

华致酒行（300755）

名酒流通标杆，具备“消费者认知+定制酒经营”核心能力，疫后复苏再度起航

买入（首次）

2023 年 02 月 27 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书：S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

执业证书：S0600121010005

yangjing@dwzq.com.cn

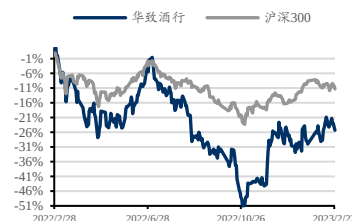
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	7,460	8,687	10,977	13,772
同比	51%	16%	26%	25%
归属母公司净利润（百万元）	676	381	729	991
同比	81%	-44%	91%	36%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.62	0.91	1.75	2.38
P/E（现价&最新股本摊薄）	20.50	36.35	19.01	13.97

关键词：#消费升级 #行业整合 #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

- 华致酒行是国内精品酒水流通领域龙头，2023 年有望受益于疫后复苏。公司拥有 2000 多家华致酒行、华致酒库连锁门店，链接 3 万多个零售终端，渠道网络广阔；代理茅台、五粮液等名酒，开发荷花等定制酒，产品资源丰富。近年来公司业绩持续增长，2017-21 年收入/归母净利的 CAGR 分别达 32.6%/35.3%。聚餐是一个主要的酒类消费场景，因此疫情期间酒类消费受一定的压制，2023 年随需求反弹公司业绩有望复苏。
- 酒类消费高端化趋势显著，华致酒行受益于行业龙头市占率提升趋势。2017-2021 年我国酒类消费市场规模的 CAGR 为 2%，而高端酒市场规模的 CAGR 达 10.5%，呈现明显的高端化趋势。中高端酒水的主要流通渠道是专卖店等专营渠道，而我国酒类流通渠道市场目前仍十分分散。2020 年我国酒类连锁 CR5 市占率不足 2%，较之美国 2017 年 64.4% 的 CR5 份额有明显的提升空间。华致酒行作为酒水流通领先者，2020 年市占率仅 0.4%，未来有望通过行业龙头集中的趋势而实现持续成长。
- 公司核心竞争力体现在：①广阔的直管门店网络及深入人心的品牌效应；②头部酒厂稳定的直采货源；③久经考验的定制酒经营能力。
- 门店&品牌力：公司对接连锁门店 2000 多家，以及 3 万多家由餐饮店、专卖店、KA 卖场、团购及电商、普通经销商等构成的优质零售终端。多年来“买名酒到华致”在消费者心中形成的认知。
- 定制酒经营能力：定制酒毛利率高，利润空间大，但其经营比单纯批发名酒要困难得多。定制酒对品牌塑造、产品定位、渠道运营、库存管理的要求，相当于经营一个白酒品牌。公司核心团队有多年白酒品牌运营经验，拥有广阔的线下渠道网络，具备定制酒经营的核心能力。
- 稳定的名酒货源：华致盈利模式是“名酒引流+定制精品酒变现”，名酒贡献了公司大部分收入，是基本盘所在。公司拥有稳定的直供货源，2018H1 销售的 53 度飞天茅台中有 70%（以金额计）来自酒企直供。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-24 年归母净利润为 3.8/ 7.3/ 9.9 亿元，同比-44%/+91%/+36%，对应 2022-24 年 36/ 19/ 14 倍的 P/E。我们按 2023 年 26 倍 P/E（相当于公司上市以来平均静态 P/E）给予 45.5 元/股的目标价。公司是国内规模领先的酒类流通龙头，定制酒品牌经营能力强，2023 年有望受益于消费复苏。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：餐饮需求恢复不及预期，定制酒及门店扩张不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.23
一年最低/最高价	21.49/47.13
市净率(倍)	3.82
流通 A 股市值(百万元)	13,663.31
总市值(百万元)	13,850.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.70
资产负债率(% ,LF)	42.39
总股本(百万股)	416.80
流通 A 股(百万股)	411.17

相关研究

内容目录

1. 公司简介：A 股酒类流通第一股	5
2. 行业：我国酒类消费持续增长，线下流通渠道集中度有望提升	8
2.1. 酒类消费稳中有增并受益于疫后恢复，高端化趋势利好龙头渠道商	8
2.2. 白酒流通以线下渠道为主，渠道集中度有望提升	10
3. 公司渠道资源壁垒深厚，名酒货源稳利润率提升，高利润定制酒持续成长	11
3.1. 全渠道精耕，全国网络布局+消费者认知是核心壁垒	11
3.2. 华致酒行定制高毛利白酒提升利润，掌握溢价能力	14
3.3. 名酒流通环节货源是关键，华致紧握一手货源充分受益	15
4. 财务：深耕华东市场，业绩稳健增长	18
5. 盈利预测与投资评级	20
5.1. 关键假设&盈利预测	20
5.2. 估值&投资评级	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1:	华致酒行发展历程.....	5
图 2:	华致酒行连锁品牌门店.....	5
图 3:	华致酒行京东旗舰店及华致酒行微信小程序.....	5
图 4:	华致酒行拥有丰富的酒类产品线.....	6
图 5:	华致酒行股权架构（截至 2022 年 9 月）.....	6
图 6:	2017-2022Q3 公司营业总收入及增速.....	7
图 7:	2017-2022Q3 公司归母净利润及增速.....	7
图 8:	中国酒类消费市场规模稳步增长.....	8
图 9:	我国酒类消费高端化趋势明显.....	8
图 10:	2021 年我国酒类消费额构成：白酒占主导.....	8
图 11:	2016-2021 年白酒消费市场规模持续增长.....	8
图 12:	中国白酒主要消费场景占比（2021 年）.....	9
图 13:	2016-2021 年全国白酒消费量.....	9
图 14:	2016-21 年我国白酒消费均价持续增长.....	9
图 15:	2016-2021 年我国酒类流通渠道：餐饮 vs 零售.....	10
图 16:	2021 年白酒零售流通渠道分布情况.....	10
图 17:	美国酒类流通市场 CR5 变动情况.....	11
图 18:	2020 年我国酒类流通公司市占率情况.....	11
图 19:	华致酒行电商销售额及占比.....	13
图 20:	华致酒行渠道占比.....	13
图 21:	2018H1 华致酒行各渠道毛利率.....	13
图 22:	2015-2018H1 华致酒行各渠道平均毛利率与产品收入结构.....	14
图 23:	华致酒行定制酒产品.....	14
图 24:	2018H1 公司部分酒品毛利率对比：.....	15
图 25:	我国名酒流通环节示意图.....	16
图 26:	茅台、五粮液系列占总营收比例.....	16
图 27:	茅台、五粮液系列产品毛利率.....	16
图 28:	2004-2020 年 53 度飞天茅台出厂价及零售价.....	17
图 29:	华致酒行部分产品从酒企直接进货金额占比.....	17
图 30:	2017-2022Q3 公司收入及增速.....	18
图 31:	2017-2022Q3 公司归母净利润及增速.....	18
图 32:	2017-2021 年分地区营业收入拆分.....	18
图 33:	2017-2021 年分产品营业收入拆分.....	18
图 34:	2017-2022Q3 公司销售净利率与销售毛利率.....	19
图 35:	2017-2022Q3 公司各项费用/营业收入情况.....	19
图 36:	华致酒行营业周转天数（天）.....	19
图 37:	2021-2022Q3 公司预付款项周转天数.....	20
图 38:	2021-2022Q3 公司存货周转天数.....	20
图 39:	华致酒行上市以来的 PE band.....	22
表 1:	华致酒行管理层简介.....	7

表 2: 华致酒行品牌门店情况..... 12

表 3: 华致酒行非品牌直供终端情况..... 12

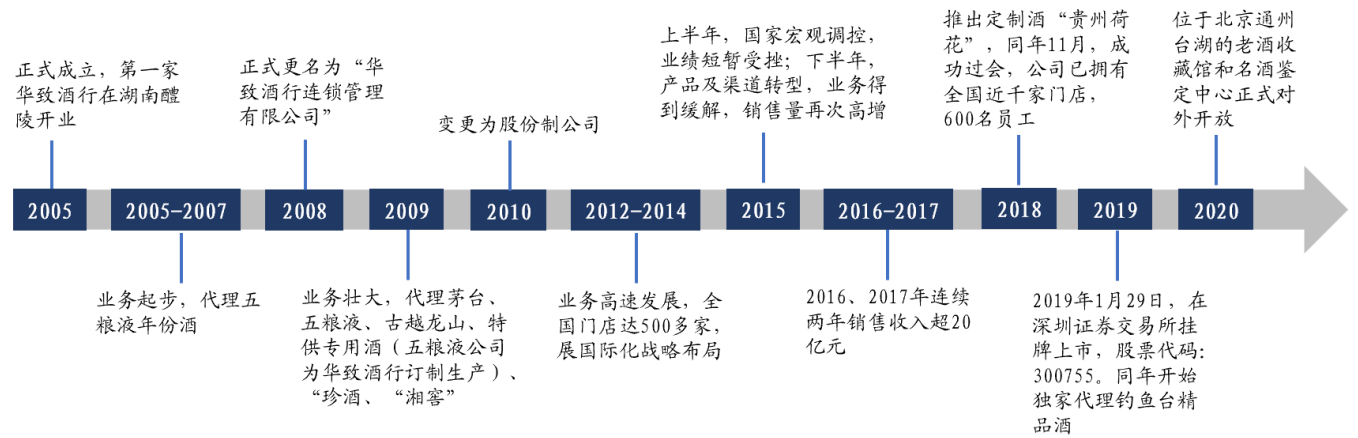
表 4: 华致酒行收入及毛利率预测明细..... 20

表 5: 相关公司估值表（更新至 2 月 24 日）..... 21

1. 公司简介：A 股酒类流通第一股

华致酒行为国内领先的精品酒水营销和服务商之一，致力于为消费者提供优质保真的精品酒水。华致酒行成立于 2005 年，经营理念为“精品、保真、服务、创新”，立志成为最受消费者信赖的中国保真酒品连锁销售第一品牌。

图1：华致酒行发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

华致酒行积极推进终端建设，分销渠道形式多样。公司线下开设华致酒行、华致酒庄等连锁品牌门店，线上设立天猫、京东官方旗舰店及华致酒行微信小程序等电商平台，也给零售网点、KA 卖场、团购、电商、普通酒水经销商等非自由零售终端供货。截至 2021 年，华致酒行、华致名酒庄共有连锁门店 2000 多家、优质零售终端 3 万多家，覆盖全国 31 个省市自治区。

图2：华致酒行连锁品牌门店



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图3：华致酒行京东旗舰店及华致酒行微信小程序



数据来源：京东、公司微信小程序，东吴证券研究所

华致酒行拥有丰富的酒类产品线，销售多个国内外知名品牌的白酒、洋酒产品。名酒货源、定制酒经营能力是酒类流通企业的核心能力。华致酒行深耕酒类市场 20 余载，与国内外知名酿酒企业及大型酒类流通商建立长期稳定的合作关系，代理茅台、五粮液等国内经典名酒，与上游酒厂合作推出钓鱼台（铁盖）、荷花系列、金酒鬼等定制酒，以及经销罗曼尼康帝、拉菲、奔富、山崎、轩尼诗、蓝带马爹利等世界名酒。

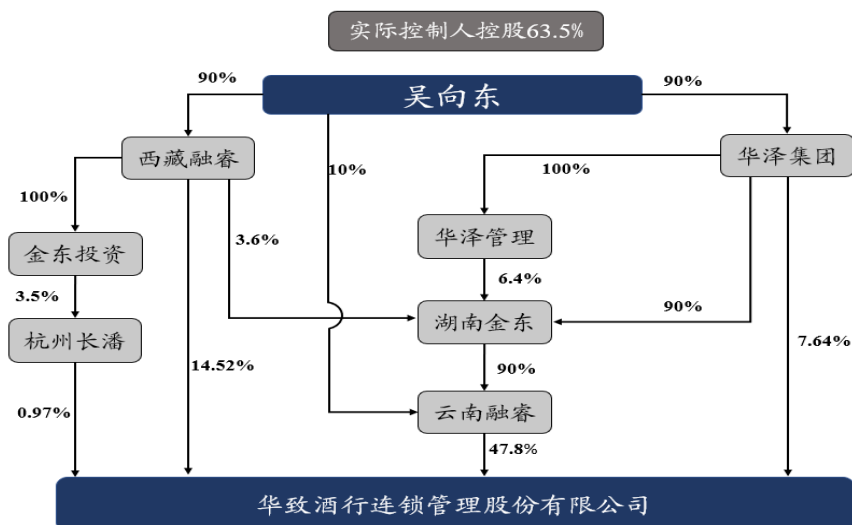
图4：华致酒行拥有丰富的酒类产品线



数据来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构稳定集中，实控人吴向东持有公司 63.5% 的股权。公司实控人、创始人吴向东先生是湖南金东酒业（前身是金六福酒业）的创始人，现任华泽集团、华致酒行董事长，拥有丰富的酒企管理经验。截至 2022 年 9 月，吴向东间接持有华致酒行 63.5% 的股份，是公司的实际控制人。

图5：华致酒行股权架构（截至 2022 年 9 月）



数据来源：招股说明书，公司年报，东吴证券研究所

公司高管层也有丰富的酒类行业管理经验。颜涛、彭宇清等公司高管曾在湖南金六福酒业担任要职，一手打造全国知名白酒品牌“金六福”，拥有丰富的名酒运营经验。

表1: 华致酒行管理层简介

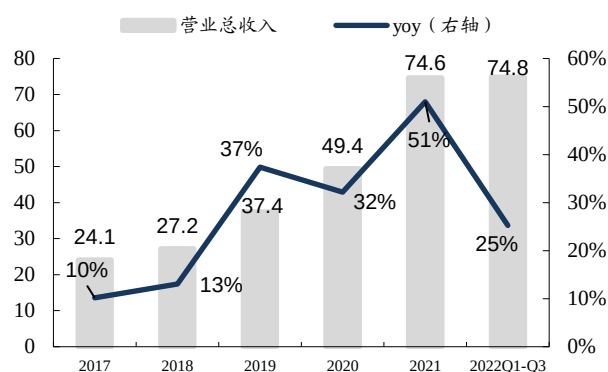
姓名	职位	加入时间	简介
吴向东	创始人、董事长	2005 年	历任新华联集团董事、董事局副主席，湖南省金六福酒业有限公司董事长、总经理。现任华泽集团、华致酒行董事长
彭宇清	副董事长	2005 年	历任湖南省金六福酒业有限公司总经理助理，华致酒行总经理。现任华致酒行副董事长
李伟	董事、总经理	2019 年	历任北京金六福酒有限公司总经理，华致酒行常务副总经理。现任华致酒行董事、总经理
颜涛	董事	2010 年	历任山东电气集团股份有限公司副总经理，湖南省金六福酒业有限公司副总经理。现任金东集团总经理，华致酒行董事

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

华致酒行近 5 年来业绩持续增长。2017-2021 年，华致酒行营业收入增长至 74.6 亿元，CAGR 达到 32.6%；归母净利从 2.0 亿元增长至 6.8 亿元，CAGR 达到 35.3%。从 2019 年公司上市以来，华致酒行直供终端门店和华致连锁门店的数量和质量稳步提升，成为收入利润稳定增长的一大来源。

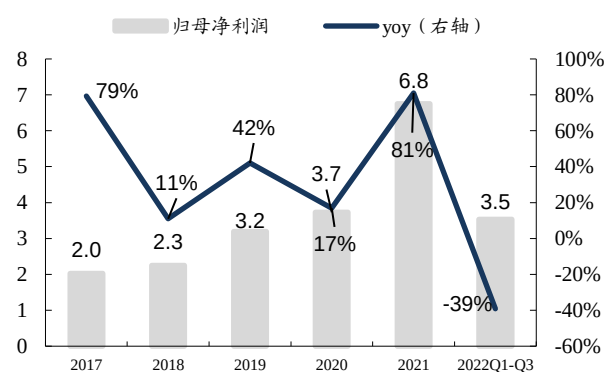
华致酒行 2021 年业绩表现突出，2022 年营收增速放缓。随后，2021 年，华致酒行非标定制精品酒及名酒销量大幅提升，对营收及利润均有较大贡献。2022 年前三季度公司实现营业收入 74.8 亿元，同比+25%，增速放缓主要系疫情反复导致消费场景缺失，公司名酒和定制酒销售均受到影响；归母净利润为 3.5 亿元，同比-39%，表现一般，除疫情影响外，也与公司积极降低毛利率去库存有关。

图6: 2017-2022Q3 公司营业总收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 2017-2022Q3 公司归母净利润及增速



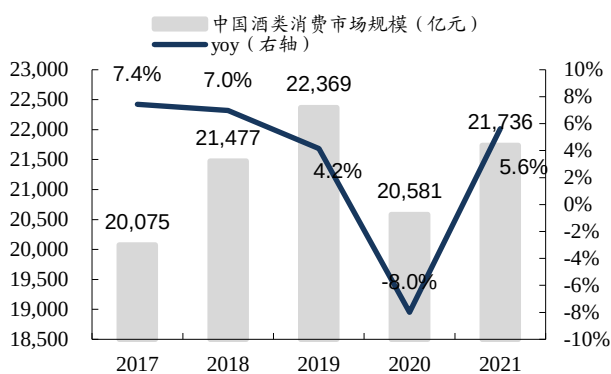
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 行业：我国酒类消费持续增长，线下流通渠道集中度有望提升

2.1. 酒类消费稳中有增并受益于疫后恢复，高端化趋势利好龙头渠道商

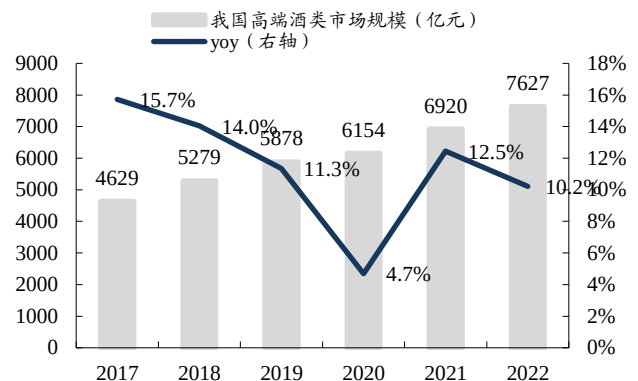
我国酒类消费持续增长，高端化趋势显著。据 Euromonitor，2021 年我国酒类消费市场规模达 2.2 万亿元，2017-2021 年 CAGR 为 2%；2021 年高端酒类市场规模达 6920 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 10.5%。消费者越来越注重酒类的社交、收藏价值，品牌酒、高端酒类的消费规模不断扩大。未来随着人们消费水平进一步提升，中国高端酒类市场规模增速有望高于整体。

图8：中国酒类消费市场规模稳步增长



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

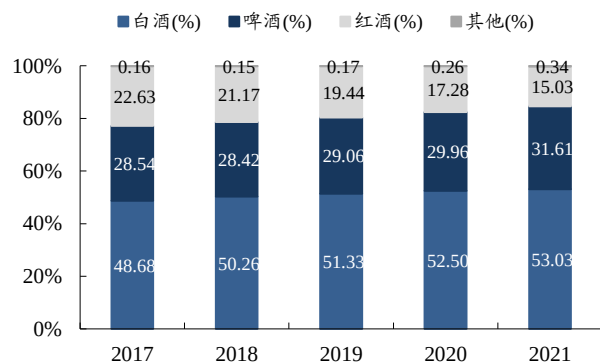
图9：我国酒类消费高端化趋势明显



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

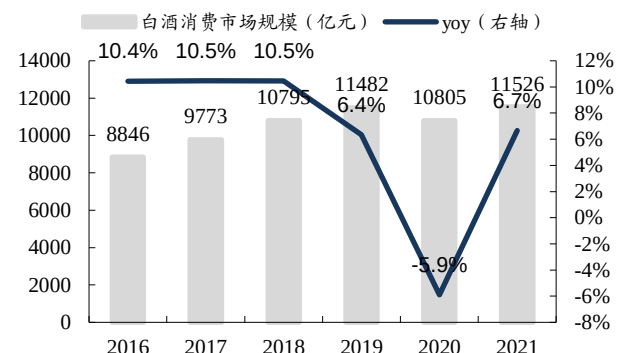
作为中国文化密不可分的一部分，白酒是我国消费规模最大的酒类品种，对白酒的偏好源于我国传统文化，“古来圣贤皆寂寞，唯有饮者留其名”。白酒不仅满足我们的味蕾，更是一种精神寄托和文化遗产。据 Euromonitor，2021 年我国白酒市场规模达 1.15 万亿元，在酒类总消费中占 53%，是消费规模最大的酒类品种。

图10：2021 年我国酒类消费额构成：白酒占主导



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

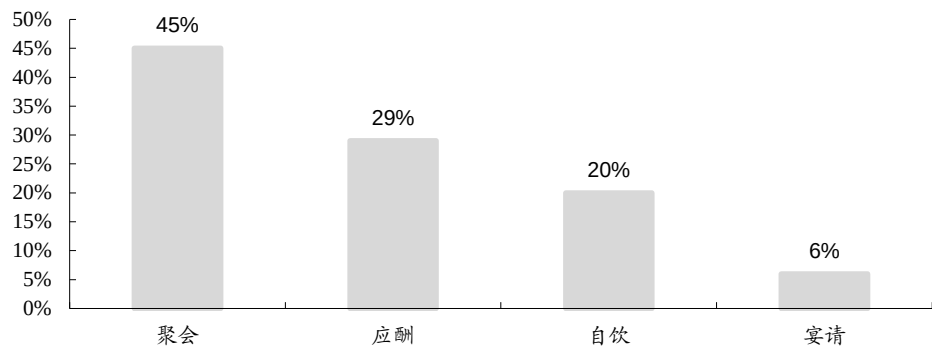
图11：2016-2021 年白酒消费市场规模持续增长



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

聚餐、应酬是白酒的主要消费场景，白酒消费有望受益于疫后复苏。近年来酒类消费场景从政务消费逐渐拓宽转移至商务消费与个人消费。据《2021 年中国白酒消费洞察报告》，聚会及应酬是白酒最重要的消费场景，占据了将近 80% 的比例。疫情期间，聚餐宴请受限，导致酒类消费整体有所下滑。疫后随着餐饮消费场景复苏，我们认为酒类消费有较强的恢复弹性。

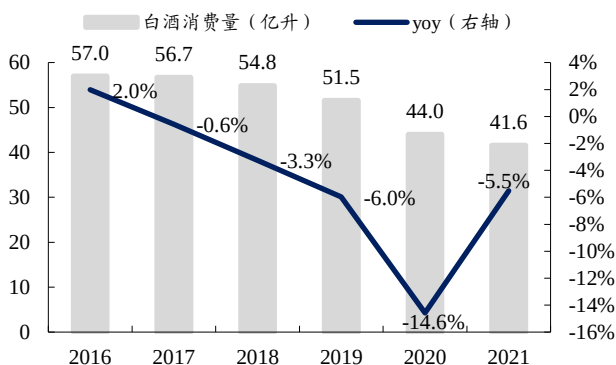
图12：中国白酒主要消费场景占比（2021 年）



数据来源：《2021 年中国白酒消费洞察报告》，东吴证券研究所

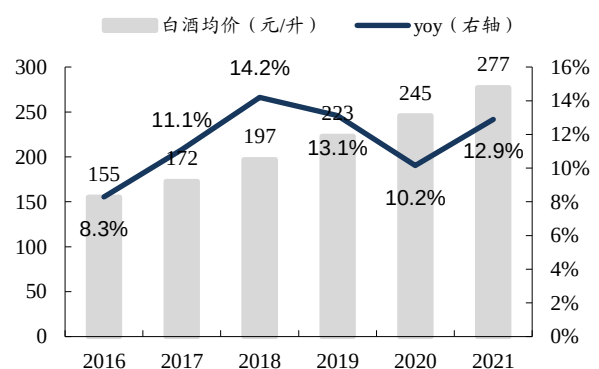
近年来白酒呈现明显的“价增量减”的高端化趋势，名酒渠道商有望受益。作为具备浓厚中国特色和传统文化底蕴的酒类，白酒是我国极罕见的拥有奢侈品基因的消费品种，高端化、品牌化将会是白酒的长期发展趋势。据 Euromonitor，2016-2021，全国白酒消费量从 57 亿升下降到 41.6 亿升，CAGR 为 -6.10%；均价从 155 元/升增长至 277 元/升，CAGR 为 12.29%。华致酒行等酒类渠道商主要销售中高端白酒，在白酒品牌化、高端化的过程中，酒类连锁渠道的销售规模和利润率都有提升空间。

图13：2016-2021 年全国白酒消费量



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图14：2016-21 年我国白酒消费均价持续增长



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

2.2. 白酒流通以线下渠道为主，渠道集中度有望提升

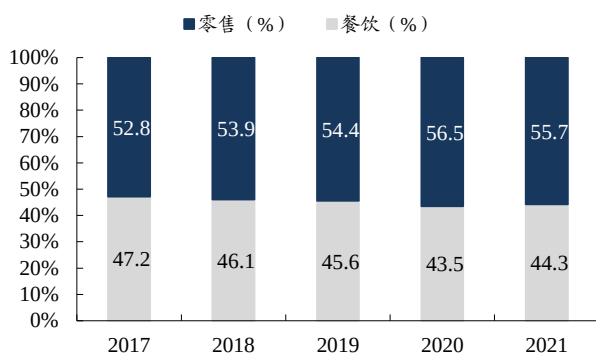
白酒主要流通包括：①餐饮渠道包括酒店、饭馆等堂食消费；②零售渠道，包括商超、大卖场、烟酒专卖店、普通杂货店等。

白酒流通以线下渠道为主，难以被电商取代：

第一，餐饮渠道将长期占据较稳定的份额。人们饮酒的主要场景是聚餐吃饭，因此在餐厅直接购买酒水是常见的消费方式。据 Euromonitor 数据，2017-19 年餐饮渠道占酒类流通 45-47%左右，稳中略降。2020 年由于疫情影响下降到 43%，2021 年恢复到 44%。我们认为未来很长一段时间餐饮渠道的份额都将保持在 40~45%。

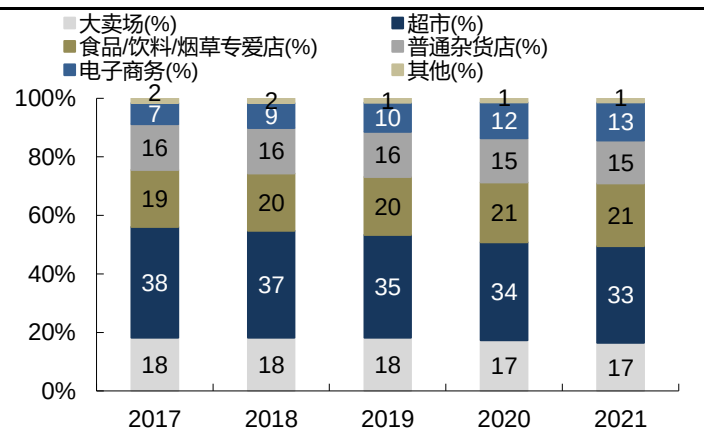
第二，零售渠道也以线下为主。据 Euromonitor，2021 年烟酒店、商超大卖场在零售渠道中合计占比约 71%，而电商占比仅为 13%。消费者倾向于线下渠道的原因主要包括：1) 可以当场辨别真伪，并提供品质背书；2) 提供讲解推荐等服务；2) 满足即时消费需求。我们认为，未来餐饮渠道和线下零售渠道仍将会是重要的酒类流通渠道。

图15：2016-2021 年我国酒类流通渠道：餐饮 vs 零售



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图16：2021 年白酒零售流通渠道分布情况

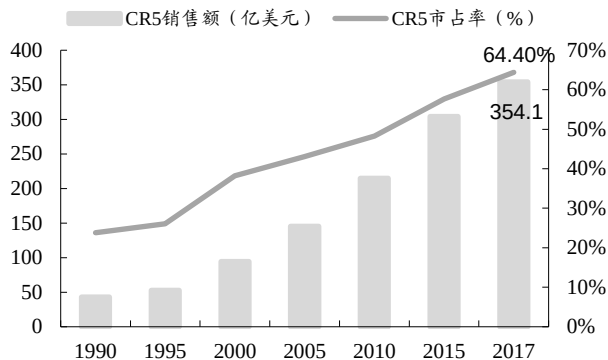


数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

对标海外市场，我国酒类流通行业市场集中度还有很大的提升空间。据 ParkStreet 数据显示，2017 年，美国 CR5 经销商分别占据全美酒水（含烈性酒及红酒）64.4% 的市场份额，其中规模第一的经销商 SouthernGlazer's（南方酒业）市占率超过 30%，市场占有率及业务辐射区域超过第二名和第三名的总和。南方酒业扩张规模的手段主要为并购整合，其多年来通过并购覆盖了美国 44 个州。

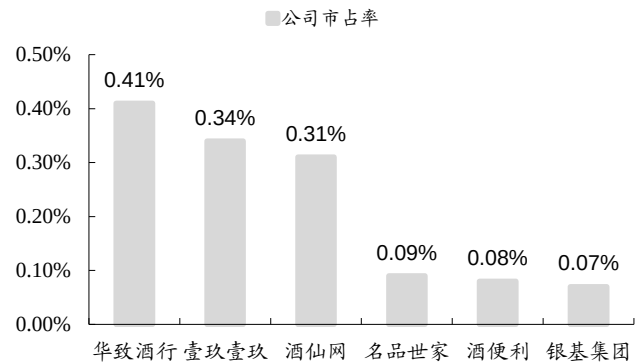
而至 2020 年，我国酒类连锁 CR5 的市占率不足 2%，有进一步整合提效的空间。龙头渠道商具备更强的品牌背书和品质保障，能做到更高的流通效率，也更容易通过定制酒来增厚利润。华致酒行作为国内酒类连锁龙头，2020 年市占率仅 0.4%，未来有望受益于行业集中度提升而持续扩张。

图17: 美国酒类流通市场 CR5 变动情况



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图18: 2020 年我国酒类流通公司市占率情况



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

3. 公司渠道资源壁垒深厚，名酒货源稳利润率提升，高利润定制酒持续成长

3.1. 全渠道精耕，全国网络布局+消费者认知是核心壁垒

华致酒行积极推进终端建设，“毛细血管”式网络营销布局覆盖全国 31 省市。

公司品牌门店渠道包括华致酒行、华致酒库、华致名酒库。这些渠道都统一使用“华致”品牌，公司对其掌控力度较强。截至 2021 年，华致酒行、华致名酒库共有连锁门店 2000 多家。

公司非品牌直供终端包括：餐饮、名烟名酒专卖店等零售网点，KA 卖场，团购，电商等。截至 2021 年，公司优质零售终端 3 万多家。

公司品牌门店多元且各具特色，是公司彰显品牌力的有效渠道。华致品牌门店都统一使用华致酒行的品牌资源、设计装修，并统一管理标准、财务核算。1) 华致酒行是公司较高端的门店，高端装修、门店面积大，只销售《华致酒行指定专卖产品目录》内的产品。高档装修的华致酒行（包括直营店和合作店）门店数逐年降低，不再是公司渠道拓展的重点。2) 华致酒库、华致名酒库是面向主流市场的店型，可同时销售公司提供的产品和其他供应商提供的产品。华致酒库、名酒库装修成本较低、店铺面积较小、产品多样管理灵活，将会是未来扩张的主力店型。

表2: 华致酒行品牌门店情况

一级类型	二级分类	示意图	描述
品牌门店	华致酒行（直营）		公司对直营店拥有控制权，享有门店产生的全部利润，并承担门店发生的一切费用开支，店铺面积较大（约 200-300 m ² ），高端装修
	华致酒行（合作）		在指定区域、指定期限内，公司授予合作经营方“华致酒行”品牌的经营权，店铺由合作经营方自行购买或租赁，并经公司高端装修，合作经营方负责店铺所有的日常运营，店铺面积较大（200 m ² 左右）
	华致酒库		未来扩张的主力店型 ，与华致酒行的区别：华致酒行主要面对高端消费；华致酒库主要面向大众消费，店铺面积中等（100 m ² 左右）
	华致名酒库		未来扩张的主力店型 ，公司以省区为单元将优质零售网点客户转型成为华致名酒库，实现品牌升级、供应链升级，店铺面积大小不一，但一般较小（100 m ² 以下，一般为 50-60 m ² ）

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

华致酒行非品牌直供零售商包括名烟名酒专卖店、餐饮店、KA 卖场、团购及电商、普通经销商等。KA 卖场、餐饮酒店、名烟名酒店是我国重要的酒类流通渠道，这些渠道的份额在酒类消费市场的 80%以上。而此类渠道主要通过大型的酒类供应商采购，其需求量大、要求供货稳定真实。华致酒行通过扁平且高效的供应链向这些渠道供货，并与其建立稳定的供货关系，出货量持续增长。

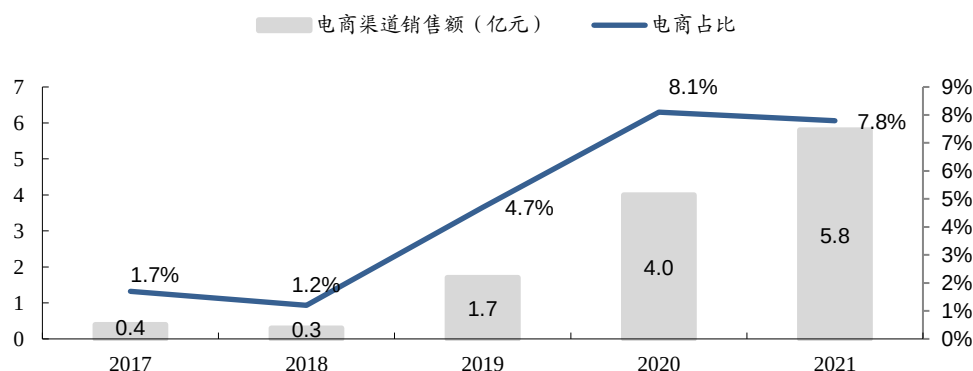
表3: 华致酒行非品牌直供终端情况

一级类型	二级分类	示意图	描述
非品牌直供终端	零售网点		主要为名烟名酒店、专卖店、餐饮酒店等零售门店，客户直接向公司提交订单，由公司匹配就近安排仓库配货、发货
	KA 卖场		主要为大型商超，管理规范、信誉良好、覆盖范围广。公司与 KA 卖场签订合同，按照订单组织发货配送，主要合作客户包括麦德龙、华润万家、华联超市等知名商超
	团购及电商		团购平台销售对象主要为大型批量消费客户，如企事业单位、行业协会及民间团体等。团购客户提出需求之后，由重点客户业务人员进行协调；电商渠道：华致酒行在京东、天猫开设电商旗舰店，上线华致酒库 O2O 平台及华致酒库微信小程序
	终端供应商		普通的酒水经销商，有利于公司开拓区域市场，提升产品的知名度和覆盖面

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司也拥有电商经营能力，在京东、天猫等平台开设电商旗舰店，并运营华致酒库O2O平台、华致酒库微信小程序等渠道。电商是公司经营渠道的有利补充，在疫情期间实现了较快的发展，2021年电商销售额占比提升至7.8%。电商平台天然拥有较好的中长尾商品销售能力，也是一个绝佳的塑造品牌力的场所。华致线上渠道中，茅五之外其他名酒的销售占比较高，是线下渠道的良好补充。

图19：华致酒行电商销售额及占比

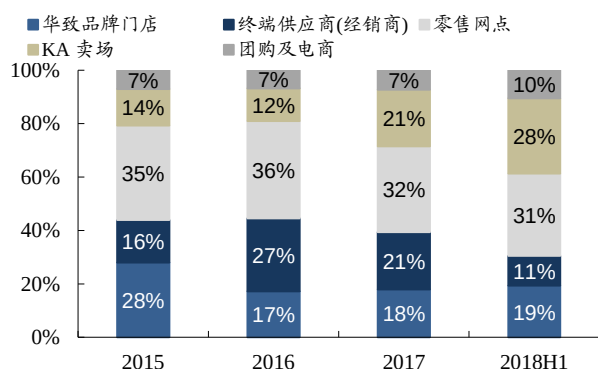


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

近年来公司销售渠道构成较为稳定，KA卖场占比提升。公司华致品牌门店的占比稳定在大约20%左右，近年来主要是结构上有所变化，面向高端市场、装修更好面积更大的华致酒行门店有所收缩，而面向主流市场的华致酒库、华致名酒库占比提升。其他渠道中，KA占比快速提升。

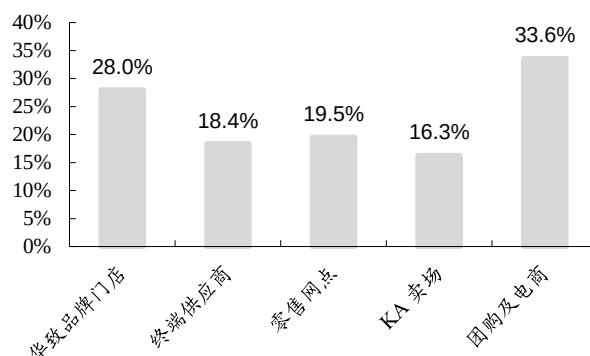
品牌门店、团购电商渠道毛利率更高。2018H1公司品牌门店/团购电商毛利率分别为28%/34%，而非品牌直供终端的毛利率普遍在20%以下。

图20：华致酒行渠道占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：2018H1 华致酒行各渠道毛利率

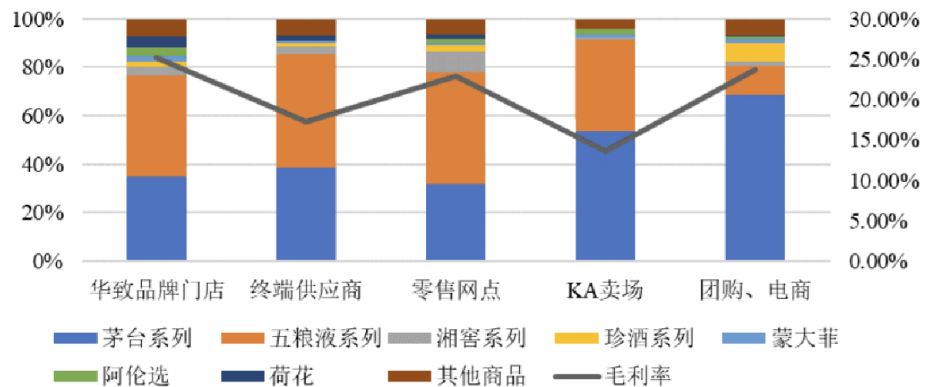


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

广阔的线下品牌直供门店网络是公司推广定制酒的有力抓手，构成核心优势。部分酒类渠道商的线下门店是比较少的，因为线下门店资产较重也难以运营。华致酒行拥有广阔的线下品牌直供门店网络（即华致酒行和华致酒库），这些线下门店能够帮助公司更好地宣传和销售自己的定制酒，同时向上反映终端的一线需求信息。

分渠道来看，1) 品牌门店渠道定制酒占比高，如荷花酒的占比是所有渠道中最高的。2) KA 卖场、终端供应商渠道中，茅台、五粮液等大牌名酒占比高。3) 团购、电商渠道中，定位送礼的茅台占比最高；受益于电商销售长尾商品的能力突出，电商渠道其他酒类的占比是最高的。

图22：2015-2018H1 华致酒行各渠道平均毛利率与产品收入结构



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 华致酒行定制高毛利白酒提升利润，掌握溢价能力

华致酒行与知名酒企合作推出独家经销的定制酒，覆盖高中低多个价格带。公司与五粮液集团合作推出“五粮液年份酒”，与茅台集团合作推出“贵州茅台酒(金)”，与贵州钓鱼台国宾酒业推出“钓鱼台精品酒(铁盖)”，与贵州荷花酒业合作推出“荷花酒”，与酒鬼酒合作推出金酒鬼。定制酒由知名酒厂酿制，酒品质量有保证；定制酒更多的定价权掌握在公司手中，能够实现更高的利润。

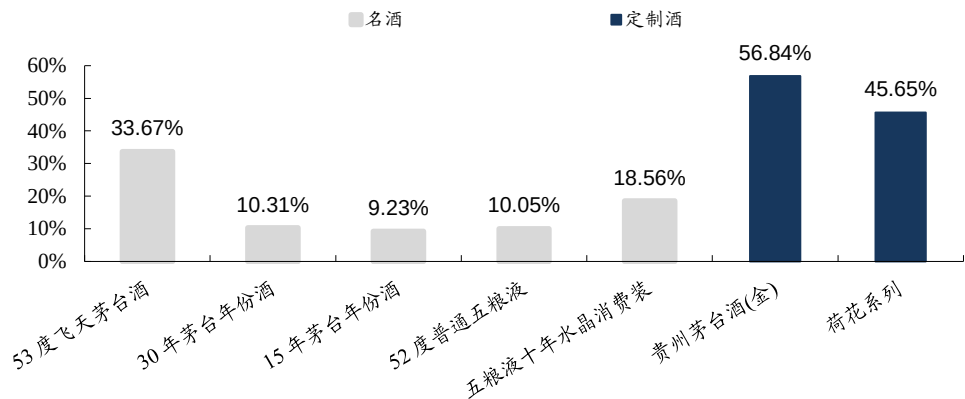
图23：华致酒行定制酒产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

华致旗下定制酒毛利率普遍高于名酒。据公司招股书，2018H1 贵州茅台酒（金）和荷花系列等定制酒毛利率在 40%-57%之间，总体水平高于飞天茅台、普五等名酒。

图24：2018H1 公司部分酒品毛利率对比：



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

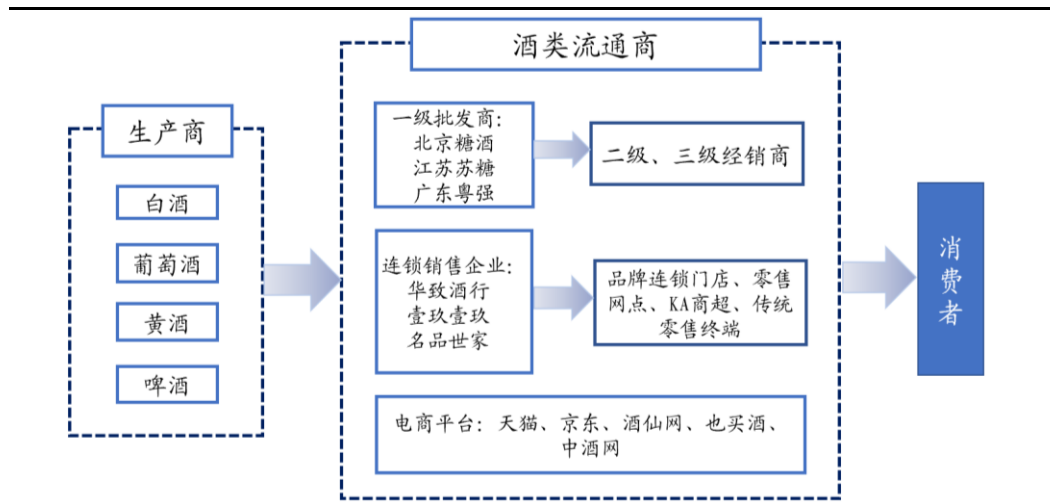
定制酒是名酒渠道商的核心利润来源，但经营难度远高于传统经销模式。名酒经销的进销差价通常被酒厂牢牢把控，头部经销商通常通过定制酒盈利。定制酒的定价权更多由经销商掌控，因此利润空间更大；而同时经销商也要负责品宣、铺货、库存管理等事务，经营难度更大。本质上来说，经营定制酒的其实就是品牌运营。

华致具备丰厚的产业资源，定制酒运营经验丰富，并形成了有效的方法论。华致酒拥有丰厚产业资源，公司的实控人吴向东是金东集团董事长，酒业管理经验十分丰富。公司管理层和对名酒市场的理解，不但为公司定制酒的经营提供方法论，也提供了品牌背书。

3.3. 名酒流通环节货源是关键，华致紧握一手货源充分受益

名酒不但能“引流”，也有一定的利润空间。华致酒行整个酒类产品的盘子中，定制酒是主要的利润来源，利润率明显高于名酒。这是因为在整个白酒产业链中，品牌商牢牢掌握定价权。因此市场对于酒类流通企业的传统认知是“名酒引流、定制酒获利”。但名酒经销也有一定的壁垒和利润空间，近年来飞天茅台等核心单品的终端价涨幅超过了出厂价，因此流通商得到了更高的利润率。在此背景下，名酒类流通商的经营稳定性和盈利能力，很大程度取决于其名酒货源。

图25：我国名酒流通环节示意图

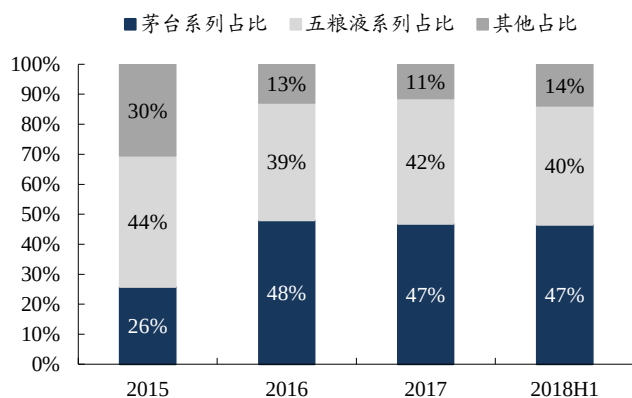


数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

经销茅五为公司营收的主要来源。公司茅台系列和五粮液系列 2016-2018H1 创造了超 80% 的营业收入。

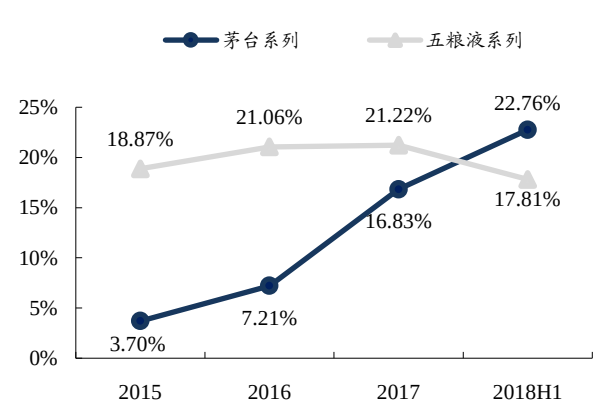
名酒经销的毛利率通常较低但比较稳定；飞天茅台等少数单品利润率有提升趋势。2015-2018H1，经销五粮液系列产品的毛利率在 17.81%-21.22% 之间，茅台系列产品毛利率从 3.70% 增长至 22.76%。

图26：茅台、五粮液系列占总营收比例



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

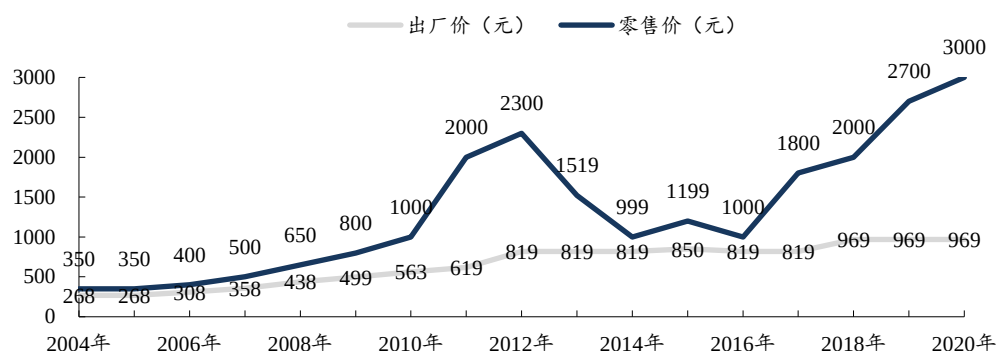
图27：茅台、五粮液系列产品毛利率



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

茅台系列等名酒利润率提升，部分受益于出厂价和终端价的价差不断扩大。近年来渠道的涨价幅度高于名酒的涨价幅度。2004 至 2020 年，飞天茅台 53 度的出厂价从 268 元增长至 969 元，而零售价从 350 元大幅增长至 3000 元。

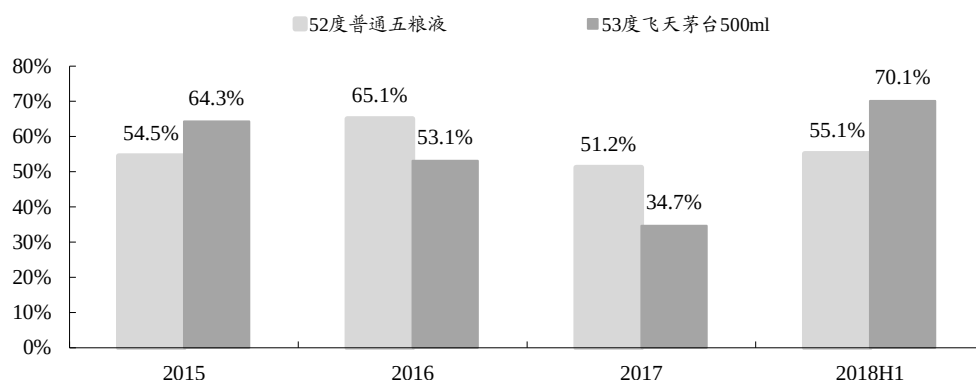
图28：2004-2020年53度飞天茅台出厂价及零售价



数据来源：界面新闻，数据线，东吴证券研究所

华致酒行与高端酒企长年稳定合作，核心单品直接进货占比高。华致酒行销售的大部分核心单品，主要从酒企直接进货。据公司招股书，2015-2018H1，公司销售的52度普通五粮液和53度飞天茅台，从酒企采购金额基本可达总采购额的50%-60%，其余则通过供应商商采购。2018H1，来自酒企直供的53度飞天茅台比例高达70%。

图29：华致酒行部分产品从酒企直接进货金额占比



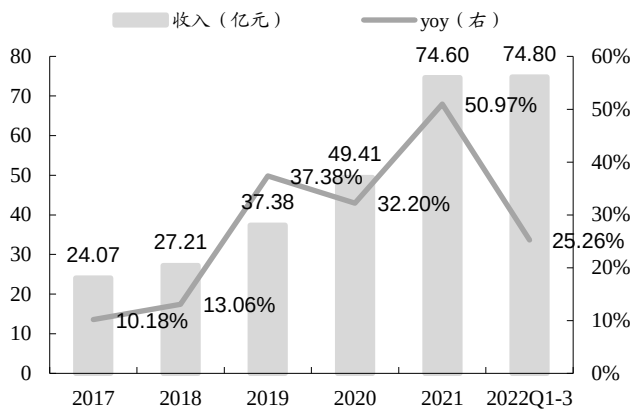
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

华致酒行拥有“上市公司卖真酒”的口碑背书，帮助公司名酒销售持续增长。名酒销售“保真”是重中之重，消费者甚至愿意为保真支付一定的溢价。比如飞天茅台原箱通常比散瓶贵200元以上，一定程度上表现为鉴真成本带来的差价。华致酒行拥有“三重鉴真体系”，通过采取源头控制、信息技术管理、消费者监督结合，保证销售酒品均为真品，并常年累月积累消费者中的认知口碑。

4. 财务：深耕华东市场，业绩稳健增长

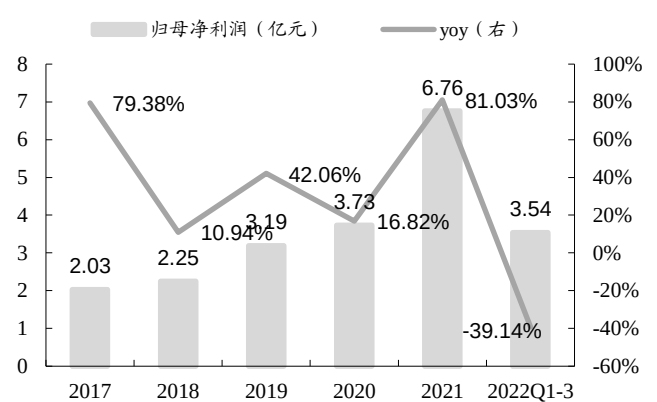
保真连锁品牌效应凸显，疫情期间持续扩张，收入利润稳步增长。2017-2021 年营收的 CAGR 达 28%，归母净利润的 CAGR 达 43%。2022 Q1-3，公司实现营业收入 74.80 亿元，同比增长 25.26%。收入增长的主要原因是：①保真连锁品牌效应的持续扩大；②直供终端门店数量提升；③精品酒产品矩阵不断丰富。2022Q1-3 公司归母净利润同比 -39%，疫情复苏后随着聚餐消费需求提升，公司业绩有望复苏。

图30：2017-2022Q3 公司收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31：2017-2022Q3 公司归母净利润及增速

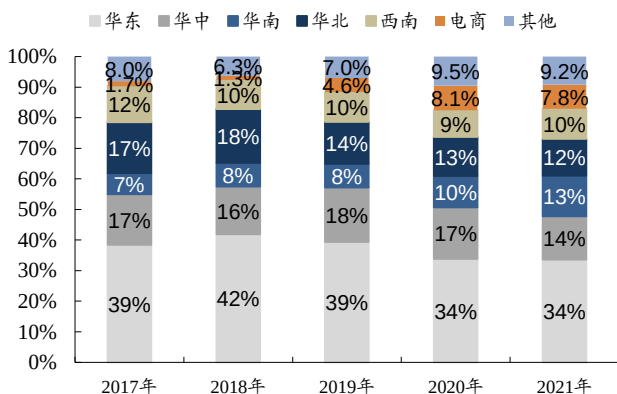


数据来源：Wind，东吴证券研究所

白酒占公司收入 88%，近年来红酒、进口烈酒等其他酒类占比有所增长。白酒一直是公司收入的主要来源，2021 年公司白酒销售占营收 87.5%。葡萄酒和进口烈性酒增长较快，公司葡萄销售额从 2018 年的 0.9 亿元增长至 2021 年的 4.7 亿元，CAGR 达 75%；2021 年进口烈性酒销售额同比增长 53%。

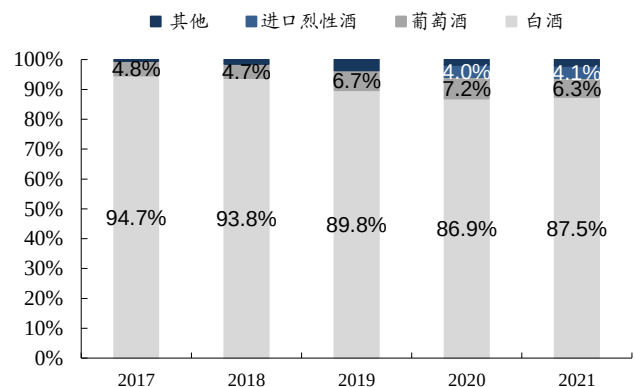
公司主要经营区域是华东和华中地区，2021 年这两个区域收入占总营收 48%；华南区域是近年来增速较高的区域，收入从 2017 年的 1.6 亿元增长至 2021 年的 9.9 亿元，CAGR 达 57%。

图32：2017-2021 年分地区营业收入拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

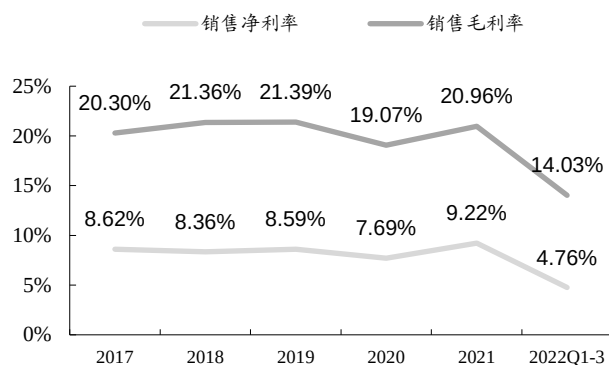
图33：2017-2021 年分产品营业收入拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

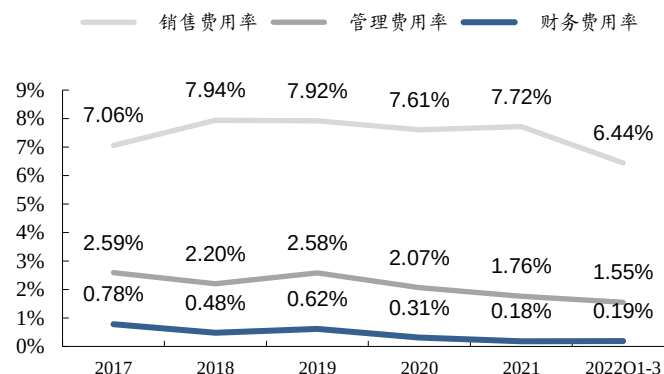
疫情期间公司主动提升名酒的占比，利润率短期承压。2022 Q1-3 公司销售毛利率/销售净利率为 14.03%/4.76%，同比-7.13/-5.03pct。主要原因是疫情期间，公司提高毛利率较低的名酒业务占比来引流并保障营收，在毛利率较高的精品酒（定制酒）业务端的投放有所收缩。公司 2022Q1-3 销售费用率有所下降，主要是精品酒占比下降所致；其他费用率基本保持稳定。得益于规模效应提升，公司管理费用率呈下降趋势。

图34：2017-2022Q3 公司销售净利率与销售毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

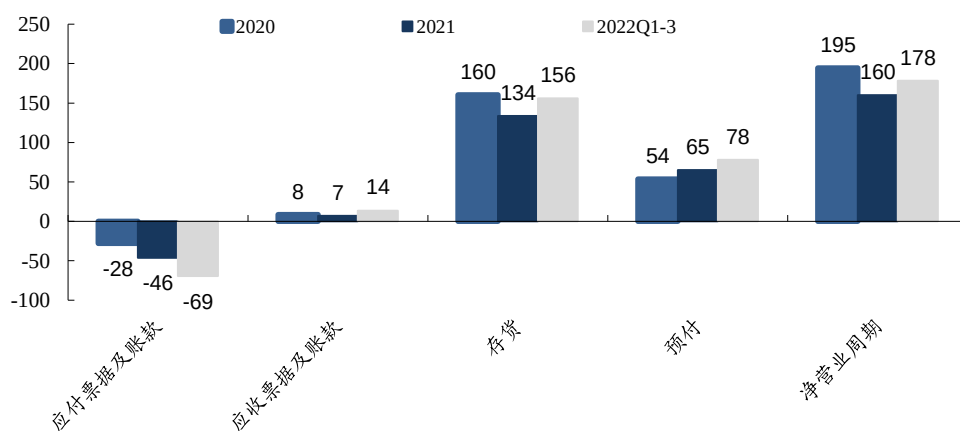
图35：2017-2022Q3 公司各项费用/营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司业务需要一定的营运资金支持，净营业天数基本保持稳定。2020 至 2022Q1-3 公司净营业周期大约在 160~195 天的范围（此处包括了预付账款），表明公司的业务是需要一定的营运资金支持的。其中金额比较大的项目是存货和预付款：①公司定制酒和名酒都会产生存货，其中名酒的周转会比存货更大；②公司采购名酒前会垫付较大的金额，会产生较高的季节性预付款项，而定制酒的预付款通常没有名酒多。

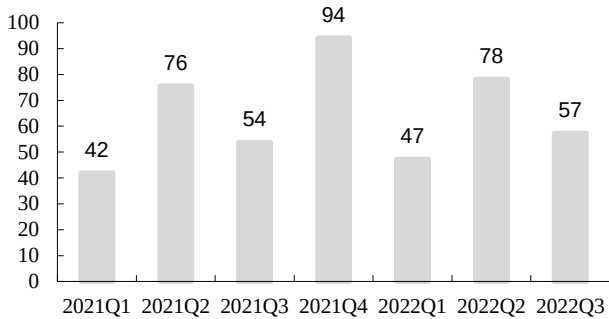
图36：华致酒行营业周转天数（天）



数据来源：Wind，东吴证券研究所。注：应付票据及账款是流动负债项，图中显示为负

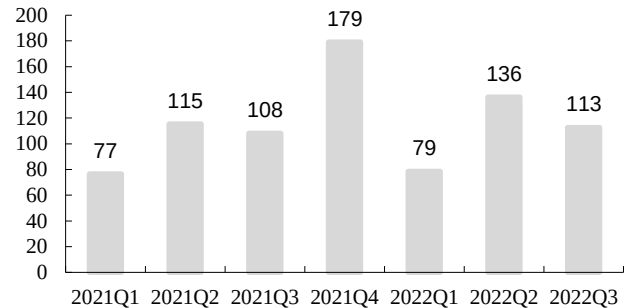
分季度看，公司的存货和预付款在 Q2 和 Q4 的数额会比较大，这和行业的采购周期相关。

图37: 2021-2022Q3 公司预付款项周转天数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图38: 2021-2022Q3 公司存货周转天数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 关键假设&盈利预测

2022 年公司受到疫情影响，和餐饮相关的酒类消费受到较大冲击。此外白酒中，公司加大了名酒的销售占比，毛利率有所下降。

我们预计 2022-24E:

第一，疫情恢复后，聚餐、宴请场景消费回暖，公司各大品类的酒类销售均有望回暖，其中白酒在 2022 年的受损程度和 2023 年的恢复弹性都略强于其他酒类。

第二，2023~24 年白酒的定制酒占比会有所提升。公司 2022 年疫情期间提高了名酒的销售占比，白酒的毛利率有所下滑；2023~24 年定制酒占比回升之后，白酒毛利率有望逐步回升至 2019~2020 年水平。

表4: 华致酒行收入及毛利率预测明细

收入 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
白酒	4,295.8	6,529.5	7,541.5	9,426.9	11,791.2
yoy	28.0%	52.0%	15.5%	25.0%	25.1%
毛利率	20.1%	21.5%	14.0%	18.0%	18.0%
葡萄酒	357.4	470.9	548.1	693.3	867.2
yoy	43.9%	31.7%	16.4%	26.5%	25.1%
毛利率	16.0%	-	13.5%	16.0%	16.0%
进口烈性酒	199.8	306.3	398.2	557.5	724.7
yoy	-	53.3%	30.0%	40.0%	30.0%
毛利率	-	-	25.0%	25.0%	25.0%

其他主营业务	88.4	153.3	199.3	299.0	388.6
yoy		73.3%	30.0%	50.0%	30.0%
毛利率	-	-	15.00%	16.00%	16.50%
营业总收入	4,941.4	7,460.0	8,687.1	10,976.7	13,771.8
yoy	32.2%	51.0%	16.4%	26.4%	25.5%
毛利率	19.1%	21.0%	14.5%	17.8%	18.2%

数据来源：wind，东吴证券研究所预测

我们预计公司 2022E 销售/管理费用为 7.50%/1.60%，同比-0.22/-0.16pct，销售费用率下降是因为公司名酒占比下降之后的结构性下滑；全年的管理费用略高于 2022Q1-3 水平，主要是 Q4 疫情造成收入下降抬高了管理费用率。

综上，我们预计公司 2022-24 年归母净利润为 3.8/7.3/9.9 亿元，同比-44%/+91%/+36%，对应 2 月 24 日收盘价 36/19/14 倍 PE 估值。

5.2. 估值&投资评级

华致酒行在 A 股中没有直接的可比标的。比较接近的是怡亚通（怡亚通也拥有较大比例的白酒流通业务）。而放宽到整个专业连锁领域，比较相近的是孩子王和爱婴室。从 2023E P/E 估值上看，除爱婴室略低于华致酒行之外，其他公司的估值均高于华致酒行。

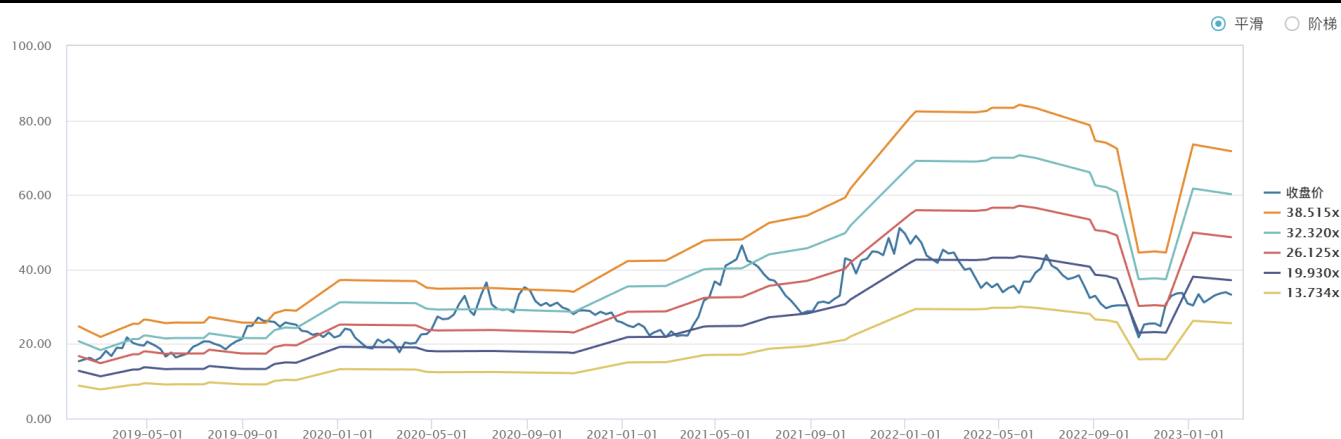
表5：相关公司估值表（更新至 2 月 24 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			P/E			投资 评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002183.SZ	怡亚通	159	6.11	5.06	2.70	4.05	31	59	39	未评级
301078.SZ	孩子王	159	14.26	2.02	2.13	3.29	79	75	48	未评级
603214.SH	爱婴室	28	20.16	0.73	1.58	1.86	39	18	15	未评级
可比公司平均估值		-	-	-	-	-	50	50	34	-
300755.SZ	华致酒行	139	33.23	6.76	3.81	7.29	21	36	19	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所。注：华致酒行盈利预测为东吴预测，其余盈利预测均采用 wind 一致预期

公司处于近 3 年历史估值的较低位，P/E-TTM 处于-1 倍比较准差附近。公司是国内规模领先的酒类流通龙头，具备稀缺的定制酒品牌经营能力，2023 年有望受益于消费复苏。基于此，我们按公司 2023 年的 26 倍 P/E（对应历史 PE-TTM 的平均数）给予 190 亿元估值，对应 45.5 元/股的目标价，首次覆盖，给予“买入”评级。

图39：华致酒行上市以来的 PE band



数据来源：wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

餐饮需求恢复不及预期：公司主要销售白酒，而白酒的一个主要消费场景是聚餐和宴请，如果此列餐饮需求恢复不及预期，将影响终端的白酒销售。

定制酒产品开发不及预期：公司运营定制酒是核心业务，是未来重要的业绩增长点。而开发新品定制酒市场不确定性较大，前期投入成本高，若新品类拓张及市场反馈不及预期将会影响公司长期业绩增长能力。

门店扩张不及预期：近年公司在全国范围内发展零售网点并扩张连锁门店，若新区域、新门店开拓不顺利，渠道下沉受阻，可能影响公司未来的增长潜力。

华致酒行三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,500	7,354	8,908	10,683	营业总收入	7,460	8,687	10,977	13,772
货币资金及交易性金融资产	1,141	1,280	1,960	1,901	营业成本(含金融类)	5,897	7,428	9,029	11,265
经营性应收款项	2,092	2,487	2,507	2,940	税金及附加	22	26	33	41
存货	3,048	3,355	4,184	5,536	销售费用	576	652	845	1,054
合同资产	0	0	0	0	管理费用	131	139	192	234
其他流动资产	219	232	257	306	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	330	369	420	463	财务费用	13	15	25	18
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	19	30	33	45
固定资产及使用权资产	98	135	185	228	投资净收益	2	3	3	4
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	7	8	9	10	减值损失	-16	12	13	18
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	36	36	36	36	营业利润	826	473	903	1,226
其他非流动资产	190	190	190	190	营业外净收支	1	1	2	6
资产总计	6,831	7,723	9,328	11,146	利润总额	826	473	905	1,232
流动负债	3,317	3,959	4,821	5,629	减:所得税	138	85	163	222
短期借款及一年内到期的非流动负债	544	509	1,009	559	净利润	688	388	742	1,010
经营性应付款项	1,569	2,012	2,126	3,039	减:少数股东损益	13	7	14	19
合同负债	605	669	767	901	归属母公司净利润	676	381	729	991
其他流动负债	599	769	919	1,130	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.62	0.91	1.75	2.38
非流动负债	33	33	33	33	EBIT	837	468	906	1,216
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	879	499	951	1,256
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.96	14.50	17.75	18.20
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	9.06	4.39	6.64	7.20
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	50.97	16.45	26.36	25.46
负债合计	3,350	3,991	4,854	5,662	归母净利润增长率(%)	81.03	-43.59	91.18	36.07
归属母公司股东权益	3,414	3,657	4,386	5,377					
少数股东权益	68	75	89	107					
所有者权益合计	3,481	3,732	4,474	5,484					
负债和股东权益	6,831	7,723	9,328	11,146					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-373	404	310	504	每股净资产(元)	8.19	8.77	10.52	12.90
投资活动现金流	-88	-66	-90	-73	最新发行在外股份(百万股)	417	417	417	417
筹资活动现金流	62	-200	461	-490	ROIC(%)	19.14	9.22	15.19	17.20
现金净增加额	-400	138	681	-59	ROE-摊薄(%)	19.79	10.42	16.61	18.44
折旧和摊销	42	31	45	40	资产负债率(%)	49.04	51.68	52.04	50.80
资本开支	-72	-69	-93	-77	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.50	36.35	19.01	13.97
营运资本变动	-1,108	-27	-498	-558	P/B(现价)	4.06	3.79	3.16	2.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

