

业绩符合预告，展店及单店增速良好

——华致酒行(300755.SZ) 2020年半年报点评

公司简报

◆1H2020 营业收入同比增长 24.9%，归母净利润同比增长 6.24%

1H2020 实现营业收入 23.63 亿元，同比增长 24.90%；实现归母净利润 2.13 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.51 元，同比增长 6.24%；实现扣非归母净利润 1.86 亿元，同比增长 5.11%，业绩符合公司前期发布的预告。

单季度拆分来看，2Q2020 实现营业收入 10.68 亿元，同比增长 39.53%；实现归母净利润 1.16 亿元，同比增长 3.07%；实现扣非归母净利润 0.89 亿元，同比减少 12.71%。

◆综合毛利率下降 1.82 个百分点，期间费用率上升 0.04 个百分点

1H2020 公司综合毛利率为 18.75%，同比下降 1.82 个百分点。

1H2020 公司期间费用率为 8.83%，同比上升 0.04 个百分点，其中，销售/管理/财务费用率分别为 6.53%/1.95%/0.35%，同比分别变化 0.53/-0.17/-0.32 个百分点。

◆疫情加速市占率提升，展店及单店增速良好

线下渠道方面公司持续推进零售网点向华致名酒库的转型，一季度展店受疫情影响有所放缓，但截至报告期末已逐步恢复至正常水平。在行业上下游均呈现洗牌迹象的背景下，公司保真保质的经营理念为公司实现渠道扩张和销售增长奠定了坚实基础。报告期内，公司门店数量同比增长 47%，单店销售收入同比增长 21%。线上方面华致优选电商平台运营情况良好，把握疫情宅家机遇推出多场专题促销活动，新用户数及线上销售增长均有稳定表现。自营品类方面公司在白酒及葡萄酒品类均有新品推出，产品结构进一步完善。

◆下调盈利预测，维持“买入”评级

综合考虑疫情冲击对酒类线下消费的负面影响，我们下调持对公司 20-22 年 EPS 的预测至 0.83/0.99/1.18 元（之前为 0.91/1.15/1.42 元），公司渠道持续快速拓展，受益于白酒高景气度，维持“买入”评级。

◆风险提示：与上游酒企的合作关系未能维持，渠道拓展未达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,721	3,738	4,475	5,398	6,507
营业收入增长率	13.06%	37.38%	19.73%	20.62%	20.54%
净利润(百万元)	225	319	344	411	491
净利润增长率	10.94%	42.06%	7.77%	19.34%	19.52%
EPS(元)	1.29	0.77	0.83	0.99	1.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.67%	12.74%	12.36%	13.14%	13.89%
P/E	27	45	42	35	29
P/B	4.5	5.8	5.2	4.6	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 08 月 27 日

买入(维持)

当前价：34.75 元

分析师

唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsec.com

孙路(执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

sunlu@ebsec.com

市场数据

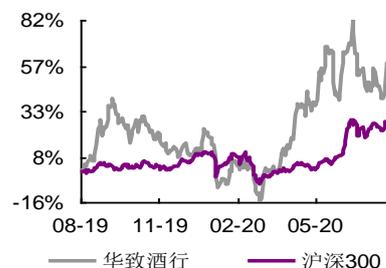
总股本(亿股)：4.17

总市值(亿元)：144.84

一年最低/最高(元)：17.03/37.86

近 3 月换手率：112.20%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	11.57	1.61	38.41
绝对	16.58	23.78	64.05

资料来源：Wind

相关研报

一季度业绩符合预告，品牌渠道优势持续增强——华致酒行(300755.SZ) 2019 年年报和 2020 年一季报点评

.....2020-04-24

图表 1：公司 2020Q2 归母净利润同增 3.07%

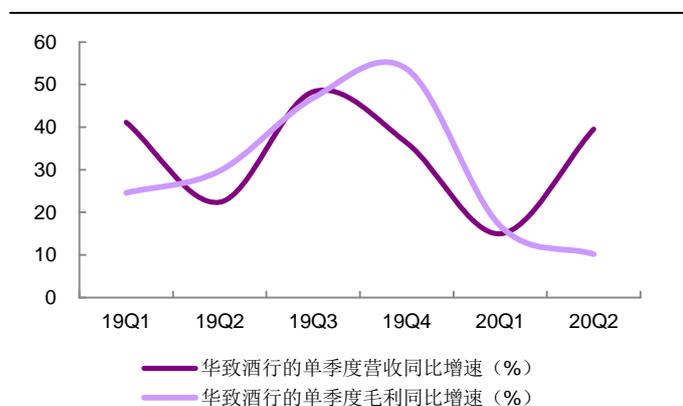
	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
1Q2018	6109.24	NA	0.15	0.00	NA	0.00	6109.24
2Q2018	7707.33	NA	0.18	12909.74	5.45	0.31	-5202.42
3Q2018	6046.87	NA	0.15	5947.04	NA	0.14	99.84
4Q2018	2623.84	NA	0.06	1892.52	-88.81	0.05	731.32
1Q2019	8868.06	45.16	0.21	7538.72	NA	0.18	1329.34
2Q2019	11220.57	45.58	0.27	10198.06	-21.00	0.24	1022.51
3Q2019	9017.07	49.12	0.22	9009.48	51.50	0.22	7.58
4Q2019	2838.72	8.19	0.07	2816.57	48.83	0.07	22.15
1Q2020	9777.84	10.26	0.23	9741.44	29.22	0.23	36.40
2Q2020	11564.78	3.07	0.28	8901.95	-12.71	0.21	2662.83
TTM	33198.41	15.44	0.80	30469.45	19.13	0.73	2728.96

资料来源：公司公告

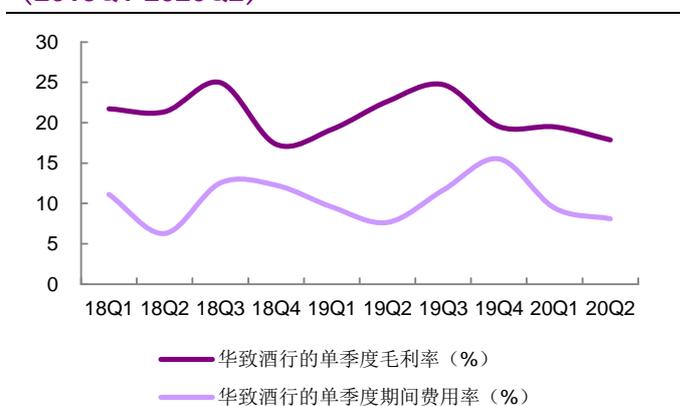
图表 2：公司 2020Q2 毛利率同比下降 4.76 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率较上年同 期同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率较上年同 期同比变动 (百分点)
1Q2018	79808.15	NA	21.72	NA	11.11	7.65	NA
2Q2018	62539.23	NA	21.35	NA	6.28	12.32	NA
3Q2018	64800.78	NA	24.96	NA	12.54	9.33	NA
4Q2018	64932.27	NA	17.32	NA	12.26	4.04	NA
1Q2019	112638.16	41.14	19.17	-2.55	9.57	7.87	0.22
2Q2019	76531.68	22.37	22.64	1.28	7.65	14.66	2.34
3Q2019	96106.01	48.31	24.71	-0.25	11.65	9.38	0.05
4Q2019	88512.99	36.32	19.53	2.21	15.52	3.21	-0.83
1Q2020	129486.42	14.96	19.48	0.31	9.43	7.55	-0.32
2Q2020	106782.95	39.53	17.87	-4.76	8.10	10.83	-3.83
TTM	420888.37	31.98	20.28	-0.52	10.88	7.89	-1.13

资料来源：公司公告

图表 3：公司单季度营收和毛利增速 (2019Q1-2020Q2)


资料来源：公司公告

图表 4：公司单季度毛利率和期间费用率 (2018Q1-2020Q2)


资料来源：公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,721	3,738	4,475	5,398	6,507
营业成本	2,140	2,938	3,543	4,271	5,147
折旧和摊销	2	2	4	5	7
税金及附加	9	13	16	19	23
销售费用	216	296	358	416	506
管理费用	60	96	110	127	152
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	13	23	29	39	53
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	288	387	443	532	633
利润总额	292	389	434	517	618
所得税	64	68	87	103	124
净利润	227	321	347	414	494
少数股东损益	3	1	3	3	3
归属母公司净利润	225	319	344	411	491
EPS(按最新股本计)	1.29	0.77	0.83	0.99	1.18

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-241	108	164	184	215
净利润	225	319	344	411	491
折旧摊销	2	2	4	5	7
净营运资金增加	561	675	478	596	725
其他	-1,029	-889	-662	-828	-1,007
投资活动产生现金流	-1	-95	-20	-50	-25
净资本支出	-1	-55	-20	-25	-25
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-40	0	-25	0
融资活动现金流	257	978	67	189	198
股本变化	0	243	0	0	0
债务净变化	280	48	161	296	332
无息负债变化	187	236	141	229	281
净现金流	15	990	210	323	388

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	21.4%	21.4%	20.8%	20.9%	20.9%
EBITDA 率	11.3%	11.9%	10.6%	10.7%	10.6%
EBIT 率	11.1%	11.6%	10.5%	10.6%	10.5%
税前净利润率	10.7%	10.4%	9.7%	9.6%	9.5%
归母净利润率	8.3%	8.5%	7.7%	7.6%	7.5%
ROA	8.5%	7.8%	7.4%	7.4%	7.5%
ROE (摊薄)	16.7%	12.7%	12.4%	13.1%	13.9%
经营性 ROIC	9.9%	11.7%	10.6%	11.0%	11.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	48%	38%	40%	43%	46%
流动比率	2.00	2.54	2.44	2.25	2.13
速动比率	0.84	1.48	1.46	1.34	1.29
归母权益/有息债务	2.47	4.22	3.69	2.97	2.55
有形资产/有息债务	4.77	6.84	6.16	5.24	4.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,673	4,138	4,721	5,591	6,615
货币资金	493	1,356	1,566	1,889	2,277
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	133	63	75	90	109
应收票据	5	2	2	2	3
其他应收款 (合计)	25	74	89	107	129
存货	1,511	1,670	1,842	2,178	2,522
其他流动资产	88	122	196	288	344
流动资产合计	2,597	4,015	4,585	5,410	6,414
其他权益工具	0	40	40	40	40
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	8	9	22	33	42
在建工程	0	0	3	5	7
无形资产	0	4	4	9	13
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	0	1	1	1
非流动资产合计	76	123	136	181	201
总负债	1,296	1,580	1,882	2,408	3,021
短期借款	546	594	755	1,052	1,384
应付账款	106	63	76	91	110
应付票据	413	363	437	527	635
预收账款	57	310	371	447	539
其他流动负债	26	9	23	42	64
流动负债合计	1,296	1,580	1,881	2,406	3,018
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	1	2	3
非流动负债合计	0	0	1	2	3
股东权益	1,376	2,558	2,839	3,183	3,595
股本	174	417	417	417	417
公积金	303	964	999	1,040	1,066
未分配利润	873	1,129	1,372	1,672	2,055
归属母公司权益	1,349	2,508	2,785	3,127	3,535
少数股东权益	28	51	54	57	60

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.94%	7.92%	8.00%	7.70%	7.78%
管理费用率	2.20%	2.58%	2.45%	2.35%	2.33%
财务费用率	0.48%	0.62%	0.65%	0.72%	0.81%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	22%	17%	20%	20%	20%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.16	0.17	0.20	0.24
每股经营现金流	-1.39	0.26	0.39	0.44	0.52
每股净资产	7.77	6.02	6.68	7.50	8.48
每股销售收入	15.67	8.97	10.74	12.95	15.61

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	27	45	42	35	29
PB	4.5	5.8	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	23.4	34.7	32.3	27.1	23.1
股息率	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