



买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：27.22

证券分析师

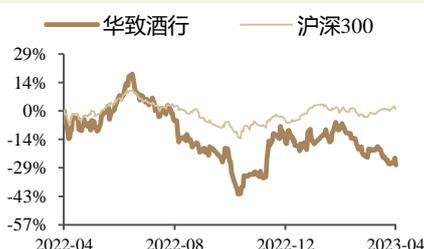
熊鹏

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(%)	-5.81	-19.71	-13.59
相对涨幅(%)	-9.71	-21.65	-12.55

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《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》，2023.4.7

华致酒行(300755.SZ)：疫情影响下Q4业绩承压，看好疫后复苏盈利弹性

投资要点

- 事件：**公司发布2022年年报，2022年实现营业总收入87.08亿元，同比增长16.73%；实现归母净利润3.66亿元，同比下降45.77%；实现扣非归母净利润3.38亿元，同比下降48.66%。2022Q4实现营业总收入12.28亿元，同比下降17.46%；实现归母净利润0.13亿元，同比下降86.49%；实现扣非归母净利润-0.04亿元，上年同期为0.93亿元。22Q4末合同负债同比/环比+0.49/+5.59亿元至6.54亿元。
- 22Q4仍受疫情扰动，全年精品酒占比有所下降。**22Q4仍有点状疫情反复，公司营收下滑17.46%，销售继续承压。22全年白酒/葡萄酒分别实现营收78.28/6.07亿元，分别同比增长19.89%/28.96%，子公司荷花数据科技公司实现营收4.2亿元，同比下滑19.53%。22年白酒/葡萄酒吨价分别同比提升12.53%/23.05%，白酒业务毛利率同比下降8.52pct至12.97%。
- 下游渠道继续迭代优化，华南、华北营收增长较快。**公司以“700项目”为核心，进一步拓展营销渠道，22年新增5161家直供终端网点。品牌门店方面，公司逐步进行华致酒库到华致酒行的品牌升级工作以匹配长远战略发展目标，我们预计未来会继续加大华致酒行的开发力度。分地区看，华东仍为第一大市场，22年营收30.7亿元，同比增长22.4%，其他区域中，华南、华北增长较快，分别同比增长29.2%、24.5%。
- 期间费用率保持平稳，毛利率下降导致盈利能力承压。**22年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为6.94%/1.78%/0.25%，分别同比变动-0.78pct/+0.03pct/+0.07pct，税金及附加比率为0.32%，同比+0.02pct。为配合推进“700项目”，22年销售人员数量增加681人至1928人，销售费用中职工薪酬相应增长21.3%，由于促销推广费下降以及营收规模提升，销售费用率仍略有下降。22年归母净利率同比下降4.85pct至4.21%，主要原因是白酒毛利率下降带动。
- 投资建议：**展望2023年，疫情影响淡化后精品酒有望继续放量带动毛利率提升，“700项目”的落地将进一步扩大营销网络体系核心辐射范围，前期人才队伍的建设将保障业务持续稳定健康发展，公司利润弹性或将释放，建议重点关注。预计23-25年公司营业收入为107.99/129.44/150.95亿元，同比增速为24.00%/19.87%/16.62%，归母净利润为7.53/10.54/13.94亿元，同比增速为105.42%/40.08%/32.24%，现价对应23-25年PE为15.08x/10.76x/8.14x，维持“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

