



核心观点

❖ **白酒流通行业规模近万亿，品牌连锁化为大趋势。**我国酒类流通行业集中度较低，白酒占酒类流通行业收入比近 70%，预计 2020 年白酒流通行业规模至少达 8114 亿元。在竞争加剧的背景下，酒类流通行业正往扁平化、品牌化方向提升，华致酒行等大型酒类流通商凭借其较强品牌力及渠道拓展速度实现迅速发展。

❖ **公司为国内领先的精品酒水营销和服务商之一，深耕白酒优质赛道，拥有与名酒厂长期稳定合作的供应链优势。**华致酒行 18 年白酒业务占收入比 93.8%，其中茅台及五粮液系列酒占白酒收入比超 80%，公司拥有与名酒厂长期稳定合作的供应链优势，同时公司借助规模优势协助上游进行商品甄选、新品开发；渠道方面，公司以华致酒库为基础搭建全渠道平台，15-18 年公司华致品牌门店数量从 294 家增至 800 余家，零售网点数从 2788 家增至 4190 家，KA 商超大幅增长，终端供应商从 142 家增至 241 家，2019H1 公司华致品牌门店数量增长 24.7%，单店销售收入增长 20.4%；财务方面：受益于供应链优势凸显、公司品牌优势显现、线下渠道不断拓展、定制产品不断丰富，公司 14-18 年收入及净利润 CAGR 为 24.1%、88.9%，盈利能力远超同行竞争对手，同时公司预付款增长显示拿货能力提升，毛利率提升、费用率及存货周转率下降显示公司营运能力稳步提升。

❖ **“高保真”产品体系、全渠道销售网络为核心竞争力；定制产品放量、渠道不断完善为增长点。**受益于产品高保真、全渠道网络销售，公司上下游议价能力不断打开：1) 上游端，规模效应将提升公司上游议价能力；高保真产品体系增强了酒企信心，利于巩固与名酒厂长期稳定的供应链优势；2) 下游端，高保真赋予产品信用溢价，利于提升客户忠诚度，同时较强的品牌力也将吸引终端不断加盟。此外，由于名酒核心大单品毛利较低，仅起到引流作用，但其销量的不断增长能带动高毛利定制产品放量，从而带动利润实现增长，公司渠道网络的完善与定制产品放量共同拉动公司盈利能力稳定提升。

首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 37.38、46.45、57.52 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 3.17、4.12、5.29 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.76、0.99、1.27 元/股，给予公司 28 倍 PE 较为合理，对应合理股价为 28 元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、名酒回收经销权，行业竞争加剧。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	2720.80	3738.40	4645.27	5751.73
+/-%	13.06%	37.40%	24.26%	23.82%
净利润(百万)	224.87	316.82	411.90	529.37
+/-%	10.94%	40.89%	30.01%	28.52%
EPS(元)	0.54	0.76	0.99	1.27
PE	39.00	27.68	21.29	16.57

资料来源：公司 2019 年三季报，预测截止日期 2020 年 2 月 27 日，川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 行业公司部
报告类别 公司深度
所属行业 商贸零售
报告时间 2020/02/27
前收盘价 21.45 元

分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

联系人

张潇倩
证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaolian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、我国酒类流通行业集中度低，白酒占比较大	5
1.1 我国酒类流通行业集中度低，扁平化、品牌化为大趋势	5
1.2 白酒占酒类流通比重大，烟酒店为主流销售渠道	9
二、国内领先的全国性连锁服务商	11
2.1 公司为国内领先的精品酒水营销和服务商之一	11
2.2 公司主营业务及盈利模式	13
2.2.1 产品端：白酒为公司主要收入来源	13
2.2.2 区域端：华东地区为大本营，基本实现全国化布局	16
2.3 财务情况：公司业绩稳定提升，拿货能力不断增强	16
三、“高保真”产品体系、全渠道销售网络为核心竞争力	18
3.1 产品实现高保真，上下游议价能力不断增强	19
3.2 拥有全渠道销售网络，规模效应为重要壁垒	20
四、定制产品放量、渠道网络不断完善为公司未来增长点	25
4.1 高毛利定制产品为盈利点	25
4.2 小 B、大 C 双管齐下，未来网点将实现迅速拓展	27
五、募投项目利于公司进一步提升竞争力	28
六、盈利预测与投资建议	29
风险提示	31

图表目录

图 1:	流通渠道具体变化一览.....	6
图 2:	电商平台酒类交易规模提升的同时在酒类流通中占比也稳步提升	6
图 3:	可比公司收入情况.....	8
图 4:	可比公司净利润情况.....	8
图 5:	酿酒行业规模及增速一览.....	9
图 6:	白酒收入占酿酒行业规模比持续提升.....	9
图 7:	公司发展历程简介.....	11
图 8:	2019H1 主要业务结构比例	14
图 9:	2009-2018 主要业务结构比例.....	14
图 10:	2014-2018H1 白酒产品结构情况	14
图 11:	2009-2019H1 白酒业务收入及增速情况.....	14
图 12:	2009-2019H1 白酒、葡萄酒、黄酒毛利率.....	14
图 13:	主要合作酒企品牌	14
图 14:	2018 年华东市场占比为 41.7%	16
图 15:	2018 年西南地区毛利率最高	16
图 16:	2019Q3 公司收入同比增长	17
图 17:	2019Q3 公司净利润同比增长	17
图 18:	2019Q3 公司毛利率及净利率较去年同期分别增长	17
图 19:	公司期间费用率持续下降.....	17
图 20:	2019Q3 公司经营活动产生的现金流净额为-3.3 亿.....	18
图 21:	2019Q3 公司存货周转天数为 193.3 天.....	18
图 21:	华致酒行预付款的增长显示其拿货能力不断增强（单位：亿元）	18
图 22:	2018H1 零售网点区域占比分布图	24
图 23:	2018H1 零售网点收入在公司收入占比为 30.8%.....	24
图 24:	2018H1 华致酒库收入占比为 11.9%.....	24
图 25:	2018H1 终端供应商在公司收入占比为 28.2%.....	24
图 27:	2018H1KA 渠道在公司收入占比为 28.2%.....	25
图 28:	公司渠道管理结构图.....	25
表格 1.	酒类流通渠道发展阶段一览.....	5
表格 2.	其他酒类渠道商基本情况.....	7
表格 3.	华致酒行与 1919 经营模式对比.....	8
表格 4.	华致酒行与主要竞争对手模式对比.....	9
表格 5.	2020 年白酒流通渠道行业规模至少可达 8114 亿元	10
表格 6.	18 年壹玖壹玖、华致酒行收入占比达 0.9%.....	10
表格 7.	前十大股东持股情况一览.....	12
表格 8.	公司核心管理团队酒类销售经验丰富	12
表格 9.	公司在产品采购、仓储物流、客户开发方面拥有成本管控优势	13
表格 10.	茅台及五粮液系列为公司主要销售产品	15
表格 11.	华致酒库产品大多较 1919 终端售价贵	19

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 12.	公司按《华致酒库合同经营合同》等规定对客户有一定约束	21
表格 13.	公司与零售网点间具体合作方式	21
表格 14.	公司的两种 KA 销售模式	22
表格 15.	公司销售渠道区别一览	22
表格 16.	15-18H1 年公司品牌门店及非自有品牌直供终端渠道情况(单位:百万元)	23
表格 17.	公司与核心经销商联系紧密,总经销商资质占比高	26
表格 18.	公司实际控制人控制的酒厂相关企业	26
表格 19.	定制产品毛利率普遍较高	27
表格 20.	2019-2020 年各区域网点建设规划	28
表格 21.	2019-2020 年仓库建设规划	28
表格 22.	公司 19 年上市时,募集的 8.9 亿元资金具体用途	29
表格 23.	公司业务拆分情况表	30
表格 24.	相关公司估值一览	31

一、我国酒类流通行业集中度低，白酒占比较大

1.1 我国酒类流通行业集中度低，扁平化、品牌化为大趋势

我国酒类流通行业集中度低。我国酒类流通行业属于充分竞争行业，由于我国分销渠道多样、零售终端分散、行业起步较晚，占市场较大份额的大型龙头企业较少，我国酒类流通行业集中度较低。据商务部酒类流通管理信息系统显示，截止 16 年底，在商务部门备案登记的酒类经营者数量有 82.4 万家，其中批发企业（含批零兼营）占 15%，零售企业占 65%，餐饮企业占 18%，娱乐企业占 1%，其他占 1%。在更为成熟的美国酒类流通市场，酒类产品销售的管理更为规范，市场整合程度和集中度较高，前 8 家销售商占据了 70% 的销售量和 68% 的销售额。对比美国，我国酒类流通市场的集中度还有较大提升空间。

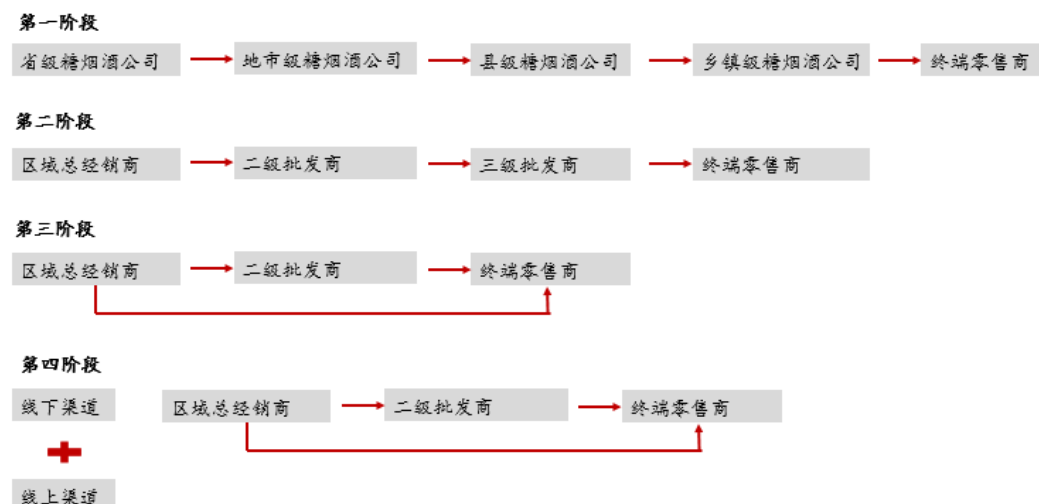
表格 1. 酒类流通渠道发展阶段一览

我国酒类流通行业发展阶段		
第一阶段 1990 年以前	销售终端形式较为单调	由于 1990 年前务工处于酒类计划供应时期，各级糖酒公司及国营商店为酒类主要流通渠道。酒类流通将通过省级糖酒公司、地市级糖酒公司、县乡级糖酒公司、零售商（餐饮终端、零售店、百货等）等层级，由于销售层级较多，酒类流通效率较低。
第二阶段 1990-2005 年	市场化提高了经销商地位	本阶段白酒行业进入市场化阶段，除了国有糖酒公司外，大型烟酒商相继崛起，酒厂也通过设立总经销商这一方式提升流通效率，经销商在这一阶段地位逐渐提高，但由于产品的流向较难控制，假酒也频频出现。
第三阶段 2005-2012 年	流通渠道扁平化、规模化	在市场化背景下，提升流通效率、降低流通成本、控制产品品质成为酒厂及经销商主要侧重点，酒类流通渠道逐步扁平化、流程简化。此外，流通企业通过扩大规模来实现提升议价权及保真程度。
第四阶段 2013 年-至今	酒类电商平台崛起	酒类电商平台崛起，有效的与传统流通渠道进行互补的同时能进一步提升流通效率、降低流通成本、吸引消费者。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

