

食品饮料

2025 年 03 月 23 日

珍酒李渡 (06979)

——2024H2 经营承压 25 年保持定力

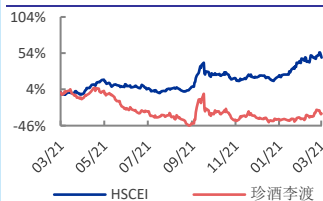
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2025 年 03 月 21 日

收盘价 (港币)	7.44
恒生中国企业指数	8742.44
52 周最高/最低 (港币)	11.60/5.56
H 股市值 (亿港元)	252.11
流通 H 股 (百万股)	3,388.62
汇率 (人民币/港币)	1.0831

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

研究支持

严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 事件：**公司披露 2024 年度业绩。根据公司公告，2024 年，公司实现总营业收入 70.67 亿元，同比增长 0.5%；归母净利润 13.24 亿元，同比减少 43.12%；经调整净利润 16.76 亿元，同比增长 3.3%。业绩低于预期。公司拟派息每股 0.21 港币，分红总额 6.57 亿人民币，分红率（分红金额/归母净利润）49.65%。
- 投资分析意见：**由于商务需求疲软导致高端、次高端白酒需求承压，下调 2025~2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预测 2025~2027 年珍酒实现 Non-GAAP 净利润分别为 14.81/15.67/16.27 亿（前次 2025~2026 年为 23.7/27.6 亿），分别同比增长 -12%/6%/4%，对应 PE 分别为 16/15/14x。珍酒作为港股唯一白酒上市公司，聚焦次高端价格带，中长期看，珍 15+珍 30 两大单品具备全国化的潜力，伴随公司持续夯实基地市场，对产品进行升级迭代，有望延续较好的增长势能，我们选取酱酒龙头贵州茅台，次高端白酒企业山西汾酒、水井坊为可比公司，可比公司 2025 年最新收盘价对应平均 PE 为 20x，按可比公司 PE 给予珍酒李渡 2025 年 315 亿港元的目标价，当前还有 25% 的市值空间，维持买入评级。
- 2024H2 需求环境承压，渠道、产品结构调整导致收入下滑。**分品牌看，2024 年全年珍酒/李渡/湘窖/开口笑分别实现营业收入 44.8/13.1/8/3.4 亿元，四大品牌营业收入分别同比 -2.3%/18.3%/-3.7%/-12.3%。单 2024H2，珍酒/李渡/湘窖/开口笑分别实现销量 5352/1662/499/796 吨，吨价 33.2/38.4/70.1/14.2 万元/吨，营业收入 17.77/6.38/3.50/1.13 亿。四大品牌销量分别同比 -13.77%/20.78%/-27.58%/-48.97%，吨价 -9.5%/-14.8%/23.4%/35.2%，收入分别同比 -22%/2.9%/-10.6%/-31%。面对不利的需求环境，对于珍酒品牌，公司一方面砍掉部分支线产品，精简产品矩阵，并加大控货力度，另一方面，公司坚持双渠道扩张战略，在传统白酒经销渠道外，转化具有强社交网络和高应酬饮酒频率的区域 KOL 经销商，持续提升经销商质量，提升以体验为核心的品牌营销策略。对于李渡，自 2024 年开始拓宽产品矩阵并发力省外市场，实现增长。
- 2024 年 Non-GAAP 净利率依然实现增长。**2024 年公司实现毛利率 58.6%，同比提高 0.6pct，主因毛利率更高的李渡收入占比提升；销售及经销费用率为 22.8%，同比下降 0.34pct，主因销售团队的人均销售额提升；行政开支费用率 8.16%，同比提高 1.34pct，主因珍酒及李渡基地的若干办公区用地、管理用房及配套设备的折旧摊销增加及研发投入增加。2024 年公司实现 Non-GAAP 净利率 23.7%，同比提高 0.6pct，Non-GAAP 净利润和归母净利润的区别主要是 1) 2024 年计提股权激励费用 3.5 亿；2) 2023 年其他金融工具公允价值变动收益 8.15 亿。
- 风险提示：**经济下行影响白酒需求；头部品牌产品价格带下移冲击公司产品。

财务数据及盈利预测

单位：人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,030	7,067	6,378	6,673	7,126
同比增长率 (%)	20	1	-10	5	7
经调整净利润 (百万元)	1,623	1,676	1,481	1,567	1,627
同比增长率 (%)	36	3	-12	6	4
每股收益 (元/股)	0.78	0.40	0.33	0.37	0.48
净资产收益率 (%)	18.36	9.49	7.71	8.27	9.96
市盈率	.	.	.	.	.
市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本；PE 根据经调整净利润计算

合并利润表

综合损益表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	70.30	70.67	63.78	66.73	71.26
营业成本	-29.51	-29.24	-26.39	-27.50	-29.16
毛利	40.80	41.43	37.39	39.23	42.10
其他经营净收益	2.08	3.10	1.72	1.84	1.94
销售费用	-16.27	-16.11	-14.99	-15.48	-16.39
管理费用	-4.79	-5.76	-5.42	-5.54	-5.77
应收账款减值损失	0.03	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
营业利润	21.16	19.07	14.95	16.91	21.83
财务费用	-0.04	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13
其他金融工具公允价值变动	8.15	0.00	0.00	0.00	0.00
除税前溢利	28.86	18.94	14.82	16.78	21.70
所得税	-5.59	-5.71	-3.70	-4.20	-5.42
净利润(含少数股东权益)	23.27	13.24	11.11	12.59	16.27
净利润(不含少数股东权益)	23.27	13.24	11.11	12.59	16.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经调整净利润	16.23	16.76	14.81	15.67	16.27

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。