



珍酒李渡 (06979.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

表观压力释放，新品起量可期

业绩简评

2025 年 8 月 22 日公司披露 25 年中期业绩，期内实现营收 24.97 亿元，同比-39.6%；归母净利 5.75 亿元，同比-23.5%；经调整净利 6.13 亿元，同比-39.8%。

经营分析

分产品来看：25H1 珍酒/李渡/湘窖/开口笑分别实现营收 14.9/6.1/2.8/0.8 亿元，同比-45%/-9%/-39%/-64%，其中销量分别-33%/+28%/-36%/-62%，吨价分别-17%/-29%/-4%/-4%，毛利率分别-0.9/-0.3/-0.1/-3.9pct。

25H1 公司推出珍 50、2014 真实年份、珍 10、大珍、李渡高粱 1965 等产品，珍 10/李渡王满堂红等产品主打宴席场景，大珍补足珍 15/珍 30 间价位空缺、并推出万商联盟模式，该模式的优势包括：优选直达 C 端的联盟商，实施严格的供应控制、减轻销售压力&降低窜货乱价风险，建立短中长期利益联盟，提供极具吸引力的渠道利润，目前大珍联盟商已超 2100 家，预计 25H2 起能带来显著增量。大珍的运作也建立在公司珍酒内高档酒事业部的运营经验之上，高档酒事业部 25H1 也是珍酒表现最佳的部门。

分价位来看：25H1 高端/次高端/中端及以下分别实现营收 5.8/9.8/9.4 亿元，同比-47%/-42%/-31%，毛利率分别-2.2/+2.3/+2.7pct；高端价位毛利率回落主要源于内部结构调整，次高端及以下价位毛利率提升主要源于自产基酒逐步替代+包材等成本优化+低毛利产品销量下滑致使内部结构优化。

从报表质量看：1) 25H1 整体毛利率同比+0.3pct 至 59.0%，销售及经销开支占比同比+0.4pct 至 22.2%（绝对值同比-38.5%），行政开支占比同比+3.1pct 至 9.8%（绝对值同比-11.3%）；经调整净利率-0.1pct 至 24.6%；2) 25H1 末应计返利/预收客户款项余额分别 4.9/14.3 亿元，较 24 年末-1.9/-3.3 亿元。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年收入分别-20.4%/+11.7%/+16.8%；归母净利分别-1.9%/+19.6%/+28.4%，当前股价对应 PE 为 23.4X/19.6X/15.3X，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期；次高端竞争加剧风险；新品销售不及预期；政策风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬（执业 S1130524040003）

yetao@gjzq.com.cn

市价（港币）：9.860 元

相关报告：

1. 《珍酒李渡港股公司点评：24 年业绩符合预期，降速固基稳势能》，2025.3.21



公司基本情况（人民币）

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,030	7,067	5,622	6,280	7,336
营业收入增长率	20.1%	0.5%	-20.4%	11.7%	16.8%
归母净利润(百万元)	2,327	1,324	1,298	1,552	1,992
归母净利润增长率	126.0%	-43.1%	-1.9%	19.6%	28.4%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.39	0.38	0.46	0.59
每股经营性现金流净额	0.11	0.23	-0.03	0.22	0.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.36%	9.49%	8.92%	10.12%	12.08%
P/E	13.01	15.82	23.43	19.59	15.26
P/B	2.31	1.50	2.09	1.98	1.84

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,856	7,030	7,067	5,622	6,280	7,336
增长率	14.8%	20.1%	0.5%	-20.4%	11.7%	16.8%
主营业务成本	2,617	2,951	2,924	2,309	2,556	2,957
%销售收入	44.7%	42.0%	41.4%	41.1%	40.7%	40.3%
毛利	3,239	4,080	4,143	3,314	3,723	4,380
%销售收入	55.3%	58.0%	58.6%	58.9%	59.3%	59.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,342	1,627	1,611	1,209	1,309	1,509
%销售收入	22.9%	23.1%	22.8%	21.5%	20.8%	20.6%
管理费用	381	479	576	536	556	606
%销售收入	6.5%	6.8%	8.2%	9.5%	8.9%	8.3%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,434	2,731	1,907	1,830	2,154	2,677
%销售收入	24.5%	38.8%	27.0%	32.5%	34.3%	36.5%
财务费用	-1	-155	13	17	13	7
%销售收入	0.0%	-2.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,536	1,933	1,597	1,569	1,859	2,265
营业利润率	26.2%	27.5%	22.6%	27.9%	29.6%	30.9%
营业外收支						
税前利润	1,435	2,886	1,894	1,813	2,141	2,671
利润率	24.5%	41.0%	26.8%	32.2%	34.1%	36.4%
所得税	405	559	571	515	589	678
所得税率	28.2%	19.4%	30.1%	28.4%	27.5%	25.4%
净利润	1,030	2,327	1,324	1,298	1,552	1,992
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,030	2,327	1,324	1,298	1,552	1,992
净利率	17.6%	33.1%	18.7%	23.1%	24.7%	27.2%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,030	2,327	1,324	1,298	1,552	1,992
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-401	-684	101	-244	-282	-406
非经营收益						
营运资金变动	-1,497	-1,541	-996	-1,402	-779	-773
经营活动现金净流	-711	361	781	-115	741	1,060
资本开支	-1,422	-961	-1,076	-620	-420	-320
投资	0	0	119	0	0	0
其他	34	121	190	323	295	412
投资活动现金净流	-1,389	-840	-767	-297	-125	92
股权募资	3,328	4,526	0	0	0	0
债权募资	-881	-31	454	120	-410	0
其他	-228	-4	-670	-713	-779	-849
筹资活动现金净流	2,220	4,491	-216	-593	-1,189	-849
现金净流量	139	4,087	-120	-1,005	-573	304

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,683	5,771	5,650	4,645	4,072	4,376
应收款项	424	445	750	750	802	897
存货	5,139	6,383	7,503	8,657	9,800	11,170
其他流动资产	0	283	552	506	565	660
流动资产	7,246	12,882	14,456	14,558	15,239	17,103
%总资产	65.5%	73.3%	73.7%	72.6%	72.9%	74.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2,429	3,107	3,733	4,105	4,261	4,319
%总资产	22.0%	17.7%	19.0%	20.5%	20.4%	18.9%
无形资产	58	43	32	48	62	77
非流动资产	3,813	4,696	5,151	5,486	5,657	5,730
%总资产	34.5%	26.7%	26.3%	27.4%	27.1%	25.1%
资产总计	11,059	17,578	19,607	20,045	20,896	22,832
短期借款	37	37	510	410	0	0
应付款项	1,046	1,070	1,425	1,539	1,633	1,807
其他流动负债	3,490	3,746	3,669	3,261	3,642	4,255
流动负债	4,572	4,853	5,604	5,210	5,276	6,062
长期贷款	0	0	0	220	220	220
其他长期负债	10,302	49	51	61	61	61
负债	14,874	4,902	5,655	5,491	5,556	6,343
普通股股东权益	-3,815	12,676	13,952	14,554	15,340	16,490
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	-2,987	13,225	14,380	14,982	15,768	16,918
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	11,059	17,578	19,607	20,045	20,896	22,832

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.00	0.78	0.40	0.38	0.46	0.59
每股净资产	-1.13	3.87	4.12	4.29	4.53	4.87
每股经营现金净流	-0.21	0.11	0.23	-0.03	0.22	0.31
每股股利	0.00	0.16	0.19	0.20	0.22	0.24
回报率						
净资产收益率	-26.99%	18.36%	9.49%	8.92%	10.12%	12.08%
总资产收益率	9.31%	13.24%	6.75%	6.48%	7.43%	8.73%
投入资本收益率	-27.23%	17.32%	9.21%	8.63%	10.04%	11.95%
增长率						
主营业务收入增长率	14.79%	20.06%	0.52%	-20.44%	11.70%	16.82%
EBIT 增长率	0.11%	90.45%	-30.15%	-4.06%	17.70%	24.31%
净利润增长率	-0.23%	125.96%	-43.12%	-1.94%	19.59%	28.35%
总资产增长率	44.67%	58.95%	11.54%	2.23%	4.25%	9.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.5	10.8	16.8	28.4	27.4	25.0
存货周转天数	604.4	702.9	854.9	1,260.0	1,299.6	1,276.6
应付账款周转天数	109.8	129.1	153.6	231.1	223.4	209.4
固定资产周转天数	115.1	141.7	174.2	251.0	239.8	210.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-226.86%	-44.85%	-36.48%	-27.17%	-24.72%	-24.83%
EBIT 利息保障倍数	48.7	618.6	148.0	107.0	168.9	405.6
资产负债率	134.50%	27.89%	28.84%	27.39%	26.59%	27.78%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	9	10	13	31
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.10	1.17	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究