

Q3 盈利承压，产品结构有待改善

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年第三季度报告，2022 年前三季度公司实现营业收入 74.8 亿元，同比增长 25.3%；实现归母净利润 3.5 亿元，同比下降 39.1%。2022Q3 单季度实现营业收入 21 亿元，同比增长 4.3%；实现归母净利润 3269.7 万元，同比下降 84.8%。
- **营收稳步增长，保真连锁品牌效应凸显。**2022Q3 公司营业收入继续保持稳定增长，主要因为公司坚持正品保障，保真连锁品牌效应持续扩大；另外在疫情影响下，公司积极调整营销节奏，不断丰富精品酒和名酒产品矩阵，优化内部管理和运营流程，线下在 700 余个县市级地区铺设销售网络，线上积极发力全平台营销网络，保障营收增长。
- **产品结构调整应对市场变化，盈利能力承压。**2022Q3 公司毛利率为 12.4%，同比下降 7.2pp，主要因为在疫情反复、消费较为疲软的情况下，公司主动调整产品结构，加大了毛利率较低的名酒业务占比来引流并保障营收，而毛利率较高的精品酒业务占比相对有所下滑。费用端，2022Q3 销售/管理/财务费用率分别为 8%/1.7%/0.4%，分别同比变动+2.2pp/+0.2pp/+0.3pp，公司加大了销售费用投放来促进终端消费，整体费用率有所上升。毛利率下滑叠加费用率提升，公司净利率同比下降 9.1pp 至 1.6%，盈利能力短期承压。
- **渠道拓展+产品矩阵持续完善，静待消费需求复苏。**酒类消费需求从政务消费向商务消费、大众消费持续转型，Q4 开始商务宴请等消费场景将逐渐增多，有望缓解需求压力。另外随着酒水市场年轻化，个性化定制的精品酒市场有望逐渐回暖，公司的荷花酒金蕊天荷被评为“中国最佳烈性酒”、独家代理奔富的全新酒款、独家代理巴斯克酿酒师珍藏系列等，多元化的产品矩阵可以帮助公司有效调整产品结构，加大毛利率较高的精品酒业务占比，改善盈利能力。公司在渠道布局和产品结构方面都具备相对优势，长期来看国内酒水流通商龙头地位仍然稳固，期待消费复苏带动公司业绩重回增长轨道。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.34 元、2.04 元、3.08 元，未来三年归母净利润将保持 23.9%的复合增长率。考虑到公司产品结构调整灵活，短期盈利承压有望随消费需求复苏持续改善，Q4 开始有望业绩释放，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、新品市场表现不及预期、线下门店经营受限。

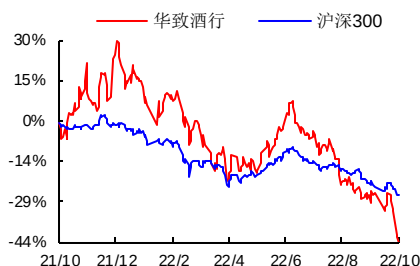
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7460.00	9619.28	12122.92	15110.24
增长率	50.97%	28.94%	26.03%	24.64%
归属母公司净利润（百万元）	675.53	557.73	848.97	1283.66
增长率	81.03%	-17.44%	52.22%	51.20%
每股收益 EPS（元）	1.62	1.34	2.04	3.08
净资产收益率 ROE	19.77%	14.52%	18.53%	22.53%
PE	14	17	11	8
PB	2.82	2.51	2.11	1.69

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)	23.11-53.89
总市值(亿元)	96.32
总资产(亿元)	64.14
每股净资产(元)	8.79

相关研究

1. 华致酒行（300755）：酒类流通龙头，产品+渠道齐发力（2022-09-17）

盈利预测

关键假设：

假设 1：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 2：近年来因疫情影响，公司调整主营业务结构，扩大毛利率较低的名酒产品占比，毛利率较高的精品酒占比相对下滑，白酒业务整体毛利率下滑，预计 2022-2024 年白酒毛利率分别为 17%、19%、21%；

假设 3：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 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
白酒	收入	6529.47	8357.73	10447.16	12954.48
	增速	52.00%	28.00%	25.00%	24.00%
	毛利率	21.48%	17.00%	19.00%	21.00%
葡萄酒	收入	470.91	602.76	753.45	926.75
	增速	31.74%	28.00%	25.00%	23.00%
	毛利率	23.06%	20.00%	21.00%	22.00%
进口烈性酒	收入	306.30	428.82	600.35	810.47
	增速	53.33%	40.00%	40.00%	35.00%
	毛利率		10.00%	10.00%	10.00%
其他	收入	153.31	229.97	321.95	418.54
	增速	73.33%	50.00%	40.00%	30.00%
	毛利率		10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	7460.00	9619.28	12122.92	15110.24
	增速	50.97%	28.94%	26.03%	24.64%
	毛利率	20.96%	16.71%	18.44%	20.17%

数据来源：Wind，西南证券

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	9619.28	12122.92	15110.24	净利润	688.14	568.13	864.81	1307.61
营业成本	5896.69	8012.03	9887.50	12063.01	折旧与摊销	19.31	7.72	7.72	7.72
营业税金及附加	22.31	29.73	36.89	46.09	财务费用	13.27	11.21	15.21	18.91
销售费用	575.89	721.45	933.46	1148.38	资产减值损失	-12.77	0.00	0.00	0.00
管理费用	131.17	163.53	212.15	264.43	经营营运资本变动	-752.93	-2025.88	-1148.89	-1119.29
财务费用	13.27	11.21	15.21	18.91	其他	-328.51	1.20	-20.94	13.50
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	-1437.63	-282.09	228.45
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	681.34	1037.70	1569.42	短期借款	164.96	1424.86	659.21	258.98
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	682.22	1038.47	1570.19	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	138.18	114.08	173.66	262.58	支付股利	-75.02	-135.11	-111.55	-169.79
净利润	688.14	568.13	864.81	1307.61	其他	-28.06	-31.64	-15.21	-18.91
少数股东损益	12.61	10.41	15.84	23.95	筹资活动现金流净额	61.88	1258.11	532.45	70.28
归属母公司股东净利润	675.53	557.73	848.97	1283.66	现金流量净额	-400.47	-179.51	250.36	298.73
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	961.93	1212.29	1511.02	成长能力				
应收和预付款项	2189.17	2596.79	3366.32	4050.63	销售收入增长率	50.97%	28.94%	26.03%	24.64%
存货	3048.01	4152.50	5152.77	6275.42	营业利润增长率	73.83%	-17.49%	52.30%	51.24%
其他流动资产	121.81	157.07	197.95	246.73	净利润增长率	80.98%	-17.44%	52.22%	51.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	69.01%	-18.42%	51.46%	50.48%
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%	16.71%	18.44%	20.17%
无形资产和开发支出	6.87	5.75	4.62	3.49	三费率	9.66%	9.32%	9.58%	9.48%
其他非流动资产	281.91	278.33	274.75	271.17	净利率	9.22%	5.91%	7.13%	8.65%
资产总计	6830.91	8191.05	10244.38	12391.14	ROE	19.77%	14.52%	18.53%	22.53%
短期借款	524.06	1948.92	2608.13	2867.11	ROA	10.07%	6.94%	8.44%	10.55%
应付和预收款项	1765.05	1748.58	2261.28	2862.57	ROIC	24.08%	12.81%	13.86%	17.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.51%	7.28%	8.75%	10.56%
其他负债	1060.62	580.16	708.33	856.99	营运能力				
负债合计	3349.73	4277.66	5577.73	6586.67	总资产周转率	1.34	1.28	1.32	1.34
股本	416.80	416.80	416.80	416.80	固定资产周转率	175.78	239.33	326.01	442.09
资本公积	857.21	857.21	857.21	857.21	应收账款周转率	58.05	58.25	55.36	55.45
留存收益	2138.73	2561.35	3298.78	4412.64	存货周转率	2.37	2.21	2.12	2.11
归属母公司股东权益	3413.57	3835.37	4572.79	5686.66	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	78.02	93.86	117.82	资本结构				
股东权益合计	3481.18	3913.39	4666.65	5804.47	资产负债率	49.04%	52.22%	54.45%	53.16%
负债和股东权益合计	6830.91	8191.05	10244.38	12391.14	带息债务/总负债	15.64%	45.56%	46.76%	43.53%
					流动比率	1.96	1.85	1.79	1.84
					速动比率	1.04	0.88	0.86	0.89
					股利支付率	11.11%	24.22%	13.14%	13.23%
					每股指标				
					每股收益	1.62	1.34	2.04	3.08
					每股净资产	8.19	9.20	10.97	13.64
					每股经营现金	-0.90	-3.45	-0.68	0.55
					每股股利	0.18	0.32	0.27	0.41
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	858.39	700.26	1060.62	1596.05					
PE	14.26	17.27	11.35	7.50					
PB	2.82	2.51	2.11	1.69					
PS	1.29	1.00	0.79	0.64					
EV/EBITDA	10.24	14.81	10.17	6.73					
股息率	0.78%	1.40%	1.16%	1.76%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，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
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn