

2024年10月10日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 保真与供应链坚实基础，品牌与门店高阶发力

## —华致酒行（300755.SZ）公司深度报告

### 买入（维持）

### 投资要点

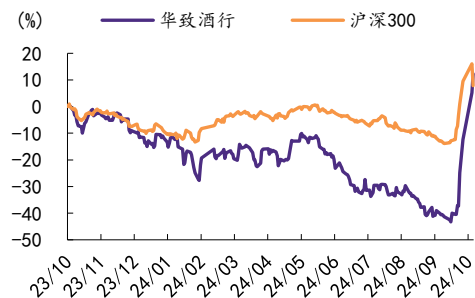
分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn  
联系人：肖燕南 S1050123060024  
xiaoyan@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2024-10-10

当前股价（元）	18.11
总市值（亿元）	75.5
总股本（百万股）	416.8
流通股本（百万股）	416.5
52周价格范围（元）	10.98-24.59
日均成交额（百万元）	46.9

#### 市场表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 1、《华致酒行（300755）：业绩表现承压，精品酒持续推广》2024-08-24
- 2、《华致酒行（300755）：一季度利润超预期，精品酒持续放量》2024-04-26
- 3、《华致酒行（300755）：四季度收入超预期，利润略承压》2024-04-20

#### ■ 踔厉奋斗十九载，成长为百亿流通酒企

2005年第一家华致酒行开业，以高端名酒代理与“保真”理念起家；2012年连锁门店已超500家；2015年加大与名酒厂合作开发定制产品；2018年推出“荷花”品牌；2019年成为酒类流通首家上市企业，以业绩稳定增长的标品酒为基础，加码定制开发产品以提高盈利能力；2023年成为酒类流通首家百亿营收企业，拥有2000余家门店同时加速门店转型。

#### ■ 酒类流通格局分散，头部优势突出

2023年我国酒类流通市场规模预计13593亿元，同比增长5%。  
1) 酒类流通连锁化率低，规模化有望提速。目前我国酒类流通企业连锁化率仅为5%，碎片化程度高、分散化发展，零售终端多以单体店形式存在，后续集中度提升趋势明显。  
2) 竞争格局分散，第一梯队地位确立。2022年华致酒行/壹玖壹玖/酒仙网/名品世家/酒便利在酒类流通行业市占率分别为1%/0.6%/0.5%/0.1%/0.1%，CR5为2.3%，对比美国/英国/德国CR5分别为60%/60%/70%，我国竞争格局分散程度高。  
3) 美国酒类流通集中度高，批发商话语权大。2023年美国酒饮市场规模3155亿美元，同增5%；其州管制与三级分销制度为大分销商发展奠定基础，同时头部不断并购整合资源。2024年CR3市占率预计67%，自2017年提升12pcts。

#### ■ 保真与供应链奠定基石，组织管理优化内核

1) 保真体系居领先地位，筑高核心壁垒。以“保真”为核心理念建立基础保真体系、依靠数字化手段持续精进、设立三级鉴真体系、发布“323”新规，强化“保真”优势。  
2) 供应链体系持续深耕，强化核心竞争力。在上游采购环节中，公司与名酒厂建立长期稳定合作关系，具备直采供应链带来的稳定货源，其中茅台产品SKU超200种为同业最多；同时与酒企合作开发产品，提高盈利能力；在下游流通环节中，公司构建全渠道营销网络体系，拥有连锁门店2000多家，优质零售终端3万多家，渠道网络壁垒坚固。同业对比下，华致酒行单店创收能力最强、终端网点覆盖面最广，具有龙头规模优势。在中游管理环节中，公司除拥有信息管理系统和防伪溯源技术外，还在全国拥有40余个仓库，总面积达5万平方米。  
3) 组织力不断加强，内部管理持续精细化。2023年公司销售人员人均薪酬为26万元/人，远领先于业内其他企业。管理方面，2022年公司启动“3+3小组”，便于小组

成员高效协同完成任务，提升整体效率；2023年调整全国营销区域布局，将全国划分为14个大区和76个省级市场，深入精细化管理。

### 自有品牌推广模式成型，门店转型提升单店效益

1) 会销模式持续完善，金蕊天荷逐步放量。2018年公司与河北中烟、荷花酒业合资成立第三方公司并由其全权运营“荷花”酒；2023年起创新渠道运营模式，推出会销模式以推进BC一体化。2023年金蕊天荷会销活动超过6000场，其他小型品鉴会超过10000场，模板化标准化复制，规模效应逐步显现；2024年推出“万坛战略”，寻找万坛合伙人，今年目标达到100万坛以上。2) 华致酒行3.0升级顺畅，单店产出有望提升。2022年公司向品牌大店转型，专注品牌高端化；2023年新增200余家华致酒行3.0门店，其中且70%以上均为异业客户，资源转化率高、转化速度快。华致酒行门店与终端零售网点中长期目标分别为5000家、5万家，均保持相对稳定增速，利于营收规模效应释放与盈利能力提升。

### 盈利预测

我们认为公司具有差异化保真体系与完善供应链体系作为核心竞争力，同时组织力在不断增强。后续短期增长重点在于精品酒占比提升与规模效应释放带来盈利能力提升，长期看点在于：1) 自有品牌运营能力成熟后形成的标准化推广模式并持续复用；2) 门店转型成功后单店效益提高与品牌影响力持续提升。我们预计公司2024-2026年收入增速+5.7%/+10.0%/+15.2%，归母净利润增速+4.5%/+24.0%/+25.6%，EPS分别为0.59/0.73/0.92元，对应PE为31/25/20倍，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

1) 宏观经济恢复不及预期风险；2) 保真鉴真风险；3) 标品价格承压风险；4) 精品酒开发不及预期风险；5) 自由品牌推广不及预期风险；6) 门店转型不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	10,121	10,698	11,765	13,557
增长率（%）	16.2%	5.7%	10.0%	15.2%
归母净利润（百万元）	235	246	305	383
增长率（%）	-35.8%	4.5%	24.0%	25.6%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.59	0.73	0.92
ROE（%）	6.0%	6.1%	7.2%	8.7%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 正文目录

1、 踔厉奋斗十九载，成长为百亿流通酒企	7
1.1、 名酒代理起家，品牌动能蓄力	7
1.2、 股权结构集中，核心管理层稳定	8
1.3、 白酒销售为基本盘，电商业务高增	10
1.4、 盈利能力高于同业，周转能力持续提升	12
2、 酒类流通格局分散，头部优势突出	15
2.1、 白酒规模整体稳增，品牌分化趋势明显	15
2.2、 酒类流通连锁化率低，规模化有望提速	19
2.3、 竞争格局分散，第一梯队地位确立	23
2.4、 美国酒类流通集中度高，批发商话语权大	27
3、 保真与供应链奠定基石，组织管理优化内核	31
3.1、 保真体系居领先地位，筑高核心壁垒	31
3.2、 供应链体系持续深耕，强化核心竞争力	33
<b>3.2.1 上游：标品与精品齐发力，品牌影响力持续提升</b>	34
<b>3.2.2 下游：终端模式丰富多元，连锁品牌迭代升级</b>	41
3.3、 组织力不断加强，内部管理持续精细化	44
4、 自有品牌推广模式成型，门店转型提升单店效益	48
4.1、 会销模式持续完善，金蕊天荷逐步放量	48
4.2、 华致酒行 3.0 升级顺畅，单店产出有望提升	52
5、 盈利预测评级	52
6、 风险提示	53

## 图表目录

图表 1：公司发展历程与门店及品牌展示	7
图表 2：2014-2024H1 公司营收及同比增速	8
图表 3：2014-2024H1 公司归母净利润及同比增速	8
图表 4：公司股权结构（截至 2024Q1）	8
图表 5：金东集团与金六福控股旗下公司分布	9
图表 6：公司主要管理层履历	10
图表 7：2014-2023 年分产品营收占比	11
图表 8：2014-2023 年分产品营收增速	11
图表 9：2014-2023 年分渠道营收占比	11
图表 10：2014-2023 年电商渠道营收及增速	11
图表 11：2014-2023 年分地区营收占比	12
图表 12：2014-2023 年分地区营收增速	12
图表 13：2014-2024H1 毛利率净利率情况	13

图表 14: 2014-2024H1 公司期间费用率情况.....	13
图表 15: 2014-2024H1 净利率同行业比较.....	13
图表 16: 2014-2024H1 销售费用率同行业比较.....	13
图表 17: 2014-2024H1 存货周转天数及存货周转率.....	14
图表 18: 2014-2024H1 存货周转率同行业比较.....	14
图表 19: 2014-2024H1 销售回款同行业比较 (亿元).....	14
图表 20: 2014-2024H1 经营净现金额同行业比较 (亿元).....	14
图表 21: 1989 年至今白酒当月产量与同比.....	15
图表 22: 1989 年至今白酒累计产量与同比.....	15
图表 23: 2011-2023 年规上酒企数量及产量和均价表现.....	15
图表 24: 2011-2023 年规上酒企收入及利润总额表现.....	15
图表 25: 2017-2026E 白酒行业市场规模及同比增速.....	16
图表 26: 2017-2026E 白酒行业不同价位段市场规模占比.....	17
图表 27: 2018-2026E 白酒行业不同价位市场规模同比增速.....	17
图表 28: 2011-2023 年上市酒企收入占白酒行业比重.....	17
图表 29: 2010 年至今飞天茅台出厂价、一批价及指导价 (元).....	18
图表 30: 2021 年至今高端白酒产品批价 (元).....	18
图表 31: 2021 年至今次高端白酒产品批价 (元).....	18
图表 32: 酒业流通行业发展阶段.....	19
图表 33: 酒业流通行业发展示意.....	20
图表 34: 酒类流通行业政策示例.....	21
图表 35: 2017-2025 年中国酒类流通市场规模 (亿元).....	22
图表 36: 2017-2025 年酒类流通行业各品类规模占比.....	22
图表 37: 不同零售业态连锁化率.....	22
图表 38: 中国酒类流通企业经营业态分布.....	22
图表 39: 2017-2022 年酒类流通行业竞争格局.....	23
图表 40: 2022 年酒类流通行业竞争格局.....	23
图表 41: 不同类别连锁模式示例.....	23
图表 42: 主要酒类流通企业门店数量 (家).....	24
图表 43: 主要酒类流通企业计划开店数量.....	24
图表 44: 主流酒类流通企业介绍.....	25
图表 45: 2009-2028 年美国酒精饮料市场规模及增速.....	27
图表 46: 2018-2023 年美国酒精饮料各类别收入占比.....	27
图表 47: 美国酒精饮品分销制度.....	28
图表 48: 1995-2023 年美国葡萄酒生产商与经销商变化.....	28
图表 49: 2017-2024 年美国前三酒类分销商份额变化.....	28

图表 50: 1990-2024 年美国酒类分销商份额变化.....	29
图表 51: 美国大型分销商收并购事件示例.....	30
图表 52: 华致酒行保真体系.....	31
图表 53: 华致酒行获得行业特别贡献奖.....	31
图表 54: 华致酒行信息技术管理拆解.....	32
图表 55: 公司老酒收藏馆和名酒鉴定中心.....	33
图表 56: 公司产品鉴定示例.....	33
图表 57: 华致酒行供应链流程.....	33
图表 58: 华致酒行过往主要代理产品.....	34
图表 59: 2015-2018H1 茅台系列营收分布.....	35
图表 60: 2015-2018H1 五粮液系列营收分布.....	35
图表 61: 华致酒行主要代理葡萄酒产品.....	36
图表 62: 2014-2018H1 进口与国产葡萄酒销售占比.....	36
图表 63: 2014-2023 年公司葡萄酒销售与整体消费情况.....	36
图表 64: 华致酒行主要代理洋酒产品.....	37
图表 65: 2019-2023 年进口烈性酒营收及增速.....	37
图表 66: 同行业 SKU 数量对比.....	38
图表 67: 华致酒行精品酒主要产品.....	39
图表 68: 2014-2018H1 白酒各产品毛利率情况.....	39
图表 69: 2015-2018H1 茅台产品毛利率情况.....	39
图表 70: 华致酒行新品开发流程.....	40
图表 71: 同行业酒企主要定制产品.....	41
图表 72: 华致酒行各合作形式运营模式.....	41
图表 73: 华致销售模式迭代历程.....	42
图表 74: 2015-2023 年华致品牌门店数量及增速.....	43
图表 75: 2015-2022 年华致网点数量及增速.....	43
图表 76: 2015-2018H1 华致品牌门店数量 (家).....	43
图表 77: 2015-2018H1 华致各渠道销售额占比.....	43
图表 78: 2014-2018H1 华致酒行各地区门店数量占比.....	44
图表 79: 2014-2018H1 华致酒行各地区经销商数量占比.....	44
图表 80: 主流酒类流通企业开店与营收情况.....	44
图表 81: 2014-2023 华致酒行员工与销售数量及增速.....	45
图表 82: 2018-2023 年公司员工构成.....	45
图表 83: 2014-2023 年公司人均创收与创利及增速.....	45
图表 84: 2014-2023 年公司人均薪酬及增速.....	45
图表 85: 主要酒类流通企业销售人员人数.....	46

图表 86: 主要酒类流通企业销售人员占比 .....	46
图表 87: 酒类流通企业销售人员人均薪酬 (万/人) .....	46
图表 88: 酒类流通企业销售人员人均薪酬增速 .....	46
图表 89: 华致酒行营销布局 .....	47
图表 90: 华致酒行员工管理机制 .....	47
图表 91: “荷花”酒发展历程 .....	48
图表 92: 荷花酒与赖高淮均以成立合资公司方式运营 .....	49
图表 93: “荷花”酒与赖高淮产品列示 .....	50
图表 94: 金蕊天荷占荷花系列比重 .....	50
图表 95: 2023 年精品酒收入利润占比 .....	50
图表 96: 2020-2023 年公司召开品鉴会场次 .....	51
图表 97: 2022 年上半年不同产品品鉴会场次 .....	51
图表 98: 2024·荷花酒全国合伙人年度盛典 .....	51
图表 99: 荷花酒新款“金蕊天荷”品鉴会 .....	51
图表 100: 华致品牌门店与网点现有及计划数量 .....	52
图表 101: 华致酒行 3.0 门店示例 .....	52
图表 102: 盈利预测 .....	53

# 1、踔厉奋斗十九载，成长为百亿流通酒企

## 1.1、名酒代理起家，为品牌动能蓄力

名酒代理基本盘稳固，精品酒开发优化产品结构。2005 年第一家华致酒行开业，后续逐步获得茅台、五粮液等名酒的代理权，以“保真”为核心解决当时酒类流通行业的最大痛点，以高端团购为主要模式在中高端政商务市场扩大销售，2012 年连锁酒行门店已超 500 家。2013 年行业进入调整期后公司开启转型，引入中高档及中档白酒和进口葡萄酒产品，2015 年加大与名酒厂合作开发定制产品；2018 年推出“荷花”品牌，同时从连锁酒行单一渠道向酒行、终端网点、商超等多渠道扩张。2019 年 1 月公司成为酒类流通行业首家上市企业，以业绩稳定增长的标品酒为基础，加码定制开发产品以提高盈利能力；同时门店数量加速扩张，2023 年成为酒类流通首家百亿营收企业。

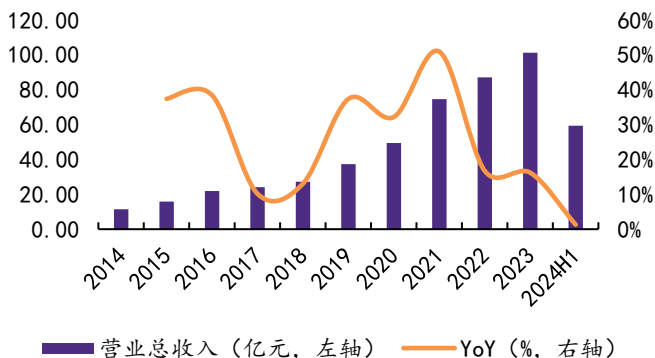
图表 1：公司发展历程与门店及品牌展示



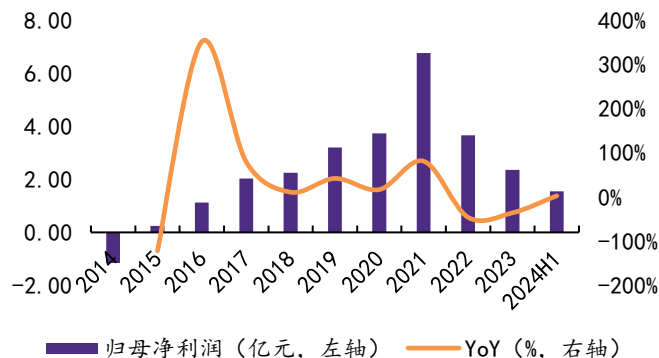
资料来源：公司官网，央广网，公司招股书，酒类零售与连锁，华鑫证券研究

收入保持稳健增长，利润短期波动略大。2023 年收入/利润分别为 101.21/2.35 亿元，分别同比+16.22%/-35.78%，公司收入保持稳健增长，利润主要受名酒占比提升后毛利率下降影响。2024H1 收入/利润分别为 59.43/1.55 亿元，分别同比+1.30%/+2.77%，业绩整体增长稳健，主要系名酒销售相对稳定。拉长维度看，2015-2023 年收入/利润 CAGR 分别为 26.16%/32.33%，整体利润增长快于收入，得益于精品酒销售占比的提升与名酒销售价格的上涨。其中，2021 年公司利润同比高增 81.03%，主要系定制精品酒快速放量叠加提价红利释放所致。

图表 2：2014-2024H1 公司营收及同比增速



图表 3：2014-2024H1 公司归母净利润及同比增速



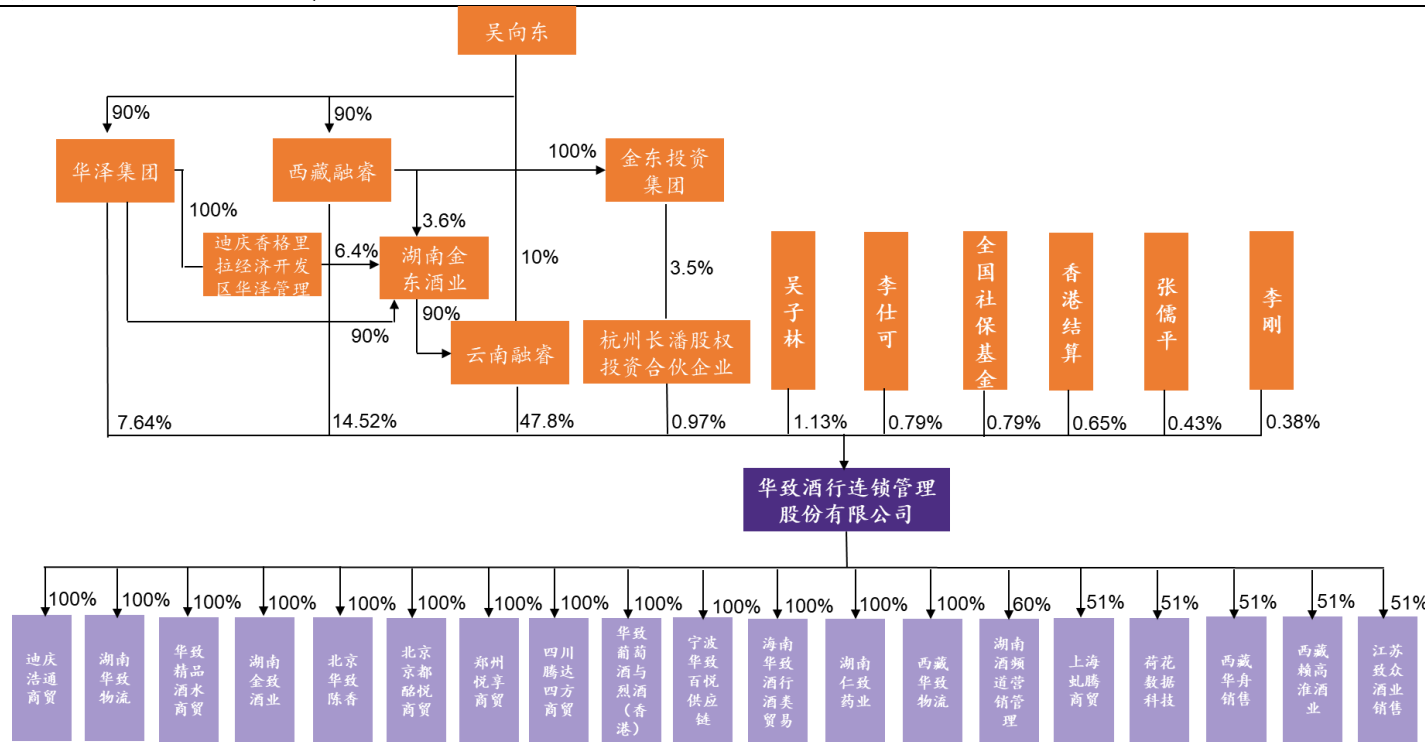
资料来源：WIND，华鑫证券研究

资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 1.2、股权结构集中，核心管理层稳定

股权结构较集中，实控人控制权较强。公司实际控制人为创始人吴向东，通过华泽集团、西藏融睿、云南融睿等公司间接持有华致酒行 63.47%股份，股权结构较集中，2005 年创立公司以来一直担任董事长职位，对公司具有较强控制权且利于公司战略保持长期连续性。其他前十大股东中除公司前董秘张儒平外，均为社会投资者与机构投资者。

图表 4：公司股权结构（截至 2024Q1）

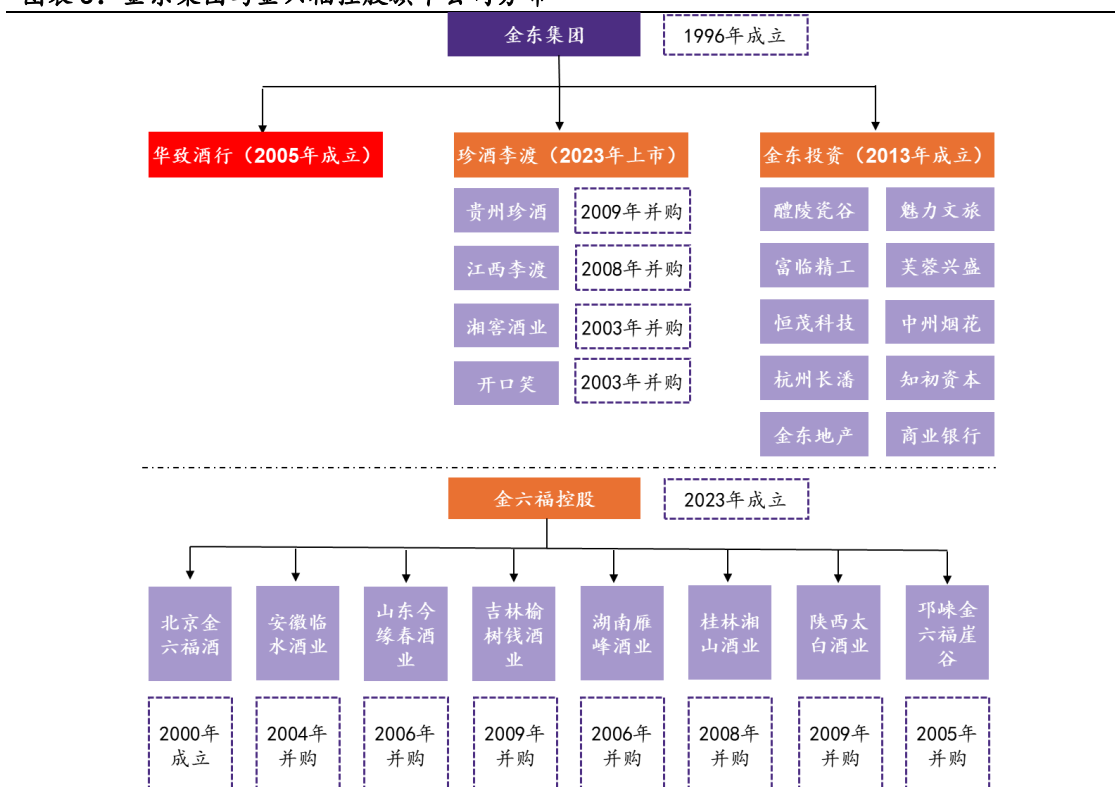


资料来源：WIND，天眼查，华鑫证券研究



董事长兼创始人吴向东为公司灵魂人物，丰富酒业经验保障长期稳定发展。1996年吴向东成立“长沙海达酒类食品批发有限公司”，并取得五粮液酒厂“川酒王”湖南省代理权，1997年“川酒王”成为湖南省白酒第一品牌，1998年“金六福”品牌成为第一个所有权属经销商而非酒厂的白酒品牌，并在2000年成为全国中档价位白酒单品销量第一。2001年起吴向东以金六福酒业为主体收购贵州珍酒、湖南湘窖、江西李渡、陕西太白等12家酒企；2013年成立金东投资，坚持“实业+投资”发展战略，对文旅、消费、地产等板块投资。2023年珍酒李渡成功在港交所上市，同时金六福控股成立，将其他白酒子公司归于金六福控股，与两大上市白酒企业相独立。目前金东集团下设华致酒行、珍酒李渡集团、金东投资3大板块，创始人吴向东丰富的酒业资源、多年经验与成功案例为公司发展奠定基础。

图表 5：金东集团与金六福控股旗下公司分布



资料来源：金东集团官网，天眼查，华鑫证券研究

核心管理层合作多年，产业认知深刻且内核保持稳定。公司大多数核心管理层均在创始人关联企业金东集团、金东酒业或金六福酒业工作过并担任重要职务，酒业相关经验与管理能力毋庸置疑，同时与创始人兼董事长吴向东配合默契，利于华致酒行管理架构的稳定性与长远战略的统一性。

图表6：公司主要管理层履历

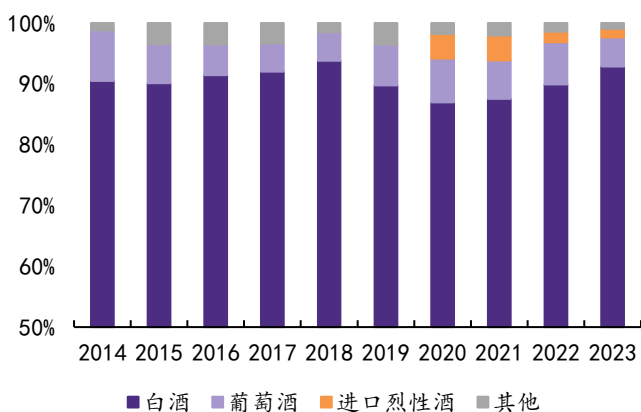
姓名	职务	个人简历
吴向东	董事长，董事	1969年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于湖南省外贸学校。历任新华联集团董事、董事局副主席，长沙海达酒类食品有限公司执行董事、董事长、总经理， <b>湖南金东酒业有限公司董事长、总经理</b> ，第十二届全国人大代表。现任金东集团、公司董事长，珍酒李渡董事会主席。
彭宇清	副董事长，董事	1968年出生，中国国籍，无境外永久居留权，历任湖南 <b>金东酒业有限公司总经理助理</b> ，公司总经理。现任公司副董事长。
颜涛	董事	1964年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于湖南大学衡阳分校。历任山东电气集团股份有限公司副总经理， <b>湖南金东酒业有限公司副总经理</b> ，华泽集团副总经理。现任金东集团执行董事兼总经理，公司董事。
李伟	总经理，董事	1980年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中央财经大学，管理学博士。自2002年以来在财政部、中财荃兴资本管理有限公司、北京金六福酒有限公司工作，历任 <b>北京金六福酒有限公司总经理</b> 、公司常务副总经理，现任公司董事，总经理。
杨强	常务副总经理，董事	1975年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于武汉理工大学。历任浙江麦当劳餐厅食品有限公司高级运营经理，公司副总经理，现任公司董事、常务副总经理。
杨武勇	董事，副总经理	1973年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于湖南财经学院。历任 <b>金六福酒业副总经理兼江苏大区营销总监</b> ，华东营销中心总经理，广东德庆无比养生酒业有限公司总经理，现任公司董事，副总经理。
梁芳斌	董事会秘书，副总经理	1974年出生，中国国籍，毕业于南京大学，会计师。历任 <b>云南金六福酒业财务总监</b> ，华泽集团财务副总监，公司财务总监。现任公司副总经理，董事会秘书。
胡亮峰	财务总监	1978年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中国地质大学，会计师、注册会计师。曾任 <b>华泽集团财务副总监</b> ，现任公司财务总监。
皮文湘	监事会主席，监事	1966年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于湖南财经学院，审计师。历任湖南韶峰水泥集团审计物价部部长。现任公司审计部部长，监事会主席。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 1.3、白酒销售为基本盘，电商业务高增

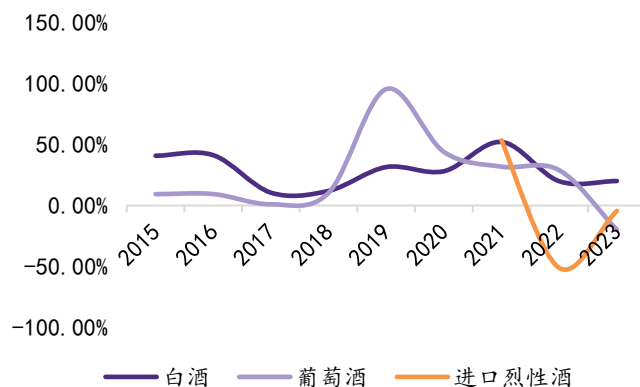
白酒销售为基本盘，葡萄酒与进口烈酒静待行业修复。2023年公司白酒/葡萄酒/进口烈酒营收为93.95/4.87/1.43亿元，占比分别为92.83%/4.81%/1.42%，白酒销售仍为公司主要业务；营收同比增速分别为20.02%/-19.86%/-4.42%，白酒销售稳健增长，葡萄酒与进口烈性酒销售承压。拉长维度看，2014-2023年白酒/葡萄酒营收CAGR分别为27.73%/19.83%，均为双位数快速增长。2019年公司开始代理进口烈酒，2021年随着进口烈性酒在我国快速发展，公司烈性酒业务销售同比增速达53.33%，后因进口酒竞争激烈、库存积压及需求疲软，回归正常增长。

图表 7：2014-2023 年分产品营收占比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

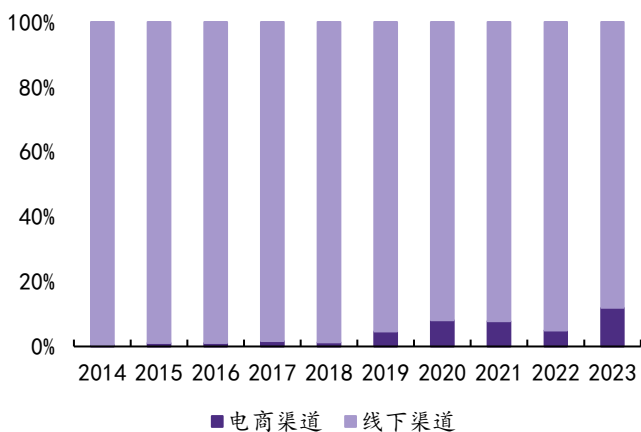
图表 8：2014-2023 年分产品营收增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

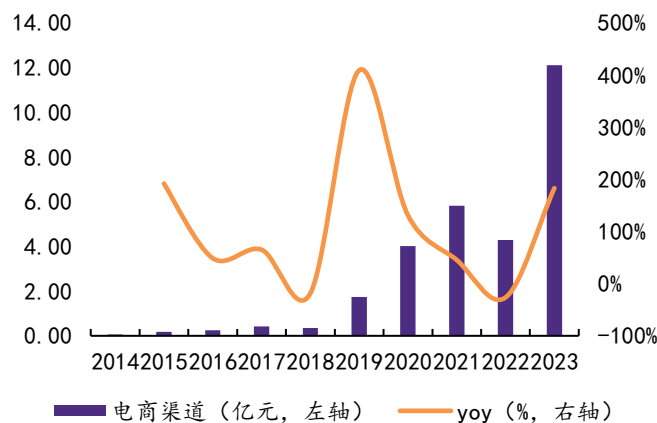
电商业务爆发增长，新零售体系建设日益增强。2023 年电商渠道实现营收 12.10 亿元，同比增长 182.81%，实现高速增长。公司近几年在电商渠道发力明显，2014-2023 年营收 CAGR 为 80.80%，占比提升 11.45pcts 至 11.96%，主要系公司建立新零售模式下的酒类连锁销售体系，2019 年推出“华致优选”电商平台，2021 年升级并更名为“华致酒行旗舰店”并同步更新微信小程序及 APP，为后续新零售业务的爆发打下基础。

图表 9：2014-2023 年分渠道营收占比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

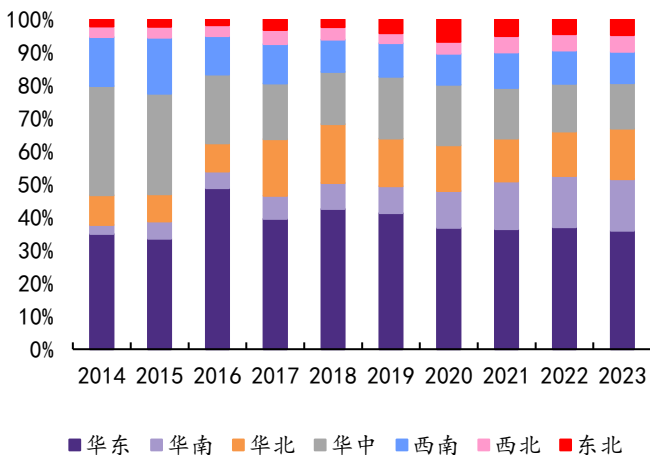
图表 10：2014-2023 年电商渠道营收及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

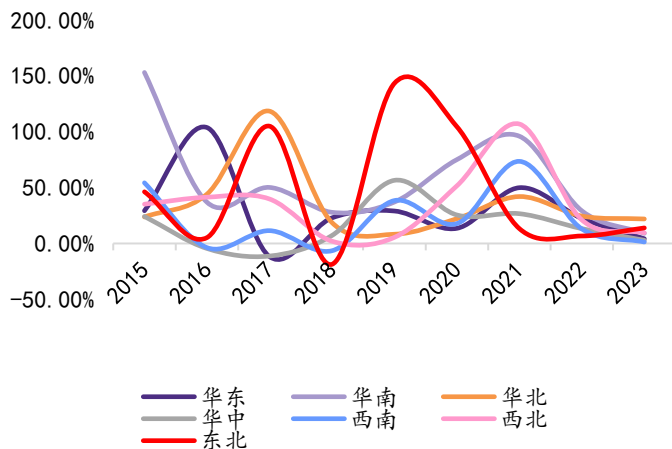
华东基本盘较稳固，华南与华北地区逐步起势。华东、华南、华北、华中地区为公司主要销售区域，其中华东地区为基本盘，2023 年实现营收 31.97 亿元，同增 4.24%，占比 35.89%，较 2014 年提升 0.95pcts；华南与华北地区销售贡献提升明显，2023 年营收占比分别较 2014 年提升 12.92/6.24pcts；华中地区营收占比下降较明显，2014-2023 年营收 CAGR 为 14.07%，增速略慢于其他区域。

图表 11：2014-2023 年分地区营收占比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 12：2014-2023 年分地区营收增速

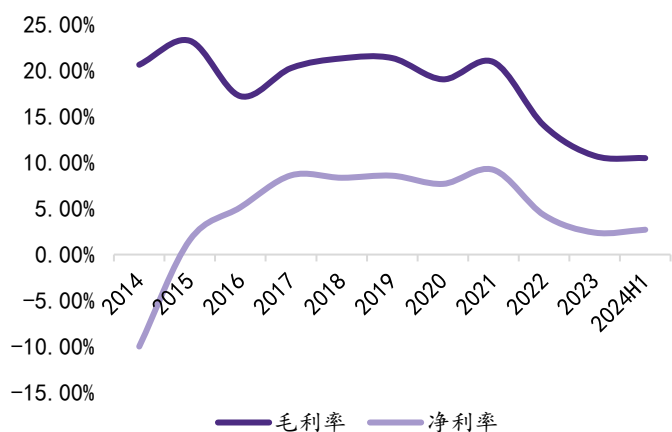


资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 1.4、盈利能力高于同业，周转能力持续提升

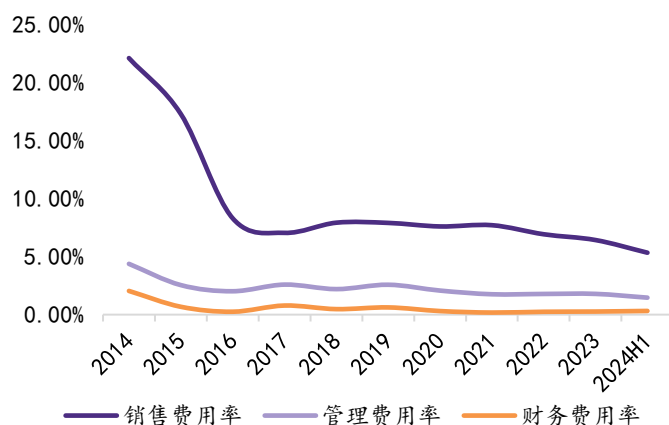
**盈利能力长期为同业较高水平，短期毛利率略波动。**2014-2021 年期间公司毛利率基本稳定在 20%左右，2022 年以来白酒行业需求疲软叠加消费预期不足，名酒价格受影响及定制酒销售承压致毛利率同比下降明显，2023/2024H1 毛利率分别为 10.75%/10.50%，分别同比-3.29/-0.73pcts。**费用方面**，2014 年至今公司销售费用率下降明显，主要系公司减少此前对湘窖、珍酒、五粮液年份酒等品牌的大规模促销和广宣活动，同时优化供应链管理，节省仓库间的调拨费用。目前公司销售费用率稳定在 5%-6%，2024H1 为 5.34%，同比-0.85pcts，2023 年销售费用率较 2014 年同比-15.71pcts。另外，管理费用率与财务费用率基本保持稳定，2024H1 分别为 1.47%/0.32%，分别同比-0.20/+0.08pcts，2023 年较 2014 年分别同比变动-2.59/-1.78pcts。**净利率方面**，2016 年起公司净利率基本高于竞对，一方面得益于毛利率的稳定，另一方面费用使用效率有效提升，2017-2021 年期间维持 8%-9%的水平，近两年受行业整体环境影响有所下降，2024H1 为 2.70%，同比+0.03pcts。

图表 13: 2014-2024H1 毛利率净利率情况



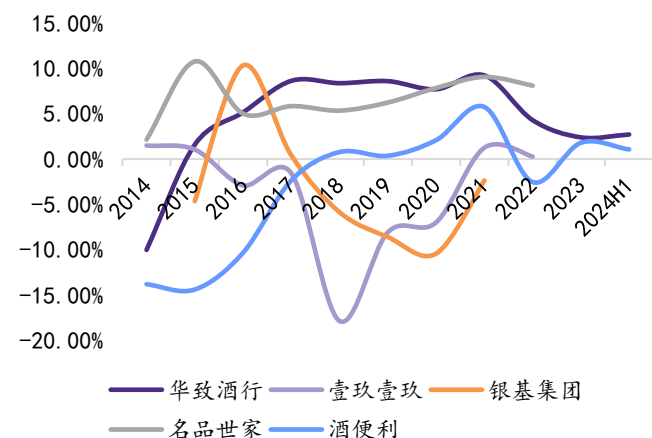
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 14: 2014-2024H1 公司期间费用率情况



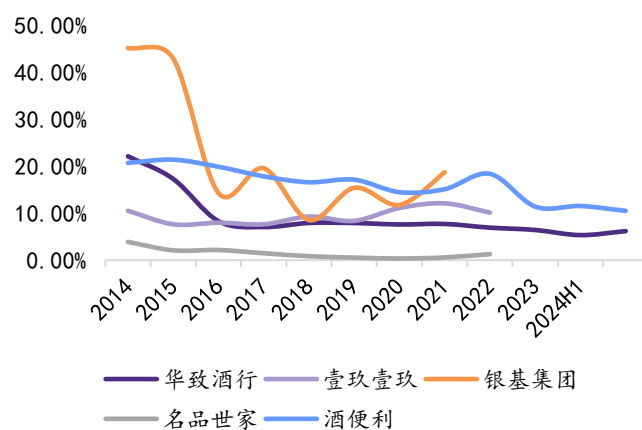
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 15: 2014-2024H1 净利率同行业比较



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

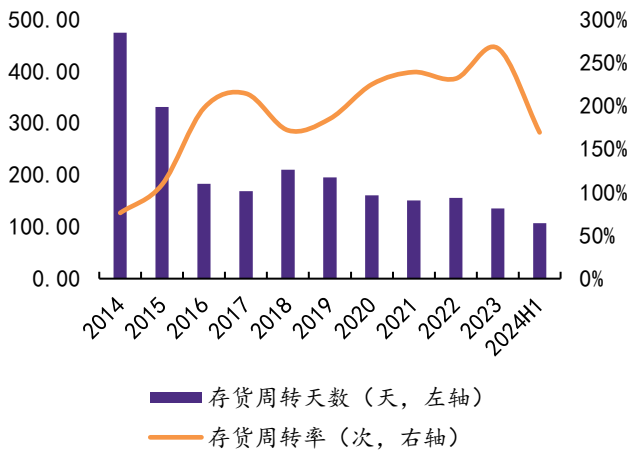
图表 16: 2014-2024H1 销售费用率同行业比较



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

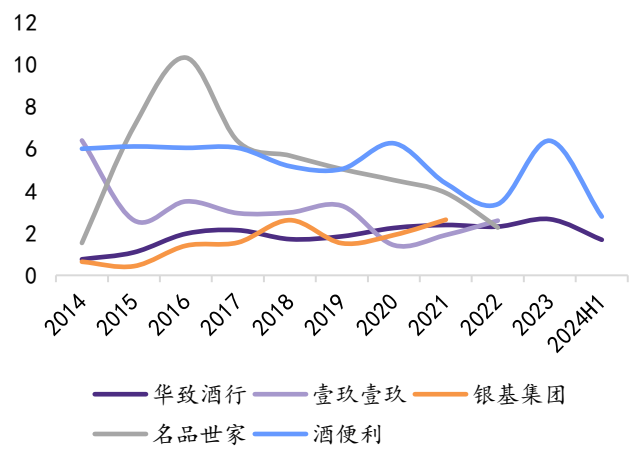
周转能力持续提升, 体现供应链管理水平的提高。2023 年公司存货周转天数/周转率分别为 135.18 天/2.66 次, 2014-2023 年 CAGR 分别为-13.01%/+14.95%, 存货周转速度提升明显, 2024H1 公司存货周转天数/周转率分别为 106.73 天/1.69 次, 分别同比-2.32%/+2.59%。与酒类流通行业的竞对相比, 公司的存货周转率亦处于较优水平, 2022 年华致酒行/壹玖壹玖/名品世家/酒便利存货周转率分别为 2.31/2.59/2.26/3.38 次。

图表 17: 2014-2024H1 存货周转天数及存货周转率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

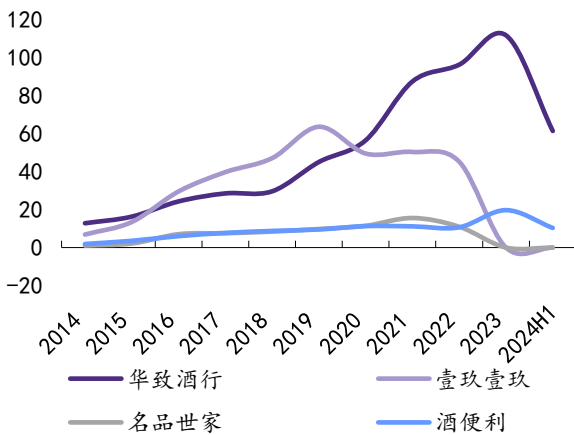
图表 18: 2014-2024H1 存货周转率同行业比较



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

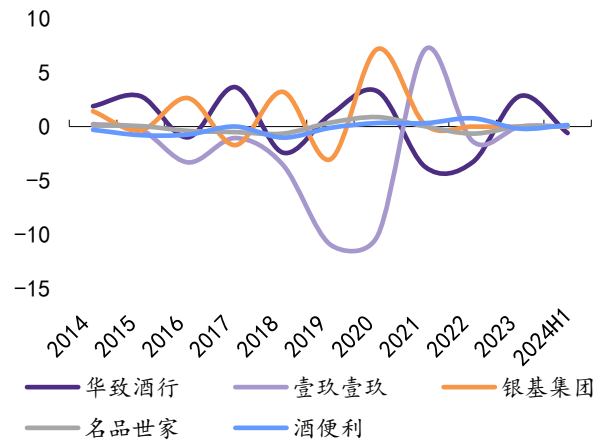
现金指标与营收表现基本一致, 位于业内较优水平。2023/2024H1 公司销售回款分别为 111.73/61.38 亿元, 分别同比+16.06%/-3.02%, 自 2020 年起快速拉开与其他上市酒类流通企业的差距。2023/2024H1 公司经营净现金流分别为 2.83/-0.60 亿元, 2022/2023H1 分别为 -3.30/4.22 亿元, 波动维持在一定范围内, 相对其他酒类流通企业更稳定。其中, 2021 与 2022 年经营净现金流为负主要系为春节旺季提前备货, 存货与预付款增加。

图表 19: 2014-2024H1 销售回款同行业比较 (亿元)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 20: 2014-2024H1 经营净金额同行业比较 (亿元)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

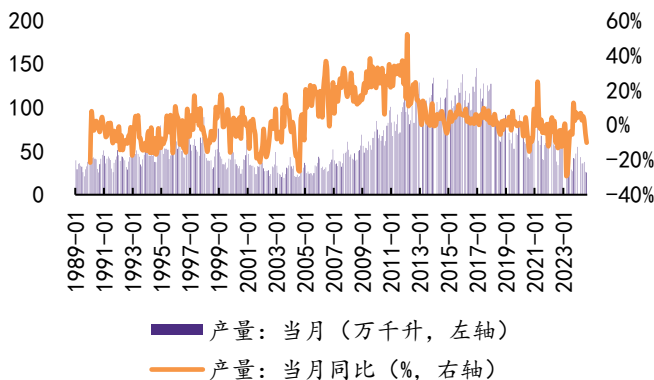
## 2、酒类流通格局分散，头部优势突出

### 2.1、白酒规模整体稳增，品牌分化趋势明显

白酒产量长期同比收缩，短期增速环比回升。2024年1-6月白酒总产量共214.70万千升，同增3.00%，产量小幅提升。上市酒企累季收入与利润保持双位数稳健增长，目前增速环比平稳。2024年1-6月上市酒企营收/归母净利润分别同增13.11%/14.31%，均实现双位数稳健增长。

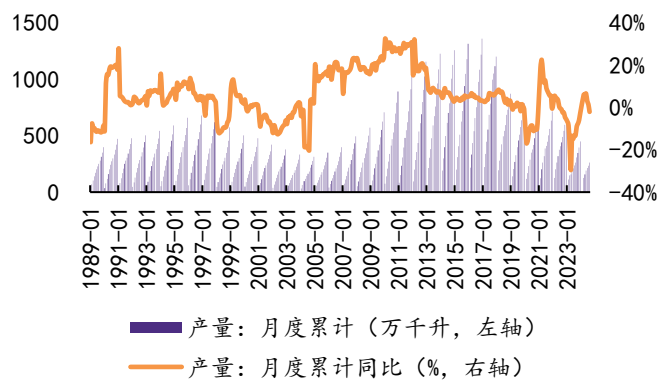
规上酒企数量持续缩减，收入与利润总额仍处于上升态势。2011-2023年规上酒企数量/产量CAGR分别为-2.63%/-4.00%，收入/利润总额CAGR分别为6.03%/12.41%。量价拆分来看，2017年前白酒销售处于量价齐升状态，2011-2017年量/价CAGR分别为+2.62%/+4.37%，2017年后进入量减价升阶段，2017-2023年量/价CAGR分别为-10.18%/+16.87%。总体来看，白酒行业整体维持“量减价增”的表现，产量同比收缩与收入利润稳健增长同时存在的状态预计仍将维持。

图表 21：1989 年至今白酒当月产量与同比



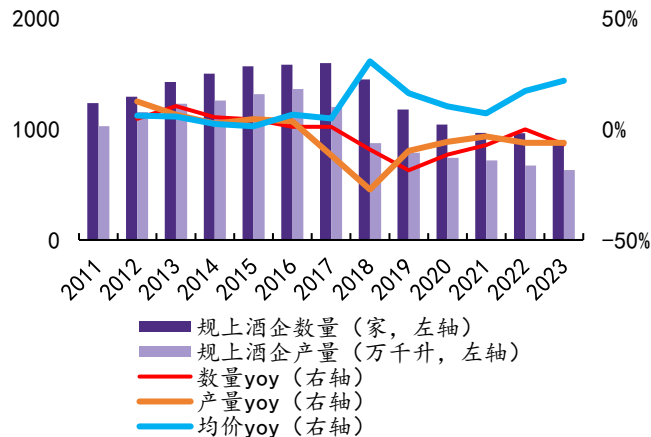
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 22：1989 年至今白酒累计产量与同比



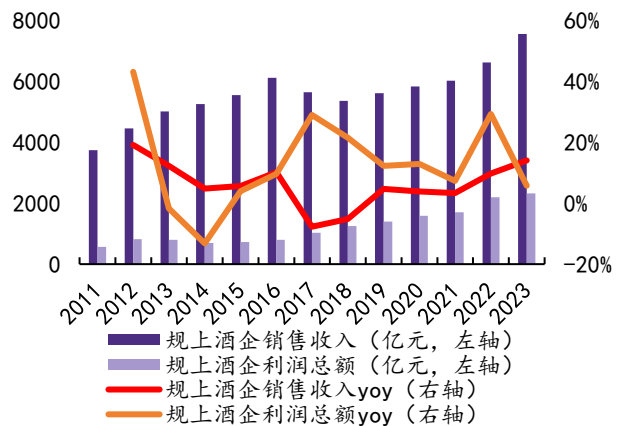
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 23：2011-2023 年规上酒企数量及产量和均价表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

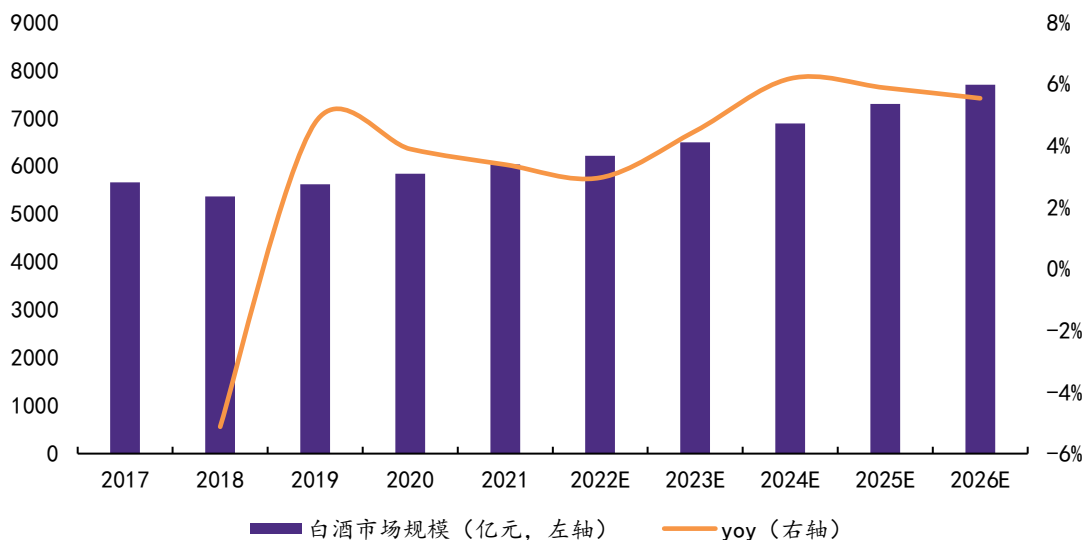
图表 24：2011-2023 年规上酒企收入及利润总额表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

白酒行业整体规模稳增，过去向高端与次高端集中，目前整体消费环境影响下大众价位带表现较好。2023 年白酒行业市场规模预计 6488 亿元，同增 4.46%，2017-2023 年 CAGR 为 2.32%。从市场份额来看，2023 年高端/次高端/中端/低端市占率较 2017 年分别变动 +8.95/+7.85/-9.39/-7.41pcts，高端与次高端价位带市占率提升明显。其中**高端酒企**凭借较强的品牌力与认知度率先完成渠道建设与消费者心智培育，目前茅五泸整体格局稳定，抗风险能力更强；**次高端酒企**过去几年以大单品全国化铺货形式快速扩张，而过于依赖渠道铺货导致在行业下行周期抗风险力偏弱，目前内部表现分化；**地产酒**当地品牌与渠道基础牢固，以较全价位带产品布局大本营市场，目前受益于 100-300 元大众价位带放量，基地市场份额提升或产品结构升级的酒企具备较好表现。

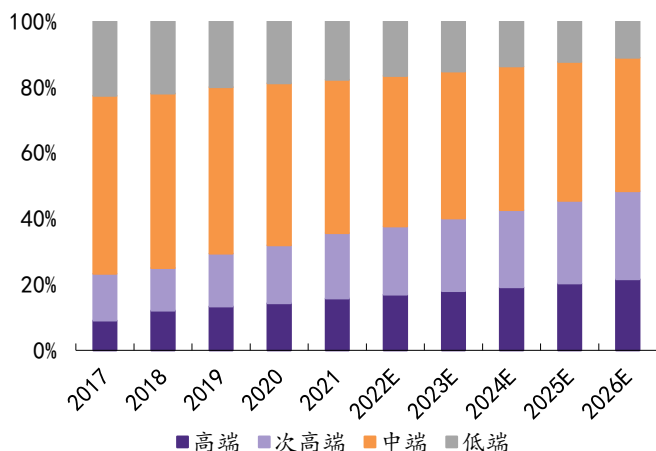
图表 25：2017-2026E 白酒行业市场规模及同比增速



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

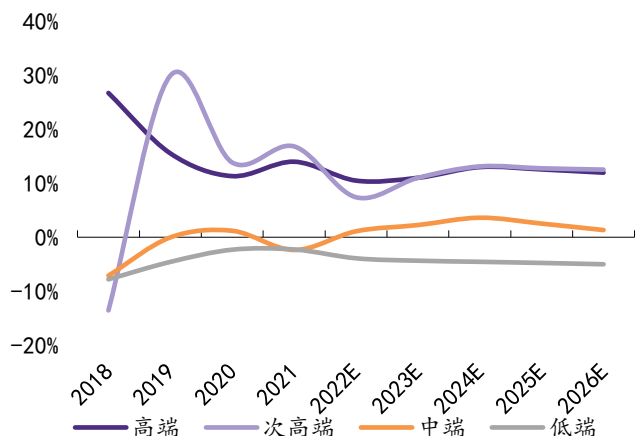


图表 26：2017-2026E 白酒行业不同价位段市场规模占比



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

图表 27：2018-2026E 白酒行业不同价位段市场规模同比增速



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

白酒行业持续向头部集中，上市酒企市占率持续提升。2023 年上市白酒企业占整体白酒行业收入比重达 65.12%，较 2017 年同比+35.98pcts，上市酒企收入占比提升明显，存量竞争状态与头部集中趋势预计仍将维持。其中上市酒企内部表现亦分化，以茅五泸为代表的高端酒、次高端如山西汾酒、实现结构升级的地产酒如今世缘古井贡等市占率持续提升。

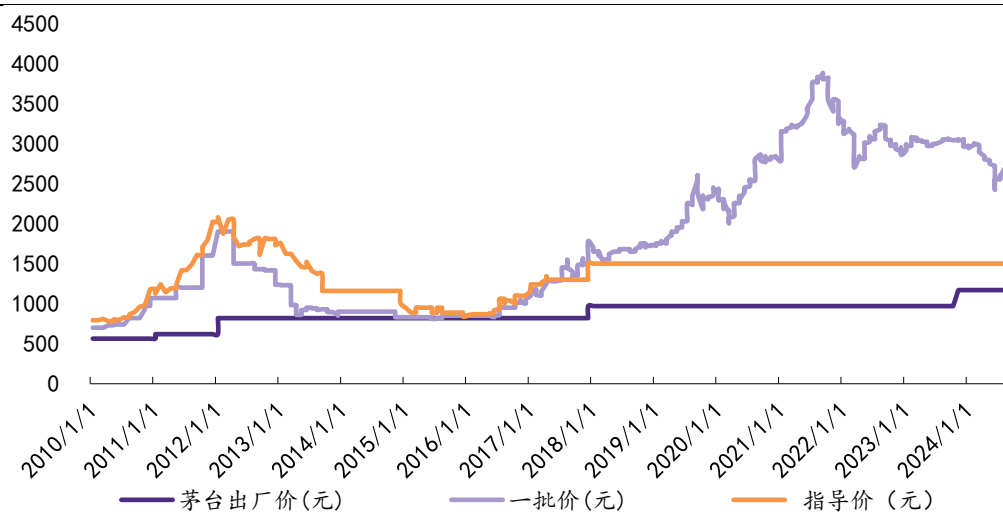
图表 28：2011-2023 年上市酒企收入占白酒行业比重

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	趋势变动
贵州茅台	10.80%	14.39%	15.82%	16.79%	18.14%	20.54%	23.21%	持续上升
五粮液	5.34%	7.46%	8.92%	9.82%	10.97%	11.91%	12.83%	持续上升
泸州老窖	1.84%	2.43%	2.82%	2.85%	3.42%	4.05%	4.66%	持续上升
山西汾酒	1.07%	1.75%	2.11%	2.40%	3.31%	4.22%	4.92%	持续上升
舍得酒业	0.29%	0.41%	0.47%	0.46%	0.82%	0.97%	1.09%	波动上升
水井坊	0.36%	0.53%	0.63%	0.52%	0.77%	0.75%	0.76%	波动上升
酒鬼酒	0.16%	0.22%	0.27%	0.31%	0.57%	0.65%	0.44%	波动上升
珍酒李渡	0.00%	0.00%	0.00%	0.42%	0.85%	0.95%	1.09%	持续上升
洋河股份	3.52%	4.50%	4.12%	3.62%	4.20%	4.85%	5.11%	波动上升
今世缘	0.52%	0.70%	0.87%	0.88%	1.06%	1.27%	1.56%	持续上升
古井贡酒	1.23%	1.62%	1.85%	1.76%	2.20%	2.69%	3.12%	持续上升
迎驾贡酒	0.56%	0.65%	0.67%	0.59%	0.76%	0.89%	1.04%	波动上升
金种子酒	0.23%	0.25%	0.16%	0.18%	0.20%	0.19%	0.23%	波动上升
口子窖	0.64%	0.80%	0.83%	0.69%	0.83%	0.83%	0.92%	波动上升
伊力特	0.34%	0.40%	0.41%	0.31%	0.32%	0.26%	0.34%	波动上升
老白干酒	0.45%	0.67%	0.72%	0.62%	0.67%	0.75%	0.81%	波动上升
金徽酒	0.24%	0.27%	0.29%	0.30%	0.30%	0.32%	0.39%	波动上升
顺鑫农业	1.14%	1.73%	1.83%	1.75%	1.69%	1.31%	1.05%	波动上升
华致酒行	0.43%	0.51%	0.67%	0.85%	1.24%	1.40%	1.56%	持续上升
合计	29.14%	39.28%	43.46%	45.10%	52.33%	58.79%	65.12%	持续上升

资料来源：WIND，国家统计局，弗若斯特沙利文，珍酒李渡招股书，华鑫证券研究

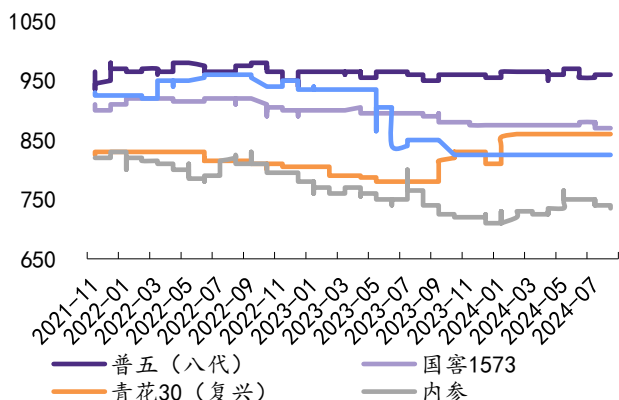
**批价变动反映供需变化，亦影响渠道利益。**批价表现往往由供需关系决定，需求通常受整体消费环境、消费者购买意愿与能力、消费场景表现、品牌溢价能力等因素影响，而供给由酒厂生产供应能力、酒企对市场投放量的调配策略、渠道囤货与出货意愿决定，故批价不仅反映某产品的价值链稳定性，同时是酒厂与渠道、消费者之间博弈的结果，亦可作为酒企长期品牌力与渠道力表现的观测指标。飞天茅台批价今年上半年有所波动，直接原因为其他渠道放量标品与小规格飞天叠加线上平台补贴力度较大引起黄牛抛货，内在原因仍在于市场对未来整体消费恢复的信心不足，而公司出台系列措施后稳定市场信心，价格亦回升并保持稳定。

图表 29：2010 年至今飞天茅台出厂价、一批价及指导价（元）



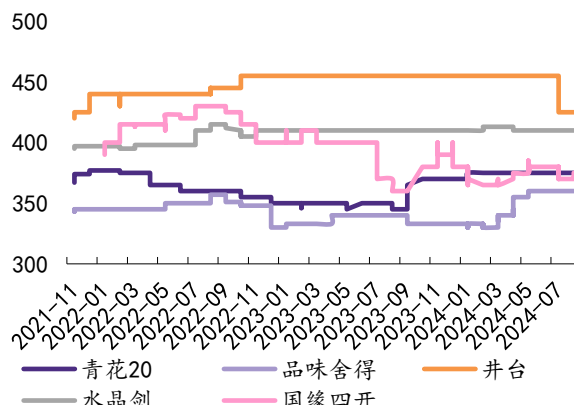
资料来源：今日酒价，华鑫证券研究

图表 30：2021 年至今高端白酒产品批价（元）



资料来源：今日酒价，华鑫证券研究

图表 31：2021 年至今次高端白酒产品批价（元）

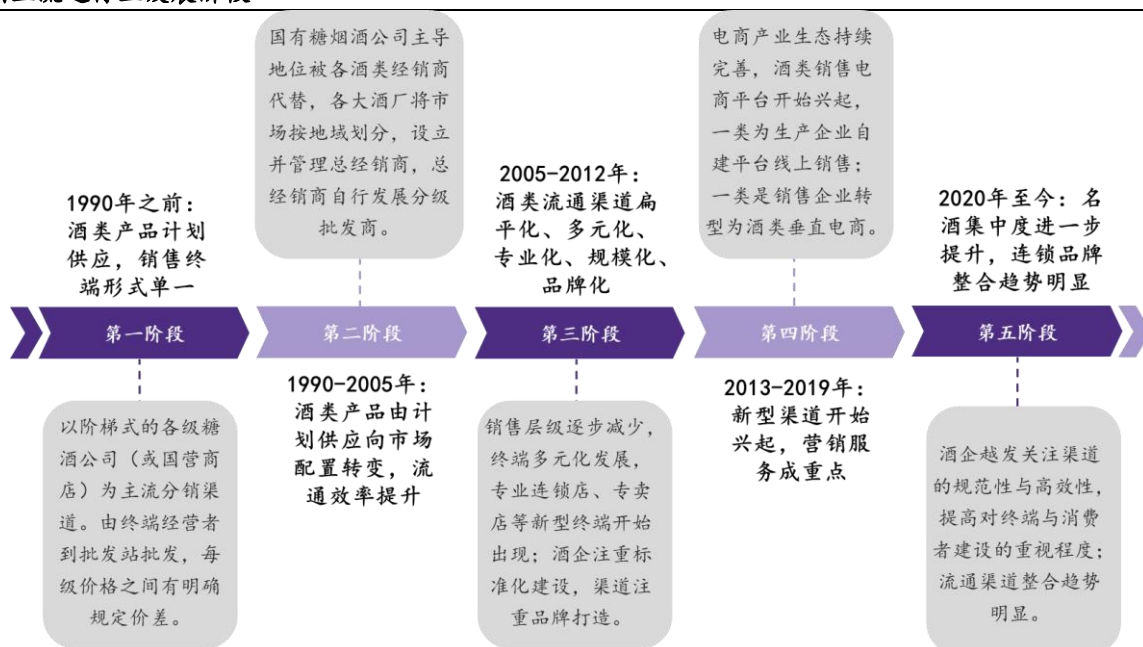


资料来源：今日酒价，华鑫证券研究

## 2.2、酒类流通连锁化率低，规模化有望提速

酒类流通发展阶段靠后，整合趋势明显。酒类流通行业发展可分为五个阶段：1) 20 世纪 90 年代以前，酒类产品销售形式单一，层级多且封闭，由阶梯式各级糖酒公司或国营商店为主导；2) 20 世纪 90 年代至 2005 年前后，市场经济兴起后各酒类经销商崛起，各酒厂按地域设立并仅管理总经销商，但产品流向及品质亦越来越难以控制；3) 2005-2012 年，厂商与经销商的营销重心愈加偏向终端，渠道逐步扁平化，专业连锁店、专卖店等新型终端开始出现，酒企注重标准化品牌运营与市场推广；4) 2013-2019 年，新型渠道逐步兴起，酒类电商平台成为重要补充，可分为酒企自建线上平台与销售企业转型为酒类垂直电商两种模式；5) 2020 年至今，渠道规范性与高效性为酒企关注重点，流通渠道整合趋势明显。

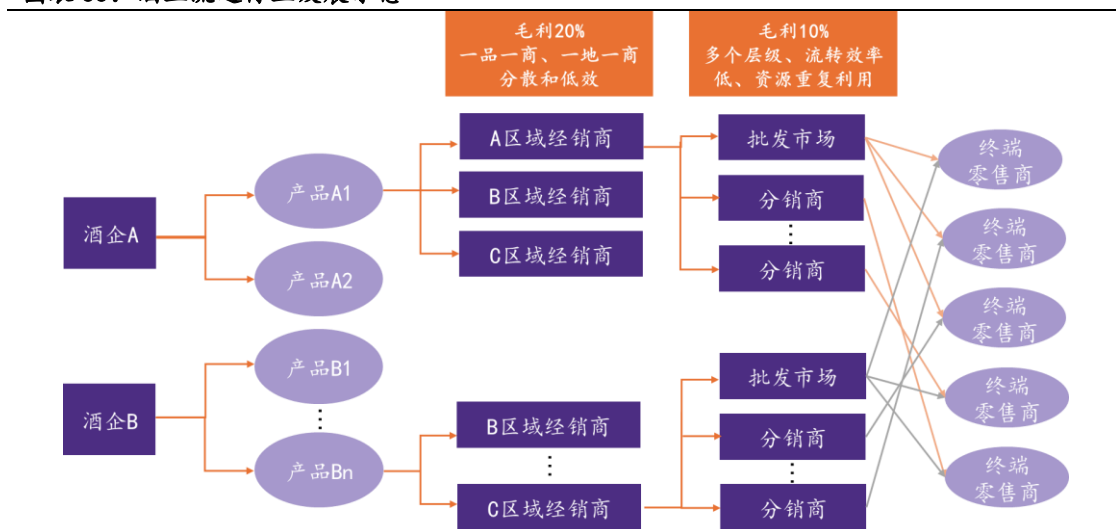
图表 32：酒业流通行业发展阶段



资料来源：公司招股书，公司公告，华鑫证券研究

酒业流通参与者众多，经销与终端效率仍待提升。酒产品流通中间具备多个层级，且酒类经销商具有较强的区域性，存在一品一商、一地一商等现象，此时对于酒企和下游零售商，流通成本均较高，层层分级下经销商、终端等各环节利润亦较低。从酒类经销商角度来看，为尽可能提升流转效率与速度，降低流通成本，对于上游酒厂，酒类经销商应尽可能多的拥有知名品牌经销权，与酒企共同维护产品价格体系且控制合理库存；对于下游批发/零售商，经销商应建立并规模化自己的销售和配送网络，同时做好终端建设工作。从零售终端角度来看，对于上游经销/批发商，应保持密切合作与良好市场秩序；对于下游消费者，零售终端应形成较全的产品体系并树立良好的品牌形象，深入做好消费者体验服务。

图表 33：酒业流通行业发展示意



资料来源：中国酒类流通白皮书，华鑫证券研究

政策导向明显利好，培育千亿级酒类流通企业目标远大。2005 年起国家陆续出台相关政策促进且规范流通企业发展，注重酒类质量安全管理，严格查处白酒销售流通中的违法违规行。2017 年商务部发布“十三五”期间加强酒类流通管理的指导意见，指出到 2020 年建立结构优化、布局合理、模式创新、融合发展的新型酒类流通体系，推动建成全国追溯查询系统并覆盖 60% 的酒类流通企业；2021 年发布“十四五”期间促进酒类流通健康发展的指导意见，指出到 2025 年，培育千亿级酒类流通企业 1 家，百亿级酒类流通企业 5 家，50 亿级酒类流通企业 10 家。

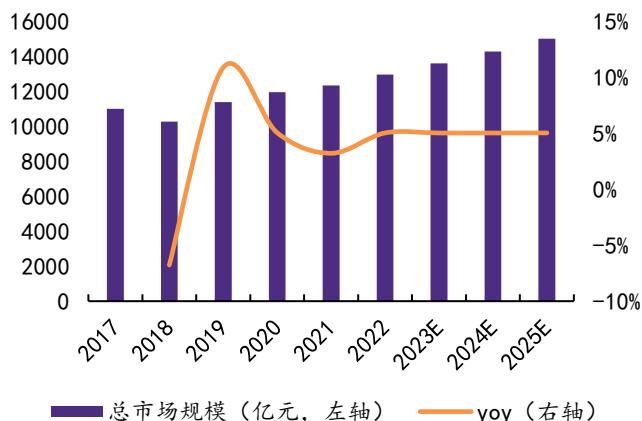
图表 34：酒类流通行业政策示例

发布时间	发布部门	政策名称	相关内容
2005	国务院	《关于促进流通业发展的若干意见》	“积极培育一批有著名品牌和自主知识产权、主业突出、核心竞争力强、具有国际竞争力的大型流通企业；鼓励具有竞争优势的流通企业通过参股、控股、承包、兼并、收购、托管和特许经营等方式，实现规模扩张，引导支持流通企业做强做大”，“国务院各有关部门和有关金融机构扶持流通企业做强做大。”
2011/6/9	国务院食品安全委员会	《关于进一步加强酒类质量安全工作的通知》	要求全国加强酒类质量安全监管，保障消费者身体健康和生命安全，促进酒类产业健康发展。
2013/11/28	国家食品药品监督管理总局	《关于进一步加强白酒质量安全监督管理工作的通知》	进一步加强白酒质量安全监督管理工作，督促企业切实保障白酒质量安全，促进白酒行业持续健康发展。严格查处白酒销售流通中的违法违规行，支持消费者参与白酒质量安全监管等。
2016/11/11	商务部等 10 部门	《国内贸易流通“十三五”发展规划》	“十三五”期间将实施消费促进、流通现代化和智慧供应链三大行动，全面打通消费、流通和生产各环节，提升流通在国民经济中的基础性支撑和先导性引领作用；支持流通企业加强信息化改造；鼓励流通企业应用企业资源计划、等现代管理技术。
2017/2/1	商务部	《关于“十三五”期间加强酒类流通管理的指导意见》	到 2020 年，建立起结构优化、布局合理、模式创新、融合发展的新型酒类流通体系，形成以大中型企业品牌经营为主导，小型企业特色化经营补充，连锁、加盟经营为重要方式，电子商务普遍应用，现代物流体系完善的酒类流通协调发展新格局，推动建成全国追溯查询系统，追溯体系覆盖 60% 的酒类流通企业。
2021/9/15	商务部	《关于“十四五”时期促进酒类流通健康发展的指导意见（征求意见稿）》	到 2025 年，基本建成规模化发展、连锁化运营、标准化引领，多渠道、多业态、多层次、多场景酒类流通新格局。培育千亿级酒类流通企业 1 家，百亿级酒类流通企业 5 家，50 亿级酒类流通企业 10 家。
2022/12/14	国务院	《扩大内需战略规划要（2022-2035 年）》	加快物联网、人工智能等技术与商贸流通业态融合创新，同时注意防范垄断和安全风险。发展现代物流体系。围绕做优服务链条、做强服务功能、做好供应链协同，完善集约高效的现代物流服务体系。发展智慧超市、智慧商店、智慧餐厅等新零售业态。到 2035 年，改革对内需发展的支撑作用大幅提升，高标准市场体系更加健全现代流通体系全面建成。
2023/2/26	国务院	《质量强国建设纲要》	积极发展多式联运、智慧物流、供应链物流，提升冷链物流服务质量，优化围国际物流通道，提高口岸通关便利化程度。完善产品质量监督抽查制度，推动实现生产流通、线上线下一体化抽查，探索建立全国联动抽查机制，对重点产品实施全国企业抽查全覆盖，强化监督抽查结果处理。

资料来源：招股书，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

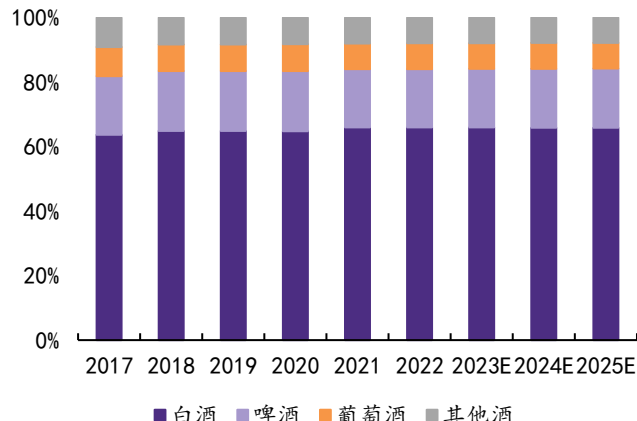
**酒类流通市场稳健增长，白酒流通市场规模占比近 70%。**根据中国酒类流通白皮书及前瞻产业研究院，2023 年我国酒类流通市场规模预计 13593 亿元，同比增长 5.01%，处于稳步增长状态，2017-2023 年 CAGR 为 3.59%。分不同品类来看，2023 年白酒/啤酒/葡萄酒/其他酒流通市场规模占比分别为 65.92%/18.19%/8.00%/7.89%，规模增速基本在 5%左右。

图表 35：2017-2025 年中国酒类流通市场规模（亿元）



资料来源：中国酒类流通白皮书，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

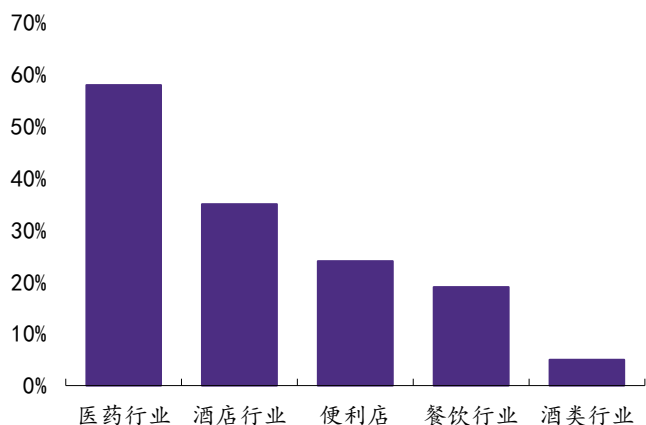
图表 36：2017-2025 年酒类流通行业各品类规模占比



资料来源：中国酒类流通白皮书，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

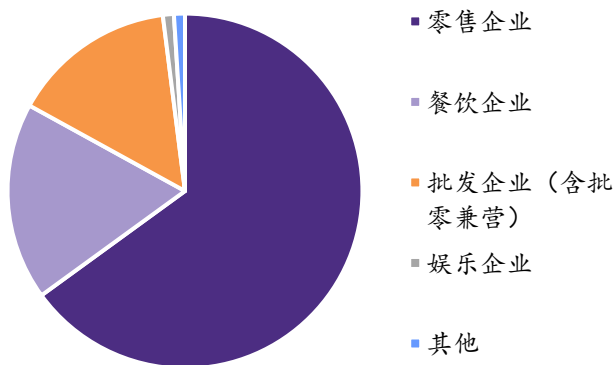
**酒类流通连锁化率低，后续预计由分散化向规模化发展。**根据浙江省酒类流通协会，与其他零售业态对比来看，我国酒类流通企业连锁化率极低，目前仅为 5%，且不包括综合性烟酒行与社区超市。目前全国酒类连锁企业近 200 家，门店数量近 3 万家，而酒类流通过行业烟酒店、便利店、商超数量为 500 万家，其中烟酒店 300 万家，远超酒类零售连锁企业数量；意味着整体酒类流通过行业碎片化程度高、分散化发展，零售终端多以单体店形式存在，后续集中度提升及整合趋势明显。从我国酒类流通企业经营业态看，零售/餐饮/批发企业占比分别为 65%/18%/15%，零售企业占比较高。

图表 37：不同零售业态连锁化率



资料来源：浙江省酒类流通协会，云酒头条，华鑫证券研究  
注：酒类行业数据不包括综合烟酒行与社区超市

图表 38：中国酒类流通企业经营业态分布

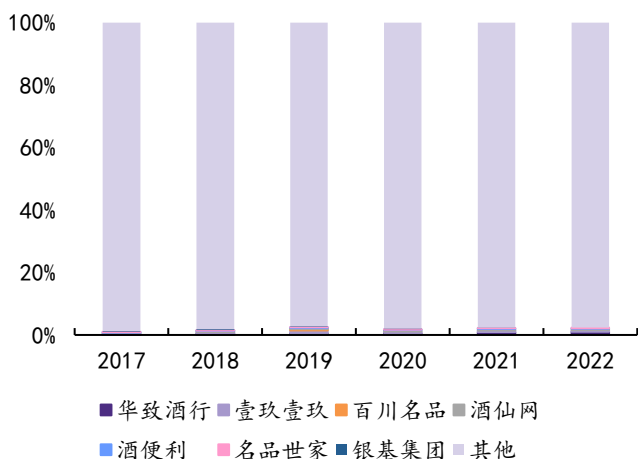


资料来源：中国酒类流通白皮书，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

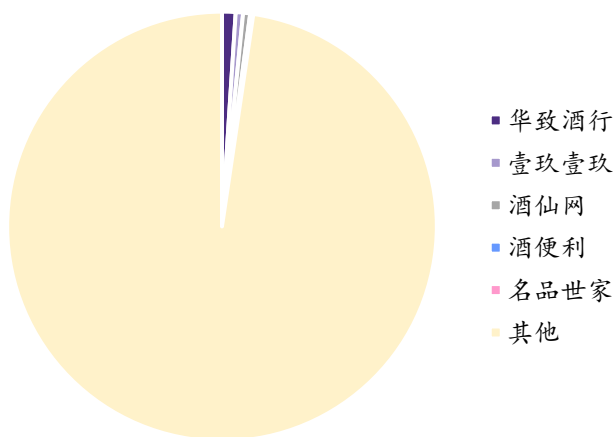
## 2.3、竞争格局分散，第一梯队地位确立

酒类流通行业竞争格局分散，头部集中度缓慢提升。2022 年华致酒行/壹玖壹玖/酒仙网/名品世家/酒便利在酒类流通行业市占率分别为 1.02%/0.55%/0.53%/0.12%/0.11%，市占率较 2017 年同比+0.68/0.07/0.53/0.03/0.02pcts，集中度缓慢提升。2022 年酒类流通行业 CR5 为 2.33%，对比美国/英国/德国 CR5 分别为 60%/60%/70%，我国竞争格局分散程度高。

图表 39：2017-2022 年酒类流通行业竞争格局



图表 40：2022 年酒类流通行业竞争格局



资料来源：WIND，中国酒类流通白皮书，科教城印象，川酒观察，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

资料来源：WIND，中国酒类流通白皮书，科教城印象，川酒观察，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

**连锁模式多元化，创新高效为主线。**过去酒类连锁企业以华致酒行、壹玖壹玖为代表的传统团购型连锁为主，亦存在深耕当地区域的区域连锁如酒便利等。近几年新型连锁模式不断涌现，如以歪马送酒为代表的即时零售型连锁，以肆拾玖坊为代表的社群型酒业连锁。同时，上游酒厂为进一步触及消费者、加强消费者培育与品牌建设，茅台、五粮液等均开设专卖店，如目前茅台、五粮液分别有 1359/634 家专卖店。

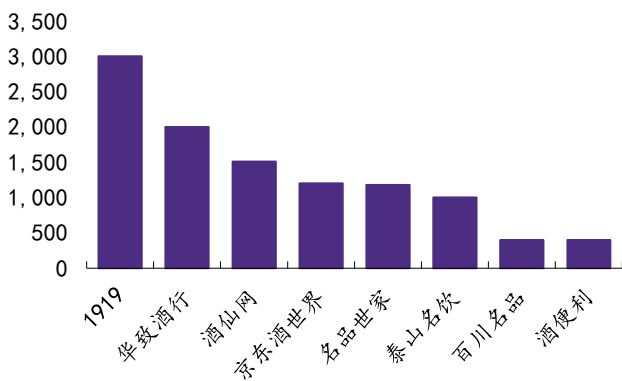
图表 41：不同类别连锁模式示例

连锁模式	代表企业
团购型酒业连锁	华致酒行、泰山名饮、1919、酒仙名酒城、酒快到、中粮名庄荟、名品世家、曾品堂老酒连锁
即时零售型酒业连锁	歪马送酒、酒小二、优布劳酒馆
区域连锁	酒便利、金辉云酒货仓、同城酒库、小酒喔、华龙酒直达、久加久、百川名品、甄选酒世界
社群型酒业连锁	肆拾玖坊、酣客
专卖店型酒业连锁	茅台、五粮液专卖店

资料来源：酒业家，浙江省酒类流通协会，华鑫证券研究

**酒类流通企业加速开店，销售网络扩张进行时。**全国性酒类流通企业门店数量均在1000家以上，1919/华致酒行/酒仙网/京东酒世界/名品世家/泰山名饮分别已拥有门店数量3000/2000/1509/1200/1180/1000家，其中1919门店形态包括酒类直供、快喝、快吃、吃喝、城市服务商四种；华致酒行门店持续向3.0升级，强化品牌；名品世家在拓展专卖店客户与异业客户的基础上在新媒体平台吸取流量；京东酒世界重点发力即时零售和持续强化供应链。从流通企业未来开店计划来看，加速扩张仍为主线，如华致酒行计划在未来5年开设5000家3.0门店，头部企业规模效应加速释放下集中度预计持续提升。

图表 42：主要酒类流通企业门店数量（家）



资料来源：酒讯，云酒头条，酒便利官微，酒业家，中国连锁经营协会，华鑫证券研究

注：名品世家为2022年数据，1919、华致酒行、京东酒世界均为2023年数据，肆拾玖坊、酒仙网、酒便利为2024年数据

图表 43：主要酒类流通企业计划开店数量

公司	计划	时间
壹玖壹玖	布局5000家+门店	2023
华致酒行	开5000家3.0门店	未来5年
粤强酒业	布局3000家+加盟门店	3-5年
中粮名庄荟	线下连锁达1000家门店	2025
百川名品	开设门店2000家	“十四五”期间
京东酒世界	布局超3000家门店	2023年底

资料来源：证券日报，云酒头条，蓝鲸财经，渠道调研，华鑫证券研究

**第一梯队地位基本确立，整体规模化布局有待提速。**从我国主流酒类流通企业来看，规模化大企业数量明显较少，1) **华致酒行、壹玖壹玖、泰山名饮**目前为头部企业，分别拥有2000+、3000+、1000家门店，门店数量与营收规模均位于第一梯队。2) **酒仙网、酒便利、名品世家、京东酒世界、百川名品**营收超过10亿，其中酒仙网2020年营收即达37亿元且开启直播卖酒赛道，2023年业绩增长同比超过60%；酒便利、京东酒世界主打即时零售、线上下单高效送达，门店数量分别为400/近1000家，酒便利为区域型流通；名品世家在酒产品销售的基础上亦与茶企合作布局。另外，葡萄酒进口运营商挖酒网、ASC精品酒业、中粮名庄荟亦在2018/2019年达到10亿销售规模。3) **营收规模在10亿以下1亿以上的流通企业可划分为第三梯队**，其中银基集团过去以较强的经销资源在高端品牌中话语权较强，后因行业整体影响被迫转型且未成功；品尚汇、红酒世界、金易久大则以代理葡萄酒为主。



图表 44：主流酒类流通企业介绍

主要企业	成立时间	产品分布	产品品类营收占比	渠道&业务模式	门店数量
华致酒行	2005	白酒方面，除获得多数中高端白酒品牌代理权外，与知名酒企持续合作开发产品如“金内参”、“古 20 冰雪珍藏版”等；同时加大自有品牌推广力度，加速金蕊天荷、赖高淮等产品的市占提升。 葡萄酒方面，与奔富等知名品牌合作持续升级。	2023 年： 白酒：92.83% 葡萄酒：4.81% 进口烈性酒：1.42%	渠道网络体系实现连锁门店、零售网点、KA 卖场、团购、电商全覆盖，2023 年起逐步推进门店 3.0 升级进化，力争实现百强县以上地区门店全覆盖；线上渠道包括华致优选 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，2023 年线上电商渠道取得较高增速。	2023 年： 2000 家+ 门店、 30000 家+ 终端网点
泰山名饮	1994	1995 年与张裕合作代理葡萄酒产品；2015 年茅台酒年销售翻番达 93.7 吨。截止 2018 年，公司是茅台、五粮液、汾酒、张裕、华东葡萄酒等 200 余种知名酒类的大型代理商，亦是多个知名国外品牌的独家代理。	——	在山东影响力较强，专注名酒战略。实行店长负责制，每个店长占该店 10% 的股份，店铺房租、货物、周转资金由公司提供。盈利的 10% 归店长，亏损店长不赔钱。如业务量达到一定规模，业务人员可开设分店。分店股份中 80% 公司持有，10% 新店长持有，另外 10% 培养新店长的老店长持有。	2023 年： 1000 家+
壹玖壹玖	2010	以代理酒类品牌为主，除常规零售和传统团购外，6S 超级门店新增 6 项生产力——前置仓（服务到家）、直播间（服务到店）、吃喝卡（服务餐饮）、品鉴馆（服务社交）、小酒馆（服务堂饮）、用户群（服务私域）	2022 年： 商品销售：93.52% 数据广告：4.39% 品牌加盟：1.53%	1919 平台已形成四个主要业务形态：1919 酒类直供（更有温度的 1919）、1919 快喝（更快速的 1919）、1919 吃喝（更有滋味的 1919）、1919 城市服务商（实现更高效的 1919）。	2023 年： 3000+ 家为 酒类直供 门店
酒仙网	2014	酒仙网平台在售商品 SKU 数量超过 2 万个，涵盖全球 26 个国家超过 1,500 个品牌，覆盖白酒、葡萄酒、洋酒、黄酒、保健酒等全品类酒水。	2020 年： 白酒：74.81% 洋酒：11.56% 葡萄酒：5.69%	覆盖酒仙网自有线上平台、天猫/京东等第三方线上零售平台、抖音/快手等直播平台、以及强管理模式下的线下品牌连锁，同时保留品牌代理模式下的原有流通渠道。	2024 年： 1059 家
百川名品	1997	2013 年运营的五粮醇产品销售突破万吨，占全国市场份额的 50%+。目前体系内每天销售酒水类产品 30 万瓶，会员数累计近 30 万。	——	2015 年起开启对渠道经销商的并购，以打造区域全渠道供应链平台为目标，逐步建立起渠道运营、品牌运营、新零售连锁经营三大业务版块。目前已有渠道运营公司 22 家，掌握终端网点 20 万家+。	2023 年： 近 400 家
银基集团	2007	手握多个名酒厂资源，包括茅台、五粮液、汾酒、国窖 1573 等名品牌产品经销权；早年坚持捆绑高端品牌，20132014 年开始主推中低端产品。	2020 年： 酒：99.9% 糖、香烟与其他：0.1%	早期定位为全国总代式大分销模式，从上游拿资源，做“大批发”赚取差价。2016 年转型打造品汇壹号平台，试图减少销售环节以降低分销成本，但并未能成功，平台并未能达到性价比。	——
名品世家	2008	与茅台、五粮液、泸州老窖、国台、仁怀酱酒集团、天鹅庄等在内的国内外知名酒企和酒庄合作，产品涵盖名优白酒、	2022 年： 白酒：75.76% 葡萄酒：2.38% 白兰地及威士	提出“只卖真品 专卖名品”经营理念，目前名品世家拥有 7000 名专业的一线服务人员，配备 3 名国家级评酒委员和 300 多位国家级品酒	2022 年： 1180 余家

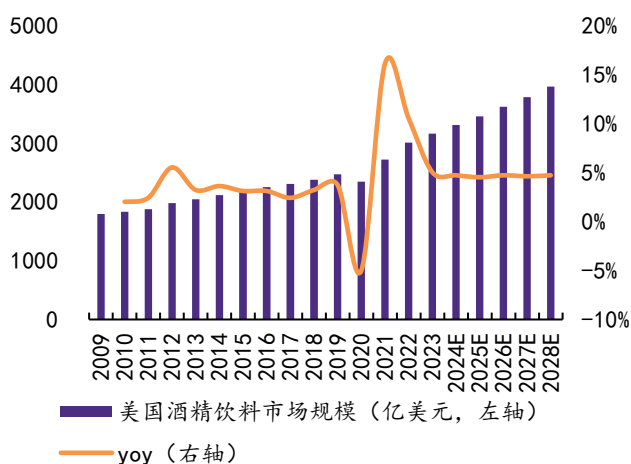
		葡萄酒、白兰地、黄酒、进口啤酒等酒种。	忌：17.14%	师，逐步形成了“线下店商+线上电商+跨界营销+酒类金融”等多元化发展模式。	
酒便利	2010	聚焦国内白酒，和现有优秀白酒厂商合作，两年内推出5-10款专属品牌定制酒产品；适度经营进口威士忌、白兰地和葡萄酒品种。其中线上偏高端，线下主大众，严选品种；扩充低度酒陈列面积。	2020年： 白酒：70.78% 啤酒：9.72% 葡萄酒：9.49% 洋酒：2.76% 黄酒：0.28%	采用“互联网平台+呼叫中心+实体门店+20分钟配送”的线上线下一体化的立体、互动、便利服务经营模式，布局的每个城市3公里内1个门店，即时高效配送。	2024年： 近400家
品尚汇	2010	2010年品尚红酒网上线，2015年正式开启品尚红酒与品尚汇双品牌发展，前者主营进口葡萄酒业务；后者涵盖进口啤酒、保健品、食品、生鲜产品等品类。2018年品尚汇销售富邑产品超过亿元。	2016年： 啤酒：41.5% 红酒：46.1%	品尚汇主营业务为以进口酒的线上B2C电商销售，随着电商企业的不断增多，线上B2C渠道存在竞争激烈，毛利率降低等问题。其他业务还包括了15年起增设的线下传统渠道B2B平台店省省、B2B商超等大型客户等，涵盖零售、批发、大型客户领域。	线上为主
红酒世界	2006	在会员商城、跨境商城、香港商城、新零售实体店向葡萄酒消费者提供从原产地直接进口的国际知名葡萄酒及优质国产葡萄酒。	2023年： 红酒：95.19% 酒柜：4.05%	业务包括“内容+电商+物联科技”三个板块。内容板块通过提供葡萄酒资讯、查询等业务积累流量，为其它板块引流。电商是其重要的盈利板块，所售产品以优质进口葡萄酒为主。物联科技是其2021年新推出的板块，主要做智能葡萄酒柜的生产和销售。	线上为主
大隆汇	2006	主要包括酒类、香烟、茶类等，其中大部分为酒品。目前是五粮液常州区域团购经销商、茅台酱香酒重点经销商、口子窖酒的常州一级经销商；与贵州红酱坊打造大曲酱香酒“大国匠星”。	2023年： 酒：96.84% 茶：0.39% 烟：0.38%	通过实体店、线上销售平台两大销售渠道直接向客户销售酒类商品。自2013年开始，对中国名酒进行“精品研发+品牌文化”式运营，从经销商向运营商转型。	——
金易久大	2009	为五粮液旗下高端白酒品牌“天缸”酒的全国总运营商，并为“法国王朝”在中国大陆地区的总运营商。	2018年： 葡萄酒：54.76% 白酒：41.53%	已在线下各大零售渠道深耕多年，与麦德龙、家乐福等大型商超合作多年，在麦德龙旧世界红酒销售排名第三。	——
京东酒世界	2018	汇集知名白酒、地方白酒、中外知名葡萄酒、洋酒、各品牌啤酒、茶叶礼盒等千余款SKU；在白酒、红酒、啤酒品类上都已推出与品牌联合打造的重点产品，如与国威酒业开发国威G9。	2023年（京东酒业整体）： 白酒：80% 红酒、洋酒、啤酒各占7%	一家以供应链为基础，以门店为支撑的全渠道酒水零售企业，线上线下一体化运营。京东商城为酒世界带流量，酒世界的线下门店，则作为京东商城的前置仓，负责部分配送服务，实现“29分钟极速送达”。	2023年： 1000+

资料来源：WIND，公司公告，酒讯，21世纪商业评论，酒业家，中外酒业，楚天都市报，云酒头条，酒食汇，IPO在线，川酒观察，酒类零售与连锁，XN知酒，蓝鲸财经，酒说，公司官网，公司官微，华夏酒报，葡萄酒商业观察，中国轻工企业投资发展协会 CNLI，IFENG 酒业，华鑫证券研究

## 2.4、美国酒类流通集中度高，批发商话语权大

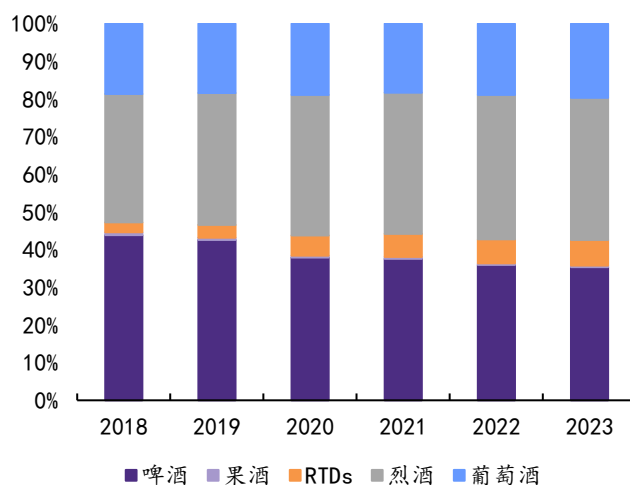
美国整体酒饮市场稳定增长，啤酒与烈酒市场规模占比合计达 73%。根据欧睿，2023 年美国酒精饮料市场规模 3155.06 亿美元，同增 5.00%，2017-2023 年 CAGR 为 5.39%，处于稳定增长阶段。分类别看，啤酒、葡萄酒与烈酒为美国酒饮市场最重要三大类别，其中葡萄酒增速保持较快水平，烈酒占比持续提升，RTDs 为新兴高增酒饮板块。2023 年啤酒/果酒/RTDs/烈酒/葡萄酒市场规模分别占比 35.33%/0.43%/6.83%/37.72%/19.69%，同比增速分别为 +3.20%/-2.10%/+13.00%/+3.30%/+9.60%；2018-2023 年 CAGR 分别为 1.34%/-4.02%/+27.58%/+8.02%/+6.98%。

图表 45：2009-2028 年美国酒精饮料市场规模及增速



资料来源：欧睿，华鑫证券研究

图表 46：2018-2023 年美国酒精饮料各类别收入占比

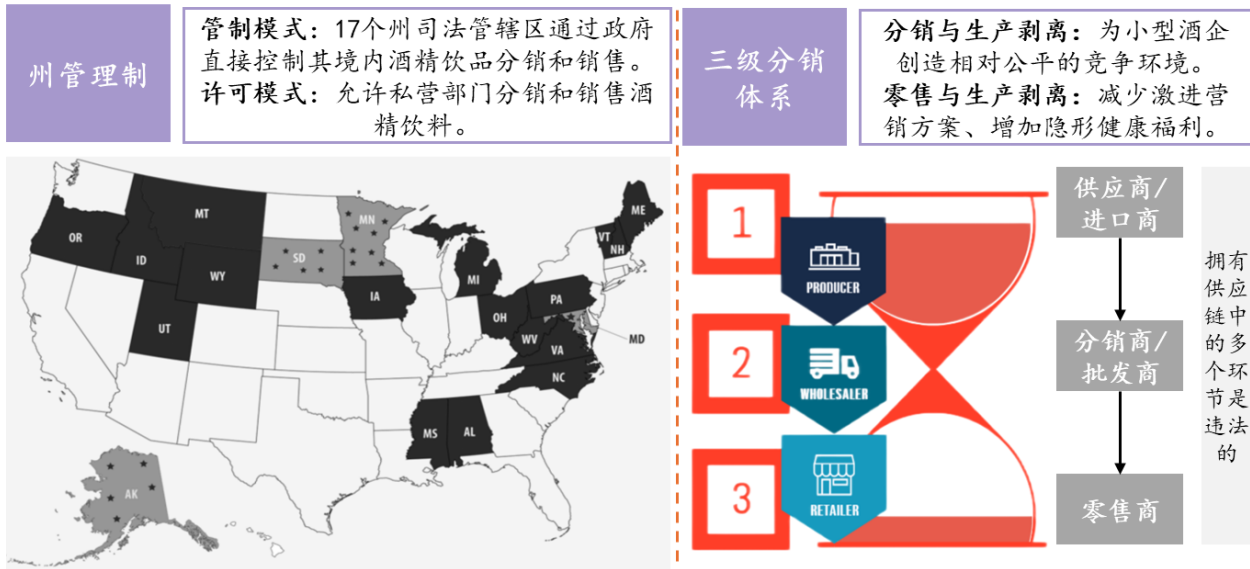


资料来源：欧睿，华鑫证券研究

美国酒精饮品销售中存在两条限制规定，为其大分销商的发展奠定基础。1) 州管理制：根据分销商和零售销售渠道将各州分为开放州或控制州，开放州将酒精零售私有化，控制州通过批发层面的政府机构控制酒精饮品的销售。2) 三级分销体系，美国政府将供应商/进口商、分销商/批发商、零售商设为酒精供应中的三种特定角色，供应商只能向分销商销售，分销商只能向零售商销售，且不能拥有该供应链中的多个环节。该两大规定利于美国各州政府规范征税，亦利于分销商的发展壮大：若供应商需将产品分销至其他州，需在该州注册且与分销商签约，故若想要在全国扩张品牌，需在每个州重新设计分销方式，进入分销商的销售账簿并获得其关注。

图表 47：美国酒精饮品分销制度

州管制制与三级分销体系为批发商发展奠定基础：供应商将产品分销到其他州时，该品牌均需在该州注册，且需与批发商签约。同时，全国性批发商在各州业务实际由州级、以共同名称运营的独立公司运营。

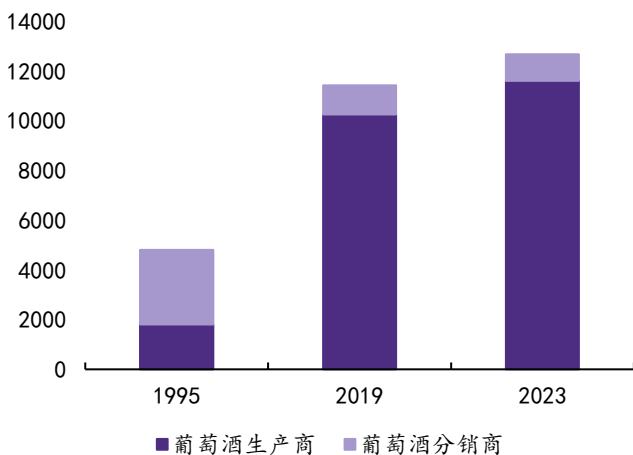


资料来源：美国烈酒交易所白皮书，美国酒精饮料控制协会，华鑫证券研究

**生产商加速扩张，分销商持续减少。**1995年美国葡萄酒生产商/分销商数量分别为1800/3000家，2019年生产商数量大幅提升至10247，而分销商数量缩减60%左右至1176家，2023年该趋势进一步加强，生产商/分销商数量变为11600/1074家。上游生产商数量的多元分散让中游分销商有了更大的话语权与议价权。

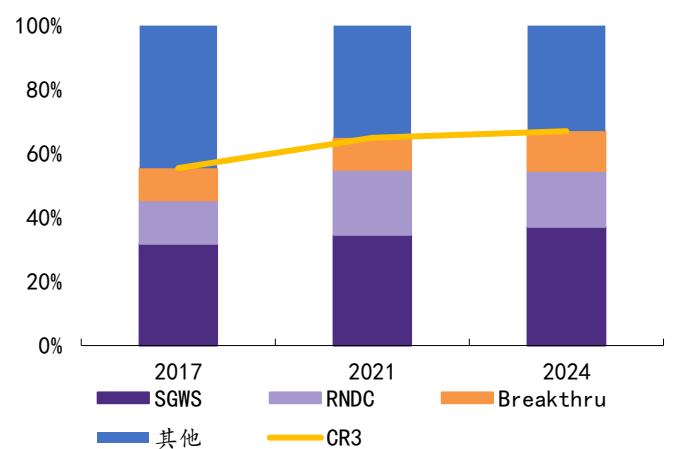
**分销商集中程度高，形成一超两强格局。**根据Meininger's数据，2024年SGWS/RNDC/Breakthru预计分别实现营收260/122/87亿美元，市场份额分别为37.14%/17.43%/12.43%，CR3合计市占率67%，自2017年提升11.54pcts，集中度高且仍在提升，三大巨头形成“一超两强”竞争格局。从更长维度看，2024年CR5为74.29%，较1990年提升50.49pcts，向头部集中趋势明显。

图表 48：1995-2023年美国葡萄酒生产商与经销商变化



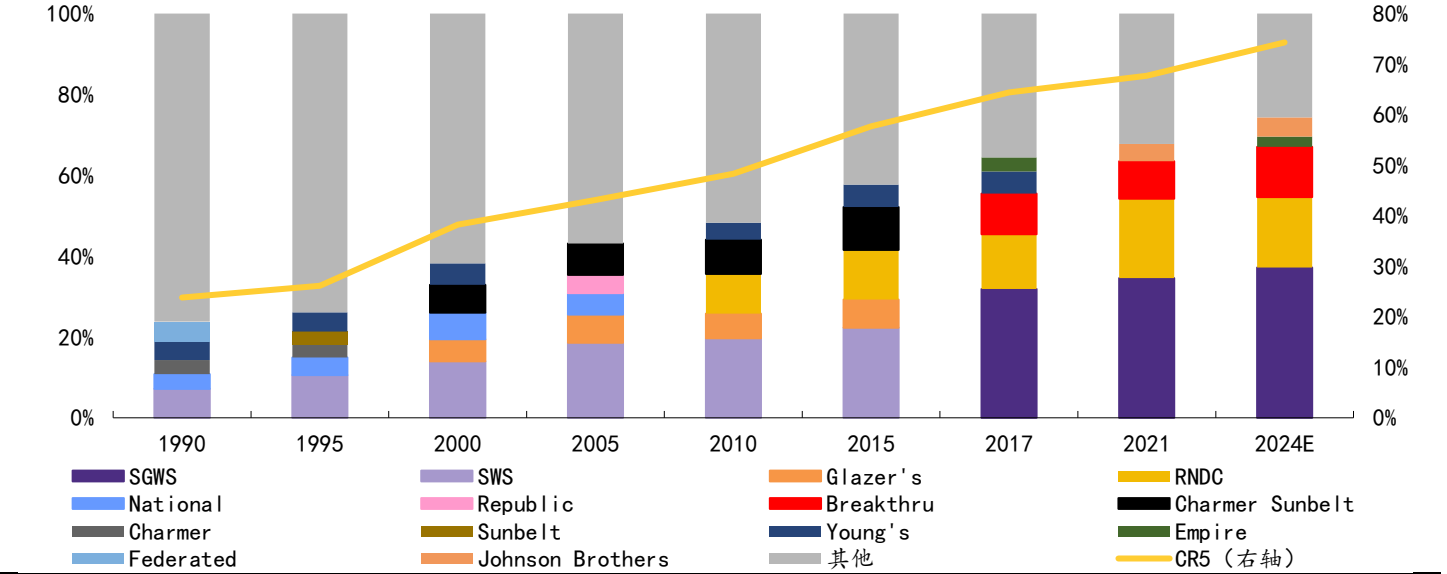
资料来源：葡萄酒商业，华鑫证券研究

图表 49：2017-2024年美国前三酒类分销商份额变化



资料来源：华致酒行招股书，福布斯官网，ParkStreet, Meininger's 杂志，华鑫证券研究

图表 50: 1990-2024 年美国酒类分销商份额变化



资料来源: ParkStreet, 华鑫证券研究  
注: 2021 年为 CR4

并购成为集中度快速提升的重要原因，整合趋势预计维持。美国酒类流通企业通过不断并购整合行业优势资源，在州与州之间突破业务瓶颈并实现规模化销售。2016 年美国南方酒业集团 (Southern Wine) 作为当时美国最大的分销商合并第四大分销商 Glazer's Family of Companies 后控制近 25% 市场，并维持市占率第一，合并后的 SGWS 再陆续进行吸收合并，2024 年市占率预计达 37.14%。目前销售额排名第三的 Breakthru Beverage 则于 2015 年由 Wirtz Beverage、Charmer Sunbelt 合并而来，并在 2022-2023 年合并密苏里州、明尼苏达州等当地头部分销商。

图表 51: 美国大型分销商收并购事件示例

时间	目前主体	收购方/合并方	被收购方/被合并方	备注
2007	Empire Merchants	合并为 Empire Merchants	Charmer Industries、Peerless Importers 合并	仅在纽约大都会区运营, 但是全美第五大经销商
2010	Empire Distributors	Berkshire Hathaway	Empire	后续又收购 3 个州的批发商, 跻身前 10 名
2015	Breakthru Beverage	合并为 Breakthru Beverage	Wirtz Beverage、Charmer Sunbelt 合并	当时 Wirtz Beverage、Charmer Sunbelt 分别排名第 6、第 3, 合并后扩展到另外 20 州
2016	SGWS	Southern Wine	Glazer's Family of Companies	后者为当时第 4 大分销商, 合并后控制近 25% 市场
2017	Allied Beverage	合并为 Allied Beverage	Baxter Group、F&A Distributing、Jaydor Corporation、Breakthru Beverage New Jersey 合并	成为新泽西州最大、最全面的葡萄酒和烈酒分销商
2021	SGWS	SGWS	Foley Family Wines	后者为家族式高档葡萄酒生产和营销商
2022	RNDC	RNDC	Young's Market	RNDC 在加州和西海岸的市场份额上升, 进入美国最大的葡萄酒市场
2022	Breakthru Beverage Group	Breakthru Beverage Group	Major Brands	后者为密苏里州最大的分销商
2022	Breakthru Beverage Group	Breakthru Beverage Group	J. J. Taylor Minnesota Beer Wholesaler	后者出售明尼苏达州业务
2022	Johnson Brothers	Johnson Brothers	Service Distributing Inc	后者为弗吉尼亚州领先的葡萄酒分销商之一
2022	Johnson Brothers	Johnson Brothers	Dixie Beverage Company	后者为弗吉尼亚州葡萄酒与啤酒经销商
2023	Breakthru Beverage California	Breakthru Beverage Group	Wine Warehouse	加利福尼亚州的加入将 Breakthru 的业务范围扩大到了 16 个市场
2023	SGWS	SGWS	WEBB Banks	目的寻求大西洋盆地专业市场渠道能力的供应商
2023	Martignetti Companies	Martignetti Companies	Hartley & Paker、Quality Beverage	分销范围扩大到新英格兰所有六个州
2024	SGWS	SGWS	Horizon Beverage	后者为新英格兰第 10 大分销商

资料来源: 公司官网, ParkStreet, Meininger's 杂志, PR Newswire, 华鑫证券研究

州与州之间监管法规不同, 收并购为批发商实现扩张的最快速有效方式。美国各州之间对酒产品的销售规定与监管条例或有差别, 故分销商在各州开展销售业务时均需对应申请各州牌照, 且需重新建立销售网络, 故直接收并购当地州实力较强的分销商更简单高效。

头部生产商更偏好与龙头批发商达成合作, 实现协同效应。在分销商形成多个州的联动销售网络之前, 每个酒类生产商需要在 50 个州拥有更多分销商, 而在头部分销商持续扩大规模的情况下, 酒类生产商能以更低成本更高效更大范围地让分销商销售其产品。如 RNDC 与 Riboli Family 签订了一项全国性协议, 并在 25 个市场增加其产品。

对标美国市场，我国头部酒类流通企业市场份额提升确定性高。美国酒类流通市场集中度的不断提升与收并购事件的频繁发生，离不开其州管理制度与三级销售体系，生产商数量庞大格局分散亦提高了分销商对上游的议价权。相对来看，我国酒类流通市场由于上游品牌商话语权更大，渠道与终端格局分散、竞争激烈且利润率更低。但我国整体酒类流通市场空间大，CR5 仅 2.33%，集中度提升空间广大；同时，酒企对渠道和终端的依赖程度高，且对其品牌建设、消费者培育、市场运作能力的要求持续提升，具备长期资源积累优势、较高品牌价值的头部流通酒企预计更易得到上游酒企的信任。

### 3、保真与供应链奠定基石，组织管理优化内核

#### 3.1、保真体系居领先地位，筑高核心壁垒

保真体系完善，打破酒类流通行业桎梏。公司在成立之初便以“保真”作为立业根基，发展历程贯彻“精品、保真、服务、创新”的核心理念；通过构建从新品开发到市场监管的全流程保真机制，确保每一个环节都严格把控产品真实性，这一机制涵盖产品采购、仓储、物流配送、门店运营和客户管理，形成无缝衔接，保证产品的高标准保真，成功树立“保真”的品牌形象。公司保真体系包括源头控制、信息技术管理、消费者监督三大制度，其中 1) **源头控制**主要系除进口酒外，公司优先向厂商直接采购产品，确保事前产品质量。2) **信息技术管理**指公司在产品运输及销售环节建立的系列信息系统，保证事中产品安全；3) **消费者监督**指通过防伪涂层，消费者可查询产品真伪，做到事后产品追溯。

图表 52：华致酒行保真体系



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 53：华致酒行获得行业特别贡献奖



资料来源：酒业焦点，华鑫证券研究

防伪与追溯体系健全，加码数字化管理。关于保真制度中的“信息技术管理”，公司依靠物流码信息系统、防伪标系统、防伪箱标、贵重物品运营管理服务平台建立产品运输

中的追溯体系。**1) 物流码信息系统**: 出厂前对每瓶(箱)酒品均加贴独立物流码, 便于实时生成和查询流向信息, 确保无假酒流入。**2) 防伪标系统**: 主要酒品贴有特制防伪标, 带有数字加密认证的防伪涂层, 其加密数字与物流码一一对应, 通过信息匹配实现对假酒的识别。**3) 防伪箱标**: 在酒类产品外箱的密封处贴有不可重复使用的防伪箱标, 防止运输与流通时出现拆箱换货现象。**4) 贵重物品运营管理服务平台**: 建立专门平台对高价值酒品入库、质检、储存、出库等环节全程记录。在出库运输中, 酒品放置于密码箱内, 客户通过手机验证开锁, 并可查询酒品的真伪及来源信息。

图表 54: 华致酒行信息技术管理拆解

### 物流信息系统

01

- 主要酒类产品在出厂前, 会对每瓶(箱)产品均加贴单独的物流码。
- 通过扫描产品的物流码, 可追踪每瓶(箱)产品的流向信息。

### 防伪标识系统

02

- 公司主要酒类贴有特殊材防伪标, 带有数字加密认证防伪涂层。
- 物流码信息系统内, 物流码与防伪标内含的加密数字一一对应。

### 防伪箱标

03

- 公司销售的酒类产品的的外箱密封处均贴有无法重复使用的防伪箱标。
- 运输、流通过程中, 如防伪箱标出现破损情形收货拒绝收货, 并报告公司相关部门进行查处。

### 贵重物品运输平台

04

- 针对部分客户的酒品需求具有数量少、频率高、单瓶价值大的特点。
- 全程记录贵重酒品的入库、质检、储存、出库等环节的信息。

资料来源: 招股书, 华鑫证券研究

**保真鉴真体系持续加码, 三级鉴真机制与“323”新规筑高核心壁垒。**2019 年公司正式推出“**三级鉴真**”机制, 对二级市场的名酒及老酒进行规范化采购、鉴定与挂牌; 公司拥有名酒鉴定和老酒收藏中心, 总投资额超 10 亿元, 面积超 10 万平米且设有 8 个专业鉴定室; 每一瓶酒经过从业多年的**鉴定专员、鉴定师、资深鉴定专家**组成的鉴定小组层层筛选后方可入库。**2020 年公司推出落实《关于门店经营管理的相关规定(简称“323 新规”)**》, 进一步完善保真体系, 要求各门店所有酒类商品一律严控货源, 由公司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, 实现全程可溯货源, 且在飞行检查机制下, 对不符合规定的门店摘牌处理。截至当年 6 月, 即有 90% 以上的门店签署新规。

**坚持并持续优化“保真”制度, 拥抱长期主义。**以“保真”为核心理念建立基础保真体系、依靠数字化手段持续精进、设立三级鉴真体系、发布“323”新规, 公司在占据“保真”这一先发优势的基础上, 不断升级优化核心竞争力, 建立并巩固“买真酒到华致、买名酒到华致”的保真连锁品牌, 向上利于维护且加深与名酒企间的合作关系, 向下为合作商与消费者树立保真形象, 有效拉升品牌价值。



图表 55: 公司老酒收藏馆和名酒鉴定中心



资料来源: 酒业焦点, 华鑫证券研究

图表 56: 公司产品鉴定示例

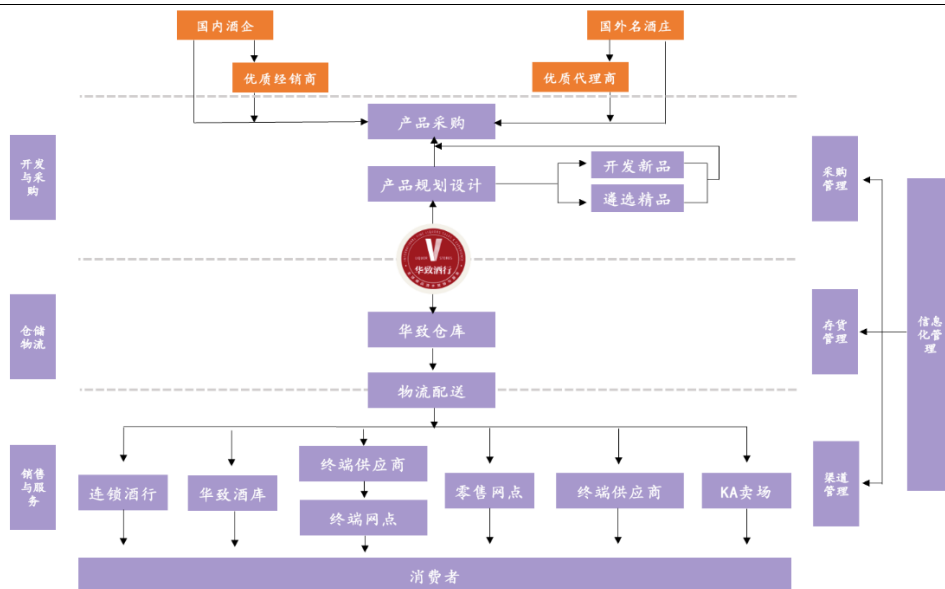


资料来源: 渠道调研, 华鑫证券研究

### 3.2、供应链体系持续深耕，强化核心竞争力

**深耕供应链，构建酒类消费生态链。**公司通过优化供应链管理，构建覆盖广泛的全渠道营销网络，形成从生产厂商到终端消费者的全面连接。**1) 在上游采购环节中**，公司与贵州茅台、五粮液等名酒厂建立长期稳定的合作关系，降低采购成本的同时确保产品保真，具备直采供应链带来的稳定货源亦利于品牌形象的巩固；另外公司亦发挥主观能动性，与酒企合作开发产品，构建丰富的精品酒水产品线。**2) 在下游流通环节中**，公司依托连锁酒行、华致酒库、零售网点、团购、电商等多元渠道构建全渠道营销网络体系，并在连锁门店中不断升级优化，3.0 华致酒行围绕高端场景展现多元化高标准一体化服务机制。**3) 在中游管理环节中**，公司除拥有信息管理系统和防伪溯源技术外，还在全国拥有 40 余个仓库，总面积达 5 万平方米，仓储物流系统分工明确且完善。

图表 57: 华致酒行供应链流程



资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

### 3.2.1 上游：标品与精品齐发力，品牌影响力持续提升

**标品稳定打造基础，精品发力提供增量。**2005 年公司与五粮液共同合作开发年份酒，由公司负责产品外观设计与市场推广，五粮液负责生产，2010 年明确公司为 50°、55° 五粮液年份酒的全国总经销商。2011 年公司获得普通五粮液系列、贵州茅台酒系列的一般经销权，并陆续获得珍酒、湘窖、福酒、香格里拉高原干红等产品的全国总经销权。2015 年公司与贵州茅台合作推出贵州茅台酒（金），此后大力度开展与名酒厂合作开发产品业务。名优酒企的话语权较大、品牌力强，故名优酒品的一级经销权通常较稀缺，目前公司拥有的名酒标品配额表现稳定；而总经销权通常能体现公司在产品推广能力上的较强竞争力，亦能提升整体盈利能力。

图表 58：华致酒行过往主要代理产品

产品名称	酒企名称	经销商资质	获取时间	最新合同约定期限	是否存在区域限制
五粮液年份酒	宜宾五粮液	总经销	2005 年	2011 年 1 月 1 日-2018 年 12 月 31 日	全国
贵州茅台酒（金）	贵州茅台	总经销	2015 年	2018 年 1 月 1 日-2018 年 12 月 31 日	全国
53 度 1680ml 贵州茅台酒	贵州茅台	总经销	2016 年	2018 年 1 月 1 日-2018 年 12 月 31 日	全国
罗伯特·蒙大菲系列葡萄酒	星座品牌	总经销	2013 年	2013 年 11 月 21 日-2024 年 2 月 29 日，已终止	中国大陆地区
古井贡酒 1818 系列	安徽古井贡	总经销	2015 年	2015 年 7 月 26 日-2018 年 12 月 25 日	全国（安徽、河南、苏州、温州除外）
习坛	习酒公司	总经销	2016 年	2016 年 12 月 1 日-2019 年 12 月 31 日	全国
国乡荷花	荷花酒业	总经销	2016 年	2016 年 12 月 7 日-2026 年 12 月 6 日	全国
仙林世家桑葚酒	九贺宴酒业、五粮液仙林果酒公司	总经销	2017 年	2017 年 1 月 15 日-2022 年 1 月 14 日	全国
古越龙山年份酒	古越龙山	总经销	2006 年	2006 年 12 月 21 日入-2016 年 12 月 31 日，已终止	全国
“五粮陈”1 号、2 号和 3 号	泸州纳川	总经销	2011 年	2011 年 5 月 9 日-2016 年 5 月 8 日，已终止	全国
香格里拉高原干红品牌系列	天籟酒业、香格里拉就业	总经销	2012 年	2017/1/1-2021 年 12 月 31 日，已终止	全国
珍酒品牌系列	贵州珍酒销售，贵州珍酒酿酒	总经销	2012 年	2012 年 1 月 1 日-2016 年 12 月 31 日，已终止	全国

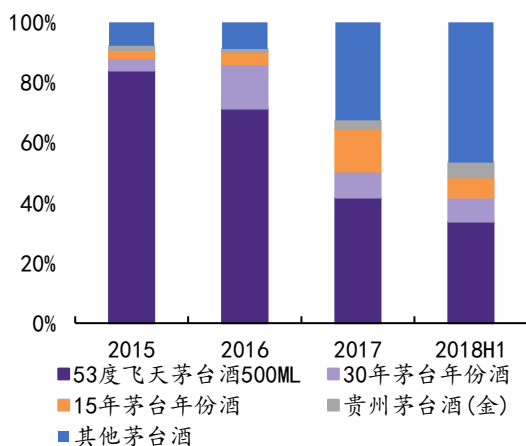
湘窖品牌系列	邵阳开口笑, 湘窖酒业	总经销	2012年	2012年1月1日-2016年12月31日, 已终止	全国
福酒中国红品牌系列	四川陈又陈、四川金六福	总经销	2012年	2012年1月1日-2016年12月31日, 已终止	全国
53度茅台醇·酱酒	茅台醇公司	总经销	2018年	2018年1月10日-2018年12月31日	全国
普通五粮液系列	宜宾五粮液	一般经销	2011年	2017年12月27日-2018年12月5日	全国, 华致酒行渠道、KA渠道等
贵州茅台酒系列	贵州茅台	一般经销	2011年	2018年1月1日-2018年12月31日	特定区域

资料来源: 招股书, 华鑫证券研究

### 1) 标品: 创收主要来源, 加深品牌影响力

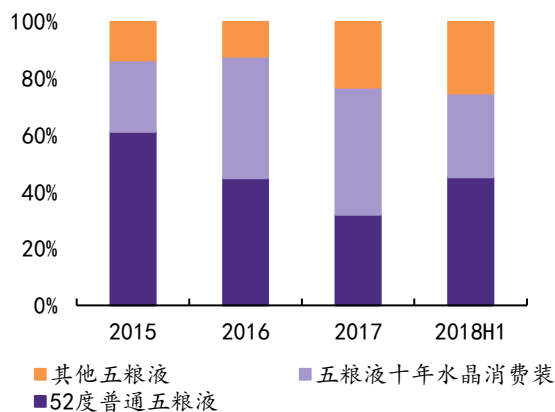
名酒构成营收基础, 茅五配额保持稳定。2016-2018H1 茅台和五粮液产品销售额共占公司总营收 85%左右, 成为公司创收基本盘; 茅台、五粮液产品占比分别在 46%、40%左右, 其中核心产品 53 度飞天茅台酒、52 度普通五粮液营收分别占比 20%-30%、13-18%, 酒业中超高端与高端代表产品合计营收占比 30%-50%, 体现公司具备较强的名酒配额资源整合能力。目前看公司名酒/精品酒营收占比依然维持在 70%/20%, 保证名酒产品引流与品牌巩固作用。

图表 59: 2015-2018H1 茅台系列营收分布



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 60: 2015-2018H1 五粮液系列营收分布



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

葡萄酒代理版图持续扩展, 与知名酒企合作不断升级。公司持续有效积累客户与产品资源, 在葡萄酒代理业务上储备丰富的品牌组合且具备长期的销售经验。2014 年, 公司与美国高端葡萄酒公司星座集团达成为期 30 年的战略合作, 发展世界葡萄酒销售额第一品牌“蒙大菲”的中国业务; 2018 年公司与澳洲第一葡萄酒企业富邑集团开展合作, 推广其奔富酒庄与璞立酒庄的高端葡萄酒, 并独家代理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销售。2024 年, 我国对澳洲酒企取消反倾销税, 奔富调整渠道战略

为“大牌+大商”模式，官方授权公司独家代理包括 Bin 704、Bin 600、寇兰山系列在内的多款产品，进一步丰富高端葡萄酒产品线。

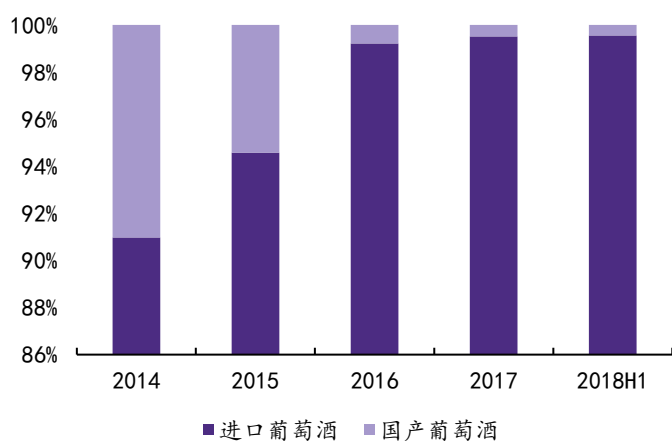
进口葡萄酒产品为主，等待整体消费市场回暖。公司葡萄酒业务以进口酒为主，2017-2018H1 进口葡萄酒产品占比达 99%以上。2023 年公司葡萄酒业务实现营收 4.87 亿元，同减 19.86%，占总营收比重 4.81%；2014-2023 年营收 CAGR 为 19.83%，在我国葡萄酒行业整体销售承压的大背景下仍取得双位数增长，主要得益于此前与头部葡萄酒品牌合作带来的业务增量。近几年我国葡萄酒消费场景缺失及其他进口酒类对其市场份额的抢占致葡萄酒消费市场低迷，2023 年我国葡萄酒消费量同比下降 24.68%，一定程度上影响公司葡萄酒业务销售，今年澳洲酒奔富的回归及其与公司达成的全新合作预计将带来部分业绩回补。

图表 61：华致酒行主要代理葡萄酒产品

品牌	合作情况	主要产品	规格	价格（元）
拉菲	2020 年开始代理拉菲产品	多哈米龙酒庄干红（2011）	750ml	1200
		拉菲酒庄干红葡萄酒	750ml	8900
		拉菲酒庄副牌（小小拉菲）2017	750ml	5200
		波亚克红葡萄酒（小小拉菲）2019	750ml	668
		巴斯克酿酒师珍藏赤霞珠西拉红葡萄酒	750ml	398
奔富	2018 年成为富邑集团旗下澳洲奔富与美国璞立酒庄的代理经销商	奔富礼赞 177 周年限量	750ml	498
		奔富礼赞 188 周年限量	750ml	498
		奔富葛兰许 bin95	1500ml	13000
农庄世家	-	农庄世家白葡萄酒	750ml	168
		农庄世家桃红葡萄酒	750ml	168
		农庄世家罗纳河谷	750ml	268
昆图斯	-	圣爱美隆干红葡萄酒	750ml	598
		前世今生限量套装	750ml*3	1988
云顶	-	云顶美乐红葡萄酒	750ml	128
		云顶赤霞珍藏红葡萄酒	750ml	158
		云顶家族珍藏混酿	750ml	238
		云顶酿酒师精选赤霞珠红	750ml	398

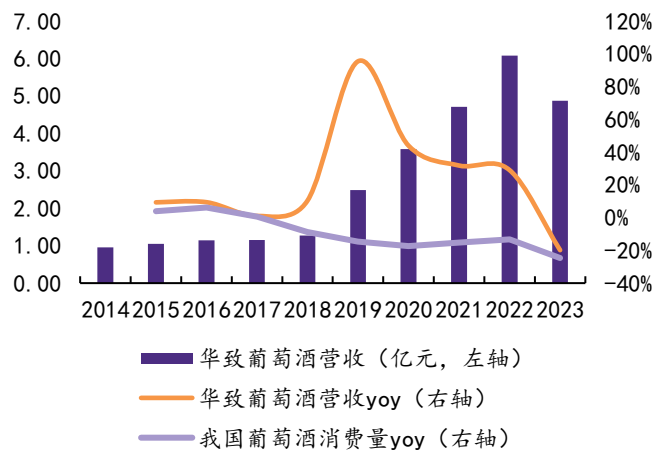
资料来源：公司官网，京东，新浪，华致酒行小程序，华鑫证券研究

图表 62：2014-2018H1 进口与国产葡萄酒销售占比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 63：2014-2023 年公司葡萄酒销售与整体消费情况



资料来源：WIND，OIV，华鑫证券研究

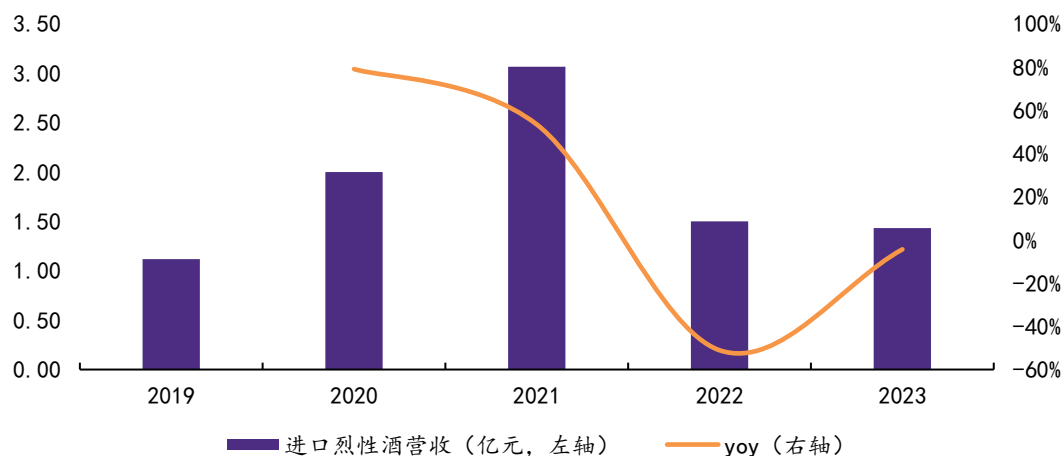
进口烈酒为产品矩阵重要部分，产品类别与价格覆盖较全。2023 年公司进口烈性酒营收为 1.43 亿元，同比下降 4.42%，占总营收比重 1.42%；2019-2023 年营收 CAGR 为 6.43%。2021 年公司与全球知名烈酒集团保乐力加达成战略合作，同年进口烈酒营收同比增长 53.33%。目前公司代理的洋酒包括马爹利、人头马、轩尼诗等干邑品牌，山崎、百富和麦卡伦等威士忌品牌，价格覆盖从中高端到超高端，产品线布局丰富。

图表 64：华致酒行主要代理洋酒产品

品牌	主要产品	规格	价格（元）
马爹利	马爹利 X0	700ml	1758
	马爹利 X0	1500ml	4180
人头马	人头马路易十三	700ml	23880
拿破仑	拿破仑 X0	700ml	790
轩尼诗	轩尼诗 X0	700ml	1839
	茅友公社&轩尼诗联名	700ml+500ml	23999
加思德	加思德雅文邑 1966	700ml	2880
	加思德雅文邑 1968	700ml	2580
	加思德雅文邑 1962	700ml	3980
山崎	山崎 12	700ml	3200
百富	百富 12 双桶陈酿	700ml	570
	百富 12 单桶初装	700ml	999
麦卡伦	蓝钻 12	700ml	780
	蓝钻 15	700ml	2200
	麦卡伦 12	700ml	1199
	麦卡伦皓钻	700ml	3199
	麦卡伦焕新礼盒	700ml	1299

资料来源：公司官网，金融界，华致酒行小程序，华鑫证券研究

图表 65：2019-2023 年进口烈性酒营收及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

名酒产品矩阵齐全，拥有同行业中最丰富的白酒 SKU。对比其他酒类流通企业（以各自线上小程序为计数口径），华致在白酒行业拥有的品牌数量、不同品牌旗下的产品数量均处于领先地位，在名优酒品牌贵州茅台、五粮液上的表现更加突出，茅台产品 SKU 超两百种，五粮液 SKU 数亦超过其他企业。

图表 66：同行业 SKU 数量对比

品类	品牌	华致酒行	酒便利	壹玖壹玖	京东酒世界
白酒	贵州茅台	201	10	25	26
	五粮液	22	4	18	21
	泸州老窖	5	4	24	32
	剑南春	3	2	6	9
	洋河	—	15	20	36
	汾酒	3	6	36	25
	习酒	5	13	38	26
	董酒	2	—	1	—
	古井贡	3	4	12	8
	赖高淮	4	—	—	—
	荷花	34	—	—	—
	酒鬼酒	2	—	6	—
葡萄酒	拉菲	10	2	8	20
	奔富	4	—	52	33
	马爹利	2	3	23	27
洋酒	人头马	—	—	15	17
	拿破仑	1	—	—	—
	轩尼诗	1	1	18	14
	山崎	1	—	2	3
	百富	2	—	5	3
	麦卡伦	5	—	8	10

资料来源：华致酒行小程序，酒便利小程序，壹玖壹玖小程序，京东酒世界小程序，华鑫证券研究

## 2) 精品酒：利润主要来源，提升整体盈利能力

与多家名优酒企合作，高产出高质量精品酒。2005 年公司与五粮液合作开发五粮液年份酒为后续精品酒业务的精进打下基础；2015 年与贵州茅台合作推出贵州茅台酒（金）后成功打开市场；后续公司与古井贡酒、荷花酒、习酒、山西汾酒、钓鱼台、赖高淮、酒鬼酒分别合作开发出古井贡酒 1818 系列、国乡荷花酒、习坛酒、虎头汾酒、铁盖钓鱼台、赖高淮 1989、金内参等系列产品，并由公司负责市场开发与推广。其中，贵州茅台酒（金）获 2015 年度“十大新品奖”，古井贡酒 1818 荣获 2016 年度“十大最具价值新品”奖。

运营推广能力成熟，着力打造自有品牌。2018 年公司与河北中烟工业有限责任公司、

贵州仁怀茅台镇荷花酒业有限公司合资成立荷花数据科技有限公司，其中华致酒行、河北中烟、荷花酒业分别持股 51%/30%/19%。在公司拥有实际控制权的情况下，荷花酒可看做公司的自有品牌，其中大单品荷花酒·金蕊天荷获 2022 “酒界奥斯卡”比利时布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛全场最高奖项“大金奖”。

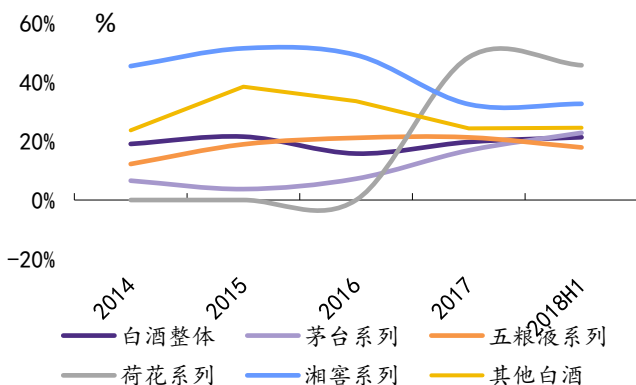
图表 67：华致酒行精品酒主要产品

品牌	合作情况	主要产品	规格	价格（元）
贵州茅台	2015 年同茅台合作推出	贵州茅台酒（金）	500ml	4098
钓鱼台	2019 年获得独家经销权	钓鱼台精品酒（铁盖）	500ml	1888
荷花	2018 年与河北中烟、荷花酒业达成合作	荷花金蕊天荷 53 度	1500ml	2688
		荷花系列 玉 16	500ml	1108
习酒	2021 年同习酒合作推出	习酒窖藏 1988（鎏金）	500ml	1299
		古井贡酒 1818（红）40.6 度	500ml	198
		古井贡酒 1818（红）50 度	500ml	198
古井贡	2015 年合作推出	古井贡酒 1818（黑）50 度	500ml	398
		汾酒虎头汾（白瓷）53 度	500ml	388
		汾酒虎头汾（白瓷）42 度	500ml	358
汾酒	2017 年合作推出	赖高淮作品 1989 38 度	500ml	308
		赖高淮作品 1989 42 度	500ml	308
		赖高淮作品 1989 52 度	500ml	318
赖高淮	2021 年合作推出	金内参	500ml	1899
		金酒鬼	500ml	1199

资料来源：公司官网，招股说明书，华致酒行小程序，华鑫证券研究

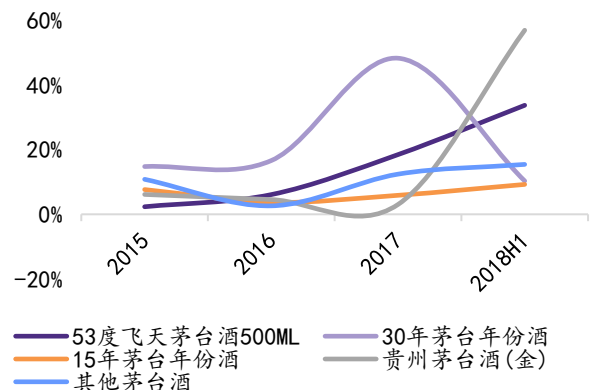
**精品酒利润率显著高于标品，体现业务附加价值与定价权。**2018H1 公司白酒整体毛利率为 21.27%，其中作为精品酒的荷花系列毛利率达 45.65%，而五粮液、湘窖等标品酒毛利率较低，分别为 17.81%/32.59%。茅台系列中精品酒盈利能力亦更强，2018H1 贵州茅台酒（金）毛利率为 56.84%，而 53 度飞天茅台/30 年茅台年份酒/15 年茅台年份酒等标品酒毛利率分别为 33.67%/10.31%/9.23%。精品酒相较于标品酒具备更强的盈利能力，主要系标品酒销售以赚取流通差价为主，而精品酒运营还包括产品设计、定位、市场推广等系列业务，公司拥有更强定价权与更大利润空间。

图表 68：2014-2018H1 白酒各产品毛利率情况



资料来源：WIND，华鑫证券研究

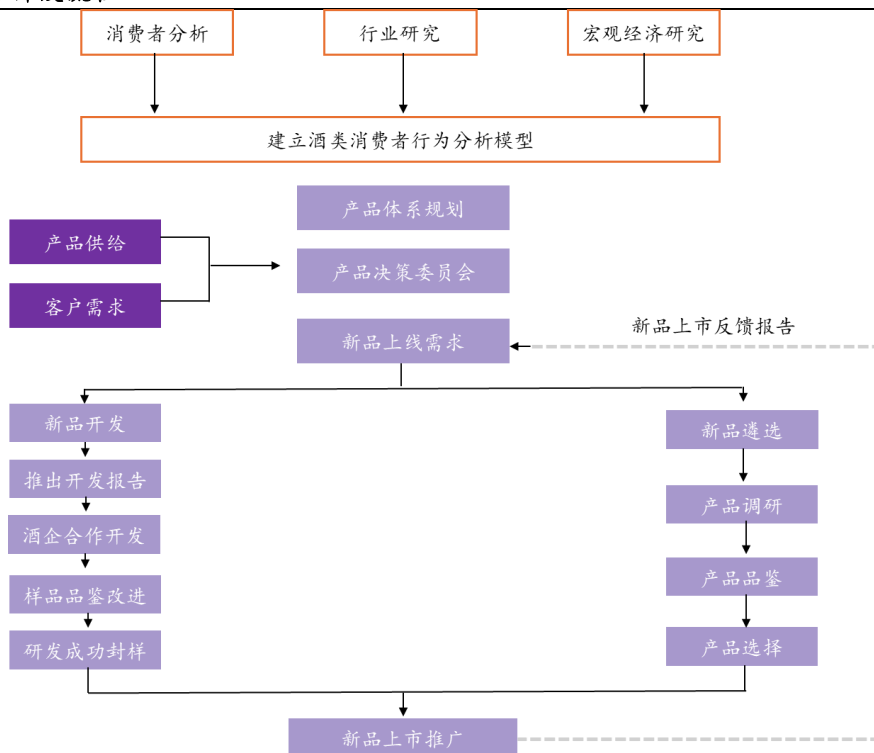
图表 69：2015-2018H1 茅台产品毛利率情况



资料来源：WIND，华鑫证券研究

制订严格供应商遴选制度，新品开发流程完善。公司拥有一支由白酒和葡萄酒专家组成的产品引进团队，全面评估供应商的企业管理、技术力量、质量管理、工艺设备等，对于符合华致产品战略需求的供应商，组织专家团队、销售、物流等部门负责人对拟入选产品进行调研、评估和品鉴，依据产品线评价体系对新品进行评级，并与符合标准的供应商洽谈合作。公司对酒品名称、价位、故事内涵及酒品度数等要素进行设计和提案，待产品封样确定后由酿酒企业组织批量生产，公司以总经销商身份进行销售推广。

图表 70：华致酒行新品开发流程



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

定制产品能力位于业内领先水平，竞争优势凸显。公司凭借丰富的定制产品线和强大的定制能力，与多个知名酒企合作开发产品，包括“贵州茅台酒（金）”、“五粮液年份酒”、“古井贡 1818”、“荷花”和“虎头汾酒”，定制产品数量与品牌知名度均在行业内处于领先地位。相较而言，同行其他企业合作的知名品牌与定制产品的数量相对较少，表明定制开发产品作为酒类流通企业提高盈利能力与品牌影响力的重要途径之一，各企业均希望有所发力；但同时对企业客户粘性、市场需求分析能力、产品设计能力、营销推广能力等综合素质均提出较高要求，华致酒行显然具备较强的竞争优势并收获不错成果，目前与仰韶酒业、白云边等区域性名酒亦逐步展开合作，持续扩大品牌影响力。



图表 71：同行业酒企主要定制产品

	华致酒行	壹玖壹玖	酒仙网	酒便利
主要合作品牌	贵州茅台、五粮液、古井贡、汾酒、钓鱼台、荷花、赖高淮、酒鬼酒	五粮液、汾酒、西凤、古井贡	五粮液、洋河、国台酒、红星酒业、钓鱼台、夜郎古酒 扳倒井	
代表产品	贵州茅台酒（金）、五粮液年份酒、古井贡酒 1818、虎头汾酒、钓鱼台精品酒（铁盖）、荷花金蕊天荷、赖高淮作品 1989、金内参	五粮液瓶贮年份酒 黑坛 20 年 凤香经典西凤酒 古井贡小麴电商定制	五粮液“密鉴” 百年洋河 国台礼 红星蓝界 扳倒井 1915 酒庄	上品酱酒、夜郎老 酱酒

资料来源：公司公告，微酒，华夏酒报，酒仙公众号，糖酒快讯，酒业家，大家酒评，北京铭铭商贸公司，华鑫证券研究

### 3.2.2 下游：终端模式丰富多元，连锁品牌迭代升级

下游终端形式多样，构筑公司庞大销售网络。公司下游终端可分为连锁品牌门店、直供终端和终端供应商三种，其中连锁品牌门店包括华致酒行和华致酒库，直供终端包括零售网点、KA 卖场、团购及电商，终端供应商即二级经销商。其中，1) 华致品牌连锁门店分别统一使用华致酒行、华致酒库品牌与资源，统一装修风格、管理规范与标准进行运营。2) 直供终端中零售网点即专卖店、名烟名酒店、区域性超市、餐饮酒楼等终端；KA 卖场即在营业面积、客流量、地理分布上具有优势的连锁销售平台；团购为企业事业单位、社会团体及个人集中采购。3) 终端供应商向上游供应商购进产品后分销给下一级或终端。

不同终端模式丰富公司的下游资源，同时亦有差异化管理机制。1) 在采购模式上，除华致酒行直营店由公司统一向酒厂采购外，其他终端模式在公司统一采购后再以统一价格供货，少数终端供应商自提。2) 在仓储模式上，各终端均在公司采购入库后统一储存管理。3) 在运输模式上，连锁酒行直营店由公司内部调拨，其他终端由公司统一组织运输并承担运输费用。4) 在结算模式上，连锁酒行直营店、团购模式主要通过 POS 机或银行转账进行结算，KA 卖场采用月结方式根据合同账期结算，其他终端为先款后货，通过银行转账或承兑汇票结算。

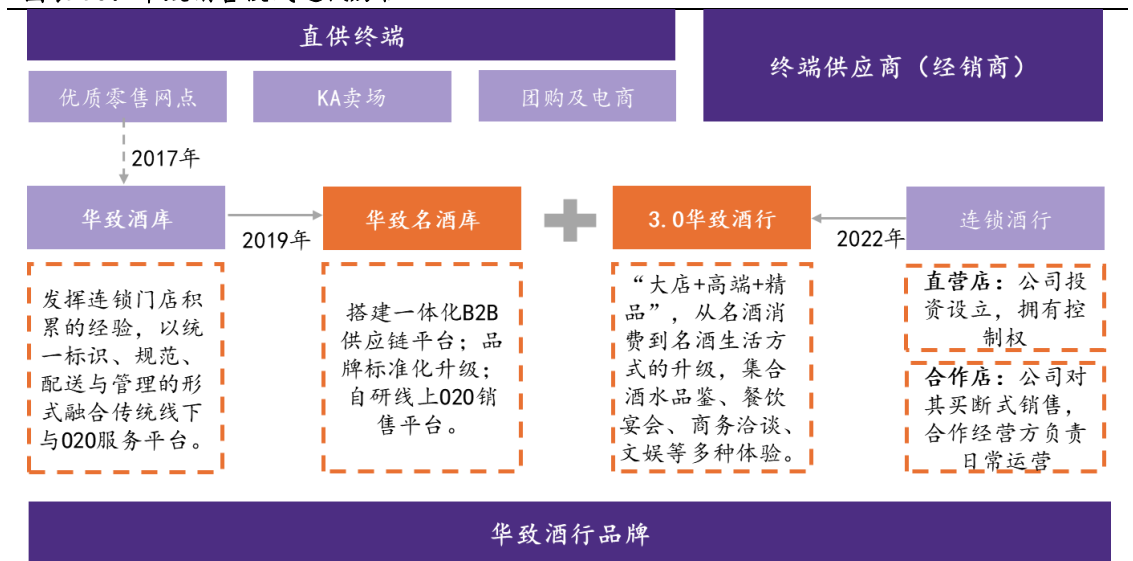
图表 72：华致酒行各合作形式运营模式

内容	连锁酒行		华致酒库	直供终端			终端供应商（经销商）
	直营店	合作店		零售网点	KA 卖场	团购	
采购模式	由公司统一向酒厂等采购	由公司统一向酒厂等采购，再以统一价格向各合作店供货	同连锁酒行合作店	同连锁酒行合作店	同连锁酒行合作店	同连锁酒行合作店	同连锁酒行合作店
仓储模式	采购入库后，公司统一储存管理		同连锁酒行	同连锁酒行	同连锁酒行	同连锁酒行	同连锁酒行
运输模式	公司负责内部调拨，由仓库发至直营店	一般由公司统一组织运输，将产品运输至合作店，并承担运费	同连锁酒行合作店	同连锁酒行合作店	同连锁酒行合作店	同连锁酒行合作店	一般同连锁酒行合作店，少数客户自提
结算模式	主要以 POS 机或银行转账进行结算	一般为先款后货，通过银行转账或支付银行承兑汇票进行结算	同连锁酒行合作店	同连锁酒行合作店	通常采用月结，双方根据合同约定帐期对账结算	同连锁酒行直营店	同连锁酒行合作店

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

**连锁门店持续进化升级，深化品牌建设。**1) 2017 年公司将部分优质零售网点发展为“华致酒库”，将连锁酒行运营中积累的经验复制至优质网点，店铺面积通常较小，但亦需统一标识、统一规范、统一配送、统一管理，同时建立“华致酒库”微信号等线上平台。2018 年公司拥有华致酒库门店 818 家，同增 223 家。2) 2019 年“华致酒库”升级为“华致名酒库”，从大数据 B2B、终端门店与线上 B2C 进行业务布局，自主研发建设线上 O2O 销售平台，为消费者提供订购、配送等一体化新零售便捷服务。截至 2019 年，华致门店已有近 1000 家，2015-2019 年 CAGR 达 35.80%。3) 2022 年公司在二线城市重点城市发展优质旗舰店“3.0 华致酒行”，以“名酒+高档餐饮+文娱生态”模式加深高端消费者体验，附有高端品鉴区、高级餐饮会所甚至整层藏酒库等高奢配置，2023 年新增 200 余家至 400 家左右。

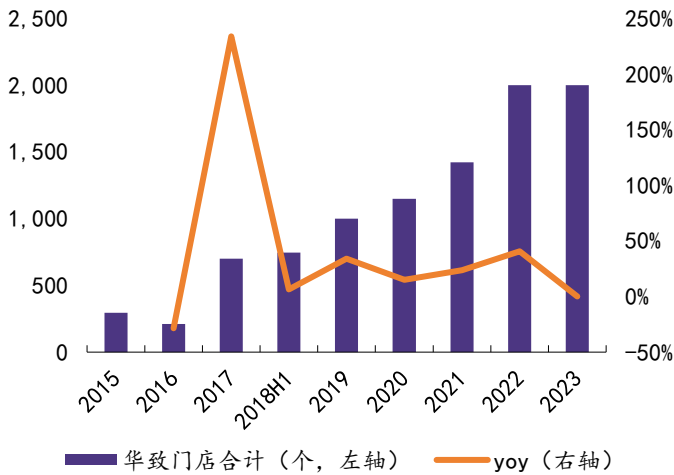
图表 73：华致销售模式迭代历程



资料来源：公司公告，公司官微，酒业家，糖酒快讯，华鑫证券研究

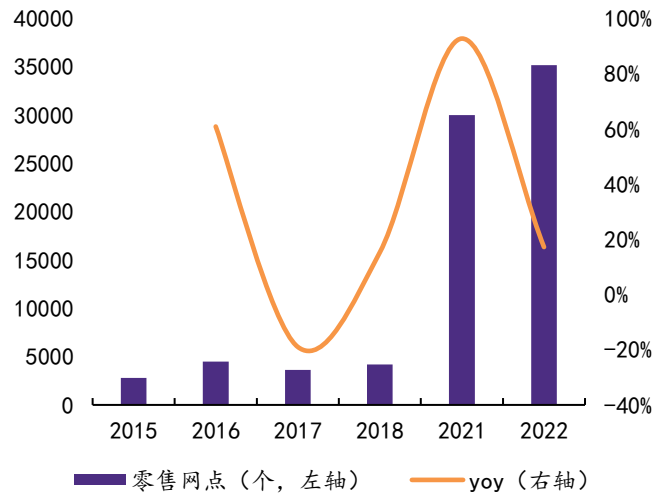
**华致品牌门店数量保持稳定，终端网点覆盖面广。**截至目前，公司拥有连锁门店 2000 多家，优质零售终端 3 万多家。**连锁门店来看**，2017 年公司将部分优质零售终端客户发展为“华致酒库”，故当年华致品牌门店同比增长 233.81%；2015-2023 年华致品牌门店 CAGR 为 27.08%，经历门店快速扩张期后，目前门店数量基本稳定在 2000 家左右。**零售网点来看**，公司在 2019-2021 年加速终端客户开发，凭借丰富的产品资源与快速响应的直供体系巩固竞争优势，释放品牌效应。

图表 74: 2015-2023 年华致品牌门店数量及增速



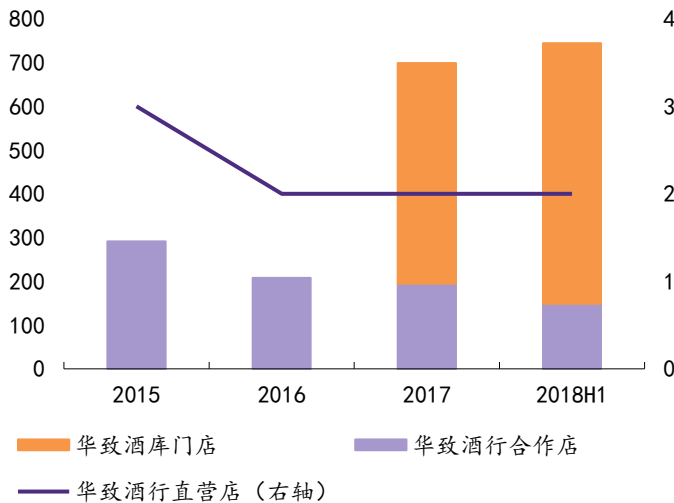
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 公司官微, 川酒流通, 云酒头条, 华鑫证券研究

图表 75: 2015-2022 年华致网点数量及增速



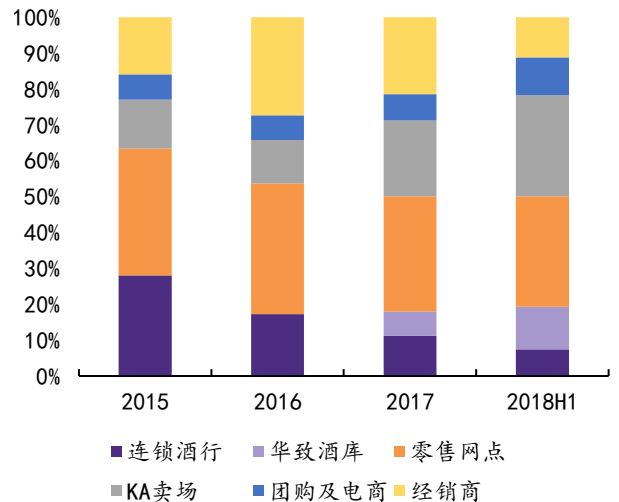
资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 76: 2015-2018H1 华致品牌门店数量 (家)



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 公司官微, 川酒流通, 云酒头条, 华鑫证券研究

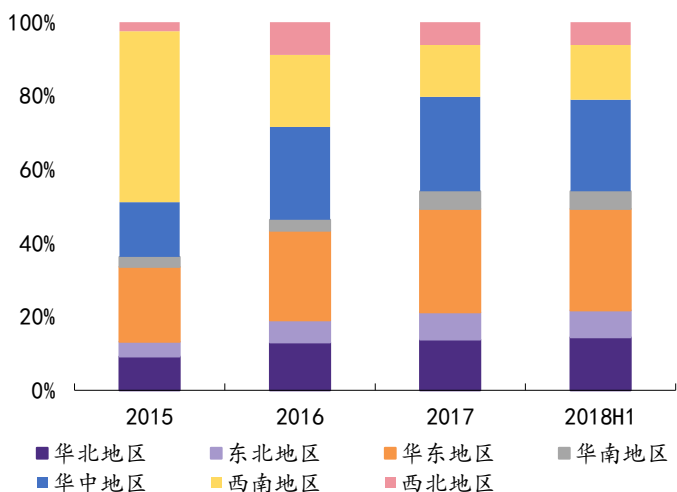
图表 77: 2015-2018H1 华致各渠道销售额占比



资料来源: 招股说明书, 华鑫证券研究

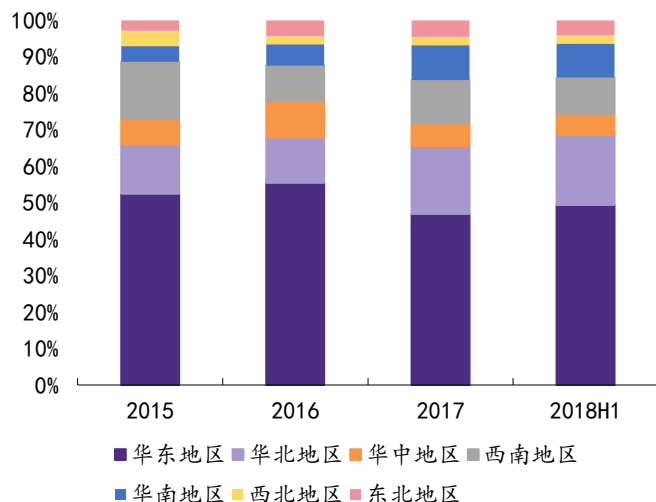
**零售网点多且密, 辐射效应持续加大。**2018H1 公司总销售网点数量为 3584 个, 其中华东/华中/西南/华北网点数量占比分别为 27.62%/24.86%/14.87%/14.40%, 区域特征较明显。从终端供应商来看, 截至 2018H1 共拥有 174 名经销商, 其中华东/华北/西南/华南分别占比 48.85%/18.97%/9.77%/9.20%, 主要集中在华东与华北区域。2020 年公司推出“700 项目”向“小 B 大 C”转化, 在全国范围内筛选出包括省会城市、省会周边城市、地级市、百强县在内 700 个有中高端酒水消费能力的区域, 发展零售网点并培育连锁门店客户; 2021 年核心区域覆盖率达 100%; 2022 年直供终端网点同比增加 5161 家, 在“700 项目”的加码下持续扩大营销网络辐射范围, 区域性特征预计有效减少。

图表 78：2014-2018H1 华致酒行各地区门店数量占比



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

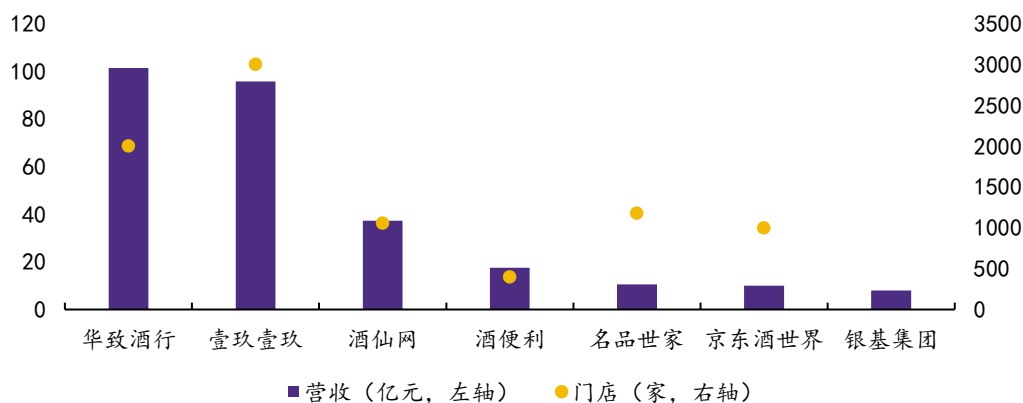
图表 79：2014-2018H1 华致酒行各地区经销商数量占比



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

**行业地位领先，渠道网络壁垒坚固。**从连锁品牌门店数量与营收上看，华致酒行、壹玖壹玖均处于领先第一梯队，其中，华致酒行开店 2000 余家，壹玖壹玖酒类直供 3000 余家。从单店创收情况来看，华致酒行单店创收能力最强；从覆盖的终端网点上，华致酒行拥有 3 万余家终端网点，在酒类流通企业中覆盖面最广，具有龙头规模优势。

图表 80：主流酒类流通企业开店与营收情况



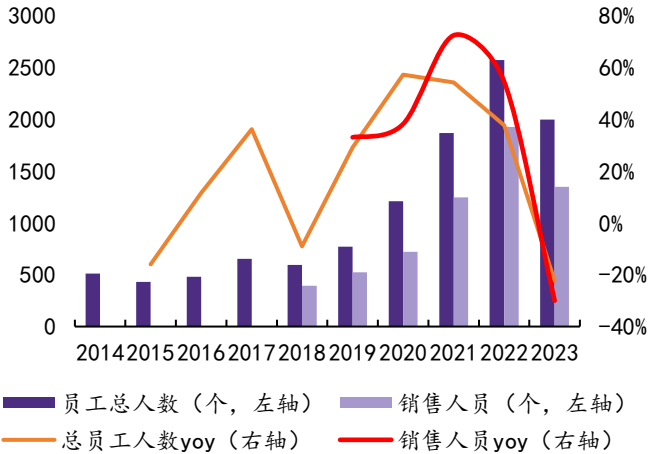
资料来源：WIND，云酒头条，中国连锁经营协会，酒便利官微，酒讯，酒业家，酒说，华鑫证券研究  
注：酒仙网与银基集团营收数据为 2020 年，京东酒世界与名品世家营收数据为 2022 年，酒仙网与酒便利门店数据为 2024 年，其他数据均为 2023 年

### 3.3、组织力不断加强，内部管理持续精细化

**重视销售人员扩张，着力建设销售队伍。**2023 年公司员工共 1998 名，其中销售/技术/财务/行政人员占比分别为 67.57%/6.26%/4.85%/21.32%；销售人员占比普遍在 60%以上，2019-2022 年销售人员数量快速增长，CAGR 达 54.48%，2022 年销售人员占比达 74.93%，主

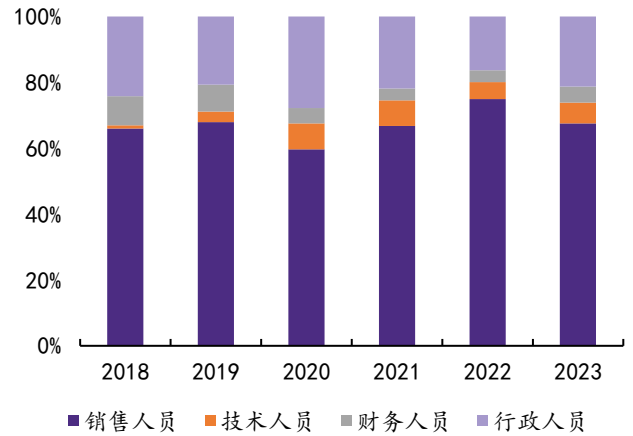
要系公司“700项目”与“金蕊天荷”营销策略的推进带来销售人员大幅扩张。2023年适当调整后销售人员降至1350名，同比下降29.98%，占比仍维持在67.57%。人均创收及创利情况亦随人员数量有所波动，2023年人均创收/创利分别为506.56/11.78万元/人，分别同比+49.67%/-17.28%，2015-2023年CAGR分别为9.24%/4.15%，处于稳定增长状态。

图表 81：2014-2023 华致酒行员工与销售数量及增速



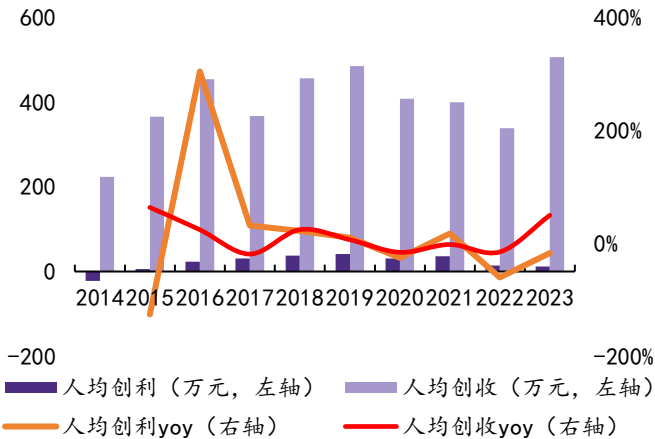
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 82：2018-2023 年公司员工构成



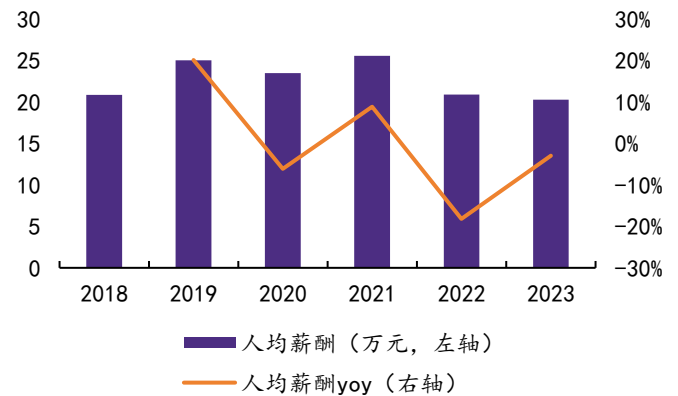
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 83：2014-2023 年公司人均创收与创利及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

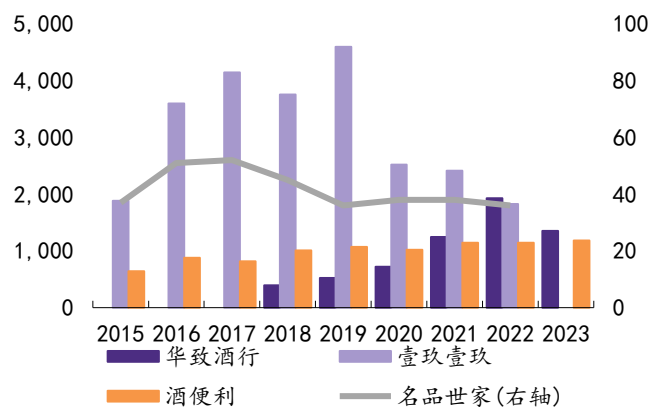
图表 84：2014-2023 年公司人均薪酬及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

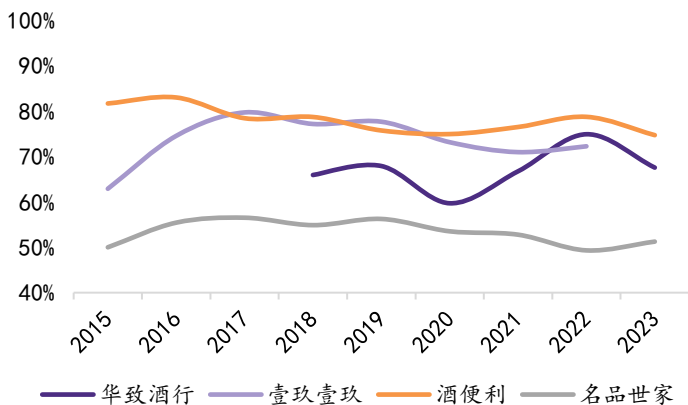
销售人员数量位于行业居中水平，人均薪酬处于领先地位。从销售人员数量上看，2023年华致酒行拥有销售人员数量1350名，为行业居中水平；主流企业销售人员占比在70%-80%，2022年公司这一比重达到75%左右。从销售人员人均薪酬上看，2023年公司销售人员人均薪酬为25.55万元/人，且基本维持在20-25万元/人，远远领先于业内其他企业。2022年华致酒行/壹玖壹玖/酒便利/名品世家销售人员人均薪酬为18.27/10.38/8.13/4.76万元/人，公司内部激励制度充分提振员工信心，利于优秀人才导入。

图表 85: 主要酒类流通企业销售人员人数



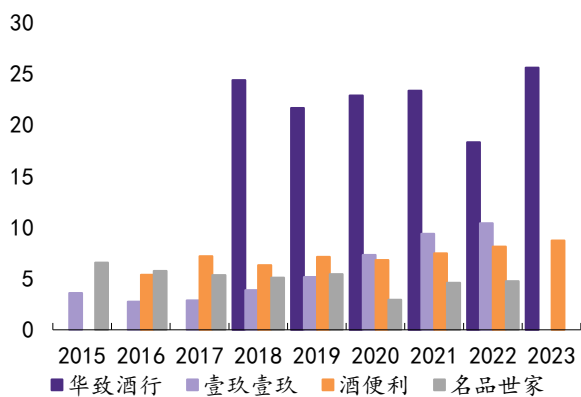
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 86: 主要酒类流通企业销售人员占比



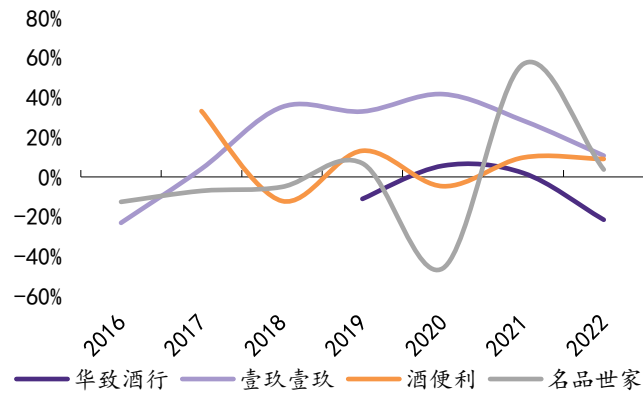
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 87: 酒类流通企业销售人员人均薪酬 (万/人)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

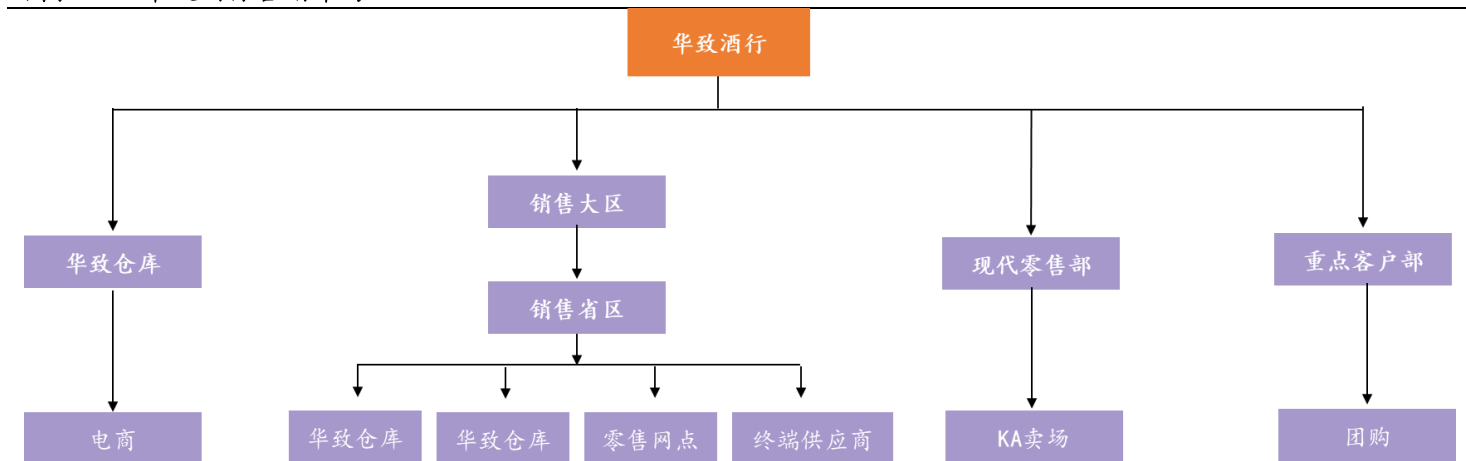
图表 88: 酒类流通企业销售人员人均薪酬增速



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

**营销架构清晰, 各业务部门独立运作。**公司将全国市场划分为四个销售大区, 各大区下设省区, 负责区域内子公司的运营管理, 并且专注于连锁酒行、华致酒库、零售网点和终端供应商的市场开发与产品销售管理; 且在销售大区外设置了专门的业务部门: 1) 重点客户部负责团购业务的拓展; 2) 现代零售部维护与 KA 卖场的合作关系; 3) 子公司陈香商务专注于电子商务渠道的开发。





图表 89：华致酒行营销布局



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

**内部管理持续精细化，团队运作注重效率提升。**公司注重员工培训与团队建设，2022年组织内部培训 1400 余期，累计覆盖员工 10 万余人次，并通过“五星通关”等内部竞赛选拔营销骨干，深入打造“华致铁军”，提升营销人员业务拓展能力。2022 年公司启动“3+3 小组”，便于小组成员高效协同完成任务，提升整体效率；2023 年调整全国营销区域布局，将全国市场划分为 14 个大区和 76 个省级市场，深入精细化管理。

图表 90：华致酒行员工管理机制

 <p><b>精细化管理</b></p>	<p>2023年公司调整全国营销区域的战略布局，进一步精细化管理，将全国市场划分为14个大区和76个省级市场。</p>
 <p><b>员工培训</b></p>	<p>企业文化与公司发展史培训、产品知识培训、岗位技能培训、WSET认证培训等，叠加“师带徒”、“干中学”机制。2022年组织内部培训1400余期，覆盖员工10万余人次。</p>
 <p><b>团队打造</b></p>	<p>持续动态优化团队人才建设，通过“五星通关”、“精英大赛”等各类竞赛选拔出百余位后备营销骨干，为市场拓展及公司发展进入新周期持续储备人力资源。</p>
 <p><b>3+3小组</b></p>	<p>2022年启动，3位后台人员+3为服务人员组成小组，其中前台工作包括门店开发、日常经营维护、客户日常工作；目前部分区域将调整为3+2或3+1，提高人员效率。</p>

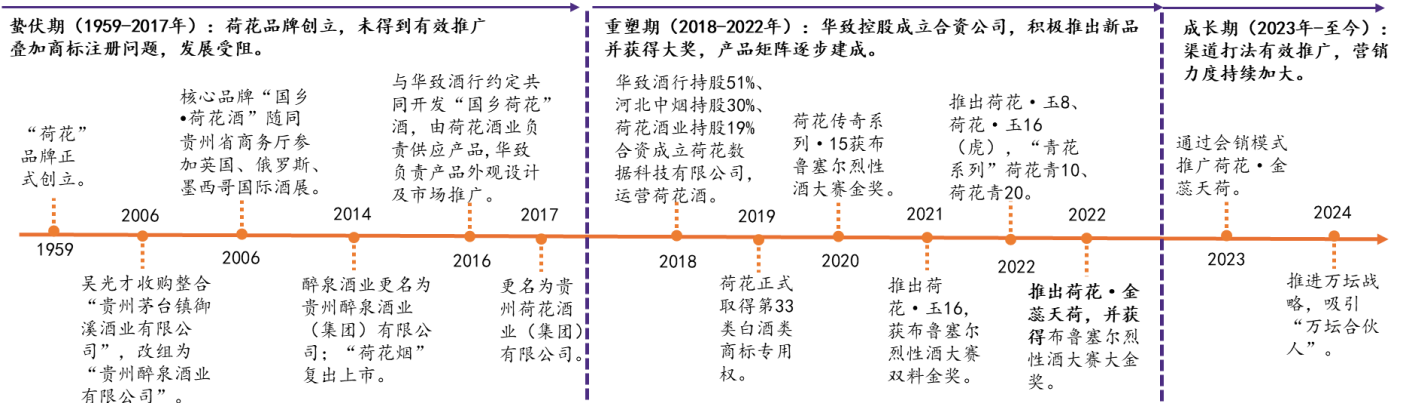
资料来源：公司公告，渠道调研，华鑫证券研究

## 4、自有品牌推广模式成型，门店转型提升单店效益

### 4.1、会销模式持续完善，金蕊天荷逐步放量

**品牌优势明显，产品矩阵完善。**“荷花”酒起源于清朝道光年间，2006 年前身“贵州醉泉酒业有限公司”成立，“国乡·荷花酒”亦随贵州商务厅参加英国、俄罗斯国际酒展；2014 年“荷花烟”复出上市，“荷花”品牌知名度有效提升。2016 年“荷花”酒与华致酒行首次合作，2017 年改制为贵州荷花酒业（集团）有限公司，2018 年华致与河北中烟、荷花酒业合资成立第三方公司并由其全权运营“荷花”酒。随后推出荷花传奇系列、玉系列、荷花·金蕊天荷大单品等完善产品矩阵，并获得重要奖项。2023 年起公司创新渠道运营模式，推出会销模式以推进 BC 一体化，加大品鉴会推广力度，体量 7 亿+。

图表 91：“荷花”酒发展历程

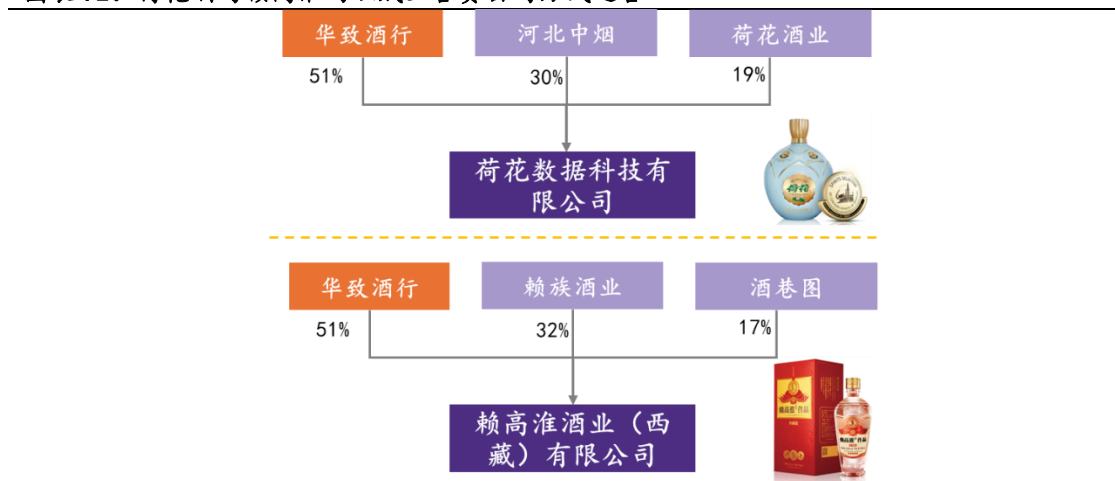


资料来源：公司招股书，公司官微，酒业家，研酱院，烟草在线，糖酒快讯，酒业焦点，港湾商业观察，酒粹网，华鑫证券研究

**合资公司形成自有品牌，利于自主推广。**目前荷花酒与赖高淮品牌均以成立合资公司方式运营，2018 年华致/河北中烟/荷花酒业（生产商）分别持股 51%/30%/19%，合资成立荷花数据科技有限公司并由其全权负责“荷花”酒的推广和运营。2021 年华致/赖族酒业（生产商）/酒巷图（原经销商）分别持股 51%/32%/17%，合资成立赖高淮酒业（西藏）有限公司，负责赖高淮品牌的运营。相比于公司与其他酒厂合作开发的精品酒，荷花与赖高淮不依附于其他主品牌，公司对荷花与赖高淮市场推广的自主权更大，自由度更高，亦能更有效地发挥出公司的渠道优势。



图表 92：荷花酒与赖高淮均以成立合资公司方式运营



资料来源：公司公告，研酱院，华鑫证券研究

两大自有品牌定位不同价位带，大单品战略推广有效。1) 荷花方面，2021 年公司推出荷花·玉 16，2022 年推出玉 8、玉 32 等产品完善玉系列以应对不同场景；同时推出青花系列，整体价位带分布在 400 元以上的次高端及高端市场。2022 年公司亦推出大单品荷花·金蕊天荷，规格 1500ml，坛型酒与宴席市场匹配程度高。目前公司大力推广金蕊天荷，2023 年占荷花系列比重达 80%。今年公司尝试向定制酒拓展，预计凭借较高性价比与较强品牌力提高定制酒体量。2) 赖高淮方面，公司以“赖高淮作品 1989”为主力产品，定位 200-300 元价位带，推出时间较荷花酒更晚，目前处于培育期。

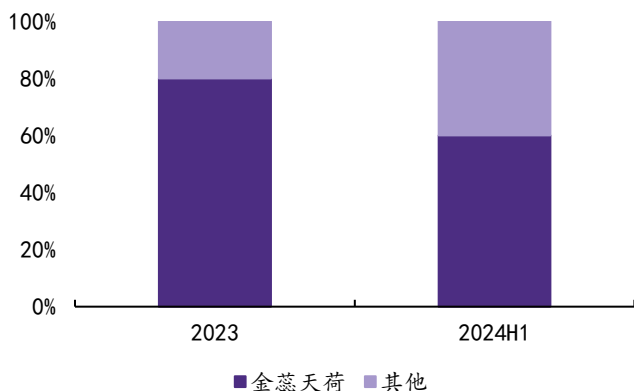
精品酒为利润贡献主力，期待自有品牌持续发力。目前公司收入构成中，名酒/精品酒预计为 70%/20%；利润构成中，名酒/精品酒为 20%/80%。精品酒尤其是自有品牌盈利能力更强，毛利率更高，目前荷花与赖高淮品牌处于宣传推广与费用投放期，期待后续品牌成熟后规模效应下摊薄费用，持续提高净利率。

图表 93: “荷花”酒与赖高淮产品列示

品牌	系列	主要产品	规格	价格
荷花	大单品	荷花金蕊天荷 53 度	1500ml	2688
	优选系列	红荷花	500ml	145
		荷花·玉 8	500ml	698
	玉系列	荷花·玉 16	500ml	1108
		荷花·玉 16 (虎年)	500ml	1299
		荷花·玉 32	500ml	2499
	传奇系列	荷花·传奇系列 (红 5)	500ml	429
		荷花·传奇系列 (10)	500ml	628
		荷花·传奇系列 (15)	500ml	676
		荷花·传奇系列 (30 纪念版)	1180ml	3388
	盛世系列	荷花·盛世捌零	500ml	888
		荷花·盛世柒零	500ml	1088
	经典系列	一品荷花	500ml	358
		上品荷花	500ml	458
		53 度荷花 (经典红)	500ml	996
		53 度荷花 (经典绿)	500ml	999
	老荷花	金荷花	500ml	1298
		53 度老荷花	500ml	298
		53 度老荷花 (红莲)	500ml	288
	青系列	53 度荷花青 10	500ml	898
53 度荷花青 20		500ml	1298	
赖高淮	1989	赖高淮作品 1989 38 度	500ml	308
		赖高淮作品 1989 42 度	500ml	308
		赖高淮作品 1989 52 度	500ml	318
		赖高淮作品 52 度	1500ml	558
	赖高淮·作品	赖高淮作品 52 度 光瓶	500ml	198
		赖高淮作品 52 度 盒装	500ml	218
		赖高淮作品 42 度 (典藏版)	500ml	398
		赖高淮作品 52 度 (珍藏版)	500ml	488
		赖高淮作品 38 度 (经典版)	500ml	498
		赖高淮作品 52 度 (经典版)	500ml	518
赖高淮·特曲酒	赖高淮特曲酒 42 度	500ml	183	

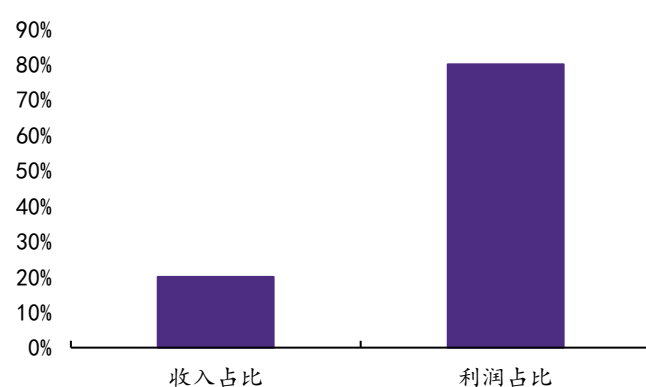
资料来源: 京东官网, 华致酒行小程序, 华鑫证券研究

图表 94: 金蕊天荷占荷花系列比重



资料来源: 渠道调研, 华鑫证券研究

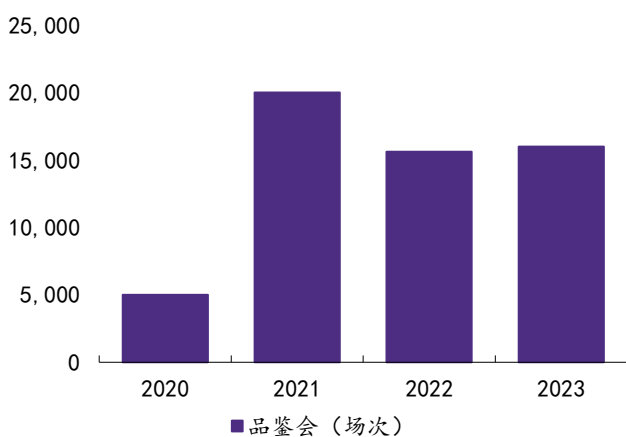
图表 95: 2023 年精品酒收入利润占比



资料来源: 渠道调研, 华鑫证券研究

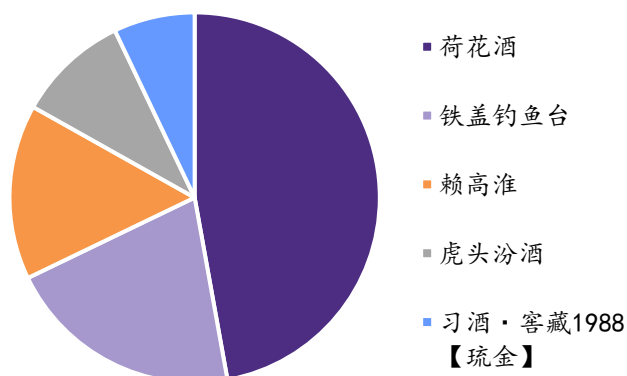
荷花品牌以品鉴会推广为主，深入推进 BC 一体化。公司针对荷花与赖高准品牌采取不同的销售推广策略，1) 荷花品牌方面，公司成立金蕊天荷项目部，召开“金蕊战役”、“荷谈夜宴”等品鉴会，积极探索圈层营销，提升客户体验感，近距离宣传荷花品牌。2023 年金蕊天荷会销活动超过 6000 场，其他小型品鉴会超过 10000 场，模板化标准化复制，规模效应逐步显现。2024 年公司推出“万坛战略”，寻找万坛合伙人，今年目标达到 100 万坛以上。2) 赖高准品牌方面，价位段布局更大众化，性价比更高，公司以招商推广方式为主，提高辅货效率，同时辅以小型品鉴会扩大品牌影响力。

图表 96: 2020-2023 年公司召开品鉴会场次



资料来源: 公司公告, 渠道调研, 华鑫证券研究

图表 97: 2022 年上半年不同产品品鉴会场次



资料来源: 公司公告, 渠道调研, 华鑫证券研究

图表 98: 2024·荷花酒全国合伙人年度盛典



资料来源: 公司官微, 华鑫证券研究

图表 99: 荷花酒新款“金蕊天荷”品鉴会



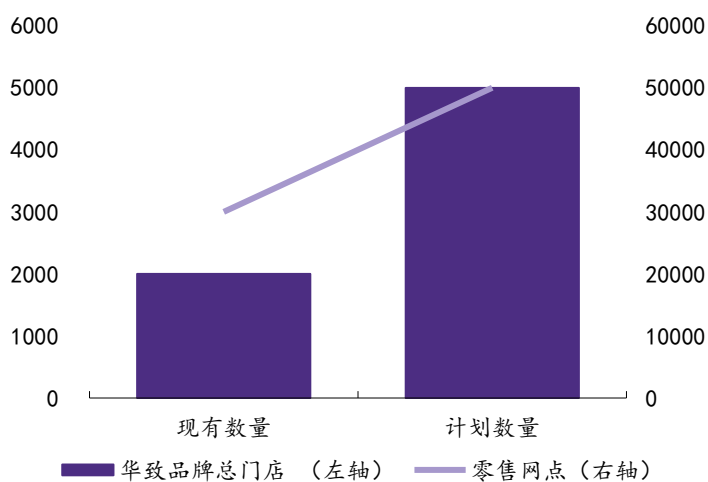
资料来源: 上海崇明企业联合会, 华鑫证券研究

## 4.2、华致酒行 3.0 升级顺畅，单店产出有望提升

**门店升级战略明确，专注提高单店产出。**公司在 2022 年提出连锁门店向华致酒行 3.0 转型，门店面积更大、配置更全更高端、服务更完善、客户与消费者体验感更强。与华致名酒库相比，华致酒行 3.0 更偏向于团购，名酒库更偏向于零售，公司向品牌大店转型，专注品牌高端化，故关闭一定数量的名酒库，对酒行筛选标准与质量要求持续提高。2023 年公司完成新增 200 余家华致酒行 3.0 门店的开发，其中 10%为原有客户升级，90%为新增客户，且 70%以上均为异业客户，自有团购资源丰富，同时配备公司专业销售人员，协助客户进行产品陈列与销售，故资源转化率高转化速度快。

**开店速度保持稳定，盈利能力有望提升。**公司华致酒行门店与终端零售网点中长期目标分别为 5000 家、5 万家，数量上均保持相对稳定增速，适当控制门店增长，不追求量的盲目扩张。目前按照“700”项目进行业务布局，提高一线销售人员产出，利于营收规模效应释放与盈利能力提升。

图表 100：华致品牌门店与网点现有及计划数量



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

图表 101：华致酒行 3.0 门店示例



资料来源：公司官微，华鑫证券研究

## 5、盈利预测评级

我们认为公司具有差异化保真体系与完善供应链体系作为核心竞争力，同时组织力在不断增强。后续短期增长重点在于精品酒占比提升与规模效应释放带来盈利能力提升，长期看点在于：1) 自有品牌运营能力成熟后形成的标准化推广模式并持续复用；2) 门店转型成功后单店效益提高与品牌影响力持续提升。我们预计公司 2024-2026 年收入增速 +5.7%/+10.0%/+15.2%，归母净利润增速 +4.5%/+24.0%/+25.6%，EPS 分别为 0.59/0.73/0.92 元，对应 PE 为 31/25/20 倍，维持“买入”投资评级。

图表 102：盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入（百万元）	10,121	10,698	11,765	13,557
YoY	16.2%	5.7%	10.0%	15.2%
归母净利润（百万元）	235	246	305	383
YoY	-35.8%	4.5%	24.0%	25.6%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.59	0.73	0.92
ROE（%）	6.0%	6.1%	7.2%	8.7%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 6、风险提示

- 1) 宏观经济恢复不及预期风险；
- 2) 保真鉴真风险；
- 3) 标品价格承压风险；
- 4) 精品酒开发不及预期风险；
- 5) 自由品牌推广不及预期风险；
- 6) 门店转型不及预期风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	1,093	1,841	2,493	3,090
应收款	287	352	355	371
存货	3,355	3,598	3,428	3,448
其他流动资产	1,938	2,674	2,353	2,034
流动资产合计	6,673	8,465	8,629	8,943
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	233	218	203	190
在建工程	0	0	0	0
无形资产	7	7	6	6
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	338	338	338	338
非流动资产合计	579	563	548	534
资产总计	7,251	9,028	9,177	9,477
<b>流动负债:</b>				
短期借款	1,324	1,424	1,494	1,544
应付账款、票据	1,068	2,346	2,285	2,298
其他流动负债	486	486	486	486
流动负债合计	3,290	4,930	4,910	4,996
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	59	59	59	59
非流动负债合计	59	59	59	59
负债合计	3,349	4,989	4,969	5,055
<b>所有者权益</b>				
股本	417	417	417	417
股东权益	3,902	4,039	4,209	4,422
负债和所有者权益	7,251	9,028	9,177	9,477

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	242	253	314	394
少数股东权益	7	7	9	11
折旧摊销	18	16	15	14
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	16	495	398	320
经营活动现金净流量	283	771	735	738
投资活动现金净流量	-15	16	15	14
筹资活动现金净流量	480	-16	-74	-131
现金流量净额	748	770	675	621

资料来源: WIND、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,121	10,698	11,765	13,557
营业成本	9,033	9,486	10,394	11,946
营业税金及附加	28	30	33	38
销售费用	651	727	812	949
管理费用	181	182	194	217
财务费用	27	5	-10	-25
研发费用	0	0	0	0
费用合计	860	915	996	1,141
资产减值损失	-15	-7	-6	-5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	6	6	5	4
营业利润	256	285	354	443
加:营业外收入	8	4	3	3
减:营业外支出	2	3	2	1
利润总额	262	286	355	445
所得税费用	20	33	41	51
净利润	242	253	314	394
少数股东损益	7	7	9	11
归母净利润	235	246	305	383

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	16.2%	5.7%	10.0%	15.2%
归母净利润增长率	-35.8%	4.5%	24.0%	25.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	10.7%	11.3%	11.6%	11.9%
四项费用/营收	8.5%	8.6%	8.5%	8.4%
净利率	2.4%	2.4%	2.7%	2.9%
ROE	6.0%	6.1%	7.2%	8.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.2%	55.3%	54.1%	53.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	35.3	30.4	33.2	36.5
存货周转率	2.7	2.6	3.0	3.5
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.56	0.59	0.73	0.92
P/E	32.1	30.7	24.8	19.7
P/S	0.7	0.7	0.6	0.6
P/B	2.0	1.9	1.8	1.8

## 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

**张倩：**厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。