

## 良性调整，砥砺前行

### 核心观点

- 公司发布 2024 年年报，全年实现营业收入 70.67 亿元，同比+0.5%；实现归母净利润 13.24 亿元，同比-43.1%（主要受金融工具公允价值变动及股权激励费用影响）；经调整净利润为 16.8 亿，同比+3.3%。24H2 实现营业收入 29.34 亿元（同比-16.5%），实现归母净利润 5.72 亿元（同比-22.9%）。
- **李渡表现优异，珍酒良性调整。**分产品看，2024 年珍酒/李渡/湘窖/开口笑收入分别为 44.80/13.13/8.02/3.37 亿元，同比-2.3%/+18.3%/-3.7%/-12.3%。其中，珍酒收入微降，预计系商务消费疲软、渠道优化及削减支线产品，李渡高增预计受益核心单品放量及省外市场拓展；分价格带看，高端/次高端/中端收入同比-10.8%/+8.8%/+0.1%，次高端占比提升 3.2pct 至 42.4%。渠道端，截至 24Q4 末，公司共有 7,635 家经销商、体验店、零售商，全年新增 374 家，重点市场下沉效果显著；合同负债 18.5 亿元，同比降低 5.4%，环比降低 2.0%。
- **毛利率略升，费用率提升拖累盈利。**2024 年，公司毛利率为 58.6%（yoy +0.6pct），预计主要因低毛利产品线优化；销售/管理费用率为 22.8%/8.2%，分别同比-0.3pct/+1.3pct，管理费用率上升主因新增办公区域折旧摊销及研发投入加大；销售净利率为 18.7%（yoy -14.4pct）。24Q4 单季，毛利率 58.4%（yoy +0.3pct），销售/管理费用率分别同比+0.8pct/+2.4pct，营业税金及附加占收入比重同比持平，销售净利率 19.5%（yoy -1.8pct），费用投入加大短期拖累盈利表现。
- 产能端，珍酒基酒储备达 10 万吨，产能规模稳居贵州前三，品质壁垒持续夯实；品牌端，珍酒“国之珍宴”、李渡“宋宴美学”强化高端认知，国际化布局打开想象空间。2025 年拟推出 500-600 元次高端新品，以质价比优势切入主流价格带。渠道端继续深化经销商网络下沉，有望推动重点市场动销回暖。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 24 年年报，对 25 年下调收入、毛利率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.43、0.55、0.57 元（原预测 25 年为 0.66 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 17 倍市盈率，以汇率 1 港元=0.92 人民币计算，对应目标价为 7.87 港元，维持买入评级。

**风险提示：**经济恢复不及预期、产品销售不及预期、市场竞争加剧风险。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,030	7,067	7,271	7,806	8,484
同比增长(%)	20.1%	0.5%	2.9%	7.4%	8.7%
营业利润(百万元)	2,075	1,907	2,043	2,611	2,737
同比增长(%)	30.1%	-8.1%	7.1%	27.8%	4.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,327	1,324	1,450	1,850	1,931
同比增长(%)	126.0%	-43.1%	9.5%	27.7%	4.4%
每股收益(元)	0.71	0.39	0.43	0.55	0.57
毛利率(%)	58.0%	58.6%	59.0%	60.3%	59.1%
净利率(%)	33.1%	18.7%	19.9%	23.7%	22.8%
净资产收益率(%)	18.4%	9.5%	10.1%	12.1%	11.9%
市盈率(倍)	8.6	15.7	14.4	11.3	10.8
市净率(倍)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

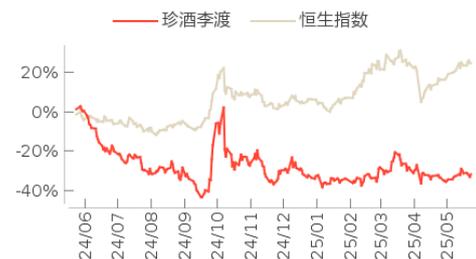
### 投资评级

买入（维持）

股价（2025年05月23日）	6.68 港元
目标价格	7.87 港元
52周最高价/最低价	10.22/5.39 港元
总股本/流通H股（万股）	338,862/338,862
H股市值（百万港币）	22,636
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年05月26日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.74	0.58	2.99	-31.89
相对表现%	-1.84	-6.35	2.46	-56.97
恒生指数%	1.1	6.93	0.53	25.08



### 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

### 相关报告

多元产品表现亮眼，结构提升盈利向好	2024-03-29
结构快速升级，产能扩建顺利	2023-08-26
外重营销内扩产能，酒中珍品快速成长	2023-07-28

## 投资建议

根据 24 年业绩公告，对 25-26 年下调收入、上调费用率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.43、0.55、0.57 元（原预测 25 年为 0.66 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 17 倍市盈率，以汇率 1 港元=0.92 人民币计算，对应目标价为 7.87 港元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
山西汾酒	600809.SH	192.00	11.11	12.33	13.52	17.3	15.6	14.2
水井坊	600779.SH	44.68	2.92	3.15	3.40	15.3	14.2	13.1
舍得酒业	600702.SH	53.07	2.02	2.44	2.86	26.3	21.8	18.6
洋河股份	002304.SZ	67.33	3.76	3.93	4.18	17.9	17.1	16.1
口子窖	603589.SH	36.07	2.80	2.96	3.15	12.9	12.2	11.5
古井贡酒	000596.SZ	153.82	11.68	13.05	14.53	13.2	11.8	10.6
贵州茅台	600519.SH	1,572.60	75.01	81.70	88.68	21.0	19.2	17.7
<b>调整后平均</b>						<b>17</b>	<b>16</b>	<b>15</b>

数据来源：公司公告、东方证券研究所（注：最新价格为 2025 年 5 月 23 日收盘价）

## 风险提示

- **经济恢复不及预期风险。**若经济恢复速度放缓、居民消费升级速度低于预期，将对高档产品销售和公司业绩产生负面影响。
- **产品销售不及预期风险。**珍酒、李渡是公司未来业绩增长的核心品牌，若酱酒批价持续下滑、市场需求疲软导致珍酒销量不及预期，或李渡需求不及预期，将影响公司盈利表现。
- **市场竞争加剧的风险。**白酒行业马太效应愈发明显，若公司无法充分发挥竞争优势跻身头部梯队，将会影响公司长期盈利表现。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,053	6,202	6,382	6,851	7,446	营业收入	7,030	7,067	7,271	7,806	8,484
应收账款及应收票据	243	418	430	462	502	销售成本	(2,951)	(2,924)	(2,982)	(3,096)	(3,466)
预付账款	202	332	341	366	398	其他经营净收益	208	310	268	288	313
存货	6,383	7,503	7,654	7,947	8,896	销售费用	(1,627)	(1,611)	(1,651)	(1,772)	(1,926)
其他流动资产	(0)	(0)	(0)	0	0	管理费用	(589)	(929)	(855)	(605)	(658)
流动资产合计	12,882	14,456	14,807	15,626	17,242	应收账款减值损失	3	(5)	(9)	(10)	(10)
固定资产	4,513	4,998	5,698	6,205	6,590	营业利润	2,075	1,907	2,043	2,611	2,737
递延所得税资产	183	153	153	153	153	财务费用	(4)	(13)	(30)	(41)	(55)
其他非流动资产	(0)	0	0	0	0	其他金融工具公允价值变动	815	0	0	0	0
非流动资产合计	4,696	5,151	5,851	6,358	6,743	税前利润	2,886	1,894	2,013	2,570	2,682
资产总计	17,578	19,607	20,658	21,985	23,986	所得税	(559)	(571)	(564)	(720)	(751)
短期借款	37	510	971	1,078	1,682	净利润	2,327	1,324	1,450	1,850	1,931
应付账款	1,070	1,425	1,466	1,574	1,711	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款及其他应付款项	3,436	3,429	3,528	3,788	4,117	归属于母公司净利润	2,327	1,324	1,450	1,850	1,931
应付关联方款项	0	0	0	0	0	每股基本收益 (元)	0.71	0.39	0.43	0.55	0.57
其他流动负债	310	240	240	240	240	每股稀释收益 (元)	0.71	0.39	0.43	0.55	0.57
流动负债合计	4,853	5,604	6,205	6,680	7,749	<b>主要财务比率</b>					
长期借款	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	49	51	51	51	51	成长能力					
非流动负债合计	49	51	51	51	51	营业收入	20.1%	0.5%	2.9%	7.4%	8.7%
负债合计	4,902	5,655	6,256	6,731	7,800	营业利润	30.1%	-8.1%	7.1%	27.8%	4.8%
少数股东权益	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	126.0%	-43.1%	9.5%	27.7%	4.4%
股本	0	0	0	0	0	获利能力					
储备	12,676	13,952	14,402	15,254	16,185	毛利率	58.0%	58.6%	59.0%	60.3%	59.1%
权益合计	12,676	13,952	14,402	15,254	16,185	净利率	33.1%	18.7%	19.9%	23.7%	22.8%
负债和权益总计	17,578	19,607	20,658	21,985	23,986	ROE	18.4%	9.5%	10.1%	12.1%	11.9%
						ROA	13.2%	6.8%	7.0%	8.4%	8.1%
						偿债能力					
						资产负债率	27.9%	28.8%	30.3%	30.6%	32.5%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.65	2.58	2.39	2.34	2.22
						速动比率	1.34	1.24	1.15	1.15	1.08
						营运能力					
						应收账款周转天数	12.6	21.6	21.6	21.6	21.6
						存货周转天数	789.7	936.7	936.7	936.7	936.7
						总资产周转天数	912.6	1,012.7	1,037.0	1,027.9	1,031.9
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.71	0.39	0.43	0.55	0.57
						每股经营现金流	0.11	0.23	0.49	0.63	0.49
						每股净资产	3.87	3.84	3.97	4.22	4.49
						估值比率					
						市盈率	8.6	15.7	14.4	11.3	10.8
						市净率	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
						EV/EBITDA	4.5	6.7	6.7	5.2	5.0
						EV/EBIT	4.9	7.9	7.5	5.8	5.5

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。