

华致酒行（300755.SZ）

关税摩擦，加码内需预期；产业磨底，缓解渠道压力

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,708	10,121	9,615	10,096	10,903
增长率 yoy（%）	16.7	16.2	-5.0	5.0	8.0
归母净利润（百万元）	366	235	44	120	209
增长率 yoy（%）	-45.8	-35.8	-81.5	174.8	73.9
ROE（%）	10.0	6.2	1.1	3.1	5.2
EPS 最新摊薄（元）	0.88	0.56	0.10	0.29	0.50
P/E（倍）	15.9	24.8	133.8	48.7	28.0
P/B（倍）	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

宏观角度，2025 年需求预期温和向好，近期中美关税摩擦有望将内需推向更重要的位置。1) 消费场景方面，2024 年因“无春年”压制的婚宴活动有望在 2025 年“双春年”得到一定回补；餐饮作为社零总额的重要成分和提振消费的关键抓手，补贴力度有望加大；2) 消费能力方面，2024 年居民可支配收入与 GDP 增速大体同步，且结构上占更多数量的中低收入群体改善更大；年末住户部门存款余额创新高，人均存款突破 10 万元，同时结余比例回落，消费比例提升；2025 年《政府工作报告》对经济增长及就业的提法较 2024 年保持一致，且特别指出要完善工资正常增长机制；房地产市场自“924”新政后也呈现企稳迹象；3) 经济增长方面，2024 年 12 月中央政治局会议提出要“实施更加积极的财政政策”，定调 2025 年财政政策，2025 年《政府工作报告》表示今年赤字率拟按 4% 左右安排、比上年提高 1 个百分点，另有增加一般公共预算支出规模、增发特别国债等政策规划；年初新质生产力取得瞩目成果，同时房地产市场传来政策托底信号，而近期中美关税摩擦为经济增长目标的实现带来了新的不确定性；4) 政府作为方面，随着中央表态接棒新增债务，在 2024 年 11 月“6+4+2”合计 12 万亿元化债政策的推动下，各省化债工作已现成效，地方政府主动调控创造需求的能力有所恢复，在经济压力强化的预期下，或将有突破性政策工具出台进一步释放地方政府能动性。

白酒的生产与消费都集中在国内市场，几乎不直接受到近期中美关税政策的影响。自 2024 年 12 月中央经济工作会议以来，“提振消费是 2025 年经济工作的重中之重”被反复提及，而在摩擦加剧的预期下，今年的经济增长重心将有望进一步向内需倾斜。

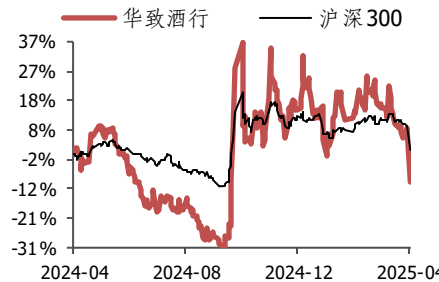
产业角度，头部名酒分化向上，渠道维护成为共识。近几年白酒行业结构虽然发生一些变化，但整体需求始终有所支撑，总量上看仍然保持增长。与需求增加相比，主要酒企更高的业绩诉求使行业矛盾加剧，压力主要由流通层面承担。随着白酒行业在 24H2 正式进入调整期，各酒企业绩增长诉求更趋理性，渠道压力正在得到缓解。五粮液年初至今执行的停货减量操作成效显著，批价可见约 50 元稳定提升，释放了维护价盘的决心，经销商的利润也得到一定修复。行业调整期品牌分化进一步演绎，头部名酒底牌更厚，确定性相对更强，华致酒行专注名酒市场，在规模和市占率提升的过程中，利润表

买入（维持评级）

股票信息

行业	商贸零售
2025 年 4 月 7 日收盘价（元）	14.00
总市值（百万元）	5,835.18
流通市值（百万元）	5,830.40
总股本（百万股）	416.80
流通股本（百万股）	416.46
近 3 月日均成交额（百万元）	104.69

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号：S1070520030002

邮箱：liupeng@cgws.com

分析师 卢潇航

执业证书编号：S1070523110001

邮箱：luxiaohang@cgws.com

相关研究

- 《行业压力窥豹，华致仍提供最优解》2024-08-28
- 《利润端改善初现，积极信号有待持续验证》2024-05-06
- 《百亿营收是新的开始，经济与产业有望共振》2024-04-23

现也有望逐渐改善。

投资建议：公司凭借多年对产品“保质保真”的坚持所积累的消费者信任以及不断扩大的品牌影响力有望带动公司进入正向循环，公司在精品酒和自有品牌的发力具备一定基础和可延续性。近两年公司利润端面对行业性困难，在此期间，公司持续扩大份额，不断加强厂商合作与消费者粘性，酒水流通龙头地位稳固，随着经济和产业周期逐步回升，利润端弹性有望得到体现。我国酒水流通市场格局仍非常分散，存在较大整合空间，长期向好趋势不改。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.10、0.29、0.50 元，当前股价对应 PE 分别为 133.8x、48.7x、28.0x，维持“买入”评级。

风险提示：消费修复不及预期；价格走势不及预期；食品安全问题；市场波动风险；消费税政策可能发生变化。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7942	6673	8240	7258	9469
现金	1178	1093	1198	1538	2055
应收票据及应收账款	297	208	271	227	326
其他应收款	85	79	124	87	138
预付账款	2739	1792	3406	1908	3284
存货	3429	3355	3105	3363	3529
其他流动资产	212	147	136	136	136
非流动资产	499	579	442	415	390
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	248	233	207	204	209
无形资产	9	7	7	7	6
其他非流动资产	242	338	228	204	175
资产总计	8441	7251	8682	7673	9858
流动负债	4685	3290	4745	3698	5756
短期借款	1365	1324	1324	1324	1324
应付票据及应付账款	2165	1068	2057	1220	3026
其他流动负债	1154	899	1364	1154	1406
非流动负债	38	59	38	38	38
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	59	38	38	38
负债合计	4722	3349	4783	3736	5793
少数股东权益	79	102	103	106	110
股本	417	417	417	417	417
资本公积	857	857	857	857	857
留存收益	2368	2529	2565	2663	2833
归属母公司股东权益	3639	3800	3796	3832	3955
负债和股东权益	8441	7251	8682	7673	9858

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-330	283	197	487	655
净利润	374	242	45	123	213
折旧摊销	24	30	19	19	20
财务费用	22	27	60	54	42
投资损失	-4	-6	-3	-4	-4
营运资金变动	-769	4	8	275	364
其他经营现金流	24	-14	69	20	20
投资活动现金流	-172	-15	54	-9	-10
资本支出	178	18	10	12	14
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	6	4	63	3	4
筹资活动现金流	538	-96	-146	-138	-127
短期借款	841	-42	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	-303	-55	-146	-138	-127
现金净增加额	36	172	104	340	517

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8708	10121	9615	10096	10903
营业成本	7486	9033	8721	9056	9649
营业税金及附加	28	28	29	30	33
销售费用	604	651	625	666	752
管理费用	155	181	170	192	234
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	22	27	60	54	42
资产和信用减值损失	-25	-12	0	0	0
其他收益	28	62	36	36	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	6	3	4	4
资产处置收益	-0.01	0	0	0	0
营业利润	421	256	49	137	238
营业外收入	4	8	5	5	6
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	423	262	52	140	241
所得税	50	20	7	18	28
净利润	374	242	45	123	213
少数股东损益	7	7	1	3	5
归属母公司净利润	366	235	44	120	209
EBITDA	463	316	121	204	292
EPS (元/股)	0.88	0.56	0.10	0.29	0.50

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	16.7	16.2	-5.0	5.0	8.0
营业利润 (%)	-49.0	-39.2	-80.7	178.3	73.1
归属母公司净利润 (%)	-45.8	-35.8	-81.5	174.8	73.9
获利能力					
毛利率 (%)	14.0	10.7	9.3	10.3	11.5
净利率 (%)	4.3	2.4	0.5	1.2	2.0
ROE (%)	10.0	6.2	1.1	3.1	5.2
ROIC (%)	7.7	5.1	1.7	3.1	4.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.9	46.2	55.1	48.7	58.8
净负债比率 (%)	5.3	6.3	3.2	-5.4	-18.0
流动比率	1.7	2.0	1.7	2.0	1.6
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	40.5	40.4	40.5	41.0	40.0
应付账款周转率	67.9	88.5	80.0	70.0	50.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.88	0.56	0.10	0.29	0.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.79	0.68	0.47	1.17	1.57
每股净资产 (最新摊薄)	8.73	9.12	9.11	9.19	9.49
估值比率					
P/E	15.9	24.8	133.8	48.7	28.0
P/B	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	13.2	19.5	50.1	28.1	17.8

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686