

国内领先的精品酒水渠道商，品牌和渠道优势不断增强

——华致酒行 (300755.SZ) 首次覆盖报告

公司动态

◆深耕酒类消费市场十余年，精品酒水销售国内领先

公司十余年来深耕酒类消费市场，为下游客户和消费者提供白酒、葡萄酒等精品酒水，已经成为国内领先的精品酒水渠道商。公司2018年营收同比增长13.06%，归母净利润同比增长10.94%，扣非归母净利润同比增长22.66%。1Q2019公司经营情况继续向好，营业收入同比增长41.14%，归母净利润同比增长45.16%，扣非归母净利润同比增长25.29%。

◆营销网络覆盖全国，网点不断加密

公司构建了全渠道营销网络体系。截至2018年6月底，公司的销售渠道包括2个华致酒行直营店、149个华致酒行合作店、595个华致酒庄、3584个零售网点、二十多个KA卖场和一百多个经销商。2018年，公司销售渠道共新增华致酒庄223家，零售网点556家，经销商62家。

◆与上游知名酿酒企业的合作关系稳定，并合作开发优质酒品

公司与茅台、五粮液等知名酿酒企业及大型酒类渠道商建立了长期、稳定的合作关系，并与其合作开发了“贵州茅台酒（金）”、“五粮液年份酒”等多款优质酒品，是这些合作产品的全国总经销。

◆品牌认可度不断提升，连续入选“中国500最具价值品牌”

经过多年发展，公司的酒水营销和服务得到了消费者和下游客户的高度认可。“华致酒行”2011年被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，2010-2017年连续入选“中国500最具价值品牌”。

◆首次覆盖，给予“增持”评级

我们认为酒类销售行业处于成长期，公司在行业中具有品牌和渠道优势，公司A股上市后获得资金优势，发展有望加速，我们预测公司2019-2021年全面摊薄EPS分别为1.23/1.56/1.98元。参考可比公司，考虑行业景气度和酒类渠道商A股第一股的稀缺性，我们认为公司的合理市盈率为28X，对应的目标价为34.44元，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：与上游酒企的合作关系未能维持，渠道拓展未达预期，次新股股价波动相对较大。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,407	2,721	3,213	3,837	4,620
营业收入增长率	10.18%	13.06%	18.10%	19.43%	20.40%
净利润（百万元）	203	225	284	361	459
净利润增长率	79.38%	10.94%	26.32%	27.00%	27.27%
EPS（元）	0.88	0.97	1.23	1.56	1.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.02%	16.67%	11.05%	12.56%	14.08%
P/E	37	33	26	21	16
P/B	6.6	5.5	2.9	2.6	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年5月22日

增持（首次）

当前价/目标价：31.97/34.44元

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

邬亮 (执业证书编号：S0930518040003)

010-58452047

wuliang16@ebsecn.com

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsecn.com

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

市场数据

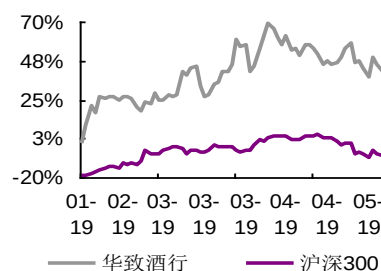
总股本(亿股)：2.32

总市值(亿元)：74.03

一年最低/最高(元)：20.15/42.90

近3月换手率：224.23%

股价表现(上市以来)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.05	3.52	NA
绝对	-12.48	9.52	NA

资料来源：Wind

目 录

1、 国内领先的精品酒水渠道商	4
1.1、 从事酒类营销十余年	4
1.2、 吴向东先生为公司实际控制人	4
2、 酒类流通渠道逐步扁平化，渠道品牌逐步兴起	5
2.1、 酒类流通体制逐步市场化，销售渠道逐步扁平化	5
2.2、 酒类零售终端逐步多元化，在产业链中的话语权逐步增强	5
2.3、 渠道品牌逐步出现，日益获得消费者的认可	6
3、 公司主营业务与盈利模式	7
3.1、 分渠道来看，零售网点仍然是收入最多的渠道，华致品牌门店的毛利率最高	8
3.2、 分产品来看，白酒销售占主营收入的 90%以上，葡萄酒销售的毛利率更高	10
3.3、 分地区来看，华东地区占收入的 40%以上，西南地区毛利率最高	11
4、 公司的竞争优势	11
4.1、 营销网络覆盖全国，网点不断加密	11
4.2、 与上游知名酿酒企业的合作关系稳定	12
4.3、 品牌认可度不断提升	12
5、 盈利预测与投资评级	12
5.1、 关键假设及盈利预测	12
5.2、 估值与投资评级	14
6、 风险分析	14

图表目录

图表 1：公司的股权结构与实际控制人（2019/03/31）	4
图表 2：改革开放后我国酒类流通体制的发展	5
图表 3：我国酒类流通渠道示意图	6
图表 4：酒类零售终端的特点	6
图表 5：酒类渠道商品品牌及其相关公司	7
图表 6：公司主营业务收入及其增速（2014-2018）	7
图表 7：公司主营业务毛利率（2014-2018）	7
图表 8：华致酒行门店	8
图表 9：华致酒库门店	8
图表 10：公司的主要销售渠道和下游客户	9
图表 11：公司分渠道营业收入（2017）	9
图表 12：公司分渠道毛利率（2017）	9
图表 13：公司分产品营业收入（2018）	10
图表 14：公司分产品毛利率（2018）	10
图表 15：公司白酒销售收入（2014-2018）	10
图表 16：公司白酒销售毛利率（2014-2018）	10
图表 17：公司销售的主要白酒产品（2018H1）	11
图表 18：公司分地区营业收入（2018）	11
图表 19：公司分地区毛利率（2018）	11
图表 20：公司的主要销售渠道（2014-2018/6）	12
图表 21：公司的酒类经销资格	12
图表 22：公司的分地区关键假设及收入成本预测（2018-2021）	13
图表 23：可比公司的市盈率	14

1、国内领先的精品酒水渠道商

1.1、从事酒类营销十余年

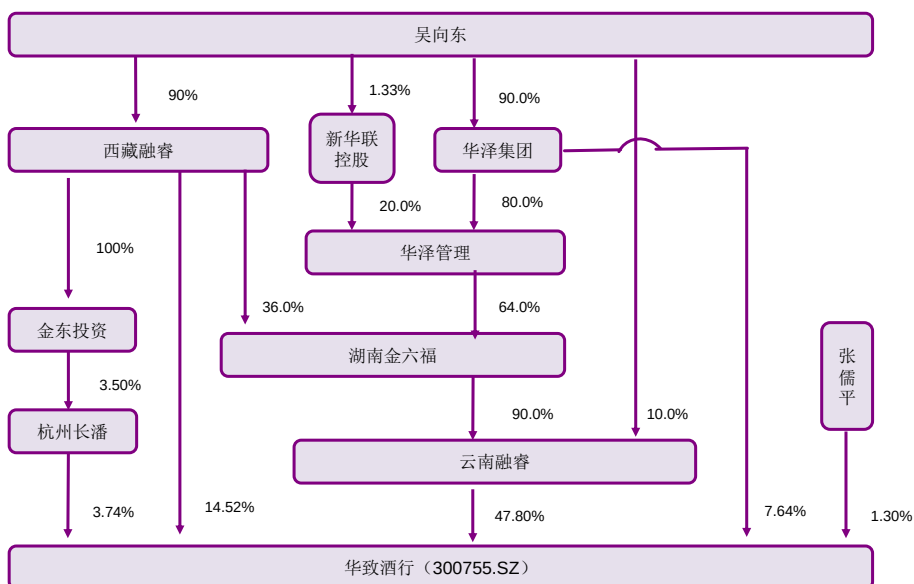
公司正式成立于 2010 年，前身是 2005 年成立的华致酒业有限公司。公司十余年来深耕酒类消费市场，与上游多家知名酒企酒商形成了长期稳定的合作关系，为下游客户和消费者提供白酒、葡萄酒等精品酒水，已经成为国内领先的精品酒水渠道商。公司的销售渠道主要包括华致酒行、华致酒庄、零售网点、KA 卖场等。

公司 2018 年实现营业收入 27.21 亿元，同比增长 13.06%，实现归母净利润 2.25 亿元，同比增长 10.94%，实现扣非归母净利润 2.07 亿元，同比增长 22.66%。1Q2019 公司经营情况继续向好，实现营业收入 11.26 亿元，同比增长 41.14%，实现归母净利润 0.89 亿元，同比增长 45.16%，实现扣非归母净利润 0.75 亿元，同比增长 25.29%。

1.2、吴向东先生为公司实际控制人

公司于 2019 年 1 月在深交所上市。截至 2019 年 3 月末，公司前三大股东分别为云南融睿高新技术投资管理有限公司（持股 47.80%）、西藏融睿投资有限公司（持股 14.52%）、华泽集团（持股 7.63%）。云南融睿为公司的控股股东。吴向东先生通过云南融睿、华泽集团、西藏融睿等机构合计间接持有公司 58.67% 的股权，为公司实际控制人。

图表 1：公司的股权结构与实际控制人（2019/03/31）



资料来源：公司公告

2、酒类流通渠道逐步扁平化，渠道品牌逐步兴起

改革开放后，我国的酒类流通体制逐步市场化，酒类销售渠道逐步扁平化。2000 年左右，渠道品牌逐步出现，日益获得消费者的认可。

2.1、酒类流通体制逐步市场化，销售渠道逐步扁平化

改革开放后，我国的酒类流通体制主要经历了四个阶段。第一阶段（20 世纪 90 年代以前），酒类产品计划供应，销售终端形式单一，以阶梯式的各级糖酒公司（或国营商店）为酒类产品的主流分销渠道。第二阶段（20 世纪 90 年代至 2005 年前后），酒类产品从计划供应向市场配置转变，酒类产品流通效率显著提升，经销商开始逐步占据主导地位。第三阶段（2005 年至 2012 年），酒类流通渠道逐步扁平化，并呈现出多元化、专业化、规模化和品牌化的特征。第四阶段（2013 年以来），新型流通渠道开始兴起，营销服务成为流通行业的重点。

图表 2：改革开放后我国酒类流通体制的发展

阶段	经销与批发环节	零售环节	行业格局
1980-1990	阶梯式的各级糖酒公司（或国营商店）是酒类产品的主流分销渠道。首先，由一级批发站（省级糖烟酒公司）将产品计划调拨或授权给二级批发站（地市级糖烟酒公司），再逐级往下调拨给三级（县级）、四级批发站（乡、镇级），由三、四级批发站将商品批发给零售商。	形式单一，主要是餐饮终端和零售小店，以及部分百货商场。	计划供应体制，销售层级多、渠道封闭，效率低
1990-2005	各大酒厂纷纷将市场按照地域划分，在一定范围内设立总经销商，由总经销商发展二级、三级批发商，厂家仅管理总经销这一级别。	形式单一，主要是餐饮终端和零售小店，以及部分百货商场。	酒类产品从计划供应向市场配置转变，酒类产品流通效率显著提升，经销商开始逐步占据主导地位。
2005-2012	酒类销售渠道逐步扁平化，销售层级越来越少，由于销售终端的重要性增强，部分实力雄厚的批发商甚至转型成为零售商。	终端多元化。随着消费需求向个性化方向发展，酒类零售终端呈现多元化格局。除餐饮、商超、名烟名酒店等酒类零售终端外，专业连锁店、专卖店等新型终端开始出现，并获得快速发展。	流通渠道逐步扁平化，多元化、专业化、规模化和品牌化。酒类销售企业能够增强消费者的品牌认知度，建立超越于产品品牌的销售商品品牌。
2013 至今	酒类销售电商平台开始兴起，一个优势在于削减销售层级，压缩渠道费用。酒类电商的运营模式主要有两类，一种是由生产企业自建平台进行线上销售，即“生产企业+电商”模式，另一种则是销售企业转型成为酒类垂直电商平台，包括纯线上电商和 O2O 两种模式。	销售终端在向消费者提供酒品时，更加注重服务内容和质量，开展诸如品鉴会、展示会等活动，将产品销售与服务相结合。	新型渠道开始兴起，营销服务成为重点。

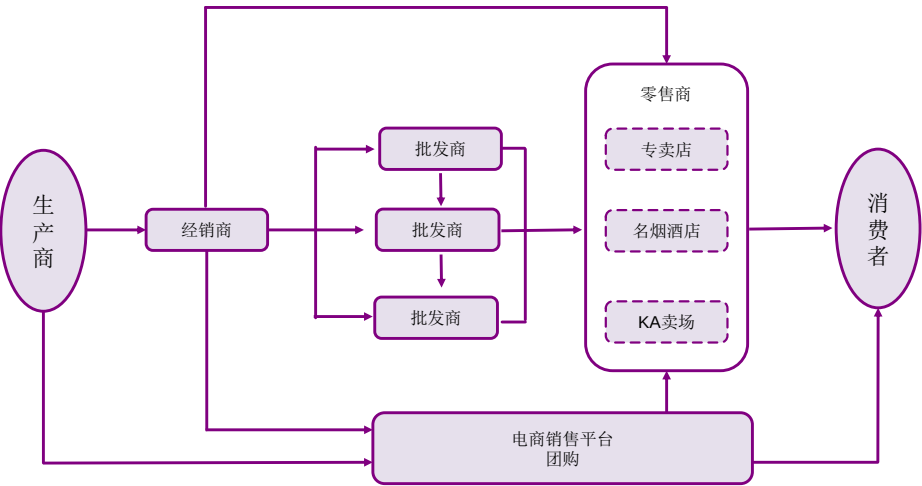
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2.2、酒类零售终端逐步多元化，在产业链中的话语权逐步增强

市场体制下的酒类产业链主要包括生产商（酒厂）、批发商和零售商，其中的批发商和零售商构成了酒类流通行业的主要参与者。

2005 年后，酒类零售终端发展迅速，主要包括专业连锁店、名烟名酒店、专卖店、餐饮、KA 卖场等。电子商务的成熟和完善也催生出一批酒类电商平台，拓宽了酒类销售渠道。在新零售模式的影响下，部分酒类零售企业开始打通线上与线下，将网络与传统渠道相结合进行销售。

图表 3：我国酒类流通渠道示意图



资料来源：公司公告

图表 4：酒类零售终端的特点

酒类零售终端或平台	经营特征	品牌定位	产品丰富度	采购渠道	运营成本
专业连锁店	统一形象，统一管理	专业连锁品牌	种类及品牌均较为丰富	直接向厂商或大型经销商采购	较高
专卖店	形象标准化，产品专销	附属于产品品牌	单一品牌	厂商直接供应，部分向经销商采购	一般
名烟名酒店	通常为单体店	一般无自身品牌	种类及品牌均相对丰富，产品地域性较强	一般向经销商采购	一般
餐饮、酒店	兼营酒的零售	餐饮、娱乐品牌	种类及品牌均相对丰富	一般向经销商采购	一般
KA 卖场	一般拥有专门的销售区域或柜台	综合性商品零售品牌，品牌本身与酒品无联系	种类及品牌均较为丰富	一般向经销商采购	较高
电商平台	线上销售，虚拟陈列	平台自身	种类及品牌均相对丰富	直接向厂商或大型经销商采购	较高
新零售模式	线上销售与线下陈列相结合	平台品牌	种类及品牌均相对丰富	厂商采购及向经销商采购均有	一般

资料来源：公司公告

日益激励的市场竞争，要求酒类流通产业链中的企业加快产品流通速度、降低流通成本、控制产品品质。近年来的趋势是，批发分销的环节不断减少，零售终端的话语权日益增加。酒类零售终端能够直接接触到消费者，获取第一手的需求信息，逐渐舍弃与末端经销商进行合作，而尝试与地区总经销商、全国总经销商合作。而一些掌握着较多的酒品资源、具有较强的话语权的大型经销商，诸如广东粤强、上海捷强以及北京、河南、江苏等地的国有糖烟酒公司，开始大力发展零售终端，直面消费者。

2.3、渠道品牌逐步出现，日益获得消费者的认可

2000 年前后，一些酒类销售企业建立的渠道品牌逐步出现，通过长期执行标准化和专业化服务，消费者对渠道品牌的认可程度逐步增强，渠道商

建立起超越于产品品牌的渠道品牌。当前比较著名的酒类销售渠道品牌包括华致酒行、品汇壹号、壹玖壹玖、名品世家等。

图表 5：酒类渠道商品牌及其相关公司

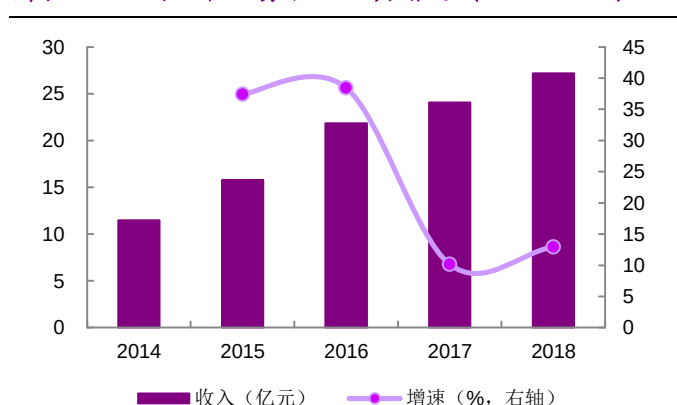
渠道品牌	证券代码	相关公司简介
品汇壹號	0886.HK	银基集团控股有限公司创立于 1997 年，是一家经销中国和海外多个酒类产品的运营商，建立了覆盖整个中国及欧亚地区多个国家的销售网络，销售产品以国内白酒为主，特别是“五粮液”系列酒和“茅台”系列酒。品汇壹號是银基集团重点打造的一站式酒水交易 B2B 服务平台
壹玖壹玖	830993.OC	壹玖壹玖企业管理连锁有限公司 1998 年以经销商身份进入酒类销售行业，2006 年开设第一家 1919 酒类专业连锁超市，现已成为一家线上线下一体化的酒类服务商，截至 2018 年 6 月，该公司已经设立了 306 家直营店、719 家直管店和 105 家隔壁仓库店。
名品世家	835961.OC	名品世家酒业连锁股份有限公司成立于 2008 年，是一家专门从事酒类连锁终端建设和营运的企业，截至 2018 年 6 月，发展出综合体验店、中心体验店、社区体验店共 500 多家。公司经营的产品以葡萄酒和白兰地为主，辅以白酒、黄酒、进口啤酒等品种。
维维茗酒坊	未上市	维维茗酒坊有限公司成立于 2008 年，销售酒水涵盖葡萄酒、白酒和黄酒，目前门店主要分布在徐州、西安、常州、北京、连云港、南京等城市。维维茗酒坊主要采用“合资连锁+加盟连锁”的复合经营模式，通过与当地强势经销商合资或者合作进行门店扩张。
酒仙网 酒仙团 酒快到	833919.OC (已退市)	酒仙网电子商务股份有限公司于 2010 年 05 月成立，主要业务为“酒类商品的线上零售（酒仙网 B2C）、线上批发（酒仙团 B2B）、即时服务（酒快到 O2O）及品牌运营综合服务”。
上海捷强	未上市	上海捷强烟草糖酒有限公司成立于 1996 年 1 月，主要以烟酒专业经营为特色，聚焦发展品牌代理和专业连锁两大核心主业，建立了覆盖上海市内大卖场、连锁超市、便利店、综合商厦、餐饮酒店等在内的终端销售网络。
粤强酒庄	未上市	广东粤强酒业有限公司成立于 1998 年，主要从事酒类的代理销售，设有商超、团购、批发、市场拓展等运营部门及“粤强酒庄”连锁专卖店。广东粤强在广州及周边地区拥有众多名烟名酒专卖店等终端客户，同时与广东省内沃尔玛、好又多、麦德龙、大润发等大型商超建立了合作关系。

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3、公司主营业务与盈利模式

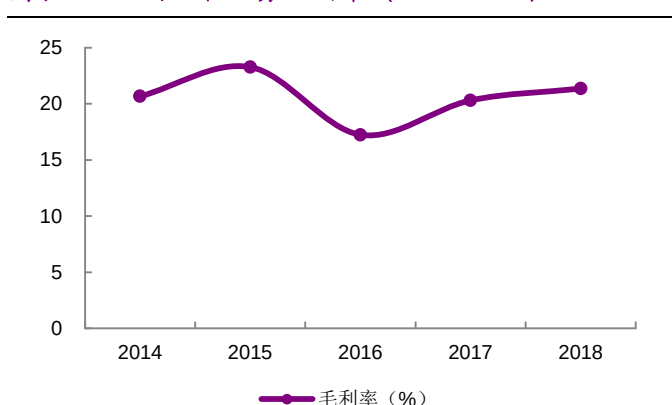
公司主营业务为酒类销售，公司 2018 年酒类销售业务实现收入 27.18 亿元，同比增长 12.95%。从 2014 年至 2018 年，公司酒类销售收入的年均复合增长率为 24.02%。2018 年酒类销售的毛利率为 21.36%，较上年上升 1.05 个百分点。

图表 6：公司主营业务收入及其增速（2014-2018）



资料来源：公司公告

图表 7：公司主营业务毛利率（2014-2018）



资料来源：公司公告

3.1、分渠道来看，零售网点仍然是收入最多的渠道，华致品牌门店的毛利率最高

公司的销售渠道包括三个大类：1) 华致品牌的销售渠道，包括华致品牌直营店、华致酒行合作店、华致酒库，2) 非华致品牌的销售渠道，包括零售网点、KA 卖场、团购、电商等，其中的 KA 卖场指的是在营业面积、客流量、地理分布方面具有优势的连锁销售平台，比如麦德龙、大润发等连锁超市。3) 经销商，这些经销商从公司进货后，分销给下一级经销商或零售终端。

“华致酒行”是公司传统渠道，主要分局在一线、二线城市及地区经济中心，采用统一标识、统一装修、统一规范、统一配送、统一管理标准。“华致酒行”分为直营店和合作店两类。直营店是指由公司投资设立的连锁酒行，公司对直营门店拥有控制权。合作店是由合作经营方自行购买或租赁，并经公司统一装修的店铺。公司授予合作经营方“华致酒行”品牌的经营权，与合作店不存在股权关系。近年来，由于传统的政务商务对精品酒水的消费需求下降，而大众的消费需求提升，公司不再重点拓展高档装修风格“华致酒行”门店。公司从 2017 年开始将一些优质的零售网点客户转型为“华致酒库”门店，该类门店以统一标识、统一规范、统一配送、统一管理的形式融合传统线下销售模式和 O2O 服务平台。

公司将全国市场按照地域划分为四个销售大区，销售大区下设省区，负责区域内子公司的运营管理，及本地区连锁酒行、华致酒库、零售网点、经销商四类渠道的市场开发、渠道拓展、产品销售管理和客户服务。此外，公司根据团购业务、KA 业务、电商业务地域因素不显著的特点，在销售大区之外设置业务部门，专门负责上述三个渠道的管理。其中重点客户部负责公司团购业务，现代零售部负责维护公司与 KA 卖场之间的合作，子公司陈香商务负责公司电子商务渠道的开拓。

图表 8：华致酒行门店



资料来源：公司公告

图表 9：华致酒库门店



资料来源：公司公告

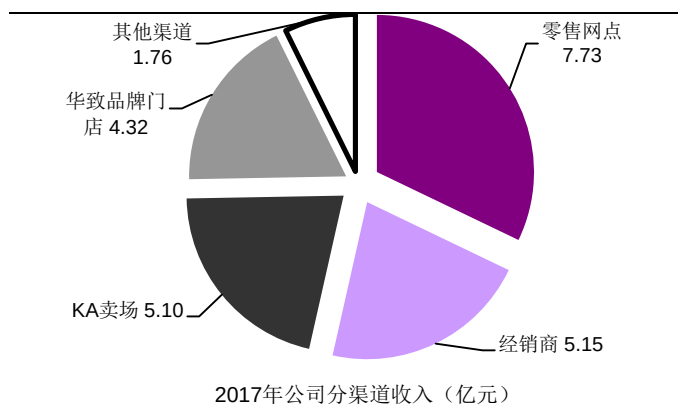
图表 10: 公司的主要销售渠道和下游客户

渠道	公司的下游客户	定义	运输模式	结算模式
华致酒行直营店	最终消费者	统一使用“华致酒行”品牌与资源,统一装修风格,统一按照公司管理规范 and 标准进行运营的酒类连锁销售终端。	公司负责内部调拨,由仓库发货至直营门店	主要以 POS 机或银行转账进行结算
华致酒行合作店	连锁酒行合作店	统一使用“华致酒行”品牌与资源,统一装修风格,统一按照公司管理规范 and 标准进行运营的酒类连锁销售终端。	一般由公司统一组织运输,将产品运输给客户,并承担运费	一般为先款后货,通过银行转账或支付银行承兑汇票进行结算
华致酒库	华致酒库	统一使用“华致酒库”品牌与资源,统一装修风格,统一按照公司管理规范 and 标准进行运营的酒类连锁销售终端。	一般由公司统一组织运输,将产品运输给客户,并承担运费	一般为先款后货,通过银行转账或支付银行承兑汇票进行结算
零售网点	零售网点	专卖店、名烟名酒店、区域性超市、餐饮酒楼等向最终消费者进行销售的终端。	一般由公司统一组织运输,将产品运输给客户,并承担运费	一般为先款后货,通过银行转账或支付银行承兑汇票进行结算
KA 卖场	KA 卖场	在营业面积、客流量、地理分布方面具有优势的连锁销售平台,直接向最终消费者进行销售。	一般由公司统一组织运输,将产品运输给客户,并承担运费	通常采用月结方式,双方根据合同约定的账期对账结算
团购	团购客户	集中采购的企事业单位、社会团体以及个人。	一般由公司统一组织运输,将产品运输给客户,并承担运费	主要以 POS 机或银行转账进行结算
电商业务	最终消费者	通过互联网平台(PC 端、移动端)将产品直接销售至最终消费者。	公司负责运输	电子支付
经销商	经销商	向上游供应商购进产品后,主要分销给下一级经销商或零售终端,并以获取差价为目标的销售商。	一般由公司统一组织运输,将产品运输给客户,并承担运费,少数客户自提	一般为先款后货,通过银行转账或支付银行承兑汇票进行结算

资料来源:公司公告

分渠道来看,公司 2017 年通过零售网点/经销商/KA 卖场/华致品牌门店获得的收入分别为 7.73/5.15/5.10/4.32 亿元,分别占主营收入的 32.12%/21.41%/21.18%/17.97%。从毛利率来看,零售网点/经销商/KA 卖场/华致品牌门店的毛利率分别为 20.88%/15.97%/14.03%/27.95%,华致品牌门店的毛利率最高。

图表 11: 公司分渠道营业收入 (2017)



资料来源:公司公告,公司未公布 2018 年分渠道收入数据

图表 12: 公司分渠道毛利率 (2017)



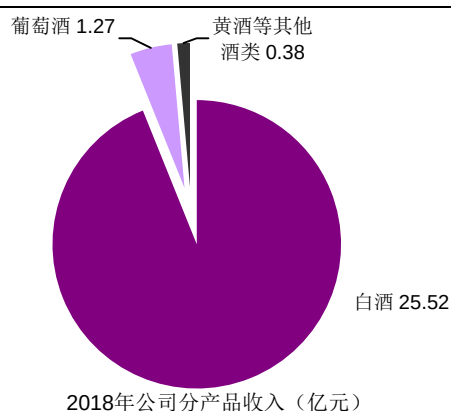
资料来源:公司公告,公司未公布 2018 年分渠道毛利率数据

3.2、分产品来看，白酒销售占主营收入的 90%以上，葡萄酒销售的毛利率更高

分产品来看，公司 2018 年白酒/葡萄酒的销售收入分别为 25.52/ 1.27 亿元，分别占主营收入的 93.90%/ 4.68%。从毛利率来看，2018 年公司白酒销售的毛利率为 20.88%，葡萄酒销售的毛利率为 31.18%。

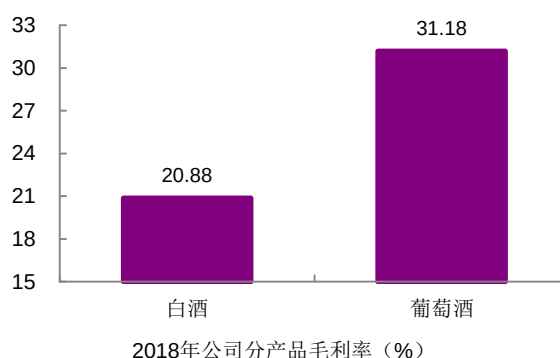
白酒销售是公司收入的主要来源，公司 2018 年白酒销售实现收入 25.52 亿元，同比增长 11.95%。从 2014 年至 2018 年，公司白酒销售收入的年均复合增长率为 25.20%。2018 年公司白酒销售的毛利率为 20.88%，较上年上升 1.22 个百分点。

图表 13：公司分产品营业收入（2018）



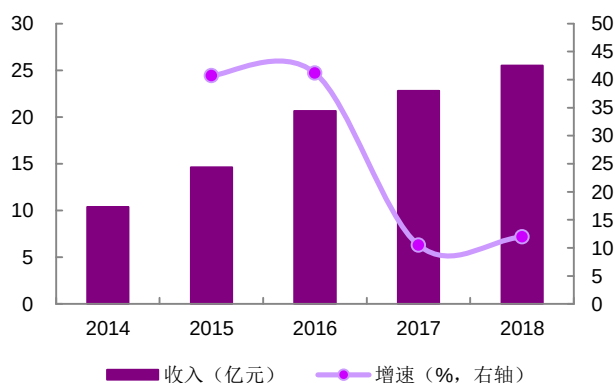
资料来源：公司公告

图表 14：公司分产品毛利率（2018）



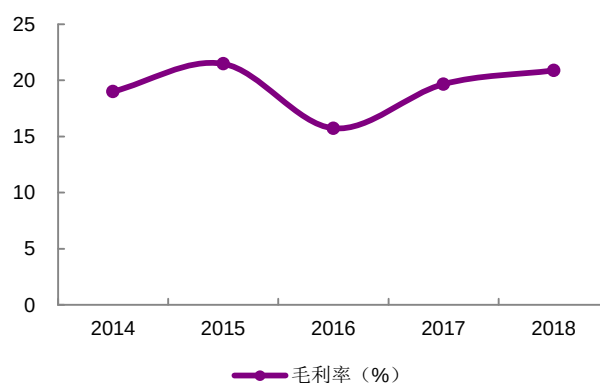
资料来源：公司公告

图表 15：公司白酒销售收入（2014-2018）



资料来源：公司公告

图表 16：公司白酒销售毛利率（2014-2018）



资料来源：公司公告

公司主要销售的白酒产品是茅台系列和五粮液系列，2018 年上半年，茅台系列和五粮液系列的销售收入分别占公司酒类销售收入的 46.52%和 39.70%。销量最大的单品是 52 度普通五粮液和 53 度飞天茅台酒 500ML，分别占公司酒类销售收入的 17.93%和 15.69%。

图表 17：公司销售的主要白酒产品（2018H1）

产品	销售收入 (亿元)	收入占比 (%)	销售单价 (元/L)	毛利率 (%)
53 度飞天茅台酒 500ML	2.23	15.69	2565.05	33.67
30 年茅台年份酒	0.53	3.72	17779.54	10.31
15 年茅台年份酒	0.45	3.15	8009.30	9.23
贵州茅台酒（金）	0.32	2.26	4048.37	56.84
52 度普通五粮液	2.55	17.93	1423.97	10.05
五粮液十年水晶消费装	1.67	11.73	1530.59	18.56

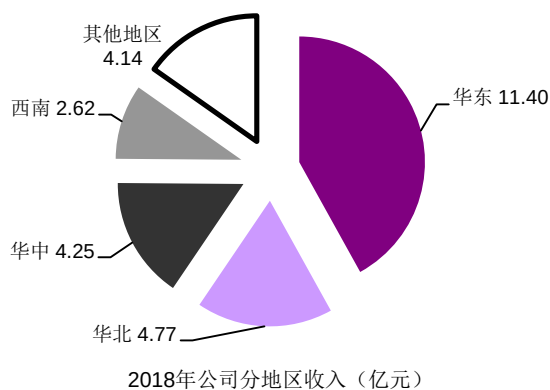
资料来源：公司公告，公司未公布分产品的 2018 年全年销售数据

3.3、分地区来看，华东地区占收入的 40%以上，西南地区毛利率最高

分地区来看，公司 2018 年在华东/ 华北/ 华中/ 西南地区的营业收入分别为 11.40/ 4.77/ 4.25/ 2.62 亿元，分别占主营收入的 41.94%/ 17.53%/ 15.65%/ 9.64%。从毛利率来看，华东、华北、华中地区的毛利率都为 20%左右，西南地区的毛利率为 28%，主要原因是该地区毛利率高的葡萄酒销售占比高。

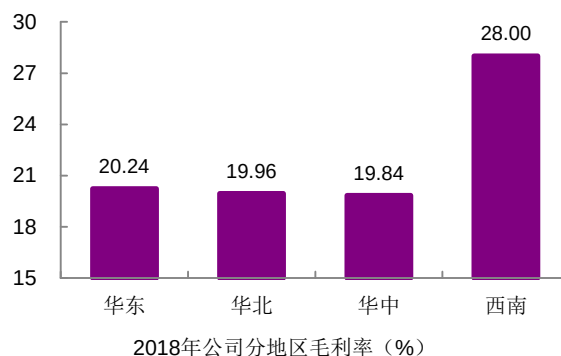
公司 2018 年华东地区实现收入 11.40 亿元，同比增长 22.89%。从 2014 年至 2018 年，公司华东地区收入的年均复合增长率为 30.04%。2018 年公司华东地区的毛利率为 20.24%，较上年上升 1.53 个百分点。

图表 18：公司分地区营业收入（2018）



资料来源：公司公告

图表 19：公司分地区毛利率（2018）



资料来源：公司公告

4、公司的竞争优势

4.1、营销网络覆盖全国，网点不断加密

公司构建了包括华致酒行、华致酒库、零售网点、KA 卖场、团购、电商、终端供应商在内的全渠道营销网络体系。截至 2018 年 6 月底，公司的销售渠道包括 2 个华致酒行直营店、149 个华致酒行合作店、595 个华致酒库、3584 个零售网点、二十多个 KA 卖场、一百多个经销商。2018 年，公司销售渠道共新增华致酒库 223 家，零售网点 556 家，经销商 62 家。

图表 20：公司的主要销售渠道（2014-2018/6）

销售渠道	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/06
华致酒行直营店	3	3	2	2	2
华致酒行合作店	324	291	208	195	149
华致酒库	0	0	0	504	595
零售网点	2096	2788	4485	3634	3584
KA 卖场	NA	NA	三十多	NA	二十多
经销商	120	142	140	NA	一百多

资料来源：公司公告。公司未公布截至到 2018 年 12 月底的分渠道数据

4.2、与上游知名酿酒企业的合作关系稳定

公司与茅台、五粮液等国内外知名酿酒企业及大型酒类渠道商建立了长期、稳定的合作关系，经销的产品包括飞天茅台、普通五粮液等知名酒品。同时，公司与茅台合作开发了“贵州茅台酒（金）”、与五粮液合作开发了“五粮液年份酒”，是这些合作产品的总经销。2018 年，公司与富邑集团（TWE）建立合作关系，在国内销售推广其旗下奔富酒庄（Penfolds Winery）与璞立酒庄（Beaulieu Vineyard）的高端葡萄酒。

图表 21：公司的酒类经销资格

产品	酿酒企业	经销商资格	获得年份	区域
贵州茅台酒系统	贵州茅台	一般经销	2011	特定区域
贵州茅台酒（金）	贵州茅台	总经销	2015	全国
普通五粮液系列	宜宾五粮液	一般经销	2011	全国
五粮液年份酒	宜宾五粮液	总经销	2005	全国

资料来源：公司公告

4.3、品牌认可度不断提升

经过多年发展，公司的酒水营销和服务得到了消费者和下游客户的高度认可。2011 年，“华致酒行”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为“中国驰名商标”，是第 35 类商标中唯一入选的酒类流通企业商标。2010 年-2017 年，华致酒行连续入选“中国 500 最具价值品牌”。华致酒行及旗下公司是贵州茅台、宜宾五粮液的长期重要合作伙伴和大客户，曾先后 8 次获得茅台股份公司授予的“仪狄巨匠金奖”、“优秀经销商”等荣誉，先后 12 次获得五粮液股份公司授予的“六星级运营商”、“杰出品牌运营商”等荣誉。

5、盈利预测与投资评级

5.1、关键假设及盈利预测

我们认为酒类销售行业处于成长期，公司在行业中具有品牌和渠道优势，公司 A 股上市后获得资金优势，发展有望加速。我们假设：2019-2021 年公司渠道有序拓展，由于销售规模扩大，对上游企业的议价能力逐步增强，毛利率延续小幅上升的趋势。

1) 华东地区 2019-2021 年的营收增速分别为 28.0%、28.0%和 28.0%，毛利率分别为 21.04%、21.44%和 21.64%。

2) 华北地区 2019-2021 年的营收增速分别为 23.0%、23.0%和 23.0%，毛利率分别为 21.46%、22.16%和 22.56%。

3) 华中地区 2019-2021 年的营收增速分别为 12.0%、12.0%和 12.0%，毛利率分别为 19.74%、19.69%和 19.67%。

4) 西南地区 2019-2021 年的营收增速分别为 -1.0%、3.0%和 5.0%，毛利率分别为 28.40%、28.60%和 28.70%。

图表 22：公司的分地区关键假设及收入成本预测（2018-2021）

	2018A	2019E	2020E	2021E
华东地区				
营业收入(万元)	113974.47	145887.32	186735.76	239021.78
营业成本(万元)	90910.22	115197.99	146706.48	187306.25
营收增速(%)	22.89%	28.00%	28.00%	28.00%
毛利率(%)	20.24%	21.04%	21.44%	21.64%
毛利率变动(pct)	1.53%	0.80%	0.40%	0.20%
华北地区				
营业收入(万元)	47653.74	58614.10	72095.34	88677.27
营业成本(万元)	38143.89	46037.77	56121.79	68675.09
营收增速(%)	18.76%	23.00%	23.00%	23.00%
毛利率(%)	19.96%	21.46%	22.16%	22.56%
毛利率变动(pct)	2.89%	1.50%	0.70%	0.40%
华中地区				
营业收入(万元)	42530.59	47634.26	53350.37	59752.42
营业成本(万元)	34092.88	38231.66	42846.14	47999.63
营收增速(%)	7.10%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率(%)	19.84%	19.74%	19.69%	19.67%
毛利率变动(pct)	-0.29%	-0.10%	-0.05%	-0.02%
西南地区				
营业收入(万元)	26200.40	25938.40	26716.55	28052.38
营业成本(万元)	18865.38	18572.97	19076.73	20002.51
营收增速(%)	-6.54%	-1.00%	3.00%	5.00%
毛利率(%)	28.00%	28.40%	28.60%	28.70%
毛利率变动(pct)	0.76%	0.40%	0.20%	0.10%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

我们预测公司 2019-2021 年公司的营业收入分别为 32.13、38.37 和 46.20 亿元，归母净利润分别为 2.84、3.61 和 4.59 亿元，对应的全面摊薄 EPS 分别为 1.23、1.56 和 1.98 元。

5.2、估值与投资评级

公司的主营业务是酒水销售，A 股暂时没有其他主要从事酒水销售的上市公司。按照中信分类，公司属于连锁行业（中信三级），另外，超市（含便利店）行业也涉及到酒水的销售，具有一定的相似性。我们选取了当前连锁行业主要的 4 家公司和超市行业主要的 4 家公司，这 8 家公司的市盈率（2019E）均值为 28X。

参考可比公司，考虑行业景气度和酒类渠道商 A 股第一股的稀缺性，我们认为公司的合理市盈率为 28X，对应的目标价为 34.44 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 23：可比公司的市盈率

证券代码	公司简称	中信三级行业分类	收盘价	市值	EPS (元)				PE (X)			
			元	亿元	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002127.SZ	南极电商	CS 连锁	12.23	300.2	0.36	0.50	0.66	0.85	34	25	19	14
002574.SZ	明牌珠宝	CS 连锁	5.39	28.5	0.17	0.20	0.23	0.26	31	26	23	21
601366.SH	利群股份	CS 连锁	6.49	55.8	0.23	0.29	0.41	0.48	28	23	16	14
603214.SH	爱婴室	CS 连锁	36.53	36.5	1.20	1.48	1.83	2.25	30	25	20	16
002251.SZ	步步高	CS 超市	8.22	71.0	0.18	0.24	0.30	0.30	46	34	28	28
002697.SZ	红旗连锁	CS 超市	6.02	81.9	0.24	0.29	0.34	0.40	25	21	18	15
601933.SH	永辉超市	CS 超市	10.20	976.2	0.15	0.25	0.34	0.43	66	40	30	24
603708.SH	家家悦	CS 超市	29.38	137.5	0.92	1.05	1.24	1.41	32	28	24	21
	平均								37	28	22	19
300755.SZ	华致酒行	CS 连锁	31.97	74.0	0.97	1.23	1.56	1.98	33	26	20	16

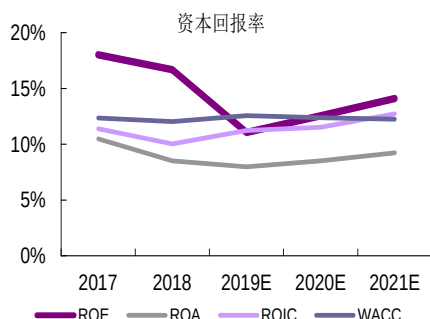
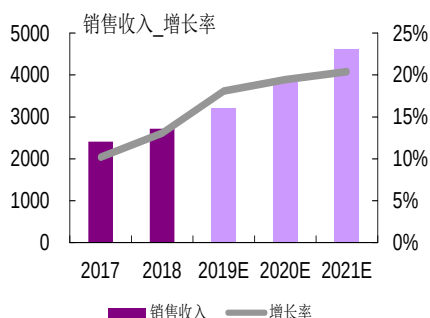
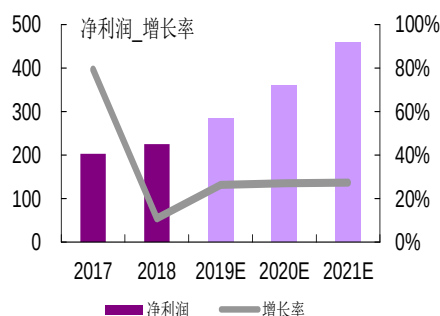
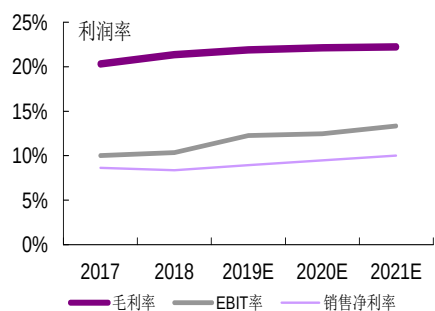
资料来源：可比公司数据为 Wind 一致预期，华致酒行的数据为光大证券研究所预测，日期为 2019 年 5 月 22 日

6、风险分析

1) 与上游酒企的合作关系未能维持。公司的经营活动高度依赖与茅台、五粮液等知名酒企的合作关系，如果经销权到期后未能成功续约，公司的经营情况将受到较大影响。

2) 渠道拓展未达预期。渠道拓展是公司营收和利润增长的主要动力，如果渠道拓展未达预期，公司营收和利润难以实现高增速。

3) 次新股股价波动相对较大。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,407	2,721	3,213	3,837	4,620
营业成本	1,918	2,140	2,510	2,988	3,593
折旧和摊销	11	6	15	35	48
营业税费	12	9	11	13	16
销售费用	170	216	224	267	287
管理费用	62	60	71	85	102
财务费用	19	13	25	12	23
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	259	288	368	466	592
利润总额	265	292	368	466	592
少数股东损益	5	3	3	3	3
归属母公司净利润	203	225	284	361	459

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,978	2,673	3,605	4,274	5,006
流动资产	1,901	2,597	3,293	3,845	4,523
货币资金	435	493	900	1,074	1,294
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	76	133	157	187	225
应收票据	9	5	6	7	8
其他应收款	16	25	30	36	43
存货	986	1,511	1,662	1,863	2,100
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	8	8	193	287	332
无形资产	1	0	0	0	0
总负债	829	1,296	1,005	1,367	1,710
无息负债	563	750	873	1,031	1,230
有息负债	266	546	132	336	480
股东权益	1,149	1,376	2,601	2,907	3,296
股本	174	174	232	232	232
公积金	303	303	1,244	1,244	1,244
未分配利润	648	873	1,096	1,400	1,786
少数股东权益	24	28	31	34	37

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	365	-241	159	189	271
净利润	203	225	284	361	459
折旧摊销	11	6	15	35	48
净营运资金增加	119	539	305	395	480
其他	33	-1,011	-445	-601	-715
投资活动产生现金流	-2	-1	-250	-150	-100
净资本支出	-2	-1	-250	-150	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	0	0	0
融资活动现金流	-408	257	498	136	48
股本变化	0	0	58	0	0
债务净变化	-142	280	-414	205	143
无息负债变化	-338	187	123	158	199
净现金流	-45	15	407	175	219

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.18%	13.06%	18.10%	19.43%	20.40%
净利润增长率	79.38%	10.94%	26.32%	27.00%	27.27%
EBITDA 增长率	69.35%	14.48%	42.00%	25.60%	29.26%
EBIT 增长率	87.08%	17.04%	39.70%	21.69%	28.62%
估值指标					
PE	37	33	26	21	16
PB	7	5	3	3	2
EV/EBITDA	24	22	19	15	12
EV/EBIT	25	23	19	16	13
EV/NOPLAT	32	29	25	21	17
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	4	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	20.30%	21.36%	21.89%	22.13%	22.23%
EBITDA 率	10.45%	10.58%	12.72%	13.38%	14.36%
EBIT 率	10.00%	10.35%	12.24%	12.48%	13.33%
税前净利润率	11.01%	10.72%	11.45%	12.15%	12.82%
税后净利润率 (归属母公司)	8.42%	8.26%	8.84%	9.40%	9.94%
ROA	10.49%	8.51%	7.96%	8.51%	9.23%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.02%	16.67%	11.05%	12.56%	14.08%
经营性 ROIC	11.40%	10.03%	11.23%	11.51%	12.72%
偿债能力					
流动比率	2.29	2.00	3.36	2.90	2.73
速动比率	1.10	0.84	1.67	1.49	1.46
归属母公司权益/有息债务	4.23	2.47	19.52	8.54	6.79
有形资产/有息债务	7.18	4.77	26.85	12.49	10.28
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.88	0.97	1.23	1.56	1.98
每股红利	0.00	0.15	0.25	0.31	0.40
每股经营现金流	1.58	-1.04	0.69	0.82	1.17
每股自由现金流(FCFF)	0.36	-1.30	-0.99	-0.57	-0.19
每股净资产	4.86	5.82	11.10	12.41	14.08
每股销售收入	10.39	11.75	13.88	16.57	19.95

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
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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