



酒类流通龙头，产品+渠道齐发力

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 国内酒水市场逐步复苏，酒类流通市场保持 5% 左右增速，有望在 2025 年达到 1.5 万亿元，同时市场集中度有望进一步提升，利好龙头企业。2) 公司作为国内酒类流通龙头，营收业绩保持稳定高增态势，渠道持续扩张，预期 2022 年新增门店超过 400 家。3) 品牌方面与国内外各大知名酒企合作，代理 4000 余款产品，包括多款独家代理的合作产品；另外全链条保真塑造良好品牌形象，连锁酒行逐渐成为消费者首选。
- 国内酒水流通龙头，营收业绩稳定增长。** 公司是国内较早成立的酒水流通商之一，经过早期的成长和扩张之后现已发展为规模最大、市占率最高的酒水流通商，2015-2021 年营收 CAGR 为 29.6%，利润 CAGR 为 73.2%。渠道方面公司全渠道布局，线下持续推进新店扩张，2021 年连锁门店数超过 2000 家；线上积极拓展电商平台，开拓了微信小程序和 O2O 平台等新零售模式。
- 国内酒水流通市场空间广阔，龙头集中度有待提高。** 目前国内酒水行业正处于阶段性复苏态势，白酒行业龙头市占率继续提升，产量下降、均价上涨带动整体销售额增长，2021 年白酒行业销售收入超过 6000 亿元；葡萄酒、进口烈酒、低度酒等细分赛道也逐渐进入增长趋势。国内酒类流通市场保持着 5% 左右的增速稳步增长，2021 年市场规模达到 1.2 万亿元，但集中度相对较低，相较美国市占率第一的酒类经销商占据全美 35% 的市场份额，我国营收规模最大的华致酒行市占率不到 1%，龙头集中度还有很大提升空间。
- 完善的产品矩阵+丰富的渠道布局，全链条保真塑造品牌口碑。** 公司与国内外知名酒企都保持着长期稳定的合作关系，国内如茅台、五粮液等，国外如奔富、拉菲等，并且联合推出多款独家代理的定制款，整体采取名酒引流、定制酒增利的战略。渠道方面公司具备全渠道布局，线下拥有不同类型、不同定位的多款连锁门店，线上拓展小程序、自有平台等电商渠道，打造 O2O 新零售模式。同时公司以保真作为核心理念，严格控制产品流通的各个环节，制定了完善的保真和处罚政策，树立了良好的品牌口碑，2022 年品牌价值已达到 238 亿元。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.91 元、2.66 元、3.46 元，未来三年归母净利润将保持 28.8% 的复合增长率。鉴于公司作为国内酒类流通龙头企业地位稳固，产品和渠道布局逐步完善，给予公司 2023 年 18 倍估值，对应目标价 47.88 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 白酒行业消费复苏不及预期、新店扩张不及预期、与上游酒企合作关系发生变动、新品推出不及预期。

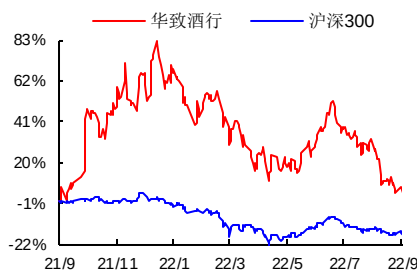
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7460.00	9951.15	12545.03	15880.51
增长率	50.97%	33.39%	26.07%	26.59%
归属母公司净利润(百万元)	675.53	794.86	1107.64	1441.74
增长率	81.03%	17.66%	39.35%	30.16%
每股收益 EPS(元)	1.62	1.91	2.66	3.46
净资产收益率 ROE	19.77%	19.49%	22.02%	23.05%
PE	19	16	11	9
PB	3.72	3.12	2.53	2.04

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 谭陈渝
电话: 17782333081
邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.17
流通 A 股(亿股)	4.11
52 周内股价区间(元)	29.45-53.89
总市值(亿元)	127.12
总资产(亿元)	64.14
每股净资产(元)	8.79

相关研究

目 录

1 酒水流通龙头，专注酒类经销十余年	1
1.1 国内领先酒水商的发展历程	1
1.2 经销网络布局完善，营收利润持续高增	1
1.3 股权结构稳定，实控人掌舵公司发展	3
2 酒类市场进入新纪元，新零售应运而生	4
2.1 白酒行业复苏进行时，龙头集中度进一步提升	4
2.2 葡萄酒和烈酒进口量逐年提升，低度酒逐渐兴起	6
2.3 酒水流通模式趋向营销服务	8
3 产品矩阵叠加全渠道，正品保障龙头地位稳固	11
3.1 产品矩阵丰富，与国内外知名酒企合作关系稳定	11
3.2 正品保障高筑品牌护城河，品牌价值高增	13
3.3 渠道持续完善细化，线上增长明显	15
3.4 名酒热潮下稳抓经销权，强品牌形象带来毛销差优势	17
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 相对估值	20
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主营业务流程图	2
图 3: 公司 2015-2022H1 营业收入及增速.....	3
图 4: 公司 2015-2022H1 归母净利润及增速	3
图 5: 公司主营业务分品类占比	3
图 6: 公司主营业务毛利率&净利率	3
图 7: 公司股权结构.....	4
图 8: 烟酒类零售额当月同比&社会消费品零售额当月同比.....	4
图 9: 我国白酒发展历程	5
图 10: 我国近年白酒行业销售收入及增速	6
图 11: 人均可支配收入&高档白酒均价	6
图 12: 2020 年我国高端白酒行业格局	6
图 13: 2020 年不同档次白酒市场格局	6
图 14: 2021 年全球主要国家葡萄酒消费量	7
图 15: 我国近年葡萄酒产量及增速	7
图 16: 我国近年葡萄酒进口量及增速	7
图 17: 我国近年烈酒进口量及增速	8
图 18: 我国分品类烈酒进口量 (万升)	8
图 19: 2020 年轻人饮酒关键词	8
图 20: 不同情绪场景下选择喝酒的比例&偏好	8
图 21: 我国酒类流通渠道变革	9
图 22: 2021 年中国白酒消费者购买白酒渠道	9
图 23: 2020 年中国网民购买酒类产品关注点	9
图 24: 国内酒类流通市场规模&预测 (亿元)	10
图 25: 2020 年酒类流通企业经营业态	10
图 26: 美国酒水流通商市场格局	10
图 27: 2020 年我国酒水流通市场格局	10
图 28: 公司合作的国内外酒企	11
图 29: 公司近年主营业务营收	13
图 30: 公司白酒业务营收及增速&毛利率	13
图 31: 公司品牌理念	13
图 32: 公司品牌价值 (亿元)	13
图 33: 公司采取的保真手段	14
图 34: 公司线下渠道占比	16
图 35: 华致酒库示意图	16
图 36: 公司电商渠道营收&占比	17
图 37: 华致酒库小程序	17
图 38: 贵州茅台营收&增速	17
图 39: 茅台国内经销商数量	17

图 40：茅台、五粮液占比超 80%	18
图 41：精品白酒毛利率较名品白酒具有显著优势	18
图 42：公司毛利率相对优秀	18
图 43：强品牌力带来毛销差显著优势	18
图 44：公司管理费用率逐年下降	19
图 45：公司财务费用率相对较低	19

表 目 录

表 1：国内主要酒水流通商	10
表 2：公司与国内酒企合作款	12
表 3：公司代理的知名葡萄酒	12
表 4：公司全渠道营销网络体系	15
表 5：连锁酒行和华致酒库对比	15
表 6：分业务收入及毛利率	19
表 7：可比公司估值	20
附表：财务预测与估值	21

1 酒水流通龙头，专注酒类经销十余年

1.1 国内领先酒水商的发展历程

中国领先的酒类经销连锁企业。华致酒行成立于 2005 年，并于 2019 年在深交所创业板上市，成为中国首家酒类流通 A 股上市企业。公司自创立伊始就专注于酒水经销，与国内外知名酒企建立了稳定合作关系，以“精品、保真、服务、创新”的核心理念为消费者提供高端、保真、经济的酒水服务，合作酒企国内品牌包括茅台、五粮液、汾酒、古井贡等，国外品牌包括拉菲、奔富、拉图 etc，已发展成为中国领先的酒类经销连锁品牌。

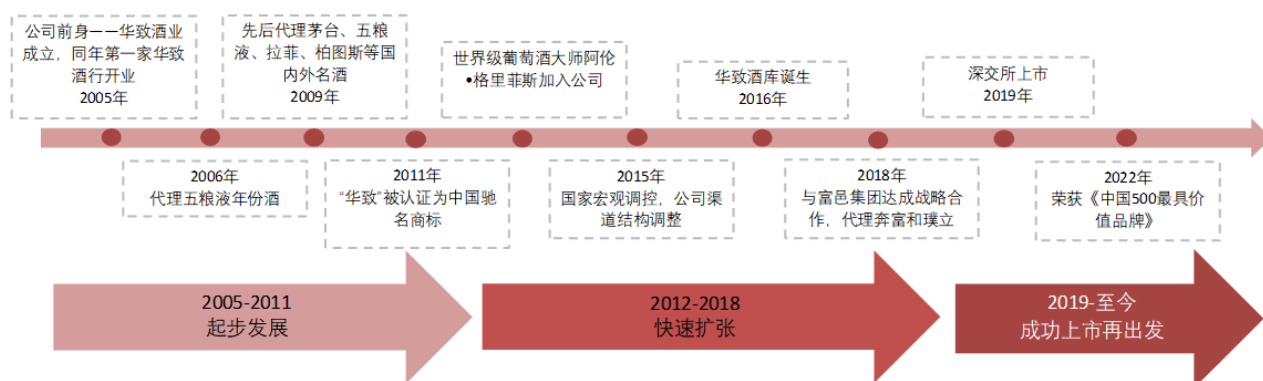
公司发展历程可大致分为 3 个阶段：

1) 起步发展阶段 (2005-2011)：2005 年公司前身云南华致酒业有限公司成立，同年 9 月第一家华致酒行在湖南醴陵开业，之后代理五粮液年份酒标志着公司业务的起步，开始全国化布局和多品牌合作。此后公司股改更名为“华致酒行”，不断丰富产品结构，先后与古越龙山、贵州茅台、五粮液等国内知名酒厂达成合作关系，取得一系列名酒的总经销权，同时开始代理“柏图斯”、“拉菲”、“拉图”等国际名酒。

2) 快速扩张阶段 (2012-2018)：2012 年公司在全国的酒行门店达到 500 家，营收达 28 亿元，次年世界级葡萄酒大师阿伦·格里菲斯加入华致，为公司进行名酒的甄别和选购。2015 年国家实行宏观调控措施，商务渠道受到影响，公司及时调整渠道布局，华致酒库诞生，实现了营收的进一步增长。

3) 成功上市再出发 (2019-至今)：2019 年公司成功在深圳交易所挂牌上市，之后陆续推出荷花酒、金酒鬼等高端新品，至 2022 年品牌价值高达 238 亿元，奠定了国内酒水流通商龙头地位。

图 1：公司发展历程

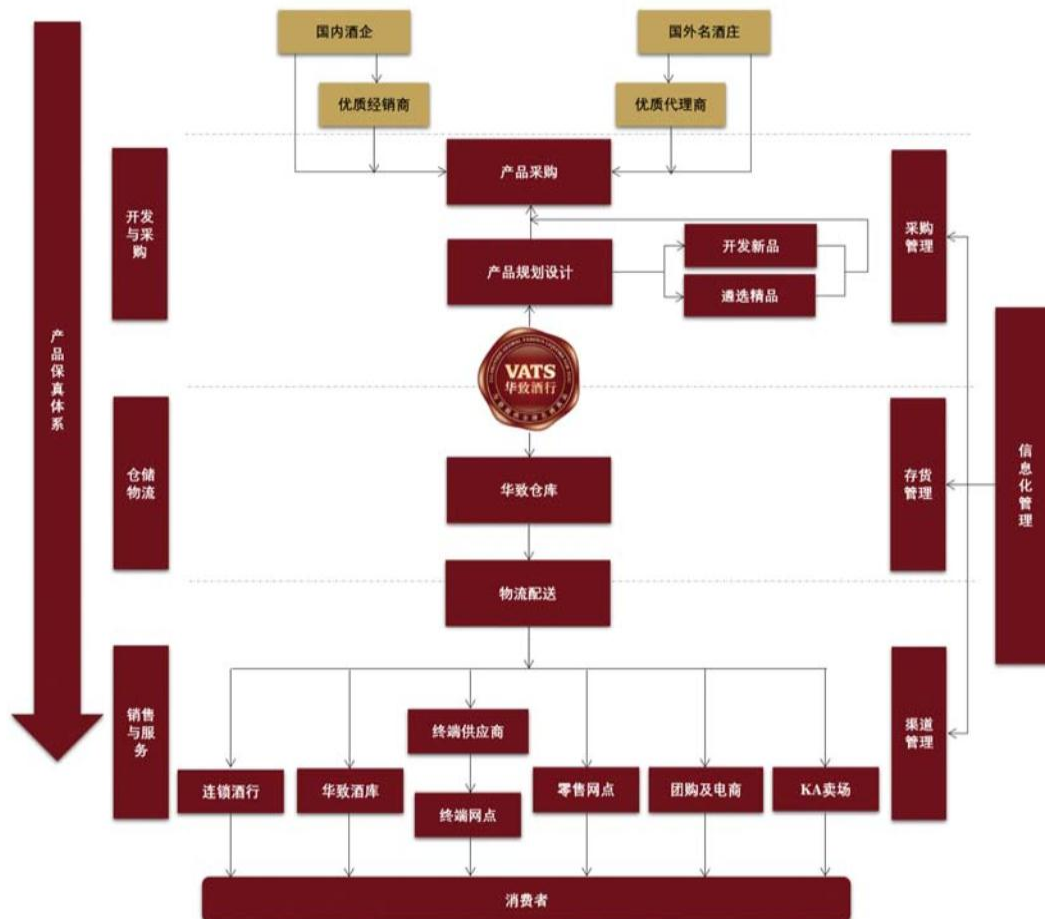


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 经销网络布局完善，营收利润持续高增

公司定位于精品酒水营销和服务商，凭借全渠道营销网络体系，贴近终端消费市场，整合全球酒类产品及渠道资源，将采购、仓储、销售等环节紧密结合起来，便捷、迅速、安全地为消费者提供酒品。公司主营业务的流程如下：

图 2：公司主营业务流程图

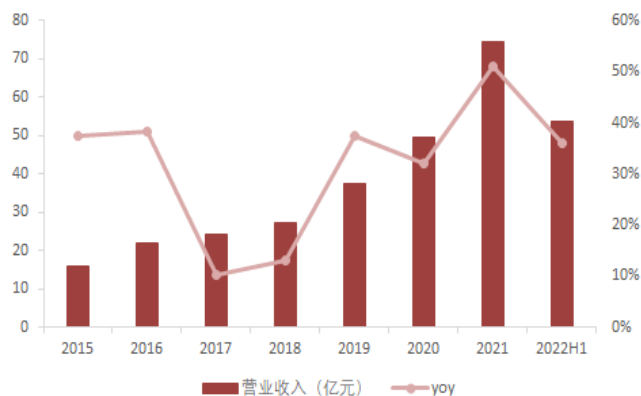


数据来源：招股说明书，西南证券整理

渠道全国化布局，产品结构持续完善。渠道方面，公司稳步推进连锁门店及零售网点全国布局，质量稳步提升，公司零售网点客户数已达 3 万余家；同时积极拓展电商及新媒体渠道，探索线上线下联动的“新零售”模式。产品方面，公司进一步完善产品结构，致力于开发新产品和开拓市场新空间，积极推进与优质酒厂战略合作，推出高端新品，并试水月饼、礼盒、粮油等新赛道，满足客户多元需求。

营收利润持续高增。公司营业收入主要来自酒水经销，随着渠道网络的铺设和合作酒厂的增加，公司已逐步发展成为国内酒水经销商龙头，2021 年营收为 74.6 亿元，同比增长 51%，归母净利润为 6.8 亿元，同比增长 81%。公司自创立开始，深耕酒类流通已 17 年，始终保持营收和利润的高速增长，营业收入近五年 CAGR 为 27.8%，归母净利润近五年 CAGR 为 43%。2022H1 因疫情影响线下消费，公司实行了产品结构调整和促销策略，营收增速放缓，利润有所下滑。

图 3：公司 2015-2022H1 营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

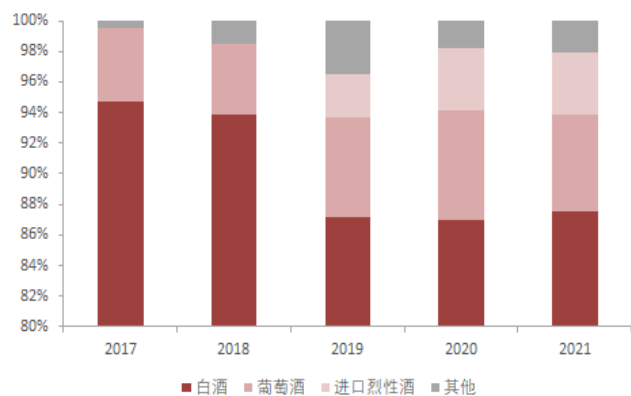
图 4：公司 2015-2022H1 归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

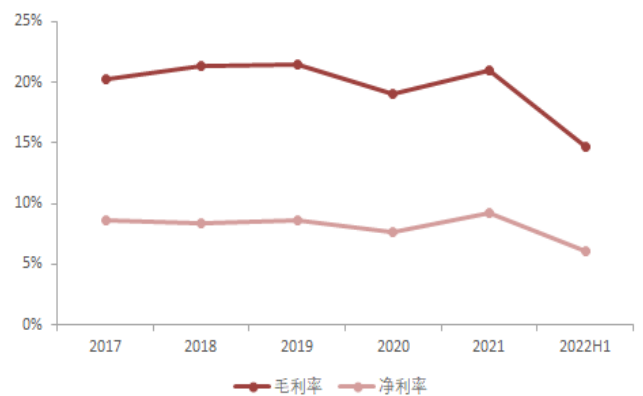
白酒营收占比最大，盈利能力短期承压。公司主营业务为酒水经销，分品类来看白酒营收占比最大，但有逐渐下降的态势，从 2017 年 94.7% 下降至 2021 年 87.5%，第二大品类为葡萄酒，占比维持在 6% 左右，2019 年开始进口烈性酒逐渐起量，至 2021 年占比达到 4% 左右。2017-2019 年公司毛利率从 20.3% 提升 1.1pp 至 21.4%，但随后因受疫情影响，线下门店停止营业以及快递物流受阻，公司一方面调整产品结构，加大毛利率较低的名酒销售占比，同时采取促销策略，导致精品酒毛利率也有所下滑，盈利能力整体承压。2022H1 毛利率和净利率分别为 14.7% 和 6%，预计下半年随着疫情稳定将有所修复。

图 5：公司主营业务分品类占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司主营业务毛利率&净利率

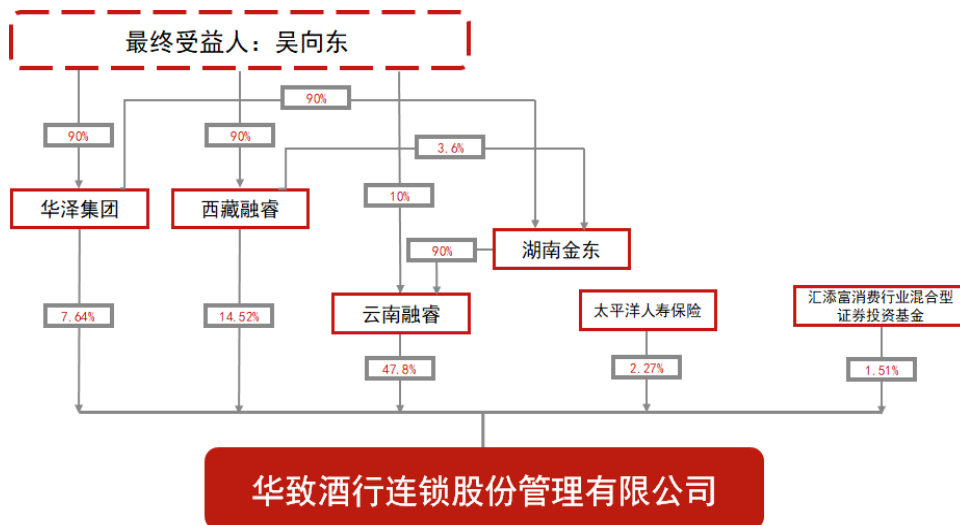


数据来源：wind，西南证券整理

1.3 股权结构稳定，实控人掌舵公司发展

公司实际控制人吴向东先生通过华泽集团、西藏融睿、云南融睿间接持有公司股权约 63.5%，同时也是公司创始人，拥有丰富的酒类经销工作经验，把控公司发展方向。另外公司管理层此前大都有酒企工作经历和有丰富的运营管理经验，为公司长远发展奠定了坚实基础。

图 7：公司股权结构



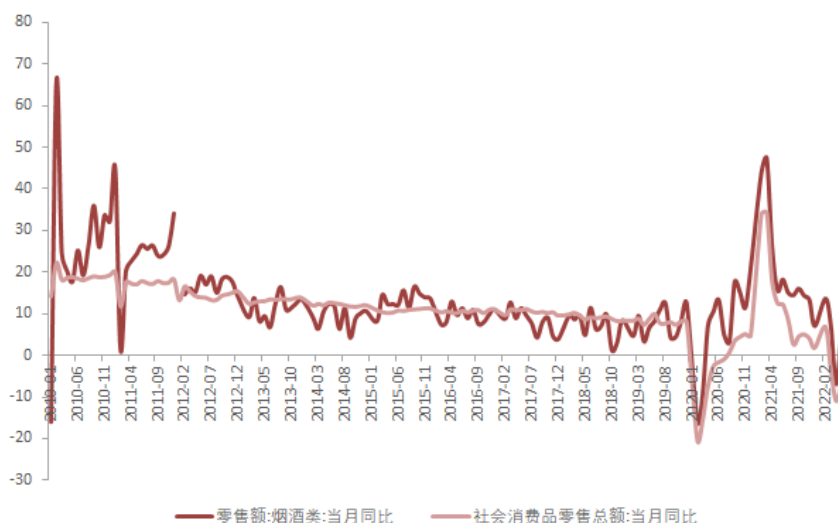
数据来源：wind，西南证券整理

2 酒类市场进入新纪元，新零售应运而生

2.1 白酒行业复苏进行时，龙头集中度进一步提升

疫情影响下烟酒类零售额增速表现好于社零。从今年烟酒类零售额月同比和社会消费品零售总额月同比对比来看，疫情对烟酒类产品的影响较小。自 2020 年疫情爆发之后社会消费品零售额出现比较大的起伏，而烟酒类零售额相对来说要更加稳定，且增速始终保持在社零总额之上。烟酒具有一定必选属性，并且随着我国国民收入增加，消费趋向高端化，烟酒作为传统高端消费品在面对宏观波动时稳定性和成长性并存。

图 8：烟酒类零售额当月同比&社会消费品零售额当月同比



数据来源：wind，西南证券整理

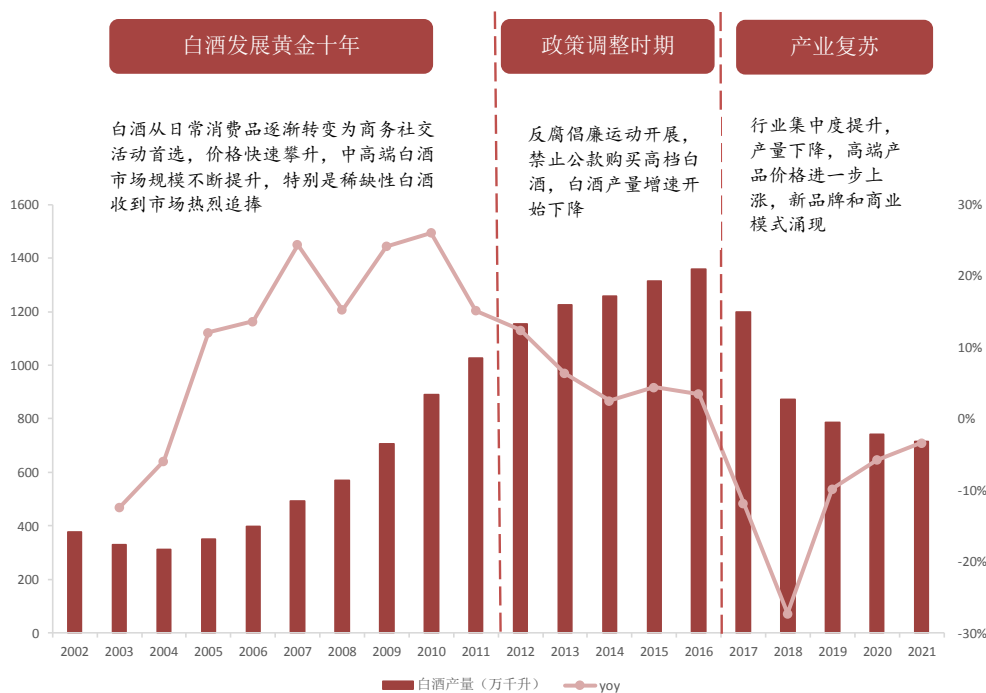
产业复苏在即，白酒行业发展进入新纪元。白酒和啤酒占据了我国酒精消费绝大部分市场份额，折算成纯酒精的消费量，中国烈酒消费占比达到约 7 成，而烈酒消费则以蒸馏酒白酒为代表。纵观我国白酒行业近年来发展历史，可以大致分为三个阶段：

1) **黄金十年 (2002-2011)**，经历完一波上市潮之后我国主要的白酒企业都已完成上市融资，而白酒也从日常消费品逐渐转变为商务社交活动的首选，中高端白酒价格不断攀升，白酒产量也从 378 万千升增长至 1026 万千升，2002-2011 十年 CAGR 为 10.5%，茅台、五粮液等龙头企业飞速发展；

2) **政策调整 (2012-2016)**，国家开展反腐倡廉运动，各地政府出台“禁酒令”，禁止公款消费高端白酒，军队也对接待工作进行了严格要求，白酒消费受到抑制，白酒产量增速也开始逐年下滑，2012-2016 五年 CAGR 下降至 4.2%，2017 年产量达到最高值 1198 万千升；

3) **产业复苏 (2017-至今)**，随着行业降温、整体产量收缩，“马太效应”逐步显现，龙头名酒企业实现量价齐升，而弱势酒企则面临市场出清，同时以江小白为代表的新型白酒品牌不断涌现，互联网电商、O2O 等新型商业模式也在影响着白酒行业，未来将面临更加复杂和多变的发展前景，2021 年白酒产量降至 716 万千升，下降趋势趋于尾声，有望迎来新一轮增长。

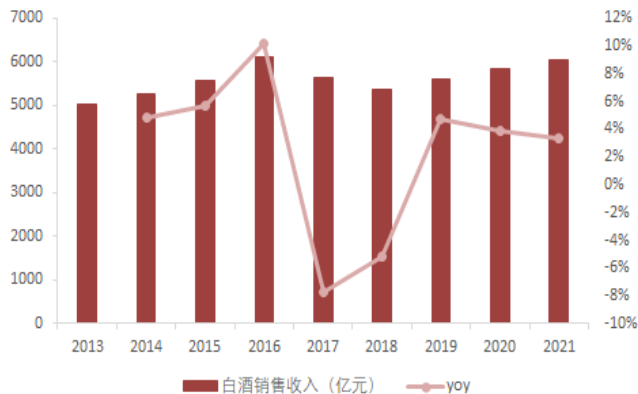
图 9：我国白酒发展历程



数据来源：国家统计局，前瞻产业研究院，西南证券整理

国民收入增加，白酒均价逐年攀升。近年来我国人均可支配收入呈逐年提高态势，带动消费升级。自 2016 年三公消费政策以及反腐倡廉运动开始，白酒行业开始向高端化和龙头酒企集中，高端白酒均价自此进入了上升通道，从 2016 年 780 元/500ml 上涨至 2021 年 1233 元/500ml。因此尽管白酒产销均在逐年下滑，但均价的高涨幅仍然带动销售额呈正增长态势，2021 年我国白酒行业销售收入达到 6033 亿元，同比增长 3.4%。

图 10：我国近年白酒行业销售收入及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

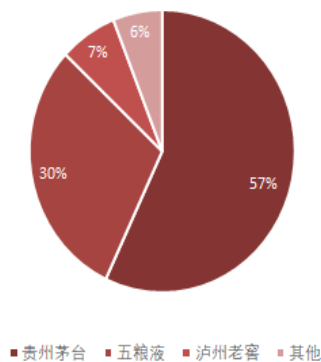
图 11：人均可支配收入&高档白酒均价



数据来源：wind，西南证券整理

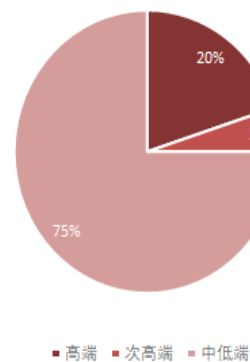
行业集中度进一步提升，龙头酒企地位牢固。白酒主要分为高端型、次高端型、中端型和低端型四种，虽然受到过禁酒令、三公消费政策以及塑化剂等事件的影响，但凭借着产量和工艺的稀缺性，以及商务宴请和招待等消费场景的特殊性，高端白酒市场逐渐向龙头酒企集中，2020 年高端白酒市场份额贵州茅台、五粮液、泸州老窖分别占比 57%、30% 和 7%，CR3 合计占比达 94%。从整个白酒市场来看，高端、次高端和中低端分别占比 20%、5% 和 75%，中低端白酒依然是市场规模最大的价格带，因此茅台、五粮液等龙头酒企都开始推出中低端价位的白酒，如“茅台王子酒”、“六和液”等，进一步提升市占率。

图 12：2020 年我国高端白酒行业格局



数据来源：中国酒业协会，西南证券整理

图 13：2020 年不同档次白酒市场格局

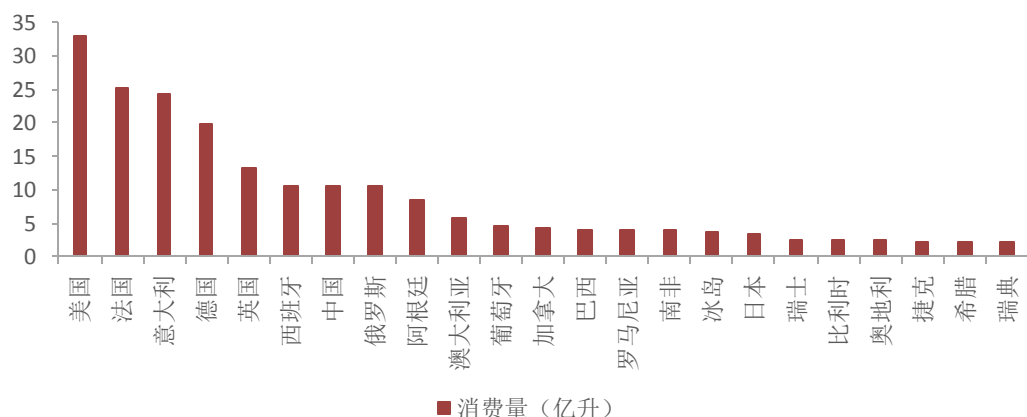


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

2.2 葡萄酒和烈酒进口量逐年提升，低度酒逐渐兴起

葡萄酒产业结构化调整，市场空间广阔。受制于消费习惯和饮酒历史等原因葡萄酒在我国的需求并不旺盛，主要消费市场在欧美，但是随着我国国民收入的增长、消费理念升级以及饮酒习惯的年轻化，葡萄酒在国内市场逐渐发展起来。据国际葡萄与葡萄酒组织数据显示，2021 年中国葡萄酒消费量为 10.5 亿升，在一众欧美国家中排名第七。

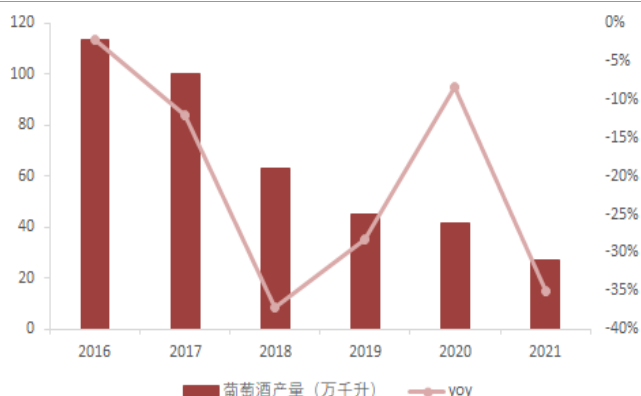
图 14：2021 年全球主要国家葡萄酒消费量



数据来源：国际葡萄与葡萄酒组织，西南证券整理

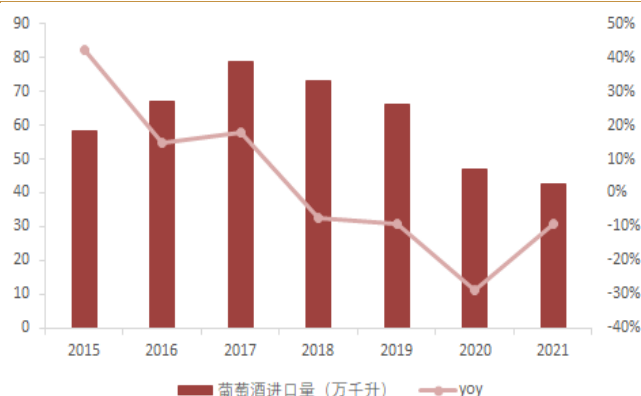
目前我国葡萄酒市场主要还是在经济较发达的一二线城市，且正处于劣质产能下滑、优质产能上升的结构性调整时期，加之近年来疫情的持续影响，我国葡萄酒产量呈逐年下滑态势，由 2016 年 113 万千升下降至 2021 年 41 万千升。另一方面葡萄酒进口量也受到了一定程度的影响，但整体来看仍大于国内生产量，我国葡萄酒市场主要是进口产品占主导地位。

图 15：我国近年葡萄酒产量及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

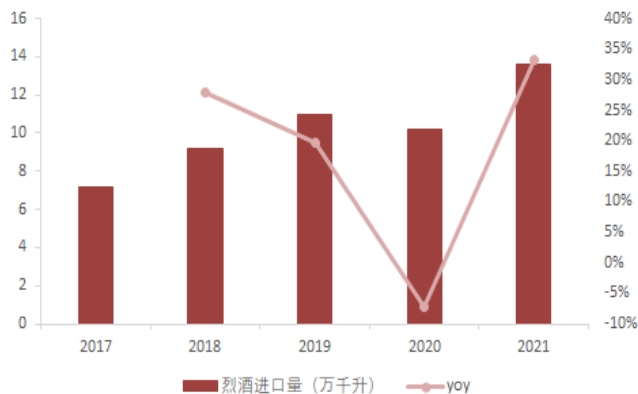
图 16：我国近年葡萄酒进口量及增速



数据来源：中国海关总署，西南证券整理

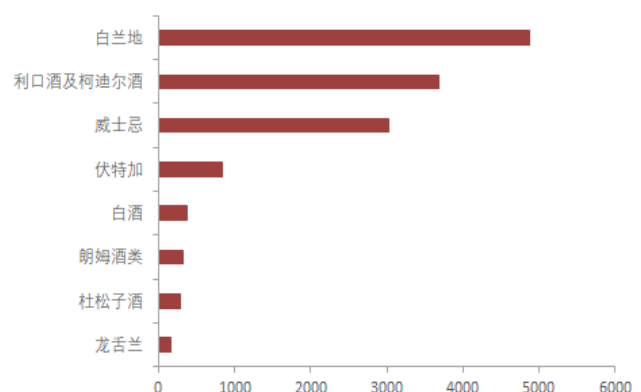
烈酒进口量呈增长态势，标志着产业复苏在即。据酒类进出口商分会数据显示，2021 年我国烈酒进口量为 13.6 万千升，同比增长 31%，重回正增长趋势，成为国内疫情后周期酒类市场恢复的发动机。进口烈酒主要以白兰地和威士忌为主，2021 年进口量分别为 4.9 万千升和 3 万千升，利口酒及柯迪尔酒是进口量第二大类，2021 年进口 3.7 万千升。

图 17：我国近年烈酒进口量及增速



数据来源：酒类进出口商会，西南证券整理

图 18：我国分品类烈酒进口量（万升）



数据来源：中国海关总署，西南证券整理

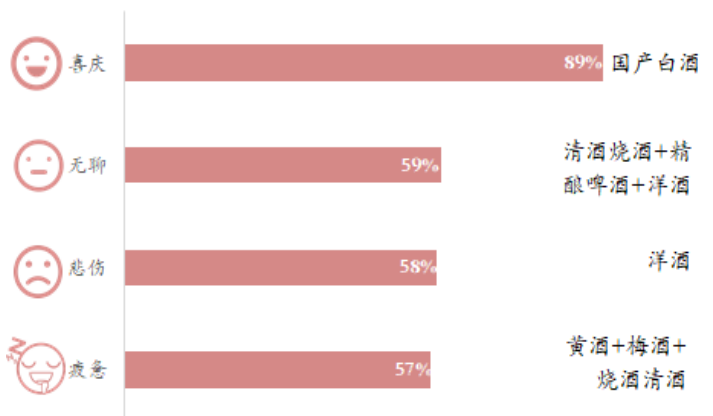
年轻人饮酒文化正发生改变。和老一辈餐桌上的拼酒文化不同，当代年轻人更倾向于消费自己喜欢的酒来进行自我愉悦，酒吧小酌、居家独饮、朋友小聚等消费场景开始逐渐增多，与此对应的“多点甜”、“低度数”、“颜值高”成为了这类年轻消费群体最看重的产品特点。据中研研究院发布的《2020 低度酒行业市场前景及现状分析》，近两年我国低度酒市场的消费金额增速在 50% 以上，梅见、江小白、锐澳等品牌先后出圈，细分赛道竞争逐渐加剧，尽管电商渠道是打开市场的突破口，但线下仍是主战场，低度酒品牌们将逐步开始发力线下渠道。

图 19：2020 年轻人饮酒关键词



数据来源：CBNData，西南证券整理

图 20：不同情绪场景下选择喝酒的比例&偏好

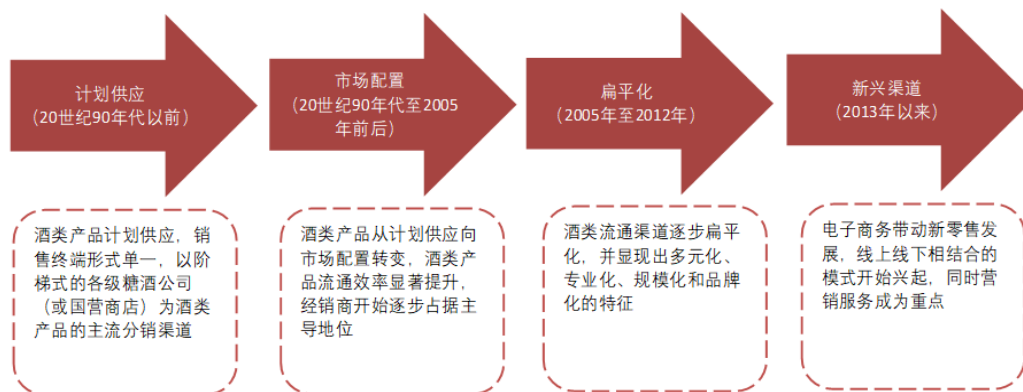


数据来源：阿里妈妈《零食&酒水行业消费趋势解密》，西南证券整理

2.3 酒水流通模式趋向营销服务

新型流通模式兴起，营销服务成为重点。我国酒水流通模式经过几次重要的变革，从最早期由糖酒公司计划供应发展至今，已形成了扁平化和多元经销模式并存的态势。现在的酒水商更加注重消费者体验，线下酒行高端化，主推名酒和贵酒，辅以鉴赏、品尝等营销活动；线上渠道通过电商或 O2O 模式，在线下单店内取货或送货上门，为消费者提供更丰富的购买选择。

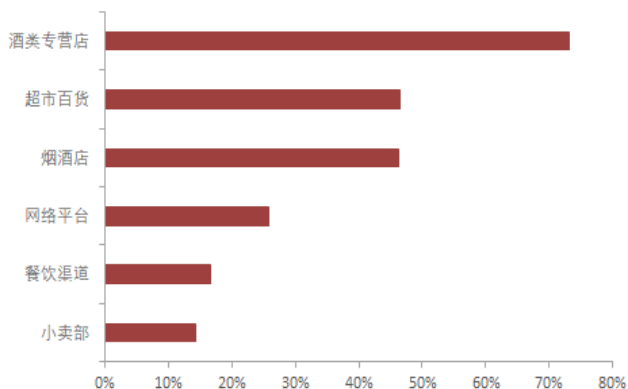
图 21：我国酒类流通渠道变革



数据来源：公司公告，西南证券整理

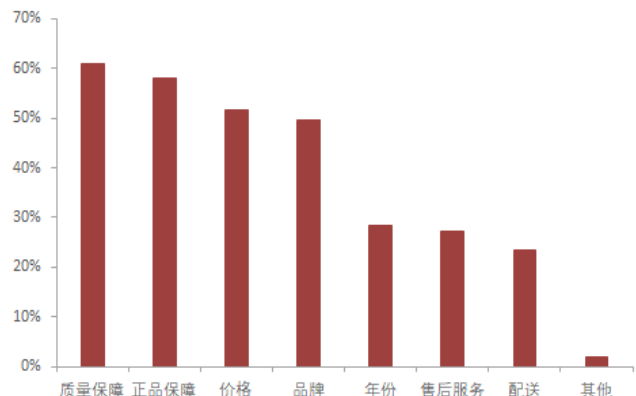
为保障产品质量和正品，消费者首选酒类专营店。白酒和洋酒属于传统高档消费品，并且市场上发生过严重假冒伪劣恶性事件，因此人们在购买时会更加关注产品的正品质量保障。据艾媒咨询调查，人们在购买酒类产品时首要考虑的就是质量和正品保障，之后才是价格和品牌的因素，因此连锁的、有正规供货渠道的酒类专营店成为了人们购买酒水的首选，2021年有 73%的消费者会选择到酒类专营店购买酒类产品。

图 22：2021 年中国白酒消费者购买白酒渠道



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

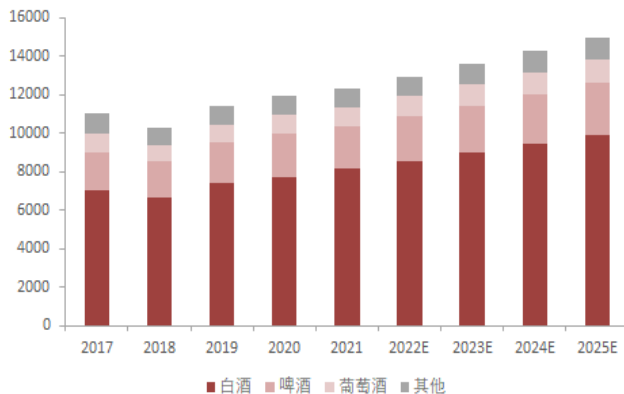
图 23：2020 年中国网民购买酒类产品关注点



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

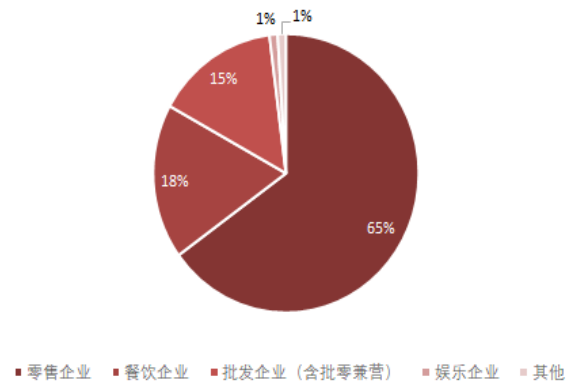
国内酒水流通市场空间广阔，规模稳步增长。近年来我国酒类流通市场经历过几次大型变革，但整体市场规模保持着较为稳定的增速增长，自 2018 年 1.03 亿元增长至 2021 年 1.23 亿元，三年 CAGR 为 6.3%，预计未来仍将会保持 5%-6% 的增速，2025 年市场规模达到 1.5 万亿元左右。分企业类型来看，仍然是零售类企业占据主导地位，2020 年酒类销售企业中零售企业/餐饮企业/批发企业分别占 65%/18%/15%。

图 24：国内酒类流通市场规模&预测（亿元）



数据来源：中国酒类流通白皮书，前瞻产业研究院，西南证券整理

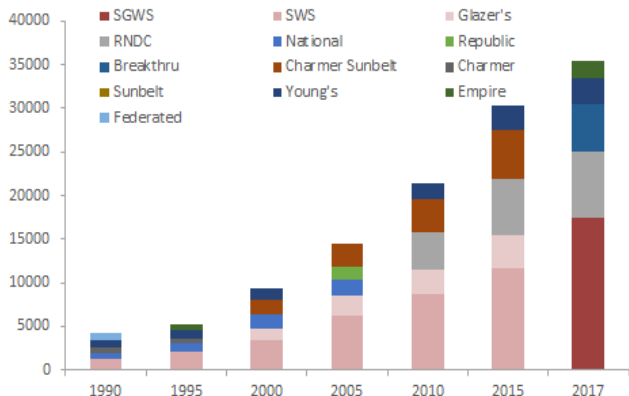
图 25：2020 年酒类流通企业经营业态



数据来源：商务部，西南证券整理

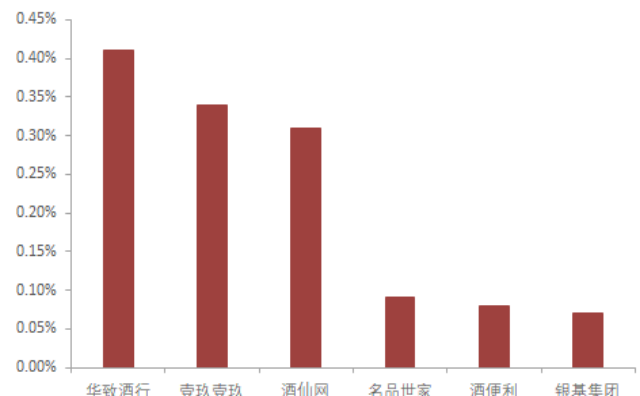
国内酒水流通市场集中度有待进一步提高。回顾美国酒水流通市场发展历史，可以明显看出呈现分散经营向龙头集中的趋势，2017 年美国前 10 大和前 5 大经销商分别占据全美酒水市场 74%和 64.4%的销售额。据 Shanken's Impact Newsletter 调查显示，2021 年市占率第一的南方格雷兹酒业以约 210 亿美元的收入占据全美 34.6%的市场份额，第二名 RNDC 以 123 亿美元的收入占据 20.3%的市场份额。对比来看，我国酒水流通市场则显得特别分散，市占率最大的华致酒行仅占据 0.4%的市场份额，在监管政策趋严、消费者品质诉求愈加强烈的形势下，我国酒类流通市场的整合程度和集中度还有非常大的提升空间。

图 26：美国酒水流通商市场格局



数据来源：Park Street 报告，西南证券整理

图 27：2020 年我国酒水流通市场格局



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

表 1：国内主要酒水流通商

类型	公司	成立时间	实体门店数	2022H1	运营模式
传统酒行	华致酒行	2005 年	2000 余家	营收 53.8 亿元（+35.9%） 利润 3.2 亿元（-12.4%）	专注保真名酒销售，线下连锁加盟店（华致酒行、华致酒庄）+线上 O2O 销售平台
	壹玖壹玖	2010 年	2000 余家	营收 23.5 亿元（-9.3%） 利润 717.1 万元（-89.3%）	传统酒类经销商，线下拥有连锁超市、进口酒商店、仓库店等形式，线上有 APP、小程序等形式
	名品世家	2008 年	1000 余家	营收 6.1 亿元（-3.7%） 利润 5465.8 万元（-7.7%）	以特许经营为主要模式，线下打造各类体验店、加盟店等，线上有微信小程序
	酒便利	2010 年	300 余家	营收 5.2 亿元（-7.9%）	“互联网平台+呼叫中心+实体门店+20 分钟配送”

类型	公司	成立时间	实体门店数	2022H1	运营模式
				利润 1551.6 万元 (-34.7%)	的线上线下一体化新零售平台
垂直电商	酒仙网	2009 年	1000 余家	-	线上自有平台“酒仙网”，线下连锁门店“酒仙网国际名酒城”、“酒快到”
	中酒网	2012 年	300 余家	营收 0.6 亿元 (+27.4%) 利润 156.4 万元 (-64.9%)	为传统酒企提供全产业链“+互联网”的解决方案，布局中酒连锁新零售门店，线上线下一体化运营

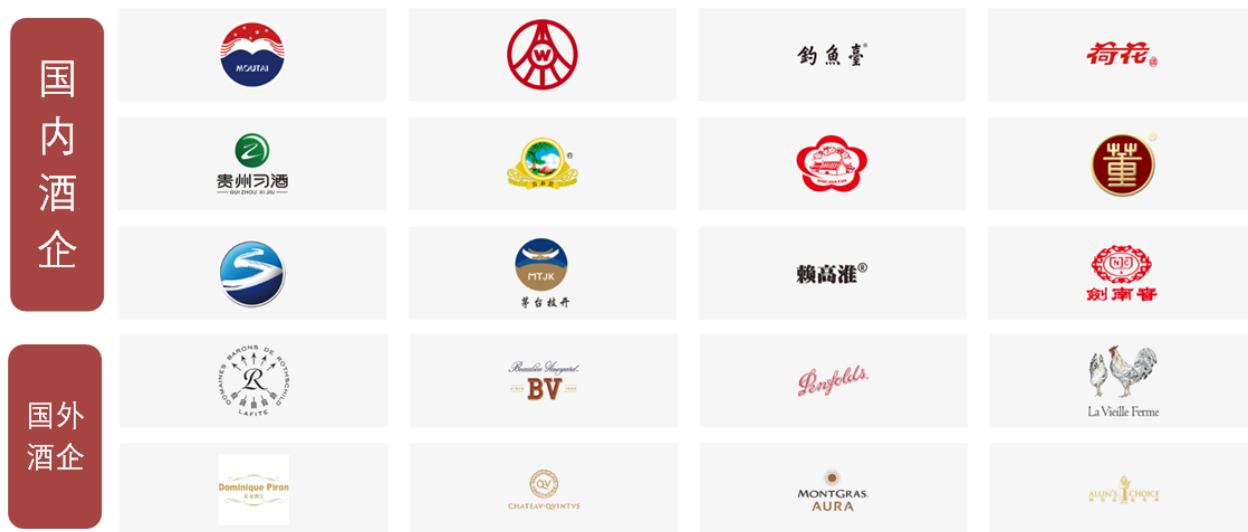
数据来源：各公司官网，wind，西南证券整理

3 产品矩阵叠加全渠道，正品保障龙头地位稳固

3.1 产品矩阵丰富，与国内外知名酒企合作关系稳定

与国内外知名酒企建立长期合作，覆盖酒水全品类。公司自创立以来，不断扩充合作品牌林，先后与贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等国内龙头酒企建立合作关系，取得了某产品线或全品类的总经销权，另外还与国外知名酒企合作，引进了拉菲、奔富、拉图等一线名酒。2021 年公司经营国内外精品白酒、葡萄酒、进口烈性酒等产品近 4000 种，全品类产品体系满足市场多样化需求。

图 28：公司合作的国内外酒企



数据来源：公司官网，西南证券整理

合作开发新品，爆款产品独家代理。公司在积累了优质的供应商资源后开始回溯上游，与合作酒企进行联合开发定制款产品，包括“贵州茅台酒（金）”、“荷花酒”、“钓鱼台精品酒（铁盖）”、“古井贡酒 1818”、“虎头汾酒”等多款优质、畅销酒品，2021 年与贵州习酒联合开发了“习酒·窖藏 1988【琉金】”，与酒鬼酒联合开发了“金酒鬼”，公司参与合作研发之后能够取得产品的总经销权和独家代理，丰富产品线的同时取得差异化竞争优势，不断巩固自身的龙头地位。

表 2：公司与国内酒企合作款

产品	度数	价格	图例
贵州茅台酒（金）	53 度	5299 元/500ml	
荷花·玉 32	53 度	2499 元/500ml	
钓鱼台精品酒（铁盖）	53 度	1888 元/500ml	
习酒·窖藏 1998【琉金】	53 度	1299 元/500ml	
金酒鬼	52 度	1199 元/500ml	
古井贡酒 1818（黑）	50 度	398 元/500ml	
虎头汾酒（白瓷）	53 度	388 元/500ml	

数据来源：公司官网，西南证券整理

代理海外名酒，实现差异化竞争。公司 2009 年开始代理海外名酒，包括“拉菲”、“柏图斯”、“拉图”等法国名庄酒以及苏格兰纯麦威士忌“拉弗格”等国际名酒；2014 年与全球知名葡萄酒公司美国星座集团达成为期 30 年的战略合作关系；2018 年与富邑集团开启战略合作，获得澳洲奔富和美国璞立酒庄的代理经销权。公司已囊括大量海外知名葡萄酒和烈性酒品牌，旨在打开国内细分市场，有望带来新的增长曲线。

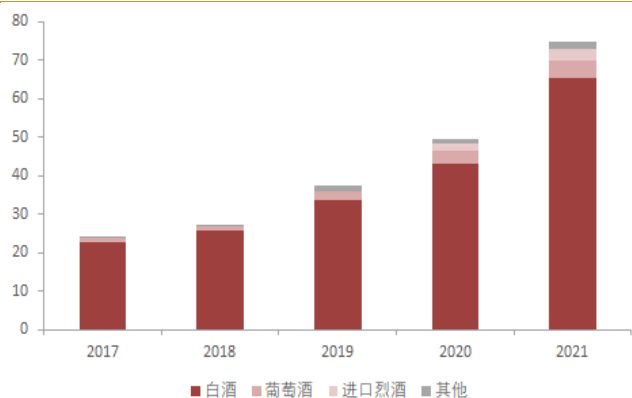
表 3：公司代理的知名葡萄酒

产品	价格	图例
拉菲酒庄干红葡萄酒（2015 年）	9600 元/750ml	
璞立酒庄甄锦混酿干红葡萄酒	1200 元/750ml	
奔富 bin150 红葡萄酒	568 元/750ml	

数据来源：公司官网，西南证券整理

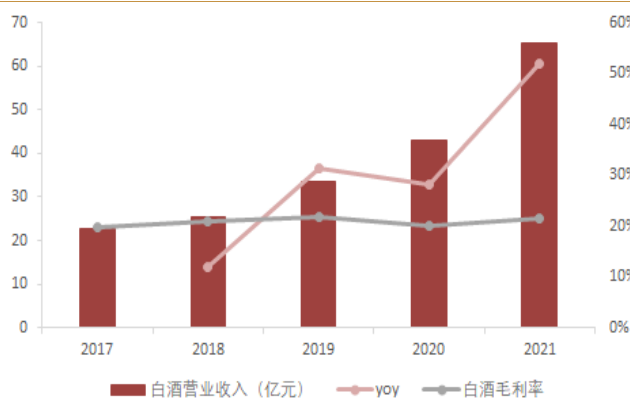
白酒贡献最大营收，葡萄酒和进口烈酒占比逐渐提升。公司的主营业务为酒类流通，分品类来看白酒贡献了最多营收，从 2017 年 22.8 亿元增长至 2021 年 65.3 亿元，5 年 CAGR 为 30.1%，呈逐年增长态势。虽然白酒营收占比最大，但近年来有所下滑，由 2017 年占比 94.7% 下降至 2021 年 87.5%，同时葡萄酒和进口烈酒占比逐渐提升，2021 年营收占比分别为 6.3% 和 4.1%。白酒业务的毛利率保持稳定，近五年基本维持在 20% 左右，2021 年上升至 21.5%。随着公司完善代理品牌矩阵的策略持续推进，另外与酒企合作推出更多具有独家代理权的新品，有望改善各业务盈利能力，进而提升毛利率。

图 29：公司近年主营业务营收



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：公司白酒业务营收及增速&毛利率

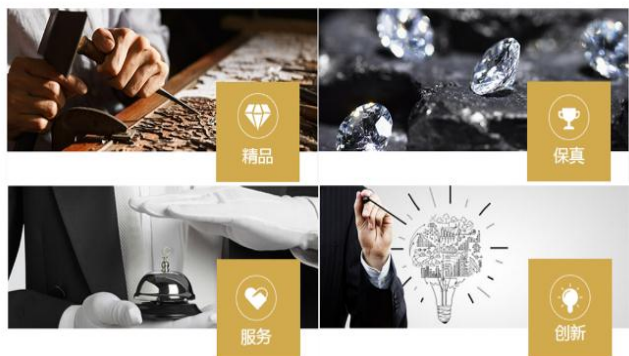


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 正品保障高筑品牌护城河，品牌价值高增

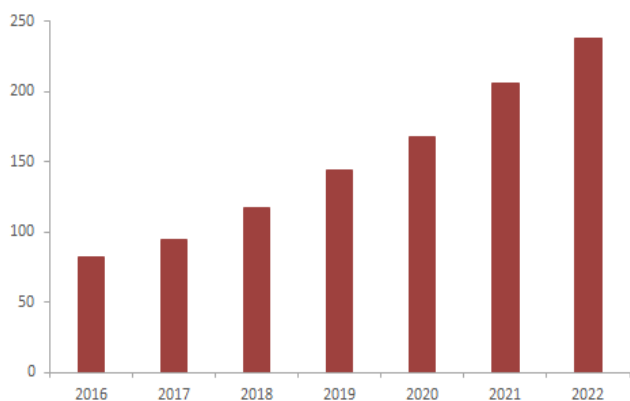
专注酒类流通多年，品牌价值高增。公司专注于酒类流通市场，在中国酒类流通渠道变革之际积极推进网点铺设并与国内外优质酒企合作，奠定了龙头地位。全国性的连锁门店网络、完善的酒类产品矩阵、长期而稳定的名酒企合作关系，帮助公司塑造了良好的品牌形象，深入贯彻公司“精品、保真、服务、创新”的品牌理念。2016 年公司荣获“中国品牌年度大奖 No.1”(酒业连锁行业)，同时获得著名品牌研究机构“世界品牌实验室(World Brand Lab)”颁发的“2016 中国品牌年度大奖”，入选“中国 500 最具价值品牌”，并在此后 13 年连续获得该项荣誉，2022 年品牌价值已高达 238 亿元。

图 31：公司品牌理念



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 32：公司品牌价值（亿元）

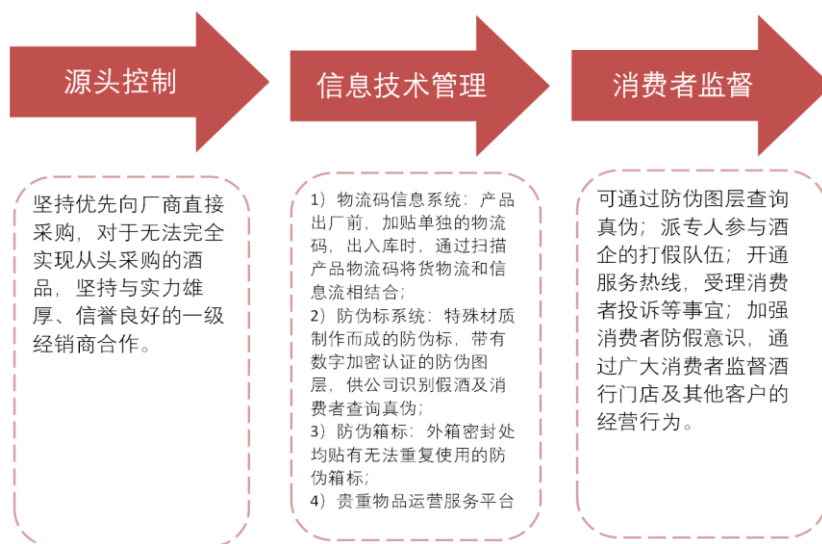


数据来源：公司官网，西南证券整理

多项权威认证背书，为公司选品添加保障。2013 年全球葡萄酒业权威认证的“葡萄酒大师”阿伦·格里菲斯加入华致，他拥有 40 余年工作经历，有极其丰富的选酒经验，成为公司品牌扩展的又一大助力。此后公司还陆续获得“玛歌酒庄推荐进口商”证书、五粮液“六星级最高运营商”证书、茅台“仪狄巨匠金奖”等多项荣誉，为公司的精选产品背书，也契合了消费者在购买酒类产品时首要考虑质量保障的消费习惯。

从源头到终端，全链条保真塑造优质品牌口碑。在经历过严重假酒事件、国家出台严厉政策之后，消费者把对于酒类产品的正品保证放在了很高位置，只有在消费者心中形成了只卖正品的良好品牌形象的商家才能走得更加长远。公司始终把“保真”作为核心理念，采取源头控制、信息技术管理、消费者监督相结合的手段，确保消费者买到的每一瓶酒都是可追溯的正品。

图 33：公司采取的保真手段



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司除通过流程控制实现全链条保真外，还采取了一系列具体措施以加强实施层面的保真力度：

- **“323”新规增强保真执行力。**吴向东于 2020 年 3 月 23 日签署并发布《关于门店经营管理的相关规定》(简称保真规定“323 新规”), 对门店经营进行了严格管理, 部分条例如: 1) 门店严禁经营任何假冒伪劣产品, 严禁采购、陈列、存储、销售任何未经华致授权、认可、鉴定的商品, 一经发现, 摘牌处理。2) 门店未经公司授权认证, 严禁自行采购经营的商品, 一律由华致酒行总部或总部指定的全资子公司、控股子公司和第三方进行采购。3) 华致酒行向社会公开承诺, 对门店采购、销售的所有商品均按法律法规向消费者承担全部责任, 在门店买到假货, 由华致酒行先行赔付, 再依法处罚、追偿门店。
- **老酒鉴定中心增强保真专业度。**2019 年华致酒行斥资 10 亿元建立打造总建筑面积 6000 平米的全国最大名酒老酒鉴定、收藏、体验服务平台——华致优选名酒鉴定中心和华致酒行老酒收藏馆。中心设置有 8 个专业鉴定室, 拥有 24 个专业鉴定小组。

3.3 渠道持续完善细化，线上增长明显

公司多年来深耕酒类消费终端市场，凭借专业的运营团队、丰富的产品营销经验以及深刻的酒文化认知，构建了包括华致连锁门店、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，截至 2022 年 6 月，公司的销售网络已覆盖超过 2000 家连锁酒行、超过 3 万家零售网点客户。

表 4：公司全渠道营销网络体系

类型		定义	是否为终端
华致品牌门店	连锁酒行	统一使用“华致酒行”品牌与资源,统一装修风格, 统一按照公司管理规范 and 标准进行运营的酒类连锁销售终端。	是
	华致酒库	统一使用“华致酒库”品牌与资源,统一装修风格, 统一按照公司管理规范 and 标准进行运营的酒类连锁销售终端。	是
非自有品牌直供终端	零售网点	专卖店、名烟名酒店、区域性超市、餐饮酒楼等向最终消费者进行销售的终端。零售网点为本公司客户。	是
	KA 卖场	在营业面积、客流量、地理分布方面具有优势的连锁销售平台,直接向最终消费者进行销售。KA 卖场为本公司客户。	是
	团购	企事业单位、社会团体以及个人进行集中采购的消费行为。	是
	电商	通过互联网平台(PC 端、移动端)将产品直接销售至最终消费者的行为。	是
终端供应商（经销商）		向上游供应商购进产品后，主要分销给下一级或零售终端，并以获取差价为目的的销售商。终端供应商为本公司客户。	否

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司的品牌门店分为连锁酒行和华致酒库两类，连锁酒行产生于公司成立初期并一直存续，在酒类行业繁荣时期吸引了大批消费者，属于存量客户；而华致酒库是公司在酒类行业发生较大变革以及消费需求也发生改变的背景下推出，属于增量客户。另外两者也在外观、经营产品、O2O 建设等多方面存在一定差别。

表 5：连锁酒行和华致酒库对比

管理内容	连锁酒行		华致酒库
	直营店	合作店	
销售方式	公司直接对其客户销售（买断式销售）	公司向合作店销售（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时限	品牌使用情况：门店装修、宣传活动等；使用期限：长期	品牌使用情况：门店装修、宣传活动等；使用期限：合作期间内	品牌使用情况：门店装修、宣传活动等；使用期限：合作期间内
经营产品	公司指定产品	公司指定产品	除公司提供产品，可选择在门店内销售其他供应商提供产品
单店采购规模	-	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”微信号等线上平台
日常巡查	公司员工负责日常管理，总部定期派	运营经理对合作店进行日常检查和督	运营经理对华致酒库进行日常检查和督

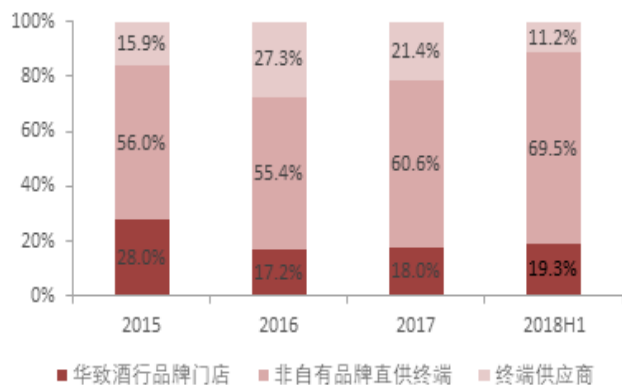
管理内容	连锁酒行		华致酒库
	直营店	合作店	
	出稽查人员进行巡视	导；公司总部定期派出稽查人员进行巡视	导；公司总部定期派出稽查人员进行巡视
合作黏性	公司直接控制	较强，需遵守公司管理制度	较强，需遵守公司管理制度

数据来源：招股说明书，西南证券整理

线下渠道不断完善，发力直供终端。基于加快产品流通、降低流通成本及控制产品品质的市场要求，批发分销过程中的环节不断减少，销售终端的重要性愈加彰显，连锁门店、专卖店、名烟酒店、KA卖场等零售商的话语权日益增加。公司经销商渠道营收占比于 2015-2017 年期间自 28%降低至 18%，下降趋势明显。此外，公司将营销管理团队扩充至 2000 人，并于 2020 年提出“700 项目”，在全国范围内筛选出包括省会城市、省会周边城市、地级市、百强县在内 700 个具有中高端酒水消费能力的区域，发展零售网点并培育连锁门店客户，进一步扩大全国营销网络体系辐射范围。

目前，华致酒行品牌门店客户数量（含华致酒行、华致酒库及华致名酒库）大幅增长，渠道建设不断丰富。目前华致酒行拥有连锁门店 2000 多家、优质零售终端 30000 多家，与 20 多家大型商超展开了深度合作，建立了覆盖全国 31 个省市自治区的全渠道营销网络，直供终端网点数量持续扩增，拥有众多可以持续消费的重点客户资源，有效助力品牌效应持续扩大。渠道不断“去经销化”，公司持续增强与终端客户的触达，成为其营收稳定增长的动力来源，也增厚了盈利空间。

图 34：公司线下渠道占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 35：华致酒库示意图

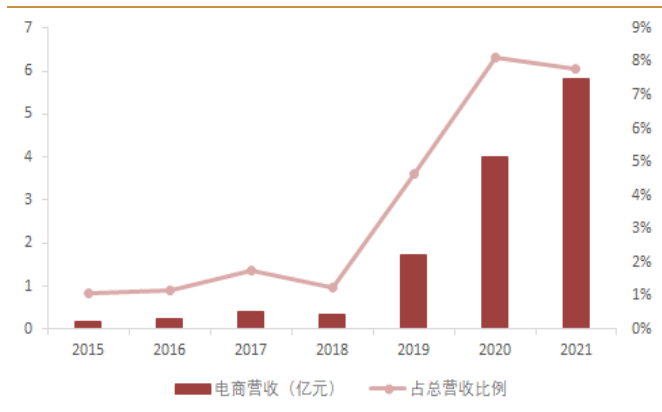


数据来源：公司公告，西南证券整理

持续加码线上渠道，已成公司重要构成。基于电子商务的成熟和物流运输的支持，越来越多的酒类销售企业借助互联网向酒类电商平台转型，公司积极开拓线上消费渠道。2017 年起，公司依托华致酒库开始建立 O2O 的新零售模式，并在京东、天猫开设电商旗舰店，尝试拓展线上销售。为进一步拓宽全渠道营销网络，向消费者提供更便捷、高效、优质的购物体验，满足消费者日益升级的消费需求，公司于 2019 年推出“华致优选”电商平台，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、进口烈性酒、精酿啤酒、燕窝等产品。

随着公司对线上渠道层层加码，电商渠道营收占比也迎来了高速增长，自 2017 年公司发力线上渠道以来，电商渠道营收占比自 1.7% 提升至 7.8%，已成为公司重要营收构成。随公司 2021 年将“华致优选”电商平台升级并更名为“华致酒行旗舰店”，同步更新微信小程序及 APP 等一系列措施持续推进，有助于进一步提升品牌识别度，预计电商渠道营收占比将继续提高。

图 36：公司电商渠道营收&占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 37：华致酒库小程序



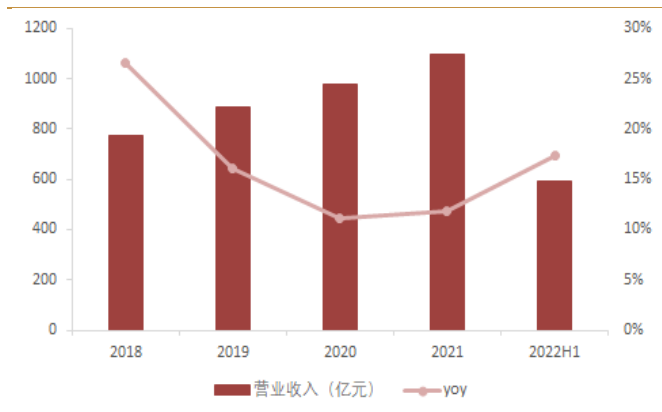
数据来源：微信小程序，西南证券整理

3.4 名酒热潮下稳抓经销权，强品牌形象带来毛销差优势

名优白酒稀缺，稳抓一线名酒长期经销权。酱香型白酒产量历经十余年高速增长后，近几年增速有所放缓。一方面，名优白酒仍为稀缺资源，以茅台、五粮液为首的头部酒厂近年来持续扩大优质产能，呈现产销相对平衡甚至供不应求的格局；另一方面，大量弱势酒企、落后产能则面临销量下降和洗牌，白酒行业迎来“缩量涨价”阶段。

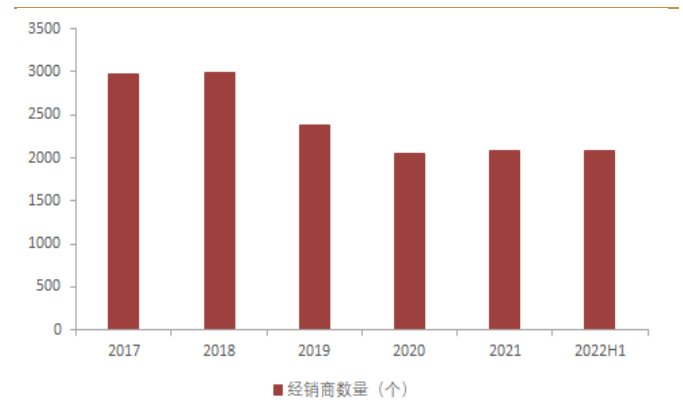
但我国酒类流通市场尚处发展阶段，大型经销商龙头集中度较低，多是资金规模较小的区域性经销商分散竞争。近年来以茅台为首的一线名酒企业有意削减经销商数量，将经销权集中于资金和规模较雄厚的经销商。公司是贵州茅台、宜宾五粮液的长期重要合作伙伴和大客户，曾先后 8 次获得茅台“优秀经销商”等荣誉，先后 14 次获得五粮液“杰出品牌运营商”等荣誉，继续维持与一线名酒的长期稳定合作关系，不断巩固酒类流通的龙头地位。

图 38：贵州茅台营收&增速



数据来源：贵州茅台公司公告，西南证券整理

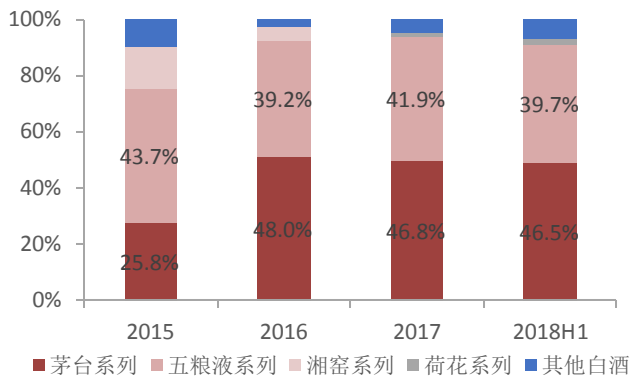
图 39：茅台国内经销商数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

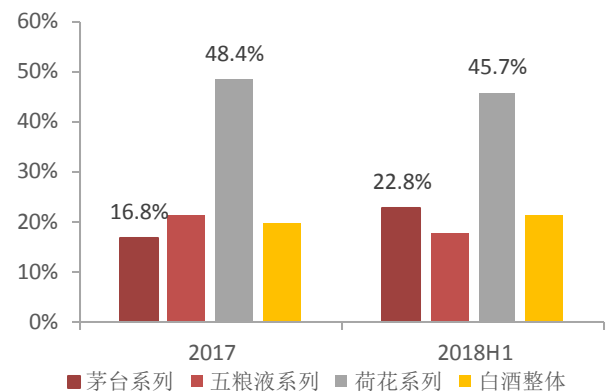
名品引流，精品增利。公司营收占比主要来自于茅台、五粮液系列薄酒，2016-2018H1，两大品牌合计营收占比均超过 80%。在名品白酒热度持续提升，供需关系收紧背景下，公司经久打造的“保真”品牌形象保证了其在名品酒销售上的优势地位，名品酒销售也成为其吸引顾客的重要因素。从精品酒来看，以荷花系列为代表，毛利率显著高于以茅台系列为代表的名品酒，高出近 30pp，在名品酒引流下带动精品酒销售，精品酒则以其高毛利率增厚公司整体盈利能力。

图 40：茅台、五粮液占比超 80%



数据来源：招股说明书，西南证券整理

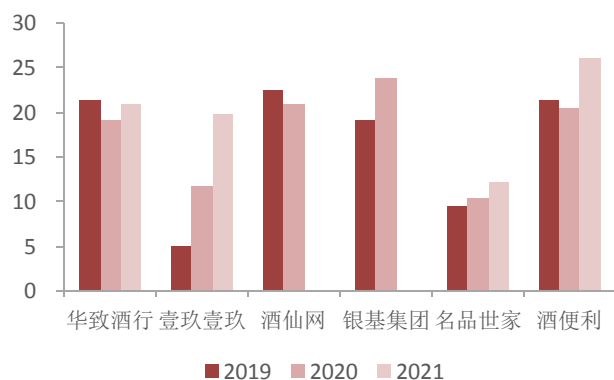
图 41：精品白酒毛利率较名品白酒具有显著优势



数据来源：招股说明书，西南证券整理

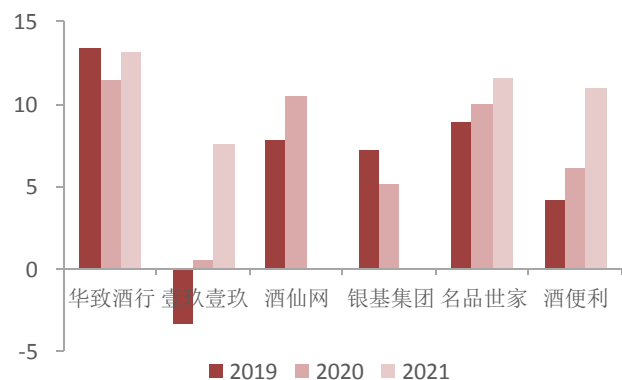
毛利率相对优秀，毛销差具有显著优势。公司名酒占比较高对其毛利率有所压低，整体毛利率水平处于同业公司中较高水平。公司在名酒单品+保真品牌形象下形成强大品牌力，体现为整体销售费用率的显著优势，最终实现同业公司中较高的毛销差。2021 年公司毛销差为 13.2%，较壹玖壹玖/名品世家/酒便利分别高出 5.6pp/1.6pp/2.2pp，形成公司长期经营的核心优势。

图 42：公司毛利率相对优秀



数据来源：公司公告，西南证券整理

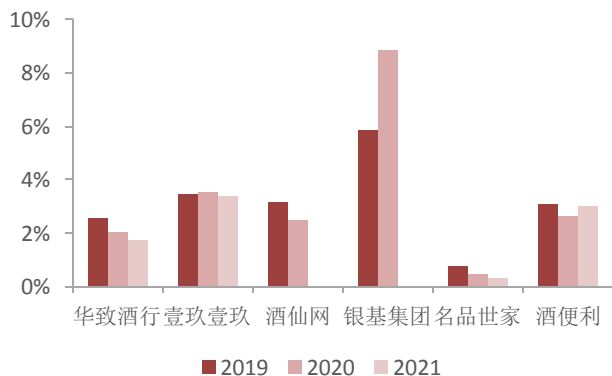
图 43：强品牌力带来毛销差显著优势



数据来源：公司公告，西南证券整理

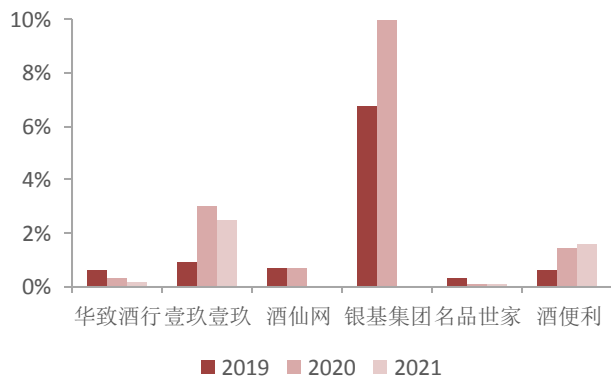
费用率表现优秀且持续优化。公司管理费用率呈现逐年下降态势，2019-2021 年期间自 2.6%下降 0.8pp 至 1.8%，管理效率提升成效初显。财务费用率方面，公司与同业对比处于较低位置，2019-2021 期间由于银行贷款规模减小，利息费用减少，财务费用率自 0.6%下降 0.4pp 至 0.2%。总体而言，公司费用率与同业公司对比表现优秀，且仍处于持续优化过程中。

图 44：公司管理费用率逐年下降



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：公司财务费用率相对较低



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司保持良好品牌形象和口碑，与国内外知名酒企仍然维持长期且稳定的合作关系，并继续联合推出联名精品酒产品；

假设 2：公司继续推进“700 项目”，进一步扩大营销网络辐射范围，2022-2024 年新开连锁门店数分别为 200 家、250 家、300 家；

假设 3：2022 年因疫情影响公司调整了主营业务白酒的产品结构，加大毛利率较低的名酒占比、降低毛利率较高的精品酒占比，预计 2023 年开始逐步进行新的产品结构调整，采取名酒引流+精品酒增利策略，2022-2023 年白酒毛利率分别为 19%、21.8%、22.2%；

假设 4：进口烈性酒代理业务按照行业平均水平预测，毛利率始终维持在 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
白酒	收入	6529.47	8618.91	10687.44	13359.31
	增速	52.00%	32.00%	24.00%	25.00%
	毛利率	21.48%	19.00%	21.80%	22.20%
葡萄酒	收入	470.91	612.18	765.23	918.27
	增速	31.74%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	23.06%	18.00%	21.00%	25.00%
进口烈性酒	收入	306.30	474.77	712.15	1032.62
	增速	53.33%	55.00%	50.00%	45.00%
	毛利率		10.00%	10.00%	10.00%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
其他	收入	153.31	245.30	380.21	570.32
	增速	73.33%	60.00%	55.00%	50.00%
	毛利率		10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	7460.00	9951.15	12545.03	15880.51
	增速	50.97%	33.39%	26.07%	26.59%
	毛利率	20.96%	18.29%	20.72%	21.13%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

因 A 股暂无其他上市连锁酒类流通公司，我们选取婴幼儿用品连锁企业爱婴室、医疗保健连锁企业健之佳、母婴用品连锁企业孩子王，2022-2024 年三家公司平均 PE 为 36 倍、25 倍、19 倍。考虑到公司作为国内酒类流通企业龙头，产品矩阵丰富、渠道铺设完善、规模效应显现，与可比公司比较虽然业务模式相近，但主营业务存在差异，结合公司历史业绩表现，给予 2023 年 18 倍估值，对应目标价 47.88 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
603214.SH	爱婴室	20.06	0.52	0.66	0.82	0.98	40.95	30.31	24.55	20.48
605266.SH	健之佳	47.07	4.32	3.35	4.24	5.23	17.71	14.06	11.11	9.00
301078.SZ	孩子王	13.58	0.19	0.21	0.36	0.51	89.74	64.34	38.01	26.70
平均值							49.47	36.24	24.56	18.73

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

白酒行业消费需求复苏不达预期、疫情反复导致实体门店扩张不及预期、与上游酒企合作关系出现变动、新品推出不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7460.00	9951.15	12545.03	15880.51	净利润	688.14	809.69	1128.31	1468.64
营业成本	5896.69	8131.36	9945.23	12524.88	折旧与摊销	19.31	7.72	7.72	7.72
营业税金及附加	22.31	30.75	38.18	48.44	财务费用	13.27	11.60	15.74	19.87
销售费用	575.89	656.78	965.97	1222.80	资产减值损失	-12.77	0.00	0.00	0.00
管理费用	131.17	149.27	225.81	301.73	经营营运资本变动	-752.93	-2102.64	-1119.93	-1343.66
财务费用	13.27	11.60	15.74	19.87	其他	-328.51	1.45	-20.88	13.75
资产减值损失	-12.77	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-373.49	-1272.18	10.95	166.32
投资收益	1.97	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-87.76	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-88.32	0.00	0.00	0.00
营业利润	825.81	971.40	1354.10	1762.79	短期借款	164.96	1292.99	423.15	408.63
其他非经营损益	0.51	0.88	0.77	0.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	826.32	972.28	1354.88	1763.55	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	138.18	162.59	226.57	294.91	支付股利	-75.02	-135.11	-158.97	-221.53
净利润	688.14	809.69	1128.31	1468.64	其他	-28.06	-32.02	-15.74	-19.87
少数股东损益	12.61	14.83	20.67	26.90	筹资活动现金流净额	61.88	1125.86	248.44	167.23
归属母公司股东净利润	675.53	794.86	1107.64	1441.74	现金流量净额	-400.47	-146.32	259.39	333.55
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1141.44	995.12	1254.50	1588.05	成长能力				
应收和预付款项	2189.17	2641.94	3397.89	4212.19	销售收入增长率	50.97%	33.39%	26.07%	26.59%
存货	3048.01	4214.71	5182.87	6516.22	营业利润增长率	73.83%	17.63%	39.40%	30.18%
其他流动资产	121.81	162.49	204.85	259.31	净利润增长率	80.98%	17.66%	39.35%	30.16%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	69.01%	15.42%	39.05%	29.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	41.70	38.69	35.68	32.68	毛利率	20.96%	18.29%	20.72%	21.13%
无形资产和开发支出	6.87	5.75	4.62	3.49	三费率	9.66%	8.22%	9.63%	9.73%
其他非流动资产	281.91	278.33	274.75	271.17	净利率	9.22%	8.14%	8.99%	9.25%
资产总计	6830.91	8337.02	10355.15	12883.10	ROE	19.77%	19.49%	22.02%	23.05%
短期借款	524.06	1817.05	2240.20	2648.83	ROA	10.07%	9.71%	10.90%	11.40%
应付和预收款项	1765.05	1776.71	2278.40	2974.32	ROIC	24.08%	17.97%	17.75%	18.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.51%	9.96%	10.98%	11.27%
其他负债	1060.62	588.32	712.27	888.55	营运能力				
负债合计	3349.73	4182.07	5230.88	6511.70	总资产周转率	1.34	1.31	1.34	1.37
股本	416.80	416.80	416.80	416.80	固定资产周转率	175.78	247.59	337.37	464.63
资本公积	857.21	857.21	857.21	857.21	应收账款周转率	58.05	59.07	55.37	55.84
留存收益	2138.73	2798.49	3747.15	4967.36	存货周转率	2.37	2.22	2.11	2.14
归属母公司股东权益	3413.57	4072.50	5021.16	6241.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.21%	—	—	—
少数股东权益	67.61	82.45	103.11	130.02	资本结构				
股东权益合计	3481.18	4154.94	5124.28	6371.39	资产负债率	49.04%	50.16%	50.51%	50.54%
负债和股东权益合计	6830.91	8337.02	10355.15	12883.10	带息债务/总负债	15.64%	43.45%	42.83%	40.68%
					流动比率	1.96	1.93	1.93	1.94
					速动比率	1.04	0.92	0.93	0.94
					股利支付率	11.11%	17.00%	14.35%	15.37%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	858.39	990.71	1377.56	1790.38	每股收益	1.62	1.91	2.66	3.46
PE	18.82	15.99	11.48	8.82	每股净资产	8.19	9.77	12.05	14.97
PB	3.72	3.12	2.53	2.04	每股经营现金	-0.90	-3.05	0.03	0.40
PS	1.70	1.28	1.01	0.80	每股股利	0.18	0.32	0.38	0.53
EV/EBITDA	13.83	13.41	9.77	7.56					
股息率	0.59%	1.06%	1.25%	1.74%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn