

珍酒李渡 (06979.HK)

公司快报

经营战略清晰，多品牌驱动增长

事件：

珍酒李渡股东大会调研反馈：强身健体，下足功夫。6月21日珍酒李渡召开2024年股东大会，公司就2023年度经营情况进行回顾，并对公司2024年战略规划、产品创新、业务拓展及白酒行业趋势等核心问题做出详细解答，核心反馈如下。

投资要点

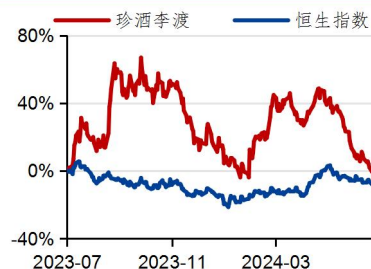
- ◆ **分品牌来看，珍酒：双渠道战略清晰、产品升级换代，下半年有望贡献增量。**珍酒上半年维持良好增长，并在动销和开瓶上保持着较高水平，主要得益于珍酒在双渠道增长战略实施和升级体验式营销方面取得较大成效。在双渠道增长策略下，珍酒事业部和高档酒事业部定位更加清晰、目标更加明确，珍30由团购渠道转换至流通渠道，上半年在控制节奏和渠道切换中仍实现双位数增长，预计下半年将进一步提高增量。体验式营销方面，珍酒将原有回厂游和品鉴会全面升级为“圣地之旅”和“国之盛宴”，全面提升品牌形象的同时，还为业务拓展和转化提供了坚实的基础。产品方面，公司下半年将对珍15、珍30升级换代，酒体升级提高产品竞争力和性价比，并推出次高端价格带的宴席产品。高档酒事业部高效贯彻五星合伙人的获取和转化打法，上半年提前完成增长目标要求，下半年继续扩大合伙人数量，为高端光瓶系列酒带来更多增量。
- ◆ **李渡：拓宽产品矩阵，加强传统渠道铺货及全国化布局。**李渡坚持从“小而美”到“大而精”的战略转变，不断拓宽产品矩阵、加强传统渠道铺货及全国化布局。产品方面，李渡将建立以李渡高粱和李渡王两大产品矩阵，李渡高粱系列主要以团购为主，包括千元以上的李渡高粱1308、八百元价格带的1955和次高端的1975；李渡王系列主要聚焦100-300价格带，承担打入传统渠道的角色。同时，李渡实现省内省外两套打法，省内市场试点全价格带的产品拓展；省外市场聚焦李渡高粱系列，建立品牌认知，扩大核心客群。
- ◆ **湘窖：通过大网点战略及体验式营销，持续深耕湖南大本营市场。**2024年，湘窖将围绕提升经销商质量的战略目标，通过实施大网点战略和加强体验式营销，进行渠道渗透。同时，伴随湖南渠道渗透率的持续提升，以及在极具产品竞争力的驱动下，湘窖有望实现稳步增长。
- ◆ **24年展望：上半年经营稳健，品牌调整蓄势待发：**
 - 1) **产品方面：坚定品牌高端化路线，聚焦千元价格带。**珍酒将围绕500-1000元价格带，继续以占领次高端和高端为主，重点发力珍15、珍30以及光瓶酒系列。随着真实年份酒社会认可度的不断提升，未来高端光瓶系列将持续增长，预计未来五年高端光瓶系列会有二三十亿的股份。
 - 2) **区域布局方面：公司聚焦五大核心市场。**珍酒将围绕五大核心省份包括贵州、河南、山东、广东、湖南，2024年将继续渗透核心市场，上半年贵州、河南、湖南等市场销售保持较快增长，山东市场待调整到位有望重回10亿+规模。

投资评级 **买入-B(首次)**
 股价(2024-07-15) 7.73 港元

交易数据

总市值(百万港元)	26,194.06
流通市值(百万港元)	26,194.06
总股本(百万股)	3,388.62
流通股本(百万股)	3,388.62
12个月价格区间	12.220/7.500

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.91	-28.73	8.5
绝对收益	-9.49	-20.99	1.3

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号：S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com

相关报告



3) **渠道方面：双渠道增长战略成效显著。**双渠道增长策略下，珍酒事业部和高档酒事业部定位更加清晰、目标更加明确，珍 30 由团购渠道转换至流通渠道，预计下半年进一步提高增量。

4) **产能方面**，当前珍酒年产能已超过 4.1 万吨，预计今年储酒会超 10 万吨，为高端产品进一步扩量和提升竞争力提供坚实的基础。

◆ **投资建议：**公司旗下多品牌协同发力，且有望持续受益于酱酒竞争格局的持续优化，带动优质头部品牌势能的加速显现。综合来看，我们预计 2024-2026 年分别实现营收 84.49、100.18、117.82 亿元，同比增长 20%、19%、18%，归母净利润 19.96、24.62、30.19 亿元，同比-14%、+23%、+23%，对应 EPS 分别为 0.59、0.73、0.89 元/股，对应 PE 分别为 13.13、10.64、8.68x，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**居民消费恢复不及预期；市场开拓风险；行业竞争加剧；宏观经济下滑风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5856	7030	8449	10018	11782
YOY（%）	15%	20%	20%	19%	18%
归母净利润（百万元）	1030	2327	1996	2462	3019
YOY（%）	0%	126%	-14%	23%	23%
毛利率（%）	55%	58%	60%	61%	61%
EPS（摊薄/元）	0.31	0.71	0.59	0.73	0.89
P/E（倍）	25.43	11.26	13.13	10.64	8.68
P/B（倍）	-6.63	1.99	1.79	1.53	1.30
净利率（%）	18%	33%	24%	25%	26%

数据来源：Wind 资讯、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

分产品来看：

1) 珍酒：考虑到酱香型白酒渗透率持续提升以及公司珍 30、珍 15 两大单品发展势能向好，我们预计珍酒有望呈现量价齐升的增长态势。我们预计珍酒 2024-2026 年营收分别为 55.16、65.83、77.89 亿元，同比增长 20%、19%、18%。

2) 李渡：伴随江西省经济稳步增长，有望带动白酒消费价格带稳步提升。同时，考虑到李渡持续拓宽产品矩阵，以及全国化拓展势能充足，我们预计李渡 2024-2026 年营收分别为 13.88、16.84、20.16 亿元，同比增长 25%、21%、20%。

3) 湘窖：湘窖作为区域性品牌白酒，有望受益于湖南当地白酒消费氛围的提升，我们预计湘窖 2024-2026 年营收分别为 9.68、11.05、12.56 亿元，同比增长 16%、14%、14%。

4) 开口笑：开口笑作为区域性品牌白酒，有望受益于湖南当地白酒消费氛围的提升，我们预计开口笑 2024-2026 年营收分别为 4.39、4.88、5.40 亿元，同比增长 14%、11%、11%。

5) 其他业务：公司其他主营业务主要包括邵阳品牌白酒产品，目前在整体营收中占比较小，我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 15%、15%、15%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 84.49、100.18、117.82 亿元，同比增长 20%、19%、18%，预计 2024-2026 年毛利率分别为 60.0%、60.9%、61.2%。

表 1：公司业务拆分（百万元）

年份	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
珍酒					
营业收入（百万元）	3,822.70	4,583.21	5,516.35	6,583.21	7,789.26
yoy	10%	20%	20%	19%	18%
销量（吨）	12,856.00	12,630.00	12882.60	13140.25	13403.06
yoy	-13%	-2%	2.0%	2.0%	2.0%
吨价（万元/吨）	29.73	36.29	42.82	50.10	58.12
yoy	26%	22%	18.0%	17.0%	16.0%
营业成本（百万元）	1725.46	1919.65	2173.43	2527.26	2964.48
毛利率	55%	58%	60.6%	61.6%	61.9%
占比	65%	65%	65%	66%	66%
李渡					
营业收入（百万元）	886.85	1109.59	1387.88	1683.84	2015.56
yoy	36%	25%	25%	21%	20%
销量（吨）	2076.00	2429.00	2866.22	3296.15	3757.61
yoy	-25%	17%	18.0%	15.0%	14.0%
吨价（万元/吨）	42.72	45.68	48.42	51.08	53.64
yoy	81%	7%	6.0%	5.5%	5%
营业成本（百万元）	310.95	350.57	430.22	519.49	621.83
毛利率	65%	68%	69.0%	69.1%	69.1%
占比	15%	16%	16%	17%	17%

年份	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
湘窖					
营业收入 (百万元)	712.79	833.63	968.26	1105.08	1256.25
yoy	18%	17%	16%	14%	14%
销量 (吨)	1075.00	1415.00	1627.25	1838.79	2059.45
yoy	23%	32%	15.0%	13.0%	12.0%
吨价 (万元/吨)	66.31	58.91	59.50	60.10	61.00
yoy	-4%	-11%	1.0%	1.0%	1.5%
营业成本 (百万元)	282.94	341.00	384.31	438.61	496.16
毛利率	60%	59.1%	60.3%	60.3%	60.5%
占比	12%	12%	11%	11%	11%
开口笑					
营业收入 (百万元)	338.68	384.71	439.07	487.81	539.68
yoy	32%	14%	14%	11%	11%
销量 (吨)	3011.00	3342.00	3776.46	4154.11	4527.98
yoy	21%	11%	13.0%	10.0%	9.0%
吨价 (万元/吨)	11.25	11.51	11.63	11.74	11.92
yoy	9%	2%	1.0%	1.0%	1.5%
营业成本 (百万元)	208.16	228.16	260.40	289.30	318.49
毛利率	39%	41%	40.7%	40.7%	41.0%
占比	6%	5%	5%	5%	5%
其他业务					
营业收入 (百万元)	94.91	119.33	137.23	157.81	181.49
yoy	-7%	26%	15%	15%	15%
营业成本 (百万元)	89.47	111.14	127.81	146.98	169.03
毛利率	5.7%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
占比	2%	2%	2%	2%	2%
营业收入 (百万元)	5,855.93	7,030.47	8,448.79	10,017.75	11,782.24
YOY	15%	20%	20%	19%	18%
营业成本 (百万元)	2616.98	2950.52	3376.16	3921.65	4569.99
YOY	10%	13%	14.4%	16.2%	16.5%
综合毛利率 (%)	55%	58%	60.0%	60.9%	61.2%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

珍酒李渡旗下多品牌协同发力，且有望持续受益于酱酒竞争格局的持续优化，带动优质头部品牌势能的加速显现。可比公司选择时，考虑到公司主要价格带为次高端，以及港股上市公司里尚无纯白酒生产企业在港上市，因此我们选取同为次高端白酒的 A 股上市公司作为可比公司，具体标的包括山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒。

估值来看，四家次高端白酒企业 2024-2026 年估值平均分别为 17、14、12 倍，相较于其他四家次高端白酒企业，珍酒李渡 2024 年 PE 为 13x，低于可比公司均值。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600809.SH	山西汾酒	2390	104	132	161	194	18	15	12
600779.SH	水井坊	181	13	14	17	19	13	11	10
600702.SH	舍得酒业	181	18	20	23	27	9	8	7
000799.SZ	酒鬼酒	135	5	5	6	7	26	22	19
	平均	-	35	43	52	62	17	14	12
6979.HK	珍酒李渡	268	23	20	25	30	13	11	9

资料来源：Wind 一致预期，华金证券研究所，珍酒李渡盈利预测来自华金证券研究所，截止日期为 2024 年 7 月 15 日

注：由于 A/H 两地市场的估值水平存在差异，可比估值表的结论存在限制，仅供参考。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,246	12,882	14,174	15,897	18,577	营业收入	3,519	7,030	8,449	10,018	11,782
现金	1,683	5,771	6,204	6,675	7,740	其他收入	24	29	20	20	20
应收账款及票据	180	243	265	338	371	营业成本	2,617	2,951	3,376	3,922	4,570
存货	5,139	6,383	7,121	8,193	9,653	销售费用	1,342	1,627	1,960	2,314	2,710
其他	244	485	583	691	813	管理费用	381	479	579	676	784
非流动资产	3,813	4,696	6,436	8,121	9,755	研发费用	0	0	0	0	0
固定资产	2,429	3,107	3,836	4,511	5,135	财务费用	17	-155	-56	-60	-65
无形资产	58	43	54	65	74	除税前溢利	1,435	2,886	2,610	3,186	3,804
其他	1,326	1,545	2,545	3,545	4,545	所得税	405	559	614	724	784
资产总计	11,059	17,578	20,610	24,018	28,332	净利润	1,030	2,327	1,996	2,462	3,019
流动负债	4,572	4,853	5,889	6,836	8,130	少数股东损益	0	0	0	0	0
短期借款	37	37	37	37	37	归属母公司净利润	1,030	2,327	1,996	2,462	3,019
应付账款及票据	1,046	1,070	1,351	1,461	1,816	EBIT	1,540	2,004	2,554	3,126	3,739
其他	3,490	3,746	4,502	5,338	6,278	EBITDA	1,697	2,263	2,828	3,456	4,120
非流动负债	10,302	49	49	49	49	EPS (元)	0.31	0.71	0.59	0.73	0.89
长期债务	0	0	0	0	0	主要财务比率					
其他	10,302	49	49	49	49	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	14,874	4,902	5,938	6,885	8,180	成长能力					
普通股股本	0	0	0	0	0	营业收入	14.79%	20.06%	20.17%	18.57%	17.61%
归属母公司股东权益	-3,815	12,676	14,671	17,133	20,153	归属母公司净利润	-0.19%	125.96	-14.24	23.36%	22.65%
少数股东权益	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	-3,815	12,676	14,671	17,133	20,153	毛利率	55.31%	58.03%	60.04%	60.85%	61.21%
负债和股东权益	11,059	17,578	20,610	24,018	28,332	销售净利率	17.59%	33.10%	23.62%	24.58%	25.63%
						ROE	-26.99%	18.36%	13.60%	14.37%	14.98%
						ROIC	-29.24%	12.71%	13.28%	14.07%	14.70%
						偿债能力					
						资产负债率	134.50%	27.89%	28.81%	28.67%	28.87%
						净负债比率	43.16%	-45.24	-42.04	-38.75	-38.23
						流动比率	1.58	2.65	2.41	2.33	2.28
						速动比率	0.46	1.28	1.14	1.07	1.04
						营运能力					
						总资产周转率	0.38	0.49	0.44	0.45	0.45
						应收账款周转率	47.90	33.25	33.25	33.25	33.25
						应付账款周转率	3.28	2.79	2.79	2.79	2.79
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.31	0.71	0.59	0.73	0.89
						每股经营现金流	-0.22	0.11	0.72	0.73	0.91
						每股净资产	-1.17	3.87	4.33	5.06	5.95
						估值比率					
						P/E	25.43	11.26	13.13	10.64	8.68
						P/B	-6.63	1.99	1.79	1.53	1.30
						EV/EBITDA	13.93	8.64	7.08	5.66	4.49

资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn