

白酒板块9月投资策略

中秋备货旺季开启，板块低波避险价值凸显

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

证券分析师：王新雨

021-60875135

wangxinyu8@guosen.com.cn

S0980526070003

■ **白酒领先出清，2026H2步入低基数。**宏观层面，2026年8月CPI同比回升至0.8%、核心CP同比回升至1.0%，PPI同比涨幅扩大至3.8%、较上月扩大0.3pct，制造业PMI回升0.6pct至49.8%、仍处收缩区间，内需温和修复但动能仍偏弱。行业层面，2026H1白酒营收1916.55亿元、同比-6.38%，净利润731.31亿元、同比-8.14%；2026Q2营收628.68亿元、同比-17.31%，净利润212.23亿元、同比-21.28%，降幅较2026Q1明显扩大，报表主动加速出清。2026H2起板块步入低基数，中秋备货旺季高端动销有望实现同比转正。

■ **飞天茅台动态调价机制成型，价格底部支撑力强。**2026年9月8日贵州茅台对43家自营店7款产品再度调价，53度500ml飞天零售价由1753元/瓶上调至1766元/瓶、完成年内第六次动态调价，当前原箱/散装飞天批价约1740/1725元，较年初约1550元累计上涨约13%，9月4日一度冲高至1755元后小幅回落，价格底部支撑力增强，亦验证公司已具备针对不同场景精准调节供需的能力。

■ **内需叙事：以长期制度性建设换取中期政策空间。**居民部门延续去杠杆、消费信心仍处磨底，但核心CPI回升与白酒领先经济出清显示需求底部企稳迹象。我们认为2027年下半年迎来内需政策契机并打开政策空间，未来1.5年业绩步入平台期，业绩转正的个股投资价值或将较大；若需求温和修复，白酒价格也有望随之上涨。

■ **投资建议：底部信号加强，首推贵州茅台，推荐古井贡酒、泸州老窖。**白酒板块估值与机构持仓处于历史低位，行业超额收益或将出现在A股估值切换期与消费旺季。我们预计短期板块或将交易政策交易工具属性与低波避险价值，中期有望转向交易红利资产与渗透率逻辑个股。贵州茅台通过价格机制重塑与渠道升级，中长期护城河更加扎实，当前股价对应2027年PE约18-19倍，具备较高安全边界；古井贡酒2026H1毛利率逆势提升、不再强制压货，基本面率先修复；泸州老窖2026Q2报表深度出清、估值超跌修复，38度国窖全国化势能延续。

- [01]** 白酒板块：中秋备货旺季开启，2026Q2报表加速出清、2026H2步入低基数
- [02]** 主要酒企跟踪：茅台年内第六次动态调价，酒企中秋旺季控货挺价巩固批价

淡季行业需求平淡，茅台提价强化渠道信心



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2026/9/14

中秋备货旺季开启，高端批价整体上行，贵州茅台年内第六次动态调价



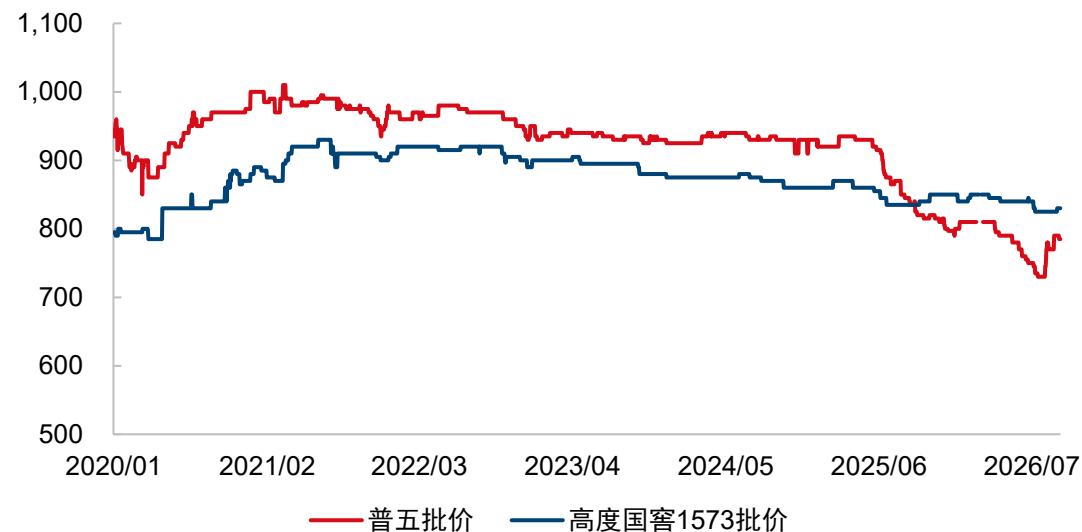
- 中秋备货旺季开启，高端批价整体上行，贵州茅台年内第六次动态调价。根据今日酒价，9月8日贵州茅台43家自营店对7款产品再度动态调价：53度500ml飞天零售价由1753元/瓶上调至1766元/瓶，五星茅台、公斤茅台等一并上调，43度飞天、金色小容量装下调；i茅台线上渠道飞天零售价维持1639元/瓶不变，自营店售价较线上高127元，与8月21日公开业绩会所述“i茅台产品零售价接轨市场流通价，自营店产品零售价接轨市场零售价”的价盘机制一致。截至9月13日，原箱/散装飞天批价约1740/1725元，较8月中旬各上涨约30元；短期波动主因旺季放量下需求承接平稳，飞天批价底部支撑力较强。
- 旺季备货下普五冲高回落、国窖小幅上行。八代五粮液批价9月上旬回升至800元上方后，本周旺季放货回落至770至790元，较8月中旬的770元仍有小幅抬升，主因三季度持续控货挺价叠加渠道库存走低；高度国窖批价约835元，较8月中旬的825元小幅上行，主因公司转向全面顺价促回款。中秋国庆旺季已开启，我们预计高端礼赠需求有望同比改善，酒企将继续通过精准投放与价盘管控巩固批价，批价有望维持稳中有升。

图：茅台批价走势（元）



资料来源：今日酒价，百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2026/9/13

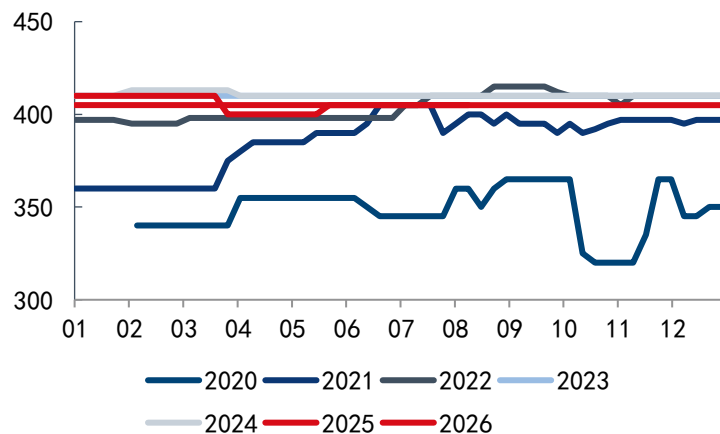
图：普五和高度国窖批价走势（元）



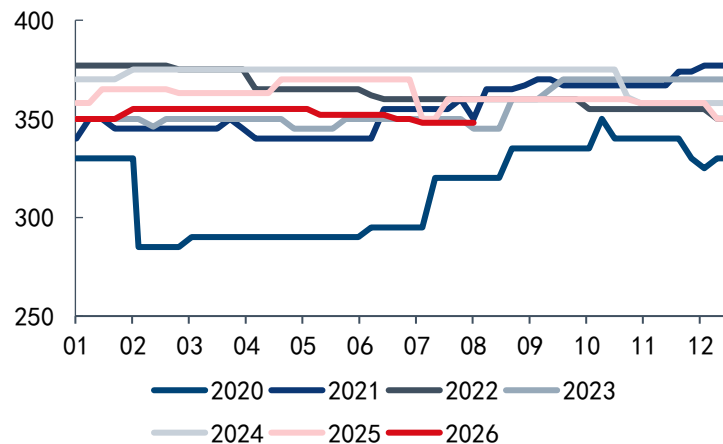
资料来源：今日酒价，百荣酒价，国信证券经济研究所整理；数据截至2026/9/13

次高端批价：逐渐进入备货旺季，酒企纾压渠道，主品价盘整体较稳

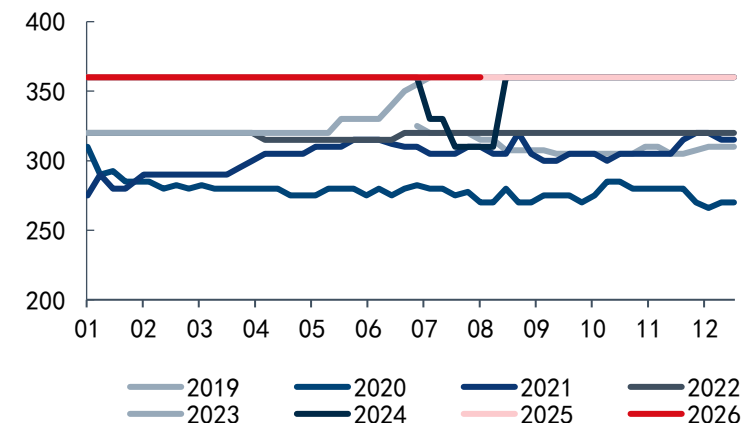
水晶剑批价405元——本月持平



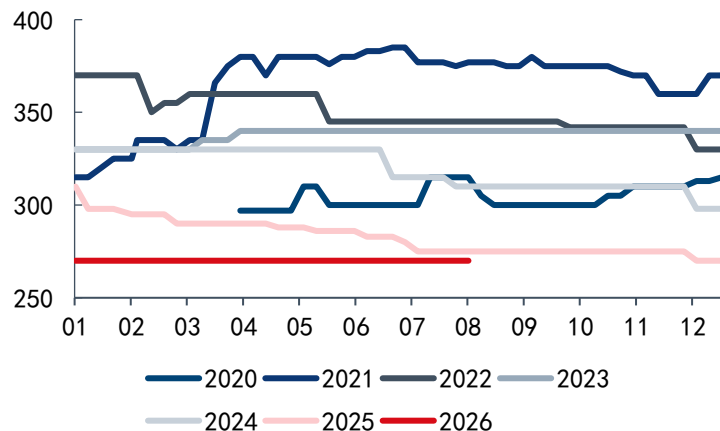
青花20批价348元——本月持平



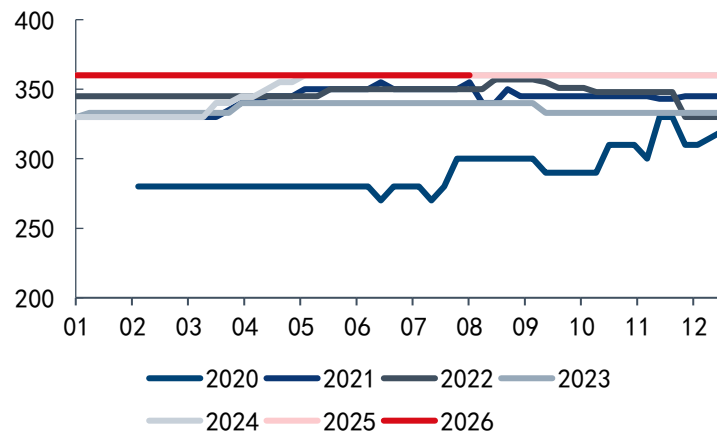
臻酿8号批价360元——本月持平



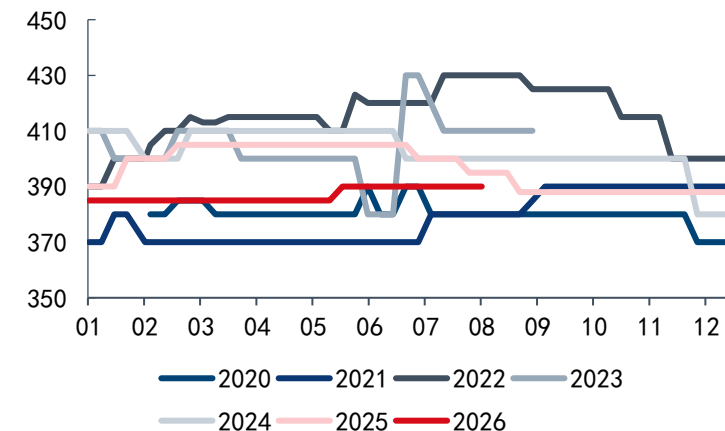
珍15批价270元——本月持平



品味舍得批价360元——本月持平



国缘四开批价390元——本月持平



资料来源：今日酒价，百荣酒价，云酒说，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2026/9/13

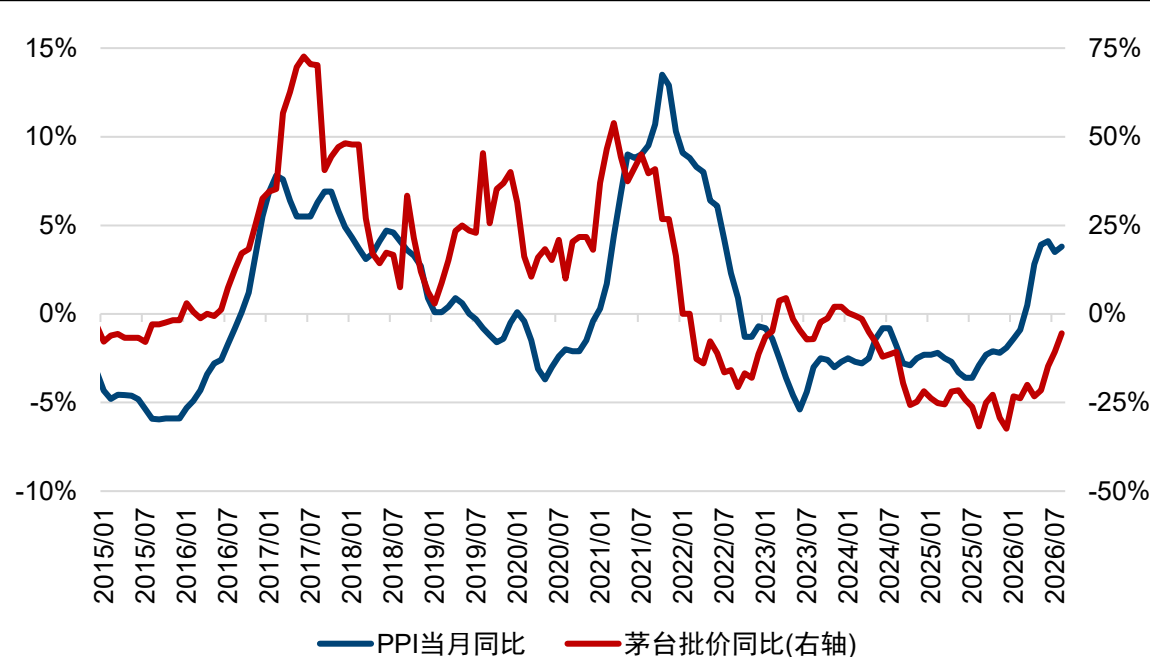
景气度指标：短期内需仍处于缓慢修复阶段，飞天批价企稳回升

■ 短期内需仍处于缓慢修复阶段，飞天批价企稳回升。2026年8月PPI同比+3.8%、1-8月累计+2.0%，PPI同比自3月转正后延续上行；8月CPI同比+0.8%，核心CPI同比回升至1.0%，但服务和商品消费修复仍然偏缓。2026Q2居民中长期贷款同比少增5263亿元，居民部门延续去杠杆、消费信心仍处于磨底阶段；但我们认为贵州茅台通过“ToC”改革已逐步验证飞天茅台价格具备底部支撑力度，公司已搭建“适配真实消费、防止中间炒作”的价格体系与动态调价机制。7月18日年内第二次提价落地后，8月、9月公司延续动态调价，9月8日自营店飞天零售价上调至1766元/瓶；当前原箱飞天批价约1735-1740元，较7月低点回升，9月配额放量后自高位小幅回落。展望下半年：1）供给端约束下，飞天新增投放量整体有限；2）ToC改革下，飞天茅台具有捕捉长尾需求和扩大消费群体的能力，若需求温和修复，价格也有望上涨；3）普五批价自7月低点回升后维持780-790元，高端酒批价整体企稳，板块悲观预期逐步修复。

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PPI当月同比拟合



资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2026/6/30

资料来源：Wind、今日酒价，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2026/8/31

- 【 01 】 白酒板块：中秋备货旺季开启，2026Q2报表加速出清、2026H2步入低基数
- 【 02 】 主要酒企跟踪：茅台年内第六次动态调价，酒企中秋旺季控货挺价巩固批价

2.1、贵州茅台：中报业绩稳健，飞天年内第六次动态调价落地，批价底部支撑强化



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2026年增速预期	盈利预测及估值（单位：亿元）			
		2026E		2026Q2A	
		收入	净利润	收入	净利润
		1733 (+0.7%)	824 (+0.1%)	376 (-5.2%)	173 (-6.9%)
基本面	公司近期变化及关键变量	箱装飞天批价1735元			
	● 2026Q2收入、净利润同比分别下滑5.2%、6.9%，主因海外渠道发货放缓、对集团相关公司销售减少及非标价格调整，属市场化改革主动调整。 ● 根据今日酒价，9月8日自营店53度飞天零售价上调至1766元/瓶、整体有升有降，i茅台渠道维持1639元/瓶，9月9日起6款年份飞天改为每日定时投放。我们预计中秋备货旺季9月配额陆续到货，飞天批价9月配额放量后自高位小幅回落至1740元/瓶附近，但较年初累计上涨约13%、底部支撑较强。展望下半年，供给投放约束下价格具备支撑，全年业绩与价格有望保持稳定。				

资料来源：今日酒价，i茅台，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/9/13

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：中报收入稳健，旺季控货挺价



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2026年增速预期	盈利预测及估值（单位：亿元）			
		2026E		2026Q2A	
		收入	净利润	收入	净利润
		448.5 (+10.7%)	148.0 (+65.3%)	55.8 (-13.2%)	6.9 (+232.6%)
基本面	公司近期变化及关键变量	五粮液批价785元			
	● 26Q2收入、净利润同比分别下滑13.2%、增长232.6%，净利落预告下沿，系低基数下报表修复。 ● 二季度以来延续控货挺价，8月起收紧费用政策、取消阶段性奖励并对低于800元出货不再补贴，普五批价回升至780至790元。大股东开展增持彰显中长期信心；29度新品首年销售约5亿元、女性客群占比40%，补充年轻化产品线公司以价格势能储备备战旺季。展望全年，低基数下报表有望实现恢复性增长。				

资料来源：百荣酒价，公司公众号，酒业内参，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/9/13

2.3、泸州老窖：中报大幅出清，旺季前转向顺价、以费用反补抢回款



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2026年增速预期	盈利预测及估值（单位：亿元）			
		2026E		2026Q2A	
		收入	净利润	收入	净利润
		179.9 (-30.1%)	67.2 (-37.9%)	24.5 (-65.5%)	6.3 (-79.5%)
基本面	公司近期变化及关键变量	国窖1573批价830元			
	● 2026Q2收入、净利润同比分别下滑65.5%、79.5%，报表大幅出清。渠道库存自年中以来持续去化，目前经销商及终端库存处于可控水平。 ● 根据今日酒价，公司调整高度国窖1573渠道政策，将部分年底补贴提前兑付经销商、补贴后打款价由910元/瓶降至840元/瓶左右，并同步推出扫码金币/金吊坠、小酒换购等消费者激励，意在促进旺季回款、稳定渠道情绪。公司9月正式推出国窖1573年份酒系列，覆盖10年、15年、20年三档，系该系列首次进军高端年份酒领域，向上拓展超高端收藏礼赠市场、与高度国窖形成产品梯队、不冲击现有价格体系。				

资料来源：今日酒价，公司公告，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/9/13

2.4、山西汾酒：中报持续出清，中秋促销启动



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2026年增速预期	盈利预测及估值（单位：亿元）			
		2026E		2026Q2A	
	公司产品及区域仍有势能，省内基本盘稳健，预计2026年收入、净利润同比分别下滑约14%、18%，降幅好于板块整体	收入	净利润	收入	净利润
		331.3 (-14.4%)	100.3 (-18.1%)	61.2 (-17.7%)	10.6 (-43.1%)
基本面	公司近期变化及关键变量	青花20批价348元——本月持平			
	2026Q2收入、净利润同比分别下滑17.7%、43.1%，报表延续出清。 - 产品端青花20动销领先、玻汾控货挺价，产品结构阶段性下移。“观汾”小酒馆沉浸式体验在太原、上海、济南等多城落地培育新场景。根据今日酒价，9月3日起启动中秋促销，覆盖青花、老白汾、巴拿马系列，首次开瓶红包中奖率99.99%。展望后续，青花20大单品势能与玻汾基本盘支撑下，公司动销领先、份额提升逻辑仍在。				

资料来源：今日酒价，公司公众号，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/9/13

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：中报继续出清、渠道库存降至合理水位，第七代海之蓝加速铺货



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2026年增速预期	盈利预测及估值（单位：亿元）																																																														
		2026E		2026Q2A																																																												
		收入	净利润	收入	净利润																																																											
	2026年渠道包袱进一步减轻，低基数下预计收入同比下滑约6%、净利润同比增长约40%	180.4 (-6.1%)	30.9 (+40.3%)	23.5 (-36.9%)	1.6 (-78.0%)																																																											
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现																																																														
	● 2026Q2 营收 23.55 亿元、同比 -36.86%，归母净利润 1.55 亿元、同比 -78.04%，报表加速出清。 ● 中秋备战中，公司以“整顿秩序、稳定价盘、恢复信心”为主线。产品端，第七代海之蓝作为百元价格带“压舱石”在省内铺货，并与“苏超”（江苏省城市足球联赛）双向联动、推出特调微醺饮品切入观赛与夜市场景；梦之蓝 M6+ 等次高端单品守稳高端基本盘。	<table><thead><tr><th>产品系列</th><th>2021/09</th><th>2022/03</th><th>2022/09</th><th>2023/03</th><th>2023/09</th><th>2024/03</th><th>2024/09</th><th>2025/03</th><th>2025/09</th><th>2026/03</th><th>2026/06</th></tr></thead><tbody><tr><td>M6+</td><td>640</td><td>640</td><td>630</td><td>630</td><td>600</td><td>580</td><td>550</td><td>550</td><td>550</td><td>560-570</td><td>560-570</td></tr><tr><td>M3</td><td>450</td><td>450</td><td>450</td><td>420</td><td>420</td><td>400</td><td>380</td><td>350</td><td>350</td><td>360-380</td><td>360-380</td></tr><tr><td>天之蓝</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>290</td><td>280</td><td>270</td><td>270</td><td>270</td><td>270</td><td>265-270</td><td>265-270</td></tr><tr><td>海之蓝</td><td>120</td><td>120</td><td>120</td><td>120</td><td>120</td><td>120</td><td>120</td><td>120</td><td>120</td><td>115-125</td><td>115-125</td></tr></tbody></table>				产品系列	2021/09	2022/03	2022/09	2023/03	2023/09	2024/03	2024/09	2025/03	2025/09	2026/03	2026/06	M6+	640	640	630	630	600	580	550	550	550	560-570	560-570	M3	450	450	450	420	420	400	380	350	350	360-380	360-380	天之蓝	290	290	290	290	280	270	270	270	270	265-270	265-270	海之蓝	120	120	120	120	120	120	120	120	120	115-125
产品系列	2021/09	2022/03	2022/09	2023/03	2023/09	2024/03	2024/09	2025/03	2025/09	2026/03	2026/06																																																					
M6+	640	640	630	630	600	580	550	550	550	560-570	560-570																																																					
M3	450	450	450	420	420	400	380	350	350	360-380	360-380																																																					
天之蓝	290	290	290	290	280	270	270	270	270	265-270	265-270																																																					
海之蓝	120	120	120	120	120	120	120	120	120	115-125	115-125																																																					

资料来源：今日酒价，公司公告，酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/9/13

2.6、今世缘：中报稳健，2026Q2收入净利双转正



表：公司财务信息及基本面表现更新

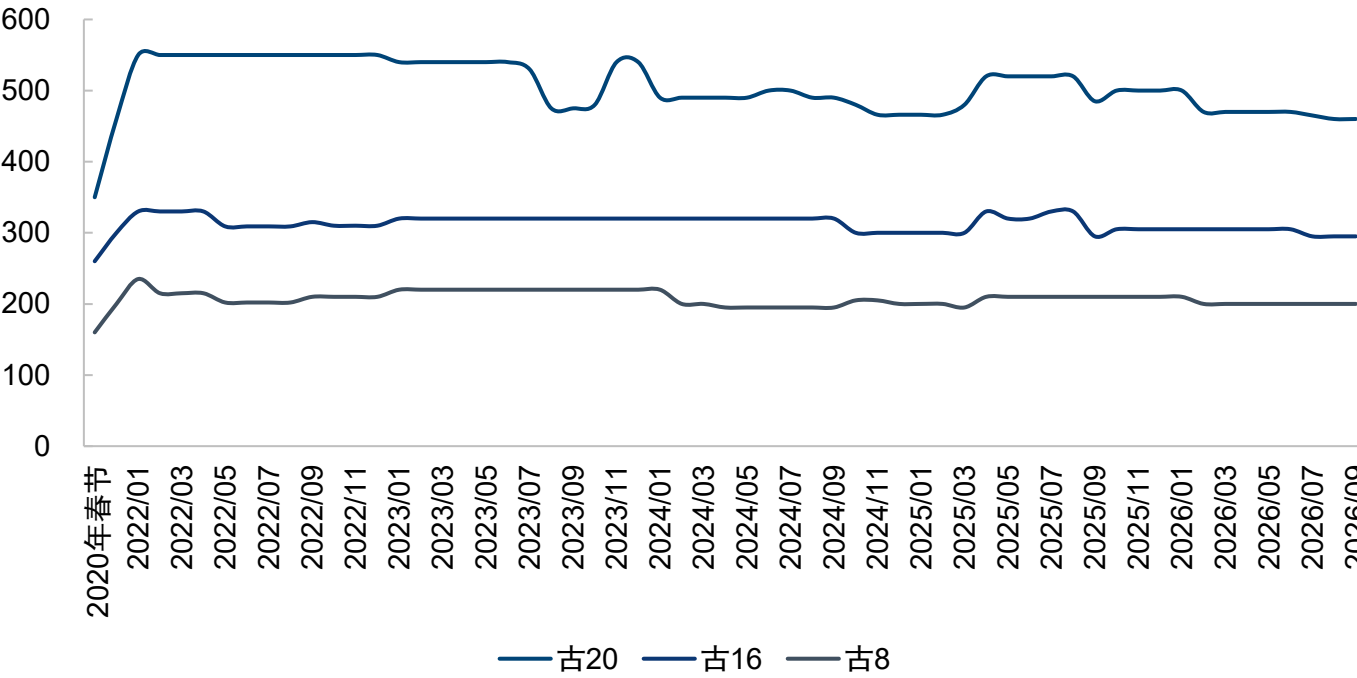
财务信息	2026年增速预期	盈利预测及估值（单位：亿元）			
		2026E		2026Q2A	
		收入	净利润	收入	净利润
		101.9 (+0.1%)	26.4 (+1.4%)	21.1 (+14.1%)	7.0 (+19.2%)
基本面	公司近期变化及关键变量		国缘四开批价390元		
	● 2026Q2 营收、归母净利润同比分别 +14.11%、+19.17%，实现全品系、全区域增速回正。 ● 公司中秋国庆旺季预期谨慎乐观，经营坚持稳价盘、稳信心，通过五码系统按周跟踪库存、全年库销比争取只减不增。产品端，淡雅受益百元价格带扩容、巩固省内优势并加快省外布局；四开、对开 6 月以来持续修复。公司坚持以四开+V3 打造省内形象单品，并拟适时导入三开补充 300-400 元价格带。后续公司继续聚焦国缘开系、坚持周边化与长三角一体化。				

资料来源：今日酒价，名酒观察，糖酒快讯，云酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/9/14

2.7、古井贡酒：中报主动出清、毛利率逆势提升



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2026年增速预期	盈利预测及估值（单位：亿元）			
		2026E		2026Q2A	
	2025年受子公司减值影响净利润下滑幅度较大，2026年低基数下预计收入同比下滑约5%、净利润同比基本持平	收入	净利润	收入	净利润
		179.6 (-4.6%)	35.2 (-0.7%)	26.9 (-43.3%)	5.6 (-58.1%)
基本面	公司近期变化及关键变量		批价表现		
	● 2026Q2 营收、归母净利润同比分别 -43.27%、-58.14%，报表加速释放压力、毛利率逆势提升。 ● 9月9日官宣"庆中秋迎国庆"扫码赢豪礼活动拉动终端开瓶，9月11日超级皖美食争霸赛滁州站启动。渠道端，8月与邻几、每一天、唐久、Today等 11家区域头部连锁便利店达成直供合作，联合推出"古井大曲"（19.9 元）等大众单品，并在皖豫鲁鄂铺开社区"打酒铺"业态，推动渠道由压货向"短链直供+终端触点"转型。				

资料来源：今日酒价，公司公告，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/8/16

2.8、迎驾贡酒：率先企稳，洞藏系列引领



表：公司财务信息及基本面表现更新

财务信息	2026年增速预期	盈利预测及估值（单位：亿元）																																																																																										
		2026E		2026Q2A																																																																																								
	公司调整较早、幅度较大，率先确认基本面拐点，预计2026年收入同比增长约7%、净利润同比增长约8%	收入	净利润	收入	净利润																																																																																							
		64.1 (+6.6%)	21.4 (+7.8%)	11.9 (+6.6%)	3.3 (+8.4%)																																																																																							
基本面	公司近期变化及关键变量	批价表现																																																																																										
	● 2026Q2 营收、归母净利润同比分别 +6.55%、+8.44%，延续正增长、毛利率同比提升。 ● 公司聚焦中秋旺季催化，宴席场景有望持续修复，推动洞藏系列动销与宴席份额提升。产品端，洞藏系列洞16、洞20向中高端迁移，贡酒系列（原洞6、洞9）覆盖大众价格带、新品贡3、贡5下探百元以下，产品矩阵覆盖更全；渠道端，省外市场重回增长，直销（含团购）渠道营收高增，省内基本盘稳定。	<table><caption>Estimated Price Data (Yuan)</caption><tr><th>Time</th><th>洞16</th><th>洞9</th><th>洞6</th></tr><tr><td>2022/11</td><td>290</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2023/01</td><td>290</td><td>188</td><td>112</td></tr><tr><td>2023/03</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr><tr><td>2023/05</td><td>290</td><td>190</td><td>113</td></tr><tr><td>2023/07</td><td>295</td><td>190</td><td>113</td></tr><tr><td>2023/09</td><td>285</td><td>190</td><td>113</td></tr><tr><td>2023/11</td><td>285</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/01</td><td>285</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/03</td><td>285</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/05</td><td>285</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/07</td><td>288</td><td>188</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/09</td><td>288</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2024/11</td><td>285</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/01</td><td>285</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/03</td><td>285</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/05</td><td>285</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/07</td><td>288</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/09</td><td>288</td><td>190</td><td>110</td></tr><tr><td>2025/11</td><td>285</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2026/01</td><td>285</td><td>185</td><td>110</td></tr><tr><td>2026/03</td><td>288</td><td>190</td><td>115</td></tr></table>				Time	洞16	洞9	洞6	2022/11	290	185	110	2023/01	290	188	112	2023/03	290	190	113	2023/05	290	190	113	2023/07	295	190	113	2023/09	285	190	113	2023/11	285	188	110	2024/01	285	188	110	2024/03	285	188	110	2024/05	285	188	110	2024/07	288	188	110	2024/09	288	190	110	2024/11	285	190	110	2025/01	285	190	110	2025/03	285	190	110	2025/05	285	185	110	2025/07	288	190	110	2025/09	288	190	110	2025/11	285	185	110	2026/01	285	185	110	2026/03	288	190
Time	洞16	洞9	洞6																																																																																									
2022/11	290	185	110																																																																																									
2023/01	290	188	112																																																																																									
2023/03	290	190	113																																																																																									
2023/05	290	190	113																																																																																									
2023/07	295	190	113																																																																																									
2023/09	285	190	113																																																																																									
2023/11	285	188	110																																																																																									
2024/01	285	188	110																																																																																									
2024/03	285	188	110																																																																																									
2024/05	285	188	110																																																																																									
2024/07	288	188	110																																																																																									
2024/09	288	190	110																																																																																									
2024/11	285	190	110																																																																																									
2025/01	285	190	110																																																																																									
2025/03	285	190	110																																																																																									
2025/05	285	185	110																																																																																									
2025/07	288	190	110																																																																																									
2025/09	288	190	110																																																																																									
2025/11	285	185	110																																																																																									
2026/01	285	185	110																																																																																									
2026/03	288	190	115																																																																																									

资料来源：今日酒价，酒业家，云酒说，国信证券经济研究所；注：批价数据截至2026/8/16

投资建议：底部信号加强，推荐贵州茅台等



■ **投资建议：底部信号加强，首推贵州茅台，推荐古井贡酒、泸州老窖。**白酒板块估值与机构持仓处于历史低位，行业超额收益或将出现在A股估值切换期与消费旺季。我们预计短期板块或将交易政策交易工具属性与低波避险价值，中期有望转向交易红利资产与渗透率逻辑个股。贵州茅台通过价格机制重塑与渠道升级，中长期护城河更加扎实，当前股价对应2027年PE约18-19倍，具备较高安全边界；古井贡酒2026H1毛利率逆势提升、不再强制压货，基本面率先修复；泸州老窖2026Q2报表深度出清、估值超跌修复，38度国窖全国化势能延续。

■ 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、消费税税率提升、消费税征收环节后移等行业政策；
- 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；
- 6、盈利预测风险。

免责声明



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.CSI）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
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	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门、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