

2025 年 10 月 25 日

迎驾贡酒 (603198. SH)

投资评级：增持（维持）

——基本面或已触底，静待需求复苏

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 23 日
收盘价 (元)	40.45
一年内最高/最低 (元)	69.00/37.79
总市值 (百万元)	32,360.00
流通市值 (百万元)	32,360.00
总股本 (百万股)	800.00
资产负债率 (%)	22.09
每股净资产 (元/股)	12.22

资料来源：聚源数据

投资要点：

安徽省是传统的白酒产销大省，消费降级对市场总量影响较小，未来白酒市场增长势能或依然强劲。根据酒业家数据，2024 年安徽省白酒市场规模约 400 亿元，考虑到安徽省内经济结构的持续优化，民营经济较为活跃的特性，且人均饮酒力较强，我们认为长期来看安徽白酒市场规模增长趋势有望延续。

产品线前瞻布局“后劲”逐步释放，深入“毛细血管”的渠道亦或将加持洞藏势能。

- 1) 公司前瞻性布局中高档市场成功卡位安徽白酒消费升级后的主流价格带，产品结构向上，推动营收迈上新台阶。在错失价格带升级窗口后，公司 2016 年重新调整经营策略，判断高端白酒是未来主要发展方向，选择跳过当时主流的 100 元价格带，直接布局 150 元以上价格带，洞 6、洞 9 和洞 16、洞 20 分别守住 300 元以下以及 300 元以上两个价格区间，大师系列用于拉高品牌定位，并于 2017–2020 年间主动调价，提高了渠道利润进而提高渠道和终端的积极性。
- 2) 公司省内外均采取“1+1+N”的深度分销模式，不仅覆盖核心城市，还深入到区县及以下市场，这种策略帮助其在竞争激烈的市场中站稳脚跟。2017 年开始，公司加快进行渠道建设，截至 2024 年，省内、省外经销商数量分别增长至 751 家、626 家，较高的渠道利润有效带动了经销商积极性。
- 3) 迎驾在省内以六安、合肥、淮南为核心区域逐步向皖北、皖南地区辐射拓展，对省内市场拥有较强的掌控力。在省外市场，迎驾重点打造江苏和上海样板市场，全国化水平在区域性白酒企业中较高，近年来，公司积极导入洞藏系列，未来全国化水平或仍有发展空间，省外市场的开发或为公司未来业绩增长的关键驱动因素之一。

盈利预测与评级：我们维持此前对公司的盈利预测，即 2025–2027 年公司归母净利润分别为 21.32/22.58/24.61 亿元，对应 PE 分别为 15/14/13 倍，我们选取古井贡酒、今世缘、山西汾酒作为可比公司，我们认为公司价格带受政商务白酒需求影响相对较小，且公司在安徽基地市场渠道管理扎实、品牌认知度较高，安徽省内也仍有空白市场可开发，公司营收和净利润或将展现出更强的韧性，维持“增持”评级。

风险提示。经济复苏不及预期、市场竞争加剧、全国化不及预期等

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,771	7,344	6,225	6,394	6,785
同比增长率 (%)	22.99%	8.46%	-15.23%	2.71%	6.11%
归母净利润 (百万元)	2,282	2,589	2,132	2,258	2,461
同比增长率 (%)	33.85%	13.45%	-17.64%	5.90%	8.99%
每股收益 (元/股)	2.85	3.24	2.67	2.82	3.08
ROE (%)	26.84%	26.30%	20.14%	19.84%	20.11%
市盈率 (P/E)	14.18	12.50	15.18	14.33	13.15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计在公司合理管控渠道库存,降低社会库存对公司销售端的压力下,后续公司营业收入有望恢复稳健增长态势。我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 62.25/63.94/67.85 亿元,分别同比-15.23%/+2.71%/+6.11%。

我们维持此前对公司的盈利预测,即 2025-2027 年公司归母净利润分别为 21.32/22.58/24.61 亿元,对应 PE 分别为 15/14/13 倍,我们选取古井贡酒、今世缘、山西汾酒作为可比公司,我们认为公司价格带受政商务白酒需求影响相对较小,且公司在安徽基地市场渠道管理扎实、品牌认知度较高,安徽省内也仍有空白市场可开发,公司营收和净利润或将展现出更强的韧性,维持“增持”评级。

