

2024年10月29日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 产品结构调整中，业绩阶段性承压

—华致酒行（300755.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年10月28日，华致酒行发布2024年三季度报。

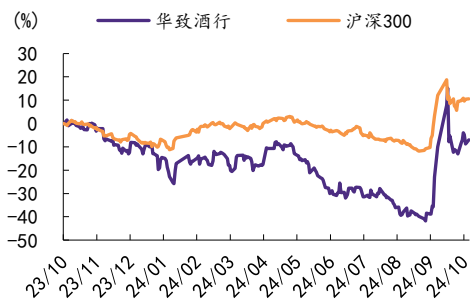
## 投资要点

## 基本数据

2024-10-28

当前股价（元）	18.39
总市值（亿元）	77
总股本（百万股）	417
流通股本（百万股）	416
52周价格范围（元）	11.14-22.05
日均成交额（百万元）	53.38

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《华致酒行（300755）：保真与供应链坚实基础，品牌与门店高阶发力》2024-10-10
- 《华致酒行（300755）：业绩表现承压，精品酒持续推广》2024-08-24
- 《华致酒行（300755）：一季度利润超预期，精品酒持续放量》2024-04-26

## 需求疲软致毛利率下降，盈利同比承压

利润不及预期，盈利能力承压。2024Q1-3 总营收 78.32 亿元（同减 5.10%），归母净利润 1.68 亿元（同减 27.36%），扣非净利润 1.49 亿元（同减 15.24%）。2024Q3 总营收 18.89 亿元（同减 20.84%），归母净利润 0.13 亿元（同减 84.17%），扣非净利润 0.12 亿元（同减 64.64%），其中，公司本期受到的政府补助减少致非经常性损益同比下降。产品结构变化致毛利率同比下降，费用同比优化。2024Q1-3 毛利率/净利率分别为 10.02%/2.21%，分别同比-0.98/-0.69pcts；2024Q3 分别为 8.50%/0.65%，分别同比-1.93/-2.79pcts。2024Q1-3 销售/管理费用率分别为 5.39%/1.55%，分别同比-0.89/-0.15pcts；2024Q3 销售/管理费用率分别为 5.54%/1.83%，分别同比-0.96/+0.03pcts。现金流与收入表现一致，合同负债环比略增。2024Q1-3/2024Q3 经营活动现金流净额分别为-3.93/-3.33 亿元，去年同期分别为 3.89/-0.33 亿元；2024Q1-3/2024Q3 销售回款分别为 84.73/23.35 亿元，分别同比-1.14%/-10.82%。截至 2024Q3 末，合同负债 1.39 亿元（环比增加 0.51 亿元）。

## 标品酒表现稳健，精品酒盈利略受损

标品酒方面，五粮液销售与批价表现稳定，精品茅台表现亦较好，整体标品酒占比表现预计提升。精品酒方面，行业下行周期受主线产品表现扰动较大，公司加大促销力度促进定制酒销售，对毛利率造成一定影响；同时定制酒表现略有分化，部分产品表现较好，其他定制酒预计略承压。另外，自有品牌荷花与赖高淮保持较高盈利能力，整体消费承压致需求略疲软。

## 盈利预测

我们认为公司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。短期行业需求承压，根据三季报，我们略调整公司 2024-2026 年 EPS 为 0.44/0.66/0.89（前值为 0.59/0.73/0.92）元，当前股价对应 PE 分别为 42/28/21 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、自营产品增长不及预期、保真风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	10,121	9,440	10,392	11,985
增长率（%）	16.2%	-6.7%	10.1%	15.3%
归母净利润（百万元）	235	183	277	371
增长率（%）	-35.8%	-22.0%	50.9%	33.9%
摊薄每股收益（元）	0.56	0.44	0.66	0.89
ROE（%）	6.0%	4.6%	6.7%	8.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

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	2,223	2,817	3,370
应收款	287	310	313	328
存货	3,355	3,194	3,029	3,041
其他流动资产	1,938	2,360	2,078	1,798
流动资产合计	6,673	8,088	8,237	8,537
<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	8,651	8,785	9,071
<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	2,083	2,019	2,027
其他流动负债	486	486	486	486
流动负债合计	3,290	4,588	4,568	4,648
<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	4,646	4,627	4,706
<b>所有者权益</b>				
股本	417	417	417	417
股东权益	3,902	4,004	4,158	4,364
负债和所有者权益	7,251	8,651	8,785	9,071

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	242	189	285	381
少数股东权益	7	5	8	10
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	912	355	283
经营活动现金净流量	283	1122	662	688
投资活动现金净流量	-15	16	15	14
筹资活动现金净流量	862	13	-61	-125
现金流量净额	1,130	1,151	616	577

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,121	9,440	10,392	11,985
营业成本	9,033	8,422	9,184	10,536
营业税金及附加	28	26	29	34
销售费用	651	642	717	839
管理费用	181	160	171	192
财务费用	27	-5	-19	-33
研发费用	0	0	0	0
费用合计	860	797	869	998
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	213	321	428
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	214	322	430
所得税费用	20	25	37	50
净利润	242	189	285	381
少数股东损益	7	5	8	10
归母净利润	235	183	277	371

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	16.2%	-6.7%	10.1%	15.3%
归母净利润增长率	-35.8%	-22.0%	50.9%	33.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	10.7%	10.8%	11.6%	12.1%
四项费用/营收	8.5%	8.4%	8.4%	8.3%
净利率	2.4%	2.0%	2.7%	3.2%
ROE	6.0%	4.6%	6.7%	8.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.2%	53.7%	52.7%	51.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.4	1.1	1.2	1.3
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	0.44	0.66	0.89
P/E	32.6	41.8	27.7	20.7
P/S	0.8	0.8	0.7	0.6
P/B	2.0	2.0	1.9	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。