

300673.SZ

买入

原评级：未有评级

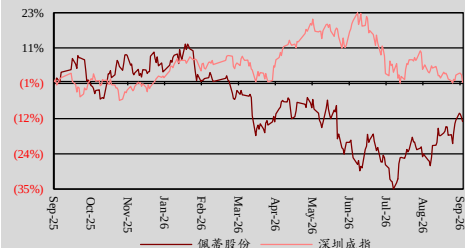
市场价格：人民币 14.82

板块评级：强于大市

本报告要点

■ 公司为国内宠物咬胶龙头，正由咬胶等咀嚼类零食向主粮赛道延伸。自主品牌培育成效初显，国内自主品牌收入实现较快增长，爵宴已成为国内宠物犬零食龙头品牌，主粮品类加速放量。当前公司营收规模总体平稳，但境内外各产品毛利率普遍承压；未来随着自主品牌建设持续推进、新西兰工厂产能逐步释放，有望实现营收与利润同步增长。首次覆盖，给予买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(18.8)	16.9	22.8	(14.4)
相对深圳成指	(15.1)	20.3	39.8	(14.1)

发行股数 (百万)	247.31
流通股 (百万)	160.46
总市值 (人民币 百万)	3,665.07
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	48.55
主要股东 (%)	
陈振标	32.55

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 9 月 24 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

农林牧渔：饲料

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300526030002

佩蒂股份

自主品牌发展势头良好，外销业务边际改善

公司为国内宠物咬胶龙头，公司持续完善业务结构，由咬胶等咀嚼类零食向主粮赛道延伸，形成多品牌矩阵。公司国内自主品牌收入实现较快增长，主粮品类加速放量。受关税、产能折旧等因素影响，公司业绩波动较大。未来随着自主品牌建设持续推进、新西兰工厂产能逐步释放，利润端有望得到修复。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 佩蒂为国内宠物咬胶龙头企业，公司持续完善业务结构，外销业务有望持续改善。(1) 公司核心业务为畜皮咬胶和植物咬胶等宠物健康咀嚼食品，1H26 公司咬胶类产品占整体营收的比重为 60.3%。咬胶属于重度劳动密集型产业，覆盖产业链较长，公司在行业持续积累，凭借足够的产能优势、完整的产品产线及工艺优势，确立了稳固的行业龙头地位。公司咬胶产品出货量持续位居全球前列，若不考虑人民币汇率贬值影响，公司海外 ODM 业务利润稳定。(2) 从宠物行业内部结构来看，宠物食品是行业最大和最成熟的细分市场，主粮规模远超零食。考虑到单一品牌及赛道有一定的局限性，公司采用多品牌矩阵覆盖分层客群。近两年公司积极布局宠物新型粮、新西兰膨化主粮来完善产品结构，从单一零食企业向主粮业务过度。在新型粮方面，公司在国内市场打造爵宴和好嘉嘉，承接宠物食品消费升级趋势。主粮方面，公司在新西兰建设产能，生产膨化粮，主要做海外市场 ODM 代工，同时通过原产地差异化的概念，培育自有品牌。(3) 近两年，公司业绩受关税、海外新建产能及折旧等因素波动较大。根据投资者交流，公司外销订单保持稳健增长，随着新西兰工厂产能利用率和收入规模的提升，其单位成本将有效摊薄，盈利能力将得到显著改善，对公司整体业绩拖累减少，利润端有望得到修复。
- 1H26 公司咬胶品类结构优化，主粮（含湿粮）高速增长。1H26 公司实现营收 7.4 亿元，同比 +1.0%。其中，2Q26 营收为 3.8 亿元，同比 -3.7%。分产品看，1H26 植物咬胶/营养肉质零食/畜皮咬胶/主粮与湿粮营收同比分别为 +16.9%/+5.1%/-20.2%/+30.7%；营收占比分别为 35.2%/31.0%/25.2%/8.1%。(1) 咬胶为公司基本盘业务，包含畜皮咬胶、植物咬胶两大品类，2026H1 咬胶合计收入 4.4 亿元，占营业总收入 60.3%。顺应宠物咀嚼食品向植物基、功能化升级趋势，公司产品结构呈现由畜皮咬胶向植物咬胶切换，上半年植物咬胶营收增速亮眼。2026H1 畜皮/植物咬胶毛利率分别为 24.9%/28.8%，植物咬胶盈利能力优于畜皮，品类结构优化有望带动整体利润率上行。(2) 公司持续推进新西兰高端主粮布局：新西兰年产 4 万吨高品质主粮产线已于 2025 年进入商业化运营，其自建的 Smart Balance（悦佰思）、Vivaland（鲜乐之野）两个品牌主打新西兰高品质主粮，率先通过天猫国际、京东销售进入国内市场。2026H1 主粮和湿粮收入 0.59 亿元、同比+30.7%，增速显著高于整体营收（+1.0%），占营收比重提升至 8.1%（+1.8pct）。当前新西兰工厂尚处产能爬坡初期，未来随主粮产线产能利用率提升带动新西兰子公司扭亏、叠加年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目有序投产，自有品牌影响力提升，该品类有望成为公司继宠物咬胶之后的第二增长极。
- 国内自主品牌培育成效亮眼，海外业务受关税等扰动有所承压。分地区看，1H26 公司国内/国外营收分别为 5.0/5.1 亿元，同比分别 +10.3%/+5.4%，分部间抵销 2.8 亿元。公司深耕国内自主品牌，以线上为主、线上线下全渠道协同开展直销与分销，持续加大多品牌布局与渠道投入，已形成以爵宴为核心、好嘉嘉与苗能等协同互补的品牌矩阵，带动国内营收较快增长。1H26 国内业务毛利率 23.3%（-2.7pct）。海外市场以 ODM 模式为主，毛利率水平偏低，1H26 海外毛利率 19.1%（-3.0pct）。我们判断海外盈利承压，主要系人民币升值形成汇兑损失，同时叠加关税政策扰动订单。
- 原料涨价拖累毛利率，品牌投入等推升期间费用率。由于鸡肉原料在公司营业成本中占比较高，其采购价格整体上行推动公司 1H26 营业成本同比+6.3%，毛利率显著承压，1H26 公司毛利率为 28.4%，同比 -3.6pct；2Q26 毛利率为 29.1%，同比 -5.7pct。费用端，当前宠物行业头部集中格局尚未形成，叠加渠道碎片化及行业竞争激烈等因素影响，宠物头部企业均为高费用投放模式。近两年，公司加大多个自主品牌与渠道投入力度，向纵向一体化综合性宠物食品企业转型，销售费用与管理费用投入较大；公司重视独立研发，并兼顾外部技术合作与人才培养，增加了研发投入与试验开支，研发费用率持续提升；同时人民币升值导致了远超同期的汇兑净损失，共同推升期间费用。1H26 公司期间费用率为 22.5%，同比 +4.9pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为 8.0%/9.1%/2.3%/3.1%，同比分别为 +0.4/+0.6/+0.4/+3.6pct。综合来看，1H26 公司归母净利率为 3.3%，同比-7.6pct，2Q26 归母净利率为 4.2%，同比-10.0pct。

估值

■ 公司为国内宠物咬胶龙头，正由咬胶等咀嚼类零食向主粮赛道延伸。自主品牌培育成效初显，1H26 国内自主品牌收入实现较快增长，爵宴已成为国内宠物犬零食龙头品牌，主粮品类加速放量。当前公司营收规模总体平稳，但境内外各产品毛利率普遍承压；未来，随着自主品牌建设持续推进，同时预计下半年新西兰主粮产品将陆续贡献收入，有望实现营收与利润同步增长。结合公司 2026 年上半年业绩表现，预计 26-28 年公司营收分别为 15.1、17.8、19.7 亿元，同比增速分别为+4.5%、+17.4%、+10.6%，归母净利润分别为 1.1、1.5、1.8 亿元，同比增速分别为-3.0%、+29.7%、+23.4%，当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 32.7X、25.2X、20.4X，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

■ 需求不及预期，市场竞争加剧，自主品牌发展不及预期，贸易摩擦风险，原材料价格波动，汇兑波动。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	1,659	1,449	1,514	1,777	1,965
增长率(%)	17.6	(12.7)	4.5	17.4	10.6
EBITDA(人民币 百万)	292	263	285	392	687
归母净利润(人民币 百万)	182	116	112	146	180
增长率(%)	(1,742.8)	(36.5)	(3.0)	29.7	23.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.74	0.47	0.45	0.59	0.73
市盈率(倍)	20.1	31.7	32.7	25.2	20.4
市净率(倍)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA(倍)	15.5	17.2	14.3	11.8	9.5
每股股息 (人民币)	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4
股息率(%)	2.0	1.4	1.6	2.0	2.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2026 年半年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q25	2Q26	同比 (%)	1H25	1H26	同比 (%)
营业收入	398.7	383.8	(3.7)	727.7	734.7	1.0
营业成本	260.1	272.1	4.6	494.9	526.1	6.3
毛利率(%)	34.8	29.1	(5.7)	32.0	28.4	(3.6)
毛利	138.6	111.6	(19.4)	232.7	208.6	(10.4)
税金及附加	1.9	1.3	(32.1)	3.4	3.3	(3.2)
销售费用	27.9	31.0	11.0	55.7	58.8	5.6
管理费用	31.4	36.2	15.0	62.1	66.8	7.6
研发费用	7.9	8.7	9.4	13.9	16.7	20.8
财务费用	(2.7)	9.6	(452.4)	(3.6)	22.8	(728.8)
资产减值损失	0.0	0.0	-	0.0	0.0	-
公允价值变动收益	(0.0)	0.0	(136.7)	(1.2)	0.0	(101.3)
投资收益	(1.2)	0.3	(123.3)	1.5	(0.5)	(132.9)
营业利润	67.1	21.1	(68.6)	96.7	33.1	(65.8)
营业利润率(%)	16.8	5.5	(11.3)	13.3	4.5	(8.8)
营业外收入	0.8	1.0	37.1	0.8	1.1	43.4
营业外支出	1.1	0.0	(99.1)	1.3	0.7	(49.5)
利润总额	66.7	22.1	(66.9)	96.2	33.5	(65.2)
所得税	9.9	5.1	(48.4)	16.1	8.3	(48.7)
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	14.6	24.7	10.1	16.9	24.6	7.7
少数股东权益	(0.1)	0.7	(1,013.1)	1.0	0.9	(4.1)
归属于母公司净利润	56.9	16.3	(71.4)	79.1	24.3	(69.3)
归母净利率(%)	14.3	4.2	(10.0)	10.9	3.3	(7.6)
EPS (元/股)	0.23	0.07	(71.4)	0.32	0.10	(69.3)

资料来源：同花顺，中银证券

注：表内毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

盈利预测与投资评级

拆分来看：

- 1) **植物咬胶**：顺应宠物咀嚼食品向植物基、功能化升级趋势，公司产品结构呈现由畜皮咬胶向植物咬胶切换。1H26 公司植物咬胶营收同比增速为+16.9%，预计全年将维持较高增速，随后增速进一步扩大，并在高基数下稳定于双位数区间。而 26 年受原材料成本的增加影响，毛利率承压，预计后续随规模扩大、成本摊薄，毛利率将稳步提升。我们预计 26-28 年植物咬胶营业收入同比增速分别为+20.0%、+32.0%、+13.0%，毛利率分别为 30.1%、32.7%、33.9%。
- 2) **营养肉质零食**：1H26 公司营养肉质零食营收同比增速为+5.1%，预计随着公司国内布局逐步完善，以及低基数影响下，后续增速逐步恢复。同时，26 年受鸡肉原料涨价影响，毛利率承压，预计后续毛利率降幅收窄并逐步企稳。我们预计 26-28 年营养肉质零食营收同比增速分别为+5.5%、+8.0%、+9.0%，毛利率分别为 31.8%、30.5%、30.5%。
- 3) **畜皮咬胶**：畜皮咬胶过去是公司最重要的产品，近年来随着宠物咀嚼食品向植物基、功能化升级，公司主动调整咬胶业务向植物咬胶倾斜，1H26 公司畜皮咬胶营收同比增速为-20.2%。26 年同样受原材料提价的影响，毛利率有所下滑，预计后续毛利率下滑幅度将收窄，并逐步企稳。我们预计 26-28 年畜皮咬胶营收同比增速分别为-18.0%、-10.0%、-9.0%，毛利率分别为 24.8%、22.2%、22.2%。
- 4) **主粮和湿粮**：宠物主粮是宠物行业规模最大的板块，属于刚需产品，公司目前也在积极拓展主粮板块，新西兰主粮产线目前处于爬坡阶段，并且已经率先在国内销售。1H26 公司主粮与湿粮营收同比增速为+30.7%，上半年增速亮眼，下半年新西兰主粮产能逐步释放，预计未来维持较高增速增长，在整体营收中的占比逐步提升。我们预计 26-28 年主粮与湿粮营收同比增速分别为+40.0%、+65.0%、+35.0%；预计全年维持上半年毛利率水平，后续随着规模扩大，成本逐步摊薄，毛利率稳步提升，26-28 年毛利率分别为 26.3%、30.3%、32.9%。
- 5) **其他**：其他业务营收占比较小且逐年降低，1H26 公司其他营收同比增速为-65.4%，下滑明显，预计后续降幅收缩。我们预计 26-28 年其他营收同比增速分别为-60.0%、-40.0%、-30.0%；预计毛利率维持上半年水平，26-28 年毛利率均为 17.7%。

公司为国内宠物咬胶龙头，正由咬胶等咀嚼类零食向主粮赛道延伸。自主品牌培育成效初显，1H26 国内自主品牌收入实现较快增长，爵宴已成为国内宠物犬零食龙头品牌，主粮品类加速放量。当前公司营收规模总体平稳，但境内外各产品毛利率普遍承压；未来，随着自主品牌建设持续推进，同时预计下半年新西兰主粮产品将陆续贡献收入，有望实现营收与利润同步增长。结合公司 2026 年上半年业绩表现，预计 26-28 年公司营收分别为 15.1、17.8、19.7 亿元，同比增速分别为+4.5%、+17.4%、+10.6%，归母净利分别为 1.1、1.5、1.8 亿元，同比增速分别为-3.0%、+29.7%、+23.4%，当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 32.7X、25.2X、20.4X。

图表 2. 佩蒂股份收入预测表

(百万元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
植物咬胶						
营业收入	422.8	607.5	460.5	552.6	729.4	824.2
同比增速(%)	(34.8)	43.7	(24.2)	20.0	32.0	13.0
毛利率(%)	24.4	31.9	32.3	30.1	32.7	33.9
营养肉质零食						
营业收入	318.2	402.9	445.3	469.8	507.4	553.1
同比增速(%)	(5.7)	26.6	10.5	5.5	8.0	9.0
毛利率(%)	18.7	33.2	35.7	31.8	30.5	30.5
畜皮咬胶						
营业收入	423.5	504.6	424.2	347.9	313.1	284.9
同比增速(%)	(22.1)	19.1	(15.9)	(18.0)	(10.0)	(9.0)
毛利率(%)	15.0	25.3	28.7	24.8	22.2	22.2
主粮和湿粮						
营业收入	210.0	118.4	95.9	134.3	221.5	299.1
同比增速(%)	31.3	(43.6)	(19.0)	40.0	65.0	35.0
毛利率(%)	20.1	24.8	-	26.3	30.3	32.9
其他						
营业收入	36.7	25.7	22.9	9.2	5.5	3.9
同比增速(%)	(11.9)	(30.0)	(10.9)	(60.0)	(40.0)	(30.0)
毛利率(%)	11.8	15.3	-	17.7	17.7	17.7
合计						
营业收入	1,411.3	1,659.0	1,448.9	1,513.7	1,776.9	1,965.1
同比增速(%)	(18.5)	17.6	(12.7)	4.5	17.4	10.6
毛利率(%)	19.3	29.4	31.9	29.0	29.9	31.1

资料来源: ifind, 中银证券

我们选取主要宠物食品上市公司进行对比，此类公司面临共同的外部环境，彼此间具备较高的横向可比性。以 9 月 24 日收盘价测算，公司市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 32.7X、25.2X、20.4X，略高于可比公司平均水平，但考虑到自主品牌培育成效初显、成长弹性充足，当前估值整体处于合理区间。首次覆盖，给予买入评级。

图表 3. 可比公司相对估值表

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE (X)		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
乖宝宠物	158.9	579.0	738.5	885.4	27.4	21.5	17.9
中宠股份	89.6	362.4	491.4	628.2	24.7	18.2	14.3
路斯股份	11.2	65.7	77.0	92.3	17.0	14.5	12.1
可比公司平均值					23.0	18.1	14.8
佩蒂股份	36.7	112.2	145.5	179.6	32.7	25.2	20.4

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 数据截至 2026 年 9 月 24 日, 乖宝宠物、中宠股份、路斯股份盈利预测来自同花顺一致预测。

风险提示：

1) 需求不及预期：

海外出口需求走弱或客户订单、去库存节奏低于预期将直接压制出口收入。

2) 市场竞争加剧：

随着居民在宠物方面的消费能力和消费意愿不断提升，国内宠物行业依然具备很大的发展空间，宠物食品作为刚性需求，市场前景广阔。然而，国内宠物企业众多，行业集中度低，且现仍有大量产业资本进入宠物行业参与竞争，导致市场竞争加剧。

3) 自主品牌发展不及预期：

国内自主品牌若动销乏力则第二增长曲线兑现节奏或后延。

4) 贸易摩擦风险：

根据公司目前的产品和市场结构，产品销售以宠物零食出口为主，其中美国、欧洲等发达国家和地区占据主要份额，美国市场占比尤高。近年来，全球贸易稳定性不足，“逆全球化”和“反自由贸易”等思潮与行动是当前全球贸易环境中的核心挑战。

5) 原材料价格波动：

公司生产所使用的原材料主要为生皮、鸡肉、植物性淀粉等，其价格波动对公司的经营业绩存在一定影响。

6) 汇兑波动：

公司出口业务主要使用美元作为结算货币，近年来随着人民币国际化进程和汇率市场化程度提高，汇率波动对公司出口业务的盈利能力产生不确定性影响。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,659	1,449	1,514	1,777	1,965
营业收入	1,659	1,449	1,514	1,777	1,965
营业成本	1,171	987	1,075	1,246	1,355
营业税金及附加	5	6	6	7	8
销售费用	117	116	123	143	158
管理费用	116	137	144	167	184
研发费用	30	34	36	43	47
财务费用	(7)	18	0	0	0
其他收益	1	2	2	2	2
资产减值损失	(4)	(2)	0	0	0
信用减值损失	(1)	(3)	15	15	15
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资收益	2	(3)	(3)	(3)	(2)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	226	145	143	185	228
营业外收入	1	0	0	1	1
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	224	144	143	185	228
所得税	38	27	27	35	43
净利润	186	117	116	150	185
少数股东损益	4	1	3	5	6
归母净利润	182	116	112	146	180
EBITDA	292	263	285	392	687
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.74	0.47	0.45	0.59	0.73

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,578	1,523	7,329	6,947	5,104
货币资金	675	750	6,403	5,847	3,945
应收账款	218	246	239	331	299
应收票据	0	0	0	0	0
存货	343	328	403	444	477
预付账款	18	23	22	30	27
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	324	177	263	296	356
非流动资产	1,417	1,388	1,702	2,151	4,142
长期投资	145	141	141	141	141
固定资产	1,006	977	1,108	1,425	3,241
无形资产	53	52	110	172	233
其他长期资产	213	218	343	413	528
资产合计	2,995	2,911	9,031	9,098	9,245
流动负债	280	196	2,289	2,272	2,332
短期借款	11	2	2,000	2,000	2,000
应付账款	142	110	165	153	192
其他流动负债	127	84	124	119	139
非流动负债	746	794	4,763	4,772	4,768
长期借款	6	12	4,000	4,000	4,000
其他长期负债	740	782	763	772	768
负债合计	1,026	990	7,052	7,044	7,100
股本	249	249	247	247	247
少数股东权益	18	17	21	25	31
归属母公司股东权益	1,952	1,904	1,958	2,029	2,115
负债和股东权益合计	2,995	2,911	9,031	9,098	9,245

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	186	117	116	150	185
折旧摊销	78	100	141	206	459
营运资金变动	83	4	(21)	(134)	49
其他	20	(29)	2	3	2
经营活动现金流	366	191	238	225	694
资本支出	(126)	(70)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	(216)	83	(50)	(50)	(50)
其他	(26)	62	(3)	(3)	(2)
投资活动现金流	(368)	76	(508)	(708)	(2,502)
银行借款	(118)	(2)	5,986	0	0
股权融资	(102)	(175)	(58)	(75)	(93)
其他	74	(5)	(4)	2	(1)
筹资活动现金流	(146)	(183)	5,924	(73)	(94)
净现金流	(148)	83	5,654	(556)	(1,901)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	17.6	(12.7)	4.5	17.4	10.6
营业利润增长率(%)	6,854.5	(35.8)	(1.0)	29.1	23.4
归属于母公司净利润增长率(%)	(1,742.8)	(36.5)	(3.0)	29.7	23.4
息税前利润增长率(%)	1,262.4	(23.8)	(11.5)	28.9	22.7
息税折旧前利润增长率(%)	232.2	(9.9)	8.4	37.6	75.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(1,742.8)	(36.5)	(3.0)	29.7	23.4
获利能力					
息税前利润率(%)	12.9	11.3	9.5	10.5	11.6
营业利润率(%)	13.6	10.0	9.5	10.4	11.6
毛利率(%)	29.4	31.9	29.0	29.9	31.1
归母净利润率(%)	11.0	8.0	7.4	8.2	9.1
ROE(%)	9.3	6.1	5.7	7.2	8.5
ROIC(%)	6.5	4.9	1.3	1.7	2.1
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.8	0.8	0.8
净负债权益比	0.1	0.0	0.2	0.5	1.3
流动比率	5.6	7.8	3.2	3.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
应收账款周转率	7.2	6.2	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	11.0	11.5	11.0	11.2	11.4
费用率					
销售费用率(%)	7.1	8.0	8.1	8.1	8.1
管理费用率(%)	7.0	9.4	9.5	9.4	9.4
研发费用率(%)	1.8	2.3	2.4	2.4	2.4
财务费用率(%)	(0.4)	1.2	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	1.5	0.8	1.0	0.9	2.8
每股净资产(最新摊薄)	7.9	7.7	7.9	8.2	8.6
每股股息	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	20.1	31.7	32.7	25.2	20.4
P/B(最新摊薄)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	15.5	17.2	14.3	11.8	9.5
价格/现金流(倍)	10.0	19.2	15.4	16.3	5.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371