仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

食品饮料

2026 年 07 月 07 日

会稽山 (601579)

—— 行业翘楚志在变革，目标清晰奋勇争先

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：	2026 年 07 月 06 日
收盘价（元）	14.77
一年内最高/最低（元）	27.49/13.77
市净率	1.8
股息率%（分红/股价）	2.03
流通 A 股市值（百万元）	7,082
上证指数/深证成指	4,041.24/15,416.80

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	8.11
资产负债率%	18.47
总股本/流通 A 股(百万)	479/479
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师
王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com
联系人
王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **行业：几经沉浮，价值低估。**当前黄酒品类价值相对较低，痛点主要系：1）前期定位不清，同质化低价竞争，黄酒品类价值提升迟滞；黄酒核心品牌、大单品打造欠缺，导致 2）消费区域相对集中，全国化扩张不力，3）消费群体扩张不畅，原有消费者数量逐步萎缩。2023 年规模以上黄酒企业的营业收入 85.5 亿元，同比下降 15.88%，累计实现利润 15.6 亿元，同比增长 22.7%，亏损企业累计亏损额 0.61 亿元。但伴随 1）当前重度饮酒人群年龄提升，对低度、健康化酒类产品需求增大；2）悦己消费背景下，年轻消费群体对多样化酒类产品需求增大，黄酒有望获得差异化发展机遇。
- **格局优化，积极求变。**伴随行业持续出清，行业竞争格局显著优化，行业翘楚直面痛点，携手求变。黄酒行业 CR3 市占率从 2014 年的 18.2%提升至 2025 年的 48.8%，其中 2025 年古越龙山、会稽山、金枫酒业市占率分别为 21.4%、21.3%、6.2%。头部企业市占率加快提升一则是收并购带来规模扩张，二则是头部公司在产品和渠道等各方面变革带来的竞争力提升。头部酒企对破局逐步形成共识，携手提价、高端化大单品打造等积极转变频发，黄酒行业有望逐步实现品类价值回归。
- **会稽山：股权理顺，机制灵活。**2022 年中建信控股入主，随着董事长、总经理等新管理团队陆续焕新，公司组织架构顺利更迭。公司民营企业属性具备一定机制优势：战略调整坚定及时，营销组织变革高效，人员规模快速扩张。费用投放高举高打，宣传推广费用持续提升。会稽山作为黄酒行业翘楚近年来营收稳步提升，2020-2025 年，公司营业收入由 11.08 亿元提升至 18.22 亿元。
- **战略清晰，志在变革。**公司近年战略锚定“高端化、年轻化、全国化”，锐意进取以期实现品类破局。高端化方面，公司着手塔基、腰部产品提价升级及高端产品打造，1）积极推动纯正五年等塔基产品提价，同时推动主力产品向 1743 等腰部产品升级；2）公司大力布局高端“兰亭”系列，订单及动销端屡获推进。年轻化方面，公司通过品类创新，线上线下并举触达年轻消费群体。打造气泡黄酒“一日一熏”等年轻化单品，并保持新品类持续研发出新。全国化方面，公司加大费用投放，线下渠道拓张，强化场景打造及市场覆盖率提升；线上品牌造势，年轻化单品通过抖音直播等方式实现区域破圈，抢占年轻用户心智。
- **首次覆盖给予“增持”评级。**预测 2026~2028 年公司实现营业收入 20.6/23.0/25.6 亿，分别同比增长 12.9%/12.0%/11.2%；归母净利润 2.9/3.3/3.8 亿，分别同比增长 17.1%/14.7%/14.3%，最新收盘价对应 PE 分别为 25/22/19 倍。与可比公司 2027~2028 年估值均值 23/20 倍比较公司仍存在合理空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **核心风险假设：**高端化及年轻化推动不及预期；食品安全问题；竞争格局恶化。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,822	500	2,056	2,302	2,560
同比增长率（%）	11.7	3.9	12.9	12.0	11.2
归母净利润(百万元)	245	120	286	328	375
同比增长率（%）	24.7	28.0	17.1	14.7	14.3
每股收益（元/股）	0.52	0.25	0.60	0.68	0.78
毛利率（%）	56.7	61.6	57.0	57.6	58.4
ROE（%）	6.5	3.1	7.1	7.9	8.6
市盈率	29		25	22	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给予“增持”评级。预测 2026~2028 年公司实现营业收入 20.6/23.0/25.6 亿，分别同比增长 12.9%/12.0%/11.2%；归母净利润 2.9/3.3/3.8 亿，分别同比增长 17.1%/14.7%/14.3%，最新收盘价对应 PE 分别为 25/22/19 倍。与可比公司 2027~2028 年估值均值 23/20 倍比较公司仍存在合理空间，首次覆盖，给予 “增持”评级。

关键假设点

收入端：预测伴随公司高端化战略持续推进，预计 2026~2028 年公司中高档酒业务收入分别同比增长 19.2%/16.9%/15.3%；同时公司塔基产品稳定提价，预计 2026~2028 年公司普通黄酒业务收入维持稳定。**利润端：**伴随产品结构提升预测 2026~2028 年公司毛利率分别为 57%/58%/58%。同时公司由于 2026~2028 公司仍处于变革转型期，费用投放预计保持稳中有增趋势。

有别于大众的认识

格局优化，积极求变。伴随行业持续出清，行业竞争格局显著优化。头部企业市占率加快提升一则是收并购带来规模扩张，二则是头部公司在产品和渠道等各方面变革带来的竞争力提升。头部酒企对破局逐步形成共识，携手提价、高端化大单品打造等积极转变频发，黄酒行业有望逐步实现品类价值回归。

战略清晰，志在变革。公司近年战略锚定“高端化、年轻化、全国化”，锐意进取以期实现品类破局。高端化方面，公司着手塔基、腰部产品提价升级及高端产品打造，1）积极推动纯正五年等塔基产品提价；同时推动主力产品向 1743 等腰部产品升级；2）公司大力布局高端“兰亭”系列，订单及动销端屡获推进。年轻化方面，公司通过品类创新，线上线下并举触达年轻消费群体。打造气泡黄酒“一日一熏”等年轻化单品，并保持新品类研发出新。全国化方面，公司加大费用投放，线下渠道拓张，强化场景打造及市场覆盖率提升；线上品牌造势，年轻化单品通过抖音直播等方式实现区域破圈，抢占年轻用户心智。

股价表现的催化剂

1)高端化年轻化屡获推动。伴随公司战略持续落地，产品结构有望得到提升，从而未来业绩预期上修。2)产品顺利提价。若部分产品提价能够使渠道利润得到修复、渠道积极性增加，则业绩有望稳步提升。3)电商渠道高速增长。若公司能够持续拓宽电商合作方式，开展多样的线上营销推广活动，将为公司多渠道经营注入活力。

核心假设风险

1）提价效果不及预期。若提价最终未能实现渠道利润结构优化，将影响渠道积极性，并阻碍品类价值稳步提升。2）高端化年轻化推进缓慢。消费习惯与认知改变较慢，而消费者需求日益多元，若新渠道、新产品等未能实现有效引流，则会限制公司未来业绩增长空间。3）市场竞争加剧。竞争加剧可能会引起低价恶性竞争，不利于产品创新和高端化布局，将压制公司盈利能力。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1. 黄酒行业：直面困局，积极求变，价值重构 6
1.1 痛点：行业规模缩小，消费群体狭窄，产品价值受限 6
1.2 变化：行业集中度提升，头部企业引导产业变革 8
2. 会稽山：历史深厚，机制灵活，奋勇争先 11
2.1 黄酒行业翘楚，历史底蕴深厚 11
2.2 股权结构理顺，市场机制灵活 13
2.3 营收稳中有进，费用高举高打 15
3. 改革破局：目标清晰，产品升级，渠道变革 17
3.1 聚焦核心单品，注重高端化及年轻化布局 17
3.2 线下“梯次开发”实现区域扩展，线上积极探索布局电商渠道 19
4. 盈利预测与估值 21
4.1 空间测算 21
4.2 盈利预测 22
5. 风险提示 23

图表目录

图 1：黄酒不同品类特点 6
图 2：规模以上黄酒企业营收及同比（亿元，%） 7
图 3：规模以上黄酒企业利润及同比（亿元，%） 7
图 4：2025 年古越龙山营业收入地域分布 7
图 5：2025 年会稽山营业收入地域分布 7
图 6：各黄酒公司收购情况 9
图 7：黄酒头部企业占规上企业营收占比 9
图 8：黄酒头部企业占规上企业利润占比 9
图 9：2015-2025 年规模以上黄酒企业数量 10
图 10：2015-2025 黄酒头部企业吨酒价格（万元） 11
图 11：会稽山发展历程 12
图 12：2020-2025 公司营业收入及同比（亿元，%） 12
图 13：2020-2025 公司归母净利润及同比（亿元，%） 12
图 14：会稽山股权近年变更情况 13
图 15：会稽山股权结构（截至 2025 年） 13
图 16：会稽山员工结构与销售人员平均工资（万元） 14
图 17：会稽山不同类型产品营收占比（%） 15
图 18：会稽山不同类型产品营收及同比（亿元，%） 15
图 19：会稽山不同类型产品销量及同比（吨，%） 16
图 20：会稽山不同类型产品销售均价及同比（元/升，%） 16
图 21：会稽山销售及研发费用率（%） 16
图 22：会稽山广告宣传促销费用及同比（万元，%） 16
图 23：会稽山“兰亭大师”产品 18
图 24：会稽山“兰亭国潮”产品 18
图 25：会稽山 1743 冰饮 19
图 26：一日一熏气泡黄酒 19
图 27：会稽山各区域收入构成（万元） 19
图 28：会稽山各区域经销商数量 19
图 ：会稽山不同渠道营收及同比（亿元） .....

图 30：会稽山线上平台中高端黄酒营收及同比（亿元，%）.....20

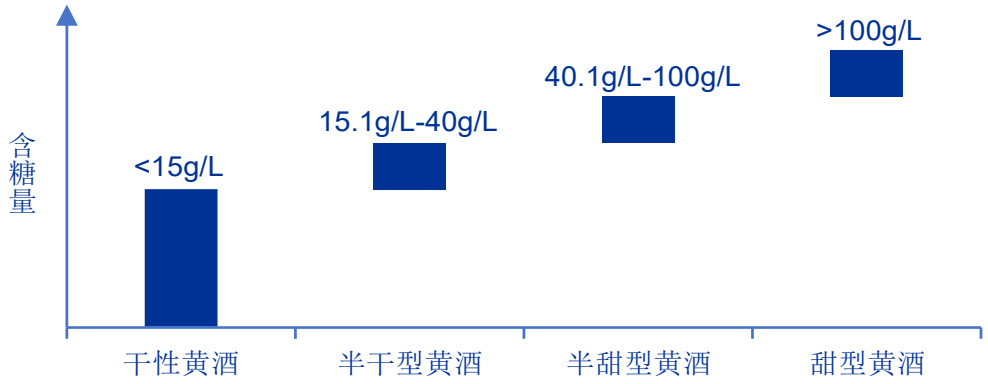
表 1：黄酒行业部分主流产品价格.....8
表 2：黄酒头部企业积极提价优化利润结构.....10
表 3：会稽山管理层相关信息.....14
表 4：公司三大事业部基本情况.....14
表 5：会稽山核心产品示意表.....17
表 6：黄酒消费主流区域啤白酒消费能力较强.....21
表 7：公司高端化及年轻化产品空间弹性测算.....21
表 8：公司营业收入拆分（百万元）.....22
表 9：可比公司估值.....23

1. 黄酒行业：直面困局，积极求变，价值重构

黄酒作为一种低度发酵酒，是我国历史最悠久的酒种，也是世界三大古酒之一。黄酒以稻米、黍米、小米、玉米、小麦、水等原料，主要采用液态（或半固态）发酵法，通过加曲（或糖化发酵剂）、糖化、发酵、压榨、过滤 、煎酒（除菌）、贮存、勾调而成。在元代蒸馏酒传入前，黄酒作为我国主流酒种广受美誉，明清依然盛行，建国后黄酒亦屡获评国家名酒，多次作为国宴用酒。根据含糖量的不同，黄酒一般被划分为干型、半干型、半甜型、甜型，风格各异适用不同的饮用习惯及场景。

图 1：黄酒不同品类特点

雅称	元红	加饭、花雕	善酿	香雪
代表	会稽山干纯18、古越龙山元红酒	会稽山加饭酒、女儿红花雕酒	咸亨善酿酒、即墨老酒善酿	古越龙山香雪酒、即墨香雪
特点	色泽橙黄清亮，醇和爽口	色泽琥珀，醇厚、柔和鲜爽	色泽深黄清亮，醇厚、鲜甜爽口	色泽深红透亮，鲜甜醇厚

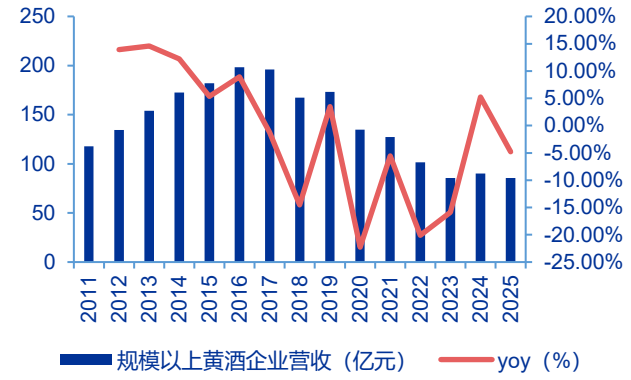


资料来源：《黄酒》(GB/T13662-2018)、申万宏源研究

1.1 痛点：行业规模缩小，消费群体狭窄，产品价值受限

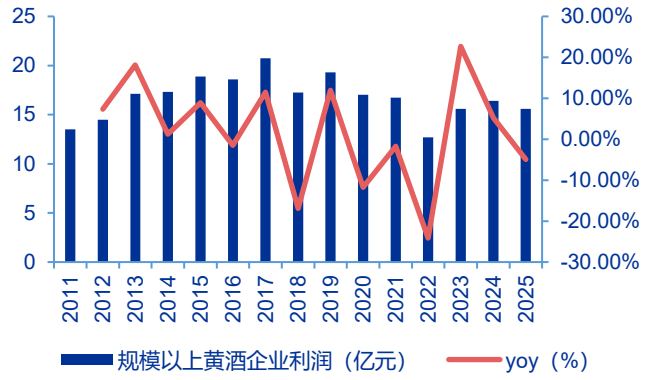
存量竞争背景下黄酒行业规模缩小，盈收水平增长缓慢。20 世纪前叶，黄酒由于酿酒材料供给紧缺，消费意见领袖变迁等原因，行业发展逐步式微。21 世纪以来，伴随国内宏观经济持续向好，黄酒行业呈现较快的发展趋势。2016 年规模以上黄酒企业营业收入达到 198.2 亿元，同比增长 8.95%。2017-2023 年，在白酒及新兴酒饮品类等竞争下，黄酒产业连续多年呈现下滑态势，规模以上黄酒企业营业收入和利润整体下降，与其他酒业存在差距。根据中国酒业协会数据，2023 年全国黄酒生产企业完成销售收入 210 亿元，同比增长 2.1%，实现利润总额 19.5 亿元，同比增长 8.5%。而 2023 年酒类整体营业收入为 10802.6 亿元，黄酒占比仅为 1.94%，远低于白酒和啤酒。其中，2023 年规模以上黄酒企业的营业收入 85.47 亿元，同比下降 15.88%，累计实现利润 15.58 亿元，同比增长 22.68%，亏损企业累计亏损额 0.61 亿元。

图 2：规模以上黄酒企业营收及同比（亿元，%）



资料来源：中国酒业协会，国家统计局，申万宏源研究

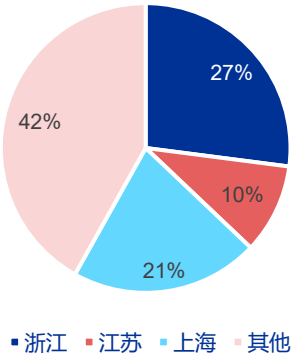
图 3：规模以上黄酒企业利润及同比（亿元，%）



资料来源：中国酒业协会，国家统计局，申万宏源研究

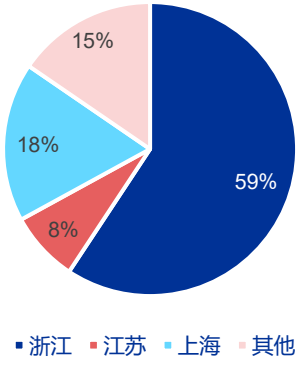
黄酒行业规模承压主要由于区域集中背景下，销量扩容有限及行业提价不畅导致的价值低估。消费群体集中在江浙沪区域，全国市场拓展不足。2025 年会稽山营业收入在浙江/江苏/上海/其他占比分别为 59%/8%/18%/15%；古越龙山营业收入在浙江/江苏/上海/其他占比分别为 27%/10%/21%/42%。由于历史分工原因，古越龙山在江浙沪以外的地区体量相对更大但体量低于 45%；会稽山在浙江市场具备较强的竞争优势。相较于白酒和啤酒，当前黄酒行业缺乏有效的推广，其市场转化主要依靠区域内自饮消费习惯沉淀，导致消费群体狭窄，全国市场拓展不足。

图 4：2025 年古越龙山营业收入地域分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2025 年会稽山营业收入地域分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究

在资源分散与同质化竞争的双重制约下，黄酒企业难以孵化具备市场突破力的核心大单品，因此即使黄酒头部企业进行小幅提价升级，长周期来看平均销售价格提升幅度仍然有限。目前市面上主流的黄酒多为 3-5 年陈，价格普遍在 10-30 元/500ml 左右。经过 20 多年的行业发展，黄酒主流价格区间涨幅较为平缓，相较于白酒等品类的价格跃升态势，其提升速度明显滞后于中国酒类市场的消费升级进程。

- **从需求端看，**此前黄酒消费仍集中在家庭日常自饮（部分消费者甚至难以将黄酒与料酒区分），宴请场景相对较少，黄酒主流产品的价位长期保持在较低大众消费价格带，长周期来看未出现大幅增长。

- **从供给端看，**1）此前黄酒企业进行低价竞争，通过压缩自身利润空间换取渠道资源倾斜，这种战略选择一方面导致差异化创新投入受限，另一方面使得高端化布局推进乏力，因此黄酒核心产品体系的建立和产品升级迭代并不顺利。2）行业普遍存在产品矩阵冗杂的特征，单一品牌通过调整酒体年份、包装规格形成的产品组合可达千款量级。

表 1：黄酒行业部分主流产品价格

品牌	名称	价格（元/500ml）
古越龙山	清醇三年	12.0
	花雕金三年	11.6
	5 年陈花雕酒	15.8
	中央库藏金五年	16.7
	沈永和花雕五年陈酿	11.0
	二十年陈香国酿 1959 青玉	593.7
会稽山	纯正五年	25.0
	唐宋典藏五年	11.6
	品酒大师八年陈	31.2
	会稽山 1743	45.0
	002 高度黄酒	19.8
	国潮兰亭	399.5
金枫	和酒三年陈	8.0
	和酒五年陈	11.9
	金色年华 5 年陈	20.7
	石库门红标 6 年	31.3
沙洲	优黄五年陈	22.0

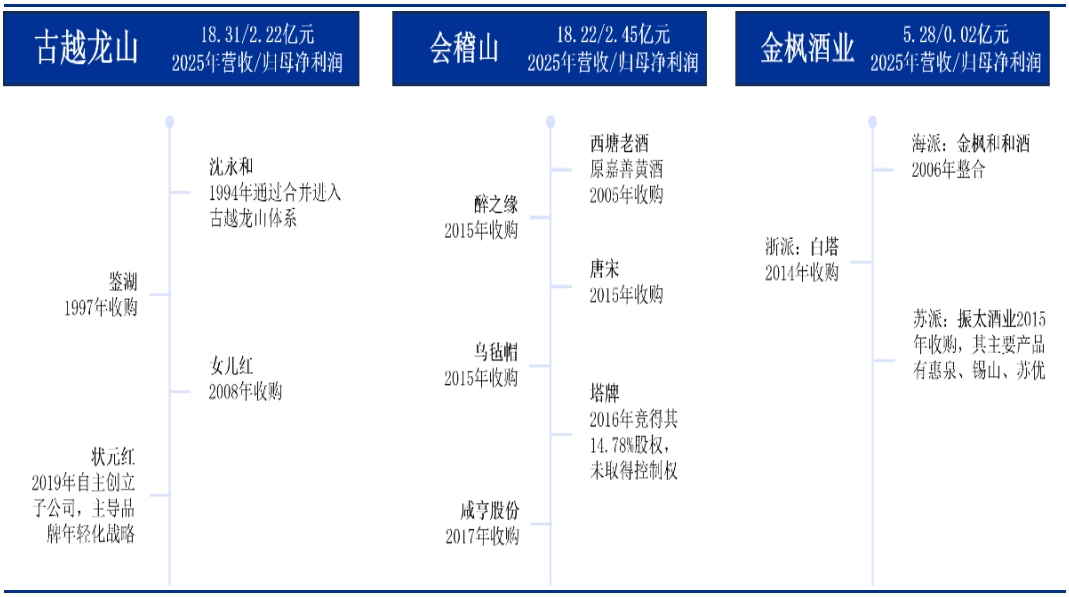
资料来源：公司官网，天猫淘宝，京东，申万宏源研究

1.2 变化：行业集中度提升，头部企业引导产业变革

行业集中度提升，竞争格局显著优化。20 世纪末以来，黄酒头部企业通过不断收购其他品牌，降低品牌间的竞争程度，充分利用渠道和资源进行市场扩张，逐步提高行业集中度。古越龙山在 1997 年和 2009 年分别收购了鉴湖和女儿红，会稽山在 2005 年和 2015 年分别收购了嘉善黄酒、乌毡帽和唐宋等品牌，2017 年收购咸亨股份和塔牌的部分股份。金枫酒业在自身整合后于 2014 ~2015 年收购了白塔及无锡振太。

仅供内部参考，请勿外传！

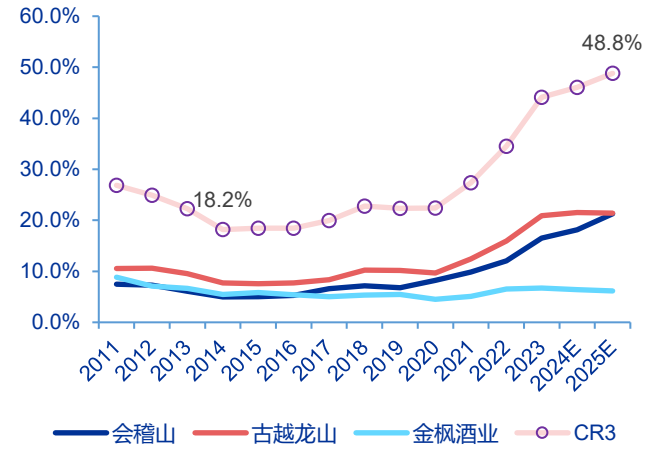
图 6：各黄酒公司收购情况



资料来源：公司官网，申万宏源研究

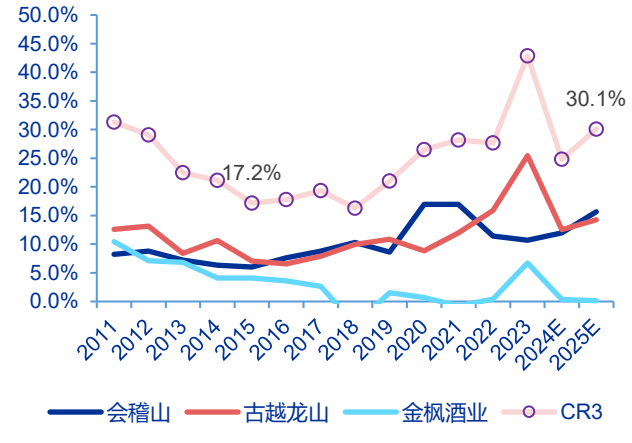
黄酒头部企业通过逐渐提高市场集中度，有望形成合力，共同推动黄酒行业复苏。2015-2025 年，规模以上黄酒企业数量呈现下降态势，2025 年规模以上黄酒企业数量为 76 家，相比 2015 年减少了 27 家。同时黄酒行业 CR3 市占率（占规上企业营收）从 2014 年的 18.2%快速提升至 2025 年的 48.8%，其中 2025 年古越龙山、会稽山、金枫酒业市占率分别为 21.4%、21.3%、6.2%。头部企业市占率加快提升主要系，1）收并购带来规模扩张，2）各公司在产品和渠道等方面变革带来的竞争力提升。

图 7：黄酒头部企业占规上企业营收占比



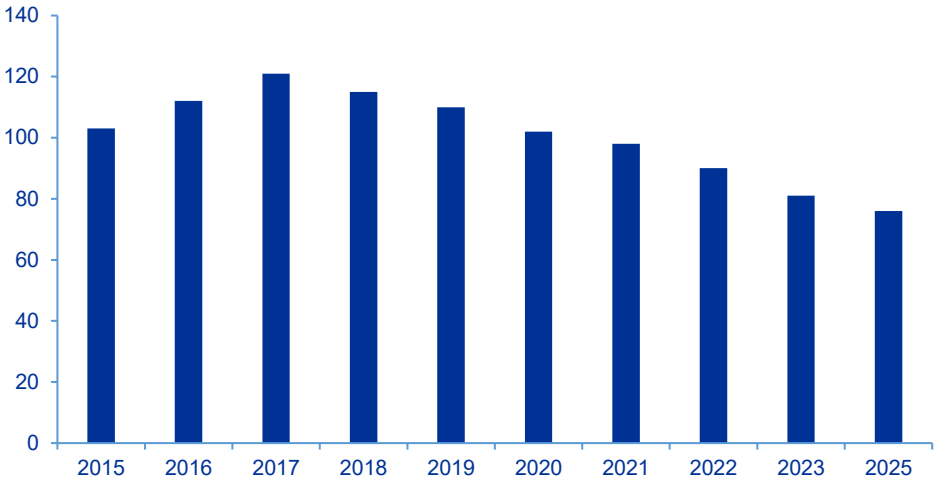
资料来源：中国酒业协会，申万宏源研究

图 8：黄酒头部企业占规上企业利润占比



资料来源：中国酒业协会，申万宏源研究

图 9：2015-2025 年规模以上黄酒企业数量



资料来源：中国酒业协会，申万宏源研究

头部酒企共同提价，努力实现价值修复。伴随产能出清，头部酒企携手推动品类结构提升，近年来维持大单品定期提价。2025 年 4 月会稽山及古越龙山分别发布提价公告。对纯正系列、清醇三年、五年陈等大单品进行整体提价，积极修复渠道利润。同时各头部酒企对产品矩阵、渠道策略、价格管控等多方面进行协同调整，以优化原有渠道利润分配结构。叠加头部酒企积极推进高端化建设，推动结构升级。多项并举，黄酒行业有望逐步实现品类价值稳步提升。

表 2：黄酒头部企业积极提价优化利润结构

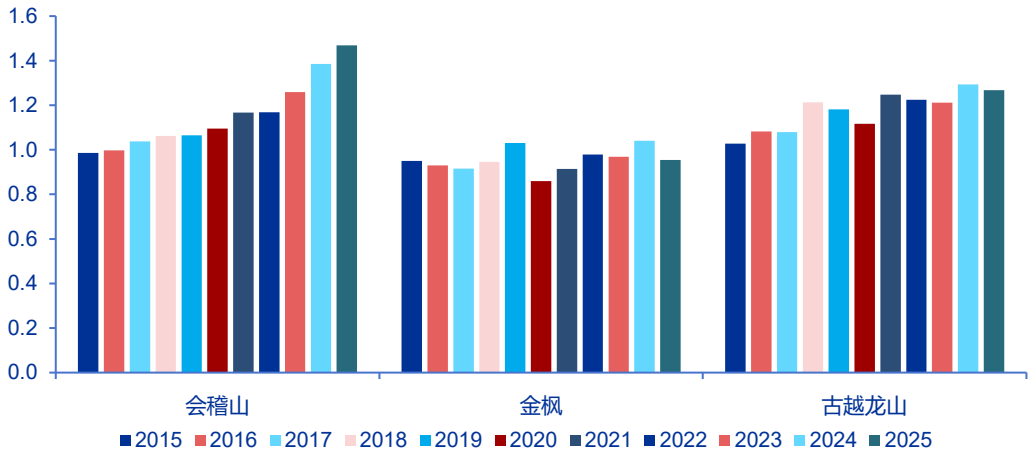
公司名称	公告时间	公告内容
会稽山	2016.5.27	自 2016 年 6 月 1 日起上调部分产品的价格：纯正五年系列产品提价幅度为 5-8%；部分普通坛酒提价幅度为 8 - 15%；东风系列壶装黄酒产品提价幅度为 5-10%；东风系列糟烧白酒产品提价幅度为 5-20%。
	2016.12.27	自 2017 年 1 月 1 日起，公司上调纯正五年系列产品的价格，提价幅度为 6%；自 2017 年 1 月 25 日起，公司上调陈年酒系列产品的价格，提价幅度为 11%。
	2025.4.1	自 2025 年 4 月 1 日起，对公司部分重点产品的销售价格进行调整，纯正系列黄酒产品提价幅度为 4-5%，三年陈系列黄酒产品提价幅度为 6-9%，坛装系列、花雕系列黄酒产品提价幅度为 1-9%。
古越龙山	2016.4.1	已于 2016 年 3 月 15 日起陆续上调部分产品的价格：部分普通坛酒提价幅度为 12 - 14%；传统型 500ml 三年陈系列产品提价幅度为 7 - 10%；清爽型 500ml 三年陈系列产品提价幅度为 5 - 6%。
	2016.5.6	自 2016 年 5 月 20 日起上调传统型五年陈系列，提价幅度为 7%—10%。
	2016.5.24	女儿红公司决定自 2016 年 5 月起上调产品价格：五年陈系列及以下大众化产品，提价幅度为 5%；五年陈以上到十年陈系列产品，提价幅度为 10%；部分定牌产品，提价幅度为 15%。
	2018.1.25	自 2017 年 10 月起上调了部分产品的价格：坛酒系列，提价幅度为 12%；清爽型黄酒，提价幅度为 8.4%；部分库藏十年、十五年、二十年年份酒，提价幅度为 7.5%；普通年份酒，提价幅度为 11.6%。 后续提价计划将于 2018 年 3 月底前执行：小坛加饭，提价幅度为 15%；清醇系列产品，提价幅度为 10%。
	2019.5.25	自 2019 年 6 月 10 日起上调产品价格： 库藏五年、六年系列产品，提价幅度为 8.43%；东方原酿系列产品，提价幅度为 8.02%。
	2021.12.24	自 2022 年 1 月 20 日起公司决定对部分产品价格进行调整：青花醉系列，提价幅度为 10% - 20%；清纯（醇）系列，提价幅度为 .%　- %；库藏系列，提价幅度为 % - %；果酒、浮雕、花色品种、状元红等其他产品，

		提价幅度为 5% - 20%。
	2023.11.29	自 2023 年 12 月 10 日起对部分五年陈及以下普通产品价格进行调整，提价幅度为 2% - 5%。
	2025.4.2	自 2025 年 4 月 22 日起对公司部分重点产品的销售价格进行调整：彩包花雕（加饭）系列黄酒产品提价幅度为 2%-5%；清醇三年系列黄酒产品提价幅度为 4%-8%；部分坛酒系列黄酒产品提价幅度为 8%-9%；部分五年陈系列黄酒产品提价幅度为 5%-12%；部分青花醉产品提价幅度为 2%-5%；女儿红桶装酒系列黄酒产品提价幅度为 3%-5%；女儿红老酒系列黄酒产品提价幅度为 2%-5%。
金枫酒业	2018.3.16	自 2018 年 4 月 1 日起上调部分产品价格： 石库门高档系列产品平均提价幅度为 6.5%；金色年华系列产品平均提价幅度为 5%；和酒中档系列产品平均提价幅度为 3%；侬好部分系列产品平均提价幅度为 9%。

资料来源：公司公告、微酒、申万宏源研究

吨酒价格整体提升，提价效果略显成效。2015-2025 年，会稽山吨酒价格逐年上升，由 2015 年 0.99 万元/吨提升到 1.47 万元/吨；古越龙山吨酒价格呈波动上升趋势，由 2015 年的 1.03 万元/吨提升到 1.27 万元/吨；金枫酒业吨酒价格在 2020 后吨价整体上升。

图 10：2015-2025 黄酒头部企业吨酒价格（万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

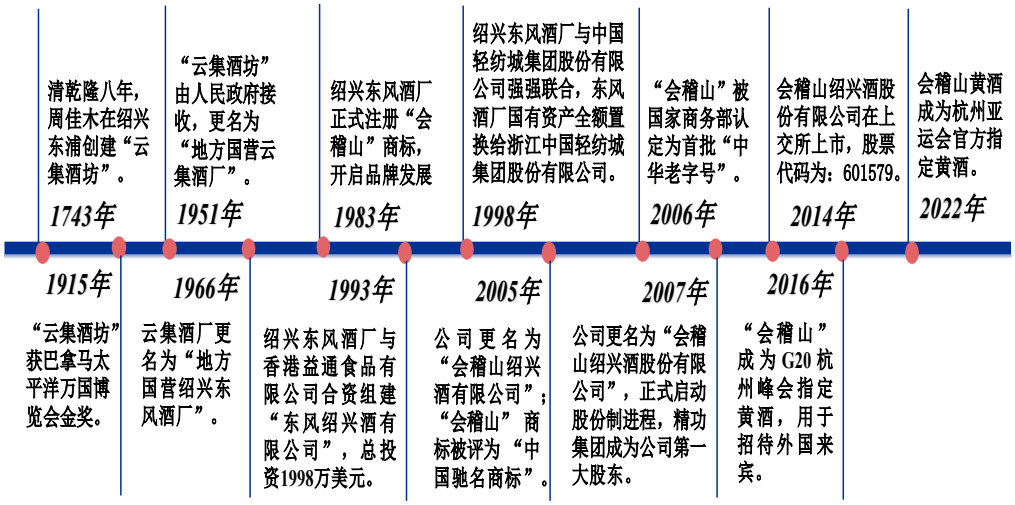
2. 会稽山：历史深厚，机制灵活，奋勇争先

2.1 黄酒行业翘楚，历史底蕴深厚

会稽山绍兴酒业有限公司品牌历史悠久。公司前身最早可以追溯到 1743 年周佳木在绍兴东浦创建的“云集酒坊”。1951 年，云集酒坊由人民政府接收，更名为地方国营云集酒厂，1966 年再次更名为地方国营绍兴东风酒厂。1993 年，绍兴东风酒厂与香港益通食品有限公司合资组建东风绍兴酒有限公司，总投资 1998 万美元。1998 年，绍兴东风酒厂与中国轻纺城集团股份有限公司强强联合，东风酒厂国有资产全额置换给浙江中国轻纺城集团股份有限公司。 年前后，公司更名为会稽山绍兴酒有限公司并被评为中国驰名商标和

中华老字号。2007 年更名为会稽山绍兴酒股份有限公司，正式启动股份制进程，精功集团成为公司第一大股东。2014 年，会稽山绍兴酒股份有限公司在上交所上市。经过 74 多年发展，会稽山成为中国黄酒行业的领军企业。2016 年至今，会稽山黄酒多次成为 G20 峰会、杭州亚运会等官方指定黄酒。

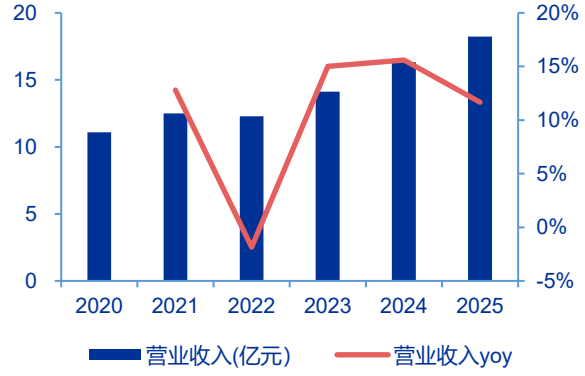
图 11：会稽山发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

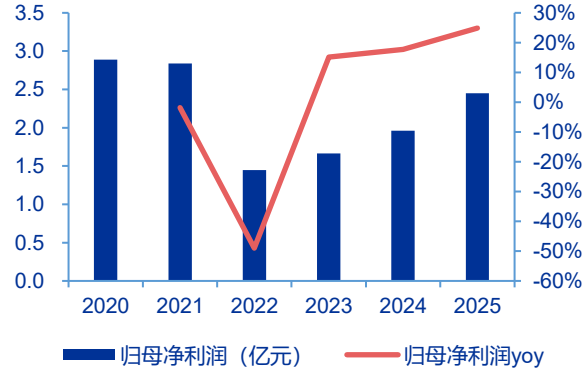
营收稳中有进，2022 年以来利润稳步提升。2020-2025 年，公司营业收入由 11.08 亿元提升至 18.22 亿元，复合增长率为 10.45%，归母净利润由 2.89 亿元下降至 2.45 亿元，复合增长率为-3.25%。公司 2022 年营业收入和归母净利润有所下滑，主要系 2022 年受到疫情反复影响销售等因素和 2021 年资产处置收益含华舍厂区及嘉善厂区房屋拆迁剩余补偿款，2022 年度公司无此收益项目等影响所致。2025 年，公司实现营业收入 18.22 亿元，同比增长 11.68%，归母净利润为 2.45 亿元，同比增长 24.88%。

图 12：2020-2025 公司营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：2020-2025 公司归母净利润及同比（亿元，%）

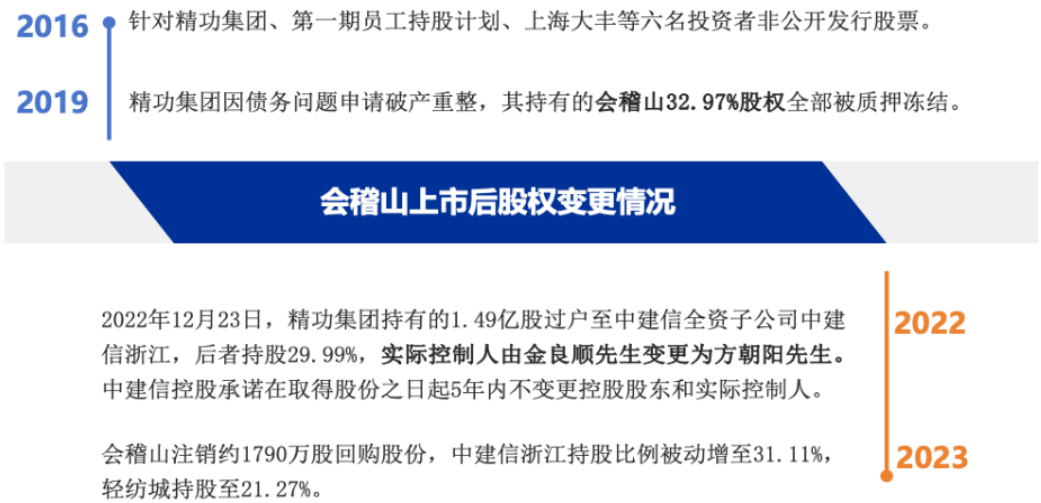


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 股权结构理顺，市场机制灵活

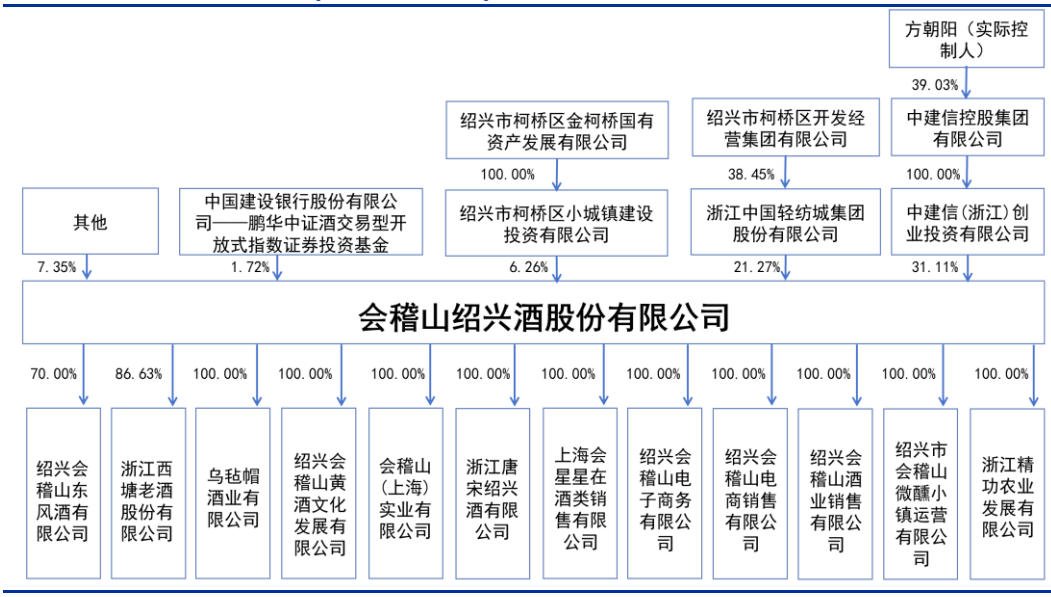
股东变更顺利完成，民营属性机制灵活。2022 年 12 月，由于原控股股东破产重整，控股股东由精功集团变更为中建信浙江公司，持股 1.49 亿股，占比 29.99%，公司实际控制人变更为方朝阳先生，通过中建信控股间接持有公司 12%的股权。2023 年回购注销后，浙江中国轻纺城集团股份有限公司持有 1.02 亿股，占比 21.27%，为第二大股东。截至 2024 年 2 月 21 日，公司完成回购 900 万股，占公司总股本的比例为 1.88%，回购目的股权激励/员工持股计划。

图 14：会稽山股权近年变更情况



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 15：会稽山股权结构（截至 2025 年）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

管理层经验丰富，年轻化、专业化团队带来发展活力。董事长方朝阳曾任职多家大型企业，管理决策经验丰富。2026 年，唐桂江任职总经理和董事。唐桂江曾任华润雪花啤酒营销中心副总经理，拥有丰富战略规划和品牌管理经验，其加盟会稽山后，继续推动产品高端化和年轻化转型，同时有望凭借其丰富的精细化营销及数据营销经验推动公司营销改革进一步提升。在董事会构成上，会稽山设置了四个专门委员会，由董事长、副董事长和独立董事组成，提高了董事会的专业性和决策效率。

表 3：会稽山管理层相关信息

姓名	职务	任职日期	个人简历
方朝阳	董事长,董事	2023/2/23	浙江省绍兴市第九届人大常委、浙江省工商联第十二届常委、上海浙江商会执行副会长、浙江省青少年发展基金会副理事长等。现任长江精工钢结构（集团）股份有限公司董事长兼总裁及公司部分子公司董事等，精工控股集团有限公司董事长、中建信控股集团有限公司董事长、会稽山绍兴酒股份有限公司董事长、浙江精工集成科技股份有限公司董事等职。
唐桂江	董事，总经理	2026/2/9	历任百威啤酒（中国）销售公司中西区高档啤酒项目经理、成都大区经理，华润雪花啤酒营销中心副总经理、四川营销中心总经理、贵州营销中心总经理、销售管理部总监。
傅祖康	副董事长,董事	2013/9/27	历任精功集团有限公司副总经理、财务总监，浙江中国轻纺城集团股份有限公司副总经理兼财务总监，会稽山第一至五届董事会副董事长、总经理等。现任会稽山第七届董事会副董事长，浙江西塘老酒股份有限公司董事长，会稽山（上海）实业有限公司执行董事，绍兴会稽山黄酒文化发展有限公司执行董事、浙江唐宋绍兴酒有限公司执行董事、乌毡帽酒业有限公司董事长、浙江中国轻纺城集团股份有限公司董事、副董事长。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

组织架构改革，双品牌事业部+全国化事业部。公司 2023 年实施组织架构变革，按品牌设立兰亭、会稽山两大事业部。2025 年公司成立全国化事业部，以期进一步激发组织活力，加速全国化推进。

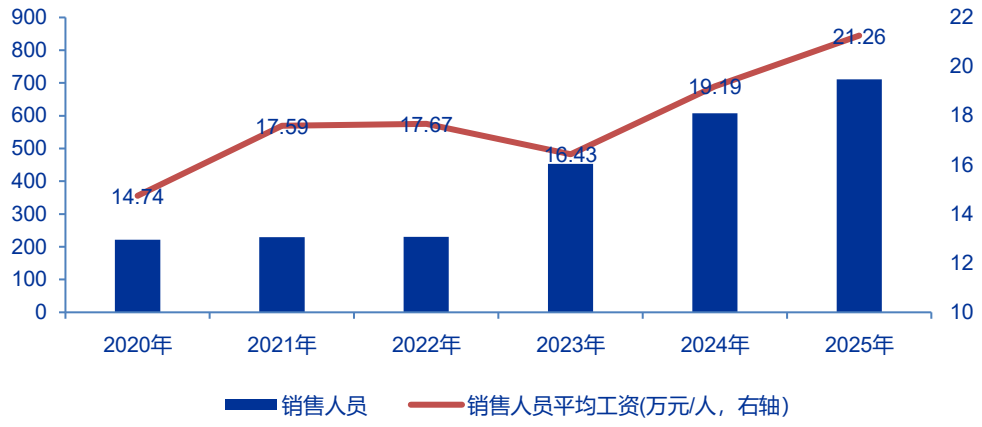
表 4：公司三大事业部基本情况

事业部	负责人	主营产品
会稽山事业部	张鑫	1743、纯正 5 年等
兰亭事业部	许宜广	兰亭大师、国潮、兰亭序等
全国化事业部	徐菲	负责江浙沪鲁皖以外的市场，以兰亭为主招商渗透

资料来源：公司公告、申万宏源研究

销售团队快速扩张，加大销售人员激励，蓄力市场拓展。2020-2025 年，公司员工总数稳步增长，销售团队自 2022 年大幅扩张，由 2022 年的 230 人增加至 2025 年的 711 人；同时公司销售人员平均工资呈上升趋势，由 2020 年 14.74 万元上涨至 21.26 万元。伴随团队扩充逐步到位，公司持续完善考核激励机制，收入与业绩强绑定充分激发团队潜能。

图： 会稽山员工结构与销售人员平均工资（万元）

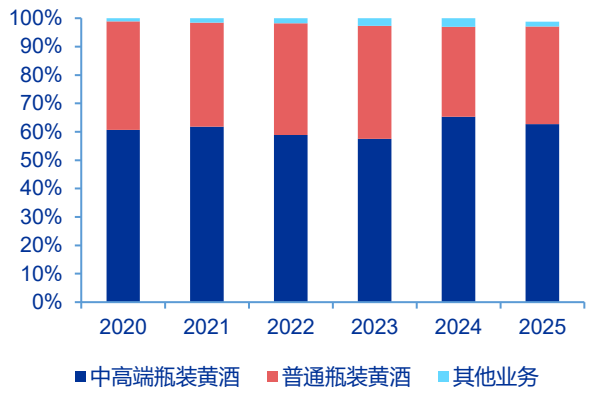


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 营收稳中有进，费用高举高打

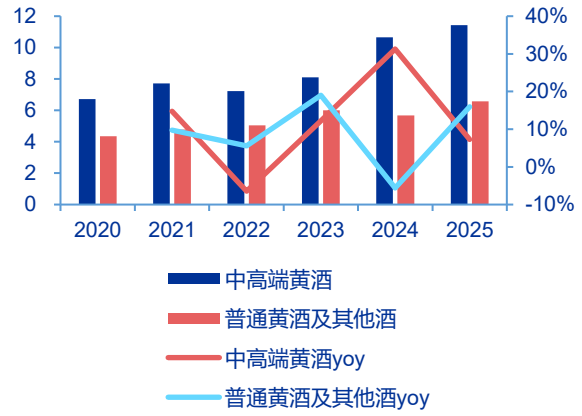
产品结构持续提升，中高端黄酒占比稳步提升。从营收角度看，2020-2025 年公司普通黄酒及其他营收 CAGR 为 8.59%，表现出稳定发展的态势。其中，2025 年普通黄酒及其他实现营业收入 6.57 亿元，同比上升 15.99%，占总营收比重为 36.08%。2020-2025 年中高端黄酒收入占比从 60.71%增长至 62.68%，成为公司营业收入主力。2020-2025 年公司中高端黄酒营业收入分别为 6.73/7.72/7.23/8.11/10.65/11.42 亿元，CAGR 为 11.16%。

图 17：会稽山不同类型产品营收占比（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

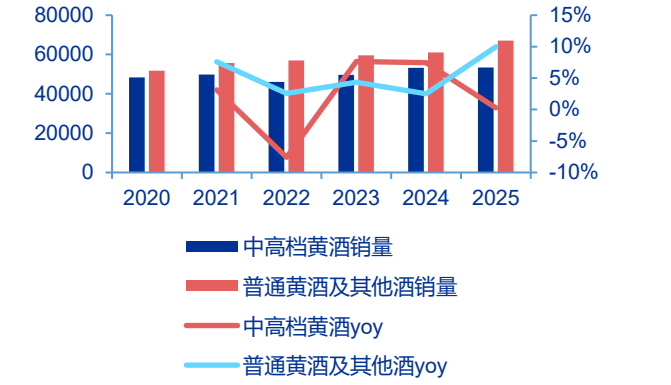
图 18：会稽山不同类型产品营收及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

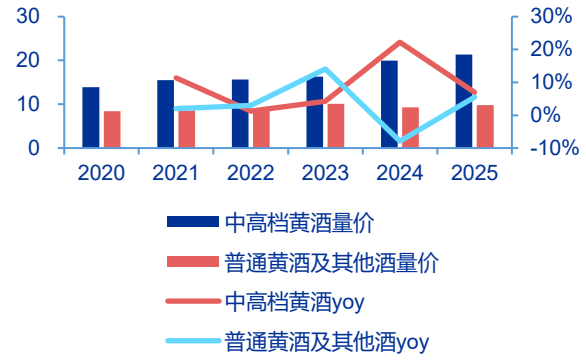
中高档黄酒量价齐升。从量价角度看，2020-2025 年公司普通黄酒及其他销量较为稳定，CAGR 为 4.44%，其中 2025 年销量为 6.70 万吨，同比增长 9.97%；2020-2025 年公司普通黄酒及其他销售均价小幅度增长，2025 年公司销售均价为 9.80 元/升。2020-2025 年公司中高端黄酒销量在 2022 年后实现快速增长，2025 年销量达到 5.35 万吨，同比增长 0.29%；2020-2025 年中高端产品销售均价 CAGR 为 7.42%，其中 2025 年销售均价为 21.36 元/升，同比增长 6.95%。

图 19：会稽山不同类型产品销量及同比（吨，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

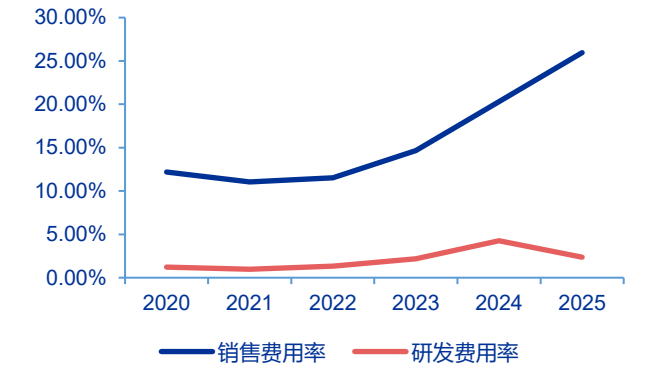
图 20：会稽山不同类型产品销售均价及同比（元/升，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

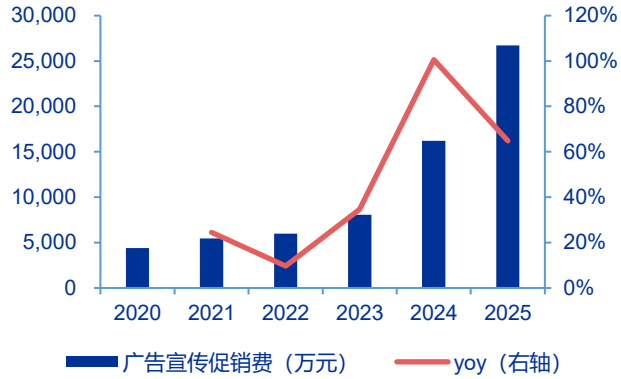
费用投入加大，推动产品研发与销售。公司以市场为导向，坚持高端化、年轻化、全国化的产品导向，持续加大新技术的研发投入，丰富产品结构；根据消费趋势，持续进行黄酒产品的迭代优化升级，满足市场的多重需求。2020-2025 年，公司销售费用率和研发费用率整体上升。公司在研发项目数量增加及项目投入力度加大，研发费用整体提升。同时，公司加大线上线下的宣传营销，包括增加销售人员职工薪酬、线上推广费用、广告及促销费用投入等，2025 年销售费用为 4.73 亿元，同比增长 42.61%；销售费用率为 25.96%，同比提升 5.63pct。

图 21：会稽山销售及研发费用率（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：会稽山广告宣传促销费用及同比（万元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 改革破局：目标清晰，产品升级，渠道变革

3.1 聚焦核心单品，注重高端化及年轻化布局

聚焦核心单品，加速中高端产品布局。2023 年以来公司积极实施“会稽山、兰亭”双品牌布局、双事业部运行战略，以会稽山、兰亭、乌毡帽、西塘、唐宋为核心品牌，主推“会稽山纯正五年、兰亭、会稽山 1743、西塘原香、乌毡帽冻藏冰雕、绿水青山”等战略单品，加大改版升级力度，优化会稽山产品结构，并重点推出了“002 高度黄酒、干纯 18”等新款黄酒产品；开发新品类“一日一熏”气泡黄酒、气泡米酒。同时对其他中高端系列、节庆礼酒等产品进行梳理调整，优化外形设计。从而构建起层次分明、定位精准的立体化产品结构，持续引领黄酒品类价值升级。

表 5：会稽山核心产品示意表

品牌		代表产品	简介	规格	零售价	产品图
会稽山	大单品	纯正五年	绍兴黄酒典型代表	14 度，500ml	23 元	
		1743 黄酒	小分子工艺 更纯更柔	13 度，500ml	45 元	
		干纯黄酒	非遗传承 脱糖工艺 充分发酵	18 度，700ml	180 元	
	年轻化单品	一日一熏气泡黄酒	开启气泡黄酒新时代	8/5/3 度，290ml（瓶）/330ml（罐）（原味/柠檬味/荔枝味）	12 元	
兰亭	高端化单品	大师兰亭	中央酒库 30 年以上储存	14 度，1L	2099 元	
		国潮兰亭	中央酒库 20 年以上储存	14 度，1L	699 元	
		兰亭·序	国家发明专利 非遗脱糖工艺	20 度，750ml	299 元	

资料来源：公司官网，申万宏源研究

聚焦“兰亭”品牌，推动品牌高端化。公司于 2019 年推出“大师兰亭”战略单品。23 年兰亭事业部成立后，兰亭产品迅速放量。兰亭大师定位高端，采用三十年陈酿，定价 2099 元/瓶；兰亭国潮版以二十年陈酿定价 699 元/瓶。2025 年公司持续弥补 200-700 元价格带空缺，推出 300 元定价的兰亭序。

多元化营销策略，推动品牌高端化。

- 文化营销上，深度挖掘兰亭品牌背后的历史文化，如王羲之的《兰亭集序》等，举办“兰亭雅集”等 IP 活动，联合非遗品牌打造联名礼盒，以文化赋能品牌。同时，利用线上线下相结合的传播渠道，在高端商务杂志、社交媒体平台加大传播力度，精准触达目标客户群体，全面提升兰亭品牌知名度和美誉度。
- 场景营销方面，采取多种高端场景赋能、圈层传播链接、品鉴会回厂游等造圈行动。通过与高端餐饮场所合作，举办高端黄酒品鉴会，邀请行业专家、意见领袖、高端消费者参与，全方位展示兰亭黄酒的独特魅力和卓越品质，打造黄酒高端化饮用场景；还通过与川菜、湘菜等连锁餐饮合作，推动“黄酒佐餐”新消费习惯的形成。

图 23：会稽山“兰亭大师”产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 24：会稽山“兰亭国潮”产品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

拓宽黄酒消费场景，打造黄酒消费新品系。会稽山 1743 定位中端产品，价格较为亲民，日常零售价在 45 元左右。同时，会稽山 1743 通过推出 375ml 规格用于线下餐饮店铺，并进行包装升级，以更主流、时尚简约的设计，打破了传统黄酒包装的束缚，使产品更加符合年轻消费者的审美需求。加热饮用是黄酒的传统习惯，而冰镇的方式却能充分激发酒中“酸甜鲜”层次，使风味与酸度达到更佳的平衡与协调效果。冰黄酒不仅口感醇厚，还兼具解暑与护肠胃的健康价值。因此，公司开展大规模的冰饮活动，通过线下物料氛围布置以及一系列营销活动，借助公益营销，如“冰饮会稽山守护阿勒泰雪山”活动，引发消费者关注和参与，提升品牌的社会价值和商业价值。

创新推出气泡黄酒，推动品牌年轻化。会稽山推出“一日一熏”气泡黄酒，定位年轻化、时尚化的创新型黄酒饮品。会稽山“一日一熏”气泡黄酒 290ml12 瓶装售价 78 元。在价格上，其单瓶均价与科罗娜、喜力、1664 等经典中高端啤酒价格相当。在营销方面，会稽山通过线上线下双路并行的方式推广“一日一熏”。线下，在重点市场开展推广活动，如五一潮玩音乐节、微醺派对等，吸引年轻人打卡传播；线上，利用抖音、小红书等平台，通过顶

流达人合作、爆款短视频、种草文案等方式吸引新生代消费群体，并以年轻化的品牌切面持续转化。通过创新的产品形式和营销方式，公司积极改变人们对黄酒的传统印象，以期让黄酒在年轻市场焕发出新的活力。

图 25：会稽山 1743 冰饮



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 26：一日一熏气泡黄酒

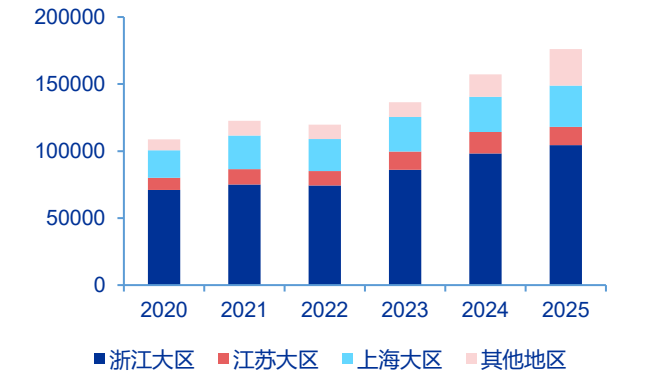


资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2 线下“梯次开发”实现区域扩展，线上积极探索布局电商渠道

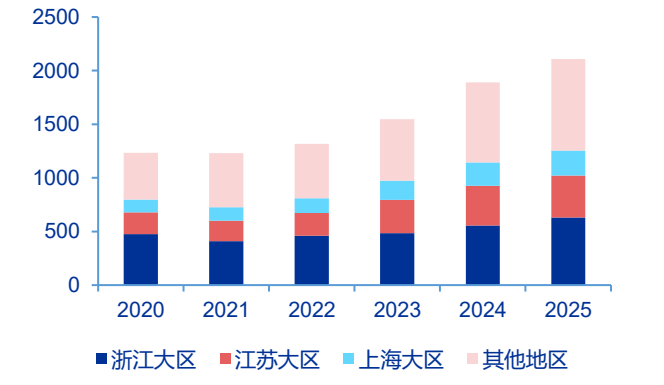
批发代理为主，推动多元化渠道发展。公司主要采取经销、商超、直销等多种销售方式，形成以经销为主、自营专卖店及电子商务等直销为辅的模式，全方位拓展黄酒业务的销售渠道。2025 年公司通过批发代理渠道实现营收 13.7 亿元，同比增长 7.8%；通过直销（含团购）实现营收 3.91 亿元，同比增长 29.4%。

图 27：会稽山各区域收入构成（万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28：会稽山各区域经销商数量



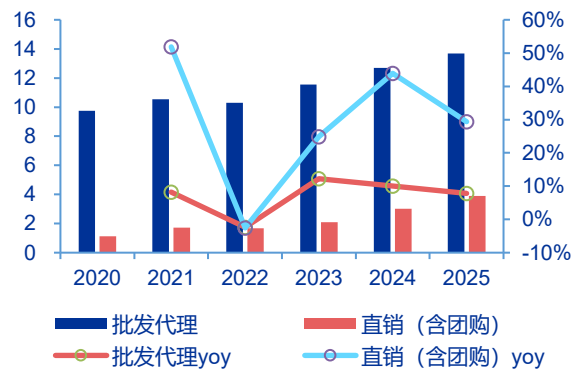
资料来源：公司公告，申万宏源研究

深耕江浙沪基地市场，持续拓宽全国市场。公司黄酒产品销售主要集中在浙江、江苏和上海等黄酒传统消费区域，同时逐步覆盖全国 20 余个省、直辖市及自治区。2025 年公司在浙江/江苏/上海/其他地区分别实现营业收入 10.44/1.36/3.08/2.72 亿元，占比分别为

59.29%/7.74%/17.52%/15.44%，江浙沪地区营收在总营收的占比达到 84.56%，仍然是公司销售的主要区域。在江浙沪区域设立基地市场（杭州、绍兴）和核心市场，加大品牌深耕。全国化方面，公司大力推动招商工作，在省外地区持续推进渠道建设，加速全国化扩张。2020-2025 年，其他地区销售收入占比从 2020 年 7.40%提升至 2025 年 15.44%；2025 年公司经销商数量达到 2107 家，同比净增加 216 家，其他地区经销商数量净增加 104 家。

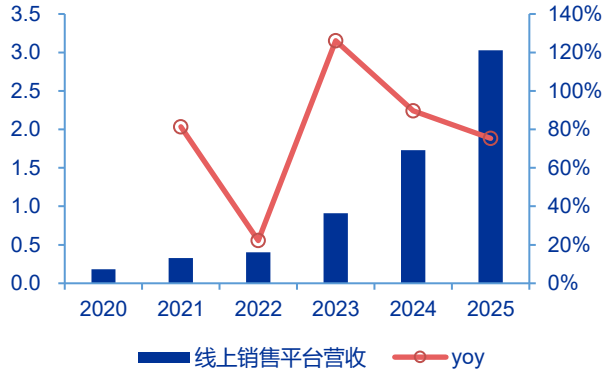
加快线上渠道布局，线上收入快速增长。近年来，公司聚焦线上市场，通过大规模种草和全网主推的模式，链接小红书、抖音、天猫、京东、拼多多、达人资源，持续拓宽电商合作方式，增加终端客户粘度，提升线上直播带货流量，推动了线上电商业务单品的快速增长，如在微信、京东、天猫、拼多多等网上平台上开设会稽山专营网店；在支付宝或微信小程序上，采取 M2C 模式，消费者可以随时通过“一键购买、一键提货”等远程操作，快速实现购酒、饮酒的消费需求；在抖音平台加大直播带货的线上直销力度，迎合年轻人时尚化需求，开展有别于传统黄酒消费领域产品的推广活动。当前公司线上平台主要营销气泡黄酒及中高端产品。2020-2025 年线上渠道中高端黄酒营收 CARG 为 75.55%，其中 2025 年实现营业收入 3.03 亿元，同比增长 75.28%，为公司多渠道经营注入新活力。

图 29：会稽山不同渠道营收及同比（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：会稽山线上平台中高端黄酒营收及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 空间测算

假设：我们认为公司高端化及年轻化增量空间可分别类比次高端白酒及中高档啤酒渗透率提升。（1）伴随近年来原有政商务酒水需求变化，公司以兰亭为抓手积极转化对健康、低度酒体有需求的传统商务、宴席等场景，提升逻辑与次高端白酒较为类似。另一方面，公司通过年轻化及创新单品打造触达新兴消费群体，积极拓展佐餐，夜间经济，活动聚饮等消费场景，提升逻辑与高端化啤酒较为类似。（2）公司原有业务区域相对集中在江（苏南）浙沪区域，在区域内影响力相对较强，因此我们预计短期扩张仍基于江（苏南）浙沪市场渗透率提升，如拓展顺利其他省份提供一定增量。

市场规模来看，江浙沪酒类消费基础良好。浙江、苏南、上海白酒市场规模预计达 250、391、200 亿，其中次高端（300-800 元）占比整体在 45%~60%，我们预计区域内次高端白酒消费总规模达 470 亿元。该区域高端啤酒占比超 25%，我们预计整体规模约在 60 亿。

表 6：黄酒消费主流区域啤白酒消费能力较强

	浙江	苏南	上海	合计
常住人口（万人）	6627	3860	2487	**12974**
年人均食品烟酒消费（元）	11757	9926	13214	
年人均烟酒消费（元）	1255		1953	
白酒消费规模测算（亿元）	250	391	200	**841**
次高端白酒规模测算（亿元）	125	235	110	**470**
啤酒消费规模测算（亿元）	137	72	21	**230**
高端啤酒规模测算（亿元）	36	19	6	**60**

资料来源：各省市统计局，微酒，申万宏源研究

注：啤酒消费规模参考各区域生产量/全国啤酒生产量*24 年啤酒行业收入规模测算

渗透率来看，我们预计公司渗透率可参照区域内大部分白酒大单品渗透率 1~3%，白酒次高端大单品今世缘四开体量达 50 亿，区域渗透率上限可近 10%，但中短期达成难度相对较大。年轻化单品方面由于区域内高端啤酒价格带消费能力整体较强，同时公司多渠道营销协同推进，一日一熏等产品规模有望快速放量，但同价格带亦面临精酿啤酒、预调酒等其他酒种竞争，中期来看我们预计稳态渗透率约在 2%~8%。

表 7：公司高端化及年轻化产品空间弹性测算

		渗透率	增量空间（亿元）	合计（亿元）
乐观	高端化产品	**2%**	9.4	14.2
	年轻化产品	**8%**	4.8	
中性	高端化产品	**1%**	4.7	7.7
	年轻化产品	**5%**	3.0	
悲观	高端化产品	**.%**	.	.

年轻化产品	2%	1.2

资料来源：各省市统计局，申万宏源研究

4.2 盈利预测

收入预测：1）中高档酒业务：我们预计 2026 年中高档酒营收 13.6 亿元，同比+19.2%，公司持续推进“会稽山+兰亭”双品牌战略、多元化营销方式和渠道，中高档产品结构持续优化。同时，借助全国化事业部布局，公司在江浙沪区域外的拓展节奏有望加快。我们预计 2027-2028 年中高档酒业务营收 15.9/18.4 亿元，同比+16.9%/+15.3%。

2）普通黄酒业务：我们预计 2026 年普通黄酒营收 6.4 亿元，同比+2.0%，预计随着经典产品势能稳定释放、品牌年轻化新品的推广以及消费场景的拓宽，普通黄酒业务有望实现稳步增长。

表 8：公司营业收入拆分（百万元）

		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营业收入		**1631.45**	**1822.02**	**2056.35**	**2302.43**	**2560.50**
	YOY	15.60%	11.68%	12.86%	11.97%	11.21%
	综合毛利率	**52.08%**	**56.65%**	**56.98%**	**57.63%**	**58.39%**
中高档酒		1064.67	1142.41	1361.57	1592.10	1835.39
	YOY	31.29%	7.30%	19.18%	16.93%	15.28%
	毛利率	61.57%	67.33%	67.33%	67.00%	67.00%
普通酒		518.14	627.02	639.56	652.35	665.39
	YOY	-7.94%	21.01%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	34.62%	42.25%	39.00%	39.00%	39.00%
其他业务		48.65	52.59	55.22	57.98	59.72
	YOY	29.63%	8.09%	5.00%	5.00%	3.00%
	毛利率	30.22%	-3.60%	10.0%	10.0%	10.0%
归母净利润		**196.2**	**244.6**	**286.4**	**328.4**	**375.4**
	YOY	**17.74%**	**24.70%**	**17.1%**	**14.7%**	**14.3%**

资料来源：Wind，申万宏源研究

我们认为，伴随电商渠道持续建设，线下渠道精细化、数字化打造，公司有望实现高端化和年轻化产品的进一步放量，拓区域跨人群的产品破圈思路为公司成长打开空间。综合收入和毛利率预测，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.9、3.3、3.8 亿元，分别增长 17.1%、14.7%、14.3%；2026-2028 年 EPS 分别为 0.60、0.68、0.78 元/股，对应 PE 分别为 25 倍、22 倍、19 倍。我们选取古越龙山、百润股份、金徽酒三家上市公司作为可比公司，古越龙山为黄酒行业头部企业之一，百润股份为低度酒头部企业，两家公司在核心业务上具备与会稽山较高的可比性；金徽酒为区域性酒类企业，一方面金徽酒省内收入占比超 %，全国化扩张阶段具备一定可比性；另一方面金徽酒产品价格带以中低价格带

为主、积极拓展高档产品与会稽山塔基产品为主、高端系列锚定消费场景具备一定可比性。与可比公司 2027~2028 年估值均值 23 倍、20 倍比较公司仍存在合理空间，首次覆盖，给予 “增持”评级。

表 9：可比公司估值

代码	公司	市值(亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600059.SH	古越龙山	70.3	2.2	2.3	2.6	3.0	31.6	30.2	27.0	23.8
002568.SZ	百润股份	175.0	6.4	7.7	8.4	9.7	27.5	22.6	20.9	18.1
603919.SH	金徽酒	79.8	3.5	3.6	3.8	4.3	22.5	22.4	20.9	18.6
	均值						27.2	25.1	22.9	20.2
601579.SH	会稽山	70.8	2.4	2.9	3.3	3.8	28.9	24.8	21.6	18.9

资料来源：Wind、申万宏源研究

注：可比公司估值选取 wind 一致预期（截至 2026/7/6）

5. 风险提示

提价效果不及预期。若提价最终未能实现渠道利润结构优化，将影响渠道积极性，并阻碍品类价值稳步提升。

高端化年轻化推进缓慢。消费习惯与认知改变较慢，而消费者需求日益多元，若新渠道、新产品等未能实现有效引流，则会限制公司未来业绩增长空间。

市场竞争加剧。竞争加剧可能会引起低价恶性竞争，不利于产品创新和高端化布局，将压制公司盈利能力。

食品安全风险。食品安全关乎消费者人身安全，食品安全事件将对公司乃至行业产生重大负面影响。

仅供内部参考，请勿外传！

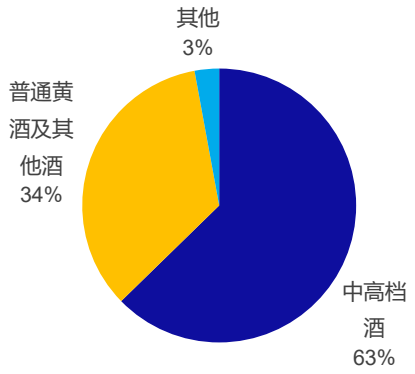
财务摘要

合并损益表

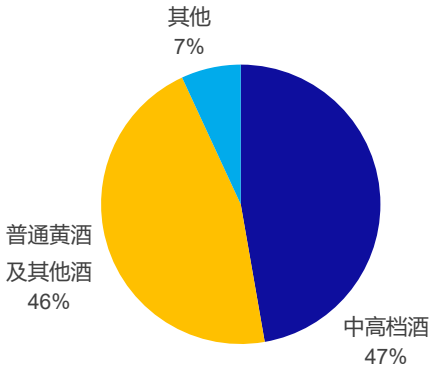
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,631	1,822	2,056	2,302	2,560
营业收入	1,631	1,822	2,056	2,302	2,560
中高档酒	1,065	1,142	1,362	1,592	1,835
普通黄酒及其他酒	518	627	640	652	665
其他	49	53	55	58	60
营业总成本	1,373	1,479	1,671	1,870	2,067
营业成本	782	790	885	976	1,065
中高档酒	409	373	445	525	606
普通黄酒及其他酒	339	362	390	398	406
其他	34	54	50	52	54
税金及附加	66	75	85	95	105
销售费用	332	473	535	615	691
管理费用	138	104	123	138	154
研发费用	70	43	49	55	61
财务费用	-14	-6	-6	-8	-10
其他收益	10	9	9	9	9
投资收益	6	-7	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
信用减值损失	-1	-6	0	0	0
资产减值损失	-13	-20	-19	-11	-10
资产处置收益	-2	-2	0	0	0
营业利润	258	320	376	431	492
营业外收支	2	2	-1	-1	-1
利润总额	260	322	375	430	491
所得税	62	77	87	100	114
净利润	197	246	287	330	377
少数股东损益	1	1	1	1	1
归母净利润	196	245	286	328	375

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入结构



成本结构

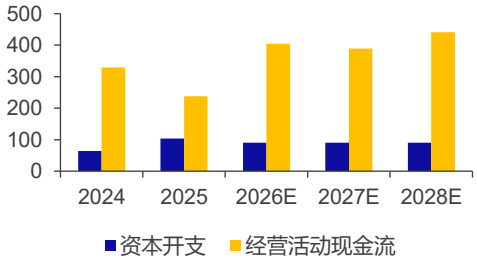


合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	197	246	287	330	377
加：折旧摊销减值	153	143	162	154	153
财务费用	0	2	-6	-8	-10
非经营损失	-12	9	0	0	0
营运资本变动	-10	-163	-40	-86	-80
其它	1	8	0	0	0
经营活动现金流	329	238	404	389	441
资本开支	64	104	90	90	90
其它投资现金流	-35	-278	-30	-30	-30
投资活动现金流	-99	-381	-120	-120	-120
吸收投资	1	1	0	0	0
负债净变化	1	67	-70	0	0
支付股利、利息	99	189	141	172	197
其它融资现金流	-31	4	101	8	10
融资活动现金流	-128	-117	-110	-163	-187
净现金流	103	-261	174	106	133

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



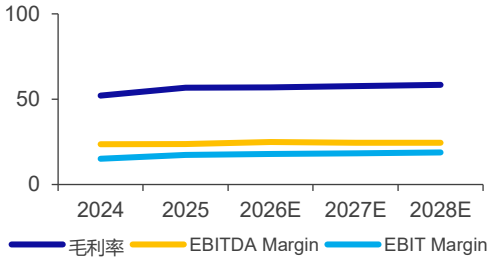
合并资产负债表

仅供内部参考，请勿外传！

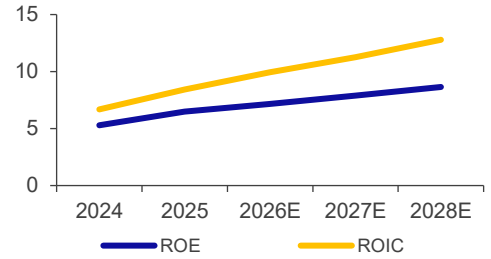
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,210	2,346	2,721	2,961	3,241
现金及等价物	907	931	1,134	1,270	1,433
应收款项	117	103	113	124	114
存货净额	1,181	1,309	1,469	1,563	1,690
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	4	4	4	4
长期投资	204	195	195	195	195
固定资产	1,496	1,480	1,387	1,294	1,201
无形资产及其他资产	654	629	655	689	724
资产总计	4,563	4,651	4,959	5,140	5,361
流动负债	718	746	812	835	876
短期借款	1	70	0	0	0
应付款项	496	423	559	582	623
其它流动负债	221	253	253	253	253
非流动负债	105	109	109	109	109
负债合计	823	855	921	944	985
股本	479	479	479	479	479
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,477	1,477	1,573	1,573	1,573
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	244	272	304	341	384
未分配利润	1,509	1,538	1,651	1,770	1,906
少数股东权益	30	30	31	32	34
股东权益	3,740	3,796	4,038	4,196	4,376
负债和股东权益合计	4,563	4,651	4,959	5,140	5,361

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

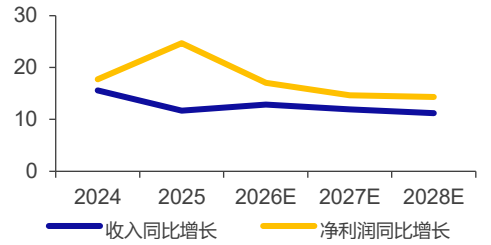


重要财务指标

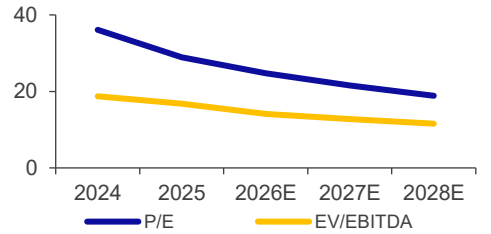
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.51	0.60	0.68	0.78
每股经营现金流	0.69	0.50	0.84	0.81	0.92
每股红利	0.21	0.39	0.29	0.36	0.41
每股净资产	7.74	7.86	8.36	8.68	9.06
关键运营指标(%)					
ROIC	6.7	8.4	9.9	11.2	12.8
ROE	5.3	6.5	7.1	7.9	8.6
毛利率	52.1	56.7	57.0	57.6	58.4
EBITDA Margin	23.6	23.8	24.9	24.5	24.4
EBIT Margin	15.1	17.4	17.9	18.3	18.8
营业总收入同比增长	15.6	11.7	12.9	12.0	11.2
归母净利润同比增长	17.7	24.7	17.1	14.7	14.3
资产负债率	18.0	18.4	18.6	18.4	18.4
净资产周转率	0.44	0.48	0.51	0.55	0.59
总资产周转率	0.36	0.39	0.41	0.45	0.48
有效税率	24.6	23.3	23.3	23.3	23.3
股息率	1.4	2.7	2.0	2.4	2.8
估值指标(倍)					
P/E	36.1	29.0	24.7	21.6	18.9
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/Sale	4.4	4.0	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	18.7	16.8	14.1	12.8	11.6
股本	479	479	479	479	479

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。