

即时零售渠道大有可为，华致酒行具备天然优势

核心观点

- 白酒消费人群结构逐渐年轻化，即时零售渠道大有可为。**公务员禁酒令下，商务宴场景占比降低，亲友朋友聚会、深夜小酌、露营微醺等场景占比提升，也意味着消费者更注重白酒购买的即时性。此外，白酒消费人群结构在变化，开始趋向年轻化，甚至部分 00 后也开始了解白酒。根据美团闪购数据，2024 年白酒即时零售交易规模同比增长超 100%；其酒水订单配送地点 30% 为用户就餐的餐饮店，说明部分消费者已形成餐饮场景即时购酒的习惯。美团闪购白酒用户多数是 80/90/95 后，这类消费者对于即兴、快捷具备明显偏好，未来白酒即时零售渠道大有可为。
- 即时零售对白酒企业数字建设、门店渠道布局提出要求，消费价位带存在升级现象。**贵州茅台、泸州老窖、五粮液、洋河等头部酒企纷纷入局即时零售渠道，或是通过自有门店进行。例如泸州老窖“小时达”店铺采用“直播+即时零售”模式，后台自动匹配 3 公里内形象店进行产品配送。即时零售对于白酒企业提出几个要求：1、数字化建设能力强大；2、门店布局数量多且区域广泛；3、门店保真。这些要求意味着数字化建设能力不足的小企业可能被末端淘汰、全国化酒企在门店渠道布局方面存在优势。目前即时零售主流价位带为中低端白酒产品，但 24 年美团闪购 500 元以上的高端产品占比提升至 35%，说明即时消费群体存在消费升级需求。
- 华致酒行门店渠道布局广泛，“保真”解决消费者痛点，在即时零售渠道具备天然优势。**华致酒行积极拥抱即时零售渠道，推动微信小程序、美团、京东、饿了么、抖音小时达、淘宝闪购等平台开展业务。华致酒行在全国范围内拥有 2000 家门店和 3 万多个终端服务网点，覆盖国内大部分核心城市，具备门店渠道布局优势。此外，公司和头部白酒企业保持长期稳定的合作关系，确保产品真实性；多年来公司持续打造“保真”品牌形象，能够解决消费者对白酒真实性质疑的痛点。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 25 年一季报，对 25-26 年下调收入、毛利率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.29、0.50、0.57 元（原预测 25-26 年为 0.81、1.04 元）。我们维持 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 84 亿元，对应目标价 20.14 元，维持买入评级。

风险提示

供应商合作关系不稳定、经济复苏不及预期、下游渠道管理不当风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,121	9,464	9,713	10,258	10,865
同比增长(%)	16.2%	-6.5%	2.6%	5.6%	5.9%
营业利润(百万元)	256	87	132	231	267
同比增长(%)	-39.2%	-65.9%	51.5%	74.8%	15.5%
归属母公司净利润(百万元)	235	44	120	206	237
同比增长(%)	-35.8%	-81.1%	170.6%	71.6%	15.1%
每股收益(元)	0.56	0.11	0.29	0.50	0.57
毛利率(%)	10.7%	9.0%	9.1%	9.7%	9.8%
净利率(%)	2.3%	0.5%	1.2%	2.0%	2.2%
净资产收益率(%)	6.3%	1.3%	3.7%	6.0%	6.6%
市盈率	34.2	181.0	66.9	39.0	33.9
市净率	2.1	2.5	2.4	2.3	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

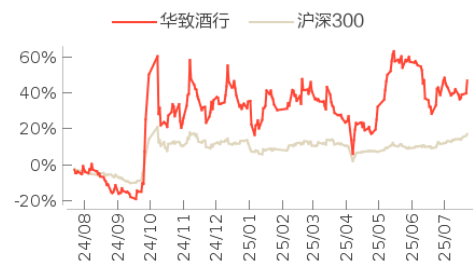
投资评级

买入（维持）

股价（2025年07月22日）	19.3元
目标价格	20.14元
52周最高价/最低价	23.5/10.49元
总股本/流通A股（万股）	41,680/41,643
A股市值（百万元）	8,044
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年07月23日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	7.64	13.33	21.3	46.89
相对表现%	5.15	6.25	12.45	29.71
沪深300%	2.49	7.08	8.85	17.18



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

相关报告

营收破百亿，23年圆满收官	2024-04-24
业绩增速环比向好，精品酒名酒协同发力	2023-10-26
盈利承压但环比改善，产品渠道持续蓄力	2023-09-21

投资建议

根据公司 25 年一季报，对 25-26 年下调收入、毛利率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.29、0.50、0.57 元（原预测 25-26 年为 0.81、1.04 元）。我们维持 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 84 亿元，对应目标价 20.14 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 12.34%。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
剔除杠杆调整 Beta	1.59
无风险收益率 Rf	1.67%
市场风险溢价 Rm-Rf	6.94%
市场回报率 Rm	8.61%
债务成本 Kd	3.50%
WACC	12.34%

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值计算结果：我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 20.14 元。

表 2：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3.00%
预测期自由现金流现值（百万元）	5,122
永续自由现金流现值（百万元）	4,408
企业价值（百万元）	9,530
权益价值（百万元）	8,393
每股权益价值（人民币）	20.14

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	54.00%
WACC(%)	10.34%	24.08	25.76	27.90	30.72	34.60
	10.84%	22.34	23.78	25.58	27.90	31.03
	11.34%	20.78	22.01	23.54	25.48	28.03
	11.84%	19.38	20.44	21.74	23.37	25.48
	12.34%	18.10	19.02	20.14	21.52	23.28
	12.84%	16.95	17.75	18.71	19.89	21.37
	13.34%	15.89	16.59	17.42	18.43	19.69
	13.84%	14.92	15.54	16.26	17.13	18.21
	14.34%	14.03	14.57	15.21	15.97	16.88

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

风险提示

- **供应商合作关系不稳定风险。**公司主要销售名优酒品，上游供应商较为集中。若供应商与公司的合作关系出现重大变动，将对公司经营产生不利影响。
- **经济复苏不及预期风险。**公司主营白酒产品包括名酒和精品酒，如果经济复苏较慢，可能对目标客户消费力产生负面影响，从而降低精品酒购买频次或档次，对公司营收、盈利、估值产生不利影响。
- **下游渠道管理不当风险。**公司下游基本实现了酒类全渠道覆盖，门店与客户数量众多。若未来出现管理不当、窜货乱价、假冒伪劣等现象，将损伤公司的品牌、声誉和销售。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,093	1,386	971	1,026	1,087
应收票据、账款及款项融资	219	213	219	231	245
预付账款	1,792	1,417	1,457	1,630	1,661
存货	3,355	3,259	3,253	3,229	3,315
其他	215	292	252	250	271
流动资产合计	6,673	6,567	6,153	6,365	6,578
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	233	239	248	261	277
在建工程	0	0	15	23	26
无形资产	7	4	3	1	0
其他	338	303	269	284	282
非流动资产合计	579	546	535	570	585
资产总计	7,251	7,113	6,687	6,935	7,164
短期借款	1,324	1,862	1,103	1,174	1,161
应付票据及应付账款	1,068	1,051	1,078	1,131	1,196
其他	899	870	955	929	969
流动负债合计	3,290	3,783	3,136	3,234	3,325
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	59	68	55	56	57
非流动负债合计	59	68	55	56	57
负债合计	3,349	3,851	3,191	3,290	3,382
少数股东权益	102	106	107	110	113
实收资本（或股本）	417	417	417	417	417
资本公积	857	707	857	857	857
留存收益	2,529	2,037	2,118	2,264	2,399
其他	(3)	(4)	(3)	(4)	(4)
股东权益合计	3,902	3,263	3,496	3,645	3,782
负债和股东权益总计	7,251	7,113	6,687	6,935	7,164

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	242	47	122	209	240
折旧摊销	28	31	28	20	22
财务费用	27	50	51	38	38
投资损失	(6)	(6)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	(177)	387	111	(130)	(49)
其它	169	(73)	12	(15)	3
经营活动现金流	283	436	316	114	247
资本支出	13	(12)	(40)	(40)	(40)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(28)	16	8	8	8
投资活动现金流	(15)	3	(32)	(32)	(32)
债权融资	5	(5)	0	0	0
股权融资	0	(150)	150	0	0
其他	(101)	(74)	(849)	(27)	(154)
筹资活动现金流	(96)	(229)	(699)	(27)	(154)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	172	210	(415)	54	61

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,121	9,464	9,713	10,258	10,865
营业成本	9,033	8,612	8,831	9,268	9,797
销售费用	651	509	520	549	582
管理费用	181	155	160	169	177
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	27	50	51	38	38
资产、信用减值损失	12	48	30	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	6	8	8	8
其他	34	(8)	3	2	0
营业利润	256	87	132	231	267
营业外收入	8	7	8	8	8
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	262	92	138	237	273
所得税	20	45	17	29	33
净利润	242	47	122	209	240
少数股东损益	7	3	1	2	3
归属于母公司净利润	235	44	120	206	237
每股收益（元）	0.56	0.11	0.29	0.50	0.57

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	16.2%	-6.5%	2.6%	5.6%	5.9%
营业利润	-39.2%	-65.9%	51.5%	74.8%	15.5%
归属于母公司净利润	-35.8%	-81.1%	170.6%	71.6%	15.1%
获利能力					
毛利率	10.7%	9.0%	9.1%	9.7%	9.8%
净利率	2.3%	0.5%	1.2%	2.0%	2.2%
ROE	6.3%	1.3%	3.7%	6.0%	6.6%
ROIC	5.0%	1.4%	3.3%	5.0%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	54.1%	47.7%	47.4%	47.2%
净负债率	6.3%	14.9%	4.1%	4.4%	2.3%
流动比率	2.03	1.74	1.96	1.97	1.98
速动比率	1.00	0.87	0.92	0.97	0.98
营运能力					
应收账款周转率	40.4	53.3	65.2	66.1	66.2
存货周转率	2.6	2.6	2.7	2.9	3.0
总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5
每股指标（元）					
每股收益	0.56	0.11	0.29	0.50	0.57
每股经营现金流	0.68	1.05	0.76	0.27	0.59
每股净资产	9.12	7.57	8.13	8.48	8.80
估值比率					
市盈率	34.2	181.0	66.9	39.0	33.9
市净率	2.1	2.5	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	29.2	53.9	43.0	31.4	27.7
EV/EBIT	32.1	66.2	49.4	33.7	29.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。