

华致酒行 (300755)

2022 年报点评: 归母净利润符合预期, 关注疫后精品酒恢复弹性

买入 (维持)

2023 年 04 月 20 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	8,708	10,482	12,400	13,689
同比	17%	20%	18%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	366	680	987	1,123
同比	-46%	85%	45%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.88	1.63	2.37	2.69
P/E (现价&最新股本摊薄)	32.45	17.49	12.04	10.58

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 2023 年 4 月 19 日, 华致酒行发布 2022 年年度报告。公司 2022 年全年实现收入 87.08 亿元, 同比+16.7%; 归母净利润 3.66 亿元, 同比-45.8%基本符合预期; 扣非归母净利润 3.38 亿元, 同比-48.7%。其中 2022 年 Q4 收入为 12.28 亿元, 同比-17.5%; 归母净利润为 0.13 亿元, 同比-86.5%; 扣非归母净利润为-0.04 亿元, 同比-103.9%。
- **渠道布局持续推进助公司疫情下仍实现收入增长:** 2022 年公司品牌连锁门店与直供终端网点数均实现稳步增长, 其中直供终端网点同比增加 5161 家。公司的销售人员数量也从年初的 1247 人增长至年底的 1928 人。销售渠道的不断扩张有望驱动公司持续成长。
- **疫情影响精品酒销售, 公司利润率有所承压:** 2022 年公司毛利率/净利率分别为 14.03%/4.29%, 分别同比下降 6.9pct/4.9pct。2022 年销售/管理费用率分别为 6.94%/1.78%/0.25%, 分别同比-0.8pct/+0.02pct。品鉴会是精品酒的一个重要销售方式, 疫情期间公司品鉴会举办受阻, 因此疫情期间精品酒的销售承压。而随着高利润的精品酒占比下降, 公司利润率承压。2023 年随疫情恢复, 公司精品酒销售有望恢复此前增速。
- **分品类看: 白酒仍是主要收入来源, 疫情期间增长稳定。** 2022 年公司白酒/葡萄酒/进口烈性酒分别实现收入 78.3 亿元/6.1 亿元/1.5 亿元, 同比+19.9%/+29.0%/-51.1%; 白酒/葡萄酒毛利率分别为 13.0%/28.7%, 同比-8.5pct/+5.6pct。白酒毛利率下降主要因精品酒销售额占比下降所致。
- **分量价来看: 疫情影响名酒整体销售量:** 2022 年公司白酒/葡萄酒销量 753 万升/238 万升, 同比+6.5%/+4.8%; 单价为 1040/255 元, 同比+12.5%/23.5%。由于疫情影响酒类消费整体需求, 白酒/葡萄酒的销量均有所放缓。疫情期间单价提升一定程度反映中高端酒品有着更好的需求韧性。
- **盈利预测与投资评级:** 公司是国内规模领先的酒类流通龙头, 精品酒经营能力领先。2023 年随着疫情的复苏, 公司精品酒业务有较大的复苏弹性。考虑到 Q1 酒类整体需求情况, 我们将 2023~24 年归母净利润从 7.3/9.9 亿元调整至 6.8/9.9 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 11.2 亿元, 同比+85%/45%/14%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 餐饮需求恢复不及预期, 定制酒及门店扩张不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.52
一年最低/最高价	21.49/44.95
市净率(倍)	3.27
流通 A 股市值(百万元)	11,878.00
总市值(百万元)	11,887.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.73
资产负债率(% ,LF)	55.95
总股本(百万股)	416.80
流通 A 股(百万股)	416.48

相关研究

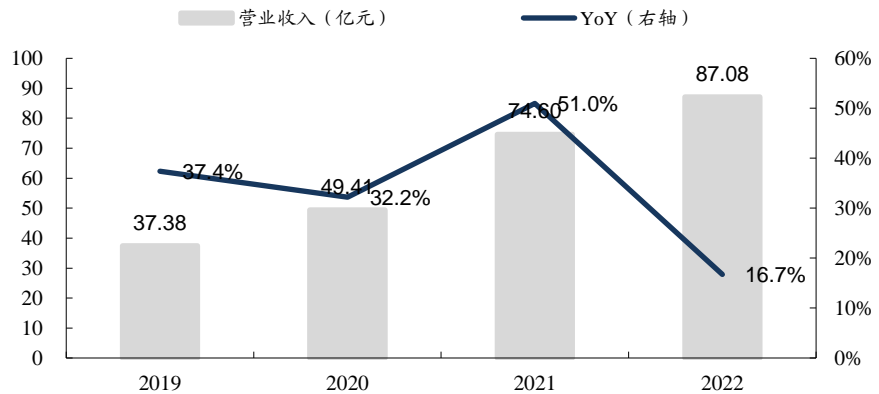
《华致酒行(300755): 名酒流通标杆, 具备“消费者认知+定制酒经营”核心能力, 疫后复苏再度起航》

2023-02-27

事件

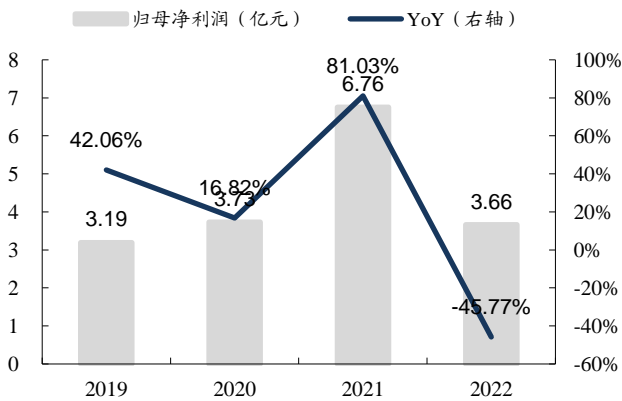
2023年4月19日，华致酒行发布2022年年度报告。公司2022年全年实现收入87.08亿元，同比+16.7%；归母净利润3.66亿元，同比-45.8%基本符合预期；扣非归母净利润3.38亿元，同比-48.7%。其中2022年Q4收入为12.28亿元，同比-17.5%；归母净利润为0.13亿元，同比-86.5%；扣非归母净利润为-0.04亿元，同比-103.9%。

图1：公司收入及增速



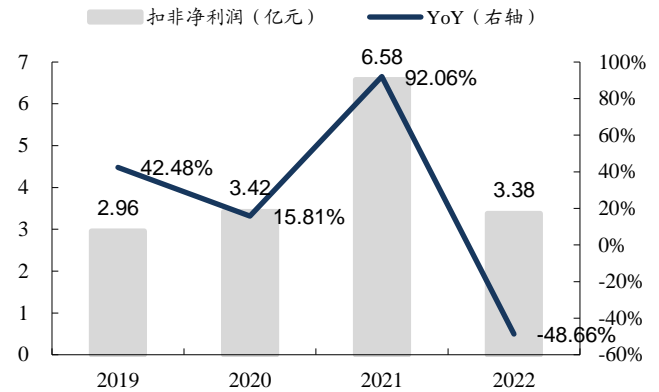
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：公司扣非归母净利润及增速



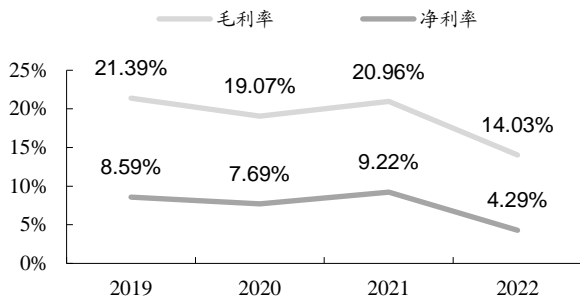
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

点评

渠道布局持续推进助公司疫情下仍实现收入增长：2022年公司品牌连锁门店与直供终端网点数均实现稳步增长，其中直供终端网点同比增加5161家。公司的销售人员数量也从年初的1247人增长至年底的1928人。销售渠道的不断扩张有望驱动公司持续成长。

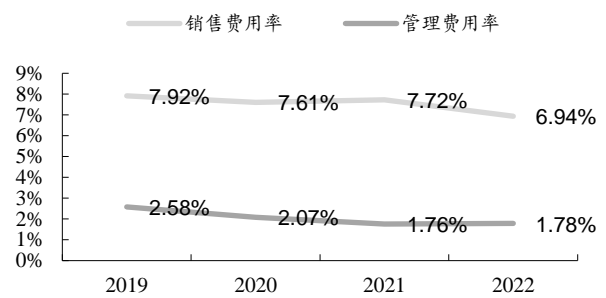
疫情影响下,公司利润率有所承压:2022 年公司毛利率/净利率分别为 14.03%/4.29%, 分别同比下降 6.9pct/4.9pct。2022 年销售/管理费用率分别为 6.94%/1.78%/0.25%, 分别同比-0.8pct/+0.02pct。疫情期间公司品鉴会举办受阻,而品鉴会是精品酒的一个重要销售方式,因此疫情期间精品酒的销售承压。而随着高利润的精品酒占比下降,公司利润率有所承压。2023 年随疫情恢复,公司精品酒销售有望恢复此前增速。

图4: 公司销售毛利率及销售净利率有所承压



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司 2022 年销售费用率有所下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

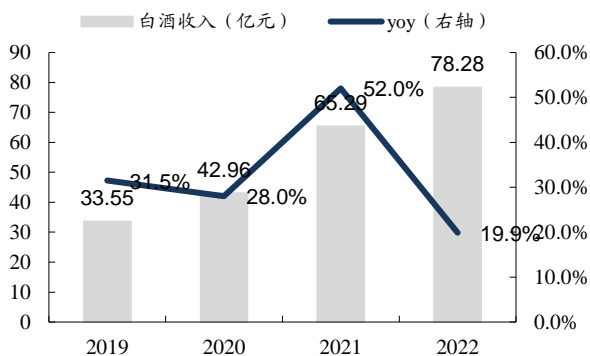
分业务看: 白酒仍是主要收入来源, 疫情期间增长稳定。2022 年公司白酒/葡萄酒/进口烈性酒分别实现收入 78.3 亿元/ 6.1 亿元/ 1.5 亿元, 同比+19.9%/ +29.0%/-51.1%; 白酒/葡萄酒毛利率分别为 13.0%/ 28.7%, 同比-8.5pct/ +5.6pct。白酒毛利率下降主要因精品酒销售额占比下降所致。

表1: 2022 年公司主要业务拆分

	收入	yoy	毛利率	yoy
白酒	78.28	19.89%	12.97%	-8.5pct
葡萄酒	6.07	28.96%	28.67%	+5.6pct
进口烈性酒	1.50	-51.07%	-	-
其他	1.23	-19.60%	-	-
合计	87.08	16.73%	14.03%	-6.4pct

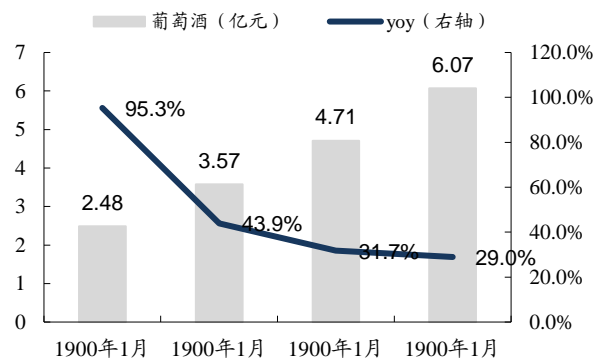
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司白酒收入及 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 公司葡萄酒收入及 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分量价来看: 疫情影响名酒的整体销售量。2022年公司白酒/葡萄酒销量753万升/238万升, 同比+6.5%/+4.8%; 单价为1040/255元, 同比+12.5%/+23.5%。由于疫情影响酒类消费整体需求, 白酒/葡萄酒的销量均有所放缓。疫情期间单价提升一定程度反映中高端酒品有着更好的需求韧性。

盈利预测与投资评级: 公司是国内规模领先的酒类流通龙头, 精品酒经营能力领先。2023年随着疫情的复苏, 公司精品酒业务有较大的复苏弹性。考虑到Q1酒类整体需求情况, 我们将2023~24年归母净利润从7.3/9.9亿元调整至6.8/9.9亿元, 预计2025年归母净利润为11.2亿元, 同比+85%/45%/14%, 维持“买入”评级。

风险提示

餐饮需求恢复不及预期, 定制酒及门店扩张不及预期等。

华致酒行三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,942	9,358	11,706	12,312	营业总收入	8,708	10,482	12,400	13,689
货币资金及交易性金融资产	1,178	2,241	4,153	4,030	营业成本(含金融类)	7,486	8,621	9,977	11,012
经营性应收款项	3,037	2,768	2,886	2,736	税金及附加	28	32	39	42
存货	3,429	4,002	4,329	5,173	销售费用	604	786	930	1,013
合同资产	0	0	0	0	管理费用	155	183	211	233
其他流动资产	298	346	338	373	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	499	520	526	538	财务费用	22	70	83	64
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	28	37	42	47
固定资产及使用权资产	300	320	323	334	投资净收益	4	4	5	6
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	9	11	13	14	减值损失	-25	11	16	14
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	24	24	24	24	营业利润	421	841	1,223	1,392
其他非流动资产	166	166	166	166	营业外净收支	2	3	3	4
资产总计	8,441	9,878	12,232	12,850	利润总额	423	844	1,226	1,396
流动负债	4,685	5,430	6,778	6,251	减:所得税	50	152	221	251
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,376	1,879	2,379	1,929	净利润	374	692	1,006	1,144
经营性应付款项	2,165	1,941	2,631	2,418	减:少数股东损益	7	13	19	21
合同负债	654	776	848	881	归属母公司净利润	366	680	987	1,123
其他流动负债	489	833	919	1,023	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.88	1.63	2.37	2.69
非流动负债	38	38	38	38	EBIT	438	892	1,277	1,432
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	486	935	1,306	1,469
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.03	17.75	19.54	19.55
租赁负债	37	37	37	37	归母净利率(%)	4.21	6.48	7.96	8.21
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	16.73	20.37	18.30	10.40
负债合计	4,722	5,468	6,815	6,289	归母净利润增长率(%)	-45.77	85.49	45.27	13.79
归属母公司股东权益	3,639	4,319	5,306	6,429					
少数股东权益	79	92	111	132					
所有者权益合计	3,718	4,411	5,416	6,561					
负债和股东权益	8,441	9,878	12,232	12,850					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-330	699	1,546	476	每股净资产(元)	8.73	10.36	12.73	15.42
投资活动现金流	-172	-57	-26	-40	最新发行在外股份(百万股)	417	417	417	417
筹资活动现金流	538	420	392	-559	ROIC(%)	8.42	12.77	14.79	14.35
现金净增加额	36	1,063	1,912	-123	ROE-摊薄(%)	10.07	15.73	18.60	17.47
折旧和摊销	48	42	29	37	资产负债率(%)	55.95	55.35	55.72	48.94
资本开支	-178	-61	-31	-45	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.45	17.49	12.04	10.58
营运资本变动	-769	-100	428	-792	P/B(现价)	3.27	2.75	2.24	1.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

