

## 珠江啤酒 (002461.SZ)

## 广东区域啤酒龙头，产品结构提升、盈利能力改善

优于大市

## 核心观点

珠江啤酒发布 2024 年半年度业绩，2024 年上半年实现营业总收入 29.86 亿元，同比+7.69%；实现归母净利润 5.00 亿元，同比+36.52%；实现扣非归母净利润 4.76 亿元，同比+41.72%。第二季度实现营业总收入 18.78 亿元，同比+8.07%；实现归母净利润 3.79 亿元，同比+35.63%；实现扣非归母净利润 3.71 亿元，同比+40.61%。实际利润落在业绩预告区间中值附近。

**纯生系列销量及收入表现突出，产品结构提升较快。**2024 年上半年公司啤酒业务实现收入 28.8 亿元，同比+8.24%。拆分量价来看，上半年啤酒总销量同比+1.4%，销量表现优于行业，主因公司非现饮渠道占比相对较高，受当前消费习惯及渠道结构变化的影响相对较小，且公司纯生系列产品持续进行渠道扩张，贡献收入增量。在高档产品较快增长的带动下，上半年啤酒均价同比+6.7%，均价增速在行业内处于领先水平。上半年高档产品收入占比同比提升 5.4pct 至 71.0%。

**产品结构升级、成本下行，盈利能力显著提升。**上半年公司毛利率 49.0%，同比+3.6pct，主要系产品结构升级叠加成本下行的共振作用所致。今年以来，大麦、玻璃、瓦楞纸等酿酒原材料及包材价格回落，上半年啤酒吨成本同比-0.5%。费用方面，销售费用率、管理费用率、研发费用率均小幅变动，财务费用率同比+0.9pct，系公司利息收入减少所致。上半年公司归母净利润率 16.7%，同比+3.5pct，盈利能力提升显著。

**投资建议：**首次覆盖，给予“优于大市”评级。目前 97 纯生在省内品牌势能持续积累、渠道利润具备优势，叠加公司持续发力渠道拓展，97 纯生仍具较强成长能力。除此之外，公司在产品结构升级战略指导下，进一步丰富其高端产品矩阵，为长期发展补足动力。看好公司高档产品持续较快增长，公司在广东省市场有望获得份额持续提升。我们预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 57.33/60.57/63.88 亿元，同比+6.6%/+5.7%/+5.5%，实现归母净利润 8.0/9.0/10.2 亿元，同比+28.3%/+12.6%/+12.9%，每股收益分别为实现 0.36/0.41/0.46 元，当前股价对应 PE 估值为 24/21/19 倍。经过多角度估值，我们预计现阶段公司合理估值为 9.26-10.12 元，较当前股价有 7-17%溢价空间。

**风险提示：**宏观经济下行压力增大导致消费能力持续弱化；行业竞争加剧导致费用投放被动增加；部分原材料价格大幅上涨；食品安全事故导致行业销量下滑、啤酒品牌形象受损的风险等。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,928	5,378	5,733	6,057	6,388
(+/-%)	8.6%	9.1%	6.6%	5.7%	5.5%
归母净利润(百万元)	598	624	800	900	1016
(+/-%)	-2.1%	4.2%	28.3%	12.6%	12.9%
每股收益(元)	0.27	0.28	0.36	0.41	0.46
EBIT Margin	8.3%	8.8%	11.5%	13.0%	14.3%
净资产收益率 (ROE)	6.2%	6.3%	7.6%	8.1%	8.7%
市盈率 (PE)	31.9	30.6	23.9	21.2	18.8
EV/EBITDA	33.8	30.9	23.3	20.2	18.0
市净率 (PB)	1.99	1.91	1.82	1.73	1.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

## 食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

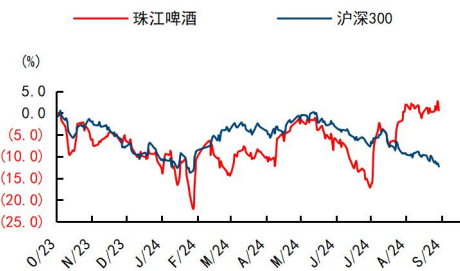
S0980523090001

S0980523090003

## 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	9.26 - 10.12 元
收盘价	8.63 元
总市值/流通市值	19101/19101 百万元
52 周最高价/最低价	9.05/6.60 元
近 3 个月日均成交额	63.48 百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

**珠江啤酒发布 2024 年半年度业绩**，2024 年上半年实现营业总收入 29.86 亿元，同比+7.69%；实现归母净利润 5.00 亿元，同比+36.52%；实现扣非归母净利润 4.76 亿元，同比+41.72%。第二季度实现营业总收入 18.78 亿元，同比+8.07%；实现归母净利润 3.79 亿元，同比+35.63%；实现扣非归母净利润 3.71 亿元，同比+40.61%。实际利润落在业绩预告区间中值附近。

**纯生系列销量及收入表现突出，产品结构提升较快。**2024 年上半年公司啤酒业务实现收入 28.8 亿元，同比+8.24%。拆分量价来看，上半年啤酒总销量同比+1.4%，销量表现优于行业，主因公司非现饮渠道占比相对较高，受当前消费习惯及渠道结构变化的影响相对较小，且公司纯生系列产品持续进行渠道扩张，贡献收入增量。在高档产品较快增长的带动下，上半年啤酒均价同比+6.7%，均价增速在行业内处于领先水平。上半年高档产品收入占比同比提升 5.4pct 至 71.0%。分档次看，24H1 高档/中档/大众化产品实现收入 20.4/6.5/1.9 亿元，同比+17.2%/-13.4%/+11.9%。高档产品收入取得较快增长，主要系纯生类产品销量增长带动，上半年高档啤酒产品销量同比增长 14.3%，其中 97 纯生今年以来延续高品牌势能。中档产品收入同比下滑预计主要系珠江零度销量下滑所致。大众化产品收入增速虽高，但因收入占比小，增量贡献小。

**产品结构升级、成本下行，盈利能力显著提升。**上半年公司毛利率 49.0%，同比+3.6pct，主要系产品结构升级叠加成本下行的共振作用所致。今年以来，大麦、玻璃、瓦楞纸等酿酒原材料及包材价格回落，上半年啤酒吨成本同比-0.5%。费用方面，销售费用率、管理费用率、研发费用率均小幅变动，财务费用率同比+0.9pct，系公司利息收入减少所致。上半年公司归母净利率 16.7%，同比+3.5pct，盈利能力提升显著。

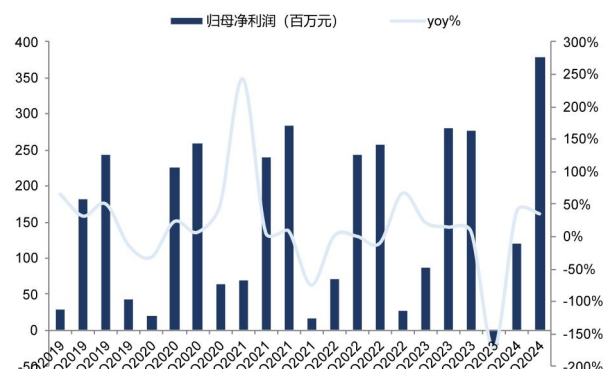
珠江啤酒精耕广东市场，省内市场市占率持续位于第一梯队，公司因此享受广东地区较为领先的啤酒消费量及消费能力带来的市场机会。近年来公司持续打造出 97 纯生高档大单品。目前 97 纯生在省内品牌势能持续积累、渠道利润具备优势，叠加公司持续发力渠道拓展，97 纯生仍具较强成长能力。除此之外，公司在产品结构升级战略指导下，进一步丰富其高端产品矩阵，为长期发展补足动力。看好公司高档产品持续较快增长，公司在广东省市场有望获得份额持续提升。

图1：单季度营业收入及增速



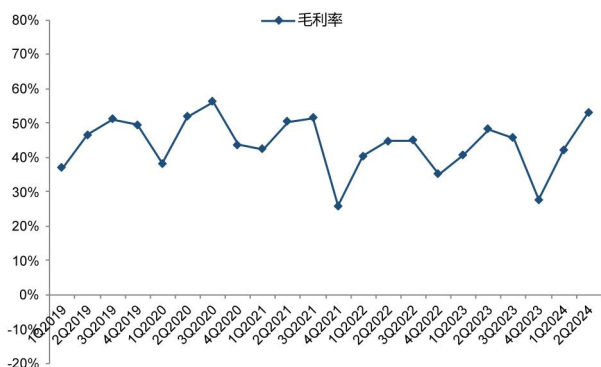
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



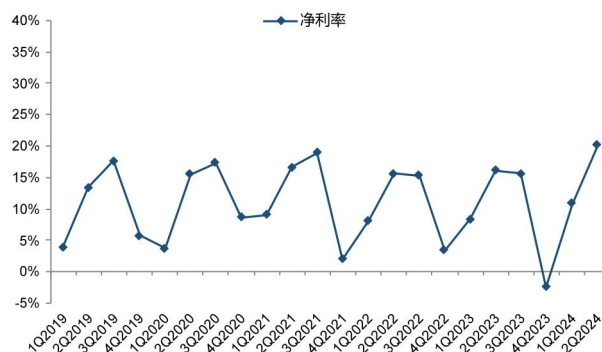
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润率变化

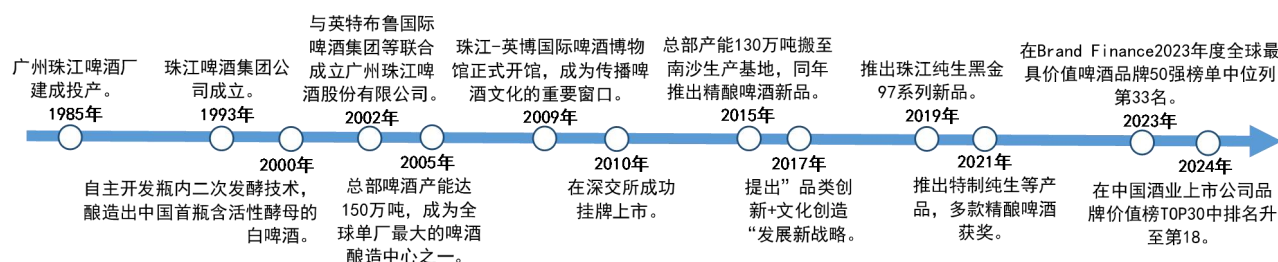


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 广东区域啤酒龙头，啤酒酿造与啤酒文化产业协同发展

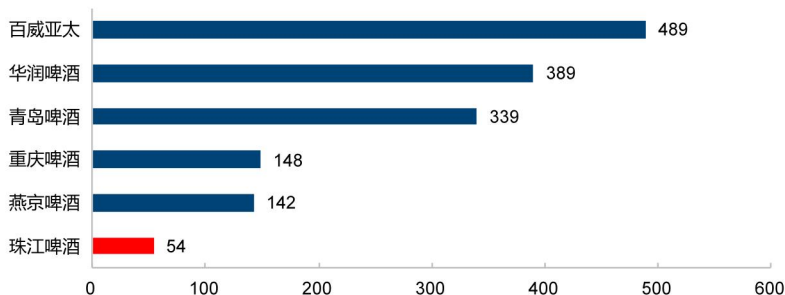
回顾广州珠江啤酒股份有限公司（以下简称“珠江啤酒”）发展历程，珠江啤酒成立于2002年12月，彼时广州珠江啤酒集团有限公司以与啤酒业务相关的经营性资产出资，联合英特布鲁国际、华仕投资等投资方以现金出资，发起设立广州珠江啤酒股份有限公司。随着公司逐步发展壮大，2010年8月珠江啤酒在深交所成功挂牌上市。2017年3月，珠江啤酒完成定向增发，成功募资43亿元，用于啤酒产能扩大及搬迁、珠江·琶醍啤酒文化创意园区改造升级等项目建设。经过二十余年的发展，目前珠江啤酒已经成为一家以啤酒酿造产业和啤酒文化产业“双主业”协同发展、包装产业配套发展的大型现代化国有控股企业，公司啤酒销售收入在全国啤酒行业中排名第六。

图5：珠江啤酒发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

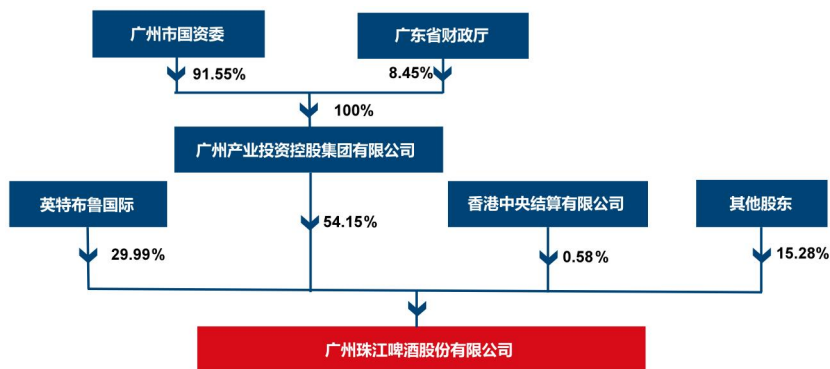
图6：啤酒行业收入规模前六大企业（2023 年度营业收入数据，单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**广州市国资委实控，外资英特布鲁国际参股，核心管理人员从业经验丰富。**据珠江啤酒 2024 年半年度报告，公司控股股东为广州产业投资控股集团有限公司（以下简称“广州产投集团”），广州产投集团直接持有上市公司 54.15% 股份。广州市国资委通过持有广州产投集团 91.55% 股份对上市公司形成实际控制关系。公司第二大股东为英特布鲁投资国际控股有限公司（以下简称“英特布鲁国际”），系国际啤酒巨头百威英博集团的下属公司，英特布鲁国际在参与 2002 年发起设立珠江啤酒之后多次增资，现持有上市公司 29.99% 股份。英特布鲁国际的参股帮助上市公司与国际啤酒巨头百威英博的合作，充分利用百威英博的资金、管理经验以及国内外市场渠道，提高珠江啤酒管理水平。公司董事长及高级管理人员多由内部提拔，在公司任职时间长、从业经验丰富，赋能公司持续稳健发展。此外，公司董事会亦引进百威集团高管，有助于促进珠江啤酒与百威集团的合作与交流。

图7：珠江啤酒股权结构（2024 年半年报数据）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

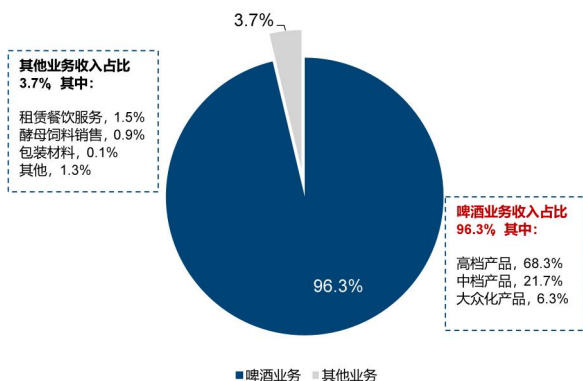
表1: 珠江啤酒主要管理层成员简介

姓名	职务	年龄	主要工作经历
王志斌	董事长	59	曾任广州市珠江啤酒厂计划调度室主任、副厂长，珠江啤酒集团公司生产部副经理、经理、董事，广州珠江啤酒股份有限公司总经理助理、副总经理、总经理、副董事长等职务。
杨克	副董事长	46	杨克先生亦是百威亚太首席执行官兼董事会联席主席，百威集团亚太地区行政总裁。曾任百威集团亚太区域南部总裁、加拿大 Labatt Breweries 总裁兼首席执行官等职务。
黄文胜	副董事长	56	现任公司党委副书记、副董事长、总经理。曾任广州智能装备产业集团有限公司党委委员、副总经理，广州广哈通信股份有限公司董事长等职务。
柯睿格	董事	42	柯睿格先生亦是百威集团亚太区首席法律及企业事务官。曾任百威集团北美区总法律顾问、亚太区并购业务主任、亚太南区法律及企业事务副总裁、亚太区法律及合规总监、全球总部并购及商务法律总监、美国盛信律师事务所律师、纽约市经济发展公司项目经理等职务。
吴家威	董事	59	曾任广州酒家集团股份有限公司党委委员、董事、常务副总经理。
罗志军	职工董事	58	曾任广州珠江啤酒集团有限公司酿造厂副厂长、厂长、设备部经理。
曾海涛	总会计师	43	曾任新丰珠江啤酒有限公司财务部经理，梅州珠江啤酒有限公司财务部经理，公司东南事业部财务总监、审计部经理、纪检监察室主任、监事、内部审计负责人，广州珠江啤酒集团有限公司监事、总经理助理。
涂京霞	副总经理 总工程师	51	曾任广州市珠江啤酒集团公司技术部工艺员、化验室副主管，公司质控部经理助理、副经理、经理，研发中心经理、副总工程师，广州南沙珠江啤酒有限公司副董事长、党委委员、总工程师。
卢春平	营销总监	49	曾任广州市珠江啤酒集团公司销售业务员、地区总监、区域经理，广州珠江啤酒股份有限公司营销中心副经理、常务副总经理、东南事业部总经理、梅州珠江啤酒有限公司总经理。
何雄	总法律顾问 法律事务部部长 董事会秘书	56	曾任广州市珠江啤酒集团公司办公室秘书、主任助理、副主任，公司秘书室副主任、监事。
李宽宽	党委办公室主任 办公室主任	50	曾任广州珠江啤酒集团公司管理部信息中心科员、工会干事、党委宣传部部长助理，公司储运部党支部副书记、热电厂党支部副书记、党群工作部部长、办公室副主任等职务。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

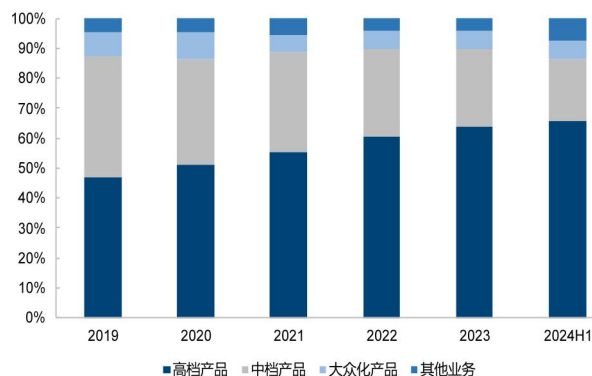
**明确啤酒酿造产业、啤酒文化产业“双主业”协同发展战略，啤酒业务仍为公司核心支柱。**珠江啤酒自成立以来，啤酒业务始终是公司的核心业务，啤酒业务收入占比持续在九成以上。2016年公司依托珠江南岸6.91万平方米的自留地块，开始加快培育珠江·琶醍啤酒文化创意产业园，确立了“啤酒+啤酒文化及商业开发”的新经营模式。2017年，公司进一步明确了啤酒酿造产业、啤酒文化产业“双主业”协同发展的战略，并将此战略延续至今。2023年公司营业总收入53.78亿元，其中啤酒业务收入51.49亿元，占比95.7%；租赁餐饮服务、酵母饲料销售、包装材料等其他业务合计贡献收入2.29亿元，占比4.3%。

图8: 珠江啤酒业务构成 (2024年半年报数据)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 珠江啤酒各项业务收入占比变化



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

就啤酒业务看，以纯生系列为代表的高档啤酒产品收入贡献最大。进一步拆分啤酒业务来看，公司的啤酒产品按照零售价格高低可分为高端、中档及大众化产品。高端产品主要为珠江纯生系列、雪堡系列，中档产品主要为珠江零度系列，大众化产品主要为传统啤酒等。2023 年公司高档产品/中档产品/大众化产品分别实现营收 34.26/13.99/3.24 亿元，在总营收中的占比分别为 66.5%/27.2%/6.3%，高档产品的收入占比最大。

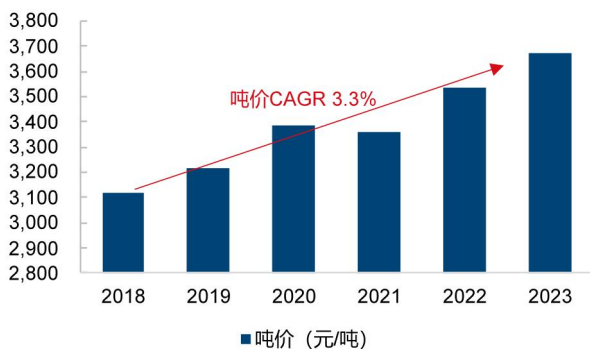
表2: 珠江啤酒主要产品

品牌系列	主要产品	价格 (元/只)	规格	酒精含量(≥%vol)	麦汁浓度 (°P)
雪堡系列	新英式 IPA	9.9	275mL/瓶	4.5	14
	雪堡白啤	8.3	500mL/听	4	11
	雪堡冷萃精酿	7.3	500mL/听	3.7	10.5
纯生系列	精品纯生	9	528mL/瓶	3.3	10
	97 黑金纯生	7	528mL/瓶	3.6	9
	特制纯生	5	500mL/听	3.6	9
	珠江纯生	4.1	600mL/瓶	3.6	9
	次元纯生	4.7	500mL/听	3.6	9
	珠江零度	4.4	500mL/罐	3.6	9.8
	经典老珠江	4	600mL/瓶	4.3	12
其他产品	无酒精菠萝啤	2.1	330mL/听	-	-
	金麦穗	1.8	330mL/听	3.6	10

资料来源：京东官方旗舰店，国信证券经济研究所整理；注：表中价格为整箱折算后价格，线下价格一般高于线上批发价格。

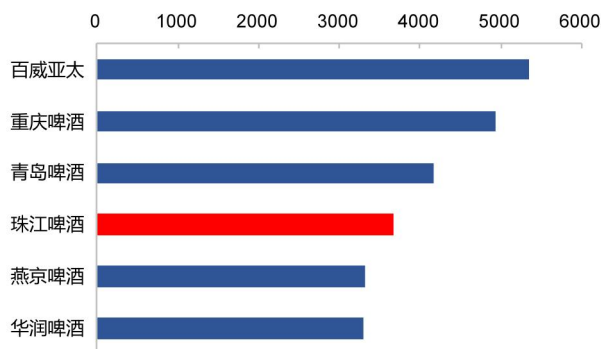
近年来公司啤酒产品结构升级趋势明显，销售均价持续走升。2010 年公司上市以来，坚持进行产品结构优化调整，重点推动纯生、白啤酒、无醇啤酒和易拉罐产品等中高档啤酒产品。2018 年珠江啤酒提出“3+N”产品组合战略，即雪堡系列、纯生系列、珠江系列，以及涵盖精酿啤酒、原浆啤酒、啤酒风味饮料等品种的特色产品，共同构建以中高档价格带为战略重点的产品矩阵。近年来，公司纯生系列产品表现出色，并承担起了拉动产品结构升级的主力。2022 年纯生系列产品销量同比增长 15.28%，预计 2023 年纯生系列产品销量同比增速在 10%以上。其中 97 纯生单品表现最为突出，97 纯生为公司于 2019 年 6 月推出的高端纯生产品，预计 2023 年全年 97 纯生销量接近 30 万吨，2019-2023 年销量年均复合增速约 80%。在高端产品快速增长的拉动下，公司啤酒销售均价维持较快提升速度，2023 年公司啤酒销售均价为 3670 元/吨，处于啤酒行业中游水平，啤酒业务毛利率 41.3%，处于行业中上游。

图10: 珠江啤酒销售均价（元/千升）



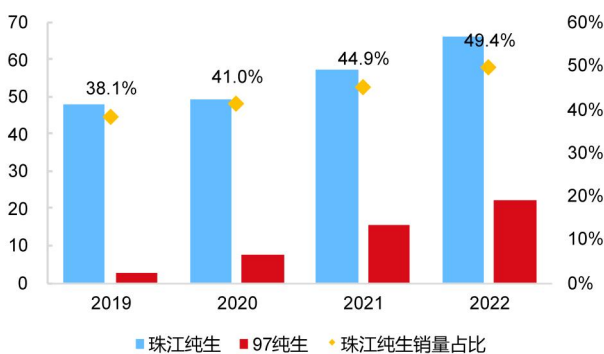
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 啤酒行业龙头销售均价对比（元/千升）



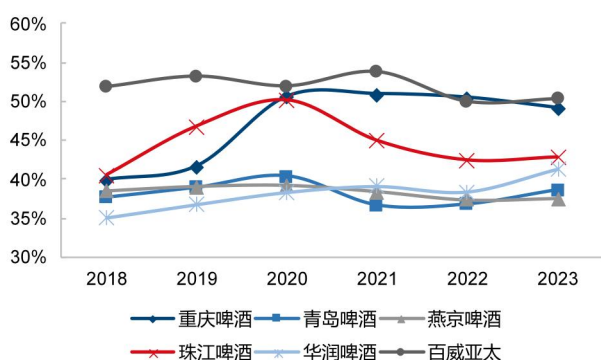
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 珠江啤酒纯生系列销量（万吨）及销量占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 珠江啤酒毛利率处于行业中游水平

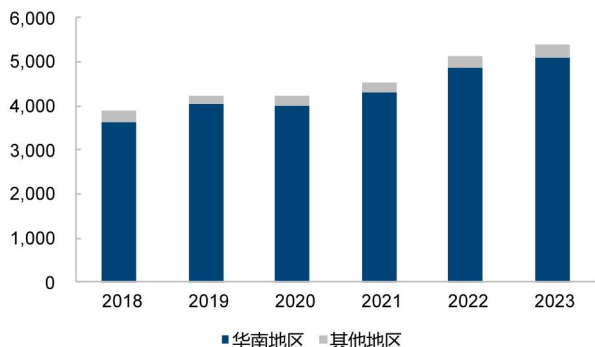


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

珠江啤酒具有典型的区域龙头特征，营业收入集中来源于华南地区，其中广东省为公司基地市场。2023年华南地区/其他地区实现营业收入51.10/2.68亿元，占比分别为95.02%/4.98%，华南地区贡献绝大部分收入，其中广东省市场为公司的基地市场。珠江啤酒前身为广州珠江啤酒厂，经过在广东省市场的持续深耕，公司在广东省内享有高品牌认知度，省内市占率持续位于第一梯队。2018年公司在广东省市占率达31.6%，其中珠三角区域市占率36.7%，属于典型的区域啤酒龙头。

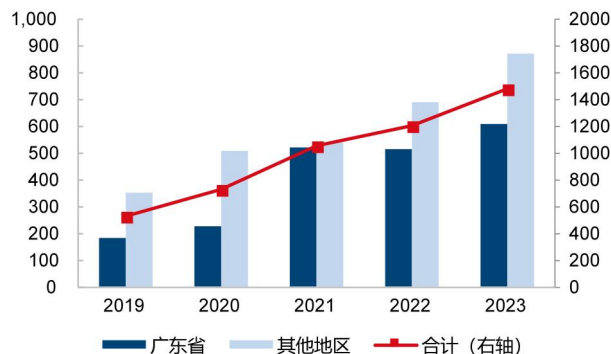
珠江啤酒以经销模式为主，近年来公司经销商数量持续扩张。公司主要销售模式为经销模式，同时亦有布局线上直销，但目前线上直销占比低。分渠道看，2023年公司普通/商超/夜场/电商渠道占比94.5%/2.6%/1.8%/1.1%，流通、餐饮渠道占据主导，夜场、电商渠道占比偏低。近年来公司全国销售网络建设速度加快，经销商队伍持续扩张，经销商数量自2019年531家增长至2023年1471家，净增加940家，其中广东省内经销商净增长421家至604家，省外经销商净增长519家至867家。

图14: 珠江啤酒营业收入来源集中于华南地区



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 珠江啤酒经销商队伍持续扩张

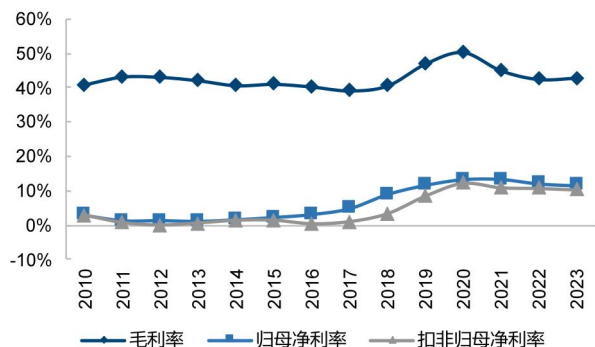


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**成本端, 原材料成本占比较高, 啤酒生产成本易跟随原材料价格波动。**公司的成本构成分为原材料、直接人工、折旧、能源等, 其中原材料成本占比高达 71.3%, 公司生产的主要原材料为麦芽、易拉罐(铝罐)、玻璃瓶、纸箱、大米等。2018-2023 公司单吨啤酒生产成本年均复合增速为 2.53%, 呈温和上涨趋势, 主要系公司高端产品占比逐步提升所致。复盘来看, 单吨啤酒生产成本还受到原材料价格波动的影响。2019-2020 年, 得益于原料成本下行与降本增效推进, 吨成本同比下降 7.7%/2.0%; 2021-2022 年受新冠肺炎疫情、国际上地缘政治冲突等因素影响, 大宗商品价格上涨、能源供给有所收紧, 加速推高公司啤酒生产成本, 2021-2022 年啤酒吨成本同比上升 9.7%/10.1%; 2023 年随大宗商品价格回落, 公司成本压力缓解, 吨成本涨幅收窄至 3.7%。

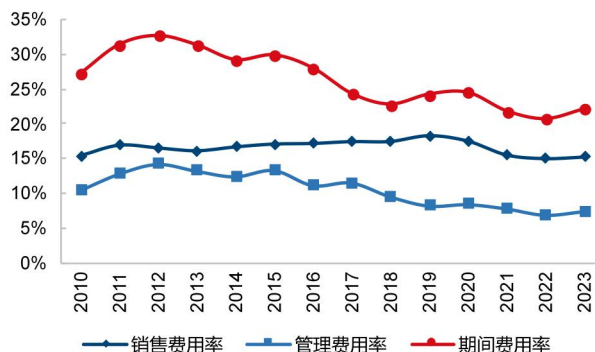
**利润端, 受益于降本增效举措及利息收入增加, 2018 年以来公司盈利能力较此前提升。**2018 年以前, 公司扣非归母净利率持续在 3% 以下, 盈利能力受到较高费用率的拖累。2018 年后公司降本增效工作展现成效, 管理费用率与销售费用率呈下行趋势。此外, 因公司 2017 年定增募集 43.12 亿元、2013-2018 年期间陆续收到土地征收补偿款 22.06 亿元, 显著扩大公司流动资产规模, 2018 年以来公司利息收入持续在 2 亿以上, 对盈利能力有较大的正向贡献。因此珠江啤酒归母净利率自 2018 年 9.1% 提升至 2023 年 11.6%, 扣非归母净利率自 2018 年 3.3% 提升至 2023 年 10.4%。2018-2023 年归母净利润/扣非归母净利润 CAGR 分别为 11.2%/33.4%。

图16: 珠江啤酒毛利率及净利率水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

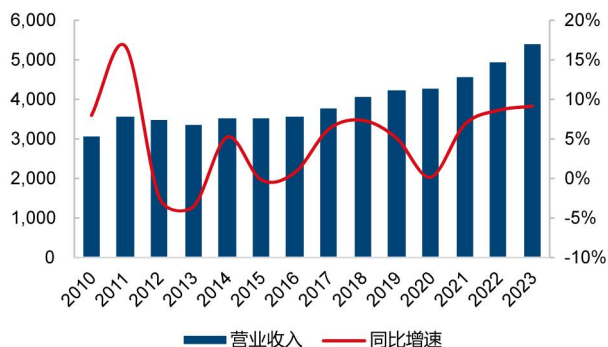
图17: 珠江啤酒销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

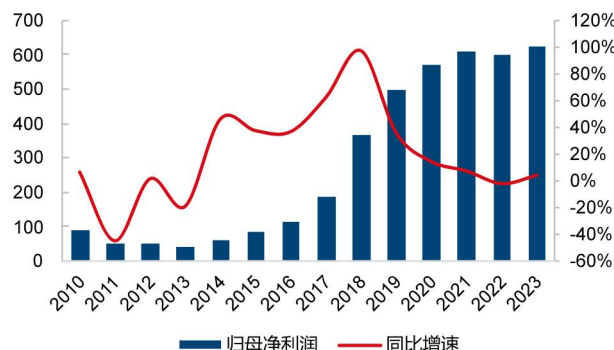


图18: 珠江啤酒营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 珠江啤酒归母净利润及同比增速



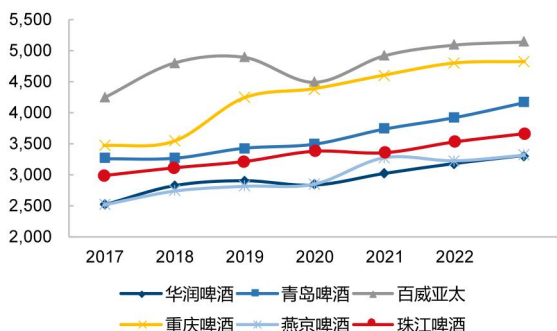
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**推动啤酒文化产业发展, 构建高品质、深体验的多元消费场景。**公司啤酒文化相关产业与啤酒业务相辅相成、共同发展。2009年珠江-英博国际啤酒博物馆正式对外开放, 如今其年均接待游客约四万人次, 成为展示珠江啤酒发展历程及文化精神的重要窗口; 2011年, 由珠江啤酒原旧厂设施改造而成的珠江琶醍啤酒文化创意艺术区对外招商, 致力于打造以珠江啤酒文化为中心集产品、服务和应用等为一体的产业生态圈, 如今“珠江琶醍”月均人流量达十万人次, 成功举办百余场特色活动, 成为当地臻具现代格调的啤酒文化艺术平台及高端餐饮休闲娱乐地带。此外公司持续创新品牌营销模式, 以“啤酒+”模式开拓消费新体验。具体来看, 1) “啤酒+体育”: 公司连续八年赞助广东省男子篮球赛, 聘请易建联担任形象大使。2) “啤酒+音乐”: 公司积极举办如“珠江纯生-生啤酒派对”等品牌音乐活动, 签约萧敬腾为代言人。3) “啤酒+美食”: 举办“珠江啤酒·特色美食发布”美食节等特色活动。在珠江啤酒多维度营销拉动下, 啤酒消费拉动效果显著。

## 广东啤酒市场容量大, 珠江啤酒区域龙头地位稳固

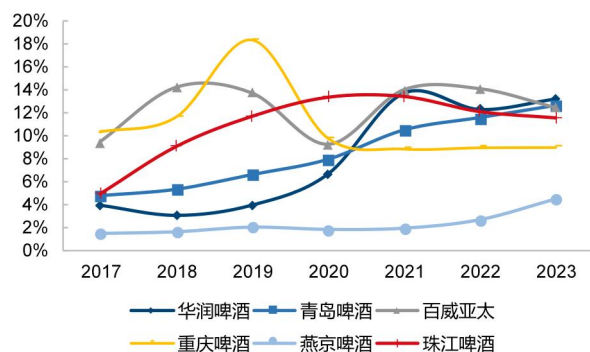
**2017-2023年啤酒行业呈现高端化发展趋势, 啤酒龙头盈利能力改善。**早期啤酒行业重视总销售量的增长及份额的提升, 但随着行业销量增长放缓并见顶回落、供需矛盾愈发突出, 啤酒企业的“总量优先”策略将行业拖入2011-2016年的激烈低价竞争时期, 在此期间, 啤酒企业收入增速放缓, 同时费用高企, 导致啤酒企业盈利低迷。为突破自身发展瓶颈, 2017年前后啤酒龙头陆续开启高端化战略转型, 逐步将战略重心从销售体量向增长质量转移, 利润诉求明显增强。2017-2023年啤酒行业呈现明显的高端化发展趋势, 高端产品占比逐步提升, 啤酒销售均价亦逐步走升, 啤酒龙头盈利能力改善。

图25：2017年以来啤酒行业龙头销售均价持续提升



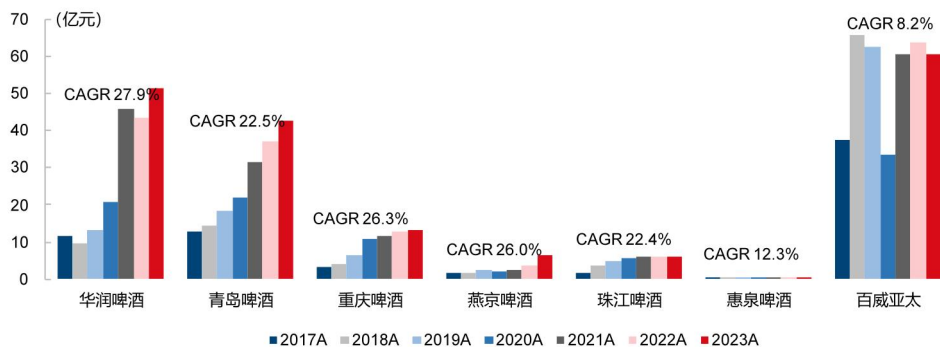
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：2017年以来啤酒行业龙头盈利能力呈上升趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20：受益于啤酒行业高端化，2017-2023年啤酒企业归母净利润增长显著



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

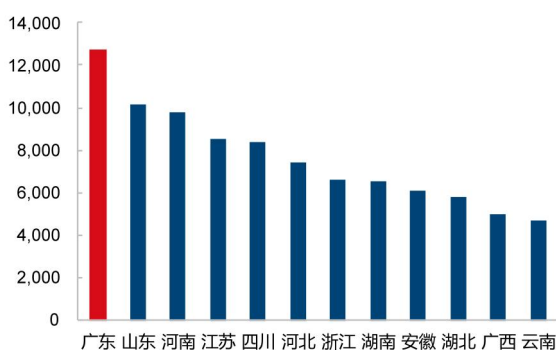
**2023年以来啤酒行业高端化节奏有所放缓，目前8-10元细分价格带展现韧性。**受疫情疤痕效应影响，2023年下半年以来我国消费需求仍显疲弱，外出就餐以及娱乐消费等可选属性较强的消费需求呈现收缩态势。除此之外，消费者的消费行为趋于理性，对于产品质价比的诉求显著提升。在此背景下，更依赖于餐饮、娱乐渠道的高端及超高端啤酒的增长受到阻力，啤酒行业高端化节奏放缓。但消费者对于更高品质、更具个性化的啤酒产品的需求依然存在，因此从各大啤酒厂商2024年半年报来看，中低档啤酒市场仍在收缩，虽10元以上高端及超高端产品销量增速放缓或转负，但8-10元细分价格带仍然展现增长韧性，例如重庆啤酒旗下乐堡、燕京啤酒旗下U8、珠江啤酒旗下97纯生、百威亚太旗下哈尔滨冰极纯生，均在2024年上半年取得相对总销量更快的增速。

**中长期看，啤酒龙头仍将推动行业高端化发展，短期则需在高端化与销量间做好平衡。**因我国啤酒销量已于2013年见顶，且中长期看我国啤酒消费群体总数或将下降，而相较于海外成熟市场，目前我国啤酒产品结构仍然偏低，故目前啤酒行业供给端对于推动产品结构升级的意愿依然强烈。2017年行业开启高端化发展新阶段后，啤酒厂商亦持续优化产能布局，有序关停冗余的低端产能，同时通过新建或者升级改造的方式完善高端产能的布局，表明啤酒厂商在中长期进行高端化发展的战略决心。然而在短期需求承压背景下，啤酒龙头需在高端化速度与销量

间做好平衡,故 2024 年产品结构较高的全国化龙头适度放松对于中低端产品的发展限制。

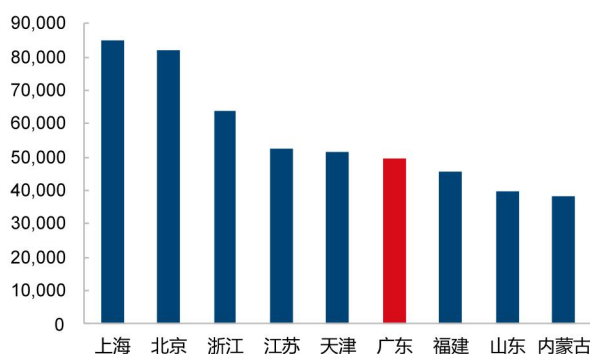
**广东省消费群体庞大、人均可支配收入领先，是全国最大的区域啤酒市场之一。**2023 年广东省啤酒产量据国家统计局数据，2023 年广东省常住人口约 1.27 亿人，位居全国首位；人均可支配收入仅次于上海、北京、浙江、江苏、天津，位居全国第六。庞大的消费群体叠加较为领先的收入水平为广东省消费市场的发展打下较为扎实的基础，广东省也是全国体量最大的区域啤酒市场之一，吸引各啤酒厂商在此布局。2022 年广东省规上企业啤酒产量 394.11 万千升，广东省成为全国啤酒第一大产区，随着部分龙头在广东省进一步扩产，2023 年广东省规上企业啤酒产量 472.07 万千升，同比增长 13.1%，占全国总产量的比例高达 13.3%。

图 25: 广东省人口数量位居全国第一 (2023 年数据, 单位: 万人)



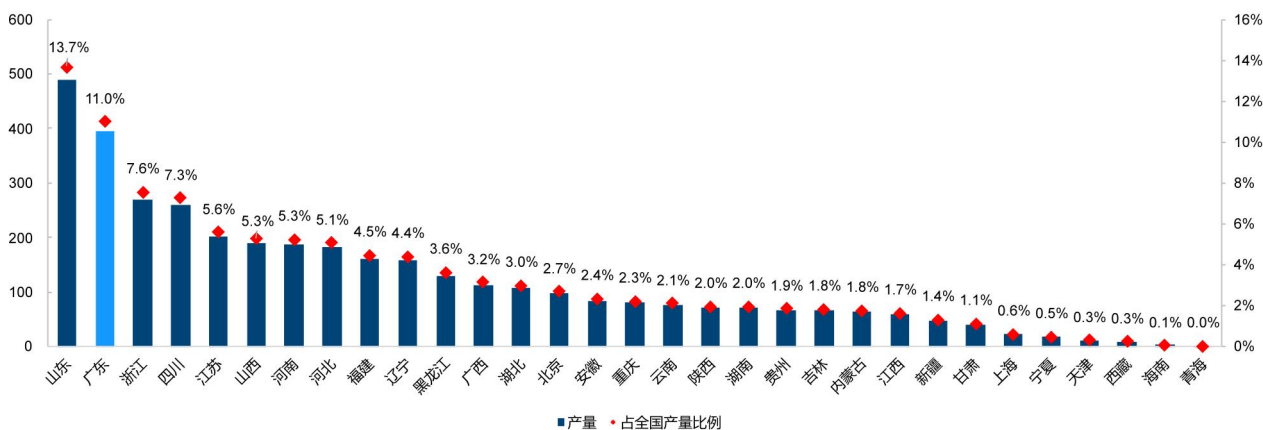
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 26: 广东省人均可支配收入排名全国第六 (2023 年数据, 单位: 元)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 21: 广东省啤酒市场产量位居全国第二位, 产量占比超 10% (2022 年数据, 单位: 万千升)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

**珠江啤酒在广东省啤酒市场份额领先，近年来市占率较为稳定。**啤酒行业发展初期，广东省啤酒市场主要由珠江啤酒、金威啤酒等本地啤酒品牌把持。广东啤酒市场巨大的发展潜力也吸引啤酒大厂商纷纷在此布局，21 世纪初期青岛啤酒、华润啤酒、嘉士伯啤酒、燕京啤酒、百威啤酒等啤酒龙头加大对于广东省市场的份额抢占，目前形成多品牌竞争的市场格局，其中珠江啤酒、百威啤酒在省内市占

率处于第一梯队。据珠江啤酒年报，2018 年珠江啤酒在广东市场占有率达 31.6%，其中珠三角区域市场占有率 36.7%。2018-2022 年公司总销量 CAGR 为 2.5%，增量主要由省内市场贡献，预计近五年珠江啤酒在广东省的市场占有率稳定在三成以上，排名省内第一。排名第二的百威啤酒在广东省的份额于珠江啤酒较为接近，而外资百威啤酒为珠江啤酒的第二大股东，双方保持良好的合作关系，二者合计占据广东省市场一半以上的市场份额。其他竞争对手青岛啤酒、华润啤酒、嘉士伯啤酒、燕京啤酒在广东省的市场份额偏低，与珠江啤酒、百威啤酒有一定的差距。整体来看，广东啤酒市场龙头珠江啤酒目前已形成领先优势。

**珠江啤酒核心单品 97 纯生增长势能持续积累，市场及渠道能力不断强化，区域龙头优势巩固。**2019 年以来公司重点推广 97 纯生，随着近几年公司坚持进行渠道扩张、强化渠道与终端管理能力，97 纯生已取得较大突破，2022 年体量已快速成长至 22 万吨，预计 2023 年销量增速仍在 30%以上。目前 97 纯生在省内品牌势能持续积累、渠道利润具备优势，叠加公司持续发力渠道拓展，97 纯生仍具较强成长能力。中长期来看，珠江啤酒在广东省内的品牌认可度高，且公司具备良好研发创新基因（曾于 1997 年突破性地研制推出全国第一款纯生啤酒），在产品结构升级战略指导下，近年来不断丰富其高端产品矩阵，为长期发展补足动力。因此我们看好公司发展，在核心单品高增长势能带动下，珠江啤酒在广东省啤酒市场的占有率有望提升。

