



酱酒持续承压 期待新品新模式下稳价放量

2025 年 09 月 05 日



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师：孙冉

执业证号：S0100522110004

邮箱：sunran@glms.com.cn

➤ **事件：**公司发布 2025 年中报，25 年上半年公司累计实现营 24.97 亿元，同比-39.6%，权益股东应占利润 5.75 亿元，同比-23.54%，经调整净利润 6.13 亿元，同比-39.8%。

➤ **主业承压量缩价减，新品“大珍”万商联盟模式下有望绑定厂商长期利益实现逆周期稳健放量。**25H1 营收 24.97 亿元/同比-39.6%，总销量 0.91 万吨/同比-39.6%，每吨均价 27.37 万元/同比-6.2%，整体呈现量减、价小幅下降趋势。

分品牌看：

- ①**珍酒** 25H1 营收 14.92 亿元，同比-44.8%，占比下降 5.64pcts 至 59.74%。量价分拆看：销量同比-33.5%，吨价同比-17.0%，量缩价跌主因酱酒行情持续低迷，公司为维持健康的渠道库存水平严格控制销售节奏。毛利率下降 0.9pcts 至 58.3%，自产基酒替代第三方外采对成本端优化被结构下行抵消，毛利率整体呈现下行。6 月新发旗舰单品“大珍”定价 888 元/瓶，定位次高端酱酒，预计将以 600 元的终端价格填补珍 15 和珍 30 的空缺，新品铺市高举高打，有望在下半年贡献增量。
- ②**李渡** 25H1 营收 6.11 亿元，同比-9.4%。营收下滑幅度小于大盘主因品牌适时调整经营战略，25H1 李渡王系列推出大众价位带新品，成功抢占宴席市场，实现逆周期新品培育及放量。25H1 销量同比+27.8%，吨价同比-29.1%，新品放量后对结构多有拖累。毛利率下降 0.3pcts 至 66.50%，包材基酒成本优化与结构下行抵消，毛利率水平保持平稳。
- ③**湘窖** 25H1 营收 2.77 亿元，同比-38.7%，主因浓香系列大幅下滑，销量同比-36.4%，吨价同比-3.6%。
- ④**开口笑** 25H1 营收 0.81 亿元，同比-63.9%，销量同比-62.4%，吨价-4.0%，主因餐饮疲软、省内竞争加剧。

• **分价位段看：**高端/次高端/中端及以下分别实现营收 5.75/9.82/9.40 亿元，同比-47.3%/-41.6%/-30.9%，次高端及以上下滑幅度较大主因政策影响下商务宴请、送礼大幅缩减。毛利率分别为 67.7%/65.7%/46.8%，同比-2.2/+2.4/+2.6pcts，次高端以下毛利率提升主因增加自产基酒比例及优化包装材料降低成本。

• **分渠道看：**25H1 经销商/体验店/零售商分别 3259/1025/2835 家，分别较 24 年末净增加 55/-72/-499 家。公司 5 月以来积极推广“万商联盟”模式，目前已有 2116 家经销商签约并缴纳定金，1000 家以上发货，旨在通过打造厂商短中长期利益互利模式，增加市场渗透，加快渠道周转速度并稳定经销渠道的价格体系，实现逆周期下稳价增长，

➤ **结构下移对毛利率的拖累被基酒自产、包材成本优化抵消，业绩蓄水池缩水。**25H1 毛利率同比+0.3pct 至 59.0%，销售费用率同比+0.39pct 至 22.24%，管

推荐

当前价格：

维持评级

9.64 港元

相关研究

1. 珍酒李渡 (6979.HK) 2024 年中报点评：产品结构升级，业绩实现高增-2024/08/23
2. 珍酒李渡 (6979.HK) 2023 年年报点评：23 年稳健收官，高质量增长可期-2024/03/28
3. 珍酒李渡 (6979.HK) 首次覆盖报告：匠心筑珍品，发展多引擎-2023/10/28

理费用率同比-1.79pcts至11.30%，归母净利率+4.83pcts至23.02%，经调整归母净利率24.6%，同比持平；25H1预收客户款项14.3亿元，较24年末减少3.3亿元，业绩蓄水池收缩。

► **投资建议：**公司逆周期下保持战略定力，视渠道健康优先于业绩增长，聚焦长期可持续发展，下半年旗舰单品大珍在中长期厂商互利的新模式下有望实现稳价增长，预计25-27年分别实现经调整净利润12.26/13.10/15.67亿元，同比-24.4%/+6.9%/+19.6%，当前股价对应PE为25/23/19倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新品招商铺市进度不及预期；税收等产业政策调整的不确定性风险；供需不均衡导致的批发价格波动风险；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,067	5,484	6,106	7,154
增长率 (%)	0.5	-22.4	11.3	17.2
经调整净利润	1,623	1,226	1,310	1,567
增长率 (%)	35.5	-24.4	6.9	19.6
EPS(基于经调整净利润)	0.48	0.36	0.39	0.46
P/E(基于经调整净利润)	19	25	23	19
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年9月5日收盘价，汇率1HKD=0.93RMB）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	14,456	15,063	15,914	17,459
现金及现金等价物	5,650	5,411	5,172	4,996
应收账款及票据	418	228	253	297
存货	7,503	8,994	10,009	11,603
其他	884	431	480	562
非流动资产合计	5,151	5,247	5,380	5,494
固定资产	3,733	3,881	4,014	4,129
商誉及无形资产	32	32	32	32
其他	1,386	1,334	1,334	1,334
资产合计	19,607	20,310	21,294	22,953
流动负债合计	5,604	5,578	5,639	6,319
短期借贷	510	510	510	510
应付账款及票据	1,425	2,056	1,775	1,879
其他	3,669	3,012	3,354	3,930
非流动负债合计	51	311	511	611
长期借贷	0	250	450	550
其他	51	61	61	61
负债合计	5,655	5,889	6,150	6,930
普通股股本	0	0	0	0
储备	13,952	14,421	15,144	16,023
归属母公司股东权益	13,952	14,421	15,144	16,023
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	13,952	14,421	15,144	16,023
负债和股东权益合计	19,607	20,310	21,294	22,953

现金流量表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	781	402	443	796
净利润	1,324	1,126	1,310	1,567
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	352	352	367	385
营运资金变动及其他	-895	-1,076	-1,234	-1,156
投资活动现金流	-767	-219	-283	-372
资本支出	-1,076	-500	-500	-500
其他投资	309	281	217	128
筹资活动现金流	-216	-422	-400	-600
借款增加	454	250	200	100
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-693	-657	-587	-688
其他	23	-15	-13	-12
现金净增加额	-120	-239	-239	-175

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,067	5,484	6,106	7,154
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,924	2,313	2,556	2,942
销售费用	1,611	1,371	1,478	1,660
管理费用	576	466	501	572
研发费用	0	0	0	0
财务费用	13	15	13	12
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	305	213	211	121
除税前利润	1,894	1,532	1,771	2,089
所得税	571	406	460	522
净利润	1,324	1,126	1,310	1,567
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,324	1,126	1,310	1,567
EBIT	1,907	1,547	1,783	2,101
EBITDA	2,260	1,899	2,150	2,486
EPS (元)	0.39	0.33	0.39	0.46

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	0.52	-22.40	11.35	17.16
归属母公司净利润	-43.12	-14.92	16.35	19.59
盈利能力(%)				
毛利率	58.63	57.83	58.15	58.88
净利率	18.73	20.54	21.46	21.90
ROE	9.49	7.81	8.65	9.78
ROIC	9.21	7.49	8.19	9.22
偿债能力				
资产负债率(%)	28.84	29.00	28.88	30.19
净负债比率(%)	-36.84	-32.25	-27.81	-24.57
流动比率	2.58	2.70	2.82	2.76
速动比率	1.14	1.05	1.00	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.27	0.29	0.32
应收账款周转率	21.37	16.98	25.39	26.01
应付账款周转率	2.34	1.33	1.33	1.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.33	0.39	0.46
每股经营现金流	0.23	0.12	0.13	0.24
每股净资产	4.12	4.26	4.47	4.73
估值比率				
P/E	23	27	23	19
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	11.65	13.86	12.24	10.59

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048