

公司研究

24H2 主动调整，推进良性发展

——珍酒李渡（6979.HK）2024 年度业绩点评

要点

事件：珍酒李渡发布 2024 年度业绩，公司 24 年实现收入 70.67 亿元，同比增长 0.5%，实现经调整净利润 16.76 亿元，同比增长 3.3%。从上下半年节奏来看，24H1/24H2 收入分别同比+17.5%/-16.5%，经调整净利润分别同比+26.9%/-19.8%。公司拟每股分红 0.21 港元，分红率提升至 39%（23 年 34%）。

24H2 理性降速，珍酒优化产品矩阵，李渡品牌保持韧性。公司 24 年收入同比基本持平，下半年根据行业形势理性降速、着重健康发展，收入同比有所下滑。1) 分品牌看，24 年珍酒/李渡/湘窖/开口笑品牌收入分别为 44.8/13.1/8.0/3.4 亿元，同比-2.3%/+18.3%/-3.7%/-12.3%，24 年珍酒品牌收入同比小幅下滑，主要系珍三十 24 年进行渠道改革，下半年市场扩张节奏有所放缓，同时，公司主动削减珍三十、珍十五支线产品以及电商业务部分低毛利的中低端产品，标准版产品保持稳健发展。李渡品牌 24 年收入实现较快增长，主要系次高端产品延展以及省外扩张，预期李渡后续仍有较高的发展确定性。湘窖品牌整体收入略有下滑、但龙匠系列酱酒产品保持增长。开口笑品牌收入下降主要受主销区域 24 年婚宴场景低迷、以及公司主动削减低端产品影响。2) 拆分量价看，24 年珍酒品牌销量/均价分别同比-2.7%/+0.5%，李渡品牌销量/均价分别同比+24.9%/-5.2%，集团总体均价同比提升 5.5%。

毛利率稳步提升、销售费用率优化，盈利能力改善。1) 24 年集团整体毛利率 58.6%、同比+0.6pct，其中珍酒/李渡/湘窖/开口笑毛利率分别同比+0.5/-1.6/+0.1/+5.0pct，珍酒品牌毛利率稳步提升，自产基酒替代外采优化成本，李渡品牌毛利率下降主要系向下拓展次高端产品，开口笑品牌毛利率提升较为明显，主要系公司削减低毛利率产品，主动优化产品组合。2) 24 年销售及经销费用占收入比重为 22.8%、同比下降 0.3pct，公司团队人效以及费用投放效率提升，后续销售费用率仍有优化空间。行政开支占收入比重为 8.2%、同比提升 1.4pct，主要系管理及研发人员投入增加、以及部分生产基地中管理用途的固定资产转固后折旧费用增加。剔除公允价值变动、上市费用以及股份支付费用之后，24 年经调整净利率 23.7%、同比提升 0.6pct。

盈利预测、估值与评级：考虑白酒行业拐点仍有待确认，下调 2025-26 年经调整净利润预测为 17.37/18.80 亿元（较前次预测下调 31%/38%），新增 27 年经调整净利润预测为 20.52 亿元，当前市值对应 P/E 为 13/12/11 倍，公司战略明晰，行业回暖后具备较高弹性，维持“买入”评级。

风险提示：需求恢复不及预期，实际扩产节奏不达预期，酱酒行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7030	7067	7274	7827	8508
营业收入增长率	20.06%	0.52%	2.94%	7.60%	8.69%
净利润（百万元）	2327	1324	1385	1530	2052
经调整净利润（百万元）	1623	1676	1737	1880	2052
经调整净利润增长率	35.52%	3.31%	3.64%	8.25%	9.10%
经调整 EPS（元）	0.46	0.49	0.51	0.55	0.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.36%	9.49%	8.82%	8.71%	10.46%
P/E	14	13	13	12	11
P/B	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-3-25，注：1HKD=0.934CNY

买入（维持）

当前价：7.09 港元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

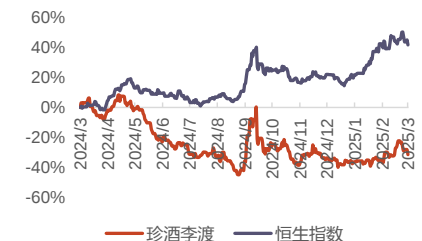
021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	33.89
总市值(亿港元)	240
一年最低/最高(港元)	5.71/11.19
近 3 月换手率：	15.65%

股价相对走势



收益表现

	1M	3M	1Y
相对	8.91%	3.50%	-31.37%
绝对	7.56%	-12.65%	-73.08%

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7030	7067	7274	7827	8508
营业成本	2951	2924	3005	3223	3476
营业毛利	4080	4143	4270	4604	5032
销售费用	1627	1611	1651	1769	1918
行政费用	479	576	567	603	655
其他收入	208	310	218	235	298
其他费用	-3	5	3	3	1
EBITDA	2375	2260	2140	2374	3053
折旧及摊销	260	352	455	551	635
EBIT	2116	1907	1913	2114	2755
财务开支净额	4	13	17	18	20
EBT	2886	1894	1897	2096	2735
所得税	559	571	512	566	684
净利润 (不含少数股东损益)	2327	1324	1385	1530	2052
经调整净利润	1623	1676	1737	1880	2052
股本 (百万股)	3389	3389	3389	3389	3389
经调整 EPS (元)	0.48	0.49	0.51	0.55	0.61

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12882	14456	14652	14940	15554
现金及现金等价物	6053	6202	5664	5430	5102
存货	6383	7503	8312	8651	9642
贸易及其他应收款项	243	418	455	485	536
其他流动资产	202	332	221	374	273
非流动资产	4696	5151	6661	8190	9954
物业、厂房及设备	4513	4998	6508	8190	9954
其他非流动资产	183	153	153	153	153
总资产	17578	19607	21313	23282	25661
流动负债	4853	5604	5573	5662	5989
贸易及其他应付款项	1070	1425	1340	1625	1572
银行及其他借款	37	510	510	510	510
即期所得税负债	296	230	230	230	230
租赁负债	14	11	11	11	11
其他流动负债	3436	3429	3483	3286	3666
非流动负债	49	51	51	51	51
银行及其他借款	0	0	0	0	0
租赁负债	25	19	19	19	19
其他非流动负债	24	32	32	32	32
经营性负债合计	4902	5655	5623	5713	6039
股本	0	0	0	0	0
储备	12676	13952	15689	17570	19621
股东权益合计 (不含少数股东权益)	12676	13952	15689	17570	19621
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计 (含少数股东权益)	12676	13952	15689	17570	19621
负债及股东权益合计	17578	19607	21313	23282	25661

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	361	781	990	1566	1992
除税前(亏损)/溢利	2886	1894	1897	2096	2735
折旧摊销	260	352	455	551	635
营运资本变化	-1320	-1077	-766	-433	-615
其他非现金调整	-1464	-389	-595	-648	-764
投资活动现金流	-1324	-1537	-1864	-2132	-2300
资本性支出	-1510	-1805	-1999	-2278	-2457
其他投资活动产生的现金流量净额	186	268	135	146	157
融资活动现金流	5045	455	336	332	-20
偿还借款	0	0	0	0	0
债务增加	0	474	0	0	0
已付利息	-2	-11	-15	-16	-17
其他融资活动产生的现金流	5046	-8	350	348	-3
净现金流	4082	-301	-538	-234	-328

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP