

珍酒李渡 (06979.HK)

酱酒篇：悉心毕力，恒以致远

买入（首次）

2024年12月27日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5856	7030	7169	7488	8502
同比(%)	14.79	20.06	1.97	4.45	13.55
归母净利润(百万元)	1030	2327	1264	1553	2011
同比(%)	(0.23)	125.96	(45.68)	22.86	29.46
Non-IFRS 净利润	1,197.29	1,622.60	1,624.15	1,740.62	2,040.66
同比(%)	11.81	35.52	0.10	7.17	17.24
EPS-最新摊薄(元/股)	0.30	0.69	0.37	0.46	0.59
P/E(现价最新摊薄)	21.18	9.37	17.25	14.04	10.85
PE(Non-IFRS)	18.21	13.44	13.43	12.53	10.69

股价走势



投资要点

- **并购整合打造优质民营酒企，成功上市迈向一流新“珍”程。**公司实控人吴向东（持股比例66.7%）自2003年起先后收购湘窖、开口笑、江西李渡和贵州珍酒，打造以三大企业、四大品牌、多种香型为核心的国内领先民营白酒企业，上市主体珍酒李渡以“旗舰珍酒、国宝李渡、地区领先湘窖及开口笑”为三级增长引擎，2023年三者收入贡献占比分别为65.2%、15.8%、17.4%。公司高管团队经验丰富、专业精深，平均拥有逾17年的经验，覆盖业务所需的运营、营销、财管等各个方面。上市后，公司在首次公开发售后期股权激励计划条款框架内，授予高管及中层骨干股权激励以补强长效激励。
- **“七句箴言”定调经营逻辑，“强身健体”夯实珍酒发展。**品牌端，结合“贵州茅台易地试验”的独特渊源，公司归纳推出珍酒“1234”品牌歌，朗朗上口、深入人心，并通过高效率高转化的文化联动及“美酒+美食”和“珍酒庄园”的体验式营销，进一步鲜明强化品牌认知。产品端，珍酒以珍30、珍15为核心主品，聚焦高端、次高端价位，同时有序丰富文创类非标产品布局，打开核心主品结构升级空间。渠道端，珍酒确立流通、团购双渠道增长战略，目前已完善构建流通、团购、黑金众创等渠道的专属管理模式。针对流通渠道，公司以小商模式做扁平化布局管理，并打造种子平台合伙人、种子合伙人的优商合作模式，渠道掌控力较强。针对团购渠道，公司设置五星合伙人和一级代理商模式，意在打造系统性圈层培育体系，建设资源型、社交性、高收益生态平台。
- **酱酒赛道从品类扩容转向品牌沉淀，精细管理助推酒企份额突围。**2023年酱酒收入占比已达30%，主要酱酒品牌已快速完成全国化渠道扩张，并在高端、次高端价格带基本实现核心价位的心智占领。2024年以来，酱酒品牌随行业同步步入回落调整阶段，酱酒热宣告退潮，未来白酒竞争不再简单是品类凌驾于品牌，更看重酒企综合运作能力。1) 横向对比酱香与浓香酒，酱酒行业二、三梯队酒企的品牌集中度尚处提升初期，主要酱酒单品未来仍然具备产品周期及渠道资源优势。2) 酱酒内部对比来看，酱酒一、二线酒企阵营已成形，珍酒2023年收入已位列酱酒行业前5。对比来看，珍酒优势在于公司渠道端的精细管理，以及C端营销的持续深耕，在下行期能够通过任务调节以保障库存、价盘良性，通过体验营销强化品牌认知，从而有望更好迎接下一轮需求弹性释放。
- **盈利预测与投资评级：**伴随需求走弱，公司中短期盈利增长相应放缓；但中长期看好公司需求复苏弹性，珍酒高价位产品轻装上阵有望实现明显放量。预计2024~2026年公司non-IFRS归母净利润分别为16.2、17.4、20.4亿元人民币；同比+0.1%、+7.2%、+17.2%，对应PE为13.4、12.5、10.7x，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观修复不及预期风险，次高端价格及费用竞争加剧风险等。

市场数据

收盘价(港元)	6.85
一年最低/最高价	5.56/11.60
市净率(倍)	1.76
港股流通市值(百万港元)	23,212.07

基础数据

每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	26.94
总股本(百万股)	3,388.62
流通股本(百万股)	3,388.62

相关研究

内容目录

概述：核心逻辑.....	5
1. 并购整合打造优质民营酒企，成功上市迈向一流新“珍”程.....	6
1.1. 并购实现多品牌整合，打造三级增长引擎.....	6
1.2. 实控人持股集中，管理层经验丰富.....	7
1.2.1. 实控人深耕行业近 30 年，营销创新能力突出.....	7
1.2.2. 管理层经验丰富，市场化激励充分.....	8
1.2.3. 主要股东 KKR 风格稳健，过往在华投资均持有较长周期.....	10
1.3. 酱酒贡献主要收入，黔湘鲁豫粤为主要市场.....	11
2. “七句箴言”定调经营逻辑，“强身健体”筑牢发展基石.....	13
2.1. 赓续前行，实实在在做企业.....	13
2.2. 抱朴守“珍”，耕植文化创品牌.....	14
2.2.1. 立足“1234”品牌故事，打造“珍”字品牌符号.....	14
2.2.2. 实行高转化营销，打造沉浸式体验.....	16
2.3. 一核双重，精雕细琢造产品.....	18
2.3.1. 聚焦珍 30、珍 15，发力高端、次高端.....	18
2.3.2. 产能投建快速落地，加强夯实品质保障.....	19
2.4. 玉汝于成，诚心诚意建渠道.....	20
2.4.1. 深入推进扁平化渠道布局，数字化营销管控.....	20
2.4.2. 销售团队举贤任能，组织架构日臻完善.....	22
3. 酱酒行业：聚势谋远，穿越周期.....	25
3.1. 酱酒全国化：一倡百和，三分天下.....	25
3.1.1. 酱香份额已达 30%，主要集中在次高端及以上价位.....	25
3.1.2. 酱酒渠道已完成全国化覆盖，调整蓄势厉兵待旦.....	28
3.2. 全国化酱酒：从品类扩容转向品牌沉淀，集中度存在提升空间.....	29
3.2.1. 品牌端：一二线酒企已拉开身位.....	29
3.2.2. 产品端：大单品价格站位格局初成.....	31
3.2.3. 渠道端：下行期酒企管理差异加剧显现.....	33
3.2.4. 产能端：头肩部酒企增产储备更趋集中.....	35
4. 财务分析：毛利率稳步提升，费用端有待改善.....	37
4.1. 收入根据渠道出货进行确认，成本受益结构提振保持升势.....	37
4.2. 费用投入加大，费效有待改善.....	38
5. 盈利预测与投资建议.....	39
6. 风险提示.....	40

图表目录

图 1: 珍酒李渡集团股权结构图 (2024 年中报)	7
图 2: 珍酒李渡发展历程	8
图 3: 珍酒李渡集团营业收入及其增速 (亿元)	11
图 4: 珍酒李渡分品牌收入 (亿元)	11
图 5: 公司不同香型、品牌及价格带产品分布	12
图 6: 珍酒李渡集团分价格带收入 (亿元)	12
图 7: 珍酒李渡 2022 年各区域收入占比	12
图 8: 2021 年珍酒推出高端品鉴会忆苦思甜·传奇宴	14
图 9: 2023 年珍酒发布全新品牌广告片	14
图 10: 珍酒“85 鉴定”成功	15
图 11: 前国务院副总理方毅题词“酒中珍品”	15
图 12: 公司不同渠道类型划分	20
图 13: 公司经销商数量	21
图 14: 公司平均单商体量	21
图 15: 珍酒主要销售事业部组织架构及产品划分	23
图 16: 珍酒基层组织架构	24
图 17: 珍酒渠道通小程序示意图	24
图 18: 酱酒收入规模及占比变化	26
图 19: 酱酒产量规模及占比变化	26
图 20: 酱酒利润规模及占比变化	26
图 21: 白酒整体 vs 酱酒: 收入及利润增速	26
图 22: 白酒不同香型收入占比变化	26
图 23: 主要酱酒消费省份染酱比例变化	26
图 24: 2022 年主要省份白酒、酱酒消费规模	27
图 25: 2022 年主要酱酒消费省份染酱比例	27
图 26: 酱酒行业各价格带收入分布	27
图 27: 2023 年酱酒各价格带收入占行业比重	27
图 28: 2023 年各价格带酱酒、非茅酱酒收入及占比	27
图 29: 白酒整体 vs 酱酒: 高端、次高端价格带收入	27
图 30: 白酒整体 vs 酱酒: 收入同比	28
图 31: 白酒整体 vs 酱酒: 高端、次高端收入同比	28
图 32: 酱香 vs 浓香: 主要高端、次高端酒企经销商数量及商均收入体量对比	29
图 33: 500~800 元超次高端价格带香型及产品份额分布	29
图 34: 300~500 元次高端价格带香型及产品份额分布	29
图 35: 2023 年酱酒行业收入分布	31
图 36: 2023 年酱酒行业收入分布-剔除茅台	31
图 37: 酱酒行业头部酒企收入集中度变化	31
图 38: 浓香行业头部酒企收入集中度变化	31
图 39: 高端价位产品批价走势对比	32
图 40: 次高端价位产品批价走势对比	32
图 41: 2023 年千元价位白酒产品收入分布	33
图 42: 2023 年 500~800 元价位白酒产品收入分布	33

图 43:	2023 年 300~500 元价位白酒产品收入分布	33
图 44:	2023 年高端、次高端价位香型收入份额	33
图 45:	酱香酒企产区地图分布	35
图 46:	赤水河流域主要酱香酒厂分布	35
图 47:	赤水河流域主要县市及行业整体酱酒产能变化	36
图 48:	赤水河流域主要酒企及行业整体酱酒产能变化	36
图 49:	公司销售收入-按渠道划分	38
图 50:	珍酒李渡毛利率	38
图 51:	2023 年酒企吨价及毛利率对比	38
图 52:	珍酒李渡销售费用占收入比重	39
图 53:	珍酒李渡销售费用构成	39
表 1:	珍酒李渡旗下品牌一览	6
表 2:	珍酒李渡集团董事及管理层情况	8
表 3:	珍酒李渡股权激励授予情况	9
表 4:	珍酒李渡股权激励解锁要求	10
表 5:	Zest Holding 对于珍酒李渡的投资持股变化	10
表 6:	KKR 对 A/H 消费类上市公司投资案例整理	10
表 7:	珍酒“1234”品牌内涵	15
表 8:	主要酱酒品牌宣传对比	16
表 9:	公司近年营销宣传投放	17
表 10:	公司主要产品	18
表 11:	部分酱酒企业中高端价位产品布局情况	19
表 12:	公司产能规划及投产情况	20
表 13:	珍酒流通渠道各环节销售分工	21
表 14:	珍酒不同渠道的支持机制	22
表 15:	珍酒现任主要销售领导	22
表 16:	2023 年酱香酒企营收情况	30
表 17:	不同香型价格带细分 (单位: 元)	31
表 18:	主要酱酒公司渠道管理模式对比	34
表 19:	主要酒企酱酒产能扩产情况	37
表 20:	公司存货构成 (亿元)	38
表 21:	公司收入拆分及盈利预测 (单位: 百万元)	39
表 22:	可比公司估值表 (截至 2024/12/25 收盘价)	40

概述：核心逻辑

珍酒李渡由实控人吴向东先生对多家酒企并购整合而来，目前已形成“旗舰珍酒、国宝李渡、地区领先湘窖及开口笑”的三级增长引擎。其中，贵州珍酒对公司收入占比超过 60%，是公司全国化布局的主力品牌，本篇报告旨在围绕珍酒自身发展及酱酒行业横向对比情形，对其未来增长前景进行分析。

1) 预计酱酒行业增长弹性未来仍有望好于白酒行业整体，收入份额有望从目前的 30% 提升至 35%+。

2023 年，国内酱酒收入、利润分别为 2300 亿元、940 亿元，占白酒行业比重分别达到 30%、40%。其中，非茅系酱酒收入合计约 1160 亿元，高端（800~2000 元价位）、超次高端（500~800 元）、次高端（300~500 元）规模分别达到约 150、130、200 亿元规模，各价位非茅系酱酒销售收入占行业比重分别达到 14%、38%、23%。国内以高度产品为主、且白酒消费量较大的省区，目前已明显染酱，根据各主要省份酱酒份额空间折算，我们估计未来酱酒收入份额仍有望提升约 5pct 以上。

2) 对比浓香赛道，酱酒行业二、三梯队酒企品牌尚处份额提升初期，主要酱酒单品仍然具备产品周期及渠道资源优势。

相较浓香品牌，酱香品牌的优势主要体现为：①品牌竞争相对有限；②产品周期仍处于成长中前期阶段；③渠道利润及经销商资源相对更优。2023 年酱香行业第 2~7 名市场份额合计约 17%，收入规模约 400~450 亿元；对比浓香行业 2~7 名市占率 43%、收入逾 1200 亿元，非茅酱酒品牌收入规模及集中度仍有较大提升空间。

3) 珍酒渠道管理及库存控制更为良性，同时消费培育亦走在前列，基于当前相对较好的全国化积累（酱香大省销售规模已位居酱酒前列），未来有望实现份额突围。

多数非上市的酱酒品牌渠道管理相对更为粗放，量价策略也较为激进，伴随需求潮水退去，当前所面临的价格倒挂及库存积压考验也较上市酒企更为严峻。这也意味着，酱酒热告一段落，未来白酒竞争不再简单是品类凌驾于品牌，份额竞争更看重酒企品牌、产品、渠道的综合运作能力。

2023 年，珍酒收入位列酱香行业前 5，在主要酱香大省（贵州、河南、山东、湖南、广东等）的销售均已初具规模。对比其他酱酒品牌，珍酒流通渠道已建立起经销商+终端商的类直营管理模式，渠道管控更加精细，团购渠道圈层培育的闭环打造亦日臻成熟，而且民营体制下公司收入增长调控更加市场化，在下行期能够更为务实地保障渠道库存及产品价盘良性，从而有望更好迎接下一轮需求复苏带来的弹性释放。

此外，珍酒近年在品牌推广、消费培育侧亦持续深耕发力，不断打磨完善“美酒+美食”的体验式营销，并投建珍酒庄园以提升消费者品牌互动体验，以实现更高效、高转化的消费培育转化，品牌侧建设有望厚积薄发。

1. 并购整合打造优质民营酒企，成功上市迈向一流新“珍”程

1.1. 并购实现多品牌整合，打造三级增长引擎





整合四大白酒品牌，志在打造中国领先白酒公司。公司致力于提供以酱香型为主的高质量白酒产品，同时生产兼香型及浓香型白酒。公司实控人吴向东自 2003 年起先后收购湘窖、开口笑、江西李渡和贵州珍酒，打造以三大企业、四大品牌、多种香型为核心的国内领先民营白酒企业，上市主体珍酒李渡以“旗舰珍酒、国宝李渡、地区领先湘窖及开口笑”三级增长引擎。

湘窖、开口笑（2003 年收购）：植根湖南，省内规模领先的多香型区域酒品牌。湘窖前身为 1957 年成立的邵阳市酒厂，2003 年吴向东先生通过金六福酒业（金东集团）以湖南湘窖为主体，收购整合湘窖、开口笑品牌。目前旗下包括“湘窖”、“开口笑”、“邵阳”等白酒品牌，兼具兼香、浓香、酱香等多个香型，公司经过多年深耕已成为湖南当地销售规模领先的本土品牌。

珍酒（2009 年收购）：产于赤水河流域，核心定位次高端及以上的全国化酱香品牌。珍酒前身为 1975 年启动的“贵州茅台酒易地生产试验”项目，经过多年探索，1984 年贵州珍酒酿造成功，并于 1985 年通过业内最高级别鉴定会鉴定。1986 年，获时任国务院副总理方毅题词“酒中珍品”。吴向东先生于 2009 年 8 月斥资 8250 万元拍卖获得贵州珍酒 100% 股权。

李渡（2009 年收购）：起源江西，以国宝窖池闻名的高端兼香型白酒品牌。李渡前身为 1955 年由九家私营酒作坊合并组建而成的李渡酒厂，先后经历国营及私有化改制，于 2009 年被当前公司实控人吴向东先生收购。李渡考古发现的烧酒作坊可追溯至元代，作坊遗址先后被评为全国重点文物保护单位、国家 AAAA 级旅游景区。

表1: 珍酒李渡旗下品牌一览

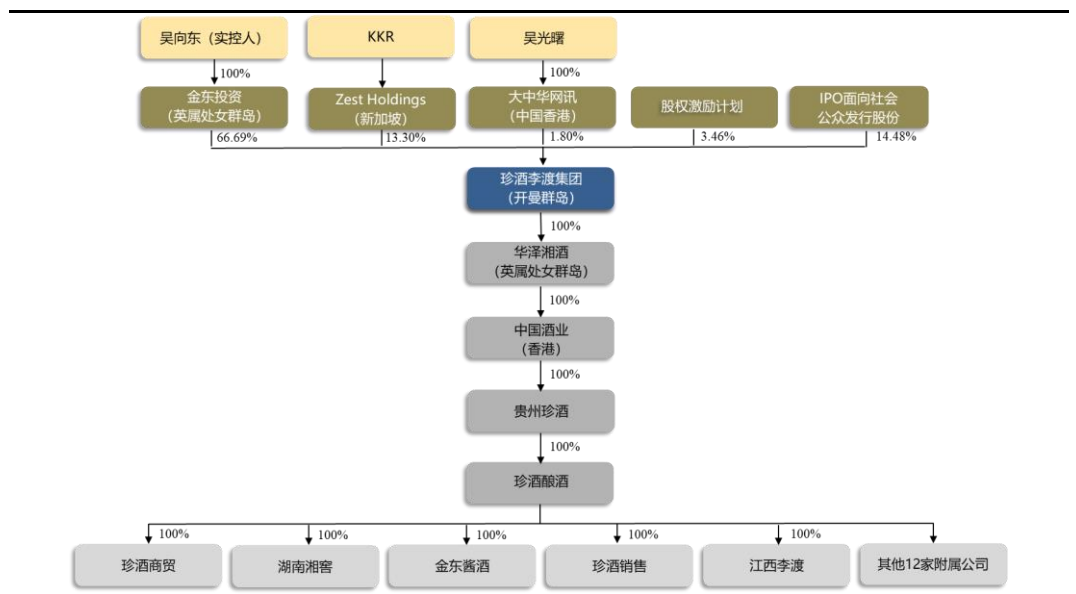
品牌				
品牌底蕴	源于 1975 年茅台易地生产试验	起源可追溯自元代，坐拥元代古窖池	湖南头部地产酒品牌	
香型	酱香型	兼香型	浓香型、酱香型、兼香型	浓香型
战略定位	主要增长引擎：聚焦酱香白酒高端、次高端价位，打造 4 级品鉴体验营销，团购、流通双渠道驱动	第二增长引擎：从“小而美”到“大而精”，重视文化营销及体验营销，围绕终端开拓团购客群	第三增长引擎：以次高端、中高端为主，深耕湖南市场，夯实渠道渗透（核心网点、体验店等）	
主销市场	2020 年确立“6+8+N”全国市场布局，核心市场包括贵州、河南、山东、湖南、广东、江苏	全国化开拓前期，江西市场贡献主要收入，省外尚呈点状布局（山东、湖南、江苏、广东等）	深耕湖南市场，次高端龙酱产品驱动结构提升	专注湖南当地宴席市场

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.2. 实控人持股集中，管理层经验丰富

珍酒李渡大股东持股集中，上市后目前主要股东所持股份已全部解禁。公司股权层级较多，创始人、董事会主席吴向东为实控人，通过金东投资间接持股 66.69%（注：此处持股比例均为截至 2024 年中报数据，下同），股权集中。第 2 大股东为 KKR，系全球 PE 投资巨头之一，通过 Zest Holdings 间接持股 13.30%（分 2 笔于 2021 年 11 月、2022 年 6 月进行投资入股）。另有公司秘书及执行董事吴光曙间接持股 1.80%。公司港股 IPO 发行 4.91 亿股，占当前总股本的 14.48%，无锁定期要求，于 2023 年 4 月 27 日上市流通；主要股东吴光曙、KKR 所持股份于 2023 年 10 月 27 日解禁，控股股东吴向东所持股份则于 2024 年 4 月 27 日解禁。

图1：珍酒李渡集团股权结构图（2024 年中报）



数据来源：公司 24H1 财报、东吴证券研究所

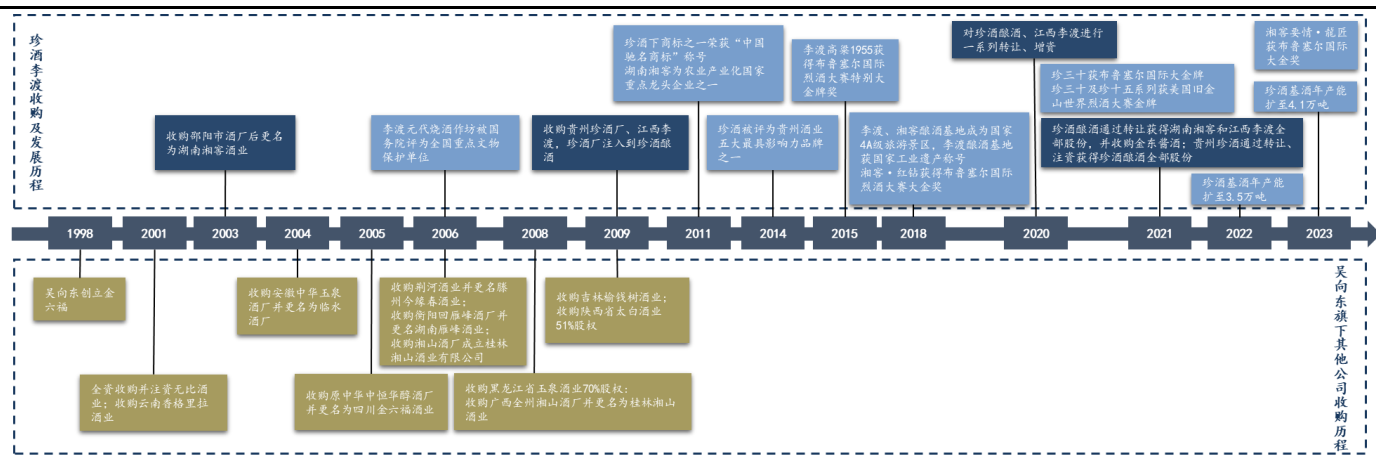
1.2.1. 实控人深耕行业近 30 年，营销创新能力突出

深耕行业近 30 年，实控人吴向东持续收购整合酒类资产，深谙白酒营销之道。公司实控人吴向东先生通过极具创见性的营销革新及资产整合，成功打造旗下白酒商业帝国，被业内尊称为“白酒教父”。

- **营销创新手段丰富，成功案例众多。** 吴向东最早于 1996 年接触白酒销售业务，引入五粮液旗下产品“川酒王”入湘销售，不到 1 年即成为全国销冠。随后进一步加深与五粮液合作，于 1998 年开创性地以 OEM 模式，设立金六福品牌切入中档酒市场，并通过建立“福文化”品牌联想、设置星级产品分级定价、掀起体育营销风潮（聘请足球教练米卢代言，与国足世界杯出线进行绑定宣传）等创新举措，带领金六福快速打开销路，规模跻身白酒行业前列：2001 年销售额突破 10 亿，2005 年达 29 亿，2008 年更是超越 60 亿元。

- **重视商业运作与产业链整合。**基于对白酒行业的格局认识——高端消费价位由全国名酒把持，区域酒企可以通过产品特色的打造、本土市场资源的独占以及消费认同的培育蚕食中端价位——吴向东很早便着手推进白酒行业上游资产的收购整合之路，自 2003 年起陆续收购湖南邵阳酒厂、安徽中华玉泉酒厂、吉林榆树钱酒业等 10 余家标志性地方酒厂，最终精选旗下 3 大酒企于 2023 年成功赴港上市。
- **具备丰富的流通销售经验和背景。**吴向东先生于 2005 年成立酒类流通连锁企业华致酒行，针对白酒假货横行的市场乱象，率先提出保真连锁销售概念，定位“永做名酒的金牌服务员”，通过代理茅五等名酒，在白酒经销环节亦积累了丰富经验和敏锐洞察。

图2: 珍酒李渡发展历程



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.2.2. 管理层经验丰富，市场化激励充分

公司高管团队专业性强，经验丰富。公司具有专业的高级管理团队，拥有丰富的行业经验和专业的从业资格，平均拥有逾 17 年的经验，覆盖业务的所有主要方面，包括行业领先的公司业务运营、品牌及营销、供应链管理和财务专业知识。其中，颜涛，朱琳，罗永红此前均曾在吴向东先生旗下公司担任管理层，并在 2008~09 年期间陆续转入珍酒李渡集团，对白酒行业均有多年丰富的管理经验和深入的认知积累。

表2: 珍酒李渡集团董事及管理层情况

管理层	加入集团的时间	年龄	职务	履历
吴向东	2003 年（创立本集团）	55 岁	执行董事、董事会主席	主要负责制定本集团的整体企业和业务战略，曾创立金六福集团、金东集团、华致酒行等，在白酒行业拥有逾 20 年经验。
颜涛	2009 年 12 月	60 岁	执行董事、首席执行官	主要负责本集团整体管理及业务运营，拥有逾 20 年企业管理经验，曾在吴先生控股的华泽集团、金东集团、融睿集团、华致酒行等担任法人、董事、监事、总经理等。
朱琳	2008 年 9 月	53 岁	执行董事、副总裁	主要负责本集团的法律、合规及信息技术运营事宜，在财务管理及企业管理方面拥有约 20 年经验，自 2004 年起在吴先生控股的公司体系内任职至今。

罗永红	2009年12月	52岁	执行董事、 副总裁	主要负责本集团的采购、工程及绩效考核事宜，拥有逾20年的财务管理经验，曾于吴先生其他控股公司担任董事、首席财务官数年。
吴光曙	2021年10月	53岁	执行董事、 公司秘书	主要负责本集团的秘书事宜及国际业务拓展，于企业融资及管理方面拥有逾20年经验，曾担任多家公司的执行董事。
孙铮	2022年12月24日	42岁	非执行董事	主要负责本集团的制定本公司的企业和业务战略，在企业投资方面拥有逾15年经验。
戎子江	2023年	73岁	独立非执行 董事	主要负责监督董事会并向董事会提供独立判断，曾于领先跨国及本地企业（包括品牌创新、媒体及娱乐战略营销、生产及零售，以及物业及金融科技等领域）任职，拥有逾30年管理经验。
李东	2023年	46岁	独立非执行 董事	主要负责监督董事会并向董事会提供独立判断，于2023年获委任为本公司独立非执行董事，在公共会计、投资银行及企业融资方面拥有逾21年管理经验。
黄进栓	2024年6月21日	65岁	独立非执行 董事	主要负责监督董事会并向董事会提供独立判断，在数字化转型和信息技术领域拥有丰富的经验，曾帮助百胜中国打造了行业领先的信息技术部门以及强大的数字化基础设施。
王连博	2023年至今	37岁	副总裁、首 席财务官	主要负责集团资本市场融资及投资者关系事务的整体管理，曾任职于高盛、毕马威，于投资银行及资本市场方面拥有逾10年经验。

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

上市后，公司在首次公开发售后股权激励计划条款框架内，授予高管及团队股权激励以补强公司长效激励机制。2023年10月25日，公司公告根据该条款，对管理层、中层及以上骨干共718人，以增发形式按1港元/股的价格共授予11729.25万股股份作为奖励，业绩考核期为2023~2025年，各业绩期的绩效考核目标须待公司与各授予人于业绩期初确定。

表3：珍酒李渡股权激励授予情况

激励形式	股份数量（万股）	占总股本比例	授予价格（港元/股）	授予金额合计（亿港元）	折合人民币（亿元）
限制性股票	11,729	激励前占比3.59%； 摊薄后占比3.46%	1	1.17	1.08
股份来源	激励前总股本（万股）	公允价值参考 （港元/股）	溢价率	授出股票市值（亿港元）	折合人民币（亿元）
增发	327,133.10	8.64	764%	10.13	9.32
激励对象	职位	获授限制性股票数量 （万股）	占授予限制性股票总数 比例	占原总股本比例	人均获授股票市值 （万港元）
颜涛	执行董事、首席执行官	327	2.79%	0.10%	2,825
朱琳	执行董事、副总裁	300	2.56%	0.09%	2,592
罗永红	执行董事、财务总监	300	2.56%	0.09%	2,592
715名雇员	中层及以上核心员工	10,802	92.10%	3.30%	131
合计718人		11,729	100.00%	3.59%	141

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

注：获授市值按照公允价值计量，参考公司公告，每股公允价值参考公司制定相关业绩目标的日期（2023年12月19日）当日收盘价

表4: 珍酒李渡股权激励解锁要求

业绩期	业绩目标	解锁比例	解锁时间
2023年	收入 \geq 70亿元(即增速 \geq 20%); non-GAAP净利润 \geq 16亿元	1/3	授出日一周年(即2024/10/25)
2024年	收入增速15%~25%; non-GAAP净利润增速高于收入增速	1/3	2024年报后第30天
2025年	于每年初在前述范围内确定具体指引数额, 期间经董事会同意或有调整	1/3	2025年报后第30天

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

1.2.3. 主要股东 KKR 风格稳健, 过往在华投资均持有较长周期

公司第二大股权持有方 Zest Holdings 系 KKR 旗下控股投资公司, 于公司上市前引入投资。2021~2022 年期间, Zest Holdings 分 2 笔共投资 8 亿美元, 合计认购获得公司发行的 901.54 万股优先股。其后随股份拆细及公司上市, Zest Holdings 所持优先股相应转换为 4.51 亿普通股股份, 折合投资金额 1.775 美元/股。

表5: Zest Holding 对于珍酒李渡的投资持股变化

时间	事件	投资金额	具体情况
2021年11月13日	首次优先股认购	3亿美元	Zest Holdings 首次与珍酒李渡订立优先股认购协议, 获得 340.28 万股优先股配发
2022年6月6日	二次优先股认购	5亿美元	Zest Holdings 再次与珍酒李渡订立优先股认购协议, 获得 561.26 万股优先股配发
2023年4月27日	股份拆细及普通股转换	-	随珍酒李渡于港交所上市, Zest Holdings 所持有的优先股经拆细并转换为 4.51 亿股普通股, 折合每股投资金额约 1.775 美元, 按照最新汇率 7.78 计, 约合 13.81 港元
2023年10月27日	上市解禁	-	上市后 6 个月禁售期届满
2023年11月1日	股份转存	-	根据内部管理政策, Zest Holdings 所持 4.51 亿股珍酒李渡股份, 存入中央结算系统, 并转入券商汇丰仓位

数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

KKR 过往投资案例均持有较长周期, 投资风格较为稳健。KKR 集团是全球历史最悠久也是经验最为丰富的私募股权投资机构之一。2005 年, KKR 在中国香港建立办公室, 成为最先进入中国市场的外资 PE。

截至 2023 年 12 月, KKR 在中国共投资了 30 余家公司, 总投资超过 60 亿美元, 涵盖食品饮料、教育、生产制造等多个领域。整理 KKR 近 10 年来的在华投资案例, 其对于消费类上市公司的投资持股周期普遍在 4 年以上, 并且大多实现了较好的投资回报率, 属于长线投资风格。

表6: KKR 对 A/H 消费类上市公司投资案例整理

投资公司	投资时间	退出时间	IPO 时间	投资金额	减持金额	投资周期	投资回报率
粤海饲料	2015年11月	2023年9月	2022年2月16日	5.20 亿美元	7.54 亿港元	7.8 年	45%
现代牧业	2009年6月	2013年5月	2010年11月26日	1.5 亿美元	31.75 亿港元	4 年	300%
海尔智家	2013年9月	2017年11月	1993年11月19日(A股) 2020年12月23日(H股)	32.81 亿美元	51.63 亿港元	4.3 年	216%

圣农发展	2014年8月	2019年4月 ~2020年10月	2009年10月21日	24.60亿元	33.52亿元	5.3年	99%
乖宝宠物	2017年2月	2024年11月	2023年8月16日	4.00亿元	4.98亿元	7.7年	1087%

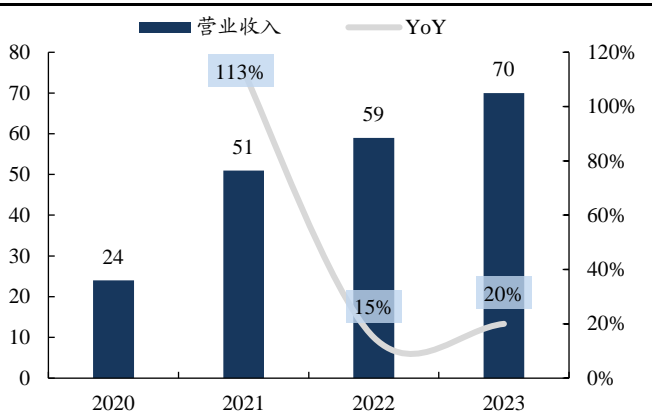
数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所

注：上述部分公司持股未完全减持，投资回报率根据减持均价计算

1.3. 酱酒贡献主要收入，黔湘鲁豫粤为主要市场

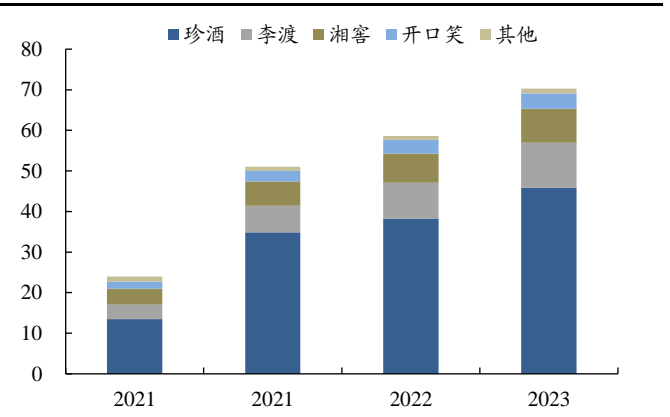
酱酒热推动收入扩张，稳健经营助力稳步增长。2023年，公司实现白酒销售收入70.30亿元，同比+20.1%。得益于酱酒热潮，公司白酒销售收入在2021年实现同比112.7%的高速增长；而在退潮之际，由于公司此前合理控制渠道扩张及库存节奏，并未如其他二三梯队酱酒公司一样，收入出现大幅收缩，而是保持稳健增长——公司2022、2023年营业收入为58.56、70.30亿元，同比增长14.8%、20.1%。

图3：珍酒李渡集团营业收入及其增速（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图4：珍酒李渡分品牌收入（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司品牌定位清晰，多价格带全面布局。公司核心品牌为酱香次高端品牌珍酒，正加速发展次高端及高端光瓶酒李渡，力争成为第二增长曲线。湘窖聚焦次高端，涵盖浓香、酱香和兼香，开口笑专攻酱香中端，在湖南地区深入扎根。分产品看，珍酒对公司营收贡献比例最高，2023年实现收入45.83亿元，占比65.2%。分价格带看，公司次高端价格带收入占比最高，2023年实现收入27.54亿元，占比39.2%；高端价格带增速最快，2023年实现营业收入19.16亿元，同比增长33.2%。

图5：公司不同香型、品牌及价格带产品分布



附註：價格範圍指每500毫升的建議零售價格；*指包括該價格。

数据来源：珍酒李渡招股说明书、东吴证券研究所

华东、华中、华南为核心市场，全国化市场空间广阔。2022年，华东、华中、华南市场分别实现营收 14.59/19.65/7.74 亿元，营收占比 25%/34%/13%，合计约 7 成。

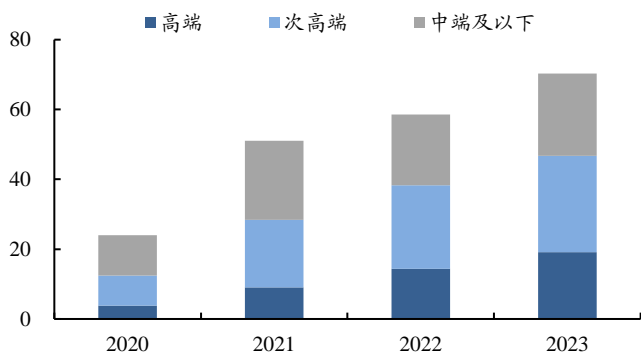
华东市场：华东市场的各个省份，普遍经济发达，市场潜力广阔。华东市场的营收，主要来源于江西、山东和江苏三大核心市场。江西为李渡的基地市场。山东是白酒高地市场，对酱酒接受度高。江苏市场经济基础雄厚，酱酒氛围逐渐提升。

华中市场：湖南是湘窖、开口笑的大本营，湘窖在湖南是仅次于酒鬼酒的第二大品牌，区域渗透率和认可度高。河南是白酒消费大省也是酱酒消费大省，是珍酒六大核心市场之一。湖北营收占比较小。

华南市场：广东原先为啤酒大省，白酒氛围不浓，随着经济发展，洋酒逐渐占据市场。但近些年来，随着茅台的价格和品牌力提升，带动广东形成酱酒热潮，珍酒也乘着酱酒热的东风，逐渐进入华南市场，目前广东已经成为珍酒六大核心市场之一。

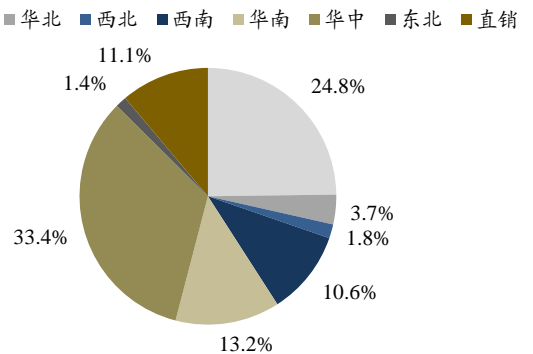
西南市场：贵州是珍酒基地市场，省内酱酒渗透率高，酱酒市占率达到 90%。公司深耕贵州渠道，在省内认可度高。西南地区四川贵州均为名酒产区，品牌竞争激烈。

图6：珍酒李渡集团分价格带收入（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图7：珍酒李渡 2022 年各区域收入占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. “七句箴言”定调经营逻辑，“强身健体”筑牢发展基石

着眼未来发展，2023年董事长吴向东总结七句“箴言”：“一丝不苟酿美酒、精雕细琢造产品、耕植文化创品牌、诚心诚意建渠道、精心策划搞体验、实实在在做企业、勇担责任促振兴”，从品质（珍酒李渡的立业之本）、品牌（发展之要）、品格（经营之术）等维度概括公司一以贯之的内在发展逻辑。

2.1. 赓续前行，实实在在做企业

珍酒并入金东集团版图以来，从生产、销售恢复，到核心单品组合构建，再到营销、管理等多要素持续精进提升，一路走来步履稳健，并持续迭代成长。从时间线来看，公司发展脉络较为清晰：十二五期间以恢复生产及梳理产品为主，十三五期间乘白酒消费扩容东风逐步确立核心产品的全国化销售版图，十四五以来则围绕品牌故事及用户培育在营销、渠道、组织侧不断进化完善。

2010~2015年，并入华泽重整旗鼓，恢复产能整固省内。2009年8月，金东下属的华泽集团成功收购贵州珍酒厂100%的股权，改制组建成为贵州珍酒酿酒有限公司。接手珍酒后，时任董事长陈孟强（原为茅台酒厂生产技术处长），率领团队总结优化生产工艺，帮助公司实现前期企稳，逐步恢复正常生产经营。在产能建设方面，公司积极恢复原有产能并投入技改，于2009、2010、2011年分别恢复500、1000、2000吨酿酒产能，至2014年酱酒产能达到4500吨。在产品梳理方面，珍酒于2010年提出“力争酱酒第二”的发展方针，全新推出珍酒壹号、珍品珍酒、珍酒3款产品，主攻次高端及以上价位，随后珍30第一代产品于2012年面世。伴随白酒行业在2012H2步入政商务消费调整阶段，公司于2013~15年期间逐步确立“我是名酒更是民酒”定位，调整品牌组合为“珍酒”+“大元帅”（2011年开发推出，定位中低端），重新梳理原有产品线及价格定位，珍5、珍8在此期间应运而生。在区域及渠道布局方面，公司组建贵州珍酒销售有限公司，规划优先巩固大本营市场基础，主要以专卖店、合伙人模式精耕省内，同时亦借助华致酒行连锁网络，辐射鲁豫、两广、川渝等省外市场。

2016~2020年，核心单品势能初现，全国化布局快速跟进。2016年，前习酒总经理胡波加入珍酒担任总经理，重塑产品结构及经销体系，成功推动珍酒走上发展快车道。在产品推广方面，珍酒敏锐瞄准次高端市场，于2016年推出珍15，倾斜资源打造核心单品，建立合伙人体系打造厂商利益共同体，加大对品鉴会、赠酒、回厂游3大指标的考核执行力度，推动公司由渠道扩张型向C端驱动型转型。得益于此，珍15短时间内实现爆发式增长，2017~2019年间销售额连续三年实现三位数增长。2019年，公司推出第二代珍30，升级品质并加大投入，以加强对高端市场布局，通过严格执行配额制保证产品稀缺性，持续拉升珍酒品牌价值。在区域布局方面，公司自2017年全面启动全国市场布局，在省外也开始推行合伙人制度；又于2019年组建六大事业部（遵义事业部、贵州事业部、河南事业部、省外事业部、综合事业部、OEM事业部），进一步按区域细

分市场营销管理工作。2020 年胡波总离职创业，由郭亮总接任，同年公司确立“6+8+N”全国化战略，分区域分类分级推进珍酒全国化布局，通过渠道扁平化、精细化运作加强市场占领。在产能建设方面，珍酒坚持长期主义和战略定力，自 2019 年起陆续启动技改扩建工程，推动珍酒扩能蓄势筑基。

2021 年以来，全面提升精细化、标准化营销运作，组织架构持续裂变。在酱酒全国化热潮下，珍酒保持稳扎稳打，在销售扩张同时，亦注重不断精进自身的营销、渠道、产品及组织管理。在营销推广方面，公司将 2021 年定义为“品牌元年”，自此全面升级品宣投入，通过广告投放、品鉴会、文创 IP 等立体方式推动珍酒品牌迭代升级，并提炼“1234”独特品牌要素，围绕“文化珍酒”生动传达珍酒故事，同时不断打磨 4 级品鉴会等体验式营销模式。在渠道管理方面，公司以“用户培育”为中心，实施配额管控、市场管控、渠道管控、数字营销等管理举措，令其“合伙人+体验馆+专卖店”的渠道架构日趋成熟。在产品布局方面，公司在原有珍酒主线产品基础上，进一步丰富产品布局，1 是向上增设高端真实年份酒系列、时尚珍酒系列（生肖及文创产品）、黑金版及珍 15 区域文化版等产品，借文化及品质内涵拉升产品价值，打开核心主品结构升级空间；2 是补充宴席场景产品，如珍酒·珍爱一生、珍酒·珍宴等；3 是增设中高价位新品牌“映山红”，以完善价位布局。在组织管理方面，公司根据不同发展阶段的销售发展要求，灵活适配组织结构，公司销售组织架构经历按地区划分→按产品价位划分→按渠道类型划分的变化，目前珍酒营销部门共下设珍酒、珍三十、高档酒、黑金、电商 5 大事业部，以便根据产品渠道特性实现针对性、专业化市场运营。

图8：2021 年珍酒推出高端品鉴会忆苦思甜·传奇宴



数据来源：云酒头条、东吴证券研究所

图9：2023 年珍酒发布全新品牌广告片



数据来源：CCTV、东吴证券研究所

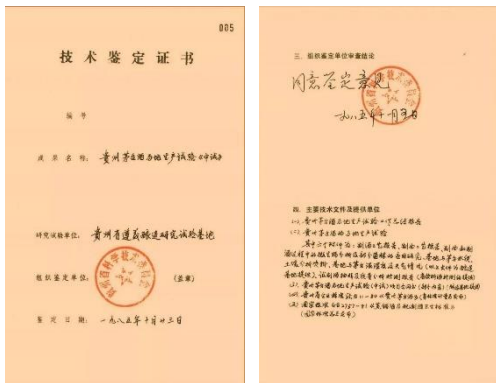
2.2. 抱朴守“珍”，耕植文化创品牌

2.2.1. 立足“1234”品牌故事，打造“珍”字品牌符号

秉承伟人夙愿，“异地茅台”应运而生。贵州珍酒酿酒有限公司，前身为始建于 1975 年的“贵州茅台酒易地试验厂”，秉持 1958 年毛主席提出的“茅台做到一万吨”的宏伟夙愿，1975 年在周总理提案指示下，进行贵州茅台酒异地生产试验的“中国酒业一号工

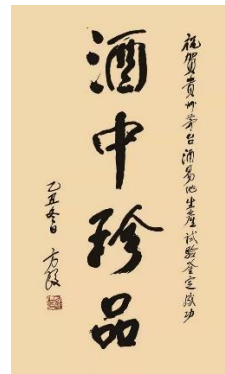
程”，作为国家重点科技项目应运而生。为保证试验顺利进行，项目先后从茅台酒厂调来管理人员、酿酒大师、技术骨干及原材料、生产设备等，历经 10 年最终取得圆满成功。1985 年，行业最高规格的鉴定会对试验试制酒进行经典，评定茅台 95.2 分，珍酒 93.2 分，得出试验完成要求的结论。项目成功后，时任副总理方毅亲自抓生产落实，根据其“酒中珍品”题词，品牌商标更换为“珍”字，并自此成为中央招待用酒。因此，珍酒源自白酒业内唯一的国家级重点科研项目，是白酒行业除茅台外唯一由原茅台厂长和技术骨干酿造出来的优质酱香酒，是唯一由党和国家领导人命名的白酒。

图10: 珍酒“85 鉴定”成功



数据来源: 珍酒官网、东吴证券研究所

图11: 前国务院副总理方毅题词“酒中珍品”



数据来源: CCTV、东吴证券研究所

结合独特品牌故事，全新发布“1234”品牌范式。2023 年，公司结合自身丰富的品牌内涵，归纳整理推出珍酒“1234”歌，即“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”，对珍酒在品牌历史、工艺传承、品质坚守等方面的独特底蕴实现精准传达。“1234”歌以易传播、易记忆和强标签的传播范式，即生动凸显了珍酒的品牌辨识度，也有效帮助品牌扩大市场影响力。

表7: 珍酒“1234”品牌内涵

“1234”	品牌内涵
1	中国白酒 一 号工程: 茅台酒异地生产试验, 于 1985 年鉴定成功(鉴定会上评定茅台 95.2 分, 珍酒 93.2 分) 1986 年, 酒厂获时任国务院副总理方毅题词“酒中珍品”, 品牌因此定名
2	中国酱香白酒第 二 股: 2023 年 4 月于港股上市, 成为继贵州茅台之后第 2 家酱酒上市公司
3	贵州 三 大酱香品牌: 1988 年, 于第五届全国评酒会上荣获国家质量奖优质奖银奖, 于金奖茅台、银奖习酒并称贵州三大酱香。
4	四 大国宴用酒: 1988 年, 经外交部礼宾司、经贸部交际司、人民大会堂管理局等单位认可, 与茅台、汾酒、五粮液, 一同成为国宴招待用酒之一。

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

立足“酒中珍品”，打造“珍”字品牌符号。珍酒之“珍”，来自国家领导人题词“酒中珍品”，蕴含稀有、珍贵之意，也奠定了公司专属的品牌基因。围绕“珍”这一品牌符

号，公司提出打造“未来之珍”，聚焦“珍”文化并将其具象化，于2023年12月投放全新品牌宣传片《何以为珍》，进行品牌形象焕新。该品牌TVC基于当代感、世界性、艺术化的美学标准，以“自然之珍、品质之珍、酱香之珍、文化之珍、筵宴之珍、尊贵之珍”——一珍六义，体现珍酒的珍贵价值。相比其他主要酱酒品牌，珍酒历史底蕴相对欠缺，但在权威背书方面独具品牌资产，“异地茅台”及国家领导人命名的品牌起源，为公司优质品质带来天然联想。

表8：主要酱酒品牌宣传对比

酱酒品牌	产地	品牌起源	品牌宣传语	品牌背书	品牌文化
贵州珍酒	贵州省遵义市/赤水地下河谷	1975年茅台易地实验	酒中珍品； 贵州三大酱香品牌之一	业内唯一国家级重点科研项目，除茅台外唯一由原茅台厂长、技术骨干打造，唯一由党和国家领导人命名	珍酿酿酒、珍诚做事、珍心待人、珍爱同伴、珍惜使命、珍情塑才
贵州习酒	贵州省习水县/赤水河中游	前身源于明清时期的殷、罗二姓白酒作坊	君子之品，东方习酒； 高端酱香标准之作	1998年并入茅台集团	君子文化：崇道务本，敬商爱人
郎酒股份	四川省古蔺县/赤水河畔二郎镇	前身“絮志酒厂”于光绪二十四年（1898年）开办	赤水河左岸庄园酱酒； 中国两大酱香白酒之一； 酱香典范	1957年在周总理亲切关怀下，郎酒厂于古蔺县二郎镇恢复生产	拼搏向上：喝郎酒，打胜仗，神采飞扬中国郎
贵州国台	贵州省茅台镇	天士力集团历经20多年打造的政府授牌的茅台镇第二大酿酒企业	大国酱香，国台领航； 打造中国新名酒	背靠天士力大健康产业投资集团，打造现代健康白酒，创新现代饮酒文化	“通”达文化：酒通自然、酒通政和、酒通友情、酒通身心
金沙酒业	贵州省金沙县/赤水河上游	道光年间文献《黔西州志续志》记载金沙县所产白酒有“村酒留宴不用賒”之美名	聚至要，喝摘要 赤水河上游高端酱酒	1958年，在茅台酒厂帮助下成功出产“金沙回沙酒”； 2019年，真实年份产品获酒协认证	至要交心，文化交谊：以书为型，以酒为媒，摘万物魁首，聚一生至要

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2.2.2. 实行高转化营销，打造沉浸式体验

坚持高效率高转化营销，鲜明突出品牌调性。在营销宣传方面，珍酒避免过度依赖无差别的广告投放，采用多渠道品牌推广及营销策略。在传统媒体侧，公司注重通过高质感的视觉形象、高规格的影视及赛事联动，对目标客群传达鲜明的品牌调性。公司将2021年定义为“强品牌”战略元年，自此连续对央视频道、户外高炮、机场高铁、分众梯媒等平台进行高频广告投放；同时亦精选《大江大河2》、《山海情》、《人世间》、《繁花》等年代精品剧进行插片合作，携手奥运会、世界杯等高规格体育赛事进行营销宣传，推动品牌热度持续提升。

发力文化营销，打磨沉浸式美酒体验，有效讲好珍酒故事。基于品牌文化及调性，1) 公司积极发力文化营销，不断丰富品牌文化内涵：1 则与非遗传传承人、书画家、文学家等互动，开展走进珍酒、珍酒采风等活动，2 则结合中国传统艺术，推出系列文创产品。2) 公司注重以体验式营销（如品鉴会、回厂游等）培育核心客群，升级“圣地之旅”回厂游，并不断打磨优化场景化、沉浸式的“美食+美酒”融合体验，未来伴随珍酒庄园

投入使用，还将以“酒庄”式酒旅融合体验，加强从卖产品向输出生活方式转变：**1是联动美食 IP**，冠名陈晓卿团队的美食纪录片《拿一座城市下酒》，联合烹饪大师打造“国宴珍味”，创新合作“掇珍市集”主题 IP，具象融合传统礼俗与国雅审美，以丰富美酒宴饮场景、拓展白酒消费边界。**2是独家构建微品会、一桌式品鉴会、私享宴、珍品宴等 4 级品鉴会体系**，并不断精进打磨，相继升级推出等“忆苦思甜·珍品宴”、“四季珍赏·春宴”、“国之珍宴”等高端品鉴会体验形式，以极致匠心生动诠释珍酒品质。2023 年，珍酒李渡共计举行品鉴会超 12 万场次，回厂游接待超 17 万人次。**3是投建珍酒庄园**，项目选址于遵义白岩沟，坐拥半山温泉，远眺苍山如海，作为餐饮接待、文化演出、温泉体验、白酒工业展示于一体的酒旅融合体验基地，将成为珍酒重要的品牌名片。

表9：公司近年营销宣传投放

营销宣传	细分	内容
传统营销	影视/栏目植入	2021 年，赞助 CCTV1 黄金档栏目《典籍里的中国》、国产剧《大江大河 2》《山海情》； 2022 年，携手爱奇艺《人世间》，联合《舌尖上的中国》陈晓卿团队推出美食纪录片《拿一座城市下酒》，获得亿级传播； 2023 年，于 CCTV-4《走遍中国》栏目播出《新 360 行——为生活加分》纪录片； 2024 年，作为《繁花》中插广告亮相 CCTV8、腾讯视频。
	赛事合作	2021 年，作为东京奥运会央视转播合作伙伴，投放中国女排、女篮赛事局间广告； 2022 年，在阿根廷与法国世界杯决赛前投放千万级预算广告，广告语“今晚喝珍酒”； 2023 年，携手湖南、广东、河南、海南、湖北、江西、广西、贵州等 8 省高尔夫球协会，共同举办“挥杆致远，洞见非凡”珍酒高尔夫贵州邀请赛系列。
	广告投放	自 2021 年“强品牌”战略之年，连续携手央视频道，投放“今晚喝珍酒”、“映山红”、“何以为珍”等主题广告及品牌故事短片；在全国范围同步投放户外高炮、机场高铁、分众梯媒等广告
	事件营销	2023 年，珍选国宴餐厅，打造珍酒“大师中国宴 年年有珍味”春节 IP 活动； 2023~24 年，携手《山花》杂志，共同举办“醉美珍酒·诗文相伴”文化论坛，邀请茅盾文学奖、鲁迅文学奖得主及作协、文联主席等走进珍酒； 2024 年，举办“酒珍艺美 雅韵流芳”书画名家走进珍酒采风活动；邀请 6 位体育世界冠军“打卡”珍酒，联动宣传“世界冠军的酒”。
体验式营销	四级品鉴会	高端品鉴会：品珍酒·鉴传奇、忆苦思甜·珍品宴、四季珍赏·春宴、国之珍宴等，面向 KOL，配备主题菜系； 品鉴私享宴：名仕鉴珍（10+人规模），创新演绎与弘扬中国白酒文化精粹，提升珍酒服务体验； 私享宴：时光知珍味； 九九品鉴会：常规一桌式品鉴。
	体验店	店内设有文化展览区，并会举办活动，让消费者可深入了解品牌文化，亲身体验白酒酿造、勾调、品鉴。截至 2024H1，珍酒李渡共拥有 1061 家体验店，覆盖全国 31 个省市。
	返厂游	开放部分产区往返厂游，游客可在珍酒厂区参观体验白酒文化，并与 2024 年全新推出“圣地之旅”回厂游。 远期规划建设珍酒庄园，打造酒旅融合超级体验平台——七星级沉浸式度假山庄。
新媒体营销	珍酒庄园	分三期投建：一起工程陶坛酒库，于 2024 年 4 月投产；二期工程国宴大厅、精神堡垒、九天洞、天梯、云顶餐厅、云海茶室、上山道路、伴山温泉等，将在 2025 年底运营；三期工程白岩台、特色酒店等设计中。
	短视频平台	2022 年，联动《拿一座城下酒》，联合 8 大城市餐饮门店推出抖音探店活动； 2024 年，珍酒复古季“1975 为你而来”酒厂溯源活动火热上线，7 天累计曝光 5000 万+。
	微信小程序	推出封坛酒微信小程序，直接触达消费者以创造定制化购物体验，消费者可参与封坛酒的定制设计及生产。

数据来源：公司官网、酒业家、微酒、东吴证券研究所

2.3. 一核双重，精雕细琢造产品

2.3.1. 聚焦珍 30、珍 15，发力高端、次高端

构建“一核双重”品牌战略体系，实现多品牌多价位覆盖。公司目前以“珍酒”系列产品为核心品牌，定位高档酱酒；以“老珍酒”“映山红”作为两大重点品牌，定位中档酱酒，旨在拓宽消费场景和价格带覆盖面，以满足不同消费者的需求，为持续增长奠定坚实基础。

表10: 公司主要产品

系列	珍三十系列			珍十五系列			“小珍”系列			
产品	珍三十 标准版	珍三十 收藏版	珍三十 黑金版	珍十五 标准版	珍十五 收藏版	珍十五 黑金版	珍十	珍八	珍五	老珍酒
推出时间	2012年	2016年	2022年	2012年	2016年	2022年	2015年	2014年	2014年	2016年
规格				53度/500ml			天球瓶、茅型瓶			
成交价(元)	870	1888	1400	355	800	767	300	250	175	113
产品图示										
系列	时尚珍酒系列					区域文化产品				
产品	错金铭文虎、 错金兔	珍十五· 珍团圆	珍十五· 竞享端阳	珍十五· 五羊献瑞	珍十五· 琳琅黔韵	珍十五· 齐鲁之宗	珍十五· 相豫中原	珍十五· 芙蓉朝晖	珍十五· 水毓江南	珍十五· 传奇丝路
推出时间	2022年	2023年	2023年				2022年			
规格、地区	53度/1500ml	53度/500ml		华南地区	贵州地区	山东地区	河南区域	中南区域	华东地区	西北地区
成交价(元)	4880	625	700	600	600	600	600	600	600	600
产品图示										
系列	高端光瓶酒							映山红		
产品	1988年份酒	2011真实 年份酒	2012真实 年份酒	2013真实 年份酒	珍三十· 大金奖纪念酒	珍十五· 金奖纪念酒	集团上市纪 念酒	经典黑	精品	复古绿
推出时间	2023年	2021年	2022年	2023年	2023年	2023年	2023年	2022年	2023年	2023年
规格	53度/500ml	53度/500ml	53度/500ml	53度/500ml	53度/500ml	53度/500ml	53度/500ml	53度/500ml		
成交价(元)	35000	2000+	3500	2300	1500	600	4000	115	170	200
产品图示										

数据来源：公司官网、京东旗舰店、东吴证券研究所

以珍 30、珍 15 为核心主品，聚焦高端、次高端价位。公司现有产品矩阵珍 30 系列、珍 15 系列、老珍酒及珍 5 等于 2012~2016 年期间逐步推出成形，分别覆盖高端、次高端、中高端价位。其中，珍 30、珍 15 产品系列除标准版作为核心主品进行销售推广之外，公司亦针对不同销售渠道及区域定制差异化版本（价格较标准版有一定上浮）。在原有产品基础上，公司自 2021 年以来，陆续推出高端真实年份酒系列、时尚珍酒系列（生肖及文创产品）、黑金版及珍 15 区域文化产品，以进一步完善高端、超高端产品布局，借文化及品质内涵拉升产品价值，打开核心主品结构升级空间。珍酒近年收入增长主要由次高端及以上产品驱动，2022 年占比已达 68.4%。

领先布局中高端塔基产品，有望发挥产品组合协同作用。受宏观经济影响，白酒行业高价位消费相对承压，酱酒企业也开始在中高端价格带有所动作，2023 年茅台集团、习酒股份先后推出百元价位单品台源酒、圆习酒，迅速成为继茅台迎宾酒之后的两大十亿级单品。而珍酒此前在 2014~2016 年行业调整阶段，对中高端价格带既已着手布局，形成“小珍”系产品矩阵并自然发展至今，目前老珍、珍 5、珍 8 等“小珍”系产品在河南、山东等地已形成一定的下沉市场基础。此外，2022 年珍酒全新推出中高价位新品“映山红”，突出品牌红色传承的独特底蕴。未来在次高端做强基础上，珍酒塔基产品布局有望发挥大众培育及渠道协同作用，帮助进一步占领市场空间。

表11: 部分酱酒企业中高端价位产品布局情况

公司	产品	成交价（元）	推出时间
贵州珍酒	映山红	122	2022 年
	老珍酒	103	2016 年
	珍五	135	2014 年
	珍八	220	2014 年
茅台集团	台源	75	2023 年 3 月
习酒股份	圆习酒	120	2023 年 2 月
	金质（四代）	218	2021 年
	银质（四代）	138	2020 年
金沙酒业	钻石五星（回沙五星升级版本）	100	2022 年

数据来源：公司公告、酒业家、京东商城、东吴证券研究所

2.3.2. 产能投建快速落地，加强夯实品质保障

酱酒产能位居贵州前三，预计“十四五”产能达 5 万吨规模。产能作为酒企未来品质竞争的基础保障，公司自 2019 年起积极启动产能扩建，以增强自身核心竞争力。2020 年以来珍酒产能持续爬坡，酱香产能从 2019 年的年产 4000 吨快速攀升至 2023 年的 4.1 万吨；至 2024 年底，公司预计投产酱香产能将达到 4.4 万吨，规模已位居贵州前三，仅次于贵州茅台股份有限公司、贵州习酒股份有限公司；十四五后续按照扩建规划，产能预计将逐步提升至 5 万吨规模。

产能扩张提升基酒储备，强化产能品质保障。此前公司自有产能规模有限，为保证产品供应，公司精选第三方酿酒基地进行基酒外采合作。伴随公司产能快速提升，公司自 23H2 不再进行基酒外购，自有优质产能在成本及品质方面都将对公司产品提供更好保障。

表12: 公司产能规划及投产情况

厂区	地理位置	此前基酒设计产能 (吨/年)	计划扩张产能 (吨/年)	IPO 募资分配额 (百万港元)	预计竣工时间	2024 年预计产能 (吨/年)
石子铺	贵州遵义	15000	-	-	-	15000
赵家沟	贵州遵义	19000	6000	1050	23Q3~24Q3	25000
茅台镇双龙	贵州遵义	1000	10600	1638	23H2~25FY	4000
白岩沟	贵州遵义	基酒存储设施	基酒存储设施	704	24M10	38000 (储能)
合计		规划产能共 51600 吨				44000 (产能)

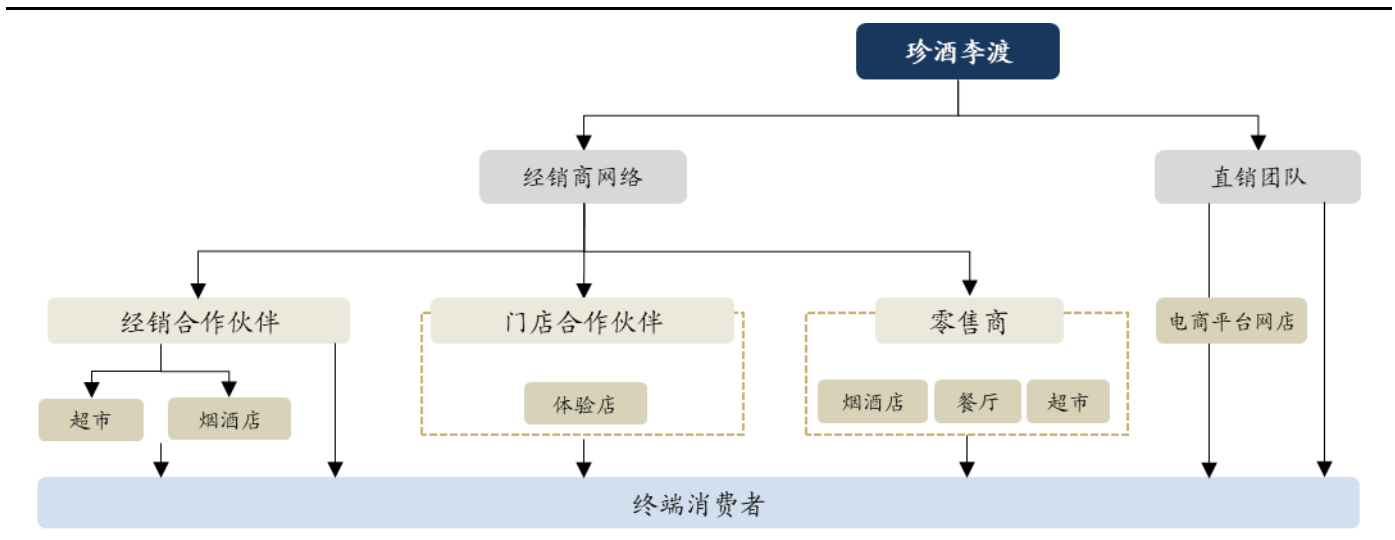
数据来源：招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

2.4. 玉汝于成，诚心诚意建渠道

2.4.1. 深入推进扁平化渠道布局，数字化营销管控

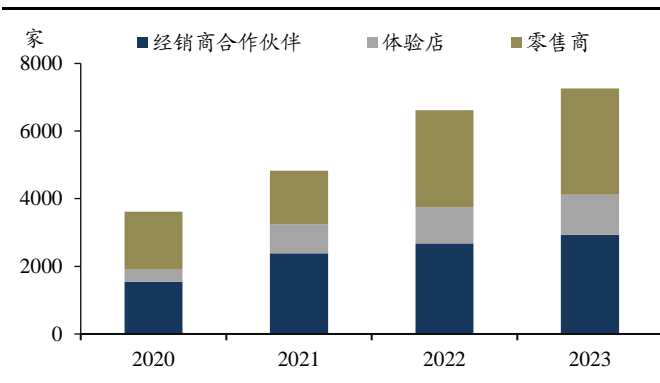
公司渠道建设较为完善，经销体系已完善构建流通、团购、黑金众创等渠道的专属管理模式。2023 年以来，公司确立流通、团购双渠道增长战略，对不同渠道针对性、系统性地构建产品矩阵、获客转化及渠道运营策略。

图12: 公司不同渠道类型划分



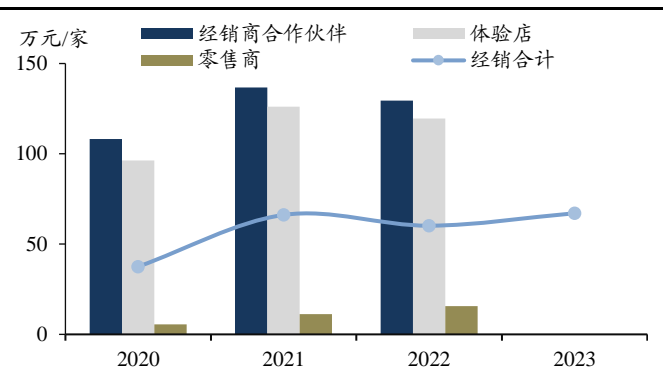
数据来源：珍酒李渡招股说明书、东吴证券研究所

图13: 公司经销商数量



数据来源: 招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

图14: 公司平均单商体量



数据来源: 招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

1) 流通渠道: 公司采取小商模式进行扁平化布局管理, 费用投放灵活高效, 渠道掌控力相对较强。遵循种树不种草原原则, 对满足选拔条件的经销商、核心网点, 分别设置种子平台合伙人、种子合伙人模式, 配置奖金池额外分红机制, 并重点提供营销人员及费用支持等激励, 以提高渠道积极性, 更好构建厂商一体。通过与核心大网点签订销售合同, 并提供厂方销售人员跟进支持, 公司可以更为敏锐地跟踪C端需求变化、更为精细化地督导培育动作落地。公司中长期规划流通渠道销售实现100亿元目标, 其中种子平台合伙人(经销商)达450家, 种子合伙人(核心大网点)达30000家。

表13: 珍酒流通渠道各环节销售分工

销售环节分工		费用投放
厂家	品牌宣传、招商扩张、渠道管理	消费推广、品牌活动等费用
经销商	收款垫资、物流仓储	控盘分利模式: 事后模糊返利、扫码返利, 提供人员支持费用等
终端网点	客户推广/维护、门店陈列	享受搭赠返利、扫码返利、销量奖励, 并提供品鉴会、宴席、客户活动等费用支持

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2) 团购渠道: 公司意在打造系统性圈层培育体系, 建设资源型、社交性、高收益平台。针对团购商, 公司基于不同销售额门槛, 设置五星合伙人和一级代理商模式, 对前者重点给予品鉴官、品鉴会、名酒进名企、回厂游等活动支持, 帮助强化圈层运维; 对后者提供体验店3.0的打造支持, 以优化用户体验。公司中长期规划实现双千计划, 销售目标50亿元, 其中一级代理商1000家, 目标20亿; 五星合伙人1000家, 目标30亿。

3) 黑金异业渠道: 作为新模式尝试, 公司意在将卖酒嫁接到异业客户的自有生意当中, 打造“黑金合伙人+黑金朋友圈领袖会员+黑金朋友圈会员”的闭环圈层。针对异业合伙人, 黑金事业部相应配置“合伙人服务团”, 围绕异业客户的既有业务和卖酒生意, 提供个性化、精细化的活动支持, 以更具“心价比”的消费体验为会员消费者构建社交、生活平台, 从而帮助打通圈内会员的跨界资源形成平台内循环价值生态, 在社交、

生意过程中转化用酒需求。2024年，珍酒黑金品牌计划在全国精选30位异业合伙人，做深做透，打造“黑金朋友圈”。

表14: 珍酒不同渠道的支持机制

渠道类型	经销商类型	优商合作类型	经销商考核	厂方支持
流通渠道: F2B2B2C (珍酒、珍三十事业部)	批发商	种子平台合伙人	动销回款、客户推广	营销费用支持, 额外分红计划
	核心网点	种子合伙人		
团购渠道: F2B2C (珍三十、高档酒事业部)	经销商	五星合伙人	销售回款、客户推广、品牌活动开展	营销费用支持, 额外分红计划, 协助开展名酒进名企、品鉴会、回厂游、宴会活动等, 支持开设体验店
	体验店	一级代理商		
黑金异业渠道	团购商	众创合伙人	销售回款、圈层拓展、品牌活动开展	日常客情维护(方案定制、项目运营、会员拓展、管家服务)、个性化营销策略、吃喝玩享等增值活动策划

数据来源: 公司财报、东吴证券研究所

2.4.2. 销售团队举贤任能, 组织架构日臻完善

聘请行业优秀人才组建并扩充销售团队, 推进公司营销管理日益精进。2009年华泽集团收购珍酒以来, 公司先后历经3任掌门人的经营管理, 皆为酱酒行业老将。

①2009~2015年, 时任董事长陈孟强帮助珍酒完成前期生产恢复及经营企稳工作。

②2016~2020年, 刚刚成功打造出10亿级大单品习酒·窖藏1988的胡波离开习酒, 出任珍酒酒业总经理。胡总沿用并升级了窖藏1988的次高端打法, 选择对珍15进行重点突破, 同时围绕“酿造、选酒、储存、勾调、技术团队”5个要点讲好珍酒品质故事, 推动珍酒在竞争激烈的贵州本土市场杀出重围。

③2020年以来, 珍酒由郭亮接任总经理职务。郭总曾在劲酒及酒类商贸公司工作多年, 渠道管理经验丰富, 帮助推动珍酒渠道管控逐步进化。2022年以来, 伴随事业部架构裂变调整, 公司进一步扩充骨干团队, 聘请孙海涛先后挂帅黑金事业部、珍酒事业部、珍三十事业部总经理, 另提拔杨峥出任高档酒事业部总经理, 万远开负责珍酒事业部, 便于根据不同价位产品渠道特性, 更加因类施策。

表15: 珍酒现任主要销售领导

时期	人员	任职	过往履历
2020年至今	郭亮	珍酒李渡集团副总裁, 珍酒酒业总经理	曾任职于劲酒、酒类商贸公司, 2020年加入珍酒。
2022年以来	孙海涛	珍酒酒业副总经理, 黑金事业部、珍30事业部总经理	曾任职于武陵、郎酒、华致酒行, 擅长营销创新。
2023年以来	杨峥	高档酒事业部总经理	曾任珍酒华南大区总经理。
2024年以来	万远开	珍酒事业部总经理	曾任珍酒河南大区总监。

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

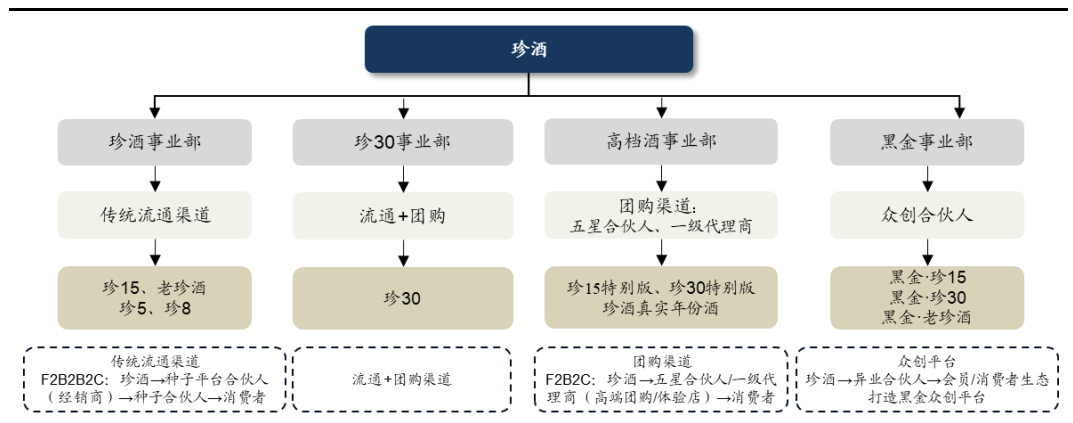
伴随珍酒营销队伍逐步兵强马壮，2020 年以来公司亦逐步优化销售组织架构。公司销售组织架构经历按地区划分→按产品价位划分→按渠道类型划分的变化，根据不同发展阶段的销售发展要求，灵活适配组织结构，以提升团队作战能力。

2020~2021 年，为加速全国化推广的战略目标，公司在全国分区设立 11 个事业部，以事业部为单位组建销售团队，快速建立起全国化覆盖的销售网络。

2022~2023 年，公司营销战略重心由区域扩张转向品牌培育，针对不同产品分别设立珍酒、高档酒、黑金、定制酒、电商五大事业部，根据不同价格带产品的不同渠道侧重，进行专业化运营，产品培育更具针对性。

2023 年以来，公司以经销商类型为区隔，进一步优化事业部组织结构，以推进流通、团购双渠道增长战略。23Q4，公司明确珍酒、高档酒事业部分别负责流通、团购渠道的运营划分，相应确定各自专有的产品矩阵，并构建系统性获客转化及渠道运营策略。24Q2 随着珍 30 渠道模式由团购专有调整为团购、流通兼而有之，公司又进一步裂变成珍 30 事业部。本次调整后珍酒事业部负责珍 15 及“小珍”系产品，专注流通渠道运作；高端事业部则面向团购渠道，聚焦于珍 15、珍 30 特别版和高端光瓶酒系列——产品及渠道划分更加清晰，专业化运营日臻完善。

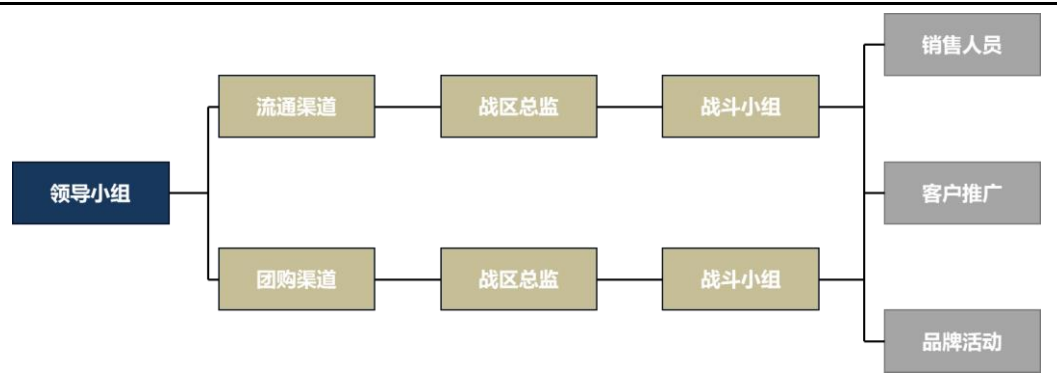
图15：珍酒主要销售事业部组织架构及产品划分



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

打造扁平化组织，以“战斗小组”为单位进行销售推进。2023 年，公司提出“3150”战略，全国按区域划分 150 个战区，每个战区任命 1 名战区总监，下设 2~5 个战斗小组，每个战斗小组 3 人，分别负责销售、客户推广和品牌活动。通过战区改革，公司充分赋能一线团队，缩短决策传导链条，推动销售工作产效双增。

