

华致酒行 (300755.SZ)

买入 (维持评级)

减值出清，去库存显效，优选落地

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	9,464	5,895	5,752	6,344	6,797
增长率 yoy (%)	-6.5	-37.7	-2.4	10.3	7.1
归母净利润 (百万元)	44	-369	28	72	118
增长率 yoy (%)	-81.1	-929.7	107.6	156.0	63.4
ROE (%)	1.4	-13.3	1.0	2.5	4.0
EPS 最新摊薄 (元)	0.11	-0.88	0.07	0.17	0.28
P/E (倍)	128.9	-15.5	204.0	79.7	48.8
P/B (倍)	1.8	2.1	2.1	2.0	1.9

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025年公司实现营收58.95亿元(yoy-37.71%)，实现归母净利润-3.69亿元(yoy-929.74%)，实现扣非归母净利润-4.41亿元(yoy-1850.71%)。2026Q1公司实现营收22.14亿元(yoy-22.37%)，实现归母净利润0.53亿元(yoy-37.89%)，实现扣非归母净利润0.53亿元(yoy-29.97%)。

2025年营收承压、大额减值致亏，但主动去库存成效显著。营收回落主因行业持续低迷及主销名酒市场价格下降；亏损主要源于审慎计提资产减值损失3.05亿元(其中存货跌价准备3.02亿元)。公司主动加大去库存力度，年末存货较年初下降27%至23.83亿元，预付账款同步压降52%至6.86亿元。经营性现金流净额逆势增长72%至7.52亿元，资产负债率下降13pct至41.26%。虽然短期报表承压，但库存结构优化、财务杠杆降低，增强了公司抵御行业持续波动的能力。

毛利率阶段性走低，费用管控及人员优化初见成效。2025年公司毛利率/归母净利率分别为6.19%/-6.26%，分别同比-2.81/-6.73pct，盈利能力下滑主要受名酒价格倒挂及存货跌价准备计提增加影响。2025年销售费用率为4.99%(yoy-0.39pct)，管理费用率为2.18%(yoy+0.54pct)，财务费用率基本持平。公司持续优化薪酬与人员结构，加大低产出人员裁撤力度，销售人员由年初的925人精简至年末的654人，费用管控效果显现。2026Q1销售/管理费用率分别为3.65%/1.17%，同比下滑1.03/0.11pct。

2026Q1业绩延续承压态势，减值影响大幅收窄。2026Q1实现营收22.14亿元(yoy-22.37%)，降幅较2025年全年有所收窄；实现归母净利润0.53亿元(yoy-37.89%)，利润端仍然承压。2026Q1存货为17.85亿元(yoy-37.58%)，经营性现金流净额达7.22亿元(yoy+72.77%)。未来随着市场行情趋稳和库存良性化，存货跌价对报表的影响预计较小。

战略升级明确，“华致优选”成为核心增长极，开店加速。公司围绕“去库存、促动销、稳价格、调结构、优模式、强团队”工作主线，向“从真的华致到潮的华致、数智化的华致”战略升级。三大业态协同发展：华致酒行定位高端、华致名酒库定位大众、华致优选定位社区下沉(“80㎡小店+即时零售”，15-30分钟送达)。2025年新增门店417家，其中华致优选200多家；2026年规划华致优选开店1000家，并将继续招募区域运营商，深耕重点市场。2026年3月，华致酒行经“专家选品

股票信息

行业	商贸零售
2026年05月07日收盘价(元)	13.81
总市值(百万元)	5,755.99
流通市值(百万元)	5,752.98
总股本(百万股)	416.80
流通股本(百万股)	416.58
近3月日均成交额(百万元)	64.67

作者



分析师 刘鹏

SAC: S1070520030002
邮箱: liupeng@cgws.com



分析师 袁紫馨

SAC: S1070524090004
邮箱: yuanzixin@cgws.com

相关研究

+万人评测”推出覆盖浓、清、酱、兼四大香型的华致优选自有品牌，同步构建了集产品、门店、供应链、数字化于一体的完整生态系统。此举标志着公司从“卖名酒”向“卖好酒”战略升级，帮助传统烟酒店转型，破解行业 K 型分化困境。

行业调整期渠道加速整合，公司作为流通平台有望受益于集中度提升。此轮调整周期较长，但名酒品牌根基稳固、以消费者为中心及厂商融合的品牌表现更佳。上游酒企渠道去库存压力较大为渠道整合提供窗口，传统烟酒店在品牌力、供应链方面具有天然短板，品牌化、连锁化是必然趋势。公司定位服务平台，满足中高端人群一站式用酒需求，有望在渠道重构中提升份额。

投资建议：公司 2025 年大额减值风险已基本释放，经营端在去库存和现金流改善方面取得积极进展，负债率持续下降，华致优选新品类有望贡献增量。作为精品酒水流通龙头，公司正加速转型，我们预计公司 2026-2028 年实现营收 57.52/63.44/67.97 亿元，分别同比增长 -2%/10%/7%；实现归母净利润 0.28/0.72/1.18 亿元，分别同比增长 108%/156%/63%；对应 PE 估值分别为 204/80/49X，维持“买入”评级。

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

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6567	4376	4847	4964	5259
现金	1386	930	1014	634	680
应收票据及应收账款	212	123	191	145	227
其他应收款	56	45	44	59	49
预付账款	1417	686	1313	921	1457
存货	3259	2383	2076	2997	2637
其他流动资产	238	208	209	208	209
非流动资产	546	429	405	410	415
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	239	225	207	214	214
无形资产	4	2	2	2	2
其他非流动资产	303	202	195	194	199
资产总计	7113	4806	5251	5375	5674
流动负债	3783	1976	2366	2445	2632
短期借款	1862	745	745	941	912
应付票据及应付账款	1051	512	900	706	976
其他流动负债	870	718	721	799	744
非流动负债	68	7	34	24	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	68	7	34	24	28
负债合计	3851	1983	2400	2470	2659
少数股东权益	106	71	71	72	74
股本	417	417	417	417	417
资本公积	857	857	857	857	857
留存收益	2037	1631	1654	1712	1807
归属母公司股东权益	3156	2752	2780	2833	2940
负债和股东权益	7113	4806	5251	5375	5674

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	436	752	69	-512	115
净利润	47	-374	29	73	119
折旧摊销	32	21	18	9	6
财务费用	50	29	13	22	32
投资损失	-6	-4	-5	-5	-5
营运资金变动	226	725	19	-603	-24
其他经营现金流	87	356	-5	-8	-13
投资活动现金流	3	6	12	-9	-6
资本支出	6	2	-37	26	7
长期投资	-0	-2	0	0	0
其他投资现金流	9	10	-24	17	2
筹资活动现金流	-229	-1171	3	-54	-35
短期借款	538	-1117	0	196	-29
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	-768	-54	3	-249	-6
现金净增加额	210	-413	84	-575	74

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9464	5895	5752	6344	6797
营业成本	8612	5530	5372	5896	6286
营业税金及附加	28	13	13	14	15
销售费用	509	294	270	285	292
管理费用	155	128	115	114	109
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	50	29	13	22	32
资产和信用减值损失	-39	-305	-9	-10	-10
其他收益	20	45	37	40	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	4	5	5	5
资产处置收益	0	2	1	1	1
营业利润	87	-363	27	77	128
营业外收入	7	30	6	6	6
营业外支出	2	1	2	2	1
利润总额	92	-333	32	81	133
所得税	45	41	3	8	13
净利润	47	-374	29	73	119
少数股东损益	3	-6	0	1	2
归属母公司净利润	44	-369	28	72	118
EBITDA	195	-296	74	126	184
EPS (元/股)	0.11	-0.88	0.07	0.17	0.28

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-6.5	-37.7	-2.4	10.3	7.1
营业利润 (%)	-65.9	-515.0	107.6	180.1	66.9
归属母公司净利润 (%)	-81.1	-929.7	107.6	156.0	63.4
获利能力					
毛利率 (%)	9.0	6.2	6.6	7.1	7.5
净利率 (%)	0.5	-6.3	0.5	1.2	1.8
ROE (%)	1.4	-13.3	1.0	2.5	4.0
ROIC (%)	1.7	-10.1	1.4	2.8	4.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.1	41.3	45.7	46.0	46.9
净负债比率 (%)	14.9	-6.3	-9.4	10.5	7.7
流动比率	1.7	2.2	2.0	2.0	2.0
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.32	0.99	1.14	1.19	1.23
应收账款周转率	53.3	43.7	45.8	47.6	45.7
应付账款周转率	105.6	76.8	91.2	84.0	87.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.11	-0.88	0.07	0.17	0.28
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.05	1.80	0.17	-1.23	0.28
每股净资产 (最新摊薄)	7.57	6.60	6.67	6.80	7.05
估值比率					
P/E	128.9	-15.5	204.0	79.7	48.8
P/B	1.8	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	32.4	-19.0	74.5	48.7	32.8

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：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686