

华致酒行 (300755)

证券研究报告

2021年04月13日

华致模式加速业绩超预期，高端酒渠道价值持续提

事件: 2020年公司营业收入49.41亿元,同增32.2%;实现归母净利润3.73亿元,同增16.8%。分季度来看,20年Q1-Q4实现营业收入12.95亿元、10.68亿元、13.18亿元、12.61亿元,同比变动15.0%、39.5%、37.1%、42.4%;归母净利润Q1-Q4分别为0.98亿元、1.16亿元、1.07亿元、0.53亿元,同比变动10.3%、3.1%、18.6%、85.9%。2021年归母净利润Q1预计为1.86-2.06亿元,同比增长90.2%-110.7%。公司收入利润同比逐季呈增长趋势。

收入端: ①分行业:酒类行业营收48.78亿元,同增31%,占总营收的98.7%;其他业务营收0.63亿元,同增353.2%,占总营收的1.3%。②分项目:白酒业务营收42.96亿元,同增28.0%,占总营收的87.0%;葡萄酒业务营收3.57亿元,同增43.9%,占总营收的7.2%;进口烈性酒业务营收2.00亿元,同增79.00%,占总营收的4.0%;其他主营业务营收0.88亿元,同增291%,占总营收的1.8%。相比于20Q2,20Q1受疫情影响更小,根据公司21年一季度预告,公司真实增长亮眼,预计21Q2在低基数影响下业绩持续高速增长可期,21年上半年将保持高速增长。

费用端: 2020期间费用率为10.0%,较上年同期下降1.1pct。

利润端: 2020归母净利润3.73亿元,同比增长16.8%;公司21年一季度归母净利润1.86亿元-2.06亿元,比上年同期增长90.23%-110.68%。

稳步推进连锁门店全国布局,连锁门店数量和质量稳步提升,扁平化销售渠道快速扩张。公司继续推进全国连锁门店全国布局,以省区为单元,在省会城市以及经济发达的地级和县级市积极推动优质零售网点客户转型成为华致品牌连锁门店,逐步升级打造3.0版品牌门店,连锁门店数量增加迅速。同时,公司加大KA渠道建设,截至20年末公司产品已进入20多家大型商超,客户粘性不断增强。另外,新兴业务渠道方面,在京东、天猫开设电商旗舰店,上线华致酒库O2O平台及华致酒库微信小程序,免除中间环节。

投资建议

一季度高增显示公司渠道拓张叠加精品酒销售获市场验证。我们上调公司21-22年业绩分别为6/8亿元(前值为5/6.6亿元),+61%/33%yoy,当前股价对应PE分别为19x/14x。公司成长路径清晰,渠道扩张、优质畅销新品类不断叠加,业绩高速增长持续性可期。维持“买入”评级。

风险提示: 白酒行业剧烈变革、门店拓展不达预期、与各酒商合作不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,737.89	4,941.44	7,278.74	9,770.99	12,653.43
增长率(%)	37.38	32.20	47.30	34.24	29.50
EBITDA(百万元)	409.26	450.91	783.79	1,054.52	1,350.40
净利润(百万元)	319.44	373.17	601.68	801.24	1,017.86
增长率(%)	42.06	16.82	61.24	33.17	27.04
EPS(元/股)	0.77	0.90	1.44	1.92	2.44
市盈率(P/E)	35.09	30.03	18.63	13.99	11.01
市净率(P/B)	4.47	3.98	3.33	2.72	2.21
市销率(P/S)	3.00	2.27	1.54	1.15	0.89
EV/EBITDA	21.07	22.11	14.46	10.67	8.70

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	26.89元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	416.80
流通A股股本(百万股)	119.61
A股总市值(百万元)	11,207.71
流通A股市值(百万元)	3,216.22
每股净资产(元)	6.76
资产负债率(%)	33.62
一年内最高/最低(元)	37.86/20.20

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

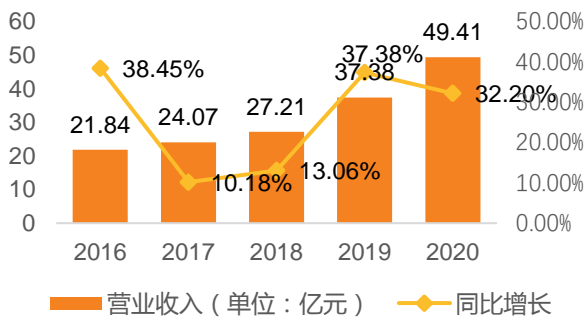
相关报告

- 《华致酒行-季报点评:营收持续加速,新增拍卖业务开启酒生态服务体系》 2020-11-04
- 《华致酒行-半年报点评:20H1优势产品&渠道高效率促公司Q2单季度收入逆势高增长,预计下半年业绩稳步提升》 2020-09-03
- 《华致酒行-公司点评:优势产品&渠道高效率促公司业绩逆势增长,预计下半年业绩稳步提升》 2020-07-20

1. 事件

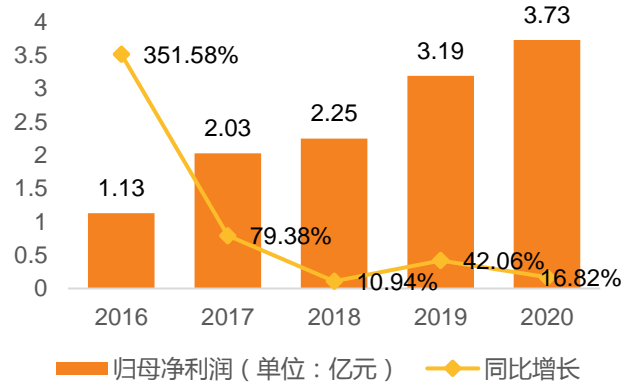
2020 年公司营业收入 49.41 亿元，同增 32.2%；实现归母净利润 3.73 亿元，同增 16.8%。分季度来看，20 年 Q1-Q4 实现营业收入 12.95 亿元、10.68 亿元、13.18 亿元、12.61 亿元，同比变动 15.0%、39.5%、37.1%、42.4%；归母净利润 Q1-Q4 分别为 0.98 亿元、1.16 亿元、1.07 亿元、0.53 亿元，同比变动 10.3%、3.1%、18.6%、85.9%。2021 年归母净利润 Q1 预计为 1.86-2.06 亿元，同比增长 90.2%-110.7%。公司收入利润同比逐季呈增长趋势。

图 1：公司历年营收



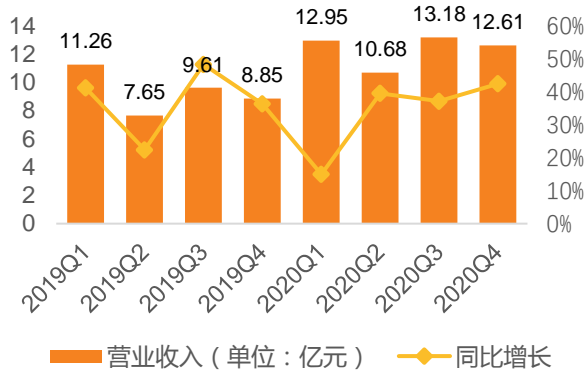
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润



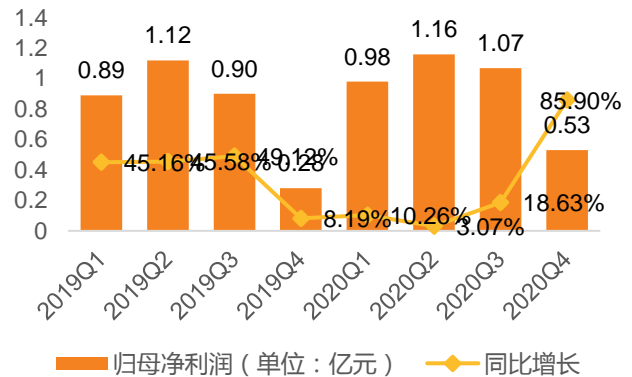
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司分季度营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司分季度营收归母净利润



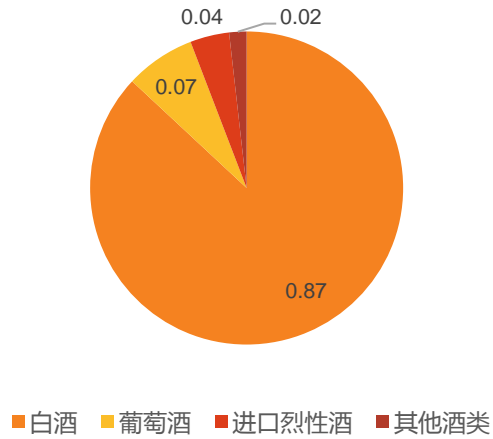
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 收入端：同比增速不断上升

①分行业：酒类行业营收 48.78 亿元，同增 31%，占总营收的 98.7%；其他业务营收 0.63 亿元，同增 353.2%，占总营收的 1.3%。②分项目：白酒业务营收 42.96 亿元，同增 28.0%，占总营收的 87.0%；葡萄酒业务营收 3.57 亿元，同增 43.9%，占总营收的 7.2%；进口烈性酒业务营收 2.00 亿元，同增 79.00%，占总营收的 4.0%；其他主营业务营收 0.88 亿元，同增 291%，占总营收的 1.8%。

相比于 20Q2，20Q1 受疫情影响更小，根据公司 21 年一季度预告，公司真实增长亮眼，预计 21Q2 在低基数影响下业绩持续高速增长可期，21 年上半年将保持高速增长。

图 5：公司营收分产品结构

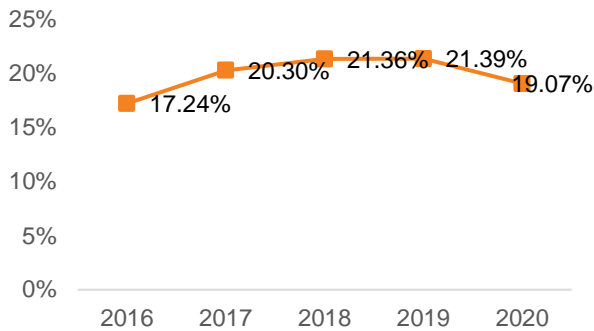


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 毛利率和净利率

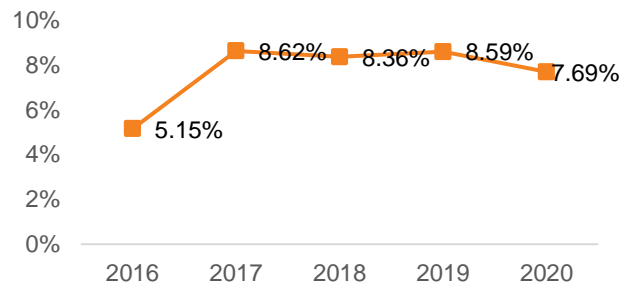
公司 2020 年销售毛利率为 19.1%，较上年同期减少 2.31pct，销售净利率为 7.7%，较上年同期减少 0.9pct。其中，白酒的毛利率为 20.1%，较上年同期减少 1.6pct；葡萄酒的毛利率为 16.0%，较上年同期减少 10.5pct。

图 6：公司毛利率



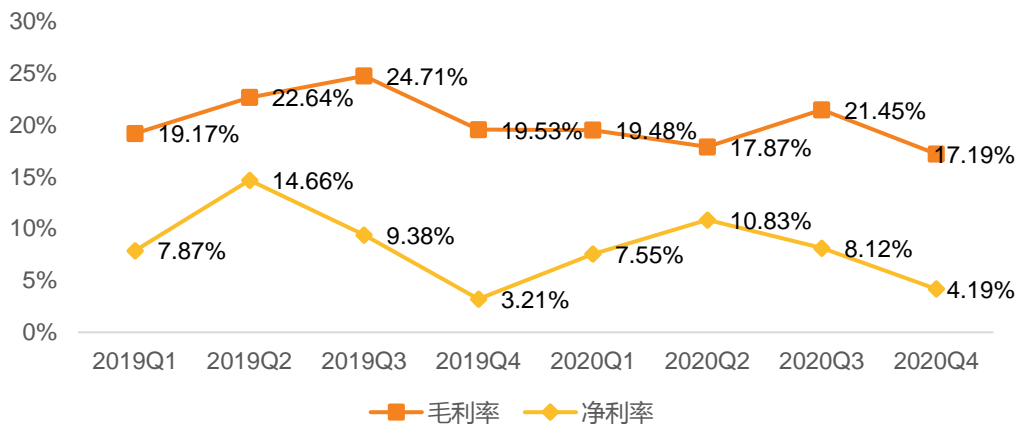
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7：公司净利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 8：公司分季度毛利率和净利率

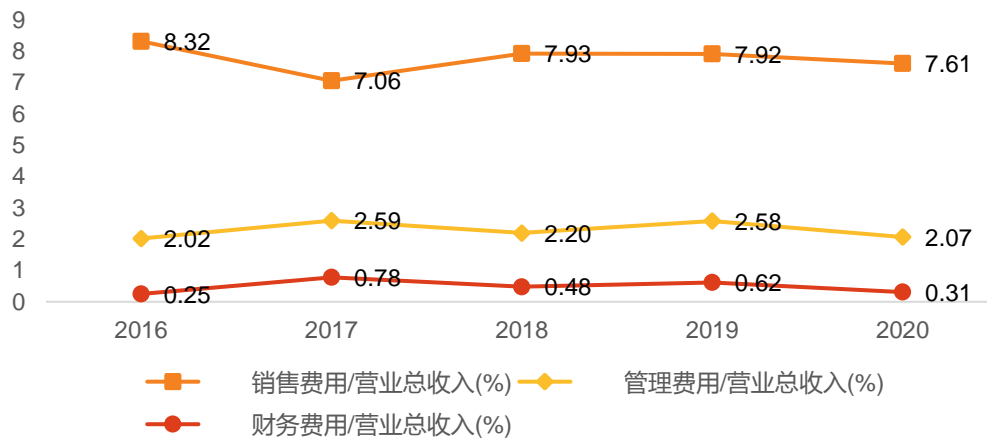


资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 费用端

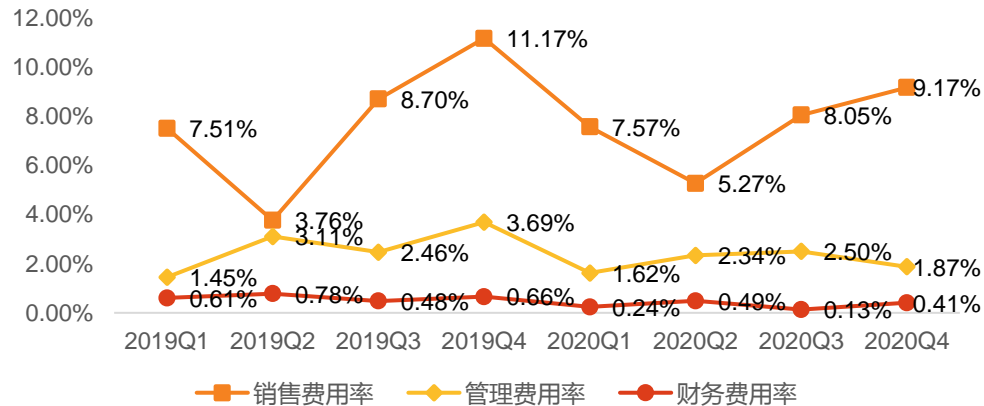
2020 期间费用率为 10.0%，较上年同期下降 1.1pct。①销售费用率：公司 2020 销售费用为 3.76 亿元，同比增加 27.1%；销售费用率为 7.6%，较上年同期下降 0.3pct。②管理费用率：公司 2020 管理费用为 1.03 亿元，同比增长 6.3%；管理费用率为 2.1%，较上年同期减少 0.5pct。③财务费用率：公司 2020 财务费用为 0.15 亿元，同比减少 34.6%；财务费用率为 0.3%，较上年同期下降 0.3pct。

图 9：公司历年费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司历年费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 利润端

2020 归母净利润 3.73 亿元，同比增长 16.8%；2020 年归母净利润 Q1-Q4 归母净利润 Q1 分别为 0.98 亿元、1.16 亿元、1.07 亿元、0.53 亿元，同比增长 10.3%、3.1%、18.6%、85.9%。2021 年归母净利润 Q1 预计为 1.86-2.06 亿元，同比增长 90.2%-110.7%。

公司 20Q4 同比加速增长，21Q1 继续向上，公司 21 年 Q1 业绩持续高增主要由于：1) 春节旺季产品备货计划与营销策略得当。2) 品牌连锁门店的数量和质量提升。3) 核心产品如钓鱼台精品酒等持续获市场认可。4) 日交易客户数量和复购率大幅提升。5) 品牌力提升。

公司 21 年一季度归母净利润 1.86 亿元-2.06 亿元，比上年同期增长 90.23%-110.68%，预计 21Q2 在低基数影响下业绩持续高速增长可期，21 年上半年将持续保持高速增长。

6. 产品端

公司新品类不断叠加。公司具备向上游酒厂合作定制开发酒品的能力，并获得高毛利定制酒的独家销售权。报告期内，公司在继续保持与原酒企的良好合作的同时，又推出钓鱼台精品酒（铁盖）、荷花酒、大规格 42° 四开国缘及其生肖纪念酒、奔富特瓶 Lot.618 加强型白葡萄酒、拉菲罗斯柴尔德家族“小拉菲”、“小小拉菲”等新品，签约并首发汾酒战略产品青花汾酒 30 复兴版等，新产品不断落地并获得火热的销售，21 年又落地今世缘等新单品，后续可期。

7. 渠道端

稳步推进连锁门店全国布局，连锁门店数量和质量稳步提升，扁平化销售渠道快速扩张。公司继续推进全国连锁门店全国布局，以省区为单元，在省会城市以及经济发达的地级和县级市积极推动优质零售网点客户转型成为华致品牌连锁门店，逐步升级打造 3.0 版品牌门店，连锁门店数量增加迅速。同时，公司加大 KA 渠道建设，截至 20 年末公司产品已进入 20 多家大型商超，客户粘性不断增强。另外，新兴业务渠道方面，在京东、天猫开设电商旗舰店，上线华致酒库 O2O 平台及华致酒库微信小程序，免除中间环节。

我们认为，公司的核心价值是渠道扩张将带来明显的规模效益并且将有效提升酒类流通行业渠道效率。渠道效率的提升，酒企向渠道的支付的费用能有效的降低是酒企与华致合作的关键。华致在拿到产品后直接向自己的全国性渠道网络销售，跳过多层经销，并且由于具备规模优势，单位毛利也可以要求更低，能大幅提升行业效率。当前公司扩张迅速，渠道建设趋向多元化，持续建立覆盖全国、扁平化、高效率的直供网络。

8. 投资建议

一季度高增显示公司渠道拓张叠加精品酒销售获市场验证。我们上调公司 21-22 年业绩分别为 6/8 亿元，+61%/33%yoy，当前股价对应 PE 分别为 19x/14x。公司成长路径清晰，渠道扩张、优质畅销新品类不断叠加，业绩高速增长持续性可期。维持“买入”评级。

9. 风险提示

白酒行业剧烈变革、门店拓展不达预期、与各酒商合作不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,355.96	1,224.77	582.30	781.68	1,012.27
应收票据及应收账款	64.24	123.20	40.44	179.22	426.20
预付账款	728.63	747.34	1,283.48	1,548.38	2,094.87
存货	1,669.89	1,892.49	4,489.01	3,831.71	6,593.39
其他	196.62	152.90	187.70	228.67	227.66
流动资产合计	4,015.36	4,140.69	6,582.94	6,569.65	10,354.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	9.28	43.18	65.52	107.93	149.40
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	4.40	6.69	5.01	3.33	1.65
其他	109.43	129.70	106.74	96.51	76.25
非流动资产合计	123.11	179.57	213.27	277.38	299.05
资产总计	4,138.47	4,320.26	6,796.21	6,847.03	10,653.45
短期借款	594.00	359.10	725.55	815.07	1,402.29
应付票据及应付账款	425.58	339.95	1,702.03	931.55	2,514.99
其他	560.59	753.27	915.29	876.92	1,438.65
流动负债合计	1,580.17	1,452.33	3,342.87	2,623.54	5,355.93
长期借款	0.00	0.00	32.81	37.27	154.94
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	32.81	37.27	154.94
负债合计	1,580.17	1,452.33	3,375.67	2,660.81	5,510.87
少数股东权益	50.69	51.67	57.48	64.70	75.66
股本	416.80	416.80	416.80	416.80	416.80
资本公积	857.21	857.21	857.21	857.21	857.21
留存收益	2,093.17	2,399.65	2,946.26	3,704.72	4,650.12
其他	(859.57)	(857.40)	(857.21)	(857.21)	(857.21)
股东权益合计	2,558.31	2,867.93	3,420.54	4,186.22	5,142.58
负债和股东权益总计	4,138.47	4,320.26	6,796.21	6,847.03	10,653.45

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	320.92	380.23	601.68	801.24	1,017.86
折旧摊销	9.97	17.62	3.35	5.67	8.06
财务费用	28.69	24.04	16.19	28.74	44.07
投资损失	0.00	(1.75)	0.04	0.04	0.00
营运资金变动	(328.39)	299.54	(1,537.67)	(585.95)	(1,388.72)
其它	76.96	(394.70)	5.91	7.39	10.95
经营活动现金流	108.16	324.99	(910.50)	257.13	(307.77)
资本支出	7.75	43.18	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(103.15)	(93.95)	(120.04)	(160.04)	(100.00)
投资活动现金流	(95.40)	(50.77)	(60.04)	(80.04)	(50.00)
债权融资	594.00	359.10	758.36	852.33	1,557.23
股权融资	862.57	(13.05)	45.71	32.97	17.64
其他	(479.02)	(769.25)	(475.98)	(863.01)	(986.51)
筹资活动现金流	977.55	(423.20)	328.08	22.29	588.37
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	990.31	(148.98)	(642.47)	199.38	230.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,737.89	4,941.44	7,278.74	9,770.99	12,653.43
营业成本	2,938.41	3,998.90	5,782.96	7,777.70	10,008.86
营业税金及附加	13.29	14.86	26.74	36.53	99.40
营业费用	295.91	376.02	540.81	740.64	937.62
管理费用	96.45	102.51	147.03	170.99	265.72
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	23.28	15.23	16.19	28.74	44.07
资产减值损失	(13.57)	6.98	0.72	(3.78)	(0.52)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.75	(0.04)	(0.04)	0.00
其他	(2.77)	(49.86)	0.09	0.09	(0.00)
营业利润	386.90	475.05	764.25	1,020.12	1,298.28
营业外收入	3.29	3.15	4.85	5.26	5.91
营业外支出	1.49	2.18	0.00	1.79	1.89
利润总额	388.70	476.02	769.11	1,023.58	1,302.30
所得税	67.78	95.79	161.51	214.95	273.48
净利润	320.92	380.23	607.59	808.63	1,028.82
少数股东损益	1.48	7.07	5.91	7.39	10.95
归属于母公司净利润	319.44	373.17	601.68	801.24	1,017.86
每股收益(元)	0.77	0.90	1.44	1.92	2.44

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	37.38%	32.20%	47.30%	34.24%	29.50%
营业利润	34.26%	22.79%	60.88%	33.48%	27.27%
归属于母公司净利润	42.06%	16.82%	61.24%	33.17%	27.04%
获利能力					
毛利率	21.39%	19.07%	20.55%	20.40%	20.90%
净利率	8.55%	7.55%	8.27%	8.20%	8.04%
ROE	12.74%	13.25%	17.89%	19.44%	20.09%
ROIC	24.87%	23.22%	32.93%	23.74%	25.49%
偿债能力					
资产负债率	38.18%	33.62%	49.67%	38.86%	51.73%
净负债率	-29.78%	-30.18%	5.15%	1.69%	10.60%
流动比率	2.54	2.85	1.97	2.50	1.93
速动比率	1.48	1.55	0.63	1.04	0.70
营运能力					
应收账款周转率	37.06	52.73	88.96	88.96	41.80
存货周转率	2.35	2.77	2.28	2.35	2.43
总资产周转率	1.10	1.17	1.31	1.43	1.45
每股指标(元)					
每股收益	0.77	0.90	1.44	1.92	2.44
每股经营现金流	0.26	0.78	-2.18	0.62	-0.74
每股净资产	6.02	6.76	8.07	9.89	12.16
估值比率					
市盈率	35.09	30.03	18.63	13.99	11.01
市净率	4.47	3.98	3.33	2.72	2.21
EV/EBITDA	21.07	22.11	14.46	10.67	8.70
EV/EBIT	21.17	22.45	14.52	10.72	8.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com