

## 中报业绩预告超预期, 拟参与设立投资基金 基金深化供应商合作与渠道建设

华致酒行 (300755)

### 事件

公司公布 2019 年半年度业绩预告: 预计 2019 年上半年实现归母净利润 1.94-2.01 亿元, 同比增长 40.05%-45.48%。

公司全资子公司西藏中糖拟与宜宾五粮液基金共同投资设立宜宾五商股权投资基金, 专项投资于 KA 渠道供应链管理公司。

### 简评

#### 线上线下齐发力, 推动上半年业绩增速超预期

公司 11 日发布业绩预告, 预计 2019 年上半年实现归母净利润 1.94-2.01 亿元, 同比增长 40.05%-45.48%, 业绩增速超预期。公司业绩快速增长原因为: 1. 加大华致酒库开发力度, 品牌门店的数量增加; 2. 丰富产品结构, 推出华致优选电商平台, 效果明显; 3. 加强精细化营销, 华致酒行、华致酒库以及终端网点的单店销售额大幅提升; 4. 毛利率较高的主销产品随着销售收入的增加, 贡献较大利润。

#### 拟参与设立宜宾五商股权投资基金, 加深核心供应商合作、促进营销系统扁平化的构建推进

公司全资子公司西藏中糖拟与宜宾五粮液基金共同投资设立宜宾五商股权投资基金, 专项投资于 KA 渠道供应链管理公司。西藏中糖出资额为人民币 4000 万元, 占合伙企业全体合伙人认缴出资总额的比例为 4%。本次投资有利于加深公司与核心供应商五粮液集团的合作关系 (公司现为五粮液前五大经销商之一), 并有助于维护 KA 终端品牌形象, 提升管理效率。

#### 公司成长逻辑再次得到验证, 成长动力充足

2019H1 公司业绩超预期, 再次验证华致酒行的成长逻辑。我们认为公司在渠道、品类仍有巨大成长空间。①渠道: 截至 2018 年末, 公司各类零售门店总数接近四千家, 其中包括 151 家华致酒行、约 700 家华致酒库、3000 多个零售网点、20 余家 KA 卖场、160 余家终端供应商以及数量众多的团购和电商客户。我们认为公司线下营销网络体系存在 10 倍空间, 全渠道网络有望从 5000

维持

增持

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号: S1440517090002

研究助理: 周博文

zhou Bowen@csc.com.cn

010-86451380

研究助理: 邱季

qiuji@csc.com.cn

010-86451494

发布日期: 2019 年 07 月 15 日

当前股价: 36.68 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
17.9/16.66	-1.28/7.21	119.89/116.84
12 月最高/最低价 (元)		42.9/20.15
总股本 (万股)		23,155.47
流通 A 股 (万股)		5,788.87
总市值 (亿元)		84.93
流通市值 (亿元)		21.23
近 3 月日均成交量 (万)		329.6
主要股东		
云南融睿高新技术投资管理有限 公司		47.8%

### 股价表现



家提升至 50000 家，包括华致酒行、华致酒库品牌终端，以及扁平化直供网络（零售网点\ka 卖场\团购客户\电商客户）；同时线上渠道存在与互联网龙头深度合作的可能；②品类：公司在做强名优白酒的同时，有望加大高端定制酒占比，并在红酒方面与世界名酒庄合作提升占比；此外，公司亦有望凭借其产品保真影响力在老酒市场、非酒品类进行开拓。

**投资建议：**公司系国内酒类流通领域的首家 A 股上市企业，产品保真客户口碑佳，以白酒为主品类并积极拓展。上游建立全球精品酒水全产品体系，下游渠道持续扩张并加速全渠道融合，后物流供应链能力不断强化，未来扩张空间巨大。我们上调对公司的盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 3.2、4.1、5.0 亿元，对应 PE 为 26、21、17 倍，维持“增持”评级。

**风险因素：**行业竞争加剧；居民酒类消费需求下降；渠道扩张不及预期；上游酒企议价能力大幅增强

**表 1：盈利预测（单位：百万元）**

利润表	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,720.8</b>	<b>3,549.9</b>	<b>4,229.7</b>	<b>5,011.8</b>	<b>成长性</b>				
减: 营业成本	2,139.7	2,748.2	3,257.8	3,845.5	营业收入增长率	13.1%	30.5%	19.2%	18.5%
营业税费	9.5	10.6	12.7	15.0	营业利润增长率	11.3%	43.2%	25.8%	22.7%
销售费用	215.9	284.0	327.8	388.4	净利润增长率	10.9%	43.9%	25.7%	22.6%
管理费用	59.9	74.5	84.6	100.2	EBITDA 增长率	16.9%	68.4%	33.7%	25.7%
财务费用	13.0	7.7	19.8	20.9	EBIT 增长率	17.1%	49.3%	28.2%	22.0%
资产减值损失	14.2	12.0	8.0	5.0	NOPLAT 增长率	8.0%	40.5%	28.2%	22.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	49.4%	19.0%	28.1%	2.8%
投资和汇兑收益	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	净资产增长率	19.8%	23.4%	19.4%	20.0%
<b>营业利润</b>	<b>288.2</b>	<b>412.8</b>	<b>519.0</b>	<b>636.7</b>	<b>利润率</b>				
加: 营业外净收支	3.4	4.4	5.2	6.2	毛利率	21.4%	22.6%	23.0%	23.3%
<b>利润总额</b>	<b>291.5</b>	<b>417.1</b>	<b>524.3</b>	<b>642.9</b>	营业利润率	10.6%	11.6%	12.3%	12.7%
减: 所得税	64.0	89.7	112.7	138.2	净利润率	8.3%	9.1%	9.6%	9.9%
<b>净利润</b>	<b>224.9</b>	<b>323.5</b>	<b>406.6</b>	<b>498.6</b>	EBITDA/营业收入	10.4%	13.4%	15.1%	16.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	10.3%	11.8%	12.7%	13.1%
货币资金	492.8	710.0	845.9	1,002.4	<b>运营效率</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	1	15	32	38
应收帐款	158.2	157.3	195.1	194.7	流动营业资本周转天数	149	133	119	106
应收票据	4.7	11.0	7.8	14.5	流动资产周转天数	298	280	271	260
预付帐款	342.1	421.3	447.4	535.3	应收帐款周转天数	17	16	15	14
存货	1,510.6	1,543.0	1,895.8	1,949.7	存货周转天数	165	155	146	138
其他流动资产	88.3	73.2	71.7	77.7	总资产周转天数	308	305	315	309
可供出售金融资产	-	-	-	-	投资资本周转天数	150	151	157	151
持有至到期投资	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>				
长期股权投资	-	-	-	-	ROE	16.7%	19.4%	20.4%	20.9%
投资性房地产	-	-	-	-	ROA	8.5%	9.8%	10.1%	11.1%
固定资产	7.5	291.4	456.7	591.5	ROIC	25.8%	24.2%	26.1%	24.9%
在建工程	-	60.0	96.0	117.6	<b>费用率</b>				

## 上市公司简评报告

无形资产	0.3	0.1	-	-	销售费用率	7.9%	8.0%	7.8%	7.8%
其他非流动资产					管理费用率	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
<b>资产总额</b>	<b>2,672.5</b>	<b>3,333.6</b>	<b>4,076.1</b>	<b>4,539.8</b>	财务费用率	0.5%	0.2%	0.5%	0.4%
短期债务	546.0	602.4	772.9	758.1	三费/营业收入	10.6%	10.3%	10.2%	10.2%
应付帐款	183.4	259.4	301.6	403.4	<b>偿债能力</b>				
应付票据	412.7	472.9	613.1	711.5	资产负债率	48.5%	49.0%	50.2%	46.4%
其他流动负债					负债权益比	94.2%	96.2%	100.9%	86.5%
长期借款	-	96.1	179.6	-	流动比率	2.00	1.89	1.85	1.79
其他非流动负债					速动比率	0.84	0.89	0.84	0.87
<b>负债总额</b>	<b>1,296.1</b>	<b>1,634.9</b>	<b>2,047.2</b>	<b>2,105.9</b>	利息保障倍数	21.73	54.76	27.23	31.49
<b>少数股东权益</b>	<b>27.8</b>	<b>31.7</b>	<b>36.7</b>	<b>42.7</b>	<b>分红指标</b>				
股本	173.7	231.6	231.6	231.6	DPS(元)	0.20	0.28	0.35	0.43
留存收益	1,176.6	1,435.4	1,760.7	2,159.6	分红比率	20.6%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,376.4</b>	<b>1,698.7</b>	<b>2,028.9</b>	<b>2,433.9</b>	股息收益率	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	227.5	323.5	406.6	498.6	EPS(元)	0.97	1.40	1.76	2.15
加:折旧和摊销	6.2	56.3	98.8	143.6	BVPS(元)	5.82	7.20	8.60	10.33
资产减值准备	14.2	-	-	-	PE(X)	37.8	26.3	20.9	17.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	6.3	5.1	4.3	3.6
财务费用	15.8	7.7	19.8	20.9	P/FCF	154.9	39.2	41.3	34.4
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	3.12	2.39	2.01	1.69
少数股东损益	2.6	3.9	4.9	6.1	EV/EBITDA	-	17.7	13.5	10.3
营运资金的变动	-520.0	65.5	-233.3	100.0	CAGR(%)	30.4%	42.8%	25.6%	30.4%
<b>经营活动现金流量</b>	<b>-241.3</b>	<b>457.0</b>	<b>296.9</b>	<b>769.2</b>	PEG	1.2	0.6	0.8	0.6
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-1.3</b>	<b>-400.0</b>	<b>-300.0</b>	<b>-300.0</b>	ROIC/WACC	7.4	6.9	7.4	7.1
<b>融资活动现金流量</b>	<b>257.3</b>	<b>160.2</b>	<b>139.1</b>	<b>-312.7</b>	REP	-	0.8	0.6	0.5

资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**史琨：**CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

## 研究助理

**周博文** 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

**邱季** 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859