

增持 (维持)

华致酒行 (300755)

业绩符合预期, 23 年利润弹性大

2023 年 4 月 28 日

市场数据

日期	2022-04-27
收盘价(元)	26.77
总股本(百万股)	416.80
流通股本(百万股)	416.48
净资产(百万元)	3,718.41
总资产(百万元)	8,440.90
每股净资产(元)	8.92

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《华致酒行 20Q3 点评: Q3 营收增长提速, 线下展店+线上运营效果显著》2020-10-23

《华致酒行 2022 三季报点评: 消费弱化影响盈利能力, 看好复苏趋势》2022-11-15

分析师:

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

金秋

jinqiu@xyzq.com.cn

S0190520080004

投资要点

- **公司公告:** 公司发布 2022 年业绩, 2022 年营收 87.08 亿元/+16.73% (同比, 下同), 归母净利润 3.66 亿元/-45.77%, 业绩符合预期。2022 年综合毛利率/归母净利率为 14.03%/4.2%, 较去年同期-6.92pp/-4.86pp。由此测算, 22Q4 单季度, 公司实现营业收入为 12.28 亿元/-17.47%, 22Q4 归母净利润为 0.13 亿元/-86.32%, 归母净利率为 1.06%。
- **白酒和葡萄酒收入贡献稳步提升, 价格提升贡献大于量的提升。**1) 白酒: 22 年实现收入 78.28 亿元/+19.9%, 占收入比为 89.89%, 同比上升 2.37pp。22 年白酒销量为 752.58 万升/+6.53%; 价格为 1040.16 元/升, 同比+12.54%。22 年白酒库存为 383.43 万升/+29.84%。2) 葡萄酒: 22 年实现收入 6.07 亿元/+28.87%, 占收入比为 6.97%, 同比上升 0.66pp。22 年销量为 237.89 万升/+4.8%, 价格为 255.17 元/升, 同比+22.97%。22 年葡萄酒库存为 154.5 万升/+11.11%。3) 进口烈酒: 22 年收入为 1.5 亿元/-50.98%。
- **毛利率与净利率有所下滑, 主要系疫情下名酒需求较精品酒更为刚需、名酒占比略有提升。**22 年毛利率/归母净利率分别为 14.03%/4.2%, 较去年同期-6.92pp/-4.86pp。其中, 2022 年白酒的毛利率为 12.97%, 同比-8.51pp。疫情下公司名酒业务保持稳定增长, 但较为依赖线下推荐场景的高毛利定制酒受影响较大, 占比降低, 拖累了毛利率。
- **费用率管控良好, 22 年期间费用率为 8.97%, 同比下降 0.68pp。**1) 销售费用率 6.94%, 同比降低 0.79pp。疫情下品鉴会受到限制, 营销费用投放较为谨慎。2) 管理费用率 1.78%, 同比提升 0.02pp, 主要为职工人数增加导致薪酬增加和固定资产折旧摊销所致。3) 财务费用率 0.25%, 同比上升 0.08pp, 主要因为银行贷款规模&利息费用增加。
- **投资建议:** 22 年除 Q4 疫情影响严重外, Q1-3 公司在环境波动下维持了较稳定的销售, 高毛利定制酒受损拖累业绩。但公司快速扩张网点、招聘销售人员, 为 23 年打好基础。23Q1 行业仍处恢复、去库存阶段, 叠加 22 年收入、业绩增速逐季度下降的基数效应, 预计 23Q2 开始业绩显著加速。预计 23-25 年收入 111.42、138.09、167.07 亿元, 同增 28%、24%、21%; 业绩 6.51、8.01、9.64 亿元, 同增 78%、23%、20%, 对应 4 月 27 日估值 17.13x、13.94x、11.58x, 已到历史估值底部, 建议积极关注。

风险提示: 宏观经济下行, 竞争格局恶化, 渠道拓展不及预期

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8708	11142	13809	16707
同比增长	17%	28%	24%	21%
归母净利润(百万元)	366	651	801	964
同比增长	-46%	78%	23%	20%
毛利率	14.0%	16.6%	17.2%	17.5%
ROE	10.1%	13.3%	14.3%	14.9%
每股收益(元)	0.88	1.56	1.92	2.31
市盈率	30.46	17.13	13.94	11.58

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7942	8679	10582	12362
货币资金	1178	1237	1626	1771
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	297	289	363	481
预付款项	2739	2602	2973	3308
存货	3429	4146	5103	6153
其他	298	405	517	649
非流动资产	499	498	489	487
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	248	228	208	189
在建工程	0	0	0	0
无形资产	9	8	5	1
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	24	7	-25	-61
其他	218	255	301	358
资产总计	8441	9177	11072	12848
流动负债	4685	4133	5306	6201
短期借款	1365	843	880	998
应付票据及应付账款	2165	1983	2930	3486
其他	1154	1307	1496	1717
非流动负债	38	39	41	42
长期借款	0	0	0	0
其他	38	39	41	42
负债合计	4722	4173	5346	6243
股本	417	417	417	417
资本公积	857	1551	1551	1551
未分配利润	2191	2737	3401	4214
少数股东权益	79	92	107	126
股东权益合计	3718	5005	5725	6605
负债及权益合计	8441	9177	11072	12848

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	366	651	801	964
折旧和摊销	24	40	47	55
资产减值准备	25	14	12	17
资产处置损失	0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	29	17	17	17
投资损失	-4	-3	-3	-3
少数股东损益	7	12	15	19
营运资金的变动	-769	-760	-431	-918
经营活动产生现金流量	-330	17	505	199
投资活动产生现金流量	-172	-31	-40	-54
融资活动产生现金流量	538	73	-75	-1
现金净变动	36	59	389	144
现金的期初余额	715	1178	1237	1626
现金的期末余额	751	1237	1626	1771

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8708	11142	13809	16707
营业成本	7486	9293	11434	13783
税金及附加	28	35	44	55
销售费用	604	836	1091	1327
管理费用	155	189	276	393
研发费用	0	0	0	0
财务费用	22	17	17	17
其他收益	28	27	25	26
投资收益	4	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-11	-5	-6	-7
资产减值损失	-14	-7	-11	-11
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	421	791	957	1144
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	423	792	959	1146
所得税	50	128	143	164
净利润	374	664	816	982
少数股东损益	7	12	15	19
归属母公司净利润	366	651	801	964
EPS(元)	0.88	1.56	1.92	2.31

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	16.7%	28.0%	23.9%	21.0%
营业利润增长率	-49.0%	87.9%	21.0%	19.5%
归母净利润增长率	-45.8%	77.8%	22.9%	20.4%
盈利能力				
毛利率	14.0%	16.6%	17.2%	17.5%
归母净利率	4.2%	5.8%	5.8%	5.8%
ROE	10.1%	13.3%	14.3%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	55.9%	45.5%	48.3%	48.6%
流动比率	1.70	2.10	1.99	1.99
速动比率	0.96	1.10	1.03	1.00
营运能力				
资产周转率	114.0%	126.5%	136.4%	139.7%
应收帐款周转率	3705.3%	3542.9%	3937.6%	3685.6%
存货周转率	229.3%	243.4%	245.2%	242.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.88	1.56	1.92	2.31
每股经营现金	-0.79	0.04	1.21	0.48
每股净资产	8.73	11.79	13.48	15.55
估值比率(倍)				
PE	30.5	17.1	13.9	11.6
PB	3.1	2.3	2.0	1.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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、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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyqzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyqzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyqzq.com.cn