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	416.80		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	416.48	营业收入(百万元)	7,460	8,708	10,799	12,944	15,095
52 周内股价区间(元):	21.78-44.25	(+/-)YOY(%)	51.0%	16.7%	24.0%	19.9%	16.6%
总市值(百万元):	11,345.25	净利润(百万元)	676	366	753	1,054	1,394
总资产(百万元):	8,440.90	(+/-)YOY(%)	81.0%	-45.8%	105.4%	40.1%	32.2%
每股净资产(元):	8.73	全面摊薄 EPS(元)	1.62	0.88	1.81	2.53	3.34
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	21.0%	14.0%	16.6%	18.1%	19.8%
		净资产收益率(%)	19.8%	10.1%	17.8%	20.8%	22.7%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.88	1.81	2.53	3.34
每股净资产	8.73	10.13	12.13	14.75
每股经营现金流	-0.79	0.75	1.23	2.22
每股股利	0.18	0.41	0.53	0.72
价值评估(倍)				
P/E	35.08	15.08	10.76	8.14
P/B	3.54	2.69	2.24	1.84
P/S	1.30	1.05	0.88	0.75
EV/EBITDA	26.95	12.44	8.51	6.04
股息率%	0.6%	1.5%	1.9%	2.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.0%	16.6%	18.1%	19.8%
净利润率	4.2%	7.0%	8.1%	9.2%
净资产收益率	10.1%	17.8%	20.8%	22.7%
资产回报率	4.3%	8.2%	10.0%	11.5%
投资回报率	7.5%	13.1%	16.5%	18.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	16.7%	24.0%	19.9%	16.6%
EBIT 增长率	-47.6%	105.9%	44.2%	34.5%
净利润增长率	-45.8%	105.4%	40.1%	32.2%
偿债能力指标				
资产负债率	55.9%	53.0%	50.7%	47.5%
流动比率	1.7	1.8	1.9	2.0
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.5
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	12.3	12.0	10.0	10.0
存货周转天数	167.2	130.0	130.0	130.0
总资产周转率	1.0	1.2	1.2	1.2
固定资产周转率	35.2	45.6	57.2	70.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	366	753	1,054	1,394
少数股东损益	7	15	33	105
非现金支出	73	20	21	21
非经营收益	-7	19	40	62
营运资金变动	-769	-496	-633	-657
经营活动现金流	-330	311	514	926
资产	-178	-6	-8	-11
投资	2	0	0	0
其他	4	15	17	20
投资活动现金流	-172	10	9	9
债权募资	838	199	-100	-100
股权募资	17	0	0	0
其他	-317	-215	-295	-390
融资活动现金流	538	-16	-395	-490
现金净流量	36	305	129	445

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,708	10,799	12,944	15,095
营业成本	7,486	9,006	10,600	12,099
毛利率%	14.0%	16.6%	18.1%	19.8%
营业税金及附加	28	36	43	50
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	604	698	784	883
营业费用率%	6.9%	6.5%	6.1%	5.8%
管理费用	155	180	202	227
管理费用率%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	438	902	1,301	1,749
财务费用	22	25	55	70
财务费用率%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-14	0	0	0
投资收益	4	4	5	6
营业利润	421	889	1,278	1,787
营业外收支	2	3	0	-3
利润总额	423	892	1,278	1,784
EBITDA	486	923	1,322	1,771
所得税	50	125	192	285
有效所得税率%	11.8%	14.0%	15.0%	16.0%
少数股东损益	7	15	33	105
归属母公司所有者净利润	366	753	1,054	1,394

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,178	1,484	1,612	2,057
应收账款及应收票据	297	360	361	421
存货	3,429	3,207	3,775	4,309
其它流动资产	3,037	3,646	4,273	4,865
流动资产合计	7,942	8,697	10,021	11,652
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	248	237	226	215
在建工程	0	0	0	0
无形资产	9	10	10	9
非流动资产合计	499	495	500	497
资产总计	8,441	9,192	10,521	12,149
短期借款	1,365	1,565	1,465	1,365
应付票据及应付账款	2,165	1,826	2,149	2,453
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,154	1,447	1,686	1,912
流动负债合计	4,685	4,838	5,301	5,730
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	38	38	38	38
非流动负债合计	38	38	38	38
负债总计	4,722	4,876	5,339	5,768
实收资本	417	417	417	417
普通股股东权益	3,639	4,222	5,056	6,150
少数股东权益	79	94	127	231
负债和所有者权益合计	8,441	9,192	10,521	12,149

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
1. 投资评级的比较和评级标准： 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。
2. 市场基准指数的比较标准： 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范围包括证券投资咨询业务。