

公司研究/公告点评

2019年07月11日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 36.68
合理价格区间(元): 42.90~44.20

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

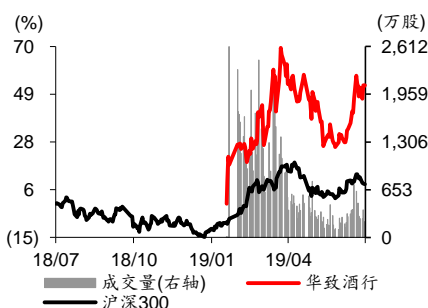
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1《华致酒行(300755,增持): 单店收入提升 + 前瞻性备货计划》2019.04
- 2《华致酒行(300755,增持): 加强对酒企和消费者的粘性》2019.04
- 3《华致酒行(300755,增持): 国内领先精品酒水营销和服务商》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	231.55
流通 A 股 (百万股)	57.89
52 周内股价区间 (元)	24.18-40.96
总市值 (百万元)	8,493
总资产 (百万元)	3,492
每股净资产 (元)	10.05

资料来源: 公司公告

中高端酒需求强劲, 业绩超预期

华致酒行(300755)

华致酒行 19H1 实现净利 1.94~2.01 亿元, 同比增长 40.05%~45.48%

华致酒行 7 月 11 日发布 2019 半年度业绩预告, 2019H1 公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.94 亿元~2.01 亿元, 同比增长 40.05%~45.48%。公司业绩同比有较大增幅的原因是品牌门店数量的增长、华致优选电商平台的推出、精细化营销带来的单店销售增长以及毛利率较高产品收入的增长。公司的业绩高于我们此前的预期, 我们上调盈利预测, 预计 2019~2021 年 EPS 将分别达到 1.30 元, 1.56 元和 1.85 元, 维持“增持”评级。

门店扩张维度: 对加盟商具有吸引力的华致酒库的数量将加速增长

伴随着高端酒水消费需求特征的转变, 公司的品牌门店模式从传统的直营酒行转向加盟条款更灵活、初始投资规模更小的酒库。根据公司规划, 到 2021 年华致酒库门店数量会从当前的 1000 家上升至 3000 家, 平均每年增加约 660 家, 这与 2018 年全年增加 223 家门店相比明显加速。我们认为在中高端白酒需求持续增长的背景下, 酒库的灵活机制和利润空间对于加盟商具有较强的吸引力, 我们看好未来 3 年华致酒库品牌门店数量的持续扩张给公司带来的收入和利润弹性。

单店销售维度: 营销手法的创新叠加产品组合的优化推动单店收入增长

公司推出华致优选电商平台, 充分利用大数据为门店引流, 让门店获得更多的客户资源, 对接更丰富的消费需求。同时伴随华致酒库门店数量的增长和重点区域内门店密度的增加, 供应链也可以消化线上流量, 承担消费场景的实现。与此同时, 华致酒行丰富的中高档产品供应也有助于终端门店客单价的提升, 最终合力推动单店收入的持续增长。

与主要供应商关系维度: 与五粮液集团子公司建立合作, 显示良好关系

根据公司公告, 为了加强与核心供应商的合作, 促进公司营销系统扁平化的构建推进, 公司的全资子公司西藏中糖拟与宜宾五粮液基金共同投资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。其中西藏中糖出资额为人民币 4000 万元, 占全体合伙人认缴出资总额的 4%。合作方宜宾五粮液基金的控股股东是宜宾五粮液集团, 我们认为此次合作的落地彰显了华致酒行与核心供应商之一五粮液的良好关系。

看好中高端白酒需求旺盛背景下华致酒行的增长潜力, 维持“增持”评级

我们认为华致酒行将显著的受益于中高端白酒需求的持续增长, 这样的行业环境有利于华致酒行品牌门店的扩张和全渠道的网络搭建。我们上调盈利预测, 预计华致酒行 2019~2021 年收入将分别达到 33.85 亿元 (上调 7%), 40.83 亿元 (上调 13%) 和 49.08 亿元 (上调 20%), 分别同比增长 24.40%, 20.62% 和 20.22%; EPS 将分别达到 1.30 元 (上调 7%), 1.56 元 (上调 11%) 和 1.85 元 (上调 18%)。可比公司平均估值水平为 2019 年 33 倍 PE, 给予华致酒行 2019 年 33~34 倍 PE, 目标价范围为 42.90 元~44.20 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 与上游酒企关系的恶化; 门店扩张不达预期; 食品安全。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,407	2,721	3,385	4,083	4,908
+/-%	10.18	13.06	24.40	20.62	20.22
归属母公司净利润 (百万元)	202.70	224.87	300.40	361.67	429.10
+/-%	79.38	10.94	33.59	20.39	18.65
EPS (元, 最新摊薄)	0.88	0.97	1.30	1.56	1.85
PE (倍)	41.90	37.77	28.27	23.48	19.79

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

可比公司估值表

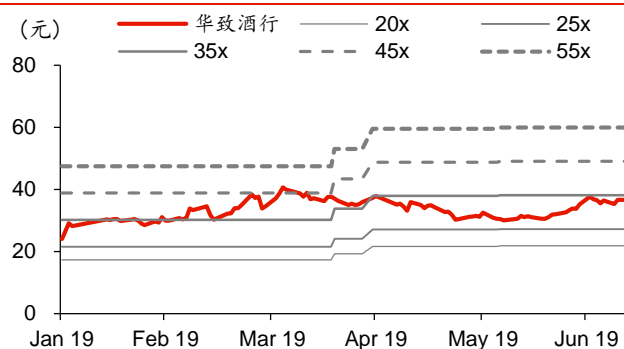
图表1：华致酒行可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 元	EPS (元)			PE (倍)		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603517.SH	绝味食品	35.70	1.57	1.89	2.27	23	19	16
002695.SZ	煌上煌	13.97	0.34	0.46	0.56	41	31	25
603777.SH	来伊份	14.14	0.03	0.28	0.30	471	51	47
平均						33		

资料来源：Wind，华泰证券研究所 收盘价取 2019 年 7 月 11 日，盈利预测取 Wind 一致预期

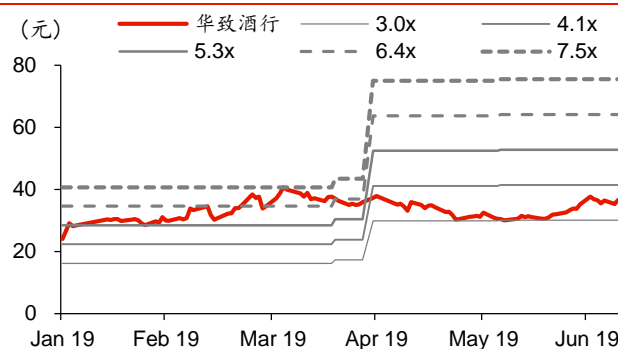
PE/PB - Bands

图表2：华致酒行历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：华致酒行历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,901	2,597	2,784	3,240	3,939
现金	434.52	492.82	442.16	456.50	463.82
应收账款	75.79	132.74	98.05	157.68	201.22
其他应收账款	15.84	25.47	32.41	40.81	54.65
预付账款	326.33	342.10	557.10	575.40	704.05
存货	985.85	1,511	1,481	1,904	2,393
其他流动资产	62.34	93.04	173.54	105.17	122.34
非流动资产	77.10	75.77	171.76	250.12	315.66
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	7.89	7.53	51.01	106.96	159.11
无形资产	0.57	0.26	0.26	0.26	0.26
其他非流动资产	68.64	67.98	120.49	142.90	156.29
资产总计	1,978	2,673	2,956	3,490	4,255
流动负债	829.00	1,296	1,218	1,386	1,717
短期借款	265.66	546.00	306.87	417.07	539.07
应付账款	329.82	518.76	491.79	639.04	803.67
其他流动负债	233.52	231.33	418.85	329.87	373.84
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	829.00	1,296	1,218	1,386	1,717
少数股东权益	23.71	27.80	31.30	35.52	40.52
股本	173.67	173.67	231.55	231.55	231.55
资本公积	213.79	213.79	213.79	213.79	213.79
留存公积	737.95	962.82	1,262	1,623	2,052
归属母公司股东权益	1,125	1,349	1,707	2,069	2,498
负债和股东权益	1,978	2,673	2,956	3,490	4,255

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	365.10	(241.26)	243.85	12.57	2.00
净利润	207.49	227.49	303.90	365.88	434.10
折旧摊销	10.80	6.21	6.52	19.06	35.35
财务费用	18.83	12.96	12.50	8.44	16.66
投资损失	0.10	0.03	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	109.79	(502.28)	(26.51)	(383.40)	(483.23)
其他经营现金	18.08	14.33	(52.57)	2.59	(0.89)
投资活动现金	(1.91)	(1.33)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
资本支出	2.29	1.45	100.00	100.00	100.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.38	0.12	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(408.10)	257.30	(194.50)	101.77	105.33
短期借款	(142.00)	280.34	(239.13)	110.21	121.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	57.89	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(266.10)	(23.04)	(13.26)	(8.44)	(16.66)
现金净增加额	(44.93)	14.65	(50.66)	14.34	7.33

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,407	2,721	3,385	4,083	4,908
营业成本	1,918	2,140	2,650	3,195	3,839
营业税金及附加	11.85	9.47	11.78	14.21	17.08
营业费用	169.86	215.90	240.32	300.07	363.19
管理费用	62.33	59.92	74.55	89.92	108.09
财务费用	18.83	12.96	12.50	8.44	16.66
资产减值损失	3.91	14.21	9.15	9.09	10.82
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.10)	(0.03)	0.00	0.00	0.00
营业利润	258.85	288.17	386.09	465.52	552.95
营业外收入	15.95	3.64	3.64	3.64	3.64
营业外支出	9.88	0.27	0.27	0.27	0.27
利润总额	264.91	291.54	389.46	468.89	556.32
所得税	57.42	64.05	85.56	103.01	122.21
净利润	207.49	227.49	303.90	365.88	434.10
少数股东损益	4.79	2.62	3.50	4.22	5.00
归属母公司净利润	202.70	224.87	300.40	361.67	429.10
EBITDA	288.48	307.33	405.11	493.01	604.95
EPS (元, 基本)	1.17	1.29	1.30	1.56	1.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.18	13.06	24.40	20.62	20.22
营业利润	110.22	11.33	33.98	20.57	18.78
归属母公司净利润	79.38	10.94	33.59	20.39	18.65
获利能力 (%)					
毛利率	20.30	21.36	21.70	21.73	21.78
净利率	8.42	8.26	8.88	8.86	8.74
ROE	18.02	16.67	17.60	17.48	17.18
ROIC	22.97	16.89	19.93	18.26	17.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.92	48.50	41.19	39.71	40.34
净负债比率 (%)	32.05	42.13	25.20	30.09	31.40
流动比率	2.29	2.00	2.29	2.34	2.29
速动比率	1.10	0.82	1.07	0.96	0.90
营运能力					
总资产周转率	1.14	1.17	1.20	1.27	1.27
应收账款周转率	63.51	24.02	27.21	31.93	27.35
应付账款周转率	6.54	5.04	5.25	5.65	5.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.97	1.30	1.56	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	(1.04)	1.05	0.05	0.01
每股净资产(最新摊薄)	4.86	5.82	7.37	8.93	10.79
估值比率					
PE (倍)	41.90	37.77	28.27	23.48	19.79
PB (倍)	7.55	6.30	4.98	4.11	3.40
EV_EBITDA (倍)	29.72	27.90	21.17	17.39	14.17

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com