

超配（维持）

政策赋能，预期回暖

白酒行业深度报告

2025年3月27日

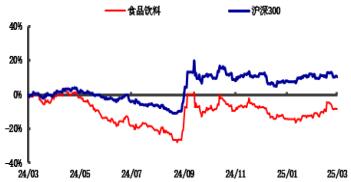
投资要点：

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119462
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎
SAC 执业证书编号：
S0340523020001
电话：0769-22119410
邮箱：
huangdongyi@dgzq.com.cn

- **我国消费政策定调积极，白酒预期抬升。**2024年12月中央政治局会议与中央经济工作会议提出“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。此后，2025年2月国务院常务会议、3月的政府工作报告均提出要大力提振消费。3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，政策覆盖面广泛，力度不断加强，国内消费需求有望得到提振。白酒作为顺周期赛道，其基本面与宏观经济周期呈一定相关性。目前，我国消费稳步复苏，叠加国家积极出台消费刺激政策，白酒预期抬升。
- **白酒业绩分化，估值低于均值水平。**结合目前实际情况，预计白酒今年上半年以消化库存为主，动销仍有一定的压力，业绩表现分化。下半年随着需求稳步复苏，叠加白酒去年同期基数走低，全年有望呈现前低后高的态势。从估值来看，白酒估值低于近五年与近十年来的均值水平。在国内政策宽松、消费定调积极的背景下，外部不确定性有所下降，预计市场情绪或有所回暖，白酒估值存在一定的修复空间。
- **投资策略：维持食品饮料行业超配评级。**在消费积极定调的背景下，预计后续促消费政策的力度和范围有望加大。白酒作为顺周期板块，随着经济稳步复苏，估值存在修复空间。从基本面来看，今年春节，白酒动销同比下滑10%左右，内部延续分化态势。节后，步入酒企销售淡季，主要以控货挺价为主。目前，白酒动销仍面临一定压力，下半年随着需求稳步复苏，叠加白酒去年同期基数走低，全年有望呈现前低后高的态势。短期关注政策落地效果、经销商信心变化等情况，中长期还需结合实际需求进行判断。当前时点，可关注二大主线。第一，优选确定性。标的方面，建议关注高端白酒中的贵州茅台（600519）、五粮液（000858）、泸州老窖（000568），次高端白酒与区域白酒可关注动销表现较好的山西汾酒（600809）、古井贡酒（000596）、今世缘（603369）等。第二，关注前期超跌，存在困境反转的标的，如舍得酒业（600702）、水井坊（600779）等。
- **风险提示：**渠道扩张不及预期，新品推广不及预期，动销不及预期，行业竞争加剧，需求恢复不及预期，宏观经济波动风险。

食品饮料行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目 录

1. 政策定调积极，白酒预期回暖	4
1.1 复盘白酒走势，经济复苏带动周期上行	4
1.2 消费积极定调，白酒预期抬升	5
2. 白酒动销平稳，多措并举提振信心	8
2.1 淡季控货挺价，供需有望改善	8
2.2 高端白酒批价有望维持坚挺	10
2.3 酒企经销商大会定调稳健，经营更加务实	11
2.4 酒企多措并举提振信心	12
3. 我国白酒市场强者恒强	15
3.1 我国白酒产量自 2016 年以来下降	15
3.2 我国规模以上白酒企业的销售收入与利润整体呈增长态势	16
4. 2024 年业绩延续分化，预计 2025 年前低后高	16
5. 白酒估值与基金持仓分析	17
5.1 白酒估值	17
5.2 白酒基金持仓	19
6. 投资策略	20
7. 风险提示	21

插图目录

图 1：2004 年以来申万白酒行业复盘	4
图 2：2019 年至 2025 年 1-2 月单月我国社会消费品零售总额同比增速（%）	7
图 3：2019 年至 2025 年 1-2 月单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速（%）	7
图 4：我国消费者信心指数	7
图 5：2020 年至 2025 年 1-2 月商品房销售面积累计同比（%）	8
图 6：2020 年至 2025 年 1-2 月商品房销售金额累计同比（%）	8
图 7：飞天茅台 2024 散装批价（元/瓶）	10
图 8：八代普五批价（元/瓶）	10
图 9：国窖 1573 批价（元/瓶）	10
图 10：2015-2024 年我国白酒产量（万千升）	15
图 11：2015-2024 年规模以上白酒企业累计销售收入与增速（亿元，%）	16
图 12：2015-2024 年规模以上白酒企业累计利润总额与增速（亿元，%）	16
图 13：白酒（申万）市盈率 TTM	17
图 14：2019-2024 年白酒公募基金配置比例（%）	19

表格目录

表 1：影响我国白酒周期的因素	4
表 2：2024 年 9 月以来重要政策梳理	5
表 3：不同白酒层级动销表现	9
表 4：酒企淡季控货挺价	9
表 5：重点酒企经销商大会主要内容	11
表 6：2024 年以来重点白酒上市公司回购股份方案	12
表 7：2024 年以来重点白酒上市公司股东增持股份公告	13

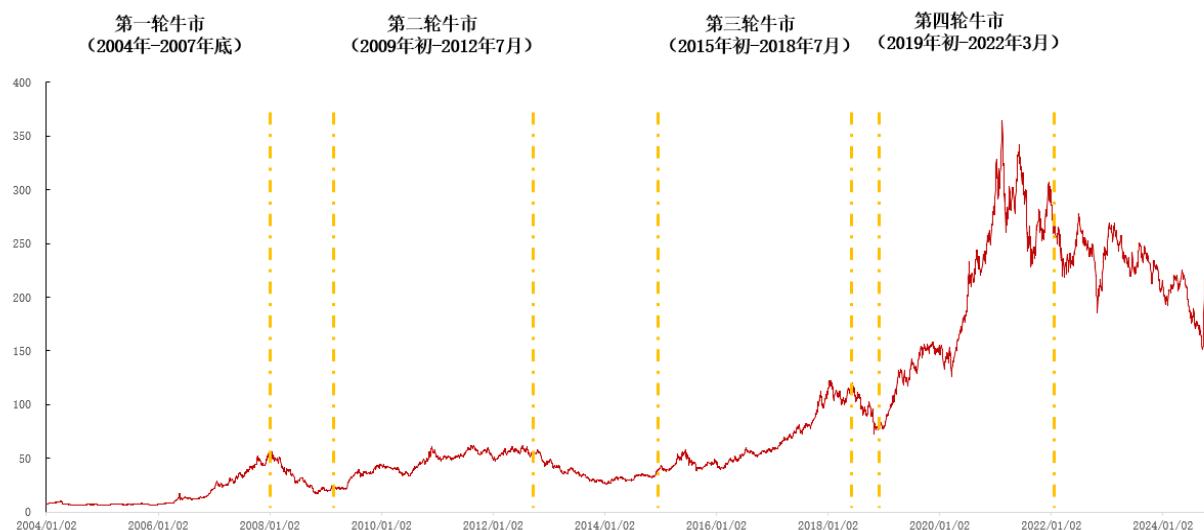
表 8: 部分白酒上市公司出台市值管理制度	13
表 9: 部分白酒上市公司发布分红回报规划公告	14
表 10: 白酒公司 2024 年中期利润分配方案	15
表 11: 重点白酒公司 2024 年业绩预告/报告	16
表 12: 白酒板块 2024 年前三季度单季度业绩 (亿元, %)	17
表 13: 重点白酒上市公司估值 (动态 PE TTM)	18
表 14: 2024 年分季度前二十大公司持股市值占基金股票投资市值比 (%)	19
表 15: 重点公司盈利预测及投资评级 (2025/3/26)	20

1. 政策定调积极，白酒预期回暖

1.1 复盘白酒走势，经济复苏带动周期上行

复盘白酒走势，经济复苏带动周期上行。将我国白酒行业的历史走势进行复盘，2004年以来，我国白酒行业共经历了4轮牛市。通过对比发现，每轮白酒周期存在一个共性，即白酒走势与宏观经济关系密切。宏观经济回暖时，带动白酒周期上行。在消费弱复苏的背景下，我国白酒市场走势已经经历了三年多的调整。

图 1：2004年以来申万白酒行业复盘



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 1：影响我国白酒周期的因素

牛市区间	催化因素	结束原因
2004 年-2007 年底	宏观因素：经济快速增长、宽松的货币政策、居民消费水平提高 白酒公司：优化产品结构、提价	2007 年 A 股泡沫破裂；2008 年金融危机，白酒需求减少，白酒业绩增速放缓或下滑，行业景气度下行
2009 年初-2012 年 7 月	宏观因素：2008 年 11 月推出“四万亿”财政刺激计划；2009 年各地政府大量从银行贷款，增加投资，白酒的政商务消费需求重新升温 白酒公司：量价齐升	2012 年宏观经济放缓，2012 年出台限制三公消费的政策，叠加酒鬼酒催化剂事件，白酒需求出现断崖式下跌，2013 年白酒企业业绩普遍负增长
2015 年初-2018 年 7 月	宏观因素：城镇居民可支配收入增加，消费升级红利 行业因素：白酒消费以大众消费为主、品牌集中度提高 白酒公司：收入业绩高增	2018 年中美贸易战对宏观经济的影响，白酒终端需求出现下降，白酒 Q3 业绩普遍放缓

2019年初-2022年3月	宏观因素: 消费升级, 市场资金流向经营性强的企业 白酒公司: 马太效应凸显, 强者恒强	2022年2月, 俄乌冲突; 2022年3月美联储加息预期加强, 暗示或加6次息; 2022年3月疫情封控加重, 多地封城
----------------	---------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------

资料来源: 同花顺, 中国政府网, 中国酒业协会, 微酒, 东莞证券研究所

1.2 消费积极定调, 白酒预期抬升

我国消费政策定调积极。2024年9月24日以来,国家重磅政策组合拳出台,一定程度上提振了市场信心。2024年12月中央政治局会议与中央经济工作会议提出“要大力提振消费、提高投资效益,全方位扩大国内需求”。此后,2025年2月国务院常务会议、3月的政府工作报告均提出要大力提振消费。3月16日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》,从8个方面、30项重点任务进行了详细部署,旨在大力提振消费,全方位扩大国内需求,以增收减负提升消费能力,以高质量供给创造有效需求,以优化消费环境增强消费意愿,针对性解决制约消费的突出矛盾问题。《提振消费专项行动方案》是对此前国家提出的“全方位扩大国内需求”的进一步细化和落实,政策覆盖面广泛,力度不断加强,国内消费需求有望得到提振。

表 2: 2024年9月以来重要政策梳理

时间	会议	内容
2024/9/24	国新办举行新闻发布会,介绍金融支持经济高质量发展有关情况	<p>降低存款准备金率和政策利率。</p> <p>(1) 下调存款准备金率0.5个百分点,向金融市场提供长期流动性约1万亿元;在年内还将视市场流动性的状况,可能择机进一步下调存款准备金率0.25至0.5个百分点。</p> <p>(2) 降低中央银行的政策利率,即7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点,从目前的1.7%调降至1.5%,同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行,保持商业银行净息差的稳定。</p> <p>降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。</p> <p>(1) 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近,预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。</p> <p>(2) 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例,将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%。</p> <p>(3) 将5月份人民银行创设的3000亿元保障性住房再贷款,中央银行资金的支持比例由原来的60%提高到100%,增强对银行和购房主体的市场化激励。</p> <p>(4) 将年底前到期的经营性物业贷款和“金融16条”这两项政策文件延期到2026年底。</p> <p>创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。</p> <p>(1) 创设证券、基金、保险公司互换便利,支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押,从中央银行获取流动性,这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。计划首期操作规模5000亿元。通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。</p>

		(2) 创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。 首期额度 3000 亿元。
2024/9/26	中央政治局会议	加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。
2024/10/8	国务院新闻办举行新闻发布会，介绍“系统落实一揽子增量政策 扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况	在有效落实存量政策的同时，围绕 加大宏观政策逆周期调节、扩大国内有效需求、加大助企帮扶力度、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场 等五个方面，加力推出一揽子增量政策，推动经济持续回升向好。
2024/10/17	国新办举行新闻发布会，介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况	四个取消： 取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。 四个降低： 降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。 两个增加： 新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿元。
2024/11/8	全国人大常委会办公厅举行新闻发布会，介绍增加地方政府债务限额置换存量隐性债务有关政策情况	为贯彻落实党中央决策部署，在压实地方主体责任的基础上，建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施。按此安排，2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元。
2024/12/9	中共中央政治局召开会议	明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。 要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
2024/12/11-12	中央经济工作会议	实施更加积极有为的宏观政策， 扩大国内需求 ，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。
2025/2/10	国务院常务会议	国务院总理李强 2 月 10 日主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作。会议指出，提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。 要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置。
2025/3/5	政府工作报告	国务院总理李强 5 日在政府工作报告中介绍今年政府工作任务时提出， 大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求 。促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主力军和稳定锚。

2025/3/16	中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》	《提振消费专项行动方案》从8个方面、30项重点任务进行了详细部署，包括城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动、完善支持政策等。《提振消费专项行动方案》旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。
-----------	------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源：中国政府网，新华社，东莞证券研究所

我国社零、消费者信心指数、PMI等数据有所改善，显示出经济内生动能回暖。

我国消费稳步复苏。在春节返乡、宴席等消费场景带动下，叠加部分地区出台消费券，我国消费市场今年实现平稳开局。商务部数据显示，2025年春节期间，全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长4.1%。从社零数据看，2025年1-2月，我国社会消费品零售总额83731亿元，同比增长4.0%。一般而言，我国1-2月的社零增速低于春节假期整体增速，而今年1-2月我国社零数据与其相差不大，消费呈稳步复苏态势。分品类看，2025年1-2月，我国社零中商品零售额73939亿元，同比增长3.9%；餐饮收入9792亿元，同比增长4.3%。

图 2：2019年至2025年1-2月单月我国社会消费品零售总额同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 3：2019年至2025年1-2月单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

我国消费者信心指数回暖。从消费者信心指数来看，在宏观政策利好与市场预期改善的协同作用下，我国消费者信心指数呈现稳步修复态势。国家统计局数据显示，2025年1月我国消费者信心指数为87.50，月环比提升1.1个百分点，连续三个月环比实现正增长。

图 4：我国消费者信心指数

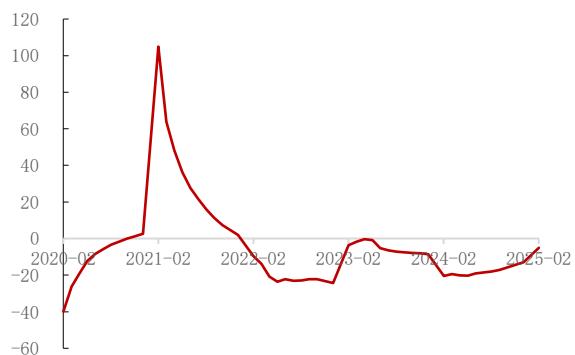


数据来源：国家统计局，同花顺，东莞证券研究

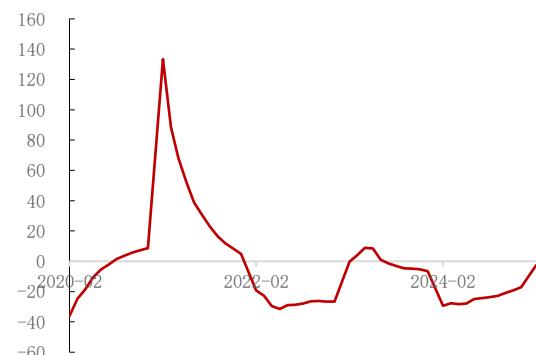
今年1-2月，我国商品房销售数据降幅收窄。随着房地产市场政策优化调整，今年1-2月份房地产市场交易总体平稳。2025年1-2月，全国商品房销售面积10746万 m^2 ，同比下降5.1%，降幅较2024全年收窄7.8个百分点；全国商品房销售额10259亿元，同比下降2.6%，降幅较2024全年收窄14.5个百分点。

图 5：2020年至2025年1-2月商品房销售面积累计同比（%）

图 6：2020年至2025年1-2月商品房销售金额累计同比（%）



数据来源：国家统计局，同花顺，东莞证券研究所



数据来源：国家统计局，同花顺，东莞证券研究所

白酒有望受益于经济政策回暖，市场预期提升。白酒作为顺周期板块，其基本面与宏观经济周期呈相关性。目前，我国消费稳步复苏，叠加国家积极出台消费政策，白酒市场预期提升。

2. 白酒动销平稳，多措并举提振信心

2.1 淡季控货挺价，供需有望改善

今年春节白酒动销同比下滑，内部延续分化。在需求弱复苏的背景下，此前市场对春节白酒的预期相对较低，经销商备货相对谨慎。根据酒业家调研数据显示，今年春节白酒

动销同比下滑 10%左右。与去年中秋相比，今年春节期间白酒动销整体提升了 20%-30% 左右，环比有所改善。分价格带来看，内部延续分化态势。其中，高端白酒需求相对平稳；次高端白酒由于商务宴席仍处于弱复苏，表现相对疲软；区域强势品牌在返乡潮、宴席用酒需求、走亲访友等因素催化下，性价比高的产品表现更优。

表 3：不同白酒层级动销表现

白酒层级	动销
高端白酒	需求相对平稳，动销与回款进度稳健
次高端白酒	复苏节奏相对滞后，内部表现分化
区域白酒	受益于返乡、宴席用酒等需求，性价比高的产品表现更优

资料来源：微酒，东莞证券研究所

白酒淡季控货挺价，供需结构有望改善。春节之后，白酒进入消费淡季。考虑到目前白酒的实际需求情况，泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、今世缘等公司在节后均对部分产品进行控货。酒企在淡季通过控制市场投放量，可以一定程度上缓解供需矛盾，避免价格大幅波动。供给端来看，酒企控货后，部分经销商反馈库存有所下降，但内部表现仍有所分化。需求端来看，随着经济复苏回暖，叠加政策催化，白酒宴请等需求或存边际回暖，白酒供需结构有望改善。

表 4：酒企淡季控货挺价

公司名称	控货内容
泸州老窖	2025 年 2 月 19 日，泸州大成浓香酒类销售有限公司发布《关于暂停接收老头曲 500ML 装产品订单与发货的通知》。通知显示，经公司研究决定，即日起暂停接收泸州老窖老头曲 500ML 装产品订单与发货，恢复时间另行通知。
	2025 年 2 月 21 日，泸州老窖怀旧酒类营销有限公司发布通知，表示即日起暂停接收泸州老窖特曲 60 版系列产品订单与发货，恢复时间另行通知。
今世缘	2025 年 2 月 1 日，暂停接收 42 度 500ML 国缘四开、对开销售订单。
洋河股份	2025 年 2 月 6 日，洋河连续发布《关于江苏省内暂停接收第六代海之蓝销售订单的通知》和《关于加强对梦之蓝 M6+ 实施严格配额管控政策的通知》，分别表示，2025 年将推出第七代海之蓝，率先在江苏省内上市，江苏省内暂停接收第六代海之蓝销售订单；对梦之蓝 M6+ 实施严格的配额管控政策，对于不符合相关要求的市场暂停接收销售订单。
山西汾酒	2025 年 2 月 17 日，微酒获悉，汾酒青花 20、老白汾 10 两款产品已在多地停止供货，未来将全部升级为五码合一的新版产品。资料显示，新版青花 20、老白汾 10 都是于 2024 年 6 月份推出的，加入了五码合一功能。
习酒	2025 年 2 月 20 日，习酒销售公司于当日发布通知，根据窖藏系列产品销售规划，经研究决定，自 2025 年 2 月 28 日 17:00 起，停止接收 53° 习酒·窖藏 1988(2020) 500ml×6 产品订单。
酒鬼酒	自 2025 年 3 月 1 日起，52 度 500mL 酒鬼酒（透明装）（鉴赏）、42 度 500mL（透明装）（鉴赏）全国市场暂停接收订单。
郎酒	2025 年 3 月 12 日，郎酒宣布红运郎即日起停止发货，2025 年市场控量投放 300 吨。

资料来源：微酒，东莞证券研究所

2.2 高端白酒批价有望维持坚挺

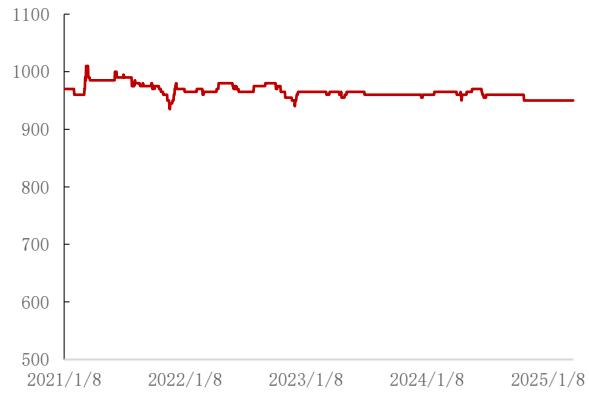
高端白酒批价有望维持坚挺。一般来说，飞天批价是判断行业景气度的重要指标。根据茅帝数据，3月25日，2024散装飞天批价为2170元/瓶，较月初下降20元/瓶，一定程度上受春糖反馈等因素扰动。今日酒价数据显示，普五批价为950元/瓶，国窖1573批价为870元/瓶，批价维持稳定。目前酒企控货挺价维持价盘，叠加消费政策定调积极，白酒批价有望维持坚挺。

图 7：飞天茅台 2024 散装批价（元/瓶）



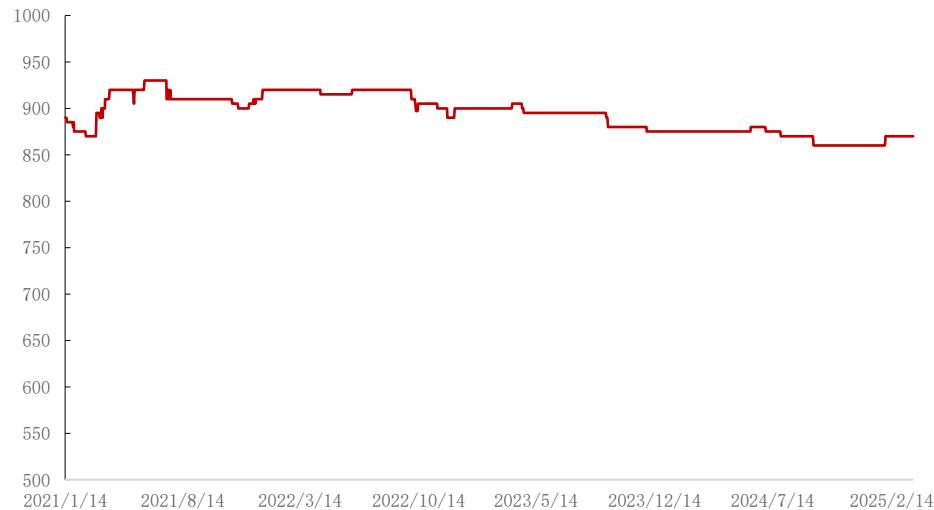
数据来源：茅帝，东莞证券研究所

图 8：八代普五批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

图 9：国窖 1573 批价（元/瓶）



数据来源：今日酒价，东莞证券研究所

2.3 酒企经销商大会定调稳健，经营更加务实

酒企经销商大会定调稳健，经营更加务实。目前白酒仍处于去库存调整阶段，酒企纷纷根据实际情况灵活制定经营策略。从近期召开的酒企经销商大会可以看到，多数酒企业的战略基调凸显“稳字当头、质效为先”的务实导向，定调相对稳健。其中，贵州茅台根据实际情况，积极在产品、渠道等方面进行战略调整。分产品看，茅台酒方面，2025年茅台酒国内市场计划投放量较2024年略有增长，其中53度、500ml的珍品茅台酒投放量减少，1000ml装的公斤茅台投放量适度增加，确保53度500ml飞天茅台价格相对稳定。系列酒方面，公司积极打造茅台1935、茅台王子迎宾、汉酱大曲“三个百亿事业部”。渠道方面，茅台将积极拓展餐饮渠道、国际市场，满足多元化需求。费用投放方面，2025年茅台表示将加大市场费用投放。此外，五粮液、泸州老窖、山西汾酒等公司亦在经销商大会上提出了新一年的发展战略与定调，经营更加务实。

