

华致酒行 (300755.SZ)

承压下韧性彰显，静待后续复苏弹性

事件: 4月19日，公司发布2022年报，全年实现营业收入87.08亿元/同比+16.73%，归母净利润3.66亿元/同比-45.77%，扣非归母净利润3.38亿元/同比-48.66%；其中，单四季度实现营业收入12.28亿元/同比-17.46%，归母净利润0.13亿元/同比-86.49%，扣非归母净利润-0.04亿元（上年同期为0.93亿元），整体经营承压。

门店、销售持续扩张，白酒占比有所提升。 1) 报告期内公司持续进行门店扩张，优化门店结构，品牌连锁门店、直供终端网点稳步增长，其中直供终端门店同比增加5161家，合计约3万余家，连锁门店预计约2000余家，线上渠道扰动下有所收缩，实现营收4.3亿元/同比-26.5%；2) 在全年频发的外部扰动下，白酒销售韧性显现，收入占比有所提升，葡萄酒受益公司品牌合作升级，例如独家代理奔富177等优质产品，亦保持较高增速，烈酒为强消费场景驱动品类，承压较大，报告期内白酒/葡萄酒/烈酒分别实现营收78.3/6.1/1.5亿元，同比分别19.9%/+29.0%/-51.1%，占营收比重为89.9%/7.0%/1.7%，分别同比+2.4pct/+0.7pct/-2.4pct。

扰动下毛利率有所承压，费用端控制良好。 1) 全年公司总毛利率为14.03%/同比-6.93pct，其中白酒/葡萄酒毛利率为13.0%/28.7%，同比分别-8.5pct/+5.6pct，其中白酒受高毛利定制酒销售占比下降以及批价变动等影响，毛利率降幅较大，葡萄酒在高毛利特别款独代优势下，毛利率提升明显；2) 从费用端来看，外部扰动下公司营销投放、促销力度有所收缩，使得销售费用率有所降低，同时受销售团队扩张拉动，员工薪酬有所提升，管理费用率维持稳健，全年销售/管理/财务费用率分别为6.94%/1.78%/0.25%，同比-0.78pct/+0.02pct/+0.07pct，合计期间费用率为8.97%/同比-0.69pct。

投资建议: 公司为国内酒水流通领域龙头经销商，上游合作关系稳定，具备强渠道、品牌与运营能力，并逐步拓展精品酒业务。我们看好未来白酒格局持续整合下高端龙头的稀缺性以及次高端赛道的增长能力，认可多样化品类布局的价值。过往公司在扰动下逆势拓展，展现了经营韧性，伴随消费回暖以及行业景气度提升，复苏弹性可期。我们预计公司2023-2025年实现归母净利润5.4/8.7/12.2亿元，对应当前股价PE为21/13/9倍，维持“买入”评级，目标价为38元。

风险提示: 电商分流影响远超预期；人力、租金成本大幅提升；行业竞争明显加剧。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,460	8,708	10,568	11,914	13,258
增长率 yoy (%)	51.0	16.7	21.4	12.7	11.3
归母净利润(百万元)	676	366	540	870	1,222
增长率 yoy (%)	81.0	-45.8	47.3	61.2	40.5
EPS 最新摊薄(元/股)	1.62	0.88	1.29	2.09	2.93
净资产收益率(%)	19.8	10.0	13.1	17.8	20.3
P/E(倍)	16.7	30.8	20.9	13.0	9.2
P/B(倍)	3.3	3.1	2.7	2.3	1.9

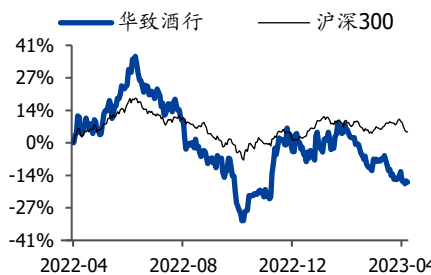
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年4月26日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	专业连锁
前次评级	买入
4月26日收盘价(元)	27.05
总市值(百万元)	11,274.40
总股本(百万股)	416.80
其中自由流通股(%)	99.92
30日日均成交量(百万股)	2.94

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号: S0680520080008

邮箱: duyueying@gszq.com

相关研究

1、《华致酒行(300755.SZ): 稳供应、强品牌、广渠道, 龙头持续成长》2022-12-01



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6500	7942	9673	10415	11662	营业收入	7460	8708	10568	11914	13258
现金	1141	1178	1896	2137	2378	营业成本	5897	7486	8866	9668	10462
应收票据及应收账款	141	297	235	365	302	营业税金及附加	22	28	32	37	41
其他应收款	97	85	136	113	164	营业费用	576	604	840	964	1071
预付账款	1951	2739	2953	3464	3676	管理费用	131	155	191	217	242
存货	3048	3429	4242	4123	4928	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	122	212	212	212	212	财务费用	13	22	18	19	21
非流动资产	330	499	491	479	465	资产减值损失	-13	-14	-5	-4	-1
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	19	28	27	25	26
固定资产	42	248	247	243	240	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	7	9	8	7	6	投资净收益	2	4	3	3	3
其他非流动资产	282	242	235	228	220	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	6831	8441	10164	10894	12127	营业利润	826	421	655	1040	1452
流动负债	3317	4685	5931	5870	5959	营业外收入	3	4	4	4	4
短期借款	524	1365	2355	2100	1926	营业外支出	3	2	2	2	2
应付票据及应付账款	1569	2165	2258	2565	2653	利润总额	826	423	656	1042	1454
其他流动负债	1224	1154	1318	1205	1379	所得税	138	50	106	155	208
非流动负债	33	38	38	38	38	净利润	688	374	550	887	1246
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	13	7	10	17	24
其他非流动负债	33	38	38	38	38	归属母公司净利润	676	366	540	870	1222
负债合计	3350	4722	5969	5908	5997	EBITDA	843	494	677	1063	1475
少数股东权益	68	79	90	106	130	EPS (元)	1.62	0.88	1.29	2.09	2.93
股本	417	417	417	417	417	主要财务比率					
资本公积	857	857	857	857	857	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	2139	2368	2807	3514	4509	成长能力					
归属母公司股东权益	3414	3639	4105	4880	6000	营业收入(%)	51.0	16.7	21.4	12.7	11.3
负债和股东权益	6831	8441	10164	10894	12127	营业利润(%)	73.8	-49.0	55.6	58.8	39.6
						归属于母公司净利润(%)	81.0	-45.8	47.3	61.2	40.5
						获利能力					
						毛利率(%)	21.0	14.0	16.1	18.8	21.1
						净利率(%)	9.1	4.2	5.1	7.3	9.2
						ROE(%)	19.8	10.0	13.1	17.8	20.3
						ROIC(%)	17.2	8.2	8.5	12.6	15.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	49.0	55.9	58.7	54.2	49.5
						净负债比率(%)	-16.2	6.3	11.8	0.0	-6.8
						流动比率	2.0	1.7	1.6	1.8	2.0
						速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2
						应收账款周转率	56.5	39.7	39.7	39.7	39.7
						应付账款周转率	6.2	4.0	4.0	4.0	4.0
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.62	0.88	1.29	2.09	2.93
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.90	-0.79	-0.39	1.48	1.30
						每股净资产(最新摊薄)	8.19	8.73	9.85	11.71	14.40
						估值比率					
						P/E	16.7	30.8	20.9	13.0	9.2
						P/B	3.3	3.1	2.7	2.3	1.9
						EV/EBITDA	12.8	23.4	17.5	10.7	7.4

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-373	-330	-161	618	542
净利润	688	374	550	887	1246
折旧摊销	19	24	20	21	22
财务费用	13	22	18	19	21
投资损失	-2	-4	-3	-3	-3
营运资金变动	-1108	-769	-747	-306	-743
其他经营现金流	16	24	0	0	0
投资活动现金流	-88	-172	-9	-6	-5
资本支出	72	178	-8	-12	-13
长期投资	-20	0	0	0	0
其他投资现金流	-36	6	-18	-18	-18
筹资活动现金流	62	538	-102	-115	-123
短期借款	165	841	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-103	-303	-102	-115	-123
现金净增加额	-400	36	-273	497	414

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com