关键假设

安徽省民营经济活跃,经济结构持续优化,长期来看白酒市场规模增长态势预计仍可延续,我们预计公司中高档白酒业务 25-27 年营收增速分别为 -15%/+3%/+7.06%;普通白酒业务预计 26 年后将维持稳定,预计 25-27 年营收增速分别为 -22.4%/+0%/+1%。

投资逻辑要点

公司前瞻性布局中高档市场成功卡位安徽升级后的主流价格带,产品结构向上升级,同时省外重点打造江苏和上海样板市场,全国化水平在区域性白酒企业中较高,未来全国化水平仍有发展空间。

核心风险提示

经济复苏不及预期、市场竞争加剧、全国化不及预期等。

内容目录

1. 历史底蕴奠定品牌基础，洞藏势能带领迎驾突围	5
2. 徽酒市场：新兴动能护航安徽经济	8
3. 产品线前瞻布局“后劲”逐步释放，渠道布局深厚	9
3.1. 战略大单品把握成功机会，产品线密集实现结构升级	9
3.2. 渠道精耕细作，省内省外协同发力	10
4. 盈利预测	12
5. 风险提示	13

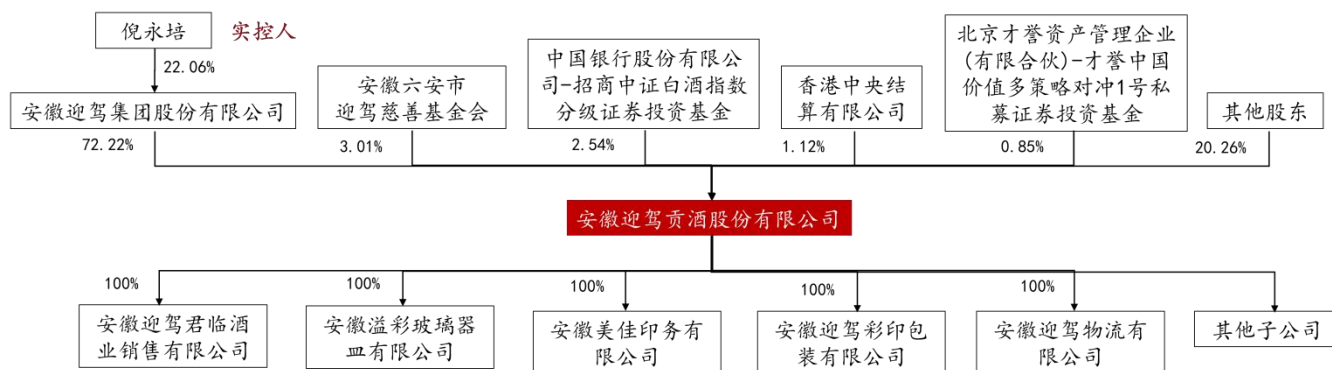
图表目录

图表 1：迎驾股权结构稳定	5
图表 2：核心管理层多为技术出身经验丰富	6
图表 3：迎驾贡酒营收复盘（单位：亿元）	6
图表 4：2021 年安徽省饮酒力位列全国第三（单位：两）	8
图表 5：安徽省经济呈现较好发展势头（单位：亿元）	8
图表 6：安徽省经济结构升级	9
图表 7：安徽民营经济较为活跃	9
图表 8：迎驾中高档白酒营收占比提升	9
图表 9：2020 年后公司白酒销售“量价齐升”	9
图表 10：公司省内省外营收情况	10
图表 11：公司省内市场布局	10
图表 12：2021 年以来公司省外营收仍保持一定增速	11
图表 13：2024 年公司相比于其他区域型白酒省外营收占比较高	11
图表 14：可比公司估值表	12

1. 历史底蕴奠定品牌基础，洞藏势能带领迎驾突围

公司股权结构稳定，核心管理层多为技术出身经验丰富。迎驾贡酒控股股东为安徽迎驾集团，公司实控人为董事长倪永培，旗下拥有销售公司、包装公司、物流公司等。管理层方面，董事长倪永培作为中国酿酒大师，不仅在技术上富有经验，也擅长经营和业务管理。倪永培将酒厂品牌改名为“迎驾”（原为“佛子岭酒厂”）是公司走出霍山的战略第一步，随后掌舵推出“生态酿酒”概念的“星级贡酒”、“金/银星”、“洞藏系列”，带领公司从深山小酒厂成为如今徽酒四强之一。其他核心管理层均为“佛子岭”时期的资深员工，具备一线工作经历，在技术、业务、管理等方面经验丰富。

图表 1：迎驾股权结构稳定



资料来源：ifind，华源证券研究所；注：截至 2025 年 6 月 30 日

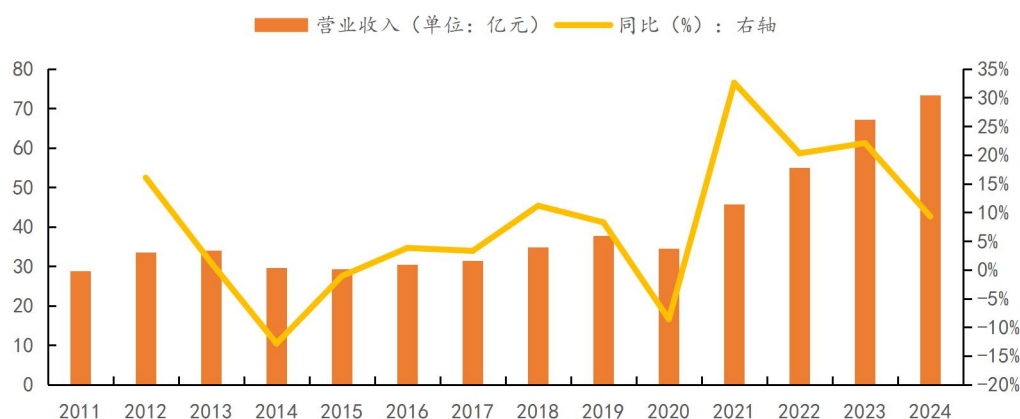
图表 2：核心管理层多为技术出身经验丰富

姓名	职务	个人简历
倪永培	董事长, 法定代表人, 非独立董事	中国酿酒大师, 曾任佛子岭酒厂副厂长、厂长和党支部书记, 霍山县经济委员会主任、党委书记, 酒业公司董事长、总经理, 迎驾有限董事长、总经理。2003年11月至今任迎驾集团董事长、总裁; 2011年9月至今任本公司董事长。
秦海	总经理, 非独立董事	曾任佛子岭酒厂车间职工、主任, 酒业公司芜湖办主任、合肥办主任、商贸部经理, 野岭饮料副总经理, 销售公司总经理, 公司副总经理, 公司总经理, 安徽迎驾山泉股份有限公司总经理、迎驾集团副总裁。2009年9月至今任迎驾集团董事, 2014年1月至今任本公司董事, 2023年9月至今任本公司总经理。
叶玉琼	副总经理, 非独立董事	曾任佛子岭酒厂车间主任, 酒业公司副总经理, 野岭饮料副总经理, 迎驾有限副总经理。2011年9月至今任本公司董事、副总经理、曲酒分公司总经理, 2014年5月至今任迎驾集团董事。
广家权	副总经理	国务院特殊津贴专家, 曾任佛子岭酒厂品酒员, 酒业公司技术员; 迎驾有限公司技术员、科技处副处长、处长、副总工程师; 公司技术中心主任, 公司董事、总工程师, 曲酒分公司副总经理, 公司石斛酒事业部总监, 酒业分公司副总经理, 技术中心总监; 2020年9月至今任本公司副总经理, 2025年1月至今兼任技术中心总监。
杨照兵	副总经理, 非独立董事	曾任佛子岭酒厂车间职工, 销售公司铜陵办事处主任、合肥办事处主任, 销售公司西安办事处经理、安庆区域经理, 销售公司业务部经理、拓展部经理, 销售公司安徽大区经理、执行总经理, 销售公司总经理助理、副总经理、总经理, 公司总经理。2014年3月至今任本公司董事, 2014年5月至今任迎驾集团董事, 2020年12月至今兼任销售公司总经理, 2023年9月至今任公司副总经理。

资料来源: ifind, 华源证券研究所

迎驾贡酒历史底蕴深厚, 近两年生态洞藏系列成功卡位省内消费升级价格带, 为公司带来较大增长动能。通过复盘, 我们发现迎驾贡酒前瞻性的产品布局, 不仅给公司带来了产品结构的升级, 亦拉动公司在省内市场份额的进一步集中。

图表 3：迎驾贡酒营收复盘（单位：亿元）



资料来源: ifind, 华源证券研究所

- 1955 年-1999 年：据史料记载, 公元前 106 年, 汉武帝南巡至今霍山一带, 官民用当地美酒迎接, 此后该酒被命名为“迎驾贡酒”。1955 年迎驾酒厂前身霍山县酒厂正式成立, 为迎驾贡酒品牌崛起奠定了基础。在 1959 年-1977 年间, 迎驾贡酒陆续引进先进的生产设备, 进一步提升了生产效率。1994 年, 迎驾酒厂从集体企业改制为国有企业。随后在 1997 年改制成为股份制, 生产和销售规模不断扩大, 市场占有率逐渐提高, 成为了安徽省的重要企业之一;
- 2000 年-2010 年：2000 年前后, 彼时酒业开启黄金十年, 公司推出“星级贡酒”系列产品抓住了大众酒繁荣机遇。2003 年, 国有股权完全退出迎驾酒业, 公司转变为民企, 并

推出定价为 88/68 元的金/银星。金/银星的布局避开了与彼时龙头高炉家 50 元的价格带竞争，且定价更高，随着省内经济的进一步发展，金/银星再次抓住了省内消费升级的窗口，公司规模增长迅速，2012 年营业收入达 30 亿以上；

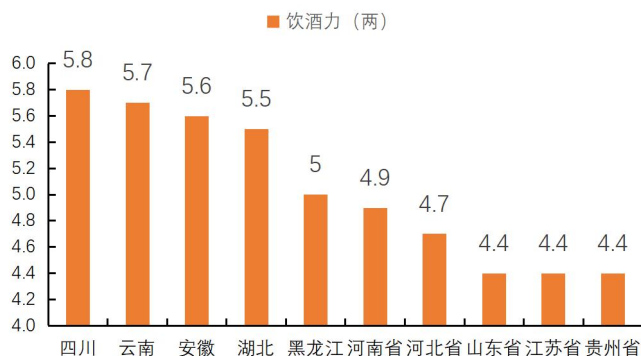
- 2011 年-2015 年：公司为解决产品线价格老化问题，推出生态年份系列，但随着市场的主流价格带升级到 100 元左右，公司战略摆动又再次聚焦金/银星寻求业绩的稳健，使得公司错失了 100 元价格带的布局。这一时期，主流 80-100 元及以上价格带被古井和口子窖瓜分，公司由此业绩进入调整期；
- 2016 年至今：2016 年，白酒行业走出“深度调整”，迎驾管理层基于行业整体形势判断中高档白酒是未来发展的趋势，选择跳过当时安徽白酒主流的 100 元价格带，果断直接布局 150-300 元价格带，推出了洞 6 和洞 9 系列产品，成立专门销售公司。这一系列的战略成功抢占了市场和打响了洞藏品牌，同时也匹配安徽省内第二次的消费升级趋势，提前卡位了向上的价格带品牌地位。此外，洞藏系列还在高端市场试水，推出洞 16，并通过洞 20、洞 30 以及大师版进一步向上扩展产品线以拉高品牌调性。战略产品洞藏系列的成功培育，弥补了迎驾在中高端市场的空缺，带动了公司整体业绩的迅速增长，而“1+1+N”的深度分销模式伴随“六推进工程”的实行亦为公司打造了从核心城市到乡镇市场深入“毛细血管”的强覆盖，由此公司 2022 年超越口子窖成为省内营收规模第二的白酒企业，当前正处于高速发展期。

2. 徽酒市场：新兴动能护航安徽经济

安徽省是传统的白酒产销大省，消费降级对市场总量影响较小，未来白酒市场增长势能或依然强劲。根据酒业家数据，2024 年安徽白酒市场规模约为 400 亿元。根据益普索《2021 中国白酒消费洞察报告》来看，安徽省饮酒力位列全国第三，人均饮酒力达 5.6 两。

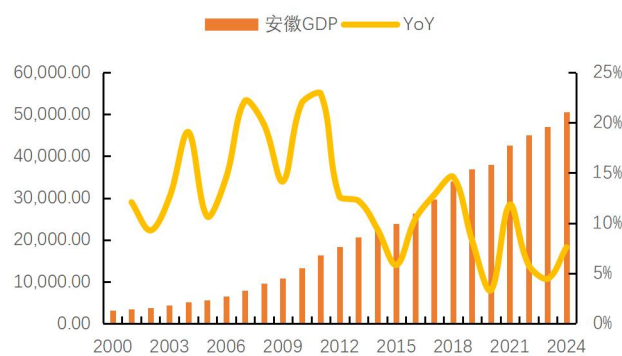
徽酒市场的繁荣得益于经济的强劲增长，近年来安徽省经济呈现较好发展势头，新兴动能不断增强。2000 年至 2024 年间，安徽省 GDP 从 3125.3 亿元增长至 50625.2 亿元，这种增长为白酒市场提供了良好的宏观经济环境。这一增长得益于多方面因素，包括政府对于基础设施的大力投资、高新技术产业的发展，以及服务业的快速扩张。

图表 4：2021 年安徽省饮酒力位列全国第三（单位：两）



资料来源：益普索《2021 中国白酒消费洞察报告》，华源证券研究所；注：饮酒力=渗透率 x 人均单次白酒饮用量 x 人均每月白酒饮用频率

图表 5：安徽省经济呈现较好发展势头（单位：亿元）

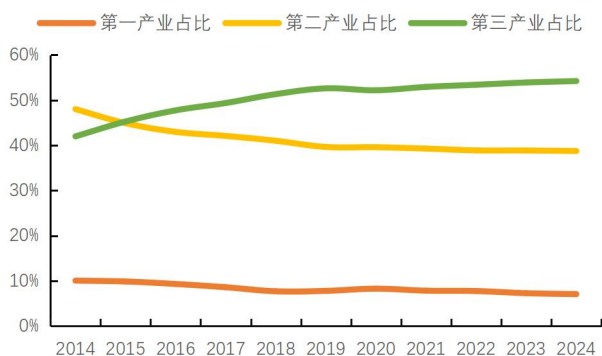


资料来源：choice，华源证券研究所

从 GDP 的结构来看，安徽省逐渐从传统的农业和重工业依赖转向更多依靠高技术和服务导向的产业结构。这一结构调整有助于安徽省在面对全球市场波动和内需变化时，保持经济的稳定增长和竞争力。

安徽民营经济较为活跃，对应白酒市场商务需求有较强韧性。2024 年，安徽省民营经济发展持续呈现“66789”特征，即安徽民营经济贡献了 60.7% 的 GDP、59.7% 的税收、74.4% 的发明专利授权量、80% 以上的城镇新增就业、92.5% 的企业数量。强大的民营经济预计将为安徽省白酒商务需求提供较强动能。

