

华致酒行 (300755)

2023 年 03 月 01 日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

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）

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 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 2.0%，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% 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广阔的直营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。

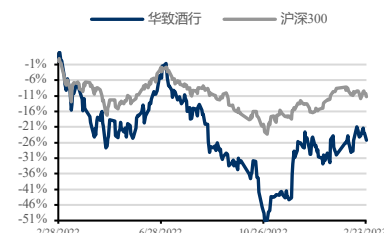
■ 定制酒经营能力：定制酒毛利率高，利润空间大，但其经营比单纯批发名酒要困难得多。定制酒对品牌塑造、产品定位、渠道运营、库存管理的要求，相当于经营一个白酒品牌。公司核心团队有多年白酒品牌运营经验，拥有广阔的线下渠道网络，具备定制酒经营的核心能力。

■ 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 估值。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 2023 年 26 倍 P/E 给予 45.5 元/股的目标价，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

基础数据

每股净资产(元)	8.70
资本负债率(%)	42.39
总股本(百万股)	416.80
流通股本(百万股)	411.17

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢吴劲草、汤军、王颖浩和阳靖的指导。

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。

华致酒行积极推进终端建设，分销渠道形式多样。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，公司高管层也有丰富的酒类行业管理经验。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%。

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

我国酒类消费持续增长，高端化趋势显著。据 Euromonitor，2021 年我国高端酒类市场规模达 6920 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 10.6%。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。近年来白酒呈现明显的“价增量减”的高端化趋势，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。

白酒流通以线下渠道为主，难以被电商取代：1) 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，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%。2) 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%。

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。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%。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。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。

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

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。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，同时也在京东、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。近年来公司销售渠道构成较为稳定，KA 卖场占比提升，品牌门店、团购电商渠道毛利率更高。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。

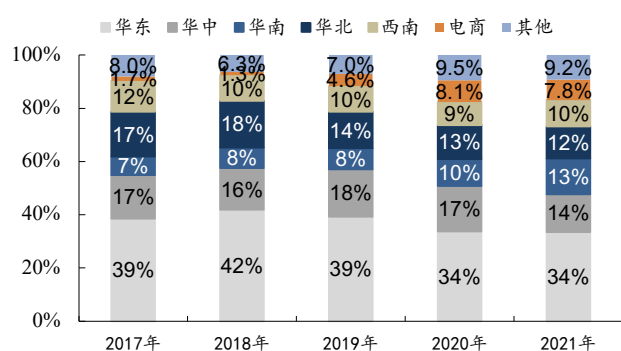
华致酒行定制高毛利白酒提升利润，掌握溢价能力。华致酒行与知名酒企合作推出独家经销的定制酒，覆盖高中低多个价格带，定制酒毛利率普遍高于名酒。定制酒是名酒渠道商的核心利润来源，但经营难度远高于传统经销模式，华致具备丰厚的产业资源，定制酒运营经验丰富，并形成了有效的方法论。

名酒流通环节货源是关键，华致紧握一手货源充分受益。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，“上市公司卖真酒”的口碑背书帮助公司名酒销售持续增长。

4. 财务：深耕华东市场，业绩稳健增长

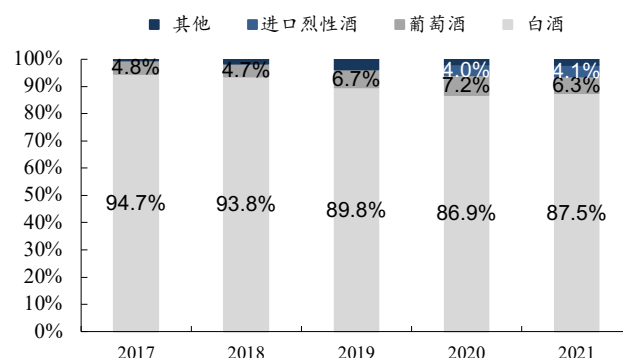
保真连锁品牌效应凸显，疫情期间持续扩张，收入利润稳步增长。2017-2021 年营收的 CAGR 达 28%，归母净利润的 CAGR 达 43%。2022 Q1-3，公司实现营业收入 74.80 亿元，同比增长 25.26%。收入增长的主要原因是：①保真连锁品牌效应的持续扩大；②直供终端门店数量提升；③精品酒产品矩阵不断丰富。2022Q1-3 公司归母净利润同比-39%，疫情复苏后随着聚餐消费需求提升，公司业绩有望复苏。

图1：2017-2021 年分地区营业收入拆分



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图2：2017-2021 年分产品营业收入拆分



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

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。

5. 盈利预测与投资评级

我们预计 2022-24E：1) 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。2) 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。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。

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。

6. 风险提示

餐饮需求恢复不及预期，定制酒产品开发不及预期，门店扩张不及预期。

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（香港），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（香港）预测。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

