

2025 年 09 月 17 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

严控节奏释放压力，产品渠道双轮驱动

—珍酒李渡（6979.HK）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

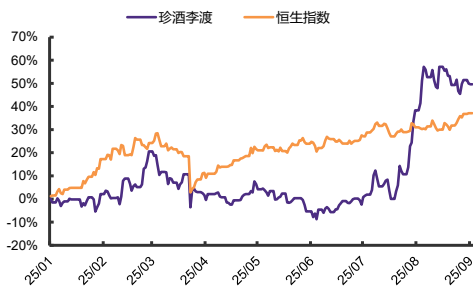
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	9.66
总市值（亿港元）	327.3
总股本（百万股）	3,388.6
流通股本（百万股）	3,388.6
52 周价格范围（港元）	5.56-10.9
日均成交额（百万港元）	85.4

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《珍酒李渡（6979）：业绩符合预期，结构优化保质增长》2025-03-23

2025 年 8 月 22 日，珍酒李渡发布 2025 年半年度业绩公告。2025H1 总营收 24.97 亿元（同减 40%），净利润 5.75 亿元（同减 24%）。

投资要点

■ 营收持续承压，盈利保持稳定

2025H1 毛利率同增 0.3pct 至 59.04%，主要系高毛利品牌李渡收入占比增加，以及珍酒逐步替换自产基酒降低生产成本所致；销售/管理费用率分别同增 1pct/3pct 至 22.24%/9.76%，主要系营收减少使单位成本上升所致；净利率同增 5pct 至 23.02%。受周期下行及高基数影响，公司业绩整体承压。

■ 严控节奏释放压力，大珍构筑第三曲线

分品牌看，2025H1 公司珍酒收入同减 45%至 14.92 亿元，主要系白酒消费不振，公司为维持健康渠道库存水平严控销售节奏所致；李渡收入同减 9%至 6.11 亿元，主要系公司聚焦次高端与中端价格带产品、利用婚宴及毕业庆功宴等关键消费场景部分抵消白酒消费压力所致；湘窖收入同减 39%至 2.77 亿元，主要系龙匠与浓香系列销售承压所致；开口笑同减 64%至 0.81 亿元，主要系二季度湖南省本地餐饮疲软，叠加中端及以下品牌竞争加剧所致。上半年公司推出全新旗舰产品“大珍”，定位协同珍 15、珍 30 系列，高质价比有望构筑珍酒第三增长曲线。

■ 万商联盟渠道革新，精准触达严格把控

分渠道看，2025H1 公司经销/直销收入分别同减 42%/17%至 21.97/3.00 亿元，直销降幅较低主要系个人消费及家庭聚会需求较宴席礼赠需求稳定，电商渠道收入降幅远小于线下渠道降幅所致。随着白酒行业进入深度调整期，公司积极推进渠道创新，继 2024 年发起的珍酒双渠道发展模式后，2025 年 6 月正式推出万商联盟模式，直接筛选授权强终端触达的联盟商，严控供应配额，杜绝窜货乱价，并通过分阶段激励机制绑定利益，保障长期健康发展。

盈利预测

公司坚持强化品牌布局，推出多款差异化战略单品，覆盖价格带进一步拓展，并聚焦长期健康发展，持续推动渠道革新。根据 2025 年半年度业绩公告，我们调整公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.35/0.41/0.48（前值为 0.48/0.53/0.60）元，当前股价对应 PE 分别为 26/22/19 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险，产品推广不及预期。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,067	5,290	6,098	6,861
YoY	0.5%	-25.1%	15.3%	12.5%
净利润(百万元)	1324	1172	1394	1614
YoY	-43.1%	-11.5%	18.9%	15.8%
每股收益(元)	0.39	0.35	0.41	0.48
EBIT Margin	27.7%	27.3%	28.5%	29.6%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	7.7%	8.4%	8.9%
市盈率 (PE)	23.0	26.0	21.9	18.9
EV/EBITDA	16.6	22.0	18.9	16.7
市净率 (PB)	2.19	2.02	1.85	1.68

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5650	8383	9941	11870
应收款	750	464	501	526
存货	7503	4846	5253	5513
其他流动资产	552	317	366	412
流动资产合计	14456	14011	16061	18321
固定资产	3733	3524	3310	3096
无形资产及其他	32	64	92	114
投资性房地产	1386	1386	1386	1386
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	19607	18984	20849	22917
短期借款及交易性金融负债	510	194	247	317
应付款项	1828	1077	1143	1206
其他流动负债	3266	2488	2841	3162
流动负债合计	5604	3760	4231	4685
长期借款及应付债券	0	50	50	50
其他长期负债	51	51	51	51
长期负债合计	51	101	101	101
负债合计	5655	3860	4332	4786
所有者权益				
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	13952	15124	16517	18131
负债和股东权益总计	19607	18984	20849	22917

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.39	0.35	0.41	0.48
每股红利	0.12	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.12	4.46	4.87	5.35
ROIC	10%	8%	10%	12%
ROE	9%	8%	8%	9%
毛利率	59%	59%	60%	60%
EBIT Margin	28%	27%	28%	30%
EBITDA Margin	33%	31%	32%	33%
收入增长	1%	-25%	15%	13%
净利润增长率	-43%	-11%	19%	16%
资产负债率	29%	20%	21%	21%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	23.0	26.0	21.9	18.9
P/B	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	17	22	19	17

资料来源：Wind、华鑫证券研究

注：PE 换算对应汇率为：港元兑人民币：0.932

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7067	5290	6098	6861
营业成本	2924	2175	2469	2730
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	1611	1217	1384	1544
管理费用	576	452	508	557
财务费用	-13	13	9	11
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	-74	218	221	223
营业利润	1894	1650	1949	2241
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	1894	1650	1949	2241
所得税费用	571	479	555	628
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1324	1172	1394	1614

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1324	1172	1394	1614
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	352	218	221	223
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-13	13	9	11
营运资本变动	-1255	1650	-74	53
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	421	3039	1541	1889
资本开支	-1021	-40	-36	-30
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	-1021	-40	-36	-30
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	50	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	480	-316	53	70
融资活动现金流	480	-266	53	70
现金净变动	-120	2733	1557	1929
货币资金的期初余额	5771	5650	8383	9941
货币资金的期末余额	5650	8383	9941	11870
企业自由现金流	-557	2854	1353	1707
权益自由现金流	-69	2579	1399	1769

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。