表 5：重点酒企经销商大会主要内容

公司名称	时间	主要内容
贵州茅台	2024/12/25	将坚持以消费者为中心，持续做好“三个转型”，不断强化渠道协同、增强消费触达、促进消费转化，解决好根本性的“供需适配”问题。 积极在产品、渠道、费用等方面进行战略调整。
五粮液	2024/12/18	坚持“稳中求进、以进促稳”。将稳价定为新一年的重点工作，既要稳价格也要抢份额，全面实施“一地一策、一商一策”，强化39度五粮液、1618五粮液与第八代五粮液的战术协同。
泸州老窖	2025/3/2	提出未来要注意六大思维的转变：从上升市场到下降市场的转变，即要求经销商和团队有风险管理财务思维；从渠道思维到消费者思维的转变，即不能一味压货；从数量思维到利润思维的转变；从促销思维到情绪价值创造思维的转变，即减少单纯的价格竞争；从放任思维到管理思维的转变，即要加强精细化、标准化管理；从习惯思维到年轻人思维的转变，即重视年轻新一代消费者的服务。
山西汾酒	2024/12/2	“一条政策、两个统筹、三个重点、五个要求”。一条政策，稳健压倒一切；两个统筹，统筹市场线、统筹产品线；三个重点，打造全国化2.0、年轻化1.0、国际化1.0；五个要求，自我反思、自我调整、自我革新、自我进化、自我超越。
洋河股份	2024/11/26	强调“坚定信心，稳中求进”。提出“12355发展纲要”：“坚持一个大中心”，就是“坚持以消费者为中心提升市场占有率”；“聚焦两个基本点”，就是“聚焦绵柔基因的品质基本点、聚焦创新创造的发展基本点”；“依托三个主品牌”，就是“洋河、双沟和贵酒”；“突破五大百亿级”，就是“海之蓝、天之蓝、梦之蓝、手工班和双沟”；“优化五大新配

		称”，就是优化“经销力、渠道力、品牌力、推广力和组织力”。
古井贡酒	2024/12/26	狠抓“两条线”，落实“三个作为”。具体来看，“一条心”即一心一意为客户；“两条线”即产品线和人才线；“三个作为”即公司作为、客户作为、个人作为。公司将继续打造厂商事业共同体、利益共同体、命运共同体，与广大经销商共同推动古井事业健康发展。
今世缘	2024/12/29	稳健发展是公司经营“主基调”。坚持以消费者为中心，不断强化品牌建设、增强市场拓展、促进消费升级，解决好根本性的“供需适配”问题。

资料来源：新浪网，中证网，东莞证券研究所

2.4 酒企多措并举提振信心

酒企回购与增持股份，提振市场信心。此前，贵州茅台、舍得酒业等公司出台了回购股份方案，用于减少注册资本，或用于公司的员工持股计划或股权激励，以完善公司内部激励机制。此外，泸州老窖、山西汾酒、今世缘等公司的控股股东基于对公司未来持续稳定发展的信心以及对公司价值的认可，表示增持公司股份，以提高投资者信心，提升品牌影响力。

表 6：2024 年以来重点白酒上市公司回购股份方案

公司名称	公告时间	回购主要内容
贵州茅台	2024/9/21	拟以集中竞价方式回购不低于人民币 30 亿元（含）且不超过人民币 60 亿元（含），用于注销并减少公司注册资本。回购股份价格不超过 1795.78 元/股（含）。回购股份期限自公司股东大会审议通过回购方案之日起 12 个月内。
舍得酒业	2024/10/29	拟以集中竞价方式回购不低于人民币 1 亿元（含）且不超过人民币 2 亿元（含），用于公司的员工持股计划或股权激励。回购价格不超过人民币 91.00 元/股（含）。回购期限自公司董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 6 个月。
水井坊	2024/2/22	拟以集中竞价方式回购股份资金总额不低于人民币 7500 万元（含）且不超过人民币 15000 万元（含），用于实施员工持股计划或股权激励。回购价格不超过人民币 75.00 元/股（含）。回购股份的期限为自董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 12 个月。
金徽酒	2024/3/16	拟以集中竞价方式回购股份的资金总额不低于人民币 1 亿元（含），不超过人民币 2 亿元（含），用于实施员工持股计划或股权激励。回购股份价格不超过人民币 28.00 元/股（含）。回购期限自公司董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内。

资料来源：贵州茅台关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，舍得酒业关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，水井坊关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书，金徽酒关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，东莞证券研究所

表 7：2024 年以来重点白酒上市公司股东增持股份公告

公司名称	公告时间	增持主要内容
泸州老窖	2025/3/14	公司控股股东泸州老窖集团有限责任公司计划自本公告披露之日起 6 个月内，以增持专项贷款及自有资金通过集中竞价交易的方式增持公司股份，增持金额不低于 1.5 亿元，不超过 3 亿元。
山西汾酒	2024/3/11	控股股东山西杏花村汾酒集团有限责任公司计划自本公告披露之日起 6 个月内，使用自有资金通过集中竞价交易方式增持公司股份，增持金额不低于人民币 1 亿元、不超过人民币 2 亿元，增持股份数量以实际交易情况为准。
今世缘	2024/12/31	公司控股股东今世缘集团拟以 2.7 亿元—5.4 亿元增持公司股份，增持价格不超过 46 元/股（含本数），增持计划的实施期限自公告之日起 12 个月内。
顺鑫农业	2024/2/6	顺鑫控股计划自 2024 年 2 月 2 日起 6 个月内，通过深圳证券交易所交易系统增持公司股份，增持金额不低于人民币 1 亿元，不超过人民币 2 亿元（含 2024 年 2 月 2 日至 2 月 5 日增持金额），本次增持不设定价格区间。
金种子酒	2024/2/22	公司董事、总经理何秀侠女士和副总经理刘辅弼先生拟于 2024 年 2 月 22 日起 6 个月内，通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易的方式各增持公司股份 2 万股。

资料来源：泸州老窖关于控股股东以增持专项贷款和自有资金增持公司股份计划的公告，山西汾酒关于控股股东增持公司股份计划暨推动公司“提质增效重回报”的公告，今世缘关于控股股东增持公司股份计划的公告，顺鑫农业关于控股股东增持公司股份及后续增持计划的公告，金种子酒关于董事、高级管理人员增持股份计划暨公司“提质增效重回报”行动方案的公告，东莞证券研究所

头部白酒企业出台市值管理制度，彰显龙头担当。五粮液、泸州老窖、洋河股份已出台市值管理制度，贵州茅台目前已通过《公司市值管理办法》与《公司投资者关系管理办法》。白酒企业的市值管理制度强调聚焦主业，提升经营效率与盈利能力，计划通过并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露和股份回购等手段来提升投资价值。此外，针对出现股价短期连续或者大幅下跌情形时，市值管理制度提出公司应及时分析原因，积极与资本市场沟通，必要时使用相关资本市场工具如二级市场回购、大股东增持、董事和高级管理人员增持等方式，提振市场信心。头部白酒企业出台市值管理制度，彰显龙头担当，有利于提高投资者对公司未来发展的信心，后续其他酒企表现值得期待。

表 8：部分白酒上市公司出台市值管理制度

公司名称	公告时间	主要内容
贵州茅台	2025/3/18	公司第四届董事会 2025 年度第三次会议全票通过《公司市值管理办法》与《公司投资者关系管理办法》

五粮液	2025/3/5	《市值管理制度》：强调聚焦主业，提升经营效率与盈利能力，计划通过并购重组、股权激励、现金分红、投资者关系管理、信息披露和股份回购等手段来提升投资价值
泸州老窖	2024/12/24	《泸州老窖股份有限公司市值管理制度》：综合运用①并购重组、②股权激励/员工持股计划、③现金分红、④投资者关系管理、⑤信息披露、⑥股份回购、⑦其他合法合规的方式促进公司投资价值合理反映公司质量
洋河股份	2024/12/30	《江苏洋河酒厂股份有限公司市值管理制度》：综合运用①并购重组、②股权激励/员工持股计划、③现金分红、④投资者关系管理、⑤信息披露、⑥股份回购、⑦其他合法合规的方式促进公司投资价值合理反映公司质量

资料来源：贵州茅台第四届董事会 2025 年度第三次会议决议公告，五粮液市值管理制度，泸州老窖市值管理制度，洋河股份市值管理制度，东莞证券研究所

多家白酒公司已发布分红回报规划，积极反馈投资者。贵州茅台、五粮液、洋河股份等公司此前发布分红回报规划。其中，贵州茅台计划在 2024 至 2026 年，每年度分配的现金红利总额不低于当年归母净利润的 75%，每年度的现金分红两次（年度和中期分红）。目前，贵州茅台已发放 2024 年中期分红，每股派发现金红利 23.882 元（含税），分红金额约 300 亿元。按照公司公布的归母净利润，对应 2024 年分红率约 35%。此外，五粮液、泸州老窖、山西汾酒等公司的中期分红也相继落地。白酒公司发布分红方案，一方面彰显了公司对自身经营发展的信心，另一方面积极反馈投资者，重视股东回报，有利于提升市场信心。

表 9：部分白酒上市公司发布分红回报规划公告

公司名称	公告时间	主要内容
贵州茅台	2024/8/9	2024—2026 年度，公司每年度分配的现金红利总额不低于当年实现归属于上市公司股东的净利润的 75%，每年度的现金分红分两次（年度和中期分红）实施。
五粮液	2024/10/31	2024—2026 年度，公司每年度现金分红总额占当年归母净利润的比例不低于 70%，且不低于 200 亿元（含税）；公司每年度的现金分红可分一次或多次（即年度分红、中期分红、特殊分红）实施。
洋河股份	2024/8/30	2024 年度—2026 年度，公司每年度的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 70%且不低于人民币 70 亿元（含税）。
口子窖	2024/7/13	公司计划未来三年以现金形式分配的利润不少于当年实现可供分配利润的 30%，保证投资者的合理投资回报。
金徽酒	2024/3/16	公司在当年盈利且累计未分配利润为正，现金流满足正常生产经营和未来发展的前提下，在足额预留法定公积金、盈余公积金以后，以现金形式分配的利润不少于当年实现可供分配利润的 30%。

资料来源：贵州茅台关于 2024—2026 年度现金分红回报规划的公告，五粮液关于 2024—2026 年度股东回报规划的公告，洋河股份关于现金分红回报规划（2024 年度—2026 年度）的公告，口子窖 2024 年度“提质增效重回报”行动方案公告，金徽

酒未来三年（2024-2026）股东分红回报规划，东莞证券研究所

表 10：白酒公司 2024 年中期利润分配方案

公司名称	公告时间	主要内容
贵州茅台	2024/11/9	每股派发现金红利 23.882 元（含税）
五粮液	2024/11/29	每 10 股派发现金红利 25.76 元（含税）
泸州老窖	2024/12/24	每 10 股派发现金红利 13.58 元（含税）
山西汾酒	2024/12/25	每股派发现金股利 2.46 元（含税）
洋河股份	2024/12/30	每 10 股派发现金红利人民币 23.30 元（含税）
古井贡酒	2024/12/30	每 10 股派发人民币 10.00 元（含税）

资料来源：上表中公司 2024 年中期利润分配方案，东莞证券研究所

3. 我国白酒市场强者恒强

3.1 我国白酒产量自 2016 年以来下降

我国白酒产量自 2016 年以来逐年下降。根据国家统计局数据，我国白酒产量在 2016 年达到 1358.4 万千升的高点后逐年下降。2024 年我国白酒产量为 414.5 万千升，同比下降 7.7%。近几年我国白酒产量出现下滑一方面由于 2012 年政府出台“禁酒令”，严控“三公”消费，整个白酒行业进入深度调整阶段；另一方面在居民生活水平提高、消费结构升级以及消费者健康意识不断增强的背景下，“少喝酒，喝好酒”的观念被越来越多的消费者认可。在此背景下，酒企纷纷优化产品结构以提高自身的竞争力，一些低端白酒企业退出白酒市场。

图 10：2015-2024 年我国白酒产量（万千升）



数据来源：国家统计局，同花顺，东莞证券研究所

3.2 我国规上白酒企业的销售收入与利润整体呈增长态势

我国白酒市场强者恒强。虽然我国白酒产量近几年总体下降，但在市场优胜劣汰的规则下，我国规上白酒企业的销售收入与利润整体呈增长态势，名优白酒企业强者恒强，行业马太效应凸显。2015–2024 年，我国规模以上白酒企业累计销售收入从 5558.86 亿元增加至 7963.84 亿元，年均复合增速为 4.08%；我国规模以上白酒企业累计利润从 727.04 亿元增加至 2508.65 亿元，年均复合增速为 14.75%。在消费弱复苏的背景下，2024 年我国规上白酒企业的销售收入与利润整体同比仍分别增长 5.3%与 7.8%。

图 11：2015–2024 年规模以上白酒企业累计销售收入与增速（亿元，%）



数据来源：国家统计局，微酒，东莞证券研究所

图 12：2015–2024 年规模以上白酒企业累计利润总额与增速（亿元，%）



数据来源：国家统计局，微酒，东莞证券研究所

4. 2024 年业绩延续分化，预计 2025 年前低后高

预计白酒 2024 年业绩延续分化。目前贵州茅台、酒鬼酒、水井坊等公司发布了 2024 年业绩预告。贵州茅台 2024 年预计实现营业收入 1738 亿元，同比增长约 15.4%；预计实现归母净利润 857 亿元，同比增长 14.7%。单季度看，公司回款按目标正常推进，去年四季度业绩表现稳健。其中，公司茅台酒增速快于系列酒，主要是非标产品放量，以及以茅台 1935 为代表的系列酒进行战略控货。次高端白酒由于商务宴席处于弱复苏，业绩仍承压，舍得酒业、酒鬼酒 2024 年业绩同比均出现下滑。水井坊臻酿八号平稳放量，2024 年业绩同比实现正增长，完成了年初制定的目标。

表 11：重点白酒公司 2024 年业绩预告/报告

证券代码	证券名称	2024 年业绩摘要/业绩报告
600519.SH	贵州茅台	预计实现营业收入约 1738 亿元，同比增长约 15.44%； 预计实现归母净利润约 857 亿元，同比增长约 14.67%
600702.SH	舍得酒业	2024 年实现营业收入 53.57 亿元，同比下降 24.35%； 实现归母净利润 3.46 亿元，同比下降 80.48%
000799.SZ	酒鬼酒	预计实现归母净利润 1000 万元–1500 万元，同比减少 98.17%–97.26%； 预计实现扣非归母净利润 500 万元–750 万元，同比减少 99.07%–98.61%

600779.SH	水井坊	预计实现营业收入约 52.2 亿元，同比增长约 5%； 预计实现归母净利润约 13.4 亿元，同比增长约 6%
600199.SH	金种子酒	预计 2024 年年度实现归属于母公司所有者的净利润为 -2.91 亿元到 -2.01 亿元； 归属于母公司所有者扣除非经常性损益后的净利润为 -3 亿元到 -2.10 亿元
000860.SZ	顺鑫农业	预计 2024 年实现归母净利润 1.9 亿元 -2.6 亿元，同比扭亏为盈

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

注：舍得酒业已出 2024 年年报

2025 年白酒业绩有望呈现前低后高的态势。结合目前实际情况，预计白酒今年上半年以消化库存为主，动销仍有一定的压力。下半年随着需求稳步复苏，叠加白酒去年同期基数走低，全年有望呈现前低后高的态势。

表 12：白酒板块 2024 年前三季度单季度业绩（亿元，%）

时间	营业收入	YoY	归母净利润	YoY
2024Q1	1508.66	14.67	619.87	15.75
2024Q2	927.28	10.57	336.95	11.76
2024Q3	964.69	0.73	360.15	2.05

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

5. 白酒估值与基金持仓分析

5.1 白酒估值

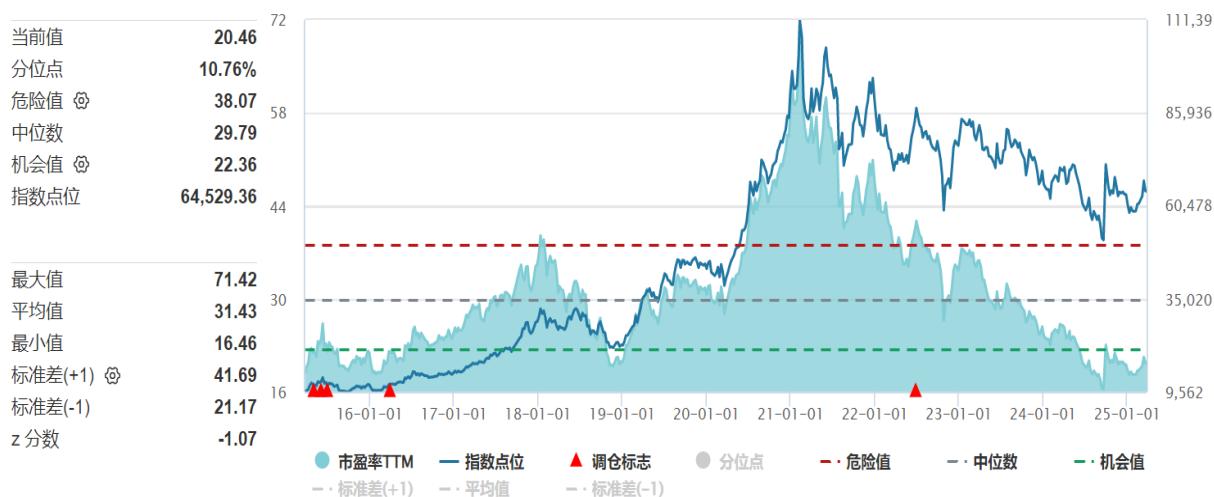
白酒估值低于近五年与近十年均值水平，预计后续有修复空间。目前申万白酒市盈率 TTM 在 20 倍左右，低于近五年与近十年来的均值水平。在国内政策宽松、消费定调积极的背景下，外部不确定性有所下降，预计市场情绪或有所回暖，白酒估值存在一定的修复空间。

图 13：白酒（申万）市盈率 TTM

白酒(中信) CI005324.WI 64529.36 +0.01% | 历史PE/PB

市盈率TTM

市盈率TTM 分位点 标准差



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

注: 数据截止至 2025 年 3 月 26 日

表 13: 重点白酒上市公司估值 (动态 PE TTM)

公司名称	估值 (动态 PE TTM)	2019 年至今			
		最大值	最小值	中间值	百分位
贵州茅台	23.94	69.97	19.69	36.75	11.41
五粮液	16.05	66.99	12.97	29.58	8.37
泸州老窖	13.57	76.58	10.38	31.02	6.46
山西汾酒	20.98	129.06	14.92	46.21	11.04
舍得酒业	54.83	100.06	9.28	32.62	89.37
酒鬼酒	129.76	168.18	22.76	61.39	95.34
水井坊	18.46	74.37	11.47	34.29	13.43
洋河股份	13.83	53.11	10.76	24.03	6.38
古井贡酒	16.90	79.29	13.81	38.35	5.68
今世缘	18.31	53.23	12.59	27.47	14.48
口子窖	13.20	36.78	11.26	19.98	7.47
迎驾贡酒	17.18	44.08	12.71	24.14	17.43
老白干酒	21.54	101.32	18.40	38.67	6.62
顺鑫农业	33.57	288.58	23.04	67.55	6.18

资料来源: 同花顺, 东莞证券研究所

注: 估值时间截止至 2025 年 3 月 26 日

5.2 白酒基金持仓

2024Q4 白酒公募基金配置比例下降，关注后续走势。疫后我国消费弱复苏，白酒经销商库存压力较大，酒企业绩有所放缓。从基金配置比例来看，2024 年以来白酒公募基金配置比例整体呈下降态势。2024Q4，白酒公募基金配置比例为 10.2%，季环比下降 1.2 个百分点，配置比例为近五年相对低位水平。在政策积极定调下，积极关注白酒后续基金配置比例。

图 14：2019-2024 年白酒公募基金配置比例 (%)



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

表 14：2024 年分季度前二十大公司持股市值占基金股票投资市值比 (%)

2024Q1	比例	2024Q2	比例	2024Q3	比例	2024Q4	比例
贵州茅台	2.52	贵州茅台	2.07	贵州茅台	2.30	宁德时代	2.52
宁德时代	1.89	宁德时代	1.78	宁德时代	2.30	贵州茅台	2.05
五粮液	1.06	紫金矿业	0.97	中国平安	0.99	美的集团	0.98
紫金矿业	0.90	五粮液	0.83	美的集团	0.95	招商银行	0.92
泸州老窖	0.79	美的集团	0.80	五粮液	0.94	中国平安	0.89
恒瑞医药	0.72	腾讯控股	0.77	紫金矿业	0.87	腾讯控股	0.83
美的集团	0.69	招商银行	0.75	招商银行	0.83	五粮液	0.82
招商银行	0.68	迈瑞医疗	0.73	腾讯控股	0.78	东方财富	0.80
迈瑞医疗	0.68	立讯精密	0.67	比亚迪	0.64	寒武纪-U	0.73
山西汾酒	0.60	长江电力	0.66	长江电力	0.64	中芯国际	0.70
腾讯控股	0.54	中际旭创	0.62	立讯精密	0.62	长江电力	0.67
中国平安	0.53	中国平安	0.62	阳光电源	0.61	海光信息	0.63
阳光电源	0.48	泸州老窖	0.54	中际旭创	0.58	中信证券	0.59
长江电力	0.46	比亚迪	0.51	恒瑞医药	0.53	立讯精密	0.58
中际旭创	0.45	山西汾酒	0.47	迈瑞医疗	0.52	迈瑞医疗	0.47

中微公司	0.45	恒瑞医药	0.46	中芯国际	0.47	紫金矿业	0.45
立讯精密	0.42	中国海洋石油	0.43	东方财富	0.45	恒瑞医药	0.44
中芯国际	0.39	中芯国际	0.42	海光信息	0.45	中微公司	0.43
北方华创	0.39	中微公司	0.41	新易盛	0.44	兴业银行	0.37
中国海洋石油	0.35	阳光电源	0.40	美团-W	0.40	阳光电源	0.35

资料来源：Wind，东莞证券研究所

6. 投资策略

维持食品饮料行业超配评级。今年政府工作报告提出，要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。此后，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求，优化消费环境。在消费积极定调的背景下，预计后续促消费政策的力度和范围有望加大。白酒作为顺周期板块，随着经济稳步复苏，估值存在修复空间。从基本面来看，今年春节，白酒动销同比下滑10%左右，内部延续分化态势。节后，步入酒企销售淡季，主要以控货挺价为主。目前，白酒动销仍面临一定压力，预计上半年以消化库存为主。下半年随着需求稳步复苏，叠加白酒去年同期基数走低，全年有望呈现前低后高的态势。短期关注政策落地效果、经销商信心变化等情况，中长期还需结合实际需求进行判断。当前时点，可关注二大主线。第一，优选确定性。标的方面，建议关注高端白酒中的贵州茅台(600519)、五粮液(000858)、泸州老窖(000568)，次高端白酒与区域白酒可关注动销表现较好的山西汾酒(600809)、古井贡酒(000596)、今世缘(603369)等。第二，关注前期超跌，存在困境反转的标的，如舍得酒业(600702)、水井坊(600779)等。

表 15：重点公司盈利预测及投资评级（2025/3/26）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600519	贵州茅台	1576.00	59.49	68.22	74.75	26.49	23.10	21.08	买入	维持
000858	五粮液	133.35	7.78	8.45	9.16	17.13	15.78	14.56	买入	维持
000568	泸州老窖	132.11	9.00	9.64	10.41	14.68	13.70	12.69	买入	维持
600809	山西汾酒	212.84	8.56	10.16	11.67	24.86	20.95	18.24	买入	维持
600702	舍得酒业	56.90	1.04	2.17	2.59	54.71	26.22	21.97	买入	维持
600779	水井坊	51.16	2.60	2.80	3.00	19.68	18.25	17.07	买入	维持
000596	古井贡酒	177.03	8.68	10.69	12.42	20.40	16.56	14.25	买入	维持
603369	今世缘	52.58	2.50	2.89	3.26	21.03	18.19	16.15	买入	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

注：舍得酒业已出2024年年报，预测的时间为2025-2026年

7. 风险提示

- (1) **渠道扩张不及预期。**若行业中的公司开拓渠道的进展不及预期，或将在一定程度上影响市场竞争力。
- (2) **新品推广不及预期。**若消费者对行业中公司推出的新品接受度较低，或宣传推广不及预期，或将影响公司产品的销售进度。
- (3) **动销不及预期。**若需求复苏低于市场预期，动销或有所放缓，进而对产品的库存、经销商信心等产生扰动。
- (4) **行业竞争加剧。**市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。
- (5) **需求恢复不及预期。**若后续需求恢复不及预期，或一定程度上影响白酒需求。
- (6) **宏观经济波动风险。**若后续宏观经济产生波动，则会一定程度上影响居民消费水平，进而对白酒需求有所影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数15%以上
增持	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数5%-15%之间
持有	预计未来6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数10%以上
标配	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深300指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路1号金源中心24楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn