



买入 (首次)

所属行业: 食品饮料/饮料制造  
当前价格(元): 28.62

证券分析师

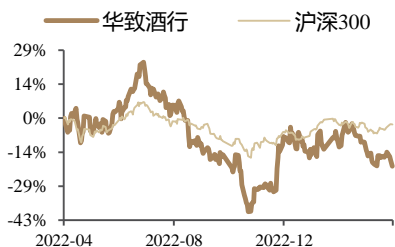
熊鹏

资格编号: S0120522120002

邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.12	-9.14	-5.70
相对涨幅(%)	-10.82	-9.38	-8.61

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

# 华致酒行 (300755.SZ) 首次覆盖: 精品酒有望持续放量, 看好疫后复苏盈利弹性

投资要点

- **华致酒行: 优质酒品保真连锁销售品牌。**华致酒行成立于 2005 年, 以“精品、保真、服务、创新”为核心理念, 在维护传统渠道的同时, 创新酒类销售运营管理, 形成厂家到终端客户全渠道覆盖的模式。2014-2021 年公司营收复合增速达 30.7%。近年来, 公司发力荷花、赖高淮等精品酒, 培养了一批忠实消费者。
- **万亿酒水流通赛道, 市场集中度仍低。**白酒渠道经历多次变迁, 目前正经历复合渠道阶段。我国酒类流通市场容量在万亿级别, 酒水流通行业企业众多, 当前正处于渠道向头部集中的初期, 行业龙头空间广阔。
- **供应链、品牌、管理三大核心优势打造强大竞争力。**公司与上游酒厂联系紧密, 迎合了下游客户对名酒的需求, 开发产品推广能力强产品矩阵丰富, 稳定优质的供应链资源是吸引下游客户的重要保障。华致多年来宣传保真概念, 已经形成一定的品牌认可度, 能有效为终端实现信誉背书, 多维度的运营赋能也能为终端提供经营支撑。
- **行业上行期精品酒有望持续放量, 门店拓展空间仍然充沛。**白酒新一轮向上周期开启, 终端信心回升后或将代理更多其他品牌以补充利润。利润率较高、品牌运作扎实的全国性品牌更受青睐, 华致旗下的铁盖钓鱼台、荷花酒等精品酒或将受益。门店拓展来看, 对标次高端酒企核心门店数量, 华致拓展空间仍足, 一线城市&下沉市场均有空间。
- **投资建议:** 预计 22-24 年公司营业收入分别为 90.77/114.42/139.04 亿元, 同比增速为 13.22%/17.16%/17.94%, 归母净利润分别为 3.67/8.85/12.47 亿元, 同比增速为-45.61%/141.01%/40.83%, 现价对应 22-24 年 PE 为 32.47x/13.47x/9.57x。我们认为疫后复苏后名优酒利润和精品酒销量将得到较好恢复, 公司利润弹性或将释放, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 精品酒推广不及预期风险, 名优酒品供给不足风险, 门店拓展不及预期风险, 市场出现假冒伪劣产品风险

股票数据

总股本(百万股):	416.80
流通 A 股(百万股):	411.17
52 周内股价区间(元):	21.78-44.25
总市值(百万元):	11,928.77
总资产(百万元):	6,409.40
每股净资产(元):	8.70

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,941	7,460	9,077	11,442	13,904
(+/-)YOY(%)	32.2%	51.0%	21.7%	26.1%	21.5%
净利润(百万元)	373	676	367	885	1,247
(+/-)YOY(%)	16.8%	81.0%	-45.6%	141.0%	40.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.90	1.62	0.88	2.12	2.99
毛利率(%)	19.1%	21.0%	13.8%	17.6%	18.7%
净资产收益率(%)	13.3%	19.8%	10.0%	19.9%	22.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 华致酒行：优质酒品保真连锁销售品牌.....	5
1.1. 首家酒类流通 A 股上市企业，“保真”品牌效应持续扩大 .....	5
1.2. 发展复盘：持续推进渠道扩张，积极发力精品酒.....	7
1.3. 股权结构较为稳定，管理团队经验丰富 .....	9
2. 万亿酒水流通赛道，市场集中度仍低 .....	11
2.1. 白酒渠道经历多次变迁，目前正经历复合渠道阶段 .....	11
2.2. 酒类零售业态更加多元化，连锁化是大趋势 .....	12
3. 供应链、品牌、管理三大核心优势打造强大竞争力 .....	19
3.1. 稳定优质的供应链资源是吸引下游客户的重要保障 .....	19
3.1.1. 名酒资源吸引下游零售网点，高度配合厂家政策夯实上游供应链稳定性 ..	19
3.1.2. 精品酒推广能力强，产品矩阵丰富 .....	20
3.1.3. 多措并举强化“保真”形象.....	23
3.1.4. 全国性的物流仓储网络优化配送模式 .....	24
3.2. 高口碑铸就品牌壁垒，有效实现终端信誉背书 .....	24
3.3. 多维度赋能为门店提供经营支撑 .....	27
4. 行业上行期精品酒有望持续放量，门店拓展空间仍然充沛 .....	30
4.1. 白酒行业景气周期开启，精品酒有望持续放量 .....	30
4.2. 持续推进 700 项目，市场拓展空间仍然充沛 .....	31
5. 盈利预测与估值.....	33
5.1. 盈利预测 .....	33
5.2. 相对估值 .....	33
6. 风险提示.....	35

## 图表目录

图 1：华致酒行销售管理体系.....	6
图 2：2021 年华致酒行分产品营收占比.....	6
图 3：2014-2021 年华致酒行分产品毛利率 .....	6
图 4：2014-2021 年华致酒行分区域营收情况 .....	7
图 5：2014-2021 年华致酒行营收和利润情况 .....	7
图 6：华致酒行发展历程 .....	8

图 7: 实际控制人吴向东先生持股约 63.5%.....	9
图 8: 华致酒行子公司情况 (截至 2022 年 6 月 30 日) .....	10
图 9: 酒类连锁发展趋势 .....	12
图 10: 2015-2021 年壹玖壹玖营收情况 .....	13
图 11: 壹玖壹玖毛利率情况.....	13
图 12: 壹玖壹玖线下门店种类变动情况 .....	14
图 13: 华致酒行“永做名酒厂金牌服务员”.....	19
图 14: 华致酒行与上下游良性互动.....	20
图 15: 2018-2021 年公司广告宣传和促销费投入不断加大 .....	21
图 16: 荷花系列产品毛利率较高 .....	22
图 17: 荷花数据科技有限公司股权结构图.....	22
图 18: 华致酒行保真体系搭建.....	23
图 19: 华致酒行仓库及覆盖省市数目 (个) .....	24
图 20: 持续不断的品牌推广投入 .....	25
图 21: 华致酒行为加盟商提供六位一体的赋能 .....	25
图 22: 华致酒行品牌价值持续增长.....	25
图 23: 连锁门店增长和品牌影响力提升形成正循环 .....	26
图 24: 华致酒行运营赋能 .....	27
图 25: 新零售流程图 .....	28
图 26: 过去 5 年和未来 5 年 (预测) 各香型白酒营业收入 (单位: 亿元) .....	30
图 27: 2017-2021 年各香型和价位段白酒复合增速 .....	30
图 28: 2022-2026 年 (预测) 各香型和价位段白酒复合增速.....	30
图 29: 2021 年以后酱酒价格有所松动 (单位: 元/瓶) .....	31
图 30: 华致酒行各省份门店总数与省会城市门店数量占比 .....	32
图 31: 华致酒行不同城市类别门店数量 (单位: 个) .....	32
图 32: 华致酒行不同城市类别门店数量分布 .....	32
表 1: 华致酒行多次获得重要荣誉.....	5
表 2: 华致酒行主要销售模式.....	5
表 3: 核心管理层简介.....	10
表 4: 连锁酒水流通企业对比.....	12
表 5: 2021 年壹玖壹玖门店变动情况 .....	14

表 6: 酒仙网收入与毛利构成.....	15
表 7: 华致酒行部分产品经销资质.....	19
表 8: 华致酒行精品酒产品矩阵.....	20
表 9: 荷花系列部分品牌荣誉.....	23
表 10: 2021 年同行业公司仓库情况.....	24
表 11: 2022 上半年华致酒行开展品鉴会数量.....	29
表 12: 华致酒行主营业务拆分及预测.....	33
表 13: 华致酒行可比公司估值表.....	34

## 1. 华致酒行：优质酒品保真连锁销售品牌

### 1.1. 首家酒类流通 A 股上市企业，“保真”品牌效应持续扩大

华致酒行成立于 2005 年，以“精品、保真、服务、创新”为核心理念，在维护传统渠道的同时，创新酒类销售运营管理，形成从厂家到终端客户全渠道覆盖的新模式。公司通过传播酒类消费文化，利用互联网共享经济平台优化酒品消费场景，在线下销售的基础上扩充线上下单方式，横向建立酒品消费生态链。华致酒行代理销售中国及世界优质酒品，主营茅台、五粮液、古越龙山等国内名酒以及“柏图斯”、“拉菲”等法国名庄酒以及苏格兰纯麦威士忌“拉弗格”等国际名酒。2019 年 1 月 29 日，专注于保真名酒销售运营的华致酒行在深圳证券交易所上市，成为中国首家酒类流通 A 股上市企业。作为酒类流通领域率先取得“中国驰名商标”的华致酒行，连续十三年入选中国 500 最具价值品牌，多次获得重要荣誉。

表 1：华致酒行多次获得重要荣誉

时间	品牌荣誉
2011 年	国家工商总局认定“华致”商标为驰名商标，“华致”商标成为 35 类酒水连锁经营类别中唯一的“中国驰名商标”
2014 年	华致酒行获著名的法国波尔多五大名庄之一，玛歌酒庄颁发的“玛歌酒庄推荐进口商”证书，并在 2015-2016 年连续获此证书
2015 年	华致酒行与茅台合作推出的新品金茅台被中国酒业市场论坛组委会评为“2015 年度十大新品”
2016 年	荣获“中国品牌年度大奖 NO.1”（酒业连锁行业），同时获著名品牌研究机构“世界品牌实验室（World Brand Lab）”颁发的“2016 中国品牌年度大奖”，再次入选“中国 500 最具价值品牌”，品牌价值高达 81.58 亿元
2017 年	荣获“世界品牌实验室（World Brand Lab）”颁发的《中国 500 最具价值品牌》证书，华致酒行品牌价值增长至 94.89 亿元
2017 年	华致酒行荣获五粮液股份公司颁发的“六星级最高运营商”证书
2022 年	连续 13 年荣获“世界品牌实验室（World Brand Lab）”颁发的《中国 500 最具价值品牌》证书，华致酒行品牌价值高达 238.08 亿元
2022 年	荷花·金蕊荣获第 23 届比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛全场最高奖项“大金奖”，并拿下中国参赛烈性酒中的最高分，一举摘得“中国最佳烈性酒”桂冠

资料来源：公司官网，德邦研究所

**重视酒类销售渠道建设，稳步推进门店布局。**公司积极扩展营销网络，完善全渠道终端市场体系，主要有连锁酒行、华致酒库、零售网点、KA 卖场、团购、电商、终端供应商等类型渠道，大致可以分为自有门店终端和非自有门店终端两种形式。自有品牌门店包括华致酒行和华致酒库，为响应公司营销网络结构改革的战略，2017 年起华致酒行将一些优质零售网点发展为华致酒库，这些门店在日常经营中可以使用华致品牌资源，由公司统一设计，标识，管理并提供后续管理咨询、信息共享、新品推介等增值服务。与华致酒行相比，华致酒库通常面积较小，且可以采购其他供应商产品，管理更灵活。2021 年末，公司在全国范围内共有 30000 多家零售网点，“华致酒行旗舰店”也陆续在上海、武汉、厦门等地落地，有效提升了公司的品牌知名度。未来，公司将持续推进零售网点和连锁门店的全国网络布局，将优质的零售网点客户转化为连锁门店，并进一步赋能，拓展其业务规模。

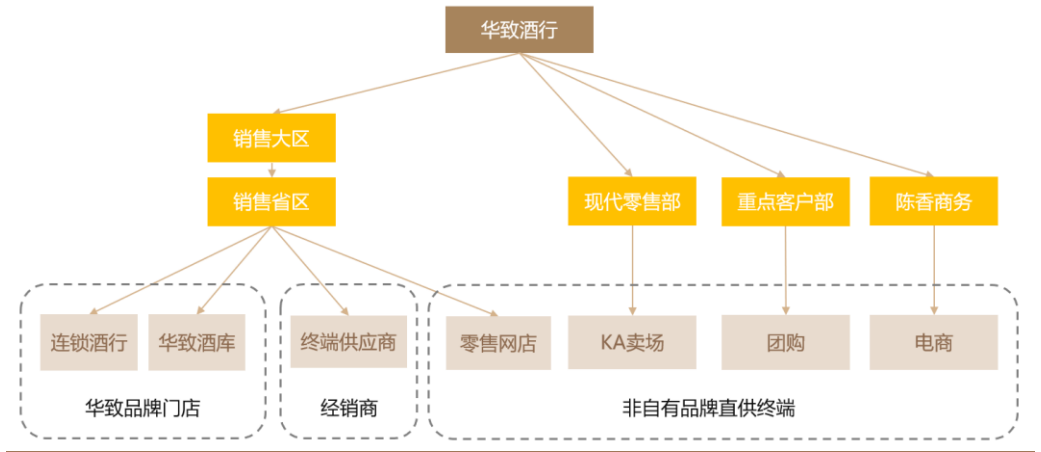
表 2：华致酒行主要销售模式

类型	定义	是否为零售终端
华致品牌门店	连锁酒行 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	是
	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	是
非自有品牌直供终端	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	是
	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	是
	团购 企事业单位、社会团体以及个人进行集中采购的消费行为	-

终端供应商 (经销商)	通过互联网平台将产品直接销售至最终消费者的行为 向上游供应商购进产品后, 主要分销给下一级或零售终端, 并以获取差价为目标的销售商	是 否
-------------	--	--------

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

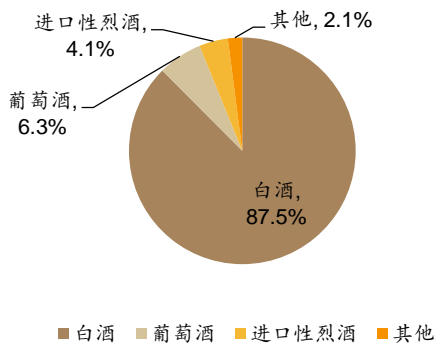
图 1: 华致酒行销售管理体系



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

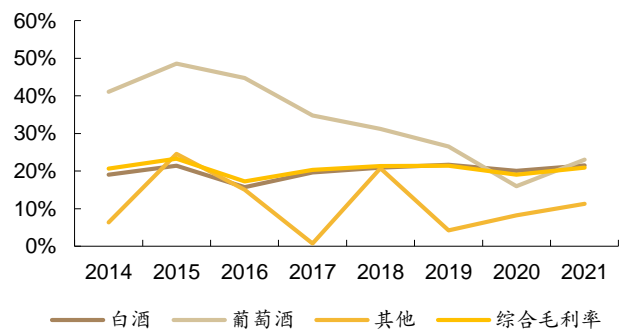
白酒业务为主, 华中华中市场贡献近半收入。2014-2021 年, 公司营业收入从 11.5 亿元增长至 74.6 亿元, 复合增速 30.7%。公司主要产品为白酒、葡萄酒、进口烈酒等, 其中白酒贡献主要收入, 21 年白酒营收占比 87.5%, 其次是葡萄酒, 营收占比 6.3%。公司综合毛利率稳定在 20% 左右, 白酒业务毛利率较平稳, 葡萄酒业务毛利率降低主要原因是进口葡萄酒市场竞争较激烈。分区域看, 华东和华中营收占比较高, 2021 年营收占比分别为 33.6%、14.2%, 华北、华南区域增长较快, 均从 2014 年的不足 2 亿营收增长至 10 亿元左右 (2021 年)。

图 2: 2021 年华致酒行分产品营收占比



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

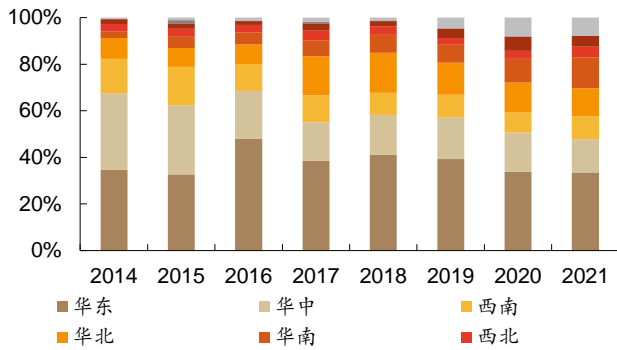
图 3: 2014-2021 年华致酒行分产品毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 德邦研究所

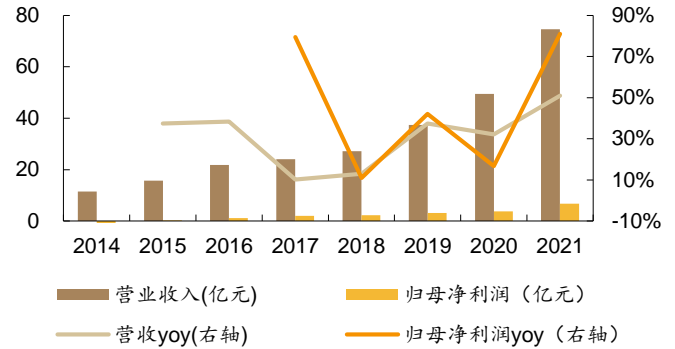


图 4：2014-2021 年华致酒行分区域营收情况



资料来源：公司招股说明书，公司年报，德邦研究所

图 5：2014-2021 年华致酒行营收和利润情况



资料来源：公司招股说明书，公司年报，德邦研究所

## 1.2. 发展复盘：持续推进渠道扩张，积极发力精品酒

### ➤ 2005年-2011年：保真为本，开疆拓土

2005 年华致酒行前身云南华致酒业有限公司成立，同年 9 月，第一家华致酒行在湖南醴陵开业。彼时中国酒类流通行业初步进入市场经济时代，尚未规范，假冒伪劣产品仍然较多，以“保真”为核心的华致酒行应运而生，创始人吴向东承诺“只卖真酒，绝不卖假酒”，以源头控制、消费者监督、信息技术管理为三大策略。2006 年起，公司开始代理、销售中国及世界优质名酒，与茅台、五粮液、古越龙山等上游名酒企紧密合作，为推进名酒产品高端团购奠定了基础。2005 年至 2011 年，华致酒行以“直营+加盟”的连锁模式，在全国发展了数百家门店，分布范围较广、区域覆盖面较宽、辐射带动力强发展势头强劲。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”。

### ➤ 2012年-2019年：布局全渠道，拥抱新零售

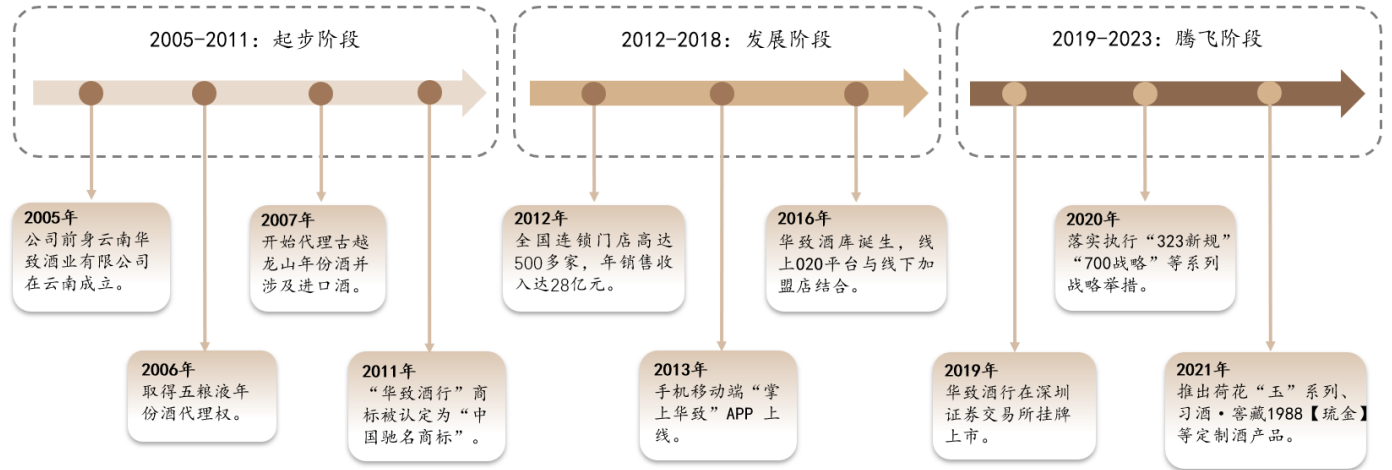
连锁门店快速扩张，基本实现全渠道布局。2012 年起，公司业务快速扩张，全国连锁门店高达 500 多家，年销售收入达到 28 亿元。同年，国务院发布公文，严格限制“三公”消费，团购渠道收缩，华致酒行对政府高端团购较依赖，在公务消费下行期亟待转型。为满足新的消费需求，华致酒行一方面引入中端白酒产品拓宽价位段，一方面调整团队，从单一的高端团购人才转向培养复合销售精英，提高销售团队的拓客能力。2016 年底，华致酒库诞生，作为共享经济酒水服务商，基于大数据理念，重构人、货与卖场的关系，采用线上 O2O 引流平台手机端交易与线下加盟店结合的方式。截至 2018 年上半年，华致品牌门店（连锁酒行、华致酒库）、非自有品牌直供终端（零售网点、KA 卖场、团购及电商）、终端供应商等三类销售渠道的销售金额占比分别为 19.33%、69.48%、11.20%，2015 年时销售金额占比分别为 28.04%、56.04%、15.92%，由于零售网点数量增长，非自有品牌销售占比提升。2019 年，为加速推动产业效能优化、渠道整合，公司筛选优质零售网点客户迭代为“华致名酒库”，以大数据+共享经济模式等创新方式，进一步拓展了高端零售的销售，实现了“品牌升级、供应链升级、服务升级”。至此，华致酒行基本实现了全渠道布局。

### ➤ 2019年至今：A股酒商第一股，积极发力精品酒

落实“700 战略”、“323 新规”等战略，积极发力精品酒。2019 年 1 月，华致酒行在深圳证券交易所挂牌上市，成为中国首家酒类流通 A 股上市企业，开启了高速发展的新篇章。同年，华致酒行斥资 10 亿元建立名酒鉴定和老酒收藏中

心，在加强老酒流通的同时，进一步宣传了“华致酒行卖真酒”的理念。为扩张渠道、强化品牌，华致酒行落实“700战略”、“323新规”等系列战略举措，积极开拓市场。产品上，公司在精品酒上持续发力，自2021年起，先后推出荷花“玉”系列、习酒·窖藏1988“琉金”、“金酒鬼”等定制酒新品，不断完善公司产品矩阵，收入利润均实现较大提升。

图 6：华致酒行发展历程



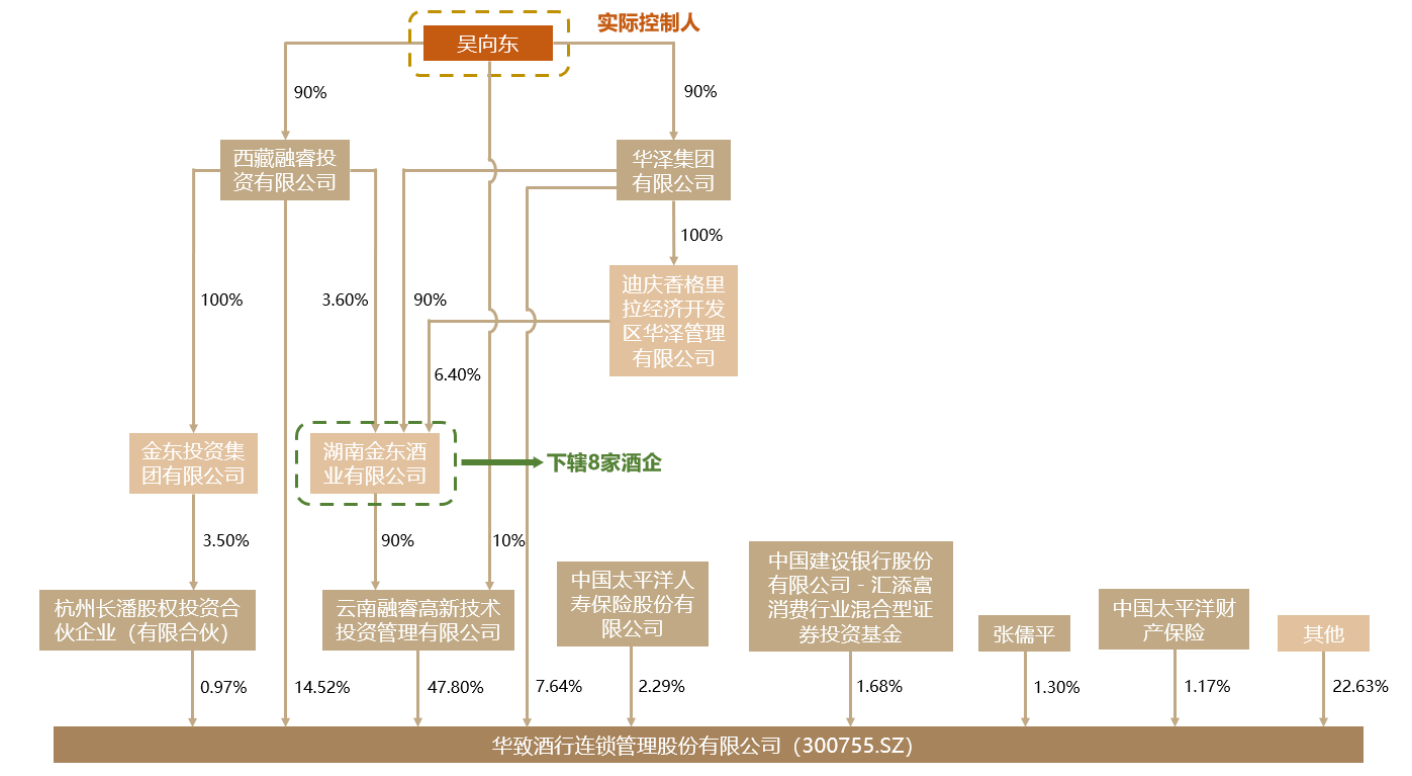
资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所



### 1.3. 股权结构较为稳定，管理团队经验丰富

股权结构稳定，吴向东为实际控制人。截至2022年9月30日，公司前三大股东分别为云南融睿、西藏融睿和华泽集团，持股比例分别为47.80%、14.52%和7.64%。公司董事长吴向东先生通过云南融睿、西藏融睿、华泽集团合计间接持股约63.50%，为公司实际控制人。公司控股股东持股比例较高，股权较为集中，股权结构相对稳定。

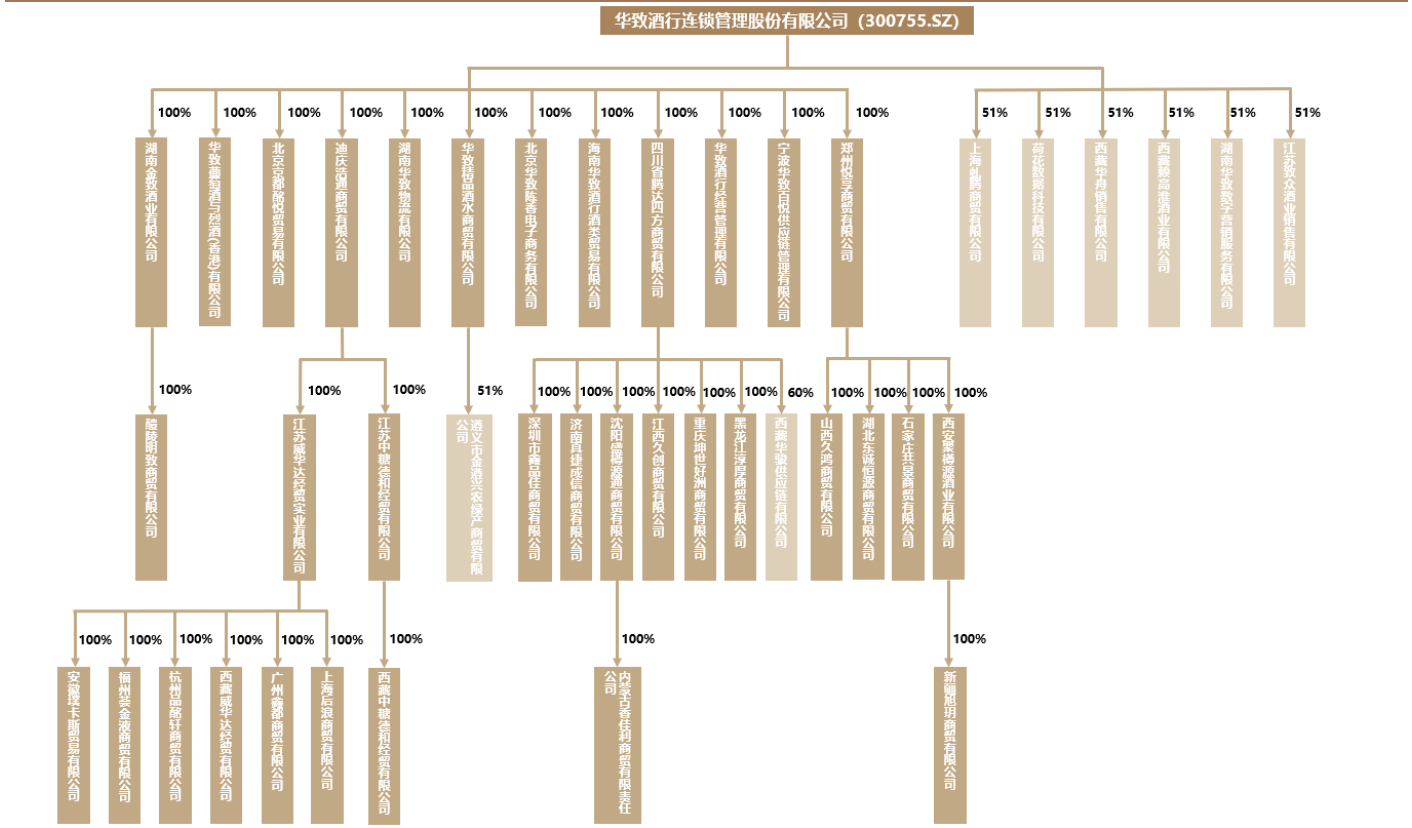
图7：实际控制人吴向东先生持股约63.5%



资料来源：公司年报，企业预警通，德邦研究所

旗下子公司分工明确，各尽其职。公司是国内领先的精品酒水营销和服务商，主营业务为酒类商贸流通。截至2022年6月30日，公司旗下有12家直接全资子公司、22家间接全资子公司、6家直接控股子公司和2家间接控股子公司，对公司的销售渠道、采购渠道以及运输存储等进行补充，促进形成了涵盖华致连锁门店、零售网点、KA卖场、团购、电商、终端供应商在内且遍布全国的酒类流通全渠道营销网络体系，满足不断升级的市场需求，有力推动公司发展。

图 8：华致酒行子公司情况（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：公司年报，企业预警通，德邦研究所

**管理团队经验丰富，稳步引领公司发展。**公司实际控制人吴向东先生为华致酒行创始人，历任安徽临水酒业有限公司董事、湖南湘窖酒业有限公司董事长、湖南金东酒业有限公司董事长、贵州珍酒控股有限公司董事长及总经理等职，有着 27 年的酒业从业经验，是中国白酒行业知名企业家。公司多名核心岗位管理人员在湖南金东酒业有限公司等酒企任职多年，具有较为丰富的行业经验，管理团队丰富的经验对行业发展判断和公司战略制定具有重要作用。

表 3：核心管理层简介

姓名	职务	年龄	简介
吴向东	董事长，董事	54	历任新华联集团董事，董事局副主席，长沙海达酒类食品有限公司执行董事，董事长，总经理，湖南金东酒业有限公司董事长，总经理，第十二届全国人大代表，现任金东集团，公司董事长，吴向东先生为华致酒行创始人，是中国酒界知名企业家
彭宇清	副董事长，董事	55	历任湖南金东酒业有限公司总经理助理，公司总经理，现任公司董事
李伟	董事，总经理	43	自 2002 年以来在财政部，中财荃兴资本管理有限公司，北京金六福酒有限公司工作，历任北京金六福酒有限公司总经理，公司常务副总经理，现任公司董事，总经理
杨强	董事，常务副总经理	48	历任浙江麦当劳餐厅食品有限公司高级运营经理，历任公司副总经理，现任公司常务副总经理
杨武勇	董事，副总经理	50	历任金六福酒业副总经理兼江苏大区营销总监，华东营销中心总经理，广东德庆无比养生酒业有限公司总经理，现任公司副总经理
梁芳斌	财务总监，董事会秘书	49	历任云南金六福酒业有限公司财务总监，华泽集团有限公司财务副总监，现任公司财务总监
颜涛	董事	59	历任山东电气集团股份有限公司副总经理，湖南金东酒业有限公司副总经理，华泽集团副总经理，公司监事，现任金东集团执行董事兼总经理，公司董事

资料来源：wind，德邦研究所

## 2. 万亿酒水流通赛道，市场集中度仍低

### 2.1. 白酒渠道经历多次变迁，目前正经历复合渠道阶段

酒类流通主要是指酒类产品从生产市场流向销售市场，最终发生购买行为的整个过程。从产业链来看，包括上游酒厂、中游经销、下游服务三个环节。新中国成立之后，酒类流通业历经了国营糖酒阶段、大流通阶段、终端制胜阶段、多渠道共振阶段，如今正经历复合渠道阶段，迎来品牌连锁和电商的新零售业态。

#### ➤ 国营糖酒阶段形式单一，酒类产品流通效率较低

20 世纪 90 年代之前，白酒主要采取计划经济计划订货、统购统销的方式，受到国务院严格管理。从一级批发站（省级糖烟酒公司）开始逐级分配到三级和四级区域内批发站，最终向零售商批发产品。上游的白酒企业受到国务院管辖，运作市场和渠道掌控的积极性较低；中间渠道流通时间较长，层级划分众多，流通效率较低，且每两级批发的利差受到严格限制和管理；下游的零售终端单一，主要是餐饮终端、零售店以及一些百货公司，呈现明显的卖方市场态势。

#### ➤ 大流通阶段初启，逐步进入市场化进程

1988 年至 1996 年的阶段，渠道逐渐呈现出市场化的特点。1988 年名酒价格放开后，糖烟酒公司解体，国务院对渠道的控制也逐渐减弱，酒类流通的控制权下放到各个厂家，开始以个体户和流通商为主，但由于经销商并未形成自己的品牌，因此该时期白酒销售渠道主要由厂家主导。同时，市场化之后由于名酒资源稀缺带来供不应求，名酒价格开始上涨。

#### ➤ 终端制胜阶段开启，迎合买方市场变革

1997 年至 2003 年行业开始逐渐进入买方市场。1997 年金融危机以来，白酒行业政策逐渐收紧，改变了原先酒厂依靠产能驱动的竞争格局，各大酒厂纷纷将重点转向渠道建设，探索渠道创新方式走出困境，此时，一部分抓住时代脚步的经销商开始做大做强，渠道话语权逐渐转移到经销商手中。

#### ➤ 多渠道共振阶段向扁平化过渡，零售终端重要性日益凸显

2003 年至 2012 年，我国迎来了白酒行业发展的黄金 10 年，逐渐开始渠道多元化、产品高端化、服务专业化的发展趋势。在此阶段，零售终端的重要性日益凸显，各厂商凭借集中资源投放等形式加强对销售终端的控制。渠道控制权重新回到厂商手中，酒类销售渠道逐渐扁平化。

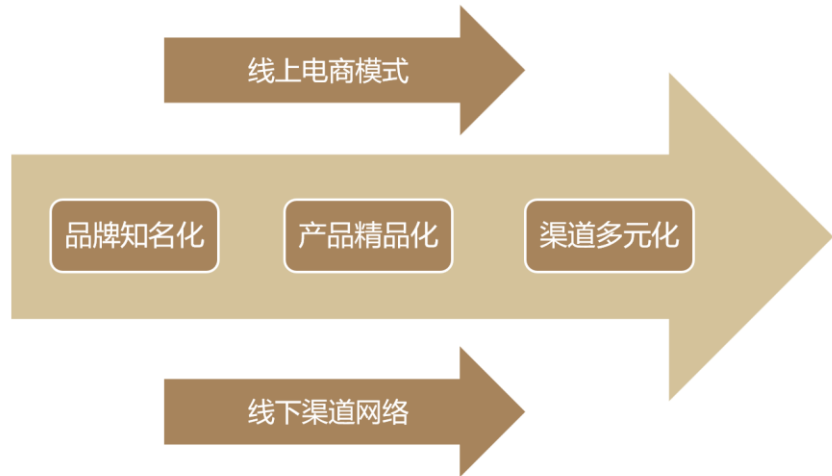
#### ➤ 复合渠道阶段打造新零售业态，线上线下一体化发展

2013 年以来，白酒行业进入深度调整期。随着电子商务在国内发展，酒类电商平台开始兴起，与传统销售渠道相互联通、双线发展。当前酒类电商的运营模式主要有两类，一种是由酒厂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，显示出厂商共同控制渠道的特点。传统业态如烟酒店、商超、餐饮酒店、团购等形式将长期存在；电商、品牌连锁等近年来涌现的新零售业态，则在变革中朝着线上线下一体化融合发展的趋势迈进。垂直酒类电商如中酒网、也买酒等也积极开设线下专卖店、连锁店，华致酒行等传统的酒类经销商不仅开始搭建 O2O 自建线上平台，也开始入驻天猫、京东等电商平台。

酒类流通企业向着产品精品化、品牌知名化、渠道多元化方向发展。在产品建设上，随着消费升级和需求多样化的发展，定制酒和名酒的份额提升已成趋势，因此保证高端酒品的货源稳定供应将成为酒类流通企业提升利润的重点抓手；在品牌建设上，酒类流通企业的群众认可度和消费者忠实度是提升品牌形象的重要保证，因此对于酒类流通企业来说，产品的保真性、服务的专业性是重要的市场

竞争力；在渠道建设上，众多的直供终端门店和连锁门店以及完善的线上销售模式，是酒类流通企业强大的分销能力的基础，对供应链资源和渠道资源的整合能够有效提升盈利能力。

图 9：酒类连锁发展趋势



资料来源：德邦研究所绘制

## 2.2. 酒类零售业态更加多元化，连锁化是大趋势

目前酒水流通行业规模在万亿级别，市场集中度仍然较低。我国酒类流通市场容量在万亿级别，其中葡萄酒规模在千亿元左右，啤酒 2500 亿元以上。酒水流通行业企业众多，根据天眼查统计，我国目前共有超 20.6 万家白酒相关企业，批零业占比 52%，制造业占比 38%，其中个体工商户占比近 8 成，8 成相关企业注册资本在 100 万元以内。高度成熟的美国市场前 8 家酒水销售商占据了约 8 成市场份额，对比美国，我国酒水市场化时间较短，国情也有不同，未来不一定能达到美国市场的集中度，但是当前正处于渠道向头部集中的初期，行业龙头空间广阔。

酒类零售业态更加多元化，连锁化是大趋势。近年来，传统省级酒水批发商依托上游酒厂资源逐步发展终端连锁业务，但多局限本省或周边省份，如商源久加久、捷强连锁等。新零售平台共同点在于均拥有多样化的销售渠道，且近年来对线下门店的扩张发展更加重视。酒仙网极为重视产品营销，将公司产品销售与社交网络很好地结合起来，从而推动销售；名品世家对加盟店实行了订单信息共享，将加盟店发展成为企业的仓储物流点，其终端功能也更加多样化；银基集团重视白酒社交属性，通过对已有移动终端的技术改良来增强产品网络信息的传递；壹玖壹玖和酒便利则发展了快捷便利的物流运输功能，在短时间内可以将产品迅速递交至消费者手中。

表 4：连锁酒水流通企业对比

公司	盈利情况	经营模式	门店数量	营收构成	主要产品	主要经营区域
华致酒行	2021 年收入 74.6 亿元，净利润 6.8 亿元	构建包括连锁酒行、华致酒库、KA 卖场、电商、终端供应商等在内的全渠道营销网络体系，融合传统线下销售模式和 O2O 服务平台	拥有华致酒行、华致名酒库连锁门店 2000 余家，优质零售终端 30000 余家	2021 年白酒 87.53%，葡萄酒 6.31%、进口烈性酒 4.11%、其他主营产品收入 2.06%	高端白酒为主，公司定制酒有五粮液年份酒、贵州茅台酒（金）、荷花酒、钓鱼台精品酒（铁盖）、古井贡酒 1818、虎头汾酒等	全国，主要在华东、华中地区
壹玖壹玖	2021 年收入 46.1 亿元，净利润 5751 万元	线上平台与线下门店相结合，线下门店分直营店、直营店、加盟店三类	2021 年加盟店 1361 家、直营店 752 家、直营店 24 家	以白酒类销售收入为主	茅台、五粮液等高端白酒为主，定制酒有稽山鉴水 8 年陈、稽山鉴水 10 年陈、稽山鉴水 15 年陈、稽山鉴水 20 年陈等	全国，主要在四川、河南地区



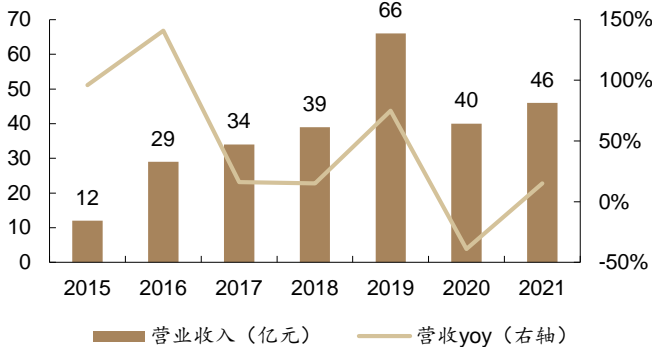
酒仙网	2015 年收入 21.9 亿元，净利润-2.51 亿元	B2C、B2B、O2O 多种销售业务形式与品牌运营服务并行，建立了酒快到和国际名酒城两大线下渠道	截至 2020 年末，公司旗下两大线下渠道酒仙网国际名酒城和酒快到，门店数量分别达到 549 家和 348 家，共 897 家	茅台、五粮液等高端白酒为主，自有品牌酒品例如大酱酒、金汾河等占比提升	茅台、五粮液等高端白酒为主，定制酒有大酱酒、金汾河等	全国
名品世家	2021 年收入 13.4 亿元，净利润 1.21 亿元	基于覆盖全国大部分地区的线下加盟店以及线上的移动互联网平台，为客户提供综合的酒类产品和酒类服务	2022 年，加盟店、合作店数量约 1140 余家	2022 年白酒占 72.8%、白兰地及威士忌占 17.8%、服务费收入占 6.0%、葡萄酒占 3.3%	涵盖名优白酒、葡萄酒、白兰地、黄酒、进口啤酒等酒种	全国，主要在华东、华中与华南地区
酒便利	2021 年收入 10.8 亿元，净利润 6173 万元	基于线下实体门店和线上互联网平台、以信息化管理为核心的 O2O 即时酒类零售业务	2021 年在河南、北京、西安、徐州、十堰等地布局直营网点达 300 余家	2020 年白酒占比 70.8%、啤酒占比 9.7%、葡萄酒占比 9.5%、洋酒占比 2.8%、黄酒占比 0.3%	高端白酒为主	主要在河南省和北京市
银基集团	2020 年收入 11.0 亿元，净利润-2032.2 万元	线上线下相结合 O2O 模式，建立了 WE 酒、品汇壹号等线上平台			茅台、五粮液、永福酱酒、贵州鸭溪窖、山西杏花村汾酒等	华南销量较大

资料来源：各公司年报，企业预警通数据库，各公司公开转让说明书等，德邦研究所

### 壹玖壹玖：直营店扩张转向加盟店扩张

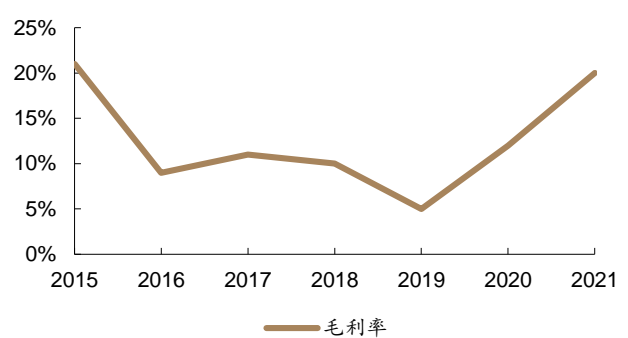
壹玖壹玖 2021 年营业收入达 46 亿元，净利润达 5751 万元。公司线下门店分为直营店、直管店、加盟店三类。2017 年前以直营店为重心，2017 年后逐渐转向以加盟店为主的扩张，但公司对加盟店的后续培养支持不足，导致增长较粗放，加盟店成活率较低。

图 10：2015-2021 年壹玖壹玖营收情况



资料来源：壹玖壹玖公司年报，德邦研究所

图 11：壹玖壹玖毛利率情况

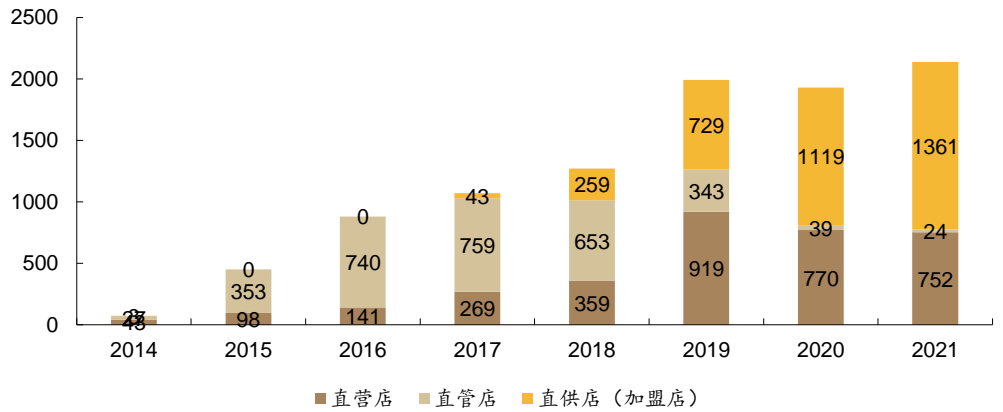


资料来源：壹玖壹玖公司年报，德邦研究所

**酒类零售业务服务消费者，供应链管理服务面向加盟销售终端。**壹玖壹玖酒类零售业务的主要服务对象为终端消费者，通过线下直营门店、客户服务热线和电商平台向客户销售酒类商品，并在实体门店覆盖范围内提供酒类商品“立即送”服务。供应链管理服务则是面向加盟销售终端的，包括餐厅、酒店、KTV、酒吧等，公司向加盟终端供货，并提供“立即送”和 4M 全程品质管理系统保真服务，按供货金额的一定比例收取管理服务费。

**直营店、直管店、加盟店三种形式扩张线下门店。**壹玖壹玖共有三种线下门店类型，第一种为直营店，股权隶属于公司，由公司经营并收取利得；第二种为直管店，股权隶属于第三方并依据协议委托壹玖壹玖进行统一管理；第三种为加盟店，由第三方投资并自主管理，壹玖壹玖提供品牌、供应链、系统和线上订单服务。直营店与直管店均由壹玖壹玖统一管理，不同的是直管店的股权属于第三方，公司收益来自于直管店支付的管理费与酒品销售收入。

图 12: 壹玖壹玖线下门店种类变动情况



资料来源: 壹玖壹玖公司年报, 德邦研究所

**直营店经营不善计提大量减值损失, 公司转向加盟店扩张。**壹玖壹玖的门店总数在近几年快速扩张, 直营店数量快速减少, 加盟店数量则迅速增加, 这体现了公司开店战略的转变。起初, 直营店是公司首推的店型, 直营店采用所有权与经营权彻底分离的经营形式, 这种轻资产模式帮助壹玖壹玖快速扩张。直营店交给壹玖壹玖的管理费被列入应收款项, 但直营店一旦经营不善, 公司就得计提坏账准备。2018年, 壹玖壹玖直营店减少近200家, 资产减值达到5.43亿元, 亏损达到6.3亿元, 创下历年新高。因此从2018年开始, 公司开始减少直营店数量而转增加盟店, 通过向第三方提供品牌、供应链、相关信息系统等以及物流服务等收取费用。到2020年, 壹玖壹玖将大部分直营店清退完毕, 该年加盟店占比首次超过一半。2021年, 壹玖壹玖门店突破2000家, 其中加盟店增长到1361家, 占到全部门店数量的64%。

**加盟店增长较粗放, 关店数量较多。**为了快速占有市场, 壹玖壹玖于2015年提出了2019年实现6000家门店, 2021年实现1000亿销售的目标, 为了实现目标, 需保持门店数量快速增加, 但对于门店数量的追求在一定程度上使门店增长较粗放。2021年, 壹玖壹玖加盟店新开数量686家, 但同时关店数量也达到了449家, 期末总加盟店数量为1361家, 加盟店关店数量与期初数量的比值达到了40%, 高于其它店型的比例。

表 5: 2021 年壹玖壹玖门店变动情况

门店类型	期初数量	新开数量	转入数量	转出数量	关店数量	期末数量
直营店	770	9	7	1	33	752
直管店	39	0	0	11	4	24
直供店 (加盟店)	1119	686	5	0	449	1361
合计	1928	695	12	12	486	2137

资料来源: 壹玖壹玖公司年报, 德邦研究所

### 酒仙网: 营销手段多样化, 销售重心向自有品牌转移

酒仙网公司是中国领先的酒类垂直电子商务综合服务商, 专业从事酒类商品的线上零售、线上批发、即时服务及品牌运营综合服务等。2020年公司营业收入达到37亿元, 净利润达到1.8亿元。公司注重产品营销, 与引擎网站、短视频创作者等建立良好合作关系, 利用多样化营销手段扩大消费者覆盖面, 同时将产品销售重心向自有品牌转移, 既能有效控制产品价格从而带动销量, 又能有效扩大利润空间。



**B2C、B2B、O2O 多种销售业务形式与品牌运营服务并行。**酒仙网主要业务形式包括基于互联网、移动互联网技术的线上酒类零售业务，基于互联网、移动互联网技术的线上酒类特卖业务，基于 LBS 技术和 O2O 模式的酒类即时服务业务以及品牌运营综合服务。2017 年 11 月，郝鸿峰就宣布进军新零售，在商业模式上，酒仙网做了重大调整，从专注线上渠道，变为打通线上、线下相融合，通过“酒快到”与各名酒专卖店、连锁酒行等优秀线下零售终端合作，消费者通过 APP 下单后 9 分钟送到，解决消费者购买酒水时的最后一公里问题。2018 年末-2020 年末，“酒仙网国际名酒城”门店数量分别为 219 家、502 家和 549 家；2019 年末-2020 年末，“酒快到”门店数量分别为 138 家、348 家。截至 2020 年末，酒仙网线下连锁门店已达到 897 家，覆盖全国 31 个省及直辖市。

**零售业务主要依托移动平台，特卖业务通过中酿酒团购网站。**公司目前的酒水销售主要分为零售业务及特卖业务。公司酒水零售业务主要依托公司官网平台、移动客户端以及在天猫、京东等国内领先的第三方网络购物平台开设店铺进行销售，当消费者产生即时性购买需求时，可以打开酒快到 APP，LBS 自动定位消费者的位置，并向其推送附近入驻终端，消费者可根据入驻终端的距离、货品情况、评价情况等进行综合筛选，确定商铺后点选商品并下单支付，由商户及时配送，完成交易。特卖业务则主要通过中酿酒团购网站进行销售。特卖业务的销售对象不是普通消费者，而是加入公司会员的烟酒店、商超、企业等，实行团购模式。

**营销手段全面，充分契合当前消费场景。**酒仙网销售酒品时非常重视产品营销，公司设计了多种营销手段，包括与搜索引擎合作、导航网站营销、电子邮件营销以及社交网络营销等，至 2022 年，公司拥有抖音账号 489.5 万粉丝的“拉飞哥”、136.1 万粉丝的“酒宫格格”、68.8 万粉丝的“小秋秋”以及快手账号 71.8 万粉丝的“酒仙网小美”等多名优秀直播达人。2020 年酒仙网全年直播销售额达 4.46 亿元，占总销售额的 12.04%。此外，公司还会在“6.18”、“11.11”、“12.12”、企业周年店庆等网络节日和春节等传统节日推出相应的营销主题活动，提前确定促销节点酒品营销的主题，设定销售目标，协调公司各部门调动各种优势资源完成促销活动主题上线及后续运营准备。多样化的营销手段，尤其是对社交媒体的充分利用契合当前消费者的消费习惯与场景，在帮助消费者更加充分了解公司产品的时候，也有力带动了产品的销量。

**销售重心向自有品牌转移，力图扩大利润空间。**酒仙网逐渐将销售重心由茅台、五粮液等传统高端白酒转移到自有品牌上，包括容大酱酒、金汾河等，2020 年这些专销产品销售额占总营收的 26.3%，同比增长超 8.49%。

表 6：酒仙网收入与毛利构成

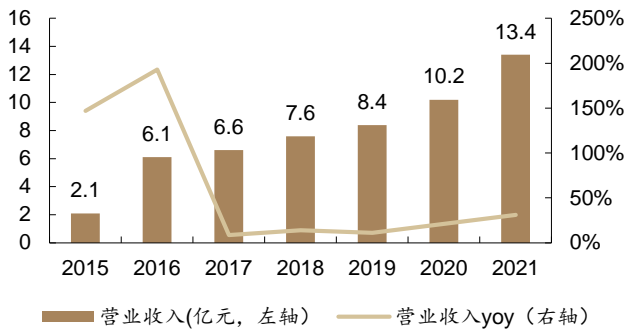
项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
核心流通产品	5.7	5%	9.4	7%	8.5	6%
其他流通产品	11.4	18%	14	15%	17.4	14%
专销产品	3.7	48%	5.1	54%	9.2	45%
合计	20.8	19%	28.4	19%	35.1	20%

资料来源：酒仙网公开转让说明书，德邦研究所

### ➤ 名品世家：跨界营销整合资源，加盟店共享订单信息

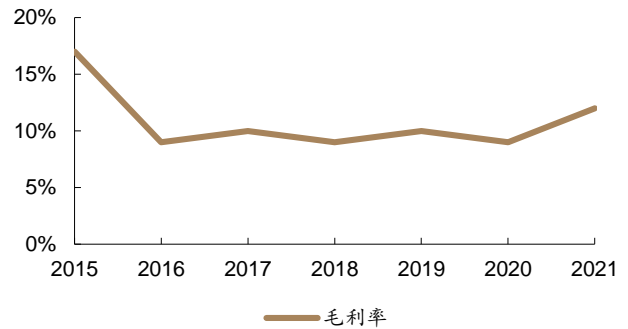
名品世家 2022 年上半年营收达 6.1 亿元，归母净利润为 5466 万元。公司采取线下加盟门店、线上平台、跨界终端等渠道相结合的销售模式向客户销售酒类商品以及提供相关酒类服务，通过终端多样化的功能以及跨界营销手段，公司有效扩大了消费者覆盖面，同时与线下加盟店共享订单信息，在保证加盟店业绩基础上更有效整合了线上线下销售优势，提高物流效率。

图 15: 2015-2021 年名品世家营收情况



资料来源: 名品世家公司年报, 德邦研究所

图 16: 名品世家毛利率情况



资料来源: 名品世家公司年报, 德邦研究所

**多项措施提升运营商经营能力, 系列酒类服务差异化服务消费者。**公司向区域运营商提供综合性酒类营销服务, 出台了各类销售方案, 包括招商会、品鉴会、开业服务、门店管理等供区域运营商进行选择, 提高其经营能力, 按照提供的服务向区域运营商收取营销服务费。销售方面主要是通过线上和线下两个部分完成。线下部分, 公司通过线下各类型的加盟店以及跨界营销端口实现酒类销售, 包括销售配送、陈列展示、品鉴收藏等一系列线下酒类服务。线上部分, 公司通过官方门户、微信平台、第三方电商平台等途径生成产品订单, 再通过线下加盟店以及第三方物流实现酒品配送。

**多类加盟商门店并行, 终端功能多样化。**名品世家的加盟商分为综合体验店、中心体验店、社区体验店和微终端等业态, 其中, 综合体验店在国内发达城市高端商业区, 经营面积在 300 平方米以上, 是集陈列展示、酒水品鉴、文化、收藏、餐饮、娱乐、健身、拍卖、培训于一体的综合性体验店, 主要面向高端人群, 提供会员服务; 中心体验店建立在国内主要城市, 经营面积在 100-300 平方米之间, 拥有陈列展示、品鉴、文化, 产品体验功能和培训功能, 并对区域内的销售终端进行管理和运营; 社区体验店面积在 30-100 平方米之间, 拥有酒水陈列展示、品鉴、文化、产品体验功能, 并对区域内销售终端进行管理服务; 微终端具有区域配送和业务开拓功能, 承载模式包括买酒送车险、新疆葡萄庄园主认购、品牌推广品鉴酒会和常规销售等。

**实行跨界营销, 整合多行业客户资源。**公司销售模式包括会议营销、跨界营销、私人定制、庄园体验以及一品一码, 通过各类营销活动将线下终端消费者引导至线上, 使其成为名品世家的线上会员, 并建立线上的用户数据库。此外, 公司还开展了买酒送车险、买酒送餐饮等跨界合作营销活动, 在为其他领域带来新客流的同时, 也整合了其他行业的客户、空间等资源, 扩展公司服务终端。名品世家酒类销售融合了 O2O、B2C、B2B、C2B 模式, 营销模式多样, 覆盖消费者层面广。微终端兼具酒品销售与配送、展示、买酒送车险、代理招募葡萄园庄园主等多种功能于一身, 既增加了终端功能的多样性, 扩大消费人群, 拓宽市场, 又能通过这些多样性服务赚取营业外收入, 例如终端提供招募葡萄园庄园主, 公司会员只需要每年每亩缴纳一定数额的服务费用就可拥有一份自己的葡萄园, 公司提供一站式保姆级服务, 次年消费者可以根据合同得到个性化产品, 公司收取代为招募“庄园主”的中介费。

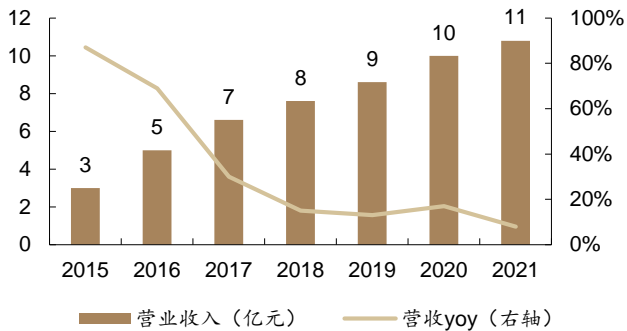
**与加盟店共享订单信息, 信息化处理订单分配。**公司不仅向加盟商提供品牌、供应链、物流, 还提供了订单信息, 名品世家的平台服务对象主要是加盟商, 除接入公司营销管理、仓储物流管理模块以及仓储物流的实时查询功能之外, 公司还通过全渠道多入口的模式将客户快速、精准地引流到公司搭建的信息化平台, 利用平台的大数据优势提供个性化专业化的服务。公司连锁体系下的加盟商将成为一个个的配送点, 加盟商通过接入信息平台, 将分散在全国各地的线下门店连接成为一张巨大的配送网络。客户在完成下单后, 订单数据在信息化平台中进行分析处理, 得出最佳配送门店并第一时间将配送需求发送至该加盟商, 加盟商则

在收到配送请求后立即开展配送。公司将线下的加盟店与线上信息化平台进行有效结合，改变了传统的酒类销售模式，很好地发挥了线下销售和线上销售的优势，弥补了两种模式的不足。

### ➤ 酒便利：线上线下一体化服务，门店快速扩张发展

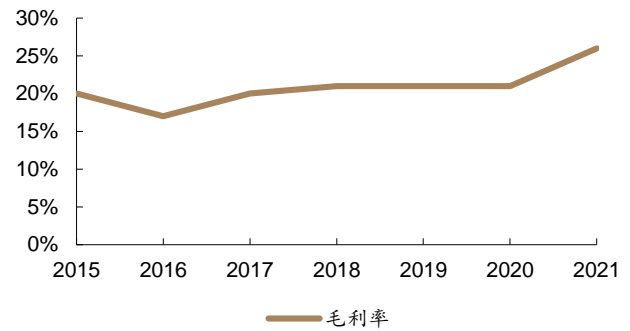
酒便利主营业务为基于线下实体门店和线上互联网平台、以信息化管理为核心的 O2O 即时酒类零售业务，公司目前主要集中于河南和北京市场。2021 年营业收入达到 11 亿元，净利润为 6217.6 万元。

图 17：2015-2021 年酒便利营收情况



资料来源：酒便利公司年报，德邦研究所

图 18：酒便利毛利率情况



资料来源：酒便利公司年报，德邦研究所

**物流运输快捷高效，重点发展 O2O 业务。**酒便利平台分为 5 大部分：callcenter、线上平台、体验店、门店以及前置仓。公司酒类零售业务主要服务对象为终端消费者，公司通过线下直营门店、呼叫中心和互联网平台三种渠道接受订单，并通过离消费者最近的门店进行快速配送服务。公司酒类零售业务以信息化系统为核心，通过互联网+呼叫中心+体验门店+配送站的方式实现 O2O 经营模式，业务流程基本实现信息化操作，使消费者能在 20 分钟内喝上放心酒。O2O 这种线上线下相结合的新模式尚属酒便利首创，同时也是酒便利运营模式的核心，公司将线上互联网平台和线下直营门店进行有机结合，互联网平台负责订单获取、信息挖掘与传递，而实体门店体系负责服务、仓储、配送、零售。在 O2O 的业务模式下，通过信息化系统的联接，可以充分发挥互联网平台订单获取和信息整合推送的优势，并利用好实体门店仓储、物流及服务支持功能，使互联网平台和线下门店连成一片。根据公司披露信息，公司 2015 年电商平台销售收入增加迅速，占比从 1.06% 上升至 9.2%。O2O 模式发挥了线上和线下的比较竞争优势，提高了酒类零售业务的整体运营效率，同时降低运营成本。

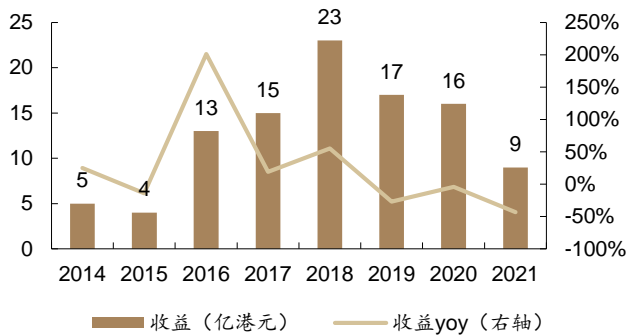
**门店直营与特许经营并行，加快扩张步伐。**2016 年，公司首次对外开启了特许经营模式，开始了直营与特许经营两条腿奔行的“快跑模式”。在直营模式中，公司对酒类等进行统一的采购、仓储、销售、配送，从源头上控制酒类的质量，并通过仓储、配送等环节控制发货。而在特许经营模式中，酒便利向经营者的店面派驻经营人员，经营者向酒便利支付特许经营费、保证金、门店管理费、物流费、广告宣传分担金、一次性装修设备款等并提前支付进贷款。通过引入特许经营模式，公司有效降低了门店扩张的成本，帮助公司实现线下门店的快速扩张。

### ➤ 银基集团：积极树立企业形象，重视网络信息渠道

银基集团是中国领先的白酒经销商，产品覆盖中国十大白酒品牌其中四大种，

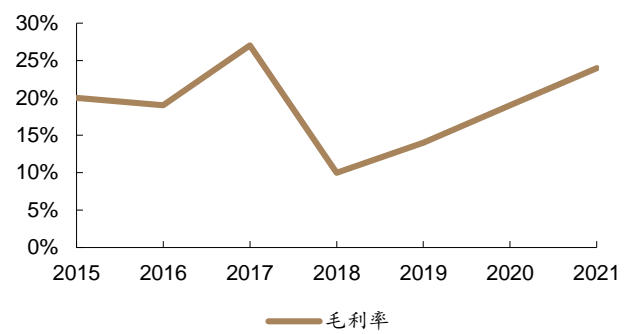
包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒。集团的两大核心畅销高端品牌为“五粮液”及“茅台”系列，其余畅销产品系列包括国窖 1573、山西汾酒等。除了白酒以外，银基还引进了来自世界各地的高品质葡萄酒及威士忌产品，产品线日益丰富。2021 年公司营业收益达到 9.4 亿港元，毛利率为 23.9%。公司根据白酒的社交属性，对已有的“WE 酒”平台进行了一系列改造，并将其与已有的传统电商相结合，从而优化分销功能，增强平台社交属性，此外，公司也重视网络信息渠道对公司营收的影响，积极在网络平台上树立积极、绿色的企业形象。

图 19：2014-2021 年银基集团收益情况



资料来源：银基集团公司年报，德邦研究所

图 20：银基集团毛利率情况



资料来源：银基集团公司年报，德邦研究所

**重视酒品社交属性，着力打造网络信息平台。**银基集团十分注重白酒的社交属性，将主打移动平台和强社交属性的“WE 酒”与已有的传统电商“品汇壹号”相结合，打造出一个更完善的线上线下一体化销售网络。并于 2020 年 4 月开始从技术角度重构了“WE 酒”平台，加强了产品分销功能，以 B2B 为主，B2C 为辅，全面优化了分销体系，增加社交属性，并通过短视频和直播宣传，配合社交分享功能，从而加强客户对产品和平台的粘性。



### 3. 供应链、品牌、管理三大核心优势打造强大竞争力

#### 3.1. 稳定优质的供应链资源是吸引下游客户的重要保障

##### 3.1.1. 名酒资源吸引下游零售网点，高度配合厂家政策夯实上游供应链稳定性

名酒资源丰富，深度吸引下游零售网点参与。华致酒行名酒资源丰富，拥有53° 1680ml 贵州茅台酒、贵州茅台酒（金）、五粮液年份酒的总经销资质以及普通五粮液系列、贵州茅台酒系列的一般经销资质，而且与汾酒、古井贡、钓鱼台、荷花、习酒等知名酒企保持战略合作。对于零售网点来说，名酒配额是稀缺的，也是维持客户粘性的重要产品，华致的名酒配额正好迎合了零售网点对名酒的需求。

表 7：华致酒行部分产品经销资质

产品名称	酒企名称	经销资质	区域限制
贵州茅台酒（金）	贵州茅台	总经销	全国
53° 1680ml 贵州茅台酒	贵州茅台	总经销	全国
贵州茅台酒系列	贵州茅台	一般经销	特定区域
五粮液年份酒	宜宾五粮液	总经销	全国
普通五粮液系列	宜宾五粮液	一般经销	全国，华致酒行渠道、KA 渠道等

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

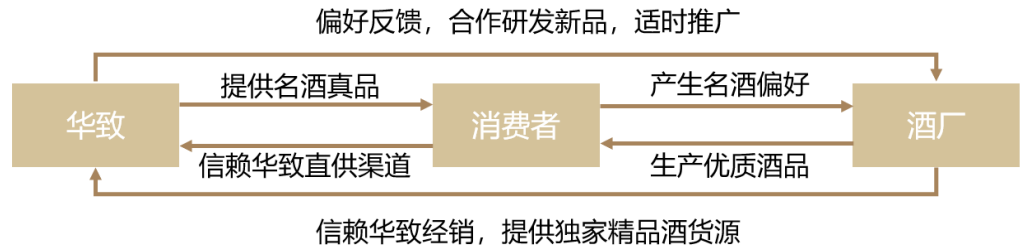
“永做名酒厂金牌服务员”战略下积极配合酒厂进行消费者服务，受到上游酒厂高度认可。在“保真”理念的基础上，华致酒行核心战略再升级为“永做名酒厂金牌服务员”。一方面，华致致力于构建多层次、全覆盖的产品渠道，为酒厂提供优质的服务，维护酒厂的核心利益。通过华致，酒厂可以高效的将正品名酒传递给下游的消费者，保证品牌声誉。另一方面，华致积极举办名酒品鉴会，宣传名酒厂品牌文化，公司每个月都会在全国各地酒行门店不定期举办各类酒品鉴或酒文化推广会。这些活动让消费者能详细了解每种酒品的饮用特色，学习品鉴美酒的流程方法以及熟悉酒品背后丰富的历史典故和文化底蕴，在维系消费者关系、进行消费者教育的同时为各个酒厂进行了品牌文化宣传。公司作为茅台集团、五粮液集团的长期重要合作伙伴，受到上游酒厂高度认可，曾先后 8 次荣获茅台集团授予的“仪狄巨匠金奖”、“优秀经销商”等殊荣，并先后 14 次荣获五粮液集团授予的“特别贡献奖”、“六星级运营商”、“杰出品牌运营商”等荣誉。此外，华致旗下子公司西藏华骏供应链认购内参酒公司股权，西藏中糖德和经贸认购宜宾五商股权投资基金股权，加深了与上游酒厂的联系。

图 13：华致酒行“永做名酒厂金牌服务员”



资料来源：德邦研究所

图 14: 华致酒行与上下游良性互动



资料来源：德邦研究所

### 3.1.2. 精品酒推广能力强，产品矩阵丰富

高端精品酒定位较高，对终端来说，华致作为全国性品牌开发的精品酒比普通的经销商贴牌产品更易获得消费者认同，动销速度较快。公司始终坚持为消费者提供优质保真精品酒水的战略，持续开展精品酒开发工作。我们认为公司开发产品主要优势有以下方面：








**名酒资源多，与多个名酒厂合作关系稳定。**公司恪守“精品、保真、服务、创新”的理念，经过多年发展，在业内享有较高美誉度和影响力，生产商、供应商和客户等对公司的认同度不断提升。目前，公司拥有多家名酒品牌资源，已经与茅台、五粮液、汾酒、钓鱼台、拉菲、奔富等国内外知名酒企建立起稳定的战略合作关系，现经营国内外精品白酒、葡萄酒、进口烈性酒等产品近 4000 种，已成为国内实力较强、知名度较高的精品酒水营销和服务商。公司凭借自身优势，获得在与供应链上游的合作中较好的议价能力，形成在精品酒经销领域的竞争优势。

**选品能力强，产品矩阵丰富。**在产品开发方面，凭借深耕酒类市场积累的行业经验以及对酒文化的独到理解，公司决策层对行业发展趋势有较为准确的判断，能够通过对酒类消费市场分析等，发现市场需求，从而使推出的产品得到市场的高度认可。公司凭借自身优势，与国内外知名酒厂通力合作，在酒厂支持下合作开发五粮液年份酒、贵州茅台酒（金）、古井贡酒 1818、虎头汾酒、荷花酒等多款酒品，并拥有总经销权。公司通过与国内知名酒厂、国外名酒庄的战略合作，遴选和开发出不同价位段和针对不同市场定位的核心产品，引领市场消费，使得精品酒成为公司收入和利润的新增长点。

表 8: 华致酒行精品酒产品矩阵

品牌	产品	度数 (°)	容量 (毫升)	售价 (元/瓶)	推出时间	示意图
茅台	贵州茅台酒 (金茅台)	53	500	5299	2022 年	
五粮液	五粮液-30 年份酒	50	500	14099	2005 年	
	五粮液-15 年份酒	50	500	4399	2005 年	
	五粮液-10 年份酒	50	500	2988	2005 年	
汾酒	虎头汾酒 (白瓷)	53	500	388	2022 年	
	虎头汾酒 (黑瓷)	53	500	458	2018 年	
习酒	习酒 1988 (琉金)	53	500	1299	2021 年	



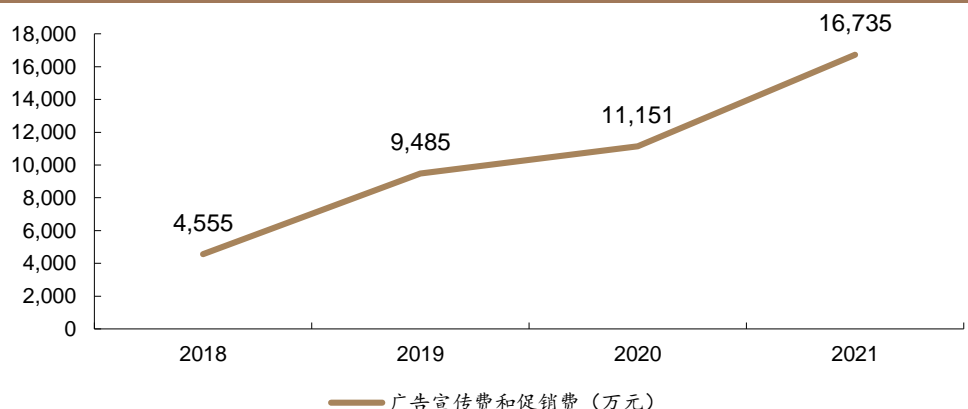
酒鬼	金内参	52	500	1899	2023 年	
	金酒鬼	52	500	1199	2022 年	
洋河	梦想家大师级	52	500	458	2016 年	
荷花	玉系列 (16)	53	500	1199	2022 年	
	玉系列 (32)	53	500	2499	2022 年	
钓鱼台	精品酒 (铁盖)	53	500	1888	2019 年	
赖高淮	赖高淮作品 1989	52	500	318	2018 年	

资料来源：华致酒行官方商城，酒业家，酒食汇，德邦研究所

**渠道覆盖广，促进构建精品酒销售网络。**公司多年来深耕酒类消费市场，形成了涵盖连锁酒行、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。近年来，公司连锁门店和零售网点的数量和质量稳步提升，渠道建设不断丰富，门店分布范围广、区域覆盖面宽、辐射带动力强。同时，公司产品已进入 20 多家大型商超，并在京东、天猫等开设电商旗舰店、上线华致酒库 O2O 平台和华致酒行旗舰店微信小程序，从而形成了服务于全国的保真酒品连锁销售网络。

**宣传能力强，助力拉升精品酒销售额。**近年来，公司持续加大精品酒市场推广力度，通过宣传广告投放、连锁门店展示、线上活动推广等提供丰富的消费体验。2021 年，公司自营电商平台结合节庆日、电商节点性大促活动开展了共计 46 场线上营销活动。同时，公司会根据精品酒的品牌调性和产品特点，举办品鉴会和动销活动，深化客户体验，提升品牌认知度，积极探索圈层营销，例如，举办“荷塘夜宴”、“拉菲之夜”等品鉴会、赞助高尔夫联赛等动销活动。仅 2022 年上半年，公司累计开展品鉴会高达 6863 场。

图 15：2018-2021 年公司广告宣传和促销费投入不断加大

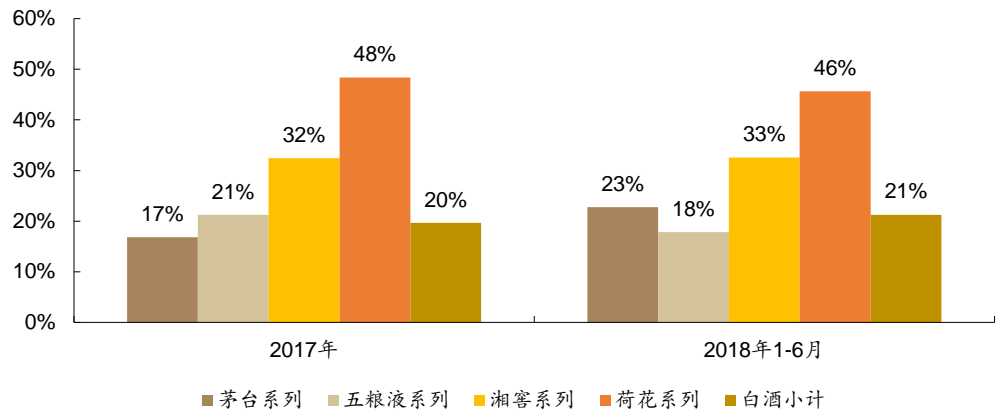


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

**战略合作开发定制酒，毛利率高于其他酒品。**为了丰富公司产品体系，公司于 2016 年与贵州省怀仁市茅台镇荷花酒业有限公司达成协议，约定合作开发“国乡荷花”酒，由荷花酒业负责供应产品，公司负责产品外观设计及市场推广。

荷花系列产品是公司凭借多年积累的市场经验，依据国人消费需求和自身发展战略，借助酒企技术优势，合作开发出的新产品，毛利率较高。

图 16: 荷花系列产品毛利率较高

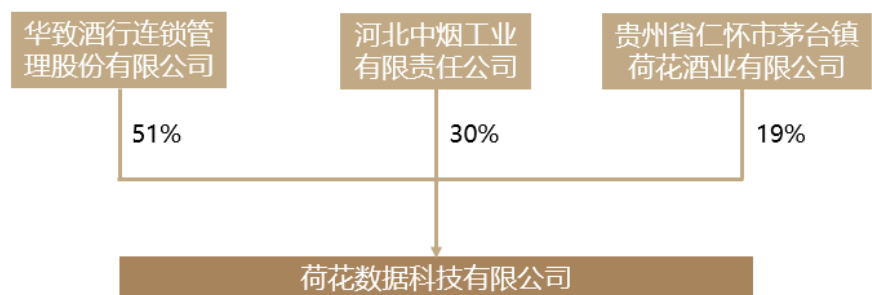


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

**荷花酒历史源远流长，市场知名度高。**荷花酒来自于中国名酒之乡遵义仁怀市的茅台镇核心区，是公司的主销产品之一。荷花酒厂的前身是“吴氏酒坊”，酿造技艺代表着当时全镇的至高水准，酿造的酒品远销全国。“荷花”品牌创立于1959年，至今有60多年的发展历史，具有较高的市场知名度。

**携手成立荷花数据科技有限公司，全力塑造“荷花”品牌。**2018年，公司联合河北中烟工业有限责任公司、贵州省仁怀市茅台镇荷花酒业有限公司，成立了由公司持股51%的非全资子公司荷花数据科技有限公司，通过整合三方优势资源，共同推广“荷花”品牌。2020年，公司联合河北中烟开展维权打假“清风行动”整顿市场，现已基本肃清市场假冒伪劣仿品，维护了荷花的品牌形象。目前，公司继续大力打造“荷花”品牌，持续加大荷花系列酒的市场投入，发力中高档价格带产品，在销的荷花酒有荷花传奇系列、荷花领袖系列、荷花玉系列、荷花盛世系列等。

图 17: 荷花数据科技有限公司股权结构图



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

**推广传播力度大，品牌荣誉收获丰。**2018年10月，公司隆重召开“荷花盛开和而不同”荷花烟酒新品发布会，推出“上品荷花”、“金荷花”及“荷塘月色礼盒”等荷花品牌系列新品。2018年，在2018中国食品产业发展年会暨华糖万商领袖大会上，荷花展馆以“金色时代荷花盛开”为主题，首次将荷花智能机器人作为品牌讲解员，对荷花品牌进行了宣传推广。多年来，公司根据品牌的调性和产品的特点，采用多种方式进行宣传推广，增强品牌影响力，荷花系列产品赢得

市场好评，多次获得酒类评比赛事的荣誉奖项。

表 9：荷花系列部分品牌荣誉

产品	品牌荣誉
荷花酒·金蕊天荷	斩获 2022 “酒界奥斯卡” 比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛全场最高奖项“大金獎”，并获评中国赛区最高分，成为“中国最佳烈性酒”
荷花·玉系列战略新品	斩获第 22 届布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛双料金奖，受到广大消费者与经销商的一致好评
荷花传奇系列·15	斩获 2020 年第 21 届比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛金奖

资料来源：公司年报，荷花酒业官网，德邦研究所

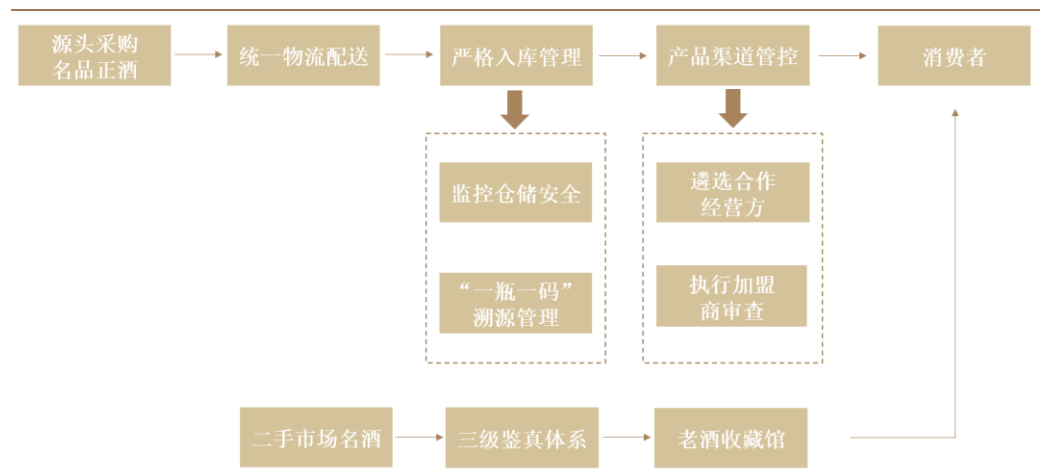
### 3.1.3. 多措并举强化“保真”形象

**源头采购正品酒水，打造保真溯源体系。**公司凭借全线产品的源头采购、统一物流配送、先进的信息系统和专业管控等连锁经营的优势，使产品供应链的每个环节都受到全程监控。在仓库管理方面，华致拥有 10 个五粮液、茅台的专属仓，2000 个摄像头布控，严格监控仓储安全；物流方面，五粮液、茅台等高端酒水都具有专属防伪包装，采用“一瓶一码”的产品出入库物流向管控办法，溯源以确保消费者在全国任何一家华致酒行门店中购买的产品都拥有品质保证。

**筛选优质经营方，严格产品渠道管控。**华致酒行对合作经营方有严格的遴选程序，需要具备诚信的经营理念和良好的声誉。公司设立专业开发团队，在全国范围内发现潜在合作伙伴，在通过高标准的考核要求后，成为华致酒行的合作经营方。在日常经营管理过程中，华致酒行严格审查加盟店，管控产品渠道和产品供应商，要求加盟店对自采产品进行产品信息备案，并且会不定时对门店进行突击检查，严格执行整治制度。

**开设老酒收藏馆，稳步推进三级鉴真。**华致酒行投资 10 亿元在北京城市副中心通州台湖建设了当前全国最大的名酒鉴定中心和老酒收藏馆，馆内拥有各类五粮液、茅台等品牌老酒藏品 25 万余瓶，收藏馆中的每一瓶酒都需要经过华致的“三级鉴真”，在华致鉴定专员、专业鉴定师和行业资深鉴定专家的重重鉴定之后方能入库。通过对二手市场的名酒、老酒进行规范化地采购、鉴定和挂牌，促进了名酒、老酒的快速流通，也在消费者心中打造了华致酒行酒水鉴真的专业形象和追求名品正酒的品牌态度。

图 18：华致酒行保真体系搭建

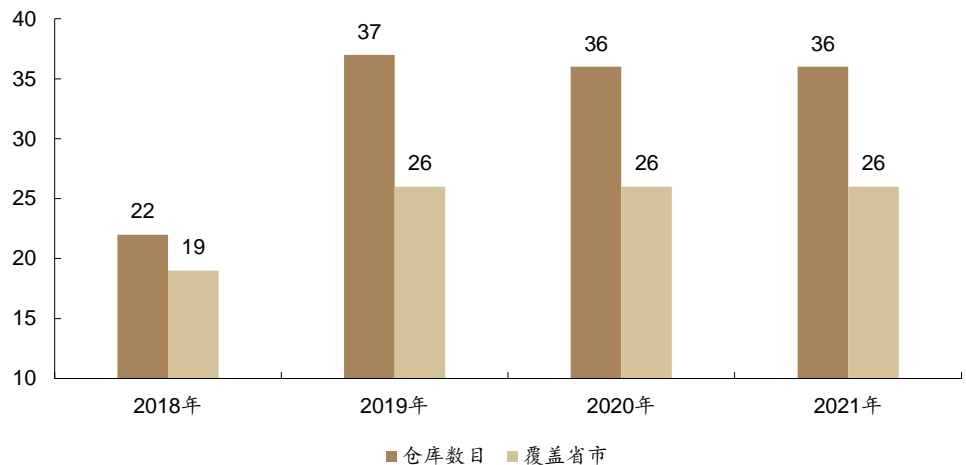


资料来源：公司官网，德邦研究所

### 3.1.4. 全国性的物流仓储网络优化配送模式

**多点覆盖仓库格局优化配送模式，严格的货物管控和溯源机制保障物流安全。** 2018 年上市以来，公司大力增设仓库，致力于缩短配送距离，优化配送模式。公司实施“总仓十多层分仓”仓储模式，截至 2021 年，已在全国建成 8 个中心大仓、28 个区域分仓，仓库总面积超 5 万平米，覆盖经济发达省市，多点布局，就近发货，其中有 10 个茅台五粮液专属仓，充分保障了对主营产品需求的快速响应。物流安全方面，公司实行“一瓶一码”的产品出入库货物流向管控办法和溯源机制，高端酒水增加专属防伪包装和中转包装，并建立仓储安防体系和监控管理平台，高清监控摄像头超 2000 个，确保产品安全流转。凭借分工明确的仓储物流体系，公司实现了对全国客户的低成本、高效率服务。

图 19：华致酒行仓库及覆盖省市数目（个）



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 10：2021 年同行业公司仓库情况

公司	仓库数目（个）	面积（平方米）	覆盖省市（个）
华致酒行	36	5 万+	26
壹玖壹玖	未披露	5.5 万	28
名品世家	25	未披露	16

资料来源：各公司年报，德邦研究所

**信息化系统助力创新物流模式，打造快速配送体系。** 公司产业链信息化系统成熟，实现了采购、仓储、销售、配送的全产业链数字化协同，对白酒、葡萄酒、进口烈性酒等 4000+ 个产品进行了有效物流管理。在此基础上，公司开发了异地航空、省际专车配送、同城极速达等创新性物流模式，满足客户多场景需求。此外，绝大部分华致名酒库都提供配送服务，满足即时需求。

### 3.2. 高口碑铸就品牌壁垒，有效实现终端信誉背书

**以保真为立身之本，高口碑铸就品牌壁垒。** 市场上高档白酒的假冒伪劣现象让消费者不堪其扰，华致正是从这一点出发，成立之初就与国内外知名酒企建立起稳定的合作关系，目标是让广大消费者能够放心地购买到真品美酒、喝上真品美酒，成为最受消费者信赖的中国保真酒品连锁销售第一品牌。在宣传方面，华致酒行打出“上市公司卖名酒”的标语，在社区媒体、高铁站点及列车、机场媒

体、地铁、商圈 LED 屏幕等多个渠道大力进行广告投放。持续的品牌投入让华致酒行的理念传播到全国各地，进一步强化消费者心目中华致保真的品牌形象。

图 20：持续不断的品牌推广投入



资料来源：公司官网，德邦研究所

**华致品牌为加盟店背书，有效实现品牌赋能。**当前部分个体烟酒店或遇到发展瓶颈，连锁模式挤压个体门店、电商价格冲击、团购业务下降、无优质供应链资源、门店管理不专业、难以抓住消费者需求等成为痛点。加盟华致酒行可以有效帮助个体烟酒店，实现六位一体的赋能：品牌赋能、流量赋能、产品赋能、营销赋能、运营赋能和系统赋能。根据世界品牌实验室的数据，华致酒行品牌价值逐年上涨，在 2022 年已经达到 238.1 亿元，在酒类流通行业占据领军地位，多年来建立起的良好市场认可度为加盟商进行品牌背书；在流量方面，加盟商可以入驻华致线上平台共享全国千万用户，为各个加盟商带来流量入口；此外，华致酒行拥有茅台、五粮液、拉菲等近 4000 全球名酒资源，可以和加盟商进行酒水资源共享，为个体烟酒店提供完善的供应链资源；在营销方面，华致不仅有精准广告资源、还有专业品鉴会推广全方位助力销售转化、定期推出 O2O 促销活动补贴政策，为门店引流。从选址、开店到主题活动都有华致酒行的专业团队为加盟商进行指导，极大提供运营方面的支持；还有智能门店管理平台和全渠道的客户服务团队为各门店提供标准化、专业化的服务。

图 21：华致酒行为加盟商提供六位一体的赋能



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 22：华致酒行品牌价值持续增长

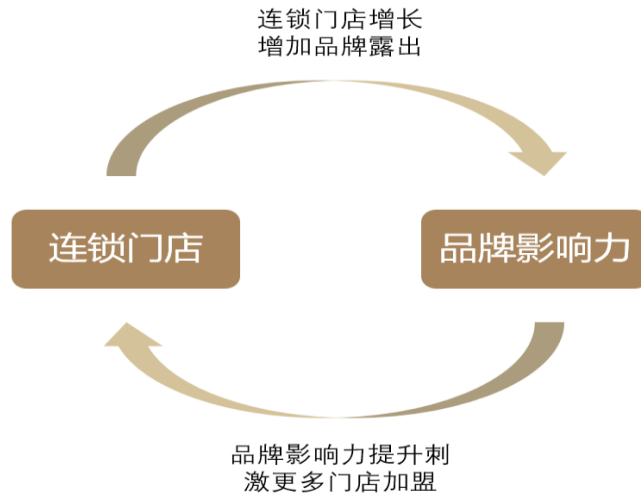


资料来源：世界品牌实验室 (World Brand Lab)，德邦研究所

**先发优势明显，正向循环进一步提升品牌影响力。**华致酒行是首个酒类流通业“中国驰名商标”获得者，已经形成了一定的品牌规模和影响力，在业内具备一定的先发优势。加盟商的不断加入有助于进一步提升华致酒行的连锁率，强化品牌影响力，形成良性循环，从而在市场竞争中持续扩大优势。



图 23: 连锁门店增长和品牌影响力提升形成正循环



资料来源: 德邦研究所绘制



### 3.3. 多维度赋能为门店提供经营支撑

#### ➤ 门店运营赋能

**品牌门店为华致打造良好形象，华致为品牌门店提供经营支撑。**1) 打造“华致品牌”：公司秉承“统一理念、统一标准、统一形象、统一定价、统一采购、统一配送”的宗旨使门店选址、装修、配置、及员工形象统一风格，为客户提供标准化、规范化的优质服务，向消费者建立良好的品牌形象。2) 经营支撑：华致以“高端选址、高端形象、高端消费者、高端加盟商”的理念精准定位店铺形象和地址，同时协助加盟店和直营店的客户开发工作，根据过往合作及业绩情况为优质合作经营方提供一定的授信额度支持，同时提供货品配送支持。

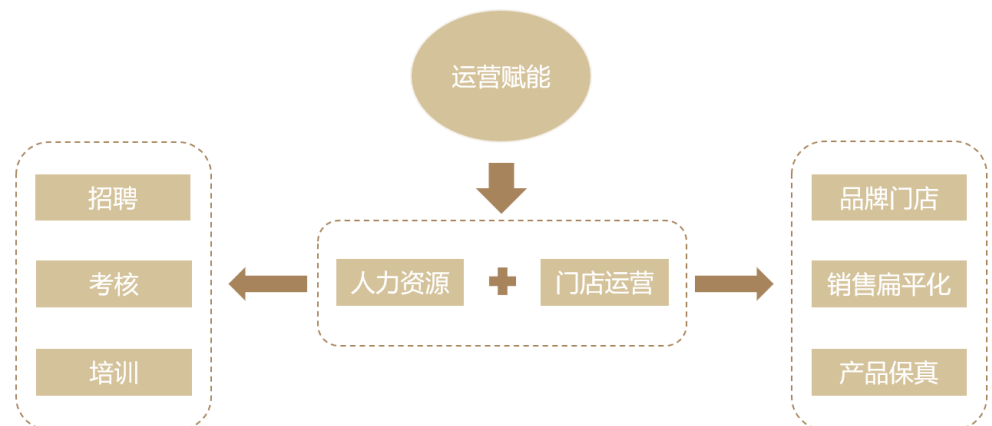
#### **源头采购、货物流向、外部监督和处罚制度四方面构成华致“保真”服务。**

1) 源头采购：华致酒行坚持与实力雄厚、信誉良好的酒厂或一批商进行合作，经销飞天茅台、普通五粮液、剑南春等知名酒品，同合作开发华致总经销酒品，保证在采购环节对产品品质的控制，并确保酒品安全入库；2) 货物流向：华致建立了酒品在运输及销售环节的追溯体系，包括物流码信息系统、防伪标系统、防伪箱标和贵重物品运营管理服务平台，多种手段联合防止假冒伪劣产品混入华致供应链；3) 外部监督：为彰显品牌力量，公司引入了外部监督力量，通过设立 400 服务热线受理消费者投诉、派专人参与酿酒企业的打假活动等方式加强产品的售后管理；4) 处罚制度：2020 年 3 月 23 日华致发布“323 新规”，对于任何经营假冒伪劣产品，采购、陈列、存储、销售任何未经华致授权的商品的加盟店或直营店，一经发现，公司均采取摘牌处理。

**贯彻“保真”理念，发布“323 新规”。**2020 年 3 月 23 日华致酒行公司签署《关于门店经营管理的相关规定》。文件规定严禁采购、陈列、存储、销售任何未经华致授权、认可、鉴定的商品。门店经营的所有酒类商品都要由华致酒行总部、总部指定的子公司、控股子公司和第三方进行采购。门店所有经营场所（包括仓库）都要做好台账管理，接受华致巡店员常规检查和华致公司“飞行检查”，拒绝接受或拖延检查的，一律摘牌处理。华致力求将真酒、好酒提供给消费者，签署严格铁规不仅有利于华致更好管理产品进销渠道，也有助于提升消费者信任度。

**信息系统精准服务客户，直供网络快速响应需求。**1) 客户管理：传统酒类销售依赖大流通，直供终端客户的管理需要消耗大量的人力、物力，华致酒行通过信息管理系统实现对大量终端客户的规模化管理和需求响应，能够针对不同的客户群体更快速精准地服务广大客户。2) 订单管理：公司免除传统流通渠道的中间环节，建立起了覆盖全国、扁平化、高效率的直供网络，客户提交订单后公司能就近配货、发货，降低其采购成本。同时依托华致酒库搭建 O2O 平台，为客户提供酒品及时配送服务、到店自取服务一体化消费体验。

图 24：华致酒行运营赋能



资料来源：德邦研究所绘制

**统一标准管理门店员工，培养“华致人”。**华致从招聘、考核、培训三方面进行人力资源管理，确保华致产品理念和服务理念得到落实。1) 招聘：公司对店员招聘条件及数量、店员仪容仪表、门店纪律、店员对客户的服务与接待都设置了严格标准。为保障所有门店贯彻落实“华致标准”，华致业务人员会不定期对门店进行考察，提出整改意见，追踪整改情况。2) 考核：实施垂直管理，由各门店负责人指定具体方案对门店员工的销售业绩、客户服务、商品管理和团队合作等方面进行绩效考核，并针对考核情况进行奖励。3) 培训：为保障消费者买到优质产品的同时还能享受优质服务，公司定期为门店提供产品知识、销售技巧、服务规范等培训和门店经营的指导，旨在培养出一批熟知酒类产品、深谙酒类文化、熟悉销售业务的专业员工。

### ➤ 销售赋能

**大数据分析产品趋势及市场动态，及时掌握市场变化。**一方面公司整理筛选各渠道反馈的市场消费状况、消费者偏好等信息，各条业务线的数据经过汇总，及时传递至总部的财务及业务管理部门，形成公司产品供求的动态分析。另一方面华致专门组织人员前往各地主要酒类销售市场进行调研，了解不同档次酒类品种的供需状况、价格层次，及时掌握市场的动态变化，预测酒类市场未来发展动向。

**进货、销售、存货一体化协同，给予门店经营策略支撑。**1) 供应端：公司依据供应端市场供求情况、市场价格波动情况、厂商生产情况定期汇总进行采购价格趋势分析，服务产品进货；2) 需求端：依据客户端订单需求、销售实现、存货情况、结合历史数据分析预测需求端价格趋势，服务产品销售；3) 库存：依托华致 ERP 系统实时反馈的进货、销售和财务情况设置安全库存，并对库存进行实时监测、动态管理。

**顺应潮流，销售端持续发力，开拓 O2O 新零售平台。**1) 电子商务：华致积极推进和创新酒类电子商务、连锁经营等流通方式，规范发展品牌专营店、专卖店，促进酒类电子商务平台与线下企业融合发展，引导酒类企业探索精准化营销，提供个性化定制服务，下沉流通渠道，做活销售终端。积极发展和利用第三方物流和智慧物流，完善售后服务体系建设。2) O2O 新零售平台：新零售模式下，线上大数据可以为线下门店在产品选择、客户导入等方面提供支持，传统门店作为客流入口，承担着消费场景实现的功能，价值不断凸显。新零售模式的推行，对酒类消费市场也产生了影响，华致形成线上向线下门店引流、线下通过扫码使零售数据上行的线上线下互动的消费闭环，搭建全方位 O2O 酒水供应平台。

图 25：新零售流程图



资料来源：德邦研究所绘制

### ➤ 营销赋能

**“酒品质”与“酒文化”共同推广，促进产品销售。**近年来，消费者在关注酒品口感的同时也会更加注意酒品文化。公司采取广告投放、市场活动、新媒体宣传等多种形式向消费者展示产品内在价值，通过酒文化推介会、品鉴会、联谊

会等多元化服务与消费者形成良性互动，让消费者品尝到酒品优质口感的同时也感受到健康饮酒、快乐饮酒的酒文化。2022 年上半年华致共开展品鉴会 6863 场，为终端实现营销赋能。

表 11：2022 上半年华致酒行开展品鉴会数量

	荷花酒	铁盖钓鱼台	赖高准	虎头汾酒	习酒	其他	总计
品鉴会数量 (场)	2808	1232	910	582	422	909	6863

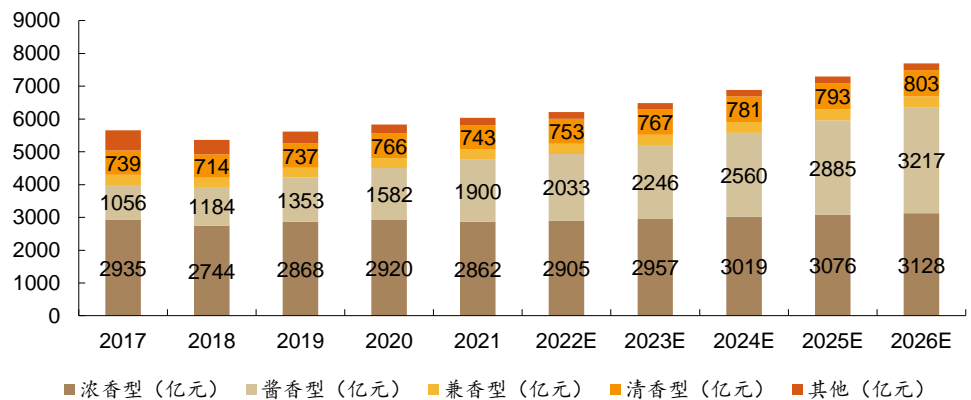
资料来源：公司公告，德邦研究所

## 4. 行业上行期精品酒有望持续放量，门店拓展空间仍然充沛

### 4.1. 白酒行业景气周期开启，精品酒有望持续放量

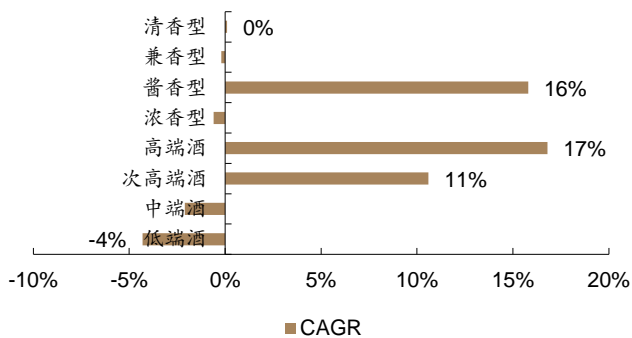
过去 5 年酱酒是增长最快的香型，预计未来 5 年酱酒仍将保持高速增长。根据弗若斯特沙利文统计，2022 年酱酒行业收入规模约 2033 亿元，在白酒市场 6211 亿份额中浓香型/酱香型/清香型/兼香型白酒收入占比分别为 46.8%/32.7%/12.1%/5.0%，目前酱酒是第二大香型，未来 5 年有望成为第一大香型。2017-2021 年酱酒复合增速达到 16%，其他香型基本持平，预计 2022-2026 年酱酒仍会有 12% 的复合增速，是各香型中增长最快的香型。

图 26：过去 5 年和未来 5 年（预测）各香型白酒营业收入（单位：亿元）



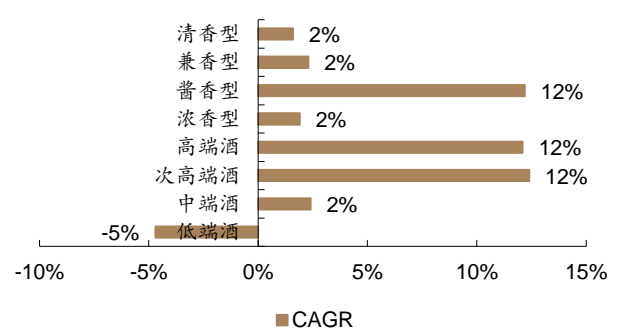
资料来源：珍酒李渡招股说明书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

图 27：2017-2021 年各香型和价位段白酒复合增速



资料来源：珍酒李渡招股说明书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

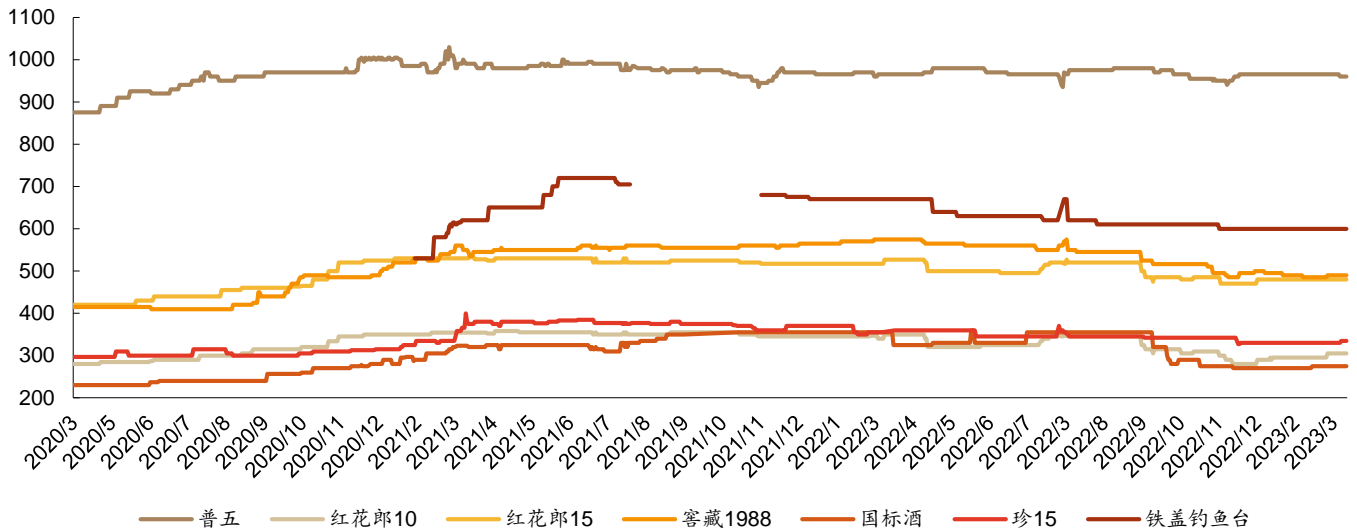
图 28：2022-2026 年（预测）各香型和价位段白酒复合增速



资料来源：珍酒李渡招股说明书，弗若斯特沙利文，德邦研究所

2021 年以来酱酒渠道热有所降温，竞争向品质、品牌回归。2021 年年中以后，由于疫情反复、酱酒价格涨幅较快消费者接受度降低、渠道短期饱和等原因，酱酒渠道热有所降温，招商热度降低。但是酱酒消费群体仍在持续扩大，除了河南、广东等酱酒强势省份之外，其他非传统酱香市场消费氛围也在提升。与传统浓香品牌相比，新晋酱酒品牌成长较快，但是品牌系统化运作能力较弱，过去两年品牌酱酒好卖、经销商贴牌产品滞销的情况促使终端门店在选品时更加注重利润率和周转速度的平衡，竞争向品质、品牌回归。

图 29：2021 年以后酱酒价格有所松动（单位：元/瓶）



资料来源：今日酒价，德邦研究所

**白酒新一轮向上周期开启，酱酒市场或将持续回暖。**2023 全年维度看，白酒动销或将持续环比改善，行业景气度向上方向较为确定。目前头部酒企打款&发货完成度较好，渠道库存进一步消化叠加厂家控货挺价等措施，后续白酒批价或将回升。行业下行期终端为了保证经营安全性，以销售名酒为主，库存消化以及动销改善带动信心回升后，终端或将代理更多其他品牌以补充利润。利润率较高、品牌运作扎实的全国性品牌更受青睐，华致旗下的铁盖钓鱼台、荷花酒等精品酒或将受益。

**精品酒迈入放量期，看好疫情影响淡化后继续突破。**经过近几年的扎实运作，华致精品酒已经有了一定的知名度和忠实的消费者，逐渐进入放量期。疫情期间部分营销活动难以开展，消费场景也有所缺失。随着疫情影响淡化，品鉴会等营销活动逐步正常开展，这也将有助于精品酒持续放量。

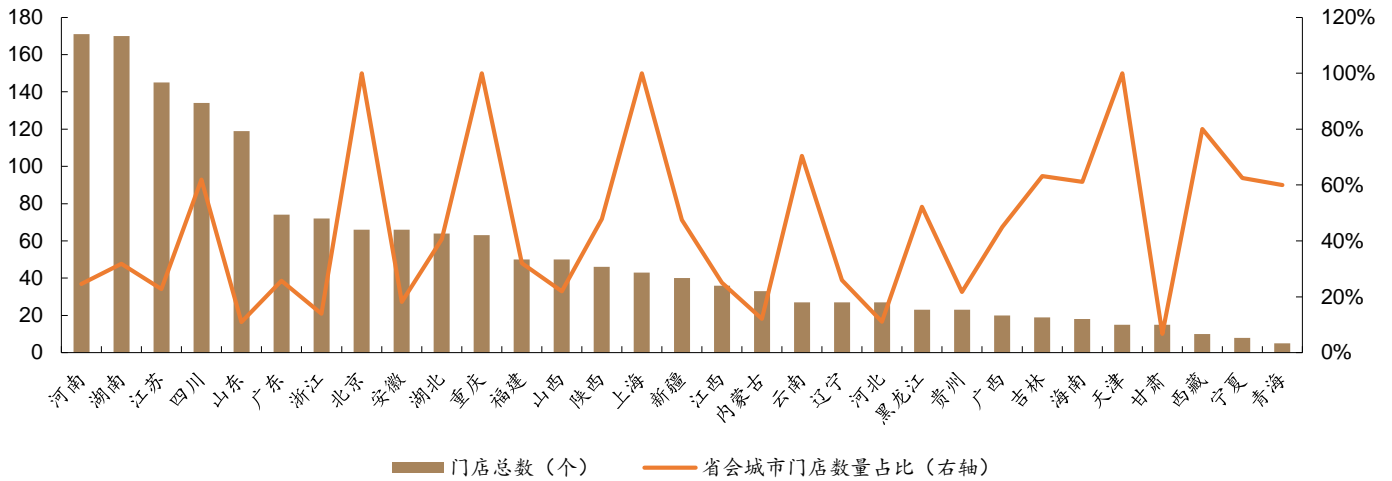
#### 4.2. 持续推进 700 项目，市场拓展空间仍然充沛

**持续推进 700 项目，扩大营销体系辐射范围。**华致酒行于 2020 年提出 700 项目，在全国范围内筛选出包括省会城市、省会周边城市、地级市、百强县在内的 700 个具有中高端酒水消费能力的区域，发展零售网点并培育连锁门店客户。根据公司规划，未来计划发展 5000 家连锁门店和 50000 家优质直供终端网点。

**市场拓展空间仍然充沛。**我们认为，华致酒行仍有充足的市场拓展空间：1) 华致销售的产品以次高端及以上为主，对比次高端酒企，酒鬼酒有 2.5 万家核心门店，且仍在扩张。目前华致酒行约有 2000+连锁门店，30000+零售网点，对比次高端酒企核心网点数量，华致拓展空间仍足。2) 根据数位观察统计，华致酒行一二线城市基本都实现了覆盖，三线/四线/五线城市门店覆盖度分别为 91%/89%/58%，我国低线城市人口众多，消费升级潜力大，华致在低线城市覆盖度仍然较低。从华致酒行各省的门店分布也可以看出，与强势市场河南、湖南相比，其他省份网点数量有较大差距，且省会城市在全省的门店数量占比较高，薄弱省份和非省会城市都有较大空间。

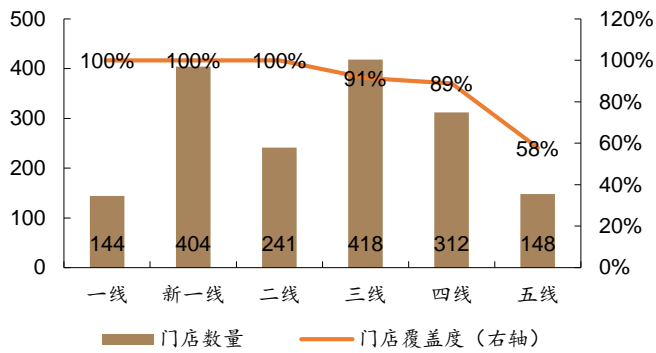


图 30: 华致酒行各省份门店总数与省会城市门店数量占比



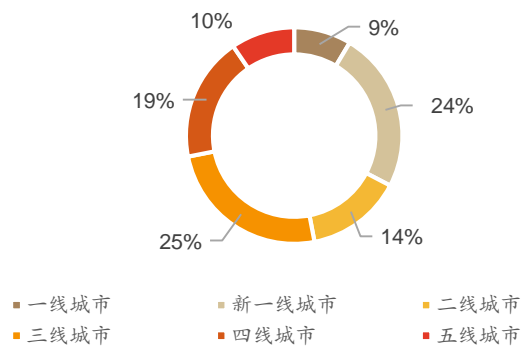
资料来源: 数位观察, 德邦研究所

图 31: 华致酒行不同城市类别门店数量 (单位: 个)



资料来源: 数位观察, 德邦研究所

图 32: 华致酒行不同城市类别门店数量分布



资料来源: 数位观察, 德邦研究所



## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

我国酒水流通行业集中度较低，龙头企业仍有较大拓展空间，疫后复苏后预计名优酒利润和精品酒销量将得到较好恢复。预计白酒业务 22-24 年的收入增速分别为 23.22%/27.60%/21.90%，葡萄酒业务 22-24 年的收入增速分别为 16.60%/17.60%/20.75%，其他业务 22-24 年的收入增速分别为 5.00%/10.00%/15.00%。

随着白酒行业景气度上行和精品酒放量，预计毛利率将提升，预计 22-24 年白酒业务毛利率分别为 13.22%/17.16%/17.94%。

总体来看，预计 22-24 年公司营业收入分别为 90.77/114.42/139.04 亿元，同比增速为 21.68%/26.06%/21.51%。

表 12：华致酒行主营业务拆分及预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>白酒</b>				
营收 (亿元)	65.29	80.45	102.66	125.14
YOY	52.00%	23.22%	27.60%	21.90%
销售量 (千升)	7064	9162	10628	12222
YOY	77.27%	29.70%	16.00%	15.00%
毛利率	21.48%	13.22%	17.16%	17.94%
<b>葡萄酒</b>				
营收 (亿元)	4.71	5.49	6.46	7.80
YOY	31.74%	16.60%	17.60%	20.75%
销售量 (千升)	2270	2497	2797	3216
YOY	14.09%	10.00%	12.00%	15.00%
毛利率	23.06%	23.79%	25.24%	26.66%
<b>其他</b>				
营收 (亿元)	4.60	4.83	5.31	6.10
YOY	59.47%	5.00%	10.00%	15.00%
毛利率	11.30%	12.99%	16.95%	24.17%
营业总收入 (亿元)	74.60	90.77	114.42	139.04
YOY	50.97%	21.68%	26.06%	21.51%
营业总成本 (亿元)	58.97	78.20	94.27	113.03
YOY	47.46%	32.62%	20.55%	19.90%
毛利率	20.96%	13.85%	17.61%	18.71%

资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

### 5.2. 相对估值

2021 年公司总营收和归母净利分别为 74.60 亿元和 6.76 亿元。预计 22-24 年公司营业收入分别为 90.77/114.42/139.04 亿元，同比增速为 13.22%/17.16%/17.94%，归母净利润分别为 3.67/8.85/12.47 亿元，同比增速为 -45.61%/141.01%/40.83%，EPS 分别为 0.88/2.12/2.99 元。现价（2023 年 4 月 6 日）对应 22-24 年 PE 为 32.47x /13.47x/9.57x，选取分销行业上市公司为可比公司，可比公司 PE 均值为 43.47x /30.94x/23.15x。我们认为疫后复苏后名优酒利润和精品酒销量将得到较好恢复，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 13: 华致酒行可比公司估值表**

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				每股收益			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603719	良品铺子	135	33.73	60.67	40.15	30.39	24.27	0.70	0.84	1.11	1.39
301078	孩子王	129	11.57	82.25	60.89	38.57	25.71	0.19	0.19	0.30	0.45
603214	爱婴室	25	17.91	40.88	29.36	23.88	19.47	0.52	0.61	0.75	0.92
	中位数			60.67	40.15	30.39	24.27				
	均值			61.27	43.47	30.94	23.15				
300755	华致酒行*	119	28.62	30.91	32.47	13.47	9.57	1.62	0.88	2.12	2.99

资料来源: wind 一致预期, 德邦研究所

注: 标\*公司为德邦覆盖, 采取德邦预测数据, 其余采用 wind 一致预期, 良品铺子 22 年数据为实际公告值; 收盘价采取 2023 年 4 月 6 日数据

## 6. 风险提示

**精品酒推广不及预期风险。**公司长期耕耘酒类市场，产品贴近消费者，但是如果产品不能持续受到消费者欢迎，可能会使营收和利润增速不及预期。

**名优酒品供给不足风险。**公司与上游酒厂有较好的合作关系，但是我国名优酒品供给相对集中，如果不能保证名优酒品稳定供给，可能使营收增长放缓。

**门店拓展不及预期风险。**公司较高的品牌知名度受到终端青睐，但是酒水流通行业竞争较激烈，如果门店拓展不及预期，可能使营收增长放缓。

**市场出现假冒伪劣产品风险。**公司是保真酒品经销商，保证渠道内产品都是真品，但是市场中其他经营主体如果出现重大假冒伪劣情况，可能会波及整个行业。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.62	0.88	2.12	2.99
每股净资产	8.19	8.83	10.67	13.18
每股经营现金流	-0.90	-0.94	0.84	1.47
每股股利	0.33	0.24	0.29	0.48
价值评估(倍)				
P/E	30.91	32.47	13.47	9.57
P/B	6.11	3.24	2.68	2.17
P/S	1.60	1.31	1.04	0.86
EV/EBITDA	23.10	25.25	10.67	7.43
股息率%	0.7%	0.8%	1.0%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.0%	13.8%	17.6%	18.7%
净利润率	9.1%	4.0%	7.7%	9.0%
净资产收益率	19.8%	10.0%	19.9%	22.7%
资产回报率	9.9%	4.5%	9.4%	11.3%
投资回报率	17.2%	7.2%	15.0%	18.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	51.0%	21.7%	26.1%	21.5%
EBIT 增长率	71.3%	-44.5%	135.7%	39.7%
净利润增长率	81.0%	-45.6%	141.0%	40.8%
偿债能力指标				
资产负债率	49.0%	54.1%	51.9%	49.3%
流动比率	2.0	1.8	1.8	2.0
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.7	15.0	13.0	12.0
存货周转天数	188.7	130.0	130.0	130.0
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.3
固定资产周转率	178.9	213.4	265.8	321.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	676	367	885	1,247
少数股东损益	13	3	7	10
非现金支出	59	17	7	8
非经营收益	-12	-72	66	70
营运资金变动	-1,108	-708	-617	-720
经营活动现金流	-373	-392	349	615
资产	-72	-28	-6	-6
投资	-18	0	0	0
其他	2	10	6	6
投资活动现金流	-88	-17	-0	1
债权募资	165	1,190	-100	-100
股权募资	13	0	0	0
其他	-116	-145	-195	-280
融资活动现金流	62	1,045	-295	-380
现金净流量	-400	636	54	235

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 06 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,460	9,077	11,442	13,904
营业成本	5,897	7,820	9,427	11,303
毛利率%	21.0%	13.8%	17.6%	18.7%
营业税金及附加	22	32	40	49
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	576	622	729	857
营业费用率%	7.7%	6.9%	6.4%	6.2%
管理费用	131	144	163	176
管理费用率%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	837	465	1,095	1,530
财务费用	13	32	52	61
财务费用率%	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-13	-10	0	0
投资收益	2	5	6	6
营业利润	826	433	1,047	1,475
营业外收支	1	3	3	4
利润总额	826	436	1,050	1,479
EBITDA	879	472	1,103	1,538
所得税	138	65	158	222
有效所得税率%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	13	3	7	10
归属母公司所有者净利润	676	367	885	1,247

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,141	1,778	1,831	2,067
应收账款及应收票据	141	378	413	464
存货	3,048	2,775	3,358	4,026
其它流动资产	2,170	2,789	3,347	3,994
流动资产合计	6,500	7,719	8,949	10,551
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	42	43	43	43
在建工程	0	0	0	0
无形资产	7	8	9	10
非流动资产合计	330	457	459	460
资产总计	6,831	8,177	9,408	11,011
短期借款	524	724	624	524
应付票据及应付账款	1,569	1,585	1,911	2,292
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,224	2,073	2,306	2,572
流动负债合计	3,317	4,382	4,841	5,387
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	33	43	43	43
非流动负债合计	33	43	43	43
负债总计	3,350	4,425	4,884	5,430
实收资本	417	417	417	417
普通股股东权益	3,414	3,681	4,446	5,493
少数股东权益	68	71	78	88
负债和所有者权益合计	6,831	8,177	9,408	11,011

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。