

## 公司研究

## 酒水经销龙头，立足保真多元化布局

## ——华致酒行（300755.SZ）投资价值分析报告

## 要点

## 酒类流通领域第一股，背靠酒业巨头产业赋能

华致酒行是A股主板唯一酒水流通企业，目前拥有连锁门店2000多家、优质零售终端10500余家，建立了覆盖全国31个省市自治区的全渠道营销网络。2020年实现营业收入49.41亿元，同比增长32.20%；实现归母净利润3.73亿元，同比增长16.82%。公司背靠酒业巨头金东集团，集团旗下拥有十多家酒类企业与顶级研发团队，有丰富产业资源赋能公司发展。

## 高端白酒市场景气度维持高位，酒类经销行业集中度提升

2012年白酒行业开始结构化调整，高端白酒的社交需求提升，白酒进入缩量升价阶段，利好公司主营业务高端白酒。中国酒类经销行业持续向好，行业规模预计将以14%的年复合增长率增长至2023年的4654.6亿元。对标美日，我国酒类经销行业集中度低，有进一步提升空间。

## 上游酒企关系密切，“保质保真”构筑公司核心竞争力

公司与五粮液和茅台保持长期稳定的合作关系，拥有包括五粮液年份酒、贵州茅台酒（金）、古井贡酒1818等多个酒品的总经销资格。以“保真”为核心理念，采用独特防伪标识并推出323新规，打造业内最严经营管理条例。2020年公司成立专业化鉴酒中心，推出有偿鉴定服务，独创三级鉴定制度。

## 小B大C布局直供终端渠道，数字化赋能线上线下一体化

公司以小B大C为主要目标客群，布局直供终端的扁平化销售网络，有助于公司提升利润空间，提供多元化附加服务。同时公司发力线上渠道建设，与美团、饿了么、京东等第三方线上平台建立合作关系；并推出“华致优选”与“华致名酒庄”等自营平台，2020年公司电商渠道收入为4亿元，同比增长130.79%，占总营收8.11%。

## 产品矩阵不断完善，进口烈酒驱动未来增长

公司以高端酒为主要品类，不断丰富自身产品矩阵，拓展进口烈酒赛道，截至2021年7月，公司已经与宝格丽、人头马、皇家礼炮等畅销酒品达成战略合作，2020年华致酒行进口烈酒实现营业收入2亿元，同比增长78.97%，占总营收4.04%。进口烈酒以及葡萄酒等新品类或将会开拓公司的第二增长曲线。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持对公司2021-2023年归母净利润的预测6.00亿元、7.56亿元、9.39亿元，对应EPS分别为1.44元、1.81元、2.25元。给予公司目标价36元，对应2021年25倍PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**与上游酒企合作未能维持，白酒景气度下行，定制酒拓展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,738	4,941	7,013	9,153	11,613
营业收入增长率	37.38%	32.20%	41.91%	30.52%	26.88%
净利润（百万元）	319	373	600	756	939
净利润增长率	42.06%	16.82%	60.85%	25.87%	24.31%
EPS（元）	0.77	0.90	1.44	1.81	2.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.74%	13.25%	17.96%	19.00%	19.72%
P/E	38	33	20	16	13
P/B	4.9	4.4	3.7	3.1	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-09-15

## 买入（维持）

当前价/目标价：29.47元/36.00元

## 作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA  
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

021-52523799

tianran@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.17
总市值(亿元)	122.83
一年最低/最高(元)	21.75/51.79
近3月换手率	75.07%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.29	-25.67	-13.07
绝对	0.80	-30.50	-7.84

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

公司主营收入主要来自于高品质酒水的销售收入，公司具有品牌与渠道优势，在酒类经销行业集中度提升以及高端白酒销售向好的背景下，我们预计 2021-2023 年公司收入增速分别为 41.91%、30.52%、28.65%，对应毛利率分别为 20.65%、20.57%、20.43%。

白酒收入主要受毛利率较高的定制酒品类销售增速提升催化，我们预计 2021-2023 年白酒收入增速分别为 38.63%、28.64%、26.51%，对应毛利率为 21.22%、21.36%、21.49%。

葡萄酒收入得益于公司多元化进程与国人消费意识的觉醒，未来增长优于白酒，预计 2021-2023 年收入增速分别是 50.87%、41.67%、40.17%。葡萄酒业务整体毛利率较低，预计 2021-2023 年毛利率分别是 15.02%、14.12%、13.17%。

其他酒（主要为进口烈酒）收入增长十分迅速，因用户画像与主营业务白酒有一定重叠，进口烈酒是公司未来业务布局中重要的增长点之一，预计增长速度最快。预计 2021-2023 年收入增速分别是 79.68%、40.58%、39.08%，毛利率分别为 19.99%、19.03%、18.04%。

### 我们的区别于市场的观点

市场对于公司定位以传统线下渠道为主。我们认为公司未来在具备维持行业绝对龙头地位的同时，在转型 O2O 新零售方面具有规模以及渠道优势，同时酒水电商总体渗透率较低，公司在新零售方面的探索将带来市场对公司价值的重估。

市场认为公司对少数高端白酒厂商依赖度较高。我们认为国外烈酒带来的增量将会在提升公司整体利润率的同时改善公司的营收结构，减轻对高端白酒业务的依赖程度。另一方面，公司积极推进合作酒、定制酒业务的开展，有利于公司减少对个别供应商的依赖，增强产业链话语权。

公司作为经销商，市场普遍认为产业链话语权较弱，并且行业具有被直销渠道取代的风险。我们认为参考国外经销商地位以及分析产业链结构之后，经销商在消费者触达、促进销售方面具有不可替代性，且行业未来整体集中度有一定的提升空间，公司作为龙头公司将因此受益。

### 股价上涨的催化因素

我们认为股价上涨的催化因素主要包括以下几点：

- 1) 公司在进口烈酒赛道取得突破性进展；
- 2) 高端白酒销售量超预期；
- 3) 线上线下一体化建设进展顺利。

### 估值与目标价

我们维持对公司 2021-2023 年归母净利润的预测 6.00 亿元、7.56 亿元、9.39 亿元，对应 EPS 分别为 1.44 元、1.81 元、2.25 元。综合相对估值及绝对估值法，给予公司目标价 36 元，对应 2021 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

# 目 录

<b>1、中国保真酒品连锁销售第一品牌</b> .....	<b>6</b>
1.1、专注精品酒水经销十六年 .....	6
1.2、管理人员经验丰富，赋能企业稳健发展 .....	7
1.3、差异化发展，酒类流通第一股 .....	10
<b>2、酒水行业结构升级，经销商向头部集中</b> .....	<b>11</b>
2.1、高端白酒基本盘，国外烈酒方兴未艾 .....	11
2.2、酒水经销高速增长，行业持续景气 .....	14
2.3、经销商向头部集中，保质保真是核心壁垒 .....	15
2.4、线上线下新零售，行业发展新方向 .....	17
<b>3、多角度打造酒水经销领头羊</b> .....	<b>18</b>
3.1、背靠集团产业链赋能，上游酒厂深度合作 .....	18
3.2、“小B大C”战略，销售网络扁平多元 .....	20
3.3、精品保真是核心，物流体系赋能高效供应链 .....	22
<b>4、新零售起跑领航，进口烈酒开启新增量</b> .....	<b>24</b>
4.1、数字化转型：打造一站式新零售服务 .....	24
4.2、进军进口烈酒，开启第二增长曲线 .....	25
<b>5、疫情期间逆势双增，ROE 处于领先水平</b> .....	<b>26</b>
5.1、营收、利润持续增加，茅台、五粮液贡献大头 .....	26
5.2、高毛利率是高 ROE 的基石 .....	26
<b>6、盈利预测与估值</b> .....	<b>28</b>
6.1、关键假设 .....	28
6.2、相对估值 .....	29
6.3、绝对估值 .....	30
6.4、估值结论与投资评级 .....	31
<b>7、风险分析</b> .....	<b>32</b>

# 图目录

图 1：公司合作品牌一览 .....	6
图 2：公司覆盖国内外高品质名酒 .....	6
图 3：华东为华致酒行主要优势区域 .....	7
图 4：白酒为公司主要收入来源 .....	7
图 5：公司营收增速在疫情期间保持坚挺 .....	7
图 6：公司发展三阶段 .....	8
图 7：公司发展大事记 .....	8
图 8：公司股权结构稳定（截至 2021 年 7 月 10 日） .....	9
图 9：2012 年以后，中国白酒消费由政务消费主导转向个人消费与商务消费 .....	11
图 10：白酒行业总收入在 2016 年达峰，随后缓慢下降 .....	12
图 11：52 度高档白酒均价自 2016 年以来一路攀升 .....	12
图 12：白酒总销量在 2016 年后快速下行 .....	12
图 13：白酒总产量在 2016 年后快速下降 .....	12
图 14：中国白酒行业集中度不断提升 .....	13

图 15: 中国白酒集中度仍然处于较低水平 .....	13
图 16: 日本、美国、全球烈酒 CR5 均高于中国 .....	13
图 17: 外国酒头部品牌集中度远高于中国 .....	13
图 18: 洋酒行业进入快速增长时期 .....	14
图 19: 40 岁以下年轻人偏爱洋酒 .....	14
图 20: 洋酒在一线/新一线城市最受欢迎 .....	14
图 21: 中国居民人均烟酒食品消费支出逐年攀升 .....	15
图 22: 中国酒水经销行业规模在 2023 年将达到 4,655 亿元 .....	15
图 23: 酒类连锁销售企业连接生产商与消费者 .....	15
图 24: 经销行业参与者众多, 大量小型经销商有待整合 .....	16
图 25: 贵州茅台经销商数量逐年下降 .....	16
图 26: 美国酒水经销行业集中度高 .....	17
图 27: 终端烟酒店为主要销售渠道 .....	18
图 28: 酒水销售渠道线下为主 .....	18
图 29: 中国酒类新零售市场规模逐渐攀升 .....	18
图 30: 中国酒类新零售用户规模呈现上升趋势 .....	18
图 31: 贵州茅台(金)产品售价与毛利率逐年提升 .....	19
图 32: 荷花、贵州茅台(金)毛利率显著高于白酒整体毛利率 .....	19
图 33: 华致酒行自有品牌渠道建设 .....	20
图 34: 华致名酒库门店图 .....	20
图 35: 以 KA 为代表的直供终端收入占比日渐增加 .....	21
图 36: 华致酒行美团线上店铺和京东旗舰店 .....	21
图 37: 销售网络的扁平化能直接触达消费者 .....	22
图 38: 华致酒行通过三种方式来保证售出酒品为真品 .....	23
图 39: 华致酒行鉴定中心内部拥有三级鉴定制度 .....	23
图 40: “323” 新规从门店端提高对于酒品把控 .....	23
图 41: 高效物流体系满足大量订单需求 .....	24
图 42: 公司电商渠道营收占比快速增长 .....	24
图 43: 公司电商渠道收入快速增长 .....	24
图 44: 华致优选和华致名酒库小程序页面 .....	25
图 45: 进口烈酒或将成为公司第二增长曲线 .....	26
图 46: 茅台与五粮液为主要营收来源 .....	26
图 47: ROE 常年保持行业领先 .....	27
图 48: 应收账款周转率较高, 展现公司流动性优势 .....	27
图 49: 毛利率持续领先同行 .....	28
图 50: 公司费用率情况稳定 .....	28
图 51: 华致酒行 PE-Band 图 (截至 2021 年 9 月 15 日) .....	29
图 52: 华致酒行 PS-Band 图 (截至 2021 年 9 月 15 日) .....	29

## 表目录

表 1: 公司两轮融资均获明星资本入局.....	9
表 2: 公司高管管理经验丰富 .....	10
表 3: 国内主要酒水流通企业众多, 经营模式有所不同 .....	11
表 4: 表酒类经销行业发展呈现扁平化的趋势.....	16
表 5: 华致酒行拥有多个酒品的总经销资格 .....	19
表 6: 华致酒行 VS 华致酒库.....	20
表 7: 公司业务覆盖多种酒类零售业态.....	21
表 8: 公司仓库情况.....	23
表 9: 华致酒行与众多国外大牌名酒达成战略合作 .....	25
表 10: 公司 ROE 处于行业领先地位 .....	27
表 11: 公司业务分产品预测 .....	29
表 12: 可比公司估值比较.....	30
表 13: 绝对估值核心假设表 .....	30
表 14: 现金流折现及估值表 .....	31
表 15: 敏感性分析表.....	31
表 16: 公司盈利预测与估值简表.....	31



# 1、中国保真酒品连锁销售第一品牌

## 1.1、 专注精品酒水经销十六年

华致酒行是中国领先的酒水经销商和服务商，以直供终端为重点发展战略。华致酒行成立于 2005 年，以“精品、保真、服务、创新”为核心理念，布局酒类流通全渠道营销网络体系，截止 2020 年，公司已经覆盖了全国 31 个省（直辖市、自治区），拥有华致酒行、华致名酒库连锁门店 2000 余家，优质零售终端 10500 余家，并与茅台、五粮液等上游酒类生产龙头企业形成了长期稳定的合作关系。自 2018 年以来，公司开始扩展海外业务，与保乐力加、拉菲罗斯尔德等国外酒业集团开展深度合作，进一步丰富公司产品矩阵。

**从产品端看**，华致酒行的主要经销酒品包括：1) 白酒；2) 葡萄酒；3) 进口烈性酒。国内品牌主要为茅台，五粮液；国外品牌包括罗曼尼康帝、拉菲、奔富、轩尼诗、蓝带马爹利等。**从渠道端看**，华致酒行的销售渠道主要分为线下和线上两部分：1) 线下：品牌门店包括华致连锁酒行和华致酒库，以及酒品零售网点、KA 卖场、团购客户、电子商务等。2) 线上：线上入口主要包括华致优选 APP、华致名酒库 APP 和微信小程序，华致酒库微信号以及京东官方旗舰店等电商平台。**从地区分布看**，华致酒行的终端销售渠道主要分布在华东、华中、华北、华南四大地区，2020 年四个地区总营业收入 36.43 亿元，占总营收 73.72%；其中华东地区占大头，营业收入 16.71 亿元，占总营收的 33.81%。

图 1：公司合作品牌一览



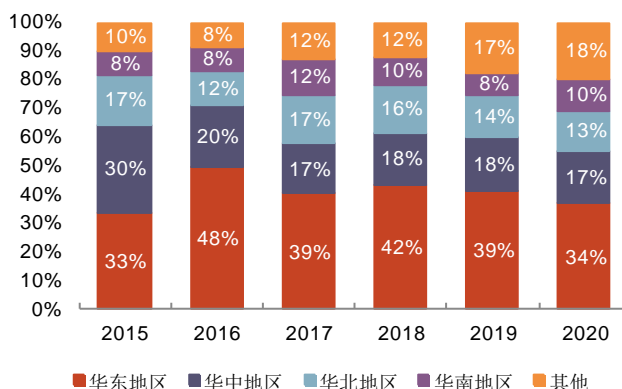
资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 2：公司覆盖国内外高品质名酒



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

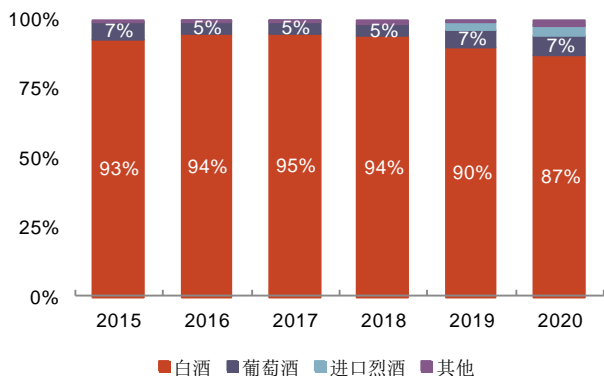
图 3：华东为华致酒行主要优势区域



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理，指标：分地区收入占比

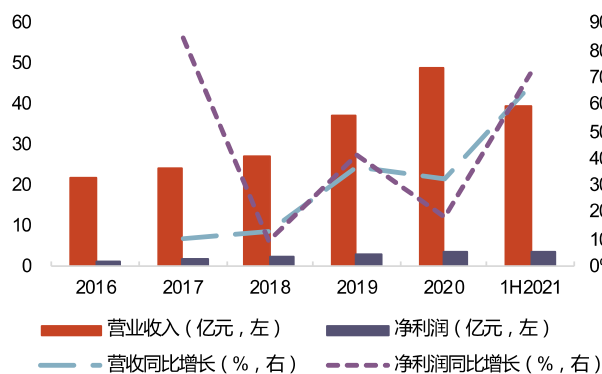
疫情期间公司实现逆势增长，名优白酒为主要收入来源。凭借全国布局的销售渠道及与上游深度合作的优势，华致酒行自上市以来营业收入持续增长，2020 年疫情期间，公司营收增速仍然相对坚挺，FY2020 实现营业收入 49.41 亿元，同比增长 32.20%；实现归母净利润 3.73 亿元，同比增长 16.82%。以茅台和五粮液为首的白酒销售为公司总营收的主要来源，占比 86.93%。受益于定制酒品类销售大幅提升驱动，1H2021 公司实现营业收入 39.54 亿元，同比增长 67.36%；实现归属于上市公司母公司的净利润 3.66 亿元，同比增长 71.70%。

图 4：白酒为公司主要收入来源



资料来源：招股说明书，公司年报，光大证券研究所整理，以销售额为统计口径

图 5：公司营收增速在疫情期保持坚挺



资料来源：招股说明书，公司年报，光大证券研究所整理

## 1.2、 管理人员经验丰富，赋能企业稳健发展

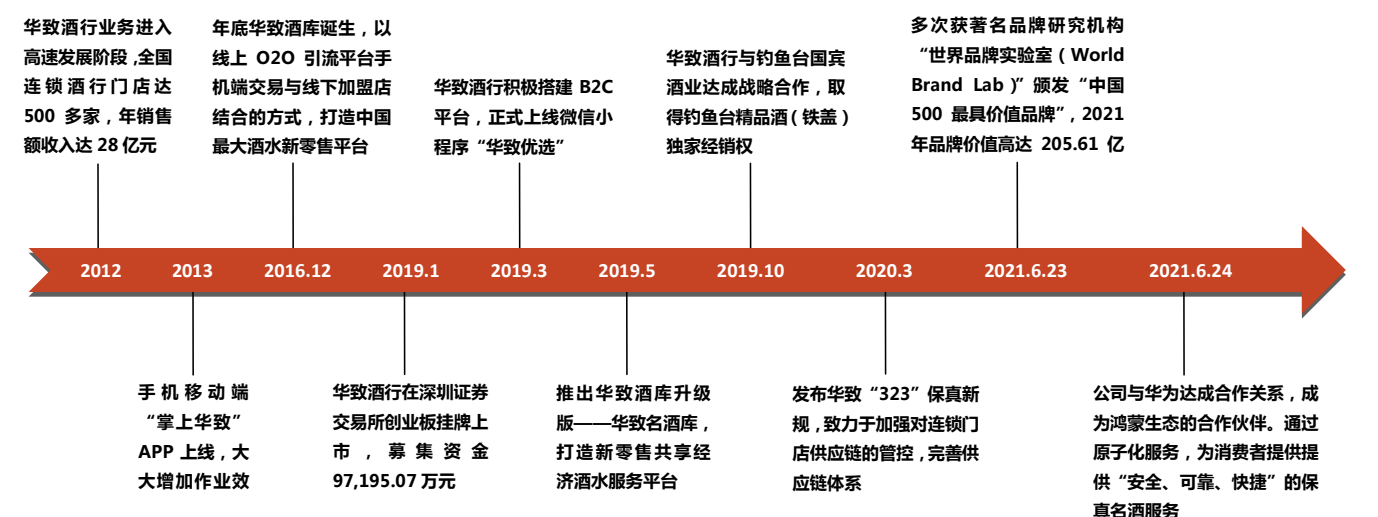
公司前身为成立于 2005 年的云南华致酒业有限公司，回顾公司发展十余载，大致可以分为以下三个阶段：1) 起步阶段：公司于 2006 年获得五粮液集团年份酒代理权，于 2009 年获得贵州茅台代理权，经销业务稳定起步；2) 发展阶段：公司大力开发终端门店，开始涉足进口酒业务。2009 年代销拉菲等国际名酒，2010 年完成 A 轮融资；3) 扩张阶段：大力布局线上新零售业态和定制酒品类的发展，推出“华致优选”和“华致名酒库”APP，并在 2021 年 6 月加入华为鸿蒙生态系统，提供原子化服务。截止到 2020 年，公司与国内一线酒业名企合作开发了“贵州茅台酒（金）”、“荷花系列”等畅销酒品，进一步为公司业绩带来新的增量。

图 6: 公司发展三阶段



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 7: 公司发展大事记



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

**多轮明星资本加持，助力公司发展。**华致酒行先后于2010年和2016年完成A轮和B轮融资。投资方包括新天域旗下基金(Pullock和新远景成长)、KKR和中信产业基金关联基金以及杭州长潘股权投资合伙企业(有限合伙)。资本加持为公司加码直供终端渠道的拓展提供了便利。



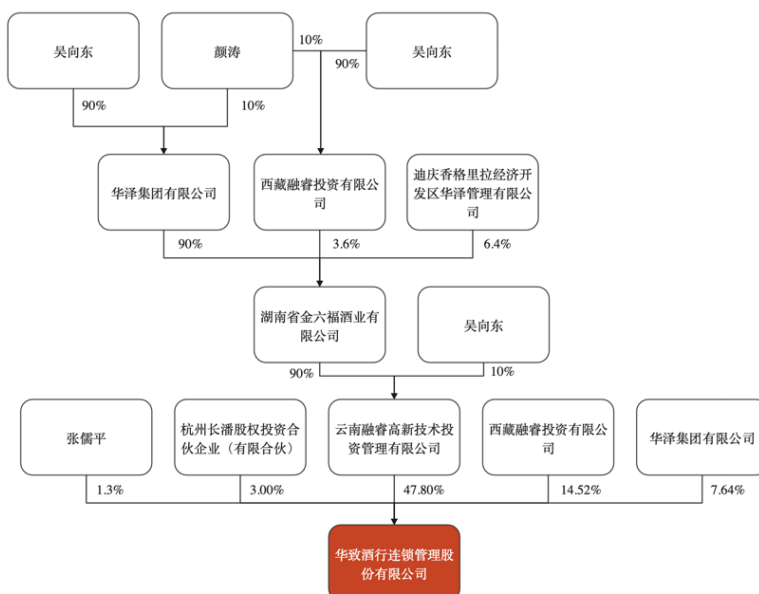
表 1: 公司两轮融资均获明星资本入局

时间	融资轮次	投资方	融资详情
2010年10月28日	A轮	新天域旗下基金(Pullock 和远景成长)、KKR 和中信产业基金关联基金	三家机构入股华致酒行, 合计获20.38%股权, 斥资合计高达12亿元。华致酒行品牌连锁门店的线下零售布局得到加速。
2016年5月26日	B轮	杭州长潘股权投资合伙企业(有限合伙)	投资方股东名单包括摩根士丹利(中国)股权投资管理有限公司、山东太阳控股集团、浙江金帝房地产集团、上海华强投资有限公司、浙江蓝桂资产管理有限公司等

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

**公司股权集中稳定, 多数管理层具有十余年酒行管理经验。**吴向东先生是华致酒行的创始人、实际控制人和最终受益人, 于1996年创立了金六福企业, 于2005年创立了华致酒行。截止1H2021, 吴向东先生通过华泽集团、西藏融睿和云南融睿间接持有公司63.44%的股份。2006年, 华泽集团(前身为金六福企业)成立。华致酒行高管多数曾就任金六福酒业有限公司, 深耕酒行管理数十年, 有着丰富的酒行销售和管理经验, 市场敏感性强, 创立了一套有效的经营管理模式, 赋能企业稳健发展。

图 8: 公司股权结构稳定 (截至 2021 年 7 月 10 日)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 2：公司高管管理经验丰富

高级管理人员	任职情况
吴向东先生	中国国籍，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，长沙海达酒类食品有限公司执行董事、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
颜涛先生	中国国籍，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
彭宇清先生	中国国籍，历任湖南省金六福酒业有限公司总经理助理，华致酒行副总经理。现任华致酒行董事、总经理
朱琳女士	中国国籍，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
罗永红先生	中国国籍，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

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 1.3、 差异化发展，酒类流通第一股

**A 股唯一酒水流通企业，全渠道布局是护城河。**酒类流通企业中登陆资本市场的公司屈指可数，华致酒行是 A 股唯一一家主营业务为酒水流通的上市企业。目前登陆资本市场的主要可比公司包括：名品世家（835961.OC）、银基集团（0886.HK）、壹玖壹玖（830993.OC）。几家可比公司在商业模式和主营产品方面都有一定的区分度。其中，华致酒行拥有包括连锁酒行、华致酒库、华致名酒库、零售网点、KA 卖场、团购、电商、终端供应商在内的覆盖全国的全渠道营销网络体系，业务布局最为全面。公司的主要竞争对手包括：

**名品世家（835961.OC）：**以线下加盟店以及线上平台为主要渠道。主要经销产品为葡萄酒，覆盖 27 个省（市自治区），截至 2020 年，门店共计 308 家，包括：综合体验店、中心体验店、社区体验店；零售终端共计 678 家，提供酒品销售与配送、酒品展示、买酒送车险、代理招募葡萄园庄园主等服务。2020 年实现营收 10.2 亿元，同比增长 21.03%，归母净利润 0.79 亿元，同比增长 51.92%。

**银基集团（0886.HK）：**以直营店、线上销售及电视购物为主要渠道。主营业务包括 3 大部分：1) 酒分部经销五粮液酒系列、国窖 1573 系列 43 度酒、贵州茅台酒产品、汾酒 55 度系列、红汾世家系列、鸭溪典藏系列、老酒系列、葡萄酒及洋酒系列等。2) 香烟分部经销中国香烟。3) 物业投资分部投资于住宅物业以赚取潜在的租金收入。2020 年营业收入 16.31 亿港元，扣非归母净利润-2.48 亿港元，同比减少约 48%。

**壹玖壹玖（830993.OC）：**以线上电商平台、线下实体门店为主要渠道。可供销售的酒类单品数达 5600 余种，分为流通商品和自主产品，其中绝大部分为流通商品。流通商品指公司直接从酒类经销商采购的酒品，包括 52 度五粮液普通版、53 度飞天茅台、52 度国窖 1573 等；自主产品指公司通过 OEM 或包销的方式从厂家或酒类经销商引进的产品，包括 52 度杜康尊典酒、天幕系列葡萄酒、歌蓓系列葡萄酒等。部分门店具有烟草销售资质，进行烟草的采购和销售。公司在 2020 年实现营业收入 40.2 亿元，同比下降 39.28%，净利润-2.77 亿元，同比减亏 2.53 亿元。但在 2021 年一季度，壹玖壹玖告别亏损，实现营收 14.55 亿元，同比增长 78.11%，归母净利润 0.65 亿元，同比扭亏为盈。

表 3: 国内主要酒水流通企业众多, 经营模式有所不同

公司	成立时间	主要区域及模式	核心品牌	经营情况
华致酒行	2005 年	以华东、华中区域为主, 以供应链及连锁加盟为主	以茅台、五粮液、金六福(自有)为主, 4000 种	品类近 1000 家, 优质零售终端 5000 余家, 2019 年营收 37 亿, 净利 3.19 亿
商源集团	1994 年	以浙江为主, 辐射江苏、上海等华东区域, 以供应链及批发为主	以伊力特为核心, 包括茅台、水井坊等, 超过 5000 种	品类连锁门店及酒柜超过 500 家, 有效终端数量超过 2 万家
广东粤强	1998 年	以广东为主, 辐射华南, 以供应链及批发为主	以五粮液、剑南春等为主	拥有超过 15000 家终端, 800 家二级经销商
福建吉马	1988 年	以福建为主, 辐射华东, 以供应链及批发为主	以华夏长城、龙徽、加路威等为主, 产品覆盖超过 200 多种	拥有 200 多个办事机构, 终端网点逾 10 万个
名品世家	2008 年	以北京为主, 涵盖上海, 线下线下+终端连锁	以葡萄酒为起步, 有数百个独家代理的产品	覆盖全国, 有 3000 多家连锁店及微终端, 2019 年营收 8 亿, 净利 5000 万
银基集团	1997 年	全国化布局, 走国际化路线	以五粮液为核心品类, 包括茅台、汾酒等	以批发为主
北京糖酒	1986 年	以北京为核心, 辐射华北	以茅台、五粮液等名酒为主, 保乐力加、人头马洋酒等规模大	以批发为主, 估计规模上百亿, 中国服务业 500 强
江苏苏糖	2002 年	以江苏为核心	以茅台、五粮液等名白酒为主	以批发为主
安徽百川	2003 年	以安徽、上海为核心, 辐射华东	以五粮醇、剑南春为主, 品类近万种	有连锁门店 200 多家、县级分销商 600 多家、掌控终端网点 20 多万
上海捷强	1996 年	上海, 品牌代理和专业连锁	各类名酒代理	连锁直营门店 160 余家, 加盟门店 50 余家
	1919 2006 年	从四川起步, 覆盖全国, 线上线下结合+O2O	多品类, 品类几千种	连锁门店近 2000 家, 19 分钟极速送达, 2019 年营收 66 亿, 净利-5000 万
酒仙网	2009 年	覆盖全国, B2C+零售门店	多品类, 定制酒为主	国际名酒城门店数量达到 700 多家
歌德盈香	2012 年	北京为主, 辐射全国; 线上+线下连锁	茅台等年份酒、高端定制酒为主	2023 年前计划合作省级超商 30 家、地市大商 300 家、其他 3000 家, 门店 30000 家
易酒批	2014 年	B2B 平台	酒水+快消品	自营已覆盖全国 26 个省, 130 个城市, 员工超 6000 人, 2020 年服务 100 万终端小 B, 平台 GMV 超 200 亿元
酒小二	2014 年	O2O 模式, 互联网平台大数据+前置仓模式+25 分钟配送	以啤酒起步, 品类超过 500 种	直营+加盟门店 350 余家, 用户数量超 380 万人, 日订单超 2.3 万单, 月活跃用户超 96 万人次

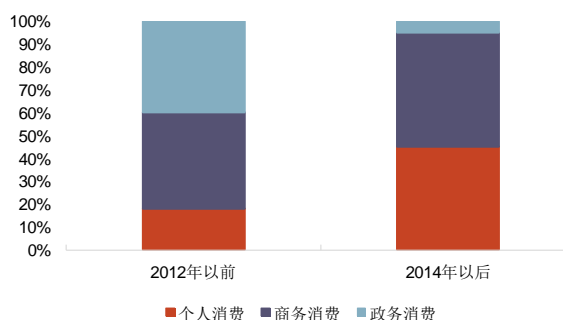
资料来源: 各公司财报、光大证券研究所整理

## 2、酒水行业结构升级, 经销商向头部集中

### 2.1、 高端白酒基本盘, 国外烈酒方兴未艾

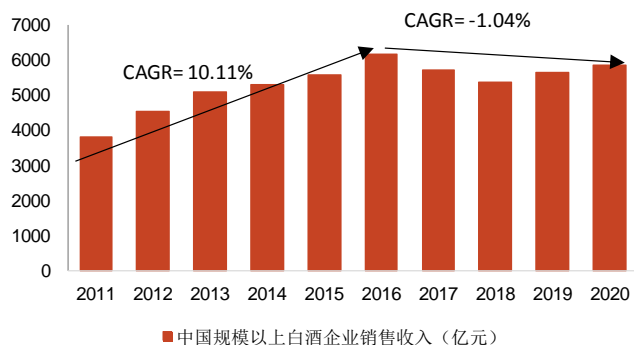
白酒行业结构化改革进行时, 行业处于缩量提价期。据国家统计局数据, 2003-2012 年间, 我国白酒行业销量从 330.1 万千升增加至 1,126.7 万千升 (CAGR=13.06%), 是白酒行业发展“黄金十年”。2012 年, 三公限制消费政策出台, 白酒行业进入结构化调整期, 由政商消费主导逐渐向商务消费及大众消费主导转变。鉴于高端酒受产能限制, 产量相对较低, 因此中国白酒产量呈现下降趋势, 销量受供给侧影响随之下滑。从终端价格角度看, 高端白酒的价格不断上行, 中国 52 度高档白酒平均价格自 2016 年起从 800 元左右攀升到 2021 年的 1200 元左右。

图 9: 2012 年以后, 中国白酒消费由政务消费主导转向个人消费与商务消费



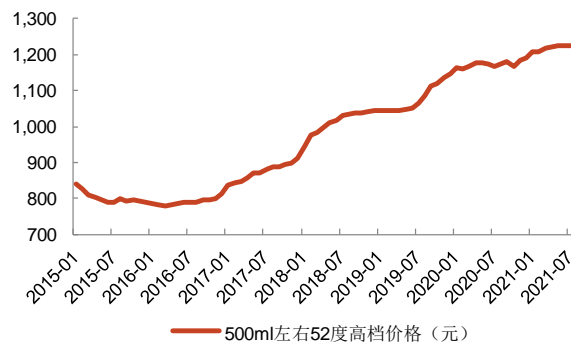
资料来源: 中国产业信息网, 光大证券研究所整理, 指标: 消费额占比

图 10: 白酒行业总收入在 2016 年达峰, 随后缓慢下降



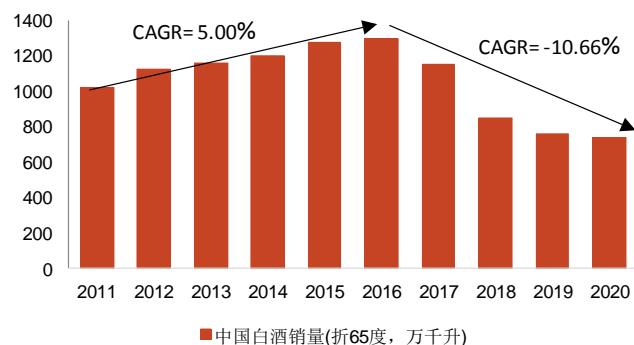
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 11: 52 度高档白酒均价自 2016 年以来一路攀升



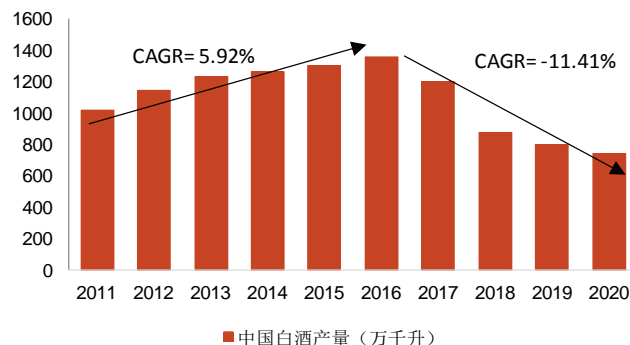
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 截止时间为 2021 年 7 月

图 12: 白酒总销量在 2016 年后快速下行



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

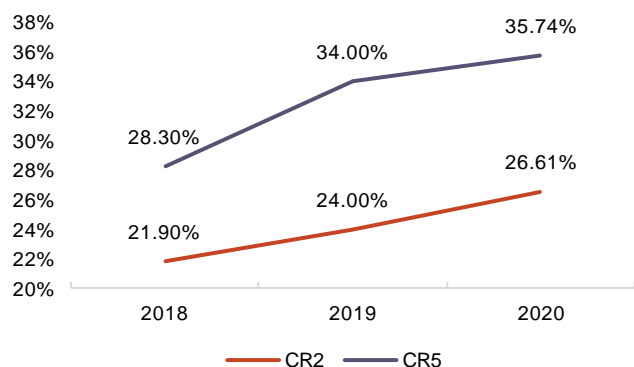
图 13: 白酒总产量在 2016 年后快速下降



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

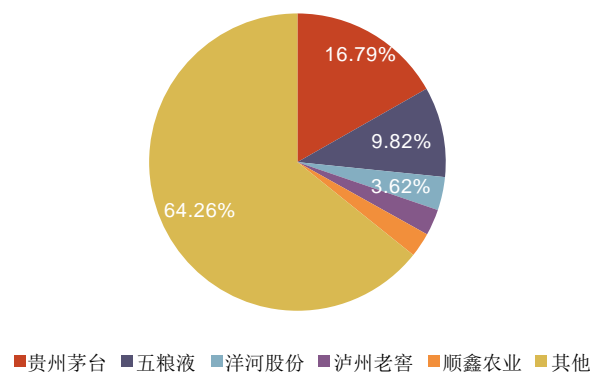
**社交消费需求推动国内白酒集中度提升。**随白酒结构化转型不断推进,消费者对酒类品牌和品质的要求持续提升。据《2019 年酒类消费行为白皮书》统计,社交消费在白酒中占比达 80%。核心消费人群画像为 34~45 岁的男性,特点为: 1) 收入水平较高; 2) 宴请、送礼需求较高。白酒品牌两极分化日趋明显,市场份额持续向茅台、五粮液等行业龙头集中。按照年度收入口径, 2018~2020 年间,中国白酒行业 CR2、CR5 分别由 21.9%、28.30%提升到 26.61%、35.74%,分别提升 4.71、7.44pct。名优酒品品牌价值也逐步提升,以茅台为例,根据世界品牌实验室 (World Brand Lab) 数据统计, 2016~2020 年间,茅台品牌价值由 57.71 亿美元增长至 393.32 亿美元 (CAGR = 46.29%),并于 2020 年位列“2020 全球烈酒品牌价值 50 强”首位。

图 14: 中国白酒行业集中度不断提升



资料来源: 中国产业信息网, 光大证券研究所整理, 按年收入口径统计

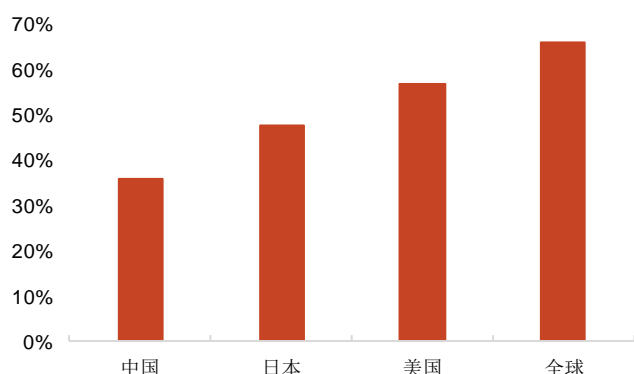
图 15: 中国白酒集中度仍然处于较低水平



资料来源: 中国产业信息网, 光大证券研究所整理, 按 2020 年收入口径统计

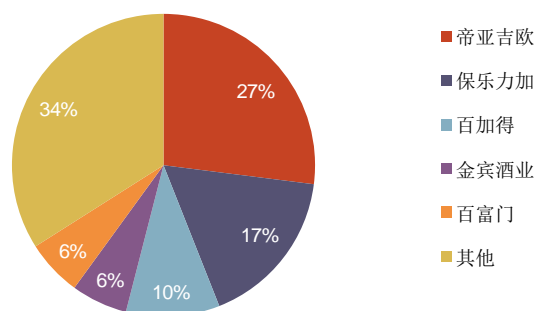
对标国外, 我国白酒集中度仍有提升空间。按 2018 年收入口径统计, 全球烈酒行业 CR5 达 66%。其中, 龙头帝亚吉欧和保乐力市占率合计约 44%, 全球烈酒行业呈现双寡头竞争格局。对比邻国日本, 2018 年日本高度酒行业 CR5 达 48%, 高于同期中国白酒的 CR5 28%。对标国外市场, 未来中国白酒行业的集中度或有进一步提升空间。

图 16: 日本、美国、全球烈酒 CR5 均高于中国



资料来源: 中商情报网, 光大证券研究所整理, 按 2018 年收入口径统计

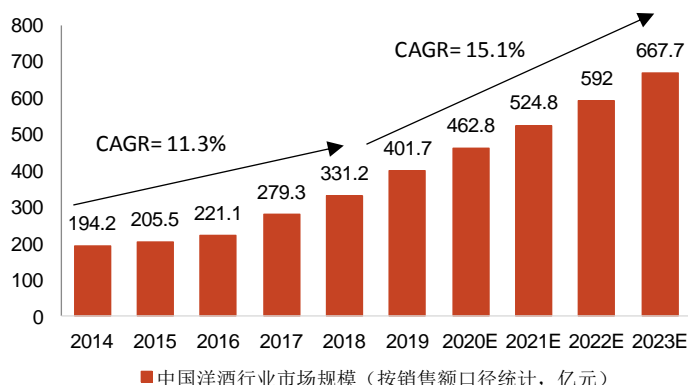
图 17: 外国酒头部品牌集中度远高于中国



资料来源: 中商情报网, 光大证券研究所整理, 按 2018 年收入口径统计

国外烈酒受益于新消费需求, 发展步入快车道。上世纪 80 年代, 洋酒正式进军国内市场, 根据《2020 中国烈酒市场分析报告》显示, 2020 年内白酒消费占据中国烈酒市场的大壁江山 (96%), 洋酒消费仅仅占比 4%。随着酒类消费需求的多元化趋势, 洋酒品类仍有较大发展空间。据头豹研究院数据, 截至 2019 年, 中国洋酒销售额达到 402 亿元, 预计未来将会以每年 15.1% 的复合增长率增长至 2023 年的 668 亿元。

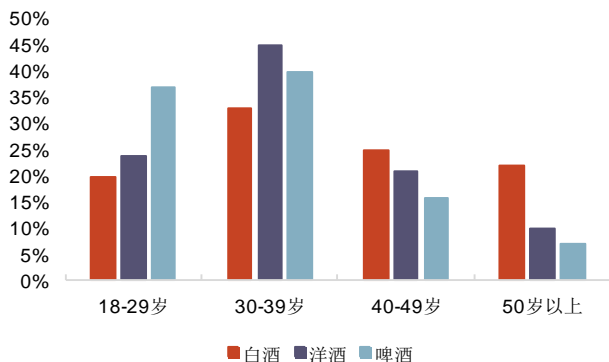
图 18：洋酒行业进入快速增长时期



资料来源：头豹研究院，光大证券研究所整理

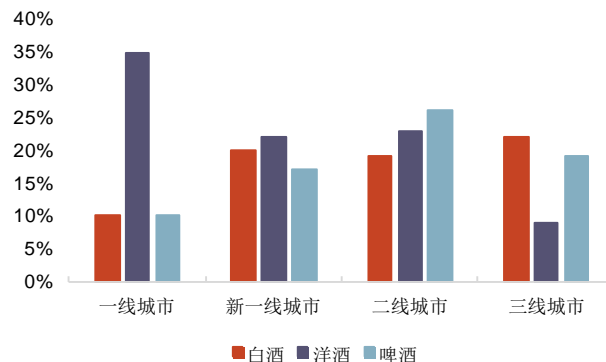
洋酒消费单价较高，目标客户消费能力强。洋酒进口消费市场多集中在 400~600 元区间，以高端和超高端市场为主。根据腾讯营销大数据统计，一线、新一线及二线城市的 80 后是当前中国洋酒市场的消费主力，这类客群消费能力普遍较高且对生活品质有一定需求。

图 19：40 岁以下年轻人偏爱洋酒



资料来源：腾讯营销大数据，光大证券研究所整理，统计时间：2020 年

图 20：洋酒在一线/新一线城市最受欢迎



资料来源：腾讯营销大数据，光大证券研究所整理，统计时间：2020 年

## 2.2、酒水经销高速增长，行业持续景气

酒类流通行业保持高速增长。根据国家统计局数据，居民人均食品烟酒消费支出从 2013 年的 4,127 元增长至 2020 年的 6,397 元，CAGR=5.63%。酒水经销行业是酒水流通重要渠道之一，受居民人均食品烟酒支出影响较大。酒类流通市场规模由 2014 年的 1,165.8 亿元增长至 2018 年的 2,412.6 亿元，CAGR=19.9%。据头豹研究院测算，中国酒水流通市场预计将以 14.0% 的年复合增长率稳定增长，于 2023 年市场规模达到 4,654.6 亿元。

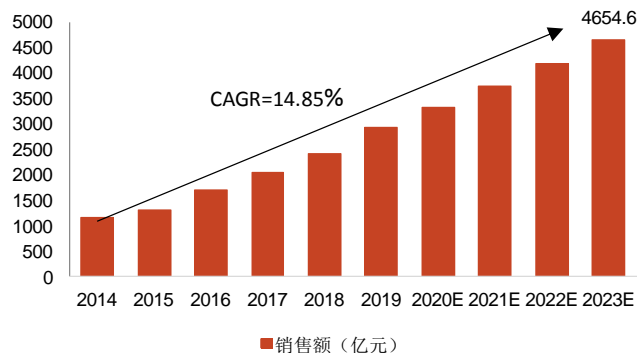


图 21：中国居民人均烟酒食品消费支出逐年攀升



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

图 22：中国酒水经销行业规模在 2023 年将达到 4,655 亿元

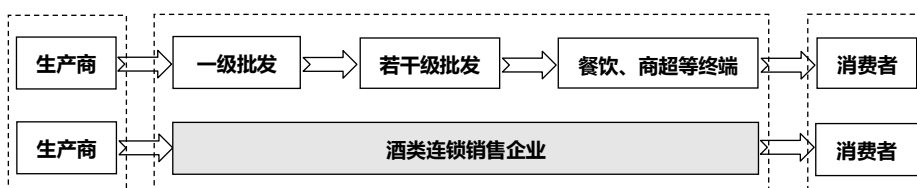


资料来源：头豹研究院，光大证券研究所整理

### 2.3、经销商向头部集中，保质保真是核心壁垒

**经销商位居中游，地位不可或缺。**酒类流通行业的价值链条包括上游酒厂、中间环节即经销商、下游环节包括终端门店和消费者。作为酒类生产商与零售商之间的中介角色，经销商具有以下必要性：1) 面向上游厂商：经销商作为品牌产品区域代理方，更了解当地消费习惯，起到协助酒类生产商进行产品区域销售的作用；2) 面向下游的零售商，经销批发商通常以小批量形式将货物转卖给零售商，帮助零售商解决采购资金不足的经营问题。目前酒企仍然主要以多层经销的体系为主，层级精简和线上电商化成为发展新趋势。虽然有部分酒企开始采用直销模式直接对接终端渠道，但鉴于现有直销模式存在成本过高、效率低下等问题，分销渠道仍然是主要销售模式。

图 23：酒类连锁销售企业连接生产商与消费者



资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所整理

**复盘历史，从粗放走向精细化管理。**酒类经销行业大体上分为四个阶段，从计划经济时代的按计划供应到新时代的电商新零售，整体呈现出销售层级越来越少，越发重质重量的特点。目前酒企仍然主要以多层经销的体系为主，层级精简和线上电商化成为发展新趋势。

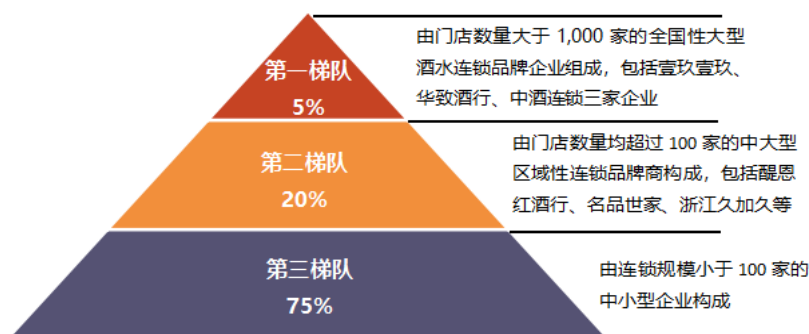
表 4：表酒类经销行业发展呈现扁平化的趋势

阶段	特点
第一阶段 (20 世纪 90 年代以前)	<b>酒类产品计划供应，销售层级多且终端形式单一。</b> 阶梯式的各级糖酒公司(或国营商店)为酒类产品的的主流分销渠道，导致酒类产品流通效率低，酒类流通行业发展受阻。
第二阶段 (20 世纪 90 年代至 2005 年)	<b>酒类产品从计划供应向市场配置转变。</b> 国有糖酒公司主导地位逐渐被各大经销商代替，渠道封闭的流通逐渐被打破，酒类产品流通效率显著提升。
第三阶段 (2005 年至 2013 年)	<b>酒类流通渠道逐步扁平化，销售层级越来越少。</b> 为加快产品流通、降低流通成本及控制产品品质，生产厂商和酒类经销商的营销重心逐渐转移，销售终端的重要性愈加彰显，呈现出终端多元化、服务专业化、经营规模化和渠道品牌化的特征。
第四阶段 (2013 年以来)	<b>新型流通渠道开始兴起，营销服务成为重点。</b> 销售企业的酒类垂直电商平台，包括纯线上电商和 O2O 两种商业模式，成为传统销售渠道的重要补充。销售终端在向消费者提供酒类产品的同时，更加注重服务内容和质量。在降低销售成本的同时，满足消费者多样化选择的需求。

资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

经销行业具有参与者多、集中度低的特点，竞争主体分为三个梯队。在中国酒水经销行业中，市场参与者众多。据商务部 2016 年数据，备案登记的酒类经营者数量有 82.42 万家，门店数量少于 100 家的中小型企业占据市场超过 70% 份额，而 CR3（包括华致酒行、壹玖壹玖和中酒连锁三家）仅为 5%。

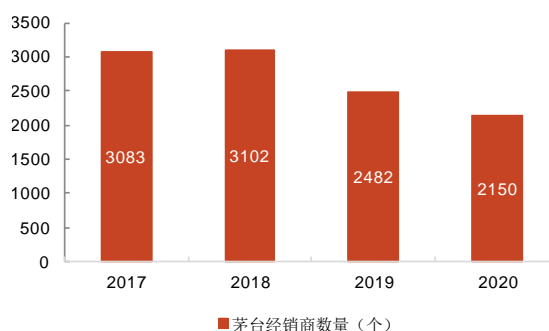
图 24：经销行业参与者众多，大量小型经销商有待整合



资料来源：头豹研究院，光大证券研究所

大经销商占据资金优势，尾部经销商逐步出清。由于大型经销商与生产商单次交易货物数量较多，因此许多上游生产商对进入企业有较高资金要求，只有大型酒水连锁品牌商才能够获得部分产品的总经销资格。从 2018 年开始，茅台集团对部分酱香系列酒经销商进行清理，2018~2020 年间，茅台集团已累计淘汰近三分之一的经销商，2020 年内减少酱香系列酒经销商 301 家。

图 25：贵州茅台经销商数量逐年下降

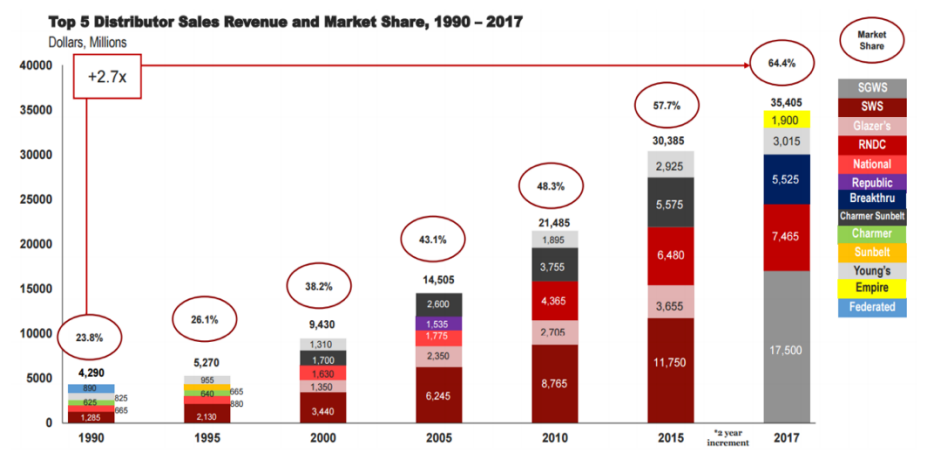


资料来源：贵州茅台年报，光大证券研究所

**品牌效应叠加政策助力，酒类经销商头部集中趋势明显。**酒水连锁店品牌商管理逐渐流程化、智能化，凭借口碑积累产生品牌效应，消费者对酒水连锁店品牌的认知度逐步提高，行业集中度有持续提高趋势。此外，《中国酒业“十四五”发展指导意见（征求意见稿）》中，中国酒业协会提到匹配产业目标，提供配套的保障措施，对于酒类流通行业对应存在“酒类大商 1510 培育计划”，“十四五”期间产业内计划培育千亿级酒类大商至少 1 家，百亿级 5 家，50 亿级大商 10 家。政策扶持将有利于酒类经销商的发展，进一步提升市场集中度。

**美国经销商市场份额高度集中，中国有望诞生酒水流通巨头。**1990 年至今，美国酒类流通市场集中度持续提升。据 Park Street 数据显示，2017 年，美国前 10 大和前 5 大经销商分别占据全美酒水（含烈性酒及红酒）市场 74%和 64.4% 的销售额。国际酒业集团如帝亚吉欧、百富门、LVMH、百加得，旗下品牌、品类众多，以线下多层经销为主，主要依靠主流经销商进行全球销售网络的布局。我国经销商目前竞争格局仍然分散，未来有望诞生市占率超过 10%的酒水流通巨头。

图 26：美国酒水经销行业集中度高



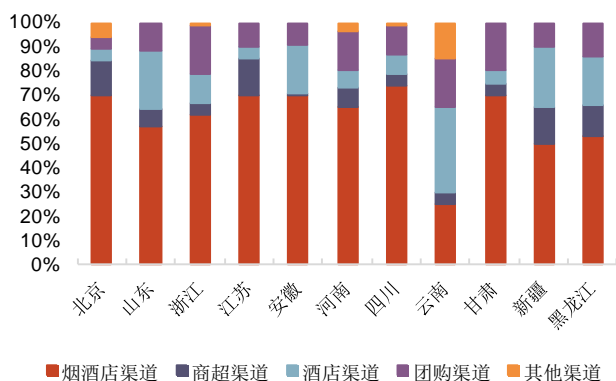
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

## 2.4、线上线下新零售，行业发展新方向

**烟酒店为最主要的终端销售渠道，全国白酒销售占比高达 60%。**酒类销售渠道包括 1) 烟酒店：具有网点密集、购物便利、资源丰富等优势，为主要销售渠道；2) 酒店终端：酒店引流客户，顾客通过餐饮聚餐等方式消费酒品，占比 16%左右；3) 商超渠道：春节等特大节假日消费为主要贡献力量，占比 10%左右；4) 团购渠道：在三公政策导向下，商务团购为主，占比 13%左右。

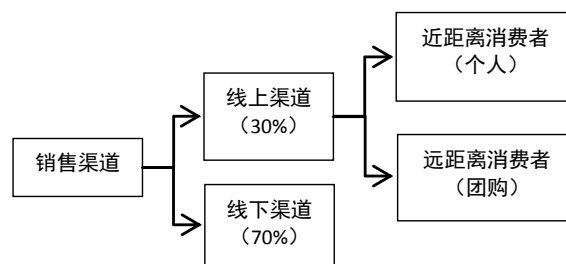
**酒类电商渗透率低，未来增长规模可观。**根据中国烟酒行业协会数据显示，2013 年国内酒类电商交易规模达 70 亿元，2018 年达到了 767 亿元，CAGR 高达 61.41%。但酒水电商的市场规模仍不足市场整体规模的 30%，电商渗透率还有很大提升空间。

图 27: 终端烟酒店为主要销售渠道



资料来源:《中国酒类流通白皮书》,光大证券研究所,统计口径:2020年销售额占比

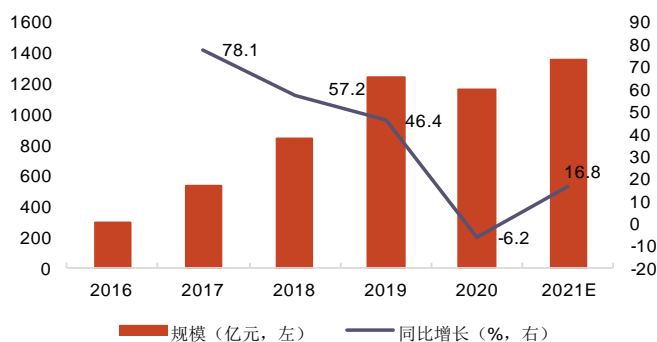
图 28: 酒水销售渠道线下为主



资料来源:头豹研究院、光大证券研究所

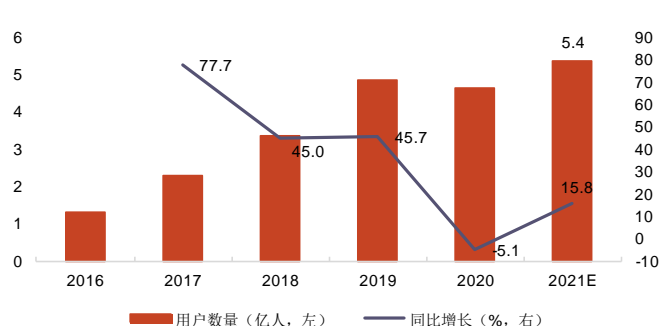
**资本巨头布局酒类电商赛道, 资金注入带动发展。**2020年受新冠疫情影响, 大量线下门店关闭, 酒类消费承压, 全年酒类新零售市场交易总额为 1167.5 亿元, 同比下降-6.18%。随疫情得控, 据艾媒咨询预测, 2021 全年销售总额将达到 1363.1 亿元, 同比增长 16.75%。同时, 疫情期间酒类电商赛道悄然升温。2021 年 3 月, 京东在自家已有“京东酒世界”业务之外, 入局酒类投资赛道, 参投了酒类电商平台“搜茅网”。4 月, 酒仙网向深交所递交招股书, 冲刺创业板上市。在传统酒企方面, 2013 年洋河股份推出手机 App “洋河 1 号” 与海量线下零售网点合作, 开创白酒企业 App 卖酒先河, 2017 年, 五粮液铺设“五粮 e 店”, 同名 App 同步上线。利用互联网共享经济平台, 建设线上线下一体化成为酒类经销行业新增量。

图 29: 中国酒类新零售市场规模逐渐攀升



资料来源:艾媒咨询,光大证券研究所整理

图 30: 中国酒类新零售用户规模呈现上升趋势



资料来源:艾媒咨询,光大证券研究所整理

### 3、多角度打造酒水经销领头羊

#### 3.1、 背靠集团产业链赋能, 上游酒厂深度合作

**集团打造酒业经销龙头, 贯通上下游产业链。**华致酒行作为金东集团的唯一上市平台, 和金东集团合作密切。金东集团近年来陆续收购了湖南湘窖酒业、安徽临水酒业、四川金六福酒业、滕州今缘春酒业有限公司、湖南雁峰酒业有限公司、黑龙江玉泉酒业、桂林湘山酒等十多家酒类企业, 拥有由国家级白酒和葡萄酒评

委以及法国国家酿酒师等酒类专家组成的顶级研发团队,拥有大量酒类上游产业链资源,赋能下游销售端华致酒行。

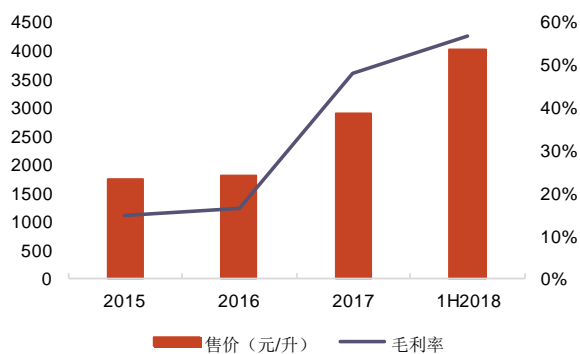
**华致酒行与头部酒企合作紧密。**华致酒行与茅台、五粮液、汾酒、古井贡等知名酒企保持战略合作,拥有包括五粮液年份酒、贵州茅台酒(金)等多个酒品的总经销资格,2018年上半年华致酒行总经销资质占比高达89.5%。此外,合作还表现在:1) **酒企单品协助引流:**合作酒企的超级单品协助了公司引流获客,例如,52度普通五粮液(500ml)与53度飞天茅台(500ml)两个单品起到了引流作用,在2018年H1销售收入占比分别为17.93%、15.69%。2) **合作定制酒拉升利润:**总经销类产品均由华致发起,上游名酒厂合作定制。例如,贵州茅台酒(金)是与茅台合作开发的一款高品质白酒,适应市场需求,终端价格和毛利率持续上升,2018H1毛利率为56.84%;同样的,其参与合作定制的“荷花”系列在2018H1毛利率高达45.65%。同期(2018H1)的白酒整体毛利率仅为21%

表 5: 华致酒行拥有多个酒品的总经销资格

序号	产品名称	合作酒企	代表产品	官方售价(元/瓶)	经销商资质	获取时间	是否存在区域限制	同类产品的其他总经销商数量
1	五粮液年份酒	宜宾五粮液	五粮液 30 (礼盒)	14099	总经销	2005 年	全国	不存在
2	贵州茅台酒(金)	贵州茅台	贵州茅台酒(金)		总经销	2015 年	全国	不存在
3	古井贡酒 1818 系列	安徽古井贡	古井贡酒 1818 (红)	198	总经销	2015 年	全国 (安徽、河南、苏州、温州除外)	不存在
4	习坛	习酒公司	习坛封藏酱香酒 (红坛)	438	总经销	2016 年	全国	不存在
5	国乡荷花	荷花酒业	荷花酒 (上品荷花)	898	总经销	2016 年	全国	不存在
6	仙林世家桑葚酒	九贺宴酒业、五粮液仙35度 500ml 仙林世家林果酒公司	桑葚酒	188	总经销	2017 年	全国	不存在
7	“甲等老白汾”系列	汾酒销售公司	汾酒 (甲等老白汾)	168	总经销	2017 年	全国	不存在
8	“虎头汾酒”系列	汾酒科技开发公司	汾酒虎头瓶型 (白瓷)	298	总经销	2017 年	全国	不存在
9	53 度茅台醇·酱酒	茅台醇公司	53°茅台集团茅台醇香 1.5L	499	总经销	2018 年	全国	不存在
10	普通五粮液系列	宜宾五粮液	五粮液 (第八代经典版)	1399	一般经销	2011 年	全国, 华致酒行渠道、KA 渠道等	1,128 家
11	贵州茅台酒系列	贵州茅台	2018 飞天茅台 53 度 500ml	3720	一般经销	2011 年	特定区域	3,083 家
12	钓鱼台精品酒 (铁盖)	贵州钓鱼台国宾	钓鱼台精品酒 (铁盖) 500ml	1888				

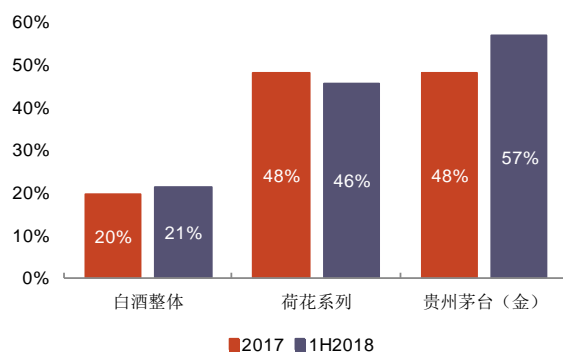
资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所, 时间截止 2018 年 6 月

图 31: 贵州茅台(金)产品售价与毛利率逐年提升



资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

图 32: 荷花、贵州茅台(金)毛利率显著高于白酒整体毛利率



资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所, 统计指标: 不同产品毛利率



### 3.2、“小B大C”战略，销售网络扁平多元

**线下网点有序扩张，700项目重点推进。**公司线下门店布局主要分为品牌门店和零售网点两种业态。2015~2018年间，公司品牌门店数量从294家增至800余家，零售网点数从2788家增至4190家。其中品牌门店主要包括：华致酒行与华致酒库，其中，除了华致酒行直营店，合作店与华致酒库均采用合作经营的轻资产模式。两类合营店铺中，华致酒行主要面向较高端市场，单店规模大，装修较为豪华，华致酒库则面向大众消费者居多，单店面积较小。零售网点主要包括：名烟名酒店、专卖店、餐饮酒店等。

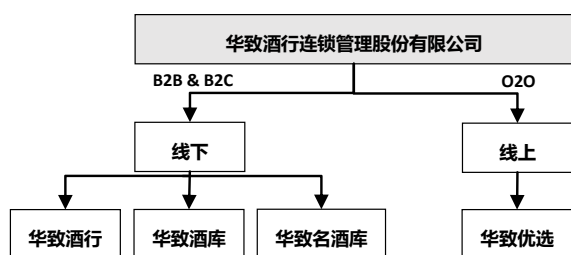
从宏观布局看，公司以北京、南京、成都、郑州等城市为核心，重点推进“700”项目，即在全国范围内深耕具有中高端酒水消费能力的700个区域；从微观布局看，公司门店主要分布在高端小区、商圈等高端消费者密度较高的生态圈范围。从而为核心产品宣传、推进、下货、动销，并且起到连接高端客户，为新产品引流的作用。

表 6：华致酒行 VS 华致酒库

管理内容	华致酒行		华致酒库
	直营店	合作店	
直销方式	公司直接对其客户销售（买断式销售）	公司向其合作店销售（买断式销售），合作店向其客户销售	公司向华致酒库销售（买断式销售），华致酒库向其客户销售
门店产权所有方	公司购买或租赁	酒行合作经营方购买或租赁	酒库合作经营方购买或租赁
装修承担方	公司	公司	酒库客户自身
店铺面积	通常较大	通常较大	通常较小
华致品牌资源使用情况及期限	品牌使用情况：门店装修、宣传活动等；品牌使用期限：长期 品牌使用情况：门店装修、宣传活动等；品牌使用期限：合作期限之内 品牌使用情况：门店装修、宣传活动等；品牌使用期限：合作期限之内		
经营产品	公司指定产品	公司指定产品	除公司提供产品，可选择门店内销售其他供应商产品
单点采购规模	-	通常较大	通常较小
O2O建设	不涉及	不涉及	公司构建“华致酒库”微信号线上平台
日常巡查	公司员负责日常管理，总部定期派出稽查人员进行巡视	运营经理对合作店进行日常检查和督导；总部定期派出稽查人员进行巡视	运营经理对华致酒库进行日常检查和督导；总部定期派出稽查人员进行巡视
合作黏性	公司直接控制	较强，需遵守公司管理制度	较强，需遵守公司管理制度

资料来源：招股说明书，光大证券研究所整理

图 33：华致酒行自有品牌渠道建设



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 34：华致名酒库门店图



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理



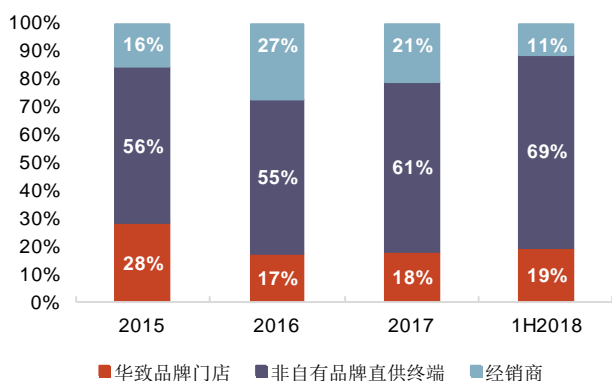
表 7: 公司业务覆盖多种酒类零售业态

主要业态	传统渠道					新零售
	餐饮酒店	名烟名酒店	连锁及专卖店	KA 卖场	夜场	
经营特征	单店或连锁零售	单体店, 数量多	标准化管理	专柜模式为主	专营	线上线下结合
品牌定位	餐饮品牌	一般无品牌	专业连锁品牌	综合性零售	娱乐品牌	平台
产品丰富度	一般	相对丰富, 区域性强	较为丰富	较为丰富	特色品类为主	产品丰富
采购渠道	经销商供货为主	经销商供货为主	厂方直采为主	经销商供货为主	经销商供货为主	厂方直采为主
运营成本	一般	一般	较高	一般	一般	一般

资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所整理

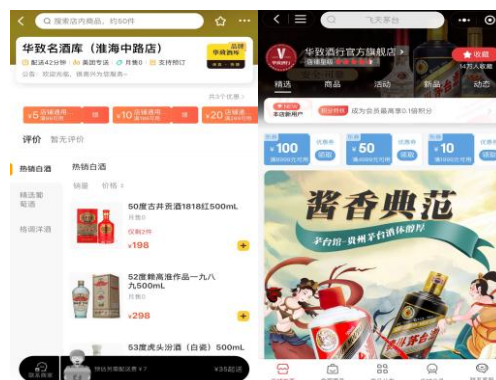
在终端渠道建设方面, KA、团购集中发力。截止 2019 年华致酒行产品已进入 20 多家大型商超, 拥有众多可以持续消费的重点客户资源。同时华致酒行与麦德龙、沃尔玛、山姆会员店、盒马鲜生、华润万家、大润发、家乐福、卜蜂莲花、每日优鲜、兴盛优选等世界 500 强及知名企业建立了长期稳定的合作友谊。另外, 公司也十分重视线上新零售平台的铺设, 公司成功与美团、饿了么、京东到家、京东旗舰店、在线支付、微信小程序等第三方优质线上平台展开合作, 基本完成“O2O”服务平台的搭建与布局, 进一步落地一体化的新零售便捷服务, 完善新零售模式的生态体系。

图 35: 以 KA 为代表的直供终端收入占比日渐增加



资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

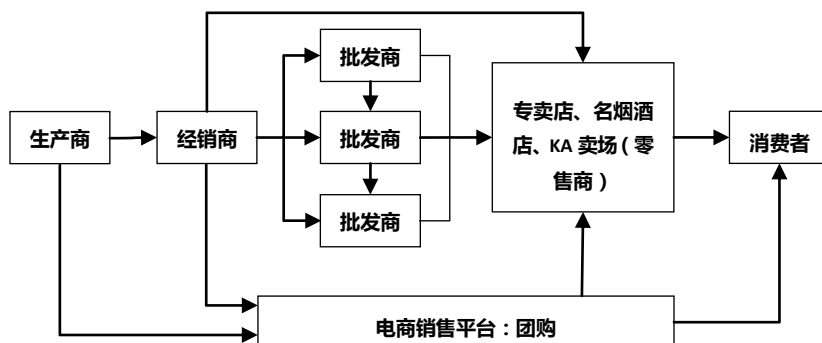
图 36: 华致酒行美团线上店铺和京东旗舰店



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

销售网络扁平化有助于公司提升利润空间, 提供多元化附加服务。通过扁平化的结构, 公司直接联通上游供应商与终端消费者, 缩短供应链链条, 提升效率从而增厚利润空间。另外, 扁平化的销售网络也有利于公司通过连锁门店及终端对客户进行酒文化宣传、精品酒水推广、品鉴培训等附加服务, 提升终端消费者的酒水品鉴能力。

图 37：销售网络的扁平化能直接触达消费者



资料来源：招股说明书，光大证券研究所整理

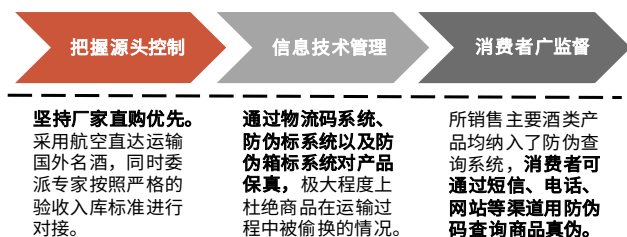
**品鉴会赋能高净值客户，增强用户黏性。**华致酒行主要通过品鉴会活动触达具有较高消费能力的个人 C 端客户，2020 年公司共进行了荷花、钓鱼台、五粮液等品牌产品大小品鉴会 5000 余场，同时还举办了如青花汾酒 30 复兴版·线下首发活动、铁盖·钓鱼台“黄金御宴”活动、荷花千商大会、高端酒展览会、“拉菲之夜”等各项品宣活动数十场。

### 3.3、精品保真是核心，物流体系赋能高效供应链

**获中国品牌年度大奖，品牌形象深入人心。**2011 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”，是第 35 类商标中唯一入选的酒类流通企业商标。截至 2021 年，华致酒行已连续十二年位列中国品牌 500 强榜单。2021 年品牌价值为 205.61 亿元，并于同年获得“2020 中国品牌年度大奖酒业连锁 No.1”奖项，该奖项是由国际权威品牌评审机构——世界品牌实验室(World Brand Lab)于“中国 500 最具价值品牌”排行榜发布会颁发。

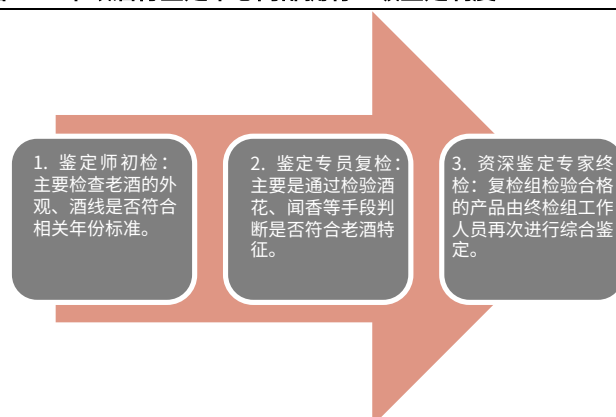
**多重把关，确保消费者买到真品佳酿。**华致酒行主要通过以下方式保真：1) 每瓶酒身上都有独有的防伪标系统，保证产品在出厂运送过程中不被调包；2) 提出 323 新规，在门店管理方面，公司打造最严经营管理条例。公司通过 15 年连锁经营管理摸索，结合门店发展情况，特制定门店经营管理规定，覆盖外出采购限制、公众监督条例、处罚措施等方面；3) 建立了专业化老酒鉴定中心。2020 年 5 月华致投资 10 亿在北京通州建立了专业化老酒鉴定中心。鉴定中心总建筑面积 6000 平米，中心设有鉴定室、名优老酒储藏、品鉴展示、贵宾接待等多个功能区域，专业鉴定、销售老茅台、各式茅台、十七大、53 优等名优老酒。鉴定中心提供有偿鉴定服务，由华致酒行独创的三级鉴定制度保证鉴定质量，鉴定内容包括初检、复检、终检三道工序，有偿鉴定服务一经推出，受到消费者的热烈欢迎。

图 38: 华致酒行通过三种方式来保证售出酒品为真品



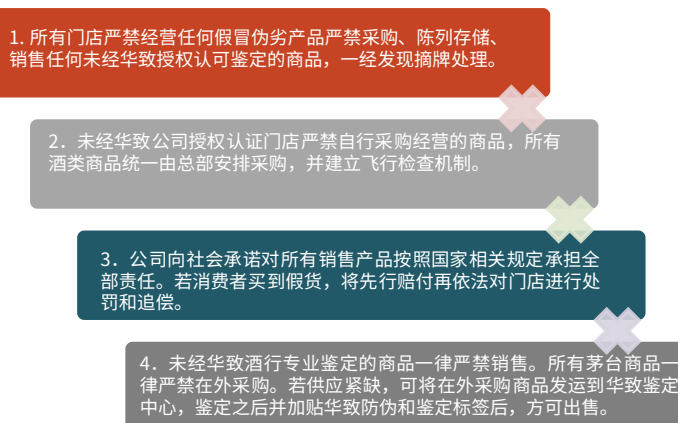
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

图 39: 华致酒行鉴定中心内部拥有三级鉴定制度



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

图 40: “323” 新规从门店端提高对于酒品把控



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

**构建物流合作体系, 高效供应安全快速**公司主要通过以下两种方式提高供应链时效: 1) 加强与顺丰、德邦、联想、中外运等一线的物流公司深度合作, 推出异地航空、同城极速达、专车配送等配送服务方式; 对在途配送货品实现全程 GPS 追踪, 保障安全送达; 在货品及周转包装加贴华致酒行专属防伪封箱标贴, 有效防止货物在途开箱; 2) 加大物流硬件投入, 在全国范围内大力增设前置仓, 缩短配送距离。公司实施“总仓+多层”分仓的模式, 采取多仓运作, 就近发货; 截止 2020 年, 公司共有 36 个仓库, 覆盖 23 个省份、3 个直辖市, 并建立仓储安防体系和监控管理平台, 覆盖全国大部分经济发达区域, 仓储管理面积超过 4 万平米。同时仓储环节针对高端酒水设置 24 小时恒温恒湿环境, 以保障酒类产品质量稳定性。

表 8: 公司仓库情况

年份	仓库数量 (个)	覆盖区域
2018 年	22	16 个省份、3 个直辖市
2019 年	37	23 个省份、3 个直辖市
2020 年	36	23 个省份、3 个直辖市

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

图 41：高效物流体系满足大量订单需求



资料来源：公司官网，光大证券研究所

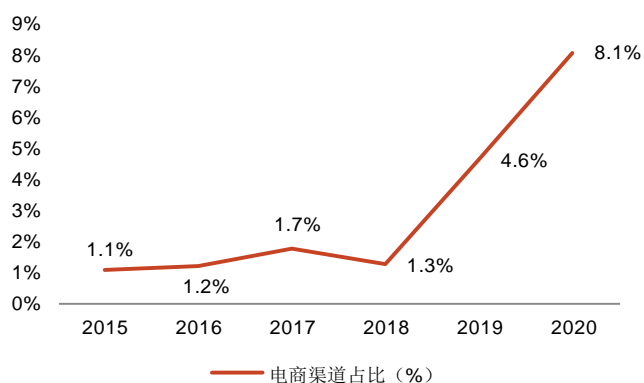
## 4、新零售起跑领航，进口烈酒开启新增量

### 4.1、数字化转型：打造一站式新零售服务

**推进“O2O”数字化，渠道优势助力转型。**2020 年公司电商渠道收入为 4 亿元，同比增长 130.79%，占总营收 8.11%。2019 年华致酒行在开启数字化转型后，通过重点打造旗下电商平台“华致优选”和“华致名酒库”，积极布局线上业务。

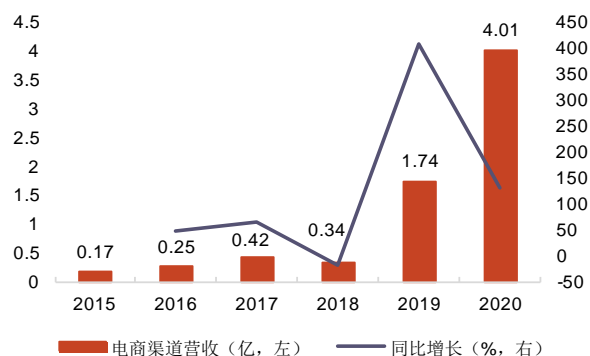
“华致优选”APP 主要包括公司全国库存的酒品现货，对用户需求的商品进行全国调货，平台在售商品主要从北京仓和上海仓就近发货。平台内部打造了专属四大酒馆（茅台馆，老酒馆，名酒馆和洋酒馆），主要经营飞天茅台（2013-2017 年）、老茅台酒（2013 年以前）、茅台系列酒、17 大老酒、53 名优老酒、名庄葡萄酒、日本清酒、知名烈性酒、精酿啤酒、燕窝等产品，种类繁多，满足客户多样的需求。“华致名酒库”APP 则是通过线上平台连接消费者和公司连锁品牌终端，主要包括当地酒品现货。用户可通过 APP 搜索附近的华致酒库，在线与商家联系，也可导航前往周边门店采购商品或者呼叫外卖服务送酒上门，相比“华致优选”发货速度更快，满足用户对时效性的需求。

图 42：公司电商渠道营收占比快速增长



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

图 43：公司电商渠道收入快速增长



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

图 44：华致优选和华致名酒库小程序页面



资料来源：公司官网，光大证券研究所

随着人们消费观念的转变，以“不出门，送上门”为服务特点的“懒人经济”将持续为公司引流线上消费者，扩大公司未来线上的营业收入占比。据艾媒咨询预测，2021 年底中国酒类新零售用户将达到 5.36 亿人，同比增长 16%。华致酒行凭借传统渠道优势、酒企合作资源将获得一定品牌效应，转型 O2O 也将更加顺畅，预计未来电商平台销售将成为公司未来主要的增长驱动之一。

## 4.2、 进军进口烈酒，开启第二增长曲线

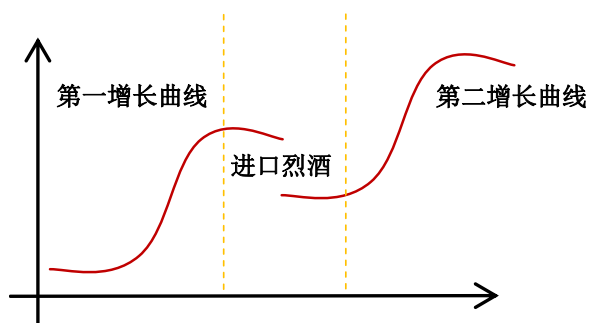
华致酒行与众多国外大牌名酒达成战略合作。截至 2021 年 7 月，公司已经与宝格丽、人头马、皇家礼炮等畅销酒品达成战略合作，将进一步发展进口烈性酒赛道。2019、2020 年华致酒行进口烈酒营业收入分别为 1.12 亿元、2 亿元。2020 年同比增长 78.97%，占总营收 4.04%。鉴于目前国内外烈酒消费需求仍处于快速发展阶段，葡萄酒和进口烈酒等新增酒品类或将开拓公司的第二增长曲线。

表 9：华致酒行与众多国外大牌名酒达成战略合作

阶段	特点
2018 年 3 月 22 日	富邑葡萄酒集团 (Treasury Wine Estates) 在成都糖酒会宣布与华致开启战略合作。公司成为富邑集团旗下澳洲 Penfolds 奔富与 Beaulieu Vineyard 美国璞立酒庄的代理经销商，并获得璞立酒庄大师系列葡萄酒赤霞珠和甄锦珍藏混酿红葡萄酒在中国的独家代理经销权。
2020 年 10 月	华致酒行与拉菲罗斯柴尔德家族达成战略合作，赢得拉菲集团旗下传奇源自拉菲罗斯柴尔德品牌旗舰酒款在中国大陆地区的总代理。
2020 年 11 月 17 日	华致酒行携手帝亚吉，构建威士忌在华发展新格局
2021 年 6 月 9 日	华致酒行与全球知名烈酒集团保乐力加达成战略合作

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 45: 进口烈酒或将成为公司第二增长曲线



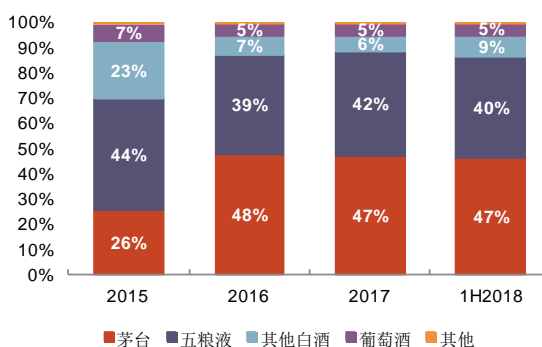
资料来源: 光大证券研究所整理

## 5、 疫情期间逆势双增, ROE 处于领先水平

### 5.1、 营收、利润持续增加, 茅台、五粮液贡献大头

2016-2020 年五年间, 华致酒行实现营收与净利润持续双增。2020 年面对突如其来的新冠肺炎疫情, 公司业绩逆势增长, 营业收入 49.41 亿元, 同比增长 32.20%; 实现净利润 3.80 亿元, 同比增长 18.48%。公司代理经销的茅台、五粮液是公司最主要的收入来源, 贡献收入在 FY2015、FY2016、FY 2017、1H2018 分别占总营收 69.53%、87.16%、88.70%、86.22%。根据公司 2021 年 4 月 13 日召开的业绩说明会, 茅台与五粮液的销售收入目前占总收入七成左右。

图 46: 茅台与五粮液为主要营收来源



资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所整理, 统计口径: 不同产品收入占比

### 5.2、 高毛利率是高 ROE 的基石

公司 ROE 处于行业领先地位。2016 年至 2020 年, 公司 ROE 分别为 11.62%、19.82%、18.18%、16.57%、14.02%, 始终保持行业领先地位: 1) 销售净利率稳定保持在 7.5%-8.6% 之间, 显著高于行业平均水平; 2) 总资产周转率保持在 1.14 左右, 高于可比公司银基集团和壹玖壹玖; 3) 公司负债率逐年走低, 截至 1H2021, 公司权益乘数为 1.54, 处于业内较低水平; 4) 公司毛利率稳定是



**销售净利率稳定的主要原因。**2016年至2020年，公司毛利率稳定在20%上下，在同行竞争中拥有较大的优势。受疫情影响，2020年毛利率为19.07%，较2019年下降近2个百分点。在疫情修复需求回暖，公司与茅台，五粮液等名企合作定制酒的畅销的作用下，个性化精品酒水为公司毛利率带来了新的提升空间，2021年上半年，华致酒行毛利率回升至20.62%。

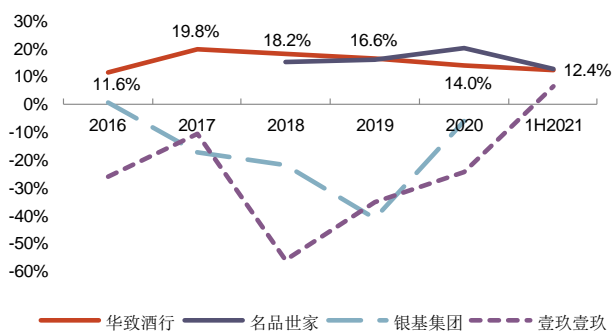
表 10: 公司 ROE 处于行业领先地位

		2016	2017	2018	2019	2020	1H2021
ROE	华致酒行	11.62%	19.82%	18.18%	16.57%	14.02%	12.38%
	名品世家			15.35%	15.92%	20.12%	12.76%
	银基集团	0.76%	-17.33%	-21.90%	-41.11%	-5.94%	
	壹玖壹玖	-26.29%	-10.73%	-56.05%	-35.18%	-24.70%	6.41%
销售净利率	华致酒行	5.17%	8.42%	8.26%	8.55%	7.55%	9.27%
	名品世家			5.34%	6.21%	7.79%	9.40%
	银基集团	0.41%	-5.86%	-8.60%	-10.42%	-2.37%	
	壹玖壹玖	-3.00%	-1.49%	-16.63%	-8.01%	-6.89%	2.58%
资产周转率	华致酒行	1.04	1.14	1.17	1.10	1.17	0.87
	名品世家			2.06	1.99	1.92	0.99
	银基集团	0.74	1.03	0.63	0.68	0.45	
	壹玖壹玖	1.27	1.18	0.95	1.15	0.72	0.60
权益乘数	华致酒行	2.15	2.06	1.88	1.77	1.59	1.54
	名品世家			1.40	1.29	1.35	1.37
	银基集团	2.54	2.88	4.06	5.69	6.08	
	壹玖壹玖	6.88	6.09	3.55	3.80	5.00	4.13
毛利率	华致酒行	17.24%	20.30%	21.36%	21.39%	19.07%	21.93%
	名品世家	8.91%	9.90%	8.80%	9.52%	10.34%	12.61%
	银基集团	27.36%	9.72%	13.68%	19.06%	23.91%	
	壹玖壹玖	9.10%	10.94%	7.83%	5.12%	11.69%	18.25%

资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理；1H2021 资产周转率已进行年化处理

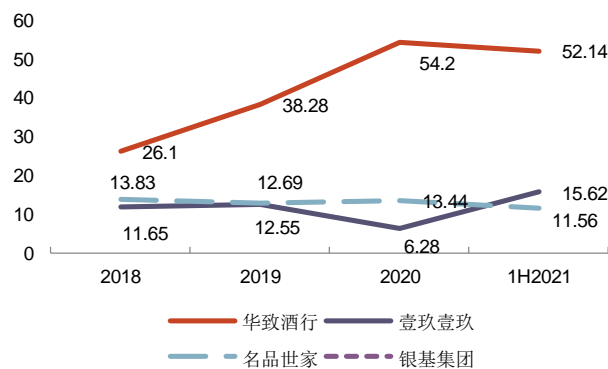
**销售费用为主要费用，应收账款周转率高于同行。**2021 上半年，公司的销售费率、管理费用率、财务费用率分别保持在 8%、1.4%、0.2%，销售费用为公司主要费用，销售费用率相对稳定，管理费用率自 2019 年开始逐年下降。鉴于公司以小 B 大 C 为主要客群，应收账款处于业内较低水平，2020 年，公司应收账款周转率为 54.2，高于同期可比公司应收账款周转率，公司资金债务风险较小，短期流动性占优。

图 47: ROE 常年保持行业领先



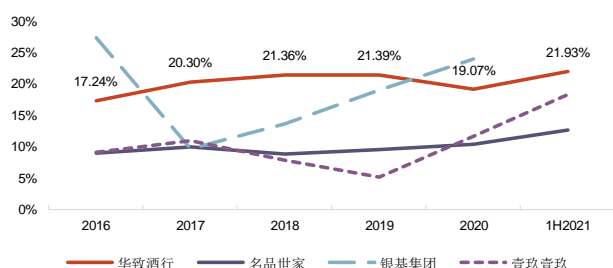
资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理，统计指标：各公司 ROE

图 48: 应收账款周转率较高，展现公司流动性优势



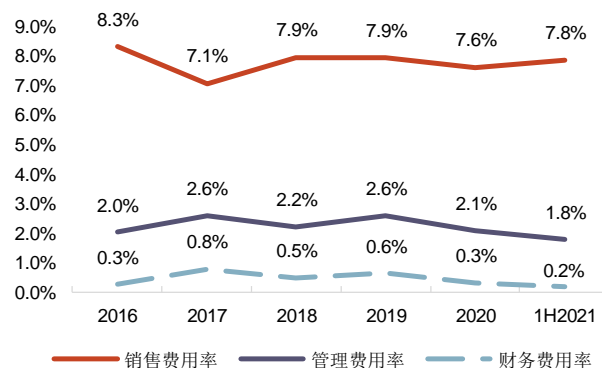
资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理，统计指标：各公司应收账款周转率；1H2021 应收账款周转率已进行年化处理

图 49：毛利率持续领先同行



资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理，统计指标：各公司毛利率

图 50：公司费用率情况稳定



资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理

## 6、盈利预测与估值

### 6.1、关键假设

公司主营收入主要来自于高品质酒水的销售收入，公司具有品牌与渠道优势，在酒类经销行业集中度提升以及高端白酒销售向好的背景下，我们预计 2021-2023 年公司收入增速分别为 41.91%、30.52%、28.65%，对应毛利率分别为 20.65%、20.57%、20.43%。

白酒收入主要受毛利率较高的定制酒品类销售增速提升催化，我们预计 2021-2023 年白酒收入增速分别为 38.63%、28.64%、26.51%，对应毛利率为 21.22%、21.36%、21.49%。

葡萄酒收入得益于公司多元化进程与国人消费意识的觉醒，未来增长优于白酒，预计 2021-2023 年收入增速分别是 50.87%、41.67%、40.17%。葡萄酒业务整体毛利率较低，预计 2021-2023 年毛利率分别是 15.02%、14.12%、13.17%。

其他酒（主要为进口烈酒）收入增长十分迅速，因用户画像与主营业务白酒有一定重叠，进口烈酒是公司未来业务布局中重要的增长点之一，预计增长速度最快。预计 2021-2023 年收入增速分别是 79.68%、40.58%、39.08%，毛利率分别为 19.99%、19.03%、18.04%。

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 70.13 亿元、91.53 亿元、117.75 亿元，同比分别增长 41.91%、30.52%、28.65%；2021-2023 年归母净利润分别为 6.00 亿元、7.56 亿元、9.39 亿元，同比分别增长 60.72%、26.05%、24.23%，对应 EPS 分别为 1.44 元、1.81 元、2.25 元。

表 11: 公司业务分产品预测

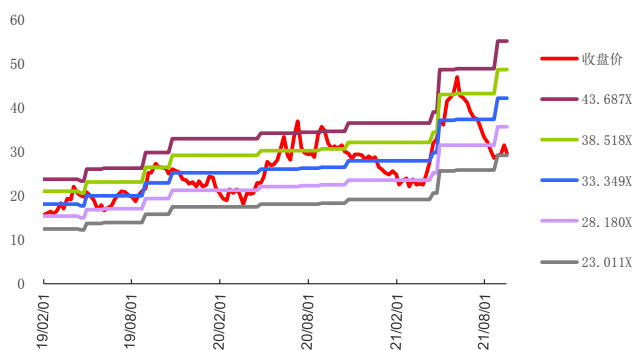
单位:万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	373,788.84	494,144.16	701,251.69	915,291.83	1,177,531.85
营业成本	293,162.48	396,210.18	556,414.50	727,005.00	936,903.58
营收 YoY(%)	37.38%	32.20%	41.91%	30.52%	28.65%
毛利率%	21.57%	19.82%	20.65%	20.57%	20.43%
<b>白酒:</b>					
收入	335,518.72	429,578.53	595,537.57	766,090.15	969,188.07
收入占比%	89.76%	86.93%	84.92%	83.70%	82.31%
成本	262,732.40	343,419.19	469,150.56	602,442.59	760,926.22
收入 YoY(%)	31.47%	28.03%	38.63%	28.64%	26.51%
毛利率%	21.69%	20.06%	21.22%	21.36%	21.49%
<b>葡萄酒:</b>					
收入	24,844.97	35,744.01	53,926.34	76,396.48	107,083.57
收入占比%	6.65%	7.23%	7.69%	8.35%	9.09%
成本	18,255.12	30,018.62	45,827.81	65,611.00	92,983.05
收入 YoY(%)	95.31%	43.87%	50.87%	41.67%	40.17%
毛利率%	26.52%	16.02%	15.02%	14.12%	13.17%
<b>其他酒:</b>					
收入	13,425.15	28,821.62	51,787.77	72,805.20	101,260.21
收入占比%	3.59%	5.83%	7.39%	7.95%	8.60%
成本	12,174.96	22,772.37	41,436.13	58,951.40	82,994.31
收入 YoY(%)	222.88%	114.68%	79.68%	40.58%	39.08%
毛利率%	9.31%	20.99%	19.99%	19.03%	18.04%

资料来源: 公司年报、光大证券研究所预测

## 6.2、相对估值

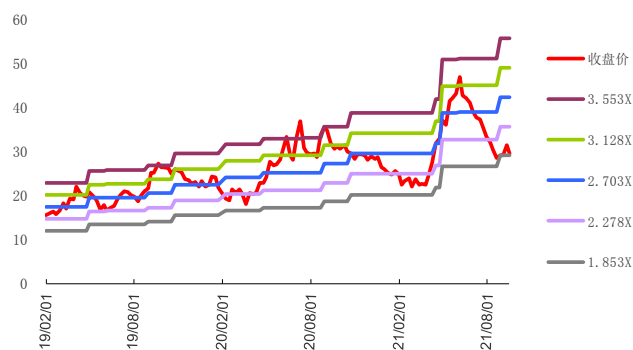
从公司历史 PE 看, 公司 PE 处于 23.01X-43.69X 之间, 公司于 2021 年 9 月 15 日处于 23.01X 左右 PE-TTM, 处于历史低位; 从公司历史 PS 看, 公司 PS 处于 1.85X-3.55X 之间, 公司于 2021 年 9 月 15 日处于 1.85X 左右 PS-TTM, 处于历史低位。

图 51: 华致酒行 PE-Band 图 (截至 2021 年 9 月 15 日)



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 52: 华致酒行 PS-Band 图 (截至 2021 年 9 月 15 日)



资料来源: wind, 光大证券研究所

鉴于国内 A 股暂无其他酒水经销企业，港股上市的银基集团尚未实现盈利，而壹玖壹玖及名品世家均在新三板挂牌，在估值方面和华致酒行不具可比性。因此在 A 股上市公司中，我们选取爱婴室、健之佳、良品铺子和三只松鼠四家连锁企业作为可比公司，这四家公司与华致酒行的主营产品虽然不同，但是商业模式与华致酒行相近，均为国内专营连锁公司。

表 12: 可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE (X)			市值 (亿元)
	9月15日	2020年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年		
爱婴室	22.92	0.82	1.08	1.31	28	21	17	32.95	
健之佳	73.21	4.74	4.35	5.21	15	17	14	51.34	
良品铺子	33.85	0.87	1.06	1.29	39	32	26	137.62	
三只松鼠	36.38	0.75	1.15	1.45	49	32	25	144.36	
平均值					33	25	21		
华致酒行	29.47	0.9	1.44	1.81	33	20	16	125.66	

资料来源: 可比公司预测数据均来自 wind 一致预期, 华致酒行预测数据来自光大证券研究所, 股价时间为 2021-09-15

我们采取四家公司 PE 平均值作为参考, 给予公司 2021 年 25X PE, 2021 年 EPS=1.44 元, 对应 A 股目标价为 36 元。

### 6.3、绝对估值

#### 关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率: 华致酒行属于酒类流通行业, 经营情况受上游酒类行业影响较大, 出于谨慎原则, 假设长期增长率为 1%;
- 2、β 值选取: 采用中信三级行业分类-专营连锁的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 20%。

表 13: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(levered)	1.03
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.65%
税率	20.00%
Kd	3.48%
Ve	5,728.0
Vd	469.2
目标资本结构	7.57%
WACC	7.33%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 14: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-1,345.44	-8.80%
第二阶段	4,982.49	32.60%
第三阶段 (终值)	11,645.54	76.20%
企业价值 AEV	15,282.59	100.00%
加: 非经营性净资产价值	120.88	0.79%
减: 少数股东权益 (市值)	119.47	-0.78%
减: 债务价值	469.17	-3.07%
总股本价值	14,814.83	96.94%
股本 (百万股)	416.80	-
每股价值 (元)	<b>35.54</b>	-
PE (隐含)	24.70	-
PE (动态)	20.15	-

资料来源: 光大证券研究所预测

表 15: 敏感性分析表

长期增长率 WACC	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
6.33%	39.60	42.43	45.79	49.85	54.85
6.83%	35.22	37.51	40.20	43.39	47.24
7.33%	31.49	33.37	<b>35.54</b>	38.09	41.12
7.83%	28.28	29.84	31.62	33.68	36.10
8.33%	25.50	26.80	28.27	29.96	31.92

资料来源: 光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值法, 我们得出合理估值水平为 29.84~43.39 元/股 (敏感性±0.5% 区间)。

## 6.4、估值结论与投资评级

我们维持对公司 2021-2023 年归母净利润的预测 6.00 亿元、7.56 亿元、9.39 亿元, 对应 EPS 分别为 1.44 元、1.81 元、2.25 元。综合相对估值及绝对估值法, 给予公司目标价 36 元, 对应 2021 年 25 倍 PE, 维持“买入”评级。

表 16: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,738	4,941	7,013	9,153	11,613
营业收入增长率	37.38%	32.20%	41.91%	30.52%	26.88%
净利润 (百万元)	319	373	600	756	939
净利润增长率	42.06%	16.82%	60.85%	25.87%	24.31%
EPS (元)	0.77	0.90	1.44	1.81	2.25
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.74%	13.25%	17.96%	19.00%	19.72%
P/E	38	33	20	16	13
P/B	4.9	4.4	3.7	3.1	2.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-09-15

## 7、风险分析

### 与上游酒企合作关系未能维持

公司约七成收入来自茅台和五粮液，受上游酒企影响较大，若未能维持稳定的总经销合作关系或将对公司盈利带来较大影响。

### 白酒行业景气度下行风险

公司以白酒为主要经销产品，和白酒行业景气度关系密切，若白酒行业景气度下行，将对公司拓展用户群产生一定阻碍。

### 定制酒拓展不及预期

公司主要通过定制酒提升毛利率水平，若定制酒接受程度不及预期将影响公司的利润空间。



财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,738	4,941	7,013	9,153	11,613
营业成本	2,938	3,999	5,533	7,210	9,149
折旧和摊销	2	7	7	9	11
税金及附加	13	15	21	28	35
销售费用	296	376	550	718	913
管理费用	96	103	140	183	244
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	23	15	30	50	68
投资收益	0	2	0	0	0
营业利润	387	475	769	969	1,199
利润总额	389	476	760	954	1,184
所得税	68	96	152	191	237
净利润	321	380	608	763	947
少数股东损益	1	7	8	8	8
归属母公司净利润	319	373	600	756	939
EPS(元)	0.77	0.90	1.44	1.81	2.25

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	108	325	410	472	510
净利润	319	373	600	756	939
折旧摊销	2	7	7	9	11
净营运资金增加	625	511	881	991	1,253
其他	-838	-566	-1,078	-1,284	-1,693
投资活动产生现金流	-95	-51	-22	-50	-25
净资本支出	-55	-58	-20	-25	-25
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-40	7	-2	-25	0
融资活动现金流	978	-423	490	220	253
股本变化	243	0	0	0	0
债务净变化	48	-235	594	390	472
无息负债变化	236	107	155	273	250
净现金流	990	-149	879	642	738

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	21.4%	19.1%	21.1%	21.2%	21.2%
EBITDA 率	11.9%	10.0%	11.6%	11.3%	11.1%
EBIT 率	11.6%	9.6%	11.4%	11.2%	11.0%
税前净利润率	10.4%	9.6%	10.8%	10.4%	10.2%
归母净利润率	8.5%	7.6%	8.6%	8.3%	8.1%
ROA	7.8%	8.8%	10.8%	11.0%	11.2%
ROE (摊薄)	12.7%	13.3%	18.0%	19.0%	19.7%
经营性 ROIC	12.5%	11.0%	14.9%	15.4%	15.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	38%	34%	39%	41%	43%
流动比率	2.54	2.85	2.47	2.34	2.29
速动比率	1.48	1.55	1.46	1.43	1.42
归母权益/有息债务	4.22	7.84	3.51	2.96	2.62
有形资产/有息债务	6.84	11.76	5.81	5.09	4.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	4,138	4,320	5,602	6,906	8,422
货币资金	1,356	1,225	2,104	2,746	3,484
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	63	120	158	207	262
应收票据	2	3	5	6	8
其他应收款 (合计)	74	59	83	109	138
存货	1,670	1,892	2,213	2,596	3,111
其他流动资产	122	94	94	94	94
流动资产合计	4,015	4,141	5,432	6,695	8,195
其他权益工具	40	40	40	40	40
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	9	43	52	59	66
在建工程	0	0	3	5	7
无形资产	4	7	6	11	15
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	2	2	2
非流动资产合计	123	180	170	211	228
总负债	1,580	1,452	2,201	2,864	3,586
短期借款	594	359	953	1,342	1,814
应付账款	63	102	141	176	210
应付票据	363	238	329	429	544
预收账款	310	0	0	0	0
其他流动负债	9	50	91	134	183
流动负债合计	1,580	1,452	2,199	2,860	3,579
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	2	4	7
非流动负债合计	0	0	2	4	7
股东权益	2,558	2,868	3,401	4,042	4,837
股本	417	417	417	417	417
公积金	964	979	1,039	1,066	1,066
未分配利润	1,129	1,420	1,886	2,493	3,280
归属母公司权益	2,508	2,816	3,341	3,975	4,762
少数股东权益	51	52	59	67	75

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.92%	7.61%	7.85%	7.84%	7.86%
管理费用率	2.58%	2.07%	2.00%	2.00%	2.10%
财务费用率	0.62%	0.31%	0.43%	0.54%	0.59%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	17%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.16	0.18	0.29	0.37	0.45
每股经营现金流	0.26	0.78	0.98	1.13	1.22
每股净资产	6.02	6.76	8.02	9.54	11.43
每股销售收入	8.97	11.86	16.82	21.96	27.86

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	38	33	20	16	13
PB	4.9	4.4	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	29.2	27.0	16.5	13.3	11.1
股息率	0.5%	0.6%	1.0%	1.2%	1.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE