

今世缘（603369.SH）

百亿为基，行稳致远

投资要点：

➤ **当前白酒行业呈现 3 大核心特征。**其一、从产业格局发展趋势看，“强者恒强”的品牌集中特征仍在继续。其二、从近两年的需求场景看，呈现“两端消费”更稳定的特征。其三、从近期公司应对看，龙头企业正积极进行供需、内在管理等调整。

➤ **今世缘：百亿成长显定力。**今世缘的成长历程，是区域老字号白酒品牌破局突围、实现跨越式发展的典型范本。公司前身可追溯至 1944 年成立的高沟酒厂，是江苏“三沟一河”的核心成员。为打破发展桎梏，公司于 1996 年果断开启品牌战略转型，全新推出“今世缘”核心品牌。伴随国内白酒消费持续升级，次高端及以上价位带市场扩容，公司于 2004 年顺势推出高端品牌“国缘”。2014 年，今世缘登陆上交所完成上市，同年实现营业收入 24.25 亿元，归母净利润 6.46 亿元；2014-2016 年，公司稳步发展。2017 年开始，公司进入加速发展期。到 2023 年，公司营业收入突破百亿大关，正式跻身国内白酒百亿阵营。

➤ **百亿为基，行稳致远。**步入后百亿发展新阶段，今世缘确立了“省内精耕提质、省外重点突破”的双轮驱动战略，在筑牢江苏核心市场优势的同时，同步推进国缘品牌全国化布局。省内市场层面，公司以“精耕提质”为核心目标，持续下沉渠道、深耕县域市场；省外拓展层面，公司延续了稳扎稳打、不冒进的扩张风格，锚定长三角一体化战略机遇，以山东、安徽、河南等环江苏区域为核心重点开拓市场。2025 年以来，行业面临挑战，公司也是展现出极强的战略定力与务实的经营思路，主动优化发展节奏，为长期发展蓄力。

➤ **公司 2025 年报及 2026 一季报点评：**公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年实现营收 101.82 亿元，同比-11.81%；归母净利润 26.04 亿元，同比-23.69%；2026Q1 营收 43.23 亿元，同比-15.23%，归母净利润 13.85 亿元，同比-15.76%。分产品来看，2025 年特 A+/特 A 类/A 类/B 类/C、D 类收入分别同比-17%/-2%/-20%/-12%/-26%；从区域看，省内/省外营收分别同比-14%/+0.3%。2026Q1 产品和区域特征延续 25 年，特 A 类产品收入同比小幅下滑 2%，预计淡雅、单开产品较为稳定，省外收入同比+0.8%，延续稳定。

➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 25.78 亿元、27.83 亿元、31.02 亿元，同比增速分别为-0.97%、7.94%、11.45%。展望未来，我们认为，公司核心单品的竞争优势仍在，短期内可能是白酒率先走出调整的企业之一，中长期看，公司在全国化层面还有显著的成长空间。我们认为后续随着行业需求回暖，公司有望在百亿基础上迎来更强突破，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 13/12/10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期；政策风险；食品质量安全风险等

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	11,544	10,181	10,260	10,892	11,819
增长率	14%	-12%	1%	6%	9%
净利润（百万元）	3,412	2,604	2,578	2,783	3,102
增长率	9%	-24%	-1%	8%	11%
EPS（元/股）	2.74	2.09	2.07	2.23	2.49
市盈率（P/E）	9.5	12.4	12.5	11.6	10.4
市净率（P/B）	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6

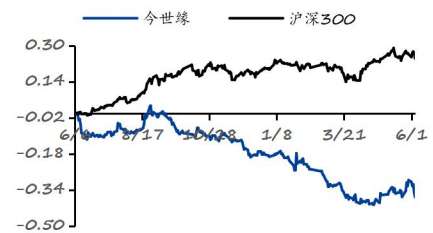
数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入（首次评级）

基本数据

日期	2026-06-05
收盘价：	25.93 元
总股本/流通股本(百万股)	1,246.80/1,246.80
流通 A 股市值(百万元)	32,329.52
每股净资产(元)	14.39
资产负债率(%)	34.74
一年内最高/最低价(元)	45.60/25.34

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 龚源月(S0210526030001)

分析师： 杨良俊(S0210525040010)
ylj30774@hfzq.com.cn

相关报告

正文目录

1 当前白酒行业的三大核心特征.....	3
1.1 从产业格局发展趋势看，“强者恒强”的品牌集中特征仍在继续.....	3
1.2 从近两年的需求场景看，呈现“两端消费”更稳定的特征.....	3
1.3 从近期公司应对看，龙头企业正积极进行供需、内在管理等调整.....	4
2 以定力跨越百亿，以笃行布局新程.....	4
2.1 今世缘：百亿成长显定力.....	4
2.2 百亿为基，行稳致远.....	5
3 公司 2025 年报及 2026 一季报点评.....	6
4 盈利预测与投资建议.....	7
4.1 盈利预测.....	7
4.2 投资建议.....	8
5 风险提示.....	9

图表目录

图表 1： 中国规模以上白酒企业数量（单位：家）.....	3
图表 2： 2016-2025 年今世缘营业收入总体稳健增长.....	5
图表 3： 公司业绩拆分预测表（单位：百万元）.....	8
图表 4： 可比公司估值表.....	9
图表 5： 财务预测摘要.....	10





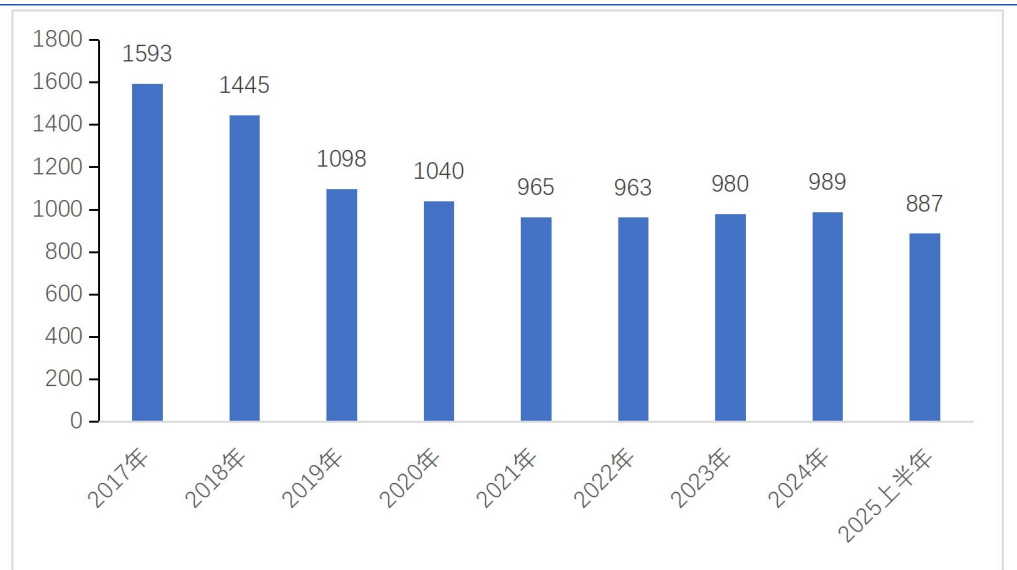
1 当前白酒行业的三大核心特征

白酒行业当前正面临新一轮的周期考验与格局重塑。结合宏观数据情况，我们认为当前行业主要呈现以下 3 大特征：

1.1 从产业格局发展趋势看，“强者恒强”的品牌集中特征仍在继续

2015 年以来，白酒行业基本告别产能扩张的红利期，进入“量减利增”的存量甚至缩量博弈阶段，这种特征当前仍在延续：根据商务部、市场运行司披露的国家统计局数据及财经头条数据，2025 年上半年白酒产业产量完成 191.59 万千升，同比下降 5.8%；白酒规模以上企业数量已从 2017 年的 1593 家减少至 2025 年上半年的 887 家，中小酒企进一步出清，市场份额与行业利润以高速向头部集中。根据新浪财经转引的云酒头条及毕马威和中国酒业协会发布的《2025 年中国白酒市场中期研究报告》数据，以“茅五洋汾泸古”为代表的 6 家百亿级头部白酒企业（CR6），2024 年其营业收入占全行业的比重已攀升至 48.08%，而利润总额占比更是高达 86%。龙头酒企在这一过程中将持续占据优势。

图表 1：中国规模以上白酒企业数量（单位：家）



数据来源：国家统计局，商务部，市场运行司，抖音客，中国酒业新闻网，华夏酒报，云酒头条，封面新闻，酒业家，新浪网，新浪财经，前瞻产业研究院，央广网，证券日报，华福证券研究所

1.2 从近两年的需求场景看，呈现“两端消费”更稳定的特征

2022 年开始，一些次高端品牌业绩开始出现波动，商务需求有减弱迹象，一直到 2025 年又叠加了“禁酒令”相关政策影响，白酒消费持续承压。但在此过程中，行业出现价位分化的特征：中间价位受影响较大，“两端消费”更加稳定。

顶端是超高端礼赠、核心政商宴请等刚需场景，这类场景对头部品牌的依赖度极高，因此头部高端品牌的消费表现坚挺。底端是大众口粮酒市场，得益于民间基础消费的支撑，需求同样保持相对稳定。位于中间的次高端则成为了需求萎缩的重灾区，根据央广财经数据显示，目前行业中约有 60% 的酒企面临着严峻的批价倒挂



现象，渠道盈利空间遭到严重挤压。根据消费站转引艾媒咨询数据，调整过程中，消费场景结构已发生显著变化，家庭聚会（49.11%）和朋友聚会（48.00%）的场景占比已实质性超越传统的商务宴请（42.22%），跃升为白酒前两大核心消费场景，这一变迁，既印证了大众口粮酒的底盘支撑，也解释了商务萎缩致使次高端承压的原因。而超高端名酒凭借礼赠与政商刚需成功跨越冲击，共同印证了行业‘两端更稳’的韧性特征。

1.3 从近期公司应对看，龙头企业正积极进行供需、内在管理等调整

自 2025 年二季度以来，面对终端动销的持续承压，酒企开始主动进行调整。面对渠道端高库存与批价倒挂，酒企一改过去主张压货稳定报表的激进模式，倡导“去库存”，合理供给，缓解渠道压力，保护渠道健康，同时运用数字化手段追踪终端开瓶率、强化开瓶返利与补贴等组合拳，促进市场良性循环。在这一轮调整周期中，尤其以洋河股份、古井贡酒、今世缘等为代表的区域白酒龙头企业起到了关键的引领与风向标作用，今世缘在 2025 年主动降速，业绩大幅出清，为区域性白酒行业向良性、健康轨道回归起到带头作用。

2 以定力跨越百亿，以笃行布局新程

2.1 今世缘：百亿成长显定力

今世缘的成长历程，是区域老字号白酒品牌破局突围、实现跨越式发展的典型范本。公司前身可追溯至 1944 年成立的高沟酒厂，是江苏“三沟一河”的核心成员，也是中华老字号企业。上世纪 90 年代中期，面对全国性名酒品牌强势入局、白酒市场竞争格局剧变，叠加自身传统经营模式固化，高沟酒厂一度陷入经营困境。为打破发展桎梏，公司于 1996 年果断开启品牌战略转型，全新推出“今世缘”核心品牌，以“缘文化”为核心，切入婚宴、喜庆市场细分赛道，打造差异化文化营销体系，快速在江苏省内构建起新的品牌认知，完成从传统区域老酒厂向现代化白酒品牌的蜕变。

伴随国内白酒消费持续升级，次高端及以上价位带市场扩容，公司于 2004 年顺势推出高端品牌“国缘”。价格定位上，国缘精准卡位 200-600 元商务宴请核心价位带，其中国缘对开定价 200 元以上、国缘四开定价 300 元以上，与当时洋河主打的 100 元价位海之蓝形成清晰的价格错位。公司锚定政商务宴请高端赛道，提出“成大事，必有缘”的品牌主张。

国缘品牌的推广过程充分体现了公司强大的战略定力：聚焦国缘品牌，围绕政务、商务意见领袖持续互动，即便短期销售贡献有限，也始终坚持投入。区域层面也是稳扎稳打，先扎根淮安大本营市场，再重点突破扬州、泰州、盐城等苏北核心城市，而后集中资源攻坚战略高地南京，最后再向苏南及全省全面扩散，品牌用近二十年时间完成了江苏省内的深度覆盖。

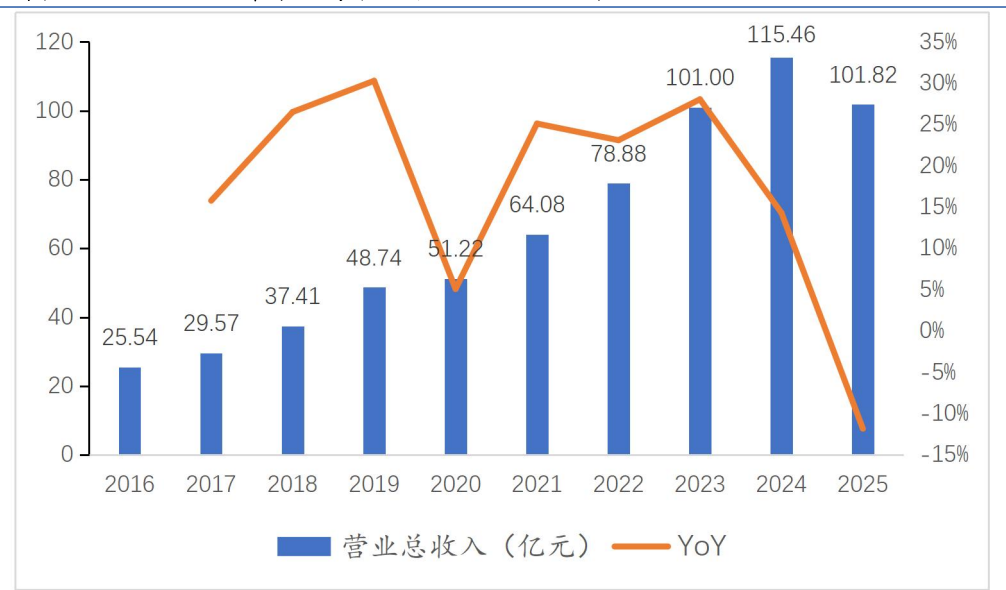


2014 年，今世缘登陆上交所完成上市，同年实现营业收入 24.00 亿元，归母净利润 6.46 亿元，2014-2016 年，公司稳步发展。2017 年开始，公司进入加速发展期。一方面，在消费升级的背景下，公司多年的品牌沉淀与核心消费者深耕逐步见效，另一方面，竞争对手出现市场调整，公司抓住机遇，做好渠道服务工作，在战略高地市场南京实现了突破性增长，2017 年南京市场收入同比增长 26%，一跃成为公司仅次于淮安、苏南的第三大核心市场。而后以南京为支点，带动苏南、苏中市场全面起势。到 2023 年，公司营业收入突破百亿大关，正式跻身国内白酒百亿阵营。

在此过程中，今世缘不仅实现了省内区域层面的多点突破，产品上也形成更清晰的矩阵。以 400 元价位段的四开、200-300 价位段的对开产品为基，公司相继进行了 V 系列高端产品的推出、100 元价位淡雅产品的焕新发力，以及重启老字号“高沟”品牌复兴计划、布局高线光瓶酒赛道等操作，形成了国缘、今世缘、高沟三品牌产品矩阵搭建，覆盖全价格带、全消费场景，依托这种多品牌协同发力，公司全面迈入后百亿发展新阶段。

自 2016 年以来，今世缘的营业收入由 25.54 亿元增长至 2025 年的 101.82 亿元，表现亮眼。

图表 2：2016-2025 年今世缘营业收入总体稳健增长



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

2.2 百亿为基，行稳致远

步入后百亿发展新阶段，今世缘确立了“省内精耕提质、省外重点突破”的双轮驱动战略，在筑牢江苏核心市场优势的同时，同步推进国缘品牌全国化布局。省内市场层面，公司以“精耕提质”为核心目标，持续下沉渠道、深耕县域市场，通过优化经销体系、赋能终端动销等精细化运营举措，进一步巩固江苏市场的基本盘地位，提升渠道效率与市场渗透率。



省外拓展层面，公司延续了稳扎稳打、不冒进的扩张风格，锚定长三角一体化战略机遇，以山东、安徽、河南等环江苏区域为核心重点开拓市场。针对不同区域的消费特征，公司推行“一地一策”的精准运营策略，集中资源打造嘉兴、杭州、合肥等样板市场，形成成熟的区域拓展模式后，再逐步向周边省份辐射，稳步提升品牌在省外市场的渗透率。

针对省外市场品牌认知度不足的问题，公司通过强化圈层营销、宴席推广与终端动销支持，以国缘四开等核心单品切入主流价格带，依托差异化竞争打破区域消费壁垒，推动国缘品牌在省外市场的渗透与增长。

2025年以来，行业面临挑战，公司也是展现出极强的战略定力与务实的经营思路，主动优化发展节奏，为长期发展蓄力。在经营目标层面，公司积极适应市场变化趋势，结合外部环境、市场竞争态势、自身定位以及内部资源状况，提出了适合自身发展的合理目标，保持阶段性区域性竞争优势，保障公司高质量可持续发展。在渠道层面，构建“经销+直销+线上销售”多元模式，通过固化五星评定、策略共创等四大机制，深化厂商协同，推进渠道数字化与终端精耕，为结构优化与终端掌控提供了新动能；在组织层面，持续完善人才梯队建设、强化绩效管理。种种有序调整之下，公司成功稳住了百亿销售的基本盘，同时为未来发展做了不同维度的战略、营销、人才等蓄力。

3 公司 2025 年报及 2026 一季报点评

公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年实现营收 101.82 亿元，同比-11.81%，归母净利润 26.04 亿元，同比-23.69%；其中 2025Q4 单季营收 13.00 亿元，同比-18.94%，归母净利润 0.55 亿元，同比-83.25%。2026Q1 实现营收 43.23 亿元，同比-15.23%，归母净利润 13.85 亿元，同比-15.76%。

2025 年主动减负，但仍不乏亮点：2025 年白酒行业面临库存高企、动销放缓、总量收缩的三重压力，公司主动减负调整，但从产品看，大众价位产品仍有韧性，2025 年特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/C、D 类收入分别同比-17%/-2%/-20%/-12%/-26%，预计淡雅、单开产品较为稳定，V 系、四开、对开受行业次高端需求走弱因素有所下滑；从区域看，省内的苏中区域、以及省外区域较为稳定，省内/省外营收分别同比-14%/+0.3%，省内苏中营收仅同比下滑 1%；盈利层面，全年销售净利率同比下滑 4.0pct 至 25.6%，毛利率同比微降 0.5pct，销售费用率同比+4.6pct，预计主要系加大渠道支持返利，管理费用率保持平稳。

26Q1 降幅收窄，合同负债情况较好：相较于 25Q2-25Q4 营收降幅同比依次为 -30%/-27%/-19%，26Q1 营收降幅收窄至-15.23%；产品和区域特征延续 25 年：特 A 类产品收入同比小幅下滑 2%，预计淡雅、单开产品较为稳定，省外收入同比+0.8%，



延续稳定；盈利与现金流层面，26Q1 销售净利率维持 32.04% 的稳健水平，毛利率 74.40%，同比+0.8pct；期末合同负债 15.6 亿元，同比增加 10.2 亿元，表明渠道回款意愿较好。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2026-2028 年业绩做出以下假设：

(1) 白酒业务：公司作为江苏白酒龙头，以国缘开系（四开、对开）及 V 系列构筑稳固次高端核心壁垒，深度受益省内强消费基本盘、白酒行业集中度持续提升红利；其次，公司持续深化以国缘为核心的全国化全域终端渠道布局，依托“一地一策”精准运营、样板市场打造、“五码合一”数字化管控体系，强化终端全周期掌控力、市场费用精细化投放与品牌价值释放能力。我们预计 2026 年公司将延续省外渠道库存优化节奏，以消化前期渠道库存、夯实终端动销基础为核心，销量短期承压；2027-2028 年随着全国化样板市场模式成熟、品牌势能逐步释放，省外市场增速有望跑赢省内，量价实现稳步上行。预计 2026-2028 年白酒业务销量增速为 -0.53%/4.47%/5.84%，吨价随产品结构升级稳步抬升，营收增速分别为 0.78%/6.24%/8.57%，毛利率在 75.11%-75.75% 区间稳步上行，业务收入占总营收比重稳定在 98.30% 以上。

(2) 其他：公司其他白酒业务主要包括品牌文创酒、老酒销售、定制化衍生品等，整体体量极低。预计 2026-2028 年公司将持续收缩非核心衍生业务，聚焦白酒主业。预计 2026-2028 年该业务营收增速为 -5.00%/-3.00%/-0.50%，毛利率随产品结构优化在 15.00%-22.00% 区间稳步修复，收入占总营收比重维持在 0.04% 左右。

(3) 其他业务：公司其他业务依托白酒主业渠道资源开展配套经营，体量整体偏小，以服务主业渠道建设、补充营收结构为定位。预计 2026 年受渠道调整延续影响，业务规模维持低速增长；后续随白酒主业全国化推进、渠道生态持续改善，配套业务需求逐步释放，业务有望回归稳健增长。预计 2026-2028 年其他业务营收增速为 0.50%/2.00%/5.00%，毛利率在 45.20%-48.50% 区间稳步修复，收入占总营收比重维持在 1.60% 左右。



图表 3：公司业绩拆分预测表（单位：百万元）

		2025	2026E	2027E	2028E
白酒业务					
	收入	10007.45	10085.62	10715.19	11633.45
	YoY	-12.77%	0.78%	6.24%	8.57%
	成本	2524.34	2510.18	2648.70	2821.41
	毛利率	74.78%	75.11%	75.28%	75.75%
	业务收入比例	98.30%	98.31%	98.37%	98.43%
其他					
	收入	4.28	4.07	3.94	3.92
	YoY	-7.56%	-5.00%	-3.00%	-0.50%
	成本	3.65	3.46	3.23	3.06
	毛利率	14.72%	15.00%	18.00%	22.00%
	业务收入比例	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%
其他业务					
	收入	168.97	169.82	173.21	181.87
	YoY	152.97%	0.50%	2.00%	5.00%
	成本	93.73	93.06	90.94	93.67
	毛利率	44.53%	45.20%	47.50%	48.50%
	业务收入比例	1.66%	1.66%	1.59%	1.54%

数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

作为白酒行业区域龙头公司，公司与洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒同属区域白酒龙头赛道，商业模式与客户群体具备高度可比性，故选取上述公司作为可比公司；根据计算，2025A-2028E 可比公司平均 PE 分别为 19/18/16/14 倍；预计公司 2026-2028E 归母净利润将达到 25.78/27.83/31.02 亿元，2026-2028 年分别同比增长 -0.97%/7.94%/11.45%。

展望未来，我们认为，公司核心单品的竞争优势仍在，短期内可能是白酒率先走出调整的企业之一，中长期看，公司在全中国化层面还有显著的成长空间。我们认为后续随着行业需求回暖，公司有望在百亿基础上迎来更强突破。当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 13/12/10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 4：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2026/6/5	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002304	洋河股份	43	1	2	2	2	30	27	24	21
000596	古井贡酒	88	7	7	7	8	13	13	12	11
603198	迎驾贡酒	35	2	3	3	3	14	14	12	11
			平均值				19	18	16	14
603369	今世缘	26	2	2	2	2	12	13	12	10

数据来源：iFinD，华福证券研究所
注：数据截取日期为 2026 年 6 月 5 日，可比公司盈利预测数据来源为 iFinD 一致预期

5 风险提示

宏观经济恢复不及预期。公司主营白酒产品，白酒消费与宏观经济有着密切关联，若宏观经济恢复不及预期，公司产品动销将受到影响，从而影响整体业绩。

政策风险。白酒主要消费场景包括商务宴请、礼赠等，若白酒政策出现重大变动，将直接影响公司核心单品销量。

食品质量安全风险。若公司出现食品安全问题，将对公司名誉与市场地位产生重大影响。

图表 5：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,365	6,252	7,640	9,345	营业收入	10,181	10,260	10,892	11,819
应收票据及账款	91	57	63	80	营业成本	2,622	2,607	2,743	2,918
预付账款	30	19	24	27	税金及附加	1,591	1,590	1,667	1,808
存货	6,983	5,959	6,272	7,039	销售费用	2,353	2,360	2,494	2,683
合同资产	0	0	0	0	管理费用	429	431	451	473
其他流动资产	1,312	1,620	1,697	1,558	研发费用	50	39	47	51
流动资产合计	13,781	13,907	15,695	18,049	财务费用	-85	-64	-92	-112
长期股权投资	82	57	62	67	信用减值损失	1	0	8	3
固定资产	6,409	6,708	6,948	7,130	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	1,734	1,408	1,098	808	公允价值变动收益	170	90	60	70
无形资产	437	439	430	414	投资收益	56	40	38	45
商誉	0	0	0	0	其他收益	15	10	20	15
其他非流动资产	3,456	3,316	3,326	3,374	营业利润	3,463	3,437	3,708	4,130
非流动资产合计	12,118	11,928	11,864	11,793	营业外收入	7	10	12	10
资产合计	25,899	25,835	27,559	29,842	营业外支出	10	18	17	15
短期借款	950	0	0	0	利润总额	3,460	3,429	3,703	4,124
应付票据及账款	1,918	1,661	1,842	1,985	所得税	856	850	920	1,022
预收款项	0	0	0	0	净利润	2,604	2,578	2,783	3,102
合同负债	1,708	1,858	1,768	2,014	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	2,920	2,674	2,767	2,787	归属母公司净利润	2,604	2,578	2,783	3,102
其他流动负债	926	1,125	1,078	1,087	EPS（按最新股本摊薄）	2.09	2.07	2.23	2.49
流动负债合计	8,422	7,320	7,454	7,873	主要财务比率				
长期借款	427	569	759	949		2025A	2026E	2027E	2028E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	487	298	330	371	营业收入增长率	-11.8%	0.8%	6.2%	8.5%
非流动负债合计	914	867	1,089	1,320	EBIT 增长率	-23.5%	-0.3%	7.3%	11.1%
负债合计	9,336	8,186	8,543	9,193	归母公司净利润增长率	-23.7%	-1.0%	7.9%	11.4%
归属母公司所有者权益	16,563	17,648	19,016	20,649	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	74.2%	74.6%	74.8%	75.3%
所有者权益合计	16,563	17,648	19,016	20,649	净利率	25.6%	25.1%	25.6%	26.2%
负债和股东权益	25,899	25,835	27,559	29,842	ROE	15.7%	14.6%	14.6%	15.0%
现金流量表					ROIC	24.6%	24.8%	23.9%	23.5%
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
经营活动现金流	1,508	3,772	2,730	2,835	资产负债率	36.0%	31.7%	31.0%	30.8%
现金收益	2,761	2,855	3,047	3,358	流动比率	1.6	1.9	2.1	2.3
存货影响	-1,415	1,025	-313	-767	速动比率	0.8	1.1	1.3	1.4
经营性应收影响	-66	44	-10	-20	营运能力				
经营性应付影响	249	-502	273	163	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
其他影响	-20	350	-267	101	应收账款周转天数	2	2	2	2
投资活动现金流	-866	-457	-242	-4	存货周转天数	862	894	803	821
资本支出	-1,758	-316	-277	-243	每股指标（元）				
股权投资	-35	25	-5	-5	每股收益	2.09	2.07	2.23	2.49
其他长期资产变化	926	-167	40	244	每股经营现金流	1.21	3.03	2.19	2.27
融资活动现金流	-1,364	-2,428	-1,100	-1,125	每股净资产	13.28	14.15	15.25	16.56
借款增加	147	-808	190	190	估值比率				
股利及利息支付	-1,502	-1,447	-1,493	-1,491	P/E	12	13	12	10
股东融资	0	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	-10	-174	203	176	EV/EBITDA	18	17	16	15

数据来源：公司报告、华福证券研究所



分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn