

珍酒李渡 (06979)

证券研究报告

2024年10月14日

三级引擎齐发力，珍酒李渡成长可期

酱酒开启品牌、区域双集中下半场，公司管理层经验丰富，珍酒李渡三级引擎齐发力，未来可期。我们认为公司核心优势在于：

- 1、创始人经验丰富，管理优势突出。公司创始人吴向东先生深入布局白酒上下游产业链，深耕酒业20余年，丰富的产业经验为公司穿越调整逆势提升位保驾护航；
- 2、珍酒方面，酱酒进入品牌化发展阶段，珍酒品牌文化底蕴深，聚焦5大省份打造根据地市场，有望成长为酱酒赛道引领型企业；
- 3、李渡方面，国宝窖池塑造高端基因，复刻经典铸就高端光瓶标杆，沉浸式体验营销创新渠道模式，未来全国化空间可期；
- 4、湘窖&开口笑方面，湘酒龙头本地消费基础扎实，品牌&渠道优势突出，湖南酱酒升温，湘窖&开口笑顺势布局酱酒，未来有望发挥区域龙头优势持续提升在湘酒的市场份额。

珍酒：旗舰品牌奠定公司基本盘，定位全国化次高端酱酒品牌。2023年珍酒贡献公司65%销售额，是公司业绩基本盘，2009年公司收购珍酒后持续投入资源推动扩产、重塑产品矩阵、重建销售网络，经过2015年以来的一轮快速成长当前珍酒已经蜕变成以销售次高端及以上价位产品为主的全国化酱酒龙头品牌，2020-2023年珍酒品牌营收从13.46亿元增长至45.83亿元，CAGR达到50.46%，截至2023年，珍酒已经成长为全国第四大酱酒品牌。

李渡：高端光瓶赛道兼香品类潜力军，打造公司第二增长极。2023年李渡贡献公司16%销售额，是公司第二增长引擎，2008年被公司收购后早期定位江西区域中低档兼香白酒，2014年汤向阳接手操盘后从产品、品牌、渠道上对李渡进行全面重塑，凭借体验式营销差异化打法，成功切入高端光瓶赛道。2020-2023年李渡品牌营收从3.59亿元增长至11.10亿元，CAGR达到45.63%。2023年开始，加速扩产并进一步丰富产品矩阵完善价位带布局，助力李渡开启全国化新征程。

湘窖：“一树三香”定位区域龙头品牌，深耕湖南受益湘酒振兴。湘窖贡献公司17%销售额，其中湘窖品牌贡献12%销售额，开口笑品牌贡献5%的销售额，湘窖于2003年被公司收购，拥有兼、浓、酱三种香型产品，旗下“湘窖”、“开口笑”、“邵阳”品牌覆盖高中低全价位带，是湘酒龙头，在湖南拥有扎实消费基础。2020-2023年湘窖品牌营收从3.95亿元增长至8.34亿元，CAGR达到28.28%，开口笑品牌营收规模从1.72亿元增长至3.85亿元，CAGR达到30.77%。

投资建议：预计2024-2026年，公司实现营业收入85.32、102.28、120.38亿元，实现归母净利润18.97、25.33、33.51亿元，对应PE(2024-10-14)为12.9、9.6、7.3X。我们采取P/E法对公司进行估值，由于港股缺乏以白酒生产销售为主业的可比公司，我们跨市场选取15家利润与公司相邻的A股上市白酒企业作为可比公司，参考15家可比公司24年PE均值，给予公司2024年19.5X目标PE估值，对应目标市值为370亿元，目标股价为10.93元/股(12.01港元/股)，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1、珍酒全国化扩张不及预期；2、酱酒行业竞争加剧；3、白酒消费需求复苏不及预期；4、湖南白酒市场竞争加剧；5、李渡全国化不及预期；6、跨市场选取可比公司可能导致估值结论偏高的风险等。

投资评级

行业 必需性消费/食品饮料

6个月评级 买入(首次评级)

当前价格 7.91港元

目标价格 12.01港元

基本数据

港股总股本(百万股) 3,388.62

港股总市值(百万港元) 26,804.01

每股净资产(港元) 4.27

资产负债率(%) 26.94

一年内最高/最低(港元) 12.66/5.56

作者

张潇倩 分析师

SAC 执业证书编号: S1110524060003

zhangxiaojian@tfzq.com

唐家全 分析师

SAC 执业证书编号: S1110523110003

tangjiaquan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 三级引擎齐发力，珍酒李渡未来可期	5
1.1. 整合优质资产，打造三级增长引擎	5
1.2. 管理层经验优势突出	6
1.3. 股权结构清晰，激励落地释放经营潜力	8
1.4. 产能释放+结构升级+规模效应，多因素共振盈利能力提升可期	9
2. 珍酒：酱酒下半场品牌红利释放，珍酒向上突破正当时	11
2.1. 酱酒：从香型红利到品牌红利，酱酒开启品牌、区域双集中下半场	11
2.2. 产品：珍 15 奠定基本盘，珍 30+ 高端光瓶打造新增长点	15
2.3. 渠道：矩阵式精细化管理优势突出，涟漪式扩张全国化推进扎实	17
2.4. 品牌：从“树品牌”到“强品牌”，品牌+渠道双轮驱动有望开启	19
3. 李渡：江西名酒复兴，全国化空间可期	20
3.1. 产品：李渡高粱复刻经典，铸就中国最贵光瓶酒价值标杆	20
3.2. 品牌：唤醒国宝窖池，塑造高端基因	21
3.3. 渠道：以消费者为中心，创新沉浸式体验营销	22
4. 湘窖：湖南酱酒势起，湘窖优势突出	23
4.1. 湘酒：酱香持续升温，政策助力湘酒振兴	23
4.2. 湘窖：“一树三花”产品矩阵完善，扎根湖南渠道精耕优势突出	24
5. 盈利预测	25
6. 风险提示	27

图表目录

图 1：2020-2023 公司营收 CAGR 为 42.79%	5
图 2：2020-2023 公司净利润（NON-GAAP）CAGR 为 46.12%	5
图 3：珍酒李渡旗下三大核心资产	5
图 4：2023 公司营收品牌结构	6
图 5：2020-2023 珍酒营收 CAGR 为 50.46%	6
图 6：2020-2023 李渡营收 CAGR 为 45.63%	6
图 7：2020-2023 湘窖营收 CAGR 为 28.28%	6
图 8：2001 年金六福聘请米卢作为形象代言人	7
图 9：华泽酒业集团旗下品牌	7
图 10：珍酒、李渡、湘窖通过产品重塑推动品牌升级	8
图 11：珍酒李渡集团股权结构（截至 2024-06-30）	8
图 12：公司销售费用率及管理费用率趋势	9
图 13：2023 年公司销售费用率居板块第 8 位	10
图 14：2023 年公司管理费用率居板块第 12 位	10
图 15：2020-2024H1 年公司毛利率从 52.24%持续提升至 58.76%	10
图 16：吨价提升是公司营收增长重要驱动力	10

图 17: 2018-2021 年酱酒行业营收 CAGR 达到 20%	11
图 18: 2021-2023 规上白酒企业营收 CAGR 为 12%	11
图 19: 部分头部品牌的贴牌酒	12
图 20: 高端价位主流浓香、酱香单品批价走势 (元/瓶)	13
图 21: 次高端价位主流单品批价走势 (元/瓶)	13
图 22: 酱酒高端主流单品批价稳定度低于浓香 (元/瓶)	13
图 23: 酱酒次高端单品批价稳定度低于浓香 (元/瓶)	13
图 24: 2023 年珍酒推出“喝贵州珍酒, 扫码赢大奖”活动	13
图 25: 习酒打造“君品文化”	14
图 26: 2021 年郎酒战略升级, 定位“赤水河左岸 庄园酱酒”	14
图 27: 2023 年珍酒在 CCTV 推出全新品牌片, 围绕“何以为珍”传达珍酒价值理念	14
图 28: 茅台、习酒、郎酒、珍酒强化大众价位、中档价位产品布局	15
图 29: 2022 年珍酒次高端及以上产品占比达到 68%	16
图 30: 2023 年 4 月珍酒上新三款高端光瓶酒战略新品	16
图 31: 2023 年珍酒均吨价同比提升 22%	16
图 32: 珍酒李渡销售人员数量 4060 人, 居行业前列	17
图 33: 珍酒事业部+战区矩阵式渠道组织架构	17
图 34: 2021 年“珍酒·传奇夜宴”高端品鉴会全国第二站落子河南郑州	18
图 35: 珍酒体验馆	19
图 36: 珍酒全国市场布局情况	19
图 37: 李渡高粱系列三款大单品获布鲁塞尔国际烈性酒大赛“金奖”	21
图 38: 李渡高粱复刻李渡老酒	21
图 39: 2020-2023 李渡销量 CAGR 为 12.9%	21
图 40: 2020-2023 李渡吨价 CAGR 为 29.0%	21
图 41: 李渡元代国宝窖池	22
图 42: 李渡高粱 1308 “液体古董, 喝一瓶少一瓶”广告语	22
图 43: “白酒申遗七子”再聚南昌参加“国宝李渡”2023 中国白酒申遗论坛	22
图 44: 李渡创新“沉浸式体验”营销新打法	23
图 45: “小舵-分舵-总舵”覆盖全国重点市场的三层体验架构	23
图 46: 湖南地产酒占酒类市场总规模 36%左右	23
图 47: 湖南酱酒占酒类市场总规模约 29%	23
图 48: 2019 年湘窖推出“龙匠系列”进军酱酒领域	24
图 49: 开口笑是湖南宴席首选品牌	25
表 1: 公司管理层经验丰富, 激励充足	9
表 2: 公司积极推动产能扩张	10
表 3: 2020-2021 年部分酱酒产品价格涨幅超 100%	12
表 4: 主要白酒市场酱酒市场份额	15
表 5: 珍酒产品矩阵	15
表 6: 2023 年珍酒产能达到 4 万吨, 居酱酒行业前列 (不完全统计)	17
表 7: 1988 年以来珍酒品牌获得多项荣誉	20

表 8：2006 年李渡烧酒作坊遗址列入国家重点文物保护单位	21
表 9：湘窖&开口笑主销产品矩阵	24
表 10：可比公司估值情况	26
表 11：珍酒李渡盈利预测	26

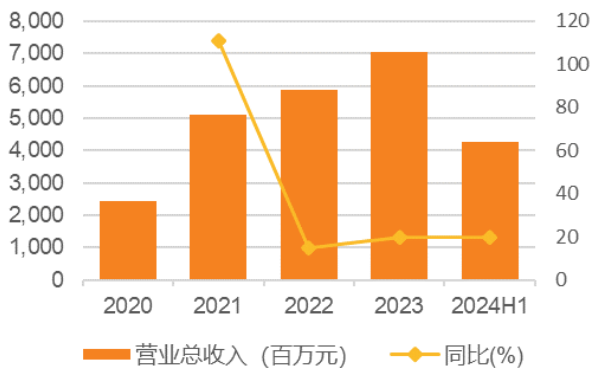
1. 三级引擎齐发力，珍酒李渡未来可期

珍酒李渡系 2023 年 4 月于港交所上市的大陆民营白酒龙头企业，主营业务是生产销售次高端及以上价位的酱香型白酒产品。自 2003 年起，吴向东先生先后并购湘窖酒业、李渡酒业、贵州珍酒三大优质白酒资产，并于 2023 年整合形成珍酒李渡集团赴港上市。目前珍酒李渡形成以旗舰品牌珍酒为第一增长极，以蓬勃发展的李渡为第二增长极，以区域领先的湘窖&开口笑为第三增长极的三级增长格局，未来随着三级引擎齐发力，珍酒李渡有望持续向上突破。

1.1. 整合优质资产，打造三级增长引擎

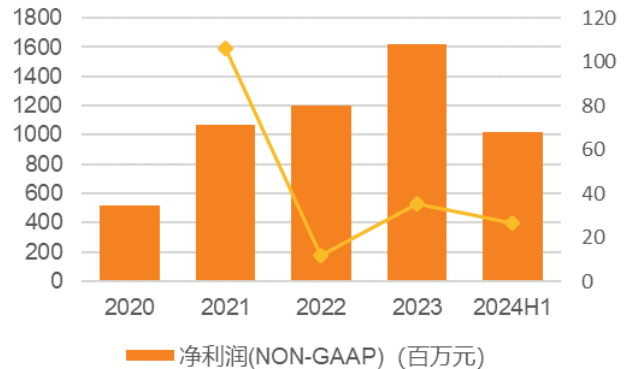
2003 年吴向东先生通过湖南金六福酒业有限公司（华泽集团）收购邵阳市酒厂，并将酒厂更名为湖南湘窖有限公司，此后，2008 年通过华泽集团并购李渡酒业，2009 年再次通过华泽集团拍下贵州遵义珍酒厂。2021 年珍酒李渡集团在开曼群岛设立，通过转让、注资纳入金东酱酒、江西李渡、湖南湘窖三大核心资产。2020-2023 年在三级增长引擎驱动下，公司营收从 24.25 亿元增长至 70.60 亿元，CAGR 为 42.79%，净利润（NON-GAAP）从 5.20 亿元增长至 16.23 亿元，CAGR 为 46.12%。其中，2023 年公司营收、净利润（NON-GAAP）增速分别为 20.04%、35.52%。

图 1：2020-2023 公司营收 CAGR 为 42.79%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2020-2023 公司净利润（NON-GAAP）CAGR 为 46.12%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：珍酒李渡旗下三大核心资产



资料来源：珍酒李渡集团官网，天风证券研究所

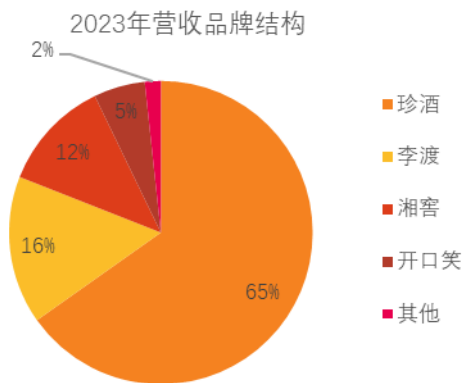
珍酒：旗舰品牌奠定公司基本盘，定位全国化次高端酱酒品牌。2023 年珍酒贡献公司 65% 销售额，是公司业绩基本盘，2009 年公司收购珍酒后对其进行资金、管理、市场等多方位支持，推动珍酒走出困境，经过近年来的快速成长，当前珍酒已经蜕变成以销售次高端及以上价位产品为主的全国化酱酒龙头品牌，2020-2023 年珍酒品牌营收从 13.46 亿元增长至 45.83 亿元，CAGR 达到 50.46%，截至 2023 年，珍酒已经成长为全国第四大酱酒品牌。

李渡：高端光瓶赛道兼香品类潜力军，打造公司第二增长极。2023 年李渡贡献公司 16% 销售额，是公司第二增长引擎，2008 年被公司收购后早期主销低档光瓶酒，2014 年汤向阳接手操盘后从产品、品牌、营销上对李渡进行全面重塑，凭借体验式营销差异化打法，成功切入高端光瓶赛道。2020-2023 年李渡品牌营收从 3.59 亿元增长至 11.10 亿元，CAGR 达到 45.63%。2023 年开始，持续推进扩产，并逐步布局中端价位产品，丰富产品矩阵完善

价位带布局，助力李渡开启全国化新征程。

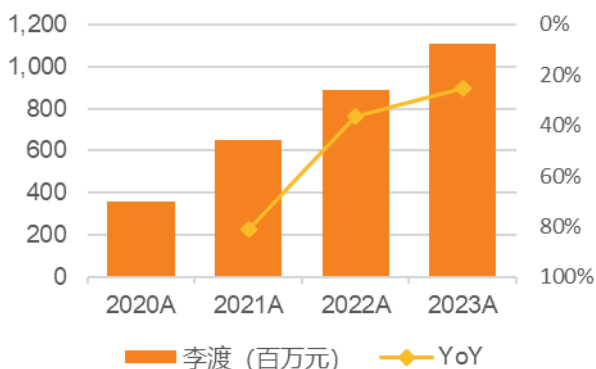
湘窖：“一树三香”定位区域龙头品牌，深耕湖南受益湘酒振兴。湘窖贡献公司17%销售额，其中次高端价位湘窖品牌贡献12%销售额，定位中低档价位的开口笑贡献5%的销售额，湘窖于2003年被公司收购，拥有兼、浓、酱三种香型产品，旗下“湘窖”、“开口笑”、“邵阳”品牌覆盖高中低全价位带，是湘酒龙头，在湖南拥有扎实消费基础。2020-2023年湘窖品牌营收从3.95亿元增长至8.34亿元，CAGR达到28.28%，开口笑品牌营收规模从1.72亿元增长至3.85亿元，CAGR达到30.77%。

图 4：2023 公司营收品牌结构



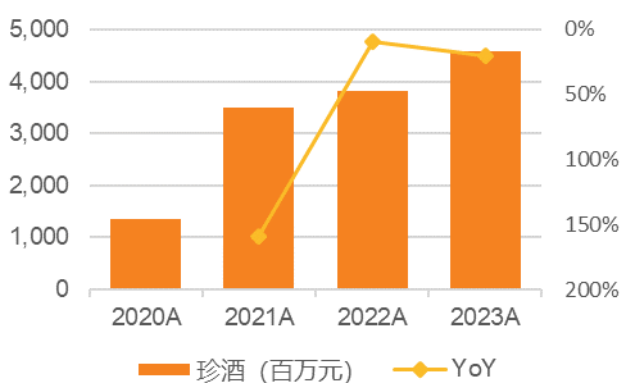
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2020-2023 李渡营收 CAGR 为 45.63%



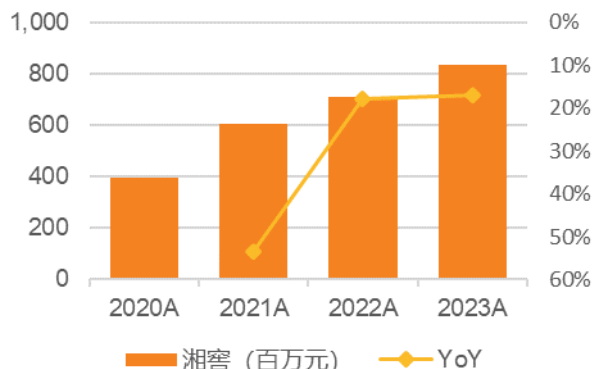
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2020-2023 珍酒营收 CAGR 为 50.46%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2020-2023 湘窖营收 CAGR 为 28.28%



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 管理层经验优势突出

公司创始人、董事会主席吴向东先生深耕白酒行业二十余年，从一开始作为经销商切入白酒产业链下游，到后续布局多家酒厂覆盖产业链上游，身份转换间也经历行业数轮起伏，积累了丰富的产业经验。我们认为，掌舵人宽广的产业视角和丰富的业内经验是珍酒李渡能够行业调整期逆势向上，实现身位提升的核心驱动力之一。

1996-1998 年：从代理“川酒王”开始切入白酒行业。1996 年吴向东先生成立长沙海达酒类食品批发有限公司，并取得五粮液酒厂“川酒王”湖南省代理权。此后，仅一年时间就将“川酒王”打造成湖南省白酒第一品牌，并取得“川酒王”酒全国总代理权，成立湖南、湖北、江苏、山东四个市场部及宜宾办事处，推动“川酒王”走向全国市场。但是，由于彼时“川酒王”虽然是五粮液集团旗下的子品牌，但五粮液并没有将其注册为商标，于是各种仿冒“川酒王”趁机蜂拥而上夺取市场成果，自此吴向东先生意识到品牌的重要性。

1998-2003 年：创立“金六福”品牌，凭借“福文化”越居中档酒销量第一。1998 年意识到品牌重要性的吴向东先生开始创立自有品牌“金六福”，借助五粮液的产能优势，成功以“福文化”打开市场。1999 年仅经过 1 年时间金六福销售额便达到 2.4 亿元，成为五粮液系列白酒经营品牌第一名，2000 年金六福销售额达到 9 亿元，成为全国酒类电视广告

投放最多的酒企，并在全国设立 11 个大区、2 个办事处，形成自有销售网络和营销队伍。2001 年，开创白酒行业体育营销先河，聘请国足教练米卢作为金六福企业形象代言人，持续的品牌高举高打使得金六福三年翻四番，刷新白酒营销新纪录，成为中档白酒市场销量第一。

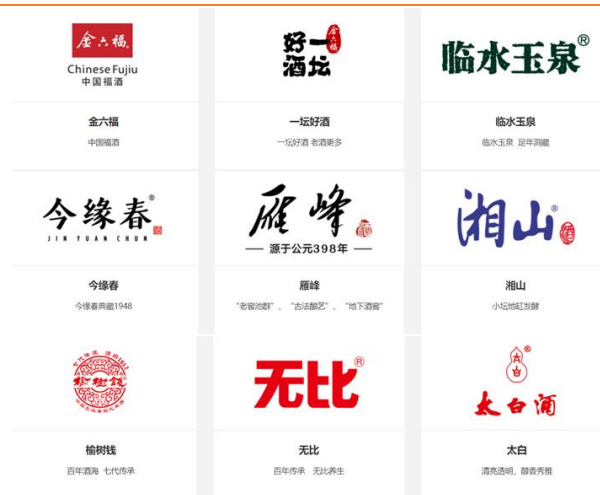
图 8：2001 年金六福聘请米卢作为形象代言人



资料来源：体育产业生态圈，天风证券研究所

2003-2009 年：小步快跑并购多家酒厂。2001 年开始随着金六福不断发展壮大，吴向东先生开始布局产业上游环节，先后收购广东威龙保健品公司（保健酒，后更名“广东德庆无比养生酒业有限公司”）、香格里拉酒业（葡萄酒、青稞干酒）两家酒企。随后，2003 年成功并购湖南邵阳市酒厂（后更名“湖南湘窖酒业有限公司”），正式进军白酒产业链上游。2003-2009 年，先后整合并购中华中恒华醇酒厂（2005 年，后更名“四川金六福酒业有限公司”）、安徽中华玉泉酒厂（2004 年，后更名“安徽临水酒业”）、衡阳迴雁峰酿酒总厂（2006 年，后更名“湖南雁峰酒业有限公司”）、滕州市荆河酒业有限责任公司（2006 年，后更名“山东今缘春酒业有限公司”）、黑龙江省玉泉酒业有限责任公司（2008 年）、江西李渡酒业有限公司（2008 年）、广西全州湘山酒厂（2008 年，后更名“广西湘山酒业有限公司”）、贵州遵义珍酒厂（2009 年）、陕西省太白酒业有限责任公司（2009 年）、吉林省榆树钱酒业有限公司（2009 年）。2023 年由珍酒、李渡、湘窖三块优质资产组成的珍酒李渡集团成功在香港上市，2024 年金六福酒业携手陕西太白、安徽临水、山东今缘春、湖南雁峰、广西湘山、吉林榆树钱、广东无比，组成金六福控股集团，定位“国民美酒”专注大众消费。

图 9：华泽酒业集团旗下品牌



资料来源：金东集团官网，天风证券研究所

2005 年：创立华致酒行，从第一代白酒大商蜕变为酒类流通行业领军者。2005 年吴向东先生创立华致酒行，开创以“保真”为核心经营理念的创新式酒类连锁模式。凭借其长期深耕酒类流通行业的经验优势，华致酒行以“保真”理念成功切入竞争激烈的酒类流通行业，并在 2019 年成功上市，成为“酒类流通第一股”，目前拥有华致酒行、华致名酒库连

锁门店 2000 多家、优质零售终端 30000 余家，建立了覆盖全国的全渠道营销网络，为广大消费者提供包括茅台、五粮液、拉菲、奔富在内的 4000 余款全球高端真品名酒，行业领军地位愈发凸显。

2009-至今：发挥经验优势，推动名酒复兴。2009 年收购珍酒后，通过投资扩产、产品重塑、品牌重塑等一系列长期投入，最终使得珍酒、李渡品牌复兴，成为酱香、兼香赛道黑马，湘窖也在龙酱系列推出后打开升级通道成为湘酒龙头企业。

图 10：珍酒、李渡、湘窖通过产品重塑推动品牌升级



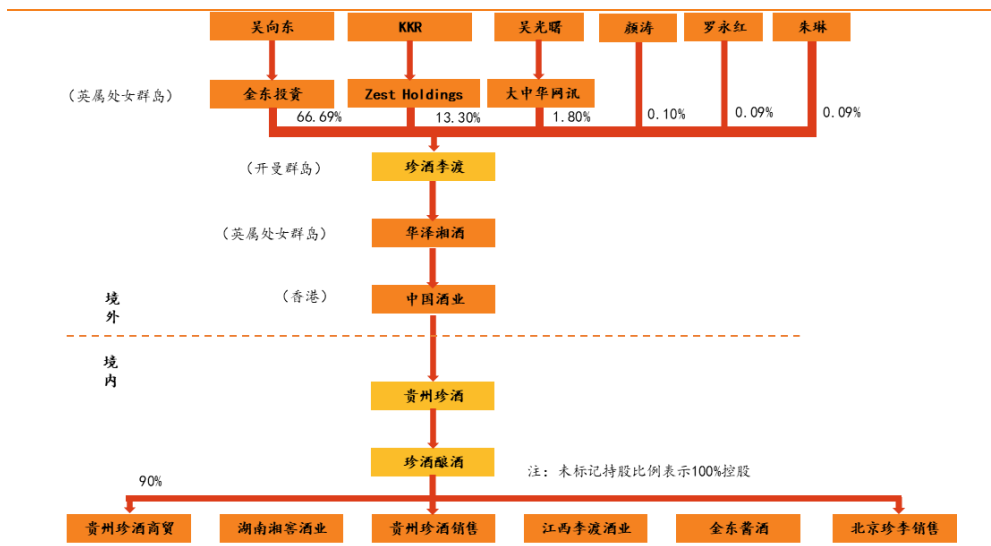
资料来源：珍酒李渡集团官网，天风证券研究所

我们认为，珍酒李渡掌舵人吴向东先生长期深耕白酒产业链累积的丰富产业经验，是公司能够穿越周期行稳致远的核心竞争优势之一。

1.3. 股权结构清晰，激励落地释放经营潜力

创始人实际控股，股权集中治理结构稳定。据公司公告，珍酒李渡集团由金东投资持股 66.69% 实现控股，实际控制人为吴向东先生，此外，全球知名投资机构 KKR 通过子公司 Zest Holding 持股 13.30%，吴光曙先生通过大中华网讯持股 1.80%，颜涛、罗永红、朱琳三位高管分别持股 0.10%、0.09%、0.09%，公司股权结构集中，治理结构稳定。KKR 进入中国市场多年，涉足互联网、科技、医疗、金融、消费等众多领域的投资，成功投资过蒙牛、海尔、字节跳动等知名企业。

图 11：珍酒李渡集团股权结构（截至 2024-06-30）



资料来源：Wind，公司公告，天眼查，天风证券研究所

管理层多长期任职华泽集团，酒业管理经验丰富，激励落地激发经营潜力。董事会主席吴向东先生主抓集团战略及业务方向，是公司发展掌舵人。颜涛、朱琳、罗永红三位高管均长期任职华泽集团，对公司发展理解深刻，具有丰富的白酒产业管理经验。2023年10月25日，公司按计划推出股权激励方案，向718名包含主要高管在内的公司员工发行11729.25万股股份，其中颜涛、朱琳、罗永红三位高管分别获授予327、300、300万股股份。本次股权激励覆盖公司绝大部分核心骨干，能有效绑定公司和管理层、核心骨干的利益，激发公司经营潜力。

表 1：公司管理层经验丰富，激励充足

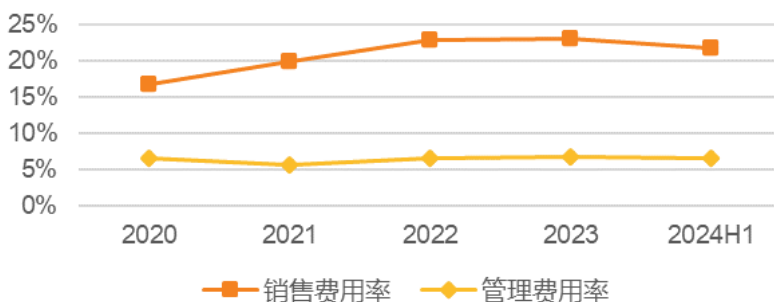
姓名	职位	履历	角色	最新薪酬	持股情况 (万股)
吴向东	董事会主席兼控股股东	于2003年11月创立集团，担任公司执行董事兼董事会主席。吴先生于白酒行业拥有逾20年经验。20年前创立中国知名白酒品牌金六福；2003年创立主要从事白酒销售的公司金东集团；2005年，创办华致酒行。吴先生曾担任第十二届全国人民代表大会代表。	制定本集团的整体企业和业务战略	579.50万	225996.40
王连博	首席财务官、副总裁	于2023年2月1日获委任为公司的副总裁兼首席财务官。王先生于投资银行及资本市场方面拥有逾10年经验，自2008年至2011年担任毕马威华振会计师事务所的助理经理，自2011年起为中国注册会计师协会会员，2011年至2012年于弘毅投资担任助理经理，2012年至2014年担任博信资本的投资经理，2016年加入高盛高华证券有限责任公司，并自2019年至2023年担任执行董事。	集团的整体财务管理、资本市场营运及投资者关系事务	--	--
颜涛	执行董事兼首席执行官	于2009年12月起加入集团，并于2021年获委任首席执行官及公司董事，于2022年调任为执行董事。加入集团前，自2000年起于由吴先生控制的公司担任高管数年。2006年至2008年担任华泽集团副总经理，于2008年至2021年担任华泽集团总经理。	集团整体管理及业务运营	658.70万	327.00
朱琳	执行董事兼副总裁	于2008年9月加入集团，并于2021年获委任为公司副总裁及公司董事，并于2022年调任为执行董事。曾担任湖南湘窖销售的董事、监事及、贵州珍酒董事。于加入华泽集团及其附属公司前，朱女士于财务管理方面拥有数年经验。自2001年10月起为中国注册会计师协会注册会计师。彼自2009年2月起为香港会计师公会国际联席会员。	集团的法律、合规及信息技术运营事宜	388.00万	300.00
罗永红	执行董事兼财务总监	于2009年12月加入集团，于2021年获委任为公司财务总监及公司董事，于2022年调任为执行董事。自2009年起担任珍酒销售的监事，并自2021年12月起担任贵州珍酒的董事。罗先生自2000年在吴先生控制的公司担任管理层数年。曾在华泽集团担任副首席财务官、首席财务官。	集团的采购、工程及绩效考核事宜	389.50万	300.00
吴光曙	执行董事兼公司秘书	于2021年加入集团，获委任为公司的公司秘书及公司董事，并于2022年调任为执行董事。吴光曙先生于企业融资及管理方面拥有逾20年经验。吴光曙先生创办 Realvision Technology Limited。曾在新丝路文旅有限公司担任执行董事、投资总监、公司秘书及代理首席执行官。亦创办中国创新投资有限公司，曾担任其执行董事、非执行董事。	公司秘书事宜及国际业务拓展	229.80万	6989.57

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 产能释放+结构升级+规模效应，多因素共振盈利能力提升可期

扩张期高举高打高投入，未来规模效应有望推动费用率下降。从费用率情况看，公司组织架构和管理机制已经相对成熟，运营效率总体较高，管理费用率维持在6%左右的较低水平。相较而言，2020-2023年公司销售费用率从16.79%提升至23.14%，销售费用率的提升主要系：1、2021年开始公司为长远布局大规模扩容销售团队；2、公司处于品牌高端化和全国化渠道深耕阶段，需要匹配以响应市场投入。我们预计，未来随公司品牌力提升，规模效应有望带动费用率下降。

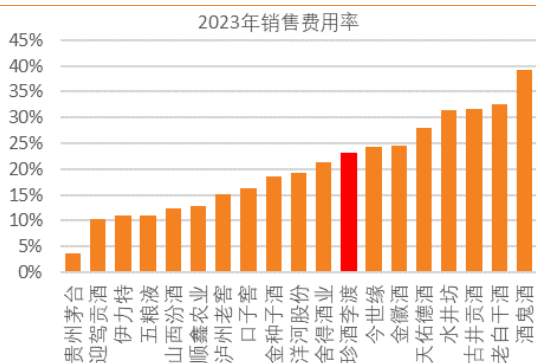
图 12：公司销售费用率及管理费用率趋势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

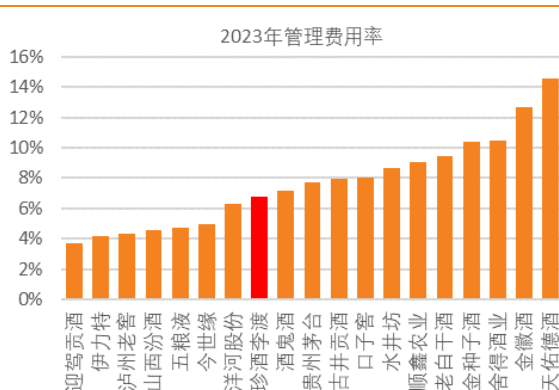
公司销售费用率处于板块较高水平，管理费用率处于相对较低水平。2023 年，公司管理费用率处于板块第 12 位偏低水平，凸显管理体系和机制的成熟和经营高效。公司销售费用率位居白酒板块第 8 位，珍酒扁平化的销售模式与泸州老窖、洋河股份等更为接近，参考可比公司和公司历史销售费用率，我们预计未来随着公司营收规模壮大、品牌力增强，公司销售费用率有望回落。

图 13: 2023 年公司销售费用率居板块第 8 位



资料来源: Wind, 天风证券研究所

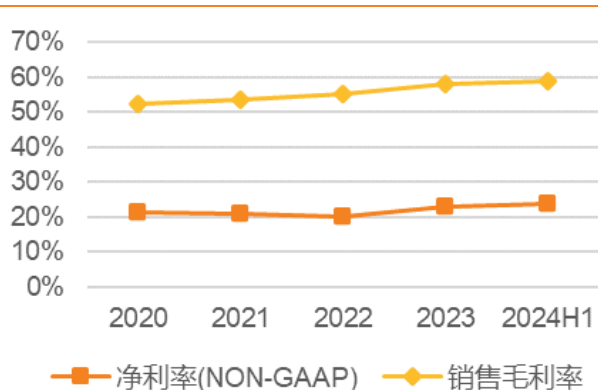
图 14: 2023 年公司管理费用率居板块第 12 位



资料来源: Wind, 天风证券研究所

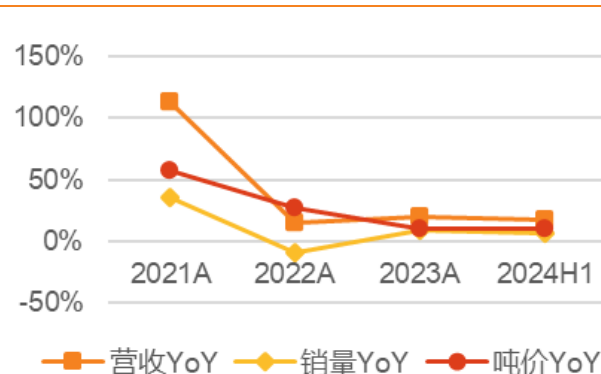
自有产能释放推动成本下降+产品结构优化带动吨价提升，双因素有望共振，推动公司毛利率持续提升。2020-2024H1 年公司毛利率从 52.24%持续提升至 58.76%，我们预计公司毛利率提升主要由产品结构优化带动均吨价提升驱动。此外，20-22 年外采基酒使得公司成本端有所承压，未来随公司自有产能释放，吨价提升和成本下降有望形成共振，推动毛利率持续提升。2020-2022 年公司净利率 (NON-GAAP) 从 21.45%下降至 20.36%，净利率 (NON-GAAP) 下降主要系公司处于高投入推动规模高速扩张阶段，销售费用率有所提升，未来规模效应有望推动公司费用率回落，带动净利率 (NON-GAAP) 提升。

图 15: 2020-2024H1 年公司毛利率从 52.24%持续提升至 58.76%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 吨价提升是公司营收增长重要驱动力



资料来源: Wind, 招股说明书, 天风证券研究所

表 2: 公司积极推动产能扩张

生产设施	现有产能(吨/年)	扩产计划(吨/年)	扩产后产能(吨/年)	预计投产开始时间
珍酒(十字铺)	15000		15000	
珍酒(赵家沟)	19000	6000	25000	2023Q3-2024Q3
珍酒(茅台镇双龙)	1000	10600	11600	2023Q3-2024Q3
李渡 I	400		400	
李渡 II	1600		1600	
李渡(郑家山)		5000	5000	2023Q2-2023Q4
湘窖(江北)	4800	4400	9200	2023Q2
珍酒总产能	35000		51600	
李渡总产能	2000		7000	
湘窖总产能	4800		9200	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 珍酒：酱酒下半场品牌红利释放，珍酒向上突破正当时

2021年以来，弱需求背景下，经历一轮快速扩容的酱酒行业开始暴露问题：1、“渠道热”与“消费热”脱节；2、品牌无序竞争，品质良莠不齐；3、市场运营管理粗放，渠道生态可持续性弱。由此，2021-2023年酱酒进入中场盘整期，期间酱酒扩容速度降低，头部酱酒品牌开始率先调整经营策略：1、发力消费者培育，提高开瓶率；2、重视品牌塑造，突出品牌定位；3、重视渠道运营，强化渠道管理；4、完善价位布局，覆盖多元场景。

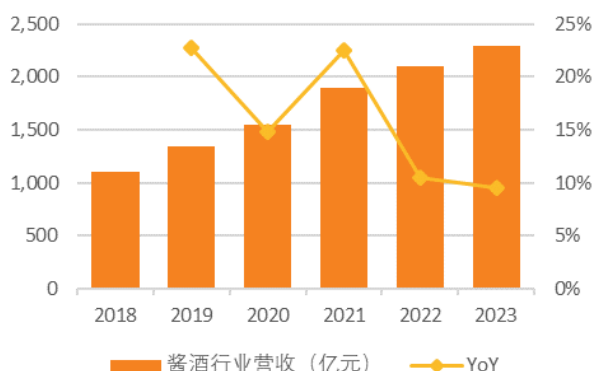
2023年以来，随着头部酱酒品牌调整见效，酱酒逐步走出调整期，行业生态向好，品牌梯队格局逐渐形成。我们认为，随着优势区域酱酒消费热延续，行业有望开启品牌集中、区域集中的高质量增长下半场，率先深耕酱酒优势区域的头部品牌有望享受集中度提升红利，迎来新一轮快速增长期。

珍酒作为酱酒头部品牌，在全国化早期便重视消费者培育及渠道精细化运营，渠道建设具备先发优势。近年来公司坚持聚焦大单品、聚焦重点市场战略，持续提升酱酒市占率，未来随着酱酒开启高质量增长下半场，珍酒有望持续发挥产品、渠道、品牌等多方面综合优势，进一步提升市场份额。

2.1. 酱酒：从香型红利到品牌红利，酱酒开启品牌、区域双集中下半场

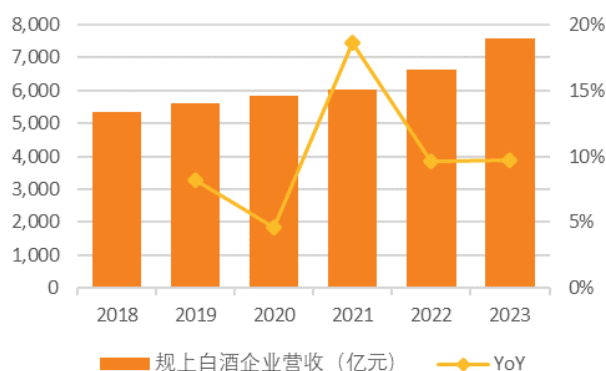
2018年开始，在白酒龙头贵州茅台引领下，酱酒开始新一轮繁荣发展期，2018-2021年酱酒行业销售规模从1100亿元持续扩容至1900亿元，CAGR达到20%（增速领先白酒行业整体16pcts）。然而，2021年下半年以来，随着白酒行业整体进入新一轮调整期，酱酒在上一轮快速发展过程中累积的问题开始暴露，2021-2023年酱酒行业进入阶段性调整期，销售规模从1900亿元增长至2300亿元，CAGR为10%，同期白酒行业整体销售规模从6033亿元增长至7563亿元，CAGR为12%。

图 17：2018-2021 年酱酒行业营收 CAGR 达到 20%



资料来源：酒业家公众号，茅台时空公众号，天风证券研究所

图 18：2021-2023 规上白酒企业营收 CAGR 为 12%



资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

我们总结 2021-2023 年酱酒进入调整期的内部原因主要如下：

1、“渠道热”与“消费热”脱节：2021 年之前的酱酒热以“渠道热”为主，高毛利、高库存、低周转、低开瓶，“两高两低”是彼时酱酒行业典型特征。高毛利主要系酱酒品牌在全国化扩张早期品牌力相对偏弱，消费者自点率偏低之下，需要以高渠道毛利吸引经销商合作；高库存主要系酒企频繁涨价使得经销商库存被动升值，资金实力雄厚的大商主动囤积酱酒累库存，同时在酒厂、经销商均不重视消费培育之下酱酒开瓶率较低，经销商高囤货积极性+消费者低开瓶率使得酱酒“渠道热”与“消费热”脱节，导致行业库存持续累积渠道生态恶化。

表 3：2020-2021 年部分酱酒产品价格涨幅超 100%

价格（元/瓶）	2020	2021	2020-2021 涨价幅度
酱酒产品 A	70	150	114%
酱酒产品 B	280	450	61%
酱酒产品 C	120	260	117%
酱酒产品 D	450	600	33%
酱酒产品 E	450	600	33%

资料来源：白酒经销商学院公众号，天风证券研究所

2、品牌无序竞争，品质良莠不齐：酱酒品类强、品牌弱背景下，贴牌、开发、定制等模式迅速发展，加之部分酱香酒企为了快速回笼资金，无节制地释放条码接受产品开发，最终导致市场充斥大量贴牌产品。贴牌酒定价往往偏低，但品质良莠不齐，甚至部分商家会利用贴牌酱酒进行造假、以次充好，在影响酱酒市场良性发展的同时，也扰乱市场秩序。

图 19：部分头部品牌的贴牌酒

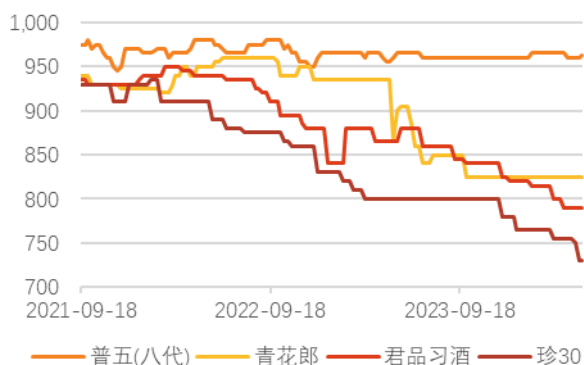


资料来源：糖酒微刊公众号，天风证券研究所

3、市场运营管理粗放，渠道生态可持续性弱：酱酒“品类热”阶段酒厂营销模式普遍较为粗放，多采取汇量式发展战略，招募的经销商多是团购型经销商甚至是跨界经销商，缺

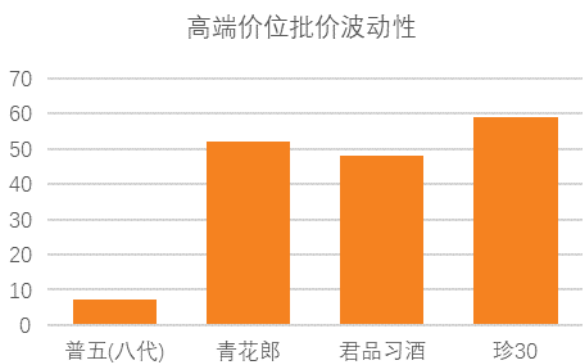
乏专业白酒市场运作经验和资源。行业整体的营销体系缺少长期实践，品牌思维和营销基础缺失，市场运营质量参差不齐。粗放的市场运营使得酱酒产品价格稳定性较差，在行业调整期量价更易陷入负循环。

图 20：高端价位主流浓香、酱香单品批价走势（元/瓶）



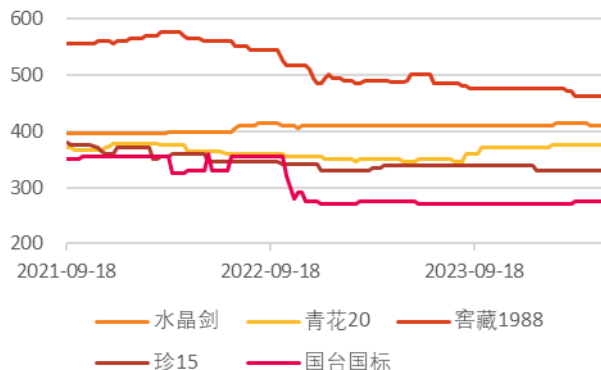
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：酱酒高端主流单品批价稳定度低于浓香（元/瓶）



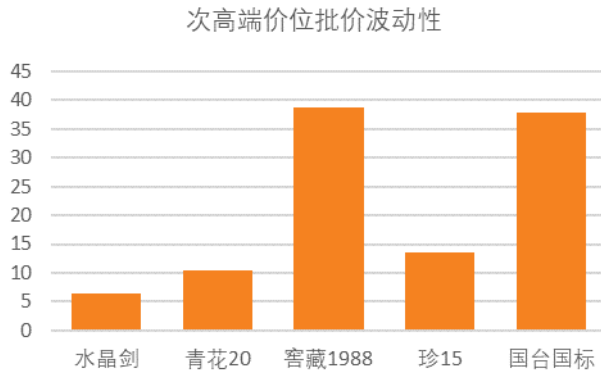
资料来源：Wind，天风证券研究所 注：以产品区间批价标准差衡量波动性

图 21：次高端价位主流单品批价走势（元/瓶）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：酱酒次高端单品批价稳定度低于浓香（元/瓶）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2021 年下半年以来，随着酱酒渠道遇冷开启调整，头部品牌率先调整经营策略补短板，引领行业发展趋于成熟的同时，凭借品牌、渠道、管理等方面优势收割行业市场份额：

1、强化消费者培育，提高开瓶率：近 2 年头部酱酒品牌纷纷通过品鉴会、回厂游、扫码红包等方式强化消费者培育，促进开瓶率提升。以珍酒为例，2023 年珍酒进一步向消费者推出“喝贵州珍酒，扫码赢大奖”扫码抽奖活动，通过 BC 联动一体化，强化终端动销拉动。

图 24：2023 年珍酒推出“喝贵州珍酒，扫码赢大奖”活动



资料来源：数字化星球公众号，天风证券研究所

2、重视品牌塑造，突出品牌定位：头部酱酒企业开始重视品牌价值挖掘和品牌形象塑造，从贴近茅台逐渐转向强调品牌内涵的个性化，以形成差异化的品牌定位。如：习酒以“君子之品，东方习酒”打造君品文化，郎酒以“赤水河左岸，庄园酱酒”形成“庄园酱酒”特色，珍酒以“酒中珍品”为核心，围绕“何以为珍”传达“自然之珍、酱香之珍、品质之珍、文化之珍、筵宴之珍、尊贵之珍”的珍酒价值理念。

图 25：习酒打造“君品文化”



资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

图 26：2021 年郎酒战略升级，定位“赤水河左岸 庄园酱酒”



资料来源：新华社公众号，天风证券研究所

图 27：2023 年珍酒在 CCTV 推出全新品牌片，围绕“何以为珍”传达珍酒价值理念



资料来源：贵州珍酒公众号，天风证券研究所

3、重视渠道运营，强化渠道管理：酱酒渠道热退潮之下，头部酱酒品牌开始进一步强化渠道管理运营。2021 年珍酒提出“千百工程”，计划打造 1000 支核心终端精细化运营小组，开展消费者品鉴、活动；打造 100 支高端化运营小组，帮助团购商开展依托体验馆的高端消费者运营，通过组织能力建设和驱动，开启消费者规模化培育增长拉动模式。2022 年国台开启“扶商元年”，工作重心转向经销商扶持和服务。2022 年下半年开始，习酒出台对经销商的支持政策和制度，赋能经销商的经营发展。

4、完善价位布局，覆盖多元场景：随着酱酒产能释放，2023 年以来茅台、习酒、郎酒、珍酒等酱酒头部品牌纷纷强化大众价位带产品布局，同时，随着大众价位带兴起，酱酒开始向宴席市场渗透，覆盖场景趋于多元化。

图 28：茅台、习酒、郎酒、珍酒强化大众价位、中档价位产品布局



资料来源：大家酒评公众号，贵州珍酒公众号，天风证券研究所

2021-2023 年酱酒品牌梯队格局在调整中逐渐清晰，行业份额进一步向头部品牌集中。同时，酱酒“渠道热”降温后，区域间热度开始分化，安徽、江苏等传统浓香消费区域仍以浓香白酒消费为主，酱酒优势区域如山东、河南、广东等区域酱酒消费热仍在升温。未来我们认为随着酱酒头部品牌优势放大，在酱酒优势区域消费者渗透率提升拉动下，酱酒有望开启新一轮品牌集中、区域集中的高质量增长期。

表 4：主要白酒市场酱酒市场份额

区域	年份	酱酒市场份额	酱酒规模 (亿元)
贵州	2021	90.0%	
海南	2023	80.0%	29
广东	2023	60.0%	180
福建	2023	46.0%	120
浙江	2023	40.0%	80
河南	2023	37.9%	234
山东	2023	33.3%	150
广西	2022	30.0%	30
湖南	2023	28.6%	80
四川	2023	23.0%	115
江苏	2021	20.0%	100
安徽	2024	12.8%	50

资料来源：酒业家公众号，云酒头条公众号，微酒公众号，天风证券研究所

2.2. 产品：珍 15 奠定基本盘，珍 30+ 高端光瓶打造新增长点

聚焦大单品战略成效显著，珍 15+珍 30 稳固基本盘。2016 年胡波接手操盘珍酒，乘酱酒行业扩容升级东风，推出以珍 15 为核心的新产品矩阵，带动产品结构升级，从定位中低档突出性价比，转向打造全国化次高端战略大单品珍 15。配合全国化进程推进，珍 15 持续强势放量，2020 年珍 15 在珍酒销售额中占比接近 50%，成为珍酒营收基本盘。

2023 年上半年，公司战略性削减非核心产品，梳理产品系列，进一步聚焦核心大单品。此外，2019 年随着珍 15 形成规模奠定基本盘，公司进一步乘消费升级大势，推出珍三十 2.0 大单品切入酱酒高端赛道。珍 15、珍 30 崛起带动珍酒产品结构升级，2022 年珍酒次高端及以上价位产品占比达到 68%，我们预计 23 年或将进一步提升。

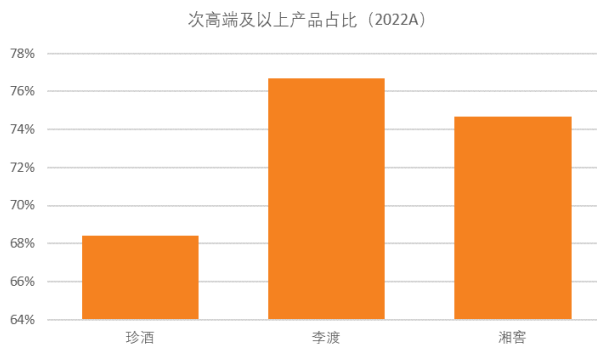
表 5：珍酒产品矩阵

	产品	价格 (元/500ml)
核心产品	珍三十	980
	珍十五 (第三代)	450
	珍八	290
	珍五金	179
	珍五蓝	175

	老珍酒	105
	真实年份	2200
光瓶系列	1988 年份酒	20000
	珍十五（金奖纪念酒）	1000
	珍三十（大金奖纪念酒）	1900
黑金系列	珍三十黑金版	1400
	珍十五黑金版	800
映山红&线上	经典黑	140
	复古绿	225
	精品	230
公司文创	珍十五（龙迎端阳）	655
	珍十五-金奖（豪华）	850
	珍三十-大金奖（豪华）、错金铭文虎、错金兔等	

资料来源：贵州珍酒官网，京东商城，天风证券研究所

图 29：2022 年珍酒次高端及以上产品占比达到 68%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

高端光瓶向上突破，打造新增长点。2023 年 4 月，公司在珍三十、2012 真实年份酒基础上新推出珍酒三款高端光瓶酒战略新品—1988 年份酒、珍酒·珍三十（大金奖纪念酒）、珍酒·珍十五（金奖纪念酒），凭借“高端+光瓶酒”差异化竞争优势，切入酱酒高端、超高端价位，进一步丰富珍酒高端产品布局，同时拉高珍酒品牌力。

2023 年公司高端产品营收达 19.16 亿元，同比增长 33.17%，在高端光瓶新品拉动下珍酒产品结构进一步提升，2023 年珍酒均吨价同比提升 22%，毛利率提升 3.2pcts 至 58.1%。

展望未来，公司聚焦大单品战略打法清晰，目前珍 15、珍 30 在酱酒次高端、高端价位均成长为酱酒行业全国知名大单品，23 年以来高端光瓶系列新品表现亮眼，我们认为，未来高端光瓶系列有望成为珍酒新增长点，推动珍酒产品结构进一步向上突破。

图 30：2023 年 4 月珍酒上新三款高端光瓶酒战略新品



资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

图 31：2023 年珍酒均吨价同比提升 22%



资料来源：Wind，天风证券研究所

上市融资助力公司扩产,自有产能释放将推动公司毛利率提升。近年来珍酒持续扩产,2023年产能已经达到4万吨,产能规模位居贵州酱酒前三,上市融资后公司资金实力进一步增强,有力支撑公司扩产项目落地。未来随着公司产能持续释放,产能优势有望为珍酒提升市占率奠定坚实基础。同时,自有产能释放也将逐步实现对外采基酒的替代,推动珍酒成本下降带动毛利率提升。

表 6: 2023 年珍酒产能达到 4 万吨,居酱酒行业前列(不完全统计)

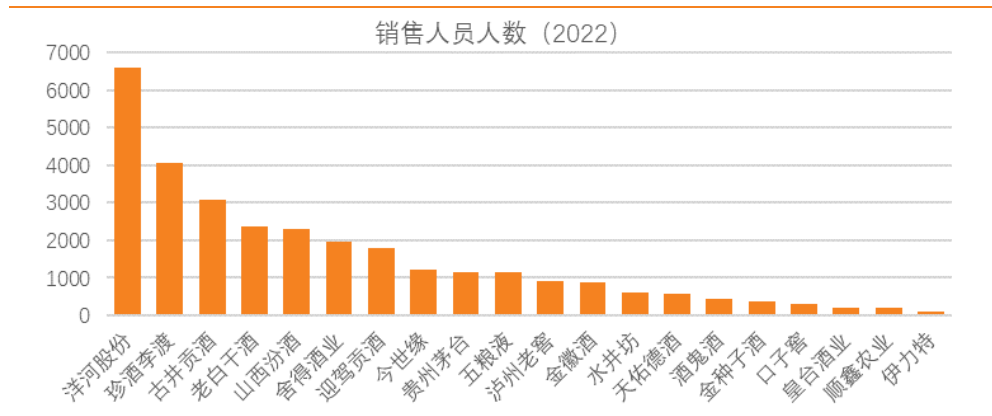
酱酒企业	2022-2023 年度下沙(万吨)	2023-2024 年度下沙(万吨)	增量(万吨)
茅台酒	5.6	5.6	/
茅台系列酒	4.2	约 5	0.72
郎酒	6	7	1
习酒	4	5.8	1.8
珍酒	3.5	4	0.5
国台	1.7	2	0.3
金沙	2.4	2.5	0.1
总计	27.4	31.9	4.5

资料来源:酒业家公众号,天风证券研究所

2.3. 渠道: 矩阵式精细化管理优势突出, 涟漪式扩张全国化推进扎实

“事业部+战区”矩阵式管理,精细化人员配置。2021 年开始随着酱酒“渠道热”降温,公司迅速壮大业务团队,至 2022 年底公司销售人员数量已经达到 4060 人,位居白酒板块 Top2,其中珍酒品牌销售人员预计 3000 人左右,销售人员数量优势突出。我们认为,酱酒品类红利消退之下,对于品牌力尚不够强的二梯队酱酒而言,一支强大的销售团队将是公司形成强渠道力实现动力切换的基础。

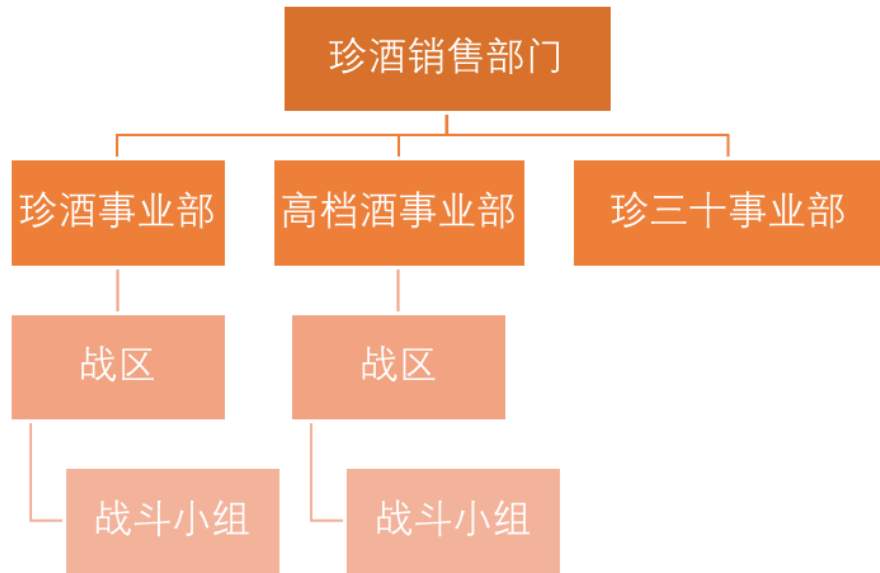
图 32: 珍酒李渡销售人员数量 4060 人,居行业前列



资料来源: Wind, 招股说明书, 天风证券研究所

经过 21-22 年的迅速扩容目前珍酒销售人员数量上已具备显著优势,23 年随着销售团队成型,公司开始通过对业务人员进行事业部化划分,并在事业部下细化战区划分以优化业务团队的配置及管理,进一步提升团队战斗力及效率,发挥业务团队优势提高渠道精细化运作水平。

图 33: 珍酒事业部+战区矩阵式渠道组织架构



资料来源：酌阅公众号，新华社公众号，酒业家公众号，微酒公众号，21世纪商业评论公众号，许昌市酒业协会公众号，酒说公众号，天风证券研究所

C 端导向型销售团队竞争优势突出，重新定义业务边界决定珍酒强渠道掌控力。2021H2 以来，酱酒核心矛盾在于“消费热”与“渠道热”的脱节，而矛盾成因主要在于行业成长期，多数酱酒企业业务重心在于扩大经销商网络，提高区域覆盖以实现规模的快速增长，而消费者培育和动销上重视程度普遍较低。

相较而言，珍酒的全国化是伴随着消费者培育同步推进的，2016-2018 年在省外开展万余次品鉴会培育消费氛围。2021 年开始为了打造珍 30 大单品，公司针对性推出“传奇夜宴”高端品鉴会，2022 年仅河南市场品鉴会就开展 3 万余场。珍酒在消费氛围的培育上具备先发优势，同时在强大业务团队的支持下珍酒消费培育活动的力度和落地率亦得到较好保障。

图 34：2021 年“珍酒·传奇夜宴”高端品鉴会全国第二站落子河南郑州



资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

此外，珍酒对公司业务边界的定义不像多数酱酒企业止步于经销商层面，而是延伸至终端和消费者层面，也基于业务边界定义，珍酒销售团队不仅是销售导向，同时也是动销导向型，由此珍酒打造了一支竞争优势突出的动销导向型业务团队。我们认为，长期在消费者培育方面累积的优势，将有效助力珍酒穿越酱酒阶段性调整，并不断提升市场份额。

合伙人模式实现厂商共赢，城市合伙人、体验馆和专卖店“三盘联动”因品灵活施策。珍

酒采取平台合伙人渠道模式运作市场，在强大业务团队的支撑下，珍酒得以在行业面临高库存、动销难、价格倒挂等难题的阶段，通过加大对平台合伙人赋能力度，保障渠道生态健康，支持平台合伙人发展壮大。同时，针对珍酒不同价位产品不同的销售渠道形成合伙人+体验馆+专卖店的“三盘联动”模式，精细化渠道布局。流通渠道引入“合伙人模式”主销小珍系列，团购渠道引入“专卖店+体验馆”模式主销珍 15 及以上产品，专卖店以动销为主而体验馆则是以消费培育为主。

图 35：珍酒体验馆

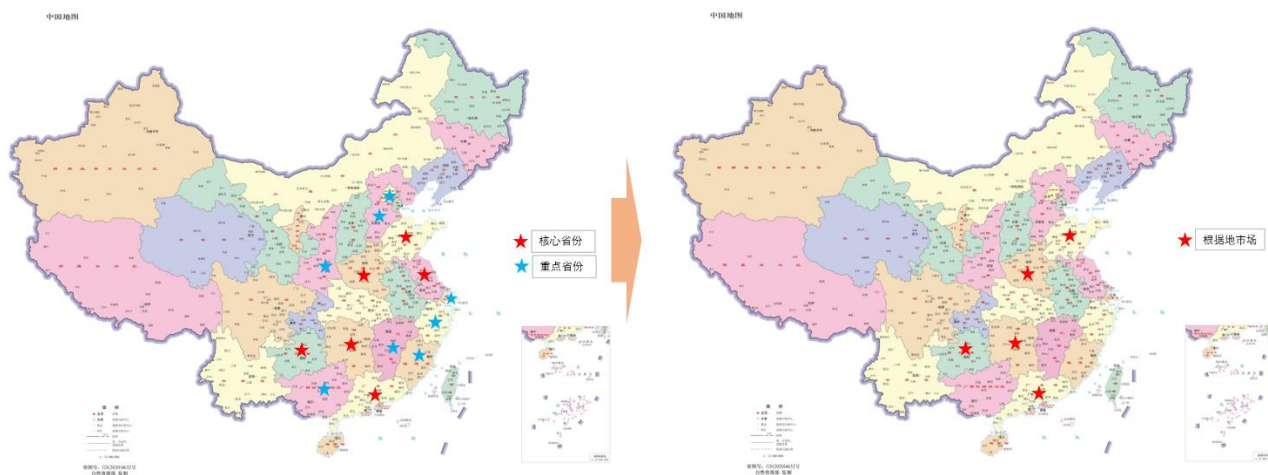


资料来源：贵州珍酒公众号，天风证券研究所

市场分级管理，步步为营全国化推进扎实。我们认为，珍酒的全国化路径并非覆盖率导向，而是渗透率导向。2016 年之前，珍酒首先在竞争激烈的酱酒大本营贵州市场立足，以积累酱酒市场运作经验并磨练一支能打的市场团队。2016 年开始随根据地市场打造成功珍酒开始以梯队市场的形式推进全国化，即聚焦资源打造样板市场、培育重点市场、孵化潜力市场。我们认为，虽然这种扩张模式在覆盖率的提升上相对较慢，然而市场培育的更为扎实，样板市场和重点市场消费群渗透率相对更高。

经过 2016 年以来的持续培育扩张，2022 年珍酒全国市场已经形成了 6 个核心省份+8 个重点省份+N 个潜力市场的梯队市场布局，除贵州大区外，珍酒在河南、广东、山东也有不错表现。2024 年，公司进一步聚焦 5 大战略级市场深耕，打造根据地市场。从区域布局上来看，珍酒重点聚焦突破酱酒优势市场，在酱酒区域集中趋势下优势突出，未来随着珍酒全国化持续推进，公司成长空间可期。

图 36：珍酒全国市场布局情况



资料来源：酒业财经公众号，酒业家公众号，自然资源部标准地图服务系统，天风证券研究所

2.4. 品牌：从“树品牌”到“强品牌”，品牌+渠道双轮驱动有望开启

酒中珍品文化底蕴深，品牌力提升将对珍酒销售形成拉动。2021 年开始随着渠道全国化初步完成及战略单品珍 15、珍 30 成功打造，公司开始将强品牌提升至战略高度，2021 年定位“品牌元年”，公司开始在央视投放广告提高珍酒品牌认知广度，2022 年则定位“故事之年”，以珍酒故事深化消费者品牌认知和价值认同。

2021 年以来公司品牌影响力持续提升，2022 年入选 WorldBrandLab 评选的《中国 500 最具价值品牌》，2023 年品牌价值达到 212.8 亿元，蝉联榜单酱酒第三名。2023 年公司凝练珍酒品牌底蕴，创作珍酒“1234 歌”：中国白酒一号工程、中国酱香白酒第二股、贵州三大酱香品牌和中国四大国宴白酒。以简短语言提炼出珍酒最具竞争力的核心品牌资产，让珍酒的品牌价值突显，同时总结出通俗易懂的传播话术，让珍酒的好故事更能打动消费者。

表 7：1988 年以来珍酒品牌获得多项荣誉

年份	珍酒品牌荣誉
1988 年	贵州珍酒荣获第五届国家质量奖荣获优质白酒银奖章。
1990 年	贵州珍酒荣获中国食品工业（1981-1990）十年新成就展示会“优秀新产品”。
2021 年	“珍酒-珍三十”获得布鲁塞尔国际大金奖。
2011 年	旗舰品牌珍酒下的商标之一荣获「中国驰名商标」的称号。
2014 年	珍酒被誉为贵州省酒业五大最优秀的品牌之一。
2015 年	贵州珍酒荣获贵州省名牌产品称号。
2016 年	“珍酒珍十五”荣获中国贵州第二届十大名酒金质名酒奖。
2017 年	“珍酒珍十五”荣获 2016 年度“青酌奖”酒类新品 TOP10。
2017 年	“珍酒珍十五”荣获首届遵义十大名酒奖。
2018 年	“珍酒酿制技艺”入选遵义市非物质文化遗产名录。
2021 年	贵州珍酒被授予 CCTV 民族匠心品牌并登上央视舞台。
2021 年	“珍酒珍十五”荣获“中国酒业年度最具代理价值产品奖”。
2021 年	“珍酒珍藏 1995”荣获第八届韩国“2021 年酒类大奖”。

资料来源：贵州珍酒官网，天风证券研究所

2023 年 12 月，珍酒珍酒全新品牌片《何以为珍》在央视上线，以“酒中珍品”为立意核心，全面释放珍酒价值理念。与此同时，珍酒推出了融合中国白酒文化与非遗点翠工艺的全新视觉形象，亮相全国各大机场、高铁站及城市 LED 大屏，向大众传递了独特的消费美学。珍酒品牌建设，擅长借力文化：向内深挖自身历史，向外吸收传统文化。两股力量凝聚融合，成就珍酒品牌文化的独特表达体系，更成功塑造珍酒差异化、个性化的品牌价值。我们认为，未来随着公司品牌力进一步提升，公司有望开启“品牌+渠道”双轮驱动新阶段。

3. 李渡：江西名酒复兴，全国化空间可期

李渡系江西四大名酒之一，前身是由李渡镇 9 家私营酒坊合并而成的民生酒厂，1955 年更名为地方国营李渡酒厂，2008 年 10 月被华泽集团并购，2014 年酒业老将汤向阳接手操盘，从产品、品牌到营销模式对李渡进行一系列全方位改革创新，产品上推出以李渡 1955 为代表的李渡高粱高端光瓶系列新品，营销上创新体验式营销模式，品牌上唤醒元代窖池树立“国宝李渡”高端形象。在营销创新赋能下，李渡高粱系列规模不断壮大，带动李渡从濒临破产到 2023 年营收规模达到 70 亿元，走出一波“李渡现象”。未来，我们认为随着品牌影响力持续提升，产品、渠道布局不断完善，李渡有望逐步走出江西开启全国化，成为公司第二增长极。

3.1. 产品：李渡高粱复刻经典，铸就中国最贵光瓶酒价值标杆

复刻经典，李渡高粱引领李渡复兴。2014 年李渡 70%以上销量均来自于零售价 8 元/瓶的光瓶酒，产品老化问题突出，同时“血战终端”的营销策略使得李渡亏损严重。汤向阳一到任便从产品开始突破，带队仔细研究老厂记载配方、工艺，期间多次跑省进京争取获批利用古窖池培养微生物复活元明清窖池，并多次登门请教南昌市原市长李豆罗，最终受到

老市长“老李渡味”和“撬盖”的启发，成功复原出记忆中的李渡高粱酒，并命名“李渡高粱 1955”。2015 年的布鲁塞尔国际烈酒大赛上，李渡酒业选送的“李渡高粱 1955”获得最高奖章--大金牌奖，成为与 53 度飞天茅台比肩的“新锐”，2016 年正式上市销售，并在上市不到 10 个月时间突破千万元销售额，且呈现供不应求状态。

图 37:李渡高粱系列三款大单品获布鲁塞尔国际烈性酒大赛“金奖”



资料来源：李渡酒业公众号，天风证券研究所

图 38:李渡高粱复刻李渡老酒

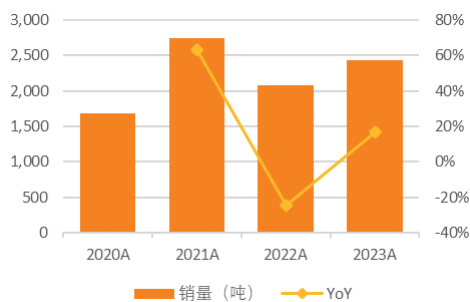


资料来源：酒志网，经济晚报公众号，天风证券研究所

2016 年以来，李渡高粱 1955 以其“光瓶酒标杆”的定位，成长为高端光瓶酒领域一款现象级产品，2024 年第二代李渡高粱 1955 焕新上市，价格也从刚上市时的 380 元经过多次提价提升至 1230 元。我们认为，未来凭借品质与稀缺性，李渡高粱 1955 有望站稳高端光瓶市场，持续驱动公司收入规模壮大。

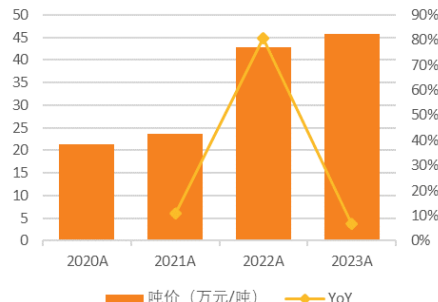
产品高毛利，打造公司第二增长极。2020-2023 年李渡销量 CAGR 为 12.9%，吨价 CAGR 为 29.0%，李渡进入“量价齐升”的高速增长期，期间营收由 3.59 亿元增长至 11.1 亿元，CAGR 达到 45.6%。近 2 年李渡品牌毛利率持续高于公司其他子品牌，我们预计，李渡毛利率相对更高主要系李渡次高端及以上价位产品营收占比更高，2022 年李渡、湘窖、珍酒三个品牌次高端及以上价位产品营收占比分别为 76.7%、74.7%、68.4%。当前李渡营收规模总体相对较小，仍处于高速增长阶段，我们认为，高增速和高毛利将使得李渡品牌成为公司收入、利润增速弹性的主要贡献点之一。

图 39: 2020-2023 李渡销量 CAGR 为 12.9%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40: 2020-2023 李渡吨价 CAGR 为 29.0%



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 品牌：唤醒国宝窖池，塑造高端基因

江西名酒兼香李渡，唤醒国宝窖池助力李渡品牌蜕变。李渡是江西四大名酒之一，曾有“赶圩李家渡，打酒买豆腐”的传世佳话，2002 年发掘的元代烧酒作坊遗址于 2006 年列入全国重点文物保护单位。

表 8: 2006 年李渡烧酒作坊遗址列入国家重点文物保护单位

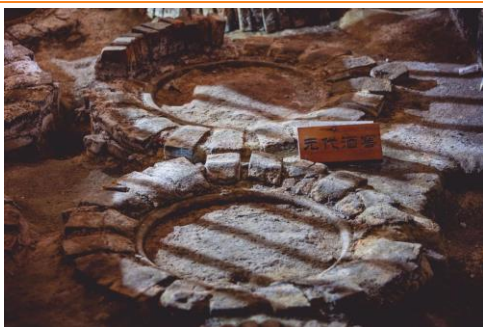
年份	李渡荣誉
1960 年	被评为江西省白酒品牌第一名。
1970 年	成为中共庐山会议指定用酒。
1994 年	荣获“乌兰巴托国际博览会”金奖。
1997 年	荣获“法国巴黎世界博览会”金奖。
2005 年	中国食品工业协会白酒专业委员会授予“中国白酒质量优秀产品”。
2006 年	李渡烧酒作坊遗址被国务院公布为全国重点文物保护单位。

2008年	李渡烧酒制作技艺入选为江西省第一批非物质文化遗产。
2014年	被江西省商务厅认定为“江西老字号”。
2015年	李渡高粱 1955 获布鲁塞尔国际烈性酒大赛大金牌奖。
2019年	李渡高粱 1308 获布鲁塞尔国际烈性酒大赛大金牌奖。

资料来源：鱼羊文化传媒公众号，天风证券研究所

2014年汤向阳接手操盘通过“复活”李渡烧酒作坊遗址推动品牌升级，树立“国宝李渡”新形象。2015年在汤向阳带领下李渡用工匠精神“克隆”具有老李渡味的复刻老酒，推出李渡高粱 1955 核心产品，一经推出便限量供应，李渡高粱 1308 “液体古董，喝一瓶少一瓶”的广告语进一步形象传达李渡高粱产品稀缺性。随着李渡高粱系列成为李渡核心产品，李渡成功实现品牌的升级蜕变。

图 41：李渡元代国宝窖池



资料来源：人民网江西公众号，天风证券研究所

图 42：李渡高粱 1308 “液体古董，喝一瓶少一瓶”广告语



资料来源：永达传媒公众号，天风证券研究所

2021年，泸州老窖、茅台、五粮液、古井贡、汾酒、洋河、李渡七家文物级酒企确定以中国白酒老作坊的名义联合申遗，2023年4月，“白酒申遗七子”再聚江西南昌，共同参与第二届国家工业遗产峰会暨“国宝李渡”2023中国白酒申遗论坛，李渡正在不断强化以中国最古老窖池为“底牌”，以“世界文化遗产”IP为导向的高端品牌价值打造。我们认为，未来品牌力不断拔高有望助力李渡走出江西开启全国化新征程。

图 43：“白酒申遗七子”再聚南昌参加“国宝李渡”2023中国白酒申遗论坛



资料来源：云酒头条公众号，天风证券研究所

3.3. 渠道：以消费者为中心，创新沉浸式体验营销

创新沉浸式体验营销新打法，成功切入高端消费群。我们认为，成功让消费者与李渡品牌产生价值认同是李渡高端产品能够打开市场的根本原因之一。在白酒营销竞争日趋激烈背景下，李渡创新营销打法，深耕白酒一线多年的汤向阳在总结开口笑、榆树钱酒业操盘经验的基础上绕开渠道直面消费者，创新提出“沉浸式体验”营销新打法，通过以消费者为

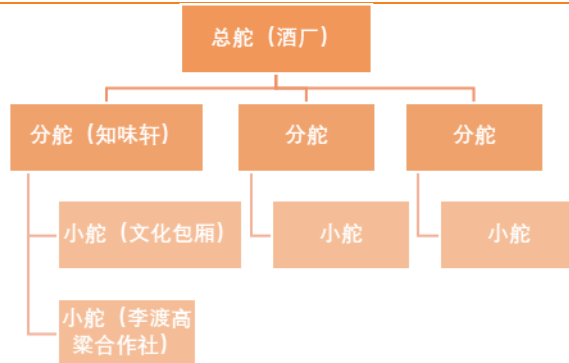
中心展开营销培育活动，成功切入高端消费群。目前李渡已经建立起“小舵-分舵-总舵”覆盖全国重点市场的三层体验架构，未来随着体验式营销在省外市场的不断复制，李渡有望从区域名酒进一步蜕变成全国化兼香高端名酒。

图 44：李渡创新“沉浸式体验”营销新打法



资料来源：首席增长官研习社公众号，天风证券研究所

图 45：“小舵-分舵-总舵”覆盖全国重点市场的三层体验架构



资料来源：首席增长官研习社公众号，天风证券研究所

4. 湘窖：湖南酱酒势起，湘窖优势突出

湘窖扎根湖南系湘酒龙头，前身为 1957 年成立的邵阳市酒厂，位列湖南地方名酒品牌第一阵营，旗下拥有“湘窖”、“开口笑”、“邵阳”三大品牌系列产品，1998 年至今“开口笑”连续多年获称“湖南省名牌产品”，在湖南当地极具品牌影响力，拥有扎实消费基础。2020-2023 年，湘窖旗下湘窖品牌营收从 3.95 亿元增长至 8.33 亿元，CAGR 为 28%，开口笑品牌营收从 1.72 亿元增长至 3.85 亿元，CAGR 为 31%。未来，我们认为在湖南酱酒升温趋势下，湘窖作为湘酒龙头在湖南市场具备品牌、渠道等多方面优势，有望成为公司第三大增长极。

4.1. 湘酒：酱香持续升温，政策助力湘酒振兴

湖南白酒消费氛围浓厚，酱酒持续升温。湖南人口 6600 多万，2022 年湖南省白酒市场规模在 280 亿元左右，人均白酒消费接近全国人均的 2 倍，白酒消费氛围浓厚。其中，湘酒市场规模约 100 亿元，占据市场总额近 1/3，以回款统计口径来看，排在前三位的湘酒品牌分别是：酒鬼酒，湘窖，武陵。

2019 年以来，酱酒在湖南迅速起势，2019-2022 年湖南酱酒规模从 50 亿元提升至 80 亿元，3 年增长 60%，从市场表现来看，湖南已经成为酱酒第二梯队消费市场。2023 年以来，虽然酱酒整体发展趋于理性，但是湖南市场酱酒渗透率仍在持续提升，除了茅台之外，习酒、郎酒、珍酒、摘要、国台、钓鱼台等全国性品牌，以及武陵、湘窖龍酱等区域品牌都表现亮眼。

图 46：湖南地产酒占酒类市场总规模 36%左右

2022年湖南地产酒占比

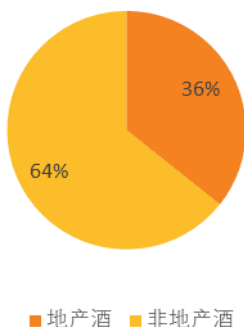
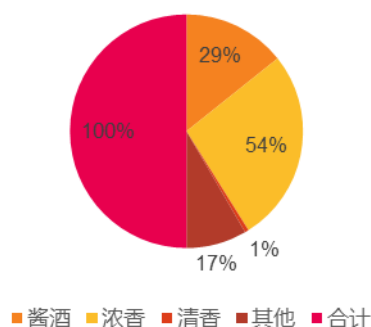


图 47：湖南酱酒占酒类市场总规模约 29%

2022年湖南酒类市场各香型占比



资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

政策加码，助力湘酒振兴。湖南白酒市场容量较大，但湘酒仅占 1/3 市场份额，享有湘酒“五朵金花”美誉的湘泉酒厂（如今的酒鬼酒）、邵阳酒厂（如今的湘窖酒业）、回雁峰酒厂、白沙液酒厂、常德酒厂所生产的白酒曾风靡全国，但现在发展较好的只有酒鬼酒和湘窖酒业两家。为振兴湘酒，湖南酒协与湖南政府共同成立酒业调研组，并于 2018 年发布《湘酒发展蓝皮书》，提出“湘酒振兴”战略。2022 年，“振兴湘酒”首次写进湖南省政府工作报告，报告提出，到 2025 年，湘酒将打造成年销售额突破 500 亿元产业，湘西州、邵阳、常德将打造成为产值超 100 亿元白酒产业优势产区。2023 年《湖南省现代化产业体系建设实施方案》进一步指出，支持酒鬼酒、湘窖酒业、武陵、德山等企业做大做强，打造湘西、常德、邵阳百亿白酒优势产区，建设白酒全产业链。

2020 年邵阳市发布《关于加快白酒产业高质量发展的意见》，提出力争到 2030 年全市规模以上白酒企业主营业务收入达到 80 亿元，税收突破 10 亿元，在全省的白酒市场销售份额提升到 35% 以上，并支持企业开拓市场，鼓励各县市区政府带头呼吁及营造“邵阳人喝邵阳酒，家乡人爱家乡酒”的浓厚氛围，每年由市政府组织邵酒企业到其他市州开展“邵酒湖湘行”推广活动，提升“要情”、“湘窖”、“开口笑”和“邵阳大曲”等邵酒品牌在省内的知名度和美誉度。我们认为，未来在政策支持下湘窖有望发挥上市酒企在品牌、渠道、治理等方面的综合优势持续提升在湘酒中的市场份额。

4.2. 湘窖：“一树三花”产品矩阵完善，扎根湖南渠道精耕优势突出

2003 年华泽集团收购湘窖后，秉承“敢为天下香”的理念，持续通过产品优化、治理升级、品牌拔高，推动湘窖复兴。2019 年，顺应湖南酱酒升温，湘窖品牌推出“龙匠”产品，正式进军酱酒领域，自此湘窖成为涵盖浓香、酱香和兼香的“一树三花”型酒企。

图 48：2019 年湘窖推出“龙匠系列”进军酱酒领域



资料来源：乐购传媒公众号，天风证券研究所

产品方面：“一树三花”产品矩阵完善，进军酱酒乘湖南酱酒扩容东风。目前湘窖品牌主打次高端及高端价位，旗下产品涵盖浓香、酱香、兼香三大香型，龙匠系列（酱香）、要情酒（兼香）、红钻（兼香）、水晶钻（浓香）覆盖从高端到次高端价位带，满足不同价位、不同香型消费需求。开口笑主打中端价位，旗下产品以浓香为主，主销产品包括开口笑 9、开口笑 15 等，2020 年开口笑品牌推出“福酱”系列进一步强化公司在酱酒领域布局。

表 9：湘窖&开口笑主销产品矩阵

产品	推出年份	香型	京东旗舰店售价（元/500ml）
湘窖-龙匠系列	2019 年	酱香型	419-839
湘窖-要情酒【简装光瓶】	2012 年	兼香型	670

湘窖酒-红钻【简装光瓶】	2012年	兼香型	380
湘窖酒-水晶钻【简装光瓶】	2003年	浓香型	329
开口笑酒-陈酿 15【经典版礼盒装】	2007年	浓香型	240
开口笑酒-陈酿 9【经典版礼盒装】	2007年	浓香型	118

资料来源：招股说明书，京东商城，天风证券研究所；注：价格数据为 2024-10-10 数据，仅供参考

2019 年推出龍匠后一直扎实做品牌建设和消费者培育工作，加之湘窖本就在当地市场积累了良好口碑，使得龍匠成为湖南酱酒市场主流品牌，能与同价位的贵州酱酒品牌分庭抗礼。2023 年以来，龍匠保持快速增长势能，带动湘窖品牌的整体增长同时也进一步拉高了品牌形象。

渠道方面：开口笑聚焦宴席市场，打造湖南宴席市场第一品牌。开口笑较早发力湖南婚宴市场，2014 年开口笑价格全面下沉，核心产品开口笑 15 年重心转向宴席市场。彼时，开口笑 15 年直接向餐饮店、名酒店、批发市场以及商超等终端渠道供货，减少中间环节，直控终端，保障利润，并且通过帮助帮助终端商陈列铺货、支持广告投放以及消费者品鉴活动等手段迅速推进市场，拉动消费。长期对宴席渠道的深耕使得开口笑成长为湖南宴席市场首选品牌，2023 年一位经销商表示在当地市场同价位婚宴用酒产品中，湘窖旗下品牌开口笑占比高达 70%。

图 49：开口笑是湖南宴席首选品牌



资料来源：凤凰网湖南综合，天风证券研究所

湘窖聚焦核心终端突破。湘窖作为湘酒龙头，在湖南拥有高知名度与影响力以及强渠道资源，旺盛的市场需求、广阔的市场空间及本土文化优势造就了湘窖扎根本土的市场布局。为了应对全国化名酒竞争，湘窖开始优化渠道营销策略，建立突破口市场做样板，聚焦核心终端，从深度分销转变为聚焦重点网点进行深度协销，最终推动湘窖成功突破一线名酒围剿，走上了发展的快车道。目前，湘窖正稳步深挖湖南市场，2023 年预计湘窖营收主要由邵阳、长沙两个市场贡献。未来，我们认为随着品牌影响力进一步提升和渠道优势释放，湘窖在湘酒份额有望进一步提升。

5. 盈利预测

酱酒开启品牌、区域双集中下半场，公司管理层经验丰富，珍酒李渡三级引擎齐发力，未来可期。我们认为公司核心看点在于：

- 1、创始人经验丰富，管理优势突出：公司创始人吴向东先生深入布局白酒上下游产业链，深耕酒业 20 余年，丰富的产业经验为公司穿越调整逆势提身位保驾护航；
- 2、珍酒：酱酒进入品牌化发展阶段，珍酒品牌文化底蕴深，聚焦 5 大省份打造根据地市场，有望成长为酱酒赛道引领型企业；

3、李渡：国宝窖池塑造高端基因，复刻经典铸就高端光瓶标杆，沉浸式体验营销创新渠道模式，未来全国化空间可期；

4、湘窖&开口笑：湘酒龙头本地消费基础扎实，品牌&渠道优势突出，湖南酱酒升温，湘窖&开口笑顺势布局酱酒，未来有望发挥区域龙头优势持续提升在湘酒的市场份额。

预计2024-2026年，公司实现营业收入85.32、102.28、120.38亿元，实现归母净利润18.97、25.33、33.51亿元，对应PE（2024-10-14）为12.9、9.6、7.3X。我们采取P/E法对公司进行估值，由于港股缺乏以白酒生产销售为主业的可比公司，我们跨市场选取15家利润与公司相邻的A股上市白酒企业作为可比公司，参考15家可比公司24年PE均值，给予公司2024年19.5X目标PE估值，对应目标市值为370亿元，目标股价为10.93元/股（12.01港元/股），首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值情况

证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE		
			TTM	24E	25E
珍酒李渡	243.90	243.90	16.38	13.16	10.69
平均值	2,337.42	2,328.91	22.26	19.52	16.68
贵州茅台	20,124.16	20,124.16	25.01	23.15	20.27
五粮液	5,813.10	5,813.10	18.04	17.21	15.42
山西汾酒	2,466.16	2,466.16	20.41	19.16	16.05
泸州老窖	2,078.42	2,078.42	14.65	13.63	11.86
洋河股份	1,303.23	1,303.23	12.90	12.68	11.96
古井贡酒	940.78	813.11	19.54	17.96	14.61
今世缘	597.64	597.64	16.85	15.75	13.03
迎驾贡酒	521.52	521.52	20.04	17.98	14.62
口子窖	258.72	258.72	14.20	13.29	11.85
舍得酒业	217.09	217.09	15.05	15.44	14.02
水井坊	207.55	207.55	15.86	14.87	13.23
老白干酒	187.98	187.98	24.95	21.61	17.33
酒鬼酒	167.24	167.24	67.74	45.23	38.78
金徽酒	98.86	98.86	26.76	24.66	20.16
伊力特	78.87	78.87	21.83	20.22	17.10

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：表格内为2024-10-14收盘数据

核心盈利假设：

珍酒方面，珍30进入流通渠道与珍15共同奠定基本盘，高端光瓶贡献新增长点。酱酒下半场，珍酒渠道和管理优势突出，未来重点市场精耕及产品结构升级将是公司规模持续增长的主要动力，预计珍酒2024-2026年分别实现营收同比增长21.9%、21.0%、18.8%。

李渡方面，沉浸式体验营销打造差异化渠道竞争优势，未来随着产品价位的进一步完善以及渠道扩张的逐步推进，预计李渡2024-2026年分别实现营收同比增长23.9%、20.6%、18.5%。

湘窖&开口笑方面，湘酒龙头全价位覆盖消费基础扎实，未来随着酱酒产能的逐渐释放，乘振兴湘酒政策红利有望发挥产品差异化优势、渠道深耕优势等方面综合优势收获更多增量市场份额，2024-2026年预计湘窖分别实现营收同比增长19.6%、17.4%、14.2%，开口笑分别实现营收同比增长13.3%、11.2%、10.2%。

表 11：珍酒李渡盈利预测

人民币：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,855.9	7,030.5	8,532.4	10,228.1	12,038.2
YoY	14.79%	20.06%	21.36%	19.87%	17.70%

归母净利润	1,029.9	2,327.1	1,897.4	2,532.9	3,351.3
YoY	-0.23%	125.96%	-18.46%	33.49%	32.31%
NON-GAAP 净利润	1197.29	1622.60	2317.43	2952.91	3559.31
YoY	11.81%	35.52%	42.82%	27.42%	20.54%
收入-分品牌					
珍酒	3,822.7	4,583.2	5,586.9	6,758.0	8,028.4
李渡	886.9	1,109.6	1,374.8	1,658.5	1,964.5
湘窖	712.8	833.6	997.0	1,170.7	1,337.4
开口笑	338.7	384.7	435.9	484.6	533.8
其他	94.9	119.3	137.8	156.3	174.0
收入增速-分品牌					
珍酒	9.61%	19.89%	21.90%	20.96%	18.80%
李渡	36.45%	25.12%	23.90%	20.64%	18.45%
湘窖	17.71%	16.95%	19.60%	17.42%	14.24%
开口笑	32.00%	13.59%	13.30%	11.18%	10.16%
其他	-6.88%	25.74%	15.50%	13.40%	11.30%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

- 1、珍酒全国化扩张不及预期：渠道的全国化扩张是珍酒实现放量的重要驱动力，若珍酒全国化扩张受阻，则珍酒量增或会受到影响；
- 2、酱酒行业竞争加剧：酱酒行业趋于成熟，头部酱酒品牌纷纷补短板，来自竞品的竞争压力或增加；
- 3、白酒消费需求复苏不及预期：白酒消费与经济活跃度较为相关，经济复苏偏弱或影响白酒需求复苏；
- 4、湖南白酒市场竞争加剧：湘窖、开口笑品牌主要在湖南市场销售，湖南白酒市场竞争加剧或影响湘窖池、开口笑两个品牌的成长；
- 5、李渡全国化不及预期；
- 6、跨市场选取可比公司可能导致估值结论偏高的风险等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com