

分析师: 刘冉
登记编码: S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

复调行业持续增长, 单品市场潜力较大

——仲景食品(300908)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

增持(首次)

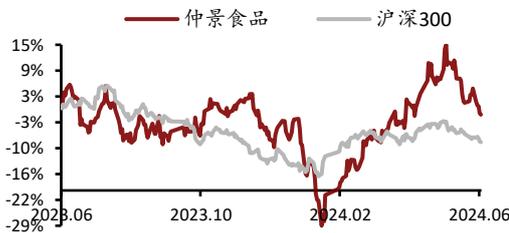
市场数据(2024-06-21)

收盘价(元)	28.55
一年内最高/最低(元)	48.07/28.55
沪深 300 指数	3,495.62
市净率(倍)	1.65
流通市值(亿元)	35.28

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	17.28
每股经营现金流(元)	0.61
毛利率(%)	44.50
净资产收益率_摊薄(%)	2.94
资产负债率(%)	10.73
总股本/流通股(万股)	14,600.00/12,358.16
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

联系人: 马崧琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 公司主营业务涵盖调味食品和调味配料两大领域, 同时服务于消费和工业领域的客户。调味食品包括香菇酱、上海葱油、味精、鸡精等一系列复合调味品, 调味配料包括八角、大料等传统的基础调味配料。仲景香菇酱和上海葱油是公司具有竞争壁垒和市场竞争力的大单品; 而仲景调味配料是以超临界 CO₂ 萃取为特征的新型香辛调味配料, 其风味与传统的川渝花椒油显著不同, 在市场中形成了差异化竞争。
- 2014 至 2024 年期间, 仲景食品的销售收入呈稳定增长趋势; 并且, 由于 2020 年以来复合调味市场增长显著, 借此公司的销售增长较之前阶段更为突出。从 2023 年的销售来看, 复合调味品仍然是公司增长最快的品类, 在公司销售额中的份额也相应地加大。2019 年之后, 借助行业之势, 公司的复合调味产品进入稳定增长阶段, 2019 至 2023 年的销售年均增长达到 13.47%。
- 通过比较竞品, 可以发现公司的产品盈利尤为突出。在调味品赛道中, 公司有着相对竞品更高的毛利率。公司较高的产品毛利率来自于两部分: 一是来自于公司拥有的原料资源优势; 二是来自于公司产品的零售性质。西峡独有的香菇种植能力为公司提供了质优价实的原料, 成为公司供应链中最核心的环节, 也是竞品所不具备的市场壁垒。
- 投资建议: 公司的大单品有望持续增长, 我们预测公司 2024、2025、2026 年的每股收益分别为 1.86 元、2.13 元、2.37 元, 按照 6 月 21 日的收盘价 28.55, 对应的市盈率分别为 15.35 倍、13.40 倍、12.05 倍, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

风险提示: 2024 年如果通胀上行, 公司将面临成本上涨的风险; 公司的大单品独具风格, 竞品如模仿复制, 公司将面临竞争风险; 消费市场竞争激烈, 随着规模扩大, 公司面临销售边际投入上升的风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	882	994	1,130	1,311	1,406
增长比率(%)	9.35	12.77	13.65	16.02	7.25
净利润(百万元)	126	172	186	213	237
增长比率(%)	6.27	36.72	8.16	14.19	11.57
每股收益(元)	1.26	1.72	1.86	2.13	2.37
市盈率(倍)	22.66	16.60	15.35	13.40	12.05

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

1. 公司背景与概况

1.1. 公司介绍

仲景食品公司深耕调味品行业，以制药精神提供优质产品。仲景食品股份有限公司成立于2004年，坐落于中国河南省南阳市，是一家专注于食品与调味品研发、生产与销售的高新技术企业。公司的管理团队基于对市场的理解，成功地将公司从一家制药企业转型为食品加工企业，准确地把握了消费趋势，通过推出仲景香菇酱、上海葱油等复合调味品，抓住了复合调味品在中国消费市场兴起的机遇。

公司主营业务涵盖调味食品和调味配料两大领域，同时服务于消费和工业领域的客户。调味食品包括香菇酱、上海葱油、味精、鸡精等一系列复合调味品，调味配料包括八角、大料等传统的基础调味配料。公司产品一方面面向零售消费者，另一方面应用于餐饮和食品加工等领域，同时服务于消费和工业两个市场。

公司创始人拥有医药背景，注重品质与创新，引领企业发展壮大。仲景食品的创始团队拥有深厚的医药背景和丰富的市场经验。在他们的领导下，公司从一个濒临破产的小厂逐渐发展成为国内调味品细分赛道的龙头企业，实现了连续十余载的稳健正增长。公司为民营企业：孙耀志通过其控制的河南宛西控股持有公司39.43%的股份；朱新成作为第二大股东，持有13.5%的公司股份。

公司不断创新产品与渠道，推动企业成长进化。渠道方面，仲景食品持续加强各个渠道的推广，包括电商、餐饮、工业客户以及生鲜渠道、县级市场等。产品方面，仲景香菇酱和上海葱油酱等大单品，以健康、方便的特点赢得了消费者的青睐。此外，公司还加强了创新营销策略，如开设线上出海网店，不断拓展市场占有率。

公司的大单品具有较强的竞争壁垒和市场竞争能力。公司专注于产品创新、技术迭代和工艺优化，以创新驱动公司业绩的提升。香菇酱、仲景上海葱油是品类的首创者和市场引领者；而仲景调味配料是以超临界CO₂萃取为特征的新型香辛调味配料，比如，仲景花椒油系列是依托公司开创的超临界CO₂萃取技术，其风味与传统的川渝花椒油显著不同，在市场中形成了差异化竞争。单品方面，仲景香菇酱是公司发展的主力产品。仲景的香菇酱具有原料优势和风味优势——公司利用“西峡香菇”的资源优势，结合香菇发酵专利技术等，率先研发出仲景香菇酱，开创了国内健康佐餐新品类。仲景葱油方面，公司创新地将葱油与酱汁结合。2023年，公司开发上市了上海葱油藤椒味、上海葱油白灼汁、上海红烧肉酱汁、金标香菇酱等零售新品，第二梯队的单品系列已然成形。此外，2023年开发上市了酸汤肥牛、糖醋排骨、糖醋里脊、宫保鸡丁等复合调味品，以及白胡椒粉、五香粉、高倍辣椒汁(油)、浓香麻辣油等餐饮配料。

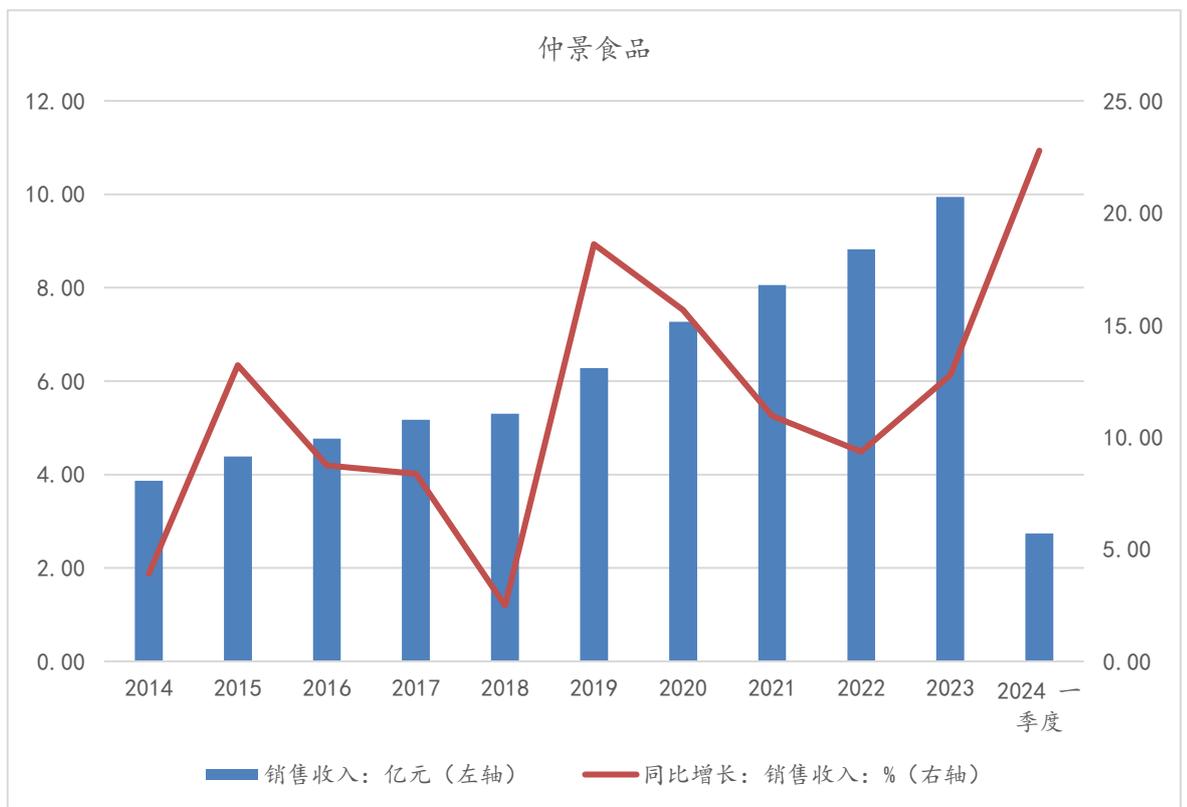
首次融资推动公司进入扩张阶段。随着公司的发展，仲景食品于2020年成功完成了首次公开募股(IPO)，募集资金主要用于扩大产能和研发投入。这次融资为公司带来了充足的资本，标志着仲景食品正式迈入扩张阶段。在首次融资的推动下，仲景食品加快了扩张步伐：公

司先后建成了新的生产设施，提升了产能；同时积极拓展新的市场，如华东、华中、华北等地区，进一步巩固了在调味料市场的地位。

1.2. 单品特征突出，销售增长提速

2014 至 2024 年期间，仲景食品的销售收入呈稳定增长趋势；并且，由于 2020 年以来复合调味市场增长显著，借此公司的销售增长较之前阶段更为突出。2014 至 2019 年，公司销售额年均增长 9.22%，从 2014 年的 3.87 亿元增至 2019 年的 6.28 亿元。2020 年至 2024 年一季度，公司销售年均增长 14.31%，至 2023 年公司销售规模达到 9.94 亿元，单品的销售级别接近大单品。

图 1：仲景食品收入规模及其增长



资料来源：中原证券研究所 同花顺 IFIND

从 2023 年的销售来看，复合调味品仍然是公司增长最快的品类，在公司销售额中的份额也相应地加大。2023 年，调味品销售增长 18.96%，较基础调味配料高出 13.2 个百分点，在销售额中的占比达到 56%。2019 年之后，公司的复合调味产品进入稳定增长阶段，2019 至 2023 年的销售年均增长达到 13.47%。

图 2：公司的品类销售占比

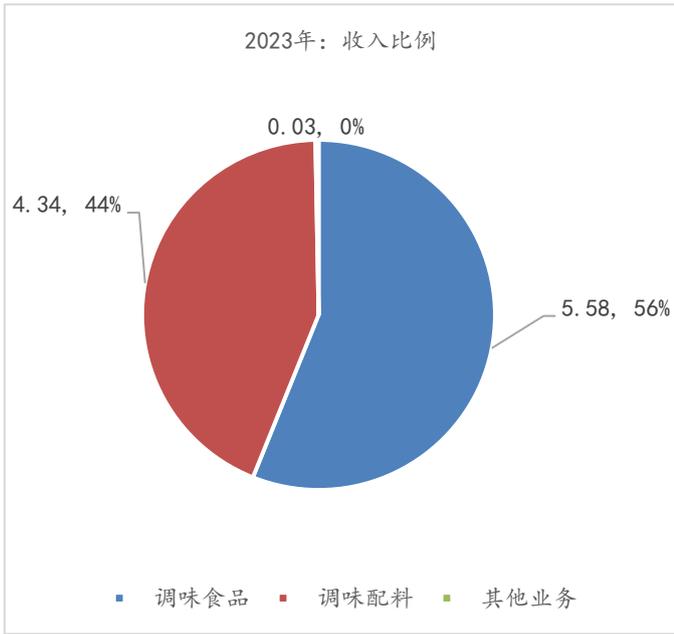
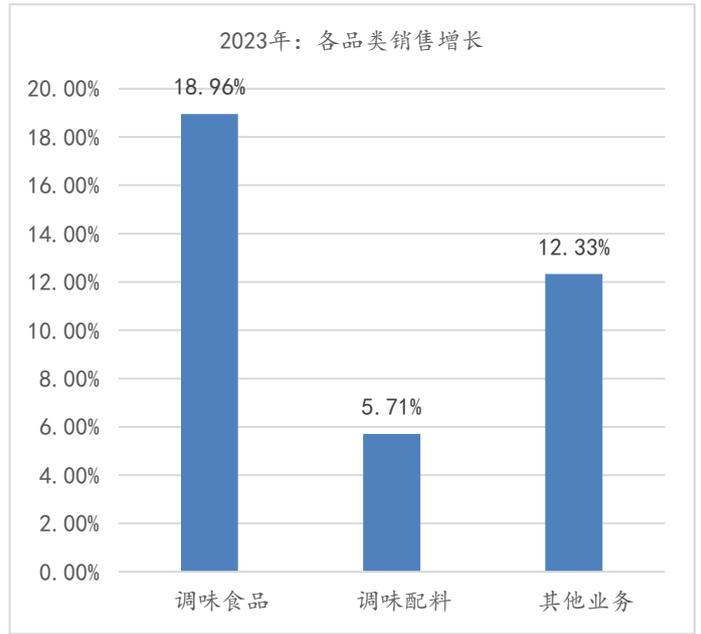
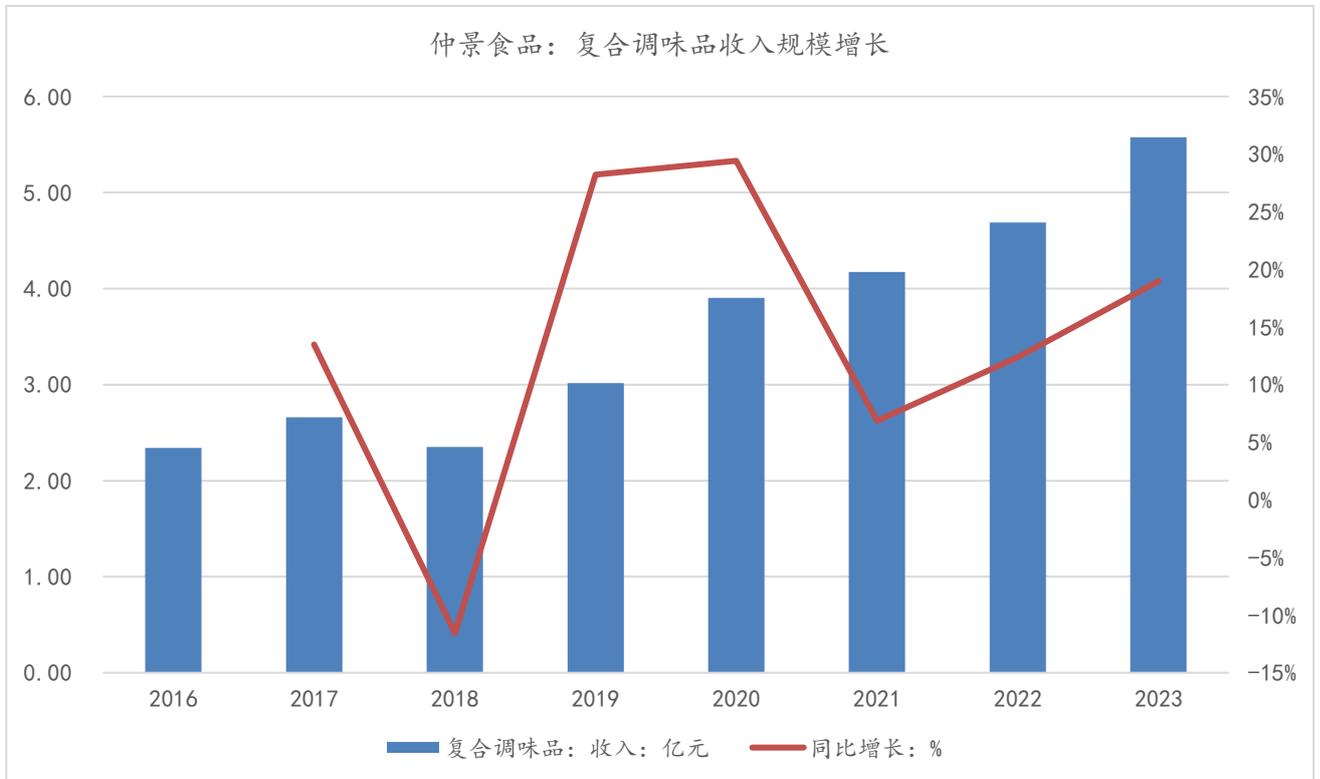


图 3：公司各品类的销售增长



资料来源：中原证券研究所 同花顺 IFIND

图 4：公司复合调味品的销售规模增长



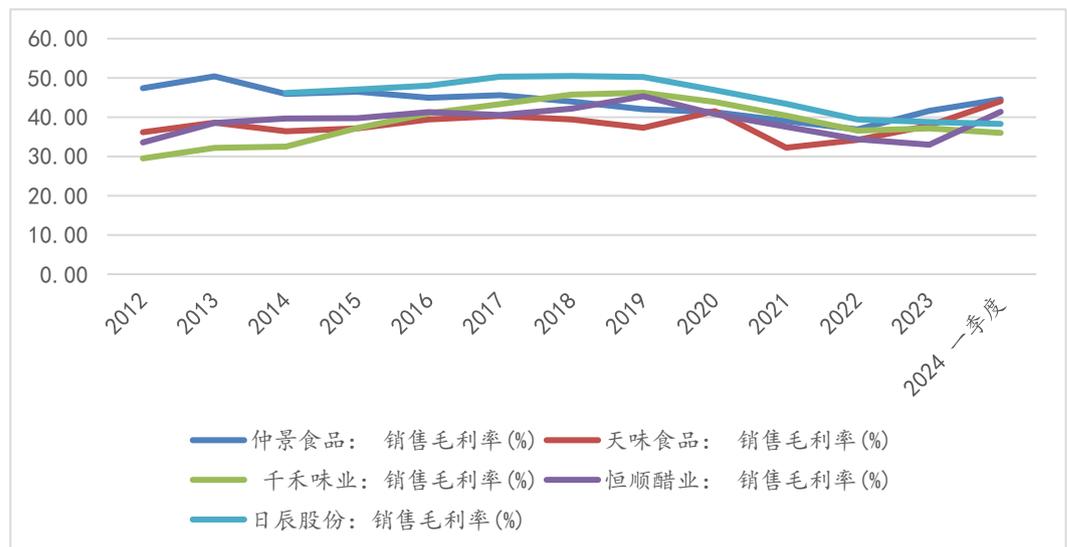
资料来源：中原证券研究所 同花顺 IFIND

1.3. 竞争壁垒高，产品盈利能力突出

通过比较竞品，可以发现公司的产品盈利尤为突出。公司产品较高的毛利率主要来自原料优势、产品工艺等方面共同构建形成的竞争壁垒。

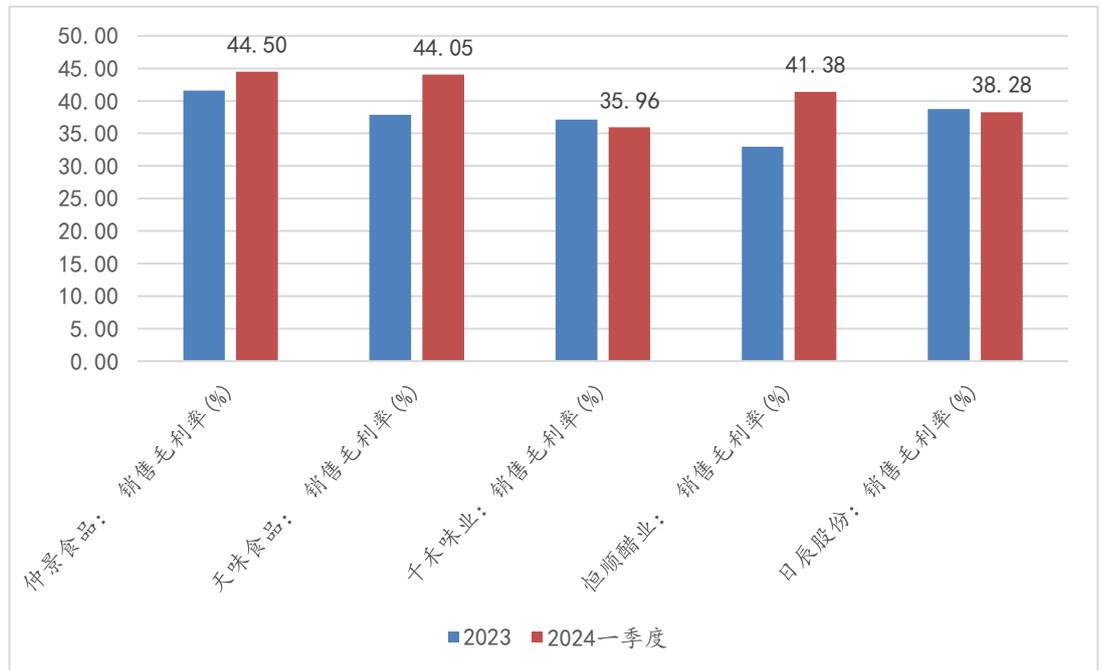
在调味品赛道中，公司有着相对竞品更高的毛利率。以2012年为例，仲景食品、天味食品、千禾味业和恒顺醋业当期的毛利率分别为50.39%、38.57%、29.49%和33.54%，日辰股份2014年的毛利率为47.06%。可见，历史上，复合调味品如菌菇酱（仲景食品）、火锅底料（天味食品）及西餐复合调料（日辰股份）等，有着较酱醋等基础调味品（千禾味业和恒顺醋业）更高的毛利率。而在复合调味品中，仲景食品的毛利率相对其竞品公司较高。以2024年一季度为例，仲景食品、天味食品、日辰股份的产品毛利率分别为44.5%、44.05%和38.28%。

图5：公司产品毛利率与竞品比较（%）



资料来源：中原证券研究所 同花顺 IFIND

图 6：复合调味品上市公司销售毛利率比较



资料来源：中原证券研究所 同花顺 IFIND

公司较高的产品毛利率来自于两部分：一是来自于公司拥有的原料资源优势；二是来自于公司产品的零售性质。

根据公司年报我们测算，在公司的销售额中超过 60% 的收入由零售客户贡献，其余近 40% 由工业客户贡献。服务零售客户，以及具有较高的产品附加值是公司产品毛利率较高的原因。

此外，西峡独有的香菇种植能力为公司提供了质优价实的原料，成为公司供应链中最核心的环节，也是竞品所不具备的市场壁垒。西峡县的特殊地理环境为香菇的生长提供了有利条件：根据西峡县香菇产业发展报告以及新华社的相关报道，西峡县拥有林地面积 396 万亩，森林覆盖率达到 76.8% 以上，丰富的森林资源为香菇的种植提供了天然的场地。2022 年，西峡县建成 15 个香菇专业乡镇、198 处标准化基地，有超过 1 万个香菇种植户，西峡县的双龙镇、丁河镇、西坪镇三大交易市场的香菇年成交额突破百亿元。

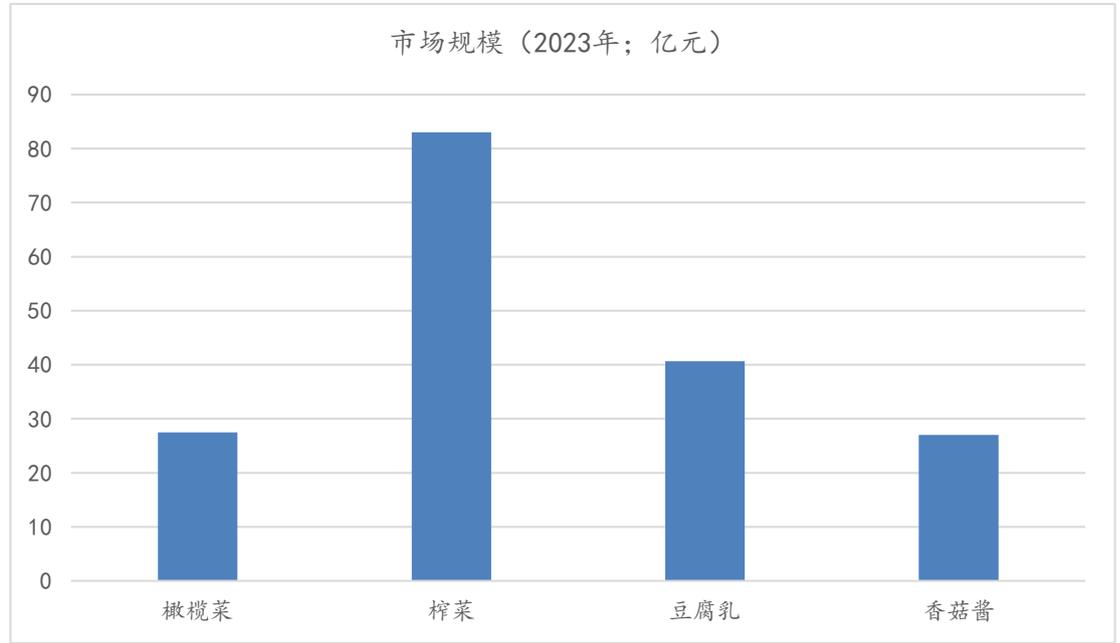
1.4. 单品市场潜力较大

参照豆腐乳、榨菜、橄榄菜等传统复调酱的市场规模，香菇酱的市场增长潜力仍然较大。截至 2023 年，豆腐乳、榨菜、橄榄菜和香菇酱的市场销售额分别为 40.68、83、27.48 和 27 亿元，相比豆腐乳和榨菜历史更为悠久的传统酱料，香菇酱的市场销售额并不算大，仅为豆腐乳的 67.5%、榨菜的 32.5%。按照华经情报的报道，传统酱料的市场增速维持在 4% 至 6% 的年复合增长率，香菇酱的当前的增长快于传统酱料。如果按照 8% 的年增长考虑，我们预测 2026 年香菇酱的市场销售额有望达到 34 亿元。

目前市场上的香菇酱品牌商包括吉香居、仲景、老干妈、鸿兴源等相对知名的几家，品类

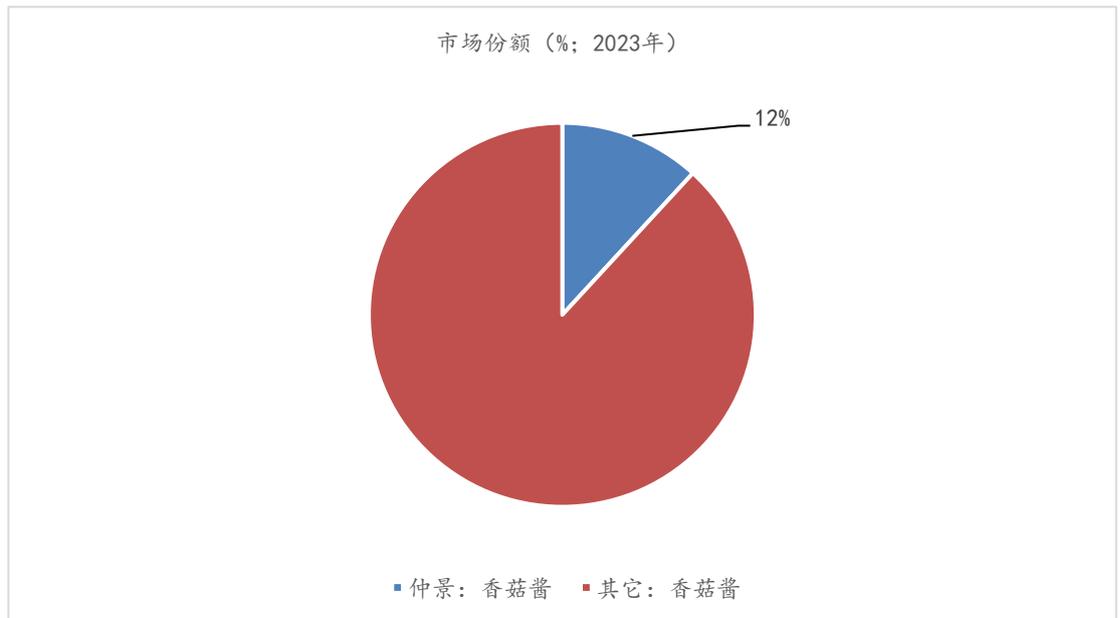
竞争者并不算多，其中销售规模最大的是吉香居、其次是仲景。根据 QY Research 的调研，仲景目前在香菇酱市场的份额为 11.77%。相对于其它几家，公司的优势是具备上市融资平台，可借助资本的力量实现较高的增长。

图 7：传统复调酱料的市场规模



资料来源：中原证券研究所，QY Research，华经情报

图 8：仲景香菇酱在该市场的份额



资料来源：中原证券研究所，QY Research，华经情报

2. 复合调味品行业：新兴赛道，抢跑进行时

2.1. 行业概述

现代复合调味品行业的发展肇始于 21 世纪初：随着饮食文化的传播和科技进步，复合调味品逐渐从传统调味品中分离出来，成为独立的一类产品，调味品行业的面貌也发生了巨大的改变，品类变得更为细分。

当前复合调味品行业表现出强劲增长势头，表现为市场规模持续扩大。

复合调味品是多元化的口味组合，赋予食物新的生命。 复合调味品，不同于单一的调味料或烹饪调料，它是由多种原料按照特定比例混合而成的，旨在为食品增加丰富的口感和复合的味道。复合调味品不仅涵盖了酱油、醋、糖、盐等单一调味料，还包含了各种烹饪调料，如火锅底料、卤料包、方便面调料等。这些产品在餐饮业、家庭烹饪和食品加工中广泛应用，极大地丰富了菜品的多样性，提升了食物的口感，使人们能够享受到更加美味的食物。

按主要成分和用途，复合调味品可以分为多个类别。鉴于中餐的复杂性，复调类别仍在不断拓展。 按照调味料的种类，复合调味品可以分为酱油、醋、糖、盐等不同类别，如 XO 酱、辣豆瓣酱等；按照烹饪方式，可以分为炖、烤、炒等不同类型，如料酒、火锅底料分别是以发酵和炒制的方式制成；按照消费场景来分，可以分为火锅底料、卤料包、方便面调料、炸鸡裹粉等。这些分类使得复合调味品的应用场景更加广泛，满足了不同消费者的需求。

复合调味品正在从服务家庭烹饪走向更广阔的市场，在食品加工业和餐饮业中有着巨大的市场潜力。 在餐饮业中，复合调味品为厨师提供了更多的创作空间，使得菜品更加丰富多样，同时提升出餐效率，保证餐品的标准化。在家庭烹饪中，复合调味品使得烹饪过程更加简单便捷。

2.2. 市场规模及其增长

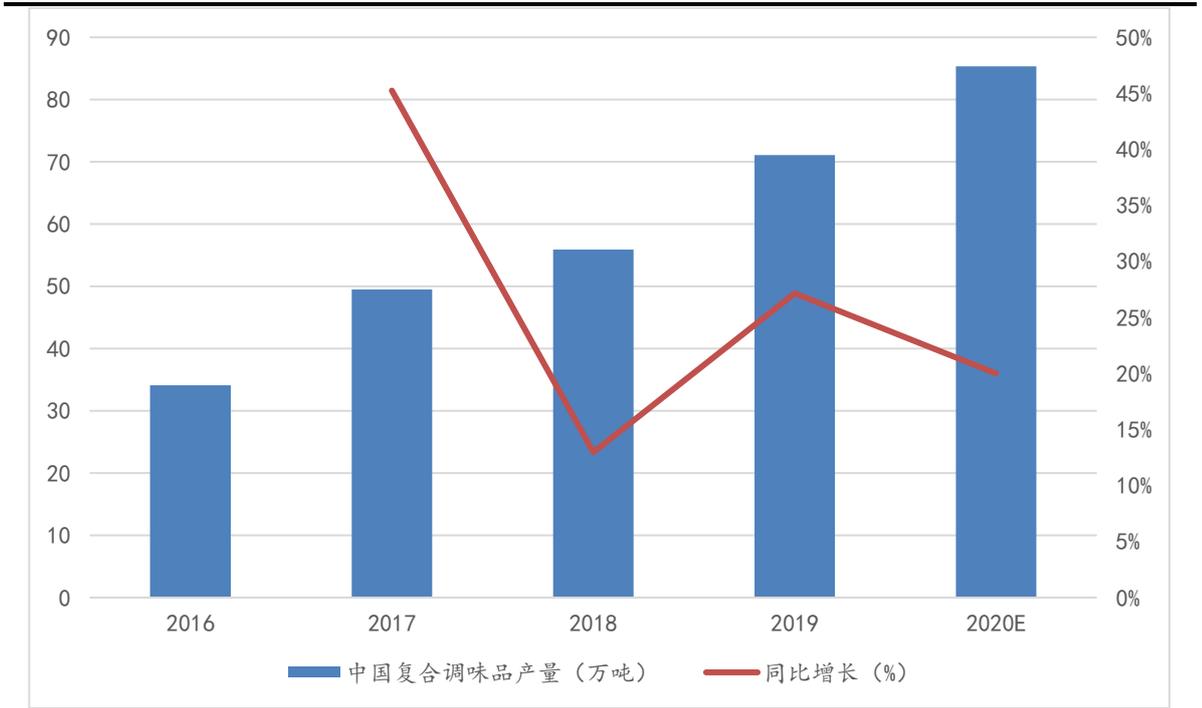
根据华经情报的统计，截至 2020 年我国复合调味品市场的规模达到 1500 亿元，2014 至 2020 年年均增长 14.86%。

2019 年，我国复合调味品产量为 71.1 万吨，据我们测算，2020 年约为 85 万吨——2016 至 2020 年年均增长达到 26.34 %。

2019 年，我国复合调味品企业的收入总计达到 775 亿元；据我们测算，2020 年达到 885 亿元，2013 至 2020 年的年均增长为 14.27 %。

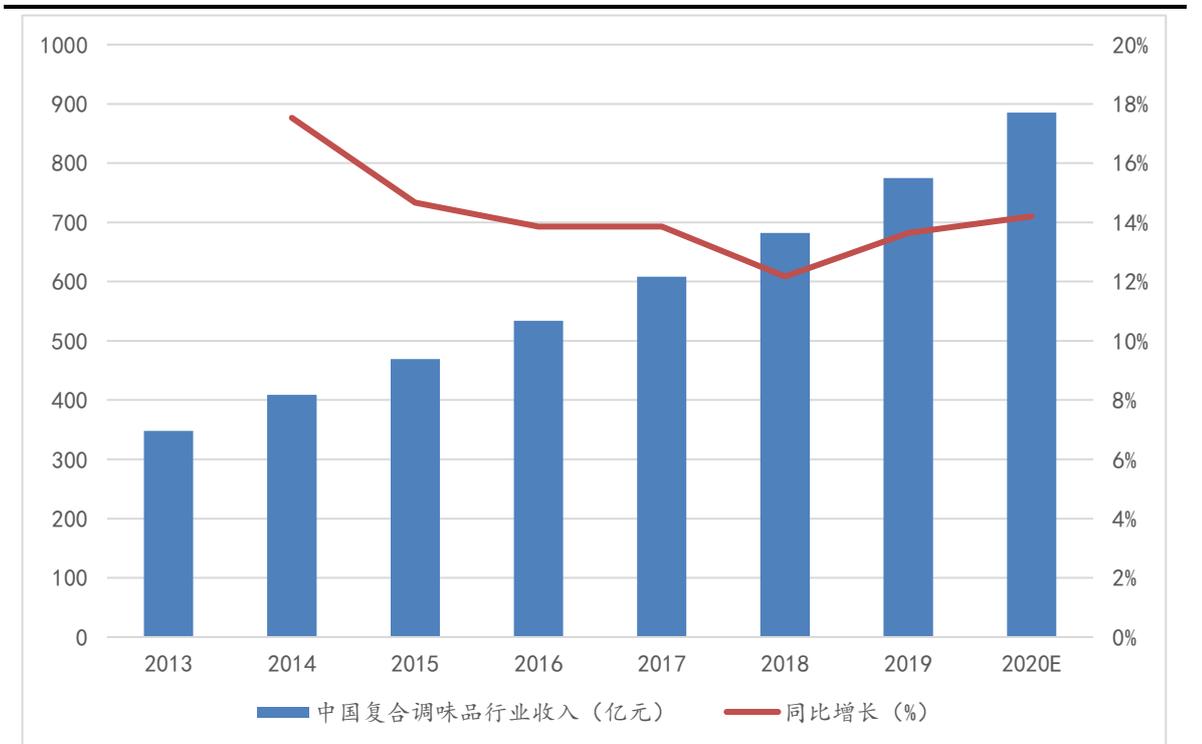
整体来看，我国复合调味品行业近些年来经历了较快的发展。

图 9： 中国复合调味品产量规模及增长



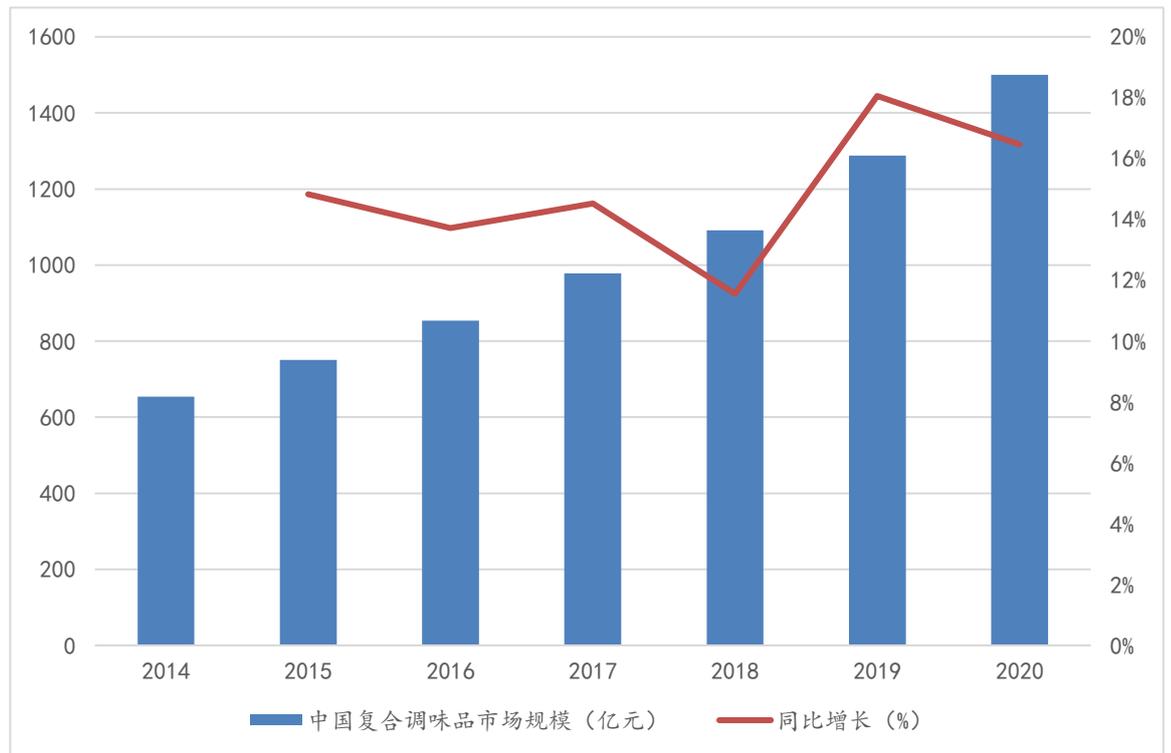
资料来源：中原证券研究所 华经情报

图 10： 中国复合调味品销售收入及增长



资料来源：中原证券研究所 华经情报

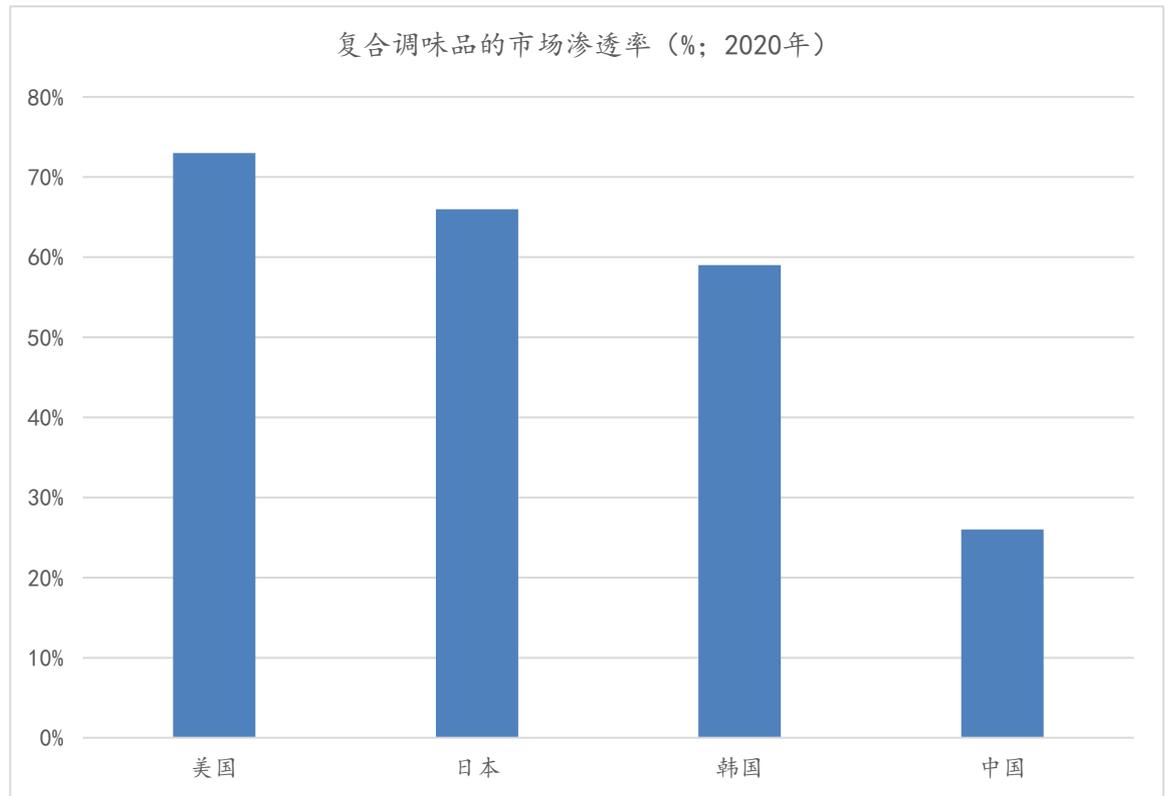
图 11：中国复合调味品市场规模及增长



资料来源：中原证券研究所 华经情报

目前中国的复合调味品行业正处于较早期阶段，近些年因为产业升级、外卖外食餐饮业的发展，正逐渐步入快速增长阶段，渗透率有着巨大提升空间。欧美日韩经济发展起步较早，调味品市场发展多年较为成熟，这些国家以使用复合调味品为主。根据 fooddaily 的数据，2020 年美国、日本、韩国复合调味品占比分别为 73%、66% 和 59%，而中国复合调味品渗透率仅为 26%。日本、韩国和中国的饮食习惯相当，中国参照日韩的渗透率进行比较，可预计中国复合调味品市场至少存在一倍以上的发展空间。

图 12：复合调味品的市场渗透率各国比较



资料来源：中原证券研究所 Fooddaily

政策环境对复合调味品产业链下游环节的指导和规范日益明显。近年来，政府出台了一系列政策来规范复合调味品市场，促进了行业的健康发展。例如，对食品添加剂使用的规范、对产品质量安全的监管等政策，都为复合调味品产业链的稳定运行提供了保障。同时，这些政策也引导企业更加注重产品的质量和安全，推动行业向着更加健康和可持续发展的方向发展。

2.3. 行业产业链

2.3.1. 上游

在复合调味品行业中，原材料采购、生产工艺和质量控制是产业链中的关键环节，直接决定了产品的质量和成本。原材料涵盖了辣椒、花椒、八角、桂皮等天然香料，以及盐、糖、味精等化工调味料，这些原材料在全球范围内都有广泛的供应。其中，辣椒和天然香料主要来自印度、巴西和中国等国家，化工调味料则主要依赖全球的化工企业供应。

原材料质量控制是保证产品质量的重要环节。复合调味品行业对原材料的质量要求非常严格，为了确保产品质量，企业通常会建立严格的原材料质量控制体系。例如，乐陵市调味品产业园区通过建设共享实验室，对复合调味品进行全面检测，以保证产品的质量和安全。

原材料价格波动对复合调味品生产成本具有显著影响。近年来，复合调味品原材料价格波动较大，尤其是一些天然香料和化工调味料的价格波动，使得生产成本难以预测和控制。为了

应对原材料供应的不确定性,企业通过技术创新和环保政策的实施来提高生产效率和降低成本。

2.3.2. 中游

在复合调味品产业链中,中游环节主要负责产品的生产制造,包括对多种原材料进行科学配比、加工和调制,最终形成具有独特风味的复合调味料。这一环节的技术水平和生产工艺直接影响到最终产品的质量和口感,是决定复合调味品行业竞争力的核心要素。复合调味品行业的中游企业通常会与上游原材料供应商建立紧密的合作关系,以确保原材料的新鲜度、质量以及供货的稳定性。此外,通过与上游的合作,中游制造企业可一定程度上增强议价能力,将成本波动降低到最小。

供应链管理是提升生产效率和保证产品质量的重要保障。中游企业需要建立完善的供应链管理体系,包括原材料库存管理、生产计划安排和物流配送体系。通过高效的管理,可以确保原材料供应的及时性和稳定性,降低库存成本,同时优化生产流程,提高生产效率。此外,对于环保和可持续发展的关注,也促使企业不断改进生产工艺和物流系统,以实现绿色生产和低碳运营。

复合调味品在食品加工业的渗透率是衡量其在食品制造和加工中应用广泛程度的一个重要指标。行业内部的合作与竞争关系推动了技术进步和资源整合。在复合调味品行业中,企业之间既有竞争又有合作。通过技术交流和资源共享,行业内企业可以共同推动工艺创新和产品升级。同时,竞争也促使企业不断优化生产流程、提升产品质量,从而在激烈的市场中占据有利位置。

2.3.3. 下游

餐饮业是复合调味品的主要消费领域,其需求特征显著。在餐饮业中,复合调味品因其能够快速提升菜品口感和丰富性而受到广泛应用。据统计,餐饮业消费的复合调味品约占整体市场的70%以上。餐饮企业为了在竞争中脱颖而出,常常通过创新菜品和提升口感来吸引消费者,这进一步推动了复合调味品在餐饮业的广泛使用。

食品加工行业是复合调味品的重要市场,市场渗透率稳步提升。复合调味品在食品加工行业中的应用日益广泛,特别是在速冻食品、方便食品和休闲食品等领域。这些行业对标准化和高效率的需求,使得复合调味品能够大幅提高生产效率和产品质量。

此外,家庭烹饪领域对复合调味品的需求逐渐增加,新兴消费成为增长亮点。随着生活节奏的加快和烹饪技能的多样化,越来越多的人开始选择使用复合调味品来简化烹饪过程和提高烹饪效率。

最后,复合调味品的销售渠道多样化,不仅包括传统的线下零售,还包括了线上电商和社交电商等多种形式。

一般而言,上游原材料的成本占据了相当大的比例,尤其是在原材料价格上涨的情况下。中游的生产加工环节则需要投入较多的技术和设备,但通过规模化生产可以实现成本效益。下

游的市场流通环节则更多地受到市场供需关系的影响。总的来说，在整个产业链中，产值的分布呈现出上游成本高、中游技术密集、下游市场驱动的特点。随着技术的进步和市场的扩展，各环节的产值分配也可能会发生变化，尤其是中游和下游环节，它们在提升附加值和开拓市场方面具有更大的潜力。

3. 投资建议

公司的大单品有望持续增长，我们预测公司 2024、2025、2026 年的每股收益分别为 1.86 元、2.13 元、2.37 元，按照 6 月 21 日的收盘价 28.55，对应的市盈率分别为 15.35 倍、13.40 倍、12.05 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

4. 风险提示

2024 年如果通胀上行，公司将面临成本上涨的风险；公司的大单品独具风格，竞品如模仿复制，公司将面临竞争风险；消费市场竞争激烈，随着规模扩大，公司面临销售边际投入上升的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,301	1,132	1,065	1,239	1,459
现金	908	732	640	774	980
应收票据及应收账款	108	105	101	98	94
其他应收款	4	4	5	5	5
预付账款	3	5	4	4	4
存货	271	219	247	288	307
其他流动资产	7	68	68	69	68
非流动资产	519	763	888	952	980
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	367	455	515	549	558
无形资产	20	105	105	108	115
其他非流动资产	132	204	268	294	307
资产总计	1,820	1,895	1,954	2,191	2,439
流动负债	189	190	208	232	243
短期借款	10	10	13	15	20
应付票据及应付账款	122	127	140	156	162
其他流动负债	57	53	55	61	62
非流动负债	26	29	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	29	28	28	28
负债合计	215	218	236	260	271
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	100	100	100	100	100
资本公积	886	886	840	840	840
留存收益	618	691	777	990	1,227
归属母公司股东权益	1,605	1,677	1,717	1,930	2,168
负债和股东权益	1,820	1,895	1,954	2,191	2,439

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	121	226	225	244	276
净利润	126	172	186	213	237
折旧摊销	34	38	54	55	53
财务费用	1	0	0	1	1
投资损失	-20	-6	-6	-7	-7
营运资金变动	-26	19	-11	-19	-10
其他经营现金流	6	3	2	2	2
投资活动现金流	752	-302	-172	-112	-75
资本支出	-61	-257	-168	-119	-81
长期投资	-1	-1	0	0	0
其他投资现金流	814	-44	-4	7	7
筹资活动现金流	-43	-100	-144	1	4
短期借款	10	0	3	2	5
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	-46	0	0
其他筹资现金流	-52	-100	-101	-1	-1
现金净增加额	830	-176	-91	134	206

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	882	994	1,130	1,311	1,406
营业成本	556	581	662	771	820
营业税金及附加	7	9	10	12	13
营业费用	141	149	176	203	215
管理费用	45	50	57	63	66
研发费用	32	33	34	39	42
财务费用	-8	-17	-15	-13	-16
资产减值损失	-1	-3	-3	-2	-2
其他收益	16	7	8	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	20	6	6	7	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	140	200	217	249	281
营业外收入	5	0	2	1	0
营业外支出	2	1	1	0	1
利润总额	143	200	218	250	280
所得税	17	27	31	37	43
净利润	126	172	186	213	237
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	126	172	186	213	237
EBITDA	146	215	256	292	317
EPS (元)	1.26	1.72	1.86	2.13	2.37

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	9.35	12.77	13.65	16.02	7.25
营业利润 (%)	5.52	42.60	8.48	14.91	12.53
归属母公司净利润 (%)	6.27	36.72	8.16	14.19	11.57
获利能力					
毛利率 (%)	36.88	41.59	41.42	41.19	41.68
净利率 (%)	14.29	17.33	16.49	16.23	16.89
ROE (%)	7.85	10.27	10.85	11.02	10.95
ROIC (%)	6.13	9.05	10.03	10.37	10.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	11.82	11.51	12.09	11.89	11.12
净负债比率 (%)	13.40	13.00	13.75	13.49	12.51
流动比率	6.86	5.97	5.12	5.33	6.00
速动比率	5.38	4.71	3.83	4.00	4.65
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.54	0.59	0.63	0.61
应收账款周转率	9.89	9.64	11.32	13.61	15.15
应付账款周转率	4.96	4.66	4.96	5.21	5.16
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.86	1.18	1.28	1.46	1.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.83	1.55	1.54	1.67	1.89
每股净资产 (最新摊薄)	10.99	11.49	11.76	13.22	14.85
估值比率					
P/E	22.66	16.60	15.35	13.40	12.05
P/B	2.60	2.49	2.43	2.16	1.92
EV/EBITDA	20.08	15.83	13.81	11.68	10.11

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。