

珍酒李渡（06979）

证券研究报告

2025 年 09 月 29 日

调整期释压，25H2 “大珍”新模式放量可期

事件：公司发布 2025 年中报。2025H1 公司营业收入/净利润/经调净利润分别为 24.97/5.75/6.13 亿元（同比-39.6%/-23.5%/-39.8%）。

商务场景受限业绩阶段承压，25H2 期待“大珍”新品放量。25H1 公司酒类业务营收 24.97 亿元（同比-39.58%），量价来看，销量同比-35.58%至 9125 吨，吨价同比-6.20%至 27.37 万元/吨。

分品牌看，珍酒/李渡/湘窖/开口笑营收分别为 14.92/6.11/2.77/0.81 亿元（同比 -44.80%/-9.40%/-38.73%/-63.91%），毛利率分别为 58.3%/66.5%/58.7%/41.7%（同比-0.90pcts/-0.30pcts/-0.10pcts/-4.00pcts）。其中，珍酒/李渡/湘窖销量分别同比-33.47%/+27.79%/-36.42%，吨价同比-17.03%/-29.09%/-3.63%。25H1 公司推出“大珍”新品，期待新品成为公司营收新的增长极，推动珍酒走出调整。

分价位带看，25H1 高端/次高端/中端及以下营收分别为 5.75/9.82/9.40 亿元（同比-47.28%/-41.58%/-30.95%），毛利率分别为 67.7%/65.7%/46.8%（同比-2.20pcts/+2.40pcts/+2.60pcts）。高端、次高端承压相对更为明显，我们认为或主要系商务场景需求相对疲软。

分渠道看，25H1 公司经销商、直销营收分别为 21.97/3.00 亿元（同比-41.78%/-16.57%），经销合作伙伴、体验店、零售商数量同比分别 +152/-36/-357 家至 3259/1025/2835 家。

自有产能释放贡献毛利率提升。25H1 公司毛利率提升 0.28pcts 至 59.04%，归母净利率提升 4.83pcts 至 23.02%，销售费用率、管理费用率分别 +1.15/+3.34pcts 至 22.24%/9.76%。毛利率提升预计主要系：1、毛利率更高的李渡占比提升；2、自有产能释放取代外购降低单位成本。

25 年保持战略定力，多措并举促增长。25 年公司顺应需求变化，产品侧重次高端&中端价位，渠道加大宴席场景拓展，多措并举有望推动公司稳健增长。考虑当前白酒行业整体仍处于调整期，我们调低 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年，公司实现营业收入 59.78、65.90、71.41 亿元（前值 73.28、81.00、87.86 亿元），实现归母净利润 10.73、12.94、17.00 亿元（前值 15.25、18.20、23.05 亿元），对应 PE（2025-09-29 收盘）为 26.58、22.03、16.77X，维持“买入”评级。

风险提示：1、珍酒全国化扩张不及预期；2、酱酒行业竞争加剧；3、白酒消费需求复苏不及预期；4、湖南白酒市场竞争加剧；5、李渡全国化不及预期。

投资评级

行业	必需性消费/食品饮料
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.21 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,388.62
港股总市值(百万港元)	31,209.22
每股净资产(港元)	4.49
资产负债率(%)	27.62
一年内最高/最低(港元)	10.90/5.86

作者

张潇倩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060003	
zhangxiaolian@tfzq.com	
唐家全	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110003	
tangjiaquan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《珍酒李渡-公司点评:24H2 着眼长线主动降速，25 年高质量增长可期》
2025-03-27
- 2 《珍酒李渡-首次覆盖报告:三级引擎齐发力，珍酒李渡成长可期》
2024-10-14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com