

现金流专题—白酒篇

浅析白酒上市企业的分红潜能

分析师：符蓉

分析师：高鸿



SAC 执证号: S0260523120002



SAC 执证号: S0260522010001



021-38003552



021-38003690



furong@gf.com.cn



gfgaohong@gf.com.cn

请注意，符蓉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **行业：现金流创新高，盈利为核心驱动力。**（1）行业商业模式优异，现金流创造能力强，2023年白酒行业 EBITDA 转换为自由现金流比例达 63%。（2）稳定盈利贡献 FCFF 基本盘，趋势走向主要依赖营运资本变动。白酒行业长期以来盈利能力稳定，行业整体除在 2013-2014 年受消费政策影响 EBITDA 同比出现下滑外，其余时间均为正增长。同时白酒作为强品牌力的代表品种，企业对上游原材料和下游经销商的议价能力强，但终端动销表现及库存累积情况都会导致该议价能力产生波动，进而使得营运资本大幅变动从而影响现金流表现。（3）行业挤压式发展降低杠杆，现金分红规模逐步提升。行业自 2016 年产量下行以来逐步去杠杆，资产负债率从 2016 年的 31.6% 下降至 2023 年的 25.1%。同期在行业利润快速增长推动下，自由现金流同步快速改善，带动分红规模快速扩张。2023 年白酒行业现金分红总额达 793.61 亿元，较 2015 年增长 391%。
- **个股层面：高端酒现金流较佳，分红比例显著提升。**从高端酒、次高端酒、地产酒三个维度来看，EBITDA 的稳定增长贡献了现金流的主要增量，带动酒企现金流整体表现良好。现金流改善背景下，近几年白酒企业加大现金分红比例，普遍提升分红率至 50% 以上。长视角下，白酒企业分红率稳定性存在差异。其中高端酒分红率高且稳定，次高端酒分红率波动性大，地产酒分红率相对稳定且有一定的提升趋势。
- **展望未来：分红率提升大势所趋。**（1）过去盈利的快速增长成为推动现金流改善的主要力量，当下需求低景气，白酒行业增速换挡。（2）谷物、包装原材料价格下行，销售费用优化有望对抗周期下行。（3）营运资本变动、资本开支短期仍有制约。其中动销弱势，经销商信心低迷影响企业对上下游资金的占用，同时此前规划产能尚未落地也将导致存货存在增长压力以及后续的资本支出压力。（4）整体来看行业现金流短期大幅改善存压，整体或以维持现阶段平稳为主，行业需加大分红以维持 ROE 稳定。从分红提升空间看，结合行业自由现金流创造能力以及现有分红比例，预计行业整体分红率仍有 15% 左右的增长空间。
- **投资建议：**尽管当前市场因 ROE 分子端 EPS 预期较弱，仍以关注分母端（高股息）为主，但未来在我国需求回暖后（EPS 预期修正），区别于过去仅关注 ROE 分母端的高股息，市场风格有望回归至关注持续的高 ROE。白酒行业 ROE 长期领先市场，且未来分红率有望持续提升，以在 EPS 低迷背景下维持 ROE 稳定性。长期来看伴随需求回暖，盈利端再度发力有望进一步推升 ROE，行业长期价值凸显。推荐兼具成长性及分红提升潜力的：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒，古井贡酒，洋河股份。
- **风险提示。**（1）宏观经济不及预期；（2）分红提升不及预期；（3）食品安全问题。

相关研究：

现金流专题——框架篇:食品饮料新周期，回归 PB-ROE 框架

2024-07-25

食品饮料行业:2024Q2 基金持仓分析：淡季需求承压，仓位明显减配

2024-07-21

现金流专题—乳制品篇:龙头现金流稳健，股东回报有望提升

2024-07-17

每日 免费 获取 报告



- ✓ 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- ✓ 行研报告均为公开版, 权利归原作者所有, 起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码 关注公众号 回复：“**研究报告**” 加入“起点财经”微信群

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
贵州茅台	600519.SH	CNY	1385.45	2024/04/28	买入	2090.78	69.69	80.60	19.88	17.19	14.13	12.25	35.20	31.90
五粮液	000858.SZ	CNY	123.70	2024/04/28	买入	172.10	8.61	9.56	14.37	12.94	10.79	9.66	21.70	20.80
泸州老窖	000568.SZ	CNY	123.35	2024/04/28	买入	216.71	10.84	12.69	11.38	9.72	8.45	7.20	30.80	29.20
山西汾酒	600809.SH	CNY	177.00	2024/05/09	买入	302.34	10.80	13.27	16.39	13.34	11.73	9.65	39.00	40.20
古井贡酒	000596.SZ	CNY	178.30	2024/06/02	买入	306.41	11.35	14.05	15.71	12.69	11.34	9.15	23.00	23.10
洋河股份	002304.SZ	CNY	80.25	2023/10/30	买入	159.96	7.89	8.95	10.17	8.97	7.68	6.78	17.02	16.18

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、行业：现金流创新高，盈利为核心驱动力.....	6
（一）利润转换现金流能力强，现金流规模行业领先.....	6
（二）稳定盈利贡献 FCFF 基本盘，趋势走向主要依赖营运资本变动.....	6
（三）行业挤压式发展降低杠杆，现金分红规模逐步提升.....	8
二、个股：高端酒现金流较佳，分红比例显著提升.....	10
（一）白酒企业现金流表现普遍良好，高端白酒最为突出.....	10
（二）现金流改善背景下，企业提高现金分红比例.....	12
三、展望未来：分红率提升大势所趋.....	14
（一）需求低景气，收入增速换挡.....	14
（二）成本改善、销售费用优化有望对抗周期下行.....	15
（三）营运资本变动、资本开支短期仍有制约.....	16
（四）结论：现金流表现分化，龙头分红率提升空间较大.....	19
四、投资建议.....	21
五、风险提示.....	21

图表索引

图 1: 白酒行业自由现金流 (亿元)	7
图 2: 白酒行业自由现金流分项拆分 (亿元)	7
图 3: 行业自由现金流与 EBITDA 变动 (亿元)	7
图 4: 行业营运资本变动与自由现金流变动 (亿元)	7
图 5: 行业自由现金流与资本支出变动 (亿元)	8
图 6: 行业自由现金流与税项变动 (亿元)	8
图 7: 2016 年以来白酒行业产量持续下滑	8
图 8: 2019-2023 年白酒行业营收年均增速达 15%	8
图 9: 白酒行业负债率中枢下降	9
图 10: 行业资本开支高峰已过	9
图 11: 白酒行业归母净利润 (亿元)	9
图 12: 白酒行业现金分红比例 (%)	9
图 13: 近年来茅五泸自由现金流逐步提升 (亿元)	10
图 14: 山西汾酒自由现金流 (亿元)	11
图 15: 水井坊&舍得&酒鬼酒自由现金流 (亿元)	11
图 16: 洋河股份&古井贡酒自由现金流 (亿元)	12
图 17: 其他主要地产酒自由现金流 (亿元)	12
图 18: 各家白酒公司 2023 年现金分红比例 (%)	13
图 19: 茅五泸现金分红比例 (%)	13
图 20: 次高端酒现金分红比例 (%)	13
图 21: 地产酒现金分红比例 (%)	13
图 22: 主流酒企 19-23 年收入复合增速 (%)	14
图 23: 主流酒企 19-23 年归母净利润复合增速 (%)	14
图 24: 谷物原材料价格 (元/吨)	15
图 25: 包装原材料价格 (元/吨)	15
图 26: 白酒行业自由现金流高于分红	19
图 27: 横向对比, 白酒分红率仍有提升空间	19
图 28: 白酒行业 ROE 领先市场	21
表 1: 2023 年食品饮料各子板块自由现金流及分项情况 (亿元)	6
表 2: 茅五泸自由现金流占归母净利润比例 (%)	10
表 3: 次高端酒企自由现金流占归母净利润比例 (%)	11
表 4: 地产酒企自由现金流占归母净利润比例 (%)	12
表 5: 主流酒企过去五年及未来三年收入及利润年均增速 (%)	15
表 6: 主流上市白酒公司部分财务指标情况 (%)	16
表 7: 主流上市白酒公司营运资本变动拆分 (亿元)	17

表 8: 主流上市白酒公司在建工程情况 (亿元)	18
表 9: 部分酒企资本开支规划	18
表 10: 主流上市白酒企业潜在分红比例研判	20

除特殊标注外，报告数据均来自于Wind。

一、行业：现金流创新高，盈利为核心驱动力

（一）利润转换现金流能力强，现金流规模行业领先

白酒现金流创造能力强。EBITDA结构反映商业模式优劣势，以及自由现金流创造能力。拆分申万食品饮料二级行业的EBITDA结构，可以发现软饮料、零食、乳品、白酒、啤酒的现金流表现较好，表示其利润转换为现金流的能力领先。其中白酒行业位列食品饮料细分行业第四名，自由现金流占比EBITDA比例为63%。从自由现金流绝对值来看，2023年白酒以1434.3亿元大幅领先食品饮料其他子板块，主要受益于盈利端的大幅贡献，营运资本变动、资本支出及税项为负贡献。

表1：2023年食品饮料各子板块自由现金流及分项情况（亿元）

行业分类	FCFF	EBITDA	营运资本变动	CAPEX	税项
白酒Ⅲ	1434.3	2201.8	-52.3	-177.3	-537.9
乳品	144.7	230.9	51.9	-120.9	-17.3
软饮料	127.7	74.4	88.0	-18.8	-16.0
啤酒	77.2	121.7	12.6	-36.8	-20.3
调味发酵品Ⅲ	38.9	132.1	-19.7	-58.0	-15.5
零食	37.1	45.5	12.3	-15.3	-5.4
其他酒类	21.6	40.2	7.2	-18.0	-7.8
烘焙食品	9.5	35.7	-1.0	-20.4	-4.8
保健品	7.2	36.0	-2.4	-21.0	-5.4
预加工食品	1.8	48.3	-0.6	-37.4	-8.5
熟食	-6.3	18.0	-10.2	-10.4	-3.7

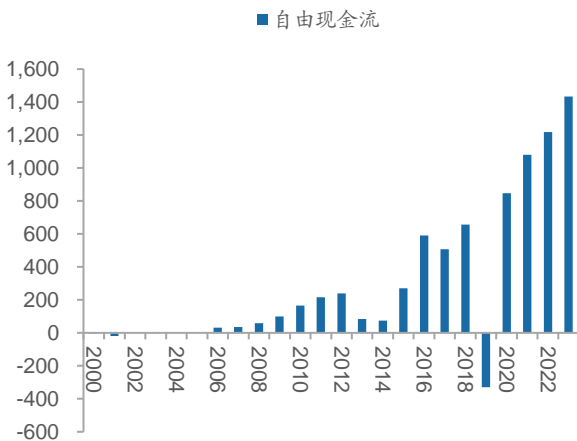
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：表内负值代表对自由现金流产生负贡献

（二）稳定盈利贡献FCFF基本盘，趋势走向主要依赖营运资本变动

从绝对贡献上看，EBITDA决定FCFF基本盘，其他项目对现金流影响较小。白酒行业长期以来盈利能力稳定，行业整体除在2013-2014年受消费政策影响EBITDA同比出现下滑外，其余时间均同比增长，且盈利中枢在近年来持续稳定上移。2023年白酒行业EBITDA为2201.8亿元，同比增长18.6%，创历史新高。从行业整体来看，白酒产能扩产的资本投入相对较低，导致CAPEX对自由现金流影响很小，2023年CAPEX占EBITDA比例仅8.1%，较食品饮料整体的19.2%偏低。

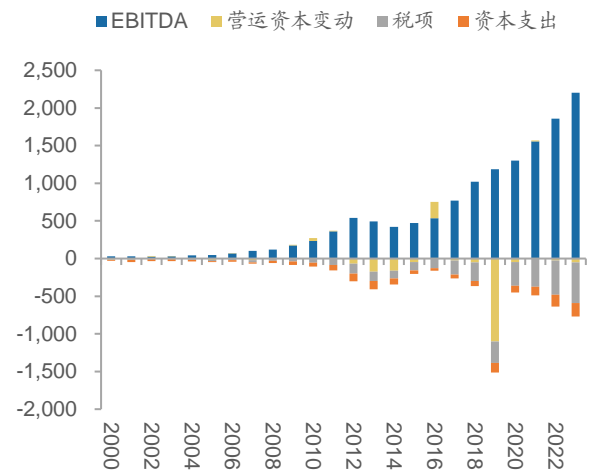
图1: 白酒行业自由现金流 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 行业 2019 年自由现金流下滑主要系贵州茅台原计入货币资金的存放同业款项调整至拆出资金, 导致营运资本大幅增加

图2: 白酒行业自由现金流分项拆分 (亿元)

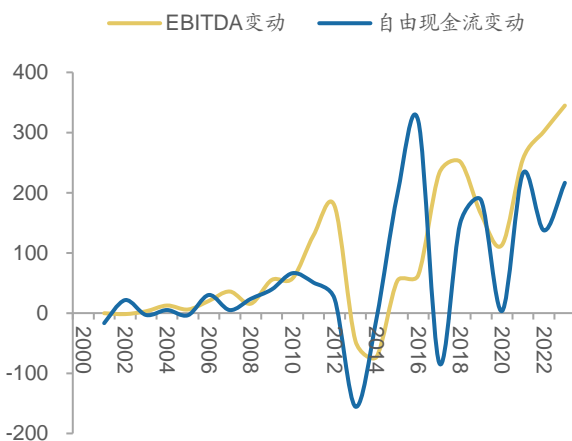


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 对营运资本变动、税项、资本开支取负, 零轴以上对现金流正向贡献, 零轴以下则为负贡献

从趋势上看, 营运资本变动对FCFF解释性高。白酒作为强品牌力的代表品种, 企业对上游原材料和下游经销商的议价能力强, 导致白酒FCFF主要受营运资本变动影响。营运资本变动项目主要包括应收账款、预付款项等流动资产, 以及合同负债、应付款项等流动负债, 反映企业对上下游占款能力的变化。复盘历史, 可以发现白酒营运资本变动蕴含周期变化, 且先于盈利指标反应: (1) 周期上行: 终端动销更反映真实需求情况, 导致营运资本变动由正转负, 自由现金流提前恢复, 开启新一轮上行周期。例如2014年以及2018年营运资本变动逐渐由正转负, 推动白酒周期上行。(2) 周期下行: 终端库存累积, 渠道回款节奏变慢, 营运资本变动由负转正, 导致自由现金流恶化。例如2016年末以及2021年末。

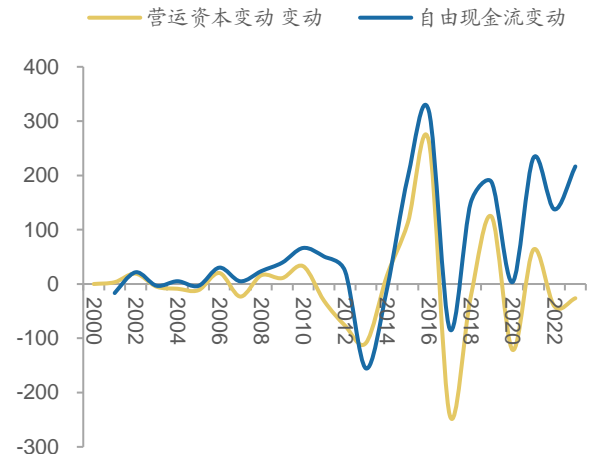
图3: 行业自由现金流与EBITDA变动 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 零轴以上代表对现金流正向贡献

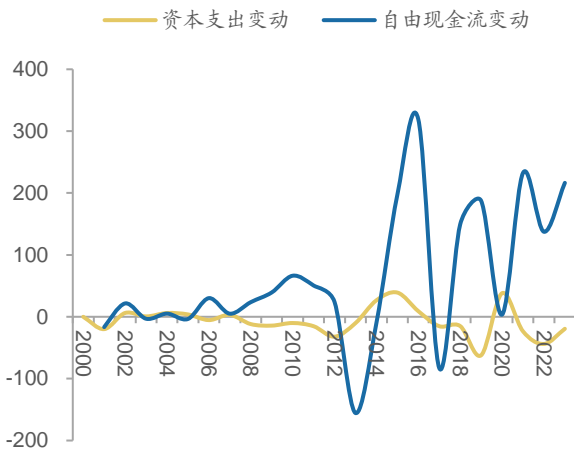
图4: 行业营运资本变动与自由现金流变动 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 已剔除茅台营运资本大幅波动影响, 对营运资本变动-变动取负, 零轴以上代表对现金流正向贡献

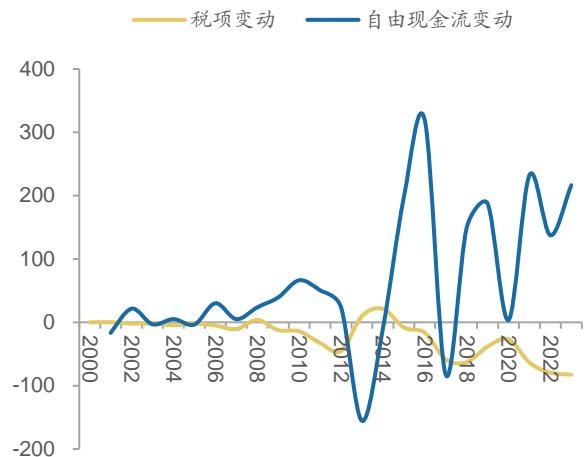
图5: 行业自由现金流与资本支出变动 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 已对资本支出变动取负, 零轴以上代表对现金流正向贡献

图6: 行业自由现金流与税项变动 (亿元)



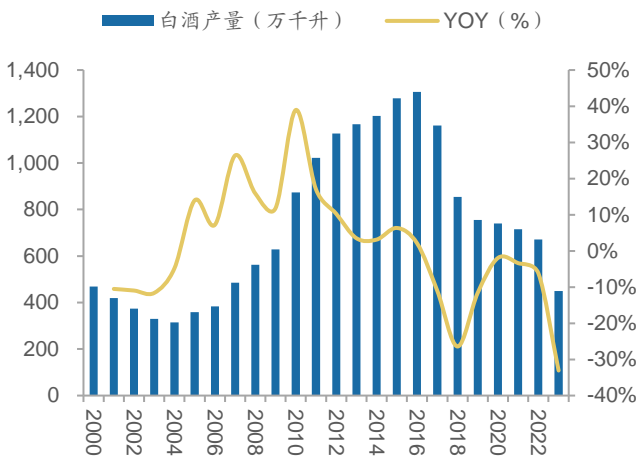
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 已对税项变动取负, 零轴以上代表对现金流正向贡献

(三) 行业挤压式发展降低杠杆, 现金分红规模逐步提升

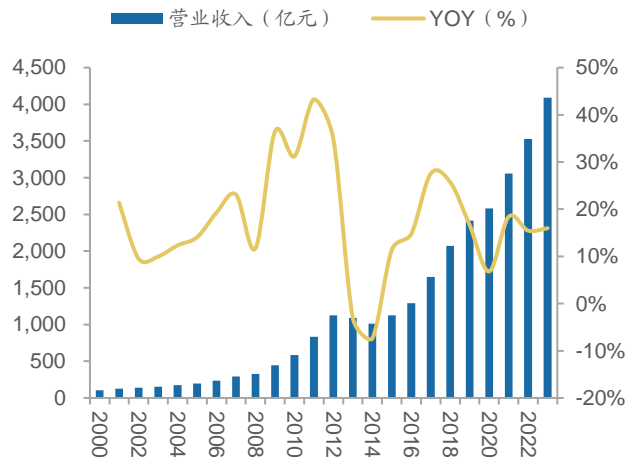
行业产量缩减, 收入保持增长。行业白酒产量自2016年达峰后持续下滑, 自2016年的1305.7万千升持续下滑至2023年低点的449.2万千升, 行业中低端产能出清速度加快。得益于供给端压力的减缓以及高端酒相对坚挺的表现, 行业整体收入仍维持增长势头, 2019-2023年年均营收增速达15%。

图7: 2016年以来白酒行业产量持续下滑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

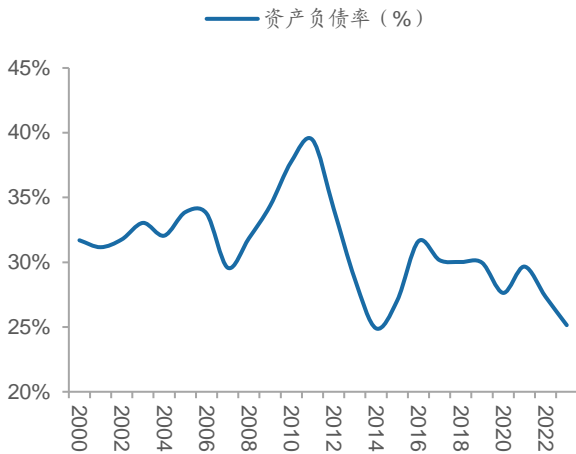
图8: 2019-2023年白酒行业营收年均增速达15%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

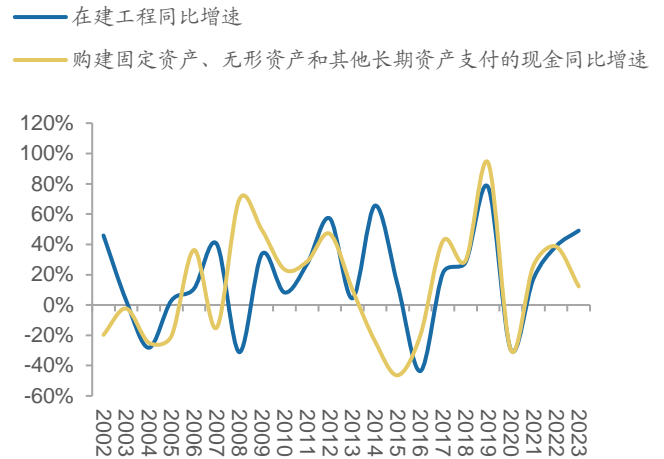
市场格局走向集中, 行业持续去杠杆。行业自2016年起逐步降低杠杆, 资产负债率从2016年的31.6%下降至2023年的25.1%。但由于之后的白酒消费升级带动, 以及产线优化、数字化投入力度加大等因素作用, 行业资本开支自2016年后仍经历了两轮高峰。但目前行业资本开支高峰已过, 2023年资本开支同比增速明显下降。未来在低增长预期下, 行业有望延续低强度的资本开支, 以维持性开支为主, 而资本支出的下降也有望为后续股东回报提升提供资金基础。

图9: 白酒行业负债率中枢下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

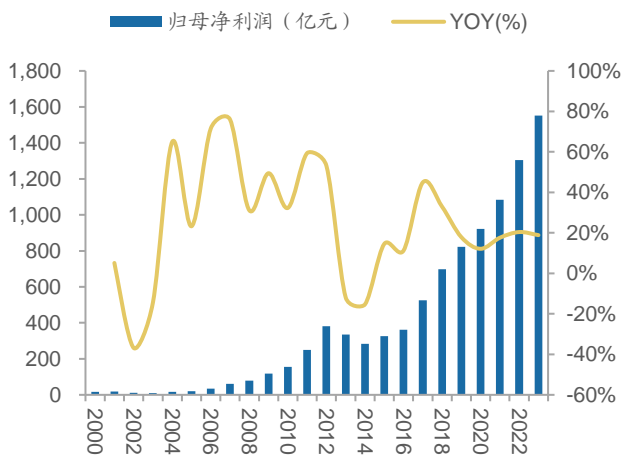
图10: 行业资本开支高峰已过



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

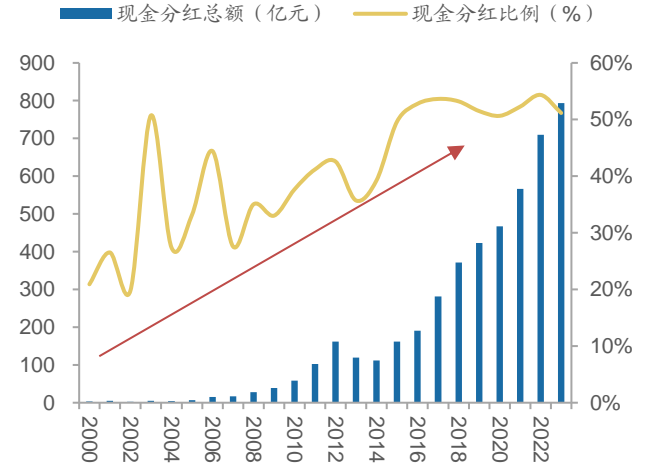
利润增厚助推现金分红规模持续提升。过去由于行业利润快速增长,企业自由现金流同步快速改善,行业现金分红比例在2015年有一波明显的抬升,分红比例同比提升10.4pcts。随后尽管分红率并未出现进一步提升,但得益于利润的增长,现金分红规模持续提升,2023年白酒行业现金分红总额达793.61亿元,较2015年增长391%。未来在EPS端增长低预期背景下,行业有望进一步提高分红比例,以维持ROE稳定性。

图11: 白酒行业归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 白酒行业现金分红比例 (%)



