



## 买入(首次)

所属行业: 传媒/广告营销  
当前价格(元): 4.90

### 证券分析师

#### 熊鹏

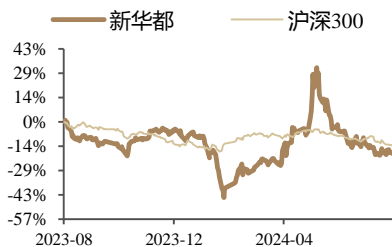
资格编号: S0120522120002  
邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

#### 尤诗超

资格编号: S0120524070004  
邮箱: yousc3@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.26	-15.66	-13.27
相对涨幅(%)	-6.15	-9.54	-3.99

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

# 新华都(002264.SZ): 深耕白酒电商业 务, 有望充分受益白酒线上化

### 投资要点

- 新华都: 深耕白酒业务的互联网营销公司。**公司于2023年正式完成全方位战略转型, 剥离亏损的超市、百货等传统零售业务, 聚焦以全资子公司久爱致和为经营主体的互联网营销主业。2016-2023年, 公司互联网营销业务持续扩张, 营业收入从3.0亿增长至27.5亿, 复合增速为37.2%。2024年6月公司推出新一期激励计划, 全部行权解锁目标为2024-2026年30%的净利润复合增速, 即2024-2026年公司净利润分别达到2.6/3.4/4.4亿元。
- 白酒行业电商销售重要性提升, 当下酒企需要专业运营商提供支持。**线上白酒逐渐成为销售的重要阵地。当下酒企需要专业的线上服务商提供运营支持, 一是因为线上流量红利逐渐褪去, 引流难度增加; 二是酒企线上运营经验不足; 三是目前线上业务占比较低, 需要线上运营商来提供全方位、全渠道线上营销服务。
- 与头部品牌深度合作+强大的运营能力构筑核心竞争力。**创始人具备互联网营销经验, 在2012年就开始与头部品牌进行深度合作, 具有先发优势; 与此同时公司在运营中精准运用数据技术, 数字化营销能力不断增强。企业业务涉及多个领域, 抗风险能力强; 具有深刻的消费者洞察力, 品牌运营能力突出。
- 直播电商前景广阔, 自有商号有望开辟第二增长曲线。**公司积极与抖快直播达人合作, 并与品牌方合作开发多款定制产品, 进一步提升公司盈利能力。
- 投资建议:**预计24-26年公司营业收入分别为39.0/49.4/60.8亿元, 同比增速为38.1%/26.6%/23.1%。预计归母净利润分别为2.7/3.4/4.3亿元, 同比增速为36.3%/25.4%/25.2%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**白酒线上化进展不及预期; 白酒线上业务竞争加剧风险; 品牌授权管理风险; 自有商号发展不及预期风险; 白酒线上销售政策风险。

### 股票数据

总股本(百万股):	719.92
流通A股(百万股):	654.61
52周内股价区间(元):	3.34-7.94
总市值(百万元):	3,527.62
总资产(百万元):	3,205.64
每股净资产(元):	2.32

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,022	2,824	3,899	4,938	6,077
(+/-)YOY(%)	-39.9%	-6.6%	38.1%	26.6%	23.1%
净利润(百万元)	205	201	274	343	430
(+/-)YOY(%)	973.0%	-2.0%	36.3%	25.4%	25.2%
全面摊薄EPS(元)	0.30	0.28	0.38	0.48	0.60
毛利率(%)	26.6%	25.4%	24.1%	24.2%	24.2%
净资产收益率(%)	14.1%	12.3%	19.6%	19.7%	19.8%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 新华都：深耕白酒业务的互联网营销公司.....	4
1.1. 新华都：深耕白酒业务的互联网营销公司.....	4
1.2. 发展复盘：零售业务承压，积极转型互联网营销业务.....	5
1.3. 股权结构清晰稳定，股权激励充分调动员工积极性.....	8
1.4. 业务模式：数据赋能，聚焦互联网营销业务.....	11
2. 白酒行业电商销售重要性提升，当下酒企需要专业运营商提供支持.....	13
2.1. 白酒行业电商销售重要性提升.....	13
2.2. 酒香也怕巷子深：当下酒企需要专业运营商提供支持.....	16
2.2.1. 酒企直面电商环境新挑战：流量去中心化趋势明显.....	16
2.2.2. 酒企身临电商未知之境：能力与工作重心问题.....	16
2.2.3. 对成本和收益的考量：目前不宜投入过多精力自营.....	17
3. 与头部品牌深度合作+强大的运营能力构筑核心竞争力.....	19
3.1. 先发优势明显，与多个头部白酒品牌深度合作.....	19
3.2. 数字化运营能力突出，精准洞察消费者需求.....	20
4. 直播电商前景广阔，自有商号有望开辟第二增长曲线.....	25
5. 盈利预测与估值.....	26
5.1. 盈利预测.....	26
5.2. 相对估值.....	26
6. 风险提示.....	27

## 图表目录

图 1：2023 年新华都分产品营收占比.....	5
图 2：新华都分产品毛利率情况.....	5
图 3：久爱致和业务演变.....	6
图 4：三家子公司业务体系.....	6
图 5：久爱致和服务客户.....	7
图 6：新华都旗下子公司营收情况（单位：亿元）.....	8
图 7：新华都股权结构（截至 2024 年一季度）.....	9
图 8：新华都参控股公司情况（截至 2024 年一季度）.....	9
图 9：高管所获股票份额占此次员工持股计划股票总份额的比例.....	11
图 10：新华都互联网全渠道销售模式.....	12
图 11：定制产品流程.....	12
图 12：消费者购买白酒的渠道选择.....	14
图 13：消费者经常选择的线上购买渠道.....	14

图 14: 2012-2021 年全国烟酒店数量 (单位: 万个)	15
图 15: 白酒新用户年龄分布 (VS 白酒总体)	15
图 16: 传统白酒销售模式 (以五粮液为例)	17
图 17: 线上运营全流程 (以新华都为例)	17
图 18: 天猫“联合生态增长计划”简介	18
图 19: 2024 年 618 期间“联合生态增长计划”战绩	18
图 20: 新华都借助数字化技术赋能品牌成长	20
图 21: 礼盒装汾酒示意图	21
图 22: 汾酒礼盒装投放效果展示	22
图 23: 站内外联动投放	22
图 24: 久爱致和x汾酒营销效果分析 (2024 年货节期间)	22
图 25: 三大策略增加产品曝光量	23
图 26: 久爱致和x毛铺营销效果分析	23
图 27: 调整前后毛铺京东货品结构变化	24
图 28: 新华都与品牌方合作开发的定制产品示意图	25
表 1: 新华都子公司久爱致和主要合作品牌	4
表 2: 新华都线下门店变动情况 (单位: 家)	5
表 3: 新华都收购子公司业绩承诺及完成情况	7
表 4: 新华都高级管理层履历情况	10
表 5: 部分股票期权激励员工职务	11
表 6: 互联网全渠道销售按产品类型分类	12
表 7: 上市白酒企业年报披露的线上主营业务营收占比	13
表 8: 多位酒厂领导与新华都子公司展开交流、指导	19
表 9: 新华都前五大供应商采购金额情况 (亿元)	19
表 10: 新华都主营业务拆分及预测	26
表 11: 新华都可比公司估值表	26

## 1. 新华都：深耕白酒业务的互联网营销公司

### 1.1. 新华都：深耕白酒业务的互联网营销公司

新华都科技股份有限公司成立于 2004 年，从线下零售公司转型为互联网营销公司。成立之初，新华都专注于线下零售业务，线下门店主要分布在福建省内。后由于电商兴起以及近年来疫情影响，公司线下零售业务承压。于是公司逐渐拓展互联网营销业务，并于 2023 年正式完成全方位战略转型，剥离亏损的超市、百货等传统零售业务，聚焦以全资子公司久爱致和为经营主体的互联网营销主业，成为集全渠道电商销售服务、产品研发及营销服务、数字营销服务于一体的互联网营销公司。久爱致和自 2010 年创立以来便专注互联网营销业务，近年来多次获得重大荣誉。

**深耕白酒业务，持续品类拓展。**公司深耕白酒电商服务，酒类行业合作品牌包括泸州老窖、山西汾酒、五粮液等，拥有线上经销商或运营服务商资质，连续多年位于多个电商平台综合酒类品牌运营商头部阵列。公司与泸州老窖在 2012 年便开始合作，合作关系良好，同时，公司也在不断拓展其他品类，其他行业合作品牌包括云南白药、伊利、金佰利等。

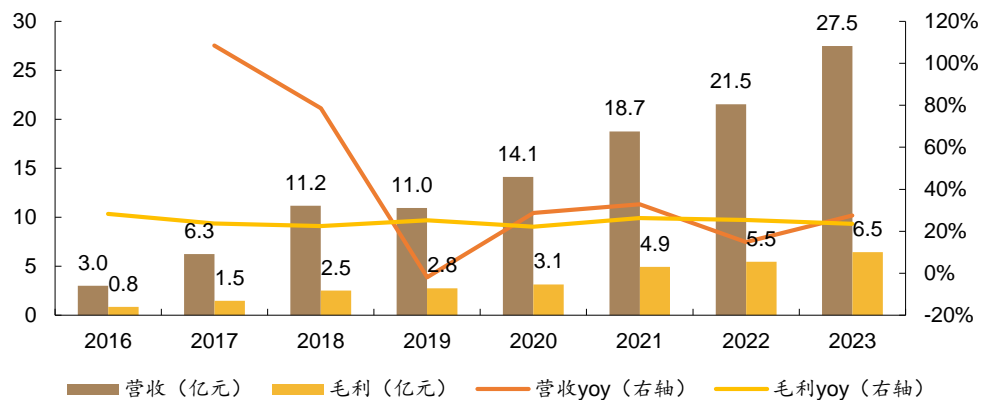
表 1：新华都子公司久爱致和主要合作品牌

行业	合作品牌
白酒	泸州老窖、山西汾酒、五粮液、青岛啤酒、习酒、郎酒、古井贡酒、水井坊、茅台保健酒、劲牌、红星、竹叶青、杏花村、张裕、毛铺、奔富、红魔鬼等
其他行业	云南白药、伊利（液奶、金典、安慕希、舒化、谷粒多、优酸乳、欣活、QQ 星）、金佰利、芳芯（femfresh）、美加净、碧缇丝（batiste）等

资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

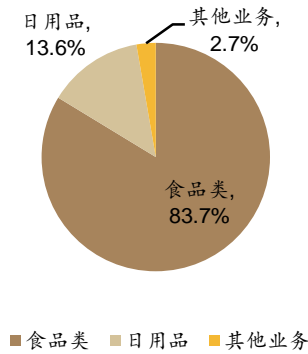
**食品类业务为主，占营收绝大比例。**2016-2023 年，公司互联网营销业务持续扩张，营业收入从 3.0 亿增长至 27.5 亿，复合增速为 37.2%。分产品看，公司主要经营的产品为食品和日用品。从营收看，食品类业务占公司营收的大头，2023 年营收占比为 83.7%，其次是日用品，占比 13.6%。从毛利率看，公司互联网营销业务的综合毛利率维持在 24% 上下波动，食品类和日用品毛利率总体上呈上升趋势，主要原因是互联网营销业务占比的不断增加。

图 1：2016-2023 新华都互联网营销业务营收及利润情况



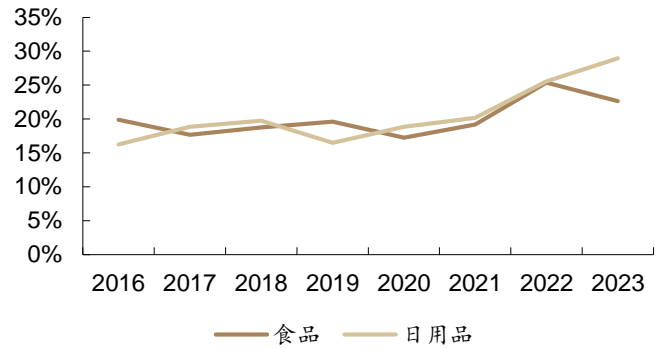
资料来源：公司历年年报，德邦研究所

图 1：2023 年新华都分产品营收占比



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 2：新华都分产品毛利率情况



资料来源：iFinD，公司历年年报，德邦研究所

## 1.2. 发展复盘：零售业务承压，积极转型互联网营销业务

几经改革，零售业务依然挣扎，最终置出零售业务。新华都成立于 2004 年，最初专注线下零售业务。经过多年发展经营，在 2008 年上市时，公司已成为福建省大卖场、综合超市及百货连锁经营行业的龙头企业。之后几年，由于电商的快速发展及传统零售竞争加剧等原因，公司线下零售业务遭受冲击，主业出现连续亏损。公司也在不断反思改革，改革思路聚焦在两个方面：一是，由注重门店数量和营业面积扩张转向注重内在质量。关闭亏损严重的门店，线下门店布局聚焦闽赣市场；二是，业态转变。由之前以大卖场为主转向积极探索体育门店及社区生活超市小业态。但公司的接连动作并未完全改变零售业务低迷的情况。2022 年，为优化公司的业务结构，实现资源配置的聚焦，增强公司的持续盈利能力，新华都置出零售业务板块资产，通过现金出售的方式向控股股东新华都集团出售持有的零售业务板块 11 家全资子公司 100% 股权。

表 2：新华都线下门店变动情况（单位：家）

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
关停门店数	2	14	4	14	1	10	7	56	3	12
新开门店数	21	16	10	13	8	20	7	0	0	4
期末总门店数	123	121	127	126	133	143	143	87	84	76

资料来源：公司各年公告，德邦研究所

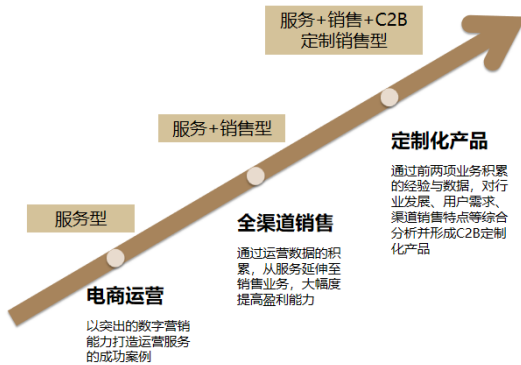
新华都置出零售业务以后，聚焦以全资子公司久爱致和为经营主体的互联网营销主业。我们对久爱致和进行历史复盘，将其分为以下几个阶段：

### ➤ 2011 -2015 年：起步阶段，探索完善公司业务

成立之初，不断完善业务体系。久爱致和、久爱天津于 2011 年由倪国涛创立。公司以做全友家居起家，成为第一批探索家居 O2O 电子商务模式的团队。2012 年公司通过与泸州老窖签约开启白酒业务，通过互联网为其销售普通白酒商品。2013 年，公司进行战略调整，缩减服务的行业和客户数量，聚焦少数行业内的优势客户，并对该等行业进行深度挖掘。随着电商运营服务模式垂直深入发展，运营数据的不断积累，公司逐渐将业务从纯服务型升级至“服务+销售型”，以提高盈利能力。另外，公司于 2013 年对人员组织结构进行了调整，增加数据挖掘及产品开发岗位，开始了基于互联网数据的 C2B 产品开发业务模式，并于 2014 年设立主要从事 C2B 产品销售的公司泸州致和。2013 年公司泸州老窖形成 4 款定制产品，2014 年增加 4 款定制产品，其中 2014 年新增定制产品的喜庆装产品上线首发第一天就完成 10000 瓶的销售，并成功推出明星产品“三人炫”，从而实现与单一公司的多点合作，合作规模快速增长。

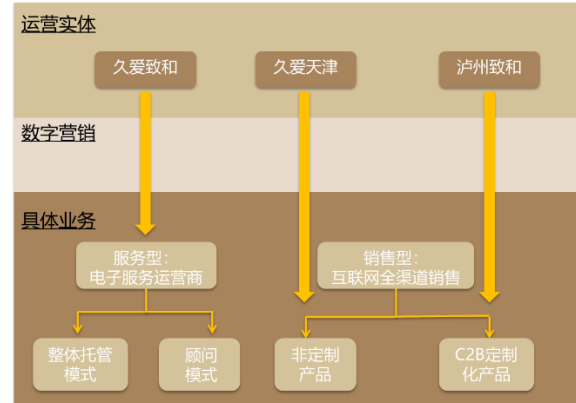
截至 2015 年，三家公司已形成完善的业务体系：久爱致和（北京）从事以效果营销为核心的电商运营服务，久爱天津主要从事互联网全渠道销售业务，泸州致和主要从事 C2B 定制产品的互联网全渠道销售业务。

图 3：久爱致和业务演变



资料来源：《公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，德邦研究所

图 4：三家子公司业务体系



资料来源：《公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，德邦研究所

### ➤ 2016 -2021 年：新华都赋能，进入高速扩张期

2016 年新华都通过发行股份及支付现金方式购买久爱致和(北京)科技有限公司、久爱(天津)科技发展有限公司和泸州聚酒致和电子商务有限公司（以下分别简称“久爱致和”、“久爱天津”以及“泸州致和”）100%股权。久爱致和、久爱天津和泸州致和 100%股权的作价合计为 7.6 亿元。其中，新华都向交易对方支付现金对价 3 亿元，支付股票对价 4.6 亿元；并通过非公开发行股份募集配套资金。

成为新华都全资子公司后，久爱致和进入高速扩张期。久爱致和在被收购时做出业绩承诺：三家公司 2015、2016 和 2017 年度实现的扣除非经常性损益后的净利润数期望分别达到 5070 万元、6500 万元和 8520 万元。最终，三家公司 2015、2016 和 2017 年度实际实现扣非净利润 5248 万元、6594 万元、8582 万元，顺利达成业绩承诺。2018 年，新华都引入阿里巴巴战略投资者，协议转让 10%股份给阿里巴巴成都及其一致行动人杭州瀚云，利用阿里巴巴集团内部丰富的电子商务及互联网运营资源，拓展全渠道业务。截至 2021 年末，公司已在北京、杭州、济南、南京等地区设立分子公司或办事处，业务范围横跨日化用品、医疗器械、母婴用品、家居、酒水、乳饮等领域，并在此过程中积累了一批优质的客户资源；同时已与天猫、京东、唯品会、拼多多、抖音等多家互联网平台企业建立了稳固的合作关系。

图 5：久爱致和服务客户



资料来源：久爱致和官网，德邦研究所

表 3：新华都收购子公司业绩承诺及完成情况

时间	承诺净利润 (万元)	实际净利润 (万元)	是否完成
2015	5070	5248	是
2016	6500	6594	是
2017	8520	8582	是

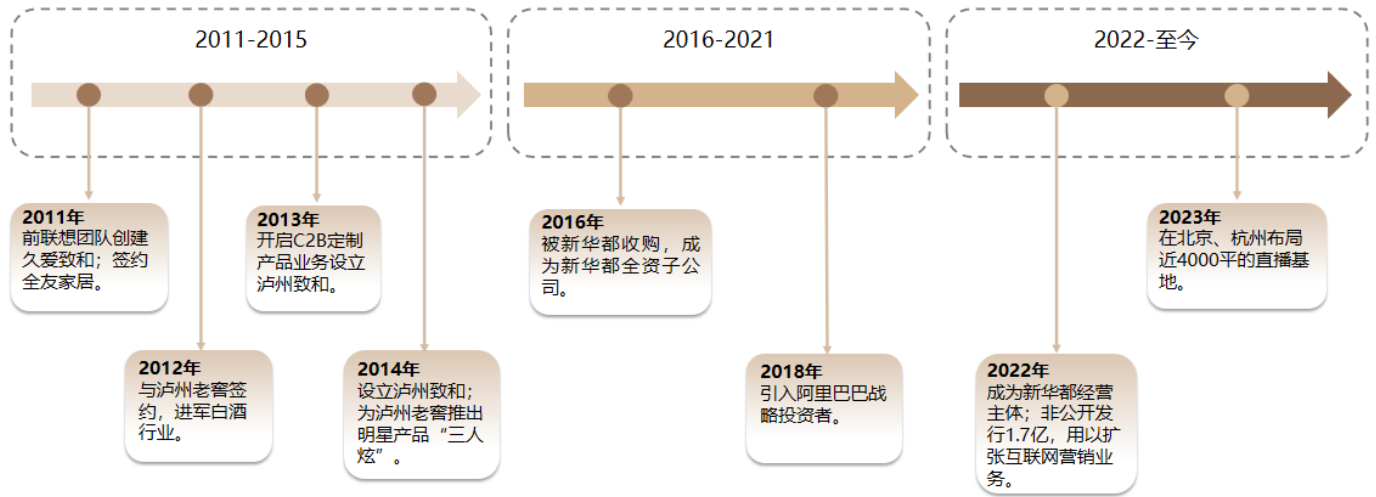
资料来源：新华都购物广场股份有限公司前次募集资金使用情况报告，德邦研究所

### ➤ 2022 年至今：聚焦互联网营销主业，探索第二增长曲线

久爱致和创始人倪国涛掌舵新华都。为了进一步做大做强公司互联网营销业务，自 2020 年久爱致和创始人倪国涛担任董事长之后，新华都控股股东又通过协议转让方式将公司 10% 股份转让给倪国涛，并在 2022 年宣布由倪国涛担任公司总经理。2022 年公司还通过非公开发行方式募资 1.7 亿元，用于建设品牌营销服务一体化建设项目。

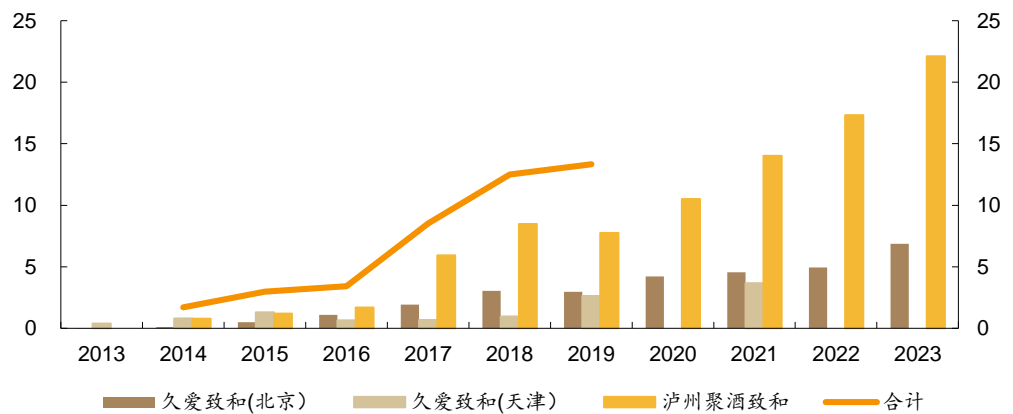
深入布局短视频直播，探索第二增长曲线。随着直播电商及短视频的兴起，公司在北京、杭州布局新的直播基地，面积近 4000 平，共计 41 个直播间。一方面，公司与五粮液、泸州老窖、古井贡酒、习酒、茅台保健酒、竹叶青、青岛啤酒等头部品牌合作，通过运营抖音、快手、微信视频号等渠道的品牌直播间开展店播；另一方面，公司持续探索和加大对“酒连酒”、“聚酒”等自有线上连锁商号的品牌投入，打造自有商号直播间矩阵，逐步形成未来发展的第二增长曲线。

图 7：久爱致和发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

图 6：新华都旗下子公司营收情况（单位：亿元）



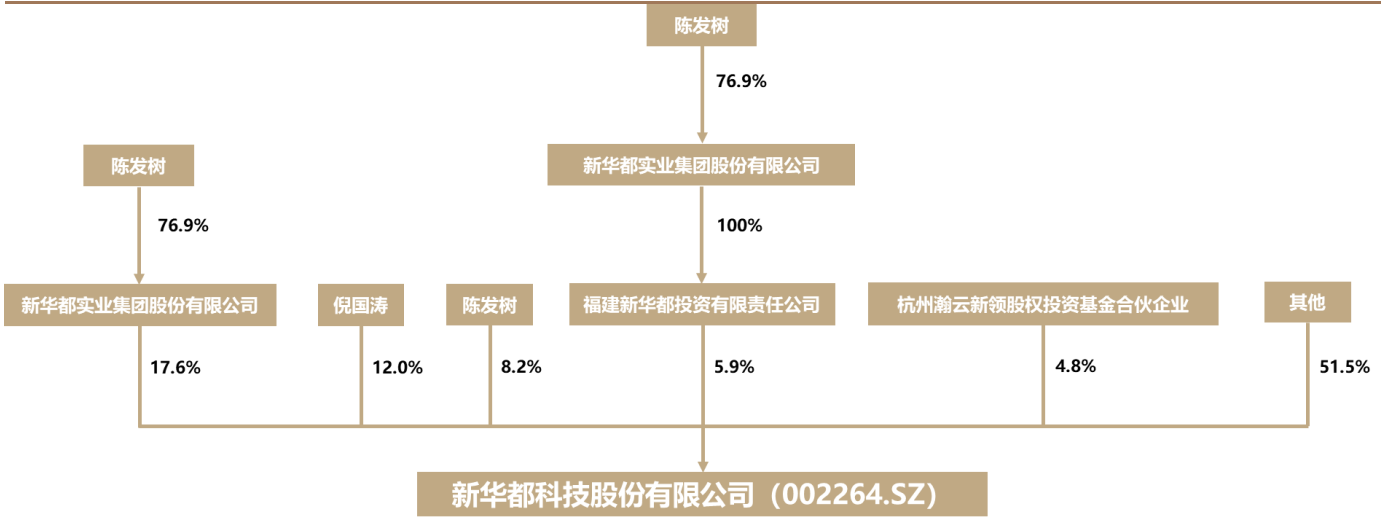
资料来源：公司公告，企业预警通，德邦研究所

### 1.3. 股权结构清晰稳定，股权激励充分调动员工积极性

**公司股权结构清晰稳定，实控人持股集中。**截至 24Q1 末公司实际控制人陈发树直接持有公司 8.2%的股份，同时通过新华都实业集团股份有限公司间接持有公司 23.5%的股份，公司董事长持有公司 12.0%的股份，杭州瀚云新领股权投资基金合伙企业为阿里集团旗下基金，持有公司 4.8%的股份。



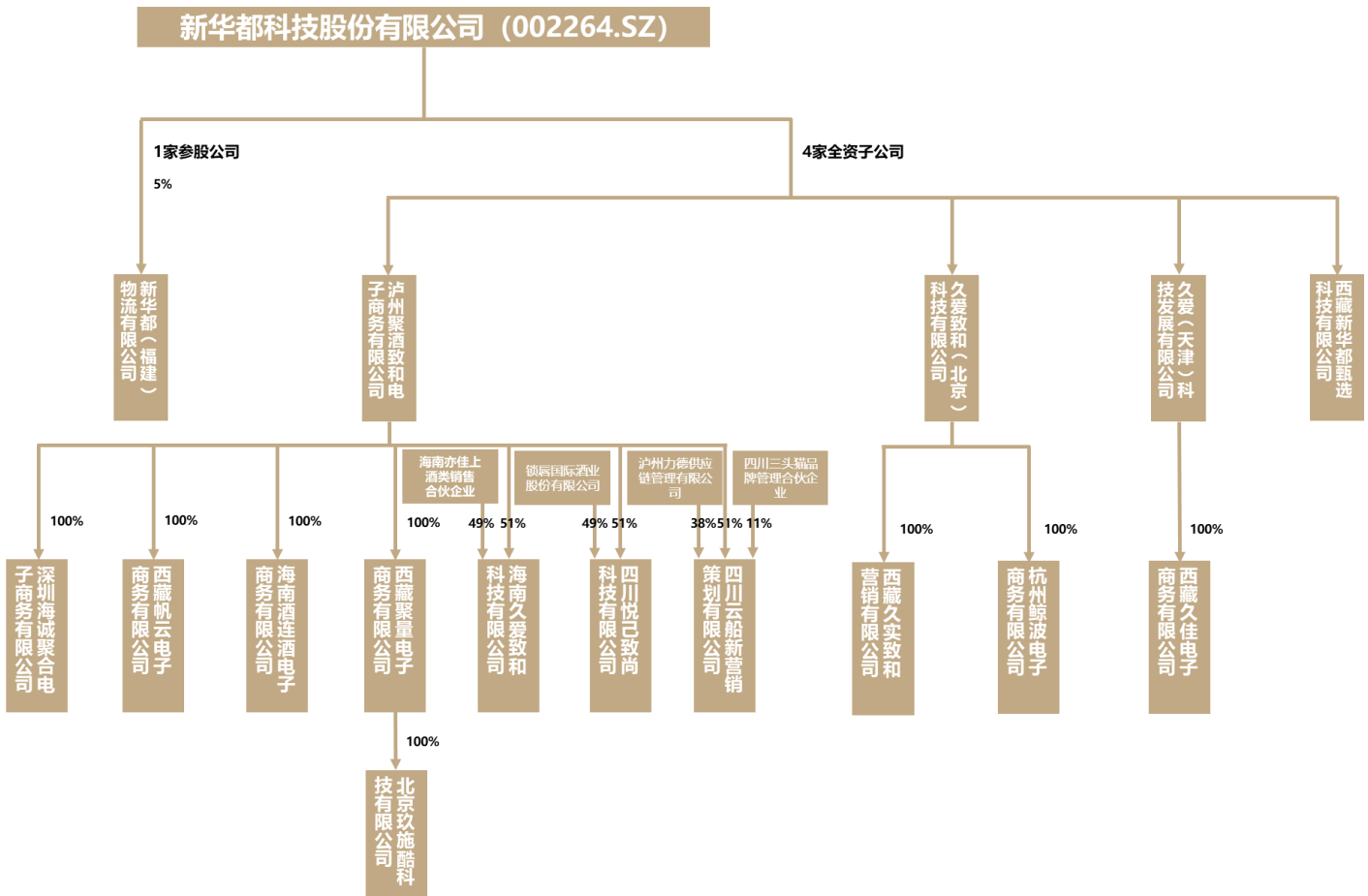
图 7：新华都股权结构（截至 2024 年一季度）



资料来源：公司公告，企业预警通，德邦研究所

**战略转型初步完成，定位明确。**公司已于 2023 年完成对零售业务子公司的剥离，以全资子公司久爱致和为经营主体，聚焦于以数据研究为基础的互联网营销业务，包括全渠道电商销售服务、产品研发及营销服务和数字营销服务等，通过多样化的业务组合充分发挥竞争优势，形成较强的抗风险与抗周期能力。目前公司拥有 1 家参股公司，4 家全资子公司。

图 8：新华都参控股公司情况（截至 2024 年一季度）



资料来源：公司公告，企业预警通，德邦研究所

**高管工作经验丰富，公司人才优势突出。**公司董事长倪国涛先生在电子商务领域深耕多年，又曾担任泸州老窖柒泉小酒酒类有限公司监事，积累了一定的白酒渠道销售资源，助力公司与多家知名酒厂达成合作，夯实了公司在酒类电商领域的龙头地位。管理层大多成员在公司任职多年，对公司业务具备熟悉度和管理经验。公司不仅拥有经验丰富的高管团队，还注重打造年轻化、专业化、适应电商高速发展迭代的经营团队。公司聚焦科技型企业人才结构需求，逐步形成了比例为 4（基层）:4（骨干）:2（领军）的“金字塔”型专业化人才梯队，员工平均年龄 28 岁，35%来自头部电商，40%来自互联网大厂。

表 4：新华都高级管理层履历情况

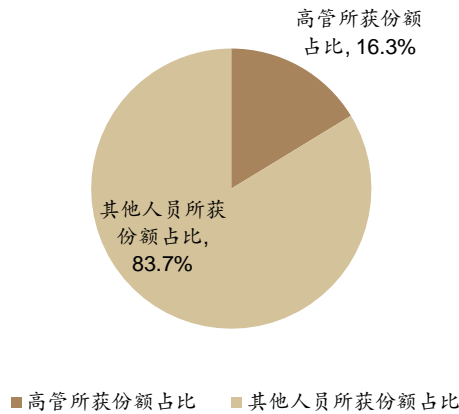
姓名	职务	年龄	简介
倪国涛	董事长，总经理	49	曾任联想集团高级总监、联想移动销售市场系统总经理、青岛海信通信营销公司总经理、久爱致和（北京）科技有限公司、泸州聚酒致和电子商务有限公司、西藏聚量电子商务有限公司、西藏久佳电子商务有限公司、西藏久实致和营销有限公司执行董事，现任公司董事长、总经理。
陈船筑	董事	35	曾任新华都实业集团股份有限公司监事、无锡幸运星影视文化有限公司监事，现任公司董事，同时担任厦门鑫点击网络集团股份有限公司董事、新华都实业集团股份有限公司董事、厦门鹰航贸易有限公司经理、执行董事，厦门市钧石股权投资基金管理有限公司合伙人、成都雷电微力科技股份有限公司董事、武汉悠车位科技股份有限公司董事。
郭建生	董事，董秘	54	上海交通大学工学学士，曾任公司第四、五届董事会董事、董事会秘书、公司第一、二、三届监事会监事、福建新华都综合百货有限公司监事，现任公司董事、董事会秘书。
沈沉	董事	41	硕士研究生学历，毕业于复旦大学经济学院及哥伦比亚大学商学院，曾任职于中国国际金融公司、鼎晖投资及世界银行，现任公司董事。
张石保	财务总监	62	曾任福建省军区后勤部副处长、新华都集团财务部副经理、公司财务总监、内部审计负责人、审计部经理、公司第四届监事会主席，现任公司财务总监、公司全资子公司西藏新华都臻选科技有限公司执行董事兼总经理。

资料来源：公司 2023 年年报，德邦研究所

**新一期激励计划推出，充分调动员工积极性。**2024 年 6 月 28 日，新华都发布领航员计划第五期员工持股计划草案和第六期股票期权激励计划草案，公司将通过股票和期权两种方式对员工进行股权激励。本次计划授予员工的股票上限为 476 万股，占公司总股本的 0.66%，授予股票期权数量为 1434.5 万份，占公司总股本的 1.99%。员工持股计划股票来源为公司 2023 年 8 月完成回购的 266 万股及 2024 年 2 月完成回购的 210 万股公司股份。员工持股计划受让价格为 2.92 元/股，股票期权激励计划行权价格为 5.84 元/股。股票期权激励计划预计摊销总费用为 453 万元，24-27 年分别摊销 123/199/103/28 万元。

**考核目标科学合理，未来 3 年锚定 30%复合增速。**公司计划的考核年度为 2024-2026 年，以公司 2023 年净利润 2.0 亿为基数，各考核年度净利润的复合增长率为考核指标，若复合增速达到 12%的触发值，即 2024-2026 年公司净利润分别达到 2.2/2.5/2.8 亿元，就可以按照  $(1+\text{净利润复合增长率}) / (1+\text{目标值}) * 100\%$  的计算公式获得相应行权和股票归属比例。但要获 100%行权和股票归属比例则需达到 30%的目标净利润复合增速，即 2024-2026 年公司净利润分别达到 2.6/3.4/4.4 亿元。从授予对象来看，员工持股计划的首次授予总人数不超过 30 人，其中拟参加的高管所获份额占总份额的 16.29%，股票期权激励计划将授予 36 位对象。

图 9：高管所获股票份额占此次员工持股计划股票总份额的比例



资料来源：新华都科技股份有限公司“领航员计划（五期）”员工持股计划（草案），德邦研究所

表 5：部分股票期权激励员工职务

姓名	职务
王妍	久爱致和（北京）科技有限公司董事长、总经理
宿辰	西藏久佳电子商务有限公司监事、财务负责人、久爱致和运营总监
曾海慧	西藏久爱致和营销有限公司总经理
张绪波	久爱致和（北京）科技有限公司副总经理
邢涛	久爱致和（北京）科技有限公司副总经理
陈明星	久爱致和新零售团队负责人
肖淑杰	久爱致和（北京）科技有限公司监事
曾天祥	海南久爱致和科技有限公司财务负责人

资料来源：新华都科技股份有限公司“领航员计划（六期）”股票期权激励计划激励对象名单，久爱致和公众号，企查查等，德邦研究所

#### 1.4. 业务模式：数据赋能，聚焦互联网营销业务

新华都致力于通过一站式的数字营销整合解决方案及服务实现客户商业价值最大化，提升客户的互联网品牌影响力以及电子商务市场份额。

##### ➤ 基于数字化工具的互联网全渠道销售服务

新华都的互联网全渠道销售业务，一是公司在获得品牌方授权后，向天猫、京东、拼多多、苏宁、唯品会等有影响力的电商平台（B2B）销售品牌方的产品，或通过该等平台帮助合作品牌搭建包括官方旗舰店、自营店、专卖店等在内的互联网销售渠道，向消费者（B2C）销售品牌方的产品。二是公司应用数字营销策略扩大品牌影响力，提高所售产品的知名度，并通过数字化运营、渠道深度绑定的模式深耕互联网销售渠道，提高客户产品线上销量。同时，公司利用自身业务及第三方市场积累的数据，及时跟踪下游企业与消费者的需求变化，形成从需求端到企业端的良性产品与信息反馈系统，优化产品的定位、合理安排产品的进销存，从而取得良好的经济效益。在该业务中，公司通过买入产品再进行销售，赚取所售商品的进销差价，从而赚取利润。

**与头部品牌深度合作，开发定制化产品服务。**公司互联网全渠道销售按产品类型可分为定制和非定制产品销售。在定制产品过程中，以泸州老窖为例，公司将行业发展趋势、渠道特点、消费者需求等整合形成数据库，并加以分析，形成定制产品方案。再根据方案中的价格定位，与合作品牌共同进行产品包装设计等定制环节的工作，最终形成产品。同时，公司还负责提供广告投放、营销策划等多项增值服务。除定制产品

外，公司还通过取得供应商的授权，全渠道销售合作品牌的专供产品和基础产品。

图 10：新华都互联网全渠道销售模式

**B2B模式**



**B2C模式**



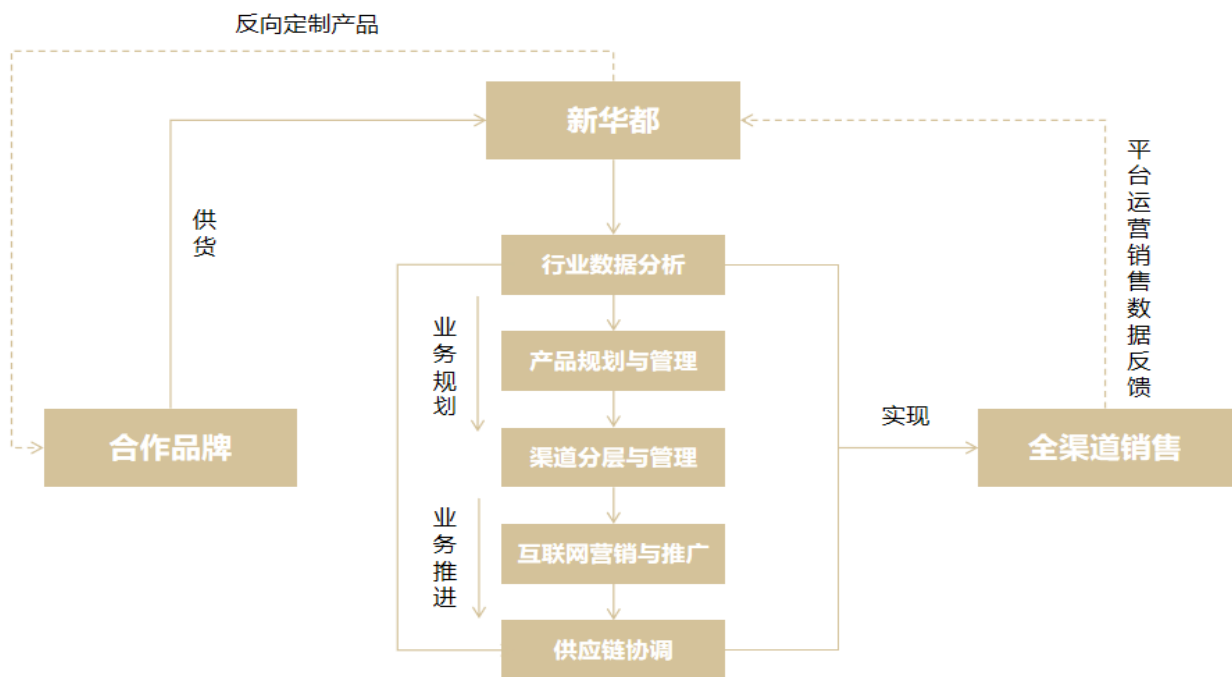
资料来源：公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿），德邦研究所

表 6：互联网全渠道销售按产品类型分类

分类	业务特点
定制化产品销售	通过消费端数据分析，与供应商共同定制产品并独家销售，促进定制产品的销售和品牌提升
非定制化产品销售	通过互联网营销，实现传统行业线下产品的互联网全渠道销售

资料来源：公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿），德邦研究所

图 11：定制产品流程



资料来源：公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿），德邦研究所

## 2. 白酒行业电商销售重要性提升，当下酒企需要专业运营商提供支持

### 2.1. 白酒行业电商销售重要性提升

白酒行业电商销售重要性提升。根据上市公司年报披露的线上营收来看，酒鬼酒、舍得、伊力特、汾酒、五粮液线上化率较高。

表 7：上市白酒企业年报披露的线上主营业务营收占比

品牌	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
贵州茅台	\	\	\	\	\	\	\	9.6%	16.4%
五粮液	\	\	\	\	\	3.4%	6.2%	5.7%	5.0%
泸州老窖	\	\	\	\	\	4.5%	4.3%	5.8%	4.7%
洋河股份	\	\	\	\	\	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%
山西汾酒	\	\	\	2.0%	2.5%	5.4%	4.8%	6.5%	5.2%
舍得酒业	0.2%	0.2%	0.7%	1.7%	2.8%	6.5%	8.1%	6.5%	6.1%
水井坊	\	\	\	\	\	\	\	\	\
酒鬼酒	\	\	\	\	\	7.9%	6.5%	6.6%	9.9%
今世缘	\	\	\	\	\	\	\	\	\
古井贡酒	\	\	\	\	2.9%	3.6%	4.0%	3.6%	3.6%
迎驾贡酒	\	\	\	\	\	\	\	\	\
口子窖	\	\	0.0%	0.3%	0.4%	0.8%	0.9%	0.9%	1.6%
金种子酒	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	0.6%	0.6%	2.0%	0.7%
老白干酒	0.3%	0.8%	0.3%	0.8%	2.2%	2.3%	1.9%	2.1%	2.2%
天佑德酒	\	\	\	\	\	3.1%	3.1%	3.0%	3.3%
金徽酒	\	\	\	\	\	\	0.5%	1.3%	2.3%
伊力特	\	\	\	\	\	1.4%	5.6%	8.1%	6.0%
顺鑫农业	\	\	\	\	\	\	\	\	\

资料来源：各公司年报，德邦研究所

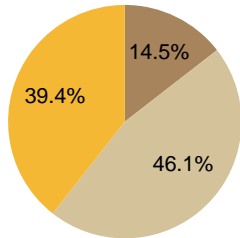
注：舍得酒业、金徽酒为德邦证券关联公司，仅做数据陈列，不存在对个股倾向性投资建议

白酒线上渠道经过十余年的发展，参与主体更加丰富。目前主要有以下几类参与者：

- **货架电商。**天猫、京东等主流电商平台是白酒线上销售的重要渠道，这些平台拥有庞大的用户群和完善的物流配送系统，许多白酒品牌已在电商平台开设官方旗舰店进行直接销售。
- **直播电商。**抖音、快手直播等电商渠道正在成为白酒销售的新增长点，白酒企业可以利用社交平台的互动特性进行品牌推广和销售。
- **自营电商。**一些规模较大的白酒企业已建立自己的线上商城，实现直接面向消费者的销售，这样可以增强品牌控制力，提高利润空间。比如茅台的 i 茅台就是由消费者线上下单，线下就近选择专卖店提货。
- **酒类垂直电商。**一些专注于酒类销售的电商平台，如酒仙网、1919 酒类等，为白酒品牌提供了专业的销售渠道，这些平台具有丰富的消费者资源和专业的运营能力。
- **即时零售。**一些即时配送平台，如美团、饿了么等，也开始尝试白酒的线上销售，为消费者提供更快捷的购买体验。据中国连锁经营协会，从 2020 年到 2022 年白酒即时零售的市场规模增长了 554%。

**线上渠道中传统电商平台更受消费者信赖与欢迎。**根据《2023年中国白酒行业消费白皮书》，主要通过线下实体店购买的消费者占比为46.1%，网购和实体店相差不多的群体人数占比为39.4%，更多通过网络购买的群体人数占比为14.5%。线下渠道的优势主要在于：1) 产品体验感好，服务更加优质；2) 现货供应充足，满足即时性需求；3) 熟悉的人脉渠道，可信度高。而在线上消费渠道中，超过半数的消费者倾向于从淘宝天猫、京东等传统电商平台购买，通过抖音等短视频平台购买白酒的人数占比为20.6%，增长潜力较大。

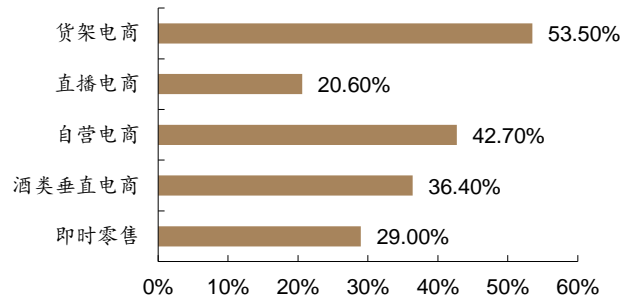
图 12：消费者购买白酒的渠道选择



■ 更多通过网购 ■ 更多通过线下实体店 ■ 网购和实体店差不多

资料来源：2023年中国白酒行业消费白皮书，数字100调研（2023年9月），数据说明：C16 你平时购买白酒更多是通过哪种渠道完成的？【单选】，N=1400），德邦研究所

图 13：消费者经常选择的线上购买渠道



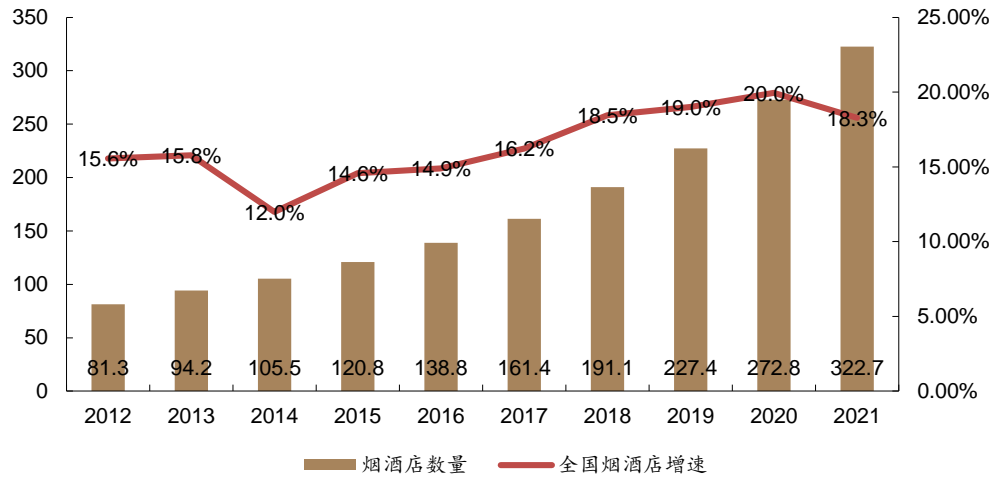
资料来源：2023年中国白酒行业消费白皮书，德邦研究所

**白酒具备大单品、大流量、长保质期等天然电商优势。**新冠疫情促进了线上消费的加速发展，实体店受到影响，带动了白酒线上销售的快速增长，白酒品牌也加大了对线上渠道的重视，而年轻消费者也更加偏好线上购买，追求方便快捷的购物体验。未来，我们认为白酒线上销售规模还会继续增长，接下来将从渠道、消费、平台三角度分析近年来驱动白酒线上化发展的要素。

### ➤ 渠道：传统渠道内卷严重，线上成为发展新路径

**线下传统烟酒店渠道内卷严重，经营压力较大。**据糖酒快讯、天眼查数据显示，2023年全国新增烟酒店（含烟酒关键词的个体工商户零售企业）注册企业规模81970家，较2022年的98672家和2021年的126717家新增注册企业数明显下降。利润降低与客流逃离是压在传统烟酒店头上的两座大山。一方面是顾客购买烟酒的档次下降，但租金、人工成本等支出较刚性，传统烟酒店面临较大的经营压力。另一方面，据糖酒快讯，是客户购买烟酒的频率下降，但全国烟酒店存量仍居高位，据勤策消费研究报告显示，截至2023年8月，存量约300万家，一街道多家烟酒店对客流的争夺稀释了单店客流量，此外，消费者可以选择购酒的渠道更加丰富，白酒零售终端已经进入洗牌期。

图 14: 2012-2021 年全国烟酒店数量 (单位: 万个)



资料来源: 天眼查, 云酒头条官方公众号 (云酒传媒), 德邦研究所

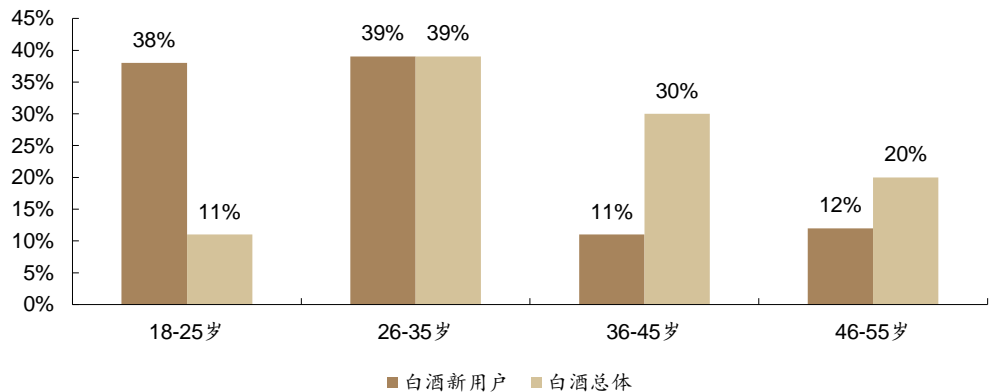
**线上成为发展新路径, 烟酒店积极自救转型。**从客流结构分析, 传统烟酒店熟人消费占大头, 赊账也因此成为普遍现象, 经济复苏不及预期下坏账也开始增多。很多商家已经意识到这种高毛利模式下的高风险, 并通过缩短账期、降低赊账金额等方式, 保卫自身利益。此外, 烟酒店还会借助店铺展开多元化的创收业务例如快递收发、社区团购以及通过线上直播的方式增加收入, 缓解客流逃离的问题。

➤ 消费者: 新一代消费者线上消费频次更高

**白酒核心消费人群更迭, 消费习惯发生改变。**《2023 年中国白酒行业消费白皮书》指出, 白酒主力消费群体出现代际交替的特征, 1985 年至 1994 年出生的人群逐渐成为新的白酒消费主力。同时, 疫情时期的线上购物也间接促进了消费者线上购买习惯的养成。

**关注消费品质与性价比。**在白酒社交消费中, 价格位居重要地位, 近年来, 越来越多的酒类自媒体发布每日价格信息, 使消费者清楚了解零售成本、设定适当的价位, 进一步提升了价格透明度。消费者更加看重大单品的性价比, 在品牌和质量有保障的前提下, 倾向以最佳价格购买。

图 15: 白酒新用户年龄分布 (VS 白酒总体)



资料来源: 《2023 即时零售酒类白皮书》, 酒类零售与连锁官方公众号, 德邦研究所

## ► 平台：平台补贴策略吸引部分价格敏感型消费者

**头部电商平台增速趋缓，流量成本持续提升。**经过近十年的高速发展后，头部电商平台收入趋缓。在互联网流量红利逐渐褪去的背景下，以京东、阿里、美团、拼多多等为代表的公域电商平台平均获客成本正不断升高。据钛媒体报道称，2022年阿里的获客成本已达1302元，4家主流公域电商平台的平均获客成本均值在800元左右，公域电商获客成本日益高企。

**对存量与增量用户的抢夺驱使头部电商平台开启价格竞争，白酒则是其中的优质引流工具。**淘宝于4月上线“百亿秒杀节”，在全网低价的基础上再打7折，京东加码百亿补贴，上线美妆加赠的玩法，拼多多在原有基础上进一步加码百亿补贴和优惠券。白酒标准化程度高，品牌认知度高，易于将目标客户吸引到电商大促活动中。从销售价格来看，据第一财经，今年618活动期间，6月初，淘宝和拼多多53度500毫升飞天茅台，补贴后价格为2439元/瓶和2450元/瓶，这一价格远低于当天的市场批发价；6月17日时，白酒售价还在继续下调，其中53度飞天茅台补贴后价格分别降至2299元/瓶和2230元/瓶，促销后到手价略低于批价，低价吸引部分价格敏感消费者回流。

## 2.2. 酒香也怕巷子深：当下酒企需要专业运营商提供支持

### 2.2.1. 酒企直面电商环境新挑战：流量去中心化趋势明显

**线上流量渠道分散各异。**随着互联网电商平台持续发展，淘宝、天猫、京东、抖音、小红书、快手等流量渠道丰富多样，且不同平台用户存在差异性，各平台及其对应客群逐渐固定，形成一定黏性，仅通过单一平台难以达成较好的营销效果，需要多个平台、多种模式同步运营、合作发力，获客成本也随之爬升，这对白酒企业的运营能力提出了极大挑战。对比去年618大促开启首小时，今年天猫酒水直播销售额增长超30倍，首日的同比增幅高达1300%。不同电商平台的目标用户及其对应的营销方式各异，而线上服务商能做到与各电商平台深度合作，能以更高效的方式将白酒产品推送至目标客户面前，选择线上服务商也是白酒企业适应当前流量渠道分散现状的明智之举。

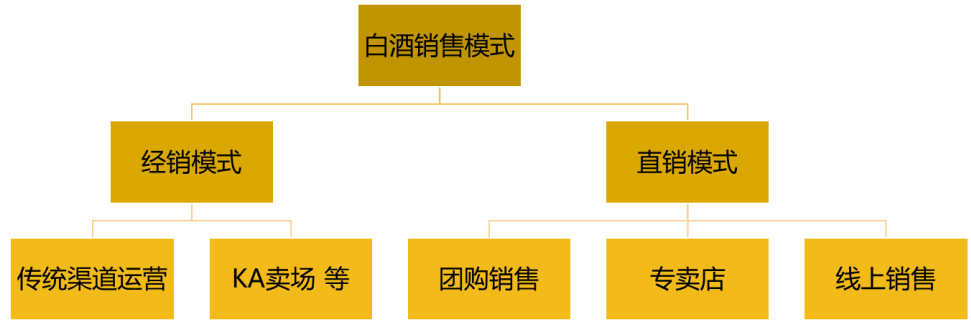
**社交电商持续风靡。**《中国社交电商行业发展白皮书（2022）》的数据显示，2022年社交电商市场交易规模达到28542.8亿元，社交电商热度不减。由中国电商发展创新协会发布的《2024年电商发展趋势白皮书》显示，2023年分享类电商领域蓬勃发展，直播带货、社交电商等新兴模式在市场上迅速崛起，消费者越来越倾向于通过社交媒体获取购物信息和建立信任，从而推动了分享类电商的发展。白酒酒企想要在社交电商风靡的环境下胜出，就必须探索更多创新的营销方式和服务模式，这也是线上专业运营商擅长的业务范围。

### 2.2.2. 酒企身临电商未知之境：能力与工作重心问题

**酒企线下耕耘多年，线上运营经验不足。**在销售方面，酒企以往着重于开拓线下经销商和门店渠道，已培育出成熟的线下经营模式，积淀了丰富的传统销售经验。以五粮液为例，白酒销售模式分为经销模式和直销模式，其中经销模式包括传统渠道运营商和KA卖场，直销模式也以团购、专卖店为主，线上销售模式仍是新兴领域。酒企懂酒但不一定懂流量，这就需要专业的服务商企业提供全套服务方案，更高效地拓展酒类电商渠道。



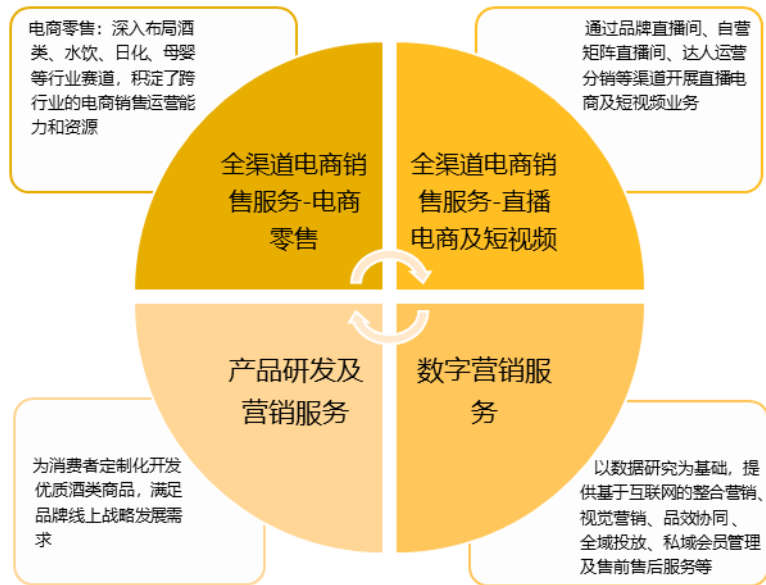
图 16: 传统白酒销售模式 (以五粮液为例)



资料来源: 五粮液 2023 年年度报告, 德邦研究所

**线上运营环节繁多, 要求面面俱到。**电商运营包括店铺运营、营销、IT 技术服务、仓储物流等各环节, 与白酒企业擅长的传统渠道营商模式有较大区别, 需要的人力资本、技术支持差距较大, 需要面面俱到的运营能力。以公司主营业务为例, 提供全渠道电商销售服务、产品研发及营销、数字营销服务等, 在各电商平台深度合作、数据研究能力的基础上提供全渠道一站式电商服务。

图 17: 线上运营全流程 (以新华都为例)



资料来源: 新华都 2023 年年报, 德邦研究所

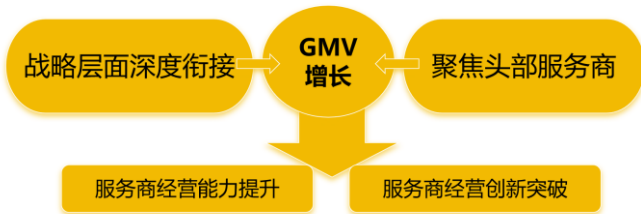
### 2.2.3. 对成本和收益的考量: 目前不宜投入过多精力自营

**线上销售收益有限。**据微酒公众号, 2023 年, 披露的白酒上市公司主流企业 (18 家, 合计营收 3969 亿) 累计实现电商 (含部分直销) 销售收入总额为 332.4 亿元, 占上市公司整体销售收入的 8.4%, 剔除茅台、五粮液两个品牌计算, 占比仅为 4.0%。由此可见, 大部分白酒企业目前的营业收入仍主要由传统渠道贡献, 电商这一新兴渠道产生的收入占比暂时较低, 所以目前酒企也不宜过多投入精力进行线上自营。

**线上自营成本较高。**线上自营需要白酒企业自己组建运营团队，同时借助站内外资源赋能店铺快速增长；直播间需要定向投放流量，还需要大量的人力资源成本、培训成本和管理成本。交付给线上经销商有助于酒企分散运营风险，降低总成本。

**线上服务商有助于增强店铺竞争力。**2024年618前夕，天猫推出“联合生态增长计划”，联合生态及品牌商家三方合作，通过整合营销、资源共享和技术互补，提升服务品质、降低成本，并增强市场竞争力。其核心是天猫联合服务商推动品牌GMV增长，通过聚焦头部服务商、战略层面深度衔接、服务商经营能力提升、服务商经营创新突破四个核心事项来推动和落地。据天猫品牌成长中心数据显示，今年618，23家生态伙伴和他们所服务的品牌店铺，超额30%完成了该计划今年618的整体目标，并实现同比双位数增长。天猫618“联合生态增长计划”跑出1家销量超10亿店铺、70家销量过亿店铺，310家店铺成交同比超过50%，200家店铺成交同比超100%；跑出了20个成交过亿的超级单品，600个过千万的单品，2000个过百万的单品；众多生态伙伴及其服务的品牌涨幅明显，200家成交同比超50%，并有80家店铺同比增长超100%，势头强劲。

图 18：天猫“联合生态增长计划”简介



资料来源：天猫生态中心官方公众号，德邦研究所

图 19：2024年618期间“联合生态增长计划”战绩



资料来源：天猫品牌成长中心官方公众号，德邦研究所

综上所述，在电商大环境发生变化的当下，流量红利逐步褪去、电商平台多元化、社交电商兴起，对电商运营能力提出了更高的要求，而白酒企业作为长期主营线下销售业务、收入大多来自传统销售模式的企业，更需要专业的线上服务商来提供全方位、全渠道线上营销服务，这有助于白酒企业拓宽线上销售渠道和市场，提高成本收益比。

### 3. 与头部品牌深度合作+强大的运营能力构筑核心竞争力

#### 3.1. 先发优势明显，与多个头部白酒品牌深度合作

**创始人具备丰富的互联网营销经验，具有行业洞察力。**新华都现任董事长和子公司久爱致和创始人倪国涛先生具有丰富的互联网运营和营销经验，1999年加入联想集团并曾担任联想移动销售市场系统总经理，在联想工作近十年后担任青岛海信通信营销公司总经理，2010年创立以数据研究为基础的互联网效果营销公司久爱致和，推动了家居、酒类及日用消费品行业的电商化和互联网化。互联网营销和电商运营的工作经历使公司领导具备更强的专业知识和行业洞察力，公司决策者能够运用过去积累下来的互联网营销经验帮助白酒品牌拓展线上渠道，实现现代运营商与品牌的双向共赢。

**先发优势明显，与多个头部白酒品牌深度合作。**早在2012年久爱致和就开始与白酒行业头部品牌建立合作关系，帮助他们打造线上全渠道营销体系，取得了白酒线上营销先发优势。行业头部品牌对服务质量要求较高，更倾向于和具有成功品牌运营经验的服务商合作。而久爱致和长期深耕白酒线上营销领域，并且曾与泸州老窖合作，成功打造互联网品牌“三人炫”，拥有丰富的白酒行业线上运营经验，我们认为久爱致和更容易获得白酒行业龙头品牌的青睐，在与品牌合作时具备较强的谈判能力。截至2023年，新华都已经与茅台保健酒、五粮液、泸州老窖等行业头部品牌建立了深度合作伙伴关系，形成了相对竞争优势。近年来消费者越来越倾向于到品牌官方旗舰店内购买产品，公司利用先发优势，联合打造了习酒快手旗舰店、郎酒京东旗舰店在内的多个品牌官方线上平台，更容易获得消费者信赖。

表 8：多位酒厂领导与新华都子公司展开交流、指导

时间	品牌	交流内容
2024年5月	五粮液	河南盛林商贸有限公司董事长涂建胜、河南营销大区副总经理苟成斌携五粮液河南省经销商联谊会理事单位赴浙江营销大区交流学习，并参观久爱致和（北京）科技有限公司
2023年9月	郎酒、五粮液、古井贡、泸州老窖、习酒等	郎酒、五粮液、古井贡、泸州老窖、习酒等合作伙伴先后莅临久爱致和开展二季度复盘并就三季度规划进行深度探讨
2023年8月	泸州贡	泸州贡董事长带队莅临久爱致和会晤交流。双方就泸州贡产品在品牌宣传、销售策略、爆款打造进行了充分的讨论和细致的部署
2023年7月	习酒	习酒集团党委书记、董事长张德芹，新华都科技股份有限公司董事长、总经理倪国涛率队进行座谈，双方就进一步促进习酒品牌推广和电商产业发展等方面进行了沟通交流
2023年5月	五粮液	四川五粮液新零售管理有限公司莅临久爱致和交流，进一步达成深度合作
2023年3月	郎酒	四川郎酒等品牌合作伙伴莅临久爱致和指导，并在新财年之际进一步达成深度战略合作
2023年2月	泸州老窖	泸州老窖销售有限公司党委书记、总经理张彪先生，泸州老窖电子商务股份有限公司董事长、总经理易彬先生及相关部门负责人到访久爱致和莅临指导
2023年2月	汾酒	汾酒党委书记、董事长袁清茂、汾酒股份副总经理李俊、汾酒股份总经理助理张永踊、汾酒相关部门负责人到访久爱致和莅临指导
2020年5月	汾酒	李秋喜董事长及汾酒公司副总经理、汾酒销售公司党委书记、总经理李俊先生再次莅临久爱致和参观指导
2018年10月	汾酒	汾酒集团党委书记、董事长李秋喜先生；汾酒集团党委委员、董事，汾酒股份公司副董事长、总经理常建伟先生；以及汾酒股份公司副总经理、汾酒销售公司党委书记、执行董事、总经理，竹叶青营销公司总经理李俊先生率各版块相关负责人共计20余人莅临久爱致和参观指导

资料来源：久爱致和官方公众号，香露五粮官方公众号，德邦研究所

对品牌方而言，新华都每年采购金额较大。从新华都披露的前五大供应商采购金额来看，过去两年对前两大供应商采购金额均在5亿元以上。如果品牌方更换运营商，可能会出现销量短时间无法承接的问题。

表 9：新华都前五大供应商采购金额情况（亿元）

	2022年	2023年
供应商 1	6.9	8.2
供应商 2	6.4	6.2
供应商 3	3.2	2.9
供应商 4	0.7	1.7

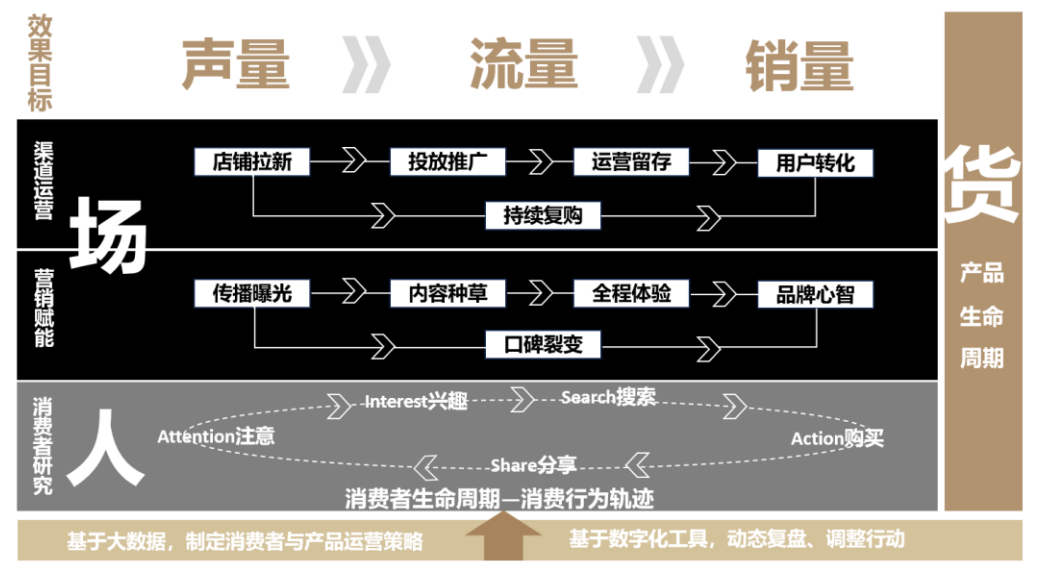
供应商 5	0.7	0.6
合计	17.8	19.6
采购金额占年度采购总额比例	65.8%	75.9%

资料来源：公司年报，德邦研究所

### 3.2. 数字化运营能力突出，精准洞察消费者需求

**精准运用数据技术，数字化营销能力不断增强。**当前我国电商行业整体增速放缓，从以增量为主转向增量与存量并重的发展阶段，以直播、短视频为代表的新型电商营销模式不断涌入市场，电商行业整体竞争态势日趋激烈。以抖音快手为代表的新兴电商平台，不再是传统的“人找货”模式，而是注重心灵种草，主动引导消费者需求，这就对电商运营者的数据分析能力提出了更高的要求。并且随着流量去中心化的趋势日益增强，网络流量不只集中于少数几个头部主播，而是呈现多元化分布，精准化运营成为电商发展的必然趋势。新华都依靠扎实的数据技术能力，形成了一套独有的互联网数据研究模式，能够依靠大数据，深入洞察消费者兴趣与需求，精准实现人货场匹配，筑牢电商运营护城河。此外，公司还搭建了数字化供应链体系，提高物流效率，改善消费者购物体验，同时以技术推动降本增效，提升公司整体运营效率，夯实公司核心竞争力。

图 20：新华都借助数字化技术赋能品牌成长



资料来源：京准通京营合作伙伴微信公众号，德邦研究所

**跨行业、平台布局，企业抗风险能力强。**专注于单一行业、单一平台的经销商往往会受到行业周期波动、平台衰落等因素影响，导致公司业绩下滑。新华都选择布局酒类、水饮、日化、母婴多条赛道，深耕京东、淘宝、抖音、快手等多个平台，与泸州老窖、古井贡酒、郎酒、习酒等众多品牌建立合作关系，具有更强的抗风险能力。此外，新华都为应对大客户流失风险，不断打造自有商号、自有品牌，自主孵化直播达人，提高公司独立运营能力，实现公司业绩平稳增长。

**具有深刻的消费者洞察力，品牌运营能力突出。**新华都依靠强大的数据研究技术，为客户提供数字化营销服务，帮助品牌分阶段实现产品营销和推广。产品推广需要根据不同产品特性制定差异化的投放方案，一般来说，整个周期可分为三个阶段：1) 消费者洞察：分析产品潜在的消费群体，锁定目标投放群体，通过对已购人群属性的洞察，首先锁定品牌核心人群和品牌机会人群等高潜人群。并深入分析目标人群的消费特点，结合营销目的进行差异化广告投放。2) 广告设计：选择符合产品营销策略的广告素材，撰写差异化、能够体现产品特点的营

销文案，全面捕捉产品核心卖点，精准触达消费者需求，实现精细化运营。3) 投放方案：针对品牌自身系列、人群特性以及场域属性进行有效分析组合，深入挖掘流量差异，为产品制定合适的广告投放策略，打造差异化营销渠道，实现有针对性、精准化营销，助力商品流量提升。下面结合汾酒、毛铺两个案例来分析新华都是如何帮助合作品牌实现线上销量增长的（主要根据京准通京营合作伙伴提供的案例）：

➤ **案例一：精准分析消费群体后差异化投放广告，青花汾酒礼盒装快速起量**

**项目背景：**汾酒计划在年货节前夕推出一款全新青花礼盒，由于白酒市场竞争激烈，并且要在避免与现有系列产品竞争内耗的同时实现新品推广，品牌方决定与久爱致和合作推广礼盒产品，如何将差异性植入消费者心中成为本次营销策略的重点。

**消费者洞察：**通过对品牌已购人群的数据分析得出结论，品牌的核心消费人群是月均消费 1000 元以上的小镇中年、资深白领、新锐白领。常规整箱产品用户购买心智较强，流量充足，以勤俭持家人群为主，可以重点投放存量客群。而新品礼盒定位产品高端升级，以都市小资人群为主，消费者心智不足，需通过送礼卖点，进行差异化配合投放，比如加大站外直投，快速拉新引流。

**广告设计：**瞄准年轻化都市化人群，定位高档白酒礼盒，注重产品品质宣传，选择能够突出送礼需求的广告素材。

**投放方案：**围绕青花礼盒特性，分析站内外数据差异，瞄准站外资源潜力，差异化布局强化站外投放量，站外人群进行回流筛选再触达，形成站内外闭环投放模式，精准适配“人”和“场”，实现多维一体营销布局。

**营销效果：**年货节期间，新品礼盒表现突出，新品曝光率同比提升 40%，新品访客量同比提升 30%，加购率同比提升 20%，转化率同比提升 15%，流量成本同比降低 20%。

图 21：礼盒装汾酒示意图



资料来源：京东商城，德邦研究所

图 22：汾酒礼盒装投放效果展示



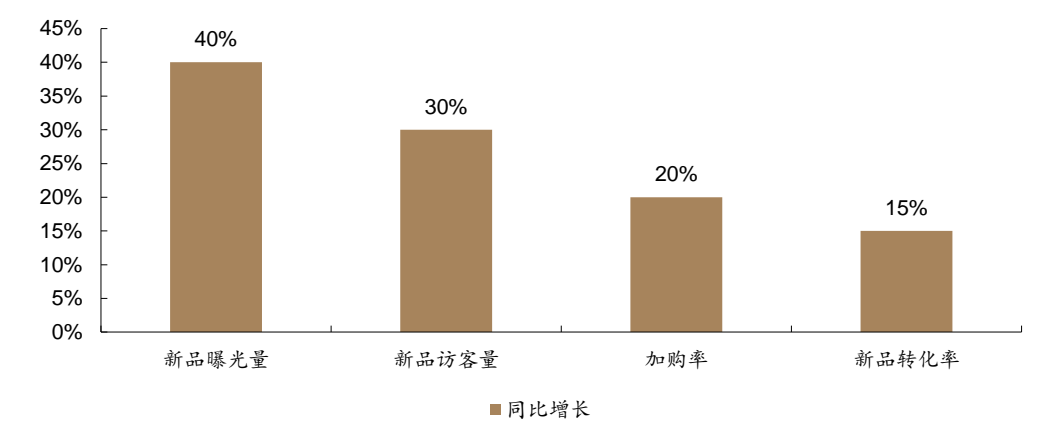
资料来源：京准通京营合作伙伴公众号，德邦研究所

图 23：站内外联动投放



资料来源：京准通京营合作伙伴公众号，德邦研究所

图 24：久爱致和X汾酒营销效果分析（2024 年货节期间）



资料来源：京准通京营合作伙伴公众号，德邦研究所

➤ 案例二：重点培养高价位产品助力毛铺品牌销售额大幅提升

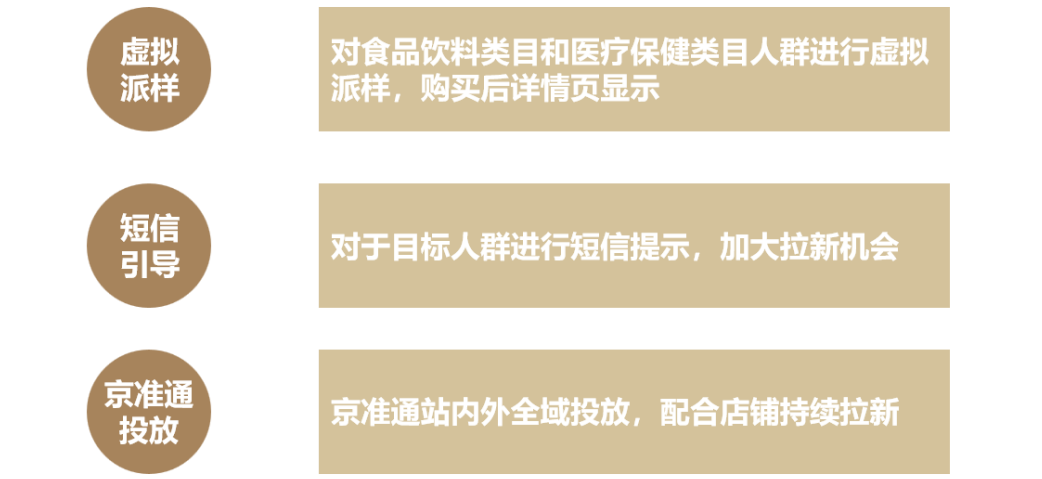
**项目背景：**毛铺品牌京东自营店 22 年正式上线，上线初期产品结构较差，百元以下价位的金荞占比达 68%，客单价较低，而且不利于品牌形象打造，迫切需要提升高价位产品占比。

**问题分析：**通过对比京东酒水板块数据后发现，100-200 元价位的黑荞和 200-300 元价位的紫荞增速明显快于行业整体，可以作为重点产品培养。

**投放方案：**黑荞品牌转化率低，可通过引导会员入会提升兴趣人群规模；紫荞认知人群数量较少，可提升新客权益，扩大拉新规模。除此以外，对目标人群进行虚拟派样，并进行短信提示，加大拉新机会，辅助广告投放，配合店铺持续拉新。

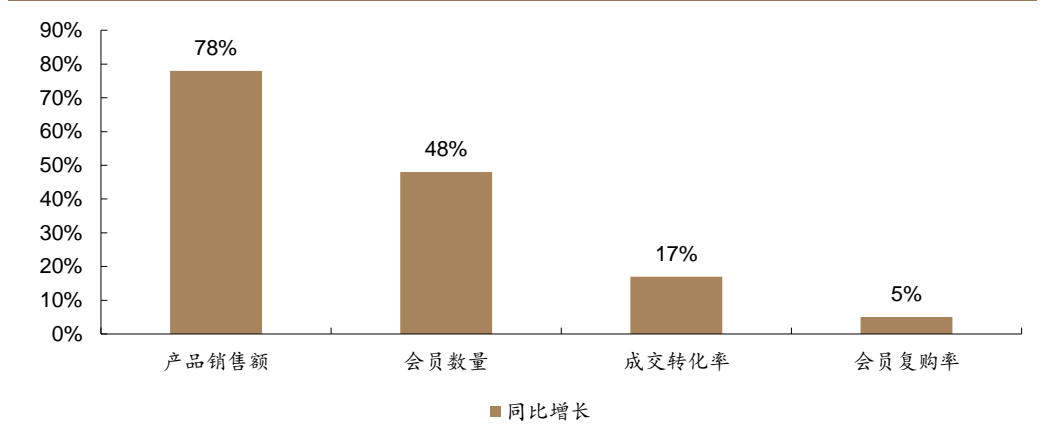
**营销效果：**产品结构顺利实现提升，低价位的金荞销额占比下降 33pct 至 35%，100 元价位的黑荞占比提升 10pct 至 23%，200 元价位的紫荞占比提升 13pct 至 23%，高价位的草本真年份占比提升 2pct 至 3%。同时，店铺各项经营数据有较大幅度提升，产品销售额提升 78%，会员数量提升 48%，成交转化率提升 17%，会员复购率提升 5%。

图 25：三大策略增加产品曝光量



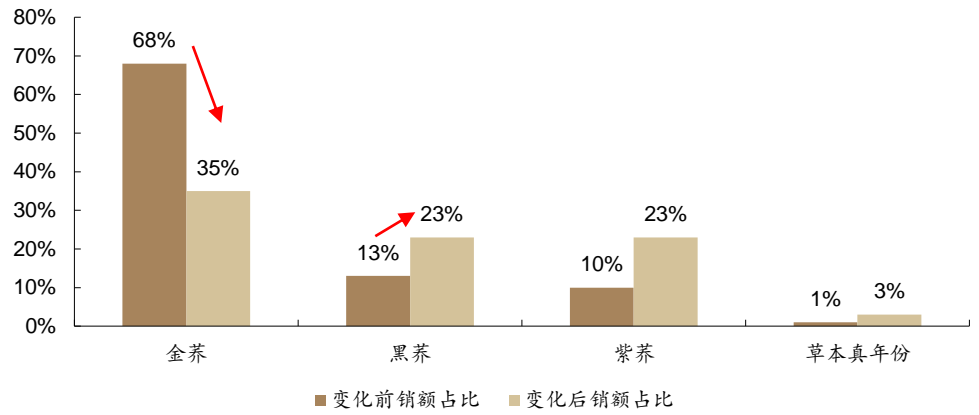
资料来源：京准通京营合作伙伴微信公众号，德邦研究所

图 26：久爱致和 X 毛铺营销效果分析



资料来源：京准通京营合作伙伴微信公众号，德邦研究所

图 27: 调整前后毛铺京东货品结构变化



资料来源: 京准通京营合作伙伴微信公众号, 德邦研究所



## 4. 直播电商前景广阔，自有商号有望开辟第二增长曲线

**迎合新时代消费者购买习惯，内容电商蓬勃发展。**随着内容电商、直播电商、短视频电商蓬勃发展，线上销售渠道由传统的货架电商向社交平台、短视频平台等新兴平台聚集。抖音电商年报显示，近一年抖音电商平台搜索 GMV 同比增幅达 159%，其中达人直播销售额占比 61%，同比增长 49%，“内容加互动”的达人直播模式具有较为广阔的发展空间。随着电商直播销售的地位逐步提高，白酒品牌短视频渠道销售布局已经成为必然。当前，新华都孵化的“酒连酒”、“聚酒”等自有商号已经积累了大量粉丝，拥有较强的带货能力和较好的店铺口碑。新华都未来将继续深耕达人直播和短视频营销赛道，自主孵化直播达人，打造优质商号，依托平台流量，实现多方共赢。

**合作抖快直播达人，提供专属营销服务。**新华都通过抖音快手等多种渠道，为品牌提供定制化服务，搭建多个电商直播平台并与头部 MCN 机构 456 个达人建立合作关系，形成了集产品运营开发、直播引流、供应链管理等环节于一身的自有商号。平台通过数据分析，精准洞察消费需求，为消费者甄选优质商品，并结合达播、店播、短视频运营等多种数字化宣传手段，吸引网络流量瞄准潜在消费群体，助力合作品牌在用户拓新上持续突破，提升品牌市场竞争力。经过多平台布局和长期深耕酒类领域，公司持续多年稳居电商平台综合白酒品牌运营商前列。其中，2020 年底建立的“酒连酒”自有商号在抖音平台已发布作品 493 个，吸引粉丝 47 万，累计销量达 43.4 万。公司还赋予店铺会员多项权益，吸引消费者成为卖场店会员，增强粉丝粘性。

**合作开发多款定制产品，进一步提升公司盈利能力。**新华都运用数字赋能，精准分析平台营销效果，深入洞察消费者消费心理，持续提升与用户的深度交互，打造“以消费者为中心”的全渠道电商销售服务。公司整合优势资源，形成包括互联网产品定位、线上全渠道销售策划、供应链管理在内的全链条一站式服务，帮助提升客户的互联网品牌影响力以及电子商务市场份额。此外，公司依托数据技术优势，针对用户的差异化需求，与优质品牌合作研发定制产品。例如，公司与泸州老窖战略合作产品“六年窖头曲”，与茅台集团联合开发并销售产品“茅仙”，同时精准把握白酒的社交属性，针对白酒的礼品需求，推出特定包装礼盒等细分市场定制化组合产品。公司针对产品从孵化到上市的全生命周期流程，构建品牌跨平台的全渠道营销模式，提供精准化、全链式的销售服务，促进品牌长期健康增长。

图 28：新华都与品牌方合作开发的定制产品示意图



资料来源：抖音“酒连酒专卖店”，德邦研究所

**洞察目标受众群体，抢占中低档酒市场。**当下白酒的投资需求及商务宴请需求平稳，自饮和聚餐宴请仍相对刚性。公司抖音上自有商号“酒连酒专卖店”销售的大部分产品均属于中低端白酒，少部分酒类为中高端产品。商号瞄准以“聚餐宴饮”为主要需求的消费群体，推出多重优惠组合，贴近普通消费者购买能力，扩展白酒消费市场。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

**收入预测：**白酒线上业务空间较大，预计食品类 24-26 年实现营收 34.3/44.5/55.7 亿元，分别同比增长 45.0%/30.0%/25.0%，日用品 24-26 年实现营收 4.1/4.5/4.8 亿元，分别同比增长 8.0%/8.0%/8.0%。预计公司整体电商业务 24-26 年实现营收 38.4/49.0/60.5 亿元，同比增速为 39.8%/27.6%/23.5%。

**毛利率预测：**预计 24-26 年公司电商业务毛利率分别为 22.7%/23.2%/23.3%，分别同比变化-0.8/+0.4/+0.2pct。

**费用率预测：**销售费用中平台推广费和人员工资占比较高，预计平台推广费和收入增速基本一致，人员工资增速慢于营收增速，预计 24-26 年销售费用率分别为 13.5%/13.6%/13.5%，基本持平；管理费用中工资占比较高，预计工资增速慢于营收增速，预计 24-26 年管理费用率分别为 3.4%/3.2%/3.1%，分别同比下降 0.3/0.2/0.1pct。财务费用率基本平稳。

总体来看，预计 24-26 年公司营业收入分别为 39.0/49.4/60.8 亿元，同比增速为 38.1%/26.6%/23.1%。预计归母净利润分别为 2.7/3.4/4.3 亿元，同比增速为 36.3%/25.4%/25.2%。

表 10：新华都主营业务拆分及预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>电商业务</b>				
营收 (亿元)	27.47	38.22	48.61	60.00
YOY	27.59%	39.15%	27.17%	23.44%
毛利率	23.51%	22.73%	23.17%	23.32%
<b>食品类</b>				
营收 (亿元)	23.64	34.08	44.14	55.17
YOY	34.52%	44.20%	29.50%	25.00%
毛利率	22.62%	21.98%	22.58%	22.89%
<b>日用品</b>				
营收 (亿元)	3.83	4.14	4.47	4.83
YOY	-3.18%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	28.97%	28.97%	28.97%	28.32%

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

### 5.2. 相对估值

2023 年公司总营收和归母净利分别为 28.2 亿元和 2.0 亿元。预计 24-26 年公司营业收入分别为 39.0/49.4/60.8 亿元，同比增速为 38.1%/26.6%/23.1%。预计归母净利润分别为 2.7/3.4/4.3 亿元，同比增速为 36.3%/25.4%/25.2%。

考虑到公司目前正处于高速成长阶段，业绩存在超预期可能，公司估值低于可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：新华都可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				每股收益			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300755	华致酒行	57	13.70	32.66	20.14	17.79	13.43	0.56	0.68	0.77	1.02

002264	新华都	35	4.90	19.68	12.89	10.28	8.21	0.28	0.38	0.48	0.60
--------	-----	----	------	-------	-------	-------	------	------	------	------	------

资料来源: wind, 各公司年报, 德邦研究所

注: 华致酒行、新华都为德邦研究所预测, 收盘价采取 2024 年 8 月 12 日数据

## 6. 风险提示

**白酒线上化进展不及预期。**过去白酒线上化率低, 近两年线上化率提升较快, 未来如果白酒线上化进展不及预期, 可能影响公司业绩增长持续性。

**白酒线上业务竞争加剧风险。**如果白酒线上店铺低价销售, 可能会影响公司盈利水平。

**品牌授权管理风险。**如果品牌方取消授权或更换互联网营销服务商, 将会对公司业务展开产生不利影响。

**自有商号发展不及预期风险。**公司加大对“酒连酒”、“聚酒”等自有商号的重视, 如果发展不及预期, 可能影响未来增长。

**白酒线上销售政策风险。**如果白酒线上销售的政策变化较大, 可能对公司经营产生重大影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.38	0.48	0.60
每股净资产	2.26	1.94	2.42	3.01
每股经营现金流	0.25	0.52	0.69	0.67
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	19.68	12.89	10.28	8.21
P/B	2.44	2.52	2.03	1.63
P/S	1.25	0.90	0.71	0.58
EV/EBITDA	13.58	9.65	6.34	4.12
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.4%	24.1%	24.2%	24.2%
净利润率	7.1%	7.0%	6.9%	7.1%
净资产收益率	12.3%	19.6%	19.7%	19.8%
资产回报率	6.8%	3.0%	3.5%	4.4%
投资回报率	10.7%	3.4%	4.3%	5.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-6.6%	38.1%	26.6%	23.1%
EBIT 增长率	110.5%	32.8%	28.3%	25.6%
净利润增长率	-2.0%	36.3%	25.4%	25.2%
偿债能力指标				
资产负债率	44.6%	84.8%	82.0%	77.9%
流动比率	2.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.1
现金比率	0.7	0.9	0.9	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	65.6	69.8	67.7	68.7
存货周转天数	152.5	92.0	75.0	60.0
总资产周转率	1.0	0.4	0.5	0.6
固定资产周转率	500.6	605.3	681.9	755.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	201	274	343	430
少数股东损益	-1	0	0	0
非现金支出	39	14	15	15
非经营收益	5	5	6	6
营运资金变动	-67	84	130	29
经营活动现金流	177	378	494	479
资产	-9	-6	-5	-5
投资	0	0	0	0
其他	-50	0	0	0
投资活动现金流	-59	-6	-5	-5
债权募资	-200	6,240	-320	-704
股权募资	7	-363	0	0
其他	-53	-144	-4	-4
融资活动现金流	-245	5,733	-324	-708
现金净流量	-127	6,105	165	-235

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 12 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,824	3,899	4,938	6,077
营业成本	2,107	2,960	3,741	4,607
毛利率%	25.4%	24.1%	24.2%	24.2%
营业税金及附加	8	8	21	23
营业税金率%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%
营业费用	385	528	670	822
营业费用率%	13.6%	13.5%	13.6%	13.5%
管理费用	103	132	157	187
管理费用率%	3.7%	3.4%	3.2%	3.1%
研发费用	7	10	13	16
研发费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
EBIT	220	292	374	470
财务费用	-6	-9	-10	-11
财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	226	302	386	483
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	224	301	384	481
EBITDA	240	306	389	485
所得税	25	27	41	51
有效所得税率%	11.0%	9.0%	10.7%	10.7%
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司所有者净利润	201	274	343	430

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	894	6,999	7,164	6,929
应收账款及应收票据	507	745	916	1,144
存货	880	746	769	757
其它流动资产	394	490	644	768
流动资产合计	2,675	8,980	9,492	9,598
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	6	6	7	8
在建工程	0	0	0	0
无形资产	2	3	4	5
非流动资产合计	282	271	260	249
资产总计	2,957	9,252	9,752	9,847
短期借款	156	6,410	6,090	5,385
应付票据及应付账款	1,012	1,206	1,661	1,962
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	136	212	235	304
流动负债合计	1,304	7,828	7,986	7,651
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16
负债总计	1,320	7,844	8,001	7,667
实收资本	720	720	720	720
普通股股东权益	1,626	1,398	1,741	2,170
少数股东权益	10	10	10	10
负债和所有者权益合计	2,957	9,252	9,752	9,847

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。