

贵州茅台 (600519.SH)

品牌优势充分显现，市场化改革打开新局面

投资要点：

➤ **当前白酒行业呈现3大核心特征。**其一、从产业格局发展趋势看，“强者恒强”的品牌集中特征仍在继续。其二、从近两年的需求场景看，呈现“两端消费”更稳定的特征。其三、从近期公司应对看，龙头企业正积极进行供需、内在管理等调整。

➤ **阿尔法属性极具特色，市场化改革打开新局面。**白酒是典型的“价格决定地位”的行业，核心单品的价格标尺直接锚定了企业在行业中的品牌高度与话语权。回顾过去，茅台自2005年净利润首度实现对五粮液的历史性超越，并随后夺取高端白酒定价权以来，茅台酒便牢牢占据着中国白酒的价格与价值榜首。这种长达20余年的价格霸主地位，在消费者心智中沉淀出了难以撼动的“中国白酒第一品牌”的超强认知，这就是茅台当前的核心优势。近两年，在“两端消费”较优的行业背景下，贵州茅台需求端的表现具备明显的行业比较优势，公司核心产品市场需求始终保持稳健。2025年底，茅台开始“市场化”改革，从渠道、产品供给、价格机制三大核心维度系统推进，改革举措逐步落地、成效逐渐显现。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为904.71亿元、946.22亿元及996.57亿元，同比增速分别为4.92%、4.59%和5.32%，当前股价对应2026年PE约为19.4倍。

综合公司过去跨越多轮经济周期的深厚历史发展底蕴，以及近期主动降速、重塑量价的积极终端表现，我们充分看好茅台的长线投资价值。在白酒行业复杂的深度调整期，公司依然保持着自身稳定的经营节奏，展现出全行业最优的抗风险韧性。而随着深水区市场化改革的红利逐步释放，叠加未来宏观政商消费环境的预期修复，茅台已实质性理顺了供需与利润分配机制，筑牢了业绩基本盘。

展望未来，公司的发展基调将坚定维持“稳中向上”的态势。作为白酒行业的龙头与风向标，其稳健的增长步伐、不可撼动的商业壁垒与长期的提价潜能共同构筑了极强的安全边际。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

市场化改革效果不及预期；宏观经济恢复不及预期；政策风险；食品质量安全风险等

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	147,694	170,899	178,691	186,852	196,925
增长率	19%	16%	5%	5%	5%
净利润（百万元）	74,734	86,228	90,471	94,622	99,657
增长率	19%	15%	5%	5%	5%
EPS（元/股）	59.68	68.86	72.25	75.56	79.58
市盈率（P/E）	24.6	21.3	20.3	19.4	18.4
市净率（P/B）	8.5	7.9	6.4	5.2	4.4

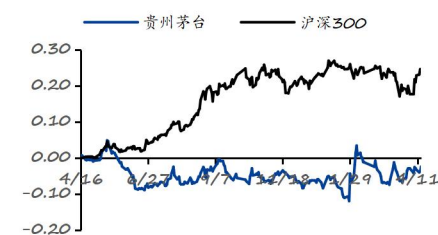
数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入（首次评级）

基本数据

日期	2026-04-15
收盘价：	1,467.50 元
总股本/流通股本(百万股)	1,252.27/1,252.27
流通A股市值(百万元)	1,837,706.54
每股净资产(元)	204.64
资产负债率(%)	12.81
一年内最高/最低价(元)	1,645.00/1,322.01

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：杨良俊(S0210525040010)
ylj30774@hfzq.com.cn
分析师：龚源月(S0210526030001)

相关报告

- 1、保持定力，2024年顺利收官——2025.01.03
- 2、增长韧性延续，年度目标顺利完成可期——2024.10.26
- 3、预期落地稳中前行，分红规划着眼长期——2024.08.10





正文目录

1 当前白酒行业的三大核心特征.....	3
1.1 从产业格局发展趋势看，“强者恒强”的品牌集中特征仍在继续.....	3
1.2 从近两年的需求场景看，呈现“两端消费”更稳定的特征.....	3
1.3 从近期公司应对看，龙头企业正积极进行供需、内在管理等调整.....	4
2 贵州茅台：阿尔法属性极具特色，市场化改革打开新局面.....	4
2.1 绝对的价位壁垒与品质护城河.....	4
2.2 需求端韧性凸显，跨越周期底气十足.....	5
2.3 市场化改革，打开公司发展新局面.....	5
3 盈利预测与投资建议.....	6
3.1 盈利预测.....	6
3.2 投资建议.....	7
4 风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 中国规模以上白酒企业数量（单位：家）.....	3
图表 2： 贵州茅台营业总收入稳健增长.....	5
图表 3： 公司业绩拆分预测表（单位：百万元）.....	7
图表 4： 可比公司估值表.....	8
图表 5： 财务预测摘要.....	9



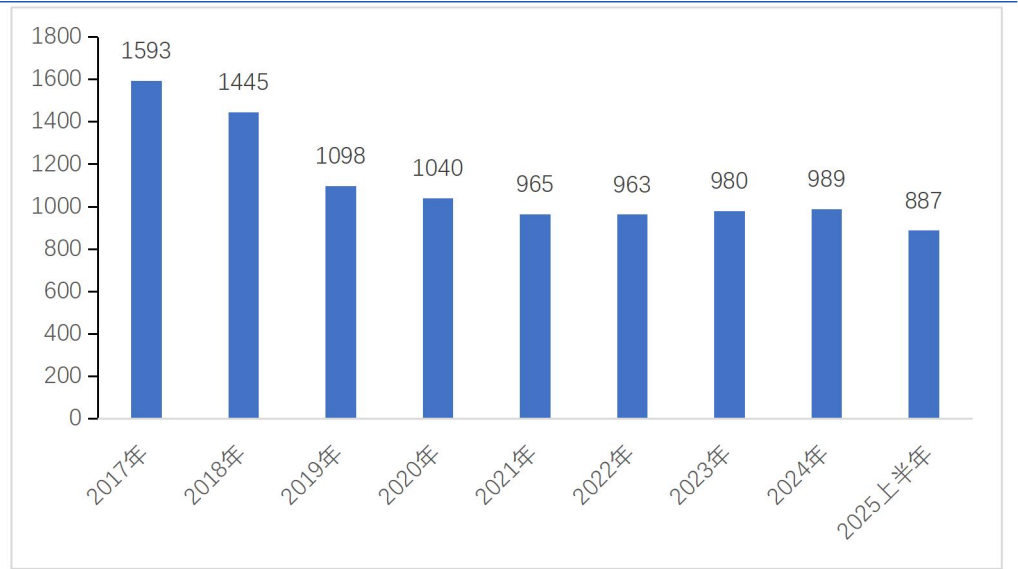
1 当前白酒行业的三大核心特征

白酒行业当前正面临新一轮的周期考验与格局重塑。结合宏观数据情况，我们认为当前行业主要呈现以下 3 大特征：

1.1 从产业格局发展趋势看，“强者恒强”的品牌集中特征仍在继续

2015 年以来，白酒行业基本告别产能扩张的红利期，进入“量减利增”的存量甚至缩量博弈阶段，这种特征当前仍在延续：根据商务部、市场运行司披露的国家统计局数据及财经头条数据，2025 年上半年白酒产业产量完成 191.59 万千升，同比下降 5.8%；白酒规模以上企业数量已从 2017 年的 1593 家减少至 2025 年上半年的 887 家，中小酒企进一步出清，市场份额与行业利润以高速向头部集中。根据新浪财经转引的云酒头条及毕马威和中国酒业协会发布的《2025 年中国白酒市场中期研究报告》数据，目前，以“茅五洋汾泸古”为代表的 6 家百亿级头部白酒企业（CR6），2024 年其营业收入占全行业的比重已攀升至 48.08%，而利润总额占比更是高达 86%。龙头酒企在这一过程中将持续占据优势。

图表 1：中国规模以上白酒企业数量（单位：家）



数据来源：国家统计局，商务部，市场运行司，抖音客，中国酒业新闻网，华夏酒报，云酒头条，封面新闻，酒业家，新浪网，新浪财经，前瞻产业研究院，央广网，证券日报，华福证券研究所

1.2 从近两年的需求场景看，呈现“两端消费”更稳定的特征

2022 年开始，一些次高端品牌业绩开始出现波动，商务需求有减弱迹象，一直到 2025 年又叠加了“禁酒令”相关政策影响，白酒消费持续承压。但在此过程中，行业出现价位分化的特征：中间价位受影响较大，“两端消费”更加稳定。

顶端是超高端礼赠、核心政商宴请等刚需场景，这类场景对绝对头部品牌的依赖度极高，因此头部高端品牌的消费表现坚挺。底端是大众口粮酒市场，得益于民间基础消费的支撑，需求同样保持相对稳定。位于中间的次高端则成为了需求萎缩的重灾区，根据央广财经数据显示，目前行业中约有 60% 的酒企面临着严峻的批价



倒挂现象，渠道盈利空间遭到严重挤压。根据消费站转引艾媒咨询数据，调整过程中，消费场景结构已发生显著变化，家庭聚会（49.11%）和朋友聚会（48.00%）的场景占比已实质性超越传统的商务宴请（42.22%），跃升为白酒前两大核心消费场景，这一变迁，既印证了大众口粮酒的底盘支撑，也解释了商务萎缩致使次高端承压的原因。而超高端名酒凭借礼赠与政商刚需成功跨越冲击，共同印证了行业‘两端更稳’的韧性特征。

1.3 从近期公司应对看，龙头企业正积极进行供需、内在管理等调整

自 2025 年二季度以来，面对终端动销的持续承压，酒企开始主动进行调整。面对渠道端高库存与批价倒挂，酒企一改过去主张压货稳定报表的激进模式，倡导“去库存”，合理供给，缓解渠道压力，保护渠道健康，同时运用数字化手段追踪终端开瓶率、强化开瓶返利与补贴等组合拳，促进市场良性循环。在这一轮调整周期中，尤其以贵州茅台为代表的白酒龙头企业起到了关键的引领与风向标作用，贵州茅台在 2025 年三季度主动缓解渠道压力，单季度营业收入及归母净利润都是仅实现微幅正增长，为整个白酒行业向良性、健康轨道回归起到带头作用。

2 贵州茅台：阿尔法属性极具特色，市场化改革打开新局面

在如此复杂的行业环境下，贵州茅台自身具备的核心竞争优势与强大的品牌壁垒得以全面彰显。同时，公司积极主动进行系统性市场化改革，为其长期发展打开了全新的局面。

2.1 绝对的价位壁垒与品质护城河

白酒是典型的“价格决定地位”的行业，核心单品的价格标尺直接锚定了企业在行业中的品牌高度与话语权。回顾过去，茅台自 2005 年净利润首度实现对五粮液的历史性超越，并随后彻底夺取高端白酒定价权以来，茅台酒便牢牢占据着中国白酒的价格与价值榜首。这种长达 20 余年的价格霸主地位，在消费者心智中沉淀出了难以撼动的“中国白酒第一品牌”的绝对认知，这就是茅台当前的核心优势。此外，2016 年以来，公司营业总收入从 401.55 亿元增长至 2024 年的 1741.44 亿元，每年保持稳定双位数增长，业绩表现亮眼。



图表 2：贵州茅台营业总收入稳健增长



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

茅台价位的支撑，来自于其深厚的历史文化底蕴、以及独特的品质护城河：不可复制的赤水河核心产区微生态、严苛的酿造工艺以及特殊自然环境共同造就的天然稀缺性。每瓶茅台酒从投料到出厂需历经 5 年时间，涵盖 30 道工序和 165 个工艺环节，遵循传统固态发酵工艺，造就了产能天然稀缺与不可复制。

在产品端，公司形成了极具竞争力的金字塔型产品矩阵。经典 500 毫升飞天茅台作为整个白酒行业的定价锚与超级大单品，为公司贡献了极为庞大且稳定的现金流基本盘。在此基础之上，精品茅台与生肖茅台凭借独特的文化附加值，持续激发民间高端消费与收藏需求，而陈年文化类产品则牢牢占据塔尖的超高端价值高地。在系列酒方面，茅台 1935 成功站稳百亿级规模，与茅台王子酒等产品共同织密了次高端价格带的防御网，精准承接了大众消费升级红利。

2.2 需求端韧性凸显，跨越周期底气十足

近两年，在“两端消费”较优的行业背景下，贵州茅台需求端的表现具备明显的行业比较优势，公司核心产品市场需求始终保持稳健。一方面，在高端礼赠及核心商务消费场景中，茅台产品具备不可替代性，客户需求黏性突出；另一方面，伴随终端批价回归理性区间，民间自饮、宴席等需求进一步激活，产品性价比优势显现，对其他高端价位产品形成显著挤占。在飞天茅台基本盘稳固的基础上，系列酒依托母品牌背书，增长动能充沛，系列酒核心单品茅台 1935 销量迅速增长。

2.3 市场化改革，打开公司发展新局面

2025 年底，茅台开始“市场化”改革，从渠道、产品供给、价格机制三大核心维度系统推进，改革举措逐步落地、成效逐渐显现。

首先是渠道层面，公司旗帜鲜明推进渠道变革，在“i 茅台”直营平台直接导入经典 1499 元普飞茅台，此举意在扩大普飞的消费者接触面，让更多消费群可以有直



接的、放心的渠道买到茅台酒。i 茅台平台同时可以帮助线下门店引流，形成线上线下一下共振。根据新浪财经数据显示，i 茅台在 2026 年 1 月的月活用户高达 1531 万，全平台成交订单超 212 万笔，其中飞天茅台单品成交订单达 143 万笔，占比达 67.45%。

其次，在产品供给上，公司根据实际情况，对非标产品全面减量，同时全面取消了长久以来对传统经销商的分销政策，而采取代售制度，减轻了传统经销商的资金压力，保护了非标品的价格，也间接保护了普飞的价格，配合稳定了茅台产品价格。

公司在最为敏感的价格机制层面也迎来了历史性破局。茅台董事会审议通过了《2026 年贵州茅台酒市场化运营方案》，管理层明确提出“随行就市、相对平稳”的指导方针，全面转向以真实市场需求为驱动的灵活调节机制，通过动态调节供需与量价抑制市场投机行为。在此机制指引下，公司于 2026 年 3 月 30 日有序落地了提价动作：正式将飞天茅台出厂价从 1169 元/瓶上调至 1269 元/瓶，同比上涨 8.55%；官方零售指导价同步从 1499 元/瓶微调至 1539 元/瓶，同比上涨 2.67%。此次价格调整标志着公司量价调控能力进一步增强，是对市场化改革的闭环。也为整个白酒行业未来的价格上移带来积极影响。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

(1) 茅台酒业务：公司茅台酒品牌心智牢固，作为白酒行业绝对定价锚与超级大单品，主业有望充分受益于行业集中度持续提升红利；其次，公司持续加强全渠道运作，深化 i 茅台数字化直营布局，强化终端掌控力与市场化定价能力。此外，茅台酒吨价优势显著，2026 年提价落地有望带动吨价持续上行。预计 2025-2027 年茅台酒销量增速为 3.5%/2.3%/3.40%，吨价增速分别为 2.6%/2.3%/2.35%，营收增速分别为 6.19%/4.65%/5.83%，毛利率维持 94%以上高位，业务收入占比逐步提升至 85.76%。

(2) 其他系列酒：公司系列酒业务近年稳步快增，主要受益于母品牌影响力提升带动自然动销、渠道补能形成协同效应、千元价格带精准卡位以及大众消费升级红利。2025 年公司主动实施系列酒控量去库存、优化产品结构，阶段性放缓增速以修复渠道生态，后续随着渠道健康度提升、产品结构优化，系列酒重回稳健增长通道。预计 2025-2027 年系列酒销量增速为 -4.5%/3%/1.5%，吨价增速分别为 -0.5%/1.0%/1.0%，营收增速分别为 -4.98%/4.03%/2.51%，毛利率维持 79%-80% 区间，业务收入占比稳定在 12%-14%。

(3) 其他业务：其他业务赛道仍具备稳健增长空间，近年在供应链配套、品牌授权等业务催化下持续运营；而公司其他业务同时充分受益于主业品牌影响力扩大

与渠道协同效应释放。2025 年公司主动优化非核心业务结构、控制业务增速，阶段性调整后，后续依托主业流量实现稳健增长。预计 2025-2027 年其他业务收入增速分别为-5.00%/2.00%/2.00%，毛利率保持在 45%左右，业务收入占比稳定在 0.2%以内。

图表 3：公司业绩拆分预测表（单位：百万元）

		2024	2025E	2026E	2027E
茅台酒					
	收入	145928.08	154962.48	162172.73	171627.24
	YoY	15.28%	6.19%	4.65%	5.83%
	成本	8662.08	9173.78	9568.19	10297.63
	毛利率	94.06%	94.08%	94.10%	94.00%
	业务收入比例	83.80%	85.25%	85.36%	85.76%
其他系列酒					
	收入	24683.76	23455.13	24400.37	25014.04
	YoY	19.65%	-4.98%	4.03%	2.51%
	成本	4967.92	4925.58	5002.08	5002.81
	毛利率	79.87%	79.00%	79.50%	80.00%
	业务收入比例	14.17%	12.95%	12.89%	12.55%
其他业务					
	收入	287.31	272.95	278.41	283.98
	YoY	-39.46%	-5.00%	2.00%	2.00%
	成本	159.49	152.69	151.74	157.09
	毛利率	44.49%	44.06%	45.50%	44.68%
	业务收入比例	0.17%	0.15%	0.15%	0.14%

数据来源：iFinD，公司年报，华福证券研究所

3.2 投资建议

相对估值比较：作为白酒行业龙头，公司与五粮液、泸州老窖、山西汾酒同属高端白酒核心赛道，商业模式与客户群体具备高度可比性，故选取上述公司作为可比公司；根据计算，2024A-2027E 可比公司平均 PE 分别为 16/14/14/13 倍；预计公司 2024A-2027E 归母净利润将达到 862.28/904.71/946.22/996.57 亿元，2025-2027 年分别同比增长 4.92%/4.59%/5.32%。考虑到公司作为行业龙头具备不可复制的品牌壁垒、渠道掌控力与长期提价潜能，市场化改革持续理顺供需机制、优化渠道生态，叠加行业集中度持续提升，公司业绩具备极强的确定性与抗周期属性，理应享受显著龙头估值溢价。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 20/19/18 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 4：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2026/4/15	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000858	五粮液	104	8	7	7	7	17	16	15	14
000568	泸州老窖	103	9	8	8	9	14	13	12	11
600809	山西汾酒	139	10	10	10	11	18	14	13	12
			平均值				16	14	14	13
600519	贵州茅台	1468	69	72	76	80	21	20	19	18

数据来源：iFinD，华福证券研究所
注：数据截取日期为 2026 年 4 月 15 日，可比公司盈利预测数据来源为 iFinD 一致预期

4 风险提示

市场化改革效果不及预期。公司作为引领白酒行业的风向标，率先开启市场化改革。作为当下的核心看点，若改革效果不及预期将会影响公司整体业绩和利润。

宏观经济恢复不及预期。公司主营白酒产品，白酒消费与宏观经济有着密切关联，若宏观经济恢复不及预期，公司产品动销将受到影响，从而影响整体业绩。

政策风险。白酒主要消费场景包括商务宴请、礼赠等，若白酒政策出现重大变动，将直接影响公司核心单品销量。

食品质量安全风险。若公司出现食品安全问题，将对公司名誉与市场地位产生重大影响。

图表 5: 财务预测摘要

资产负债表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	59,296	88,148	161,055	223,450
应收票据及账款	2,003	585	771	965
预付账款	27	488	471	275
存货	54,343	54,933	57,249	60,272
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	136,057	168,197	160,377	164,260
流动资产合计	251,727	312,351	379,924	449,223
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	21,871	22,169	22,493	22,840
在建工程	2,150	1,550	900	200
无形资产	8,850	9,636	10,413	10,968
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	14,347	12,082	12,994	14,061
非流动资产合计	47,218	45,437	46,800	48,068
资产合计	298,945	357,788	426,723	497,291
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	3,515	3,484	3,675	3,902
预收款项	0	0	0	0
合同负债	9,592	10,543	15,670	14,505
其他应付款	5,429	4,828	5,003	5,118
其他流动负债	37,980	37,296	35,386	37,492
流动负债合计	56,516	56,150	59,734	61,017
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	417	348	361	368
非流动负债合计	417	348	361	368
负债合计	56,933	56,499	60,096	61,386
归属母公司所有者权益	233,106	288,811	350,206	415,115
少数股东权益	8,905	12,479	16,422	20,791
所有者权益合计	242,011	301,290	366,628	435,906
负债和股东权益	298,945	357,788	426,723	497,291

利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	170,899	178,691	186,852	196,925
营业成本	13,789	14,252	14,722	15,458
税金及附加	26,926	26,860	28,376	30,045
销售费用	5,639	6,075	6,166	6,499
管理费用	9,316	9,471	9,716	9,846
研发费用	218	209	219	231
财务费用	-4,610	-4,456	-4,655	-4,800
信用减值损失	-23	-20	-5	-3
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	61	15	20	25
投资收益	9	12	15	15
其他收益	21	28	28	28
营业利润	119,689	126,314	132,366	139,713
营业外收入	71	71	75	75
营业外支出	121	150	139	156
利润总额	119,639	126,235	132,302	139,632
所得税	30,304	32,190	33,737	35,606
净利润	89,335	94,045	98,565	104,026
少数股东损益	3,107	3,574	3,943	4,369
归属母公司净利润	86,228	90,471	94,622	99,657
EPS（按最新股本摊薄）	68.86	72.25	75.56	79.58

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	15.7%	4.6%	4.6%	5.4%
EBIT 增长率	16.1%	5.9%	4.8%	5.6%
归母公司净利润增长率	15.4%	4.9%	4.6%	5.3%
获利能力				
毛利率	91.9%	92.0%	92.1%	92.2%
净利率	52.3%	52.6%	52.8%	52.8%
ROE	35.6%	30.0%	25.8%	22.9%
ROIC	50.7%	42.2%	36.2%	32.0%
偿债能力				
资产负债率	19.0%	15.8%	14.1%	12.3%
流动比率	4.5	5.6	6.4	7.4
速动比率	3.5	4.6	5.4	6.4
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	1,316	1,380	1,372	1,369
每股指标（元）				
每股收益	68.86	72.25	75.56	79.58
每股经营现金流	73.84	48.59	83.79	76.05
每股净资产	186.15	230.63	279.66	331.49
估值比率				
P/E	21	20	19	18
P/B	8	6	5	4
EV/EBITDA	17	16	15	14

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所

上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn