

华致酒行 (300755)

证券研究报告

2021年08月27日

21H1 归母净利润同增 71.7%，上半年业绩接近去年全年，精耕渠道完善布局，精品酒贡献持续提升

事件

公司发布 2021 年半年报。公司 2021 年上半年实现营业收入 39.54 亿元，同增 67.36%；归母净利润为 3.66 亿元，同增 71.70%，扣非后归母净利润 3.59 亿元，同增 92.31%。分季度看，21Q1/Q2 实现营收 23.5/16.0 亿元，同增 81.74%/49.93%，实现归母净利润 1.9/1.8 亿元，同增 95.2%/51.8%。

点评

1、收入端：21H1 公司实现营业收入 39.54 亿元，同增 67.36%，分季度看，21Q1/Q2 实现营收 23.5/16.0 亿元，同增 81.74%/49.93%。①分行业：主营业务实现营业收入 39.11 亿元，同增 66.89%；其他业务实现营业收入 0.43 亿元，同增 124.14%。②分产品：白酒实现营业收入 34.43 亿元，同增 63.51%，占营业收入的 87.07%。

2、毛利率：公司 21 年上半年实现毛利率 21.93%，较去年同期增加 3.18pct。其中，白酒的毛利率为 22.94%，较上年同期增加 3.99pct。分季度看，21Q1/Q2 实现毛利率 20.62%/23.85%，同增 1.14pct/5.98pct。

3、成本费用端：21H1 费用率为 9.79%，较上年同期增加 0.96pct。①销售费用率：公司 21H1 销售费用为 3.10 亿元，同比增加 101.02%；销售费用率为 7.84%，较上年同期增加 1.31pct，主要系销售规模扩大带来的薪酬费用与促销费用开支增加所致。②管理费用率：公司 21H1 管理费用为 0.70 亿元，同比增长 51.87%；管理费用率为 1.77%，较上年同期下降 0.18pct，基本保持稳定，管理费用增速小于营收增速，规模效应凸显。③财务费用率：公司 21H1 财务费用为 0.07 亿元，同比减少 12.28%；财务费用率为 0.19%，较上年同期下降 0.16pct，主要系银行贷款规模减小，利息费用减少所致。

4、利润端：公司 21 年上半年实现净利润 3.71 亿元，同比增长 69.66%；归属于上市公司股东的净利润 3.66 亿元，同比增长 71.70%，分季度看，21Q1/Q2 实现归母净利润 1.9/1.8 亿元，同增 95.2%/51.8%。21H1 实现归母净利率 9.27%，较去年同期增加 0.24pct。

5、公司经营：公司经营：1) 稳步推进连锁门店及零售网点全国布局。2) 进一步完善产品结构，加大市场推广力度。3) 积极拓展电商业务，华致优选运营状况良好。

6、核心价值：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。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。

盈利预测

2021 年来我们持续强推华致，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，低估值高成长细分赛道龙头，预计公司 21-22 年净利 6/8 亿，+61%/33%yoy，当前股价对应 PE 分别为 20x/15x。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)	38.46	32.93	20.42	15.34	12.07
市净率(P/B)	4.90	4.36	3.65	2.98	2.42
市销率(P/S)	3.29	2.49	1.69	1.26	0.97
EV/EBITDA	21.07	22.11	15.84	11.69	9.50

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	29.48 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)	12,287.22
流通 A 股市值(百万元)	3,526.00
每股净资产(元)	7.45
资产负债率(%)	33.83
一年内最高/最低(元)	51.79/21.83

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

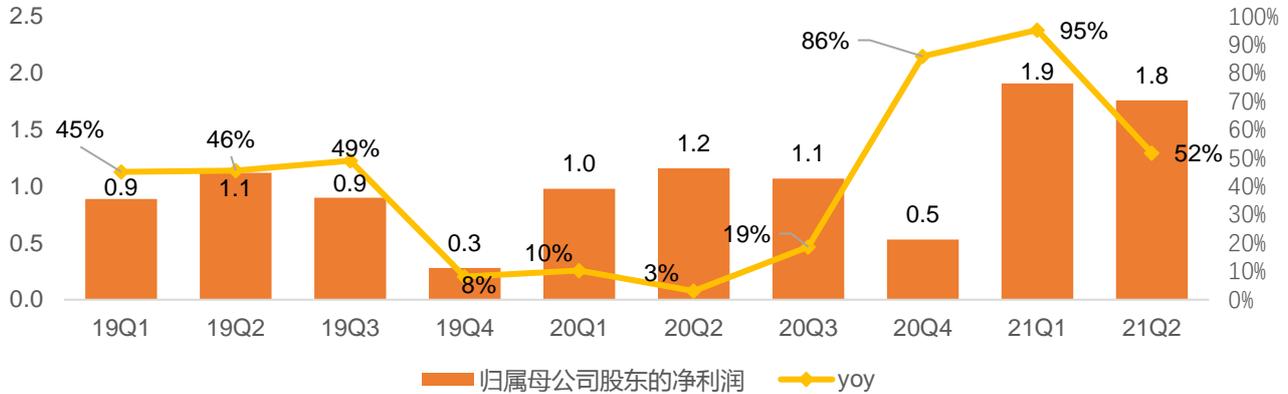
相关报告

- 《华致酒行-公司点评:21H1 归母净利润预计同增 65%-75%，半年业绩接近去年全年，华致模式持续获市场验证》 2021-07-07
- 《华致酒行-季报点评:21Q1 归母净利润同增 95%，华致模式加速业绩超预期，21Q2 持续高增长可期》 2021-05-01
- 《华致酒行-年报点评报告:华致模式加速业绩超预期，高端酒渠道价值持续提升》 2021-04-13

1. 事件

公司发布 2021 年半年报。公司 2021 年上半年实现营业收入 39.54 亿元，同增 67.36%；归母净利润为 3.66 亿元，同增 71.70%，扣非后归母净利润 3.59 亿元，同增 92.31%。分季度看，21Q1/Q2 实现营收 23.5/16.0 亿元，同增 81.74%/49.93%，实现归母净利润 1.9/1.8 亿元，同增 95.2%/51.8%。

图 1：各季度归母净利润（亿元）及 yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

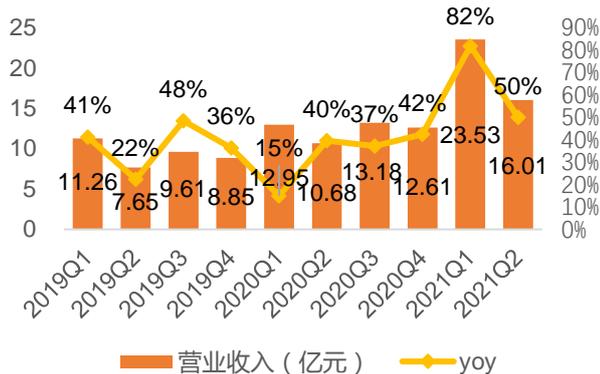
2. 点评

2.1. 营收端

21H1 公司实现营业收入 39.54 亿元，同增 67.36%；实现归母净利润为 3.66 亿元，同增 71.70%。

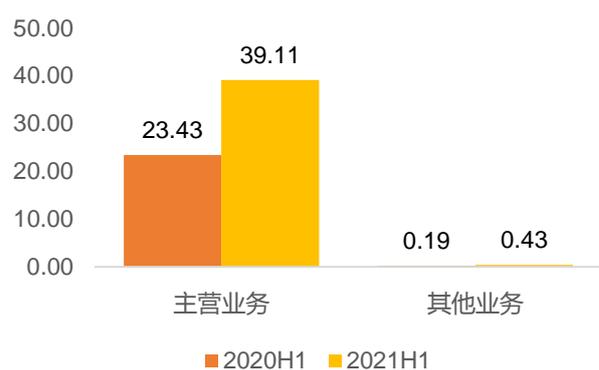
①分行业：主营业务实现营业收入 39.11 亿元，同增 66.89%；其他业务实现营业收入 0.43 亿元，同增 124.14%。②分产品：白酒实现营业收入 34.43 亿元，同增 63.51%，占营业收入的 87.07%。营业收入增长主要系华致保真连锁品牌效应持续扩大，名酒供应链得到持续拓展，连锁门店和直供终端门店的数量和质量稳步提升等使营业收入增长所致。

图 2：各季度营业收入及 yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2020H1 及 2021H1 分行业业务营业收入（单位：亿元）

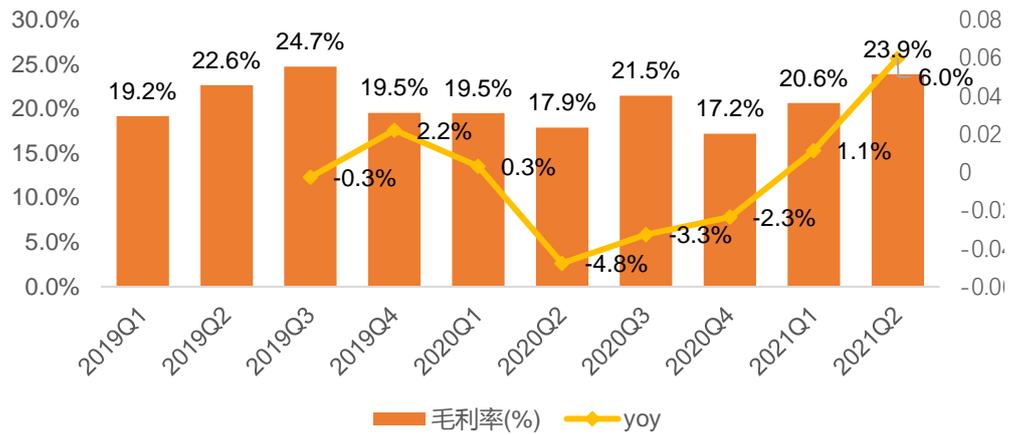


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 毛利率

公司 21 年上半年实现毛利率 21.93%，较去年同期增加 3.18pct。其中，白酒的毛利率为 22.94%，较上年同期增加 3.99pct。分季度看，21Q1/Q2 实现毛利率 20.62%/23.85%，同增 1.14pct/5.98pct。

图 4：各季度毛利率及 yoy

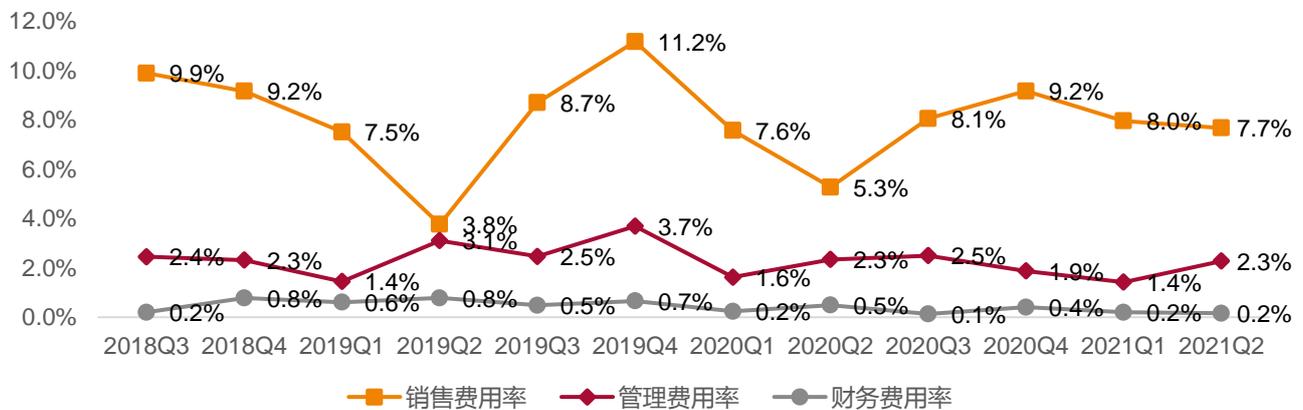


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 成本费用端

21H1 费用率为 9.79%，较上年同期增加 0.96pct。①销售费用率：公司 21H1 销售费用为 3.10 亿元，同比增加 101.02%；销售费用率为 7.84%，较上年同期增加 1.31pct，主要系销售规模扩大带来的薪酬费用与促销费用开支增加所致。②管理费用率：公司 21H1 管理费用为 0.70 亿元，同比增长 51.87%；管理费用率为 1.77%，较上年同期下降 0.18pct，基本保持稳定，管理费用增速小于营收增速，规模效应凸显。③财务费用率：公司 21H1 财务费用为 0.07 亿元，同比减少 12.28%；财务费用率为 0.19%，较上年同期下降 0.16pct，主要系银行贷款规模减小，利息费用减少所致。

图 5: 各季度销售费用率、管理费用率及财务费用率

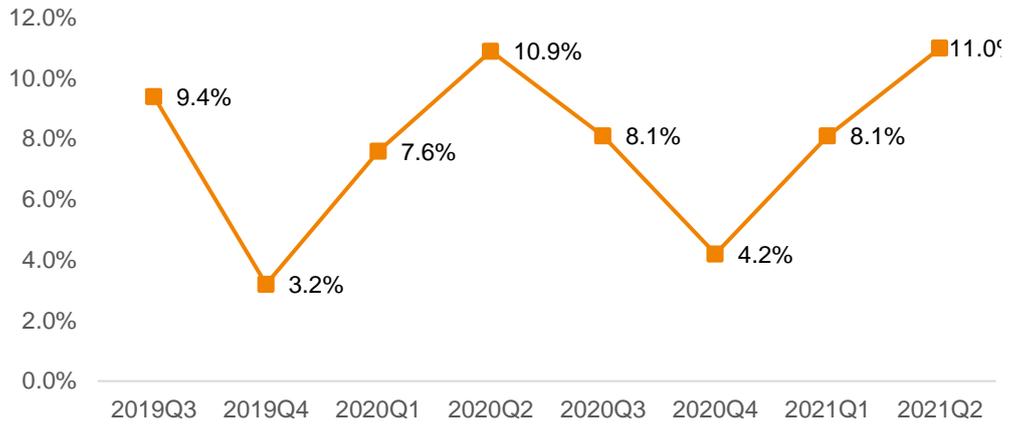


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.4. 净利润

公司 21 年上半年实现净利润 3.71 亿元，同比增长 69.66%；归属于上市公司股东的净利润 3.66 亿元，同比增长 71.70%，分季度看，21Q1/Q2 实现归母净利润 1.9/1.8 亿元，同增 95.2%/51.8%。21H1 实现销售净利率 9.38%，较去年同期增加 0.13pct；归母净利率 9.27%，较去年同期增加 0.24pct。

图 6: 各季度归母净利润率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.5. 公司经营情况

1) 稳步推进连锁门店及零售网点全国布局。21 年上半年公司继续推进全国华致名酒库网络布局, 以省区为单元, 积极推动优质零售网点客户转型成为华致名酒库, 门店数量及单店销售收入稳步提升。华致酒行门店完成 3.0 版升级迭代。2) 进一步完善产品结构, 加大市场推广力度。21 年上半年公司进一步完善产品结构, 以满足消费者的多元化消费需求。公司与赖高淮品牌达成战略合作, 共同致力于研发新工艺、开发新产品、开拓市场新空间; 荷花酒推出荷花·玉系列战略新品, 丰富荷花酒产品线。3) 积极拓展电商业务, 华致优选运营状况良好。未来, 公司将持续拓展产品品类, 不断完善产品结构, 积极扩张电商业务, 探索线上线下联动的“新零售”模式。

2.6. 公司核心价值

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。

3. 盈利预测

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, 低估值高成长细分赛道龙头, 预计公司 21-22 年净利 6/8 亿, +61%/33%yoy, 当前股价对应 PE 分别为 20x/15x。维持买入评级。

4. 风险提示

白酒行业剧烈变革、门店拓展不达预期、与酒商合作不及预期。

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	38.46	32.93	20.42	15.34	12.07
市净率	4.90	4.36	3.65	2.98	2.42
EV/EBITDA	21.07	22.11	15.84	11.69	9.50
EV/EBIT	21.17	22.45	15.91	11.75	9.56

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

