

# 华致酒行 (300755)

证券研究报告  
2019年07月16日

## 华致酒行价值思考五问五答

华致酒行是天风商社团队核心推荐标的。自公司上市以来我们发布 1 篇覆盖深度报告《白酒经销商领头人，打开多元布局空间》；1 篇酒流通行业深度报告《酒企的白银时代，酒类流通的黄金时代》；3 篇业绩点评报告；多次重点提示。

在与机构投资者密集沟通交流后，市场对于华致的关注点主要集中在以下几点：

### 1、华致酒行否只是茅台五粮液的经销商？

A：我们认为华致不止是经销商，更是具备整合上游酒品能力的酒店运营商，因为由华致供应的酒品绝大多数是其他酒类经销渠道没有的产品，华致具备向上游酒厂发起定制高品质酒的能力。

### 2、华致酒行的成长逻辑：为什么终端门店会加盟华致酒行？

A：首先酒流通终端行业层面由于消费者结构开始调整，终端品牌化和连锁化升级是趋势；华致凭借高毛利核心酒品供应能力，实现渠道扩张。

### 3、华致酒行这样的全国性的酒流通渠道的价值？

A：1、可以缩短酒流通层级，提高流通效率；2、对酒企尤其是区域性酒企稳定价格体系和渠道网络扩张意义重大。

### 4、与同行相比，华致的竞争优势？

A：加盟的模式符合酒类经营实际情况，定制产品的丰富程度与同行相比具备竞争力。

### 5、华致酒行估值对比？

A：酒类流通连锁企业因为绝大多数主要经营流通酒并且采购渠道及采购方式多样导致毛利率较低或不稳定。华致酒行作为酒类流通行业龙头，其经营模式与经营的产品与一般流通企业有一定差异性，不具备完全可比性。

**盈利预测：**我们预计公司 19-21 年业绩分别为 3.26/4.57/6.16 亿元，+44.8%/40.3%/34.9%yoy，当前股价对应 PE 分别为 28x/20x/15x，维持买入评级。

**风险提示：**宏观经济风险、加盟店开店速度不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,406.52	2,720.80	3,924.49	4,995.87	6,254.83
增长率(%)	10.18	13.06	44.24	27.30	25.20
EBITDA(百万元)	242.29	283.16	416.94	575.40	782.21
净利润(百万元)	202.70	224.87	325.62	456.78	616.13
增长率(%)	79.38	10.94	44.80	40.28	34.89
EPS(元/股)	0.88	0.97	1.41	1.97	2.66
市盈率(P/E)	45.41	40.93	28.27	20.15	14.94
市净率(P/B)	8.18	6.82	3.51	3.03	2.57
市销率(P/S)	3.82	3.38	2.35	1.84	1.47
EV/EBITDA	0.00	0.00	19.97	14.73	10.18

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	39.75 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	231.55
流通 A 股股本(百万股)	57.89
A 股总市值(百万元)	9,204.30
流通 A 股市值(百万元)	2,301.07
每股净资产(元)	10.05
资产负债率(%)	32.39
一年内最高/最低(元)	42.90/20.15

## 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《华致酒行-公司点评:中报业绩近乎 18 全年，19Q2 扣非净利 50%+yoy，牵手五粮液 中国南方酒业“呼之欲出”》 2019-07-12
- 《华致酒行-年报点评报告:构建精品酒水全渠道 B2B 供应链服务平台，渠道扩张+品类品牌拓展驱动高增长》 2019-04-19
- 《华致酒行-公司点评:19Q1 业绩大幅增长 40.77%-47.32%，酒中苏宁呼之欲出》 2019-04-09

## 内容目录

1. 华致酒行是否只是茅台、五粮液的经销商？	4
1.1. 华致酒行盈利模式：B2B 酒水经销	4
1.2. 华致酒行产品种类：静态看以茅台五粮液品牌系列白酒为主，但应关注未来品牌定制酒占比的变化	4
1.2.1. 从酒的品类来看，以白酒为主	4
1.2.2. 从酒的品牌来看，目前以茅台、五粮液系列酒为主，非茅五的白酒的品类收入在快速增长	5
1.2.3. 从茅台、五粮液的结构看，公司实质上以经营茅五系列酒和年份酒为主，而非大比例为飞天茅台	5
1.3. 华致酒行渠道分布：全面覆盖线下各类业态，着重发展自有品牌连锁业态	6
2. 华致酒行成长逻辑：酒流通行业品牌化和连锁化是大趋势，华致凭借核心酒品供应能力实现渠道扩张	7
2.1. 酒流通行业趋势：终端品牌化、连锁化是大方向	7
2.2. 公司逻辑：凭借高毛利核心酒品供应能力，实现渠道扩张	8
2.2.1. 差异化高毛利酒品的供应是终端烟酒店加盟华致的核心原因	8
2.2.2. 华致酒行的渠道并非靠茅台实现	9
3. 华致酒行这样全国性的酒流通渠道的价值？	9
3.1. 缩短酒流通层级，提高流通效率	9
3.2. 全国性的酒流通渠道对酒企稳定价格体系和渠道网络扩张意义重大	9
4. 华致酒行的竞争优势：模式符合酒类经营实际，定制产品具备竞争力	10
4.1. 相比直营或者类直营模式，加盟模式适合中高端酒类销售	10
4.1.1. 中高端酒为什么不适合做直营？	10
4.1.2. 相比类直营模式，加盟模式在酒类销售中优势在哪里？	10
4.2. 具备整合和运营上游酒企产品的能力	10
5. 华致酒行估值对比：高成长享受高溢价	11

## 图表目录

图 1：各渠道采购、仓储、运输、结算模式	4
图 2：公司主营收入分产品品类占比情况（亿元，%）	4
图 3：公司白酒收入分系列占比情况（亿元）	5
图 4：公司葡萄酒收入占比情况（万元）	5
图 5：茅台系列收入分产品占比情况（亿元）	错误!未定义书签。
图 6：五粮液系列收入分产品占比情况（亿元）	错误!未定义书签。
图 7：华致酒行渠道情况	6
图 8：公司分渠道收入及占比情况（亿元，%）	7
图 9：华致品牌门店收入及占比情况（亿元，%）	7
图 10：公司直供终端收入及占比情况（亿元，%）	7
图 11：公司分地区收入及占比（亿元，%）	7

图 12: 白酒各渠道销售额占比.....	8
图 13: 华致的采销流程.....	9
图 14: 1919 运营模式.....	10
图 15: 华致酒行总经销情况.....	11
表 1: 酒类流通企业相关指标.....	11

## 1. 华致酒行是否只是茅台、五粮液的经销商？

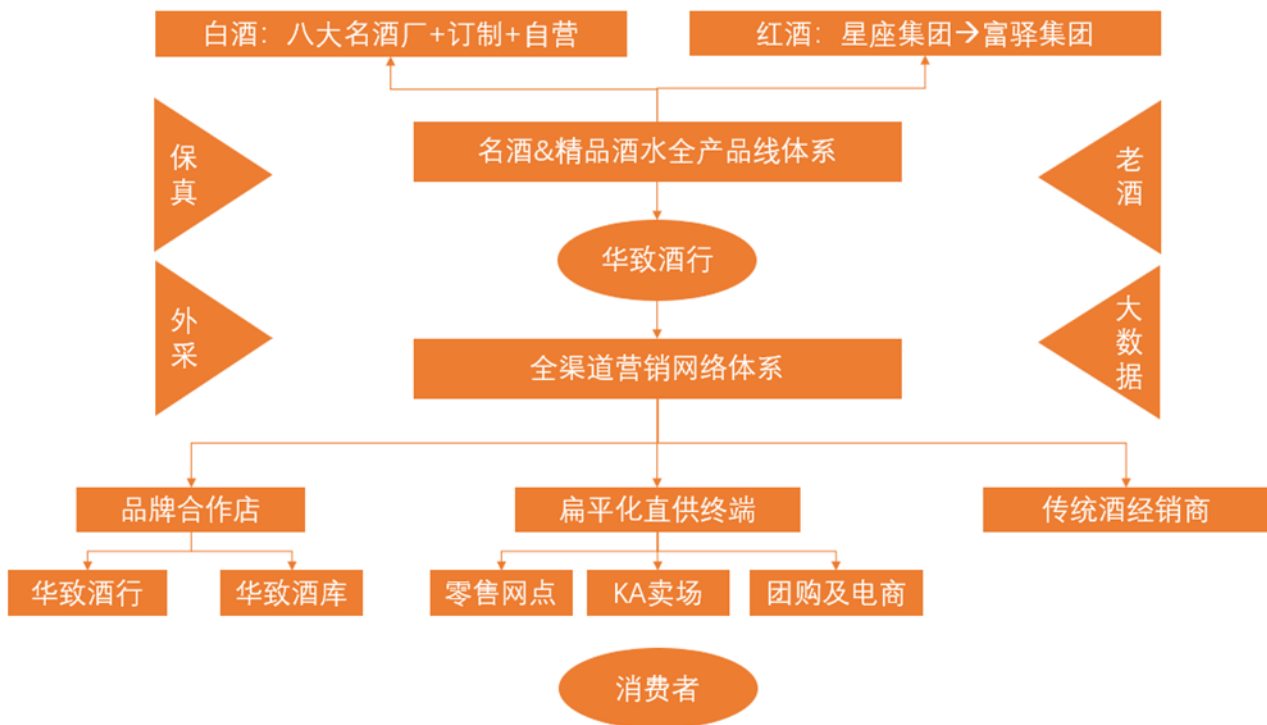
我们认为华致酒行是具备整合上游酒品能力的酒的运营商，因为由华致供应的酒品绝大多数是其他酒类经销渠道没有的产品，华致具备向上游酒厂发起定制高品质酒的能力。

同时华致酒行经营的品类中虽然茅台五粮液系列收入占比超过 9 成，但是从具体的种类来看，这两个品牌的传统意义上的流通酒占比并未过半，华致经营的茅台多为年份酒、系列酒以及具有总经销权的定制酒（金）；华致经营的五粮液品牌也以十年、十五年年份酒为主，而非普五。

### 1.1. 华致酒行盈利模式：B2B 酒水经销

公司向上游酒企或经销商直接采购白酒、红酒，同时和酒企、经销商合作，获取高品质较低价格的定制酒，通过自有的高效渠道，将酒类分销给小 B 终端。①看上游，多年深耕酒类消费市场，公司积累了大量的名酒供应商资源，与茅台、五粮液、洋河、剑南春、富邑集团旗下奔富酒庄、璞立酒庄等国内外知名酒企、酒庄建立了紧密的合作关系。②看终端，公司终端包括品牌合作店（华致酒行、华致酒库）、扁平化直供终端（零售网点、KA 卖场、团购及电商）、传统酒经销商。

图 1：各渠道采购、仓储、运输、结算模式



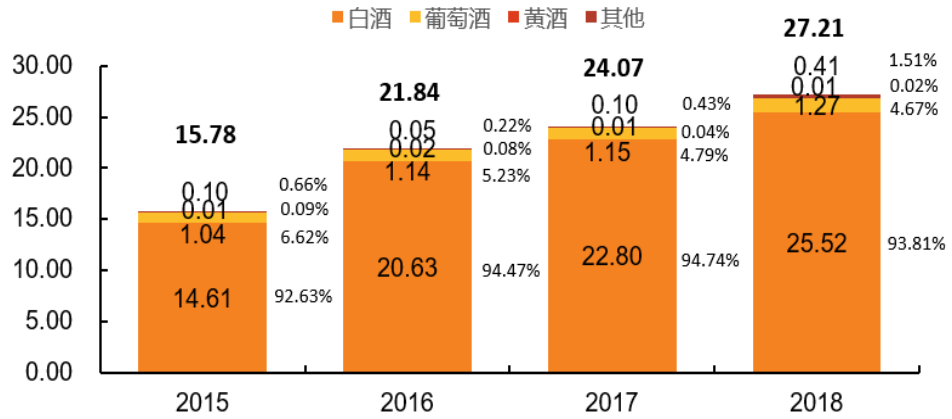
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 华致酒行产品种类：静态看以茅台五粮液品牌系列白酒为主，但应关注未来品牌定制酒占比的变化

#### 1.2.1. 从酒的品类来看，以白酒为主

公司主营品类包括白酒、葡萄酒、黄酒，其中白酒销售收入占比总收入 90%以上。2018 年公司主营收入为 27.21 亿元，其中白酒/葡萄酒/黄酒收入分别为 25.52 亿元/1.27 亿元/0.01 亿元，占比主营收入 93.81%/4.67%/0.02%。

图 2：公司主营收入分产品品类占比情况（亿元，%）

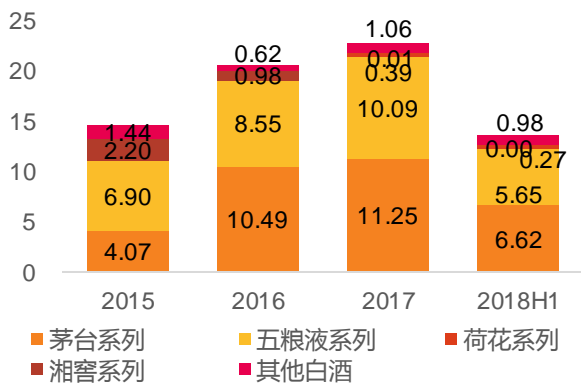


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 1.2.2. 从酒的品牌来看, 目前以茅台、五粮液系列酒为主, 非茅五的白酒的品类收入在快速增长

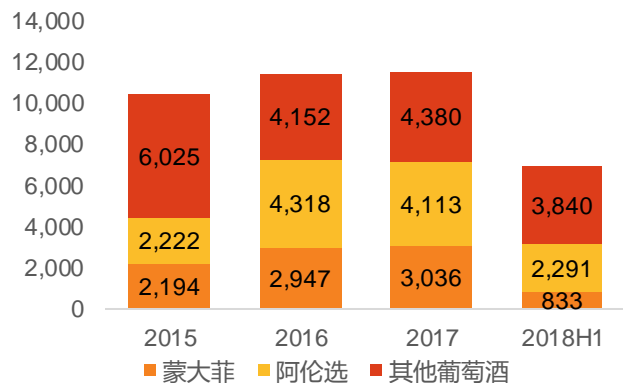
当前, 公司白酒销售品牌以茅台、五粮液为主, 葡萄酒销售品牌以蒙大菲、阿伦选为主。  
 ①白酒方面, 公司 2018H1 茅台系列/五粮液系列为 6.62 亿元/5.65 亿元, 占比白酒收入 48.96%/ 41.79%, 茅台五粮液系列收入加总占比白酒营收 90.74%。2018H1 茅台、五粮液、荷花、湘窖、珍酒系列占比年度总采购额 71.39%;  
 ②红酒方面, 公司 2018H1 蒙大菲/阿伦选收入 833 万元/2291 万元, 占比红酒收入 11.96%/ 32.90%, 蒙大菲/阿伦选收入加总占比红酒营收 44.86%。

图 3: 公司白酒收入分系列占比情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 公司葡萄酒收入占比情况 (万元)



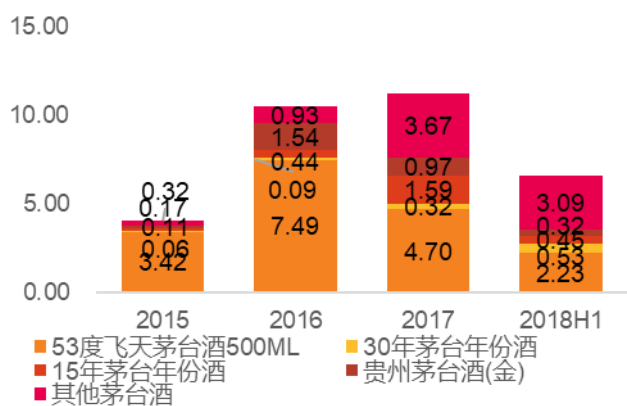
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 1.2.3. 从茅台、五粮液的结构看, 公司实质上以经营茅五系列酒和年份酒为主, 而非大比例为飞天茅台

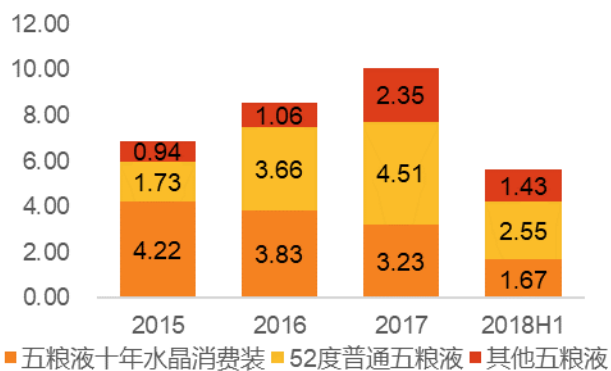
茅台系列销售以经营茅五系列酒和年份酒为主, 五粮液系列销售以五粮液十年水晶消费装、52 度普通五粮液为主。2018H1, 公司销售 53 度飞天茅台酒 500ml 共 2.23 亿元, 占比茅台系列收入 33.73%, 非飞天茅台部分占比超过三分之二; 公司销售五粮液十年水晶消费装、52 度普通五粮液 1.67 亿元、2.55 亿元, 占比五粮液系列收入 29.54%、45.17%。

图 5: 茅台系列收入分产品占比情况 (亿元)

图 6: 五粮液系列收入分产品占比情况 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

华致酒行经营的品类中虽然茅台五粮液系列收入占比超过 9 成，但是从具体的种类来看，这两个品牌的传统意义上的流通酒占比并未过半，华致经营的茅台多为年份酒、系列酒以及具备总经销权的定制酒(金)；华致经营的五粮液也以十年、十五年年份酒为主。2018H1 茅台系列中非飞天的收入 4.39 亿元，占比茅台收入 66.27%，五粮液里面非普五的收入 3.10 亿元，占比五粮液收入 54.83%；而整体白酒中，白酒中非飞天和非普五是 8.73 亿元，占比白酒收入 64.62%。

### 1.3. 华致酒行渠道分布：全面覆盖线下各类业态，着重发展自有品牌连锁业态

公司以 B2B 经营模式为主，产品面向自己的品牌门店，零售网点、KA 卖场以及经销商。截至 2018 年末，公司的产品供应 151 家连锁酒行、818 家华致酒库、3000 多家零售网点、20 多家 KA 商超、160 余家终端供应商，以及众多可以重复购买重点客户，分布在全国各地。预计酒行未来三年或由 5000 家扩至 3 万家，门店数量具备 6 倍增长空间。

图 7：华致酒行渠道情况

一级类型	二级类型	渠道图示	经营特征	结算模式	运输模式	采购模式	数量 (2018年)
品牌门店	华致酒行 (直营)		门店标识、装修、配送、管理标准与规范统一；	POS机/银行结算	内部调拨，由仓库发货至直营门店	公司统一向酒厂等采购	151
	华致酒行 (连锁)		树立专业精品、保真形象	先款后货； 银行转账、 银行承兑汇票结算	统一组织运输发货 至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购， 以统一价格供货至合作店	
	华致酒库		标识、装修、配送、管理标准与规范统一； 面向商政消费； 面积小于酒行	先款后货； 银行转账、 银行承兑汇票结算	统一组织运输发货 至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购， 以统一价格供货至合作店	
非品牌直供零售点	零售网点		以名烟名酒店、专卖店、餐饮酒店为主	先款后货； 银行转账、 银行承兑汇票结算	统一组织运输发货 至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购， 以统一价格供货至合作店	3000+
	KA卖场		信誉高，覆盖广， 管理规范的连锁销售平台； 2018年末，麦德龙、 卜蜂莲花等20多家 大型商超合作	通常月结， 双方据合同约定账期 对账结算	统一组织运输发货 至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购， 以统一价格供货至合作店	20+
传统终端供应商	团购及电商		公司在京东、天猫开设旗舰店； 团购面向企事业单位、 行业协会、民间团体	先款后货； 银行转账、 银行承兑汇票结算	统一组织运输发货 至合作店并承担运费	公司统一向酒厂等采购， 以统一价格供货至合作店	160+
	经销商		向零售终端供货，市场覆盖 广，渠道拓展强	先款后货； 银行转账、 银行承兑汇票结算	统一组织运输并 承担运费或 客户自提	公司统一向酒厂等采购， 以统一价格供货至合作店	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

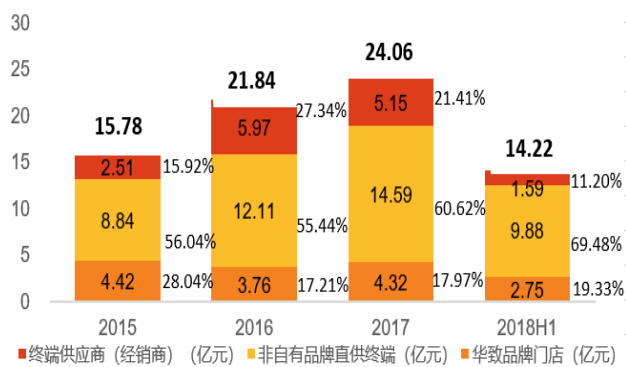
公司目前绝大部分收入来自于非自有品牌直供终端，但随着自有品牌渠道扩张，自有品牌



**渠道占比有望持续增长。**2018H1 公司非自有品牌直供终端、终端供应商（经销商）、华致品牌门店销售收入分别为 9.88 亿元、1.59 亿元、2.75 亿元，分别占比 69.48%、19.33%、11.20%。  
 ①**华致品牌门店：公司连锁酒行门店收入占比下降，华致酒库门店收入占比上升。**2018H1 公司连锁酒行、华致酒库收入分别为 1.06 亿元、1.69 亿元，分别占比总收入 7.44%、11.88%，较 2017 年分别变动-3.76pct、+5.11pct。  
 ②**非自有品牌直供终端：KA 卖场收入占比上升，零售网点收入占比下降。**2018H1 公司零售网点、KA 卖场、团购及电商收入为 4.38 亿元、4.01 亿元、1.49 亿元，分别占比总收入 30.79%、28.21%、10.48%，较 2017 年变动-1.33pct、+7.03pct、+3.16pct。

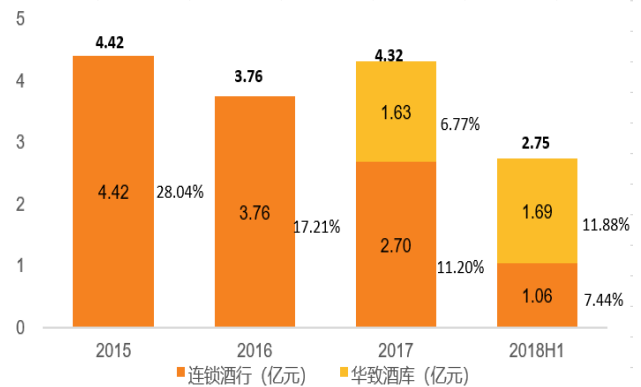
**分地区看，公司大本营华东地区收入占比总收入超 40%，且占比持续提升。**2018 年公司前五大收入地区为华东地区、华北地区、华中地区、西南地区、华南地区，分别为 11.40 亿元、4.77 亿元、4.25 亿元、2.62 亿元、2.11 亿元，占比总收入为 41.89%、17.51%、15.63%、9.63%、7.75%，较 2017 年变动+3.35pct、+0.83pct、-0.87pct、-2.02pct、+0.9pct。

图 8：公司分渠道收入及占比情况（亿元，%）



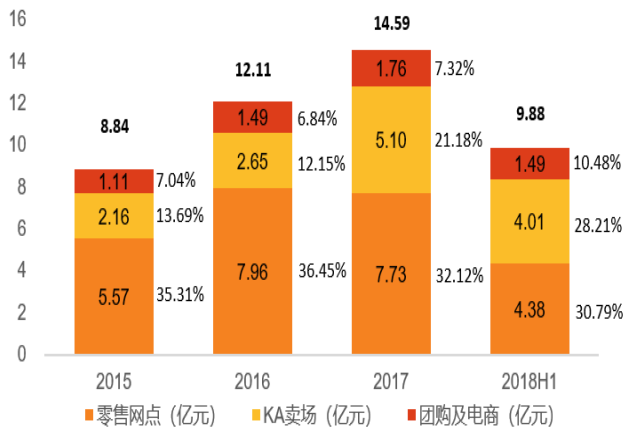
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：华致品牌门店收入及占比情况（亿元，%）



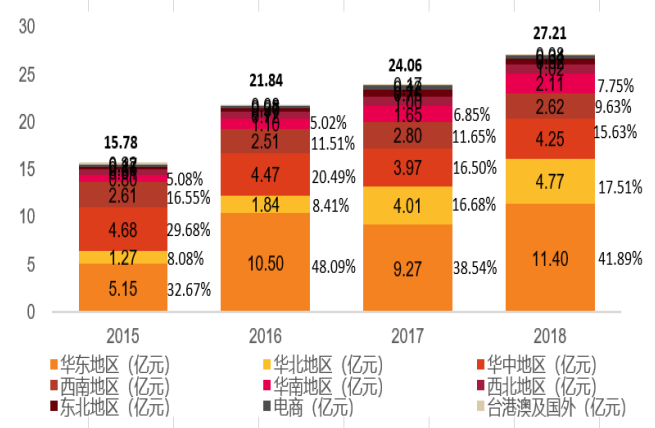
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司直供终端收入及占比情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司分地区收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 华致酒行成长逻辑：酒流通行业品牌化和连锁化是大趋势，华致凭借核心酒品供应能力实现渠道扩张

### 2.1. 酒流通行业趋势：终端品牌化、连锁化是大方向

传统零售业态包括烟酒店渠道、酒店终端、商超渠道、团购渠道：

①烟酒店渠道占比可达 70%；对于多数地区，由于烟酒店具有网点密集、便利、团购资源丰富等优势，烟酒店渠道是最主要的销售渠道，多数地区烟酒店渠道占比达到 70%，未来

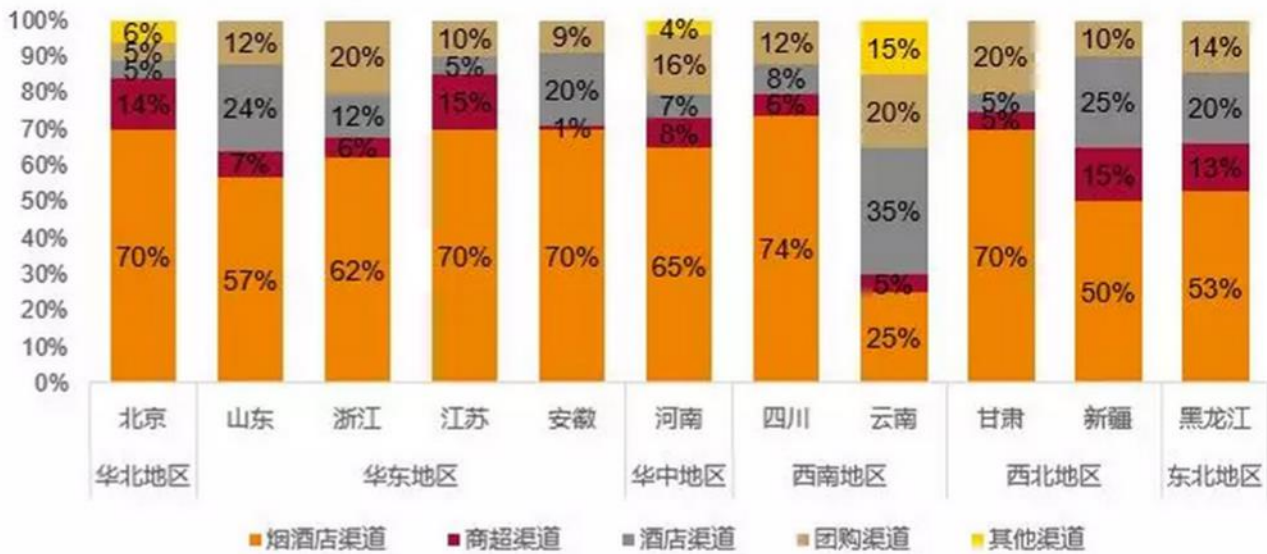
或将呈现连锁化、品牌化、专业化、规模化等趋势；

②酒店渠道占比 5%-20%：酒店渠道由于酒水自带率高的原因，在渠道销售占比上 仍然较小，普遍在 5%-20%之间；

③商超渠道占比 5%-15%：大型商超的实际消费占比不高，商超渠道销售占白酒总销售的 5-15%之间，商超渠道销售贡献主要集中于年节消费，主要承载着产品价格标杆和形象展示窗口的作用；

④团购渠道销售占白酒总销售的 5%-20%：以政务为中心的城市（如北京）政务团购占比较高，在私营经济较发达的地区，商务团购占比较高，但受到限三公消费影响，政务团购占比降低。

图 12：白酒各渠道销售额占比



资料来源：《中国酒类流通白皮书》，天风证券研究所

烟酒店经过几轮行业变化后目前是酒流通终端份额最高业态，未来烟酒店品牌化、连锁化趋势明显。

03 年以前，烟酒店的百货小商店时代：改革开放后，国家放开流通领域的经营权，烟酒店就开始了迅速发展；2003 年以前，烟酒店主要是以百货小商店的形式存在。

03-12 年，烟酒店的黄金十年：2003 年至 2012 年，随着政商务消费的快速发展，在厂家和经销商的推动下，终端零售商则通过建立名烟名酒店实现团购销售；在这一时期，传统的日常生活用品店开始从主流烟酒店中退出，“名酒+名烟”成为了烟酒店的主要特征。同时在这一时期，餐饮自带酒水也使得烟酒店需求扩张。

13 年-16 年，艰难调整：从 2013 年下半年开始，政府为了推动社会文明，开始实施三公消费限制，在烟酒行业主要针对高端政务消费群体的不检点行为进行了限制，并相继出台了政务白酒消费标准、政务人员宴请标准、政务人员收受礼品的管理规定，高端政商务白酒消费急剧下滑，仅存的象征性消费难以支撑现有名烟名酒店的正常运转，名烟名酒店面临关门、倒闭的浪潮。

16 年至今，开启连锁化品牌化的黄金时期：C 端需求的增加倒逼名烟名酒店转型升级需求，同时非强关系型团购方也需要观察门店资质，连锁化品牌化为必然趋势。

## 2.2. 公司逻辑：凭借高毛利核心酒品供应能力，实现渠道扩张

### 2.2.1. 差异化高毛利酒品的供应是终端烟酒店加盟华致的核心原因

酒水连锁专卖的庞大的商业成本、营业成本，促使大多数酒水连锁的利润来源于中高端产



品，具备稳定的中高端产品供货能力的品牌连锁是其成功扩张的关键。

对终端来说流通酒毛利普遍偏低，差异化高毛利酒品的供应是终端烟酒店加盟华致的核心原因。对于茅五泸以及地方名酒等一系列流通酒来说，价格透明，为典型流量型产品。差异化的高毛利酒品可以作为非流量型产品有效提高终端门店的盈利能力。

### 2.2.2. 华致酒行的渠道并非靠茅台实现

茅台的经销体系是典型的直分销模式，其中直销主要以自营店和线上形式实现，经销渠道则多以专卖店、区域总经销商、特约经销商等形式存在，茅台禁止跨区域销售。

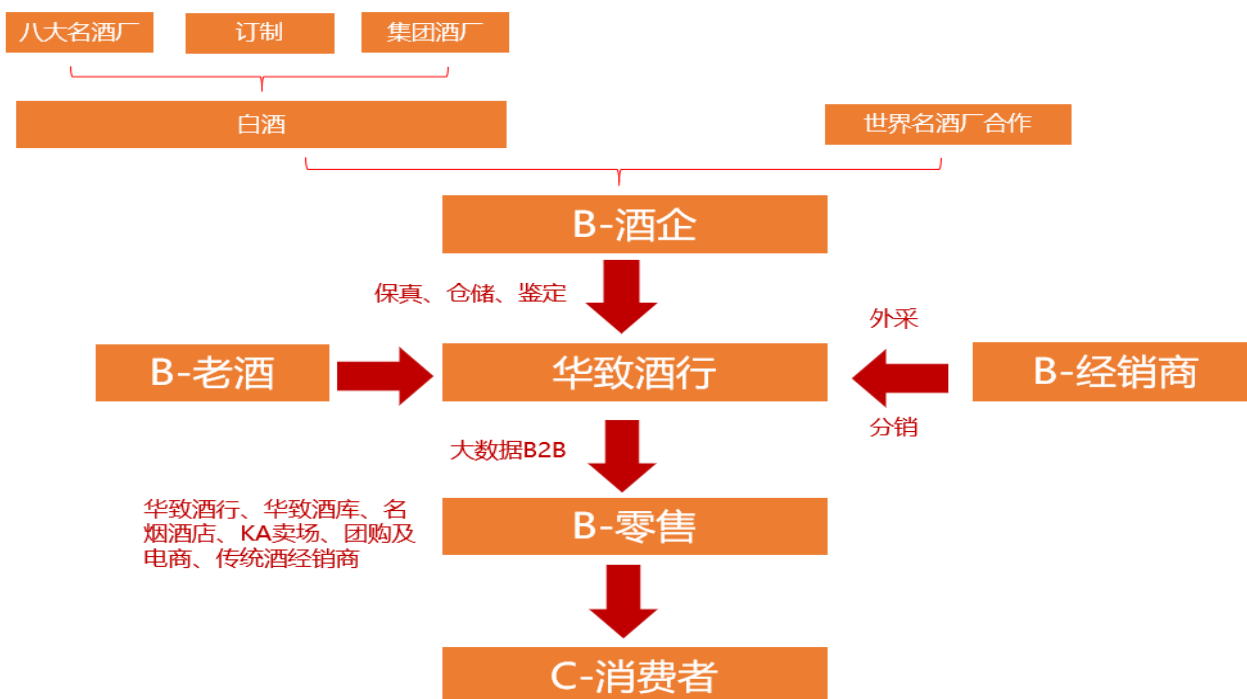
## 3. 华致酒行这样全国性的酒流通渠道的价值？

### 3.1. 缩短酒流通层级，提高流通效率

酒类流通行业的价值链条包括其上游酒厂、中间环节即经销商、下游环节包括终端门店和消费者，环境众多，流通效率低下。酒类行业在渠道价值链条上呈现“大生产、中流通、小服务”的运行状态：生产企业众多，品牌丛杂，行业标准不一；流通业在整个行业的话语权不足，在价值链的位置完全从属于生产企业，无法完成有效的市场需求传递，厂家商业化现象日趋严重；同时，由于厂家无暇顾及、商家力不能及，市场服务有限，导致市场和消费者需求无法得到有效满足。同时目前我国酒类流通行业批发、零售环节较多，导致各个环节之间利润层层分割，因此每一级批发商、零售商所占利润相对较低。

华致酒行这样全国性的酒流通渠道从酒企或一级经销商处采购后可以直接销售给自己的渠道网络，跳过多层经销，实现酒的高效流通。

图 13：华致的采销流程



资料来源：公司公告，天风证券研究

### 3.2. 全国性的酒流通渠道对酒企稳定价格体系和渠道网络扩张意义重大

对酒企来说，稳定产品价格体系至关重要。在传统分销层级下，酒企必须强化对各层级的管理，销售的统一性；避免因渠道分销价格差异产生窜货的现象，但往往管理难度过大，酒品进入全国性的流通渠道后往往能够避免这一问题。

对酒企尤其是区域酒企来说，全国性酒流通渠道对于品牌销售渠道扩张意义重大。区域品

牌在本地区拥有较深的消费者基础，但该市场毕竟有限，企业极容易遇到营收瓶颈，在面对一线酒企凭借品牌、资本和组织的优势，开始进行渠道下沉的竞争中，借助全国性的渠道走出去是最好的选择。

## 4. 华致酒行的竞争优势：模式符合酒类经营实际，定制产品具备竞争力

### 4.1. 相比直营或者类直营模式，加盟模式适合中高端酒类销售

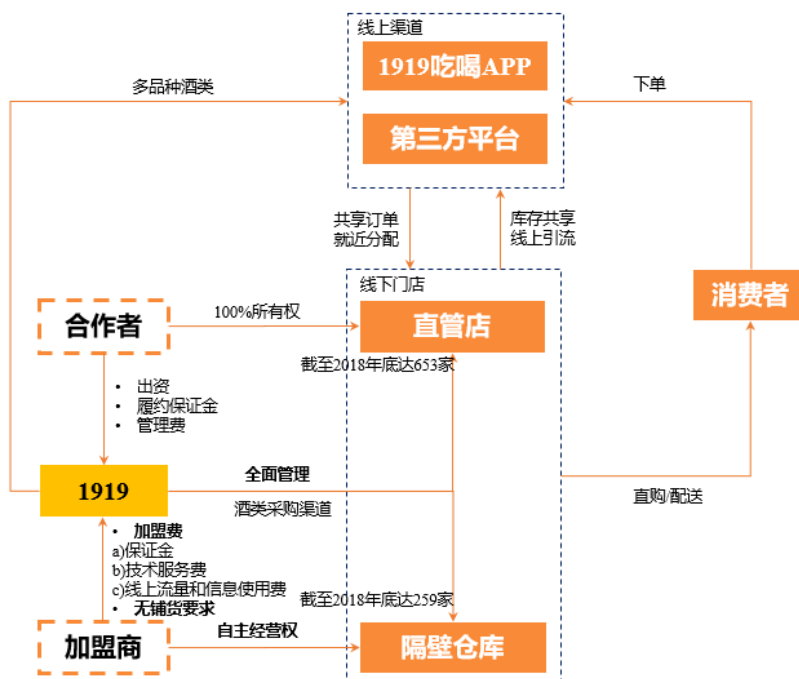
#### 4.1.1. 中高端酒为什么不适合做直营？

直营店虽然供货直接，流通渠道或者酒企管控力度强，但中高端白酒单价高，经营者和所有者往往分离，在经营过程中容易出现道德风险；但烟酒店或一般加盟店，一般为个人经营者，往往是服务固定区域的客群和相对固定的团购客户，在向固定客群供应酒品的时候一般会考虑长期营业的声誉，反而不容易出现道德风险。

#### 4.1.2. 相比类直营模式，加盟模式在酒类销售中优势在哪里？

类直营模式最典型的为 1919 的直管店模式，在此模式下，加盟商为财务投资者。直管店是 1919 的创新，由合作者出资成立并拥有 100% 所有权，合作者通过缴纳一定金额的履约保证金，获得 1919 商标、商号的使用权，并在指定区域开设公司特许经营合作门店，委托公司对合作门店进行全面管理，选址、定价和经营均由 1919 总部负责。毛利归合作者所有，合作者只需每年向公司支付固定的管理费。合作期满后，如不继续合作，财务清算后，公司会退还合作者履约保证金。

图 14：1919 运营模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

直管店模式在其他行业有不少先例，比如海澜之家的加盟模式、大部分港资黄金珠宝品牌在国内的加盟模式均是加盟商为财务投资者，品牌负责全部管理。但以上的商业模式是纯 to C，酒类门店的销售往往一半以上发生在门店以外，需要店主的团购资源来支撑门店更好的运转，而加盟情况下店主自管模式才能更有效的组织相关资源。

### 4.2. 具备整合和运营上游酒企产品的能力

华致酒行具备是具备上游产品整合能力的酒类运营商。公司积极引进新品，主要包括：①精品遴选，公司凭借与上游酒企酒商持续稳定、相互信赖的合作关系，从其提供的产品中

筛选出满足国人消费需求和公司战略的产品进行销售推广；②新品开发，当市场上现有酒品不足以完全满足消费者偏好时，公司会从口感、酒体、品味、价格等元素出发，主动提出开发报告，借助酒企丰富的生产经验和成熟的酿造工艺，合作开发出新的酒品，弥补市场空白。

华致酒行获得的经销资格以总经销为主，2018H1 华致酒行总经销资质占比高达 89.5%。总经销类产品均为华致发起，向上游名酒厂定制，包括五粮液年份酒、贵州茅台金酒、古井贡 1818、习坛、虎头汾酒系列等各大名酒厂畅销系列酒。

图 15：华致酒行总经销情况

序号	产品名称	酒企名称	经销商资质	获取时间	新合同约定期限	是否存在区域限制	同类产品的其他总经销商数量	其他同类经销商规模 (万元)
1	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	不存在	-
2	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	不存在	-
3	53°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	不存在	-
4	罗伯特·蒙大非系列葡萄酒	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	不存在	-
5	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)	不存在	-
6	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	不存在	-
7	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	不存在	-
8	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	不存在	-
9	古越龙山年份酒	古越龙山	总经销	2006年	2006年12月21日-2016年12月31日, 已终止	全国	不存在	-
10	“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	不存在	-
11	香格里拉高原干红品牌系列	天露酒业、香格里拉酒业	总经销	2012年	2017年1月1日-2021年12月31日, 已终止	全国	不存在	-
12	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	不存在	-
13	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	不存在	-
14	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	不存在	-
15	“甲等老白汾”系列产品	汾酒销售公司	总经销	2017年	2017年5月23日-2018年9月25日, 已终止	全国	不存在	-
16	“虎头汾酒”系列产品	汾酒科技开发公司	总经销	2017年	2017年4月1日-2022年12月31日	全国	不存在	-
17	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	不存在	-
18	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	1128家	2,490.42
19	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	3083家	1,684.12

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 5. 华致酒行估值对比：高成长享受高溢价

华致酒行目前的估值水平：19-20 年净利润 3.3/4.6 亿元，增速分别为 45%/40%，EPS 分别为 1.41/1.97 元/股，当前股价 39.75 元/股，对应 19-20 年 P/E 分别为 28.3X 和 20.2X。

按照全酒类流通渠道 1.1 万亿规模算，18 年底华致酒行市占率约 0.25%，预计 19/20 年保持 30-40%以上复合增速。

酒类流通连锁企业因为绝大多数主要经营流通酒并且采购渠道及采购方式多样导致毛利率较低或不稳定。华致经营模式与经营的产品与一般流通企业有一定差异性，所以体现出毛利率和净利率等指标比较稳定且稳步提升的情况。

由于其他酒类流通企业盈利基本为负且模式和经营品类有一定差异，所以无法与同行企业进行比较。

表 1：酒类流通企业相关指标

公司	销售费用率 (%)			毛利率 (%)			净利率 (%)		
	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18	FY16	FY17	FY18
华致酒行	8.32	7.06	7.94	17.24	20.30	21.36	5.15	8.62	8.36
壹玖壹玖	7.99	7.65	9.09	9.10	10.94	9.85	-2.91	-1.57	-17.46
银基集团	19.60	8.56	15.43	27.36	9.72	13.68	0.41	-5.86	-8.60
酒便利	19.92	17.87	16.61	16.54	20.27	21.33	-10.33	-2.35	0.77
名品世家	2.17	1.48	0.85	8.91	9.90	8.76	5.01	5.84	5.31
金易久大	28.48	34.47	25.48	40.58	46.66	40.16	-1.87	-2.03	-7.35

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	434.52	492.82	841.95	708.92	1,232.74	营业收入	2,406.52	2,720.80	3,924.49	4,995.87	6,254.83
应收票据及应收账款	84.46	137.47	458.07	188.89	284.09	营业成本	1,917.93	2,139.69	3,086.22	3,901.78	4,858.13
预付账款	326.33	342.10	879.92	631.07	1,143.14	营业税金及附加	11.85	9.47	18.72	21.94	26.36
存货	985.85	1,510.58	1,694.33	2,389.88	2,663.15	营业费用	169.86	215.90	311.60	390.68	474.12
其他	69.50	113.78	163.37	79.41	203.99	管理费用	62.33	59.92	83.59	100.92	109.46
<b>流动资产合计</b>	<b>1,900.66</b>	<b>2,596.75</b>	<b>4,037.64</b>	<b>3,998.17</b>	<b>5,527.11</b>	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	18.83	12.96	7.50	(4.74)	(5.94)
固定资产	7.89	7.53	29.94	72.43	113.96	资产减值损失	3.91	14.21	9.15	9.09	10.82
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.57	0.26	0.06	0.00	0.00	投资净收益	(0.10)	(0.03)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
其他	68.64	67.98	66.35	59.62	56.36	其他	(36.95)	(19.48)	0.09	0.09	0.09
<b>非流动资产合计</b>	<b>77.10</b>	<b>75.77</b>	<b>132.35</b>	<b>201.64</b>	<b>242.08</b>	<b>营业利润</b>	<b>258.85</b>	<b>288.17</b>	<b>407.65</b>	<b>576.17</b>	<b>781.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,977.75</b>	<b>2,672.52</b>	<b>4,170.00</b>	<b>4,199.81</b>	<b>5,769.18</b>	营业外收入	15.95	3.64	12.55	10.71	8.97
短期借款	265.66	546.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	9.88	0.27	3.96	0.00	1.41
应付票据及应付账款	329.82	518.76	545.66	816.75	949.44	<b>利润总额</b>	<b>264.91</b>	<b>291.54</b>	<b>416.25</b>	<b>586.88</b>	<b>789.40</b>
其他	233.52	231.33	968.00	305.01	1,193.41	所得税	57.42	64.05	87.41	123.24	165.77
<b>流动负债合计</b>	<b>829.00</b>	<b>1,296.09</b>	<b>1,513.66</b>	<b>1,121.76</b>	<b>2,142.86</b>	<b>净利润</b>	<b>207.49</b>	<b>227.49</b>	<b>328.84</b>	<b>463.64</b>	<b>623.63</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	4.79	2.62	3.21	6.86	7.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>202.70</b>	<b>224.87</b>	<b>325.62</b>	<b>456.78</b>	<b>616.13</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.88	0.97	1.41	1.97	2.66
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>829.00</b>	<b>1,296.09</b>	<b>1,513.66</b>	<b>1,121.76</b>	<b>2,142.86</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	23.71	27.80	30.85	37.59	44.93	<b>成长能力</b>					
股本	173.67	173.67	231.55	231.55	231.55	营业收入	10.18%	13.06%	44.24%	27.30%	25.20%
资本公积	213.79	213.79	1,127.85	1,127.85	1,127.85	营业利润	110.22%	11.33%	41.46%	41.34%	35.70%
留存收益	951.73	1,176.61	2,393.94	2,808.91	3,349.84	归属于母公司净利润	79.38%	10.94%	44.80%	40.28%	34.89%
其他	(214.15)	(215.43)	(1,127.85)	(1,127.85)	(1,127.85)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,148.75</b>	<b>1,376.43</b>	<b>2,656.34</b>	<b>3,078.06</b>	<b>3,626.33</b>	毛利率	20.30%	21.36%	21.36%	21.90%	22.33%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,977.75</b>	<b>2,672.52</b>	<b>4,170.00</b>	<b>4,199.81</b>	<b>5,769.18</b>	净利率	8.42%	8.26%	8.30%	9.14%	9.85%
						ROE	18.02%	16.67%	12.40%	15.02%	17.20%
						ROIC	25.43%	25.79%	24.09%	25.82%	26.54%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	41.92%	48.50%	36.30%	26.71%	37.14%
						净负债率	-14.70%	3.86%	-31.70%	-23.03%	-33.99%
						流动比率	2.29	2.00	2.67	3.56	2.58
						速动比率	1.10	0.84	1.55	1.43	1.34
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	12.48	24.52	13.18	15.44	26.45
						存货周转率	2.68	2.18	2.45	2.45	2.48
						总资产周转率	1.14	1.17	1.15	1.19	1.25
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.88	0.97	1.41	1.97	2.66
						每股经营现金流	1.58	-1.04	0.05	-0.07	2.78
						每股净资产	4.86	5.82	11.34	13.13	15.47
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	45.41	40.93	28.27	20.15	14.94
						市净率	8.18	6.82	3.51	3.03	2.57
						EV/EBITDA	0.00	0.00	19.97	14.73	10.18
						EV/EBIT	0.00	0.00	20.06	14.83	10.26

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	207.49	227.49	325.62	456.78	616.13
折旧摊销	10.80	6.21	1.79	3.98	6.31
财务费用	19.73	15.78	7.50	(4.74)	(5.94)
投资损失	0.10	0.03	0.04	0.04	0.04
营运资金变动	148.97	(520.41)	(326.57)	(478.72)	19.25
其它	(22.00)	29.64	3.21	6.86	7.50
<b>经营活动现金流</b>	<b>365.10</b>	<b>(241.26)</b>	<b>11.60</b>	<b>(15.81)</b>	<b>643.29</b>
资本支出	1.31	0.90	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3.22)	(2.23)	(120.04)	(160.04)	(100.04)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1.91)</b>	<b>(1.33)</b>	<b>(60.04)</b>	<b>(80.04)</b>	<b>(50.04)</b>
债权融资	265.66	546.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	44.33	47.47	1,027.80	66.45	67.65
其他	(718.09)	(336.17)	(630.22)	(103.63)	(137.07)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(408.10)</b>	<b>257.30</b>	<b>397.58</b>	<b>(37.18)</b>	<b>(69.42)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(44.91)</b>	<b>14.70</b>	<b>349.14</b>	<b>(133.03)</b>	<b>523.82</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com