

产品结构升级，业绩实现高增

2024 年 08 月 23 日

➤ **事件:** 公司发布 2024 年中报, 公司 24H1 实现营收 41.3 亿元, 同比+17.5%, 净利润 7.5 亿元, 经调整净利润 10.2 亿元 (加回股权激励费用 2.7 亿元), 同比+26.9%。24H1 预收款 17.9 亿元, 同比-0.6 亿元, 预收款稳定。

➤ **珍酒、李渡引领增长, 产品结构提升。** 分价格带, 24H1 高端/次高端/中端及以下实现收入 10.9/16.8/13.6 亿元, 同比+17.9%/+32.6%/+2.7%; 次高端及以上价格带的占比达到 67%, 同比提升 4.7pct。分品牌, 24H1 珍酒/李渡/湘窖/开口笑/其他实现收入 27.0/6.7/4.5/2.2/0.8 亿元, 同比+17.2%/ +37.9%/ +2.4%/ +1.6%/ +30.7%。分量价看, 2024H1 珍酒品牌实现销量 6932 吨, 同比增长 7.9%, 吨价 38.98 万元/吨, 同比增长 8.6%, 实现量价齐升, 主要是由公司次高端及以上价格带产品 (即珍十五系列、珍三十系列及高端光瓶系列) 增长所致。此外, 由于经销商及经销渠道质量得到优化, 单个经销商贡献销售额亦有所提升。李渡高速增长主因三大核心产品 (即李渡高粱 1308、李渡高粱 1955 及李渡高粱 1975) 迅速增长, 以及对江西省以外市场的逐步渗透。

➤ **销售费用和产品结构优化, 盈利水平持续提升。** 2024H1 公司实现毛利率 58.8%, 同比提升 0.9pct, 分品牌, 珍酒/李渡/湘窖/开口笑分别实现毛利率 59%/66.8%/58.8%/45.7%, 分别同比+1.2/-2.0/-1.4/+3.2pct。毛利率提升主因公司次高端及以上价格带产品占比提升, 以及在产能扩张后以成本较低的自产基酒取代第三方生产的基酒。24H1 公司销售/管理费用率分别为 21.85%/6.65%, 分别同比-1.15/-0.04pct, 管理费用率高增主因股权激励费用, 其中行政开支 2.7 亿元, 同比增长 35.4%, 费用优化主因公司持续优化销售团队的效率, 实现人均产出提升。剔除上市费用和金融工具公允价值变动等因素影响后, 公司经调整净利率 24.6%, 同比提升 1.8pct。

➤ **投资建议:** 2024 年公司将通过持续推出新产品、优化经销商、增强品牌力等举措, 追求可持续增长, 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, 同时, 李渡将进一步渗透江西市场, 同时开拓江西省以外的潜在市场。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 20.2/24.6/28.8 亿元 (剔除股权激励费用影响, 2023 年调整净利润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), 同比+24.5%/+21.6%/+17.2%, 对应 PE 分别为 11/9/8 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	2,019	2,455	2,877
增长率(%)	35.5	24.5	21.6	17.2
EPS(基于经调整净利润)	0.48	0.60	0.72	0.85
P/E(基于经调整净利润)	14	11	9	8
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 08 月 22 日收盘价, 汇率 1HKD=0.93RMB)

推荐

维持评级

当前价格:

7.10 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) 2023 年年报点评: 23 年稳健收官, 高质量增长可期-2024/03/28
2. 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	16,104	18,317	23,789
现金及现金等价物	5,771	8,328	9,166	13,338
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	747
非流动资产合计	4,696	4,855	5,003	5,136
固定资产	3,107	3,271	3,419	3,552
商誉及无形资产	43	43	43	43
其他	1,545	1,541	1,541	1,541
资产合计	17,578	20,959	23,320	28,925
流动负债合计	4,853	6,777	7,166	10,481
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	8,830
非流动负债合计	49	43	43	43
长期借贷	0	0	0	0
其他	49	43	43	43
负债合计	4,902	6,820	7,208	10,524
普通股股本	0	0	0	0
储备	12,676	14,139	16,111	18,401
归属母公司股东权益	12,676	14,139	16,111	18,401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	12,676	14,139	16,111	18,401
负债和股东权益合计	17,578	20,959	23,320	28,925

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,159	3,620	1,825	5,264
净利润	2,327	2,019	2,455	2,877
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	260	336	352	367
营运资金变动及其他	1,572	1,265	-983	2,019
投资活动现金流	-85	-502	-500	-500
资本支出	-663	-500	-500	-500
其他投资	577	-2	0	0
筹资活动现金流	-4	-561	-487	-592
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-556	-483	-587
其他	-4	-4	-4	-4
现金净增加额	4,087	2,558	837	4,172

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	575	687	790
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	0	0	0
除税前利润	2,886	2,693	3,274	3,837
所得税	559	673	818	959
净利润	2,327	2,019	2,455	2,877
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,327	2,019	2,455	2,877
EBIT	2,731	2,532	3,103	3,656
EBITDA	2,990	2,868	3,455	4,023
EPS (元)	0.69	0.60	0.72	0.85

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	-13.22	21.58	17.19
盈利能力(%)				
毛利率	58.03	59.40	60.75	61.51
净利率	33.10	23.89	24.32	24.76
ROE	18.36	14.28	15.24	15.64
ROIC	17.32	13.40	14.41	14.87
偿债能力				
资产负债率(%)	27.89	32.54	30.91	36.38
净负债比率(%)	-45.24	-58.65	-56.66	-72.28
流动比率	2.65	2.38	2.56	2.27
速动比率	1.28	1.30	1.38	1.35
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.44	0.46	0.44
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	0.60	0.72	0.85
每股经营现金流	1.23	1.07	0.54	1.55
每股净资产	3.74	4.17	4.75	5.43
估值比率				
P/E	10	11	9	8
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.55	5.78	4.80	4.12

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