

# 珠江啤酒 (002461.SZ)

## 2025 年第一季度销量双位数增长，盈利能力延续改善

优于大市

### 核心观点

珠江啤酒披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年营业总收入 57.3 亿元，同比+6.6%；归母净利润 8.1 亿元，同比+29.9%；扣非归母净利润 7.6 亿元，同比+36.8%。2025 年第一季度营业总收入 12.3 亿元，同比+10.7%；归母净利润 1.6 亿元，同比+29.8%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比+39.4%。

**2024 年啤酒业务量价齐升，中高档产品销量增速显著快于平均。**2024 年啤酒销量 144.0 万吨，同比+2.6%，销量增速高于啤酒行业平均水平，啤酒吨价同比+4.3%，主要系公司高档价格带大单品 97 纯生的放量对于销量及吨价的拉动效果明显。2024 年中高端产品销量增速 14.0%，显著高于整体销量增速，显示公司产品结构实现较大幅度优化。

**受益于产品结构优化叠加成本下行，2024 年公司盈利能力提升明显。**2024 年毛利率 46.3%，系产品结构升级及原材料成本下行共同影响所致，啤酒吨成本同比-2.4%。全年盈利能力改善，归母净利率/扣非归母净利率分别为 14.1%/13.3%，同比+2.5/+2.9 p.p.。

**2025 年第一季度销量实现双位数增长，盈利能力延续改善。**2025 年第一季度销量 29.5 万千升，同比+11.7%。2024 年第四季度公司渠道库存去化至低位，2025 年首季进入补库存周期，叠加 97 纯生维持强成长势能，帮助公司在第一季度销量实现突破性的双位数增长，显著高于啤酒行业平均水平。千升酒收入同比-0.9%，预计与货折增多有关。利润端，受益于啤酒原料价格下行且公司强化采购管理，千升酒成本同比-5.8%，此外，规模效益放大且“降本提质增效”专项行动帮助公司提升费用使用效率，2025 年第一季度归母净利率/扣非归母净利率 12.8%/11.9%，同比+1.9/+2.4 p.p.。

**盈利预测与投资建议：**考虑到公司核心单品 97 纯生渠道渗透能力持续提升，且内部管理优化加速效益释放，我们上调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业收入 61.3/65.1/68.8 亿元（2025/2026 年前预测值 60.6/63.9 亿元），同比+6.9%/+6.2%/+5.8%；实现归母净利润 9.7/10.9/12.1 亿元（2025/2026 年前预测值 9.1/10.2 亿元），同比+19.6%/+12.1%/+11.0%；当前股价对应 PE 分别为 24/22/20 倍。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，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 5,378 | 5,731 | 6,127 | 6,506 | 6,882 |
| (+/-%)       | 9.1%  | 6.6%  | 6.9%  | 6.2%  | 5.8%  |
| 归母净利润(百万元)   | 624   | 810   | 969   | 1086  | 1206  |
| (+/-%)       | 4.2%  | 30.0% | 19.6% | 12.1% | 11.0% |
| 每股收益(元)      | 0.28  | 0.37  | 0.44  | 0.49  | 0.54  |
| EBIT Margin  | 8.8%  | 12.5% | 14.5% | 15.5% | 16.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 6.3%  | 7.7%  | 8.9%  | 9.6%  | 10.2% |
| 市盈率 (PE)     | 38.0  | 29.2  | 24.4  | 21.8  | 19.6  |
| EV/EBITDA    | 36.9  | 28.7  | 22.6  | 20.4  | 18.6  |
| 市净率 (PB)     | 2.37  | 2.25  | 2.17  | 2.09  | 2.01  |

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        |                 |
| 收盘价         | 10.70 元         |
| 总市值/流通市值    | 23683/23683 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 10.90/6.99 元    |
| 近 3 个月日均成交额 | 88.31 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 (002461.SZ) - 第三季度销量增速优于行业，千升酒收入持续同比提升》——2024-10-29

《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》——2024-09-09

**珠江啤酒披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告**, 2024 年营业总收入 57.3 亿元, 同比+6.6%; 归母净利润 8.1 亿元, 同比+29.9%; 扣非归母净利润 7.6 亿元, 同比+36.8%。2025 年第一季度营业总收入 12.3 亿元, 同比+10.7%; 归母净利润 1.6 亿元, 同比+29.8%; 扣非归母净利润 1.5 亿元, 同比+39.4%。

**2024 年啤酒业务量价齐升, 中高档产品销量增速显著快于平均。**2024 年啤酒销量 144.0 万吨, 同比+2.6%, 销量增速高于啤酒行业平均水平, 啤酒吨价同比+4.3%, 主要系公司高档价格带大单品 97 纯生的放量对于销量及吨价的拉动效果明显。2024 年中高端产品销量增速 14.0%, 显著高于整体销量增速, 显示公司产品结构实现较大幅度优化。分档次看, 高档/中档/大众化产品收入分别 +14.0%/-11.4%/+13.5%, 收入占比分别为 68.1%/21.6%/6.4%, 高档产品收入占比同比提升 4.4 p.p.。2024 年第四季度销量同比+2.1%, 增速环比第三季度略有下降, 主要系公司进行库存清理所致。

**受益于产品结构优化叠加成本下行, 2024 年公司盈利能力提升明显。**2024 年毛利率 46.3%, 系产品结构升级及原材料成本下行共同影响所致, 啤酒吨成本同比 -2.4%。销售、管理、研发费用率同比变化不大。因利息收入同比有所下降, 财务费用率同比+0.5 p.p.。全年盈利能力改善, 归母净利率/扣非归母净利率分别为 14.1%/13.3%, 同比+2.5/+2.9 p.p.。2024 年第四季度公司实现扭亏为盈, 主因成本下行带动毛利率同比+1.1 p.p., 以及有力的费用控制使得销售费用率同比 -7.5 p.p.。

**2025 年第一季度销量实现双位数增长, 盈利能力延续改善。**2025 年第一季度销量 29.5 万千升, 同比+11.7%。2024 年第四季度渠道库存去化至低位, 2025 年首季进入补库存周期, 叠加 97 纯生维持强成长势能, 帮助公司一季度销量实现突破性的双位数增长, 显著高于啤酒行业平均水平。千升酒收入同比-0.9%, 预计与货折增多有关。利润端, 2025 年第一季度毛利率 45.0%, 同比+2.9 p.p., 主因啤酒原料价格下行且公司加强了采购管理, 千升酒成本同比-5.8%。销售费用率 15.8%, 同比-0.8 p.p., 得益于规模效益放大且“降本提质增效”专项行动帮助公司提升费用使用效率。管理费用率/研发费用率/财务费用率同比-0.2/+0.1/+0.2 p.p.。2025 年第一季度归母净利率/扣非归母净利率 12.8%/11.9%, 同比+1.9/+2.4 p.p., 盈利能力提升幅度较大。

**97 纯生有望延续较高成长性, 提质增效促进效益释放。**展望 2025 年, 公司持续推进营销改革, 核心单品 97 纯生有望继续加强市场渗透, 为公司高端化发展提供强驱动力。渠道端, 公司敏锐捕捉到新渠道兴起趋势, 强化传统电商、直播电商、即时达平台和全国零食连锁等新渠道的布局, 并加强终端精细化运营能力, 巩固在广东市场的领先地位。产品端, 公司推出珠江 P9、珠江 1985 等新品进一步丰富产品矩阵, 为渠道扩张加持。此外, 公司内部完善制度体系建设, 优化管理、提升效率。综上, 我们预计公司目前处于利润快速释放时期。

**盈利预测与投资建议:**考虑到公司核心单品 97 纯生渠道渗透能力持续提升, 且内部管理优化加速效益释放, 我们上调 2025-2026 年盈利预测, 并新增 2027 年盈利预测: 预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 61.3/65.1/68.8 亿元 (2025/2026 年前预测值 60.6/63.9 亿元), 同比+6.9%/+6.2%/+5.8%; 实现归母净利润 9.7/10.9/12.1 亿元 (2025/2026 年前预测值 9.1/10.2 亿元), 同比+19.6%/+12.1%/+11.0%; EPS 分别为 0.44/0.49/0.54 元; 当前股价对应 PE 分别为 24/22/20 倍。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, 维持“优于大市”评级。

## 风险提示

宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

表1: 盈利预测调整表

| 项目         | 原预测（调整前） |       |       | 现预测（调整后） |       |       | 调整幅度  |       |       |
|------------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2025E    | 2026E | 2027E | 2025E    | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入（百万元）  | 6,056    | 6,388 | -     | 6,127    | 6,506 | 6,882 | 71    | 118   | -     |
| 收入同比增速%    | 5.6%     | 5.5%  | -     | 6.9%     | 6.2%  | 5.8%  | 1.3%  | 0.7%  | -     |
| 毛利率%       | 47.0%    | 47.8% | -     | 48.1%    | 48.9% | 49.5% | 1.1%  | 1.1%  | -     |
| 销售费用率%     | 15.2%    | 15.1% | -     | 14.8%    | 14.7% | 14.6% | -0.4% | -0.4% | -     |
| 归母净利率%     | 15.0%    | 15.9% | -     | 15.8%    | 16.7% | 17.5% | 0.9%  | 0.8%  | -     |
| 归母净利润（百万元） | 905      | 1,018 | -     | 969      | 1,086 | 1,206 | 63    | 68    | -     |
| 归母净利润同比增速% | 13.1%    | 12.5% | -     | 19.6%    | 12.1% | 11.0% | 6.5%  | -0.4% | -     |
| EPS（元）     | 0.41     | 0.46  | -     | 0.44     | 0.49  | 0.54  | 0.03  | 0.03  | -     |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025年4月25日）

| 代码        | 公司简称 | PE-TTM | 股价    | EPS   |       | PE    |       | 总市值<br>亿元 | 投资评级 |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|------|
|           |      |        |       | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |           |      |
| 002461.SZ | 珠江啤酒 | 28.0   | 10.70 | 0.44  | 0.49  | 24.4  | 21.8  | 237       | 优于大市 |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 24.3   | 77.41 | 3.58  | 3.80  | 21.6  | 20.4  | 1,056     | 优于大市 |
| 0291.HK   | 华润啤酒 | 17.4   | 25.89 | 1.63  | 1.77  | 15.9  | 14.6  | 840       | 优于大市 |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 24.6   | 56.62 | 2.62  | 2.73  | 21.6  | 20.7  | 274       | 优于大市 |
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 32.6   | 12.94 | 0.51  | 0.60  | 25.3  | 21.6  | 365       | 优于大市 |

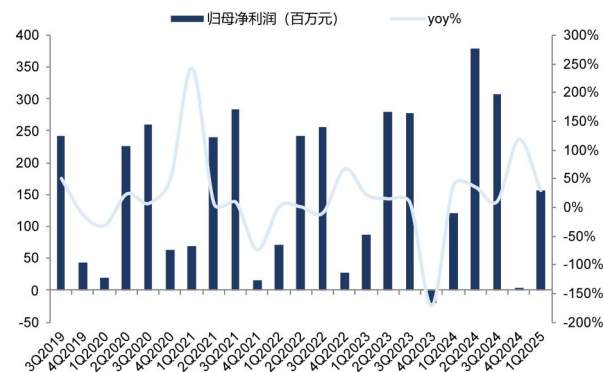
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1：单季度营业收入及增速



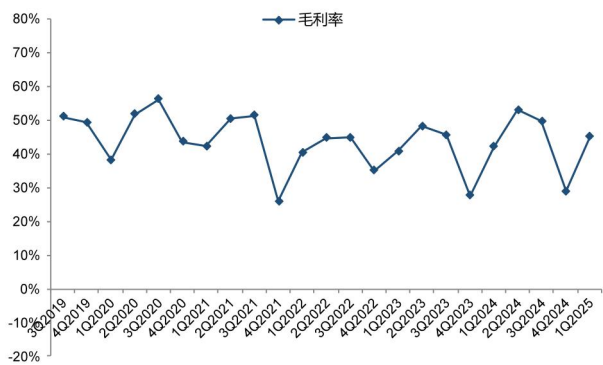
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



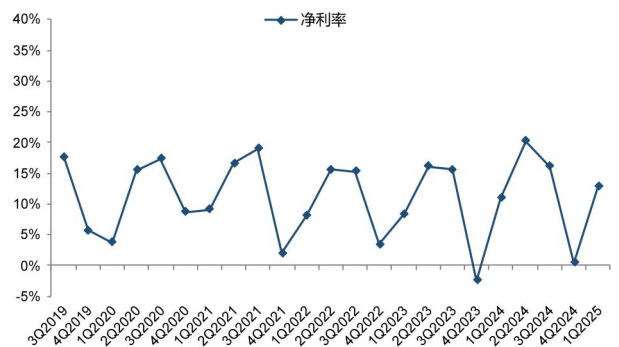
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：单季度归母净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |              |              |              |              |              | 利润表（百万元）          |              |               |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |                   | 2023         | 2024          | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 现金及现金等价物         | 7094         | 8198         | 8725         | 9211         | 9839         | 营业收入              | 5378         | 5731          | 6127         | 6506         | 6882         |
| 应收款项             | 26           | 28           | 29           | 30           | 32           | 营业成本              | 3075         | 3077          | 3178         | 3323         | 3477         |
| 存货净额             | 1804         | 660          | 740          | 774          | 810          | 营业税金及附加           | 461          | 479           | 515          | 547          | 578          |
| 其他流动资产           | 51           | 42           | 43           | 46           | 48           | 销售费用              | 817          | 853           | 907          | 956          | 1005         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>9131</b>  | <b>9089</b>  | <b>9556</b>  | <b>10081</b> | <b>10749</b> | 管理费用              | 400          | 425           | 527          | 548          | 568          |
| 固定资产             | 3453         | 3907         | 4044         | 4169         | 4164         | 研发费用              | 151          | 179           | 187          | 195          | 193          |
| 无形资产及其他          | 1322         | 2208         | 2195         | 2181         | 2169         | 财务费用              | (182)        | (165)         | (174)        | (184)        | (197)        |
| 投资性房地产           | 612          | 704          | 754          | 781          | 805          | 投资收益              | 9            | 2             | 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       | (17)         | (11)          | (15)         | (15)         | (15)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>14518</b> | <b>15908</b> | <b>16548</b> | <b>17211</b> | <b>17887</b> | 其他收入              | (57)         | (100)         | (18)         | (22)         | (15)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1598         | 2450         | 2550         | 2600         | 2650         | 营业利润              | 743          | 951           | 1141         | 1280         | 1421         |
| 应付款项             | 1086         | 1076         | 1115         | 1175         | 1239         | 营业外净收支            | (3)          | 2             | 1            | 1            | 1            |
| 其他流动负债           | 856          | 941          | 953          | 998          | 1035         | <b>利润总额</b>       | <b>740</b>   | <b>953</b>    | <b>1142</b>  | <b>1281</b>  | <b>1422</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3540</b>  | <b>4467</b>  | <b>4618</b>  | <b>4773</b>  | <b>4924</b>  | 所得税费用             | 97           | 122           | 148          | 166          | 185          |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 25           | 50           | 75           | 少数股东损益            | 20           | 21            | 25           | 28           | 31           |
| 其他长期负债           | 938          | 864          | 899          | 941          | 976          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>624</b>   | <b>810</b>    | <b>969</b>   | <b>1086</b>  | <b>1206</b>  |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>938</b>   | <b>864</b>   | <b>924</b>   | <b>991</b>   | <b>1051</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> |              |               |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>4478</b>  | <b>5331</b>  | <b>5541</b>  | <b>5764</b>  | <b>5974</b>  | 净利润               | 624          | 810           | 969          | 1086         | 1206         |
| 少数股东权益           | 64           | 67           | 80           | 95           | 110          | 资产减值准备            | 2            | (6)           | 5            | 0            | 0            |
| 股东权益             | 9976         | 10510        | 10927        | 11352        | 11803        | 折旧摊销              | 290          | 295           | 407          | 433          | 462          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>14518</b> | <b>15908</b> | <b>16548</b> | <b>17211</b> | <b>17887</b> | 公允价值变动损失          | 17           | 11            | 15           | 15           | 15           |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 财务费用              | (182)        | (165)         | (174)        | (184)        | (197)        |
| 每股收益             | 0.28         | 0.37         | 0.44         | 0.49         | 0.54         | 营运资本变动            | (425)        | 1053          | 4            | 110          | 95           |
| 每股红利             | 0.12         | 0.17         | 0.21         | 0.25         | 0.27         | 其它                | 312          | (1095)        | (154)        | (157)        | (166)        |
| 每股净资产            | 4.51         | 4.75         | 4.94         | 5.13         | 5.33         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>819</b>   | <b>1069</b>   | <b>1246</b>  | <b>1488</b>  | <b>1612</b>  |
| ROIC             | 5.46%        | 6.55%        | 10%          | 20%          | 22%          | 资本开支              | (538)        | (555)         | (560)        | (560)        | (460)        |
| ROE              | 6.25%        | 7.71%        | 9%           | 10%          | 10%          | 其它投资现金流           | 31           | (1896)        | 140          | 0            | 0            |
| 毛利率              | 43%          | 46%          | 48%          | 49%          | 49%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(506)</b> | <b>(2451)</b> | <b>(420)</b> | <b>(560)</b> | <b>(460)</b> |
| EBIT Margin      | 9%           | 12%          | 14%          | 16%          | 16%          | 权益性融资             | 0            | 0             | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 14%          | 18%          | 21%          | 22%          | 23%          | 长期贷款增加            | 0            | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 9%           | 7%           | 7%           | 6%           | 6%           | 支付股利、利息           | (293)        | (305)         | (386)        | (477)        | (557)        |
| 净利润增长率           | 4%           | 30%          | 20%          | 12%          | 11%          | 其它融资现金流           | 85           | 719           | 87           | 35           | 34           |
| 资产负债率            | 31%          | 34%          | 34%          | 34%          | 34%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(208)</b> | <b>414</b>    | <b>(299)</b> | <b>(442)</b> | <b>(523)</b> |
| 股息率              | 1.2%         | 1.6%         | 2.0%         | 2.3%         | 2.5%         | <b>现金净变动</b>      | <b>105</b>   | <b>(968)</b>  | <b>527</b>   | <b>486</b>   | <b>628</b>   |
| P/E              | 38.0         | 29.2         | 24.4         | 21.8         | 19.6         | 货币资金的期初余额         | 1417         | 1521          | 553          | 1081         | 1566         |
| P/B              | 2.4          | 2.3          | 2.2          | 2.1          | 2.0          | 货币资金的期末余额         | 1521         | 553           | 1081         | 1566         | 2195         |
| EV/EBITDA        | 36.9         | 28.7         | 22.6         | 20.4         | 18.6         | 企业自由现金流           | (261)        | 1418          | 623          | 862          | 1083         |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | (261)        | 1418          | 874          | 1072         | 1305         |

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<br>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<br>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