

珍酒李渡 (06979.HK)

周期筑底，大珍破局

买入（维持）

2025 年 08 月 21 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7,060	7,067	5,258	6,354	7,481
同比（%）	20.56	0.10	(25.60)	20.86	17.73
归母净利润（百万元）	2,327	1,324	1,196	1,481	1,856
同比（%）	125.96	(43.12)	(9.65)	23.81	25.39
Non-IFRS 净利润（百万元）	1,623	1,676	1,271	1,606	1,969
同比（%）	35.52	3.31	(24.19)	26.38	22.59
EPS-最新摊薄（元/股）	0.69	0.39	0.35	0.44	0.55
P/E（现价&最新摊薄）	13.52	23.77	26.31	21.25	16.95
PE（Non-IFRS）	18.76	12.56	24.76	19.59	15.98

投资要点

■ **战略单品大珍全新上市，以极致质价比回应理性消费需求。**公司全新战略级单品“大珍·珍酒”近期正式上市，定价 888 元，酒质对标市面 2000 元酱香产品。大珍以真年份酒体凸显稀缺价值感，以珍酒一贯的简约包装设计突出高端辨识度，在理性消费回归背景下，以质价比穿透力打开市场需求。新品在酒体品质、包装设计、防伪溯源等方面做全方位升级，以 5 年基酒（酒体酿造时间不晚于 2020 年），辅以 20 年以上老酒调味。公司通过低准入、高回报、全控价、持续收益的模式机制，强化“厂家-商家-消费者”信任链，旨在合力打造有市场影响力的现象级大单品。

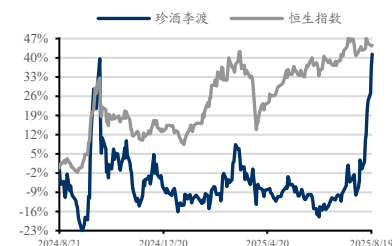
■ **“万商联盟”模式创新，大珍破局前景可期。**大珍作为逆势推出的次高端差异化单品，其模式创新在于：终端成交价统一透明，厂家严格管控渠道秩序，保障高渠道利润。对此，公司 1 是匹配短链直控模式，进行渠道全控价，经销商即期利润主要来自顺价价差，事后返利兑现周期相对较长（须严格遵守价格红线才可解锁）；2 是设立业务员-联盟商-稽核人员-总部 4 层机制进行监督，推行以来公司已雷厉处理 20 余家违规商家，有力保障商家信心。我们预计 2026 年达成 5000~8000 家招商概率较大：目前公司签约商已达 2116 家，后续 1 是考虑金东集团体系内可转化客户数量有几千家，2 是伴随产品势能提振，竞品客户转化面也有望进一步打开，预计 2026 年招商数量有望较 2025 年翻倍。

■ **2025 年主要省区基础稳定，期待老品去库后较早兑现周期修复弹性。**2025 年公司及时调整营销节奏，以去库出清为主。分省区看，主要省份贵州、河南、湖南、广东渠道秩序相对保持稳定、动销降幅可控。分产品看，珍 10 卡位宴席场景，仍有招商兑现；珍 15 批价波动好于行业整体水平，预计后续销售体量有望随场景修复；高档光瓶酒销售规模基本维持，团购培育模式日臻成熟。

■ **盈利预测与投资评级：**1) 大珍作为破局新品，低准入、高收益，并以持续分红机制提倡厂商长期合作，招商汇量前景可期，有望带动公司成长弹性快速修复。2) 国内高度白酒消费省区已明显染酱，酱酒次高端需求具备扩容空间。对标浓香，酱酒品牌第二梯队（2~5 名）仍有较大份额集中度提升空间（15% vs 35%）。横向对比其他酱酒，珍酒渠道管理稳扎稳打，圈层培育亦走在前列。我们亦看好珍酒老品基本盘在后续周期复苏过程中率先实现份额突围。考虑大珍招商增量贡献，我们调整 2025~2027 年公司 non-IFRS 归母净利润预测为 12.7、16.1、19.7 亿元人民币（前值为 12.3、13.7、16.8 亿元人民币），对应 non-IFRS PE 为 24.8、19.6、16.0x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观修复不及预期，次高端价格及费用竞争加剧，渠道库存消化不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	10.15
一年最低/最高价	5.56/10.90
市净率(倍)	2.26
港股流通市值(百万港元)	31,464.12

基础数据

每股净资产(元)	4.12
资产负债率(%)	28.84
总股本(百万股)	3,388.62
流通股本(百万股)	3,388.62

相关研究

《珍酒李渡(06979.HK): 25H1 业绩预告点评：下行期攻坚克难，多举措积极应对》

2025-08-07

《珍酒李渡(06979.HK): 转变思路积极应对，厚积薄发砥砺前行》

2025-05-19

内容目录

1. 战略单品大珍全新上市，以高品质、新模式开拓市场需求3

1.1. 新产品：以高质价比回应理性消费需求..... 3

1.2. 新模式：以“万商联盟”重塑渠道模式..... 3

1.3. 新营销：线上线下共同发力，新品热度持续出圈.....4

2. “万商联盟”模式创新，大珍破局前景可期5

3. 老品稳扎稳打，有望较早兑现修复弹性6

4. 盈利预测及投资建议8

5. 风险提示10

图表目录

图 1： 大珍产品图示..... 3

图 2： 大珍拥有多维度防伪手段..... 3

图 3： 珍酒李渡“万商联盟”模式梳理..... 4

图 4： 珍酒李渡签约姚安娜为白酒“申遗大使” 5

图 5： 董事长个人 IP 短视频进行高频输出 5

图 6： 目前大珍已签约 2000+商 6

图 7： 未来大珍致力于打造 2 万团购商组织..... 6

图 8： 高端价位产品批价走势对比..... 6

图 9： 次高端价位产品批价走势对比..... 6

图 10： 白酒各价位带销售规模（出厂口径）同比..... 7

图 11： 白酒各价位带销售规模（出厂口径）及占比..... 7

图 12： 酱酒行业头部酒企收入集中度变化..... 7

图 13： 浓香行业头部酒企收入集中度变化..... 7

表 1： 主要酱酒公司渠道管理模式对比..... 8

表 2： 公司收入拆分及盈利预测（单位：百万元） 9

表 3： 可比公司估值表（截至 2025/8/20 收盘价） 9

1. 战略单品大珍全新上市，以高品质、新模式开拓市场需求

公司全新战略级单品“大珍·珍酒”近期正式上市，定价 888 元，酒质对标市面 2000 元酱香产品。大珍以真年份酒体凸显稀缺价值感，以珍酒一贯的简约包装设计突出高端辨识度，在理性消费回归背景下，以质价比穿透力打开市场需求。

1.1. 新产品：以高质价比回应理性消费需求

新品大珍·珍酒以“真实年份”迎合高质价比需求，全方位升级凸显产品价值。2025 年 6 月，珍酒李渡战略级单品“珍酒·2020 真实年份”（又称大珍·珍酒）正式上市，产品在酒体品质、包装设计、防伪溯源等方面做全方位升级。1) 酒体品质方面，大珍选用 200 多种不同轮次、不同典型体优质基酒精心勾调，以 5 年基酒（酒体酿造时间不晚于 2020 年），辅以 20 年以上老酒调味。2) 产品包装方面，大珍采用珍酒极简主义光瓶酒风格，以“明四家”之一的沈周书写“珍”字为核心视觉符号，瓶口采用高密封性铁盖，瓶身用传统非遗宣纸包裹，外盒由匠人手工制作，以经典包装设计彰显美感，提升产品收藏价值，亦保障酒体不跑漏、醇香持久。3) 在防伪溯源方面，大珍通过 NFC 信息溯源、一盖一码技术等，帮助鉴真识假、遏制伪劣产品、管控区域窜货。

图1：大珍产品图示



数据来源：珍酒李渡公众号，东吴证券研究所

图2：大珍拥有多维度防伪手段



数据来源：酒业家公众号，东吴证券研究所

1.2. 新模式：以“万商联盟”重塑渠道模式

围绕大珍新品，公司打造“万商联盟”，以“不压货、全控价、持续分红”模式重构渠道生态。公司通过低准入、高回报、全控价、持续收益的模式机制，强化“厂家—商家—消费者”信任链，旨在以范围更广、时间更长的团购商合作，共同打造有市场影响力的现象级大单品。

- 合同任务：首年合同任务 100 件，对应货款约 33 万元。
- 价格体系：550 元打款价，成交指导价 600 元。
- 返利：渠道除即期顺价价差外。无违规情况下，合作满半年，返利 50 元；合作满 1

年，再返利 50 元；若违规，返利兑付延期半年。

- 严格管控渠道秩序：明确禁止线上销售、禁止低价销售、禁止同行分销 3 条红线；对触及红线的联盟商进行坚决处理。
- 持续收益机制：董事长提出“一群人、一瓶酒、一辈子”的厂商合作理念，致力搭建共生共赢的超级渠道联盟，采用独创的持续分红机制，保障经销商能够获得“持续收益”。

对比传统经销商模式，大珍“万商联盟”模式特点在于：1) 合作任务门槛低，不压货：大珍合同任务要求显著低于其他白酒产品，1 是公司不以压货为目的，力求保证库存及价盘体系健康；2 是较低合作门槛也有利于公司充分触达各核心终端及团购圈层。2) 终端统一定价，严格管控渠道秩序：有别于其他白酒产品，大珍终端定价统一、透明，严格明确乱价、分销红线，并设置业务员—联盟商—稽核人员—总部 4 层机制进行监督。3) 短链模式直控终端：通过压缩渠道层级，有助于保障渠道秩序和终端利润，进而强化渠道推力。

图3：珍酒李渡“万商联盟”模式梳理



数据来源：酒业家公众号，东吴证券研究所

1.3. 新营销：线上线下共同发力，新品热度持续出圈

在产品力及渠道力创新之外，公司通过董事长吴向东个人 IP 短视频的高频输出、万商联盟创富论坛的实地宣讲、签约姚安娜为白酒“申遗”大使等一系列组合拳，推动大珍新品快速出圈引发热议。1) 线上渠道，通过运营视频号矩阵，以短视频、直播形式，高频输出大珍活动宣讲、经销商“大珍日记”等内容，迅速放大新品传播声量。2) 线下渠道，公司以“万商联盟创富论坛”形式，将经销商请到珍酒产区，进行沉浸式品鉴体验，并由董事长亲自站台宣讲，快速加深产品认知。截至 2025 年 8 月 19 日，万商联盟累计召开 50 场、董事长演讲超 100 小时、累计 6100 家客商参与论坛，共计 2116 家

客商签约、1000+家客户发货（据微酒）。此外，公司于 2025 年 6 月官宣签约姚安娜为白酒“申遗大使”，进一步帮助扩大珍酒在新兴产业客群中的品牌影响力。

图4：珍酒李渡签约姚安娜为白酒“申遗大使”



数据来源：酒业家公众号，东吴证券研究所

图5：董事长个人 IP 短视频进行高频输出



数据来源：珍酒李渡官方视频号，东吴证券研究所

2. “万商联盟”模式创新，大珍破局前景可期

大珍作为逆势推出的次高端差异化单品，其模式创新在于：终端成交价统一透明，厂家严格管控渠道秩序，有力保障高渠道利润。

在渠道模式方面，公司以短链直控模式，进行渠道全控价。经销商即期利润来自顺价价差（约 50 元），事后返利兑现要求严格、周期也相对较长（分别于合同执行满 6 个月、12~18 个月各返利 50 元，并且须严格遵守价格红线才可解锁）。珍 30 与之相比，返利周期较短，入库即有随货返利，并固定在自然年内的半年度、年度兑现模糊返利；因为有流通分销层级，终端价格也较难管控。

在价格稽核方面，公司设立 4 层价格监管机制，且一线业务员投入密度较大，具备稳定控价能力。大珍主要通过一线业务员巡查、稽查人员寻购、联盟体监督（目前全国各地规划设立约 40 个联盟体）、总部监控 4 层机制进行价格监管，能够及时发现查处低价违规现象，管控力度大。推行以来公司已雷厉处理 20 余家违规商家，有力保障商家信心。考虑珍酒对流通渠道已采取经销商+核心终端的类直营管控模式，原有一线业务员投入密度较大，我们预计后续公司对大珍签约终端的巡查管理力度可以得到较好保证，此前珍酒高档光瓶酒及李渡亦已有类似成功操作。

参考当前招商进展，我们预计 2025 年达成 3000~4000 家招商，2026 年达成 5000~8000 家招商的概率较大。目前公司签约商已达 2116 家（据珍酒李渡微信官方账号），后续 1 是考虑金东集团体系内可转化客户数量有几千家，2 是伴随产品势能提振，竞品客户转化面也有望进一步打开，预计 2026 年招商数量有望较 2025 年翻倍。

展望远期,大珍·珍酒将致力于打造2万个联盟商组成的超级组织,通过紧密合作,建立利益共享机制,充分调动联盟商的积极性和主动性,共同开拓市场,形成强大的市场合力,以成功打造大珍单品。

图6: 目前大珍已签约 2000+商



数据来源: 珍酒李渡微信视频号、东吴证券研究所

图7: 未来大珍致力于打造 2 万团购商组织

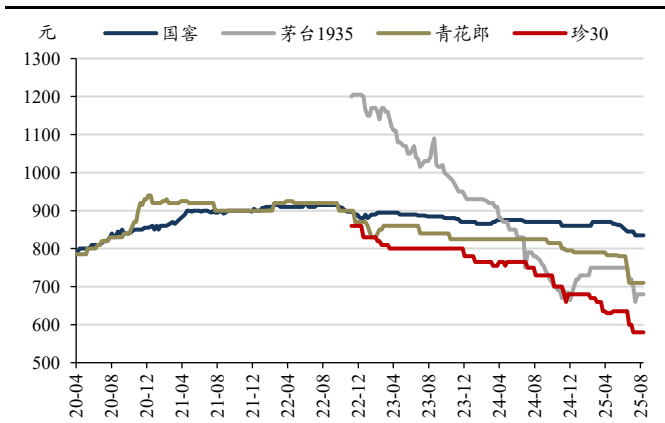


数据来源: 珍酒李渡微信视频号、东吴证券研究所

3. 老品稳扎稳打, 有望较早兑现修复弹性

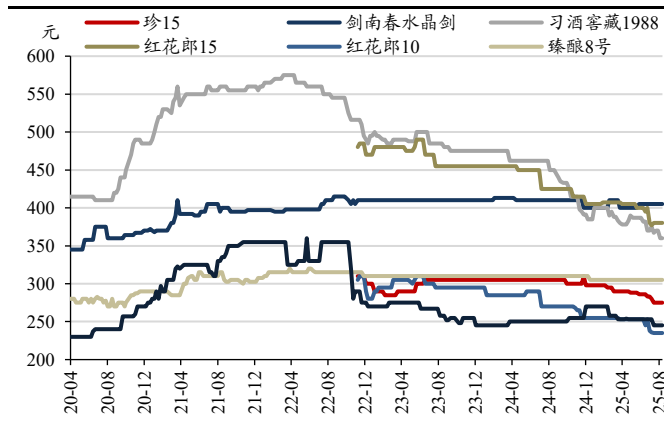
2025 年公司及时调整营销节奏, 以去库出清为主。分省区看, 主要省份贵州、河南、湖南、广东渠道秩序相对保持稳定、动销降幅可控。分产品看, 珍 10 卡位宴席场景, 仍有招商兑现; 珍 15 批价波动好于行业整体水平, 预计后续销售体量有望随场景修复; 高档光瓶酒销售规模基本维持, 团购培育模式日臻成熟。

图8: 高端价位产品批价走势对比



数据来源: 今日酒价、wind、东吴证券研究所

图9: 次高端价位产品批价走势对比



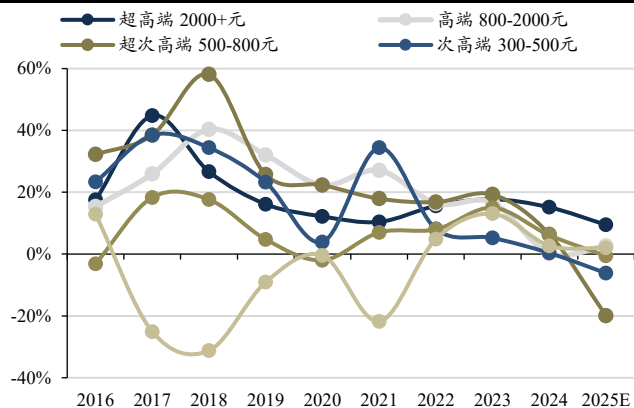
数据来源: 今日酒价、wind、东吴证券研究所

展望后续周期修复阶段, 考虑国内高度白酒消费省区已明显染恙, 我们看好酱酒次高端需求具备扩容空间, 珍酒有望走在修复前列。

1) 展望后续消费周期演绎, 未来修复动力: 1 是来自消费场景纠偏 (近期部分品牌反馈开瓶数据边际修复), 相对更看好民间商务及宴席餐饮需求率先修复, 300 元及以下

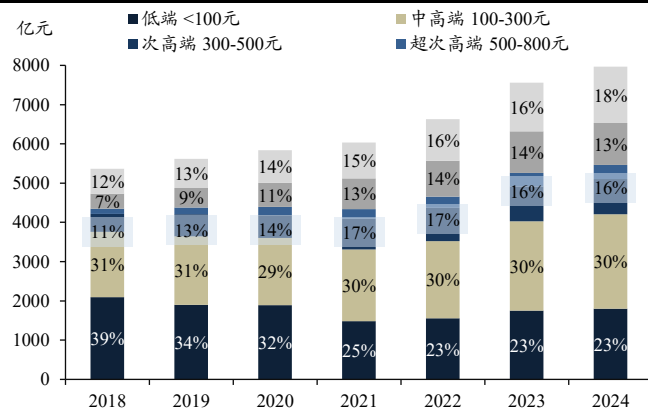
价位带产品需求有望受益，期待公司主要产品珍 15、珍 10 份额提升。2 是来自宏观层面走出通缩、提振消费等举措，带动白酒销售量价筑底回升，后续次高端价格带规模重启增长背景下，亦看好公司珍 15、大珍等产品规模扩张。

图10：白酒各价位带销售规模（出厂口径）同比



数据来源：公司年报、wind、东吴证券研究所

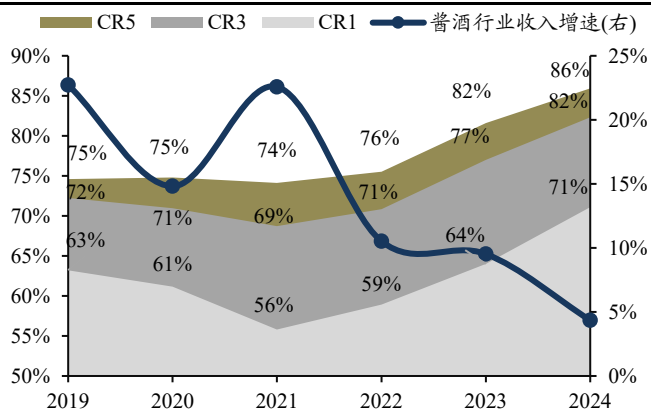
图11：白酒各价位带销售规模（出厂口径）及占比



数据来源：今日酒价、wind、东吴证券研究所

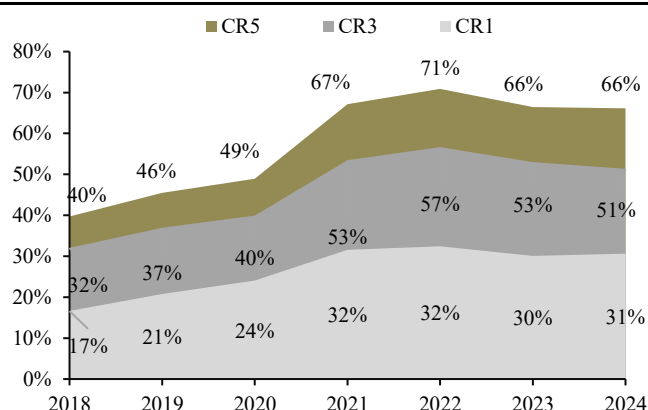
2) 对标浓香，酱酒品牌第二梯队（2~5 名）仍有较大份额集中度提升空间（15% vs 35%）。相较浓香品牌，酱香品牌的优势主要体现在：①品牌竞争相对有限；②产品周期仍处于成长中前期阶段；③渠道利润及经销商资源相对更优。2024 年酱香行业第 2~5 名市场份额合计约 15%，收入规模约 350+亿元；对比浓香行业 2~5 名市占率 35%、收入逾 1000 亿元，非茅酱酒品牌收入规模及集中度仍有较大提升空间。

图12：酱酒行业头部酒企收入集中度变化



数据来源：权图、公司年报、东吴证券研究所

图13：浓香行业头部酒企收入集中度变化



数据来源：wind、公司年报、东吴证券研究所

3) 横向对比其他酱酒，珍酒渠道管理稳扎稳打，圈层培育亦走在前列。我们看好珍酒老品基本盘在后续周期复苏过程中率先实现份额突围。

品牌端，珍酒近年不断打磨完善“美酒+美食”的体验式营销，并投建珍酒庄园以提升消费者品牌互动体验，以实现更高效、高转化的消费培育转化，品牌更趋深入人心，品牌建设有望厚积薄发。

渠道端，珍酒流通渠道已建立起经销商+终端商的类直营管理模式，渠道管控更加精细，团购渠道圈层培育的闭环打造亦日臻成熟，并且民营体制下公司收入增长调控更加市场化，在下行期能够更为务实地保障渠道库存及产品价盘维持良性。

表1：主要酱酒公司渠道管理模式对比

公司	珍酒	习酒	郎酒	国台	金沙
渠道模式	流通+团购双驱动 模糊返利，厂商 1+1 模式 · 一批商：推出种子平台合伙人模式 · 终端：推出种子合伙人、联盟体门店模式 · 团购商：推出五星合伙人、一级代理商、黑金合伙人等模式	大商为主 基于年初预算，费用投向由渠道主导，大商享受费用倾斜 2025 年千元价位段君品习酒的资源投入占比从 2024 年的 35% 提升至 45%，并缩减窖藏 1988 的渠道返利比例。	重 C 端、轻渠道 费用由厂家主导，此前主要面向 C 端实施盘中盘模式，2023 年起重新加强渠道投入	从团购、圈层双轮渠道转向全渠道运营 费用投放兼顾 B、C 端，股东商有额外分红 · 经销商：提升流通商占比，打造大健康产品数智合伙人平台商 · 终端：建设核心终端、专卖店	从团购向流通转型 费用政策相对简单，渠道主要是价格维护费用、扫码费用、陈列费、反向奖励
费用及价盘管控	1) 推出控盘分利模式； 2) 费用向 C 端倾斜： 先后推出扫码红包、买 6 赠 1、再来一瓶、珍爱永恒等活动，升级品鉴会、回厂游活动，打造“国之珍宴”、“圣地之旅”； 3) 加强价格、核销监督： 在重点大区投放市场走访督察人员，品鉴会等活动至少有 1 名业务员现场参加、核销。 4) 处罚机制严格： 开除部分不合规的经销商。	1) 费用投放改为方案制： 由总部直接部署制定预算，根据渠道上报活动方案进行费用审批。 2) 调控 C 端费用力度： 2022 年 4 月以来推出“欢乐扫码季”，2023 年加大红包投放力度，2024 年起调整大额红包奖励，取消反向奖励。 3) 组建督查团队稳定市场秩序： 重点打击仿冒、侵权、违规违约销售等行为	1) 加强 C 端投入： 青花郎开启渠道联盟商建设，加大红花郎宴席等渠道投入。 2) 产品迭代升级： 2023、24 年先后推进青/红花郎五代升级，相应上调供货价。	1) 推出控盘分利模式，坚持顺价工程战略： 市场政策由厂家直接投放调控，减小经销商市场费用投入，确保经销商和终端的合理化利润。 2) 加大 C 端投入： 2023 年推出大力度扫码红包，并协助经销商拓展核心终端，聚焦宴席渠道。	1) 成立销管部专门管控市场费用落地， 对大区、销售部进行费用独立核算，要求对费用使用负责。 2) 成立市场督察部， 驻点查处低价、窜货，严查不实费用。 3) 费用投入更加细化， 陈列、门头等制定统一标准，程序规范。
库存管控	1) 对经销商进行评估以匹配相应配额， 并针对窜货乱价行为实施预警、整改制度。 2) 加强数字化管理： 借助数字化平台及时掌握库存情况。	1) 实行配额制管理， 主动控制投放节奏，帮助库存去化。 2) 控货管理： 24Q2 起对库存率高于红线、异地扫码多的经销商，暂停发货。	1) 严格控量： 2021 年起，公司宣布，为保证品质，郎酒严格控制总投放量。 2) 控货管理： 23M5 起对青花郎及以上产品全面控制发货。	1) 严控并优化经销商数量， 扶商优商。 2) 加强数字化管理： 全链数字化技术跟踪货物流向。	1) 清收违约销售产品， 强化摘要的配额制执行力度，对违约市场“控量”。 2) 停止摘要部分品类开发产品。

数据来源：酒业家、公司年报、东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

收入端，预计 2025~2027 年公司收入同比-26%、+21%、+18%。2025 年伴随消费需求走弱及场景冲击影响，公司收入相应承压；后续在大珍招商及消费场景修复带动下，且公司消费培育等动作有效转化，预计公司收入有望重启较快增长。

- 1) 珍酒收入预计 2025 年下滑 20%+，在行业整体高端、次高端需求下行背景下，公司集中控量出清以稳定渠道秩序；伴随宏观环境企稳修复，后续有望恢复增长。
- 2) 李渡预计 2025 年下滑高单~双位数，小基数份额相对稳定，基地市场表现稳健。
- 3) 湘窖等其他品牌受湖南大本营市场消费疲软影响，收入下滑较多。

利润端，预计公司 non-IFRS 归母净利率稳中有升，主因产品结构抬升（2025 年湘

窖等其他品牌占比下降，后续大珍占比提升也有助于拉升净利率）、规模效应逐步释放。

表2：公司收入拆分及盈利预测（单位：百万元）

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,030	7,067	5,258	6,354	7,481
YOY	20.1%	0.5%	-25.6%	20.9%	17.7%
毛利率	58.0%	58.6%	60.0%	62.0%	63.0%
珍酒	4,583	4,480	3,426	4,376	5,219
YOY	19.9%	-2.3%	-23.5%	27.7%	19.3%
毛利率	58.1%	58.6%	59.7%	62.5%	63.5%
李渡	1,110	1,313	1,181	1,307	1,517
YOY	25.1%	18.3%	-10.0%	10.6%	16.1%
湘窖及开口笑	1,218	1,140	582	605	680
YOY	15.9%	-6.4%	-48.9%	4.0%	12.2%
其他	119	134	69	66	66
销售及经销开支比率	23.1%	22.8%	24.2%	23.8%	23.5%
行政开支比率	6.8%	8.2%	8.6%	7.9%	7.5%
non-IFRS 归母净利润	1,623	1,676	1,271	1,606	1,969
YOY	35.5%	3.3%	-24.2%	26.4%	22.6%
non-IFRS 归母净利率	23.1%	23.7%	24.2%	25.3%	26.3%

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所预测

我们采用可比公司估值法，选取以次高端及以上价位产品为主的全国化成长性白酒品牌作为可比公司，2025~27 年可比公司平均 PE 为 20x、18x、15x，珍酒同期 PE 处于对标公司中枢水平；对比盈利增长预期，珍酒 2026~27 PEG 仍处于<1 水平。公司渠道状态保持健康，高端培育及品牌建设稳步提升，看好中长期需求复苏带动公司报表弹性领先释放，维持“买入”评级。

表3：可比公司估值表（截至 2025/8/20 收盘价）

股票代码	可比公司	总市值 亿元	收盘价 元、港元	PE				归母净利（亿元）				归母净利同比		
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000568.SZ	泸州老窖	1,918	130.31	14	16	15	14	134.7	123.5	128.8	141.1	-8.3%	4.3%	9.6%
600702.SH	舍得酒业	209	62.70	64	29	22	17	3.5	7.3	9.4	12.2	110.1%	28.8%	30.7%
600779.SH	水井坊	224	45.98	19	17	16	14	13.4	13.5	14.3	16.2	0.6%	6.3%	12.6%
	均值			32	20	18	15							
6979.HK	珍酒李渡	315	10.15	13	25	20	16	16.8	12.7	16.1	19.7	-24.2%	26.4%	22.6%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注 1：盈利预测参考东吴证券外发报告，其中珍酒归母净利、PE 取 non-IFRS 口径；

注 2：除珍酒收盘价外，其他数据均为人民币计价。

5. 风险提示

宏观修复不及预期风险：白酒行业次高端及以上价位产品消费需求，与宏观景气度存在较大的相关性，若经济修复斜率不及预期，或对商务招待、节日礼赠等白酒消费信心修复造成负面压制。

次高端价格及费用竞争加剧风险：在消费不振、批价下行背景下，为保证自身市场份额，企业促动销、去库存竞争加剧，C端培育或面临持续投入压力。

渠道库存消化不及预期风险：消费场景不畅对白酒产品动销带来持续压力，若渠道控货去库进度偏慢，或对酒企后续价盘及渠道秩序管控造成不利影响，导致后续产品销售修复进展不及预期。

珍酒李渡三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	14,455.57	13,244.16	14,521.33	15,797.00	营业总收入	7,066.78	5,257.79	6,354.50	7,481.13
现金及现金等价物	5,650.21	5,397.67	5,489.36	5,884.57	营业成本	2,923.74	2,104.55	2,413.47	2,769.17
应收账款及票据	418.31	321.31	370.68	415.62	销售费用	1,611.38	1,269.83	1,515.52	1,760.57
存货	7,503.41	7,015.18	8,044.90	8,845.96	管理费用	929.05	551.19	667.37	712.94
其他流动资产	883.64	510.01	616.39	650.86	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	5,151.27	5,586.07	5,482.56	5,354.88	其他费用	5.16	1.05	1.27	1.50
固定资产	3,733.32	4,162.43	4,057.10	3,928.17	经营利润	1,597.45	1,331.17	1,756.87	2,236.96
商誉及无形资产	31.78	37.46	39.29	40.54	利息收入	236.64	219.51	211.93	214.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	12.88	16.75	16.75	12.75
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	73.13	71.24	76.13	69.77
其他非流动资产	1,386.17	1,386.17	1,386.17	1,386.17	利润总额	1,894.33	1,605.16	2,028.17	2,508.66
资产总计	19,606.84	18,830.23	20,003.89	21,151.88	所得税	570.71	409.32	547.61	652.25
流动负债	5,604.08	4,147.38	4,572.63	4,803.08	净利润	1,323.62	1,195.84	1,480.56	1,856.41
短期借款	510.16	510.16	510.16	510.16	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,424.78	1,169.20	1,206.74	1,153.82	归属母公司净利润	1,323.62	1,195.84	1,480.56	1,856.41
其他	3,669.14	2,468.03	2,855.73	3,139.10	EBIT	1,670.58	1,402.41	1,832.99	2,306.73
非流动负债	50.71	50.71	50.71	50.71	EBITDA	2,023.07	1,577.60	2,041.51	2,539.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	50.71	50.71	50.71	50.71					
负债合计	5,654.78	4,198.09	4,623.33	4,853.79					
股本	0.05	0.05	0.05	0.05	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.39	0.35	0.44	0.55
归属母公司股东权益	13,952.06	14,632.14	15,380.55	16,298.09	每股净资产(元)	4.12	4.32	4.54	4.81
负债和股东权益	19,606.84	18,830.23	20,003.89	21,151.88	发行在外股份(百万股)	3,388.62	3,388.62	3,388.62	3,388.62
					ROIC(%)	8.59	7.06	8.62	10.44
					ROE(%)	9.49	8.17	9.63	11.39
					毛利率(%)	58.63	59.97	62.02	62.98
					销售净利率(%)	18.73	22.74	23.30	24.81
					资产负债率(%)	28.84	22.29	23.11	22.95
					收入增长率(%)	0.10	(25.60)	20.86	17.73
					净利润增长率(%)	(43.12)	(9.65)	23.81	25.39
					P/E	23.77	26.31	21.25	16.95
					P/B	2.26	2.15	2.05	1.93
					EV/EBITDA	7.86	16.85	12.97	10.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月20日的0.9148,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>