	是	1569	21%	是
次高端	山西汾酒	74	-6%	否	216	22%	是
	舍得酒业	15	-14%	是	34	-14%	否
	水井坊	8	-6%	否	17	0%	否
	酒鬼酒	5	-13%	是	8	-38%	否
	合计	102	-8%	否	276	11%	否
区域酒及其他	洋河股份	49	-12%	否	178	12%	是
	今世缘	25	7%	否	62	8%	否
	古井贡酒	59	13%	否	142	10%	否
	迎驾贡酒	16	13%	否	39	16%	否
	口子窖	14	-4%	否	28	5%	否



分类	公司名称	24Q2 销售收现	YOY	是否超过营收 增速	24H1 销售收现	YOY	是否超过营收 增速
	金种子酒	2	-47%	否	7	-24%	否
	老白干酒	11	0%	否	31	10%	否
	金徽酒	6	-13%	否	19	13%	否
	伊力特	3	-26%	否	11	-4%	否
	天佑德酒	3	-13%	否	8	12%	否
	顺鑫农业	14	-31%	否	42	-3%	是
	合计	202	-4%	否	567	9%	否
白酒板块合计		1086	22%	是	2412	17%	是

来源：Ifind，国金证券研究所

图6：2018年至今白酒板块各子板块季度末应收款项余额（亿元）



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

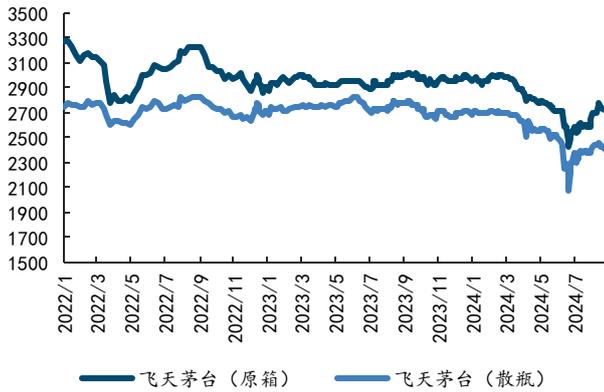
从酒企驱动营收增长的量价逻辑来看，整体板块 2024 年上半年仍以销量增长为主要的边际贡献，包括酒企主线产品步入放量周期，以及副线产品放量以对成熟的主线产品控量、均衡价盘与渠道压力。从半年报披露品系销量的部分酒企来看：

- 1) 五粮液：2024H1 五粮液/其他酒分别实现营收 392.1/79.1 亿元，同比+11%/+18%，其中量分别+12%/-24%，吨价分别-0.6%/+55%。
- 2) 泸州老窖：2024H1 中高档酒/普通酒分别实现营收 152.1/16.3 亿元，同比+17%/+7%，其中销量分别+26%/+1%，吨价分别-7%/+6%。
- 3) 古井贡酒：2024H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他分别实现营收 107.9/12.4/14.0 亿元，同比+23.1%/+11.5%/+26.6%，其中销量分别+16.6%/+11.5%/+3.6%，吨价分别+5.6%/持平/+22.2%。

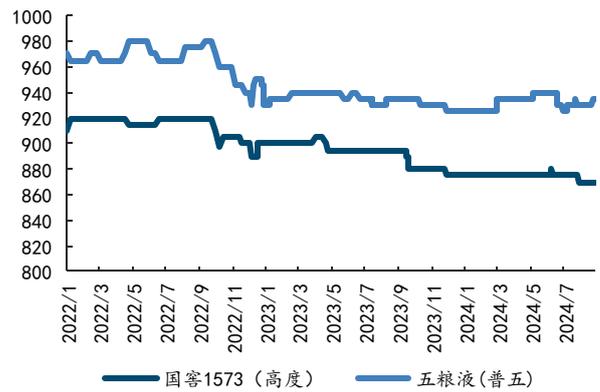
从酒企业经营决策的思路看，需要考虑渠道适度库存伴随的渠道推力与产品曝光度，考虑相对合适的产品价格管控来平衡消费者认知与渠道出货速度，以及调整销售目标与否对销售团队积极性的影响、销售团队薪酬考核的影响等，一味坚持价格定位影响市场份额也并非当下的良策，保持相对的控价“顺势而为”策略我们认为更有意义。鉴于此，我们预计上述提及的放量驱动的行业增长现象仍会延续，待行业需求景气度拐点向好时价增逻辑方会接替，目前行业主流大单品批价表现未呈现明显向上的特征。



图表7: 2022年至今飞天茅台批价走势(元/瓶)



图表8: 2022年至今普五/国窖1573批价走势(元/瓶)



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 8 月 30 日)

来源: 今日酒价, 百荣酒价, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 8 月 30 日)

从招商逻辑来看, 目前实现全国化的头部酒企已基本完成核心品的渠道铺设、新增经销商数量较少且集中于副线产品, 更多依赖优商、扶商让经销商做大做强来实现营收增长, 存量经销商的进出也较少。而对于泛次高端酒企以及部分区域酒企而言, 仍会有明显的经销商更迭、进出仍较为频繁。

对于白酒酒企是否仍有招商空间的问题, 上市酒企本身已经是白酒行业内的佼佼者, 在空白区域/非成熟区域降低招商门槛仍会有不少渠道愿意加入, 即使短期会面临亏损、动销不畅等问题, 这与存量已拿到名酒代理权的渠道相对谨慎的情绪并不冲突。

名酒的代理权是白酒行业宝贵的入场券, 在景气上行周期时酒企相对强势、招商门槛会较高, 而景气下行周期时与酒企共患难也有不错概率能在未来景气修复时共富贵, 参考上一轮景气周期便是如此。但是否具有招商空间, 与酒企通过招商达成规模增长, 最终落脚点仍在于能否在区域内实现稳中向好的动销。

图表9: 2024H1 白酒板块重点标的经销商情况

板块	简称	经销商数量(家)			单商收入(万元)		
		23年末	24H1	Δ	23H1	24H1	yoy
高端酒	贵州茅台	2186	2203	17	3179	3733	17%
	五粮液	3384	3480	96	1454	1476	1%
	泸州老窖	1814	1861	47	802	920	15%
次高端酒	山西汾酒	3940	4196	256	513	559	9%
	舍得酒业	2655	2809	154	155	120	-23%
	水井坊	55	50	-5	3023	3273	8%
	酒鬼酒	1774	1301	-473	92	65	-30%
区域酒&其他	洋河股份	8789	8833	44	262	260	-1%
	今世缘	1061	1050	-11	580	692	19%
	古井贡酒	4641	4782	141	259	293	13%
	迎驾贡酒	1385	1423	38	230	270	17%
	口子窖	951	997	46	330	325	-2%
	金种子酒	472	521	49	200	134	-33%
	老白干酒	11429	11423	-6	20	22	8%
	金徽酒	864	1025	161	197	186	-6%
	伊力特	69	74	5	1878	1860	-1%



板块	简称	经销商数量 (家)			单商收入 (万元)		
		23 年末	24H1	△	23H1	24H1	yoy
	天佑德酒	599	627	28	111	124	12%
	顺鑫农业	467	459	-8	1401	1228	-12%

来源：各公司公告，国金证券研究所

利润端：板块整体弹性收窄，内部分化愈加明显

2024Q2 白酒板块利润端呈现微弱的弹性、延续了一季度的特征，但分化愈加明显，部分酒企利润兑现也低于市场预期。二季度是全年相对而言动销占比最低的一个季度，也是不少酒企表现营业收入占比最低的季度，因此费用端或相关损益的变化在该时期对利润的影响会被放大。此外，当缺乏收入增长支撑时，相对固定的费用开支也会使得利润端出现超幅下滑。

具体而言，2024Q2 白酒板块实现归母净利润 338 亿元，同比+12.1%，高于同期营收端 11.2% 的增速。其中，高端酒、次高端酒、区域酒及其他分别实现归母净利 261、23、54 亿元，同比分别+13.2%、-7.0%、+16.6%，仅区域酒及其他增速高于同期营收端增速。

图表10：2024H1 白酒板块重点标的归母净利润 (亿元) 及同比增速

分类	公司名称	24Q1	YOY	24Q2	YOY	24H1	YOY
高端	贵州茅台	241	16%	176	16%	417	16%
	五粮液	140	12%	50	12%	191	12%
	泸州老窖	46	23%	35	2%	80	13%
	合计	427	15%	261	13%	688	14%
次高端	山西汾酒	63	30%	21	10%	84	24%
	舍得酒业	6	-3%	0	-88%	6	-36%
	水井坊	2	17%	1	30%	2	20%
	酒鬼酒	1	-76%	0	-61%	1	-71%
	合计	71	21%	23	-7%	94	13%
区域酒及其他	洋河股份	61	5%	19	-10%	79	1%
	今世缘	15	22%	9	17%	25	20%
	古井贡酒	21	32%	15	25%	36	29%
	迎驾贡酒	9	30%	5	28%	14	30%
	口子窖	6	10%	4	15%	9	12%
	金种子酒	0	NA	0	NA	0	NA
	老白干酒	1	33%	2	47%	3	40%
	金徽酒	2	22%	1	2%	3	16%
	伊力特	2	7%	0	39%	2	12%
	天佑德酒	1	40%	0	NA	1	-18%
	顺鑫农业	5	37%	0	NA	4	NA
	合计	122	15%	54	17%	176	16%
白酒板块合计		620	16%	338	12%	958	14%

来源：I find，国金证券研究所

2024Q2 白酒板块整体归母净利率为 36.4%，同比+0.3pct。其中，高端酒、次高端酒、区域酒及其他归母净利率分别为 43.1%、23.2%、24.1%，同比分别-0.4pct、-3.9pct、+2.5pct，从历史复盘来看，区域酒的股价韧性在行业景气承压时期和复苏前期会较强，这与相对表现兑现的稳定性也密不可分，对应强势基地市场对经营的强支撑性。

拆分归母净利率的影响因素：从毛销差角度来看，2024Q2 白酒板块整体毛销差为 69.1%，



同比+0.4pct。其中，高端酒、次高端酒、区域酒及其他毛销差分别为 77.7%、57.7%、51.1%，同比分别-0.3pct、-4.2pct、+2.1pct。各子板块酒企的主力产品覆盖价格带会有差异，同样面对例如 100~300 元价位扩容红利时，产品架构升级 or 弱化的方向也不一样，因此对部分区域酒而言，即使当下行业景气度承压仍能表现观兑现产品结构优化，且无需投入过高营销费用。

对于市场担忧的中长期酒企是否会出现以费用换收入的问题，我们认为酒企仍会保持相对均衡，即产品价格定位的动态调控，以平衡品牌定位与动销走量速率。目前酒企普遍采用费用直投 C 端的营销模式，尽量在维持消费端成交价相对稳定的同时通过红包等形式提高产品性价比认知。若酒企一味加大费投，价盘走弱容易影响渠道架构稳定性、得不偿失，在经历过上轮下行周期后酒企的经营思路也已更理性。

图表11：2024H1 白酒板块重点标的毛利率及销售费用率

分类	公司名称	毛利率				销售费用率			
		24Q2	YOY (pct)	24H1	YOY (pct)	24Q2	YOY (pct)	24H1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	90.7%	-0.1	91.8%	0	4.1%	+0.7	3.2%	+0.6
	五粮液	75.0%	+1.7	77.4%	+0.6	17.3%	+2	10.6%	+1.1
	泸州老窖	88.8%	+0.2	88.6%	+0.2	11.8%	+0.7	9.6%	-0.4
	均值	86.3%	+0.6	86.5%	+0.4	8.6%	+0.9	6.4%	+0.6
次高端	山西汾酒	75.1%	-2.7	76.7%	+0.4	11.5%	+0.5	8.8%	-0.2
	舍得酒业	60.9%	-11	69.4%	-6.2	27.0%	+11.8	20.1%	+2.6
	水井坊	81.5%	0	81.0%	-1.5	32.2%	-8.9	33.8%	-2.2
	酒鬼酒	75.6%	-2.2	73.3%	-6.8	35.5%	+5.7	34.7%	+7.3
	均值	74.0%	-3.1	76.0%	-0.8	16.2%	+1.1	12.5%	-0.4
区域酒及其他	洋河股份	73.7%	-1.4	75.4%	-0.8	18.5%	+1.8	11.4%	+1.1
	今世缘	73.0%	+0.2	73.8%	-0.7	12.2%	-0.9	13.5%	-1.5
	古井贡酒	80.5%	+2.7	80.4%	+1.5	24.6%	+0.3	26.2%	-0.8
	迎驾贡酒	71.1%	+0.6	73.6%	+2.6	10.0%	-2	8.0%	-0.6
	口子窖	75.0%	+4.5	75.8%	+2	18.8%	+3.9	15.0%	+1.4
	金种子酒	41.7%	+7.9	43.5%	+13.4	22.6%	+15.9	19.2%	+5.8
	老白干酒	68.5%	-0.1	65.8%	-1.3	30.1%	-4.7	26.8%	-4
	金徽酒	64.7%	+2.6	65.1%	+1.4	21.0%	-0.5	19.2%	-0.2
	伊力特	48.2%	+6.1	50.5%	+2.7	17.9%	+5	10.9%	+1.8
	天佑德酒	51.4%	-10.6	59.4%	-3.5	35.5%	+7.3	20.9%	+1.1
	顺鑫农业	34.0%	+12.6	36.3%	+4.1	14.6%	+3.1	8.0%	-1.4
	均值	70.6%	+3.3	71.0%	+1.7	19.5%	+1.2	15.5%	+0.3
	白酒板块合计	81.1%	+1.2	81.2%	+0.7	12.0%	+0.8	9.5%	+0.3

来源：Ifind，国金证券研究所

图表12：2024H1 白酒板块重点标的归母净利率及毛销差

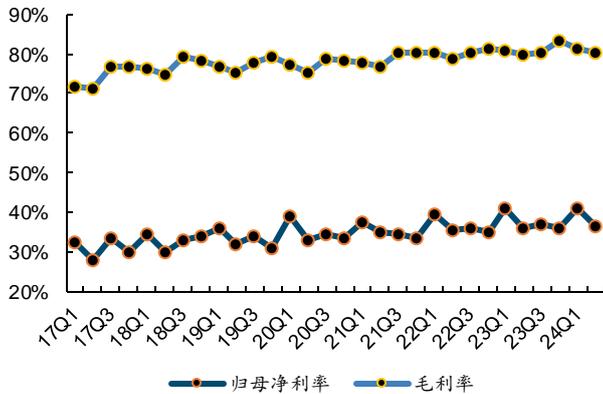
分类	公司名称	归母净利率				毛销差			
		24Q2	YOY (pct)	24H1	YOY (pct)	24Q2	YOY (pct)	24H1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	47.7%	-0.4	50.0%	-0.7	86.6%	-0.9	88.6%	-0.7
	五粮液	31.7%	+0.4	37.6%	+0.2	57.7%	-0.2	66.8%	-0.5
	泸州老窖	44.8%	-3.6	47.5%	-1.1	77.0%	-0.6	78.9%	+0.6
	均值	43.1%	-0.4	45.5%	-0.3	77.7%	-0.3	80.1%	-0.2
次高端	山西汾酒	29.0%	-1.8	37.0%	+1.4	63.6%	-3.2	67.9%	+0.6



分类	公司名称	归母净利润率				毛销差			
		24Q2	YOY (pct)	24H1	YOY (pct)	24Q2	YOY (pct)	24H1	YOY (pct)
区域酒及其他	舍得酒业	3.5%	-19.7	18.1%	-8	33.9%	-22.8	49.3%	-8.8
	水井坊	7.1%	+0.7	14.1%	+0.8	49.3%	+8.9	47.2%	+0.7
	酒鬼酒	9.5%	-11.6	12.2%	-15.2	40.1%	-8	38.7%	-14.1
	均值	23.2%	-3.9	32.6%	+0.1	57.7%	-4.2	63.5%	-0.4
	洋河股份	28.6%	-2.1	34.7%	-1.2	55.1%	-3.2	63.9%	-1.9
	今世缘	35.3%	-1.4	33.7%	-0.6	60.8%	+1.1	60.3%	+0.8
	古井贡酒	27.3%	+1.7	25.9%	+1.3	55.9%	+2.4	54.2%	+2.3
	迎驾贡酒	31.9%	+2.2	36.4%	+2.6	61.2%	+2.6	65.6%	+3.2
	口子窖	25.7%	+2.1	30.0%	+0.9	56.2%	+0.6	60.8%	+0.6
	金种子酒	-2.6%	-3.6	1.7%	+6.6	19.1%	-8	24.3%	+7.6
	老白干酒	12.6%	+3.2	12.3%	+2.6	38.3%	+4.6	39.0%	+2.7
	金徽酒	10.9%	-0.6	16.8%	+0.1	43.6%	+3.1	46.0%	+1.6
	伊力特	7.8%	+2	14.9%	+0.4	30.3%	+1.1	39.7%	+1
	天佑德酒	-12.3%	-19.7	10.5%	-4.1	15.9%	-17.9	38.6%	-4.6
	顺鑫农业	-1.7%	+17.5	7.4%	+8.7	19.5%	+9.5	28.2%	+5.5
	均值	24.1%	+2.5	27.7%	+1.4	51.1%	+2.1	55.5%	+1.3
	白酒板块合计	36.4%	+0.3	39.4%	+0.4	69.1%	+0.4	71.6%	+0.4

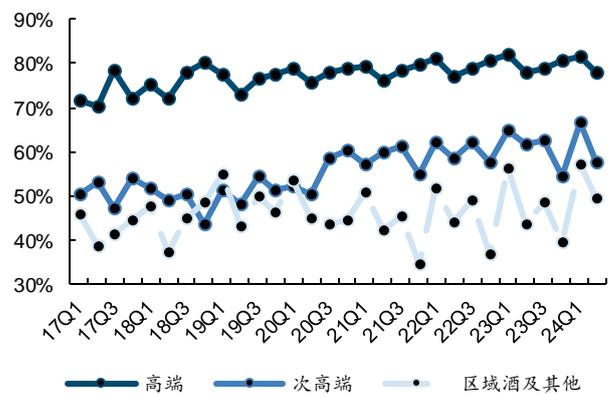
来源: Ifind, 国金证券研究所

图表13: 2017年至今白酒板块归母净利润率及毛利率



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表14: 2017年至今白酒板块分子板块毛销差



来源: Ifind, 国金证券研究所

2024Q2 白酒板块整体管理费用率为 5.2%，同比-0.5pct，管理费用率仍伴随整体板块营收规模提升持续优化。

2024Q2 白酒板块整体营业税金及附加占比为 15.6%，同比+0.4pct，考虑到营业税金及附加占比主要细项为消费税，对于上市酒企而言从量消费税负普遍并不高&从价税负稳定，扰动预计系生产端与销售端的错位所致，叠加部分酒企提价后或有税基再核定因素影响，我们预计拉长看仍会趋稳。

从分红维度看，目前尚未有酒企宣告派发中期股利。其中，贵州茅台披露 2024-2026 年度现金分红回报规划，规划现金分红比例不低于 75%；洋河股份披露 2024-2026 年现金分红回报规划，规划现金分红比例不低于 70%且不低于 70 亿元。中长期维度看，我们认为酒企仍有望逐步再提升现金分红水平。



图表15: 2024H1 白酒板块重点标的的管理费用率、营业税金及附加占比

分类	公司名称	管理费用率				营业税金及附加占比			
		24Q2	YOY (pct)	24H1	YOY (pct)	24Q2	YOY (pct)	24H1	YOY (pct)
高端	贵州茅台	4.9%	-1	4.7%	-0.8	17.4%	+0.7	16.5%	+1.2
	五粮液	4.3%	-0.3	3.4%	-0.4	14.6%	+0.4	14.2%	-0.1
	泸州老窖	3.6%	-0.6	3.0%	-0.7	11.7%	+2.2	12.1%	+1.2
	均值	4.6%	-0.7	4.1%	-0.7	15.9%	+0.9	15.2%	+0.8
次高端	山西汾酒	4.3%	-0.6	2.7%	-0.3	19.7%	-0.4	15.4%	-0.9
	舍得酒业	12.1%	+2.8	9.4%	+0.8	16.0%	+0.2	14.9%	+0.2
	水井坊	20.0%	+3	14.3%	+1.1	15.5%	+0.4	14.5%	-0.9
	酒鬼酒	7.8%	+1	7.9%	+3.1	19.9%	+2.7	19.5%	+3.3
	均值	6.6%	0	4.4%	-0.1	18.9%	+0.1	15.4%	-0.6
区域酒及其他	洋河股份	7.2%	+0.7	4.1%	-0.5	12.3%	-2.6	14.9%	-0.5
	今世缘	3.9%	+0.1	2.8%	+0.1	10.0%	+0.2	13.5%	+0.5
	古井贡酒	5.0%	+0.2	4.9%	-0.3	15.4%	+1.5	15.2%	+1
	迎驾贡酒	3.4%	-0.6	2.8%	-0.4	15.6%	-0.6	14.7%	-0.4
	口子窖	7.2%	+0.3	6.2%	+0.2	15.5%	-2.5	14.7%	-1.4
	金种子酒	7.7%	-4.5	7.3%	-1.3	15.7%	+2.8	15.9%	+3.3
	老白干酒	6.9%	-1.1	7.6%	-1.9	15.8%	-0.3	16.3%	+0.6
	金徽酒	12.5%	+1.1	9.7%	+0.7	15.1%	-0.5	14.6%	-0.2
	伊力特	3.5%	-0.7	3.0%	-0.5	15.1%	+0.9	15.0%	+1.3
	天佑德酒	20.2%	+5.3	11.3%	+0.7	13.0%	-1.4	14.5%	-0.7
	顺鑫农业	8.4%	+1.1	6.3%	0	9.9%	-1.9	9.8%	-0.7
	均值	6.3%	+0.1	4.7%	-0.4	13.4%	-0.7	14.4%	+0
	白酒板块平均值	5.2%	-0.5	4.3%	-0.5	15.6%	+0.4	15.0%	+0.4

来源: Ifind, 国金证券研究所

机构持仓: 基金重仓持股环比下降明显, 北上持股亦有减持

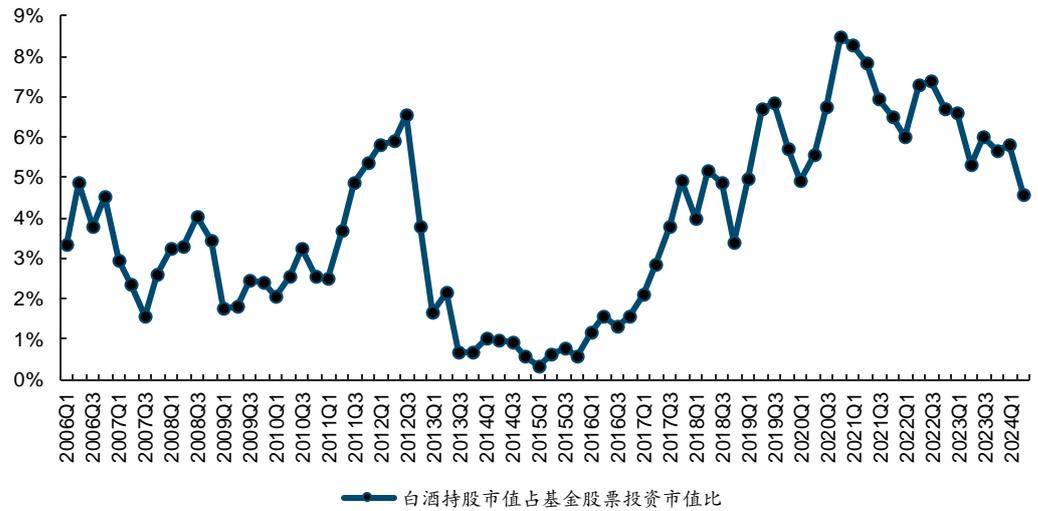
从白酒板块基金重仓持股表现来看, 2024Q2 整体持仓占比环比明显下降, 白酒标的持股市值占基金股票投资市值比为 4.59%, 环比-1.24pct, 持仓占比已回落至 2018 年相似水平。

从细分标的来看, 仅口子窖、老白干酒、天佑德酒重仓持股环比提升。剔除指数类基金后仅老白干酒重仓持股环比提升, 板块内权重标的均有明显减仓, 例如贵州茅台(环比-22%)、五粮液(环比-18%)、泸州老窖(环比-21%)、山西汾酒(环比-15%)。

从基金重仓持股的绝对值来看, 剔除指数类基金后占比仍较高的为古井贡酒(占比 14.05%)、泸州老窖(占比 9.94%)、山西汾酒(占比 6.39%)、今世缘(占比 5.40%), 规模较小的区域型及次高端酒企重仓持股占比已较低。



图表16: 2006 年至今分季度白酒行业基金重仓持股市值占比情况



来源: Ifind, 国金证券研究所

图表17: 白酒标的 2024Q2 基金重仓持股情况及环比变化

名称	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	季报持仓变动幅度	持股占流通股比 (%)	持股占流通股比(剔除指数)	△持股占流通股比(剔除指数)	Q2 收益率	持股总市值(亿元)
贵州茅台	8,076	-604	-7%	6.43	2.51	-0.69	-12%	1,185
五粮液	36,883	-3,652	-9%	9.50	4.81	-1.04	-17%	472
泸州老窖	21,566	-3,572	-14%	14.70	9.94	-2.58	-22%	309
山西汾酒	12,849	-1,593	-11%	10.53	6.39	-1.10	-14%	271
古井贡酒	7,517	-337	-4%	18.40	14.05	-1.02	-17%	159
洋河股份	11,472	-53	0%	7.63	3.27	-0.37	-13%	93
今世缘	13,658	-2,008	-13%	10.89	5.40	-2.06	-20%	63
迎驾贡酒	5,408	-882	-14%	6.76	4.36	-0.82	-10%	31
口子窖	3,777	900	31%	6.32	0.35	-0.04	-3%	15
舍得酒业	2,076	-845	-29%	6.25	1.31	-1.47	-24%	12
老白干酒	5,118	2,909	132%	5.66	5.64	3.19	1%	9
伊力特	1,206	-128	-10%	2.56	2.56	-0.27	-16%	2
顺鑫农业	411	-71	-15%	0.55	0.55	-0.10	-6%	1
金种子酒	251	-490	-66%	0.38	0.38	-0.74	-26%	0
天佑德酒	172	170	NA	0.36	0.00	-0.00	-5%	0
金徽酒	49	-37	-43%	0.10	0.10	-0.07	-7%	0
酒鬼酒	15	-159	-91%	0.05	0.05	-0.49	-23%	0
珍酒李渡	62	-1,289	-95%	0.02	0.02	-0.38	-24%	0
水井坊	3	-48	-94%	0.01	0.01	-0.10	-21%	0

来源: Ifind, 国金证券研究所

从沪深港通持股占比来看,2023 起占比持续回落,头部酒企在 2024Q1 占比环比有所提升,而在 2024Q2 占比普遍又有所下降。相较于基金重仓持股占比,沪深港通持股占比的回落斜率较缓和,核心持仓仍主要为品牌力占优的贵州茅台和五粮液。



图表18: 2022年至今季度末白酒板块重点标的沪深港通持股占比

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

来源: Ifind, 国金证券研究所

投资建议: 低预期、低现实, EPS压力期后关注旺季动销反馈

自春节后白酒行业动销迅速转淡后,市场对白酒标的EPS的兑现及持续性预期已有明显下修,伴随估值已下杀到2015年至今周期内的低点(PE-TTM分位为3%),成交量持续低迷。从当下市场一致预期来看,环比二季度末对2024及2025年的收入与利润预期均有所下调,其中下调幅度较高的仍为次高端除汾酒外的拓张型酒企,以及部分区域需求禀赋较弱的区域酒企。

图表19: 白酒板块核心标的2024年营收&归母净利润一致预期

分类	公司名称	24E 营业收入一致预期 (亿元)					24E 归母净利润一致预期 (亿元)				
		23年末	24Q1末	24Q2末	当前	VS 24Q2末	23年末	24Q1末	24Q2末	当前	VS 24Q2末
高端	贵州茅台	1745	1750	1750	1745	-0.3%	881	880	877	870	-0.8%
	五粮液	933	929	926	924	-0.2%	343	342	339	339	-0.2%
	泸州老窖	375	375	364	363	0.0%	163	163	162	162	-0.1%
次高端	山西汾酒	387	386	387	385	-0.5%	131	131	132	129	-1.6%
	酒鬼酒	37	34	29	27	-8.8%	9	8	6	5	-19.4%
	舍得酒业	84	82	80	70	-12.9%	22	21	20	15	-25.9%
区域酒及其他	水井坊	57	57	55	54	-2.2%	15	15	14	14	-2.8%
	洋河股份	397	396	359	354	-1.3%	125	124	108	106	-1.8%
	古井贡酒	249	249	246	246	0.0%	57	57	59	59	0.0%
	今世缘	124	124	124	124	-0.3%	39	39	38	38	-0.9%
	口子窖	70	70	68	67	-1.3%	21	21	20	20	-1.3%
	迎驾贡酒	82	82	82	81	-0.4%	28	28	29	29	0.2%
	金徽酒	31	31	31	30	-0.9%	5	4	4	4	-2.0%



伊力特	28	28	28	26	-6.1%	4	4	4	4	-7.1%
顺鑫农业	128	121	111	107	-3.8%	8	6	5	5	-3.7%
老白干酒	62	61	60	59	-0.4%	8	8	9	9	0.9%
金种子酒	23	23	17	15	-13.6%	2	2	1	1	-27.6%

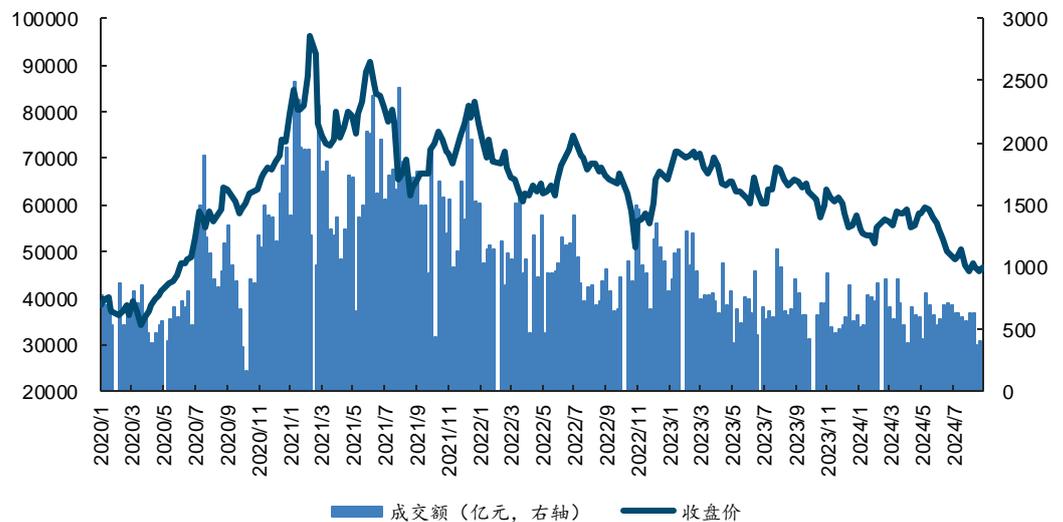
来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 8 月 31 日, 泸州老窖、古井贡酒于 8 月 30 日披露中报, 一致预期尚未完全更新)

图表20: 白酒板块核心标的 2025 年营收&归母净利一致预期

分类	公司名称	25E 营业收入一致预期 (亿元)					25E 归母净利一致预期 (亿元)				
		23 年末	24Q1 末	24Q2 末	当前	VS 24Q2 末	23 年末	24Q1 末	24Q2 末	当前	VS 24Q2 末
高端	贵州茅台	2013	2019	2016	1985	-1.6%	1025	1024	1018	995	-2.2%
	五粮液	1049	1042	1028	1024	-0.3%	390	388	380	379	-0.3%
	泸州老窖	448	446	431	431	-0.1%	197	197	195	194	-0.1%
次高端	山西汾酒	464	461	464	455	-1.9%	160	160	161	155	-3.6%
	酒鬼酒	46	42	33	29	-10.1%	12	11	7	5	-20.1%
	舍得酒业	102	96	92	76	-17.5%	28	25	23	16	-29.1%
区域酒及其他	水井坊	66	65	63	60	-4.0%	18	18	17	16	-4.6%
	洋河股份	454	452	392	382	-2.7%	145	144	119	115	-3.2%
	古井贡酒	297	297	295	295	0.0%	71	72	74	74	0.0%
	今世缘	151	152	150	150	-0.6%	48	48	47	46	-1.5%
	口子窖	80	80	76	75	-1.9%	25	24	22	22	-1.9%
	迎驾贡酒	98	98	99	97	-1.1%	35	35	36	36	-0.5%
	金徽酒	37	37	37	36	-1.6%	6	6	5	5	-3.8%
	伊力特	34	35	34	31	-9.8%	6	6	5	5	-11.9%
	顺鑫农业	141	137	121	117	-4.0%	11	10	7	7	-4.6%
	老白干酒	72	71	68	67	-0.6%	11	11	11	11	0.5%
金种子酒	33	32	22	17	-20.5%	4	4	2	1	-31.1%	

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 8 月 31 日, 泸州老窖、古井贡酒于 8 月 30 日披露中报, 一致预期尚未完全更新)

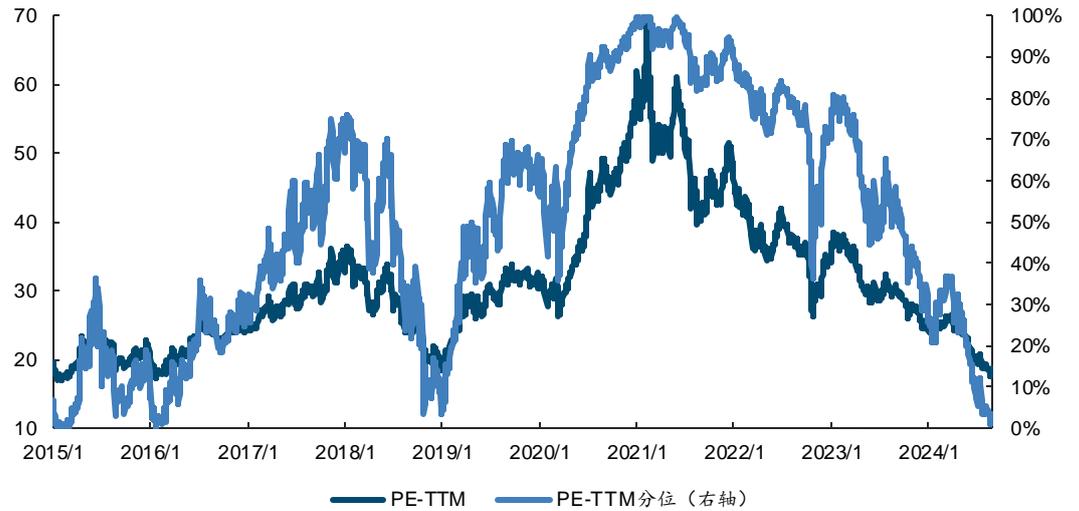
图表21: 2020 年至今 SW 白酒收盘价及成交额



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 8 月 30 日)



图表22: 2015 年至今 SW 白酒 PE-TTM 与估值分位



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 8 月 30 日)

业绩期后恰逢中秋&国庆旺销期, 近期密集开启渠道回款及终端备货, 建议持续关注实际动销反馈。我们预计大面上双节动销平稳, 整体走量表现会优于价盘表现, 分化中强势区域动销会有一定增长, 弱势区域的大众价位、主流单品走量仍会不错。此轮周期不同于上一轮, 差异在于需求弱化的绵延性、斜率并不会骤然提升, 且不乏具备动销 alpha 的区域及价位, 结构性亮点仍会存在。

灵活性、制度的完备性是酒企跨周期的基础, 目前对上市酒企的定价中已有考虑降速成分, 中报期 EPS 密集下修后边际风险出清。从估值层面看, 不乏龙头酒企 24E PE 在 10-15X 区间, 从股息率看也具备配置性价比。结合估值水平及经营发展逻辑的市场认可度, 推荐高端酒、山西汾酒及区域内强势标的, 关注顺周期反转逻辑下次高端的赔率优势。

图表23: 白酒板块重点标的的盈利预测

板块	公司名称	归母净利润			YOY			PE		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
高端酒	贵州茅台	872	995	1120	17%	14%	12%	21	18	16
	五粮液	336	372	411	11%	11%	10%	14	13	12
	泸州老窖	151	172	192	14%	14%	12%	12	10	9
次高端	山西汾酒	127	149	174	21%	18%	17%	17	14	12
	舍得酒业	15	16	18	-15%	9%	11%	10	9	8
	水井坊	14	16	18	13%	11%	11%	11	10	9
	酒鬼酒	4	5	5	-31%	22%	17%	32	26	22
地产酒	洋河股份	105	112	119	4%	7%	6%	12	11	10
	今世缘	38	46	55	21%	22%	19%	13	11	9
	古井贡酒	58	72	87	27%	23%	21%	16	13	10
	迎驾贡酒	29	35	43	26%	23%	21%	14	11	9
	金徽酒	4	5	6	22%	26%	20%	22	17	15
	伊力特	4	4	5	13%	13%	11%	19	16	15

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 8 月 30 日, 上述均为国金证券预测值)



风险提示

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



行业投资评级的说明：

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



特别声明：

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

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

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

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

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

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究