图表 6：安徽省经济结构升级



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 7：安徽民营经济较为活跃



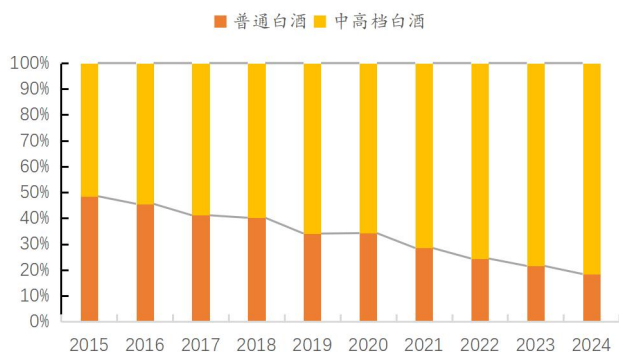
资料来源：安徽省统计局，安徽省人民政府等，华源证券研究所

3. 产品线前瞻布局“后劲”逐步释放，渠道布局深厚

3.1. 战略大单品把握成功机会，产品线密集实现结构升级

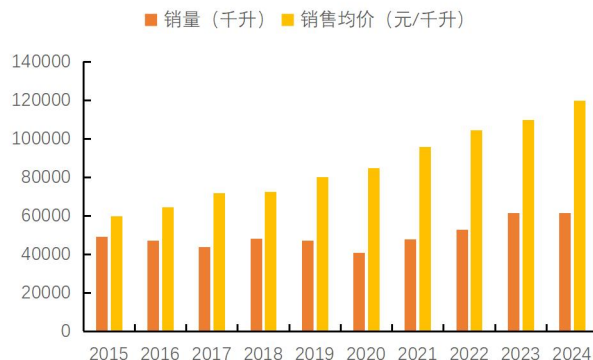
洞藏系列推出后，公司产品线老化问题得到解决，基本形成覆盖多价格带的产品矩阵。在产品线的底层逻辑上，迎驾采取和古井一样的策略，采用数字分级、区隔和联动。这种密集布局确保市场的梯次升级，同时“生态洞藏”打造高势能的产品概念，公司完成从金/银星到洞藏系列的换挡升级。目前，公司主推洞 20 和大师版，主销洞 6、洞 9、洞 16。

图表 8：迎驾中高档白酒营收占比提升



资料来源：choice，华源证券研究所

图表 9：2020 年后公司白酒销售“量价齐升”



资料来源：choice，华源证券研究所

公司前瞻性布局中高档市场成功卡位安徽白酒消费升级后的主流价格带，产品结构向上，推动营收迈上新台阶。2016 年公司判断中高档白酒是未来的发展方向，选择跳过当时主流的 100 元价格带，直接布局 150 元以上价格带，洞 6、洞 9 和洞 16、洞 20 分别守住 300 元以下以及 300 元以上两个价格区间，大师系列用于拉高品牌定位。2017 年至 2020 年期间，公司多次对洞藏系列进行调价，一方面体现了公司对产品的信心，另一方面，在消费升级趋势下，调价有利于提高渠道利润以增强渠道和终端的积极性。随着安徽白酒主流价格带升级至 200 元以上，洞藏系列已在市场培育多年，因此直接享受到了消费升级带来的增长红利。洞

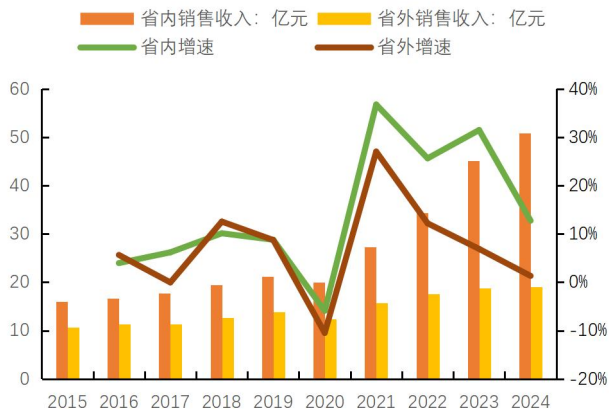
藏系列的增长带动中高档白酒在营收中的占比逐年提升，从 2015 年的 47.03%提高至 2024 年的 77.79%，增加 30.76pct。

3.2. 渠道精耕细作，省内省外协同发力

公司省内外均采用“1+1+N”的深度分销模式，不仅覆盖核心城市，还深入到区县及以下市场，这种策略帮助其在竞争激烈的市场中站稳脚跟。17 年开始，公司加快渠道建设，对经销商进行调整以匹配“生态洞藏”系列的销售，省内经销商数量从 2017 年的 365 家增加至 2024 年的 751 家，CAGR 约为 10.86%；省外经销商数量从 2017 年的 463 家增加至 2024 年的 626 家，CAGR 约为 4.40%。2024 年公司省内营业收入约为 50.93 亿元，同比增长 12.75%；省外营业收入约为 19.09 亿元，同比增长 1.31%，主要聚焦于江苏和上海。

在省内通过比古井更高的渠道利润率，提高经销商积极性形成推力。迎驾在省内市场形成较强的掌控力，以六安、合肥、淮南为核心区域逐步向皖北、皖南地区辐射拓展。在“六合淮”核心区域市场地位稳固，重点布局合肥市场，通过经销商渠道下沉实现市场快速占有。在皖北重点区域，积极填补市场和产品空白。在皖南区域，公司对大区、经销商、渠道、网点等进行有效调整。

图表 10：公司省内外营收情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：公司省内市场布局

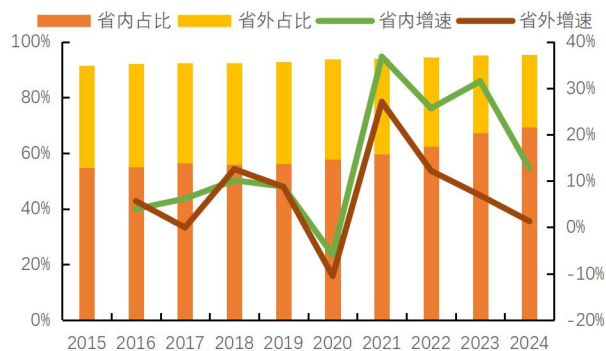


资料来源：证券市场周刊，华源证券研究所绘制

公司在省外市场稳健扩张，全国化水平在区域型白酒中水平较高。在省外布局上，公司从安徽向外辐射，重点打造苏、沪样板市场。江苏是公司省外最大市场，进入时间较早，通过金/银星在中低端市场中抢占了较大的份额，有一定的市场和口碑基础。公司当前加快洞藏系列在江苏的导入和培育，通过品宣活动加强洞藏系列的推广。近年，洞藏系列在省内的放量明显快于省外导致省外营收占比有所下降，但省外营收仍保持一定增速。2024 年公司省外营收占比为 25.99%，相比于其他区域型白酒占比较高。我们认为，公司在省外有一定的市场

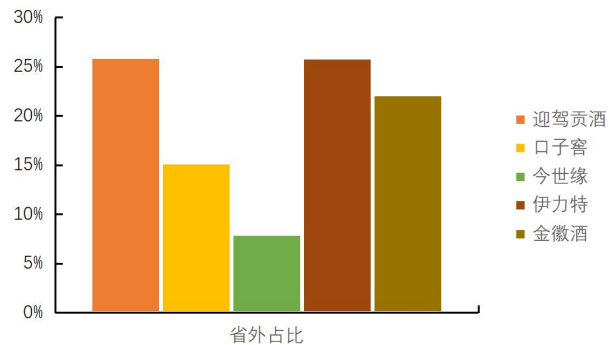
基础，近年积极导入洞藏系列，未来全国化水平或仍有增长空间，省外市场的开发有望成为公司未来业绩增长的关键驱动因素之一。

图表 12：2021 年以来公司省外营收仍保持一定增速



资料来源：choice，华源证券研究所

图表 13：2024 年公司相比于其他区域型白酒省外营收占比较高



资料来源：choice，华源证券研究所

4. 盈利预测

我们维持此前对公司的盈利预测，预计 2025–2027 年公司归母净利润分别为 21.32/22.58/24.61 亿元，对应 PE 分别为 15/14/13 倍。

我们选取古井贡酒、今世缘、山西汾酒作为可比公司，我们认为公司价格带受政商务白酒需求影响相对较小，且公司在安徽基地市场渠道管理扎实、品牌认知度较高，安徽省内也仍有空白市场可开发，公司营收和净利润或将展现出更强的韧性，维持“增持”评级。

图表 14：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)					PE				
			23A	24A	25E	26E	27E	23A	24A	25E	26E	27E
000596.SZ	古井贡酒	155.31	8.68	10.44	10.59	11.45	12.69	17.89	14.88	14.67	13.56	12.24
603369.SH	今世缘	39.18	2.50	2.72	2.48	2.67	2.94	15.67	14.41	15.77	14.68	13.32
600809.SH	山西汾酒	189.50	8.56	10.04	10.18	10.90	11.98	22.15	18.88	18.62	17.38	15.82
平均值								18.57	16.06	16.36	15.21	13.79
603198.SH	迎驾贡酒	40.45	2.85	3.24	2.67	2.82	3.08	14.18	12.50	15.18	14.33	13.15