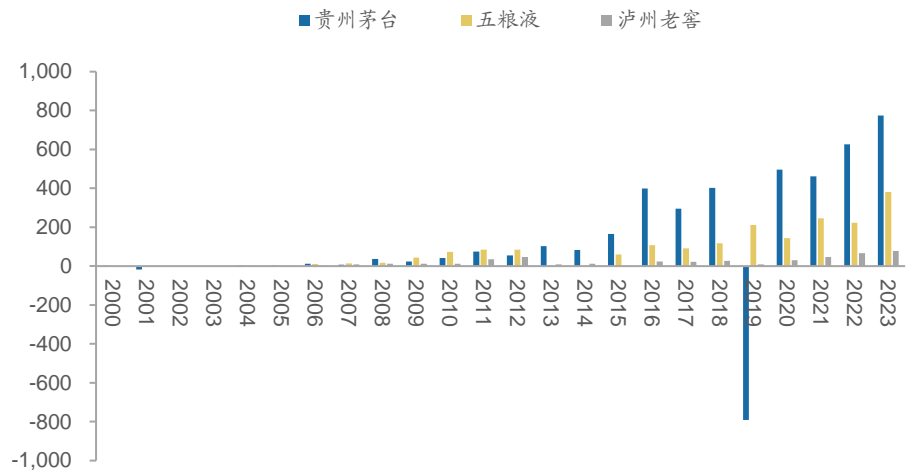
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、个股：高端酒现金流较佳，分红比例显著提升

（一）白酒企业现金流表现普遍良好，高端白酒最为突出

高端：高盈利质量高带动现金流持续稳定向好，2023年创新高。从自由现金流角度看，高端白酒消费群体稳定，且竞争格局稳定，具备长期稳定创造现金流的基础。近年来茅五泸自由现金流呈现上升趋势，根据Wind，2023年贵州茅台/五粮液/泸州老窖自由现金流分别达到773.75/381.15/78.71亿元，均创上市以来新高。且从自由现金流占归母净利润比例来看，2015年至今贵州茅台、五粮液该比例长期接近或超过100%，反映出两家公司极高的盈利质量，泸州老窖近年受存货和应收账款融资影响，该指标徘徊在60%左右。高端酒企的高盈利质量对自由现金流产生持续稳定贡献，两者稳定的关系也为分红率的稳定奠定基础。

图13：近年来茅五泸自由现金流逐步提升（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2019年贵州茅台自由现金流大幅下滑，主要系货币资金重分类导致营运资本大幅变动

表2：茅五泸自由现金流占归母净利润比例（%）

公司名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
贵州茅台	83%	85%	41%	68%	54%	107%	239%	109%	114%	-192%	106%	88%	100%	104%
五粮液	166%	137%	85%	6%	-4%	96%	158%	94%	87%	121%	72%	106%	84%	126%
泸州老窖	52%	122%	108%	24%	148%	6%	121%	85%	78%	19%	51%	58%	65%	59%

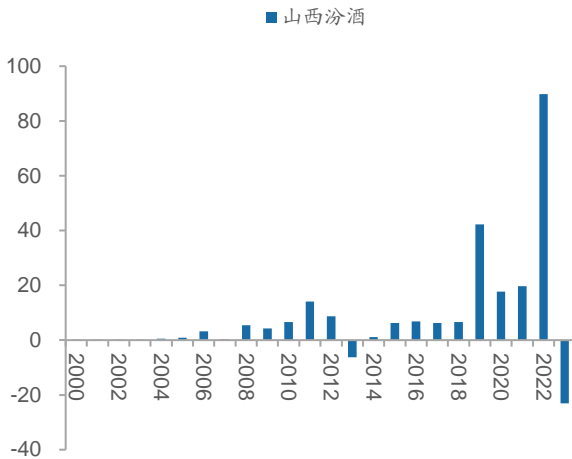
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2019年贵州茅台该比例大幅下滑，主要系货币资金重分类导致营运资本大幅变动进而导致自由现金流下滑

次高端：2021年见现金流高点，盈利差异致使现金流后期分化。得益于次高端酒企在2021年前后的全国化战略的发力，企业营收实现快速增长，进而带动现金流快速改善。2021年汾酒/水井坊/舍得/酒鬼酒营收同比分别增长42.75%/54.10%/83.80%/86.97%。而后续盈利接续能力的差异导致次高端白酒企业现金流出现分化，自由现金流占归母净利润比例出现大幅波动。其中山西汾酒2023年自由现金流大幅下滑主要系充裕资金定存导致其他流动资产大幅增加，带动营运

资本出现大幅增长，并非盈利波动所致；舍得酒业、水井坊2023年自由现金流同比改善，主要受盈利小幅增长带动，但现金流水平尚未修复至2021年高点；酒鬼酒自由现金流近年来则持续恶化，主要系此前快速扩张导致渠道库存积压，业绩出现大幅下滑。从历史维度看，次高端酒企自由现金流占归母净利润比例上下波动幅度大，通常以2-3年为一个周期波动，这也导致次高端酒企分红水平的较大波动。

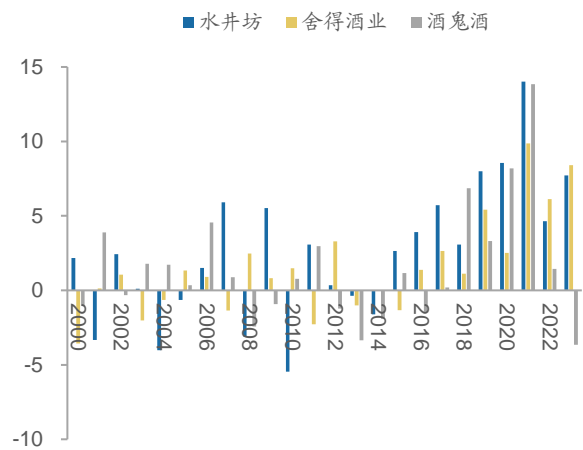
图14: 山西汾酒自由现金流 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 山西汾酒 2023 年现金流大幅下滑主要系货币资金转存定期导致其他流动资产大幅增加所致

图15: 水井坊&舍得&酒鬼酒自由现金流 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 次高端酒企自由现金流占归母净利润比例 (%)

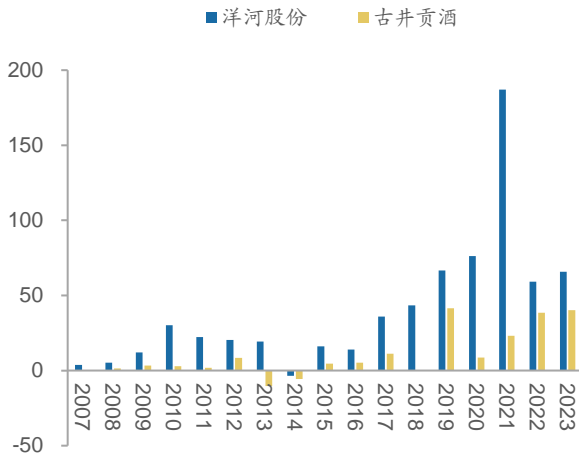
公司名称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
山西汾酒	134%	181%	65%	-66%	32%	121%	112%	67%	45%	218%	58%	37%	111%	-22%
水井坊	-232%	96%	10%	20%	40%	302%	175%	170%	53%	97%	117%	117%	38%	61%
舍得酒业	195%	-117%	89%	-849%	1%	-1871%	171%	185%	33%	107%	43%	79%	36%	48%
酒鬼酒	96%	154%	-25%	916%	196%	132%	-133%	12%	308%	111%	167%	155%	14%	-67%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 山西汾酒 2023 年该指标下滑, 主要系货币资金转存定期导致其他流动资产大幅增加进而导致自由现金流下滑

地产酒: 现金流改善节奏分化, 盈利转换现金流能力趋稳。其中苏酒代表洋河股份、今世缘现金流高点出现在2021年, 主要系当年合同负债翻倍增长进而导致营运资本大幅下降, 带动企业自由现金流同比显著增长, 此后虽有回落但仍维持在较高水平; 徽酒内部则有一定分化, 口子窖2017年在产能结构优化、销售费用改善下盈利增速中枢上移, 带动当年现金流大幅改善, 此后虽因资本开支以及存货增长导致现金流出现回落, 但同样维持在较高水平。古井贡酒、迎驾贡酒则是在2021年起伴随收入及业绩增速的上移, 现金流持续改善。从自由现金流来源看, 盈利的稳定增长为现金流提供了坚实的基础, 自由现金流占归母净利润比例近年来波动幅度下降, 整体位于50%以上区间, 再未出现13-15年间为负值的情况。

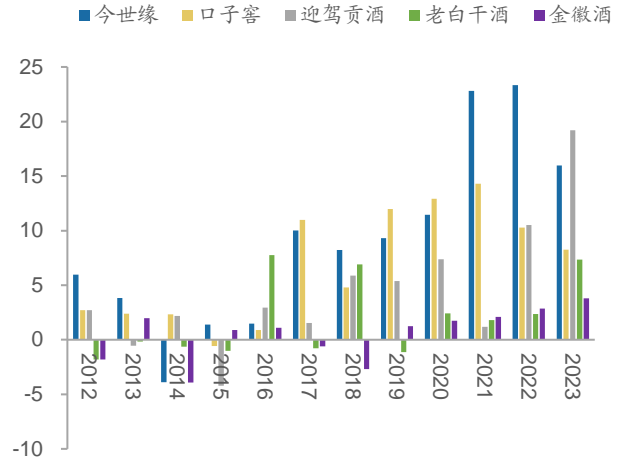
图16: 洋河股份&古井贡酒自由现金流(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 洋河股份 2021 年自由现金流大幅增加主要系合同负债翻倍增长带动营运资本下降

图17: 其他主要地产酒自由现金流(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 今世缘 2021 年自由现金流大幅增加主要系合同负债翻倍增长带动营运资本下降

表4: 地产酒企自由现金流占归母净利润比例(%)

公司名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
洋河股份	33%	39%	-8%	30%	24%	54%	53%	90%	102%	249%	63%	66%
今世缘	88%	56%	-60%	20%	19%	112%	71%	64%	73%	112%	93%	51%
古井贡酒	116%	-166%	-95%	63%	62%	98%	-1%	198%	47%	101%	123%	88%
口子窖	60%	60%	56%	-9%	12%	99%	31%	70%	101%	83%	66%	48%
迎驾贡酒	58%	-13%	45%	-79%	43%	23%	75%	58%	77%	9%	62%	84%
老白干酒	-161%	-25%	-108%	-135%	699%	-47%	197%	-28%	77%	46%	33%	111%
金徽酒	-169%	183%	-315%	54%	50%	-23%	-104%	46%	52%	65%	102%	116%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

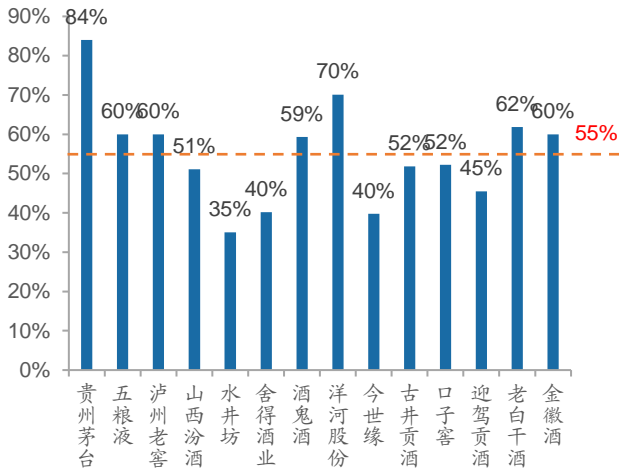
(二) 现金流改善背景下, 企业提高现金分红比例

近几年白酒企业加大现金分红比例。其中茅台提升幅度最为显著, 现金分红比例从2019年的52%提升至2023年的84%, 五粮液、泸州老窖现金分红率同样小幅提升, 分别从2019年的49%/50%提升至2023年的60%/60%。次高端酒企同样提升现金分红比例, 汾酒&水井坊&舍得酒业&酒鬼酒2023年现金分红比例同比分别提升1/5/11/9pcts。地产酒方面, 除迎驾贡酒分红比例下降(分红总额仍增长), 口子窖高位波动外, 其余地产酒企均提升了股东回报, 洋河股份/今世缘/古井贡酒/老白干酒/金徽酒现金分工比例分别从2020年的60%/36%/41%/43%/37%提升至2023年的70%/40%/52%/62%/60%。

横向对比之下, 分红率稳定性存在差异。高端酒分红率高且稳定, 稳定的收益叠加波动性较小的分红率能够在长期维度给投资者提供稳定的回报。次高端酒分红率波动性大, 主要由于需求环境变化时, 面临来自高端及中端产品的双重挤压, 以及自身全国化扩张以及品牌力拉升所面临的资本支出压力。地产酒分红率相对稳定且有

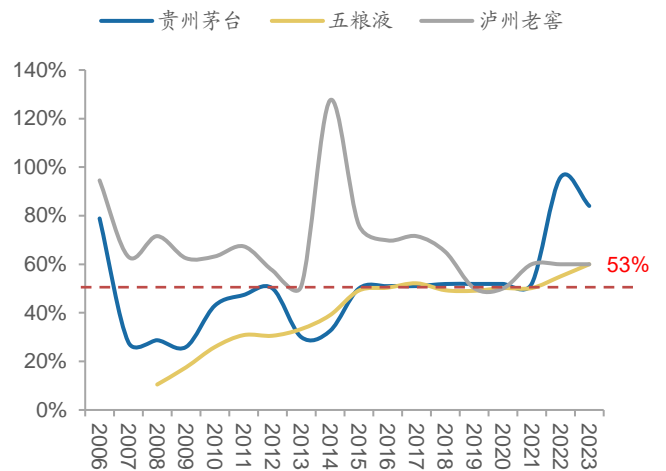
一定提升趋势，一方面由于省内市场份额的相对稳固提供了盈利基本盘，另一方面则是性价比消费之下，自身产品结构更迎合消费者的需求。

图18: 各家白酒公司2023年现金分红比例 (%)



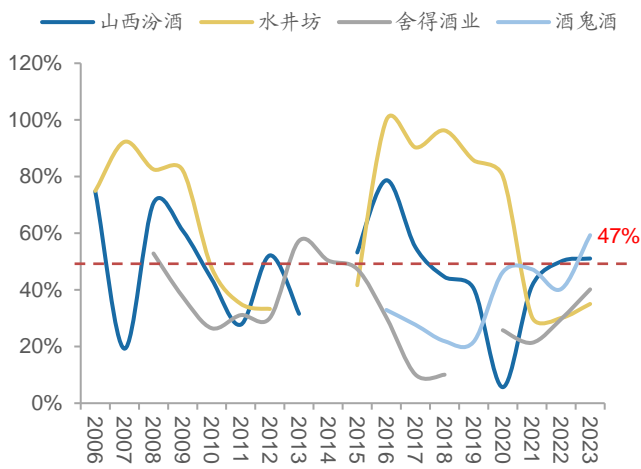
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 茅五泸现金分红比例 (%)



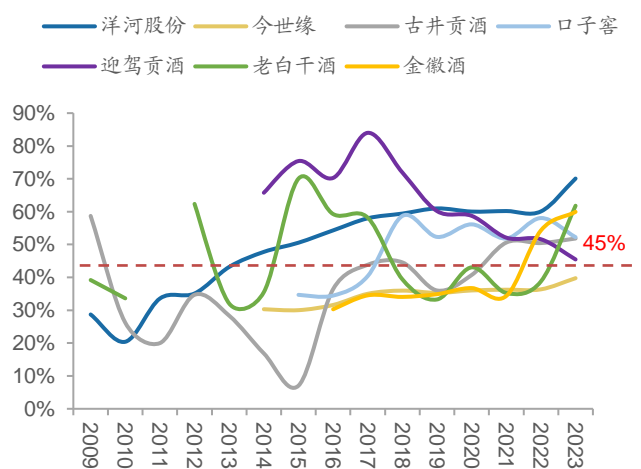
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 次高端酒现金分红比例 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 地产酒现金分红比例 (%)



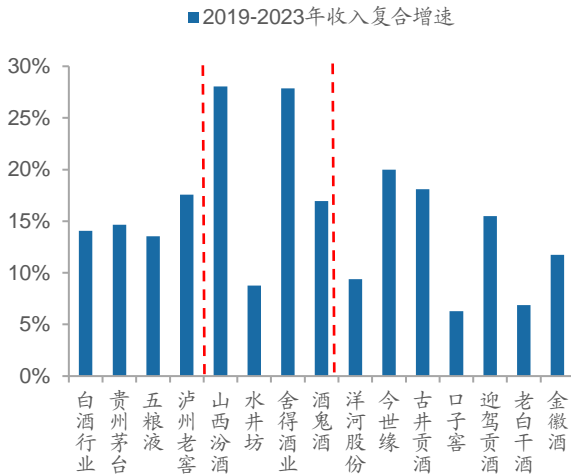
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、展望未来：分红率提升大势所趋

（一）需求低景气，收入增速换挡

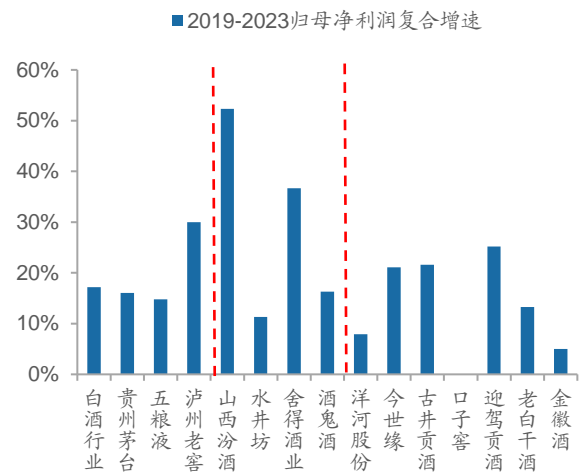
过去盈利的快速增长成为推动现金流改善的主要力量。复盘2019年-2023年白酒行业及各家酒类企业的收入及盈利表现，发现高端酒表现相对稳定，与行业增速较为一致，其中泸州老窖增速稍快。次高端与地产酒内部则出现明显分化，其中次高端酒中山西汾酒、舍得酒业增速大幅领先，二者2019年-2023年归母净利润复合增速分别为52.3%、36.7%，同期行业均值为17.2%。地产酒横向对比来看，今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒增速领先，同时盈利质量得到保证，2019年-2023年归母净利润复合增速分别为21.1%、21.6%、25.2%。地产酒和次高端白酒公司的增速差异一方面反映了白酒行业挤压式增长在加剧，另一方面反映出个股的渠道扩展周期或有错位，全国化发力的企业增速更高。

图22：主流酒企19-23年收入复合增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图23：主流酒企19-23年归母净利润复合增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

当下需求低景气，白酒行业增速换挡。根据Wind一致预期，高端及次高端酒企营收及利润增速中枢整体下移，反映出行业高端消费需求的低迷。与此相对，地产酒普遍迎来增速的预期上扬，表明大众化消费，性价比消费成为当下的主流，且地产酒普遍以省内市场为主，全国化的扩张预期同样成为推动增速上扬的一大力量。

表5: 主流酒企过去五年及未来三年收入及利润年均增速 (%)

公司名称	2019-2023 年 收入复合增速	2024-2026 年 收入复合增速	2019-2023 年 归母净利润复合增速	2024-2026 年 归母净利润复合增速
贵州茅台	14.7%	14.6%	16.0%	15.4%
五粮液	13.5%	10.9%	14.8%	12.0%
泸州老窖	17.6%	17.8%	30.0%	19.5%
山西汾酒	28.0%	19.0%	52.3%	21.5%
水井坊	8.8%	11.7%	11.3%	13.2%
舍得酒业	27.9%	14.9%	36.7%	16.5%
酒鬼酒	17.0%	12.7%	16.3%	17.7%
洋河股份	9.4%	9.2%	7.9%	10.2%
今世缘	20.0%	20.0%	21.1%	20.6%
古井贡酒	18.1%	18.5%	21.6%	23.3%
口子窖	6.3%	11.8%	0.02%	13.1%
迎驾贡酒	15.5%	19.2%	25.2%	22.2%
老白干酒	6.9%	13.1%	13.3%	24.0%
金徽酒	11.7%	18.3%	5.0%	24.5%

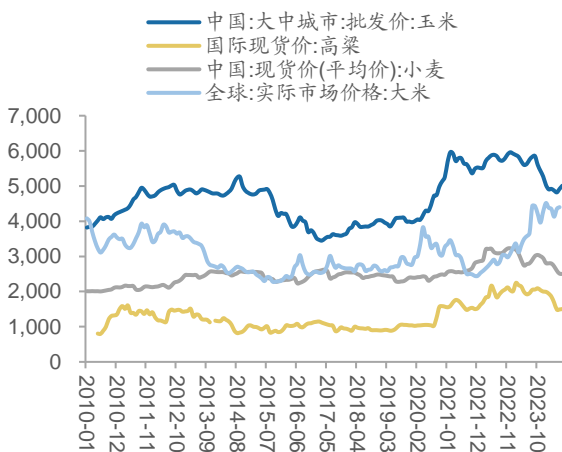
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 注: 2024-2026 年数据采用 wind 一致预期

(二) 成本改善、销售费用优化有望对抗周期下行

1. 成本端: 原材料价格下行, 品牌力拉升推升毛利

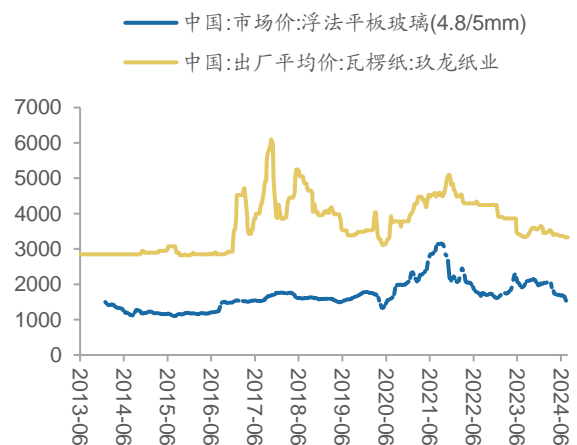
谷物、包装原材料价格下行。白酒酿造过程中所需的成本主要包括谷物原材料、包装、以及加工过程的人力、水电等, 其中谷物原材料和包装成本合计占比超9成, 是白酒行业最为重要的成本项目。当前玉米、高粱、小麦等谷物价格均较此前高点明显改善, 大米因天气原因以及主要出口国家限制出口等因素影响, 价格有所增长。但综合来看, 谷物原材料价格同比回落利好利润释放。包装成本方面, 浮法玻璃和瓦楞纸价格2024年以来持续回落, 包装成本的节省同样可以抵减部分收入增速下滑影响。

图24: 谷物原材料价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 包装原材料价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

品牌拉力上行，毛利率普遍提升。相较于2015年，2023年主要白酒上市公司毛利率均有提升。其中泸州老窖（高端）、舍得酒业（次高端）、洋河股份（地产酒）、迎驾贡酒（地产酒）在子赛道中上行最为明显，反映出在上一轮消费升级大周期中其品牌拉力提升速率最快，从毛利率不足60%的二三线品牌完成了品牌跃迁，展望未来，行业挤压式发展下，市场格局进一步集中，品牌跃迁机会仍然存在，核心大单品塑造成为关键抓手。

2. 销售费用仍有压缩空间，管理费用改善边际效用低

销售费用端，品牌差异化显著且优化空间较大。目前仅茅台一家控制在3%以内，五粮液、泸州老窖在10%附近，仍具备一定优化空间。次高端、地产酒内部虽有较大分化，但整体中枢仍接近20%，其中水井坊、酒鬼酒、古井贡酒、老白干酒销售费用率位于30%附近，虽然短期内仍有产品推广、去库存等压力，但中长期来看改善空间较大。

管理费用端，已是低位整体优化空间小。2015年至今，各家酒企管理费用普遍改善，目前仅舍得酒业、金徽酒两家管理费用率高出10%，且与公司的薪酬体系存在一定关系，未来有望逐步优化。其他酒企管理费用率中枢接近5%，向下继续优化空间较小。

表6: 主流上市白酒公司部分财务指标情况 (%)

公司名称	销售毛利率				销售费用率				管理费用率			
	2012	2015	2019	2023	2012	2015	2019	2023	2012	2015	2019	2023
贵州茅台	92%	92%	91%	92%	5%	4%	4%	3%	8%	11%	7%	7%
五粮液	71%	69%	74%	76%	8%	16%	10%	9%	7%	10%	6%	4%
泸州老窖	66%	49%	81%	88%	6%	13%	26%	13%	5%	6%	6%	5%
山西汾酒	75%	67%	72%	75%	21%	22%	22%	10%	7%	10%	7%	4%
水井坊	81%	75%	83%	83%	29%	22%	30%	26%	11%	19%	7%	8%
舍得酒业	60%	50%	76%	75%	14%	21%	22%	18%	10%	14%	14%	11%
酒鬼酒	78%	70%	78%	78%	20%	21%	25%	32%	8%	17%	10%	6%
洋河股份	64%	62%	71%	75%	10%	12%	12%	16%	6%	9%	9%	6%
今世缘	72%	70%	73%	78%	22%	18%	17%	21%	6%	8%	5%	5%
古井贡酒	71%	71%	77%	79%	26%	30%	31%	27%	9%	10%	7%	7%
口子窖	62%	70%	75%	75%	14%	14%	8%	14%	6%	7%	5%	7%
迎驾贡酒	54%	58%	64%	71%	17%	13%	12%	9%	4%	6%	6%	4%
老白干酒	54%	57%	61%	67%	25%	29%	26%	27%	7%	6%	9%	8%
金徽酒	56%	60%	61%	62%	15%	15%	15%	21%	7%	9%	11%	13%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）营运资本变动、资本开支短期仍有制约

自由现金流主要受三部分影响：息税前利润、营运资本变动、资本开支。在需求低景气，行业收入增速换挡之下，利润端增速承压。此时企业的营运资本变动及资本开支变化将成为自由现金流稳定与否的关键变量。具体来看：

1. 营运资本变动：存货增大为行业共性问题，应收账款表现分化

(1) 占款能力及回款意愿：高端&次高端出现回落，大众品议价权有所增强。复盘历史：高端酒、次高端酒营运资本对自由现金流长期有正向贡献，反映出在其品牌化优势下，对上下游资金的占用能力更强，且下游经销商回款效率及意愿相对更强。而地产酒2023年营运资本普遍下降，利好自由现金流。反映出需求不足背景下，性价比消费得到更多关注，大众品牌相较上下游议价能力增强。据酒业时报披露，今年上半年动销最好的前三价格带分别为300-500元、100-300元、100元及以下。而良好的动销表现通常会演变为经销商更积极的备货以及回款意愿，这意味着对应的白酒公司可以更多的占用下游的资金，同时减少自身的应收账款比例，进而降低营运资本，改善企业自由现金流。

表7：主流上市白酒公司营运资本变动拆分（亿元）

公司名称	营运资本变动			应收变动			存货变动			其他流动资产变动			无息流动负债变动		
	2019	2022	2023	2019	2022	2023	2019	2022	2023	2019	2022	2023	2019	2022	2023
贵州茅台	1213.3	-17.7	-18.7	9.0	1.3	-0.5	17.8	54.3	76.1	1177.3	-72.9	-89.0	9.2	-0.4	-5.2
五粮液	-50.9	32.6	-104.1	19.7	35.0	-149.3	18.8	19.7	14.1	3.9	-0.7	4.0	-93.3	-21.3	27.1
泸州老窖	-9.4	30.2	42.0	0.1	-1.7	13.7	4.1	25.6	17.8	0.1	3.4	4.7	-13.7	2.9	5.8
山西汾酒	-21.2	-17.2	125.3	27.3	-33.6	6.3	21.0	14.6	19.2	-38.7	7.6	99.4	-30.8	-5.9	0.4
水井坊	-1.24	-1.26	-3.84	2.7	0.4	0.6	1.75	2.46	0.09	-0.7	-0.9	-0.2	-4.97	-3.27	-4.40
舍得酒业	-1.13	5.78	1.65	2.6	0.5	1.7	0.47	7.89	8.41	-1.8	-1.5	-6.6	-2.39	-1.13	-1.88
酒鬼酒	-0.43	6.83	5.25	0.8	1.9	1.4	1.11	1.48	1.40	-1.3	-4.7	-0.5	-1.04	8.15	2.92
洋河股份	3.4	31.3	23.4	4.3	3.1	-4.0	5.4	9.3	12.2	2.8	-29.2	-12.4	-9.1	48.2	27.5
今世缘	2.13	-10.55	-7.26	0.4	-0.1	0.1	1.83	7.15	10.86	3.3	-3.9	-9.2	-3.36	-13.61	-9.02
古井贡酒	-23.6	-20.6	-14.6	-3.3	-3.5	7.5	6.1	13.9	14.6	-26.9	-8.5	-12.2	0.5	-22.5	-24.4
口子窖	4.52	2.83	8.64	-2.0	-2.7	1.0	3.17	6.70	8.56	1.0	-2.9	0.4	2.37	1.66	-1.35
迎驾贡酒	2.17	4.18	-0.33	-0.6	0.3	-0.5	3.07	5.12	4.41	0.8	3.4	-2.5	-1.15	-4.62	-1.82
老白干酒	3.39	0.67	-0.81	3.7	-0.6	-0.1	-0.53	7.48	3.04	1.8	2.7	-2.2	-1.58	-8.88	-1.59
金徽酒	0.39	0.50	-0.02	0.3	0.0	-0.1	1.14	1.85	1.07	-0.3	0.2	0.2	-0.82	-1.50	-1.25

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：营运资本及其分项变动为负代表对自由现金流产生正贡献，其中应收变动包括应收票据及应收账款变动+应收款项融资变动；无息流动负债包括应付账款及应付票据+预收款项+应付职工薪酬+应交税费+合同负债等；贵州茅台2019年、山西汾酒2023年营运资本大幅增加系货币资金属性调整所致

(2) 存货变动：2023年为在建产能高峰，新产能落地存货具备增加压力。产能扩张代表生产能力的提升，而在低需求环境下，滞销产品将成为企业的存货压力，使得流动资产增加，进而导致营运资本增加，恶化企业自由现金流。用在建工程变动情况衡量企业的产能扩张节奏，复盘历史峰值出现情况，发现每4-5年左右为一轮产能扩建周期，2023年正值新一轮周期高点。短期来看，新产能的落地投产将带来存货积压风险，对现金流改善造成一定制约。

表8: 主流上市白酒公司在建工程情况 (亿元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
贵州茅台	2.6	4.0	4.6	34.2	49.0	27.5	20.2	19.5	25.2	24.5	23.2	22.1	21.4
五粮液	7.9	8.6	2.2	3.8	5.6	2.9	2.7	3.5	8.1	14.8	26.5	37.7	56.2
泸州老窖	0.6	1.8	2.5	2.9	1.8	1.8	15.7	30.0	72.6	20.1	12.6	8.1	17.2
山西汾酒	2.0	2.6	5.1	7.6	4.9	4.6	4.2	3.1	5.1	5.3	2.5	3.6	8.3
水井坊	1.2	1.0	0.4	0.0	0.0	0.1	0.3	0.1	0.8	2.3	7.0	16.2	21.9
舍得酒业	0.3	0.2	0.6	1.0	0.9	0.8	1.6	1.2	1.7	0.5	1.1	4.6	7.3
酒鬼酒	0.1	0.4	0.5	0.9	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.8	2.5	5.7
洋河股份	10.2	19.3	20.7	20.0	15.3	5.5	2.4	1.5	2.6	2.2	5.3	7.6	14.6
今世缘	0.1	0.3	0.8	1.1	0.4	0.4	2.4	3.0	1.0	4.9	7.3	17.6	37.1
古井贡酒	1.3	4.2	3.8	0.6	0.6	0.7	0.5	0.9	1.8	2.8	10.6	24.5	29.1
口子窖	0.2	0.4	1.9	2.9	3.1	2.4	3.8	5.0	4.1	7.9	12.3	13.1	11.6
迎驾贡酒	1.3	1.1	1.6	1.9	0.2	0.2	1.7	2.5	3.1	0.3	0.8	1.7	4.1
老白干酒	0.4	1.0	1.4	0.6	0.0	0.0	0.3	1.8	2.4	5.1	4.0	1.4	0.5
金徽酒	2.6	0.2	0.4	4.0	3.4	1.2	1.9	3.6	3.3	0.1	0.1	0.0	0.0

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 资本开支: 上一轮产能扩建仍待落地, 预计中长期逐步削减开支

延续性资本支出仍在, 中长期有望削减。根据各家企业的资本开支规划, 中短期内仍有一定体量的资本开支需求, 且主要为上一轮资本开支的延续性支出, 预计中长期内会逐步削减。从资本支出对白酒企业现金流的影响程度来看, 因为产能扩建所需成本各家类似, 但由于本身盈利体量的不同, 在减去资本开支之后剩余现金流规模也存在明显差异。综合来看, 小体量酒企现金流易受资本开支影响出现较大波动, 大体量酒企现金流受影响程度相对较少。

表9: 部分酒企资本开支规划

企业名称	资本开支规划
贵州茅台	年报披露预计2024年完成固定资产投资 61.79 亿元。
五粮液	自2022年推出了10万吨生态酿酒项目(二期)、五粮液501古窖池中国白酒文化圣地项目、五粮液门户区项目等三个建设议案, 合计金额逾115亿元。
泸州老窖	公司在股东大会上强调将在“十四五”期间全面实现从酿酒生产体系到营销体系的数字化改革和转型, 并预计在2025年, 整个供应链部署基本完成后, 继续推进“十五五”生态链战略实施。
山西汾酒	2022年公告称拟投资91.02亿元建设实施汾酒2030技改原酒产储能扩建项目(一期), 建设工期计划为三年。
水井坊	在2022年与邛崃市政府签订了《水井坊邛崃全产业链基地项目第二期投资意向书》, 项目投资总额预计达40.48亿元。
舍得酒业	于2022年宣布拟出资70.5亿元建设增产扩能项目, 项目建设工期预期为5年。
酒鬼酒	生产三区一期预计2024年上半年投产, 三区二期工程预计2024年年底建成。
今世缘	2022年公告称拟投资90.8亿元建设的南厂区智能化酿酒陈贮中心项目, 项目建设周期5年。
古井贡酒	总投资额达89.24亿元的13万吨新建产能项目预计2024年末竣工。
迎驾贡酒	2023年公告拟投资41.20亿元建设数字化酿造及副产物循环化利用项目, 建设周期为5年。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 结论：现金流表现分化，龙头分红率提升空间较大

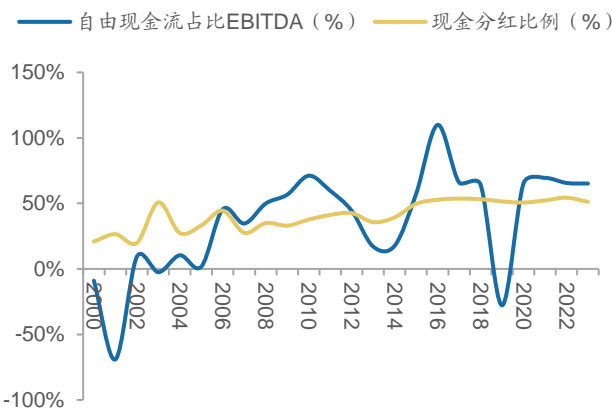
现金流大幅提升承压，维持ROE稳定需加大股东回报。现金流短期内进一步大幅改善存在压力，整体或以维持现阶段平稳为主。需求端的不景气影响动销表现，进而影响经销商积极性，上下游占款能力的下滑以及盈利端的压力均对企业自由现金流带来不利影响。加之行业资本开支短期内仍以延续上一轮规划为主，短期内难以通过大规模的资本开支缩减来改善现金流。因此行业若想维持ROE的相对稳定，需要加大分红比例或采取回购方式降低净资产。

1. 行业分红比例提升潜能研判：

(1) 对比自由现金流创造能力：自由现金流占比EBITDA比例反映行业利润转换为现金流的能力，排除异常年份来看，白酒行业近年来自由现金流占比EBITDA比例中枢稳定在65%-70%之间。相比之下，白酒行业当下现金分红比例中枢处于50%-55%之间。中长期来看，在行业收缩供给，稳态经营背景下，现金分红比例有望提升至与现金流创造能力同一水平，意味着行业分红率仍有15%左右的提升空间。

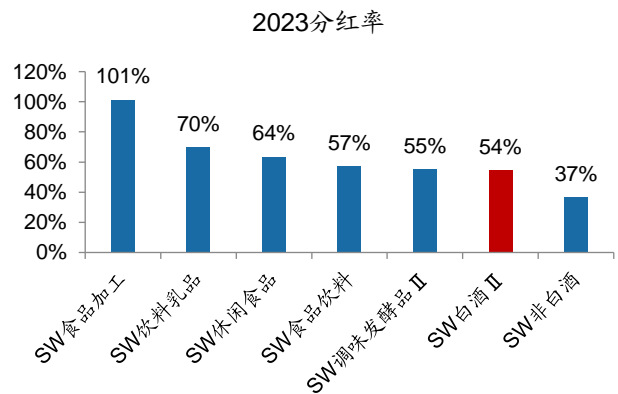
(2) 行业横向对比：从食品饮料细分领域现有分红比例来看，2023年白酒行业整体分红率为54%，仍落后于食品饮料行业平均值，分红率具备较大提升空间。

图26：白酒行业自由现金流高于分红



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27：横向对比，白酒分红率仍有提升空间



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：以上为申万二级行业；分红率采用2023年年度分红总额/2023年归母净利润

2. 个股分红比例提升潜能研判：

(1) 假设自由现金流90%用来分红：在企业经营稳态阶段，资本支出相对较少，自由现金流可大部分用于提升股东回报。通过比较自由现金流90%用来分红时的分红率以及2023年各公司实际分红率，发现分红率仍有10%以上提升潜力的公司有：五粮液、山西汾酒、水井坊、洋河股份、今世缘、古井贡酒、金徽酒。

(2) 对比自由现金流创造能力：企业稳定运营阶段，自由现金流创造能力将相对稳定，企业可将现金分红比例提升至于现金流创造能力同一水平。通过比较企业2023年实际分红率与当年的现金流创造能力，发现分红率仍有10%以上提升潜力的公司有：五粮液、山西汾酒、水井坊、洋河股份、今世缘、古井贡酒。

表10: 主流上市白酒企业潜在分红比例研判

公司名称	2023年账面 货币资金 (亿元)	2023年 分红金额 (亿元)	2023年 归母净利润 (亿元)	2023年 现金分红 比例(%)	21-23年 自由现金流均值 (亿元)	假设分红率(%) 自由现金流90%分红	21-23年 EBITDA 均值 (亿元)	现金流创造能力
贵州茅台	691	628	747	84%	620	88%	891	70%
五粮液	1155	181	302	60%	284	95%	360	79%
泸州老窖	260	79	132	60%	64	55%	143	45%
山西汾酒	38	53	104	51%	86	98%	107	81%
水井坊	23	4	13	35%	9	64%	17	51%
舍得酒业	24	7	18	40%	8	47%	22	37%
酒鬼酒	24	3	5	59%	4	42%	11	35%
洋河股份	258	70	100	70%	104	104%	119	87%
今世缘	65	12	31	40%	21	73%	32	64%
古井贡酒	160	24	46	52%	34	91%	47	72%
口子窖	15	9	17	52%	11	59%	23	47%
迎驾贡酒	22	10	23	45%	10	52%	25	41%
老白干酒	16	4	7	62%	4	59%	8	47%
金徽酒	10	2	3	60%	3	84%	5	62%

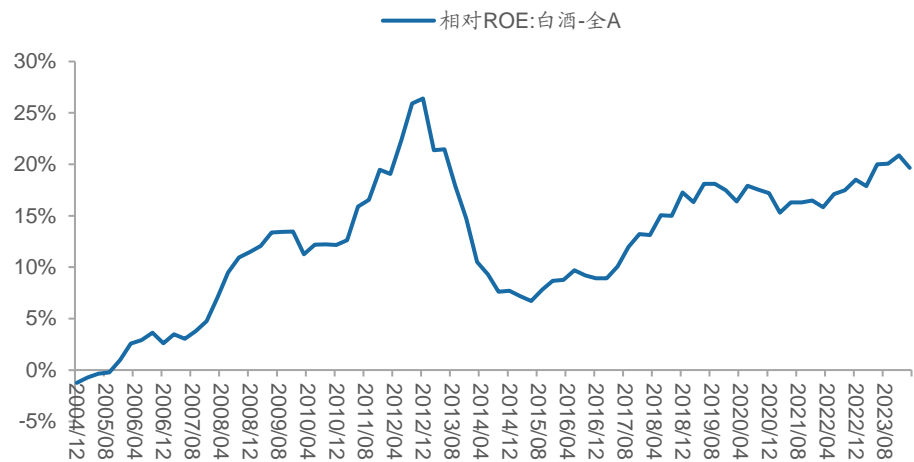
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 山西汾酒 2023 年自由现金流已还原资金转投短期定期投资影响; 假设分红率为 21-23 年自由现金流均值*0.9/21-23 年归母净利润均值; 现金流创造能力为 21-23 年自由现金流均值/21-23 年 EBITDA 均值; 标红企业为比较现有分红率及潜在分红率(自由现金流 90%分红或与现金流创造能力趋同)尚有较大提升空间。

四、投资建议

尽管当前市场因ROE分子端EPS预期较弱，仍以关注分母端（高股息）为主，但未来在我国需求回暖后（EPS预期修正），区别于过去仅关注ROE分母端的高股息，市场风格有望回归至关注持续的高ROE。白酒行业ROE长期领先市场，且未来分红率有望持续提升，以在EPS低迷背景下维持ROE稳定性。长期来看伴随需求回暖，盈利端再度发力有望进一步推升ROE，行业长期价值凸显。推荐兼具成长性及分红提升潜力的优质企业：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒，古井贡酒，洋河股份。

图28：白酒行业ROE领先市场



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

（一）宏观经济不及预期

宏观经济增长不达预期可能导致居民消费水平下降，影响白酒消费水平；若PPI持续为负，则影响茅台价格以及白酒板块预期。

（二）分红提升不及预期

低增长背景下，倘若白酒企业未通过加大分红或回购降低净资产，则ROE可能存在下行风险。

（三）食品安全问题

行业历史上出现过食品安全事件影响企业经营的情况，存在一定的食品安全风险。

广发食品饮料研究小组

符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。
郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
高鸿：资深分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
廖承帅：高级分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
张晋源：高级研究员，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
殷卓龙：高级研究员，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告