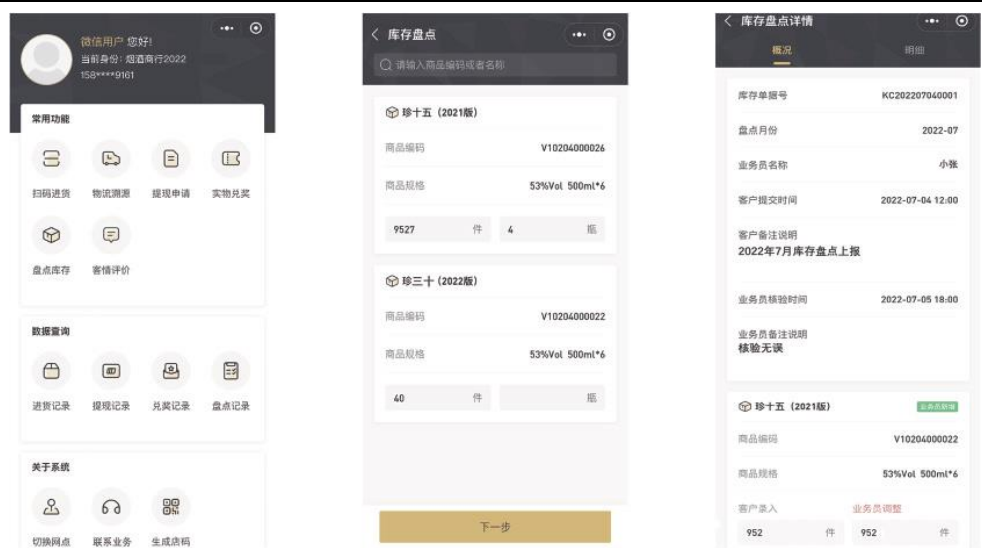
图16: 珍酒基层组织架构



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

启用数字化管理, 提升运营效率, 实现数据赋能。公司启用数字销售管理系统, 开发专有的微信小程序及应用 APP, 以赋能一线销售人员、与终端消费者互动, 并适时收集并分析关键绩效指标。珍酒营销前端的数字化管理平台主要包括: 1) 渠道通微信小程序及经销商管理平台, 通过线上记录、管理分销过程 (包括采购、存货及销售环节), 经销商可便捷推进分销流程并进行物流追踪, 并根据消费者开瓶扫码要求返利, 有效提升了渠道销售的信息透明度及管理效率。2) 掌上珍酒 APP, 作为为销售人员量身定制的移动 APP, 1 是可令销售人员实时掌握经销商信息, 2 是可令销售人员线上处理、确认渠道订单及货返核销等流程, 3 是可根据销售人员位置生成终端及消费者拜访的最佳路线, 以提升一线人员工作效率。3) 二维码系统及 RFID, 通过对产品赋码, 公司 1 则可根据扫码记录及时识别渠道窜货等不当行为, 2 则可借助扫码激励吸引消费者互动, 3 则可帮助消费者通过扫码验证正品以防假冒。

图17: 珍酒渠道通小程序示意图



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

3. 酱酒行业：聚势谋远，穿越周期

2023 年酱酒收入占比约达 30%，主要酱酒品牌已快速完成全国化渠道扩张，并在高端、次高端价格带基本实现核心大单品的聚焦培育。然而伴随 2023 年以来次高端及以上价位消费需求承压，目前酱酒品牌随白酒行业同步步入回落调整阶段，酱酒热宣告退潮，未来白酒竞争不再简单是品类凌驾于品牌，更看重酒企综合运作能力。

1) 横向对比酱香与浓香酒，酱酒行业二、三梯队酒企的品牌集中度仍处爬坡提升初期，主要酱酒单品未来仍然具备产品周期及渠道资源优势，因此，兼具精细化管理、精准执行、精益品质的优质酱酒品牌，未来在次高端及以上价位需求景气上行周期，仍有望展现更好弹性。

2) 酱酒内部对比来看，当前酱酒行业一、二线酒企阵营已成形，珍酒 2023 年酱酒收入已位列行业前 5。相比其他酱酒品牌，珍酒核心单品珍 15、珍 30 始终专注于深耕商务用酒场景，其优势在于公司以类直营模式进行经销商及终端的精细化管理，并且重视渠道的库存管控，在下行期能够通过销售任务的灵活调节以更好保障渠道库存及产品价盘良性，从而有望更好迎接下一轮需求复苏带来的弹性释放。

由于产区稀缺性强、生产周期长、品牌投入大等天然壁垒，酱酒行业进入门槛较高，领先者具备马太效应，能够兑现产能储备领先→基酒储备领先→品质保障领先→品牌口碑领先→收入规模领先→资本支出领先→产能储备领先的正向循环。茅台之外，习酒、郎酒、国台、珍酒、金沙等领先品牌，其核心单品已在所属价格带拥有一席之地，并均已启动较为领先的产能储备。

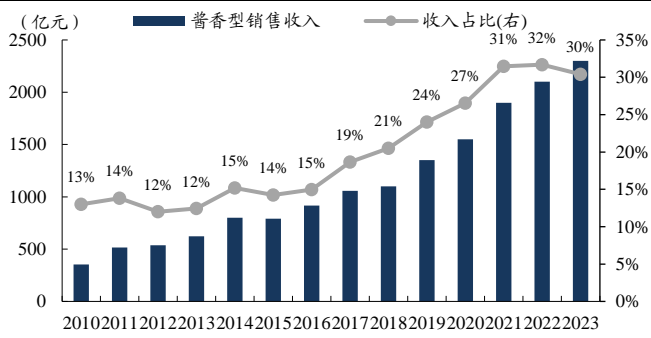
但多数酱酒企业渠道管理进化仍处于相对早期阶段，1 是多数酱酒企业对于渠道的管理尚停留在经销商一级，缺乏对于终端的直接督导；2 是部分酱酒企业虽然已对接终端，建立起盘中盘或终端联盟体等操作模式，但渠道库存管控及费用政策制定仍相对粗放。头肩部酒企在较为领先的品牌及产能积累之上，若能辅以更为精进的营销及渠道管理策略，有望推动份额突围而上。

3.1. 酱酒全国化：一倡百和，三分天下

3.1.1. 酱香份额已达 30%，主要集中在次高端及以上价位

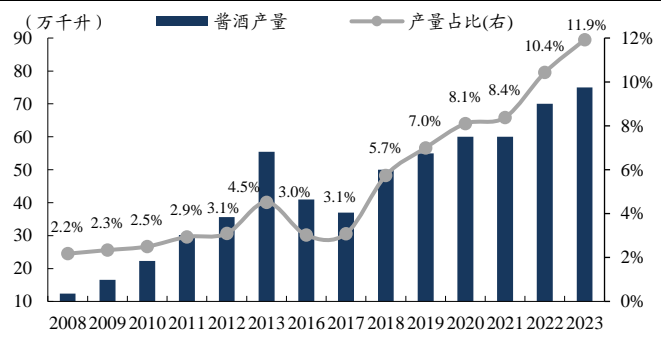
2016 年以来，品质化消费趋势，叠加渠道及资本追捧热潮，推动酱酒供需共振。2016 年以来，居民财富效应及地产链繁荣共同推升白酒消费上行，茅台的优势地位越发凸显，批价表现一骑绝尘，带动酱酒口味及品质认知迅速普及，酱酒消费氛围迅速升温。而茅台因其较为有限的产能供给，仅主要占据超高端价格带，其他价格带的酱酒需求相应外溢，催生众多非茅酱酒品牌顺时而动，规模实现快速扩张。截至 2023 年，国内酱酒收入、利润分别为 2300 亿元、940 亿元，占白酒行业比重分别达到 30%、40%。

图18: 酱酒收入规模及占比变化



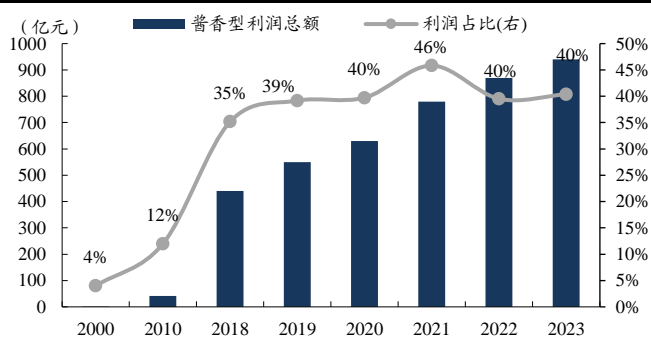
数据来源: 统计局、权图、东吴证券研究所

图19: 酱酒产量规模及占比变化



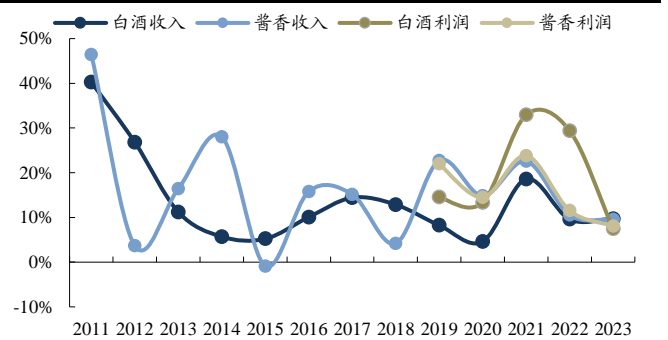
数据来源: 统计局、权图、东吴证券研究所
注: 2018年以来酱酒产量数据以产能数据替代

图20: 酱酒利润规模及占比变化



数据来源: 前瞻经济学人、权图、东吴证券研究所

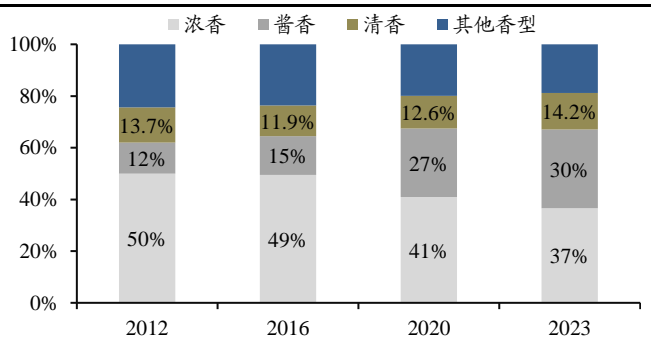
图21: 白酒整体 vs 酱酒: 收入及利润增速



数据来源: 统计局、权图、东吴证券研究所

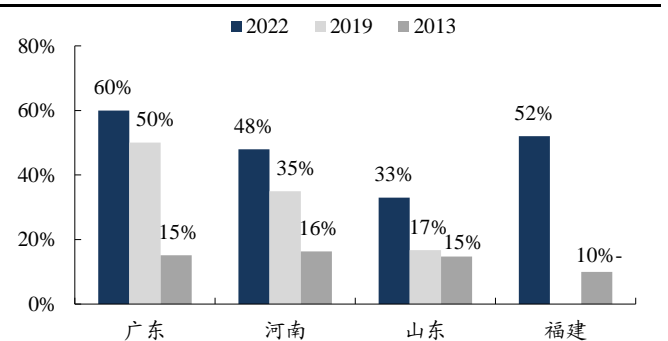
以高度产品为主、且白酒消费量较大的省区，目前已明显染酱，预计未来酱酒全国化份额仍有望实现稳中有升。目前酱酒主力消费省份，除贵州黔酱大本营之外，可分为以下2类：1) 河南、山东、广东、福建、浙江等省，当地没有强势区域酒，饮酒习惯以高度为主，且消费水平较高，以次高端为主的酱香白酒在当地白酒销售占比已迅速提升至约30~60%。2) 四川、湖南、广西等省，当地有一定影响力的酱酒品牌，如四川郎酒、湖南武陵、广西丹泉，带动当地酱香消费占比达30%左右。未来酱香占比有望进一步提升的可能还有江苏、河北、上海、北京、江西、陕西等地，这些省份酱酒销售占比已达20%+，参考1)类省份份额情形，认为当地酱酒份额未来有望提升至30%以上比例。根据各主要省份酱酒份额空间，我们估算未来酱酒收入份额仍有望提升约5pct以上。

图22: 白酒不同香型收入占比变化



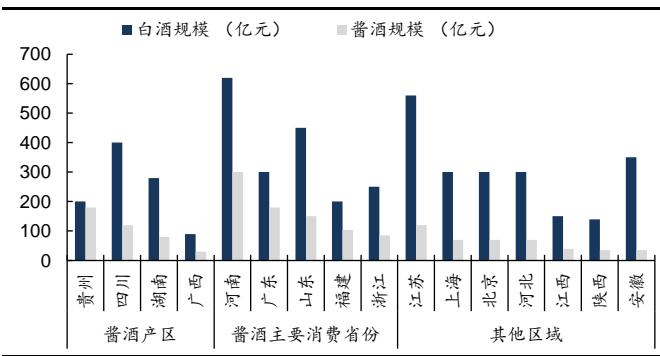
数据来源: 统计局、酒业家、东吴证券研究所

图23: 主要酱酒消费省份染酱比例变化



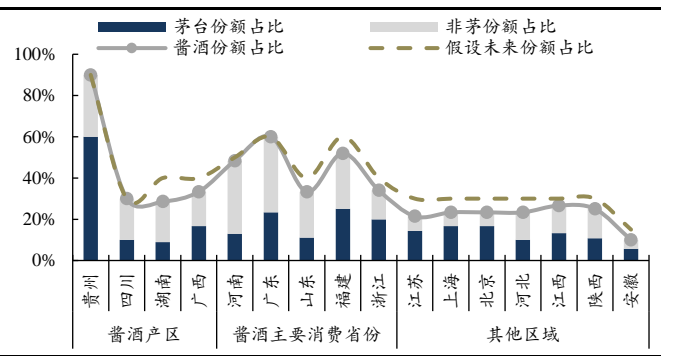
数据来源: 酒业家、云酒头条、东吴证券研究所

图24: 2022年主要省份白酒、酱酒消费规模



数据来源: 酒业家、云酒头条、东吴证券研究所

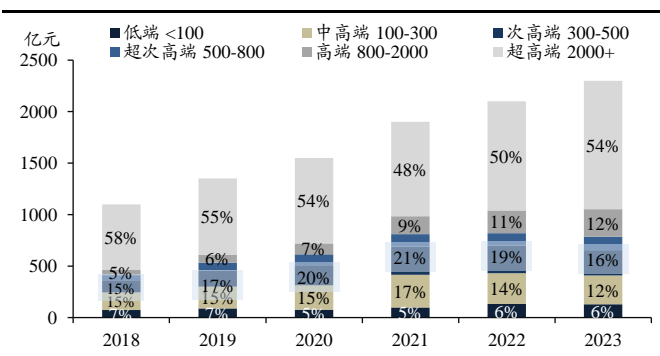
图25: 2022年主要酱酒消费省份染酱比例



数据来源: 酒业家、云酒头条、东吴证券研究所

酱酒各价格带规模基本呈倒三角形分布, 主流酱酒品牌产品销售大多在300元以上价位, 其中非茅酱酒销售规模主要集中在300~800元次高端价位。在茅台品牌带动下, 酱酒酿造工艺繁复、生产年限长、出酒率低的高品质特征逐渐被大众认知, 令其在次高端及以上价位相应拥有较好的需求受众, 本轮快速崛起的酱酒品牌也大多聚焦于300~1000价位着重进行产品培育。2023年酱酒行业整体营收规模约为2300亿元, 其中根据我们测算, 高端(800~2000元价位)、超次高端(500~800元)、次高端(300~500元)营收规模分别达到约270、130、250亿元规模。

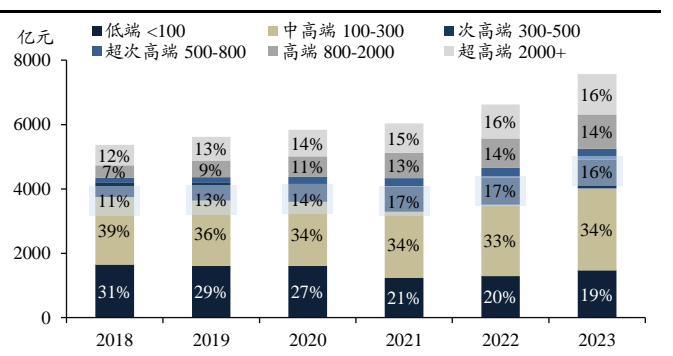
图26: 酱酒行业各价格带收入分布



数据来源: 权图、酒业家、东吴证券研究所

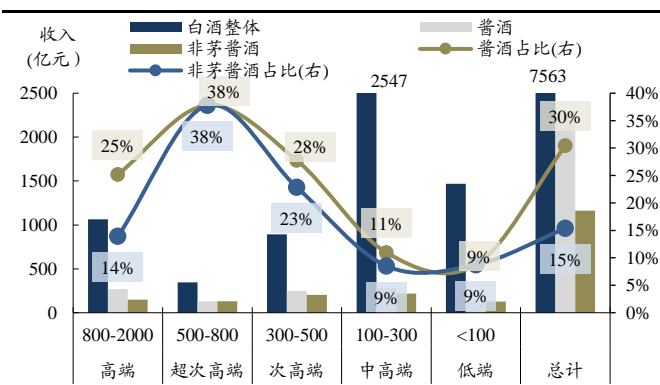
注: 标签数据为各价格带收入比重, 其中蓝色底色数据为300~500、500~800元价格带合计收入占比

图27: 2023年酱酒各价格带收入占行业比重



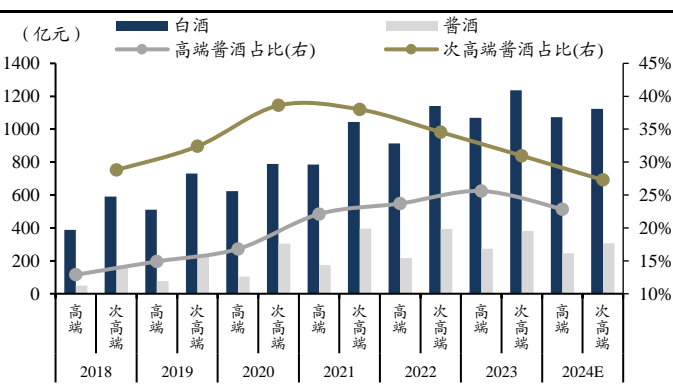
数据来源: 权图、酒业家、东吴证券研究所

图28: 2023年各价格带酱酒、非茅酱酒收入及占比



数据来源: 权图、酒业家、东吴证券研究所

图29: 白酒整体 vs 酱酒: 高端、次高端价格带收入

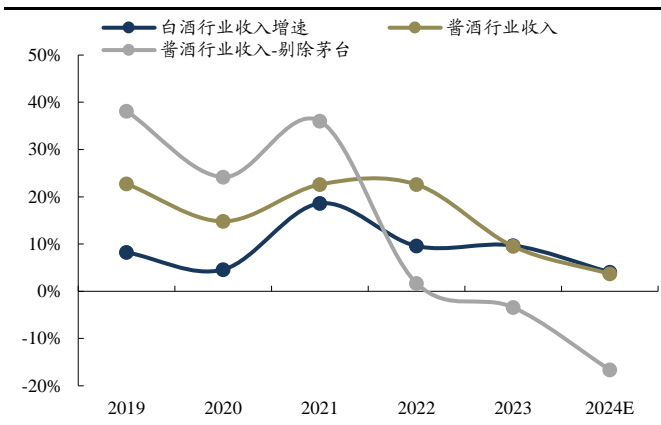


数据来源: 权图、酒业家、东吴证券研究所

3.1.2. 酱酒渠道已完成全国化覆盖，调整蓄势厉兵待旦

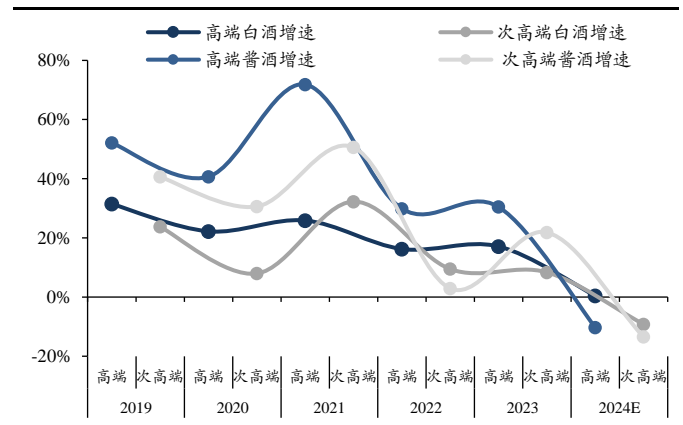
伴随次高端及以上价位商务消费需求承压，目前头肩部酱酒品牌随白酒行业同步步入去库调整阶段，酱酒热宣告退潮，未来竞争更看重酒企个体能力。2016~2021年，伴随酱酒品类红利释放以及高价位需求扩容，酱酒军团实现快速增长。但此后白酒商务需求景气度见顶回落，主要酱酒品牌亦随行业趋势逐渐步入销售调整阶段。对比上市酒企，多数非上市的酱酒品牌渠道管理相对更为粗放，量价策略也较为激进，伴随潮水退去，当前这些非上市酱酒品牌所面临的价格倒挂及库存积压考验较上市酒企更为严峻，预计相应需要经历1~2年的去库消化周期。这也意味着，酱酒热潮已告一段落，未来白酒竞争不再简单是品类凌驾于品牌，而是看酒企个体如何各显其能，份额竞争更看重酒企品牌、产品、渠道的综合运作能力。

图30: 白酒整体 vs 酱酒: 收入同比



数据来源：权图、酒业家、东吴证券研究所

图31: 白酒整体 vs 酱酒: 高端、次高端收入同比

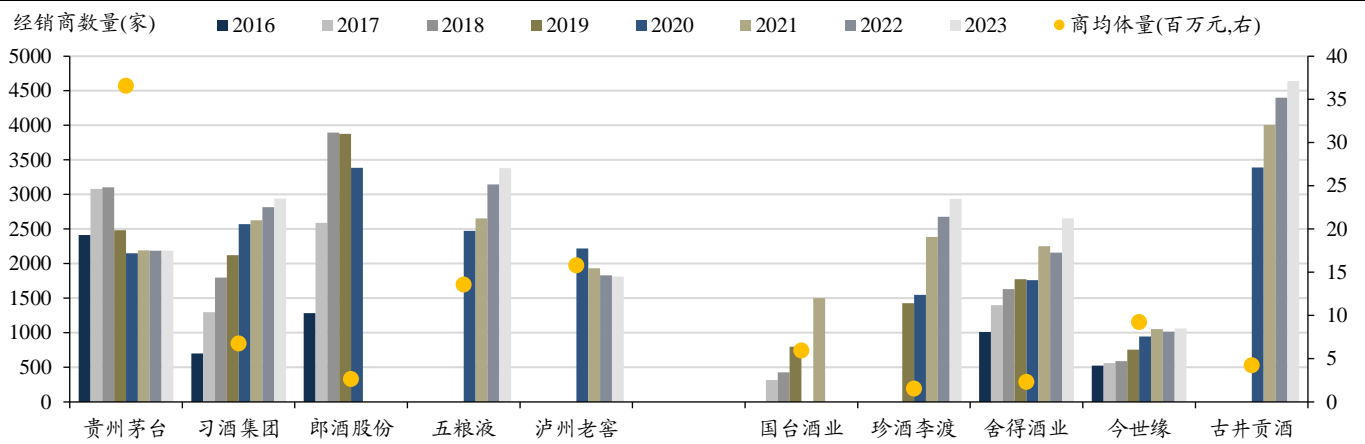


数据来源：权图、酒业家、东吴证券研究所

考虑酱酒具备产品周期及渠道资源优势，未来伴随商务需求修复，优质酱酒品牌仍有望展现较好弹性。2016年以来，头肩部酱酒品牌在系统性完成全国化渠道招商布局的基础上，有序推进优商、扶商工作，对经销商队伍进行优化调整，目前酱酒品牌经销商实力普遍较浓香对标酒企更强。此外，国台、珍酒等新晋品牌期初主要借团购资源起势，现在也已完成以流通商为主的渠道构建。目前习酒、郎酒经销商数量已对齐同为强品牌驱动的茅台、五粮液，在2000~3000家水平；珍酒李渡经销商合作伙伴数量近3000家，数量也与同为全国化、扁平化、精细化渠道布局的浓香次高端酒企舍得酒业相当。

相较浓香品牌，酱香品牌的优势主要体现在：1) 品牌竞争相对有限：浓香名优品牌众多，竞争较为饱和，各价位带均存在多款强势产品。2) 产品周期仍处于成长中前期阶段：目前主流酱酒品牌已建立起较好的全国化品牌认知，而其核心单品销售规模对标浓香竞品，仍有较大提升空间。3) 渠道利润及经销商资源相对更优：由于前两点优势，酱香产品渠道利润空间仍然好于浓香，大商资源大多向有成长潜力的酱酒品牌聚集。未来在需求上行阶段，酱酒产品的渠道资源作用有望再次发挥。

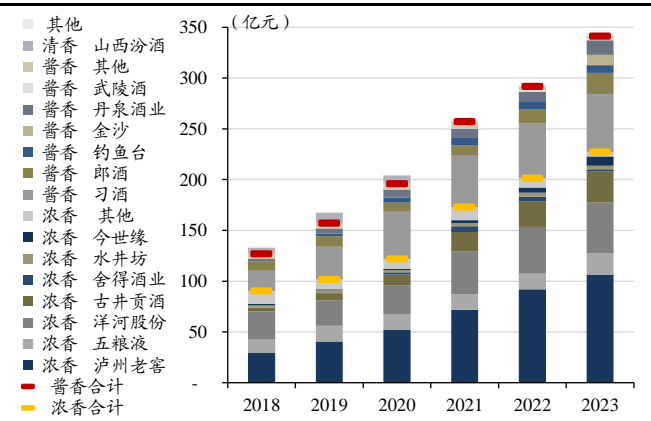
图32: 酱香 vs 浓香: 主要高端、次高端酒企经销商数量及商均收入体量对比



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

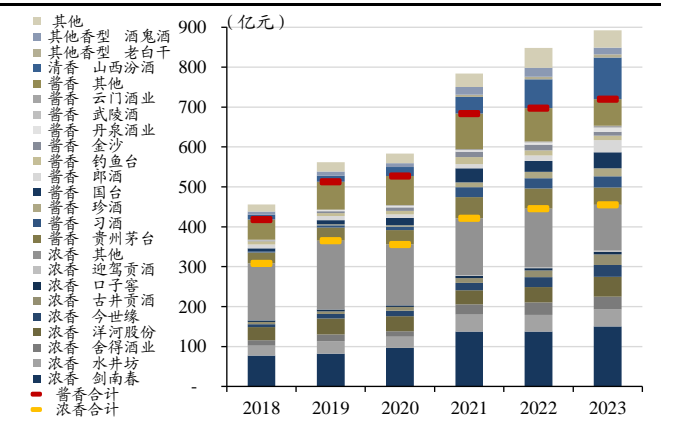
注: 郎酒、国台的商均收入数据分别为 2020、2021 年数值, 其他公司为 2023 年数值; 五粮液经销商数量为高端酒+系列酒合计, 可能存在重复计算。

图33: 500~800 元超次高端价格带香型及产品份额分布



数据来源: 公司年报、酒业家、东吴证券研究所

图34: 300~500 元次高端价格带香型及产品份额分布



数据来源: 公司年报、酒业家、东吴证券研究所

3.2. 全国化酱酒: 从品类扩容转向品牌沉淀, 集中度存在提升空间

3.2.1. 品牌端: 一二线酒企已拉开身位

本轮酱酒热以来, 酱酒企业经过跑马圈地, 头肩部梯队已经成形: 一线酒企(茅台、习酒、郎酒)明显拉开体量差距, 品牌地位稳固; 二线酒企(国台、珍酒、金沙、钓鱼台)亦已形成一定的全国化基础, 实现从品类到品牌的进化。酱香酒企以销售收入规模划分, 目前已逐渐分化形成 1000 亿级、200 亿级、50 亿级、10 亿级梯队阵营。

- 第 1 梯队为贵州茅台, 公司独占超高端(2000 元以上)价位市场, 品牌地位一骑绝尘, 千亿级收入体量在行业中遥遥领先。
- 第 2 梯队为郎酒、习酒 2 家, 二者作为营收规模在 150~200 亿元的全国化品牌, 在所有白酒企业中亦已跻身前 10 名阵营。郎、习 2 家目前在西南大本营以及华北、

东南、华南等酱酒大市场份领先，并在全国各省份拥有较为领先的品牌知名度及终端能见度。

- 第3梯队为国台、珍酒、金沙、钓鱼台4家，为营收规模在20~50亿元区间的泛全国化品牌。经过酱酒热阶段发展，4家目前已拥有一定的品牌受众，并形成泛全国化省区布局，主要由河南、山东、广东、福建、湖南等酱酒公共市场贡献销售。
- 第4梯队为酱酒区域性或私域品牌，营收均达到10亿级规模。区域性品牌如广西丹泉、湖南武陵、山东云门、四川仙潭等，目前在当地已具备一定的单品影响力；私域品牌如酣客君丰、肆拾玖坊等，二者分别通过FCC社群营销、分级众筹模式兑现10~20亿级收入体量，模式私密性较强。

表16: 2023年酱香酒企营收情况

阵营	企业	所在地	核心产品	酒类营收/销售额 (亿元)	同比	酱酒营收/销售额 (亿元)	同比
第一梯队	贵州茅台	贵州省	飞天茅台	1,495	17%	1,495	17%
第二梯队	贵州习酒	四川省	君品习酒、窖藏1988	199	12%	150(窖藏及以上)	19%
	四川郎酒	四川省	青花郎、红花郎	156	14%	100(青、红花郎)	37%
第三梯队	国台酒业	贵州省	国标酒、国台酒	60	0%	60	0%
	贵州珍酒	贵州省	珍十五	46	20%	46	20%
	钓鱼台酒业	贵州省	国宾酒、贵宾酒	24**	-30%**	24**	-30%
	金沙酒业	贵州省	摘要酒	21	-42%	21	-42%
第四梯队	丹泉酒业	广西省	丹泉洞藏	31	20%	31	20%
	酣客酒业	贵州省	标准版、热活	23*	15%	23*	15%
	肆拾玖坊	贵州省	宗师酒、侠客酒	10~15*		10~15*	
	武陵酒	湖南省	尊享飘香	10	28%	7	42%
	云门酒业	山东省	乳白陈酿、国标70	15*	30%	部分	
	小糊涂仙	贵州省	酱系列	9**	1%**	部分	
	夜郎古酒业	贵州省	大师版、大金奖	1.8	-71%	1.8	-71%
头部酒企合计						1975+	15%

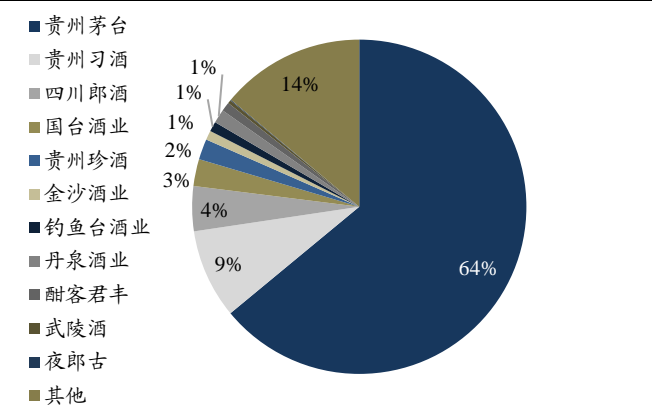
数据来源：公司年报、贵州省企业家协会、酒业家、云酒头条、东吴证券研究所

*：标注数据为销售额口径

**：标注数据为2022年数据

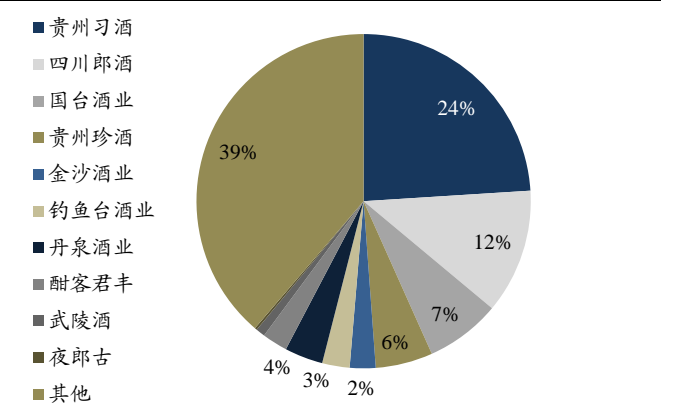
目前酱酒行业二、三梯队的品牌集中度仍处爬坡提升初期，2023年酱酒第2~7名市场份额合计约17%，对比浓香行业集中度仍有较大提升空间。目前收入规模达20亿以上的全国化酱酒品牌主要有习酒、郎酒、国台、珍酒、金沙、钓鱼台6家，2023年合计酱香收入规模约400~450亿元。而浓香行业（含兼香型）第2~7名酒企2023年收入规模合计逾1200亿元，前7名收入规模均在100亿元以上，并另有50~100亿规模酒企4家。对标浓香酒企收入体量及份额集中度，预计未来酱酒行业二、三梯队品牌有望进一步实现规模跨越。

图35: 2023年酱酒行业收入分布



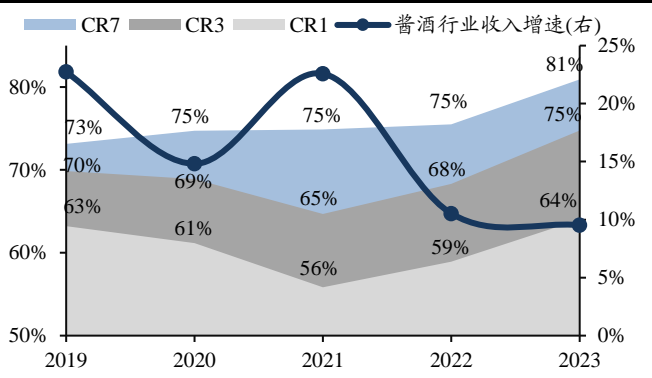
数据来源: 权图、公司年报、东吴证券研究所

图36: 2023年酱酒行业收入分布-剔除茅台



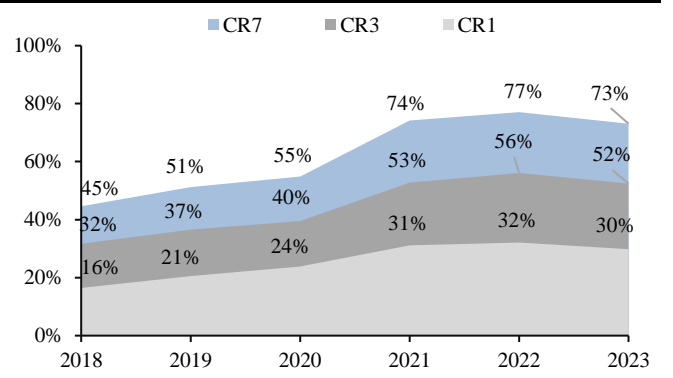
数据来源: wind、公司年报、东吴证券研究所

图37: 酱酒行业头部酒企收入集中度变化



数据来源: 权图、公司年报、东吴证券研究所

图38: 浓香行业头部酒企收入集中度变化



数据来源: wind、公司年报、东吴证券研究所

3.2.2. 产品端: 大单品价格站位格局初成

伴随全国化放量, 目前主流酱香单品价格站位逐步清晰, 在 300~1000 元区间的各主要价格带已有 2~3 款至少 20 亿规模的酱香单品。浓香赛道经过数十年发展, 在各价格带均已跑出具有广泛认知的核心单品, 例如 1000 元价位的普五、高度国窖, 600+元价位的低度国窖、M6+, 400 元价位的水晶剑等。酱香赛道目前单品价格站位格局初成, 茅台之外, 习酒、郎酒、国台、珍酒、金沙等品牌的主线产品已经清晰, 并且核心单品在所属价格带已拥有一席之地。

表17: 不同香型价格带细分 (单位: 元)

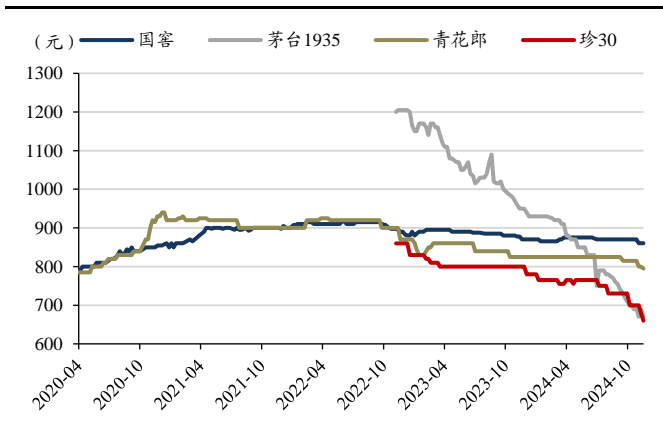
价格带	250~300	300~350	350~400	400~450	450~500	500~600	600~800	800~1200
浓香	天之蓝 国缘对开 老窖老字号特曲	古 16 臻酿八号	品味舍得 洋河梦 3 水晶版	水晶剑 国缘四开	老窖特曲 60 井台	洋河梦 6+ 古 20 国缘 V3	低度国窖 六开	八代五粮液 国窖 1573
酱香	国台国标酒 红花郎 10 年	珍 15	汉酱	新汉酱低度	习酒窖藏 1988 红花郎 15 年 新汉酱高度	金沙摘要	茅台 1935 君品习酒 珍 30	青花郎
清香		巴拿马 20		青花 20			青花 30 低度	青花 30 复兴版

数据来源: 京东、东吴证券研究所 (分类标准依据终端成交价)

注: 标红产品为百亿级大单品

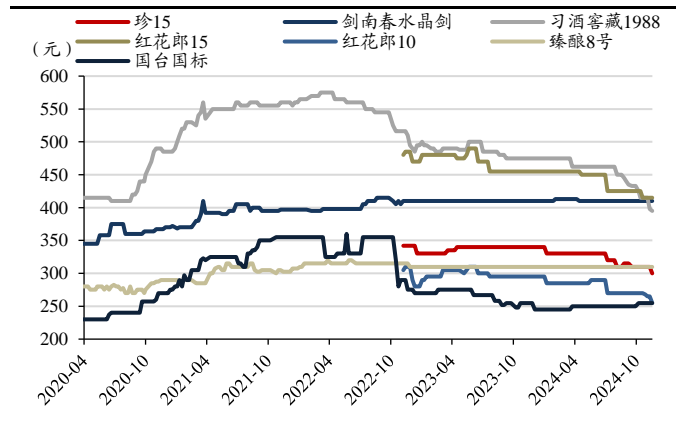
伴随 2022 年以来需求及通胀走弱，白酒次高端及以上价位的主要单品，价格均有不同程度回落，行业单品价格站位或将经历一定程度的格局重塑。由于商务、送礼需求持续承压，次高端及以上价位的白酒单品，价格均面临回调压力。各家酒企的量价策略侧重各有不同，例如：2022~2023 年，习酒、郎酒、国台推动旗下次高端核心单品逆势持续放量，窖藏 1988、红花郎 15/10、国台国标的价格表现也相对偏弱；而珍酒珍 15 的库存管控相对严格，帮助批价保持相对稳定，或有望提振产品未来在 300~400 元价位商务需求场景的品牌势能。

图39：高端价位产品批价走势对比



数据来源：今日酒价、wind、东吴证券研究所

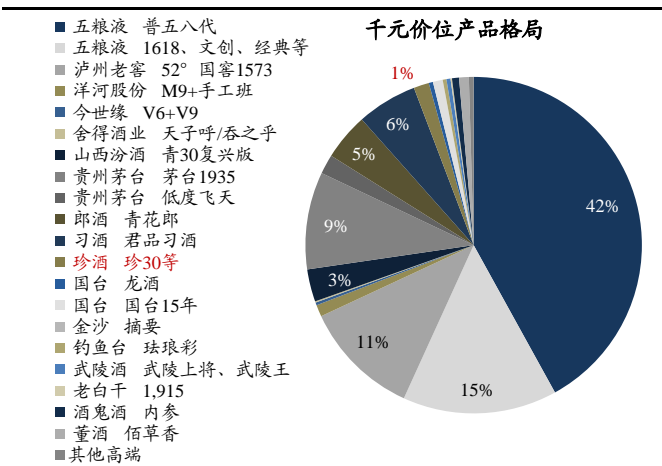
图40：次高端价位产品批价走势对比



数据来源：今日酒价、wind、东吴证券研究所

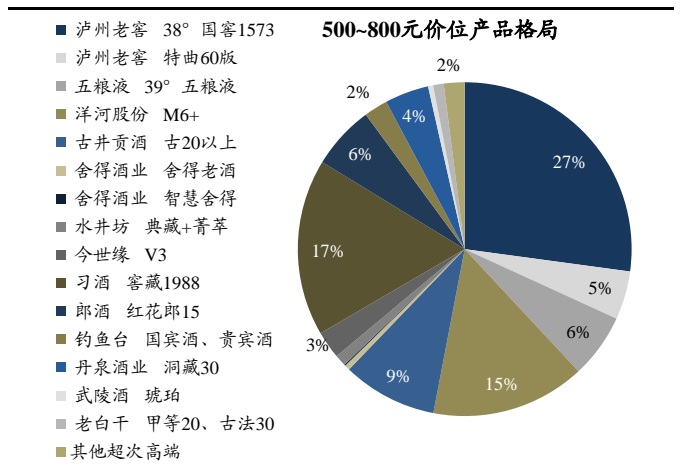
珍酒核心单品珍 15，通过维持稳定的价格表现及明确的商务场景定位，产品认知随时间积累有望持续深化，从而在次高端价位撬动更大份额。珍 15 面临的酱香产品竞争主要来自 300 元价位的红花郎 10 及国台国标，以及 400~500 元价位的红花郎 15、窖藏 1988。1) 相比红花郎 10、国台国标，两者自 2023 年以来开始通过大力度宴席费用支持，引导产品更多转向居民宴席消费场景；而珍 15 定位更偏向商务基础用酒，公司面向次高端及以上婚宴场景另外推出珍酒·珍爱一生、珍酒·珍宴等专属产品。2) 相比 400~500 元价位的红花郎 15、窖藏 1988，两者由于库存偏高且费投管理相对粗放，批价自 2022 年以来出现明显回落，渠道回款压力自 2024 年开始显现；而珍 15 凭借更为稳健的渠道管理，未来有望逐步缩小价格站位及市场份额差距：1 是珍酒库存和价格管控较为严格（2021 年以来以动销为本，铺货节奏相对克制），推动产品价盘站位稳中求进；2 是珍酒更加重视对渠道利益的维护，后续有望凭借更精细化的渠道管理和动销培育动作提振渠道推力。

图41: 2023年千元价位白酒产品收入分布



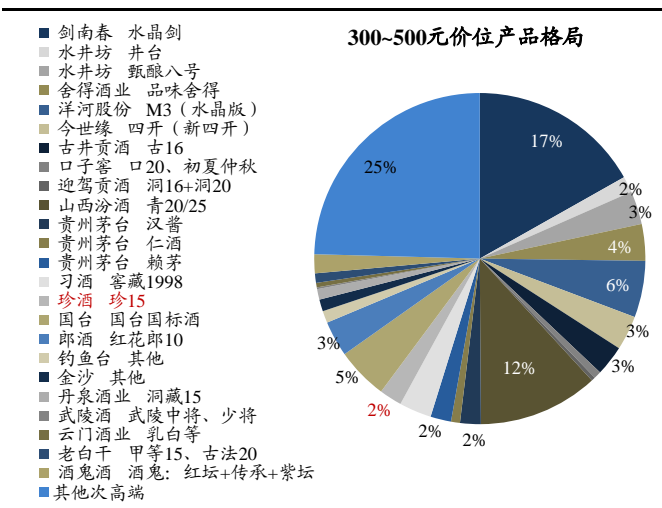
数据来源: 权图、公司年报、东吴证券研究所

图42: 2023年500~800元价位白酒产品收入分布



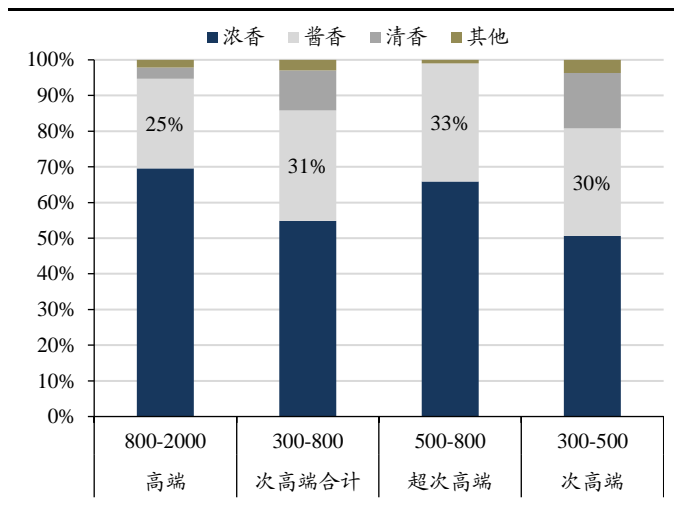
数据来源: 权图、公司年报、东吴证券研究所

图43: 2023年300~500元价位白酒产品收入分布



数据来源: 权图、公司年报、东吴证券研究所

图44: 2023年高端、次高端价位香型收入份额



数据来源: 权图、公司年报、东吴证券研究所

3.2.3. 渠道端: 下行期酒企管理差异加剧显现

自 22H2 以来, 多数酱酒企业普遍面临库存积压问题, 渠道管控及动销能力较强的酒企, 有望率先走出调整低谷, 更好抓住未来行业景气回升的市场机会, 以实现份额超车。伴随需求回来, 此前高速扩张的酱酒企业, 动销增长难以为继, 渠道库存压力导致现价格倒挂、窜货乱价等现象屡见不鲜, 对酒企长期良性发展带来隐患。在此环境下, 动销去库成为酒企破局的重中之重。

酱酒企业渠道管理能力相对参差, 不同于其他几家头部酱酒企业, 珍酒流通渠道布局以扁平化中小商为主, 以类直营模式掌控经销商及终端销售培育及费用投放, 在制定营销策划及动销方案方面也更具灵活主动性; 团购渠道则通过打造系统性圈层培育体系, 建设资源型、社交性生态闭环, 以提升客户粘性。

表18: 主要酱酒公司渠道管理模式对比

公司	珍酒	习酒	郎酒	国台	金沙
渠道模式	流通+团购双驱动 模糊返利, 厂商 1+1 模式 · 一批商: 推出种子平台合伙人模式 · 终端: 推出种子合伙人、联盟体门店模式 · 团购商: 推出五星合伙人、一级代理商、黑金合伙人等模式	大商为主 基于年初预算, 费用投向由渠道主导, 大商享受费用倾斜	重 C 端、轻渠道 费用由厂家主导, 此前主要面向 C 端实施盘中盘模式, 2023 年起重新加强渠道投入	从团购、圈层双轮渠道转向全渠道运营 费用投放兼顾 B、C 端, 股东商有额外分红 · 经销商: 提升流通商占比, 打造大健康产品数智合伙人平台商 · 终端: 建设核心终端、专卖店	从团购向流通转型 费用政策相对简单, 渠道主要是价格维护费用、扫码费用、陈列费、反向奖励
费用及价盘管控	1) 推出控盘分利模式; 2) 费用向 C 端倾斜: 先后推出扫码红包、买 6 赠 1、再来一瓶、珍爱永恒等活动, 升级品鉴会、回厂游活动, 打造“国之珍宴”; 3) 加强价格、核销监督: 在重点大区投放市场走访督察人员, 品鉴会等活动至少有 1 名战斗小组成员现场参加、核销。 4) 处罚机制严格: 开除部分不合规的经销商。	1) 费用投放改为方案制: 由总部直接部署制定预算, 根据渠道上报活动方案进行费用审批。 2) 调控 C 端费用力度: 2022 年 4 月以来推出“欢乐扫码季”, 2023 年加大红包投放力度, 2024 年起调整大额红包奖励, 取消反向奖励。 3) 组建督查团队稳定市场秩序: 重点打击仿冒、侵权、违规违约销售等行为	1) 加强 C 端投入: 青花郎开启渠道联盟商建设, 加大红花郎宴席等渠道投入。 2) 产品迭代升级: 2023、24 年先后推进青/红花郎五代升级, 相应上调供货价。	1) 推出控盘分利模式, 坚持顺价工程战略: 市场政策由厂家直接投放调控, 减小经销商市场费用投入, 确保经销商和终端的合理化利润。 2) 加大 C 端投入: 2023 年推出大力度扫码红包, 并协助经销商拓展核心终端, 聚焦宴席渠道。	1) 成立销管部专门管控市场费用落地, 对大区、销售部进行费用独立核算, 要求对费用使用负责。 2) 成立市场督察部, 驻点查处低价、窜货, 严查不实费用。 3) 费用投入更加细化, 陈列、门头等制定统一标准, 程序规范。
库存管控	1) 对经销商进行评估以匹配相应配额, 并针对窜货乱价行为实施预警、整改制度。 2) 加强数字化管理: 借助数字化平台及时掌控库存情况。	1) 实行配额制管理, 主动控制投放节奏, 帮助库存去化。 2) 控货管理: 24Q2 起对库存率高于红线、异地扫码多的经销商, 暂停发货。	1) 严格控量: 2021 年起, 公司宣布, 为保证品质, 郎酒严格控制总投放量。 2) 控货管理: 23M5 起对青花郎及以上产品全面控制发货。	1) 严控并优化经销商数量, 扶商优商。 2) 加强数字化管理: 全链数字化技术跟踪货物流向。	1) 清收违约销售产品, 强化摘要的配额制执行力度, 对违约市场“控量”。 2) 停止摘要部分品类开发产品。

数据来源: 酒业家、公司年报、东吴证券研究所

- 郎酒: 主要围绕 C 端发力, 渠道管理相对粗放。公司销售运作积累历史较长, 销售团队推行狼性文化, 围绕 C 端已形成消费者盘中盘(挖掘名烟名酒店背后的核心消费者)、流通盘中盘(核心婚宴、团购渠道)、酒店盘中盘(核心餐饮终端)的成熟打法, 对于流通渠道的管理维护相对粗放。
- 习酒、金沙: 渠道管理相对松散, 终端及消费者对接以经销商为主、厂家为辅。习酒、作为 2016 年以来快速成长起来的酱酒品牌, 在本轮酱酒热中迅速实现全国化招商扩张, 二者费用政策相对简单, 终端管理及销售推广主要由经销商负责。
- 国台: 正在完善全渠道体系构建, 精细管理能力逐步提升。经过 2019~2021 年的高

速发展，国台销售额从 10 亿出头快速扩张至 100 亿体量，期间亦暴露出费用政策双轨制、销售政策不尽合理等问题。目前公司从优化经销商结构（提升流通商、优商占比）、强化核心终端建设（建立国台终端联盟体）、加大动销投入（大健康产品助销、宴席支持、品鉴支持等）等方面着手，以净化市场、整固渠道。2024 年天士力“少帅”闫凯境接管国台，未来或推动探索数智化渠道变革。

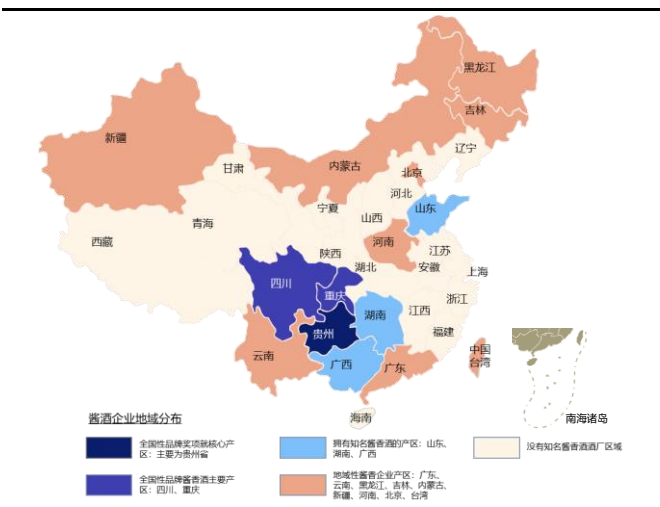
- 珍酒：已构建起相对完善的团购商+流通商→核心终端/体验店的渠道架构，渠道管理运作能力相对成熟。基于大股东的流通渠道运营积累，公司以厂商 1+1 模式参与渠道管理，对珍 15、珍 30 裂变独立事业部进行针对性渠道建设，控盘分利模式已步入正轨，渠道沟通及动销培育动作也更为扎实，加上 2020~2023 年期间公司扩张步伐相对克制，在库存及价盘管控方面也更为稳健。

3.2.4. 产能端：头肩部酒企增产储备更趋集中

产区标签为优质酱酒建立了天然的品牌壁垒，囿于环境容量，我国酱酒优质产区产能相对有限，2023 年我国酱酒行业产能合计约 75 万千升，其中赤水河主产区产能合计约为 70 万千升出头，远期规划约 100~140 万千升，扩产增能主要来自头部酒企。珍酒目前产能位居贵州第 3、全国第 4，已实现较好的产能卡位，未来有望逐步推动旗下产品实现品质升级。

由于独有的自然条件、地理环境等先天优势，我国名优酱香酒厂主要集中于川贵赤水河流域。酱香型白酒系间歇、开放式生产，对当地自然环境和酿造方式有高度依赖性，产品口味因此具有非常强的地域特点。“离开茅台镇就酿不出茅台酒”，赤水河产区酱香白酒独具一格的优良品质，与当地无法复制的水土、气候、产粮条件密不可分，酱香白酒的产区概念已深入人心。赤水河处于川贵云三省交界处，素有“美酒河”之称，赤水河流域白酒产业带酿酒区域全长约 150 公里，区域内主要酒企主要分布在贵州省遵义市仁怀市、习水县、金沙县及四川省泸州市古蔺县等地。

图45：酱香酒企产区地图分布



数据来源：酒贵州、东吴证券研究所

图46：赤水河流域主要酱香酒厂分布

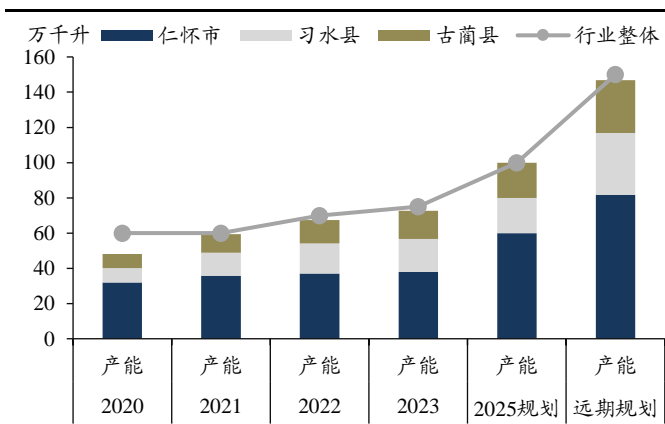


数据来源：酒业家、东吴证券研究所

近年我国酱酒产能实现较快扩张，增量产能基本都集中在赤水河流域，赤水河流域产能由2020年的约50万千升快速提升至2023年的70万千升出头，扩产增能主要来自头部酒企。2023年，赤水河流域3大地区仁怀市、习水县、古蔺县的产能分别约为38、19、16万千升，合计70万千升出头，过去3年合计扩产约25万千升，产能进一步向头部集中——2023年赤水河流域主要酒企产能（见表19列示）达35万千升以上，过去3年扩产约17万千升。一方面，由于生产周期长、前期投入大、价格站位高，酱酒行业在产能储备、品牌积淀方面具有较高的进入门槛，目前已明显呈现产能向头部集中趋势。另一方面，在高质量发展的新形势下，政府也在主动引导酱酒产业规范发展，加速中小作坊的淘汰出清。以仁怀为例，依据《仁怀市白酒产业高质量发展三年行动工作方案（征求意见稿）》，仁怀市从2024-2026年通过3年努力力争实现“总量控制、效益提升、发展规范、推动创新、绿色发展”等任务指标，其中具体的深化兼并重组要求“引导24个窖池及以上白酒生产企业兼并重组，新兼并重组项目产能不得低于3000吨，力争白酒生产企业总量控制在800家以内”（注：2021年为1386家）。

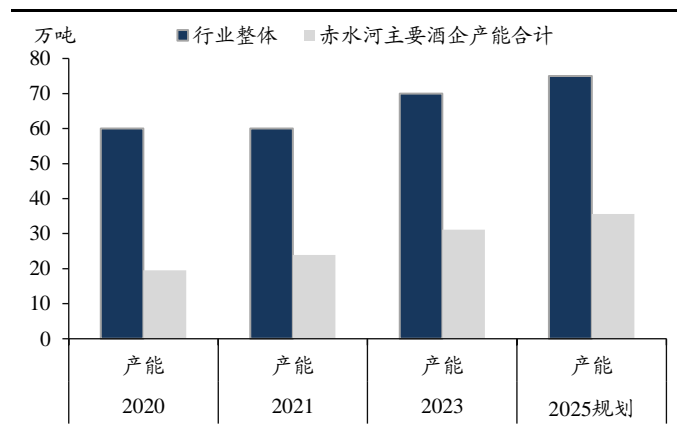
参考赤水河流域主要县市产能规划，预计至2025年我国酱酒产能或达到80~100万千升，远期或达到100~150万千升。根据仁怀市、习水县、古蔺县发展规划，仁怀市2025年产能或达到50~60万千升，远期产能上限约在80万千升，其中有40万千升来自仁怀名酒工业园产区；习水县2025年规划突破20万千升，远期产能争取达到35万千升；古蔺县2025年规划形成20万千升优质酱酒产能，远期产能争取达到30万千升——相应预估2025年及远期行业酱酒产能上限分别达到100万千升、150万千升。而从目前主要酒企产能扩张进展来看，伴随白酒需求回落，短期酱酒扩产投资相应有一定放缓，预计主要酒企（参考表19列示）2025年较2023年新增落地产能逾6万千升，远期产能规划较2023年新增约20万千升以上——相应预估2025年及远期行业酱酒产能下限分别达到约80、100万千升。

图47：赤水河流域主要县市及行业整体酱酒产能变化



数据来源：政府公告、酒业家、东吴证券研究所

图48：赤水河流域主要酒企及行业整体酱酒产能变化



数据来源：公司年报、酒业家、东吴证券研究所

表19: 主要酒企酱酒产能扩产情况

酒企划分	名称	产地	年度酱酒产能(万千升)					
			2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
第一梯队	飞天茅台酒	贵州仁怀市茅台镇	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.7
	茅台系列酒	贵州仁怀市、习水县	2.5	3.2	3.8	4.4	5.0	6.2
第二梯队	郎酒集团	四川泸州市古蔺县	3.0	4.0	6.0	7.0	7.0	7.2
	习酒股份	贵州仁怀市习水县	4.0	4.0	4.0	5.8	7.0	7.0
第三梯队	国台酒业	贵州仁怀市茅台镇	0.7	1.4	1.7	2.0	2.1	2+
	金沙酒业	贵州毕节市金沙县	1.9	2.4	2.4	2.5	2.9	3+
	贵州珍酒	贵州遵义市	0.7	2.1	3.5	4.1	4.4	5.0
	钓鱼台	贵州仁怀市茅台镇	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	仙潭酒业	四川泸州市古蔺县	1.4	2.3	3.5	3.5	3.5	3.5
第四梯队	武陵酒	湖南常德市	0.1	0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
	丹泉酒业	广西河池市(桂黔交界)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	贵州安酒	贵州习水县	0.5	1+	1.7	1.7	2.9	3.0
	云门酒业	山东省青州市	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
	贵州贵酒	贵州修文县、仁怀茅台镇	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7+
合计			21.9+	26.8+	34.5+	39.0+	42.8+	45.4+

数据来源: 公司年报、酒业家、经济参考报、东吴证券研究所

4. 财务分析: 毛利率稳步提升, 费用端有待改善

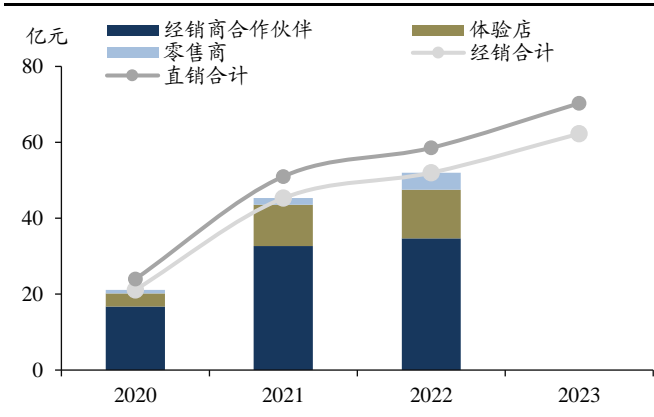
4.1. 收入根据渠道出货进行确认, 成本受益结构提振保持升势

公司收入参考终端收货确认, 渠道库存管控更趋严谨。公司收入于产品控制权转移于客户时进行确认: 1) 对于经销合作伙伴和体验店, 公司一般于其(视情况而定)运送白酒产品时确认收入。2) 对于零售商客户, 则以零售商确认收到白酒产品时确认收入。该收入确认原则, 一方面消除了一批商通过囤积库存帮助上市公司平滑收入的空间, 体现公司重动销轻库存的销售导向; 另一方面也体现公司能够通过数字化系统及时掌握渠道网络情况的管控能力。2022年, 公司由经销商合作伙伴及体验店出库的二维码产品, 有91.1%(按吨位计算, 下同)于渠道出库时进行了扫码录入, 有71.5%于该渠道的下一级零售商客户购买入库时进行了扫码录入。根据渠道扫码及销售人员现场盘库反馈, 公司可较好掌握渠道销售及存货水平的真实情况。

毛利率稳步提升, 较其他上市酒企仍有提升空间。公司2020/2021/2022/2023年毛利率分别为52.2%/53.5%/55.3%/58.0%, 同比保持持续提升, 1是产品结构升级驱动吨利提升, 2是产能扩张缓解珍酒基酒外采压力, 公司成本支出相应有所改善。横向对比其他白酒上市, 2023年估算珍酒李渡还原税金及附加口径的毛利率约为73.6%, 仍处于相

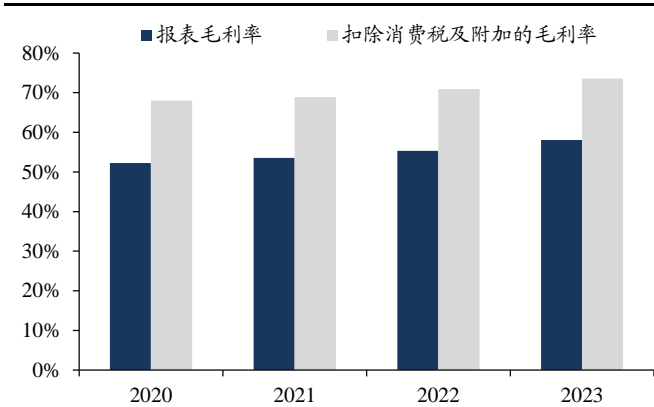
对偏低水平，主要源于 2019 年以来的扩建产能对应的折旧摊销费用相对偏高。

图49: 公司销售收入-按渠道划分



数据来源: 公司年报、招股说明书、东吴证券研究所
注: 2023 年年报未披露分项数据

图50: 珍酒李渡毛利率



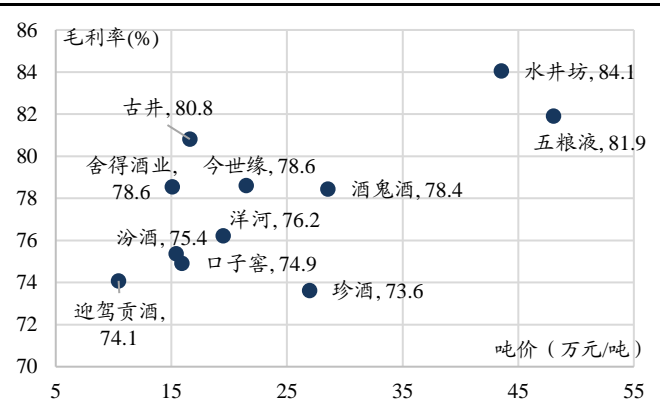
数据来源: 公司年报、招股说明书、东吴证券研究所
注: 2023 年扣税毛利率为参考前 3 年水平的测算数据

表20: 公司存货构成 (亿元)

存货结余	2020	2021	2022	2023
原材料及包材	1.0	2.6	2.9	3.5
在制品	13.4	25.9	37.9	51.5
成品	3.0	7.9	10.5	8.9
其中: 经销商持有待售	0.7	1.8	2.0	
占收入比重	2.9%	3.6%	3.4%	
总计	17.4	36.5	51.4	63.8

数据来源: 公司年报、招股说明书、东吴证券研究所

图51: 2023 年酒企吨价及毛利率对比

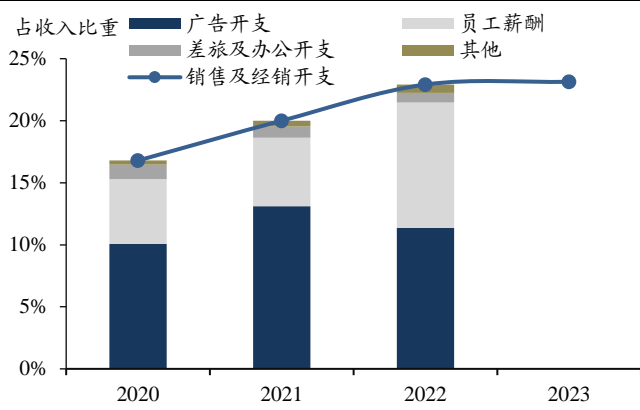


数据来源: 公司年报、东吴证券研究所
注: 珍酒使用扣税毛利率数据

4.2. 费用投入加大，费效有待改善

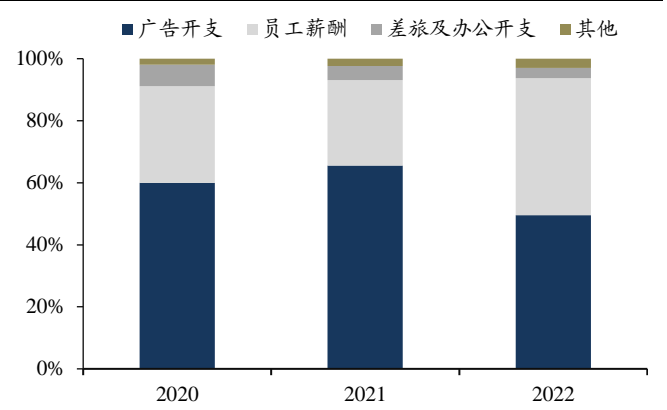
公司采取扩张性资源投入策略，近年显著扩大人员储备，后续有望逐步兑现费效及人效提升。公司 2021~2023 年销售费用显著扩张，由 2020 年的 4.0 亿元大幅增至 2023 年的 16.3 亿元: 1 是由于销售人员扩招导致薪酬增加，为匹配公司未来 150~200 亿收入规模，公司于 2022 年下半年大规模扩充销售队伍。2 是由于公司自 2021 年起加大品牌投放力度，广告开支相应有所增加。2023 年公司销售费率增幅已显著收窄，显示销售人员人均销售贡献已有提高，同时广告支出等营销活动投放效率也在不断优化。

图52: 珍酒李渡销售费用占收入比重



数据来源: 公司年报、招股说明书、东吴证券研究所
注: 2023 年年报未披露分项数据

图53: 珍酒李渡销售费用构成



数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

收入端, 预计 2024~2026 年公司收入同比增长 2.0%、4.4%、13.5%。2024 年伴随消费需求走弱, 公司收入增长相应放缓: 1) 珍酒收入增长预计持平附近, 在行业整体高端、次高端需求下行背景下, 公司加快去库调整以稳定价盘。2) 李渡预计全年仍有望实现双位数增长, 年内主动推进全国化布局, 且次高端核心单品 1975 保持快速增长。3) 湘窖等其他品牌受居民宴席需求回落影响, 预计收入小幅波动, 结构稳中有升。2025 年考虑渠道信心仍然偏弱, 预计增长结构与 2024 年类似; 2026 年考虑去库到位, 并且珍酒高档酒、真实年份酒以及李渡 1975 具备较好招商扩张潜力, 预计整体收入有望重回双位数以上增长。

利润端, 预计 2024-2025 年公司 non-IFRS 归母净利率变化不大, 主因费用支出相对刚性, 在收入低增基础上, 费率改善空间有限; 伴随 2026 年宏观需求修复, 且公司团购销售、消费培育等模式打磨成熟, 预计 non-IFRS 归母净利率有望重回升势。1) 毛利率: 弹性有待高价位产品需求修复, 预计 2024~2026 年窄幅波动。2) 费用率: 销售费率及管理费率囿于员工薪酬及折旧摊销相支出相对刚性, 预计 2024~2025 年改善弹性不大; 2026 年伴随收入增速修复, 费效有望实现改善。

表21: 公司收入拆分及盈利预测 (单位: 百万元)

百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	5,856	7,030	7,169	7,488	8,502	
YOY		14.8%	20.1%	2.0%	4.4%	13.5%

毛利率	55.3%	58.0%	58.3%	58.7%	58.9%
珍酒	3,823	4,583	4,530	4,592	5,219
YOY	9.6%	19.9%	-1.2%	1.4%	13.7%
毛利率	54.9%	58.1%	58.4%	59.1%	59.1%
李渡	887	1,110	1,288	1,472	1,709
YOY	36.4%	25.1%	16.1%	14.3%	16.1%
湘窖及开口笑	1,051	1,218	1,223	1,290	1,437
YOY	22.0%	15.9%	0.4%	5.5%	11.4%
其他	95	119	128	134	137
销售及经销开支比率	22.9%	23.1%	23.5%	23.3%	22.3%
行政开支比率	6.5%	6.8%	6.6%	6.6%	6.4%
non-IFRS 归母净利润	1,197	1,623	1,624	1,741	2,041
YOY	11.8%	35.5%	0.1%	7.2%	17.2%
non-IFRS 归母净利率	20.4%	23.1%	22.7%	23.2%	24.0%

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所预测

我们采用可比公司估值法，选取以次高端及以上价位产品为主的全国化成长性白酒品牌作为可比公司，2024-26年可比公司平均PE为21x、17x、14x，珍酒同期PE均处于对标公司PE下沿水平。公司渠道状态保持健康，高端培育及品牌建设稳步提升，看好中长期需求复苏带动公司报表弹性领先释放。综合考虑以上，首次覆盖，给予“买入”评级。

表22：可比公司估值表（截至2024/12/25收盘价）

股票代码	可比公司	总市值 亿元	收盘价 元、港元	PE				归母净利（亿元）				归母净利同比		
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000568.SZ	泸州老窖	1,907	129.55	20	13	12	10	132.5	141.5	157.6	184.6	6.8%	11.4%	17.1%
600809.SH	山西汾酒	2,304	188.88	27	19	17	15	104.4	122.0	136.8	157.9	16.9%	12.1%	15.5%
600702.SH	舍得酒业	226	67.97	18	25	22	19	17.7	9.2	10.3	11.9	-48.2%	12.6%	14.8%
600779.SH	水井坊	265	54.38	23	20	20	18	12.7	13.2	13.6	15.1	3.6%	3.3%	11.5%
	均值			26	21	17	14							
6979.HK	珍酒李渡	218	6.85	18	13	13	11	16.2	16.2	17.4	20.4	0.1%	7.2%	17.2%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注1：盈利预测参考东吴证券外发报告，其中珍酒归母净利、PE取non-IFRS口径；

注2：除珍酒收盘价外，其他数据均为人民币计价。

6. 风险提示

宏观修复不及预期风险：白酒行业次高端及以上价位产品消费需求，与宏观景气度存在较大的相关性，若经济修复斜率不及预期，或对商务招待、节日礼赠等白酒消费信

心修复造成负面压制。

次高端价格及费用竞争加剧风险：在消费不振、批价下行背景下，为保证自身市场份额，企业促动销、去库存竞争加剧，C端培育或面临持续投入压力。

珍酒李渡三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,882.19	17,379.48	18,261.42	19,455.61	营业总收入	7,030.47	7,168.94	7,487.66	8,502.15
现金及现金等价物	5,770.52	9,988.90	10,182.26	11,027.15	营业成本	2,950.52	2,991.01	3,095.87	3,497.69
应收账款及票据	243.13	219.05	228.79	236.17	销售费用	1,626.78	1,682.83	1,742.04	1,899.54
存货	6,383.48	6,646.69	7,309.68	7,578.34	管理费用	478.91	475.42	492.83	540.88
其他流动资产	485.07	524.85	540.70	613.95	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	4,695.51	5,647.03	6,112.99	6,427.33	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,107.01	3,908.62	4,277.15	4,528.15	经营利润	1,933.48	2,019.67	2,156.92	2,564.04
商誉及无形资产	43.13	193.04	290.47	353.81	利息收入	159.50	196.20	199.78	203.65
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	4.41	4.92	4.92	4.92
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	826.37	(502.65)	(267.06)	(63.87)
其他非流动资产	1,545.37	1,545.37	1,545.37	1,545.37	利润总额	2,885.68	1,708.31	2,084.72	2,698.90
资产总计	17,577.70	23,026.51	24,374.41	25,882.94	所得税	558.60	444.16	531.60	688.22
流动负债	4,852.81	4,612.42	4,431.61	3,978.86	净利润	2,327.08	1,264.15	1,553.12	2,010.68
短期借款	36.60	36.60	36.60	36.60	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,070.01	991.35	1,179.79	971.58	归属母公司净利润	2,327.08	1,264.15	1,553.12	2,010.68
其他	3,746.20	3,584.47	3,215.23	2,970.68	EBIT	2,730.60	1,517.03	1,889.86	2,500.17
非流动负债	49.13	49.13	49.13	49.13	EBITDA	2,990.13	1,765.51	2,223.90	2,885.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP	1,622.60	1,624.15	1,740.62	2,040.66
其他	49.13	49.13	49.13	49.13					
负债合计	4,901.95	4,661.55	4,480.75	4,028.00	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	0.04	431.86	431.86	431.86	每股收益(元)	0.69	0.37	0.46	0.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(元)	3.87	5.42	5.87	6.45
归属母公司股东权益	12,675.75	18,364.96	19,893.67	21,854.94	发行在外股份(百万股)	3,388.62	3,388.62	3,388.62	3,388.62
负债和股东权益	17,577.70	23,026.51	24,374.41	25,882.94	ROIC(%)	49.30	7.22	7.35	8.91
					ROE(%)	18.36	6.88	7.81	9.20
					毛利率(%)	58.03	58.28	58.65	58.86
					销售净利率(%)	33.10	17.63	20.74	23.65
					资产负债率(%)	27.89	20.24	18.38	15.56
					收入增长率(%)	20.06	1.97	4.45	13.55
					净利润增长率(%)	125.96	(45.68)	22.86	29.46
					P/E	9.37	17.25	14.04	10.85
					P/B	1.66	1.19	1.10	1.00
					EV/EBITDA	8.18	6.72	5.24	3.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年12月25日的0.9395,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>