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，迎驾贡酒盈利预测来自华源证券研究所，截至 2025 年 10 月 23 日收盘价。

5. 风险提示

经济复苏不及预期：若经济复苏不及预期，或影响白酒行业整体需求，进而对公司收入端造成一定压力；

市场竞争加剧：若市场竞争加剧，或促使各大白酒企业增加市场营销等方面的费用投放，进而对公司收入端或费用端产生较大压力，影响利润表现；

全国化不及预期：若公司全国化进度不及预期，或对公司收入端增速产生一定压力，同时或促使市场降低对公司成长性的判断，进而影响估值水平。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,316	2,787	3,326	3,896
应收票据及账款	246	128	132	140
预付账款	16	11	11	12
其他应收款	13	26	27	28
存货	5,043	3,867	3,861	3,949
其他流动资产	3,229	3,061	3,075	3,108
流动资产总计	9,862	9,880	10,432	11,133
长期股权投资	17	15	13	11
固定资产	2,596	2,568	2,619	2,602
在建工程	300	555	705	905
无形资产	249	266	307	347
长期待摊费用	34	21	6	6
其他非流动资产	331	360	369	377
非流动资产合计	3,527	3,785	4,019	4,247
资产总计	13,389	13,666	14,450	15,380
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	1,534	931	930	951
其他流动负债	1,669	1,820	1,835	1,902
流动负债合计	3,202	2,751	2,765	2,853
长期借款	131	108	84	59
其他非流动负债	184	184	184	184
非流动负债合计	315	292	268	243
负债合计	3,518	3,043	3,033	3,096
股本	800	800	800	800
资本公积	1,233	1,233	1,233	1,233
留存收益	7,811	8,557	9,348	10,209
归属母公司权益	9,844	10,590	11,381	12,242
少数股东权益	28	32	37	42
股东权益合计	9,872	10,622	11,417	12,284
负债和股东权益合计	13,389	13,666	14,450	15,380

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	2,594	2,091	2,220	2,425
折旧与摊销	235	304	330	334
财务费用	-23	-62	-96	-116
投资损失	-41	-58	-55	-54
营运资金变动	-886	1,002	2	-43
其他经营现金流	28	61	57	55
经营性现金净流量	1,907	3,338	2,457	2,601
投资性现金净流量	-1,897	-520	-522	-522
筹资性现金净流量	-937	-1,347	-1,396	-1,509
现金流量净额	-928	1,471	539	570

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,344	6,225	6,394	6,785
营业成本	1,914	1,613	1,611	1,647
税金及附加	1,107	942	967	1,026
销售费用	666	658	663	689
管理费用	233	259	263	276
研发费用	81	69	71	75
财务费用	-23	-62	-96	-116
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-8	-3	-4	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	41	58	55	54
公允价值变动损益	17	0	0	0
资产处置收益	0	0	-1	0
其他收益	28	33	33	32
营业利润	3,444	2,834	2,999	3,268
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	41	35	36	36
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,409	2,804	2,968	3,236
所得税	815	667	706	770
净利润	2,594	2,137	2,263	2,466
少数股东损益	5	4	5	5
归属母公司股东净利润	2,589	2,132	2,258	2,461
EPS(元)	3.24	2.67	2.82	3.08

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	8.46%	-15.23%	2.71%	6.11%
营业利润增长率	14.38%	-17.73%	5.83%	8.96%
归母净利润增长率	13.45%	-17.64%	5.90%	8.99%
经营现金流增长率	-12.89%	75.05%	-26.41%	5.88%
盈利能力				
毛利率	73.94%	74.09%	74.81%	75.72%
净利率	35.33%	34.33%	35.39%	36.35%
ROE	26.30%	20.14%	19.84%	20.11%
ROA	19.34%	15.60%	15.63%	16.00%
估值倍数				
P/E	12.50	15.18	14.33	13.15
P/S	4.41	5.20	5.06	4.77
P/B	3.29	3.06	2.84	2.64
股息率	4.82%	4.28%	4.54%	4.94%
EV/EBITDA	11	9	8	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。