

珍酒李渡 (06979.HK)

万商联盟筑基，新品与 IP 开路：珍酒李渡的下一程增长

| 财务指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 7,067 | 3,650 | 4,076 | 4,507 | 4,980 |
| 增长率 yoy (%) | 0.52 | -48.34 | 11.66 | 10.56 | 10.49 |
| 归母净利润 (百万元) | 1,324 | 538 | 692 | 850 | 1,001 |
| 增长率 yoy (%) | -43.12 | -59.32 | 28.43 | 22.97 | 17.76 |
| ROE (%) | 9.49 | 3.96 | 4.92 | 5.82 | 6.56 |
| EPS 最新摊薄 (元) | 0.39 | 0.16 | 0.20 | 0.25 | 0.30 |
| P/E (倍) | 21.66 | 53.24 | 41.46 | 33.71 | 28.63 |
| P/B (倍) | 2.05 | 2.11 | 2.04 | 1.96 | 1.88 |

资料来源: ifind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

万商联盟优化渠道合作机制，促进厂商利益深度绑定。公司推出“低门槛+高激励+强约束”的万商联盟模式，通过短期顺价利润、中期返点奖励和长期股权激励，形成覆盖合作全周期的多层次收益结构。联盟商合作时间越长、任务完成越完整，整体回报越高，有助于实现厂商利益的深度绑定。截至 4 月 10 日，累计签约超 4300 家，累计回款超 10 亿元，重点市场已停止招商并执行稀缺化配额管理，初步验证了该模式的可行性。

“大珍”填补腰部空白，新品矩阵驱动结构升级。公司推出卡位 600 元的大珍·珍酒（真实年份），精准填补珍十五与珍三十之间的“腰部塌陷”，形成“腰部双引擎”的均衡产品结构。大珍上市不足 300 天回款已突破 10 亿元，批价稳定未现倒挂，展现爆款潜力；同时珍十五第五代完成升级，夯实 300 元基本盘，为公司提供稳定现金流。

吴向东“顶流企业家 IP”赋能，打通信任转化新链路。董事长吴向东打造了白酒行业稀缺的“现象级企业家 IP”，短视频累计播放超 7 亿次，位列企业家视频 IP 榜单第一。其 IP 打通了“公域引流→信任建立→私域转化→终端复购”的全链路，有效赋能招商、新品推广及渠道动销，将个人影响力转化为组织能力，形成难以复制的“人格化信任”资产。

跨界布局超高端啤酒，开拓第二增长曲线。公司推出定价 88 元/375ml 的牛市啤酒，精准切入“有需求、无领袖”的超高端啤酒蓝海市场。依托万商联盟渠道网络复用与世界杯年的场景催化，牛市啤酒有望复刻辛巴赫的成功路径，在精酿啤酒高速增长的行业趋势下，为公司开辟新的增量空间，并进一步强化高端品牌形象。

投资建议：我们预计公司 2026-2028 年实现营收 40.76/45.07/49.8 亿元，分别同比增长 12%/11%/10%；实现归母净利润 6.92/8.5/10.01 亿元，分别同比增长 28%/23%/18%；对应 PE 估值分别为 41/34/29X。考虑到公司渠道改革成效逐步显现、新品放量贡献增量，叠加企业家 IP 带来的品牌溢价，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；行业竞争加剧；万商联盟模式推广效果不及预期；新品动销不及预期；食品安全风险；测算数据可能与实际数据不一致的风险。

买入 (维持评级)

股票信息

| | |
|--------------------------|-----------|
| 行业 | 食品饮料 |
| 2026 年 04 月 21 日收盘价 (港元) | 8.46 |
| 总市值 (百万港元) | 28,667.76 |
| 流通市值 (百万港元) | 28,667.76 |
| 总股本 (百万股) | 3,388.62 |
| 流通股本 (百万股) | 3,388.62 |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 54.50 |

作者



分析师 刘鹏

SAC: S1070520030002
邮箱: liupeng@cgws.com



分析师 袁紫馨

SAC: S1070524090004
邮箱: yuanzixun@cgws.com

相关研究

- 《战略定力根基稳，破局之势蕴锋芒》
2025-05-27

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 万商联盟：低门槛、高激励、强约束下的厂商生态新探索..... | 4 |
| 1.1 传统经销模式的系统性失灵..... | 4 |
| 1.2 万商联盟的四维机制拆解..... | 5 |
| 1.3 三个关键考验：万商联盟模式能否持续？ | 7 |
| 2. 新品矩阵：大珍卡位 600 元，珍十五第五代夯实基本盘..... | 8 |
| 2.1 大珍·珍酒：600 元价位的品质跃升者 | 8 |
| 2.2 珍十五：300 元核心大单品，夯实规模基本盘..... | 10 |
| 3. 吴向东 IP：酒业企业家顶流，打通“信任→转化”新链路 | 11 |
| 3.1 流量数据：现象级的企业家 IP..... | 11 |
| 3.2 从流量到闭环：IP 赋能全链路..... | 13 |
| 3.3 难以复制的“人格化信任”资产 | 14 |
| 4. 跨品类布局：牛市啤酒——超高端啤酒的第二曲线..... | 15 |
| 4.1 消费者洞察：为什么一款 88 元/375ml 的啤酒有人买？ | 15 |
| 4.2 产品力差异：普通啤酒 vs 牛市啤酒..... | 15 |
| 4.3 竞争格局：以“品牌高地”战略抢占超高端心智 | 15 |
| 5. 成长空间与盈利预测 | 17 |
| 5.1 成长空间：四大引擎共振——大珍领跑，多元驱动..... | 17 |
| 5.2 盈利预测及投资建议 | 18 |
| 风险提示..... | 20 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 申万白酒行业库存周转天数 (单位: 天) | 4 |
| 图表 2: 申万白酒行业库存合计及同比 | 4 |
| 图表 3: 2025 年 1-6 月经营指标同期变化情况 | 5 |
| 图表 4: 500-1000 价位带批价走势 (单位: 元) | 5 |
| 图表 5: 珍酒李渡营收及同比 | 5 |
| 图表 6: 珍酒李渡归母净利润及同比 | 5 |
| 图表 7: 传统经销模式与万商联盟对比 | 6 |
| 图表 8: 万商联盟“周通报”机制: 高频次、透明化的渠道纪律执行 | 6 |
| 图表 9: 三个关键考验及中期跟踪指标 | 7 |
| 图表 10: 珍酒产品矩阵 (单位: 元) | 8 |
| 图表 11: 贵州珍酒 1974-1994 年历史大事件 | 9 |
| 图表 12: 大珍具体参数 | 9 |
| 图表 13: 珍十五 第五代 | 10 |
| 图表 14: 媒体投资回报 ROI | 11 |
| 图表 15: 2026 年 1-2 月企业家视频 IP 榜单 TOP20 | 12 |
| 图表 16: 2026 年 3 月企业家视频 IP 榜单 TOP20 | 12 |
| 图表 17: 吴向东个人视频号 | 12 |
| 图表 18: 吴向东个人视频号内容分类 | 13 |
| 图表 19: 吴向东 IP 赋能商业转化全链路 | 13 |
| 图表 20: 吴向东“人格化信任”资产的三层递进逻辑 | 14 |
| 图表 21: 牛市啤酒 vs 普通啤酒: 核心成本要素对比 | 15 |
| 图表 22: 2019-2029E 中国啤酒按品类划分以零售额计市场规模 | 16 |
| 图表 23: 珍酒李渡之超级创新 | 17 |
| 图表 24: 万商联盟回款情况 (截至 4 月 10 日) | 18 |
| 图表 25: 珍酒李渡收入拆分及预测 (单位: 百万元) | 19 |
| 图表 26: 可比公司估值情况 (单位: 亿元) | 19 |

1. 万商联盟：低门槛、高激励、强约束下的厂商生态新探索

万商联盟不是简单的招商加码，而是珍酒李渡在本轮行业周期下对渠道生态的一次重要变革。其核心突破在于：将传统模式下厂商之间常见的“事后博弈”（压货-窜货-罚款-再压货）转向更加前置的“事前规则锁定”（低门槛+高利润+股权绑定+违规即丧失长期收益）。若这一模式能够从当前的“招商驱动”平稳过渡到“动销驱动”，将在三个维度形成可量化的比较优势：

1) 利益一致性提升：传统模式下，经销商利润主要来自差价和返利，厂商之间在“多压货、快周转”与“稳价盘、长周期”之间可能存在一定张力。万商联盟通过股票激励将经销商收益与公司盈利挂钩，有助于双方利益从短期博弈走向长期共赢。这一机制下，经销商主动维护价盘的意愿增强，渠道管理的摩擦成本相应下降。

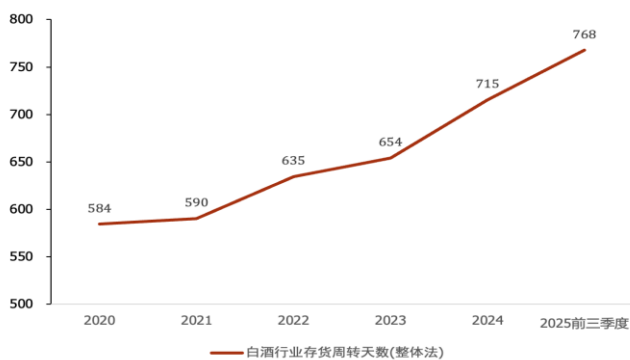
2) 违规成本的非对称提升：传统渠道管理中，窜货、低价等违规行为的处罚方式以罚款为主，与违规可能带来的短期收益相比，威慑效果有限。万商联盟将违规后果与“丧失股票激励资格”挂钩，使违规行为的潜在代价显著高于其短期收益，从而在源头上降低管控难度。

3) 扩张节奏的主动把控：部分酒企在招商期倾向于快速扩张，可能带来渠道库存积压、价盘承压的风险。万商联盟在重点市场主动停止招商，执行“退1进1”的稀缺化配额管理，使经销权本身具备一定的牌照价值。这一策略优先保障存量联盟商的单店利润和价盘稳定，而非单纯追求签约数量，体现了公司对渠道健康度的长期考虑。

1.1 传统经销模式的系统性失灵

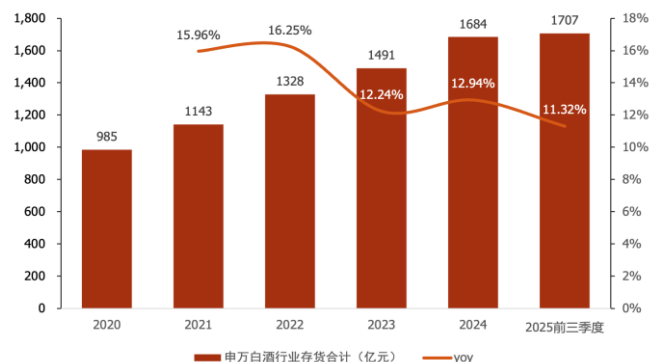
本轮白酒调整的本质是渠道杠杆扩张后的系统性纠偏，行业整体去化压力较高。近年来，行业终端动销放缓、渠道库存高企、价盘持续承压，压力已从非名酒向次高端、甚至部分高端产品传导。2025 前三季度申万白酒板块存货周转天数升至 768 天（同比+19%），存货规模达 1707 亿元（同比+11%）。52%经销商反馈存在价格倒挂，58%经销商表示库存压力加深。

图表1：申万白酒行业库存周转天数（单位：天）



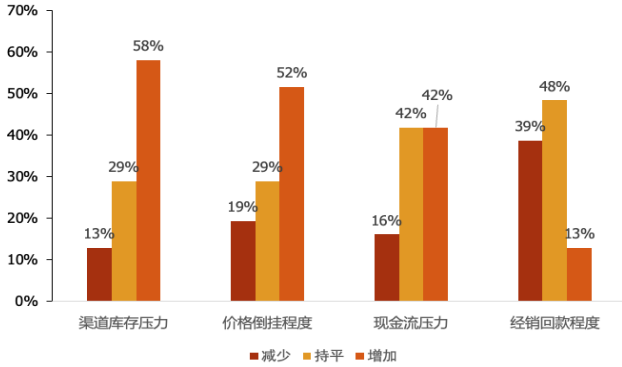
资料来源：ifind，各公司财报，长城证券产业金融研究院

图表2：申万白酒行业库存合计及同比



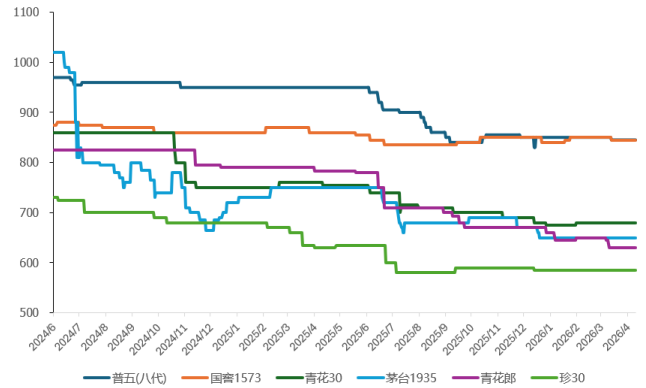
资料来源：ifind，各公司财报，长城证券产业金融研究院

图表3: 2025年1-6月经营指标同期变化情况



资料来源:《2025中国白酒市场中期报告》, 长城证券产业金融研究院

图表4: 500-1000价位带批价走势 (单位: 元)

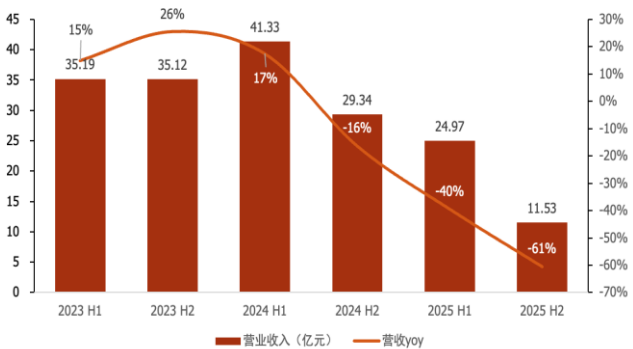


资料来源: ifind, 今日酒价, 长城证券产业金融研究院

500-800元价位带成为“最困难地带”，珍酒的核心单品受到不同程度冲击。 根据今日酒价数据，2024年6月以来，高端产品（800元+）因品牌护城河较深，批价虽有下行但相对可控；中低端（300元以下）以大众消费为主，需求刚性较强；而次高端（300-800元）兼具商务与宴席属性，在政商务场景收缩和消费降级的双重挤压下，价格体系最为脆弱。珍酒的核心单品珍十五和珍三十均处于这一压力区间。

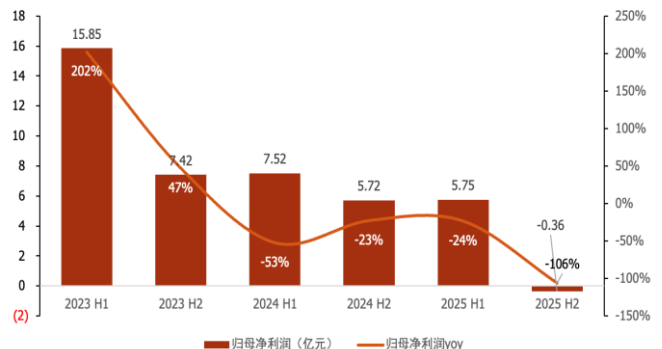
主动加速报表出清，以短期阵痛换取渠道健康度修复。 在此背景下，珍酒李渡选择主动加速报表出清。2025年公司实现营收36.50亿元（yoy-48.34%），归母净利润5.38亿元（yoy-59.32%），经调整净利润5.23亿元（yoy-68.78%）；其中H2收入11.53亿元（yoy-60.68%），归母净利润转亏至-0.36亿元。我们认为，这一业绩表现既反映了次高端价位带在本轮调整中受冲击更强烈的行业共性，也体现了公司为重塑渠道秩序、主动压降珍十五等主品库存所付出的短期代价，为后续轻装上阵奠定基础。

图表5: 珍酒李渡营收及同比



资料来源: ifind, 公司2023-2025年财报, 长城证券产业金融研究院

图表6: 珍酒李渡归母净利润及同比



资料来源: ifind, 公司2023-2025年财报, 长城证券产业金融研究院

1.2 万商联盟的三维机制拆解

传统经销商模式在本轮下行周期中面临压货、乱价、利润摊薄等挑战。针对上述痛点，珍酒李渡推出万商联盟模式，其核心是通过“低门槛+高激励+强约束+长期绑定”四维机制重构厂商生态：

图表7: 传统经销模式与万商联盟对比

| 关注点 | 传统经销模式 | 万商联盟模式 | 珍酒李渡的优势 |
|---------|-----------|-------------|----------------------|
| 压货情况 | 存在压货、库存较高 | 不要求提前大额打款 | 降低经销商试错成本，激活渠道拓展 |
| 窜货与乱价管理 | 管理难度较大 | 严控“六不”铁律 | 价盘稳、品牌形象强，终端一致性体验 |
| 渠道利润 | 利润摊薄、激励分散 | 高毛利分配、分期返利 | 增强经销商粘性、激励长期合作 |
| 品牌溢价 | 价格管理存在压力 | 全程价控+终端严格监管 | 有效提升品牌护城河，利于高端产品推广 |
| 业绩与库存波动 | 销售节奏较难把控 | 阶段审批+动销优先 | 阶段性业绩“卸包袱”加速，健康运营可持续 |

资料来源: 珍酒李渡官方公众号, 每日经济新闻, 万商联盟会议, 长城证券产业金融研究院

- 1) 低门槛准入, 降低试错成本。** 首年合同任务 100 箱, 无需提前大额压货, 有效降低加盟决策的门槛;
- 2) 高渠道利润形成“赚钱效应”。** 大珍定价 600 元/瓶, 差价叠加分期返利, 优于行业普遍利润水平;
- 3) 分期返利及股权激励, 实现长期利益绑定。** 联盟商在合作首年即获得一定数量的锁定状态股票激励, 后续根据任务完成年限分批解锁。合作时间越长、任务完成越完整, 最终获得的股票权益越高。这种“时间换收益”的设计, 使厂商利益从短期博弈转向长期趋同;
- 4) 强秩序保障。** 公司明确“六不”销售铁律 (不直接低价、不搭赠低价、不返现低价、不线上销售、不分销销售、不抵账销售), 设立四层稽核体系, 严重违规将延期返利或剥夺权益。万商联盟将秩序管控与经销商经济利益直接挂钩, 将厂商从“事后博弈”转为“事前规则锁定”, 降低了渠道管理的执行成本。

珍酒李渡对渠道纪律的执行并非“一阵风”, 而是通过每周常态化发布“处罚通报”形成持续震慑。 公司通过“珍酒视界”等视频号, 以周为单位向全体联盟商公开通报违规案例及处罚结果。以 2026 年 3 月 29 日至 4 月 4 日这周为例, 公司对全国 246 家大珍联盟商进行专项检核, 累计收货大珍 297 瓶, 涉及违约联盟商 31 家 (其中 4 家破价、27 家分销), 共下发违约销售通报 11 份, 合计罚金及暂扣金额达 33 万元, 并处罚品鉴会违规 4 起。举报直通专线同步公示, 形成“检核—通报—处罚—公示”的闭环管理。这种高频次、透明化的纪律执行, 在酒业渠道管理中极为罕见, 有效遏制了窜货、破价等行为, 为价盘稳定提供了制度保障。

图表8: 万商联盟“周通报”机制: 高频次、透明化的渠道纪律执行



资料来源: 珍酒视界视频号, 长城证券产业金融研究院

1.3 三个关键考验：万商联盟模式能否持续？

万商联盟是珍酒李渡本轮转型的核心抓手。市场最大的疑虑在于：当联盟商数量从 4000 家扩张至 10000 家以上时，价盘能否维持？复购能否跟上？管理是否失控？**我们的判断是：万商联盟的成功概率显著高于传统渠道模式，当前数据已给出积极信号，向下风险有限，向上弹性充足。**

万商联盟的短期启动能力已被真实数据证明。截至 4 月 10 日，累计签约超 4300 家，累计回款超 10 亿元。河南、湖南、山东、贵州等重点市场已停止招商，采取“退 1 进 1”的稀缺化管理，强化经销权牌照价值。中期验证期，我们认为需要从三个维度进行持续跟踪：

图表9：三个关键考验及中期跟踪指标

| 关键考验 | 关键机制/数据验证 | 中期跟踪指标 |
|-------|--|---|
| 价盘稳定性 | 股票激励机制下违约成本较高； 大珍批价稳定在 550-600 元，未倒挂； 重点市场已停止招商，主动控量 | 违规查处频率与处罚力度是否衰减； 联盟商之间是否存在非官方调货； 股权激励占经销商总收益比重及股价波动对续约率影响 |
| 复购持续性 | 酱酒口味粘性高； 分期返利 | 已签约联盟商二次打款比例； 大珍在河南、广东、山东等核心市场的宴席渗透率变化 |
| 管理半径 | 一物一码、物流追踪、四层稽核体系； 经销商互相监督（窜货损害所有联盟商价盘） | 数字化系统承载能力； 稽核团队响应速度； 经销商举报机制有效运转率 |

资料来源：珍酒李渡官方旗舰店，名酒研究所，长城证券产业金融研究院

万商联盟在大珍产品上已初步证明其可行性。而模式的真正价值，在于能否从单点验证走向全线复制。2026 年 3 月 25 日，珍酒李渡董事会公告将联盟商权益支付计划扩展至其他产品系列，这意味着万商联盟的核心机制——低门槛准入、股权激励、强秩序管控——已从“大珍”的专项试点，正式升级为**集团层面可复用的战略性渠道工具**。随后推出的珍十五·第五代联盟商计划，正是这一战略落地的首个案例。**我们认为，这一扩展显著提升了万商联盟模式的长期价值：一方面，联盟商的单位产出不再局限于单一产品，而是可以覆盖多产品线销售，提升单个经销商经济贡献的上限；另一方面，公司能够通过同一套渠道管理体系，实现腰部产品（大珍、珍十五）的协同推广，降低边际管理成本，有效打开增长天花板。**

2. 新品矩阵：大珍卡位 600 元，珍十五第五代夯实基本盘

珍酒的产品线过去存在明显的“腰部塌陷”：珍十五作为现金牛，贡献稳定但增速放缓；珍三十定位高端（800 元+），体量尚小；400-700 元区间长期空白。大珍精准卡位 600 元，珍十五第五代夯实 300 元基本盘——二者形成“腰部双引擎”，使产品结构更加均衡。

2.1 大珍·珍酒：600 元价位的品质跃升者

战略定位：填补珍十五与珍三十间的“黄金成长带”。2025 年 6 月，珍酒李渡推出大珍·珍酒（2020 真实年份），定价 600 元，精准卡位次高端与高端的衔接区间。这一价位既能承接商务场景消费降级的需求，又能向上吸引追求品质升级的消费者，形成双向流量入口。从内部看，大珍向上为珍三十构筑缓冲，避免其价格体系受冲击；向下为珍十五缓解竞争压力，形成完整的产品梯队。从外部看，600 元价位的竞争格局尚未固化，大珍凭借“5 年真实年份”和高规格酒体，有望构筑差异化品质壁垒。

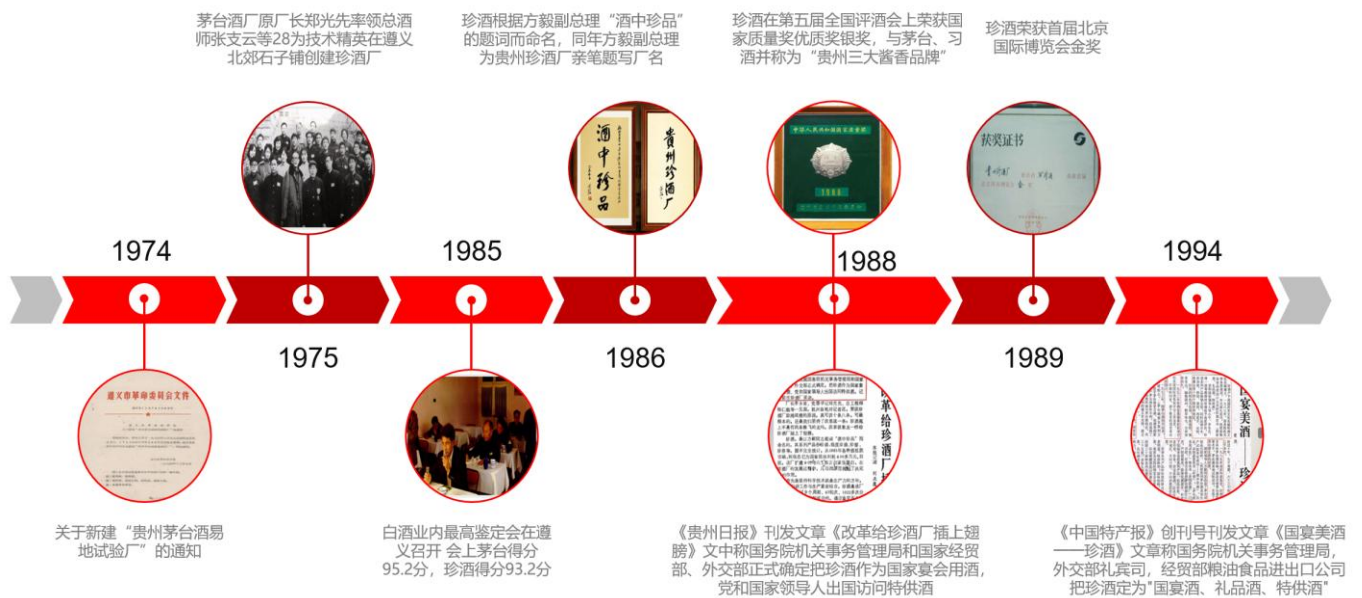
图表10：珍酒产品矩阵（单位：元）

| | | | | | |
|-----------|------------------|-------|-----|---------------|---|
| 珍藏系列 | 珍五十 | 1L | 53度 | 12800 |  |
| | 珍酒·华酒 珐琅瓷/水晶版 | 500mL | 53度 | 3000/1499 | |
| | 珍酒·错金龙 | 2L | 53度 | 7410 | |
| | 珍酒·错金蛇 | 1L | 53度 | 4888 | |
| 珍三十 | 珍三十·大金奖 | 500mL | 53度 | 1350 |  |
| | 珍三十·黑金 | 500mL | 53度 | 1040 | |
| | 珍三十 | 500mL | 53度 | 750 | |
| 大珍·珍酒2020 | | 500mL | 53度 | 888（线下零售价600） |  |
| 珍十五 | 珍十五·文创系列 | 500mL | 53度 | 400-1580 | |
| | 珍十五·生肖系列 | 500mL | 53度 | 370-1330 | |
| | 珍十五·黑金 | 500mL | 53度 | 680 | |
| | 珍十五·第五代 | 500mL | 53度 | 350 | |
| 入门系列 | 珍十 | 500mL | 53度 | 345 |  |
| | 珍八 | 500mL | 53度 | 230 | |
| | 珍五 | 500mL | 53度 | 179 | |
| | 映山红·精品 | 500mL | 53度 | 168 | |
| | 映山红 | 500mL | 53度 | 125 | |
| | 老珍酒 | 500mL | 53度 | 100 | |

资料来源：京东珍酒官方旗舰店，长城证券产业金融研究院（除特殊标注，价格均为珍酒官方旗舰店原价）

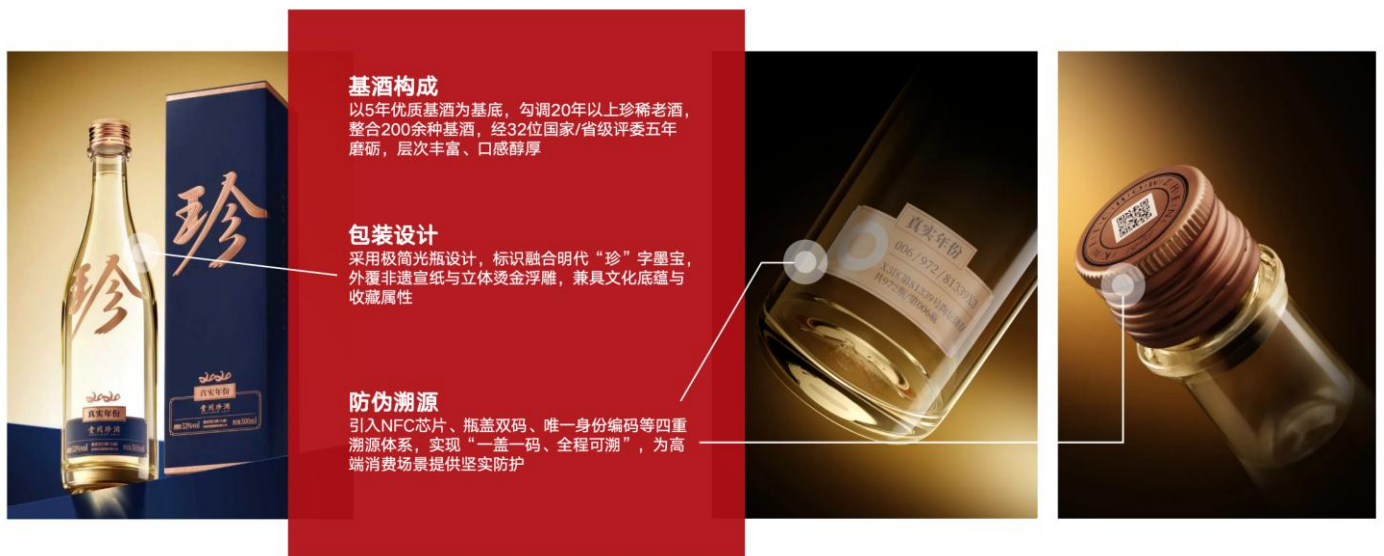
历史背书：茅台为姊，珍酒为妹的品质传承。珍酒的历史源于茅台易地试验项目。1985年，在由周恒刚、季克良等白酒泰斗组成的鉴定会上，珍酒被一致认为基本具有茅台酒风格，至此珍酒与茅台结下“姊妹”情缘。这一段传奇历史，为珍酒的卓越品质提供了最有力的背书。大珍作为珍酒品质的集大成者，充分继承了这一历史基因，以茅台为品质标杆，但价格定位差异化，形成错位竞争。大珍·珍酒以“真实年份+极致品质”构建差异化壁垒。大珍以5年优质基酒为基石，勾调20年以上珍稀老酒，构建起同价位差异化品质壁垒。

图表11：贵州珍酒 1974-1994 年历史大事件



资料来源：遵义综合广播，贵州省老字号协会，长城证券产业金融研究院

图表12：大珍具体参数



资料来源：珍酒李渡官方公众号，长城证券产业金融研究院

2.2 珍十五：300 元核心大单品，夯实规模基本盘

珍十五是珍酒的现金流支柱，累计销售超百亿元。珍十五自 2016 年上市，累计销量超 3000 万瓶，销售额超百亿元，在贵州、湖南、河南等省份市占率突出。据估算，珍十五销售额峰值在 2023-2024 年，2025 年受行业调整影响有所回落。其核心角色已从“增长引擎”转变为“现金牛”，为公司提供稳定的营收与利润基础。

第五代升级于 2026 年 3 月发布，包装与酒质均有提升。新品适配商务宴请、婚宴礼赠等核心场景，定位 300 元价位。伴随第五代上市，公司推出了第五代联盟商计划，在全国设立 15 个区域指挥部，计划五年内举办超 500 场创富论坛，以强化终端合作、提升渠道粘性。严格的价盘管控确保了渠道持续盈利，有效避免价格倒挂。

图表13: 珍十五 第五代



资料来源：珍酒李渡官方公众号，长城证券产业金融研究院

在珍酒产品矩阵中，珍十五扮演着“底盘”角色。它牢牢占据 300 元价格带，放量稳定、现金流贡献突出，为大珍和珍三十等更高价位产品的推广提供了坚实的渠道资源和品牌势能。在万商联盟模式下，珍十五与联盟体系形成协同，进一步巩固了公司的渠道基础。

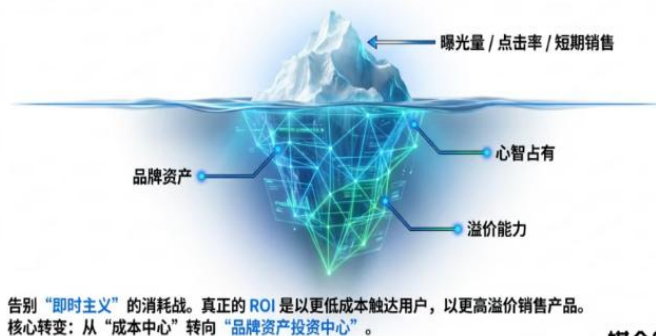
3. 吴向东 IP：酒业企业家顶流，打通“信任→转化”新链路

吴向东作为“现象级企业家 IP”，已构建了珍酒李渡难以复制的全链路内容传播系统。对品牌，以人格魅力重塑品牌认知，让珍酒从“历史名酒”升级为“有温度、有故事的时代名酒”；对渠道，以 IP 赋能万商联盟，将经销商从“卖货者”转变为“传播节点”；对产品，以内容种草拉动新品动销（牛市啤酒、大珍等）。个人 IP 赋能加速新品出圈、联盟商裂变和渠道跃迁，是珍酒李渡逆周期崛起的关键推手。

3.1 流量数据：现象级的企业家 IP

品牌传播经历了四个时代的演进，企业家个人 IP 正在成为最高效的传播方式。1.0 时代电视广告是大众单向传播，2.0 时代楼宇广告实现场景覆盖，3.0 时代手机广告做到算法精准推送，但本质仍是“企业→消费者”的单向灌输。4.0 时代企业家个人 IP，则以人格魅力+双向互动+信任传递，实现“高频链接+深度种草”。核心逻辑：**信任，是最高效的转化率。**

图表14：媒体投资回报 ROI



媒介36

资料来源：媒介 360 公众号，长城证券产业金融研究院

吴向东自 2025 年 7 月入局短视频，短短 5 个月即成为企业家视频 IP 榜单第一。截至 4 月 20 日，累计发布视频 170 余条，总播放量达 7.3 亿次。其中单条视频最高播放量突破 1 亿，千万级播放量视频达 19 条，影响力超越众多互联网知名企业家。酒行业历来是传统营销重镇，吴向东凭借多次爆品操盘经验、标杆企业家背书、深度行业洞察，成为目前白酒行业少数能深度运作“大 IP+短视频+线下体验”三位一体打法的民企掌舵者。

图表15: 2026年1-2月企业家视频IP榜单TOP20

图表16: 2026年3月企业家视频IP榜单TOP20

企业家视频IP100榜单 2026年(1-2)月榜

数据周期: 2026.1.1-2.28

| 排名 | 企业家 | 账号名称 | 点赞数 | 最高点赞数 | 新榜指数 |
|----|------|----------|---------|---------|--------|
| 1 | 吴向东 | 吴金东-珍酒李渡 | 69.10 万 | 8.34 万 | 878.50 |
| 2 | 雷军 | 雷军 | 33.42 万 | 9.49 万 | 836.30 |
| 3 | 司马华鹏 | 硅基大司马 | 34.59 万 | 10.00 万 | 818.83 |
| 4 | 余承东 | 余承东 | 24.29 万 | 3.18 万 | 810.50 |
| 5 | 黄宏生 | 创维创始人黄宏生 | 12.69 万 | 10.00 万 | 786.01 |
| 6 | 魏雪 | TCL魏雪 | 19.07 万 | 3.02 万 | 783.31 |
| 7 | 周云杰 | 海尔周云杰 | 13.02 万 | 2.08 万 | 771.06 |
| 8 | 楼仲平 | 双童创始人楼仲平 | 11.78 万 | 2.51 万 | 755.92 |
| 9 | 魏建军 | 长城汽车魏建军 | 11.58 万 | 1.77 万 | 753.89 |
| 10 | 俞浩 | 追觅科技俞浩 | 12.31 万 | 1.78 万 | 750.07 |
| 11 | 周鸿祎 | 红衣大叔周鸿祎 | 13.67 万 | 1.69 万 | 748.32 |
| 12 | 江南春 | 分众江南春 | 9.32 万 | 9514 | 731.72 |
| 13 | 俞敏洪 | 俞敏洪洪哥 | 9.50 万 | 1.93 万 | 726.06 |
| 14 | 尹烨 | 华大尹烨 | 8.43 万 | 2.43 万 | 724.06 |
| 15 | 傅盛 | 傅盛讲AI | 6.74 万 | 3.67 万 | 719.31 |
| 16 | 王兴兴 | 王兴兴李树 | 2.35 万 | 2.35 万 | 702.81 |
| 17 | 张颖 | 经纬张颖 | 4.55 万 | 3.00 万 | 700.13 |
| 18 | 朱军岷 | 朱军岷 | 6.89 万 | 9241 | 699.37 |
| 19 | 赵德力 | 赵德力 | 3.41 万 | 6618 | 676.87 |
| 20 | 李斌 | 蔚来李斌 | 3.29 万 | 4369 | 670.36 |

企业家视频IP100榜单 2026年3月榜

数据周期: 2026.3.1-3.31

| 排名 | 企业家 | 账号 | 点赞数 | 最高点赞数 | 分数 | |
|----|------|-------------------|----------|---------|--------|--------|
| 1 | 吴向东 | (珍酒李渡集团董事长) | 吴金东-珍酒李渡 | 36.90 万 | 4.50 万 | 868.00 |
| 2 | 雷军 | (小米集团创始人) | 雷军 | 26.87 万 | 9.83 万 | 851.64 |
| 3 | 司马华鹏 | (硅基智能创始人) | 硅基大司马 | 32.34 万 | 8.75 万 | 846.33 |
| 4 | 魏建军 | (长城汽车董事长) | 长城汽车魏建军 | 11.40 万 | 4.26 万 | 794.20 |
| 5 | 周和平 | (康巴赫创始人) | 康巴赫周和平 | 17.53 万 | 1.49 万 | 790.55 |
| 6 | 楼仲平 | (双童创始人) | 双童创始人楼仲平 | 10.21 万 | 5.34 万 | 782.16 |
| 7 | 周云杰 | (海尔集团董事局主席、首席执行官) | 海尔周云杰 | 8.14 万 | 1.42 万 | 769.14 |
| 8 | 尹烨 | (华大集团CEO) | 华大尹烨 | 8.49 万 | 5.57 万 | 762.64 |
| 9 | 周鸿祎 | (360集团创始人) | 红衣大叔周鸿祎 | 7.87 万 | 2.06 万 | 742.91 |
| 10 | 余承东 | (华为常务董事、终端BG董事长) | 余承东 | 3.81 万 | 2.22 万 | 739.23 |
| 11 | 黄宏生 | (创维集团创始人) | 创维创始人黄宏生 | 3.88 万 | 2.36 万 | 726.63 |
| 12 | 魏雪 | (TCL科技集团副总理) | TCL魏雪 | 4.57 万 | 1.31 万 | 722.93 |
| 13 | 赵德力 | (小鹏汇天总经理) | 赵德力 | 3.44 万 | 1.79 万 | 718.17 |
| 14 | 俞敏洪 | (新东方创始人) | 俞敏洪洪哥 | 4.87 万 | 6015 | 708.51 |
| 15 | 朱华荣 | (长安汽车董事长) | 朱华荣长安汽车 | 2.44 万 | 2.14 万 | 704.11 |
| 16 | 杨在明 | (杨在明合伙人、主任) | 杨在明杨廷律师 | 3.89 万 | 6533 | 696.87 |
| 17 | 何小鹏 | (小鹏汽车董事长) | XP何小鹏 | 2.03 万 | 5992 | 664.11 |
| 18 | 江南春 | (分众传媒董事长、创始人) | 分众江南春 | 1.63 万 | 2724 | 651.82 |
| 19 | 傅盛 | (猎豹移动董事长/CEO) | 傅盛讲AI | 1.96 万 | 6714 | 648.90 |
| 20 | 张颖 | (经纬创投联合创始人) | 经纬张颖 | 1.49 万 | 4911 | 646.63 |

资料来源: 正和岛公众号, 长城证券产业金融研究院

资料来源: 正和岛公众号, 长城证券产业金融研究院

内容横跨酒业经验、人生阅历、非遗技艺、企业管理与社会责任等领域，以亲民、幽默的风格打破企业家“高冷”形象。他善用生活化小切口折射行业大主题，用坦诚和真挚塑造极具网感的个人形象，粉丝不再视其为“高高在上的董事长”，而是“懂酒、懂生活的吴老师”。

图表17: 吴向东个人视频号



资料来源: 吴金东-珍酒李渡视频号, 长城证券产业金融研究院

图表18: 吴向东个人视频号内容分类

| 类别 | 数量 | 占比 | 核心特点 |
|-----------|----|-----|---------------------|
| 万商联盟与渠道 | 28 | 16% | 模式解读、一线走访、盟友互动、创富论坛 |
| 行业洞察与战略 | 31 | 18% | 周期判断、价格体系、创新思考、行业痛点 |
| 产品与品牌 | 18 | 11% | 大珍、珍十五、牛市啤酒的解读与上市推广 |
| 个人 IP 与认知 | 24 | 14% | 认知提升、短视频方法论、人生感悟 |
| 社会责任与公益 | 9 | 5% | 企业责任、公益行动、就业话题 |
| 美食与生活方式 | 12 | 7% | 美食探店、美酒美食结合、生活态度 |
| 历史与文化 | 11 | 6% | 珍酒历史、茅台姊妹故事、酿造技艺 |
| 跨界与活动 | 18 | 11% | 直播预告、行业论坛、跨界联动 |
| 生活感悟与趣闻 | 20 | 12% | 日常感悟、幽默段子、粉丝互动 |

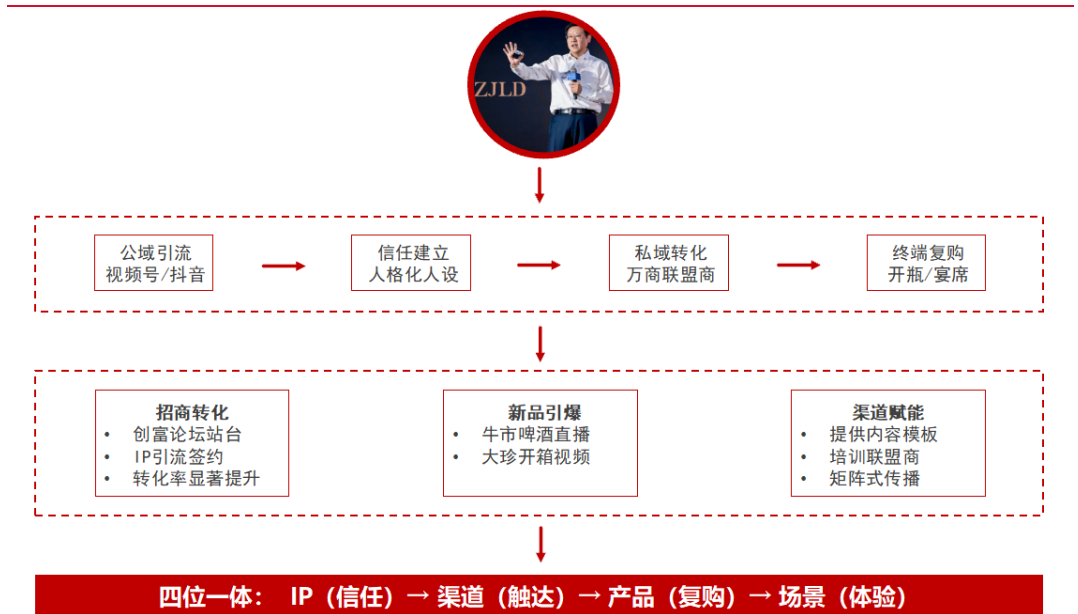
资料来源: 吴金东-珍酒李渡视频号, 长城证券产业金融研究院 (数据截至 2026 年 4 月 20 日)

3.2 从流量到闭环: IP 赋能全链路

吴向东 IP 打通了“公域引流→信任建立→私域转化→终端复购”的全链路。公域端, 个人账号输出高频内容, 建立“懂酒、可信”的人格化人设; 私域端, 公司培训联盟商“人人做人设、个个拍短视频”, 形成“主 IP 做声量、万商联盟做成交”的协同效应。

IP 效应已渗透至招商、新品、渠道三大场景: 创富论坛中吴向东亲自站台, 签约转化率显著提升; 牛市啤酒上市直播单场观看 190 万; 联盟商通过内容模板实现矩阵式传播。最终形成“IP 解决信任、渠道解决触达、产品解决复购、场景解决体验”的四位一体闭环。

图表19: 吴向东 IP 赋能商业转化全链路



资料来源: 长城证券产业金融研究院

4. 跨品类布局：牛市啤酒——超高端啤酒的第二曲线

4.1 消费者洞察：为什么一款 88 元/375ml 的啤酒有人买？

牛市啤酒精准捕捉了中国啤酒消费升级的底层逻辑：消费者正在从“喝饱”向“喝好”、从“拼酒量”向“品风味”、从“社交工具”向“悦己体验”转变。传统啤酒市场长期被 3-8 元价格带的工业拉格主导，产品同质化严重，精酿啤酒虽增长迅速但长期缺乏具有品牌势能的标杆产品。牛市啤酒以 88 元/375ml 的定价，切入的是一个“有需求、无领袖”的蓝海市场。

目标客群是追求品质生活、愿意为情绪价值买单的新中产和 Z 世代。他们希望啤酒本身能成为话题、成为社交货币，牛市啤酒的“陈藏”概念、顶级原料、复杂工艺，恰恰提供了这种可谈论的价值锚点。

辛巴赫的业绩验证了这一客群的存在与价值。2017 年，吴向东入股辛巴赫精酿（持股 17.95%），并参与其定价、口感与市场推广。2024/2025 年辛巴赫销售额分别为 1.92/3.19 亿元，同比增长 98%/66%，2026 年开门红销量同比增长 30%。这证明高端白酒客群存在未被满足的啤酒需求，且具有强品牌忠诚度与增长潜力。

4.2 产品力差异：普通啤酒 vs 牛市啤酒

牛市啤酒采用进口两棱大麦芽、雅基玛山谷啤酒花（添加量 20 倍），工艺上采用艾尔发酵+橡木桶熟化，构成 88 元定价的底层支撑。

图表21：牛市啤酒 vs 普通啤酒：核心成本要素对比

| | | 普通啤酒 | VS | 牛市啤酒 |
|------|--------|-------------|----|-----------------------|
| 成本拆分 | 包装物 | 玻璃瓶 | | 高端铝瓶 |
| | 麦芽 | 普通麦芽+大米 | | 加拿大/澳大利亚两棱大麦芽 |
| | 啤酒花 | 普通啤酒花 | | 雅基玛山谷顶级酒花 20倍用量*20倍单价 |
| | 酵母 | 通用酵母 | | 德国/比利时高级酵母 |
| | 制造费用 | 拉格发酵 大规模标准化 | | 艾尔发酵+橡木桶熟化+“陈藏”仓储 |
| | 直接人工 | 大批量 | | 小批量、精细化操作 |
| | 固定成本摊销 | 产能利用率高 | | 品牌培育期 产能利用率较低 |

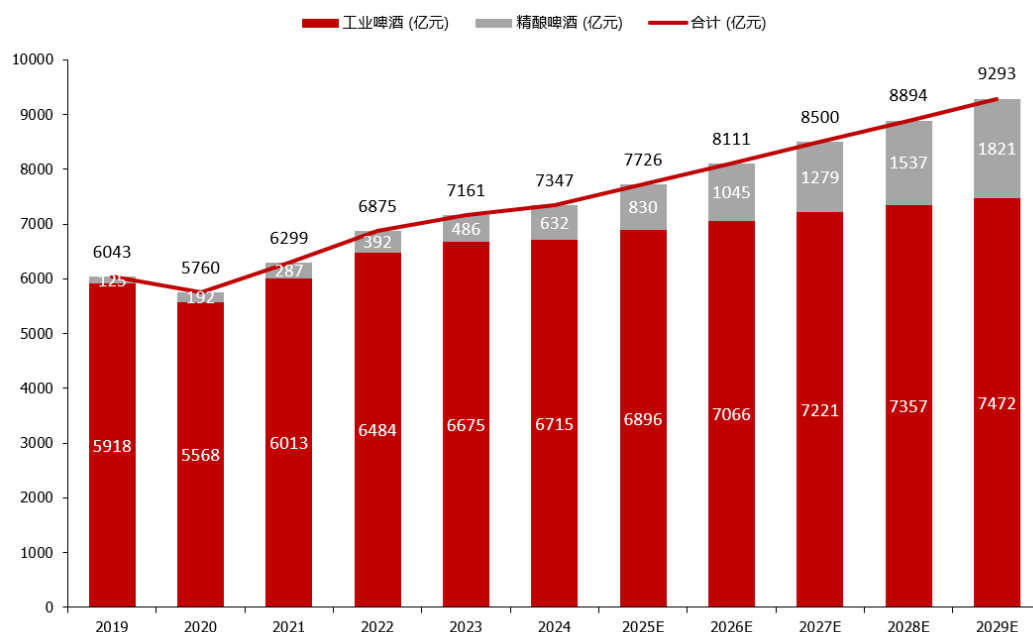
资料来源：珍酒李渡官方公众号，酒业家，长城证券产业金融研究院

4.3 竞争格局：以“品牌高地”战略抢占超高端心智

中国啤酒市场长期由华润、青岛、百威、燕京、重庆啤酒五大巨头主导，竞争焦点集中在 3-8 元的主流价格带，高端化进程缓慢。根据勤策消费研究数据，2019-2024 年啤酒行业呈现“工业稳盘、精酿突围”格局，工业啤酒、精酿啤酒的复合增速分别为 2.6%、

38.3%，未来 5 年预计工业啤酒进入存量博弈，精酿啤酒在龙头布局、渠道下沉及场景扩容驱动下，有望以 23.6%的复合增速引领行业增长。

图表22：2019-2029E 中国啤酒按品类划分以零售额计市场规模



资料来源：勤策消费研究，长城证券产业金融研究院

牛市啤酒的突围路径是：避开红海竞争，以“品牌高地”战略直接占领消费者心智。 上市直播单场观看 190 万、京东热销榜、抖音热搜、年度潮饮单品王等一系列传播事件，验证了这一路径的可行性。

对标辛巴赫，两者“生态位”逻辑高度一致。 辛巴赫锚定“高端白酒消费群体的啤酒消费”，以“不压货、零容忍窜货”的渠道策略验证了高端啤酒赛道的盈利模型。牛市啤酒同样瞄准这一客群，在更强大的品牌势能和渠道网络加持下，有望实现更快突破。

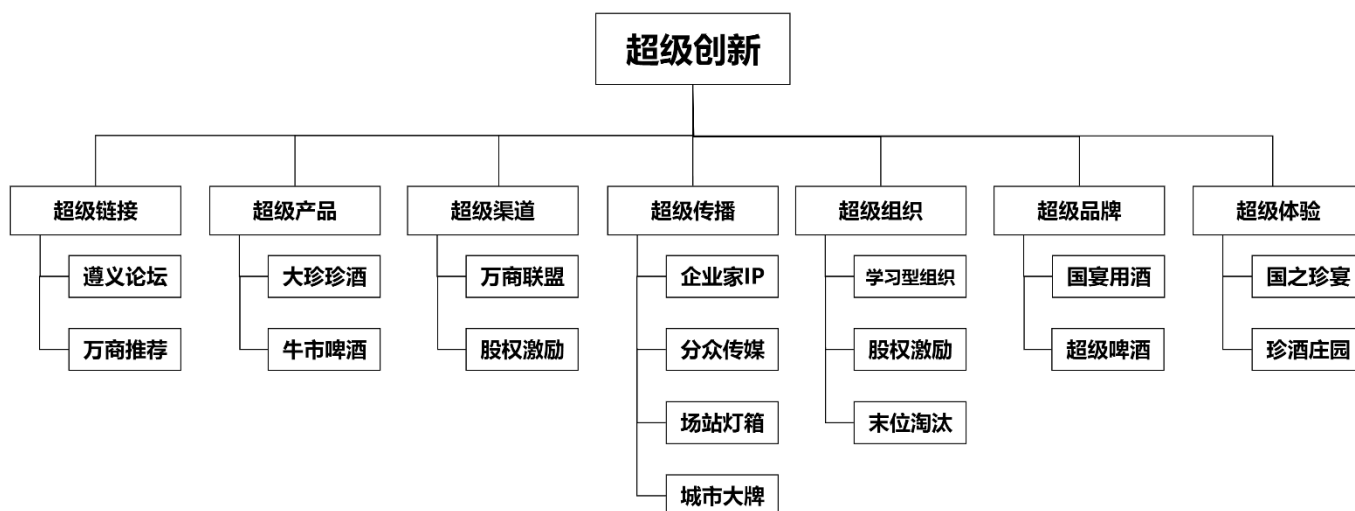
2026 年世界杯年，将是牛市啤酒从“品牌事件”走向“品类认知”的关键窗口。 体育大赛与啤酒消费天然协同，公司成熟的全域短视频与场景营销打法，有望在世界杯期间实现品牌声量与销量的双重爆发，从“爆款”升级为“品类代表”。

5. 成长空间与盈利预测

5.1 成长空间：四大引擎共振——大珍领跑，多元驱动

珍酒李渡本轮转型并非孤立的渠道修补，而是一套围绕“超级链接”展开的系统性战略架构。其中，万商联盟作为“超级渠道”的核心载体，通过股权激励实现“超级组织”的利益绑定；吴向东企业家 IP 作为“超级传播”的引擎，打通信任转化链路；大珍·珍酒、珍十五·第五代、牛市啤酒等构成“超级产品”矩阵；最终通过“超级体验”（珍酒庄园、封坛等）完成消费闭环。四大增长引擎均在这一框架下协同运转：

图表23：珍酒李渡之超级创新



资料来源：万商联盟会议，长城证券产业金融研究院

引擎一：大珍——600 元价位大单品

大珍上市不足 300 天，回款已突破 10 亿元，当前正处于从“爆款验证”向“规模化放量”的转折点。大珍自上市首单回款至 4 月 10 日，已签约联盟商超 4300 家，全国回款总额突破 10 亿元。其中，我们估算近 100 天日均回款达到 420 万元，创下上市以来新高，显示增长动能仍在加速。

大珍的成长空间主要来自两个维度：联盟商网络的持续扩张，以及单个联盟商产出的逐步提升。截至 4 月 10 日，万商联盟创富论坛已成功举办超 91 场，公司计划共举办 200 场论坛，预计签约联盟商总数将达到 1 万至 1.5 万家。以当前 4300 家签约联盟商、10 亿元回款为基数，若联盟商规模扩张至 1 万家，仅按现有单个联盟商平均回款水平测算，大珍回款规模有望达到 23 亿元。若联盟商达到 1.5 万家，对应规模约 35 亿元。

在珍酒产品矩阵中，大珍的放量对整体结构具有“乘数效应”。大珍的规模化增长，不仅直接贡献营收，还将向上为珍三十构筑更稳固的价格缓冲带，向下为珍十五释放竞争压力，形成“中段突破、两端受益”的格局。随着万商联盟网络的持续加密和创富论坛的深入推进，大珍有望在未来 2-3 年内成长为 20-30 亿级别的核心大单品，成为珍酒李渡穿越周期、实现份额修复的核心驱动力。

图表24：万商联盟回款情况（截至4月10日）

| 阶段 | 累计回款(亿元) | 期间回款增量(亿元) | 日均回款(万元/天) | 环比 |
|----------|----------|------------|------------|------|
| 0-100天 | 3.7 | 3.7 | 370 | |
| 100-200天 | 5.8 | 2.1 | 210 | -43% |
| 200-300天 | 10 | 4.2 | 420 | 100% |

资料来源：珍酒李渡官方公众号，酒业家，长城证券产业金融研究院

引擎二：牛市啤酒——超高端啤酒第二曲线

牛市啤酒的成长空间，核心来自万商联盟渠道网络的复用与世界杯年的场景催化。参考辛巴赫的发展路径，约280家经销商支撑了2025年3.19亿元年收入，单个经销商平均贡献约114万元。万商联盟目标扩张至1万家，但高端精酿属于小众市场，预计仅有5%-10%的联盟商（约500-1000家）适合导入。若按辛巴赫的单个经销商产出水平线性外推，对应收入约5-11亿元。考虑到牛市啤酒定价更高、实际销量可能更小，该预测偏乐观，实际增长需观察世界杯期间的品类认知转化效果。

引擎三：珍十五——现金牛稳定基本盘

珍十五的成长空间，更多来自价盘修复和渠道精细化运营带来的自然增量，而非爆发式扩张。作为累计销售超百亿的成熟大单品，珍十五当前的核心任务是稳住基本盘、逐步修复价盘。随着万商联盟网络从4300家向1万家扩张，珍十五可以借助这些经销商在区域市场的渗透力，进一步下沉到地县级宴席场景。300元价位带在商务宴请降级和大众消费升级的双重驱动下，需求韧性较强。保守估计，若行业需求逐步回暖，珍十五有望在未来2-3年恢复至15-20亿元的年销售规模，成为公司穿越周期的稳定器。

引擎四：股东背景与产业协同

珍酒李渡的实际控制人吴向东，同时是华致酒行（300755）的创始人和实际控制人。华致酒行是中国最大的酒类流通上市公司，拥有超过2000家门店，覆盖全国主要城市的优质终端。这意味着珍酒李渡天然拥有一套现成的高端酒类销售网络。

具体来看，华致酒行可以为珍酒李渡做三件事：**一是渠道复用**，华致的高端客户资源可以直接导入大珍、珍三十等产品的初期推广，降低新品破圈的成本；**二是信息共享**，华致掌握全国各区域、各价格带的实时动销数据，可以帮助珍酒李渡更精准地制定区域策略和库存管理；**三是品牌背书**，华致在酒类流通领域“保真、专业”的形象，能为珍酒李渡的产品提供信任加持，尤其在新市场开拓阶段。**随着万商联盟的扩张和华致门店网络的深度协同，珍酒李渡的渠道触达能力有望实现“1+1>2”的效果。**

5.2 盈利预测及投资建议

珍酒李渡正处于渠道模式创新与品牌势能向上的关键转折期。短期看，2025年主动加速报表出清后，渠道库存与价盘压力已显著缓解，大珍持续放量、珍十五第五代升级上市有望驱动2026年营收重回增长轨道。中期看，万商联盟模式从“招商驱动”向“动销驱动”平稳过渡，叠加吴向东顶流IP对渠道与C端的持续赋能，公司有望在600元价格带构建差异化竞争优势。长期看，大珍有望成长为20-30亿级核心大单品，牛市啤酒开辟超高端啤酒第二曲线。

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（舍得酒业、山西汾酒、洋河股份、水井坊）。四家可比公司 2026E/2027E 平均 PE 分别为 28 倍/24 倍，珍酒李渡同期 PE 为 41 倍/34 倍，高于可比公司均值，主要反映了其作为港股稀缺白酒标的的稀缺性溢价以及更高的业绩成长预期。从 PEG 角度看，可比公司 2026E/2027E 平均 PEG 为 1.8/1.4，珍酒李渡为 1.5/1.5，其估值与成长性的匹配度已处于合理区间。

公司万商联盟渠道改革持续推进，大珍及珍十五第五代新品放量可期，叠加吴向东 IP 对品牌势能的持续提升，看好中长期需求复苏带动公司报表弹性领先释放。**我们预计公司 2026-2028 年实现营收 40.76/45.07/49.8 亿元，分别同比增长 12%/11%/10%；实现归母净利润 6.92/8.5/10.01 亿元，分别同比增长 28%/23%/18%；对应 PE 估值分别为 41/34/29X。考虑到公司渠道改革成效逐步显现、新品放量贡献增量，叠加企业家 IP 带来的品牌溢价，综合考虑以上因素，维持“买入”评级。**

图表25：珍酒李渡收入拆分及预测（单位：百万元）

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 珍酒 | 4480 | 1921 | 2167 | 2419 | 2714 |
| yoy | -2% | -57% | 13% | 12% | 12% |
| 毛利率 | 58.6% | 57.4% | 58.0% | 58.3% | 58.5% |
| 李渡 | 1313 | 1085 | 1197 | 1313 | 1434 |
| yoy | 18% | -17% | 10% | 10% | 9% |
| 毛利率 | 66.8% | 66.3% | 66.4% | 66.5% | 66.6% |
| 湘窖 | 802 | 468 | 518 | 562 | 602 |
| yoy | -4% | -42% | 11% | 8% | 7% |
| 毛利率 | 59.2% | 58.6% | 58.5% | 58.8% | 59.0% |
| 开口笑 | 337 | 102 | 114 | 125 | 138 |
| yoy | -12% | -70% | 11% | 10% | 10% |
| 毛利率 | 45.7% | 34.4% | 35.0% | 35.8% | 36.4% |
| 总营收 | 7067 | 3650 | 4076 | 4507 | 4980 |
| yoy | 1% | -48% | 12% | 11% | 10% |
| 毛利率 | 58.6% | 58.5% | 58.8% | 59.1% | 59.3% |
| 销售费用率 | 22.8% | 30.6% | 29.0% | 26.0% | 24.0% |
| 管理费用率 | 13.1% | 14.8% | 14.8% | 14.8% | 14.8% |
| 财务费用率 | 0.2% | 0.9% | -0.6% | -0.5% | -0.6% |

资料来源：ifind，公司 2024-2025 年财报，长城证券产业金融研究院

图表26：可比公司估值情况（单位：亿元）

| 所属市场 | 股票代码 | 股票简称 | 市值 | 归母净利润 | | 归母净利润yoy | | PE | | PEG | |
|------|--------|------|------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E |
| A股 | 600702 | 舍得酒业 | 152 | 4 | 5 | 66% | 27% | 41 | 32 | 0.6 | 1.2 |
| | 600809 | 山西汾酒 | 1670 | 129 | 141 | 6% | 9% | 14 | 13 | 2.3 | 1.4 |
| | 002304 | 洋河股份 | 749 | 41 | 46 | 14% | 12% | 21 | 18 | 1.5 | 1.5 |
| | 600779 | 水井坊 | 160 | 5 | 6 | 13% | 21% | 36 | 31 | 2.7 | 1.5 |
| 平均值 | | | | | | | | 28 | 24 | 1.8 | 1.4 |
| 港股 | 06979 | 珍酒李渡 | 251 | 7 | 9 | 28% | 23% | 41 | 34 | 1.5 | 1.5 |

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院（注：市值取 2026 年 4 月 21 日，预测为 ifind 机构一致预期）

风险提示

宏观经济复苏不及预期。 白酒消费与宏观经济景气度有一定相关性，若国内经济复苏节奏慢于预期，居民消费信心和商务活动恢复受阻，可能导致终端动销放缓，进而影响公司产品销量及价格体系。

行业竞争加剧。 白酒行业集中度持续提升，头部企业加大次高端价格带投入，区域名酒亦加速全国化布局。若行业竞争进一步加剧，公司可能在渠道扩张、新品推广等方面面临更大的市场压力，费用率存在上行风险。

万商联盟模式推广效果不及预期。 万商联盟是公司渠道变革的核心抓手，目前已在部分重点市场验证其可行性。但随着联盟商数量持续扩张，若公司对价盘管控、经销商激励、终端动销的平衡能力不足，可能导致价盘松动或经销商流失，影响模式的可持续性。

新品动销不及预期。 公司推出的大珍、珍十五第五代及牛市啤酒等新品，是未来收入增长的重要驱动力。若消费者对新品接受度低于预期，或竞品在同一价格带实施强力促销，可能导致新品放量节奏放缓，拖累整体收入增长。

食品安全风险。 白酒生产涉及原料采购、酿造、勾调、包装等多个环节，若公司在任一环节出现质量控制疏漏，可能导致产品安全事故。

测算数据可能与实际数据不一致的风险。 本报告中涉及的各项测算数据均基于特定假设条件，存在不确定性。若实际情况与假设不符，可能导致实际结果与测算数据产生差异。

财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 货币资金 | 1,971 | 5,341 | 6,114 | 6,760 | 7,470 | 营业额 | 7,067 | 3,650 | 4,076 | 4,507 | 4,980 |
| 应收账款 | 418 | 152 | 168 | 183 | 199 | 销售成本 | 2,924 | 1,516 | 1,679 | 1,844 | 2,028 |
| 预付款项、按金及其他应收款项 | 295 | 189 | 191 | 211 | 233 | 销售费用 | 1,611 | 1,118 | 1,182 | 1,172 | 1,195 |
| 存货 | 7,503 | 9,186 | 9,198 | 9,600 | 10,000 | 管理费用 | 929 | 539 | 602 | 666 | 736 |
| 其他流动资产 | 4,268 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | 13 | 33 | -23 | -24 | -30 |
| 流动资产总计 | 14,456 | 14,867 | 15,670 | 16,754 | 17,902 | 营业利润 | 1,590 | 444 | 636 | 849 | 1,051 |
| 固定资产 | 3,733 | 5,120 | 4,874 | 4,628 | 4,382 | 其他非经营损益 | 305 | 278 | 291 | 291 | 291 |
| 其他非流动资产 | 153 | 149 | 149 | 149 | 149 | 税前利润 | 1,894 | 722 | 927 | 1,140 | 1,342 |
| 非流动资产合计 | 5,151 | 5,269 | 5,023 | 4,778 | 4,532 | 所得税 | 571 | 183 | 236 | 290 | 341 |
| 资产总计 | 19,607 | 20,136 | 20,694 | 21,532 | 22,433 | 税后利润 | 1,324 | 538 | 692 | 850 | 1,001 |
| 短期借款 | 510 | 593 | 854 | 955 | 889 | 归属于非控股股东利润 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1,425 | 2,315 | 1,840 | 1,768 | 1,778 | 归属于母公司股东利润 | 1,324 | 538 | 692 | 850 | 1,001 |
| 其他流动负债 | 3,669 | 3,190 | 3,494 | 3,750 | 4,057 | EBITDA | 2,260 | 755 | 1,150 | 1,362 | 1,558 |
| 流动负债合计 | 5,604 | 6,098 | 6,187 | 6,473 | 6,724 | NOPLAT | 1,120 | 356 | 457 | 615 | 762 |
| 长期借款 | 0 | 361 | 379 | 379 | 379 | EPS(元) | 0.39 | 0.16 | 0.20 | 0.25 | 0.30 |
| 其他非流动负债 | 51 | 66 | 66 | 66 | 66 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 51 | 427 | 445 | 445 | 445 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 5,655 | 6,525 | 6,632 | 6,918 | 7,168 | 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | | |
| 储备 | 13,952 | 13,612 | 13,612 | 13,612 | 13,612 | 营收额增长率 (%) | 0.5 | -48.3 | 11.7 | 10.6 | 10.5 |
| 归属于母公司股东权益 | 13,952 | 13,612 | 14,061 | 14,614 | 15,265 | EBIT增长率 (%) | -34.0 | -60.4 | 19.8 | 23.4 | 17.6 |
| 归属于非控股股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA增长率 (%) | -0.3 | -0.7 | 0.5 | 0.2 | 0.1 |
| 权益合计 | 13,952 | 13,612 | 14,061 | 14,614 | 15,265 | 税后利润增长率 (%) | -43.1 | -59.3 | 28.4 | 23.0 | 17.8 |
| 负债和权益合计 | 19,607 | 20,136 | 20,694 | 21,532 | 22,433 | 盈利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率 (%) | 58.6 | 58.5 | 58.8 | 59.1 | 59.3 |
| | | | | | | 净利率 (%) | 18.7 | 14.8 | 17.0 | 18.9 | 20.1 |
| | | | | | | ROE (%) | 9.5 | 4.0 | 4.9 | 5.8 | 6.6 |
| | | | | | | ROIC (%) | 8.8 | 2.5 | 3.8 | 4.9 | 6.0 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | | 估值倍数 | | | | | |
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | P/E | 21.7 | 53.2 | 41.5 | 33.7 | 28.6 |
| 税后经营利润 | 1,111 | 331 | 474 | 633 | 784 | P/S | 4.1 | 7.9 | 7.0 | 6.4 | 5.8 |
| 折旧与摊销 | 352 | 0 | 246 | 246 | 246 | P/B | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 1.9 |
| 财务费用 | 13 | 33 | -23 | -24 | -30 | 股息率 (%) | 2.4 | 0.0 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| 其他经营资金 | -695 | -1,250 | -201 | -253 | -122 | EV/EBIT | 0.3 | -1.9 | -1.8 | -1.6 | -1.7 |
| 经营性现金净流量 | 781 | -886 | 496 | 602 | 878 | EV/EBITDA | 0.2 | -1.9 | -1.4 | -1.3 | -1.4 |
| 投资性现金净流量 | -767 | 0 | 217 | 217 | 217 | EV/NOPLAT | 0.5 | -4.1 | -3.5 | -3.0 | -2.9 |
| 筹资性现金净流量 | -216 | 0 | 60 | -173 | -386 | | | | | | |
| 现金流量净额 | -202 | -886 | 774 | 646 | 709 | | | | | | |

资料来源: ifind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|----------------------|------------------------------|------|---------------------|
| 买入 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上 | 强于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现战胜市场 |
| 增持 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间 | 中性 | 预期未来6个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间 | 弱于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上 | | |
| 行业指中信一级行业，市场指沪深300指数 | | | |

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>



北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686