

# 消费税专题报告

## 《决定》明确推进征收环节后移，白酒渠道秩序有望提升

行业研究 · 行业专题

食品饮料 · 白酒

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

联系人：张未艾

zhangweiai@guosen.com.cn

**二十届三中全会《决定》明确稳步推进消费税征收环节后移并逐步下划地方。**1994年我国开始征收消费税，具有政府调节生产消费和社会财富再分配的作用，过去30年间消费税的征收环节、范围、税率等不断优化和完善，当前征收实践基本平稳。在新一轮财税体制改革过程中，消费税改革的核心在于进一步优化中央与地方的财政事权和收入划分；**二十届三中全会《决定》明确增加地方自主财力，拓展地方税源，推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，财政部提出下一步将分品目、分步骤稳妥推进征收环节后移。**

- 白酒消费税改革以扶优限劣、征收标准化、口径严格化为主线，2001年确定量价复合征收方式、2017年确定计税价格标准，具有延续性；
- 2001年后的3次消费税改革对白酒板块基本面和股价影响较弱，2019年以来消费税改革预期多次演绎，市场对行业影响已进行充分探讨。

**白酒贡献主要酒类消费税收入，对比美日我国高端白酒消费税处于较高水平。**从品类看，当前消费税主要覆盖15个税目，其中白酒采用量价复合征收形式，纳税人主体为生厂商。从结构看，2022年消费税收入以烟、油为主，酒精类占比4.6%，其中白酒贡献超过70%。对比海外看，我国高端白酒消费税处于较高水平，且过去10年白酒上市公司实际从价税率呈现上升趋势。

**白酒消费税征收环节后移，短期在操作上有一定技术难度，长期政策落地后利好酒企渠道管控。**我们认为消费税改革的可能性排序：1) 征收环节后移并与地方政府分享；2) 围绕负外部性和高档性两个方向扩大征收范围；3) 优化部分税目税率。改革时间判断：立法仍是主线，预计落地时间较长，烟、油、车产业链条较为标准的税目或率先试点，白酒征收环节后移的评估：

- **短期看技术难度较高，或将率先推进标准化系统建设和影响测算：**白酒批零环节涉及主体数量庞大且分散，利润操纵空间较大，稽查难度较高。因此我们预计短期将先推进标准化体系的搭建（编制产品SKU条码并与系统适配等）、测算各方影响后再进行立法和试点。
- **行业利润进一步向品牌力强的龙头公司集中：**若将白酒消费税征收环节后移，强监管模式下白酒销售渠道规范性有望提升，长期看随渠道规范性提升，利好酒厂对渠道的管理。理想状态下，征收环节后移的渠道利润再分配取决于酒企品牌力，对于茅台、五粮液等产业链地位高的厂家，理论上有能力将税负转嫁至终端消费者，并由于报表中税金及附加科目不再包含消费税，厂家利润率或将有所提升。

**投资建议：**优选品牌力强（往终端转移税负能力强）的贵州茅台、五粮液等。

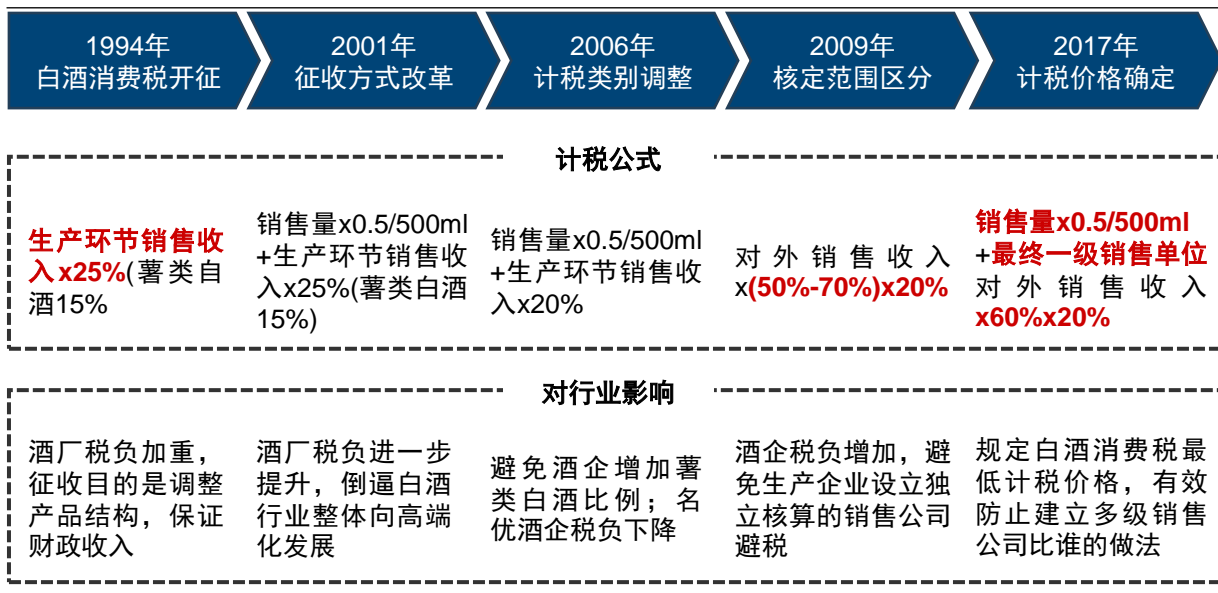
**风险提示：**加强税务稽查的背景下，渠道商利润或受到影响；宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱、竞争加剧。

- [ 01 ] 消费税改革主线是“央地共享”，征收环节后移增加地方自主财力
- [ 02 ] 白酒贡献酒类主要消费税，高端白酒消费税水平较高
- [ 03 ] 白酒消费税改革方向、征收环节后移的影响分析
- [ 04 ] 附录

# 背景：消费税改革是我国税制改革大背景下的主体内容之一

- 消费税改革本质上服务于我国税制改革和税收职能变迁。复盘历史，我国的消费税是1994年国家税制改革在流转税中新设置的一个税种，30年以来在税率调整、征收范围等方面逐步改革和完善，税制框架基本成熟，征收实践基本平稳。
- 其中白酒消费税改革以扶优限劣、征收标准化、口径严格化为主线。自1994年开征消费税以来，白酒消费税经历了2001年征收方式调整、2006年计税类别调整、2009年核心范围区分、2017年计税价格确定几次重大的制度调整。

表：四次白酒消费税改革复盘



资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

表：消费税改革历史

时间	具体征收内容
1994年之前	白酒最主要税种是产品税，税率高达60%。
1994	消费税正式设立，实行从价定率征收，粮食白酒税率为25%，薯类白酒税率为15%。
1995	6月1日，对销售除啤酒、黄酒外的其他酒类产品而收取的包装物押金，无论是否返还以及会计上如何核算，均应并入当期销售额征收消费税。
1998	粮食类白酒（含薯类白酒）的广告宣传费一律不得在税前扣除。凡已扣除的部分，在计算缴纳企业所得税时应作纳税调整处理。
2001	消费税实行按从价和从量复合征收，即按生产环节销售收入的25%和销售量每公斤1元计算缴纳，同时取消以外购酒勾兑生产酒可以扣除其购进酒已纳消费税的政策。
2002	针对关于酒类生产企业利用关联企业之间关联交易规避消费税问题作出了规定，要求各地税务局对其计税收入额进行调整。同时规定白酒生产企业向商业销售单品收取的品牌使用费，均应并入白酒的销售额中缴纳消费税。
2006	4月1日，取消粮食白酒与薯类白酒的差别税率，从价统一调整为20%，从量每公斤按照1元计算缴纳。
2008	新修订的消费税暂行条例规定在生产、委托加工和进口白酒时，其消费税的组成计税价格需加上从量定额消费税税额。
2009	明确了白酒消费税最低计税价格核定管理办法，于8月1日起实施。国家规定消费税计税价格若低于销售单位对外售价的70%，最低计税价格将由税务部门在白酒销售单位对外销售价格50%—70%范围内自行核定。其中生产规模较大、利润水平较高的白酒生产企业需要核定消费税最低计税价格的，税务机关核价幅度原则上应选择在销售单位对外销售价格60%至70%范围内。
2012	自9月1日起，委托方将收回的应税消费品以不高于受托方价格出售的，为直接出售，不再缴纳消费税；委托方以高于受托方计税价格出售的，不属于直接出售，需按规定申报缴纳消费税，在计税时准予扣除受托方已代扣代缴的消费税。
2014	自12月1日起，取消酒精消费税，“酒及酒精”税目改为“酒”，并继续按照现行消费税政策执行
2015	自7月15日起，计税价格低于销售单位对外销售价格70%以下、年销售额1000万以上的各种白酒，消费税取低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定，核定比例继续暂统一确定为60%。
2016	中国酒协与国务院研究中心就白酒消费税调整方素上报财政部和税务总局等多个部委以作参考，调整思路是将征收环节从以往的生产或进口环节，转为向批发或零售环节
2016	5月1日起白酒企业营业税改增增值税。
2017	自5月1日起，最低计税价格核定比例由50%至70%统一调整为60%，2017年已核定最低计税价格的白酒，国税机关应按照调整后的比例重新核定；对白酒生产企业设立多级销售单位销售的白酒，国税机关应按照最终一级销售单位对外销售价格核定生产企业消费税最低计税价格。

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

# 《决定》：明确消费税征收环节后移并稳步下划地方，分品目、分步骤稳妥推进

- 2013年十八届三中全会提出调整消费税征收范围、环节、税率，进一步理顺中央和地方收入划分。《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出“把高耗能、高污染产品及部分高档消费品纳入征收范围”，进一步引导生产和消费、调节收入分配。
- 2019年国务院提出后移消费征收环节并下划地方是调整中央与地方收入划分的改革方向之一。《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》提出消费税征收环节后移，将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税品目后移至批发或零售环节征收（先划定高档手表等），以及将消费税稳步下划地方，拓展地方收入来源。
- 二十届三中全会进一步明确消费税改革方向。《决定》明确增加地方自主财力，拓展地方税源，推进消费税征收环节后移并稳步下划地方；7月31日财政部提出下一步将统筹考虑中央与地方收入划分、税收征管能力等因素，分品目、分步骤稳妥推进征收环节后移。

表：十八届三中全会以来消费税改革方向指引

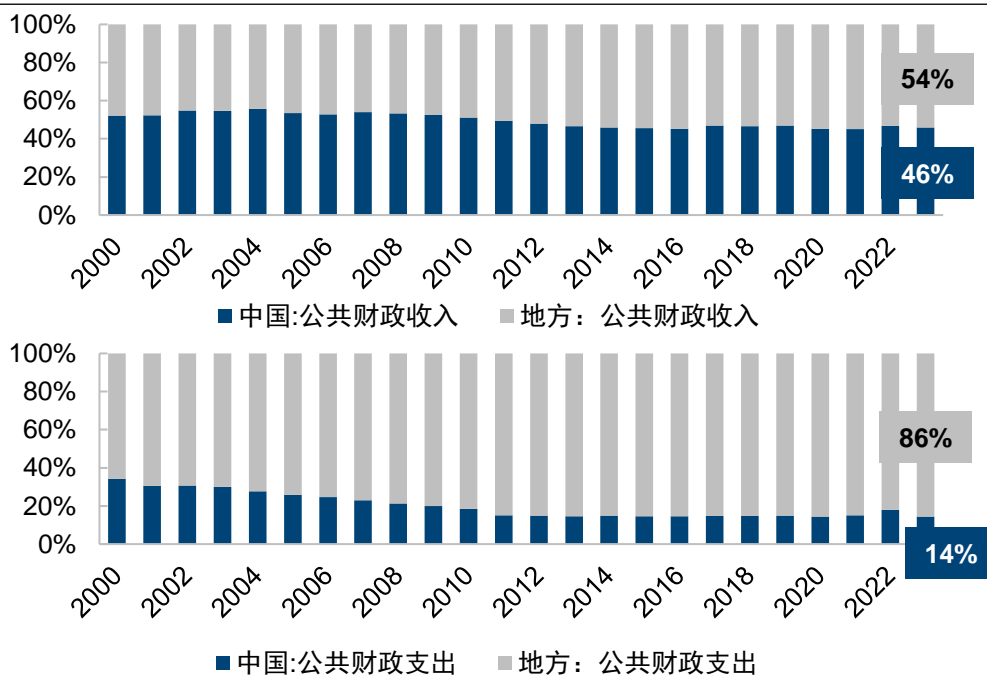
会议及文件	时间	关于税制改革主要内容
十八届三中全会 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	2013年11月12日	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 完善税收制度。深化税收制度改革，完善地方税体系，逐步提高直接税比重。推进增值税改革，适当简化税率。调整消费税征收范围、环节、税率，把高耗能、高污染产品及部分高档消费品纳入征收范围。逐步建立综合与分类相结合的个人所得税制。加快房地产税立法并适时推进改革，加快资源税改革，推动环境保护费改税。按照统一税制、公平税负、促进公平竞争的原则，加强对税收优惠特别是区域税收优惠政策的规范管理。税收优惠政策统一由专门税收法律法规规定，清理规范税收优惠政策。完善国税、地税征管体制。</li> <li>• 建立事权和支出责任相适应的制度。保持现有中央和地方财力格局总体稳定，结合税制改革，考虑税种属性，进一步理顺中央和地方收入划分。</li> </ul>
《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》	2019年9月26日	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 保持增值税“五五分享”比例稳定。中央分享增值税的50%、地方按税收缴纳地分享增值税的50%。</li> <li>• 调整完善增值税留抵退税分担机制。为缓解部分地区留抵退税压力，增值税留抵退税地方分担的部分（50%），由企业所在地全部负担（50%）调整为先负担15%，其余35%暂由企业所在地一并垫付，再由各地按上年增值税分享额占比均衡分担，垫付多于应分担的部分由中央财政按月向企业所在地省级财政调库。</li> <li>• 后移消费税征收环节并稳步下划地方。按照健全地方税体系改革要求，在征管可控的前提下，将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，拓展地方收入来源，引导地方改善消费环境。具体调整品目经充分论证，逐项报批后稳步实施。先对高档手表、贵重首饰和珠宝玉石等条件成熟的品目实施改革，再结合消费税立法对其他具备条件的品目实施改革试点。改革调整的存量部分核定基数，由地方上解中央，增量部分原则上将归属地方，确保中央与地方既有财力格局稳定。具体办法由财政部会同税务总局等部门研究制定。</li> </ul>
二十届三中全会 《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》	2024年7月18日	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。增加地方自主财力，拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限。</li> <li>• 推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例。研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，授权地方在一定幅度内确定具体适用税率。</li> <li>• 7月31日财政部提出下一步考虑将推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，统筹考虑中央与地方收入划分、税收征管能力等因素，分品目、分步骤稳妥实施；拓展地方收入来源，引导地方改善消费环境。</li> </ul>

资料来源：中华人民共和国中央人民政府网，国信证券经济研究所整理

# 原因：进一步落实中央和地方收入划分，征收环节后移增加地方自主财力

- 消费税立法是为落实央地收入划分改革的有关要求做出的补充。根据2019年《征求意见稿》：消费税改革延续基本制度框架，保持制度稳定；按照关于健全地方税体系、中央与地方收入划分改革的有关要求，后移消费税部分消费品征收环节等消费税改革工作一直在推进中。
- 中央与地方财政收支比例不匹配，地方承担更多事权和支出责任。2023年地方公共财政收入占比54%/支出占比86%，同时伴随近年来土地收入逐步下降，税制改革必要性进一步加强。消费税征收环节后移有利于拓展地方税源，增加地方自主财力。
- 消费税征收环节后移至批发和零售环节有望在征管可控前提下逐步推进。当前增值税、资源税、所得税、城建税4大税种均按照一定比例由中央和地方政府划分，而消费税的税源仍较为集中。征收环节后移有利于地方政府共享我国经济发展红利，通过增量收入划归地方的形式，平衡地方财政收入，也有利于改变地方政府发展方式，激励地方优化营商环境和消费环境。

图：中央和地方财政收入（上）、支出（下）占比



资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

表：我国主要税种在中央、地方财政的分配比例

实施时间	税项名称	中央&地方分配比例	来源文件
2016	增值税	中央政府分享 <b>50%</b> 地方政府分享 <b>50%</b>	《国务院关于印发全面推开营改增试点后调整中央与地方增值税收入划分过渡方案的通知》
2016	资源税	海洋石油企业所缴归中央 其余归地方	《财政部 国家税务总局关于全面推进资源税改革的通知》
2004	企业所得税	中国铁路总公司（原铁道部）、各银行总行及海洋石油企业缴纳的部分归中央政府，其余部分归中央与地方政府按 <b>60%</b> 和 <b>40%</b> 的比例分享	《国务院关于明确中央与地方所得税收入分享比例的通知》
2004	个人所得税	除储蓄存款利息所得的个人所得税外，其余部分归中央与地方政府按 <b>60%</b> 和 <b>40%</b> 的比例分享	《国务院关于明确中央与地方所得税收入分享比例的通知》
2021	城建税	铁道部、各银行总行、各保险总公司集中缴纳的部分归中央政府 其余部分归地方政府	《国家税务总局关于城市维护建设税征收管理有关事项的公告》

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

# 影响：2001年后3次消费税改革对白酒板块基本面和股价影响较弱

- 消费税改革对基本面和白酒板块股价的效应整体偏弱。2001年后消费税改革以扶优限劣为主线，同时名酒避税能力更强（改革会伴随高端白酒涨价效应，有意愿将税负转嫁至下游），二者共致名酒企业业绩受消费税改革影响较小，行业与经济周期和自身景气度相关性更大。
- 2019年以来消费税改革预期演绎多次，业界对征收环节后移的讨论已比较充分。2019年12月财政部发布消费税法征求意见稿，未提及白酒征税办法及税率；2021年4月、8月官方再次提出推进后移消费税征收环节并下地方、扩大征收范围；2022年11月对电子烟类目征收生产36%+批发环节11%的消费税征收方式。市场对消费税征收环节后移覆盖品目扩大、按步骤推进已形成较为一致的预期。

图：2006、2009、2017年三次消费税改革对白酒板块基本面和股价的影响较小



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [ 01 ] 消费税改革主线是“央地共享”，征收环节后移增加地方自主财力
- [ 02 ] 白酒贡献酒类主要消费税，高端白酒消费税水平较高
- [ 03 ] 白酒消费税改革方向、征收环节后移的影响分析
- [ 04 ] 附录



# 目前白酒消费税为从价从量复合征收，征收环节在生产端

表：中国税务年鉴公布消费税税目、税率

税目	征收范围	税率(税额标准)	税目	征收范围	税率(税额标准)
<b>一. 烟</b>			<b>六. 成品油</b>		
(一) 卷烟			(一) 汽油	包括车用汽油和航空汽油	每升1.52元
1. 甲类卷烟	包括每标准条(200支)调拨价格在70元(不包括增值税)以上的卷烟、进口卷烟和国家规定的其他卷烟	销售额×56%+每支0.003元	(二) 柴油		每升1.20元
2. 乙类卷烟	包括每标准条(200支)调拨价格不足70元(不包括增值税)的卷烟	销售额×36%+每支0.003元	(三) 航空煤油		每升1.20元
3. 卷烟批发		销售额×11%+每支0.005元	(四) 石脑油	包括汽油、柴油、航空煤油和溶剂油以外的各种轻质油	每升1.52元
(二) 雪茄烟		36	(五) 溶剂油		每升1.52元
(三) 烟丝	包括斗烟、莫合烟、烟末、水烟和黄红烟丝等	30%	(六) 润滑油	包括矿物性润滑油、矿物性润滑油基础油、植物性润滑油、动物性润滑油和化工原料合成润滑油	每升1.52元
<b>二. 酒</b>			(七) 燃料油		每升1.20元
(一) 白酒		销售额×20%+每500克(500毫升)0.5元	<b>七. 摩托车</b>		
(二) 黄酒		每吨240元	(一) 排气量250毫升的		3%
(三) 啤酒			(二) 排气量超过250毫升的		10%
1. 甲类啤酒	每吨出厂价格在3000元(不包括增值税)以上的、娱乐业、饮食业自制的	每吨250元	<b>八. 小汽车</b>		
2. 乙类啤酒	每吨出厂价格不足3000元(不包括增值税)的	每吨220元	(一) 乘用车	不超过9个座位	
(四) 其他酒	包括糠麸白酒、其他原料白酒、土甜酒、复制酒、果木酒、汽酒和药酒等	10%	1. 排气量不超过1.0升的		1%
<b>三. 高档化妆品</b>			2. 排气量超过1.0升、不超过1.5升的		3%
	包括生产环节销售价格、进口环节完税价格(上述价格都不包括增值税)每毫升(克)10元或者每片(张)15元以上的美容、修饰类化妆品和护肤类化妆品、成套化妆品	15%	3. 排气量超过1.5升、不超过2.0升的		5%
<b>四. 贵重首饰、珠宝玉石</b>			4. 排气量超过2.0升、不超过2.5升的		9%
	包括各种金银珠宝首饰和经采掘、打磨、加工的各种珠宝玉石		5. 排气量超过2.5升、不超过3.0升的		12%
(一) 金、银首饰、铂金首饰、钻石、钻石饰品		5%	6. 排气量超过3.0升、不超过4.0升的		25%
(二) 其他贵重首饰、珠宝玉石		10%	7. 排气量超过4.0升的		40%
<b>五. 鞭炮、焰火</b>			(二) 中轻型商用客车	10个座位至23个座位	5%
	包括各种鞭炮、焰火，通常分为喷花类、旋转类、旋转升空类、火箭类、吐珠类、线香类、小礼花类、烟雾类、造型玩具类、炮竹类、摩擦炮类、组合烟花类和礼花弹类	15%	(三) 超豪华小汽车	包括每辆零售价格130万元(不包括增值税)以上的乘用车和中轻型商用车	10%
			<b>九. 高尔夫球和球具</b>		
			包括高尔夫球、高尔夫球杆和高尔夫球包(袋)		
			<b>十. 高档手表</b>		
			包括销售价格(不包括增值税)在1万元以上的各类手表		
			<b>十一. 游艇</b>		
			10%		
			<b>十二. 木制一次性筷子</b>		
			5%		
			<b>十三. 实木地板</b>		
			包括各类规格的实木地板、实木指接地板、实木复合地板和用于装饰墙壁、天棚的侧端面为榫、槽的实木装饰板		
			5%		
			<b>十四. 电池</b>		
			4%		
			<b>十五. 涂料</b>		
			4%		

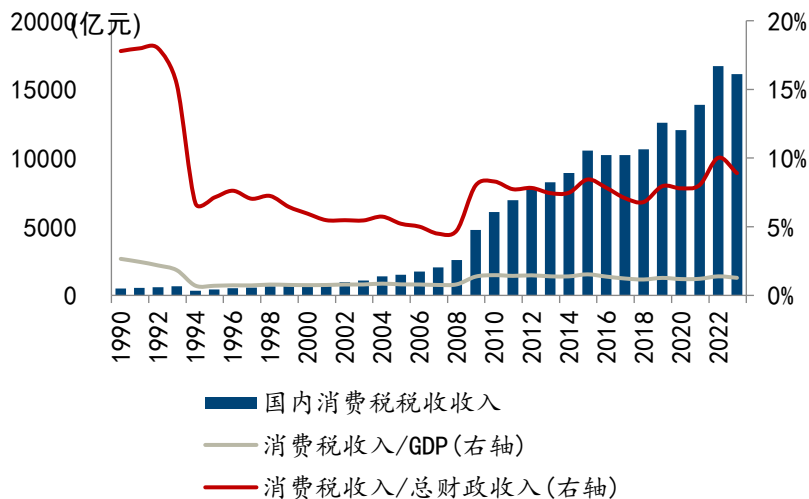
资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理；注：其中粉色品类为在零售环节征收，灰色（卷烟）在批发和生产环节均有征收，其他消费税目在生产环节征收

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 消费税对财政收入贡献不大，白酒消费税贡献虽小但近年抬升速度快

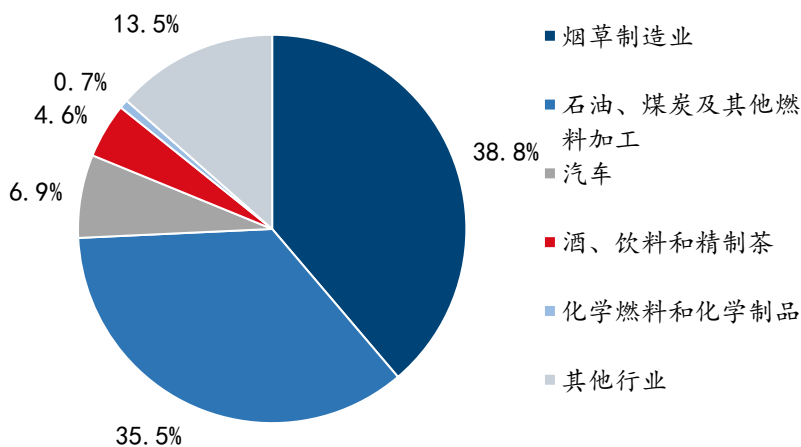
- **总量来看：**消费税是我国当前第三大税种，纳税总额逐年增加，但对财政收入贡献振荡向下。总量来看：消费税是我国当前第三大税种，纳税总额逐年增加，但对财政收入贡献振荡向下。2023年我国国内消费税收入为16118亿元，占全国税收收入的8.9%。
- **结构来看：**烟、油、车、酒四大类消费税类目中酒精贡献较少。据中国税务年鉴，2022年酒、饮料和精制茶贡献消费税占整体的4.6%，烟、油占比较高（分别占比38.8%/35.5%）。
- **其中酒精类消费税主要由白酒贡献。**2015-2019年（本统计数据截止年限）白酒行业上缴消费税金CAGR为29.4%，占酒精类消费税比例从57.2%上升至80.1%，整体上白酒贡献消费税绝对数虽小但今年抬升速度较快。

图：消费税整体在财政收入中占比小，呈下降趋势



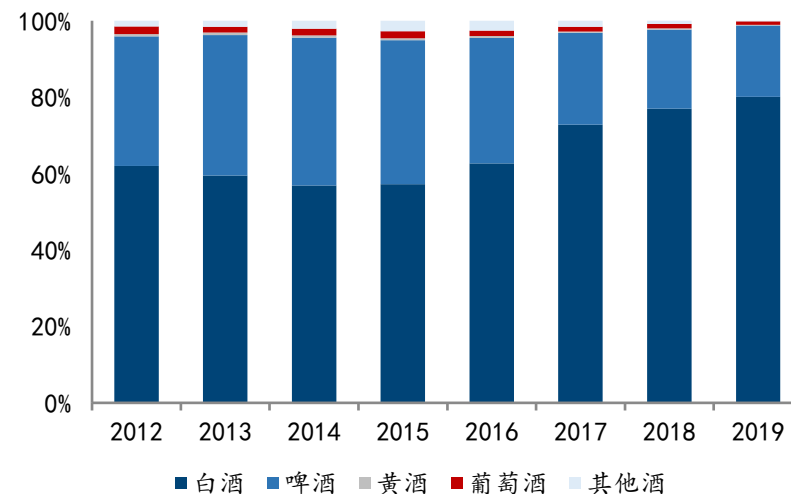
资料来源：中国税务年鉴，国信证券经济研究所整理

图：2022年各类目消费税占比，酒精等占比仅4.6%



资料来源：中国税务年鉴，国信证券经济研究所整理

图：酒精类消费税主要由白酒贡献，占比超过70%



资料来源：中国税务年鉴，国信证券经济研究所整理；注：数据截至2019年，2020年及以后披露口径更改

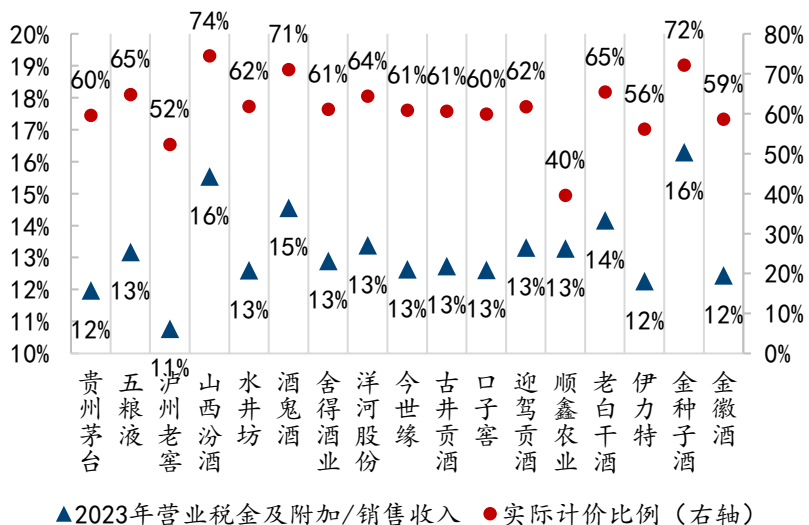
# 我国高端白酒消费税处于较高水平，行业实际计价比例呈上升趋势

- 复盘历史看，过去10年白酒行业消费税征收实际计价比例呈上升趋势。2017年白酒行业最低计税价格核定比例由50%至70%统一调整为60%，2023年行业实际计价比例计算为62%左右，山西汾酒、金种子、酒鬼酒高于70%，泸州老窖、顺鑫农业较低。

$$\text{实际计价比例} = (\text{白酒企业实际缴纳消费税} - \text{销售量} * 0.5 \text{元}/500\text{克}) / (\text{酒企对外销售额} * 20\%)$$

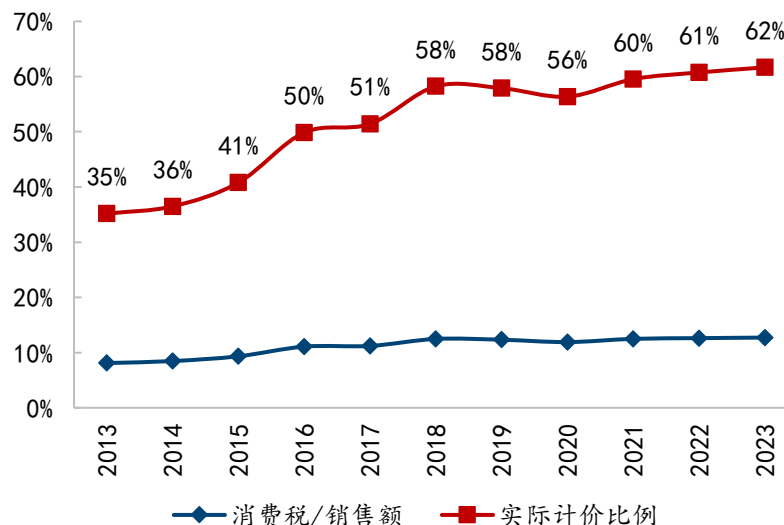
- 对比海外看，我国高端白酒消费税处于较高水平。根据美国、日本现行消费税规则，计算我国主流高端酒大单品的税负水平，对比得出我国白酒消费税税负较高。

图：2023年各公司消费税/销售额及计算所得实际计价比例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：白酒行业实际计价比例呈上升趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：白酒板块除了主流上市公司外，也包含天佑德酒和皇台酒业

表：对比美日，我国高端白酒消费税处于较高水平

	飞天	普五	梦6+	青花20	玻汾
度数	53	52	52	53	53
每瓶(500ml)消费税(中国)	124.64	103.40	70.59	43.83	4.96
每瓶(500ml)消费税(日本)	11.92	11.70	11.70	11.92	11.92
日本征收方式：酒精度每超过37度，每千升多征收1万日元					
每瓶(500ml)消费税(美国)	18.87	18.87	18.87	18.87	18.87
美国征收方式：联邦政府对生产环节征收从量税(13.5美元/加仑)，州和地方政府层面实施量价复合征收，生产环节征收从量税(0-14.27美元/加仑)，零售环节征收从价税(0%-14%)					

资料来源：美国财政部烟酒及贸易局(TTBGov)，OECD，日本国税厅，国信证券经济研究所整理、测算；注：其中普五按照969元出厂价计算

- [ **01** ] 消费税改革主线是“央地共享”，征收环节后移增加地方自主财力
- [ **02** ] 白酒贡献酒类主要消费税，高端白酒消费税水平较高
- [ **03** ] 白酒消费税改革方向、征收环节后移的影响分析
- [ **04** ] 附录

# 消费税可能改革方向：征收环节后移是下划地方的前提，扩大征收范围及优化税率

二十届三中全会《决定》明确消费税后续改革方向，即“推进消费税征收环节后移并稳步下划地方”，基于此我们认为后续的改革方向有：

1. **征收环节后移，并于地方政府分享。**借鉴国外经验，在开征消费税的国家，消费税大多数为地方税，或为中央与地方共享税，下划地方有利于调动地方促进消费的积极性，缓解财政困局和债务危机。为了消费税共享的公平性，征收环节后移是下划地方的前提。
2. **扩大征收范围。**结合新业态特点进一步凸显消费税的绿色性质，围绕外部性（焦炭、火电、对身体有害的烟酒）、高档性（高档奢侈品/化妆品、部分小汽车等）两个方向调整征收范围，实现对消费行为的引导，优化消费结构，促进合理健康消费。

表：部分国家消费税地方分成比例

国家	消费税-地方分成占比	消费税-中央分成占比
OECD38个国家中有14个国家消费税（单指Excise Tax，即特别消费税，不包含增值税、销售税等，以保持和我国消费税口径一致）实施央地分成		
哥伦比亚	66.6%	33.4%
美国	64.4%	35.6%
法国	62.9%	37.1%
加拿大	39.4%	60.6%
日本	26.5%	73.5%
平均	22.2%	77.8%
韩国	11.8%	88.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；各国地方分成比例数据为2022年

表：消费税改革中有关调整征收范围的内容表述

时间	内容
2014年	连续提高成品油消费税，并对酒精、小摩托车、卷烟、高档美容、修饰类化妆品、高档护肤类化妆品和成套化妆品消费税税率进行调整。将普通美容、修饰类化妆品排除在消费税征收范围之外，并将“化妆品”税目调整为“高档化妆品”
2015年	对电池、涂料征收消费税
2022年	将电子烟纳入消费税征收范围，与卷烟适用相同税率
2023年	将大量化工产品纳入到成品油的征收范围之内

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

# 消费税改革时间点：立法仍是主线，白酒征收环节后移难度较大



- **消费税立法预计至少3年才能落地。**根据《消费税法（征求意见稿）》第二十条：国务院可以实施消费税改革试点，调整消费税的税目、税率和征收环节，试点方案报全国人民代表大会常务委员会备案。我们判断立法预计至少需要三年时间全面落地。
- **品类成熟、产业链条简单的品类或将率先试点：**烟、油、车三大税种，产业链条比较简单，征收环节后移的难度不大，率先试点可能性较大，不排除先试点后立法的可能性。
- **白酒消费税征收环节后移至批发和零售环节：**根本驱动力是税基扩大导致的纳税额上升，可以提升央地财政收入，但由于白酒批发环节和终端网点较多，**短期也存在一定的难度，预计将按照系统化（数字化）-测算-立法-试点的顺序逐步推进。**

表：立法仍然是消费税改革的主线

序号	税种	法律法规名称	征求意见时间	通过时间	实施时间	级别	备注
1	企业所得税	《企业所得税法》		2007/3/16		法律	
2	个人所得税	《个人所得税法》	1980/9/10	2011/9/1		法律	
3	车船税	《车船税法》	2010/10/29	2011/2/25	2012/1/1	法律	
4	环境保护税	《环境保护税法》	2015/6/10	2016/12/25	2018/1/1	法律	
5	船舶吨税	《船舶吨税法》	2016/10/17	2017/12/27	2018/7/1	法律	
6	烟叶税	《烟叶税法》	2016/10/17	2017/12/27	2018/7/1	法律	
7	车辆购置税	《车辆购置税法》	2017/8/7	2018/12/29	2019/7/1	法律	
8	耕地占用税	《耕地占用税法》	2017/8/7	2018/12/29	2019/9/1	法律	
9	资源税	《资源税法》	2017/11/20	2019/8/26	2020/9/1	法律	
10	城市维护建设税	《城市维护建设税法》	2018/10/19	2020/8/11	2021/9/1	法律	
11	契税法	《契税法》	2018/10/19	2020/8/11	2021/9/1	法律	
12	印花税法	《印花税法》	2018/11/1	2021/6/10	2022/7/1	法律	
13	增值税	《增值税暂行条例》	2019/11/27			行政法规	2009年实施
14	消费税	《消费税暂行条例》	2019/12/3			行政法规	2009年实施
15	土地增值税	《土地增值税暂行条例》	2019/7/16			行政法规	1994年实施
16	关税	《关税暂行条例》				行政法规	2004年实施
17	城镇土地使用税	《城镇土地使用税暂行条例》				行政法规	1988年实施
18	房产税	《房产税暂行条例》				行政法规	1986年实施

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

表：税法起草-报送-审议-试点-改革流程教程

	第一步	第二步	第三步	第四步	第五步	第六步
改革流程	起草《消费税法（征求意见稿）》	在调研及听取各方意见的基础上，起草了《消费税法（送审稿）》，并报送国务院	形成《消费税法（草案）》	审议《消费税法（草案）》，并向社会征求意见，经过1-2年左右开始实行	《消费税法》实行，并进行试点改革	试点成功，修订《消费税法》
主导部门	财政部和国家税务总局	财政部、国家税务总局	司法部、财政部、国家税务总局	全国人大常委会	国务院	全国人大常委会
时间	2019年12月28日	未定（已经停留仅5年）	未定（最快1年）	未定（最快2年）	未定	未定
调整内容	与先行条例变化不大	扩大征收范围、税率等，与白酒无关	调整一些细节	调整一些细节	试点调整消费税的税目、税率和征收环节	修改部分消费税的税目、税率和征收环节

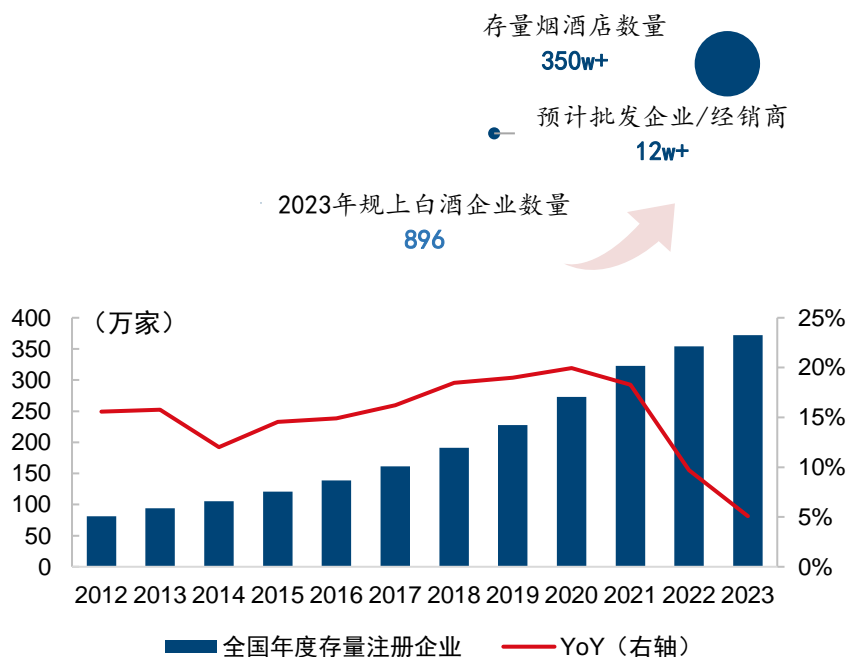
资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

# 白酒征收环节后移难度较大：批发、终端环节数量庞大且分散，稽查难度较高



白酒行业终端、批发环节过多，征收成本较高。我国烟酒店存量规模仍在持续扩大，2023年存量店超过350万家，预计批发企业、白酒经销商数量约12万家。征收环节后移，纳税主体将从生产企业转变为批发商或零售商，纳税主体数量将从896家规上白酒企业大幅增加，征收成本和管理成本较高。

图：2023年我国烟酒店存量数超过350万家



资料来源：天眼查，国信证券经济研究所整理

表：现有税目将征税环节后移的可能性探讨

征收环节在零售或批发环节的类目			
税目	征税环节	纳税主体	管控措施
金/银首饰、钻石、钻石饰品	零售环节	境内从事金银首饰、铂金饰品、钻石饰品商业零售的单位和个人	销售单位需要申请或登记，上报票据
超豪华小汽车	零售环节	销售小汽车的单位和个人（税负转移到消费者）	数量较少，登记管理制度
卷烟	生产和批发环节	中国烟草、具有销售资格的经销商网点	由国家统一管理，经销网点需要登记注册渠道专卖资格；中国烟草有转向信息系统及物流系统保证商品流通过程被跟踪
征收环节仍在生产环节的类目			
税目	后移容易度	征税环节后移的可能性	
其他贵重首饰及珠宝玉石	★★	参考金银钻石的管理方法，进行申请和登记，上报销售票据	
摩托车、小汽车、游艇	★★★	参考豪车的管理方法，数量较少，易于对商品的登记管理和销售流程作监控	
成品油、鞭炮焰火	★★	参考卷烟的管理方法，成品油零售业务（加油站）为国家管控监督，鞭炮焰火实行注册登记专卖店制度	
烟、酒类、高档化妆品、高档手表、木制一次性筷子等	★	<b>渠道和终端较为分散</b> ，征收成本 and 管控难度较高；消费者索取发票频率不高，存在瞒报等漏税空间，全面监管、核查难度较大	

资料来源：国家税务总局，国信证券经济研究所整理

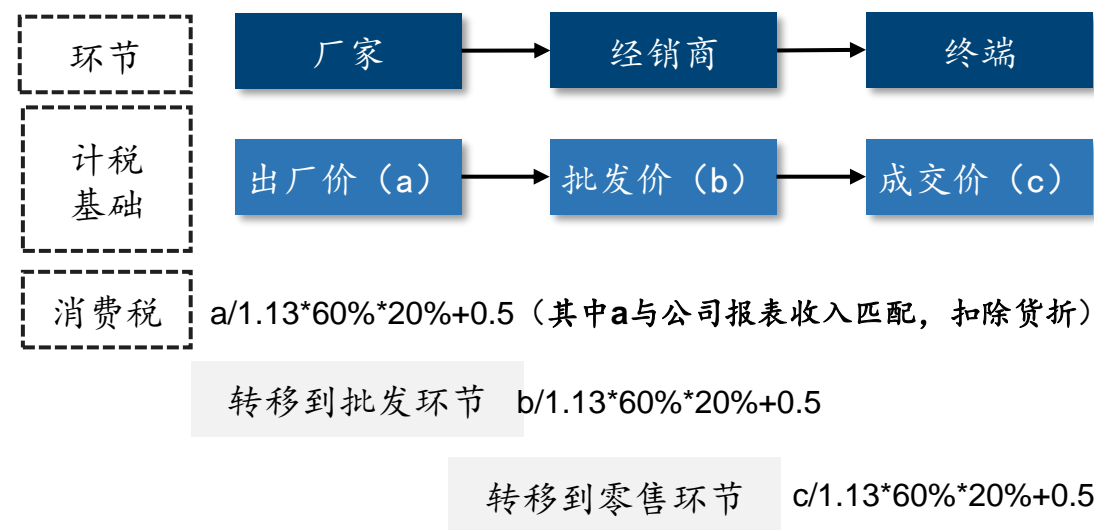
# 白酒征收环节后移的影响-长期：1) 规范白酒销售渠道，有利于厂家渠道管控



消费税征收环节后移有望规范销售渠道，长期有利于厂家管控市场秩序。

- 征收环节后移意味着加强对销售渠道的监管力度。当前我国在商务部门登记备案的酒类经营商数量超过10万家，若消费税征收环节后移至批发或零售渠道，为了方便税务稽查和监管，或采取持牌经营或许可证的方式，同时对全品类运用SKU条码和数字化发票系统，渠道经营和纳税规范性将逐步提升。
- 渠道商或将优胜劣汰。消费税征收环节后移导致税额提升，强监管模式下，白酒经销商或进一步向资金实力、社会资源、规范性加强的大商、优商和优质连锁终端集中。
- 长期看，随着经营渠道规范性的提升，进一步促进酒企对市场秩序的管控。尤其对于控盘分利模式的商家，渠道层面的规范有利于渠道管控手段的执行，产品价盘的健康度或将提升。

图：批零环节利润空间大，消费税征收环节后移导致税额提升



资料来源：公司公告，酒业家，国信证券经济研究所整理

表：白酒公司主流的渠道运营模式，控盘分利模式对酒企管理能力要求更高

价格模式	目的	运作方式	对产品的要求	对组织团队的要求	缺点
控价模式	防止价格老化，提价终端价格话语权	属于控盘分利的核心价格模式，一般出厂价高于终端成交价或终端供货价，公司通过费用补贴渠道，来满足渠道对利润的诉求，根据经销商的利润是否全部来自费用，可以将控价模式进一步细分为 <b>全控价模式</b> 和 <b>半控价模式</b>	仍处于培育阶段的产品	组织团队经验丰富， <b>控盘能力强</b>	由于费用以奖金形式体现，通过季返、年返等兑现，叠加上市公司考核收入和费用率，在行业出现动销速冻时极易出现渠道负反馈。如目前的酒鬼酒、2018-2021年的洋河等
裸价模式	实现产品销售，保障公司增长	卖断经营，经销商挣差价	成熟单品	对团队能力要求小	对品牌要求很高。若品牌的单品产品周期缩短，不利于公司长期发展。

资料来源：公司公告，酒业家，国信证券经济研究所整理

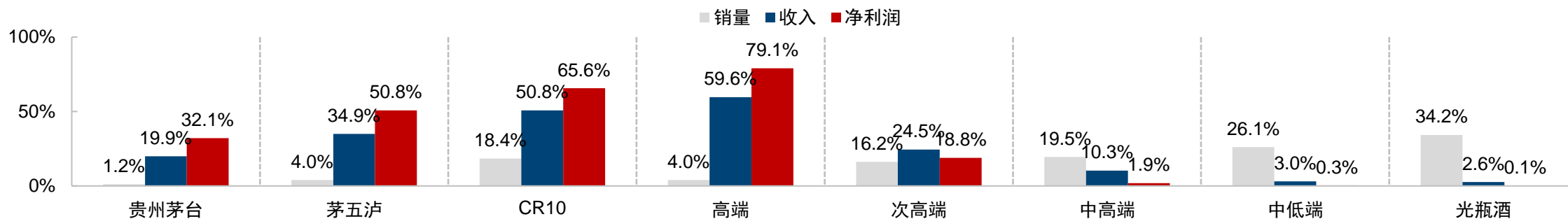


## 白酒征收环节后移的影响-长期：2) 行业利润将进一步向品牌力强的龙头集中

征收环节后移将加速白酒企业分化，行业利润将进一步向具有品牌和品质优势的龙头企业集中，品牌力较弱的企业生存空间变小。征收环节后移将打破现有利润分配均衡，厂家和渠道采取何种方式应对，以及再平衡后消费税的实际承受方到底是厂家、渠道还是消费者，根本上取决于产品品牌力的强弱、三方在产业链中的相对话语权高低。

需要注意的是，我国白酒行业消费税采用核定征收的方式，即消费税税基与报表收入相关性强。商家销售商品时扣掉货折计算出厂价，因此即使开票价和批价倒挂，体现在报表收入上也呈现为裸价销售，和酒厂的价格模式无关。

图：2023年白酒行业销量、收入、净利润占比，净利润集中度较高



资料来源：公司公告，中国酒业协会，国信证券经济研究所测算

表：四类厂家应对消费税征收环节后移的措施不同

厂家类型	措施	实际承受方
一类厂家：品牌力强，渠道掌控力强	压缩渠道利润或提高终端价格，出厂价不变	渠道或消费者
二类厂家：品牌力强，渠道掌控力弱	保证渠道利润，出厂价不变	厂家和渠道
三类厂家：品牌力弱，渠道掌控力强	压缩渠道利润，终端不提价	渠道
四类厂家：品牌力弱，渠道掌控力弱	保证渠道利润，终端不提价，厂家补贴费用或降低出厂价	厂家

资料来源：公司公告，今日酒价，国信证券经济研究所整理

**投资建议：**持续推荐品牌力强（往终端转移税负能力强）、管理能力边际改善的**贵州茅台、五粮液**，区域市场市占率高、品牌势能较强的**山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒**等。

## 主要风险提示：

- 1、加强税务稽查的背景下，渠道商利润或受到影响；
- 2、宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱；
- 3、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损；
- 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。

- [ 01 ] 消费税改革主线是“央地共享”，征收环节后移增加地方自主财力
- [ 02 ] 白酒贡献酒类主要消费税，高端白酒消费税水平较高
- [ 03 ] 白酒消费税改革方向、征收环节后移的影响分析
- [ 04 ] 附录

# 附表：白酒上市公司缴纳消费税情况

公司	项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	公司	项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
贵州茅台	消费税(亿元)	19.3	19.2	24.9	51	63.8	86.0	99.6	109.6	120.6	146.3	176.3	古井贡酒	消费税(亿元)	5.2	5.5	6.5	7.6	9	10.2	13.1	13.4	16.7	23.6	25.0	
	销量(万吨)	2.5	2.4	2.8	3.7	6	6.22	6.46	6.41	6.64	6.82	7.33		销量(万吨)	6.4	6.7	7.2	8.2	8.4	8.3	9.0	8.7	10.1	11.5	11.8	
	销售额(亿元)	309.2	315.7	326.5	388.4	581.7	735.6	853.4	948.2	1,060.6	1,237.7	1,472.2		销售额(亿元)	44.4	45.3	51.2	58.8	68.2	85.2	101.2	102.4	127.6	161.7	196.4	
	消费税/销售额	6%	6%	8%	13%	11%	12%	12%	12%	12%	11%	12%		12%	消费税/销售额	12%	12%	13%	13%	13%	12%	13%	13%	13%	15%	13%
	实际计价比例	31%	30%	38%	65%	54%	58%	58%	57%	57%	57%	59%		60%	实际计价比例	51%	53%	56%	58%	60%	55%	60%	61%	61%	69%	61%
五粮液	消费税(亿元)	12.9	10.6	12.6	13.4	26.4	46.5	55.7	65.3	77.8	86.5	100.7	口子窖	消费税(亿元)	3.21	2.9	3.4	3.7	4.9	5.5	5.8	5.1	6.3	6.4	7.4	
	销量(万吨)	15.1	11.9	13.7	14.9	18.0	19.2	16.5	16.0	18.2	12.7	15.9		销量(万吨)	3.20	2.8	2.8	2.8	3.3	3.3	3.4	2.8	3.4	3.4	3.7	
	销售额(亿元)	237	200.3	203.5	227	280.9	377.5	463.0	567.9	617.3	675.6	764.5		销售额(亿元)	24.1	22.3	25.4	27.8	35.5	42.2	46.2	39.6	49.7	50.6	58.5	
	消费税/销售额	5%	5%	6%	6%	9%	12%	12%	11%	13%	13%	13%		消费税/销售额	13%	13%	13%	13%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	
	实际计价比例	24%	23%	28%	26%	44%	59%	58%	56%	62%	63%	65%		实际计价比例	60%	59%	61%	62%	64%	61%	59%	60%	60%	60%	60%	
泸州老窖	消费税(亿元)	2.5	2.5	4.1	6.6	10.5	12.5	16.1	17.9	22.5	27.5	32.4	迎驾贡酒	消费税(亿元)	4.3	4.0	3.9	3.9	4.0	4.5	4.6	4.3	5.8	6.9	8.5	
	销量(万吨)	21.8	18.9	19.0	17.8	15.4	14.6	14.3	12.1	7.8	8.6	9.6		销量(万吨)	5.6	4.7	4.9	4.7	4.4	4.8	4.7	4.1	4.8	5.3	6.1	
	销售额(亿元)	101.5	50.1	65.7	80.7	101.1	128.6	156.1	164.5	204.2	247.7	300.8		销售额(亿元)	30.96	26.6	26.74	27.98	29.01	32.2	35.1	32.3	43.0	52.0	64.0	
	消费税/销售额	2%	5%	6%	8%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%		消费税/销售额	14%	15%	15%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	
	实际计价比例	2%	6%	17%	30%	44%	43%	47%	51%	53%	54%	52%		实际计价比例	61%	65%	64%	61%	62%	62%	59%	60%	62%	61%	62%	
山西汾酒	消费税(亿元)	8.26	4.92	5.72	7.15	10.13	14.9	18.8	20.8	31.2	38.8	49.3	顺鑫农业	消费税(亿元)	6.6	7.7	8.7	10.6	10.9	13.4	14.4	12.7	12.2	11.1	9.1	
	销量(万吨)	4.1	3.79	3.19	4.56	5.97	6.7	8.5	10.0	15.1	17.7	20.6		销量(万吨)	21.8	26.5	29.1	33.3	42.9	62.1	71.8	69.0	65.5	49.6	36.7	
	销售额(亿元)	60.39	38.77	40.82	43.57	59.81	93.1	117.5	138.5	198.1	260.4	317.4		销售额(亿元)	37.4	41.2	46.5	52	64.5	92.8	102.9	154.5	102.3	81.1	68.2	
	消费税/销售额	14%	13%	14%	16%	17%	16%	16%	15%	16%	15%	16%		消费税/销售额	18%	19%	19%	20%	17%	14%	14%	8%	12%	14%	13%	
	实际计价比例	65%	59%	66%	77%	80%	76%	76%	72%	75%	71%	74%		实际计价比例	59%	61%	62%	70%	51%	39%	35%	19%	28%	38%	40%	
水井坊	消费税(亿元)	0.6	0.4	0.9	1.2	2.4	3.5	4.6	3.8	6.0	6.0	6.1	老白干	消费税(亿元)	2.01	2.27	2.61	3.03	3.14	4.4	5.0	4.6	5.1	6.1	7.1	
	销量(万吨)	0.4	0.2	0.3	0.4	1.1	0.9	1.4	0.8	1.1	1.1	1.1		销量(万吨)	2.8	3.0	4.4	5.8	5.0	4.7	4.3	4.9	4.8	5.0	5.4	
	销售额(亿元)	4.8	3.6	8.1	11.8	19.9	28.1	35.4	30.0	46.2	46.3	48.8		销售额(亿元)	17.27	18.29	19.8	20.66	22.24	23.0	22.1	35.7	37.5	43.5	50.2	
	消费税/销售额	13%	11%	11%	10%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%		消费税/销售额	12%	12%	13%	15%	14%	19%	23%	13%	14%	14%	14%	
	实际计价比例	58%	53%	54%	49%	58%	60%	63%	62%	64%	64%	62%		实际计价比例	50%	54%	55%	59%	59%	85%	103%	58%	62%	64%	65%	
酒鬼酒	消费税(亿元)	0.81	0.46	0.74	0.73	1.06	1.5	1.9	2.2	4.2	5.3	4.1	伊力特	消费税(亿元)	1.98	2.06	2.26	2.32	2.47	2.6	2.9	2.4	2.8	2.3		
	销量(万吨)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.2	1.5	1.0		销量(万吨)	3.4	3.5	3.2	3.1	2.8	2.9	2.8	2.0	1.9	1.8	2.3	
	销售额(亿元)	6.85	3.88	6.01	6.55	8.78	11.9	15.1	18.2	34.0	40.4	28.3		销售额(亿元)	15.6	15.68	15.79	16	18.2	20.4	22.8	18.0	19.2	15.9	21.9	
	消费税/销售额	12%	12%	12%	11%	12%	12%	13%	12%	12%	13%	15%		消费税/销售额	13%	13%	14%	15%	14%	13%	13%	13%	15%	15%	12%	
	实际计价比例	55%	51%	56%	51%	57%	58%	60%	59%	60%	63%	71%		实际计价比例	53%	55%	61%	63%	60%	56%	57%	61%	68%	67%	56%	
舍得酒业	消费税(亿元)	1.3	1.4	1.1	1.2	1.8	2.5	2.8	3.1	6.0	7.5	8.5	金种子酒	消费税(亿元)	2.60	2.54	2.06	1.64	1.44	1.2	0.7	0.9	1.1	1.0	1.6	
	销量(万吨)	3.2	4.1	3.3	2.7	1.4	1.2	1.3	1.6	3.9	4.1	4.4		销量(万吨)	2.2	2.2	2.2	1.7	1.4	1.1	0.6	1.0	0.9	1.0	1.8	
	销售额(亿元)	12.3	12.6	9.6	12.4	15	18.5	22.9	27.0	45.8	56.6	65.6		销售额(亿元)	20.81	20.75	15.05	11.86	10.2	8.8	5.1	10.2	7.4	6.8	9.8	
	消费税/销售额	11%	11%	11%	10%	12%	14%	12%	12%	13%	13%	13%		消费税/销售额	13%	12%	14%	14%	14%	14%	14%	9%	14%	14%	16%	
	实际计价比例	40%	39%	40%	38%	55%	66%	58%	55%	62%	63%	61%		实际计价比例	63%	61%	61%	62%	64%	64%	63%	41%	66%	64%	72%	
洋河股份	消费税(亿元)	13.4	13.4	14.5	14	16.5	30.5	26.0	28.5	34.5	36.1	43.5	金徽酒	消费税(亿元)	1.61	1.43	1.57	1.60	1.62	1.9	2.0	2.1	2.2	2.4	3.1	
	销量(万吨)	21.8	21.1	20.9	19.8	21.6	21.4	18.6	15.6	18.4	19.5	16.6		销量(万吨)	1.7	1.5	1.7	1.7	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4	1.8	
	销售额(亿元)	144.5	140.4	153.2	165	191.8	231.9	221.6	203.3	244.4	293.4	324.9		销售额(亿元)	10.92	10.13	11.82	12.77	13.3	14.6	16.2	17.1	17.6	19.8	25.1	
	消费税/销售额	9%	10%	9%	8%	9%	13%	12%	14%	14%	12%	13%		消费税/销售额	15%	14%	13%	13%	12%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	
	实际计价比例	39%	40%	41%	36%	37%	61%	54%	66%	67%	58%	64%		实际计价比例	66%	63%	59%	56%	55%	58%	57%	57%	58%	58%	59%	
今世缘	消费税(亿元)	2.0	1.9	2.0	1.9	3.3	5.3	7.5	7.6	9.4	10.8	12.7	今世缘	消费税(亿元)	2.0	1.9	2.0	1.9	3.3	5.3	7.5	7.6	9.4	10.8	12.7	
	销量(万吨)	3.1	3.0	2.9	2.9	2.7	2.7	3.1	3.2	3.2	3.9	4.7		销量(万吨)	3.1	3.0	2.9	2.9	2.7	2.7	3.1	3.2	3.2	3.9	4.7	
	销售额(亿元)	24.9	23.8	24	25.3	29.2	37.0	48.4	51.0	63.7	78.5	100.4		销售额(亿元)	24.9	23.8	24	25.3	29.2	37.0	48.4	51.0	63.7	78.5	100.4	
	消费税/销售额	8%	8%	8%	8%	11%	14%	15%	15%	15%	14%	13%		消费税/销售额	8%	8%	8%	8%	11%	14%	15%	15%	14%	14%	13%	
	实际计价比例	34%	34%	36%	32%	52%	68%	74%	72%	71%	66%	61%		实际计价比例	34%	34%	36%	32%	52%	68%	74%	72%	71%	66%	61%	

# 附表：白酒企业对当地税收贡献较大

表：2018-2023年白酒企业上交地方的税收收入占当地公共预算收入比例

贵州茅台	贵州省	遵义市	五粮液	四川省	宜宾市	泸州老窖	四川省	泸州市	洋河股份	江苏省	宿迁市
2018	7.69%	52.68%	2018	1.19%	29.00%	2018	0.39%	10.23%	2018	0.33%	13.99%
2019	7.83%	54.38%	2019	1.30%	30.19%	2019	0.41%	10.56%	2019	0.40%	16.61%
2020	8.51%	58.81%	2020	2.02%	43.00%	2020	0.46%	11.48%	2020	0.25%	10.20%
2021	8.91%	64.94%	2021	1.90%	36.02%	2021	0.57%	14.18%	2021	0.28%	10.57%
2022	11.06%	75.57%	2022	2.00%	35.35%	2022	0.96%	17.85%	2022	0.41%	13.84%
2023	11.67%	74.29%	2023	2.01%	35.48%	2023	1.03%	19.02%	2023	0.40%	13.17%

山西汾酒	山西省	汾阳市	古井贡酒	安徽省	亳州市	舍得酒业	四川省	射洪市	酒鬼酒	湖南省	吉首市
2018	0.49%	84.52%	2018	0.35%	9.66%	2018	0.05%	17.74%	2018	0.05%	16.12%
2019	0.61%	88.79%	2019	0.35%	8.84%	2019	0.05%	17.33%	2019	0.05%	15.88%
2020	0.76%	96.09%	2020	0.31%	7.92%	2020	0.06%	15.88%	2020	0.07%	19.71%
2021	0.85%	85.92%	2021	0.40%	9.99%	2021	0.10%	24.84%	2021	0.12%	34.12%
2022	0.99%	125.67%	2022	0.49%	11.85%	2022	0.13%	21.57%	2022	0.15%	33.94%
2023	1.23%	150.75%	2023	0.56%	13.73%	2023	0.13%	22.48%	2023	0.09%	23.06%

资料来源：公司公告，各地政府官网，国信证券经济研究所整理；

注：酒企纳税总额优先使用社会责任报告披露的纳税总额，未披露则使用财报数据计算值，酒企所纳的地方税是纳税总额中减去上划中央的部分，为我们根据报表以及地方/中央划分比例测算（计算方法：所得税\*40%+增值税\*50%+消费税\*0%+其他税金及附加\*100%）；当地财政总收入来自政府官网，当地一般公共预算收入是财政总收入中减去上划中央的部分，来自政府官网

## 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