

公司研究

调整去库，期待新品

——珍酒李渡（6979.HK）2025 年中期业绩点评

要点

事件：珍酒李渡发布 2025 年中期业绩，25 年上半年实现收入 24.97 亿元、同比下滑 39.6%，实现归母净利润 5.7 亿元、同比下滑 23.5%，经调整净利润 6.1 亿元、同比下滑 39.8%。

25H1 调整释放压力。公司上半年调整销售节奏、缓解渠道压力，收入同比下滑约 40%。分品牌看，25H1 珍酒/李渡/湘窖/开口笑品牌收入分别为 14.92/6.11/2.77/0.81 亿元，同比-44.8%/-9.4%/-38.7%/-63.9%。珍酒品牌主动调整、收入下滑幅度相对较高，其中高档酒事业部在上半年表现最佳，珍十五、珍三十去库调整。公司持续推新，积极探索新的销售模式以及消费场景，上半年推出高端珍五十、2014 真实年份酒、以及聚焦宴席市场的珍十系列，25 年 6 月推出战略级新品“大珍”，探索万商联盟模式开展招商，以解决当下渠道痛点。李渡收入下滑幅度较小，主要系次高端及中端产品、宴席场景等有所补充，上半年公司推出李渡高粱 1965、拓展次高端价格带，“李渡王”系列亦发力宴席市场。湘窖收入下滑主因浓香系列销售额大幅下滑，开口笑收入下滑最多，受二季度湖南当地餐饮及宴席需求不振影响。2) 分量价看，25H1 珍酒品牌销量/均价同比-33.5%/-17.0%，李渡品牌销量/均价同比+27.8%/-29.1%，珍酒品牌均价下滑幅度相对有限，李渡品牌因次高端及中端产品放量、均价同比明显下滑。

毛利率/销售费用率相对稳定。1) 25H1 集团整体毛利率 59%、同比+0.2pct，虽然高端需求场景不振，但公司毛利率保持稳定，主要系毛利率水平更高的李渡品牌收入贡献增加、以及自酿基酒替代外采基酒推动成本优化。分品牌，25H1 珍酒/李渡/湘窖/开口笑毛利率分别-0.9/-0.3/-0.1/-4.0pct，其中珍酒品牌毛利率下滑幅度可控，虽然珍十五/珍三十等次高端及以上产品收入调整，但自产基酒带来的成本端优化冲抵了部分结构影响。2) 25H1 销售及经销费用占营收比例 22.2%、同比略提升 0.4pct，公司优化销售团队人效、提高营销投入回报率，销售费用率相对稳定，25H1 行政费用占营收比例同比提升 3.1pct，主要系规模效应弱化。25H1 经调整净利率 24.6%、同比基本稳定。

盈利预测、估值与评级：考虑公司主动调整、行业景气度仍有待恢复，下调 2025-27 年经调整净利润预测为 12.21/13.50/14.50 亿元（较前次预测下调 29.7%/28.2%/29.4%），折合 EPS 为 0.36/0.40/0.43 元，当前股价对应 P/E 为 26/23/22 倍。公司调整后有望轻装上阵，“大珍”采取创新模式招商，后续有望成为新增长极，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	5188	5707	6091
营业收入增长率	20.06%	0.52%	-26.59%	10.02%	6.73%
净利润（百万元）	2327	1324	1145	1350	1450
经调整净利润（百万元）	1623	1676	1221	1350	1450
经调整净利润增长率	35.52%	3.31%	-27.14%	10.53%	7.38%
经调整 EPS（元）	0.46	0.49	0.36	0.40	0.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.36%	9.49%	7.54%	8.17%	8.07%
P/E	19	19	26	23	22
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-8-29，注：1HKD=0.915CNY

买入（维持）

当前价：10.15 港元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

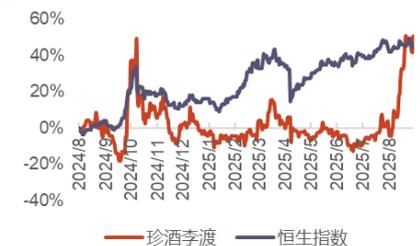
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	33.89
总市值(亿港元)	343.95
一年最低/最高(港元)	5.89/10.85
近 3 月换手率	29.29%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	45.62%	55.67%	53.28%
绝对	47.37%	49.29%	12.29%

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	5188	5707	6091
营业成本	2951	2924	2142	2357	2504
营业毛利	4080	4143	3046	3350	3588
销售费用	1627	1611	1152	1267	1352
行政费用	479	576	462	468	499
其他收入	208	310	227	250	267
其他费用	-3	5	3	3	3
EBITDA	2375	2260	2034	2413	2635
折旧及摊销	260	352	455	551	635
EBIT	2116	1907	1580	1862	2000
财务开支净额	4	13	12	13	14
EBT	2886	1894	1568	1849	1986
所得税	559	571	423	499	536
净利润 (不含少数股东损益)	2327	1324	1145	1350	1450
经调整净利润	1623	1676	1221	1350	1450
股本 (百万股)	3389	3389	3389	3389	3389
经调整 EPS (元)	0.48	0.49	0.36	0.40	0.43

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12882	14456	13881	15276	15406
现金及现金等价物	6053	6202	6526	5455	6976
存货	6383	7503	6777	8937	7754
贸易及其他应收款项	243	418	308	491	362
其他流动资产	202	332	270	392	315
非流动资产	4696	5151	6194	7189	8043
物业、厂房及设备	4513	4998	6041	7036	7890
其他非流动资产	183	153	153	153	153
总资产	17578	19607	20075	22465	23449
流动负债	4853	5604	4851	5890	5426
贸易及其他应付款项	1070	1425	1103	1066	1238
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	2997	4074	3437
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	4901	5941	5476
股本	0	0	0	0	0
储备	12676	13952	15173	16523	17973
股东权益合计 (不含少数股东权益)	12676	13952	15173	16523	17973
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	15173	16523	17973
负债及股东权益合计	17578	19607	20075	22465	23449

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	361	781	1623	310	2792
除税前(亏损)/溢利	2886	1894	1568	1849	1986
折旧摊销	260	352	422	473	504
营运资本变化	-1320	-1077	145	-1426	925
其他非现金调整	-1464	-389	-511	-586	-622
投资活动现金流	-1324	-1537	-1365	-1368	-1258
资本性支出	-1510	-1805	-1500	-1510	-1407
其他投资活动产生的现金流量净额	186	268	135	142	149
融资活动现金流	5045	455	65	-13	-14
偿还借款	0	0	0	0	0
债务增加	0	474	0	0	0
已付利息	-2	-11	-10	-11	-12
其他融资活动产生的现金流	5046	-8	75	-2	-2
净现金流	4082	-301	324	-1071	1520

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
行业及公司评级	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