

24年聚焦次高端，从规模扩张转向价值深耕

珍酒李渡 (6979.HK)

评级:	买入	股票代码:	6979
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	11.44/5.71
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	241.95
最新收盘价(港元):	6.50	自由流通市值(亿港元)	241.95
		自由流通股数(百万)	3,388.62

事件概述

24年公司全年实现营业收入70.67亿元，同比+0.5%；归母净利润13.24亿元，同比-43.1%；经调整净利润16.76亿元，同比+3.3%，主要指标连续四年保持增长。24H2公司营收为29.34亿元，同比-16.5%；归母净利润5.72亿元，同比-22.9%；经调整后净利润6.58亿元，同比-19.7%。公司于报告期末后拟派末期股息为普通股0.21港元/股，分红率为47.8%，股东回报进一步增强。

分析判断:

► 珍酒结构优化，李渡继续保持韧性

分产品看，24FY 珍酒/李渡/湘窖/开口笑/其他收入分别为44.80/13.13/8.02/3.37/1.34亿元，同比-2.3%/+18.3%/-3.7%/-12.3%/+12.6%；24H2 珍酒/李渡/湘窖/开口笑/其他收入分别为17.77/6.38/3.50/1.13/0.55亿元，同比-21.9%/+2.9%/-31.0%/+24.9%/-6.2%。拆分量价来看，24FY 珍酒/李渡/湘窖/开口笑/其他的销量同比-2.7%/+24.9%/-12.2%/-29.2%/-5.6%，吨价同比+0.6%/-5.3%/+9.5%/+24.3%/+21.1%，公司整体吨价同比+5.5%；24H2 珍酒/李渡/湘窖/开口笑/其他的销量同比-13.8%/+20.8%/-27.6%/-49.0%/-21.1%，吨价同比-9.5%/-14.8%/+23.4%/+35.2%/+18.8%。

1) 据弗若斯特沙利文数据，按收入计，珍酒已连续两年维持中国第四大及贵州第三大酱香型白酒品牌地位。24年珍酒因调整珍三十销售渠道、削减部分产品以稳定价格以及优化电商产品结构的原因导致收入略微下降，这种聚焦核心大单品的策略看似牺牲短期规模，实则换来珍酒标准版产品连续三年增长（根据蓝鲸财经），同时，珍酒吨价保持稳定，略有提升。

2) 24年李渡继续保持收入提升，主因核心产品系列快速成长以及对江西省外市场的拓展。李渡量升价减，我们判断一方面公司继续积极拓展省外潜在市场，以支持李渡快速增长，另一方面24年李渡继续扩大产品矩阵，有序地纳入更多次高端及中端价格范围的产品，销量增加以贡献更多收入增长。

3) 湘窖·龙匠系列增长迅速，抵消一部分湘窖浓香系列的销售额下滑，湘窖系列量减价升，我们判断主因是发展湘窖次高端以上系列增长迅速；

4) 湖南当地婚宴市场低迷，叠加公司削减了一些低毛利产品的销售，开口笑全年收入双位数下滑。

分价位看，24FY 高端/次高端/中端及以下实现营收分别为17.09/29.95/23.63亿元，同比-10.8%/+8.8%/+0.1%；24H2 高端/次高端/中端及以下实现营收分别为6.17/13.15/10.02亿元，同比-37.7%/-11.5%/-3.3%。公司顺应白酒市场形势，聚焦次高端产品，高端产品收入下降，如湘窖·龙匠系列次高端价格产品及李渡高粱1975，均取得不错的收入增长。

► 毛利率稳中有升，整体盈利增速放缓

毛利端来看，24FY/24H2 毛利率分别为58.6%/58.4%，同比+0.6/+0.3pct，其中24FY 珍酒/李渡/湘窖/开口笑/其他的毛利率分别58.6%/66.8%/59.2%/45.7%/9.0%，同比+0.5/-1.6/+0.1/+5.0/+2.1pct，24H2 珍酒/李渡/湘窖/开口笑/其他的毛利率分别57.6%/66.9%/59.6%/45.8%/5.7%，同比-0.6/-1.3/+1.8/+7.5/-2.5pct。次高端战略成效成为财务韧性的核心支撑。根据蓝鲸财经，公司通过削减电商渠道低毛利产品，集中资源打造珍十五、李渡1975等大单品，次高端价格带收入占比提升3.2个百分点。产品结构优化推动毛利率攀升至58.6%，单吨收入增长5.5%，这种“控量保价”策略在维护品牌价值的同时，实现了盈利能力的结构性跃升。

费用端来看，24FY/24H2 销售费用率分别为22.8%/24.1%，同比-0.3/+0.8pct，全年销售费用率略有下降，主

因团队人效和投资效益提升；24FY/24H2 管理费用率分别为 8.2%/10.3%，同比+1.4/+2.4pct，主因珍酒及李渡基地办公用地、管理用房及设备折旧摊销增加，叠加管理及研发投入加大。**利润端来看**，剔除上市费用、股权激励费用及公允价值变动影响后，24FY/24H2 经调整净利率分别 23.7%/22.4%，分别同比+0.6/-0.9pct，整体利润增速放缓。

► **“三驾马车”齐驱，走向价值深耕，股东回报进一步加强**

公司持续推动产能、品牌、渠道“三驾马车”不断进化，实现高质量发展。**产能方面**，根据中国财富网，珍酒李渡旗下有 7 个生产基地，具有充足的基酒储备。以珍酒为例，截至 24 年，优质基酒储存达 10 万吨，产能达 4.4 万吨，规模稳居贵州酒企前三，为其筑牢了品质竞争力的护城河。**品牌方面**，国内+国际双驱动。1) 24 年珍酒推出的“国之珍宴”品鉴会和“圣地之旅”回厂游，成功强化品牌高端形象并拓展客户群体；2) 24 年李渡先后于港澳举办国际发展研讨会，日本京都落地“李渡宋宴”国际首秀，以宋代美学推动品牌出海。同时，李渡酒厂扩建中发掘的唐代洪州窑遗址，与元代古酿坊共同夯实品牌历史底蕴，为国际化战略注入独特基因。**渠道方面**，珍酒持续实施双渠道增长战略，其深耕传统流通渠道之外，还创新拓展具有强社交网络和高饮酒频率的区域关键意见领袖，新兴渠道分部营收实现高双位数增长，成为珍酒第二增长曲线。据年报显示，24 年珍酒李渡经销商数量增长 374 家达 7635 家，且经销商收入同比+2.1%，同时，优化高档酒事业部架构，聚焦高端客户培育，支撑光瓶系列增长。

据年报显示，24 年公司于报告期末后拟派末期股息为普通股 0.21 港元/股，共分红 7.12 亿港元，同比+16.7%，分红率为 40.6%，同比+6.5pct，股东回报进一步增强，展现出公司穿越周期的韧性，期待未来不断提高分红水平。

投资建议

根据公司年报，我们预测 25-26 年收入由 100/118 亿元下调至 72/78 亿元，新增 27 年收入 83 亿元；25-26 年归母净利润 24/29 亿元下调至 15/18 亿元，新增 27 年归母净利润为 21 亿元；25-26 年 EPS 为 0.72/0.87 元下调至 0.45/0.52 元，新增 27 年 EPS 为 0.61 元。2025 年 04 月 30 日收盘价 HKD 6.50 元对应 P/E 分别为 15/13/11 倍，给予“买入”评级。

风险提示

经济恢复较弱导致需求减弱；经营管理风险；行业竞争加剧风险；估值中枢变动风险；食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7030.47	7066.78	7237.14	7802.02	8251.97
YoY (%)	20.06%	0.52%	2.41%	7.81%	5.77%
归母净利润(百万元)	2327.08	1323.62	1520.68	1752.67	2067.68
YoY (%)	125.96%	-43.12%	14.89%	15.26%	17.97%
毛利率 (%)	58.03%	58.63%	59.36%	60.08%	60.54%
每股收益 (元)	0.78	0.40	0.45	0.52	0.61
ROE (%)	0.18	0.09	0.10	0.11	0.13
市盈率	13.12	17.52	15.10	13.10	11.10

资料来源: wind, 华西研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7066.78	7237.14	7802.02	8251.97	净利润	1323.62	1520.68	1752.67	2067.68
YoY (%)	0.10%	2.41%	7.81%	5.77%	折旧和摊销	352.49	216.67	265.83	317.54
营业成本	2923.74	2941.03	3114.58	3255.87	营运资金变动	-995.66	338.26	220.29	264.98
营业税金及附加					经营活动现金流	781.00	1888.49	2071.68	2483.08
销售费用	1611.38	1592.17	1700.84	1774.17	资本开支	-1076.27	-1200.00	-1200.00	-1400.00
管理费用	576.40	578.97	608.56	627.15	投资	119.16	0.00	0.00	0.00
财务费用	12.88	12.88	12.88	12.88	投资活动现金流	-767.48	-1000.00	-1020.00	-1220.00
研发费用					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失					债务募资	453.97	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	-215.99	-826.15	-978.64	-1198.90
营业利润	1597.45	1813.78	2139.03	2553.51	现金净流量	-120.31	144.50	155.20	146.34
营业外收支									
利润总额	1894.33	2000.90	2306.15	2720.63	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	570.71	480.22	553.48	652.95	成长能力				
净利润	1323.62	1520.68	1752.67	2067.68	营业收入增长率	0.52%	2.41%	7.81%	5.77%
归属于母公司净利润	1323.62	1520.68	1752.67	2067.68	净利润增长率	-43.12%	14.89%	15.26%	17.97%
YoY (%)	-43.12%	14.89%	15.26%	17.97%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.40	0.45	0.52	0.61	毛利率	58.63%	59.36%	60.08%	60.54%
					净利率	18.73%	21.01%	22.46%	25.06%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	6.75%	7.43%	8.19%	9.24%
货币资金	5650.21	5794.70	5949.90	6096.23	净资产收益率 ROE	9.49%	10.32%	11.23%	12.48%
预付款项					偿债能力				
存货	7503.41	7352.59	7094.32	6783.06	流动比率	2.58	2.53	2.50	2.47
其他流动资产	552.01	578.97	624.16	660.16	速动比率	1.14	1.13	1.15	1.18
流动资产合计	14455.57	14329.35	14318.54	14227.12	现金比率	1.01	1.02	1.04	1.06
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	28.84%	27.96%	27.01%	25.93%
固定资产	3733.32	4716.65	5650.82	6733.28	经营效率				
无形资产	31.78	31.78	31.78	31.78	总资产周转率	0.38	0.36	0.37	0.38
非流动资产合计	5151.27	6134.60	7068.77	8151.23	每股指标 (元)				
资产合计	19606.84	20463.95	21387.31	22378.35	每股收益	0.40	0.45	0.52	0.61
短期借款	510.16	510.16	510.16	510.16	每股净资产	4.12	4.35	4.61	4.89
应付账款及票据	1424.78	1470.52	1470.77	1447.05	每股经营现金流	0.23	0.56	0.61	0.73
其他流动负债	3265.77	3256.71	3276.85	3300.79	每股股利	0.19	0.24	0.29	0.35
流动负债合计	5604.08	5671.62	5725.90	5753.12	估值分析				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	17.52	15.10	13.10	11.10
其他长期负债	50.71	50.71	50.71	50.71	PB	1.72	1.56	1.47	1.39
非流动负债合计	50.71	50.71	50.71	50.71					
负债合计	5654.78	5722.33	5776.61	5803.82					
股本	0.05	0.05	0.05	0.05					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	13952.06	14741.63	15610.70	16574.52					
负债和股东权益合计	19606.84	20463.95	21387.31	22378.35					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。