

白酒板块11月投资策略

渠道进入去库存阶段，静待需求磨底复苏

行业研究 · 行业专题

食品饮料 · 白酒

投资评级：优于大市

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

联系人：张未艾

zhangweiai@guosen.com.cn

■**白酒：三季报反应需求压力传导至表内，酒企进入渠道去库存阶段。** 股价走势看，10月白酒指数下行9.8%，国庆节后消费需求进一步走弱，礼赠、商务场景下滑较多，估值交易增长中枢下修预期。三季报看，白酒板块2024Q3收入同比+0.78%，归母净利润同比+2.10%，渠道压力传导至公司报表端；缩量环境下，多数单品以价换量，价格端压力增大；板块主动降速有助于风险释放，头部酒企茅台、五粮液、汾酒报表质量仍然较高。我们认为短期需求仍在磨底阶段，2024Q4酒企仍将以促动销和去库存为主线，短期业绩仍有压力；随积极性政策加码，需求逐步回暖，行业在渠道风险加速出清后有望迎来新一轮周期上行阶段，估值或率先修复。

■**投资建议：**11月推荐组合为**五粮液、贵州茅台、山西汾酒**。1) 品牌力突出，历史多轮周期验证具有较强的抗风险能力；2) 伴随需求复苏和消费升级，高端白酒或率先感知，迎来量价齐升；3) 分红指引积极，加强投资者回报，估值承托能力增强。

■**风险提示：**宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

表：白酒主要上市公司盈利预测及估值

证券简称	市值	2024年				2025年				2024年PE	2025年PE	股息率
		收入	收入YoY	利润	利润YoY	收入	收入YoY	利润	利润YoY			
贵州茅台	19,267	1739	15.5%	852	14.0%	1916.3	10.2%	940.6	10.4%	23.3	21.1	3.2%
五粮液	5,742	891.8	7.1%↓	326.6	8.1%↓	965.9	8.3%	358.6	9.8%	18.2	16.5	3.1%
泸州老窖	2,010	318.1	5.2%↓	138.8	4.8%↓	334.9	5.3%↓	148.1	6.7%↓	15.0	14.0	3.8%
山西汾酒	2,547	373.2	16.9%↓	124.6	19.4%	422.5	13.2%	143.5	15.1%	21.3	18.5	2.0%
洋河股份	1,213	300.1	-9.4%↓	85.2	-14.9%↓	284.2	-5.3%↓	79.7	-6.5%↓	16.1	14.3	5.4%
今世缘	558	116.4	15.2%↓	35.5	13.2%↓	130.6	12.2%↓	39.9	12.4%↓	18.9	16.2	2.2%
古井贡酒	1,015	237.2	17.1%↓	56	22.0%↓	269.4	13.6%↓	65.6	17.2%↓	18.2	15.7	2.2%
迎驾贡酒	486	75.4	12.2%↓	27	18.2%↓	85.2	13.0%↓	31.4	16.3%↓	12.4	11.3	2.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2024/11/5

01

白酒板块10月回顾：节后需求进一步走弱，估值反应基本面压力

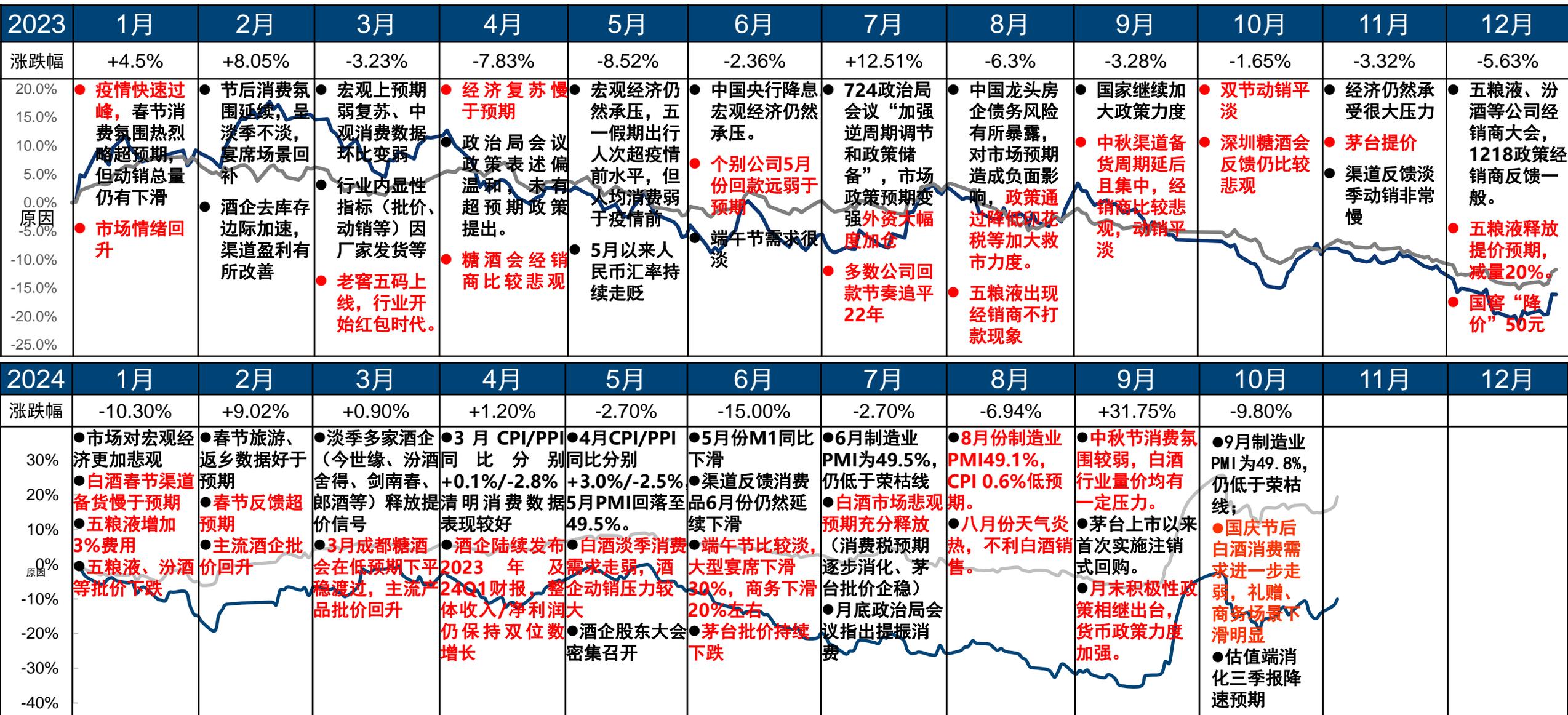
02

主要白酒公司跟踪：酒企三季度主动调整节奏，收入、净利润增速环比下降

03

投资组合、盈利预测及风险提示

2024年10月：节后需求进一步走弱，渠道压力传导至表内



资料来源：Wind、酒业家、云酒头条，国信证券经济研究所；注：数据截至2024/11/4

— 白酒指数 — 沪深300

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

高端批价：10月飞天茅台批价延续下跌，普五、国窖批价小幅波动



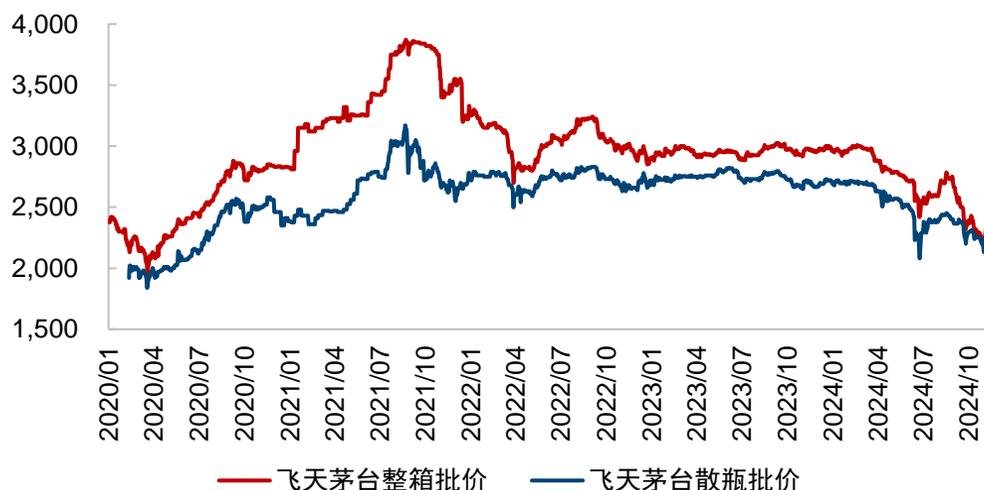
- 据公司三季报，2024年第三季度“i”茅台平台实现收入45.16亿元/同比-18.37%，下滑幅度较大主因1935停货所致。据平台统计，2024年初至10月17日（此后平台停止更新）“i茅台”累计发货金额超过130亿元。
- 节后需求进一步走弱，10月飞天茅台批价延续下跌。截至10月底箱装/散装批价2170/2150元，较10月初下跌200/145元。
- 普五国窖批价较为平稳，当前分别在930/860元。截至10月底普五批价较月初下降10元，主因公司优化经销商返利政策后部分地区有低价出货现象；国窖1573低需求量下，批价较月初持平。

表：“i”茅台数据跟踪

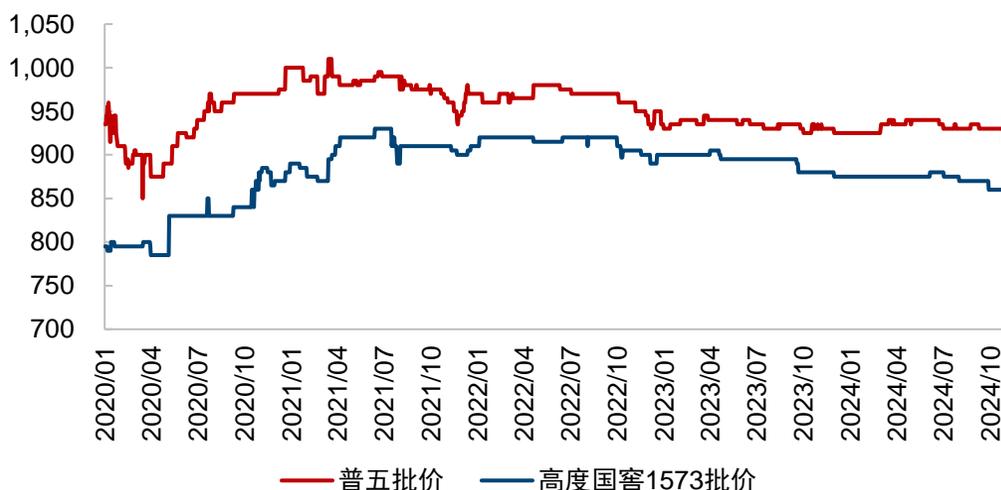
时间	项目	珍品	茅台生肖酒	茅台生肖375礼盒装*2	茅台1935	茅台1935文创版	总计
2022年	累计投放量（吨）	120	1699	126	1315	2024.5.20起常规版1935从申购进入云购通道	3261
	累计发货金额（亿元）	11.06	84.94	6.07	31.24		133.31
2023年	累计投放量（吨）	95	2333	135	2388		4950
	累计发货金额（亿元）	8.19	115.74	6.4	58.09	188.43	
2024年至今	累计投放量（吨）	124	1534	302	990	233	3183
	累计发货金额（亿元）	11.43	76.66	14.49	23.52	5.53	131.63

资料来源：i茅台app，国信证券经济研究所整理；i茅台数据于2024/10/17已停止更新

图：茅台批价走势（元）



图：普五和高度国窖批价走势（元）

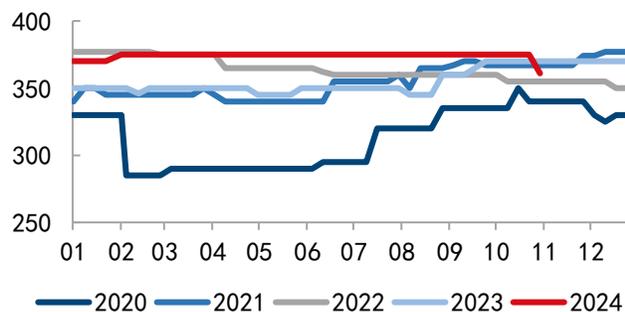


资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2024/11/5

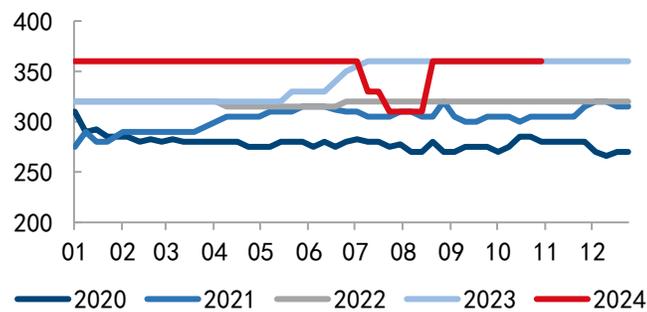
资料来源：今日酒价，郑州百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2024/11/5

次高端批价：10月需求进一步走弱，低动销量下次高端整体批价表现平稳

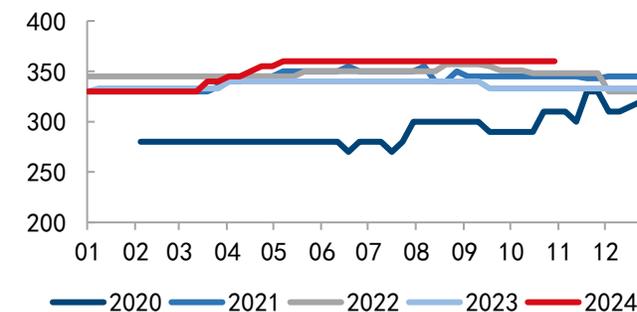
青花20批价361元——本周下降14元



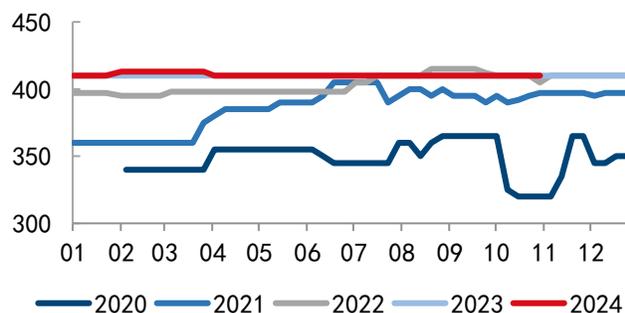
臻酿8号批价360元——本周持平



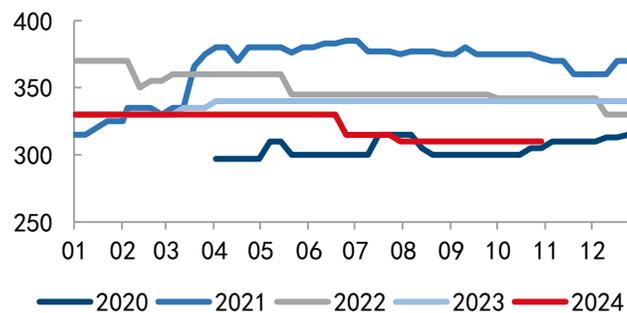
品味舍得批价360元——本周持平



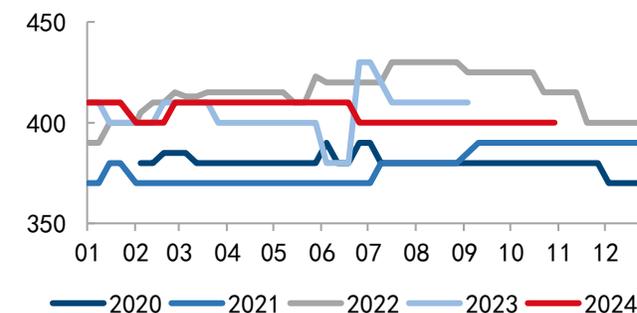
水晶剑批价410元——本周持平



珍15批价310元——本周持平



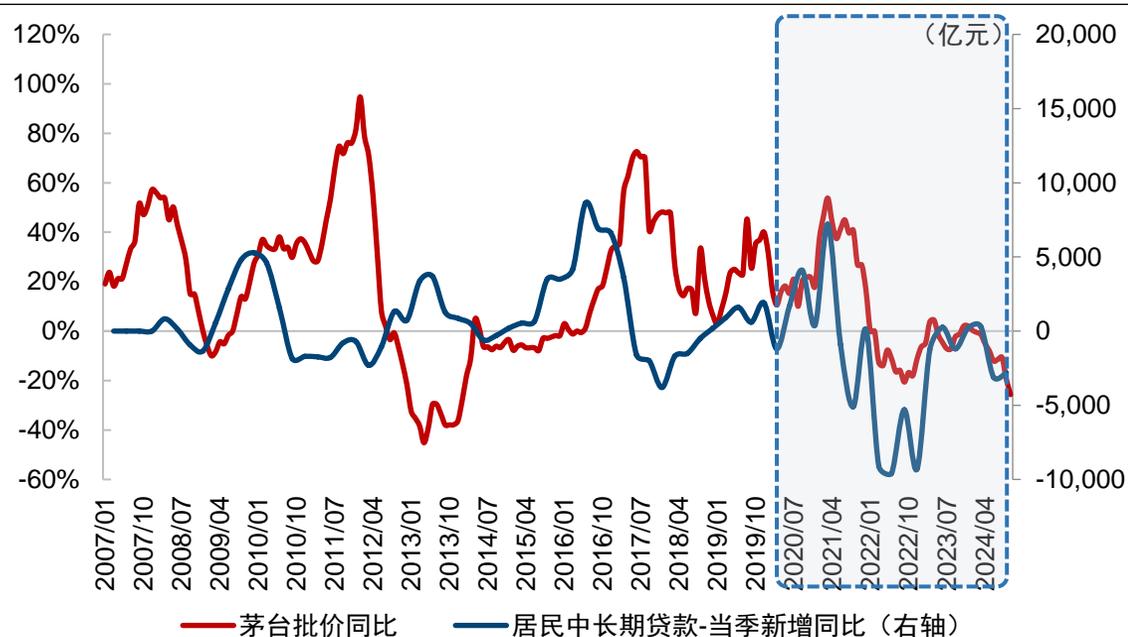
国缘四开批价400元——本周持平



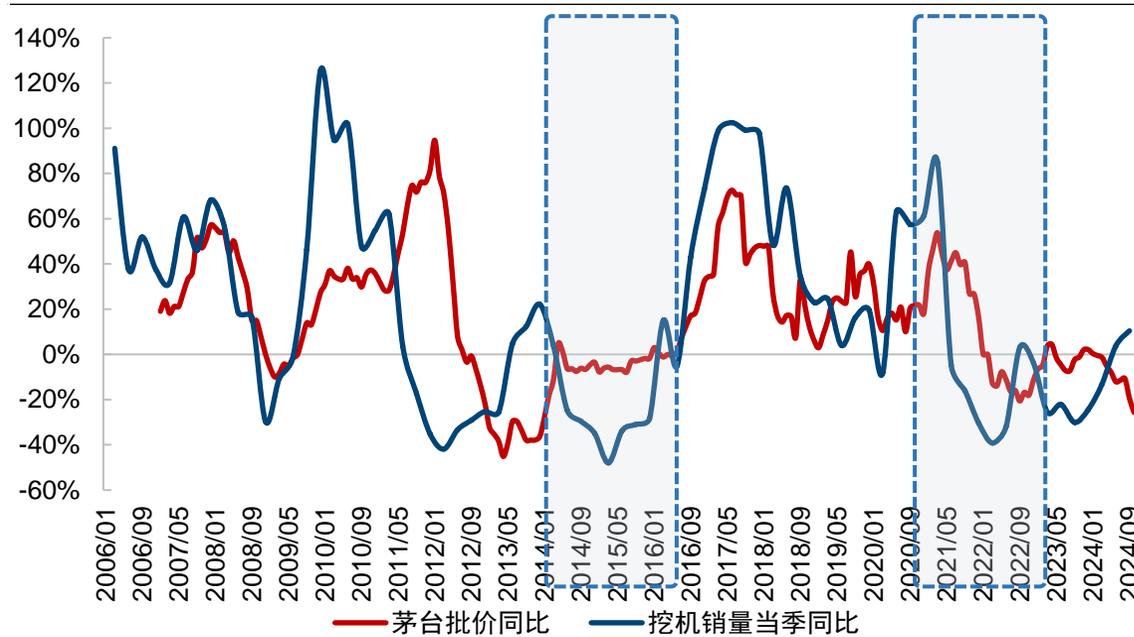
景气度跟踪：仍在磨底中缓慢修复，静待政策加码，需求改善

- 需求仍在磨底中缓慢修复，预计短期茅台批价端仍将承压。我们以新增居民中长期贷款同比变动值作为茅台批价变动较好的拟合指标，短期消费端信心仍然偏低，预计2024Q4-2025Q1礼赠、商务、宴席等需求修复缓慢，短期茅台批价仍有较大压力。随大环境需求走弱，茅台在供给侧积极因素增加，包括推进治理结构改革、调整产品和渠道结构等；我们认为茅台批价可视作来年板块基本面拐点性指标，批价见底后或将迎来新一轮供需行情。

图：箱装飞天茅台批价同比增速与居民中长期贷款拟合



图：箱装飞天茅台批价同比增速与挖机销量拟合



三季报总结：需求压力传导至表内，板块收入及净利润增速环比下降

表：三季报收入及净利润情况及2024年盈利预测

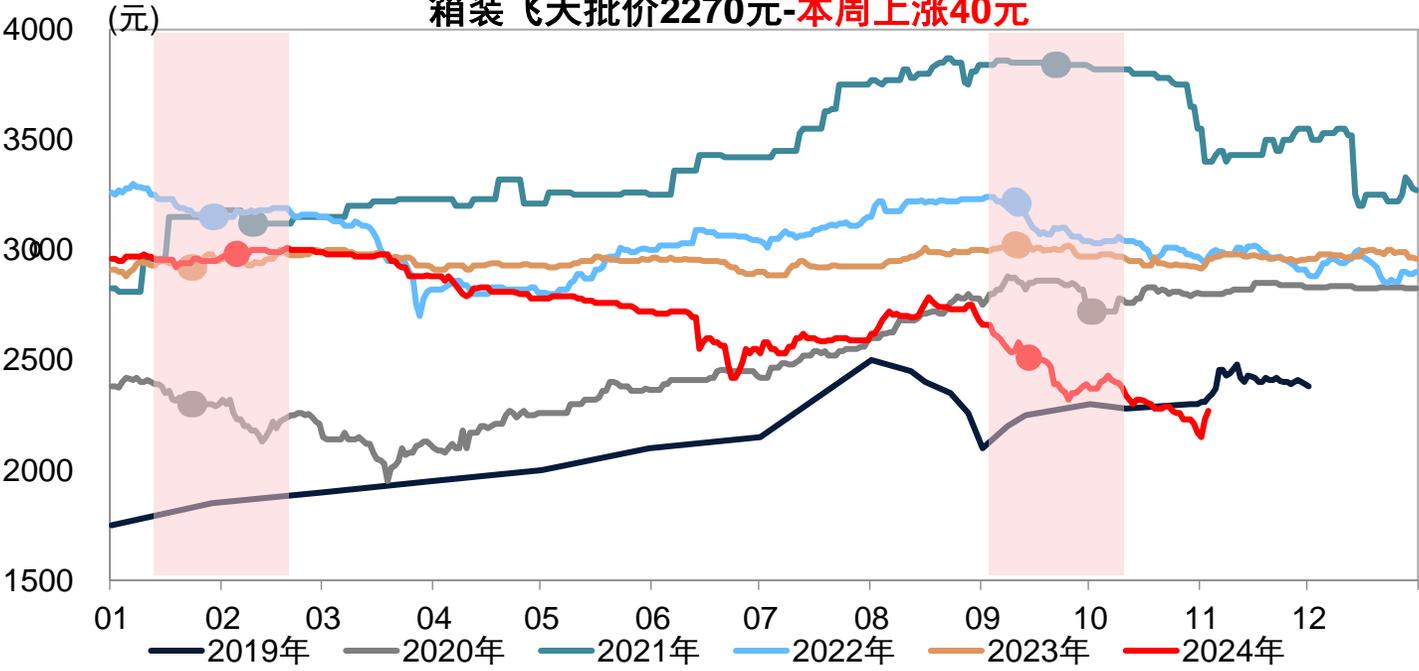
	证券简称	2024Q3				2024Q1-3				2024E				估值
		营业总收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	营业总收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	营业总收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	PE (FY24)
全国化 高端	贵州茅台	396.71	15.6%	191.32	13.2%	1231.23	16.9%	608.28	15.0%	1739.3	15.5%	852.0	14.0%	23.3
	五粮液	172.68	1.4%	58.74	1.3%	679.16	8.6%	249.31	9.2%	891.7	7.1%	326.7	8.1%	18.2
	泸州老窖	73.99	0.7%	35.66	2.6%	243.04	10.8%	115.93	9.7%	318.1	5.2%	138.8	4.8%	15.0
全国化 次高端	山西汾酒	86.11	11.4%	29.40	10.4%	313.58	17.2%	113.50	20.3%	373.1	16.9%	124.6	19.4%	23.3
	舍得酒业	11.89	-30.9%	0.78	-79.2%	44.60	-15.0%	6.69	-48.3%	56.4	-20.3%	10.7	-39.6%	22.1
	酒鬼酒	1.97	-67.2%	-0.65	-213.7%	11.91	-44.4%	0.56	-88.2%	20.1	-29.0%	2.9	-47.0%	59.2
区域 酒企	洋河股份	46.41	-44.8%	6.31	-73.0%	275.16	-9.1%	85.79	-15.9%	300.1	-9.4%	85.2	-14.9%	15.2
	今世缘	26.37	10.1%	6.24	6.6%	99.42	18.8%	30.86	17.1%	116.4	15.2%	35.5	13.2%	16.1
	古井贡酒	52.63	13.4%	11.74	13.6%	190.69	19.5%	47.46	24.5%	237.1	17.1%	56.0	22.0%	18.9
	迎驾贡酒	17.28	1.6%	6.28	3.7%	55.13	13.8%	20.06	20.2%	75.4	12.2%	27.1	18.2%	18.2
	口子窖	11.95	-22.0%	3.62	-27.7%	43.62	-1.9%	13.11	-2.8%	59.7	0.2%	17.1	-0.5%	12.4
	金徽酒	5.74	15.8%	0.38	108.8%	23.28	15.3%	3.33	22.2%	30.0	16.3%	3.9	18.1%	28.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2024/11/5

- [01] 白酒板块10月回顾：节后需求进一步走弱，估值反应基本面压力
- [02] 主要白酒公司跟踪：酒企三季度主动调整节奏，收入、净利润增速环比下降
- [03] 投资组合、盈利预测及风险提示

2.1、贵州茅台：供给端优化，飞天批价企稳回升

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年		2024Q3		
	根据年报，2024年公司主要目标是：实现营业总收入较上年度增长15%左右，完成固定资产投资61.79亿元	收入（+15.5%）	净利润（+14.0%）	对应24年PE	收入（+15.6%）	净利润（+13.2%）
		1739.3亿元	852.0元	23.3x	396.71亿元	191.32亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	飞天茅台（箱装）批价表现				
	<ul style="list-style-type: none"> ● 2024Q3茅台酒增速快于系列酒，预计精品、生肖等投放量较多，茅台1935在控货下下滑较多。 ● 公司延续按月打款、按月发货的经营节奏，目前经销商完成11月份打款，节奏符合预期，全年15%收入增长目标仍有较高确定性；预计2025年收入目标调降至略高于GDP增速。 ● 供给端有所调整，飞天批价止跌回升国庆后伴随礼赠及商务需求疲软，飞天批价持续下跌；“双十一”购物街期间公司阶段性暂停11月配额发货，同时市场部开展巡查工作，加大力度查处低价抛货和扰乱市场价格的行为飞天批价企稳回升，截至11/3，箱装飞天2270元（较上周上涨40元）、散装飞天2230元（较上周上涨30元）。 	 <p>箱装飞天批价2270元-本周上涨40元</p>				

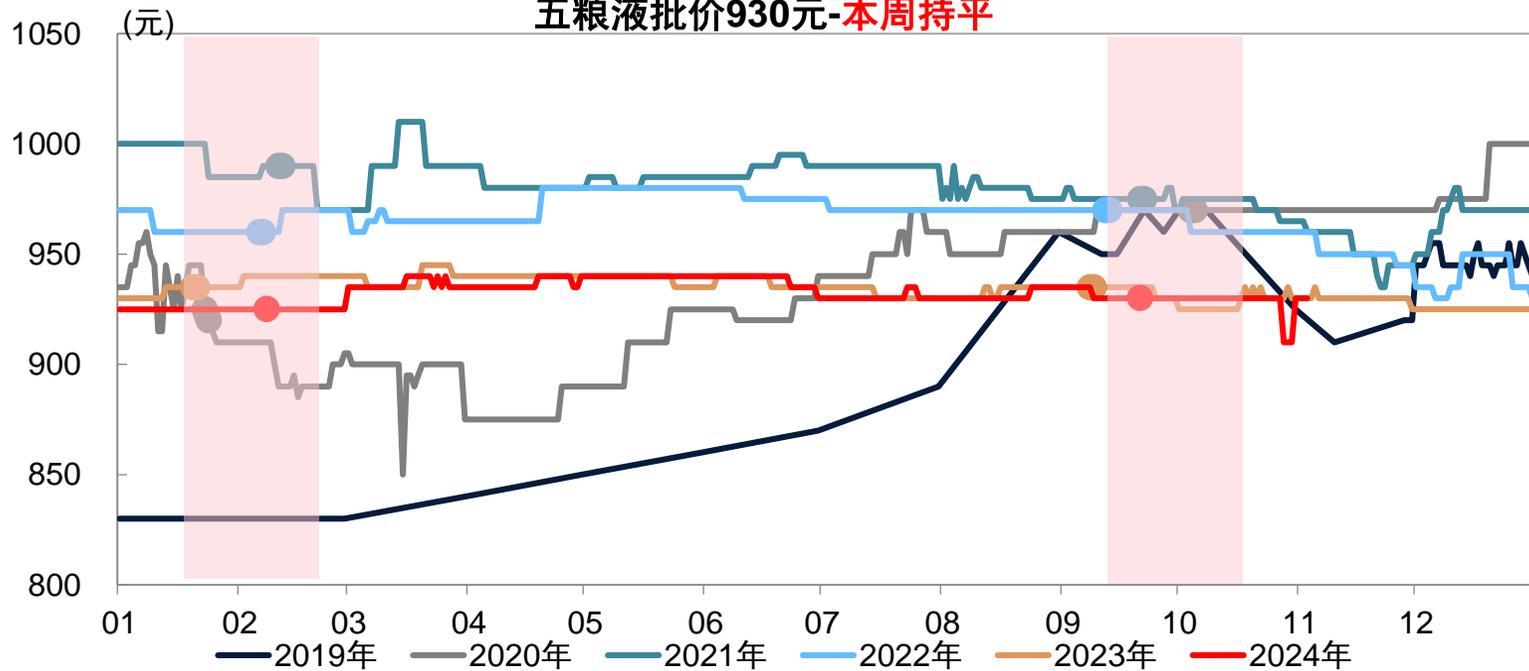
资料来源：今日酒价，贵州茅台，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/11/3

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.2、五粮液：第三季度报表质量仍然较高，积极维护厂商关系

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年			2024Q3	
	年初目标预计收入增速双位数	收入（+7.1%）	净利润（+8.1%）	对应24年PE	收入（+1.4%）	净利润（+1.3%）
	891.7亿元	326.7亿元	18.2x	172.7亿元	58.74亿元	

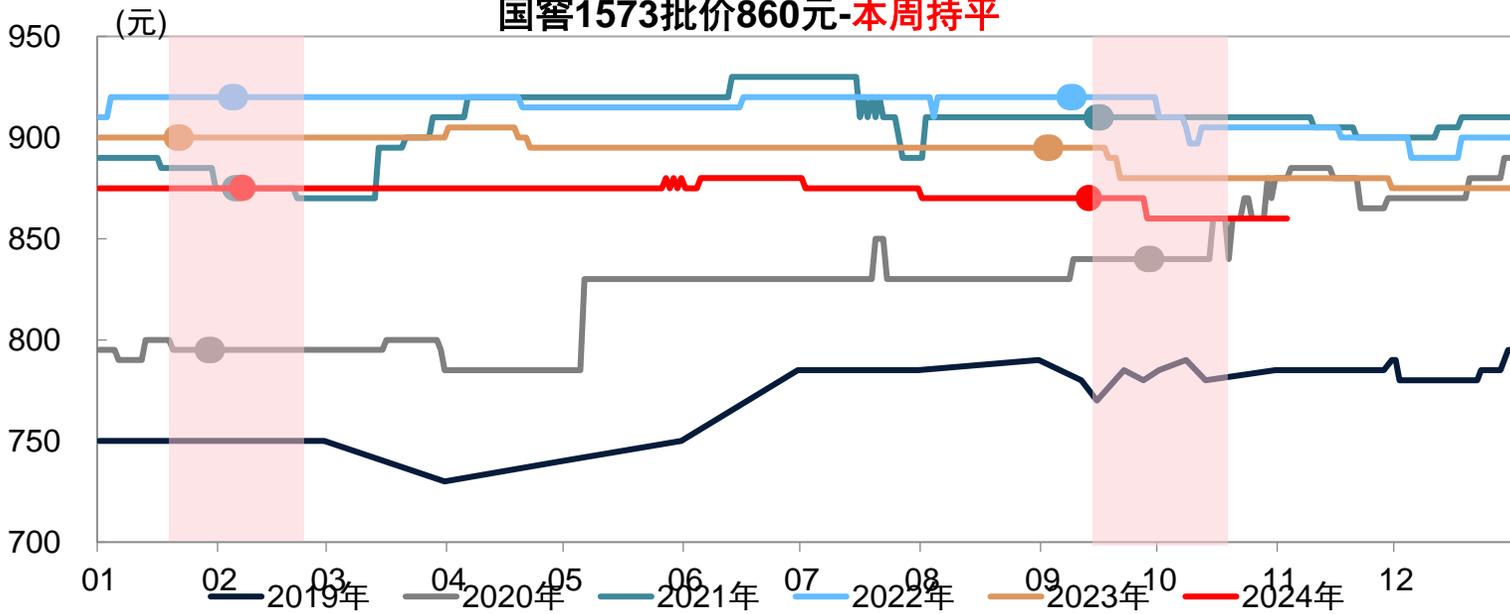
基本面	公司近期变化及关键变量	第八代五粮液（普五）批价表现
<ul style="list-style-type: none"> ● 需求压力背景下公司主动调整经营节奏，但三季报报表质量仍然较高，成本端优化趋势延续、驱动毛利率上升现金流表现好于收入端。 ● 分红率指引积极，提振信心。公司发布3年股东回报规划，承诺2024-26年现金分红比例不低于70%且不低于200亿元（含税），每年度现金可按年度/中期/特别分红的形式分一次或多次对应当前股息率在4%左右。 ● 四季度营销会议上公司优化经销商返利政策，行业下行周期积极维护厂商关系；与茅台相似，公司阶段性控制普五发货，稳定市场价格水平。 	 <p>五粮液批价930元-本周持平</p> <p>(元)</p> <p>01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12</p> <p>—2019年 —2020年 —2021年 —2022年 —2023年 —2024年</p>	

资料来源：百荣酒价，微酒，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/11/3

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.3、泸州老窖：第三季度主动释放渠道风险，短期仍以去库存为主

表：公司财务信息及基本面表现更新

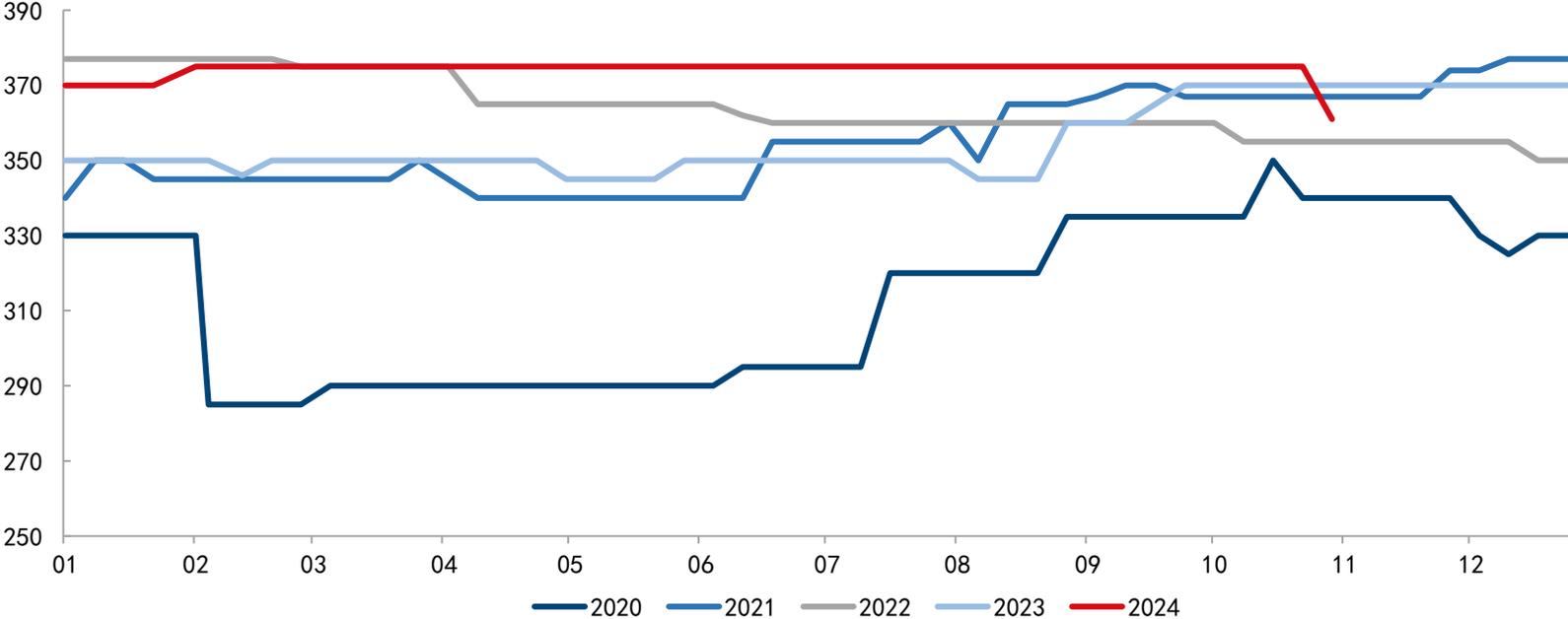
财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年			2024Q3	
		收入（+5.2%）	净利润（+4.8%）	对应24年PE	收入（+0.7%）	利润（+2.6%）
	年初目标预计收入增速20%左右（全年目标完成概率不大）	318.0亿元	138.8亿元	15.0x	74.0亿元	35.66亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	高度国窖1573批价表现				
	<ul style="list-style-type: none"> ● 2024Q3公司主动释放渠道风险，收入同比持平，预计国窖、特曲60版增速快于整体，其他产品不同程度下滑；数字化工程推动费效比提升，整体盈利能力保持稳健。 ● 需求及动销疲软下，公司渠道库存处于较高水位（但环比Q2降低、开瓶率环比提升），经销商打款意愿较低；预计2024Q4仍以促进终端动销、去化渠道库存为核心，预计完成年初20%的全年收入增长目标概率不大。 	<p>国窖1573批价860元-本周持平</p> 				

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/11/3

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.4、山西汾酒：三季度报现金流表现较好，蓄力来年春节

表：公司财务信息及基本面表现更新

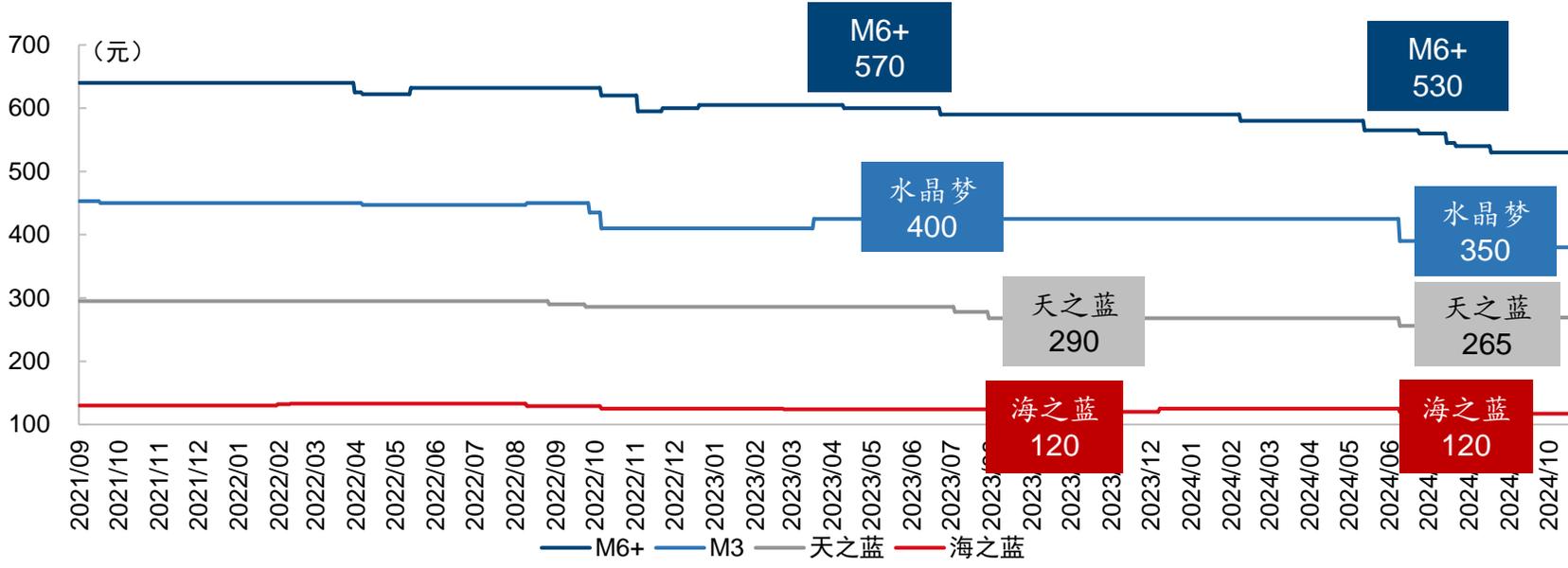
财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年			2024Q3	
		收入（+16.9%）	利润（+19.4%）	对应24年PE	收入（+11.4%）	利润（+10.4%）
	年初目标预计收入增速20%左右	373.1亿元	124.6亿元	21.3x	86.1亿元	29.4亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	青花20批价表现				
	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司三季度报表质量较好，产品结构环比改善。2024Q3收入兑现稳健增长，预计青花系列在旺季资源聚焦下恢复增长，玻汾顺应市场需求加大投放；省内作为调节项分担业绩增长压力；现金流表现优于收入，明年春节留有余力。 ● 针对此前经销商反馈汾享礼遇模式下激励不充分问题，公司或将在一盘棋原则下实行因地制宜，保证经销商合理利润。 ● 国庆后需求疲软，新包装青花20上市后经销商仍需时间磨合，批价环比下降；黄盖玻汾仅顺价运费，红盖玻汾已有倒挂。11月6日“2024汾酒高质量发展峰会”在上海举办，预计发布新产品。 	 <p>青花20批价361元——本周下降14元</p>				

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/11/4

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.5、洋河股份：第三季度继续释放风险，收入、净利润降幅环比扩大

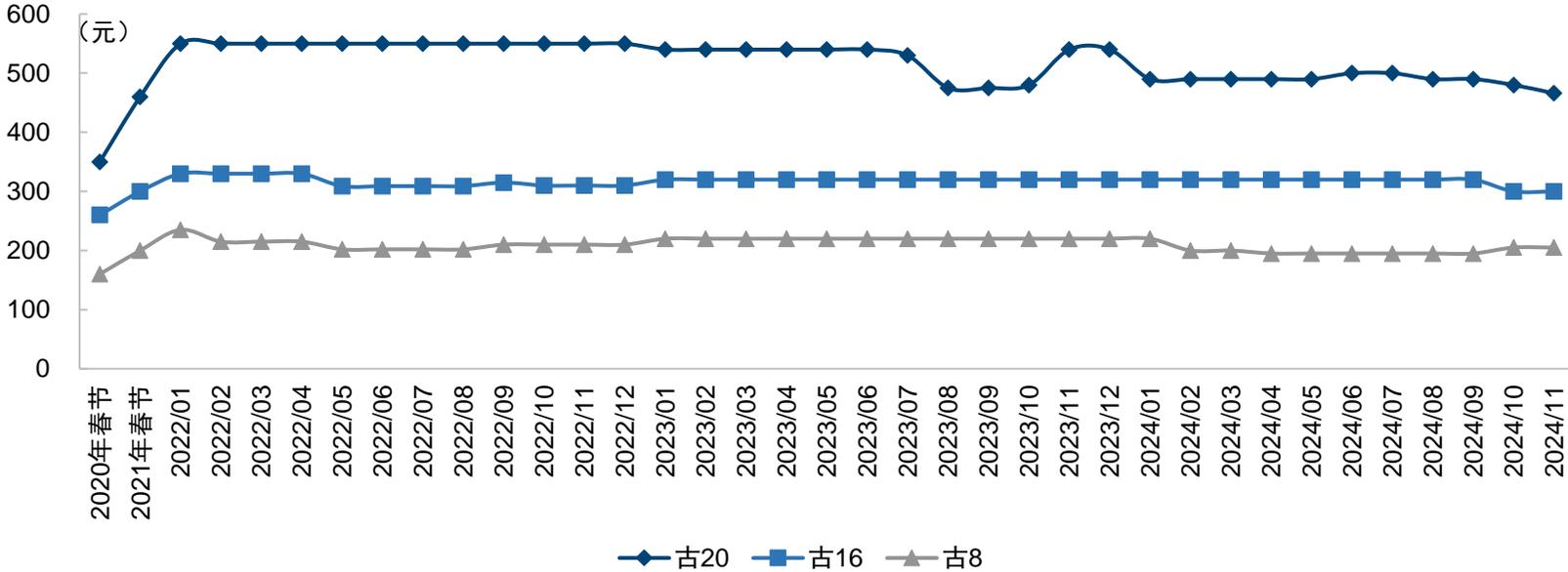
表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年			2024Q3	
		收入（-9.4%）	利润（-14.9%）	对应24年PE	收入（-44.8%）	利润（-73.0%）
	预计收入增速目标5-10%（完成目标概率不大）	300.0亿元	85.2亿元	15.2x	46.4亿元	6.3亿元
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现				
	<ul style="list-style-type: none"> 2024Q3加速调整，收入及净利润降幅环比扩大。公司降低经销商打款要求，同步减少发货以缓解渠道库存压力，收入同比-45%。中秋国庆双节期间公司加大M6+、水晶梦宴席场景买赠力度，以价换量，批价下跌过程中动销有所改善。 需求承压+省内竞争加剧背景下，2024Q4及明年春节预计公司仍将保持较高的买赠、费用投放力度出清渠道风险，短期业绩端仍有压力。 	 <p>批价表现图显示了从2021年9月到2024年10月期间，洋河股份旗下主要产品的批价走势。图中包含四条数据系列：M6+（深蓝色）、M3（浅蓝色）、天之蓝（灰色）和海之蓝（红色）。M6+和水晶梦的批价在2024年6月左右达到近期低点，分别为570元和400元。天之蓝和海之蓝的批价则保持相对稳定，分别位于290元和120元附近。图例显示：M6+（深蓝色）、M3（浅蓝色）、天之蓝（灰色）、海之蓝（红色）。</p>				

2.6、古井贡酒：省内市场韧性较强，第三季度兑现稳健增长

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年			2024Q3	
	年初目标预计收入增长20%	收入（+17.1%）	利润（+22.0%）	对应24年PE	收入（+13.4%）	利润（+13.6%）
		237.1元	56.0亿元	18.9x	52.6亿元	11.7亿元

基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> ● 2024Q3公司收入同比+13.4%，兑现稳健增长，省内作为调节项承担业绩压力，预计产品增速上古8/7>古16>古5，古20下滑较多。受益于精细化渠道管理能力+对经销商补贴集中于贷款利息，Q3销售费用率同比-5.32pcts，对冲毛利率下滑影响，整体盈利能力保持稳健。 ● 整体回款节奏略慢于去年同期，省内经销商基本完成全年目标。当前安徽省内渠道库存处于较高水位，或将逐步下修明年增长预期。 	

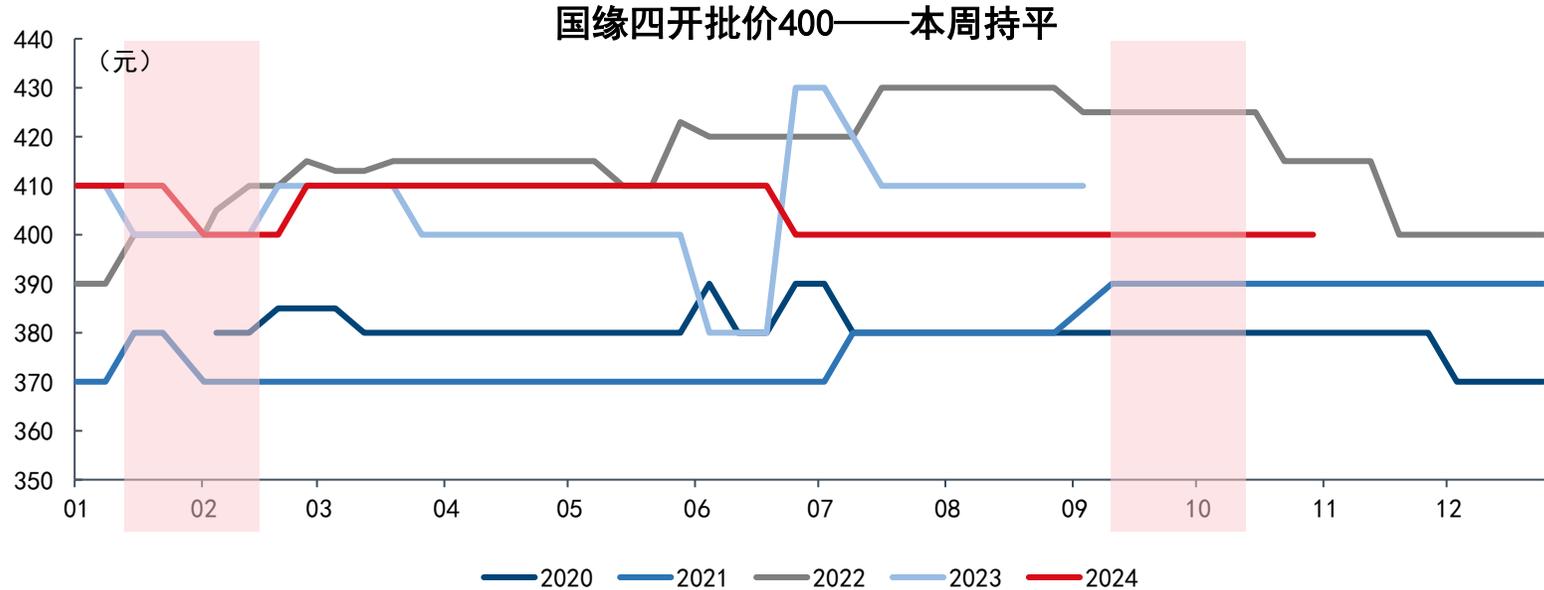
资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/11/4

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.7、今世缘：第三季度增速环比下降，省内市场展现韧性

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年			2024Q3	
	股权激励2024年报表目标122亿元	收入（+15.2%）	利润（+13.2%）	对应24年PE	收入（+10.1%）	利润（+6.6%）
	116.4亿元	35.5亿元	16.1x	26.4亿元	6.2亿元	

基本面	公司近期变化及关键变量	国缘四开批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> 2024Q3公司收入同比+10.1%，净利润同比+6.6%，增速环比下降，但仍兑现稳健增长。分产品看，预计增速V3>对开>淡雅/单开/四开；分区域看，省内市场延续品牌势能，苏中市场增速快于整体、份额持续提升，南京市场高基数下竞争加剧，公司加大费用投入力度，利润率及现金流表现有所承压。 国庆节后商务需求进一步走弱，四开新老品库存较高，批价环比有所下降至400元左右。 	 <p>国缘四开批价400——本周持平</p> <p>(元)</p> <p>—2020 —2021 —2022 —2023 —2024</p>

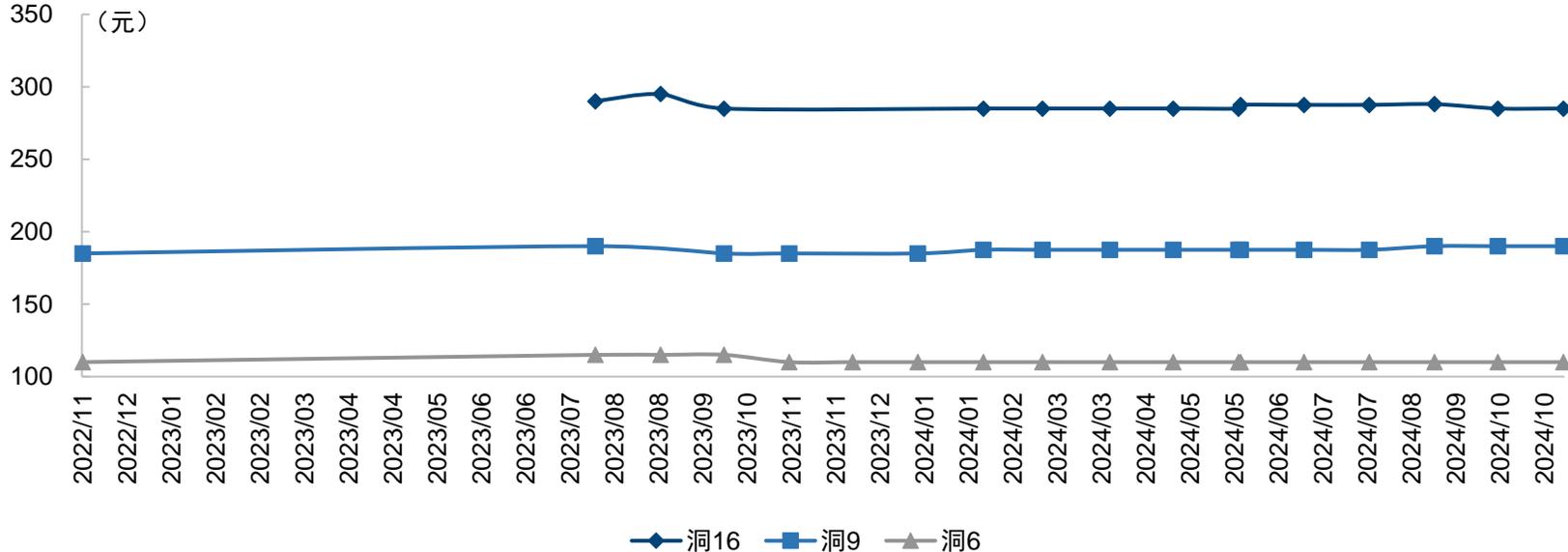
资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/11/4

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.8、迎驾贡酒：第三季度主动降速，蓄力新财年

表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2024年目标（描述）	盈利预测及估值				
		2024年			2024Q3	
	年初目标预计20%以上	收入（+12.2%）	利润（+18.2%）	对应24年PE	收入（+2.3%）	利润（+2.9%）
	75.4亿元	27.1亿元	18.2x	17.1亿元	6.3亿元	

基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现
	<ul style="list-style-type: none"> ● 2024Q3收入同比+2.32%，净利润同比+2.86%，增速环比下降较多，需求承压背景下公司主动降速，表观增速与实际动销较为贴近。产品结构仍有小幅提升，洞9/6增速快于平均，洞藏系列势能延续、收入占比提升，整体毛利率同比+2.9pcts；费用投入端保持理性。 ● 公司2024财年扎帐，已逐步开始与经销商沟通2025财年打款任务，合肥地区预计合同签约任务同比增速双位数左右；当前渠道库存在2-3M，优于竞品，包袱较轻，春节留有余力。 	

资料来源：今日酒价，酒业家，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2024/11/4

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [**01**] 白酒板块10月回顾：节后需求进一步走弱，估值反应基本面压力
- [**02**] 主要白酒公司跟踪：酒企三季度主动调整节奏，收入、净利润增速环比下降
- [**03**] 投资组合、盈利预测及风险提示

- **行业观点：需求磨底复苏，基本面仍有压力，估值可以适当乐观。**
 - **基本面看，**三季报反映白酒行业需求端的压力已经传导至表内，多数酒企主动调整经营节奏、释放渠道风险，上市公司基本面进入磨底阶段；由于白酒本身具有渠道调节项工具，因此基本面反应供需变化具有一定滞后性；我们判断2024Q4-2025H1主流公司仍将以促进终端动销、去化渠道库存为核心，基本面或延续压力，但价格风险、下降幅度预计逐季收窄。
 - **估值端看，**年初至今板块估值承压，提前消化年内增长中枢放缓预期，目前白酒指数PE-TTM处于2019年以来6.5%分位数水平；9月底一揽子积极性政策出台后修复幅度有限，主因下修三季报增速预期、内需复苏仍有不确定性所致；后续增量政策预期升温，消费需求有望在疤痕修复后逐步提升，估值端有望提前修复。
- **投资建议：当下优选韧性较强、多轮周期验证的白酒龙头；关注政策预期升温下的估值修复标的。**1) 三季报报表质量仍然较高，品牌韧性经多轮周期考验的五粮液、贵州茅台、山西汾酒仍是首选；2) 前期估值超跌、基本面弹性受益于需求复苏的泸州老窖及次高端白酒；3) 基地市场稳固，攻守兼备的区域龙头古井贡酒、今世缘。
 - **五粮液：**灵活调整渠道策略，厂商关系改善，回款及动销韧性较好；公司积极回报股东，指引2024-2026年年度分红率不低于70%、分红总额不低于200亿元。预计2024-2026年公司营业总收入891.68/965.55/1043.37亿元，同比+7.1%/+8.3%/+8.1%；预计归母净利润326.69/358.58/394.98亿元，同比+8.1%/+9.8%/+10.2%；当前股价对应2024/2025年17.6/16.0xP/E。
 - **贵州茅台：**短期供给侧积极信号逐步增多（组织治理改善、市场化管理等），长期品牌溢价的商业模式并未改变。预计2024-2026年公司实现营业总收入1739/1916/2067亿元，同比+15.5%/+10.2%/+7.9%；实现归母净利润852/940/1023亿元，同比+14.0%/+10.4%/+8.8%；当前股价对应2024/2025年22.6/20.5P/E。
 - **山西汾酒：**年内基本面韧性优于整体，长期产品升级、区域扩容增长工具充分。预计2024-2026年收入373.12/422.49/474.38亿元，同比+16.9%/+13.2%/+12.3%；预计2024-2026年归母净利润124.63/143.44/163.89亿元，同比+19.4%/+15.1%/+14.3%；当前股价对应2024/2025年20.0/17.8xP/E。

主要风险提示

- 1、宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；
- 2、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；
- 3、地缘政治冲突等因素导致原材料成本大幅上涨；
- 4、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损；
- 5、市场系统性风险导致公司估值大幅下降。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032