## 盈利预测

**假设前提：核心单品 97 纯生维持较快增速，啤酒业务毛利率稳步提升**

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**啤酒业务：**1) 收入：目前公司 97 纯生凭借产品高品质、逐步扩大的终端销售网点、良好的厂商关系实现较快增长，有力拉动高档啤酒的销量增长，预计高档啤酒 2024-2026 年收入同比+14.8%/+11.2%/+9.6%，中档啤酒受 6 元以下细分市场容量收缩及市场竞争的影响，预计收入同比-13.6%/-12.0%/-11.5%；大众化产品收入占比小，预计销售均价小幅提升，预计大众化产品收入同比+6.1%/+3.0%/+3.0%。综合来看，预计啤酒业务 2024-2026 年收入 54.86/58.13/61.36 亿元，同比+6.5%/+5.5%/+5.3%。2) 毛利率：2024 年公司产品结构升级叠加成本红利显著，预计毛利率同比提升 2.9pct，2025-2026 年产品结构拉动毛利率小幅提升，预计 2024-2026 年啤酒业务毛利率 44.2%/45.4%/46.2%。

**其他主营业务：**随着公司在啤酒文化产业的布局逐渐深入，预计其他主营业务 2024-2026 年收入 2.47/2.67/2.89 亿元，同比增长+8.0%/+8.0%/+8.0%；预计 2024-2026 年其他主营业务毛利率 80%/80%/80%。

综上所述，预计公司 2024-2026 年营业总收入 57.33/60.57/63.88 亿元，同比+6.6%/+5.7%/+5.5%，毛利率 45.7%/46.9%/47.8%。

表3：珠江啤酒营收拆分（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>4,928</b>	<b>5,378</b>	<b>5,733</b>	<b>6,057</b>	<b>6,388</b>
yoy	8.6%	9.1%	6.6%	5.7%	5.5%
毛利率	42.4%	42.8%	45.7%	46.9%	47.8%
<b>啤酒业务</b>					
<b>收入</b>	4,735	5,149	5,486	5,790	6,099
yoy	10.4%	8.7%	6.5%	5.5%	5.3%
毛利率	41.3%	41.3%	44.2%	45.4%	46.2%
其中：高档产品					
收入	2,976	3,426	3,933	4,372	4,792
yoy	18.4%	15.1%	14.8%	11.2%	9.6%
其中：中档产品					
收入	1,451	1,399	1,209	1,064	942
yoy	-3.9%	-3.6%	-13.6%	-12.0%	-11.5%
其中：大众化产品					
收入	308	324	344	354	365
yoy	15.0%	5.3%	6.1%	3.0%	3.0%
<b>其他主营业务</b>					
<b>收入</b>	193	229	247	267	289
yoy	-21.8%	18.5%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	71.4%	77.2%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

**费用率：**1) 销售费用率：因公司在着力打造 97 纯生大单品，预计销售费用会持续增长，但销售费用率预计将随着收入规模的扩大而稳步小幅下降，预计 2024-2026 年销售费用率 15.2%/15.1%/15.0%；2) 管理费用率：受益于公司降本增效动作及收入规模扩大，预计 2024-2026 年管理费用率逐步下行，分别为 7.0%/6.8%/6.6%；3) 研发费用率：预计 2024-2026 年研发费用率 2.7%/2.7%/2.6%；4) 财务费用率：因当前公司处于低利率环境，利息收入较 2021-2023 年有所减少，故预计 2024-2026 年财务费用率有所提升，分别为-2.1%/-2.1%/-2.2%。

按上述假设条件，我们得到 2024-2026 年公司实现营业总收入 57.33/60.57/63.88 亿元，同比+6.6%/+5.7%/+5.5%，实现归母净利润 8.0/9.0/10.2 亿元，同比+28.3%/+12.6%/+12.9%，每股收益分别为实现 0.36/0.41/0.46 元。

表4：珠江啤酒未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,928	5,378	5,733	6,057	6,388
营业成本	2,837	3,075	3,111	3,216	3,338
销售费用	738	817	871	915	958
管理费用	340	400	401	412	422
财务费用	-226	-182	-121	-129	-140
营业利润	708	743	940	1,059	1,195
利润总额	706	740	940	1,059	1,195
归属于母公司净利润	598	624	800	900	1,016
EPS	0.27	0.28	0.36	0.41	0.46
ROE	6.2%	6.3%	7.6%	8.1%	8.7%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：9.26-10.84 元

我们将公司分为可预测期（2024-2026 年）、过渡期（2027-2033 年）和永续期（2034 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

**可预测期（2024-2026 年）：**参考前述盈利预测拆解，我们预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 57.33/60.57/63.88 亿元，同比+6.6%/+5.7%/+5.5%，实现归母净利润 8.0/9.0/10.2 亿元，同比+28.3%/+12.6%/+12.9%。

**过渡期（2027-2033 年）：**假设公司 2027-2033 年营收增速仍能保持在约 2-5% 增速水平且逐年收窄。

**永续期（2034 年起）：**长期视角下，啤酒较休闲食品等品类相比必选属性更强，预计啤酒行业总销量波动幅度不大，且公司在广东省市场品牌认可度高、渠道能力强化，未来有望实现广东省内市占率稳中有升。价格方面，行业龙头已达成高端化发展的共识，持续推动产品结构升级。从消费者角度看，啤酒具备一定的社交属性，有助于啤酒消费价位逐步提升。此外，由于高端啤酒的供给受到品牌及优质产能的约束，掌握高端啤酒供给的几大啤酒龙头具备提价能力。因此我们预计未来公司啤酒销售均价稳步提升。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 2.0%。

表5: 公司盈利预测假设条件

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率 (%)	8.6%	9.1%	6.6%	5.7%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%
营业成本/营业收入 (%)	57.6%	57.2%	54.3%	53.1%	52.2%	51.9%	51.6%	51.3%	51.0%
销售费用/营业收入 (%)	15.0%	15.2%	15.2%	15.1%	15.0%	14.9%	14.8%	14.7%	14.6%
管理费用/销售收入 (%)	6.9%	7.4%	7.0%	6.8%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%
所得税税率 (%)	14.3%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
股利分配比率 (%)	51.1%	47.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	13.04%
无风险利率	2.14%	Ka	9.29%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.18
公司股价 (元)	8.63	Ke	9.81%
发行在外股数 (百万)	2213	E/(D+E)	92.26%
股票市值 (E, 百万元)	19101	D/(D+E)	7.74%
债务总额 (D, 百万元)	1602	WACC	9.31%
Kd	3.85%	永续增长率 (10年后)	2.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 1.1x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.14%，股票风险溢价率取 6.50%；债务成本采用 5 年期贷款市场报价利率 3.85%；由此计算出 WACC 为 9.31%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 9.26-10.84 元。

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.31%	8.81%	9.31%	9.81%	10.31%
永续 增长 率变 化	2.90%	12.32	11.40	10.63	9.97	9.41
	2.60%	11.95	11.11	10.39	9.77	9.24
	2.30%	11.62	10.84	10.17	9.59	9.09
	2.00%	11.33	10.60	9.97	9.42	8.94
	1.70%	11.06	10.37	9.78	9.26	8.81
	1.40%	10.81	10.17	9.61	9.12	8.68
	1.10%	10.58	9.98	9.45	8.98	8.57

资料来源：国信证券经济研究所分析

## 相对估值：16.96-18.84 元

我们选取其他国内啤酒公司青岛啤酒、华润啤酒、百威亚太、重庆啤酒、燕京啤酒作为可比公司，采用 PE 法进行估值。可比公司 2024/2025 年平均 PE 为 18/16x。考虑公司当前啤酒业务在高档产品快速放量带动下收入增长动力充足，且产品组合盈利能力较快提升促进利润弹性释放，参考重庆啤酒 2021 年核心单品红乌苏快速放量时期估值、燕京啤酒 2022-2024 年核心单品 U8 快速放量时期估值水平，给予公司 2024 年 PE 25-28x，合理价格区间为 9.03-10.12 元，对应市值区间为 193-216 亿元，较当前股价有 5-17%溢价空间。

表 7: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
002461.SZ	珠江啤酒	25.2	8.63	0.36	0.41	23.9	21.2	191	优于大市 (首次)
600600.SH	青岛啤酒	17.3	56.86	3.34	3.54	17.0	16.1	776	优于大市
0291.HK	华润啤酒	13.6	21.74	1.88	2.18	11.6	9.9	705	优于大市
1876.HK	百威亚太	17.6	7.74	0.48	0.54	16.1	14.3	1,025	未评级
600132.SH	重庆啤酒	18.7	53.18	2.87	3.07	18.5	17.3	257	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	30.0	9.46	0.36	0.45	26.3	21.0	267	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：百威亚太为 Wind 一致预测

## 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 57.33/60.57/63.88 亿元，同比 +6.6%/+5.7%/+5.5%，实现归母净利润 8.0/9.0/10.2 亿元，同比 +28.3%/+12.6%/+12.9%，每股收益分别为实现 0.36/0.41/0.46 元，当前股价对应 PE 估值为 24/21/19 倍。综合上述多角度估值，我们预计现阶段公司合理估值为 9.26-10.12 元，较当前股价有 7-17%溢价空间。考虑到珠江啤酒核心单品 97 纯生增长势能持续积累，市场及渠道能力不断强化，区域龙头优势巩固，我们看好公司未来业绩成长。首次覆盖，给予“优于大市”评级。



## 风险提示

### 估值风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.14%、风险溢价 6.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测风险

- 1、**产品增长不及预期。**目前纯生系列，尤其是核心单品 97 纯生在公司增长中发挥重要作用。如果公司纯生系列未来不能很好适应不断变化的市场需求，或者在市场竞争、市场推广、运营成本控制等方面发生不利变化，都将对公司的盈利水平和未来发展产生一定影响。
- 2、**市场相对集中的风险。**公司啤酒销售市场区域主要集中在华南市场，虽然近年来公司通过持续完善全国营销网络，增强了公司在其他地区的影响力。但是，如果公司不能持续有效地拓展华南地区以外市场，将对公司未来收入的可持续增长产生不利影响。

### 经营风险

- 1、**产品质量风险。**公司具有严格的质量保证体系，但是如果由于质量管理疏忽或不可预见原因发生产品质量问题，可能会给公司品牌形象、行业声誉和经营业绩产生负面影响。
- 2、**消费需求弱化风险。**若宏观经济下行压力增大导致消费能力持续弱化，公司次高档及以上产品销量增长可能受到阻碍，公司业绩或受到不利影响。
- 3、**行业竞争加剧风险。**若行业龙头出现战略转向造成行业竞争加剧，公司或需被动大量增加费用投放以守住其市场份额，从而削弱公司盈利。
- 4、**新产品开发风险。**消费者对啤酒口味和品质的要求持续提高。本公司拥有业内领先的技术水平，但仍可能由于技术开发的滞后没有及时推出符合市场需求的新产品，影响公司的经营业绩。
- 5、**主要原材料供给波动的风险。**公司业务主要原材料受多重因素影响，如果上游供给出现较大波动将对公司生产能力与盈利能力造成不利影响。

6、**公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险。**产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

## 市场风险

1、**市场资金波动风险。**当前 A 股市场受全球宏观经济形势、宏观政策、全球地缘政治冲突、中美贸易摩擦等多重因素影响，波动率有所放大，如果市场恐慌情绪发酵导致资金大幅流出，公司股价或受到不利影响。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6713	7094	7383	7817	8446	营业收入	4928	5378	5733	6057	6388
应收款项	24	26	27	28	30	营业成本	2837	3075	3111	3216	3338
存货净额	1803	1804	1875	1939	2012	营业税金及附加	439	461	491	519	547
其他流动资产	77	51	54	57	60	销售费用	738	817	871	915	958
<b>流动资产合计</b>	<b>8910</b>	<b>9131</b>	<b>9559</b>	<b>10060</b>	<b>10768</b>	管理费用	340	400	445	455	463
固定资产	3097	3453	3620	3774	3799	研发费用	166	151	155	164	166
无形资产及其他	1371	1322	1282	1243	1206	财务费用	(226)	(182)	(121)	(129)	(140)
投资性房地产	569	612	658	701	746	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(16)	(17)	(5)	(5)	(5)
<b>资产总计</b>	<b>13946</b>	<b>14518</b>	<b>15119</b>	<b>15778</b>	<b>16518</b>	其他收入	(77)	(47)	11	(18)	(22)
短期借款及交易性金融负债	1495	1602	1602	1602	1602	营业利润	708	743	940	1059	1195
应付款项	516	624	631	653	677	营业外净收支	(2)	(3)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	1298	1314	1342	1391	1444	<b>利润总额</b>	<b>706</b>	<b>740</b>	<b>940</b>	<b>1059</b>	<b>1195</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3309</b>	<b>3540</b>	<b>3575</b>	<b>3645</b>	<b>3723</b>	所得税费用	101	96	123	138	156
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	7	20	18	20	23
其他长期负债	968	938	958	993	1031	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>598</b>	<b>624</b>	<b>800</b>	<b>900</b>	<b>1016</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>968</b>	<b>938</b>	<b>958</b>	<b>993</b>	<b>1031</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4277</b>	<b>4478</b>	<b>4533</b>	<b>4638</b>	<b>4754</b>	净利润	598	624	800	900	1016
少数股东权益	52	64	74	84	95	资产减值准备	(37)	2	(2)	1	0
股东权益	9618	9976	10512	11056	11668	折旧摊销	282	290	356	384	411
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13946</b>	<b>14518</b>	<b>15119</b>	<b>15778</b>	<b>16518</b>	公允价值变动损失	16	17	5	5	5
						财务费用	(226)	(182)	(121)	(129)	(140)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(235)	75	(20)	37	38
每股收益	0.27	0.28	0.36	0.41	0.46	其它	(32)	(188)	(101)	(109)	(118)
每股红利	0.14	0.13	0.18	0.20	0.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>592</b>	<b>819</b>	<b>1038</b>	<b>1217</b>	<b>1354</b>
每股净资产	4.35	4.51	4.75	5.00	5.27	资本开支	(428)	(538)	(504)	(504)	(404)
ROIC	5.28%	5.34%	9%	16%	18%	其它投资现金流	(33)	31	(63)	0	0
ROE	6.22%	6.25%	8%	8%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(461)</b>	<b>(506)</b>	<b>(567)</b>	<b>(504)</b>	<b>(404)</b>
毛利率	42%	43%	46%	47%	48%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	11%	13%	14%	长期贷款增加	(500)	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	18%	19%	21%	支付股利、利息	(305)	(293)	(302)	(409)	(460)
收入增长	9%	9%	7%	6%	5%	其它融资现金流	579	85	121	129	140
净利润增长率	-2%	4%	28%	13%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(227)</b>	<b>(208)</b>	<b>(182)</b>	<b>(280)</b>	<b>(320)</b>
资产负债率	31%	31%	30%	30%	29%	<b>现金净变动</b>	<b>(73)</b>	<b>380</b>	<b>290</b>	<b>433</b>	<b>630</b>
股息率	1.6%	1.5%	2.1%	2.4%	2.7%	货币资金的期初余额	6786	6713	7094	7383	7817
P/E	31.9	30.6	23.9	21.2	18.8	货币资金的期末余额	6713	7094	7383	7817	8446
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	(31)	239	405	603	842
EV/EBITDA	33.8	30.9	23.3	20.2	18.0	权益自由现金流	(531)	399	510	715	964

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

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。

### 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 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中所提及的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 层  
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