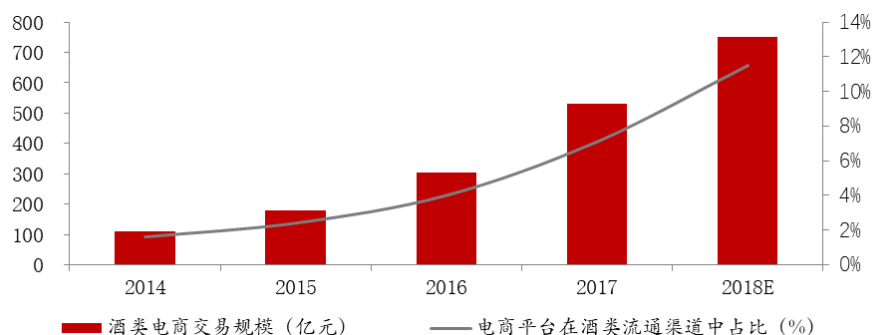
酒类流通行业正往扁平化、品牌化方向发展，集中度有望逐步提升。我国传统酒类渠道由于层级较多导致整体效率偏低，市场竞争加剧使得酒类流通产业链中的企业不断提升产品流通速度、降低流通成本、保障产品品质，近年来酒类流通渠道层级日益精简，目前主要高端酒企渠道均已转向扁平化。同时相较于末端经销商，终端零售商更愿意与掌握着较多资源的地区及全国高端酒总经销商进行直接合作，因此大型流通经销商相继开设烟酒公司来直面终端，此外，随着信息技术及行业的发展，酒类电子商务平台的兴起成为重要渠道补充。提升供应链效率、降低分销层级为未来大势所趋，同时品牌化将成为重要竞争力。

图 1： 流通渠道具体变化一览



资料来源：wind，川财证券研究所

图 2： 电商平台酒类交易规模提升的同时在酒类流通中占比也稳步提升



资料来源：速途研究院、欧睿，川财证券研究所

在 2000 年左右，酒类销售渠道商以标准化及专业化的形象逐步出现，消费者对品牌渠道商的信任度与日俱增，比如壹玖壹玖、华致酒行、名品世家、银基集团等。目前华致酒行规模仅次于壹玖壹玖，而盈利能力方面华致酒行最强，具体来看：

- 1) 经营范围方面：华致酒行以销售高端酒白酒、定制酒为主(18 年占比 94%)，经营网络布局全国，15-18 年公司华致品牌门店数量从 294 家增至 800 余家；零售网点数从 2788 家增至 4190 家，KA 商超大幅增长；终端供应商从 142 家增至 241 家，19H1 公司门店数量增长 24.7%，单店销售收入增长 20.4%；壹玖壹玖以销售高端酒及其他明星单品白酒为主，销售区域主要集中在四川（占比约 30%），15 年起公司在直营店基础上通过加速扩张直管店实现收入迅速增长；名品世家以白酒销售为主（18 年占比 93%），主

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

要销售区域为华东、华中、华南地区，18年末连锁加盟终端数量为3351个；银基集团主要销售酒类产品，线上线下业务齐发力。

- 2) 盈利能力方面：18年华致酒行、壹玖壹玖、名品世家、银基集团毛利率分别为21.1%、9.4%、8.7%、13.7%，本质上渠道商主要赚取分销收入，净利率较低、受渠道拓展及行业影响较大，但华致酒行通过销售高毛利定制产品、不断拓展线下营销网络来保持高净利率水平，而银基集团开拓线上业务、壹玖壹玖加速扩张造成盈利能力偏弱；
- 3) 经营模式方面：华致酒行线下除了拥有直营店外，还拥有大量加盟店（公司不直接收取加盟费，但对加盟店进货规模有一定要求），加盟模式较直营模式更能充分发挥门店自主能动性；壹玖壹玖主要采取经营权和所有权分离的直管店模式，门店只需向公司每年支付固定的门店管理费，而门店利润均归门店；名品世家也采取加盟模式，但定位较华致酒行低端，品牌力较弱。

综合来看，相较于同类企业，华致酒行凭借较强品牌力、高保真体系、广泛覆盖的全渠道的营销网络、较强的产品筛选及开发能力、较强的成本管控能力等优势脱颖而出，营业收入在14-15年间居首位，盈利能力始终领先，目前与壹玖壹玖同属第一梯队。

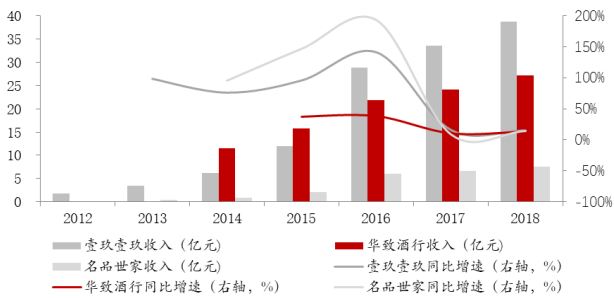
表格 2. 其他酒类渠道商基本情况

品牌	上市情况	公司简介
品汇壹號	已上市	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	已上市	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	已上市	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	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，川财证券研究所

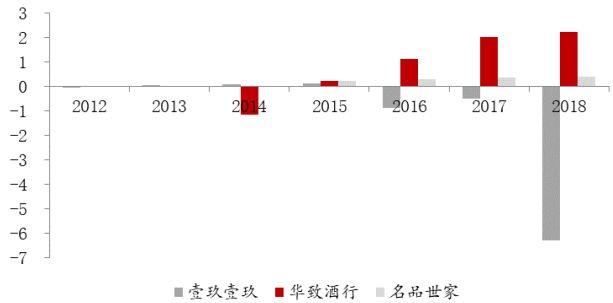
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 3： 可比公司收入情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 4： 可比公司净利润情况



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 3. 华致酒行与 1919 经营模式对比

华致酒行与1919经营模式比较	
华致酒行	经营模式
	华致是国内领先的精品酒水营销和服务商之一，以“精品、保真、服务、创新”为核心理念，依托多年构建的遍布全国的酒类流通全渠道营销网络体系，以及上游酒类生产企业长期的合作关系，开发及遴选契合市场需求的产品，持续为客户和广大消费者提供白酒、葡萄酒、黄酒等国内外优质酒类产品多元化的服务，致力于建立并完善酒类营销生态体系，通过互联网共享经济平台，打造快捷的遍布全国的酒品消费服务体系，满足不断升级的市场需求。
	合作伙伴
	华致与拥有一定资源且规模较小的酒商合作
	管控方面
	供应商应使用华致渠道进货，以保证产品质量
	加盟费
1919	不收加盟费，但对购买的产品规模有要求
	销售要求
	根据每家店体量设定销售规模要求
	收入结算
	结款过户
	茅台分配方式
	公司会给新开门店少量茅台以引流，不依赖茅台盈利，主要依靠品牌及渠道背书；老店由于已有忠实客户，不一定有茅台
1919	规模扩张
	规模稳步扩张，客户群体认可度高
	平台差异
	主要经营线下门店，主力客户群体为团购群体。由于线下客户更注重保真，且消费力较强，消费群体较为稳定
	风险点
	1919和酒仙网等竞争对手均在发展线下渠道，其中截至2019年6月，1919线下门店数突破1400家。若酒仙网和1919在线下投入充足，或将挤压华致市场。为应对此风险，华致酒行将与当地有资源的经销商不断进行合作，稳步扩大经营规模
	经营模式
比较结果	1919以B2C和B2B相结合的模式，实现了线上线下的深度融合，线上以1919吃喝APP为核心，线下以布局全国500多个城市的近1300家门店为基础，为用户提供最快“19分钟极速达”的购酒体验。1919定位为“酒饮服务解决方案和运营平台”，已形成电子商务、连锁管理、供应链、仓到店、品牌管理、信息技术六大业务板块，实现了从销售型公司向平台型公司的进化。
	管控方面
	1919派人管理加盟商，总部提供所有品牌并控制供应链
	规模扩张
	1919扩张速度较快
	平台差异
	主要经营线上电商，主要客户群体为团购群体。线上主要消费群体为年轻人、线上渠道产品保真环节难度较大等因素造成消费高档酒概率较线下小，线上电商优势为价格优势
比较结果	风险点
	由于酒类单价高，为了防止破损、污染，通常需要二次包装以适应配送过程中可能发生的各种情况，将增加包装成本和物流成本，另外消费者对线上销售真品酒水的认可程度有待提高，这些问题将是电商渠道发展所要面对的难题。
	华致酒行在以下方面优于1919：
	1) 1919派人管理加盟商，管理质量与被派出管理的员工能力挂钩；而华致酒行经销商多拥有一定当地资源，在品牌及渠道背书下盈利能力稳定；
	2) 1919主打线上，保真难度大叠加线上主要消费群体为年轻人，购买高端酒概率较低，优势为低价格；而华致在逐步培育消费群体的同时规模稳步扩张，由于华致酒行保真措施到位，线下消费群体忠诚度较高

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 4. 华致酒行与主要竞争对手模式对比

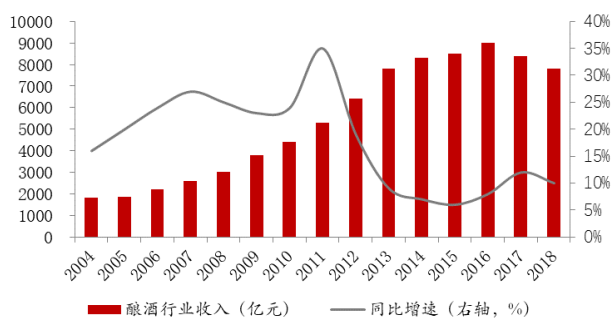
	华致酒行	银基集团	1919	名品世家
销售模式	公司构建了包括连锁酒行、华致酒库、零售网点、KA卖场、团购、电商、终端供应商在内的全渠道营销网络体系	直营店、线上销售、电视购物	线下实体店和线上电商平台相结合	加盟商、第三方平台、移动线上平台商城
代理品牌	茅台、五粮液、汾酒、剑南春、洋河、古井贡酒等	茅台、五粮液、泸州老酒、鸭溪窖酒等	茅台、五粮液等	茅台、五粮液、泸州老酒等
主要区域	全国	全国及海外	线上销售面向全国，线下门店以四川、河南等地区为主	全国
门店数	15-18年公司华致品牌门店数量从294家增至800余家；零售网点数从2788家增至4190家，KA商超大幅增长；终端供应商从142家增至241家，19H1公司门店数量增长24.7%，单店销售收入增长20.4%	/	线上以1919吃喝APP为核心，线下以布局全国500多个城市的1400多家门店。计划在未来5年覆盖全国2000多个县（区），开设或管理上万家门店，搭建一个从城市到乡镇，中国最大的酒类及相关快消品的“零售+店配”网络	加盟终端数量已达3,000家
电商平台	在京东、天猫开设电商旗舰店；发展华致酒库，建立新零售模式下的连锁销售体系；推出“华致优选”电商平台	与京东商城、1号店、天猫、唯品会、亚马逊等维持良好的合作关系	2017年获阿里20亿入股；2019年3月起，1919与阿里系天猫、零售通、饿了么有菜等业务线打通，将1919门店升级为前置仓，为各品牌服务，配送时效提升至最快19分钟，降低配送成本，拓展消费场景。	京东、名品Q酒等移动平台

资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2 白酒占酒类流通比重大，烟酒店为销售渠道

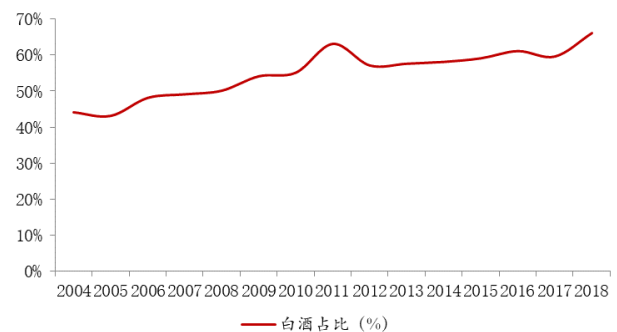
白酒占酒类流通比重大。酿酒行业收入自 04 年后保持高增，18 年收入为 8122.7 亿元，具体来看，白酒行业占比持续上升，18 年白酒行业规模以上酒企收入 5363.8 亿元，占比达 66.0%，而啤酒、葡萄酒、黄酒收入占比分别为 18.2%、3.6%、2.1%，占比呈下降趋势，预计未来白酒占酒类流通比重仍将不断提升。

图 5： 酿酒行业规模及增速一览



资料来源：wind，川财证券研究所

图 6： 白酒收入占酿酒行业规模比持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

预计 2020 年白酒流通渠道规模至少为 8114 亿。我们根据白酒规模以上酒企营业收入、白酒流通渠道毛利率反推出各年份白酒流通渠道规模：在中性假设下，2020 年预计白酒流通渠道行业规模可达 8114 亿元；在乐观假设下，可达 8785 亿元。

表格 5. 2020 年白酒流通渠道行业规模至少可达 8114 亿元

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E
白酒行业规模以上企业销售收入（亿元）	5559	6126	5654	5364	5984	6706
中性假设1：白酒流通行业毛利率（%）	21%	16%	20%	21%	20%	21%
乐观假设2：白酒流通行业毛利率（%）	31%	26%	30%	31%	30%	31%
中性假设1：白酒流通行业规模（亿元）	6752	7089	6766	6484	7199	8114
乐观假设2：白酒流通行业规模（亿元）	7308	7702	7332	7020	7797	8785

资料来源：wind，国家统计局，川财证券研究所，注：中性假设中的毛利率为华致酒行白酒业务毛利率，19 年中性假设毛利率为华致酒行 19H1 白酒业务毛利率；19-20 年白酒行业规模以上企业销售收入增速为过去三年平均值（统计局披露增速）

白酒流通渠道集中度低，烟酒店为主流销售渠道。据中国酒类流通白皮书显示，目前我国白酒终端渠道中，烟酒店占比 70%，酒店、商超、团购渠道占比分别为 5-20%、5-15%、5-10%，为补充渠道，由于烟酒店直达客户、信誉度较高、款式丰富，未来仍将为主流销售渠道。具体公司来看，18 年酒业流通渠道头部企业壹玖壹玖及华致酒行市占率合计不到 1%，白酒流通渠道集中度仍有较大提升空间。

表格 6. 18 年壹玖壹玖、华致酒行收入占比达 0.9%

	白酒业务收入（亿元）	市占率（%）
壹玖壹玖	29.97	0.46%
华致酒行	25.5	0.39%
银基集团	11.7	0.18%
名品世家	6.7	0.10%
其他		98.86%

资料来源：wind，国家统计局，川财证券研究所，注：由于壹玖壹玖、银基集团未披露具体白酒收入，因此我们按华致酒行及名品世家白酒占酒类业务水平进行估算；市场总规模为上文按中性假设进行估算的市场规模（6484 亿元）

二、国内领先的全国性连锁服务商

2.1 公司为国内领先的精品酒水营销和服务商之一

公司成立于 2005 年，前身为云南华致酒业，2010 年 11 月公司变更为股份有限公司，目前公司是国内领先的精品酒水营销和服务商之一，以“精品、保真、服务、创新”为核心理念，开发及遴选契合市场需求的产品，建立并完善酒类营销生态体系。公司通过与上游经销商或酒企合作，从而直接采购高品质或定制款酒类产品，并通过自有渠道进行高效分销以获利：

- 1) 上游端：公司与国内外知名酿酒企业及大型酒类流通商建立了长期、稳定的合作关系，公司拥有与名酒厂长期稳定合作的供应链优势。目前华致酒行经销的产品包括飞天茅台、普通五粮液、洋河等知名酒品。同时，公司与国内酒企合作开发了多款毛利率较高的定制款名酒。18 年，公司与富邑集团建立合作关系。截止 19H1，公司经营国内外精品白酒、葡萄酒、黄酒等产品近 4000 种；
- 2) 下游端：公司拥有以下销售渠道—华致品牌门店（直营及合作模式的华致酒行、华致酒庄）、非自有品牌直供终端（零售网点、KA 卖场、团购及电商）、传统酒类经销商。

图 7： 公司发展历程简介



资料来源：公司公告，川财证券研究所

董事长吴向东通过云南荣睿、华泽集团、西藏融睿、杭州长潘共持有公司 58.7% 股权，为公司实际控制人，此外董秘张儒平持有公司 1.30% 股权。截止 19Q3，公司前五以及前十大股东合计持股比例为 75.3%、78.5%，前五大股东分别为：云南融睿（47.8%）、西藏融睿（14.5%）、华泽集团（7.6%）、杭州长潘（3.7%）、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

中国太平洋人寿保险股份有限公司（1.6%）。

表格 7. 前十大股东持股情况一览

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	云南融睿高新技术投资管理有限公司	110,687,500	47.8
2	西藏融睿投资有限公司	33,623,600	14.5
3	华泽集团有限公司	17,688,900	7.6
4	杭州长潘股权投资合伙企业(有限合伙)	8,666,000	3.7
5	中国太平洋人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	3,633,163	1.6
6	张儒平	3,000,000	1.3
7	汇添富基金-建设银行-中国人寿-中国人寿委托汇添富基金公司混合型组合	1,693,344	0.7
8	共青城银吾投资合伙企业(有限合伙)	1,046,947	0.5
9	共青城银汐投资管理合伙企业(有限合伙)	1,004,444	0.4
10	张新阳	700,000	0.3
合 计		181,743,898	78.5

资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 截止 2019 年三季度

公司核心管理团队均拥有多年的酒类销售行业从业经历, 具有丰富的行业运营经验和企业管理经验。

表格 8. 公司核心管理团队酒类销售经验丰富

姓名	职务	任职日期	个人简历
吴向东	董事长, 董事	2010/11/24	毕业于湖南省外贸学校。历任新华联集团董事, 董事局副主席, 长沙海达酒业有限公司执行董事, 董事长, 总经理, 湖南省金六福酒业有限公司董事长, 总经理, 第十二届全国人大代表。现任华泽集团, 华致酒行董事长。吴向东先生为本公司创始人, 是中国酒界知名企业家。
彭宇清	董事	2010/11/24	历任湖南省金六福酒业有限公司总经理助理, 公司副总经理。现任公司董事, 总经理。
罗永红	董事	2016/3/1	毕业于河南师范大学, 经济师。历任湖南省金六福酒业有限公司财务部经理, 北京金六福酒业有限公司财务部经理, 华泽集团财务副总监, 华泽集团行政总监。现任华泽集团财务总监, 华致酒行董事。
颜涛	董事	2016/3/1	毕业于湖南大学衡阳分校。历任山东电气集团股份有限公司副总经理, 湖南省金六福酒业有限公司副总经理, 华泽集团副总经理, 华致酒行监事。现任华泽集团总经理, 华致酒行董事。
朱琳	董事	2016/3/1	北京大学财务管理研究生课程结业, 会计师。历任北京博威国际模拟器工程有限公司财务总监, 华泽集团财务总监, 华致酒行监事。现任华泽集团董事, 副总经理, 华致酒行董事。
李伟	董事	2019/5/9	管理学硕士。自 2002 年以来在财政部, 中财荃兴资本管理有限公司, 北京金六福酒业有限公司工作。现任公司董事, 常务副总经理。
彭宇清	总经理	2016/3/1	历任湖南省金六福酒业有限公司总经理助理, 公司副总经理。现任公司董事, 总经理。
黄飞	副总经理	2013/12/23	毕业于湖南郴州综合技术学校, 历任新华联集团广州藏吉公司营销总监, 现任公司副总经理。
杨强	副总经理	2013/12/23	毕业于武汉理工大学, 本科学历。历任浙江麦当劳餐厅食品有限公司高级运营经理, 现任公司副总经理。
张儒平	副总经理	2018/2/7	毕业于湖南财经学院, 硕士研究生学历。历任酒鬼酒股份有限公司董事, 副总经理, 董事会秘书。现任公司副总经理, 董事会秘书。
梁芳斌	财务总监	2013/12/23	中国国籍, 毕业于对外经济贸易大学, 硕士研究生学历, 会计师。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(以下简称“华泽集团”)财务副总监。现任公司财务总监。

资料来源: wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司在酒类流通领域长期经营，具有丰富的酒类流通行业运营经验，在产品采购、仓储物流及客户开发的成本管控方面拥有较强的优势。

表格 9. 公司在产品采购、仓储物流、客户开发方面拥有成本管控优势

	控制成本方式
产品采购	公司与茅台、五粮液等名优酒厂建立了稳定的合作关系，能够从酒厂获得较多的产品供应计划，源头采购确保了产品保真，同时大大降低了产品采购成本。针对部分畅销产品，在酒厂给予公司的供应量不能满足客户需求的情况下，公司还会向通过资质审核的流通商进行采购作为补充调剂，即使该等产品采购价格相对较高，公司通过产品及资金的快速周转仍能获得合理利润空间，这也是公司增强客户满意度和提升市场占有率的需要。此外，公司销售网络遍布全国，具备强大的市场信息收集和处理能力，对酒类产品价格走势具有较强的判断能力，因此能够控制好产品的采购时点和批量。
仓储物流	公司根据客户的地理分布、多年来积累的货物发运经验，在酒品主产区、交通枢纽及省会城市建立了仓库；并通过科学制定库存管理计划，保障库存维持在合理而安全的水平，降低库存维持成本。截至报告期末，公司在全国共拥有22个仓库，覆盖16个省份、3个直辖市。公司选择与全国性或者区域性较强的物流服务商进行合作，充分利用其运输效率及辐射范围，实现对全国各地客户的快速服务。分工明确的仓储、物流体系提升了公司的运营效率，并有助于控制运营成本。
客户开拓	经过多年发展，公司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，得到了市场的高度认可。华致品牌门店范围覆盖全国，门店数量达到历史新高。良好的品牌知名度以及与现有客户融洽的合作关系，增强了公司的行业影响力，降低了新客户的开拓成本。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 公司主营业务及盈利模式

2.2.1 产品端：白酒为公司主要收入来源

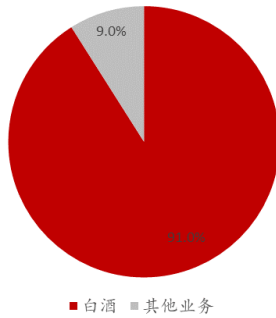
白酒销售为公司主要收入来源。19H1 白酒销售及其他业务收入分别为 17.2、1.7 亿元，占比分别为 91.0%、9.0%；毛利率方面，白酒业务毛利率从 16 年的 15.7%提升至 19H1 的 20.3%，15 年以来高端酒市场逐渐回暖，公司的产品以高端产品为主利于增强客户粘性，提升品牌形象，并起到引流作用。

飞天茅台占销售额比约 18%，主要功能为引流。具体产品方面，据招股说明书披露的数据，截至 18 年上半年，茅台及五粮液系列销售收入占公司酒类销售额的 46.5%、39.7%，但主要销售的茅台及五粮液系列产品为茅台年份酒、茅台系列酒、茅台定制酒以及五粮液年份酒，18H1 普五（52 度）及飞天茅台（53 度）销售额占公司酒类销售额分别为 18.0%、15.7%，其中飞天茅台在华致酒行及华致酒库终端价均为 1499 元/瓶，公司会优先提供飞天茅台给新加入的客

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

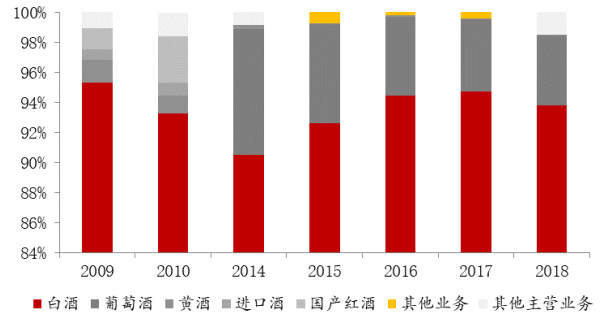
户（用以引流），而资深客户获得的飞天茅台量较低。

图 8：2019H1 主要业务结构比例



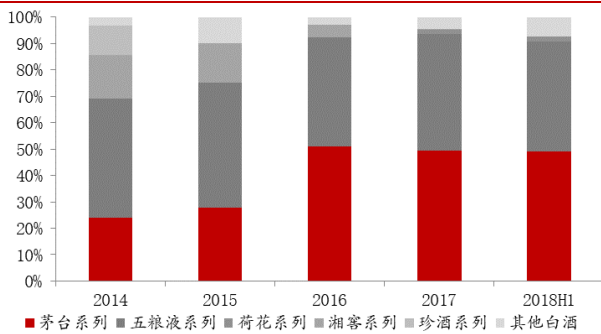
资料来源：wind，川财证券研究所

图 9：2009-2018 主要业务结构比例



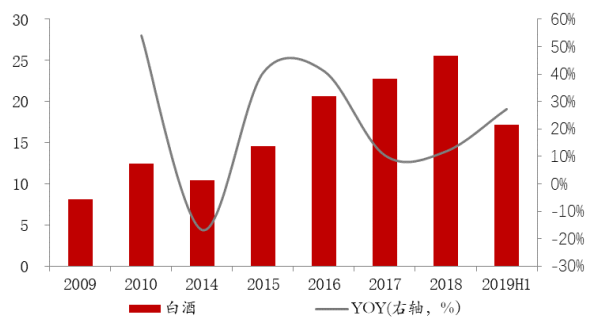
资料来源：wind，川财证券研究所

图 10：2014-2018H1 白酒产品结构情况



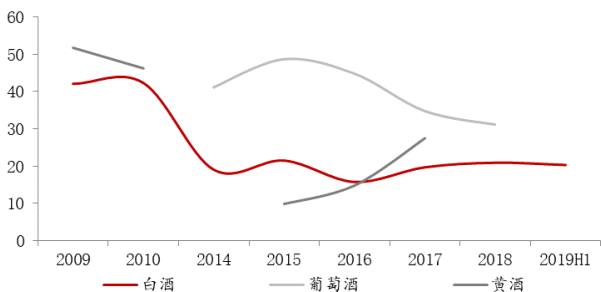
资料来源：wind，川财证券研究所，注：产品具体情况更新至 2018H1

图 11：2009-2019H1 白酒业务收入及增速情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 12：2009-2019H1 白酒、葡萄酒、黄酒毛利率



资料来源：wind，川财证券研究所

图 13：主要合作酒企品牌



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 10. 茅台及五粮液系列为公司主要销售产品

种类	系列	产品	16年				17年				18年1-6月			
			金额 (万元)	占比	销售单价 (元/升)	毛利率 (%)	金额 (万元)	占比	销售单价 (元/升)	毛利率 (%)	金额 (万元)	占比	销售单价 (元/升)	毛利率 (%)
白酒	茅台系列	53度飞天茅台酒	74850	34.3%	1553	6.1%	46977	19.5%	1972	18.4%	22316	15.7%	2565	33.7%
		30年茅台年份酒	915	0.4%	1803	16.6%	3224	1.3%	2900	48.2%	5296	3.7%	17780	10.3%
		15年茅台年份酒	4394	2.0%	6494	3.7%	15888	6.6%	6849	5.9%	4480	3.2%	8009	9.2%
		贵州茅台酒 (金)	15392	7.1%	14766	4.6%	9744	4.1%	16161	3.0%	3216	2.3%	4048	56.8%
		其他茅台酒	9306	4.3%		2.6%	36714	15.3%		12.4%	30861	21.7%		33.7%
		茅台系列小计	104856	48.0%	1621	7.2%	112547	46.8%	1662	16.8%	66169	46.5%	1346	22.8%
	五粮液系列	十年水晶消费装	38338	17.6%	1114	31.7%	32365	13.4%	1389	28.9%	16684	11.7%	1424	10.1%
		52度普五	36604	16.8%	1122	3.5%	45072	18.7%	1373	6.3%	25509	17.9%	1531	18.6%
		其他五粮液	10557	4.8%		47.0%	23520	9.8%		39.3%	14285	10.0%		30.8%
		五粮液系列小计	85499	39.2%	1130	21.1%	100858	41.9%	1279	21.2%	56479	39.7%	1191	17.8%
	其他白酒	湘窖系列	9788	4.5%	497	49.1%	91	0.0%	713	32.5%	16	0.0%	1037	32.6%
		荷花系列					3866	1.6%	435	48.4%	2718	1.9%	428	45.7%
		其他白酒	6186	2.8%		33.5%	10599	4.4%		24.3%	9779	6.9%		24.5%
		白酒小计	206330	94.5%		15.7%	227960	94.7%		19.7%	135160	95.0%		21.3%
葡萄酒	蒙大菲	蒙大菲	2947	1.4%	74	70.4%	3036	1.3%	126	42.1%	833	0.6%	94	45.4%
		阿伦选	4318	2.0%	66	58.2%	4113	1.7%	71	48.7%	2291	1.6%	92	34.7%
		其他葡萄酒	4152	1.9%		12.5%	4380	1.8%		16.6%	3840	2.7%		18.8%
		葡萄酒小计	11417	5.2%	86	44.8%	11529	4.8%	104	34.8%	6964	4.9%	84	27.2%
黄酒	黄酒	黄酒	181	0.1%	255	14.7%	86	0.0%	195	27.4%	51	0.0%	102	37.2%
		其他	482	0.2%		14.5%	1029	0.4%		-0.3%	72	0.1%		6.0%
		总计	218410	100%	644	17.2%	240605	100%	712	20.3%	142247	100%	585	21.6%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

在维持现有名优白酒经营的同时，公司也积极引进新品。主要包括：1) 新品甄选，受益于公司与上游酒企合作关系稳定，公司会从其产品中甄选合适新品进行推广；2) 新品开发，公司通过酒类消费市场供求状况、产品销售情况分析、行业和产业调研，发现市场需求，借助酒企丰富的生产经验和成熟的酿造工艺，合作开发出新的酒品，目前公司已与国内酒企合作开发了“五粮液年份酒”、“贵州茅台酒 (金)”、“古井贡酒 1818”、“荷花酒”、“虎头汾酒”等多款定制款名酒，定制酒毛利率普遍较高，18H1 荷花及湘窖系列毛利率分别为 45.7%、32.6%。此外，18 年公司与贵州钓鱼台国宾酒业有限公司联合出品了极具大单品潜力的酱酒产品—钓鱼台精品酒 (铁盖)。

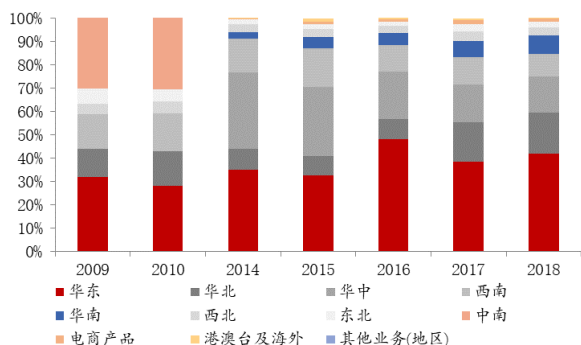
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2.2 区域端：华东地区为大本营，基本实现全国化布局

华东地区为大本营，基本实现全国化布局。公司主要销售区域在华东地区，18年华东地区收入为11.4亿元，占比41.9%，14-18年收入CAGR达30.0%，此外，华北及华中地区收入占比位居第二、三，18年收入分别为4.8、4.3亿元，分别占主营业务收入17.5%、15.6%，华东、华北、华中地区收入占比较大主要原因为：首先，公司深耕华东、华中等经济发展迅速的地区，其次，公司在上海设立控股子公司上海虬腾利于华东地区的进一步开拓。

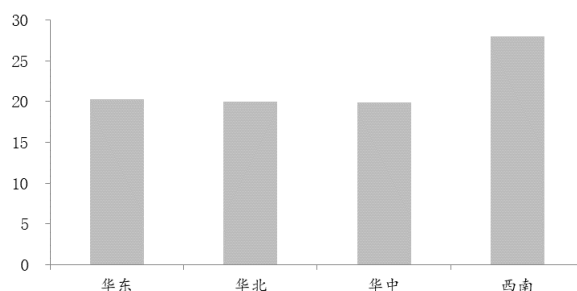
毛利率方面，华东、华北、华中、西南毛利率分别为20.2%、20.0%、19.8%、28.0%，西南地区受益于毛利率较高的葡萄酒业务占比较高，毛利率表现优秀，而收入占比最大的华东地区18年毛利率也较17年同期提升了1.5个百分点，表现向好。

图 14：2018 年华东市场占比为 41.7%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 15：2018 年西南地区毛利率最高

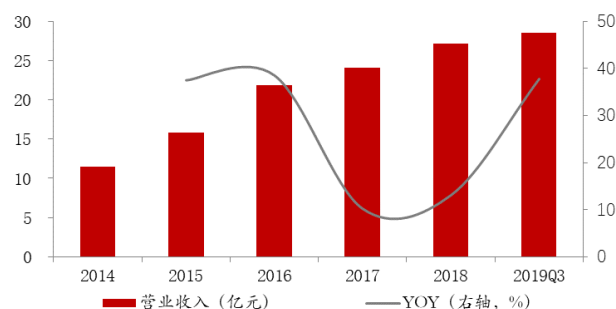


资料来源：wind，川财证券研究所

2.3 财务情况：公司业绩稳定提升，拿货能力不断增强

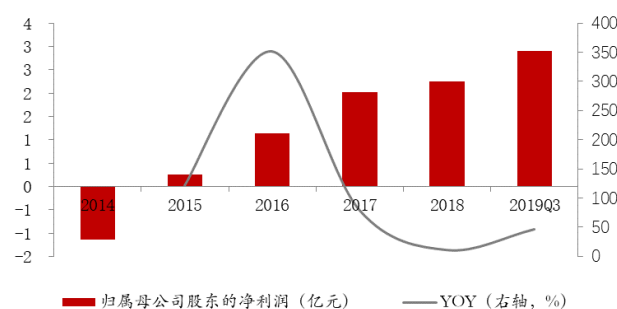
营业收入持续增长，净利润增速回升明显。受益于白酒行业回暖、公司加大全渠道布局力度，营业收入从14年的11.5亿元提升至18年的27.1亿元，CAGR为24.1%，其中17年受渠道调整影响收入小幅下滑，2019年前三季度营业收入为28.5亿元，同比增长37.7%；净利润方面，公司净利润从14年的-1.1亿元提升至18年的2.2亿元，其中15年实现负转正，15-18年CAGR为88.9%，受益于公司实行的“小B大C”渠道策略，19年前三季度实现归母净利润2.9亿元，同比增长46.5%。

图 16：2019Q3 公司收入同比增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 17：2019Q3 公司净利润同比增长

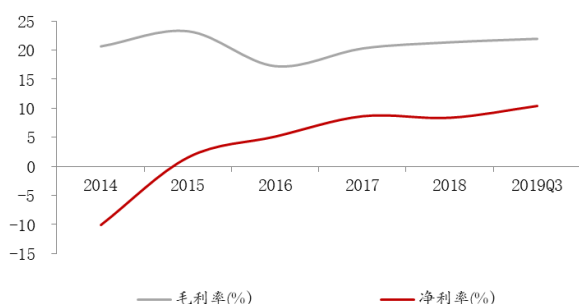


资料来源：wind，川财证券研究所

结构调整有望提升毛利率。公司毛利率从 14 年的 20.7% 提升至 18 年的 21.4%，19Q3 毛利率为 24.7%，较去年同期小幅下滑，主要原因或为三季度标准酒类产品销量高于定制产品（普五三季度放量），随着荷花等高毛利定制产品放量，公司毛利率有望进一步提升。

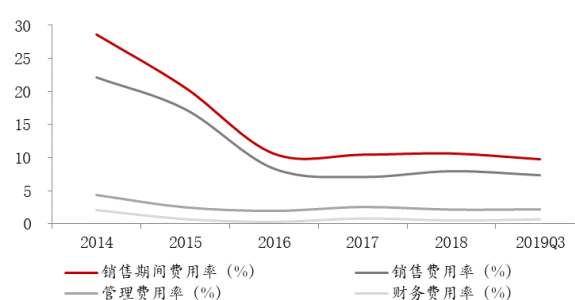
期间费用率的下降推动净利率上移。公司期间费用率从 14 年的 28.6% 下降至 18 年的 10.6%，其中 16 年销售费用率下降显著主要原因为公司进行了产品结构调整，公司不再将湘窖、珍酒系列作为重点产品进行推广，而 19Q3 销售费用率进一步下降至 9.8% 主要原因为公司规模效应显现，公司期间费用的稳步下降推动净利率上移。

图 18：2019Q3 公司毛利率及净利率较去年同期分别增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 19：公司期间费用率持续下降

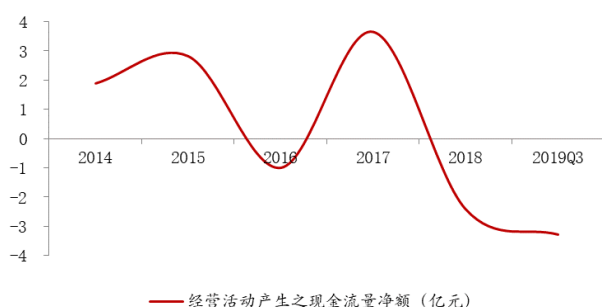


资料来源：wind，川财证券研究所

公司经营活动现金流量净额随备货节奏而有较大波动，预付款不断增加显示其拿货能力增强，存货周转天数下降显著显示公司运营能力稳步提升。18 年经营活动现金流量净额为 -2.4 亿元主要原因为春节提前备货，而 19Q3 公司经营活动现金流量净额为 -1.5 亿元，主要原因为预付茅台、五粮液及新产品钓鱼台

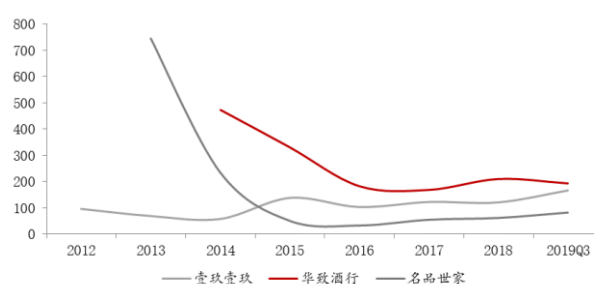
精品酒采购款增加，预付款的稳定增长显示公司拿货能力越来越强（五粮液等名酒公司议价能力较高，华致酒行需定期进行打款导致预付款维持高位）。总体来说公司经营性现金流净额随备货节奏而有较大波动。此外，公司存货周转率从 14 年的 473.8 天下降至 19Q3 的 193.3 天，显示公司营运能力稳步提升的，1919 及名品世家存货周转天数虽然自 15 年起低于华致酒行，但呈上升趋势。

图 20：2019Q3 公司经营活动产生的现金流净额为-3.3 亿



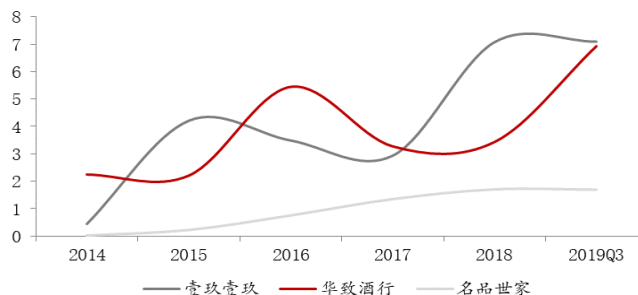
资料来源：wind，川财证券研究所

图 21：2019Q3 公司存货周转天数为 193.3 天



资料来源：wind，川财证券研究所

图 21：华致酒行预付款的增长显示其拿货能力不断增强（单位：亿元）



资料来源：wind，川财证券研究所

三、“高保真”产品体系、全渠道销售网络为核心竞争力

行业龙头之所以能长期领跑的重要原因为拥有商业壁垒，比如品牌、规模效应、技术等壁垒，若没有一定的商业壁垒，在近乎完全竞争的市场中企业难以持续的取得超额收益。我们认为公司的壁垒为“高保真”产品体系、全渠道销售网络，受益于产品高保真、全渠道销售网络不断拓展，公司上下游议价能力将不断提升，利润空间将不断打开。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.1 产品实现高保真，上下游议价能力不断增强

公司始终坚持以“保真”作为自己的立身之本，高保真使得公司上下游议价能力不断提升。公司借助信息化管理系统和防伪溯源技术，渠道内实现了覆盖采购、仓储、物流、销售的全程可追溯，同时公司在行业内独创了封箱标及条码追踪，确保真品不被替换，公司将企业内部的信用体系输送至上游生产企业和下游消费者，大大提升了公司对上游和下游的黏性、提升了议价能力：

1) 上游端：公司的规模优势及高保真供应链增强了厂家信心。公司坚持源头采购、选择合格的供应商、与厂商安全交接，以保证在采购环节对产品品质的控制；借助物流码、防伪标系统、防伪箱标等防伪技术和管理措施，公司建立了酒类产品在运输及销售环节的追溯体系，便于流通管理中的查询、验伪。保真体系能够维护产品质量体系，解决酒厂无法控制终端市场产品质量的隐患，增强了上游酒厂对华致渠道的信心，帮助酒厂进一步开拓渠道。

2) 下游端：产品享有信用溢价。华致酒行拥有独特的产品保真信用体系为产品增加信用溢价，提升下游渠道的市场竞争力，即使终端价格较其他酒类流通商高，仍有客户愿意购买，从而使得华致毛利较其他竞争者高。

表格 11. 华致酒库产品大多较 1919 终端售价贵

	华致酒库	1919	价格差（元/瓶）
飞天茅台	1499（2019年）	2719（2018年）	
五粮液八代	1399	1360	-39
泸州老窖	1080	919	-161
洋河M3	588	569	-19
洋河M6	798	769	-29
洋河天之蓝	319	389	70
水井坊珍酿8号	438	359	-79
品味舍得	498	438	-60

资料来源：终端调研，1919 官网，川财证券研究所

在公司拥有较高信用等级、产品多为名优酒的背景下，公司品牌力正不断提升为公司带来了一定的品牌溢价。11 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”，10 年-18 年，华致酒行连续入选“中国 500 最具价值品牌”；公司曾先后 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 11 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。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.2. 拥有全渠道销售网络，规模效应为重要壁垒

随着公司线下渠道的不断高质量拓展，规模效应的显现不仅能提升公司上下游议价能力、加强与上下游的粘性，还能带动定制产品销量实现增长，从而进一步提升利润。目前公司销售渠道主要分为以下三类：品牌合作店（直营及合作模式的华致酒行、华致酒库）、扁平化直供终端（零售网点、KA 卖场、团购及电商）、传统酒类经销商。

A. 华致品牌门店：

- 1) **华致酒行：处于战略性收缩阶段。**华致酒行为公司传统渠道，分为直营店及合作店，其中华致酒行直营门店由公司直接控制，而华致酒行合作店则由公司统一装修后授予华致酒行品牌经营权，华致酒行门店主要分布在一二线城市。由于消费市场发生变化，商政务需求的下降使得装修较为奢华的华致酒行门店不再为公司重点拓展方向。
- 2) **华致酒库：处于迅速拓展阶段。**公司自 17 年起，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，整合现有零售类客户资源，筛选优质零售网点客户升级为“华致酒库”，作为新零售模式下的华致品牌门店，公司对华致酒库的销售为买断式销售，由各省区进行开发，包送总部统一审批管理，销售具体流程为：门店下订—公司预收货款—公司组织货源—发货至门店。华致酒库门店数量及单店收入持续提升，主要原因为：1) 公司集团背后拥有十几家酒厂，公司对产品的工艺、采购价格等更为专业；2) 华致品牌知名度高，且拥有贵州茅台、五粮液等名酒经销权，加盟华致后可通过名酒进行引流，华致品牌背书叠加原本拥有团购资源利于客户业务顺利拓展；3) 由于公司直接向零售网点发货，渠道层级实现缩减，成本实现下降，保真措施更为完备，门店品牌力提升，利润较未加盟得到明显提升；4) 公司在选址、供应链、选品等方面均会对华致酒库客户提供协助。公司积极推进华致酒库全国布局，门店范围已覆盖全国，华致品牌门店数量达到历史新高，预计 19 年华致酒库数量已达千家。

表格 12. 公司按《华致酒库合同经营合同》等规定对客户有一定约束

管理项目	主要内容
合作关系	• 公司与华致酒库分别是独立的经营者，双方为合作营销，华致酒库独立承担经营风险责任，运营费用及法律责任
门店管理	店铺形象 • 华致酒库应自行租赁或者购买符合要求的商铺物业，按照公司要求进行店面装修或更换店招形象 日常检查 • 运营经理对华致酒库进行日常检查和督导 • 公司总部定期派出稽查人员进行巡视
产品管理	酒品采购 • 华致酒库可以通过指定系统平台向公司发送采购订单，经公司审核同意后安排物流发送 • 华致酒库可选择在门店内销售非由公司提供的产品 外采保真 • 华致酒库需要按照公司要求提供产品供应商备案信息 • 公司运营经理及稽查部门现场检查时，着重抽检外采物品 货物流向 • 华致酒库涉及店面销售以外渠道销售，需向公司报备，经授权后方可进行销售 • 华致酒库遵守和执行公司制定的相关市场管理规范
020运营管理	订单获取 • 最终消费者通过华致酒库微信公众号、400电话等渠道下单后，相应产品需求经系统分配至华致酒库 物流配送 • 华致酒库需要严格遵守配送时效，并承担相应运费 参售产品 • 参加线上销售的产品需按照要求及时更新图片、价格、库存等信息

资料来源：公司公告，川财证券研究所

B. 扁平化直供终端：

- 1) **零售网点：处于迅速拓展阶段。**公司以北京、南京、成都和郑州等城市为轴心，进行销售网络的铺设，零售网点包括酒类专卖店、名烟名酒店、餐饮酒楼、区域性超市等，针对部分实力较强、合作关系良好的零售网点客户，公司将发展其为华致酒行。大批零售网点相继加入主要原因为：1) 公司直接向零售网点发货，渠道层级实现缩减，降低了客户采购成本；2) 华致拥有贵州茅台、五粮液等名酒经销权，门店可通过名酒进行引流。公司对零售网点销售均为买断式销售，通过充分利用各地分仓，公司对零售网点的配送呈现出少量、高频、耗时短的特点。

表格 13. 公司与零售网点间具体合作方式

	主要内容
价格体系	• 公司对零售网点的供货价格均以营销管理平台公布的实时统一供货价格执行
付款方式	• 实行先款后货的原则 • 不得采用现金方式付款
营销活动	• 公司负责约定产品的宣传、促销工作，零售网点应积极配合 • 如因零售网点原因影响产品销售及市场发展，公司有权解除协议
货物流向	• 零售网点涉及店面销售以外渠道销售，需向公司报备，经授权后方可进行销售 • 零售网点遵守和执行公司制定的相关市场管理规范
监督及管理	• 运营经理定期或不定期对零售网点进行巡查

资料来源：公司公告，川财证券研究所

- 2) **KA 渠道：开拓大客户。**由于 KA 渠道较为规范、规模大，受众群体较多，公司拥有专职负责 KA 卖场渠道拓展的现代零售部进行 KA 渠道的开拓，目前已和麦德龙、华润万家卜蜂莲花、华联超市等多家大型连锁超市建立

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

合作关系，其中麦德龙为最大客户，收入占 KA 比超 60%。

表格 14. 公司的两种 KA 销售模式

销售模式	收入确认具体原则	确认时点	确认依据
一般KA模式	客户签收确认	公司将商品运送至指定交货地点，客户签收后确认收入	客户签收的送货单
代销模式	实现最终销售确认	收到KA卖场的对外销售清单后	对外销售清单

资料来源：公司公告，川财证券研究所

3) 电商及团购渠道：探索线上线下联动的“新零售”模式。电商渠道方面，作为公司新零售布局的重要一城，公司自 19 年 4 月正式上线“华致优选”电商平台，主要经营飞天茅台（13-17 年）、老茅台酒（13 年以前）、茅台系列酒、17 大老酒、53 名优老酒、名庄葡萄酒等产品，华致优选上线不到 150 天达到 1.2 亿销售额，平均客单价达到 4000-5000 元，且退货率远低于同行水平，未来公司将继续在“华致优选”上发力。团购渠道方面，公司重点客户部专职负责团购业务，同时协助合作店团购业务的开拓，公司主要团购业务的销售对象为大型批量消费客户，如企事业单位、行业协会及民间团体等。

表格 15. 公司销售渠道区别一览

		结算模式	采购及运输模式		华致品牌资源使用期限	经营产品
华致酒行（直营）		POS机/银行	仓库发货至直营门店	公司统一向酒厂采购	永久	指定产品
华致酒行（连锁）		先款后货/银行转账/银行承兑汇票	仓库发货至门店并承担运费	公司统一向酒厂采购，并供货至门店	仅合作期间	指定产品
华致酒库		先款后货/银行转账/银行承兑汇票	仓库发货至门店并承担运费	公司统一向酒厂采购，并供货至门店	仅合作期间	指定产品/其他供应商产品
零售网点		先款后货/银行转账/银行承兑汇票	仓库发货至门店并承担运费	公司统一向酒厂采购，并供货至门店	仅合作期间	指定产品/其他供应商产品
扁平化直供终端	KA卖场 	先款后货/银行转账/银行承兑汇票	仓库发货至门店并承担运费	公司统一向酒厂采购，并供货至门店	仅合作期间	指定产品/其他供应商产品
团购及电商		先款后货/银行转账/银行承兑汇票	仓库发货至门店并承担运费	公司统一向酒厂采购，并供货至门店	仅合作期间	指定产品/其他供应商产品
传统终端供应商	经销商 	先款后货/银行转账/银行承兑汇票	仓库发货至门店并承担运费/客户自提	公司统一向酒厂采购，并供货至门店	仅合作期间	指定产品/其他供应商产品

资料来源：公司公告，公司官网，京东，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司加速布局华致酒库新业态,并以其为基础搭建全渠道平台。渠道占比方面,华致酒库门店数从 17 年的 504 家增至 18 年的 700 余家,18H1 华致酒行及华致酒库收入占比分别为 7.4%、11.9%,较 17 年分别提升-3.8、5.1 个百分点。18H1 公司零售网点、KA 卖场、团购及电商收入占比分别较 17 年变动-1.3、7.0、3.2 个百分点,KA 卖场收入占比提升显著。渠道毛利率方面,18H1 团购及电商渠道毛利率最高,华致酒库其次,由于 KA 卖场存在进场费,因此毛利率最低,但 KA 卖场毛利率总体呈上升态势。

表格 16. 15-18H1 年公司品牌门店及非自有品牌直供终端渠道情况(单位:百万元)

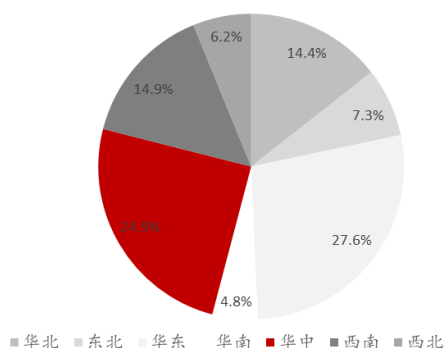
华致酒行	2015A	2016A	2017A	2018H1A	零售网点	2015A	2016A	2017A	2018H1A
占营业收入比%	28.0%	17.2%	11.2%	7.4%	占营业收入比%	35.3%	36.5%	32.1%	30.8%
营业收入	442.4	375.9	269.5	105.9	营业收入	557.0	796.1	772.9	437.9
增速%		-15.0%	-28.3%		增速%		42.9%	-2.9%	
成本	341.1	293.8	195.4	77.3	成本	396.8	617.1	611.5	352.6
增速%			-33.5%		增速%			-0.9%	
毛利	101.3	82.1	74.1	28.6	毛利	160.2	179.1	161.4	85.3
增速%			-9.7%		增速%			-9.9%	
毛利率%	22.9%	21.8%	27.5%	27.0%	毛利率%	28.8%	22.5%	20.9%	19.5%
华致酒行直营店	3	2	2	2	门店数	2788	4485	3634	3584
华致酒行合作店	291	208	195	149	净增门店数		1697	-851	
总计	294	210	197	151	单店收入 万元	20.0	17.8	21.3	12.2
净增门店数		-84	-13		KA				
单店收入 万元	150.5	179.0	136.8	70.1	占营业收入比%	13.7%	12.2%	21.2%	28.2%
华致酒库					营业收入	216.0	265.4	509.6	401.3
占营业收入比%			6.8%	11.9%	增速%		22.9%	92.0%	
营业收入			162.9	169.0	成本	191.7	230.8	438.0	336.1
增速%					增速%			89.8%	
成本			116.1	120.7	毛利	24.3	34.6	71.5	65.2
增速%					增速%			106.4%	
毛利			46.7	48.3	毛利率%	11.3%	13.1%	14.0%	16.3%
增速%					电商及团购				
毛利率%			28.7%	28.6%	占营业收入比%	7.0%	6.8%	7.3%	10.5%
门店数			504	595	营业收入	111.1	149.4	176.0	149.0
净增门店数			504		增速%		34.4%	17.9%	
单店收入 万元			32.3	28.4	成本	91.1	129.5	123.6	99.0
华致品牌门店					增速%		42.1%	-4.5%	
占营业收入比%	28.0%	17.2%	18.0%	19.3%	毛利	20.0	19.9	52.4	50.1
营业收入	442.4	375.9	432.4	274.9	增速%		-0.7%	163.7%	
增速%		-15.0%	15.0%		毛利率%	18.0%	13.3%	29.8%	33.6%
成本	341.1	293.8	311.5	198.0	非自有品牌直供终端				
毛利	101.3	82.1	120.9	76.9	占营业收入比%	56.0%	55.4%	60.6%	69.5%
毛利率%	22.9%	21.8%	28.0%	28.0%	营业收入	884.1	1210.9	1458.5	988.3
门店数	294	210	701	746	增速%		37.0%	20.4%	
净增门店数	0	-84	491		成本	679.6	977.4	1173.2	787.7
单店收入 万元	150.5	179.0	61.7	36.8	毛利	204.5	233.6	285.3	200.6
					毛利率%	23.1%	19.3%	19.6%	20.3%

资料来源:公司公告,川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

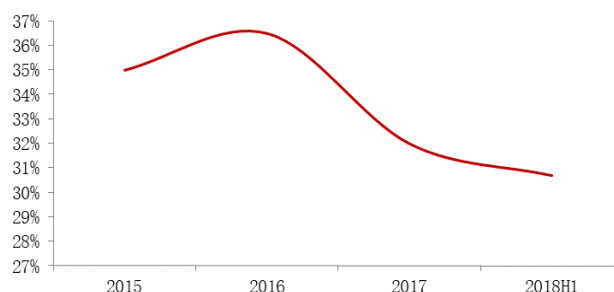
公司渠道高质量迅速拓展，门店数量及单店收入不断提升。15-18 年公司华致品牌门店数量从 294 家增至 800 余家；零售网点数从 2788 家增至 4190 家，KA 商超大幅增长；终端供应商从 142 家增至 241 家，19H1 公司以省区为单元，积极推动优质零售网点客户转型成为华致酒库，门店数量及质量均实现提升，19H1 门店数量增长 24.7%，单店销售收入增长 20.4%，目前公司现有门店中过半门店年平均销售额在 50-100 万之间，30 万以下门店数不足 15%，公司线下渠道在快速拓展的同时单店收入也提升显著。

图 22：2018H1 零售网点区域占比分布图



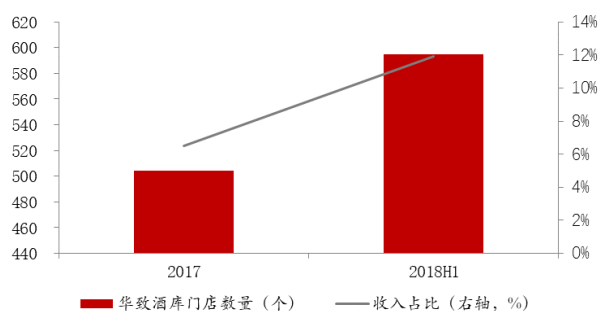
资料来源：wind，川财证券研究所

图 23：2018H1 零售网点收入在公司收入占比为 30.8%



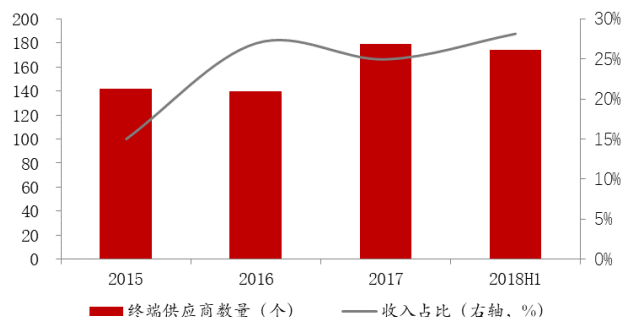
资料来源：wind，川财证券研究所

图 24：2018H1 华致酒库收入占比为 11.9%



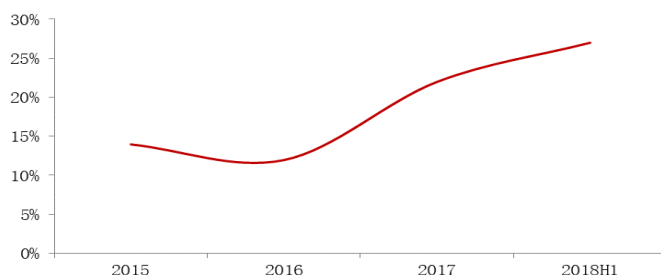
资料来源：wind，川财证券研究所

图 25：2018H1 终端供应商在公司收入占比为 28.2%



资料来源：wind，川财证券研究所

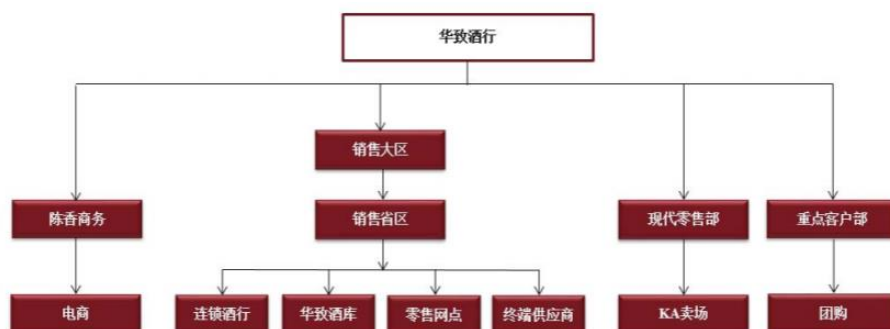
图 27： 2018H1KA 渠道在公司收入占比为 28.2%



资料来源：wind，川财证券研究所

渠道管理结构方面，公司将全国市场划分为四个销售大区，并在各个销售大区下分设省区以进行管理、加强渠道开发，同时公司在销售大区外独立设立重点客户部、现代零售部、子公司陈香商务负责管理及拓展公司的团购、KA、电商渠道。

图 28： 公司渠道管理结构图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

四、定制产品放量、渠道网络不断完善为公司未来增长点

4.1 高毛利定制产品为盈利点

高毛利定制化产品为公司重要盈利点。公司为 B2B 酒水分销商，主销产品为名酒，现有体系中由于贵州茅台、五粮液等高端酒大单品仅为引流产品（毛利较低），公司盈利主要靠 10%-20% 的高毛利定制产品。公司拥有与名酒厂长期稳定合作的供应链优势，18H1 华致酒行总经销商资质占比达 92.3%，经销产品包括“古井贡酒 1818”、“贵州茅台酒（金）”、“五粮液年份酒”等畅销酒品，该类产品毛利率较名酒核心大单品高，公司未来将加大包括对荷花系列酒、贵

州茅台酒（金）、五粮液年份酒等新产品的开发与销售，预计荷花酒于 19 年将实现翻倍增长。此外，华致酒行所在的金东集团拥有包括金六福、贵州珍酒等 13 家酒厂，公司可与酒厂共同研发新品，由于公司新品研发能力强、能及时掌握市场需求，因此推出的定制产品客户认可度高，销售情况较好。总结来看，名酒核心大单品由于上游议价能力强，公司获得的毛利较低，仅起到引流作用，但在规模及品牌优势加持下，销量的不断增长带动定制产品放量，公司渠道网络的完善与高毛利产品占比的提升共同拉动公司盈利能力实现增长。

表格 17. 公司与核心经销商联系紧密，总经销商资质占比高

序号	产品名称	酒企名称	经销商资质	获取时间	新合同约定期限	是否存在区域限制	同类产品的其他总经销商数量	其他同类经销商规模（万元）
1	五粮液年份酒	宜宾五粮液	总经销	2005年	2011年1月1日-2018年12月31日	全国	不存在	-
2	贵州茅台酒（金）	贵州茅台	总经销	2015年	2018年1月1日-2018年12月31日	全国	不存在	-
3	53°1680ml贵州茅台酒	贵州茅台	总经销	2016年	2018年1月1日-2018年12月31日	全国	不存在	-
4	罗伯特·蒙大菲系列葡萄酒	星座品牌	总经销	2013年	2013年11月21日-2024年2月29日，已终止。	中国大陆地区	不存在	-
5	古井贡酒1818系列	安徽古井贡	总经销	2015年	2015年7月26日-2018年12月25日	全国（安徽、河南、苏州、温州除外）	不存在	-
6	习坛	习酒公司	总经销	2016年	2016年12月1日-2019年12月31日	全国	不存在	-
7	国乡荷花	荷花酒业	总经销	2016年	2016年12月7日-2026年12月6日	全国	不存在	-
8	仙林世家桑基酒	九联酒业、五粮液仙林果酒公司	总经销	2017年	2017年1月15日-2022年1月14日	全国	不存在	-
9	古越龙山年份酒	古越龙山	总经销	2006年	2006年12月21日-2016年12月31日，已终止。	全国	不存在	-
10	“五粮陈”1号、2号和3号	泸州纳川	总经销	2011年	2011年5月9日-2016年5月8日，已终止。	全国	不存在	-
11	香格里拉高原干红品牌系列	天禄酒业、香格里拉酒业	总经销	2012年	2017年1月1日-2021年12月31日，已终止。	全国	不存在	-
12	珍酒品牌系列	贵州珍酒销售、贵州珍酒酿酒	总经销	2012年	2012年1月1日-2016年12月31日，已终止。	全国	不存在	-
13	湘窖品牌系列	邵阳开口笑、湘窖酒业	总经销	2012年	2012年1月1日-2016年12月31日，已终止。	全国	不存在	-
14	福酒中国红品牌系列	四川陈又陈、四川金六福	总经销	2012年	2012年1月1日-2016年12月31日，已终止。	全国	不存在	-
15	“甲等老白汾”系列产品	汾酒销售公司	总经销	2017年	2017年5月23日-2018年9月25日，已终止。	全国	不存在	-
16	“虎头汾酒”系列产品	汾酒科技开发公司	总经销	2017年	2017年4月1日-2022年12月31日	全国	不存在	-
17	53度茅台醇·酱酒	茅台醇公司	总经销	2018年	2018年1月10日-2018年12月31日	全国	不存在	-
18	普通五粮液系列	宜宾五粮液	一般 经销	2011年	2017年12月27日-2018年12月5日	全国，华致酒行渠道、KA渠道等	1128家	2,490.42
19	贵州茅台酒系列	贵州茅台	一般 经销	2011年	2018年1月1日-2018年12月31日	特定区域	3083家	1,684.12

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 18. 公司实际控制人控制的酒厂相关企业

序号	酒厂名称	序号	酒厂名称
1	金六福	8	滕州今缘春
2	陈又陈	9	桂林湘山酒业
3	贵州珍酒	10	吉林榆树钱
4	湘窖	11	太白酒业
5	开口笑	12	湖南雁峰酒业
6	临水酒业	13	广州德庆无比养生酒
7	江西李渡		

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 19. 定制产品毛利率普遍较高

系列	产品	收入占比 (%)	毛利率 (%)
茅台系列	53度飞天茅台酒500ML	33.7%	33.7%
	贵州茅台酒(金)	4.9%	56.8%
	茅台年份酒	18.6%	9.0%
	53度1680ML茅台酒	3.7%	52.5%
	其他茅台酒	39.2%	12.9%
茅台系列小计		100.0%	22.8%
五粮液系列	十年水晶消费装	29.5%	18.6%
	52度普五	45.2%	10.1%
	其他五粮液及包装物	15.7%	14.1%
	五粮液十年陶瓶	2.3%	46.7%
	五粮液其他年份酒	6.5%	63.7%
	五粮液华致会员酒	0.7%	50.3%
	五粮陈	0.1%	32.5%
五粮液系列小计		100.0%	17.2%
湘窖系列			32.6%
荷花系列			45.7%
珍酒系列			55.2%

资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 毛利率及收入占比数据为 2018 年上半年数据

4.2 小 B、大 C 双管齐下，未来网点将实现迅速拓展

公司当前实行小 B 大 C 渠道策略。公司计划依托优势城市整合区域资源，在全国选择性开发新终端；结合新零售业务模式，以华致酒库为主，高效连接 B、C 两端，打造一站式快速消费平台。B 端方面，公司在持续加大华致酒库在全国布局的同时，单店销售收入也实现了大幅增长，19 年上半年店均收入增速超 20%，精细化营销使得公司开店质量处于较高水平，门店数量及店均双升，公司计划于 3 年内开设华致酒库 3000 家，19 年华致酒库数量预计已突破千家，目前仍有大量终端在排队加盟；C 端方面：公司通过华致酒选开展新零售，上线不到 150 天便达到 1.2 亿的销售额，未来公司将继续在线上发力。

公司网点及仓库的有序建设利于公司渠道网络的进一步拓展。网点建设方面，公司计划于 20 年建成 30000 家终端网点，同时门店端将 80% 产品引流、20% 产品赚取毛利，小 B、大 C 双管齐下，网点将实现加速拓展。未来渠道扩展计划方面，一方面公司将继续提高加盟渠道标准，这意味着公司品牌溢价能力及公司知名度将不断提升，另一方面在发展比较好的省份会着重开发一些新客户。仓储物流方面，公司计划在重点区域布局新库，支持零售终端展店；此外，公司通过自建运输车队、自建仓库来高效管控配送效率，截至 18 年末，公司在

全国共拥有 22 个仓库，覆盖 16 个省份、3 个直辖市，并计划于 20 年建成 111 处仓储物流中心。

表格 20. 2019-2020 年各区域网点建设规划

分类标准	网点分布地区	网点计划	
		2019 年	2020 年
直辖市	北京、上海、天津、重庆	900	1500
GDP20 亿以上	江苏、浙江、广东、福建、安徽、山东、湖北、湖南、四川、河北、河南、辽宁	8110	20850
GDP10-20 亿	陕西、云南、江西、广西、陕西、吉林、黑龙江、内蒙古	1890	5700
GDP10 亿以下	海南、贵州、甘肃、宁夏、青海、新疆、西藏	805	1950
	合计	11705	30000

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 21. 2019-2020 年仓库建设规划

仓库类别	2019 年	2020 年
中心仓	9	9
省仓	16	19
地方仓	38	83
合计	63	111

资料来源：公司公告，川财证券研究所

五、募投项目利于公司进一步提升竞争力

公司 19 年上市时，募集的 8.9 亿元资金将投向“营销网络建设项目”、“信息化营销系统建设项目”、“产品研发中心建设项目”、“补充营运资金”四个项目，其中公司将对“营销网络建设项目”投入 6 亿元的资金，该项目主要目的为在公司原有销售体系基础上，开发直供终端以拓展酒品销售的辐射范围、提升消费者购买酒品的便捷程度，加快酒类产品流通速度；优化仓储体系以提高对客户培东需求的快速响应能力，扩大产品配送范围，增强对酒类产品物流运输的管理能力，以确保配送过程的保真与快捷。客户将于部分优质终端客户加强合作关系，对其店铺进行统一设计、统一装修，通过形象设计、标示制作、外观展示、不陈列提升公司知名度，增强公司品牌影响力。而“信息化营销系统建设项目”为“营销网络建设项目”提供必要的信息化平台，公司将通过优化采购、仓储、营销等模块的信息管理，提升各运营环节的协同程度，实现营销网络体系的信息传递与资源共享。

公司于 20 年 2 月中旬召开第四届董事会第七次会议中，审议通过了《关于募本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

集资金投资项目结项或终止并将剩余募集资金永久性补充流动资金的议案》，根据公司首次公开发行股票募集资金投资项目的建设情况，结合公司实际经营需要，基于全体股东利益最大化原则，同意对“信息化营销系统建设项目”、“产品研发中心建设项目”进行结项，终止“营销网络建设项目”。为提高募集资金使用效益，公司将首次公开发行股票募集资金投资项目结项、终止后的结余募集资金合计约 6.75 亿元(含利息收入，具体金额以资金转出当日银行结息余额为准)永久补充流动资金，用于公司日常经营的需要（上述事项尚需提交公司股东大会审议）。

表格 22. 公司 19 年上市时，募集的 8.9 亿元资金具体用途

	项目名称	投资总额 (亿元)	募资投入 (亿元)	建设期
1	营销网络建设项目	6.08	5.29	3年
2	信息化营销系统建设项目	0.93	0.83	1年
3	产品研发中心建设项目	1.48	1.28	1年
4	补充营运资金	1.5	1.5	
	合计	9.99	8.9	

资料来源：公司公告，川财证券研究所

六、盈利预测与投资建议

核心假设：

- 1) 公司为 B2B 酒水分销商，由于公司高端酒货源相对充足，且拥有毛利较高的定制产品，在高端酒批价处于高位的背景下，其货源及品牌力对下游拥有一定吸引力，利于公司渠道稳步扩张。考虑到近年来公司大力发展华致酒库、零售网点门店，预计华致酒库及零售网点门店数量均能实现大幅增长。预计华致品牌门店 19-21 年收入占比分别为 18.5%、20.2%、22.1%；非自有品牌直供终端收入占比分别为 75.7%、76.0%、74.9%；终端供应商收入占比分别为 5.6%、3.6%、2.6%。
- 2) 未来酒类流通行业将往扁平化方向发展，分销商盈利水平有限，而华致酒行通过不断推出顺应潮流的高毛利定制酒来提升盈利能力、拓展渠道，从而实现规模、盈利能力实现增长。考虑到 2020 年的新冠疫情对公司一季度影响较小，但在二三季度或存在一定影响，预计公司 19-21 年主营业务收入增速分别为 37.3%、24.1%、23.6%，主营业务毛利率分别为 22.2%、22.9%、23.3%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 23. 公司业务拆分情况表

单位:百万元	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务							
主营业务营业收入	1577.6	2184.1	2406.0	2717.7	3732.2	4632.8	5726.9
增速%		38%	10%	13%	37%	24%	24%
综合毛利率%	23%	17%	20%	21%	22%	23%	23%
主营业务收入拆分到渠道类型							
华致酒行							
占营业收入比%	28%	17%	11%	7%	4%	3%	2%
营业收入	442.4	375.9	269.5	190.6	165.3	133.1	109.1
增速%		-15%	-28%	-29%	-13%	-20%	-18%
毛利率%	23%	22%	28%	27%	27%	27%	27%
华致酒库							
占营业收入比%			7%	12%	14%	17%	20%
营业收入			162.9	316.8	527.9	803.1	1161.5
增速%				94%	67%	52%	45%
毛利率%			29%	29%	30%	31%	32%
华致品牌门店							
占营业收入比%	28.0%	17.2%	18.0%	18.6%	18.5%	20.2%	22.1%
营业收入	442.4	375.9	432.4	507.4	693.3	936.2	1270.6
零售网点							
占营业收入比%	35%	36%	32%	31%	39%	42%	45%
营业收入	557.0	796.1	772.9	854.7	1455.0	1947.9	2566.0
增速%		43%	-3%	11%	70%	34%	32%
毛利率%	29%	22%	21%	19%	18%	17%	16%
KA							
占营业收入比%	14%	12%	21%	29%	27%	25%	22%
营业收入	216.0	265.4	509.6	781.5	1015.9	1168.3	1285.1
增速%		23%	92%	53%	30%	15%	10%
毛利率%	11%	13%	14%	16%	18%	20%	22%
电商及团购							
占营业收入比%	7%	7%	7%	10%	10%	9%	8%
营业收入	111.1	149.4	176.0	276.9	359.9	413.9	455.3
增速%		34%	18%	57%	30%	15%	10%
毛利率%	18%	13%	30%	34%	38%	41%	43%
非自有品牌直供终端							
占营业收入比%	56.0%	55.4%	60.6%	70.3%	75.7%	76.0%	74.9%
营业收入	884.1	1210.9	1458.5	1913.0	2830.8	3530.2	4306.4
终端供应商							
占营业收入比%	15.9%	27.3%	21.4%	10.9%	5.6%	3.6%	2.6%
营业收入	251.1	597.2	515.1	297.3	208.1	166.5	149.8
增速%		138%	-14%	-42%	-30%	-20%	-10%
毛利率%	24%	10%	16%	18%	20%	22%	24%

资料来源:公司公告,川财证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 37.38、46.45、57.52 亿元; 归属母公司股东的净利润分别为 3.17、4.12、5.29 亿元; 对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.76、0.99、1.27 元/股, 给予公司 28 倍 PE 较为合理, 对应合理股价为 28 元, 首次覆盖给予增持评级。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 24. 相关公司估值一览

日期 2020/02/27		股价（元）	总市值（亿）	EPS			PE		
证券代码	证券简称			19E	20E	21E	19E	20E	21E
601933.SH	永辉超市	9.0	860.4	0.2	0.3	0.4	38.3	30.0	23.3
603708.SH	家家悦	25.7	156.3	0.8	1.0	1.1	31.5	26.7	22.7
002697.SZ	红旗连锁	8.1	110.2	0.4	0.4	0.5	22.8	19.2	16.5
002251.SZ	步步高	8.6	73.9	0.2	0.2	0.3	42.7	35.5	29.3
平均值							33.8	27.9	23.0

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：A 股暂时没有其他主要从事酒水销售的上市公司，由于超市、便利店也销售酒水，具有一定相似性，因此选取四家超市、便利店标的作为相关公司

风险提示

宏观经济下行风险；

食品安全风险；

名酒回收经销权风险；

行业竞争加剧风险；

报表预测					
利润表（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
营业收入	2406.5	2720.8	3738.4	4645.3	5751.7
减:营业成本	1917.9	2139.7	2907.3	3581.9	4414.4
营业税金及附加	11.9	9.5	13.0	16.2	20.0
营业费用	169.9	215.9	287.9	368.8	456.7
管理费用	62.3	59.9	82.3	102.3	126.7
财务费用	18.8	13.0	18.2	18.0	17.3
资产减值损失	3.9	14.2	9.2	9.2	9.2
加:投资收益	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	221.7	268.6	420.6	548.9	707.5
加:其他非经营损益	6.1	3.4	7.0	7.0	7.0
利润总额	227.8	272.0	427.6	555.9	714.5
减:所得税	41.3	55.5	106.9	139.0	178.6
净利润	186.4	216.5	320.7	417.0	535.9
减:少数股东损益	4.8	2.6	3.9	5.0	6.5
归属母公司股东净利润	202.7	224.9	316.8	411.9	529.4
资产负债表（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
货币资金	428.0	475.8	309.2	454.2	313.0
应收和预付款项	426.6	505.0	1157.1	896.4	1638.2
存货	985.8	1510.6	1483.4	2205.4	2340.6
其他流动资产	53.7	88.3	88.3	88.3	88.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	7.9	7.5	7.2	0.2	-7.0
无形资产和开发支出	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	17.7	14.3	7.1	0.0	0.0
资产总计	1920.3	2601.8	3052.3	3644.5	4373.1
短期借款	265.7	546.0	546.0	546.0	546.0
应付和预收款项	486.1	653.2	777.0	952.3	1145.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	19.8	26.2	26.2	26.2	26.2
负债合计	771.6	1225.4	1349.2	1524.4	1717.2
股本	173.7	173.7	173.7	173.7	173.7
资本公积	213.8	213.8	213.8	213.8	213.8
留存收益	737.6	961.2	1278.0	1689.9	2219.3
归属母公司股东权益	1125.0	1348.6	1665.4	2077.3	2606.7
少数股东权益	23.7	27.8	31.7	36.7	43.2
股东权益合计	1148.8	1376.4	1697.1	2114.1	2649.9
负债和股东权益合计	1920.3	2601.8	3046.3	3638.5	4367.1

现金流量表（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
经营性现金净流量	368.5	-242.7	-145.6	166.2	-120.1
投资性现金净流量	-1.9	-1.3	-0.8	-0.8	-0.8
筹资性现金净流量	-408.1	257.3	-20.2	-20.4	-20.4
现金流量净额	-41.5	13.2	-166.6	145.0	-141.3

财务分析和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率	20.3%	21.4%	22.2%	22.9%	23.3%
销售净利率	7.7%	8.0%	8.6%	9.0%	9.3%
ROE	18.0%	16.7%	19.0%	19.8%	20.3%
ROA	12.7%	11.0%	14.7%	15.8%	16.8%

成长能力					
销售收入增长率	10.2%	13.1%	37.4%	24.3%	23.8%
净利润增长率	65.9%	16.1%	48.1%	30.0%	28.5%

资本结构					
资产负债率	40.2%	47.1%	44.2%	41.8%	39.3%
流动比率	2.5	2.1	2.3	2.4	2.6
速动比率	1.1	0.8	1.1	0.9	1.1
经营效率					
总资产周转率	1.3	1.0	1.2	1.3	1.3
存货周转率	1.9	1.4	2.0	1.6	1.9
业绩和估值					
EPS	0.5	0.5	0.8	1.0	1.3
BPS	2.7	3.2	4.0	5.0	6.3
PE	43.3	39.0	27.7	21.3	16.6
PB	7.8	6.5	5.3	4.2	3.4

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004