

食品饮料

2026年04月03日

珍酒李渡

(06979)

—— 25 年报点评：业绩符合预期，释压与创新并举破局

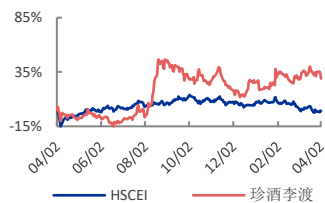
报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (下调)

市场数据：2026年04月02日

收盘价 (港币)	8.94
恒生中国企业指数	8456.92
52 周最高/最低 (港币)	10.90/5.86
H 股市值 (亿港元)	302.94
流通 H 股 (百万股)	3,388.62
汇率 (港币/人民币)	0.8788

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年年度业绩，根据公司公告，2025 年，公司实现营业收入 36.5 亿元，同比下降 48.3%；归母净利润 5.38 亿元，同比下降 59.3%；经调整净利润 5.23 亿元，同比下降 68.8%，业绩符合预期。公司拟派息每股 0.07 港币，分红总额 2.18 亿人民币，分红率（分红金额/归母净利润）达 41%。
- **投资评级与估值：**预计公司在 25 年各产品大幅去库后，珍酒有望凭借万商联盟逐步实现回款修复，综合考虑白酒行业深度调整和公司经营情况，下调 26-27 年盈利预测，新增 28 年盈利预测，预测公司 26-28 年 Non-GAAP 净利润分别为 5.79、6.50、7.32 亿，同比增长 10.7%、12.2%、12.7%（26-27 年前次预测 Non-GAAP 净利润分别为 15.7/16.3 亿），当前市值对应 PE 估值分别为 46x、41x、36x，考虑短期次高酒企竞争压力仍强，公司与可比公司比较估值仍处合理区间，下调至“增持”评级。
- **25 年报表大幅出清，释压与创新并举破局。** 25H2 公司收入/归母净利润分别达 11.5 亿元/-0.4 亿元，同比-60.7%/转亏。全年口径来看，分品牌看，2025 年全年珍酒/李渡/湘窖/开口笑分别实现营业收入 19.2/10.9/4.7/1 亿元，四大品牌营业收入分别同比变化-57.1%/-17.3%/-41.6%/-69.7%。25H2 珍酒/李渡/湘窖/开口笑收入 4.3/4.7/1.9/0.2 亿元，同比变化-75.8%/-25.7%/-45.4%/-81.2%，其中销量同比变化-67.94%/-22.68%/-18.84%/-59.05%，吨价变化-24.6%/-3.9%/-32.7%/-54%。面对外部环境变化及价格带内竞争加剧，25H2 公司原大单品珍十五及珍三十系列聚焦去库，同时推出“大珍”及万商联盟模式。截至 25 年末在促进销售、吸引优质经销商及提升珍酒品牌知名度等方面取得一定进展，成为 25H2 次高端价位带回款主要支撑。25H2 经销商/体验店/零售商数量分别较 25H1 环比变化-182/-83/+1429 家，其他品牌中，李渡通过腰部产品及宴席市场布局下滑幅度相对较小。
- **25 年毛利率基本持平，规模效应弱化拖累净利率。** 25 年公司实现 Non-GAAP 净利率 14.3%，同比下降 9.4pct，其中毛利率 58.5%，同比下降 0.2pct，销售及经销费用率为 30.6%，同比提升 7.8pct，主因在销售环境放缓的情况下持续优化营销投入；行政开支费用率 15.5%，同比提升 7.3pct，主因收入下滑削弱规模经济效应，导致行政开支占收入的比例较 2024 年有所上升。Non-GAAP 净利润和归母净利润的区别缩小，区别主要为：1) 2025 年计提股权激励费用 0.26 亿；2) 与联盟商权益支付计划相关的费用 0.11 亿。
- **核心假设风险：**经济下行影响白酒需求。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,067	3,650	4,038	4,559	5,095
同比增长率 (%)	0.52	-48.34	10.61	12.90	11.76
归属普通股股东净利润	1,676	523	579	650	732
同比增长率 (%)	3.31	-68.78	10.65	12.19	12.71
每股收益 (元/股)	0.51	0.16	0.17	0.19	0.22
ROE (%)	9.49	3.96	4.16	4.53	4.95
市盈率	16	51	46	41	36

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

合并利润表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,067	3,650	4,038	4,559	5,095
主营收入	7,067	3,650	4,038	4,559	5,095
营业成本	-2,924	-1,516	-1,680	-1,887	-2,098
销售和管理费用	-2,188	-1,684	-1,861	-2,097	-2,293
研发费用	0	0	0	0	0
其他经营损益	310	286	303	319	306
财务费用	224	136	120	120	115
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值损失	-5	-8	0	0	0
其他非经常性损益	-589	-143	-143	-143	-143
除税前利润	1,894	722	776	871	982
所得税	-571	-183	-197	-221	-249
净利润	1,324	538	579	650	732
少数股东损益及其他	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	1,676	523	579	650	732

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

信息披露
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、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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。