

23 年稳健收官，高质量增长可期

2024 年 03 月 28 日

➤ **事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 70.30 亿元，同比+20.1%；归母净利润 23.27 亿元，同比+126.0%；经调整净利润 16.23 亿元，同比+35.5%。经测算，23H2 公司实现营业总收入 35.12 亿元，同比+25.6%；归母净利润 7.42 亿元，同比+46.9%；经调整净利润 8.20 亿元，同比+52.0%，23 年收入、利润均符合此前业绩预告，净利润差值主要系上市前发行优先股及认股权证产生公允价值会计调整人民币 8 亿元。2023 年公司经营活动净现金流 3.6 亿元，每股派息 0.18 港元、合计分红 5.5 亿元，以经调整净利润计算分红率约 35%。

➤ **四大品牌稳健发展，珍酒、李渡吨价大幅提升。**分品牌看，23 年珍酒/李渡/湘窖/开口笑分别实现收入 45.8/11.1/8.3/3.8 亿元，同比增长+19.9%/+25.1%/+17.0%/+13.6%，其中核心品牌珍酒营收占比 65.2%，销量同比变动-1.76%，吨价同比变动+22.04%；李渡营收占比 15.8%，销量同比变动+17.00%，吨价同比变动+6.93%，实现量价齐增。分价格带看，23 年高端/次高端/中端及以下分别实现收入 19.2/27.5/23.6 亿元，同比+33.2%/+15.3%/+16.3%，珍酒大金奖系列、光瓶真实年份酒销售反馈良好，李渡团购客群高粘性高增长，高端产品营收占比同比提升 2.7pcts 至 27.3%，结构性优化显著。

➤ **产品结构优化提振盈利水平，主品毛利率增长亮眼。**23 年公司整体毛利率达 58.0%，同比+2.7pcts，预计主要系产品结构上移，高端产品和毛利率更优的产品占收入份额增加。23 年公司销售费用率 23.1%，同比上升 0.2pcts，管理费用率 6.8%，同比上升 0.3pct，主因公司重视渠道推广、以及销售人员扩充招聘，我们预计随着公司产品组合升级、团队组建稳定，费率将进一步优化。23 年公司净利率 33.1%，同比上升 15.5pcts，经调整净利率 23.1%，同比上升 2.7pcts。分品牌看，23 年珍酒/李渡/湘窖/开口笑毛利率为 58.1%/68.4%/59.1%/40.7%，同比+3.3/+3.5/-1.2/+2.2pcts，主品盈利表现强劲。

➤ **投资建议：**2024 年公司四大品牌同步发力，珍酒作为酱酒知名品牌，渠道基础坚实，有望受益于酱酒热趋势延续、行业集中度提升，在广东、湖南等核心经济发达市场有较强的发展潜力。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 84.5/101.0/116.2 亿元，同比+20.3%/19.4%/15.1%；经调整后归母净利润分别为 20.9/25.5/29.9 亿元，同比+29.0%/+22.0%/+17.2%，对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济波动风险、行业竞争加剧风险、产品质量及食品安全风险、原材料价格上涨风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,030	8,454	10,096	11,620
增长率(%)	20.1	20.3	19.4	15.1
经调整净利润	1,623	2,093	2,552	2,990
增长率(%)	35.5	29.0	22.0	17.2
EPS(基于经调整净利润)	0.48	0.62	0.75	0.88
P/E(基于经调整净利润)	21	16	13	11
P/B	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 03 月 27 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

10.72 港元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1. 珍酒李渡 (6979.HK) 首次覆盖报告：匠心筑珍品，发展多引擎-2023/10/28

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	12,882	16,102	18,315	21,158
现金及现金等价物	5,771	8,327	9,164	10,652
应收账款及票据	243	282	337	387
存货	6,383	7,151	8,256	9,317
其他	485	343	559	802
非流动资产合计	4,696	4,957	5,206	5,442
固定资产	4,513	4,775	5,023	5,260
商誉及无形资产	0	0	0	0
其他	183	183	183	183
资产合计	17,578	21,060	23,521	26,600
流动负债合计	4,853	6,777	7,166	7,843
短期借贷	37	37	37	37
应付账款及票据	1,070	1,239	1,431	1,615
其他	3,746	5,501	5,698	6,192
非流动负债合计	49	49	49	49
长期借贷	0	0	0	0
其他	49	49	49	49
负债合计	4,902	6,826	7,215	7,892
普通股股本	0	0	0	0
储备	12,676	14,233	16,306	18,708
归属母公司股东权益	12,676	14,233	16,306	18,708
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	12,676	14,233	16,306	18,708
负债和股东权益合计	17,578	21,060	23,521	26,600

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,159	3,608	1,833	2,593
净利润	0	2,093	2,552	2,990
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	238	251	264
营运资金变动及其他	4,159	1,278	-970	-661
投资活动现金流	-85	-512	-512	-512
资本支出	-2,025	-500	-500	-500
其他投资	1,940	-12	-12	-12
筹资活动现金流	-4	-558	-502	-611
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-553	-497	-607
其他	-4	-4	-4	-4
现金净增加额	4,087	2,557	837	1,488

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,030	8,454	10,096	11,620
其他收入	29	29	29	29
营业成本	2,951	3,432	3,963	4,472
销售费用	1,627	1,945	2,372	2,731
管理费用	479	465	545	627
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-155	-161	-171	-181
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	797	-12	-12	-12
除税前利润	2,886	2,790	3,403	3,987
所得税	559	698	851	997
净利润	2,327	2,093	2,552	2,990
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,327	2,093	2,552	2,990
EBIT	2,731	2,630	3,232	3,806
EBITDA	2,731	2,868	3,483	4,070
EPS (元)	0.69	0.62	0.75	0.88

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	20.06	20.25	19.41	15.10
归属母公司净利润	125.96	-10.08	21.96	17.16
盈利能力(%)				
毛利率	58.03	59.40	60.75	61.51
净利率	33.10	24.75	25.28	25.73
ROE	18.36	14.70	15.65	15.98
ROIC	17.32	13.82	14.83	15.23
偿债能力				
资产负债率(%)	27.89	32.41	30.67	29.67
净负债比率(%)	-45.24	-58.25	-55.97	-56.74
流动比率	2.65	2.38	2.56	2.70
速动比率	1.28	1.30	1.38	1.45
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.44	0.45	0.46
应收账款周转率	33.25	32.21	32.65	32.11
应付账款周转率	2.79	2.97	2.97	2.94
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	0.62	0.75	0.88
每股经营现金流	1.23	1.06	0.54	0.77
每股净资产	3.74	4.20	4.81	5.52
估值比率				
P/E	15	16	13	11
P/B	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	10.27	9.78	8.05	6.89

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测；注：现金流量表 2023A 为预测值。

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026