



# 珍酒李渡 (06979.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 攻守兼具，酒中珍品趁势而上

### 投资逻辑

公司于23年4月上市，旗下品牌矩阵以珍酒、李渡、湘窖、开口笑为主，上述品牌23年营收分别为45.8/11.1/8.3/3.8亿元，同比分别+20%/+25%/+17%/+14%，从香型分布上涵盖了酱香、浓香、兼香型。公司看点在于：1) 深谙白酒商业范式的管理层+民营体系。2) 珍酒享受酱香型白酒持续消费渗透的行业β，是公司进攻的强茅。3) 李渡依托“沉浸式体验”为载体的圈层营销，湘窖&开口笑扎根湖南精细耕耘，是公司稳健的底盘。

**看点1：体制保障公司灵活性内核，乘势而上的能力是优势。**制度保障下，公司灵活性在组织、渠道、营销等维度展现：1) 组织体系灵活性，例如珍酒构建双渠道战略、优化经销商结构，较此前更聚焦、定位更明确。2) 公司具备敏锐的渠道感知力、完善的自下而上沟通机制，灵活调整渠道返利模式、消费端促销活动设计。3) 公司善用各类宣发以实现大众认知中公司形象的快速渗透，例如对珍酒品牌提炼“1234歌”营销话术，产生不俗的破圈效应。

**看点2：酱香持续渗透叠加渠道力杠杆，珍酒是进攻的茅。**我们认为消费端酱香渗透始终是循序渐进的过程，酱酒行业在从良莠不齐的乱状中逐渐修复。珍酒的进攻性源于珍15、珍30等产品对渠道杠杆的借力，趁酱酒之势扶摇直上，公司管理层深谙渠道运作、在构建良性厂商关系上有得天独厚的优势。

**看点3：李渡扎实做圈层，湘窖&开口笑扎根湖南精耕，稳健是主基调。**1) 李渡依托以沉浸式体验为载体的圈层营销范式进行省内渗透&省外拓展，李渡复兴在于找到了差异化营销思路、并始终坚持践行，其中抓手为元代古窖池，营销思路为最贵光瓶酒，营销手段为沉浸式体验。2) 湘窖&开口笑的定位即扎根湖南、渠道深耕、稳定公司底盘，稳健增长的来源包括湖南的区位β+精细化耕耘提升省内市占（省内从邵阳、长沙向岳阳、株洲等地辐射）。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司24~26年营收分别为84.4/98.1/112.9亿元；扣非归母净利分别为20.3/24.3/29.1亿元，同比+25.0%/+20.0%/+19.8%（对应23年公司披露扣非归母净利为16.2亿元，24~26年非经常损益主要为股权激励费用摊销，23年在此基础上还有上市开支&金融工具公允价值变动），当前股价对应PE为15.0X/12.5X/10.4X。结合可比公司估值，给予公司24年18倍PE，对应目标价12.06港元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济恢复不及预期；次高端竞争加剧风险；政策风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (港币)：9.650 元

目标价 (港币)：12.06 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,856	7,030	8,437	9,813	11,286
营业收入增长率	14.79%	20.06%	20.01%	16.30%	15.02%
归母净利润(百万元)	1,030	2,327	1,755	2,168	2,721
归母净利润增长率	-0.23%	125.96%	-24.57%	23.50%	25.51%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.69	0.52	0.64	0.80
每股经营性现金流净额	-0.21	0.11	0.42	0.49	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	-26.99%	18.36%	12.58%	13.98%	15.60%
P/E	0.00	13.16	17.14	13.88	11.06
P/B	0.00	2.33	2.16	1.94	1.73

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

引言.....	4
看点 1: 体制保障公司灵活性内核, 乘势而上的能力是优势.....	4
看点 2: 酱香持续渗透叠加渠道力杠杆, 珍酒是进攻的茅.....	6
看点 3: 李渡扎实做圈层, 湘窖&开口笑扎根湖南精耕, 稳健是主基调.....	10
盈利预测及投资建议.....	13
风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: 2020~2023 年公司分品牌收入情况 (亿元).....	4
图表 2: 2022 年酱香型产品占公司营收 71.4%.....	4
图表 3: 2020~2023 年公司分品牌毛利情况 (亿元).....	4
图表 4: 2020~2023 年公司分品牌毛利率情况.....	4
图表 5: 公司股权结构情况.....	5
图表 6: 公司推进珍酒双渠道增长战略.....	5
图表 7: 珍酒扫码红包&返利体系较早实现了标品的全覆盖.....	6
图表 8: 珍酒“1234 歌”品牌营销.....	6
图表 9: 2016~2023 年酱酒行业规模持续提升.....	7
图表 10: 2018 年至今飞天茅台批价走势 (元/瓶).....	7
图表 11: 2016 年至今酱酒 C 端渗透率预计持续提升.....	7
图表 12: 2019 年至今酱酒产能持续提升.....	8
图表 13: 茅台酒近几年产能提升逐步传导到销量端.....	8
图表 14: 2021~2023 年重阳下沙季头部酱酒企业投产量梳理 (吨).....	8
图表 15: 300 元价位主要酱酒产品批价走势 (元/瓶).....	9
图表 16: 500 元价位主要酱酒产品批价走势 (元/瓶).....	9
图表 17: 2023E 千元价位主要参与品牌/单品规模 (亿元).....	9
图表 18: 2022 年至今千元酱酒单品批价走势 (元/瓶).....	9
图表 19: 主要白酒消费区域酱酒&非酱酒规模梳理.....	10
图表 20: 2020~2023 年公司分品牌吨价情况 (万元/吨).....	10
图表 21: 2020~2023 年公司分品牌销量情况 (吨).....	10
图表 22: 沉浸式体验文旅作品——李渡国宝宋宴.....	11
图表 23: 李渡产品广宣围绕“元窖”、“液体古董”、“一口四香”等展开.....	11
图表 24: 2020~2023 年李渡产能梳理.....	12
图表 25: 江西省内白酒品牌竞争格局情况.....	12



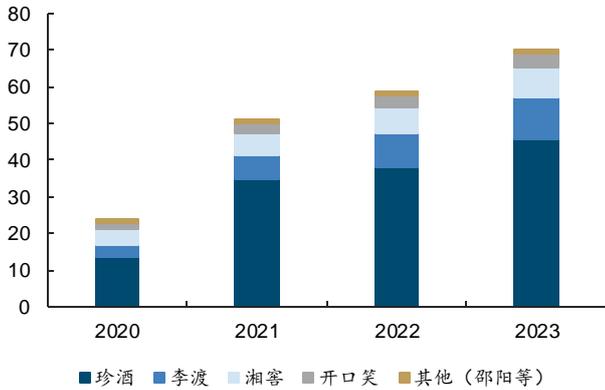
图表 26:	2020~2023 年湘窖&开口笑收入及同比增速.....	12
图表 27:	2022 年湖南白酒市场分价格带拆分.....	12
图表 28:	公司分产品营收拆分及预测.....	13
图表 29:	2023 年白酒行业主要标的毛利率情况.....	14
图表 30:	2023 年白酒行业主要标的毛销差情况.....	14
图表 31:	2020~2023 年公司 & 可比标的销售费用率变动.....	15
图表 32:	2020~2023 年公司 & 可比标的毛销差变动.....	15
图表 33:	公司表观销售人员数量行业内居前.....	15
图表 34:	2022 年公司销售费用明细.....	15
图表 35:	2020~2023 年公司各渠道数量及同比增速.....	15
图表 36:	2022 年白酒行业主要标的单经销商收入.....	16
图表 37:	2023 年白酒行业主要标的管理费用率梳理.....	16
图表 38:	上市至今公司 PE-TTM 及日度成交额.....	17
图表 39:	2023 年 9 月至今公司港股通持股情况.....	17
图表 40:	公司及可比标的盈利预测.....	18



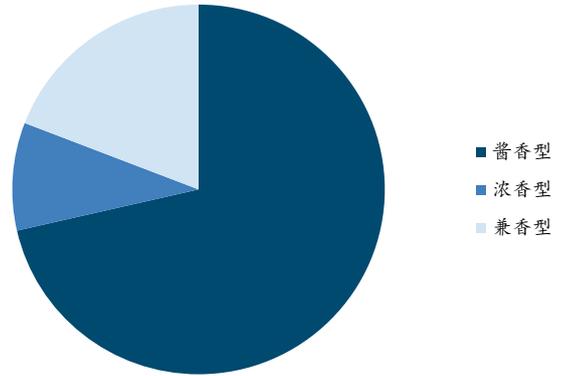
## 引言

珍酒李渡的主营业务为白酒产品酿造与销售，旗下品牌矩阵以珍酒、李渡、湘窖、开口笑为主，上述品牌占其 23 年营收比重分别为 65.2%、15.8%、11.9%、5.5%，占毛利比重分别为 65.3%、18.6%、12.1%、3.8%，从香型分布上涵盖了酱香、浓香、兼香型（22 年营收占比分别为 71.4%、9.4%、19.2%）。

图表1：2020~2023 年公司分品牌收入情况（亿元）



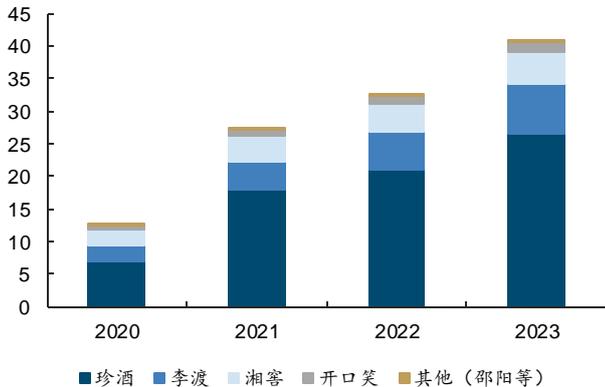
图表2：2022 年酱香型产品占公司营收 71.4%



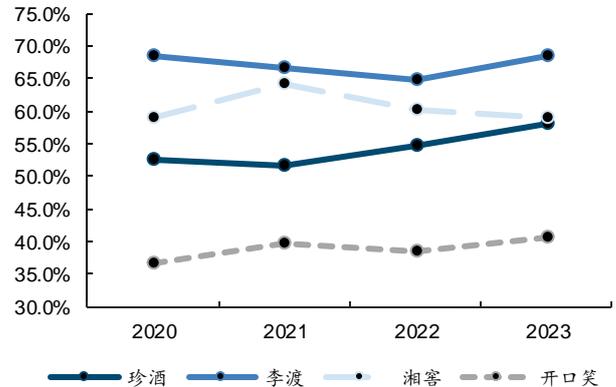
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：2020~2023 年公司分品牌毛利情况（亿元）



图表4：2020~2023 年公司分品牌毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所（注：计算毛利/毛利率时销售成本中包含税

来源：公司公告，国金证券研究所

项及附加费，下同）

我们认为公司的看点包括：1) 深谙白酒商业范式的管理层+公司民营体系→强经营灵活性、扎实的渠道资源。2) 核心品牌珍酒享受酱香型白酒持续提升消费端渗透率的行业β，叠加渠道杠杆，是公司进攻的强茅。3) 李渡的抓手是以“沉浸式体验”为载体的圈层营销，湘窖&开口笑扎根湖南精细耕耘，构筑公司稳健增长的底盘。

### 看点 1：体制保障公司灵活性内核，乘势而上的能力是优势

灵活性的表征主要是顺势而为，包括以实现目标、解决问题为导向，有效决策&激励等，体现在组织适应性、团队学习能力等方面，公司灵活性源于民营体制&管理层风格。

**民营体制+股权集中是公司股权架构的核心特征。**从股权结构来看，大股东金东投资持股占比 66.7%、对应公司实控人吴向东先生，KKR 集团通过 Zest Holdings 持股 13.3% 为公司第二大股东（21 年 11 月、22 年 5 月合计对价 8 亿美元获取该部分股权），执行董事兼公司秘书吴光曙先生通过大中华网讯持股 1.8%。

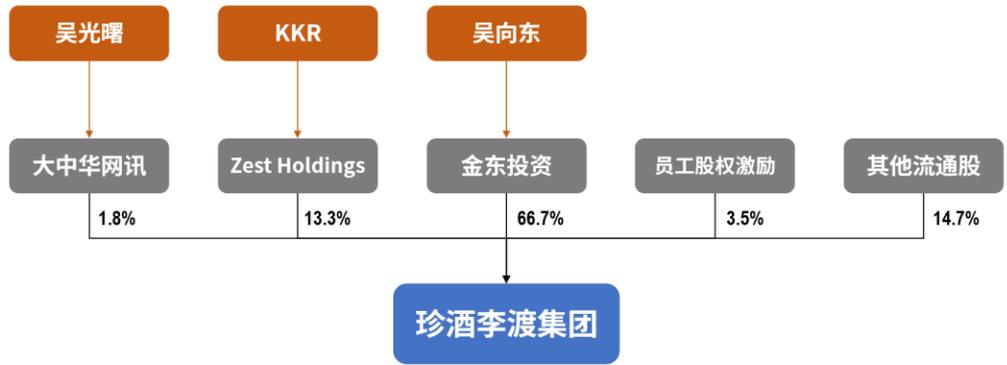
23 年 10 月 25 日，公司根据首次公开发售后股权激励计划向 718 名雇员授出股份，其中高管团队中颜涛先生、朱琳女士、罗永红先生分别被授予 327、300、300 万股，其余 715



名合计授予 1.08 亿股，每股对价为 1 港元。

根据 23 年年报披露，此次受限制股份奖励的价值约 6.96 元人民币/股，总授予 1.17 亿股折算对应约 8.2 亿股权激励费用。此外，该股权激励归属期分 3 期，考核绩效目标包括收入、Non-GAAP 净利润、回款等。整体而言，公司股权激励覆盖面广、激励力度大，对核心员工的激励保障度高、对营销团队更有侧重。

图表5：公司股权结构情况



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所（注：截至 2024 年 4 月 30 日）

在制度保障下，公司的灵活性在组织、渠道、营销等维度展现：

1) **组织体系的灵活性**，例如珍酒事业部制架构改革、导向优化。对于珍酒品牌，公司构建双渠道战略，优化经销商结构，相较此前更聚焦、定位更明确。在以产品价位区隔基础上，公司对经销商分类型细化，传统经销商&非传统经销商在获客方式、资源圈属性、终端触达程度等方面存在差异，珍酒事业部借力渠道杠杆推动珍酒规模化扩张，高档酒事业部依托圈层培育构筑珍酒第二增长曲线。

图表6：公司推进珍酒双渠道增长战略



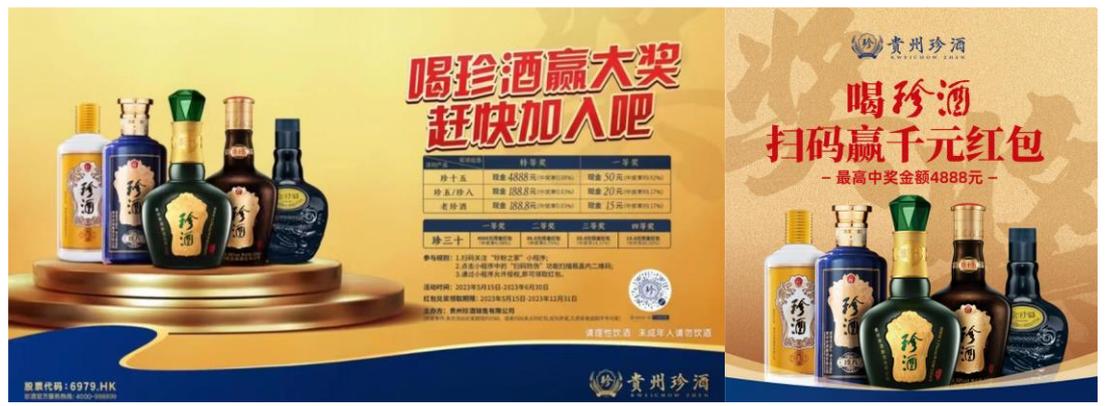
来源：公司公告，国金证券研究所

2) **渠道策略的灵活性**。23 年白酒行业呈现基于信息化的产品扫码返利促销内卷趋势，其中珍酒较早已落地了标品全覆盖扫码体系；23 年上半年公司对珍 15、珍 8 等产品推出“六个瓶盖兑一瓶酒”活动促开瓶，对个别渠道换盖套费用、低价销售的行为通过数据后台及时处置、调整政策设计。此外，伴随上述提及事业部架构改革，产品策略也应时而动，例如将珍 30 调至珍酒事业部运作。

整体而言，公司具备敏锐的渠道感知力、完善的自下而上沟通机制，灵活调整渠道返利模式、消费端促销活动设计，持续提高促销费投获客效率、维持渠道良性秩序。



图表7: 珍酒扫码红包&返利体系较早实现了标品的全覆盖



来源: 数字化星球, 花瓣网, 国金证券研究所

3) 营销设计的灵活性。目前行业酒企营销活动策划的趋同性较强, 高端私享品鉴会、回厂游、国内外旅游、名酒进名企、高铁赞助等营销活动已经成为名酒标配。公司在传统营销策划的基础上, “借势”是格外突出的能力, 例如围绕港股白酒第一股、中国酱酒第二股的事件营销, 基于《何以为珍》形象片的美学营销等。

整体而言, 公司善用各类宣发手段实现大众认知中公司形象的快速渗透, 例如对珍酒品牌提炼“1234歌”营销话术, 产生不俗的破圈效应; 李渡品牌营销围绕“最贵光瓶酒”等展开。从构筑品牌调性认知到形成消费拉力, BC联动促进公司发展。

图表8: 珍酒“1234歌”品牌营销



来源: 草根调研, 国金证券研究所

## 看点 2: 酱香持续渗透叠加渠道力杠杆, 珍酒是进攻的茅

公司旗下核心品牌珍酒, 以及湘窖部分产品(如湘窖·龍匠)均属酱香型赛道, 22年酱香产品占公司营收比重达71.4%, 酱酒加速于消费端渗透进度的β对公司发展举足轻重。

自16年起的新一轮白酒景气周期内, 香型多元化趋势持续演绎, 酱香型白酒渗透率持续提升。根据权图酱酒工作室发布的中国酱酒产业报告, 23年酱酒行业销售收入约2300亿元, 同比+9.5%; 实现利润约940亿元, 同比+8%。

参考中国酒业协会披露的白酒行业数据, 23年酱酒行业占白酒整体销售收入比重已达30%, 较16年的13%占比明显提升, 驱动力主要包括行业龙头贵州茅台的引领效应、酱香12987工艺/窖藏3年以上等营销抓手顺应了消费端对饮品品质愈发重视的趋势、酱酒产区化趋势背后各级地方政府的政策支持等。

实际自21年秋糖后, 伴随飞天茅台批价逐步回落、业外资本减缓介入酱酒行业的步伐, 渠道端呈现“酱酒热”退潮的情况。从行业层面数据来看, 剔除贵州茅台后其他酱酒企业22年销售收入仅实现微增、23年甚至略有下滑。

相较于渠道端“酱酒热”降温, 我们认为消费端的酱香渗透始终是循序渐进的过程, 18~21年酱酒高速成长长期内渠道加杠杆积累诸多泡沫, 22年至今酱酒行业在从良莠不齐的乱状中逐渐修复、属于疏通库存堰塞湖的过程。目前渠道高企的库存更多是缺乏消费端价值认



知的低质量开发品，名酒渠道库存已经极大程度完成去化、批价筑底，酱香赛道内部也处于品牌整合、集中度提升的趋势中。

图表9：2016~2023年酱酒行业规模持续提升

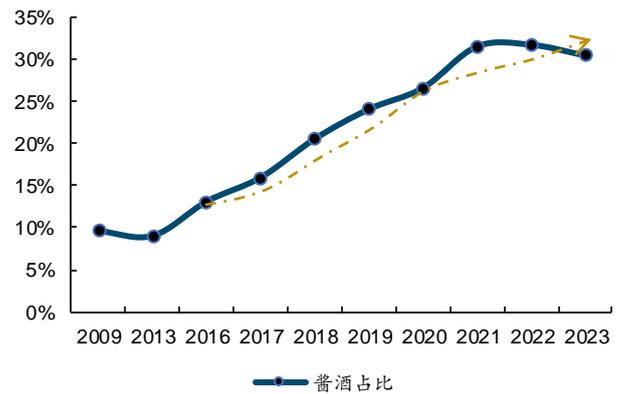
年份	酱酒行业 销售收入 (亿元)	同比	贵州茅台 营业收入 (亿元)	同比	非茅台酱 酒销售收 入(亿 元)	同比	白酒行业 销售收入 (亿元)	酱酒占比
2016	800		389		411		6126	13%
2017	900	13%	582	50%	318	-23%	5654	16%
2018	1100	22%	736	26%	364	14%	5364	21%
2019	1350	23%	854	16%	496	36%	5618	24%
2020	1550	15%	945	11%	605	22%	5836	27%
2021	1900	23%	1062	12%	838	39%	6033	31%
2022	2100	11%	1241	17%	859	2%	6626	32%
2023	2300	10%	1477	19%	823	-4%	7563	30%

来源：中国酒业协会，酒业家，I find，权图酱酒工作室，国金证券研究所

图表10：2018年至今飞天茅台批价走势（元/瓶）



图表11：2016年至今酱酒C端渗透率预计持续提升



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至24年6月6日）

来源：中国酒业协会，酒业家，国金证券研究所（注：虚线示意为动销端酱酒持续渗透的趋势，仅供参考）

对当下及中长期酱酒赛道的判断，我们认为由茅台引领、品质饮酒需求拉动的渗透逻辑仍会延续。基于从供给侧出发的分析思路，我们预计酱酒所覆盖的主流价位会自上而下加速蔓延，需求场景会从以高端&入门商务为主导逐步渗透至大众聚饮场景。

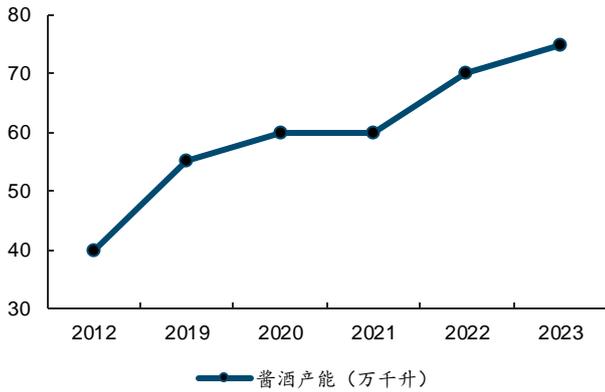
参考权图酱酒工作室发布的酱酒产业报告，在上一轮行业景气低谷期（12~15年），贵州&四川核心酱酒产区的下沙投产量较12年前高峰40万千升下滑约一半，即在20万千升左右；自16年行业景气修复起，酱酒企业产能开始逐步修复，17年已恢复至90%以上。

考虑典型优质酱酒生产期1年、储存期3年、勾调再贮存1年，18~19年下沙的产能对应成品酒释放即在23~24年，因此从18~19年起的酱酒扩产潮在当下及中长期会逐步释放，18~21年渠道酱酒热实质上多是消耗存量老基酒，此外便是良莠不齐的非坤沙工艺酱酒产品（以23年为例，75万千升酱酒产能中优质坤沙部分约45万千升）。

因此，供给提升驱动的大背景下，酱酒酒企预计会自上而下加强对各价位渗透的力度，完善各价位SKU布局也是酒企突破规模枷锁的路径之一，典型如23年营收已破百亿的茅台1935，以及圆习酒、台源等多款大众价位酱香产品的面市。同时，当供需相对均衡时，酱酒内部提升竞争力预计仍会围绕“基酒年份”展开，逐步由香型/工艺营销转向品质营销。



图表12: 2019年至今酱酒产能持续提升



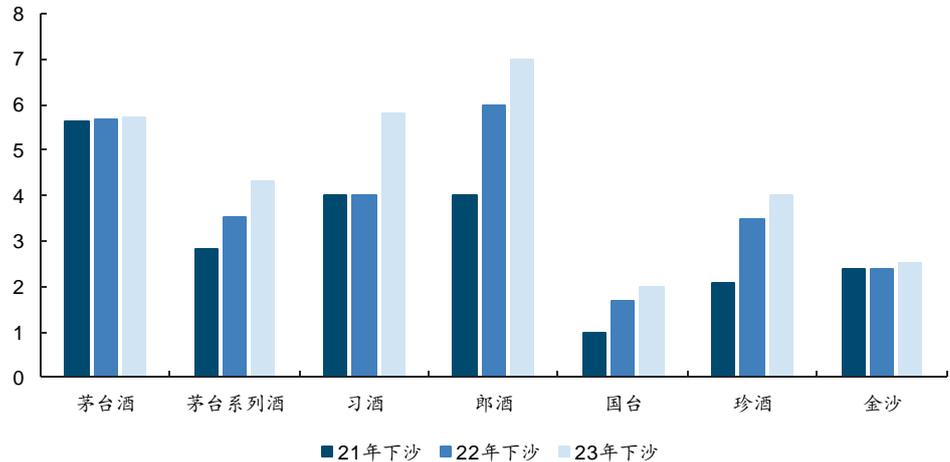
图表13: 茅台酒近几年产能提升逐步传导到销量端



来源: 酒业家, 国金证券研究所

来源: 贵州茅台公司公告, 国金证券研究所

图表14: 2021~2023年重阳下沙季头部酱酒企业投产量梳理 (吨)



来源: 贵州茅台公司公告, 酒业家, 微酒, 国金证券研究所

之所以言珍酒品牌是公司进攻的茅, 主要考虑珍 15、珍 30 等产品对渠道杠杆的借力, 趁酱酒之势扶摇直上。珍 15 目前成交价在 400 元左右, 价格定位属于入门商务招待用酒, 是当下在低线次高端价位持续破局的单品。

珍 15 在低线次高端赛道的破局, 是消费端拉力与渠道推力共振的结果。珍 15 所处价位酱香竞品主要为红花郎 10/15、国台国标、茅系产品, 再往上金沙摘要、习酒 1988 等竞品成交价在 500 元以上, 而往下习酒金质/银质等则更偏大众消费, 首先珍 15 的价格卡位是精准的。

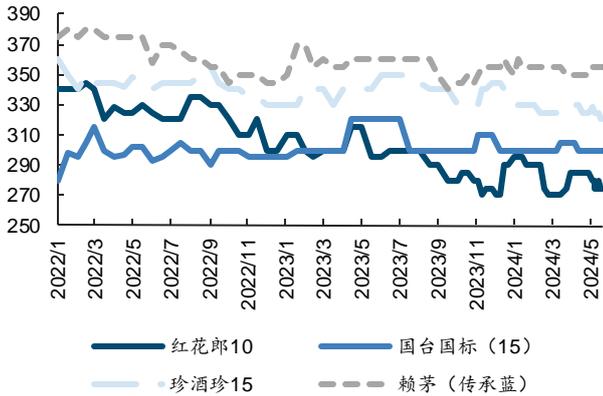
其次是消费场景, 珍 15 主要瞄准商务场景, 竞品中红花郎相对更契合宴席场景, 场景上有错位。作为公司主力单品, 在广宣曝光等品牌营销活动中公司对珍 15 也有资源侧重, 换言之对品牌调性的培育相对成熟, 因此更易在需求侧营造性价比认知, 即需求端的拉力。

对于渠道端的推力, 一方面公司董事长吴向东先生有极为丰富的业内实操经验, 包括早期操盘金六福酒, 并购&整合珍酒在内十余家地方性酒厂, 以及创办流通端华致酒行, 吴向东先生本身是白酒行业的 KOL, 深谙渠道运作、在构建良性厂商关系上有得天独厚的优势。

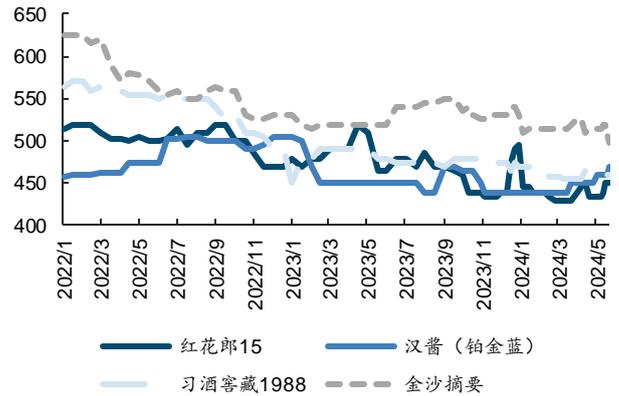
另一方面, 公司在 18~20 年的酱酒热潮期徐徐图之、相对而言并未积累太多渠道泡沫, 历史包袱轻、厂商关系/品牌形象维护度高, 珍 15 单品批价在当下降温期表现仍平稳。渠道具备稳定且不错的盈利预期, 推力逐步传导至动销端, 并构筑良性循环, 目前珍 15 在低线次高端价位动销表现居前、大单品潜力充足。



图表15: 300元价位主要酱酒产品批价走势(元/瓶)



图表16: 500元价位主要酱酒产品批价走势(元/瓶)



来源: 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 6 月 6 日)

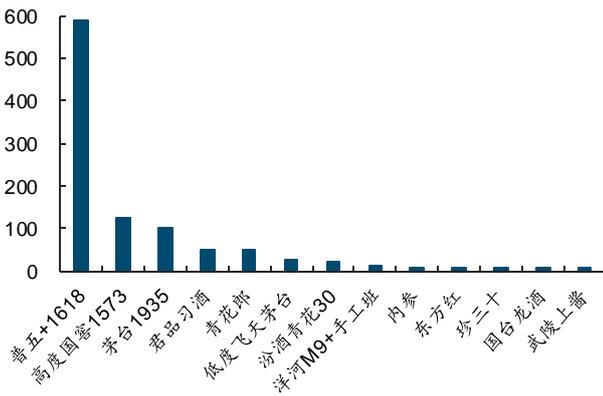
来源: 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 6 月 6 日)

相较于珍 15, 珍 30 所处千元价位的单品/品牌集中度较高, 我们估算年茅台、五粮液、泸州老窖在千元价位份额占比 >70%, 仍占主导地位。龙头之下, 也不乏存在不少 10-30 亿体量的单品, 主要以小范围圈层营销为主, 一方面发挥自身在基地市场的品牌效能, 另一方面也能通过更周密的消费者服务来满足差异化的高端需求。

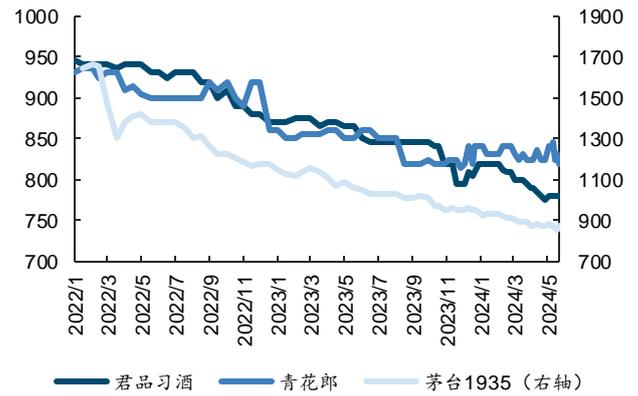
目前珍 30 调至珍酒事业部、由小渠道逐步向大渠道导入。珍 30 的优势在于产品周期相对仍处于流通导入前期、价值链透明度低、渠道利润有优势; 此前在高档酒事业部以圈层营销打法为主, 转流通也是消费者认知逐渐积蓄形成的阶段性契机。

除珍 15、珍 30 外, 产品策略上: 1) 1988 年份酒、珍 30 大金奖版等高端光瓶酒由高档事业部运作, 仍以圈层营销打法为主, 23 年销售超 5 亿, 24 年预计延续高增; 2) 珍 5、珍 8、老珍酒等产品以精简&优化为思路, 结合当下白酒性价比消费的特征、兼顾性价比产品的市场布局。上述单品定位主要为 300 元以下的大众消费, 目前看 100~300 元细分价位动销表现在白酒行业内首屈一指, 消费升级&消费降级并存。

图表17: 2023E 千元价位主要参与品牌/单品规模(亿元)



图表18: 2022年至今千元酱酒单品批价走势(元/瓶)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 酒价参考, 国金证券研究所 (注: 数据截至 24 年 6 月 6 日)

此外, 公司推进以“6+8+N”为主的全国化区域布局, 即聚焦贵州、河南、山东、广东、湖南、江苏 6 个核心省份, 培育福建、上海、北京、浙江、广西、江西、陕西、河北 8 个重点省份, 孵化全国其他有酱酒氛围和基础的 N 个潜力市场。

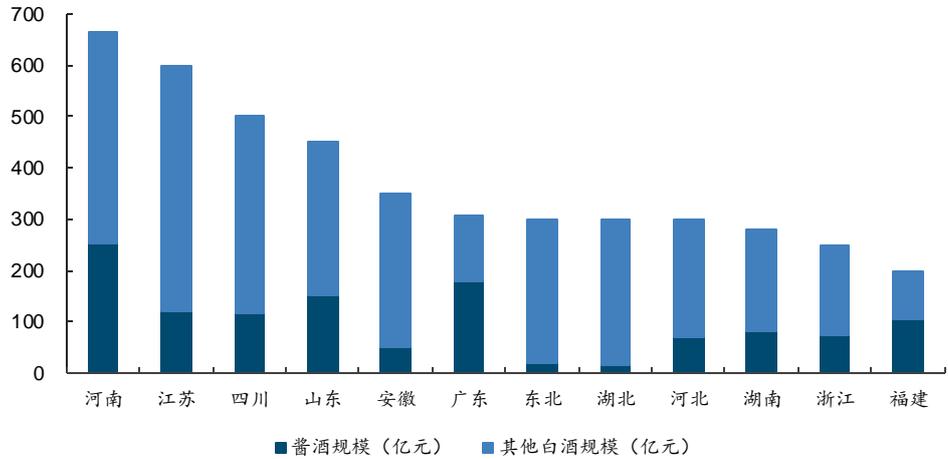
公司聚焦的核心市场均有不错的酱酒消费氛围, 其中我们测算公司在第一大市场贵州酱酒赛道市占约 6~7%, 湖南~5%, 河南、山东、广东市占 <5%, 在酱酒赛道内部也仍有充足的渗透空间。在区域攻克上, 产品策略因区域特征而动, 例如广东酱酒消费档次相对较高、可以高端先切入, 其他区域则更倾向于以次高端珍 15 等产品先切入。

整体而言, 渠道力是品牌快速实现区域外拓必不可少的要素, 我们认为借势酱酒持续渗透



的趋势+渠道推力杠杆，以珍 15、珍 30 为主的珍酒品牌是公司整体增长的潜力点、进攻性的茅，待中期行业景气修复时弹性可期。

图表19：主要白酒消费区域酱酒&非酱酒规模梳理



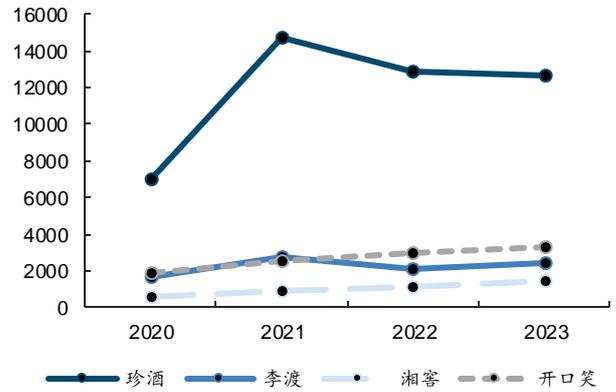
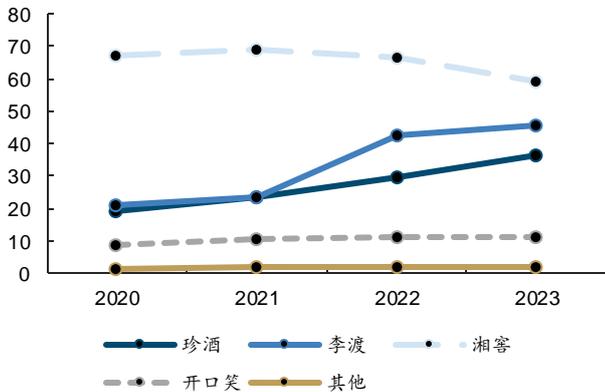
来源：酒业家，微酒，云酒视界，酒说，国金证券研究所（注：除河南、安徽口径为 2023 年后，其余区域口径为 2022 年）

### 看点 3：李渡扎实做圈层，湘窖&开口笑扎根湖南精耕，稳健是主基调

相较于珍酒，李渡虽小但精，湘窖&开口笑更注重区域下沉，后几个品牌基地市场的占比更高（李渡预计省内占比略高于省外，湘窖、开口笑目前以湖南省内深耕为主），对应更高的经营稳定性，构筑公司发展稳健的底盘。从品牌的定位来看，李渡&湘窖偏高端价位（23 年吨价分别 45.7、58.9 万元/吨），开口笑偏中端价位（23 年吨价 11.5 万元/吨）与湘窖价位互补。

图表20：2020~2023 年公司分品牌吨价情况（万元/吨）

图表21：2020~2023 年公司分品牌销量情况（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

李渡我们概括为依托以沉浸式体验为载体的圈层营销范式进行省内渗透&省外拓展。具体而言，李渡品牌的主要单品包括李渡高粱 1308，成交价约 1700 元；李渡高粱 1955，成交价约 1000 元；李渡高粱 1975，成交价约 700 元。

回顾伴随此轮白酒周期的李渡复兴史，核心在于找到了差异化营销思路、并始终坚持践行差异化。14 年汤向阳汤司令赴李渡任职后，找到的抓手为“元代古窖池”，营销思路为“打造最贵光瓶酒”，营销手段为“沉浸式体验”。

具体而言，李渡构建了“总舵、分舵、小舵”三级体验架构，总舵为李渡元代烧酒作坊遗址，提供全方位沉浸式体验，例如高端国宝宋宴；分舵为知味轩，数百家知味轩遍布全国，精简流程、仍能提供“七个一”与“三个一”体验；小舵为李渡高粱合作社，区域更下沉、链接 C 端更高效。阶梯式、分层级的体验组织架构，形成多维向外文化体验窗口，也是维持用户粘性的根须。



图表22: 沉浸式体验文旅作品——李渡国宝宋宴



来源: 李渡官网, 国金证券研究所

高端白酒营销核心始终在于稀缺, 李渡的抓手首先便是独一无二的元代古窖池、活跃至今的 167 个 OTU (远古时代的古菌群落), 例如产品广宣中“元窖香”、“液体古董”的概念。

其次, 李渡对于核心品控量提价的处理也较为精细, 并以此作为营销点, 例如在 24 年 3 月公司发布通知, 第二代李渡高粱 1955 正式上市、价格上调至 1230 元/瓶, 较 10 年前初上市时的 380 元已有大幅提升, 期间经历了 13 次提价、多次停货。

产品价值稳步提升对消费认知的培育尤为关键, 也能孕育消费端的收藏&投资需求, 特别是在当下行业非景气周期, 价格稳定是不错的优势, “稳”恰好受当下渠道所青睐。

图表23: 李渡产品广宣围绕“元窖”、“液体古董”、“一口四香”等展开



来源: 李渡天猫旗舰店, 国金证券研究所

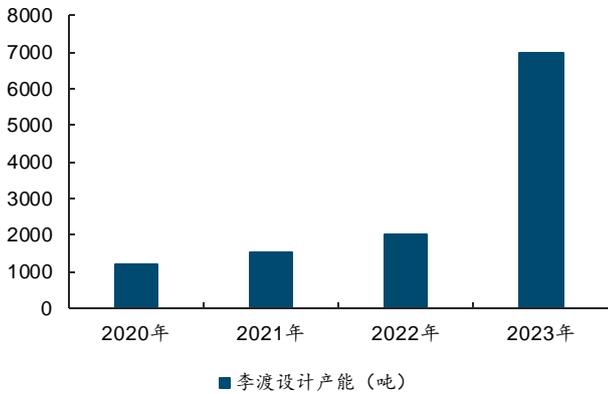
聚焦高端的同时, 李渡的战略逐步由“小而美”向“大而精”升级, 包括:

- 1) 逐步拓宽产品矩阵, 通过李渡明窖、李渡高粱献礼、窖龄 10 等产品布局次高端及以下价位。运作架构上, 公司对不同价位产品分设团队运营, 例如李渡高粱 1308 单设事业部, 李渡高粱 1955+1975、次高端及以下分设事业部。
- 2) 发力省外拓张, 主要聚焦江苏、广东、福建等消费能力较高的区域, 采用多渠道分销模式。沉浸式体验在 KOL 圈层中会向外辐射, 省内的消费群体也会将产品带出去, 逐步外



拓也是顺势而为的决策。23 年预计省内占比仍略高于省外，短中期仍打基础、蓄势，产能释放也有其节奏，中长期李渡也会释放更多进攻性。

图表24：2020~2023 年李渡产能梳理



图表25：江西省内白酒品牌竞争格局情况

22 年销售规模 预计	省内品牌	省外品牌
30 亿+	-	茅台
20-30 亿	四特	洋河
10-20 亿	李渡	毛铺
10 亿以下	章贡、堆花、赣酒、 莲塘高粱、全良液等	国窖 1573、五粮液、习 酒、郎酒、国台、钓鱼台 等

来源：公司公告，国金证券研究所（注：李渡郑家山基地 5000 吨设计产能，其中 2000 吨于 2023 年开始运营，3000 吨于 2024 年初投入运营）

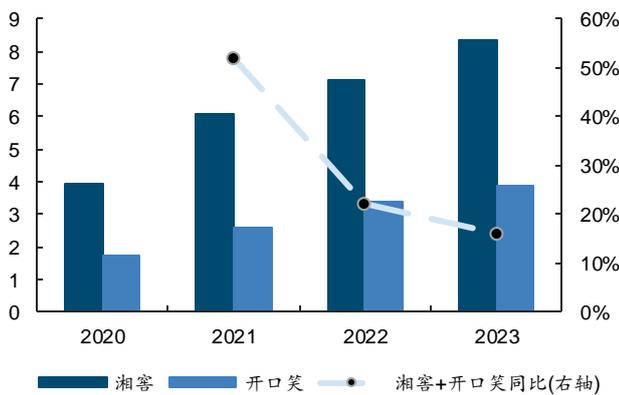
来源：酒业家，国金证券研究所

**湘窖&开口笑的定位即扎根湖南、渠道深耕、稳定公司底盘。**23 年两者合计实现营收 12.2 亿元，同比+15.9%；其中湘窖产品涵盖酱香、浓香、兼香，价位集中于次高端及以上，23 年吨价达 58.9 万元/吨、居公司旗下各品牌之首；开口笑产品涵盖浓香、酱香，集中于大众价位，与湘窖互补。

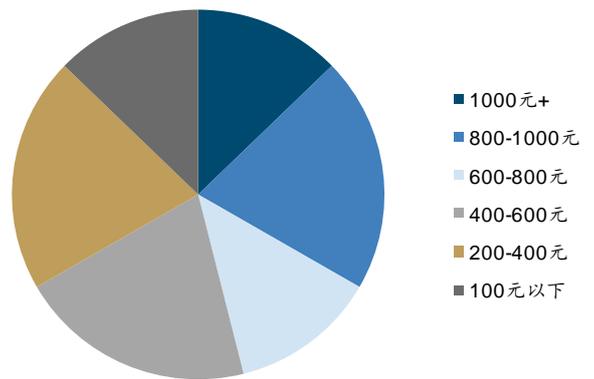
湖南市场呈现几个特点：1) 主流消费价位高，根据酒业家援引湖南酒协数据显示，22 年省内 400 元+价位占比达 68%；2) 消费类型多元化，香型上浓香、酱香为主，清香也在逐步渗透，此外容量上如歪脖郎等小规格白酒也有一席之地；3) 地产白酒份额 23 年近 30%，仍有渗透空间，政策上“振兴湘酒”也有引领效应。

对于湘窖&开口笑而言，稳健增长的来源包括湖南的区位β（省内政商需求在持续修复）+精细化耕耘提升省内市占（省内从邵阳、长沙向岳阳、株洲等地辐射，空间足）。整体而言，李渡、湘窖&开口笑扎实做圈层、做市场，稳健是战略层面的主基调，也能夯实公司业绩增长的底盘。

图表26：2020~2023 年湘窖&开口笑收入及同比增速



图表27：2022 年湖南白酒市场分价格带拆分



来源：公司公告，国金证券研究所（注：收入单位为亿元）

来源：酒业家，国金证券研究所



## 盈利预测及投资建议

### ● 收入&费用预测

综合而言，我们预计 24 年公司实现营收 84.4 亿元，同比+20%，其中分产品收入预测：

1) 珍酒：考虑次高端商务弱复苏+酱香型白酒持续渗透，中性预计 24 年 55 亿元（同比+20%），其中内部会更聚焦标品、结构持续上移（例如高档酒事业部圈层营销在持续突破，预计高端光瓶产品增速在内部会明显更优），考虑当下处于自上而下政策向基本面传导的进程中，商务加速恢复、渠道加杠杆情绪提升会赋予珍酒品系更高增长弹性。

2) 李渡：依托沉浸式体验为抓手的圈层营销，KOL 向外辐射吸引更多客群进展顺利，预计 24 年营收 13.9 亿元（同比+25%），其中省外增速或更优。此外，李渡也在逐步向下延展产品结构、导入流通渠道，也具备一定增长弹性。

3) 湘窖&开口笑：湖南白酒消费氛围整体处于弱复苏节奏，100~300 元大众消费反馈相对更优，商务仍待改善；依托区域β+省内深耕实现平稳增长，预计 24 年营收均同比+16%（分别实现营收 9.7/4.5 亿元）。

图表28：公司分产品营收拆分及预测

(亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	51.02	58.56	70.30	84.37	98.13	112.86
yoy	112.7%	14.8%	20.1%	20.0%	16.3%	15.0%
营业成本	23.72	26.17	29.51	33.91	38.51	43.22
毛利率	53.5%	55.3%	58.0%	59.8%	60.8%	61.7%
<b>1、珍酒</b>						
营业收入	34.88	38.23	45.83	55.00	64.35	74.64
yoy	159%	10%	20%	20%	17%	16%
毛利率	51.6%	54.9%	58.1%	60.3%	61.0%	61.8%
<b>2、李渡</b>						
营业收入	6.50	8.87	11.10	13.87	16.37	18.98
yoy	81%	36%	25%	25%	18%	16%
毛利率	66.8%	64.9%	68.4%	69.0%	70.2%	71.2%
<b>3、湘窖</b>						
营业收入	6.06	7.13	8.34	9.67	10.93	12.02
yoy	53%	18%	17%	16%	13%	10%
毛利率	64.2%	60.3%	59.1%	60.0%	61.0%	62.0%
<b>4、开口笑</b>						
营业收入	2.57	3.39	3.85	4.46	4.91	5.40
yoy	49%	32%	14%	16%	10%	10%
毛利率	39.8%	38.5%	40.7%	41.0%	42.5%	44.0%
<b>5、其他</b>						
营业收入	1.02	0.95	1.19	1.37	1.58	1.81
yoy	-20%	-7%	26%	15%	15%	15%
毛利率	5.0%	5.7%	6.9%	7.0%	8.0%	9.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

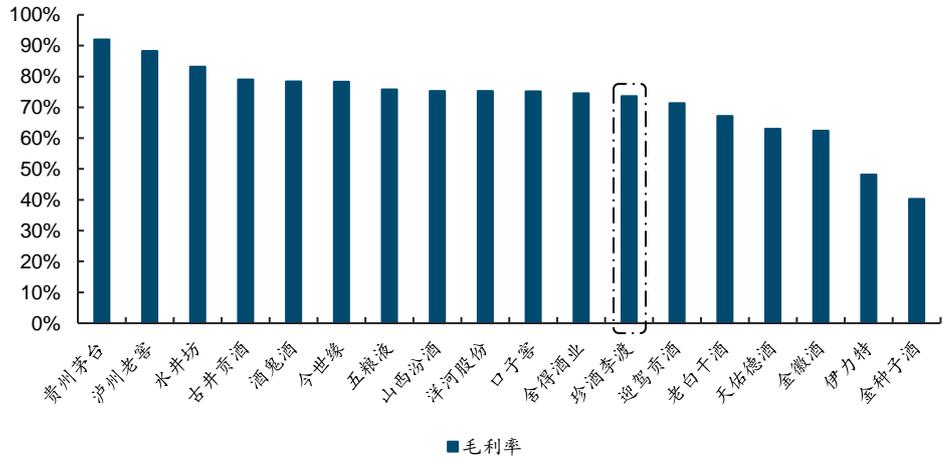
从毛利率角度看，公司报表销售成本中含税项及附加费，计算可得 20~22 年税项及附加费占营收比分别为 15.8%/15.4%/15.6%，假设 23 年占比维持 15.6%，还原后公司 23 年毛利率约 73.6%，处于白酒上市标的中枢水平。

我们预计公司旗下各品牌毛利率稳中有升，整体 24 年毛利率预计为 59.8%（同比+1.8pct），



主要系产品结构提升趋势+规模效应，对于珍酒品系而言自产基酒逐步替代外采对成本端改善也有裨益。

图表29：2023年白酒行业主要标的毛利率情况

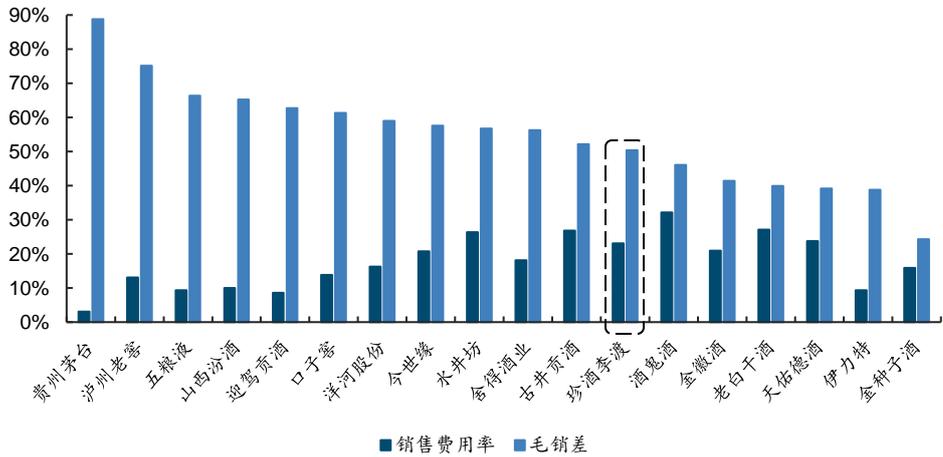


来源：Ifind，国金证券研究所（注：考虑珍酒李渡销售成本中含税项及附加费，计算23年毛利率时假设税项及附加费占营收比为15.6%，下同）

公司23年销售费用16.27亿元，同比+21.2%，对应销售费用率为23.1%，处于拓张型酒企的中枢水平（同类次高端酒企如酒鬼酒32.2%，舍得酒业18.2%，水井坊26.4%）。

从内部结构来看，以广告开支&员工薪酬为主，21~22年广告开支规模趋稳（分别为6.70/6.66亿元），增量主要在员工薪酬部分（21/22年分别为2.81/5.92亿元，与公司22年下半年大批扩招销售人员相关，22年末公司品牌及营销人员达4060人），23年预计员工薪酬占比仍有所提升。

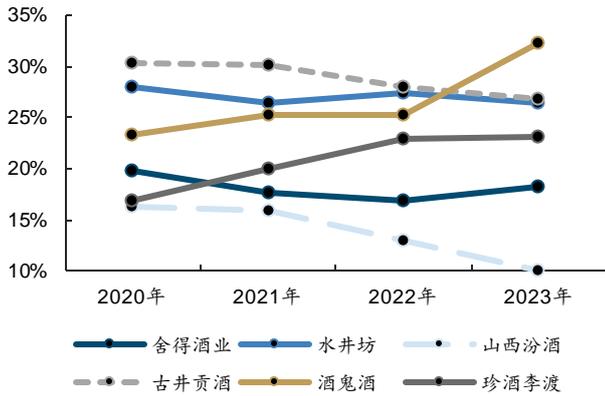
图表30：2023年白酒行业主要标的毛销差情况



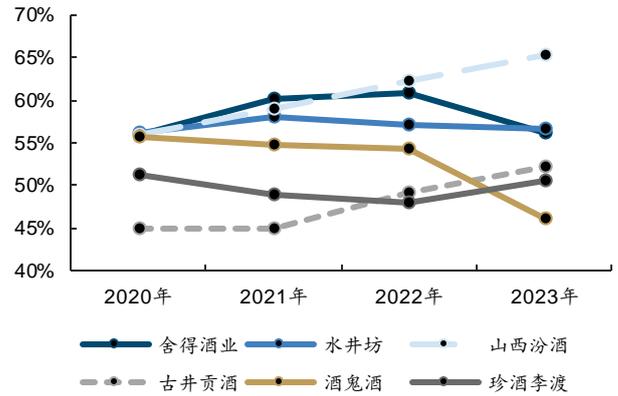
来源：Ifind，国金证券研究所



图表31: 2020~2023 年公司 & 可比标的销售费用率变动



图表32: 2020~2023 年公司 & 可比标的毛销差变动

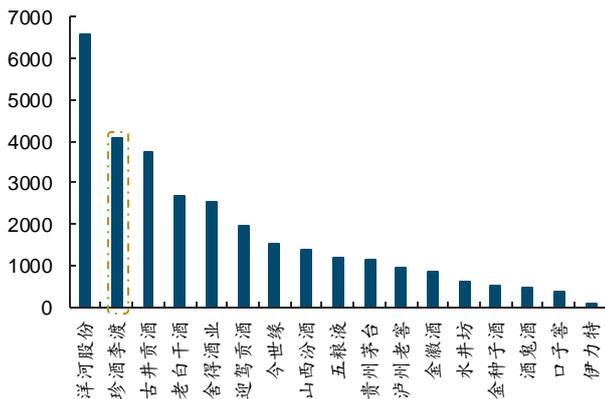


来源: Ifind, 国金证券研究所

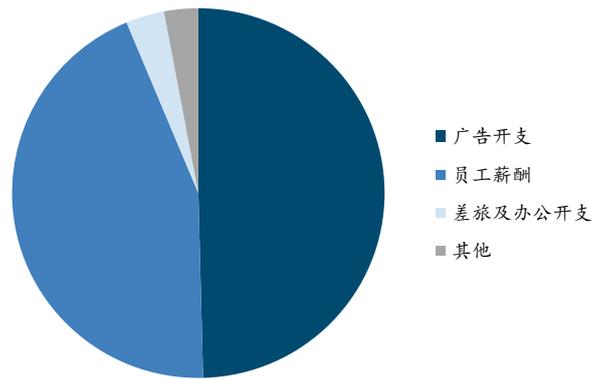
来源: Ifind, 国金证券研究所

公司销售人员数量在上市酒企中处于头部, 虽为扩张型酒企, 但公司地推人员更多触及 C 端消费者运营, 特别是珍酒高档酒事业部&李渡以圈层营销模式为主。此外, 公司激励机制保障销售人员的进攻性, 股权激励对销售骨干也有较高覆盖面。

图表33: 公司表现销售人员数量行业内居前



图表34: 2022 年公司销售费用明细



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 珍酒李渡口径为 2022 年品牌及营销人员数量, 其余为 2023 年表现销售人员数量)

来源: 公司公告, 国金证券研究所

截至 23 年末, 经销商/体验店/零售商数量分别为 2938/1180/3143 家; 22 年上述 3 个渠道的单体营收分别为 136.9/132.6/20.2 万元, 渠道架构较为扁平, 扁平化的优势在于更容易发挥酒厂的议价能力。此外, 公司对渠道也持续优化, 利用平台合伙人&种子合伙人制度笼络核心经销商&终端, 通过利益一致性来实现良性发展。

整体而言, 目前公司销售团队已经基本搭建, 考虑到当下行业营销策划的趋同性、次高端 & 高端价格带酒企普遍加码信息化 BC 联动返利等政策力度, 我们预计 24 年销售费用率略有升、同比+0.2pct 至 23.35%。

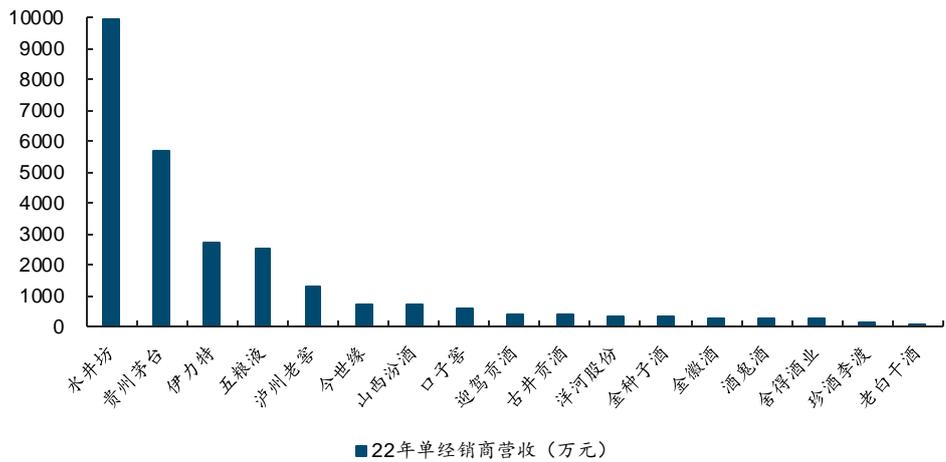
图表35: 2020~2023 年公司各渠道数量及同比增速

	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年末
经销合作伙伴	1546	2388	2678	2938
同比		54%	12%	10%
体验店	360	862	1074	1180
同比		139%	25%	10%
零售商	1707	1575	2866	3143
同比		-8%	82%	10%

来源: 公司公告, 国金证券研究所



图表36: 2022年白酒行业主要标的单经销商收入



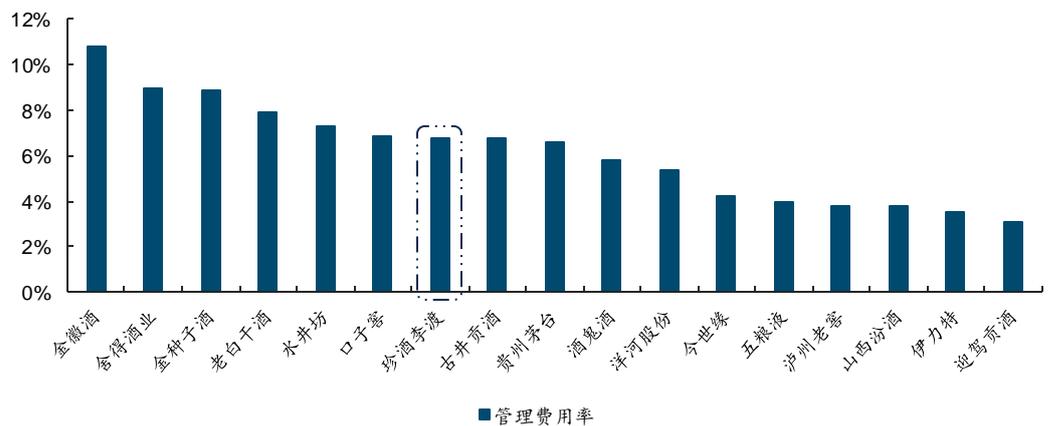
来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 珍酒李渡口径为经销合作伙伴, 因 23 年数据不足采用 22 年进行对比, 可比标的中水井坊单经销商收入较高主要系渠道模式主要以省代/新省代为主)

管理费用率方面, 公司表现 23 年行政开支 4.79 亿元, 同比+39%, 对应占营收比重为 6.8%, 占比略有提升主要系行政相关人员增加伴随员工薪酬支出提升, 以及珍酒赵家沟基地转固后折旧&摊销开支增加。考虑规模效应, 预计 24 年管理费用率为 6.4%, 同比-0.4pct。

此外, 公司权益股东应占利润同经调整净利润 (非国际财务报告准则计量) 差项主要为上市相关的费用开支、发行予一名投资者的金融工具的公允价值变动、以权益结算的股权激励费用, 其中 24 年起已无前者影响, 主要非经常损益即为股权激励费用的摊销。

参考 23 年年报披露“受限制股份奖励的价值为每股 7.64 港元(相当于约人民币 6.96 元)”, 以及此次股权激励合计发行约 1.17 亿股, 预计合计股权激励摊销费用约 8.16 亿元, 在 23~26 年间分期摊销, 我们预计 24 年摊销约 2.7 亿元。

图表37: 2023年白酒行业主要标的的管理费用率梳理



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 珍酒李渡口径为行政开支占营收比重)

● 估值分析&投资建议

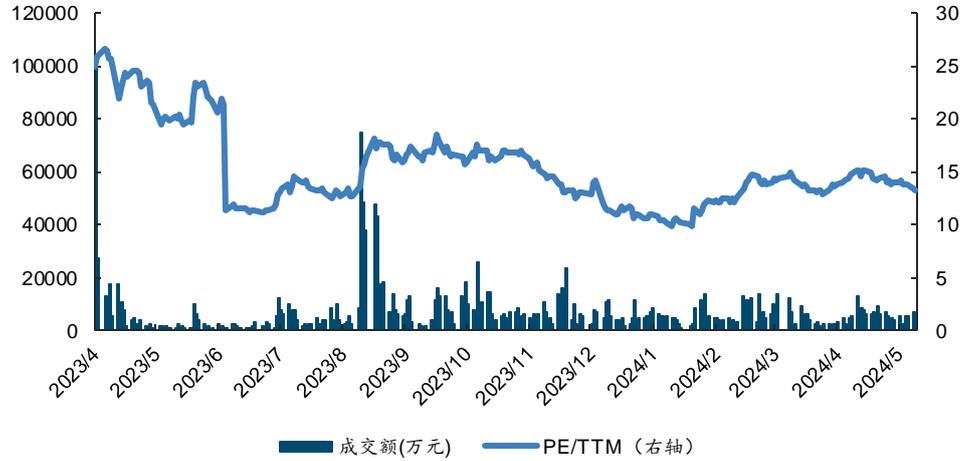
目前公司股价对应 PE-TTM 约 12.8X, 自 24 年至今基本在 10-15X 区间内波动。公司具备次高端的全国化外拓弹性 (以珍酒、李渡品牌为主), 也兼具区域酒稳健发展的韧性 (以湘窖、开口笑品牌为主), 攻守兼备。

定价上市场会更多考虑公司的外拓弹性, 在当下行业整体弱复苏、底部信用待重建阶段, 商务需求未有明显向上复苏催化, 偏顺周期外拓属性的酒企估值有所折价, 参考目前舍得酒业、水井坊 24 年 forward PE 分别为 11X、14X, 估值均在近年来底部分位; 对于兼具外拓逻辑&区域内不错增长态势的古井来说, 可享受一定估值溢价, 24 年 forward PE 为 22X。



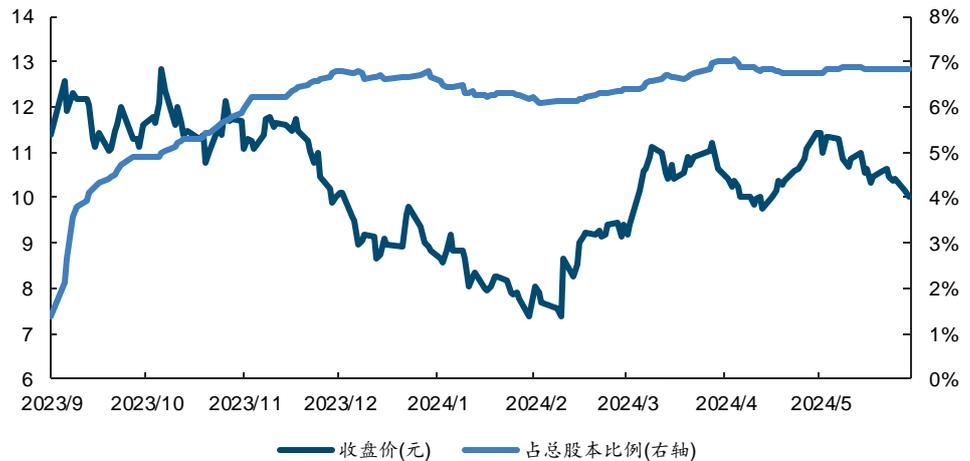
对于行业复苏节奏，我们看好自上而下政策驱动下潜在白酒行业β拐点。渠道预期拐点领先于基本面拐点，情绪扭转下顺周期标的估值弹性可观，对应白酒估值范式从以价换量——以量换价——量价齐升。对于景气拐点的前瞻指标，包括：1) 终端步入加库存周期；2) 渠道&终端放开信用政策约束。

图表38：上市至今公司PE-TTM及月度成交额



来源：I find，国金证券研究所（注：数据截至24年6月6日，成交额单位为港元）

图表39：2023年9月至今公司港股通持股情况



来源：I find，国金证券研究所（注：数据截至24年6月6日）

我们预计公司24~26年营收分别为84.4/98.1/112.9亿元，同比+20.0%/+16.3%/+15.0%；归母净利分别为17.6/21.7/27.2亿元，同比-24.6%/+23.5%/+25.5%；扣非归母净利分别为20.3/24.3/29.1亿元，同比+25.0%/+20.0%/+19.8%（对应23年扣非归母净利为16.2亿元），当前股价对应PE为15.0X/12.5X/10.4X。结合可比公司估值，考虑到公司潜在业绩高弹性&港股折价因素，给予公司24年18倍PE，对应目标价12.06港元，首次覆盖给予“买入”评级。


**图表40：公司及可比标的盈利预测**

公司名称	(扣非) 归母净利润 (亿元)				同比			PE		收盘价	
	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E		26E
山西汾酒	104	130	160	192	25%	22%	20%	23	18	15	241.8
舍得酒业	18	21	23	27	16%	14%	13%	11	10	9	70.6
水井坊	13	15	17	20	19%	16%	15%	14	12	11	43.9
酒鬼酒	5	6	7	8	8%	20%	19%	28	23	20	51.3
古井贡酒	46	61	76	92	32%	25%	22%	22	17	14	247.6
平均								20	16	14	
珍酒李渡	16	20	24	29	25%	20%	20%	15	12	10	9.7

来源：Ifind，国金证券研究所（注：除珍酒李渡为扣非归母净利润口径外，可比标的口径为归母净利；珍酒李渡收盘价单位为港元/股，计算PE时港元:人民币汇率为1:0.93，可比标的收盘价单位为人民币元/股；股价数据截至24年6月6日；盈利预测均来源国金证券）

### 风险提示

- 宏观经济恢复不及预期。白酒消费与宏观景气度具备正相关性，若宏观经济恢复不及预期，将影响区域内商务等用酒需求。
- 次高端竞争加剧风险。若次高端价位竞争持续加剧，或对公司核心品外延扩张产生不利影响，特别是酱酒赛道供给驱动下的内部竞争。
- 政策风险。市场对于政策层面的预期会影响白酒板块的估值溢价，若消费税负增加亦会影响公司的盈利水平。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>5,102</b>	<b>5,856</b>	<b>7,030</b>	<b>8,437</b>	<b>9,813</b>	<b>11,286</b>	货币资金	1,545	1,683	5,771	5,758	5,912	6,561	
增长率	112.7%	14.8%	20.1%	20.0%	16.3%	15.0%	应收款项	120	424	445	603	756	869	
<b>主营业务成本</b>	<b>2,372</b>	<b>2,617</b>	<b>2,951</b>	<b>3,391</b>	<b>3,851</b>	<b>4,322</b>	存货	3,649	5,139	6,383	7,630	8,985	10,446	
%销售收入	46.5%	44.7%	42.0%	40.2%	39.2%	38.3%	其他流动资产	0	0	283	253	294	339	
<b>毛利</b>	<b>2,730</b>	<b>3,239</b>	<b>4,080</b>	<b>5,046</b>	<b>5,962</b>	<b>6,964</b>	流动资产	5,314	7,246	12,882	14,244	15,947	18,215	
%销售收入	53.5%	55.3%	58.0%	59.8%	60.8%	61.7%	%总资产	69.5%	65.5%	73.3%	73.6%	74.4%	76.3%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,316	2,429	3,107	3,503	3,874	4,030	
<b>销售费用</b>	<b>1,021</b>	<b>1,342</b>	<b>1,627</b>	<b>1,970</b>	<b>2,281</b>	<b>2,607</b>	%总资产	17.2%	22.0%	17.7%	18.1%	18.1%	16.9%	
%销售收入	20.0%	22.9%	23.1%	23.4%	23.3%	23.1%	无形资产	64	58	43	60	76	91	
<b>管理费用</b>	<b>289</b>	<b>381</b>	<b>479</b>	<b>540</b>	<b>608</b>	<b>666</b>	非流动资产	2,330	3,813	4,696	5,108	5,496	5,666	
%销售收入	5.7%	6.5%	6.8%	6.4%	6.2%	5.9%	%总资产	30.5%	34.5%	26.7%	26.4%	25.6%	23.7%	
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产总计</b>	<b>7,644</b>	<b>11,059</b>	<b>17,578</b>	<b>19,352</b>	<b>21,443</b>	<b>23,881</b>	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	710	37	37	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,432</b>	<b>1,434</b>	<b>2,731</b>	<b>2,251</b>	<b>2,795</b>	<b>3,485</b>	应付款项	551	1,046	1,070	1,130	1,177	1,201	
%销售收入	28.1%	24.5%	38.8%	26.7%	28.5%	30.9%	其他流动负债	4,199	3,490	3,746	4,219	4,710	5,192	
<b>财务费用</b>	<b>24</b>	<b>-1</b>	<b>-155</b>	<b>-202</b>	<b>-202</b>	<b>-207</b>	流动负债	5,460	4,572	4,853	5,349	5,887	6,392	
%销售收入	0.5%	0.0%	-2.2%	-2.4%	-2.1%	-1.8%	长期贷款	187	0	0	0	0	0	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	8,812	10,302	49	49	49	49	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	14,459	14,874	4,902	5,398	5,936	6,442	
<b>营业利润</b>	<b>1,436</b>	<b>1,536</b>	<b>1,933</b>	<b>2,536</b>	<b>3,072</b>	<b>3,691</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>-6,814</b>	<b>-3,815</b>	<b>12,676</b>	<b>13,954</b>	<b>15,507</b>	<b>17,439</b>	
营业利润率	28.1%	26.2%	27.5%	30.1%	31.3%	32.7%	其中：股本	0	0	0	0	0	0	
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	未分配利润	-6,823	-2,987	13,225	14,503	16,056	17,989	
<b>税前利润</b>	<b>1,409</b>	<b>1,435</b>	<b>2,886</b>	<b>2,453</b>	<b>2,996</b>	<b>3,692</b>	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
利润率	27.6%	24.5%	41.0%	29.1%	30.5%	32.7%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,644</b>	<b>11,059</b>	<b>17,578</b>	<b>19,352</b>	<b>21,443</b>	<b>23,881</b>	
<b>所得税</b>	<b>376</b>	<b>405</b>	<b>559</b>	<b>698</b>	<b>828</b>	<b>971</b>	<b>比率分析</b>		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税率	26.7%	28.2%	19.4%	28.4%	27.6%	26.3%	<b>每股指标</b>							
<b>净利润</b>	<b>1,032</b>	<b>1,030</b>	<b>2,327</b>	<b>1,755</b>	<b>2,168</b>	<b>2,721</b>	每股收益	0.00	0.00	0.78	0.52	0.64	0.80	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	-2.01	-1.13	3.87	4.12	4.58	5.15	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,032</b>	<b>1,030</b>	<b>2,327</b>	<b>1,755</b>	<b>2,168</b>	<b>2,721</b>	每股经营现金净流	0.29	-0.21	0.11	0.42	0.49	0.61	
净利率	20.2%	17.6%	33.1%	20.8%	22.1%	24.1%	每股股利	0.00	0.00	0.16	0.20	0.25	0.31	
<b>现金流量表(人民币 百万)</b>							<b>回报率</b>							
净利润	1,032	1,030	2,327	1,755	2,168	2,721	净资产收益率	-15.15%	-26.99%	18.36%	12.58%	13.98%	15.60%	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	总资产收益率	13.50%	9.31%	13.24%	9.07%	10.11%	11.39%	
非现金支出	101	-401	-684	285	277	205	投入资本收益率	-17.74%	-27.23%	17.32%	11.54%	13.04%	14.73%	
非经营收益							<b>增长率</b>							
营运资金变动	-242	-1,497	-1,541	-841	-1,012	-1,113	主营业务收入增长率	112.66%	14.79%	20.06%	20.01%	16.30%	15.02%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>969</b>	<b>-711</b>	<b>361</b>	<b>1,406</b>	<b>1,666</b>	<b>2,063</b>	EBIT增长率	93.94%	0.11%	90.45%	-17.56%	24.15%	24.72%	
资本开支	-1,404	-1,422	-961	-620	-620	-420	净利润增长率	98.47%	-0.23%	125.96%	-24.57%	23.50%	25.51%	
投资	0	0	0	0	0	0	总资产增长率	64.54%	44.67%	58.95%	10.09%	10.80%	11.37%	
其他	19	34	121	-285	-277	-205	<b>资产管理能力</b>							
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,385</b>	<b>-1,389</b>	<b>-840</b>	<b>-905</b>	<b>-897</b>	<b>-625</b>	应收账款周转天数	4.9	7.5	10.8	13.2	15.9	16.8	
股权募资	1,928	3,328	4,526	0	0	0	存货周转天数	408.8	604.4	702.9	743.8	776.6	809.2	
债权募资	-70	-881	-31	-37	0	0	应付账款周转天数	52.8	109.8	129.1	116.8	107.8	99.0	
其他	-188	-228	-4	-553	-691	-864	固定资产周转天数	67.7	115.1	141.7	141.0	135.3	126.1	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,670</b>	<b>2,220</b>	<b>4,491</b>	<b>-589</b>	<b>-691</b>	<b>-864</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>现金净流量</b>	<b>1,233</b>	<b>139</b>	<b>4,087</b>	<b>-12</b>	<b>153</b>	<b>650</b>	净负债/股东权益	-119.81%	-226.86%	-44.85%	-40.91%	-37.81%	-37.34%	
							EBIT利息保障倍数	39.3	48.7	618.6	—	—	—	
							资产负债率	189.14%	134.50%	27.89%	27.89%	27.68%	26.97%	

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	4	36	48
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究