

理性调整节奏提升经营质量

核心观点

2024 年下半年，珍酒李渡顺应市场需求变化，主动放缓销售节奏，珍酒放缓珍 30 扩张，减少珍 15/30 支线产品，削减电商低价产品，李渡大单品增长较好，向下延伸中低端价格，选择性拓展省外市场，湘窖聚焦酱酒产品而减少浓香销售。24H2 公司收入减少 16.5%，净利率 19.5% (-1.6pcts)，调整后净利率 22.4% (-1.6pcts)。珍酒成功跻身酱酒二梯队，李渡沉浸式体验模式深耕省内并试水省外，湘窖提升本土渗透水平，公司长期可持续增长可期。

事件

珍酒李渡发布 2024 年报

2024 年，公司实现收入 70.66 亿元，同比+0.5%；实现权益股东应占利润 13.24 亿元，同比-43.1%；实现调整后净利润 16.76 亿元，同比+3.3%。

其中，2024H2 公司实现收入 29.34 亿元，同比-16.5%；实现权益股东应占利润 5.72 亿元，同比-22.9%；实现调整后净利润 6.58 亿元，同比-19.7%。

简评

坚定长期主义，主动降速推动健康发展

下半年，珍酒实现收入 17.77 亿元，同比-21.9%，占公司收入的 60.59%，同比-4.26pct。实现销量 5352 吨，同比-13.8%。产品吨价 33.21 万元，同比-9.5%。珍酒收入大幅下滑主要系公司根据市场消费需求变化，减缓珍 30 扩张节奏，减少珍 15/30 支线产品，削减电商里低单价、低毛利率产品。

李渡实现收入 6.38 亿元，同比增长 2.9%，销售占比 21.76%，同比+4.10pcts。李渡实现销量 1662 吨，同比增长 20.8%；产品吨价 38.41 万元，同比-14.8%。核心产品持续快速增长，持续拓展省外区域。

湘窖实现收入 3.50 亿元，同比-10.6%，销售占比 11.93%，同比+0.78pcts。实现销售量 499 吨，同比-27.6%，产品吨价 70.14 万元，同比+23.4%。公司聚焦酱酒产品销售，浓香产品销量下滑，龙酱占比提升带动吨价快速增长。

珍酒李渡 (6979.HK)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

张立

zhanglidcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100002

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 03 月 24 日

当前股价：7.35 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.73/3.17	6.52/-16.10	-30.40/-76.92
12 月最高/最低价 (港元)		11.44/5.71
总股本 (万股)		338,862.36
流通 H 股 (万股)		338,862.36
总市值 (亿港元)		249.06
流通市值 (亿港元)		249.06
近 3 月日均成交量 (万)		869.61
主要股东		
金东投资集团有限公司		66.69%

股价表现



开口笑实现收入 1.13 亿元，同比-30.0%，销售占比 3.85%，同比-0.81pcts。实现销量 796 万吨，同比减少 49.0%，产品吨价 14.19 万元，同比增长 35.2%。其他酒类收入 0.55 亿元，同比-6.2%，销售量减少 21.1%至 2354 吨，吨价增长 18.8%至 2.33 万元。

产品档次方面，下半年，公司高端、次高端、中端及以下分别实现收入 6.17 亿元、13.15 亿元、10.02 亿元，同比-37.7%、-11.5%、-3.3%。高端放缓珍 30 扩张并减少支线产品，次高端龙酱、李渡高粱 1975 仍能较好增长，而珍 15 减少支线产品。

渠道结构方面，下半年公司经销模式实现收入 25.83 亿元，同比-17.6%，直销模式实现收入 3.51 亿元，同比减少 6.9%。

毛利率稳健，费用率增加，盈利能力有所下降

下半年，公司毛利率 58.4%，同比+0.3pcts，归母净利率 19.5%，同比-1.6pcts，调整后净利率 22.4%，同比-1.6pcts，具体来看：

- ① 毛利率小幅提升，主要系大幅缩减中低端低毛利产品，重点加大次高端销售占比，下半年次高端销售占比提升 2.5pct 至 44.82%，高端、次高端、中端及以下产品毛利率分别为 67.3%、63.0%、47.1%，分别同比-1.8pcts、-0.4pcts、+6.7pcts。分品牌看，珍酒、李渡、湘窖、开口笑毛利率分别为 57.6%、66.9%、59.6%、45.8%，分别同比-0.6pcts、-1.3pcts、+1.8pcts、+7.5pcts。
- ② 下半年，公司优化市场投入，销售及经销商开支 7.08 亿元，同比-13.3%，销售费用率 24.1%，同比+0.9pcts。持续开展珍酒 “国之珍宴”、李渡宋宴等高端品鉴会，回厂游人数增长，持续培育消费者。
- ③ 下半年，行政开支 3.02 亿元，同比增长 9.3%，管理费用率 10.3%，同比+2.4pcts，主要系新投入使用的办公用地、管理用房及配套设施使得折旧摊销增加。下半年，股权激励费用 0.86 亿元，对净利润的影响相比上半年有所减小。

从公司现金流看，下半年公司实现经营净现金流 2.06 亿元，同比增长 41.9%；12 月末，公司预售客户款项余额 17.54 亿元，相比 6 月末减少 2%，公司整体回款相对稳健。

产能项目稳步推进，品牌势能稳步提升，看好珍酒李渡长期成长性

短期看，珍酒延续强势能，经过 2024 年的组织架构优化，业务团队策略打法日渐成熟，消费者开瓶导向营销策略逐渐成效；珍酒组织架构调整，流通与团购分开运营，提升服务精准度和经销商质量。李渡，事业部制改革，分产品专业化运营，第二代李渡高粱 1955、李渡高粱 1975 上市优化产品矩阵。珍酒、李渡等品牌正在稳步聚集势能。

长期看，珍酒成功跻身酱酒二梯队，未来有望发挥品牌、渠道等综合优势，在酱酒行业品牌集中的下半场收割酱酒赛道市场份额；李渡系高端兼香黑马，创新沉浸式体验营销焕发国宝窖池新活力，当前兼香次高端、

高端价位赛道尚处于蓝海阶段，李渡具备先发优势未来可期；湘窖“一树三花”打造湖南地产名酒，地方政策加码扶持下湘窖未来可期。

盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现收入 74.31、85.79、99.04 亿元，同比增长 5.15%、15.45%、15.45%；实现归母净利润 15.40、18.69、25.19 亿元，同比增长 16.36%、21.36%、34.74%；对应 2025-2027 年动态 PE 为 16.17X、13.32X、9.89X，给予“买入”评级。

风险提示：1、商务宴请、企业团购等消费场景的恢复不及预期；公司主力品牌珍酒、李渡、湘窖主要销售次高端及以上产品，均处于产品培育和成长阶段，商务宴请、企业团购在产品销售中的占比较高，若商务活动持续慢恢复，可能会影响到公司正常销售节奏。

2、酱酒行业去库存不及预期；酱酒行业进入调整期后，优化渠道生态成为酒企重点解决的问题之一，销售酱酒的珍酒占公司总收入超过 60%，若白酒动销疲软，渠道去库存进度缓慢，将对回款、批价产生较大影响。

3、公司渠道网络扩张不及预期。珍酒、李渡均定位为全国性品牌，正在进行招商布局和优化渠道商结构。在公司产品动销提升之前，若渠道扩张不及预期，增长势能可能受到影响。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,030.47	7,066.78	7,430.72	8,578.77	9,904.19
YoY(%)	20.06	0.52	5.15	15.45	15.45
净利润（百万元）	2,327.08	1,323.62	1,540.22	1,869.24	2,518.59
YoY(%)	125.96	-43.12	16.36	21.36	34.74
毛利率(%)	58.03	58.63	60.36	60.77	61.29
净利率(%)	33.10	18.73	20.73	21.79	25.43
ROE(%)	18.36	9.49	9.94	10.77	12.67
EPS(摊薄/元)	0.69	0.39	0.45	0.55	0.74
P/E(倍)	10.70	18.82	16.17	13.32	9.89
P/B(倍)	1.96	1.79	1.61	1.43	1.25

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

张立

同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 4 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk