

新华都 (002264)

白酒线上化乘东风起，定制品打造沐春雨新

买入 (首次)

2025年04月23日

证券分析师 苏毓

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,824	3,676	4,460	5,332	6,387
同比 (%)	(6.55)	30.18	21.31	19.56	19.79
归母净利润 (百万元)	200.74	260.17	343.49	447.30	591.31
同比 (%)	(1.97)	29.61	32.02	30.22	32.20
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.28	0.36	0.48	0.62	0.82
P/E (现价&最新摊薄)	22.84	17.62	13.35	10.25	7.75

股价走势



投资要点

- **白酒电商龙头，深耕线上零售业务。**公司此前是福建省大卖场及综合商超连锁经营龙头，自2016年收购久爱致和以来，逐步聚焦互联网营销业务，并于2022年彻底剥离线下零售资产，全面转型聚焦线上业务。公司股权结构多元，实控人为新华都实业集团大股东陈发树，合计穿透持股30.14%；近年公司先后引入阿里战投及久爱致和创始人倪国涛持股，还推行了多期股权激励及员工持股计划，以更好绑定多方利益。
- **线上全渠道多业态布局，建立酒类销售领先优势。**公司目前进行电商代运营服务的品牌有金佰利、伊利、美加净、芳芯、碧缇丝、家安等，进行全渠道销售代理的品牌有泸州老窖、汾酒、五粮液、郎酒、水井坊、古井贡酒、青岛啤酒、云南白药等，在京东、天猫、抖音、唯品会、网易考拉、苏宁、抖音、快手、拼多多、微信小店等多个知名互联网平台拥有百余网店，平台搜索排名靠前，规模领先。酒类互联网全渠道销售是公司聚焦发展的主要方向，推动近年公司互联网营销收入同比增速基本保持在30%左右，其中淘宝、天猫和京东等货架电商平台的官旗、自营店销售为公司营收基本盘，抖音、快手、拼多多等兴趣与社交电商平台店铺基于直播及短视频营销带动的销售贡献也在逐步提升。
- **白酒电商渗透率仍有提升空间，平台竞争从同质化转向精细化。**近年白酒电商销售规模快速增长，估算2024年已达到1200亿元，电商渗透率达15%。对标大牌美妆等成熟奢侈品，我们认为白酒的线上渗透率或达到20%，销售额增速或边际趋缓。线上平台营销竞争要素也正从同质化价格逐步转向差异化运营策略，以更好拓展线上优势客户。白酒线上购买主要有2类优势场景，1是由新消费群体线上购买习惯带动的白酒网购，通常由电商大促的价格优势刺激购买。考虑平台低价内卷趋于缓和，头部品牌以京东、淘天等头部平台为主的销售格局基本稳定成型。2是新线城市（三线及以下）的85后、95后客群，线上相比线下渠道更具有客群覆盖和触达优势，这类客群通常关注300元以内价位用酒，并且对于自饮用酒存在一定的尝新接受度。抖音、快手等平台基于下沉市场客群覆盖优势，依托直播、短视频的强营销、强内容互动属性，成为300元以内高性价比白酒产品爆发增长的核心阵地。
- **盈利预测与投资评级：**不同于其他线上酒类流通商，公司兼具品牌服务商及流通商的双重属性，能够与品牌方实现更紧密的合作绑定，在白酒新零售浪潮中有望持续受益，盈利稳定性相对更强：一方面在数据积累驱动下，公司能帮助品牌方更好运营平台官方店，自身也可持续享受到头部大店的流量分发优势；另一方面，公司与知名品牌合作打造定制开发品，既帮助品牌方有效补强品宣及价格带布局短板，也能为自身带来差异化的业绩增量。我们预计公司2025~2027年归母净利润为3.4、4.5、5.9亿元，同比+32%、30%、32%，对应PE为13、10、8x，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观需求不及预期；电商平台流量增长趋缓；品牌代理授权变化较难预测。

市场数据

收盘价(元)	6.37
一年最低/最高价	4.22/8.06
市净率(倍)	2.47
流通A股市值(百万元)	4,170.97
总市值(百万元)	4,585.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.58
资产负债率(% ,LF)	47.87
总股本(百万股)	719.86
流通A股(百万股)	654.78

相关研究

内容目录

1. 白酒电商龙头，深耕线上零售业务	5
1.1. 福建商超连锁龙头，积极拥抱新零售浪潮.....	5
1.2. 持股结构多元，绑定多方实现利益共享.....	6
1.3. 线下转型线上，聚焦数字营销.....	9
2. 线上全渠道多业态布局，建立酒类销售领先优势	11
2.1. 基于数据驱动，打造全渠道电商营销服务.....	11
2.2. 领先布局电商多年，线上营销实力突出.....	14
2.3. 运营网店已达百余家，多平台布局持续完善.....	17
3. 白酒电商渗透率仍有提升空间，平台竞争从同质化转向差异化	18
3.1. 白酒电商规模近年加速扩容，渗透率已达 15%	18
3.1.1. 品牌端：探索新渠道建设，加强新客群开拓.....	18
3.1.2. 消费者端：新一代消费群体涌入，电商使用习惯更强.....	19
3.1.3. 平台端：推进价格力策略，加码引流产品布局.....	20
3.2. 电商 vs 线下，胜在价格透明、覆盖高效.....	21
3.3. 白酒电商平台已推行差异化运营策略，以更好拓展线上优势客户	24
3.3.1. 对标奢侈品及大牌美护，预计白酒线上渗透率有望达到 20%	25
3.3.2. 电商竞争要素将从同质化价格逐步转向差异化禀赋，价格红利预计逐渐退潮.....	25
4. 久爱致和：踞守官方店流量优势，定制品打造能力持续提升	28
5. 盈利预测及投资评级	29
6. 风险提示	31

图表目录

图 1:	新华都发展历程.....	5
图 2:	股权结构图（截至 2024 年报）.....	6
图 3:	截至 2025 年 4 月新华都下属子公司梳理.....	9
图 4:	倪国涛对新华都持股比例变化.....	10
图 5:	公司泸州老窖合作开发产品.....	11
图 6:	公司部分品牌合作开发产品.....	11
图 7:	全渠道销售业务模式.....	12
图 8:	公司电商运营服务模式.....	13
图 9:	公司电商运营服务客户主要为食品、日化类.....	13
图 10:	久爱致和数字营销服务案例.....	13
图 11:	2014 年久爱致和系互联网营销业务营收.....	14
图 12:	2014~15 年久爱致和系互联网营销业务净利润.....	14
图 13:	2016~21 年公司互联网营销业务营收快速增长.....	15
图 14:	2014~24 年公司互联网营销业务净利润快速增长.....	15
图 15:	公司互联网营销业务收入及同比增速.....	16
图 16:	公司互联网销售 GMV 及同比增速.....	16
图 17:	公司互联网营销业务毛利率变化.....	17
图 18:	公司互联网营销业务净利率变化.....	17
图 19:	近年白酒电商销售规模变化.....	18
图 20:	近年主要电商平台白酒销售规模变化.....	18
图 21:	汾酒携手天猫年货节开展线上营销活动.....	19
图 22:	久爱致和为国窖制定年货节推广策划.....	19
图 23:	白酒用户群体年龄分布.....	19
图 24:	白酒增量用户的背景特征及饮酒习惯.....	19
图 25:	95 后年轻群体的主要白酒认知渠道分布.....	20
图 26:	95 后年轻群体对线上渠道的关注点.....	20
图 27:	2023 年头部电商平台积极推进价格力策略.....	21
图 28:	抖音 2024 年各购物节白酒销售额占比.....	21
图 29:	2024 年“618”期间主要平台大单品价格对比.....	21
图 30:	天猫、京东 2024 年白酒销售价格带分布.....	22
图 31:	抖音 2024 年白酒销售价格带分布.....	22
图 32:	天猫 2024 年不同品牌白酒销售额占比.....	22
图 33:	京东 2024 年不同品牌白酒销售额占比.....	22
图 34:	白酒线上渠道购买主因保真、省事、价格透明.....	23
图 35:	白酒高潜力客群及其主力消费价位及场景分布.....	23
图 36:	白酒高潜力客群的城市分布.....	24
图 37:	线上平台白酒人群的城市级别分布.....	24
图 38:	个人奢侈品线上渠道销售占比达到 20%左右.....	25
图 39:	高货值消费品近年线上销售渗透率变化.....	25
图 40:	天猫平台 2024 年不同价位白酒单品平均折扣率.....	26
图 41:	天猫平台主要白酒单品近年折扣率变化.....	26
图 42:	京东、天猫不同店铺类型的国产白酒销售额占比.....	28

图 43: 主要电商平台酒类客单价 (元)	28
表 1: 公司 6 期领航员计划详情	7
表 2: 领航员计划 (五期) (六期) 首次授予人员名单	8
表 3: 董事会及高管人员任职情况及履历	9
表 4: 新华都董事长兼总经理倪国涛履历	10
表 5: 久爱致和互联网营销业务模式	11
表 6: 公司部分运营网店一览	17
表 7: 近年来监管层与各平台反内卷动作梳理	26
表 8: 各主要电商平台对比梳理	27
表 9: 主要线上酒类流通企业一览	29
表 10: 公司收入拆分及盈利预测 (单位: 百万元)	30
表 11: 可比公司估值表 (截至 2025/4/22 收盘价)	30

1. 白酒电商龙头，深耕线上零售业务

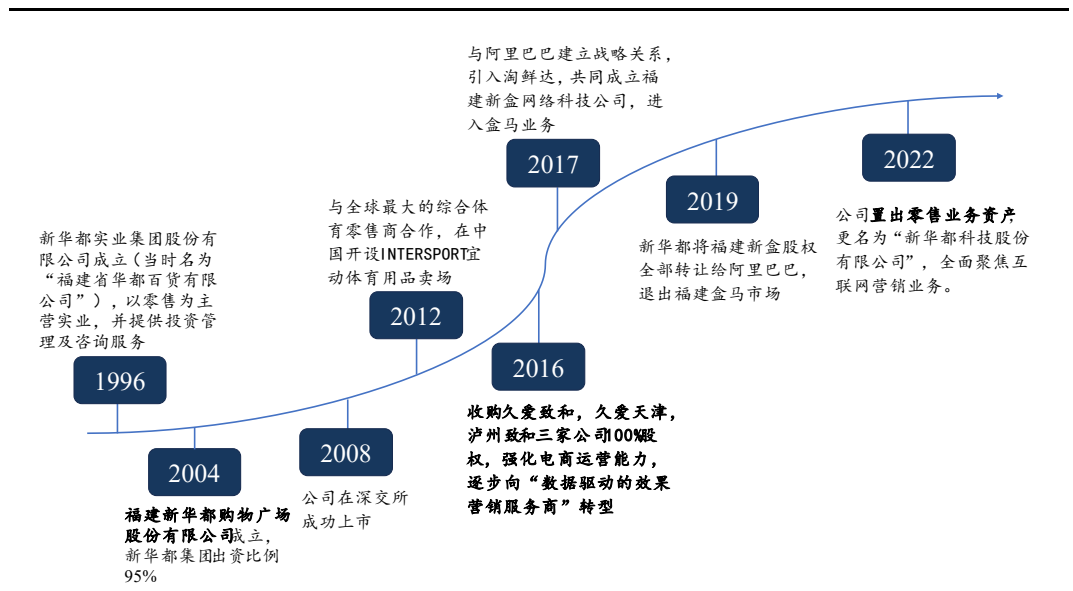
1.1. 福建商超连锁龙头，积极拥抱新零售浪潮

新华都原是福建省大卖场、综合超市及百货连锁经营行业的龙头企业，前身系成立于1996年的福建省华都百货有限公司。2004年，后者（名称变更为“新华都实业集团股份有限公司”）以旗下29家大卖场及商超百货门店资产发起设立上市公司主体福建新华都购物广场有限公司，并于2008年成功在深交所上市。

公司自上市以来，除在传统零售业态布局之外，也在不断尝试探索新业务。2012年，与全球最大的综合体育零售商合作，于国内开设INTERSPORT宜动体育用品卖场；2015年，公司尝试从大卖场转向购物中心以及社区生活超市小业态，发展全新业态“邻聚”生活超市，开展超市小业态家家哆、嘟嘟零食、母婴生活馆等，加强并提升社区服务功能；2016年，收购电商运营服务公司久爱致和、久爱天津、泸州致和，开始涉足线上零售业务；2017年，公司与阿里巴巴开展合作，在福建当地运营盒马鲜生。

经过多年转型探索，叠加线下业务受疫情影响亏损严重，公司剥离线下零售资产，聚焦互联网营销业务。2022年，上市主体新华都购物广场股份公司，通过现金出售的方式，向控股股东新华都实业集团股份公司出售所持有的零售业务板块11家全资子公司100%股权，交易作价为3.41亿元。随后，公司于同年更名为“新华都科技股份有限公司”，老牌零售企业自此步入全面拥抱互联网营销主业的全新发展阶段。

图1：新华都发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

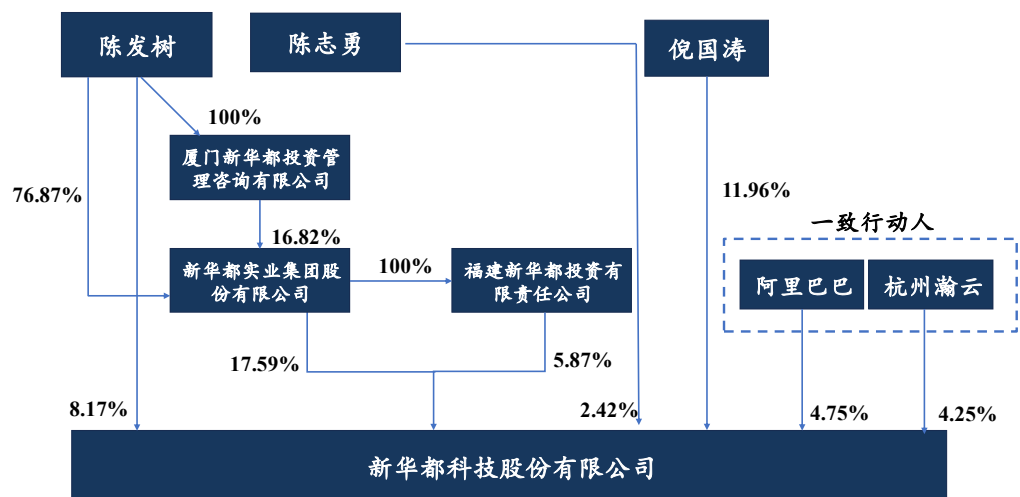
1.2. 持股结构多元，绑定多方实现利益共享

公司实控人为新华都实业集团大股东陈发树。公司控股股东为新华都集团，合计持股 23.46%。实控人为陈发树，其个人直接持股 8.17%，另通过新华都实业集团间接持有 21.98%的股份，合计穿透持股 30.14%，目前对新华都为财务投资者定位。

陈发树是新华都实业集团的创始人与董事长，以投资管理及战略布局见长。作为公司创始人，陈总于 1995 年创立公司旗下首家门店福州新华都百货，于 1999 年领导创建福建省内第一家大卖场福州新华都购物，随后乘商品化时代机遇，推动新华都扎根福建、辐射周边，发展为高峰期一度坐拥 143 家门店的大型商贸连锁企业。陈发树以敏锐的投资眼光著称，先后布局紫金矿业、青岛啤酒等优质资产，2019~2024 年成为云南白药并列第一大股东，并曾担任云南白药联席董事长。其低调务实的作风、招贤纳士的智慧、深见远虑的战略思维，成为新华都发展革新的重要推动。

先后引入阿里战投及久爱致和创始人持股，股权结构更趋多元。2018 年，为引入战略投资者，公司控股股东新华都集团向阿里巴巴及杭州瀚云协议转让 10% 股份，以便利利用阿里巴巴集团丰富的电子商务及互联网运营资源，发挥双方在采购、渠道、物流、经营方面的整体优势，从而整合资源拓展全渠道业务。2021 年，为增强核心管理团队经营积极性，集中精力发展互联网营销业务，新华都集团协议转让 10% 股份给董事长兼总经理倪国涛（原股权激励相应取消）。

图2：股权结构图（截至 2024 年报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

打造年轻、专业、菁英团队，股权激励滚动推进。公司始终坚持“人才是企业的核心竞争力”这一管理理念，自 2021 年以来连续面向对经营业绩有突出贡献的核心成员推出多期股权激励及员工持股计划，旨在通过共享公司发展成果，吸引并绑定优秀管理

人才及业务骨干，提高员工凝聚力和公司竞争力，从而更好适应电商行业的高速变化。公司聚焦科技型企业人才结构需求，目前已逐步形成比例为4（基层）：4（骨干）：2（领军）的“金字塔”型专业化人才梯队，为公司持续开拓新赛道、激活新增长点提供人才储备。截至2024年，公司员工平均年龄29岁，35%来自头部电商，40%来自互联网大厂，其中直播团队平均年龄26岁。

表1：公司6期领航员计划详情

领航员计划一期——员工持股计划						
股份数量(万股)	授予日股价(元/股)	授予价格(元/股)	授予人数(人)	人均授予股份数量(万股)	人均授予金额(万元)	股份来源
199.18	4.21	4.29	105	1.90	8.14	回购
限售期	总股本占比	起始日	考核要求		是否解锁	
12、16个月 分别解锁50%、50%	0.28%	2021年4月27日	无		解锁完毕	
领航员计划二期——股权激励						
股份数量(万股)	授予日股价(元/股)	授予价格(元/股)	授予人数(人)	人均授予股份数量(万股)	人均授予金额(万元)	股份来源
253.44	4.44	2.13	55	4.61	9.82	公司回购与发行
84.586			18	4.70	10.01	
限售期	总股本占比	起始日	考核要求		是否解锁	
12、24、36个月； 分别解锁40%、 30%、30%	0.296%	2021年6月1日	2021年上市公司/子公司层面净利润不低于11830/10230万元 2022年上市公司/子公司层面净利润不低于14390/11990万元 2023年上市公司/子公司层面净利润不低于16030/13230万元		解锁完毕	
领航员计划三期——员工持股计划						
股份数量(万股)	授予日股价(元/股)	授予价格(元/股)	授予人数(人)	人均授予股份数量(万股)	人均授予金额(万元)	股份来源
202.84	5.46	5.45	70人	2.90	15.80	回购
考核要求	总股本占比	起始日	限售期		是否解锁	
无	0.296%	2022年7月31日	12、24、36个月；核心业务管理岗解锁比例为20%、40%、40%；核心 职能管理岗解锁比例为40%、60%；核心骨干人员解锁比例为100%；		第二批已解锁	
领航员计划四期——员工持股计划						
股份数量(万股)	授予日股价(元/股)	授予价格(元/股)	授予人数(人)	人均授予股份数量(万股)	人均授予金额(万元)	股份来源
790.13	5.43	3.115	21	37.63	117.20	回购
限售期	总股本占比	起始日	考核要求		是否解锁	
12、24、36个月；按 照业绩与个人考核 指标计算归属比例	1.10%	2023年8月30日	考核年度为2023-2025年，将绩效考核分为业绩考核与个人考核两类，业绩A类解锁比例分别为20%、40%、40%，B类为30%、30%、40%；个人考核分为4档，对应归属比例分别为100%、80%、60%、0；持有人当年实际可归属的权益份额=持有人认购本次员工持股计划标的股票权益数量×业绩考核指标层面归属比例×个人考核层面归属比例		第一批已解锁	
领航员计划五期——员工持股计划						
股份数量(万股)	授予日股价(元/股)	授予价格(元/股)	授予人数(人)	人均授予股份数量(万股)	人均授予金额(万元)	股份来源

限售期	总股本占比	起始日	考核要求 (均以 2023 年净利润为基数)	是否解锁
12、24、36 个月; 分别解锁 40%、 40%、20%	5.10%	2024 年 7 月 17 日	2024-2026 年净利润复合增长率达到触发值 12%，可按照 $(1+\text{净利润复合增长率}) / (1+\text{目标值}) * 100\%$ 的计算公式获得相应行权和股票归属比例，第一期已达成尚 即净利润达到 2.2/2.5/2.8 亿元; 达到 30% 可获 100% 行权和股票归属比例， 即净利润分别达到 2.6/3.4/4.4 亿元	未解锁

股份数量(万股)	授予日股价(元/股)	授予价格(元/股)	授予人数(人)	人均授予股份数量(万股)	人均授予金额(万元)	股份来源
1284.5	5.07	5.84	34	37.78	220.63	回购或发行

限售期	总股本占比	起始日	考核要求 (均以 2023 年净利润为基数)	是否解锁
12、34、36 个月; 分别解锁 40%、 40%、20%	1.78%	2024 年 7 月 31 日	2024-2026 年净利润复合增长率达到触发值 12%，可按照 $(1+\text{净利润复合增长率}) / (1+\text{目标值}) * 100\%$ 的计算公式获得相应行权和股票归属比 例，即净利润达到 2.2/2.5/2.8 亿元; 达到 30% 可获 100% 行权和股票归属 比例，即净利润分别达到 2.6/3.4/4.4 亿元	第一期已达成尚 未解锁

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

员工持股与股票期权方案双轨并行，解锁要求设置合理，具备较好激励效果。2024 年 6 月 28 日，公司同时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，分别通过持股计划和期权两种方式对员工进行股权激励（持股计划主要面向中后台管理层，期权主要面向一线业务骨干），于 2024 年 7 月完成授予。五期、六期激励方案的业绩考核年度为 2024-2026 年，考核框架采用“公司目标达成率×个人绩效系数”双重调节机制。公司层面目标，以 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公司业绩考核指标，复合增速目标值为 30%，触发值为 12%，即：若复合增速达到 12% 则可实现解锁（即 2024~2026 年公司净利润分别达到 2.2/2.5/2.8 亿元），可按照 $(1+\text{净利润复合增长率}) / (1+\text{目标值}) * 100\%$ 的计算公式获得相应比例的期权和股票。若复合增速达到 30%（即 2024-2026 年公司净利润分别达到 2.6/3.4/4.4 亿元），则可全面解锁。

表2：领航员计划（五期）（六期）首次授予人员名单

期数	姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予限制性股票/期权总数的比例	占目前股本总额的比例
五期	郭建生	董事会秘书	24.65	6.57%	0.034%
	赵国南	监事	11.82	3.15%	0.016%
	张石保	财务总监	24.65	6.57%	0.034%
	核心员工 (≤27 人)		314.12	83.710%	0.436%
	合计		375.25	100.00%	0.520%
六期	核心管理人员、核心骨干人员 (34 人)		1,284.50	100%	1.78%

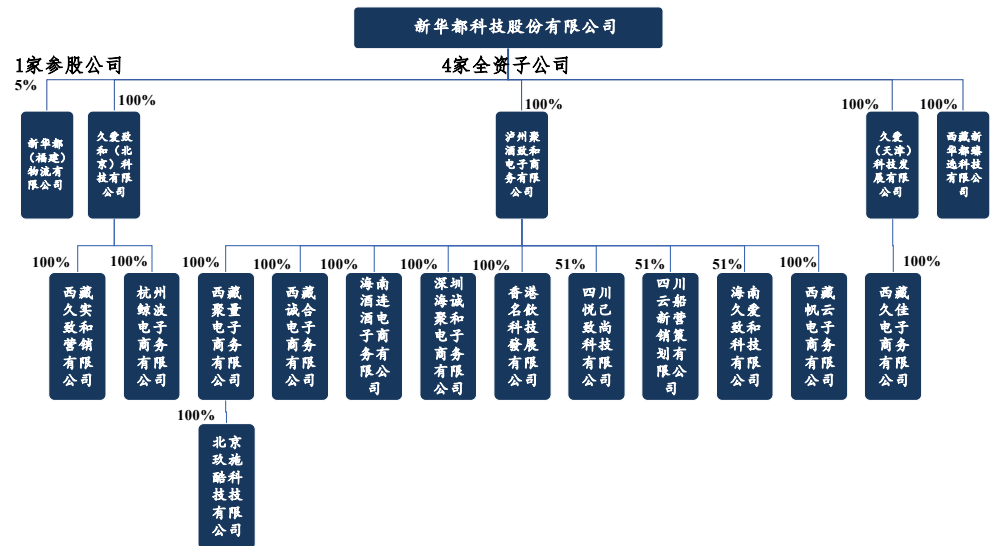
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 线下转型线上，聚焦数字营销

2016 年收购电商运营服务公司，成为公司业务转型的关键尝试。2016 年 1 月，公司完成久爱致和、久爱天津、泸州致和三家电子商务运营服务企业的全资收购，新增电商运营和互联网全渠道销售业务。此后，由于零售行业竞争激烈，实体经营成本持续攀升，线下零售的生存空间被不断挤压，新华都传统零售业务收入持续下滑，公司于 2022 年剥离零售业务，通过现金出售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。上市公司由此更名为“新华都科技股份有限公司”，全面聚焦以全资子公司久爱致和为经营主体的互联网营销业务。

2022 年剥离亏损的百货零售业务后，公司聚焦电子商务领域，目前已构建形成完整的酒类电商生态系统。公司旗下目前共拥有 1 家参股子公司、4 家全资子公司，下设 12 家二级子公司，1 家三级子公司。其中以久爱致和为经营主体，向企业提供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。

图3: 截至 2025 年 4 月新华都下属子公司梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

伴随主业切换，上市公司新华都亦改由电商业务创始人倪国涛掌舵。2022 年剥离零售业务后，公司原总经理陈文杰辞去职务，由董事长倪国涛兼任。目前公司董事会席位共 6 席，除董事长外，另外 3 席来自新华都大股东方，2 席为外部独立董事。

表3: 董事会及高管人员任职情况及履历

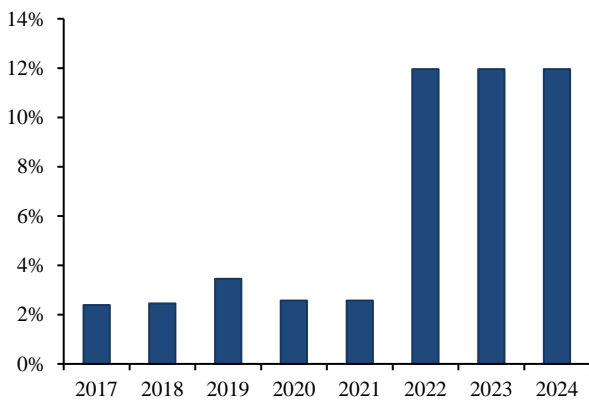
姓名	职务	任职起始时间	年龄	简介
倪国涛	董事长、总经理	2020 年 6 月	50	曾任联想集团高级总监、联想移动销售市场系统总经理，青岛海信通信营销公司总经理；2011 年创立久爱致和，同时担任新华都旗下全资子公司久爱致和、泸州致和、西藏聚量、西藏久佳、西藏久致和执行董事。

郭建生	董事、董秘	2015年6月	55	上海交通大学工学学士，现任本公司董事、董事会秘书。曾担任本公司第四、五届董事会董事、董事会秘书，公司第一、二、三届监事会监事，曾任福建新华都综合百货有限公司监事。
陈船筑	董事	2023年7月	36	现任本公司董事。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。曾任新华都实业集团股份有限公司监事、新华都地产公司品牌经理。
田炜	董事	待股东大会审议通过	46	正高级工程师，现任新华都实业集团战略投资部部门业务总监，华瑞达(南京)电气执行董事。曾任国网南瑞、南京工业职业技术大学、深圳松果体机器人公司等。
张会丽	独立董事	2023年7月	43	会计学博士，财政部全国高端会计人才，现任本公司独立董事。同时担任北京师范大学经济与工商管理学院会计学教授、建信财产保险有限公司独立董事。曾任北京华达建业工程管理服务股份有限公司独立董事、华闻传媒投资集团股份有限公司独立董事。
张斌	独立董事	2023年10月	37	北京理工大学企业管理博士，现任本公司独立董事。同时担任北京理工大学管理学院教授、博士生导师，主要从事大数据智能决策和可持续发展等方面的教学和科研工作，曾获北京市科学技术奖（自然科学奖二等奖）等10余项科技奖励。
张石保	财务总监	2020年6月	62	本科学历，会计师，现任本公司财务总监，本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。曾任新华都集团财务部副经理，曾任本公司财务总监、内部审计负责人、审计部经理，本公司第四届监事会主席。

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司现任新华都董事长兼总经理倪国涛，深耕电商与白酒领域多年，是公司互联网营销业务的掌舵者。倪总早年加入联想集团，从基层做起，一路晋升至联想移动销售市场系统总经理，积累了丰富的消费电子渠道管理经验。2011年，倪总敏锐捕捉互联网电商发展大潮，创立久爱致和等电商运营公司，首创数据驱动的效果营销模式，构建“商品—用户—营销数据化”的电商业务发展理念，推动多领域产品销售实现电商化转型。在白酒领域，基于持股泸州老窖柒泉小酒酒类销售有限公司的经验积累，倪总率电商团队成功与老窖合作并打造“三人炫”等定制化酒类爆品。掌舵新华都后，团队进一步聚焦加码酒类电商赛道，跟进直播电商与数据平台布局，以“互联网+白酒”双轮驱动战略抢占新零售市场高地。

图4：倪国涛对新华都持股比例变化



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表4：新华都董事长兼总经理倪国涛履历

年份	主要经历
1999~2008	1999年加入联想集团，历任高级总监、联想移动销售市场系统总经理，负责全国品牌营销和渠道销售。
2008~2010	担任青岛海信通信营销公司总经理，负责公司营销业务。
2011	创立久爱致和，担任执行董事兼总经理，推动家居、酒类、日用品等行业的电商化。
2014	担任泸州老窖柒泉小酒酒类销售有限公司监事（持股20%），积累白酒渠道资源。
2016~2020	新华都收购久爱致和后，继续担任久爱致和董事长，并成为新华都股东。
2020至今	由久爱致和董事长变更为执行董事；于新华都第五届董事会第一次会议上被选举为董事长，并兼任法定代表人，2022年接任总经理职务

数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

2. 线上全渠道多业态布局，建立酒类销售领先优势

公司聚焦以全资子公司久爱致和等为经营主体的互联网营销主业，具体业务包括电商代运营服务、全渠道电商销售和数字营销服务等，已形成数据驱动的全链路体系。近年全渠道电商销售是公司聚焦发展的主要方向，公司进行销售代理的品牌有泸州老窖、汾酒、五粮液、郎酒、水井坊、古井贡酒、青岛啤酒、云南白药等，其中合作定制开发的产品主要有泸州老窖三人炫、六年窖头曲、八年窖头曲、六年窖头曲珍品、六年窖珍藏大礼盒、老窖特曲传承礼盒、老窖世家、泸州贡、五粮液头曲五灵祥瑞礼盒、茅台集团“茅仙”、汾酒“巨匠”系列等等；进行电商代运营服务的品牌有金佰利、伊利、美加净、芳芯、碧缇丝、家安等；在京东、天猫、抖音、唯品会、网易考拉、苏宁、抖音、快手、拼多多、微信小店等多个知名互联网平台实现网店布局。

表5：久爱致和互联网营销业务模式

模式	业务分类	细分	业务说明
销售型	互联网全渠道销售	非定制化产品	服务+销售 通过互联网营销，实现产品的互联网全渠道销售
		定制化产品	服务+C2B定制销售 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
服务型	电商运营服务		搭建并代运营互联网销售平台，提供行业数据研究、互联网品牌定位、供应链管理等全链条服务，促进客户产品的线上销售
	数字营销服务		以数据研究为基础，帮助客户定制数字整合营销的最优方案

数据来源：《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》，东吴证券研究所

图5：公司泸州老窖合作开发产品



数据来源：京东，抖音，东吴证券研究所

图6：公司部分品牌合作开发产品



数据来源：京东，抖音，东吴证券研究所

2.1. 基于数据驱动，打造全渠道电商营销服务

1) 全渠道电商销售

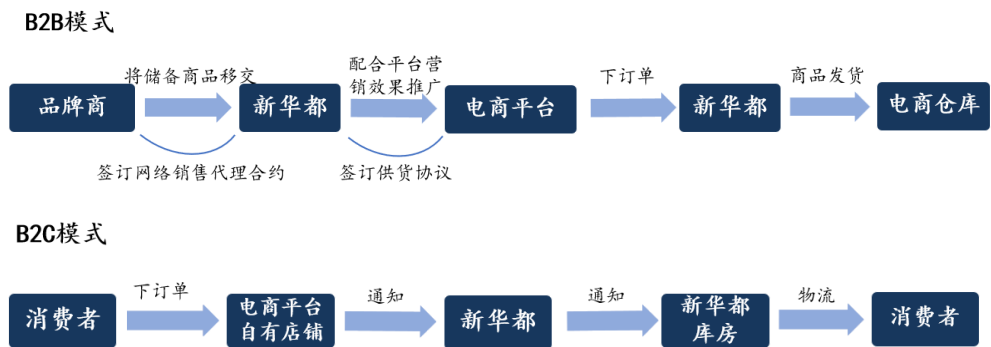
该业务模式下，公司通过获得品牌供应商的网络销售授权后，通过向国内各大电商平台销售产品（B2B 模式），或通过公司在各电商平台运营的自有网络店铺向互联网消费者零售产品（B2C 模式）的方式，实现销售收入。盈利模式为通过赚取所售产品的进

销差价，获得相应的利润。根据产品开发的的不同，该模式又可分为定制化产品销售、非定制化产品销售。

①定制化产品销售：以 C2B 模式为核心，深度参与品牌产品定制。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，与酒企共同完成产品包装设计等定制环节的工作以形成最终产品，如泸州老窖“三人炫”、“六年窖”等。定制化产品由公司进行独家销售，通过精准定位产品市场需求，驱动销售快速放量。

②非定制化产品销售：公司获得线上渠道品牌授权后，可代理销售品牌商的专供产品和基础产品，并可通过与主要电商平台成立联合项目小组，促进酒企与电商平台双方资源的快速高效对接，强化市场反应速度。

图7：全渠道销售业务模式



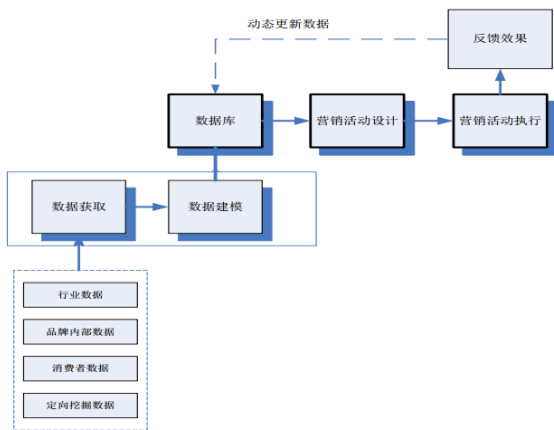
数据来源：《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，东吴证券研究所

2) 电商代运营服务

公司为实体企业客户构建并代理运营互联网渠道销售业务，协助客户实现品牌、渠道、产品、营销、服务等方面的流程再造和能力建设，提供包括品牌定位及营销推广（行业数据分析、媒体活动策划、视觉营销设计、营销执行与效果监测、运营数据分析等）、店铺规划与设计、产品设计与优化、渠道规划、供应链管理等方面的综合服务，系统性优化客户的互联网营销效率与运营效果。

久爱致和、久爱天津早期与全友家居、华日家居达成代运营服务，随后服务客户逐步拓展至金佰利（好奇、高洁丝、舒洁）、伊利（液奶、金典、安慕希、舒化、谷粒多、优酸乳、欣活、QQ星）、美加净、芳芯（femfresh）、碧缦丝（batiste）、家安 Home Aegis 等品牌。

图8：公司电商运营服务模式



数据来源：《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》，东吴证券研究所

图9：公司电商运营服务客户主要为食品、日化类



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

3) 数字营销服务

公司以数据研究为基础，以营销效果为导向，依托自主研发营销一体化数据服务平台“久爱智行”和人才势能，帮助客户定制数字整合营销的最优方案，从数据分析、消费者洞察、到内容创意、全渠道推广和销售促进，帮助企业增强、扩展、重塑数字时代的商业价值链。公司数字营销服务的具体工作包括但不限于：线上多平台的品牌策划及整合营销、短视频内容生产、私域会员管理及售前售后服务等；以效果为闭环，持续优化迭代整体服务能力，助力合作品牌在产品研发、爆款打造、用户拓新复购上持续突破，提升品牌认知度及影响力。公司此前合作的成功案例包括北京现代奥运传播、华润怡宝双11直播、泸州老窖名酒节直播等。

图10：久爱致和数字营销服务案例

 <p>北京现代奥运传播</p> <p>传播平台：淘宝+天猫 传播亮点：范儿+粉丝队，引发受众互动高潮。 传播效果：历时20天，通过微信、微博，淘宝粉丝队、范儿、微淘、官方旗舰店、cpm广告，精准影响受众20万人，辐射人群超450万人。</p>	 <p>华润怡宝双11直播</p> <p>传播平台：一直播 传播亮点：星座大师携手网红小鲜肉，光棍节献上脱单秘籍，以热点话题引爆传播。 传播效果：品牌直播当日，直击潜在客户群，精准影响40万人次，后续扩散传播影响受众超1000万人次。</p>	 <p>泸州老窖名酒节直播</p> <p>传播平台：天猫直播+映客直播+花椒直播 传播亮点：酒桌的场景直播+泸州老窖探秘寻宝，极大的提升了品牌在年轻人心中的好感度 传播效果：当下时段的直播节目中，名列前茅。</p>
--	--	---

数据来源：久爱致和官网，东吴证券研究所

2.2. 领先布局电商多年，线上营销实力突出

新华都体内的电商业务主体公司，久爱致和、久爱天津、泸州致和，是国内早期即敏锐拥抱线上零售浪潮的效果营销及产品运营公司。公司深度布局酒类、水饮、日化、母婴等行业赛道，积淀了跨行业的电商销售运营能力和资源，全链路、多样化的业务组合也形成了较强的抗风险、抗周期能力。久爱致和系的电商业务发展主要可分为以下几个阶段：

久爱致和、久爱天津以及泸州致和由倪国涛分别于2011年及2014年创立。成立初期，久爱致和主要从事以效果营销为核心的电商运营服务，为客户提供全托管或顾问服务；泸州致和、久爱天津主要聚焦于互联网全渠道的白酒销售（后者也有部分电商运营服务业务），与白酒行业知名品牌进行多平台多产品的销售代理。

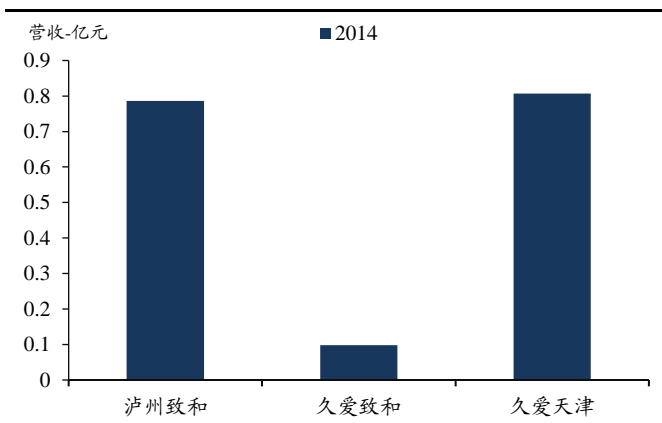
久爱致和系的电商业务发展主要可分为以下几个阶段：

1) 2011~2015年：先后发展电商代运营与酒类销售业务，旗开得胜

开拓代运营业务首战告捷。公司在成立初期开拓电商代理运营业务，为全友家居、华日家居等客户提供数据分析、营销活动策划、产品优化建议等服务，帮助华日家居天猫旗舰店从每月5万月均销售额提升至250万以上的月均销售额，帮助全友家居2012-2014连续三年“双十一”销售额位居天猫前十名，并连续四年获得天猫成套家具销售第一名。此后公司也逐步与家居、母婴、日化等不同领域企业建立合作。

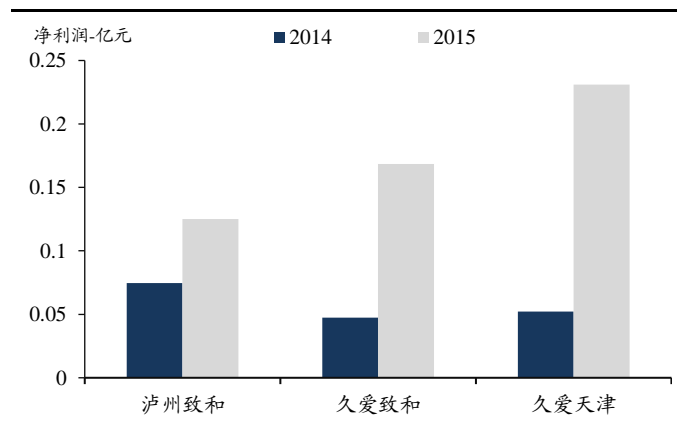
互联网销售聚焦白酒，打造定制化爆品。随着电商代理运营业务的积淀，公司将业务逐步扩展至互联网全渠道销售。2012年，久爱天津取得泸州老窖互联网经销资格，销售其基础产品与专供产品，后续进一步合作开发品牌定制化产品。2014年，以C2B模式定制开发产品销售业务为主的泸州致和成立，当年独家开发并代理泸州老窖创新概念酒“三人炫”，创造了单日销量40吨、3月突破100万瓶的不菲业绩，当年销售额即突破5亿元。同年，在公司努力下，泸州老窖被引入线上拍卖，单日拍卖金额过百万，总销售额突破2亿，打破白酒线上拍卖纪录。

图11：2014年久爱致和系互联网营销业务营收



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图12：2014~15年久爱致和系互联网营销业务净利润



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

2) 2016~2021 年：业务规模快速扩张，合作品牌显著增加

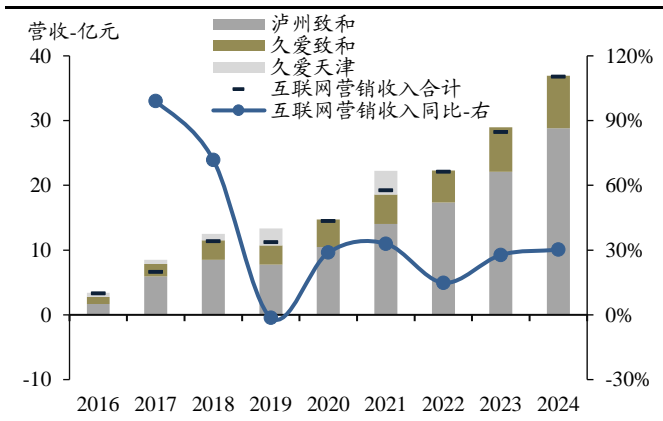
2016 年 1 月，新华都通过股份+现金收购久爱致和、久爱天津、泸州致和 100% 股权，合计作价 7.6 亿元。久爱致和系自此成为上市公司全资子公司，伴随营收及利润贡献提升，2020 年久爱致和系创始人倪国涛出任新华都董事长。

品牌合作版图快速扩张，收入规模持续增长。前期成功案例为公司奠定了快速发展的基础，2016~2021 年期间公司合作品牌显著增加，先后与汾酒、青岛啤酒、五粮液、郎酒、水井坊、竹叶青、张裕、云南白药等品牌达成互联网全渠道销售代理；与伊利、金佰利、养元等达成电商运营服务合作。公司合作平台也从传统货架电商淘宝天猫、京东逐步拓展到抖音、唯品会、网易考拉、苏宁等平台，与主流电商平台均形成了长期稳定的战略合作关系。

着眼营销效果及运营效率，逐步完善配套基础设施建设。为进一步强化电商业务，公司在 2017 年于济南建成 1.8 万平方米现代化物流仓储中心，帮助提升供应链效率；2021 年自主研发大数据系统“久爱智行”上线，帮助整合线上超 50 万条酒类产品数据，以更好驱动精准营销和消费者洞察。以 2021 年双十一为例，活动期间公司整体电商销售额破 12 亿元，国窖 1573 与汾酒青花系列销售额同比增速超 100%，零售订单实现 24 小时内 100% 发货。

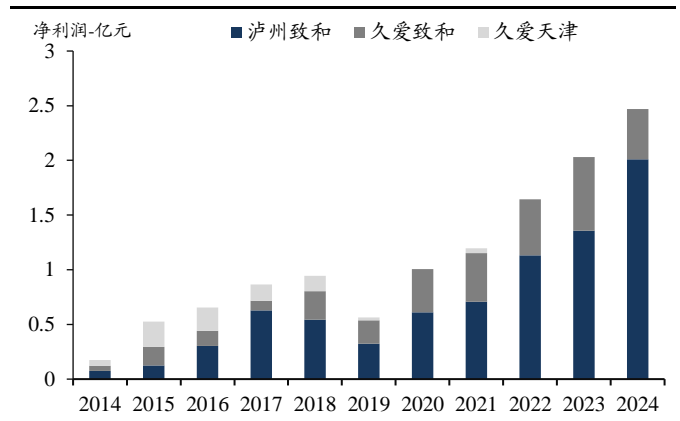
2016~2021 年期间公司电商业务营收迅猛增长，5 年 CAGR 达 42%，营收规模自 2018 年突破 10 亿元，2021 年达到近 20 亿元。期间公司电商业务净利润增速相对慢于营收，5 年 CAGR 达 12.8%，净利率走低与行业竞争加剧、经销业务占比提升有关。

图13: 2016~21 年公司互联网营销业务营收快速增长



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图14: 2014~24 年公司互联网营销业务净利润快速增长



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

3) 2022 年至今：加强直播与短视频业务布局，跟进打造自有商号

2022 年，为推进业务转型，上市公司新华都剥离其线下零售业务，通过现金出售的方式向控股股东新华都集团转让线下零售业务板块 11 家全资子公司 100% 股权，自此专注于互联网营销业务，久爱致和系成为新华都业务主体。同年，新华都总经理也变更为由董事长倪国涛兼任。

聚焦发展全渠道销售业务，完善直播基地与仓储物流设施建设，推进直播、短视频

营销业务发展。立足自身效果营销能力及酒类合作资源积累，公司目前主要聚焦互联网全渠道销售业务发展。2022年，公司非公开发行股票募集资金1.7亿元，用于自有品牌/开发品孵化及内容电商营销服务中心建设。截至2024年底已在北京、杭州建立近4000平方米直播基地，开设45个直播间；仓储物流体系辐射华北、华东、华中、华南、西南五大主仓，在22个城市设置零售协同仓，以满足大促季、直播电商等业务波峰波谷的灵活需求。同年，公司启动抖音、快手等直播电商平台布局，通过平台店铺为五粮液、泸州老窖、汾酒、习酒等头部品牌开展直播带货及短视频营销业务。2024年双十一活动，公司发起泸州老窖、汾酒、郎酒等十大白酒品牌酒厂溯源直播，单品牌GMV最高破千万，并入选“2024年北京直播电商优秀案例”。

跟进打造自有商号，强化定制酒销售业务。在优势酒类板块，一方面，公司自2022年以来持续新增汾酒、泸州老窖特曲/头曲、五粮液、习酒、郎酒、古井、茅台保健酒等品牌在不同电商平台的店铺经营授权，推进标准产品与专供产品的销售；还与酒企合作推出老窖特曲传承礼盒、茅台集团“茅仙”、汾酒“巨匠”系列等定制化产品。另一方面，公司也在各电商平台逐步加强自有商号“酒连酒”、“聚酒”的布局投入，主要聚焦定制酒的营销销售。其中，2015年成立的京东酒连酒官方旗舰店粉丝数已达460万人，2022年以来公司也在抖音、快手、拼多多等社交与兴趣电商平台跟进设立自有商号集合店，粉丝数目前均已在10万以上，平台搜索排名相对靠前。公司搭建自有商号的货架店铺和直播间，通过开展直播活动、布局“微信小店”、视频号等闭环电商等手段，以建立更强的消费者触达和复购粘性。自有商号售卖产品大多为100~300元中高端价位的品牌定制酒，定位与兴趣电商用户特点相契合，旨在满足大众日常饮用及下沉市场送礼需求，为公司构建差异化的利润增长点。

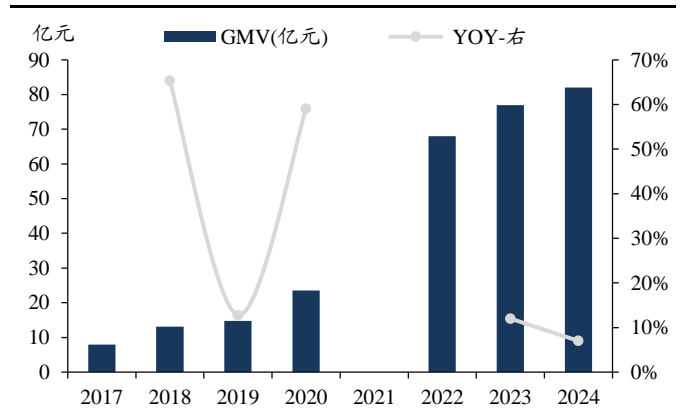
伴随公司业务发展重心向互联网销售业务倾斜，近年公司销售GMV增长放缓，主因电商代运营业务体量变化不大，但酒类全渠道销售业务驱动整体电商业务收入同比增速基本保持在30%左右。在行业承压背景下，公司近年围绕利润优先策略，尽可能推动酒类产品销售实现价稳量增，电商业务毛利率保持在25%上下，净利率约7%上下。

图15: 公司互联网营销业务收入及同比增速



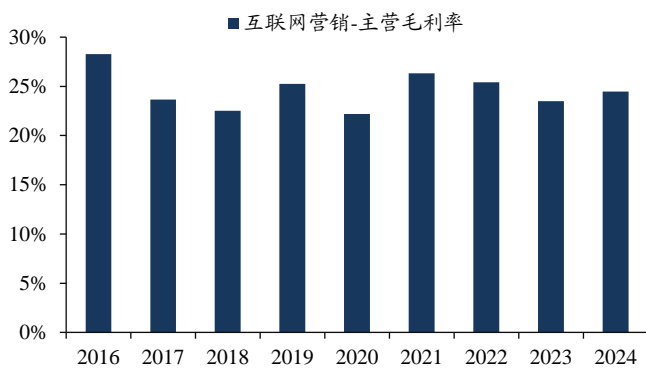
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图16: 公司互联网销售 GMV 及同比增速



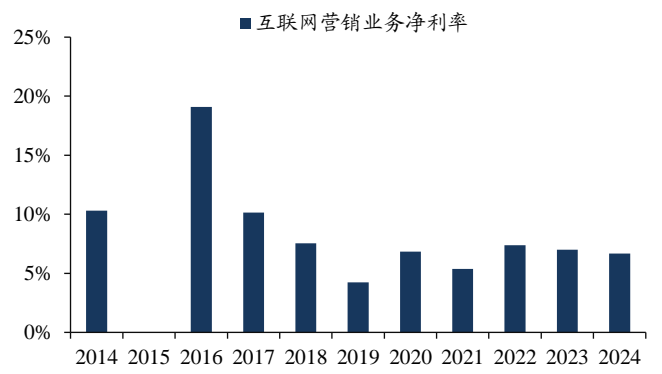
数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

图17: 公司互联网营销业务毛利率变化



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图18: 公司互联网营销业务净利率变化



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

注: 净利率为参考电商子公司披露数据计算

2.3. 运营网店已达百余家, 多平台布局持续完善

2016年收购久爱致和以来, 公司深入布局酒类、水饮、日化、母婴等行业赛道, 服务品牌超50余家, 与行业头部品牌达成深度合作。目前公司各大电商平台运营网店达到上百家, 天猫、京东等货架电商平台的官旗、自营店销售为公司营收基本盘, 抖音、快手、拼多多等新兴电商平台店铺的销售贡献也在逐步提升。

表6: 公司部分运营网店一览

白酒品牌	公司相关销售网店	店铺成立日期	白酒品牌	公司相关销售网店	店铺成立日期
泸州老窖	抖音-泸州老窖头曲酒类旗舰店	2024-05-07	习酒	京东-习酒白酒旗舰店	2022-04-14
	抖音-泸州老窖特曲酒类旗舰店	2023-07-01		天猫-天猫超市	2023年
	天猫-天猫超市			抖音-知交酒类旗舰店	2024-03-08
	京东-泸州老窖旗舰店	2015-06-04		抖音-君品习酒酒类旗舰店	2022-01-26
	京东-泸州老窖京东自营官方旗舰店	2016-02-26		京东-古井贡酒年份原浆官方旗舰店	2015-06-04
	抖音-百年泸州老窖酒类旗舰店	2024年		微信视频号-古井贡酒官方旗舰店	2023年
山西汾酒	京东-汾酒官方旗舰店	2015-12-09	古井贡酒	天猫超市	2022年
	京东-汾酒京东自营官方旗舰店	2017-07-13		京东-郎酒京东自营旗舰店	2023年
	抖音-青花汾酒臻选酒类专卖店	2024-04-07		京东-郎酒酒类旗舰店	2015-12-09
	天猫-天猫超市			京东-郎酒聚量专卖店	2022-02-25
五粮液	抖音-五粮头曲官方旗舰店	2023-03-30	西凤	京东-西凤京东自营旗舰店	
	快手-五粮液久实专卖店	2023年		京东-西凤酒旗舰店	2023-10-19
水井坊	京东-水井坊旗舰店	2015-12-16		抖音-酒连酒卖场店	2022-02-25
茅台保健酒	京东-贵州茅台保健官方旗舰店	2015-06-04		抖音-泸州老窖聚酒专卖店	2024-03-08
	抖音-茅台保健官方旗舰店	2023-01-11		抖音-五粮液酒连酒专卖店	2022-12-26
红星	京东-红星官方旗舰店	2015-12-09	自有商号	京东-酒连酒官方旗舰店	2015-12-09
竹叶青	抖音-竹叶青官方旗舰店	2022-02-25		拼多多-酒连酒旗舰店	2023年
杏花村	京东-杏花村旗舰店	2015-12-16		快手-聚量酒类专营店	2021-11-23

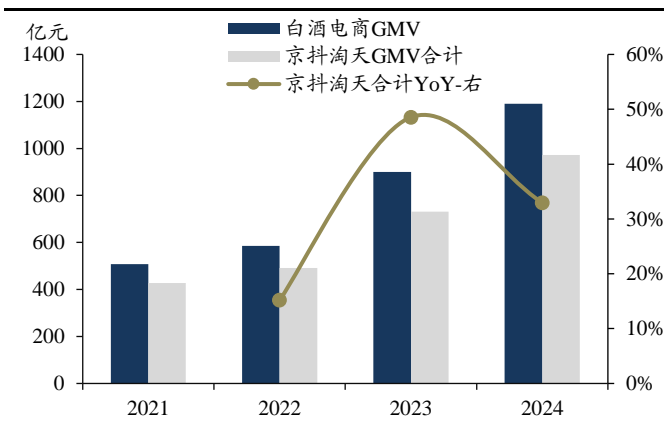
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3. 白酒电商渗透率仍有提升空间，平台竞争从同质化转向差异化

3.1. 白酒电商规模近年加速扩容，渗透率已达 15%

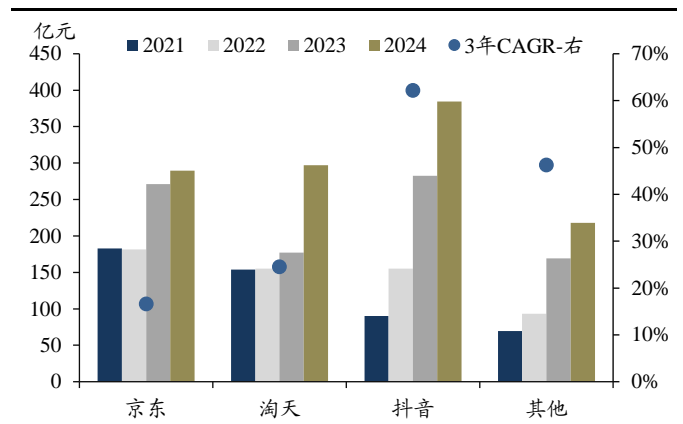
近年白酒电商销售规模快速增长，估算 2024 年已达到 1200 亿元，电商销售渗透率达 15%。据魔镜洞察统计，2023 年以来伴随各大电商平台加大酒类补贴，百补酒类商品销售额加速增长，23 年酒类线上平台销售规模超 1200 亿元，同比增速达 56.4%。其中，白酒/调香酒销售规模达 900 亿元，远超其他品类，同比增速达 77.7%。2024 年，参考淘宝天猫、京东、抖音三大平台白酒 GMV 数据，我们估算白酒线上销售规模达 1200 亿元，同比增长超 30%，其中淘天、京东、抖音平台规模分别达 297、290、350+亿元。

图19：近年白酒电商销售规模变化



数据来源：久谦、炼丹炉、蝉妈妈，东吴证券研究所

图20：近年主要电商平台白酒销售规模变化



数据来源：久谦、炼丹炉、蝉妈妈，东吴证券研究所

近年白酒电商销售规模快速增长，系品牌端、消费者端、平台端变化共同触发而成。

3.1.1. 品牌端：探索新渠道建设，加强新客群开拓

当前酒企普遍面临消费者连接薄弱、传统营销渠道转化效果边际减弱的挑战，需探索多元化、数智化的新渠道建设。基于传统流通渠道进行分发销售的大多数白酒品牌，当前普遍面临难以洞察、触达、影响消费者的问题，尽管注重推动媒体营销投放，但宣传转化效果也日益呈现疲态。面向年轻一代的新兴销售渠道，成为酒企固存育新，激活品牌新势能的重要场域。泸州老窖、五粮液、汾酒、习酒、郎酒、水井坊、古井贡酒等全国化品牌，纷纷加强电商平台销售的运营维护，系统性规范线上店铺的授权管理，并尝试通过携手京东/天猫平台打造品牌活动、与抖音合作推送热点主题等方式带动线上客群的拓客转化，从而更好触达新线市场用户和年轻用户。

图21: 汾酒携手天猫年货节开展线上营销活动



数据来源: 酒业家, 东吴证券研究所

图22: 久爱致和为国窖制定年货节推广策划

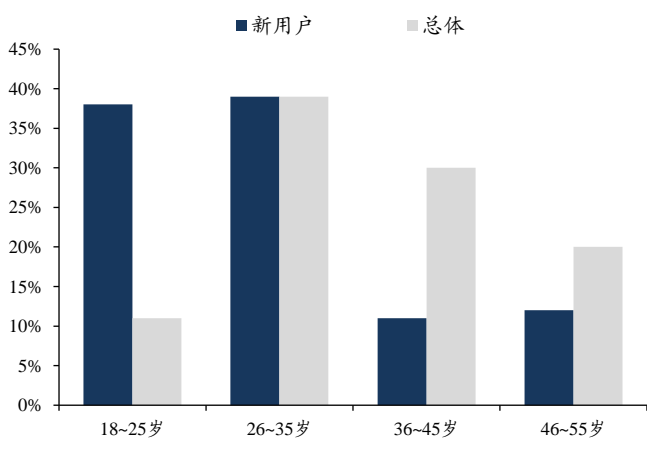


数据来源: 京准通, 东吴证券研究所

3.1.2. 消费者端: 新一代消费群体涌入, 电商使用习惯更强

近年白酒新进消费群体占比约2成, 其中有80%为95后。美团报告显示, 白酒消费群体以26~45岁(70~90后)的中年男性为主, 占比约为70%。其中, 伴随90后、00后群体逐渐深入职场, 更多地参与商务宴请等场合, 90后、00后成为白酒新增用户(饮酒不超过3年的用户)的主力群体, 占比约80%。根据腾讯营销洞察报告, 2019~2023年期间白酒消费者中, 新进消费者约占2成, 新消费者中有83%为95后, “第一口酒”对新进消费者的香型选择影响较大, 品牌要想深度获取和培育新消费人群, 需重视年轻群体的沟通, 并加强香型教育和影响。

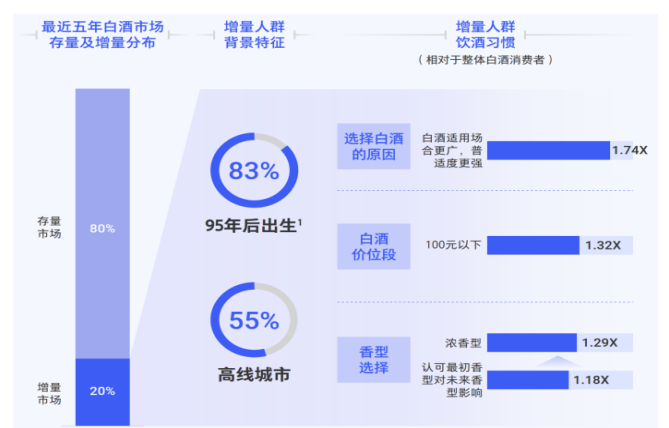
图23: 白酒用户群体年龄分布



数据来源: 美团《2023即时零售酒类白皮书》, 东吴证券研究所

注: N=1075, 新用户指饮用白酒不超过3年的人群

图24: 白酒增量用户的背景特征及饮酒习惯



数据来源: 腾讯营销洞察《2023年中国白酒行业消费白皮书》, 东吴证券研究所

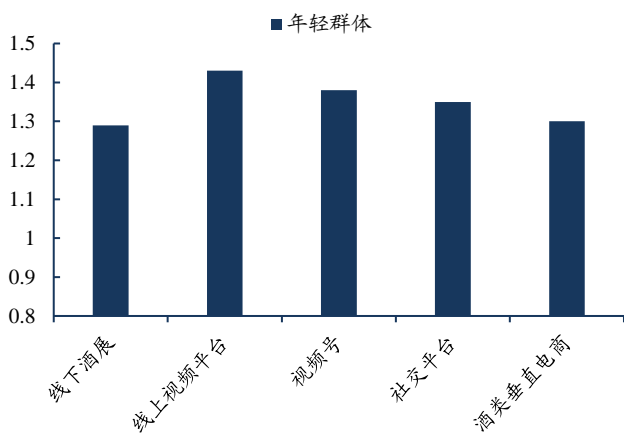
注: N=1500+, 不含未满18周岁的人群; 倍数表示相对于整体白酒消费者的选择比例

线上是年轻人了解白酒的主要渠道。95年后出生的职场新人对新鲜事物有较高接受度, 对于白酒也是同理。根据腾讯营销洞察报告, 95后在各类认知渠道对白酒的关注

度都要比白酒用户整体更高，线下认知渠道主要是白酒展览等高体验性活动，线上则是品牌信息获取的重要渠道。95后群体偏好通过线上视频平台、视频号、社交平台等获取信息，更关注限量产品相关的信息，其次个性化定制专属服务、会员服务能加深用户与品牌联系的内容也更容易受到关注。

年轻人消费从功能导向转向情绪导向，推动酒类直播等场景式、体验式销售渠道兴起。一方面，年轻群体由于自身经济实力相对欠缺，更加关注限量版、免费版的新品；另一方面，在功能性需求得到充分满足的基础上，新兴消费群体对由会员体系、产品颜值、IP、品牌文化等综合因素带来的情感体验提出了更高要求。善于通过消费者数据及行为分析，洞察消费者心理、捕捉市场需求、挖掘未被满足的消费痛点，从而通过产品、营销、内容等多维度激发正向情绪价值体验，以驱动消费行为转化的品牌有望优先受益。

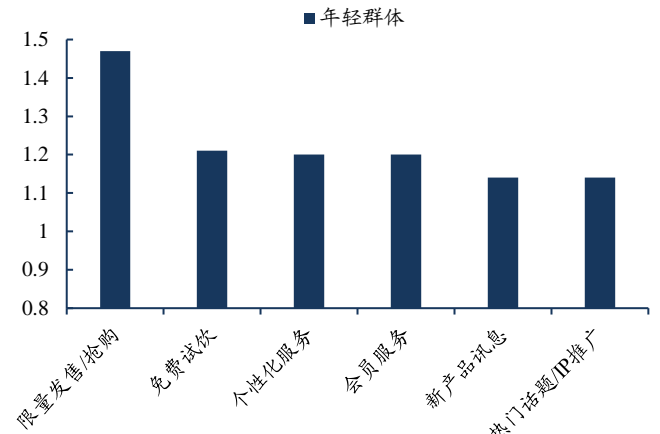
图25：95后年轻群体的主要白酒认知渠道分布



数据来源：腾讯营销洞察《2023年中国白酒行业消费白皮书》，东吴证券研究所

注：N=1500+，数值表示相对用户整体的大小

图26：95后年轻群体对线上渠道的关注点



数据来源：腾讯营销洞察《2023年中国白酒行业消费白皮书》，东吴证券研究所

注：N=1500+，数值表示相对用户整体的大小

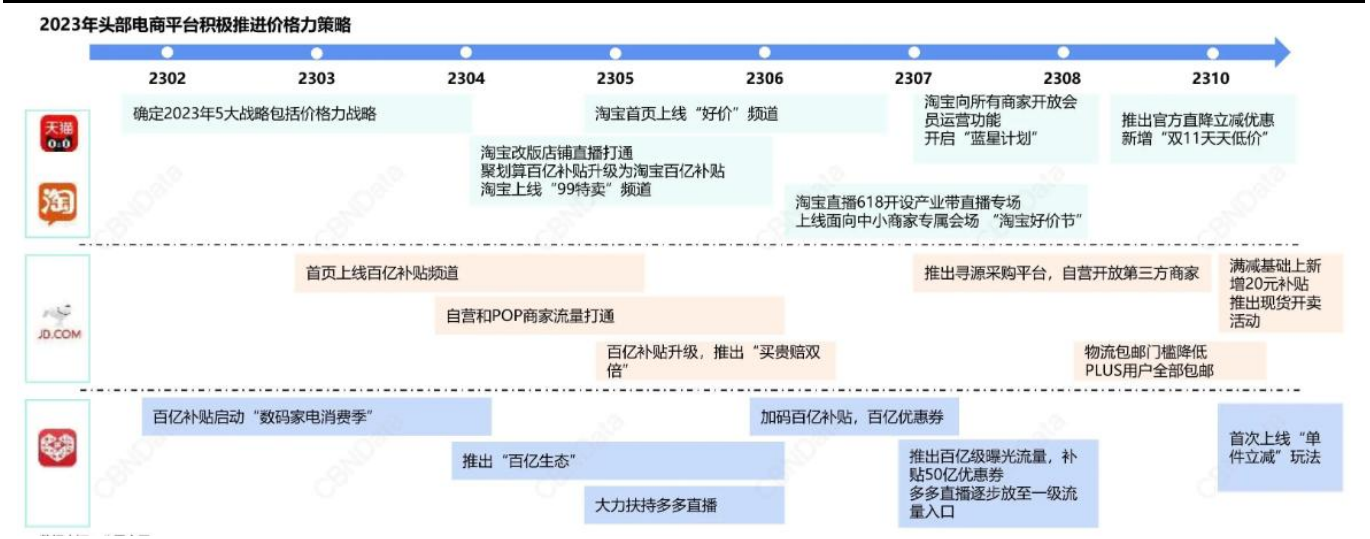
3.1.3. 平台端：推进价格力策略，加码引流产品布局

伴随电商平台流量竞争加剧，头部平台纷纷启动百亿补贴等价格力策略，以强化用户争夺，白酒名优品牌成为重要的引流卖品。随着电商流量红利趋弱，小红书等内容电商异军突起，头部电商的获客难度和获客成本直线上升，价格成为电商吸引客流的主要方式。2023年天猫确定价格力战略为平台发展的5大战略之一，淘宝也升级了百亿补贴活动并上线“99特卖”频道；京东亦在APP首页增设百亿补贴频道，推出“买贵赔双倍”活动。名优品牌白酒（如茅台、五粮液等）因其品牌认知度高、价格透明、消费受众广，成为电商引流的重要产品。

电商平台利用名酒的高流通性和消费者价格敏感度，有助于快速提升平台流量和GMV规模。蝉妈妈数据显示，抖音2024年大促白酒销量合计占全年比重达63%，“双11”、“狂欢季”、“年货节”是主要战场，说明价格是触发消费者线上购买的重要因素。

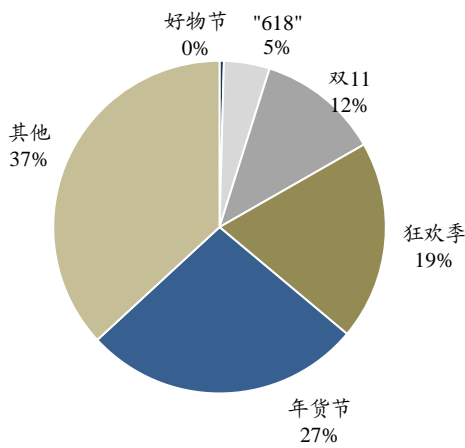
其他电商平台也有相似特征，均成功通过低价吸引用户流量。例如，2024年“6·18”期间，天猫超市分批次放量3万瓶飞天茅台，天猫酒水直播销售额首小时同比增长超30倍，首日同比增幅高达1300%；拼多多百亿补贴中第八代五粮液价格低至797元/瓶。2024年“双11”期间天猫酒水销售额同比增长超100%，其中剑南春、习酒等品牌增速达940%、184%。

图27: 2023年头部电商平台积极推进价格力策略



数据来源：魔镜洞察《2023年度消费新潜力白皮书》，东吴证券研究所

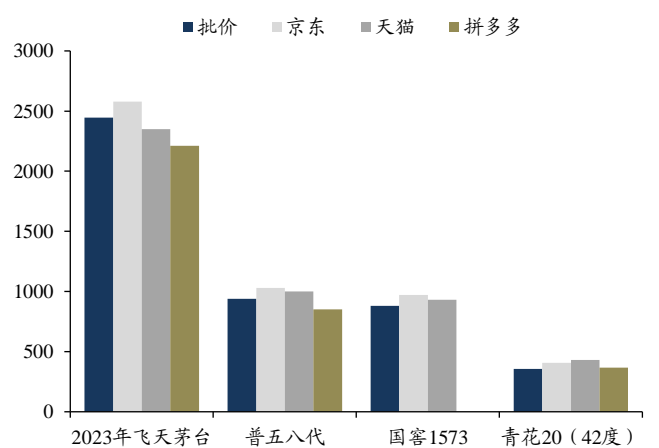
图28: 抖音2024年各购物节白酒销售额占比



数据来源：蝉妈妈、东吴证券研究所

注：仅统计销量前2000白酒品类，24年“双11”为10月8日至11月11日，“狂欢季”为12月6日至12月31日，“年货节”为25年1月2日至1月22日

图29: 2024年“618”期间主要平台大单品价格对比



数据来源：慢慢买、东吴证券研究所

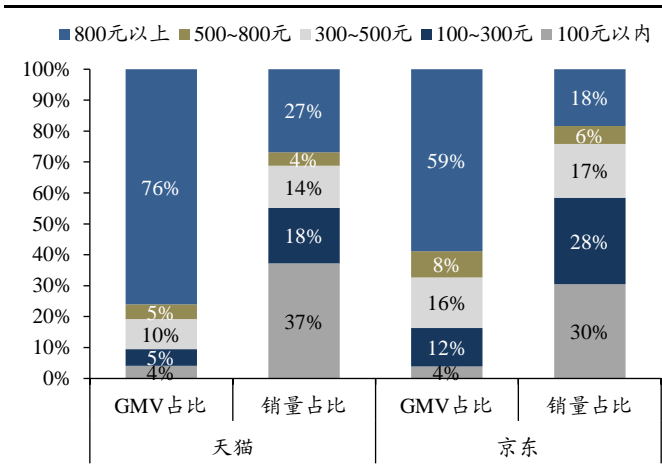
3.2. 电商 vs 线下，胜在价格透明、覆盖高效

线下渠道仍是购酒的首选渠道，因其在客情维护、熟人保真等方面具备不可替代性。参考腾讯营销洞察，约87%的受访者此前的白酒购买渠道是在线下。白酒消费通常存在

团购客户维护、验真保真、应急便利等要求，因此大多数白酒消费者的首选购买渠道仍然是线下渠道，并且大多会长期选择在自己熟悉的经销商或门店购买，能够与老板建立长期的保真信任。

白酒电商销售目前以高端白酒占主导，其次为中高端价位产品。我们统计天猫、京东及抖音平台的白酒产品销售结构，天猫、京东结构较抖音更高，1是与不同平台的客户资源禀赋差异有关，2是与不同平台的运营策略差异有关。1) 天猫、京东平台优质成熟客户较多，近年通过加强百亿补贴等活动实现了较好的白酒大单品成交引流效果，800元以上高端品牌单品（如茅台、五粮液、国窖、汾酒、郎酒、习酒等）占据销售规模的绝大多数，2024年天猫、京东高端白酒的GMV占比分别为76%、59%。2) 抖音平台下沉市场客群较多，近年主流白酒品牌的官旗运营仍相对偏弱，主要为第三方直播及短视频带动白酒销售上量，除高端引流单品销售额占比较高之外（2024年抖音高端白酒GMV占比达55%），101~500元中高端价位产品占比达26%，明显高于天猫、京东。

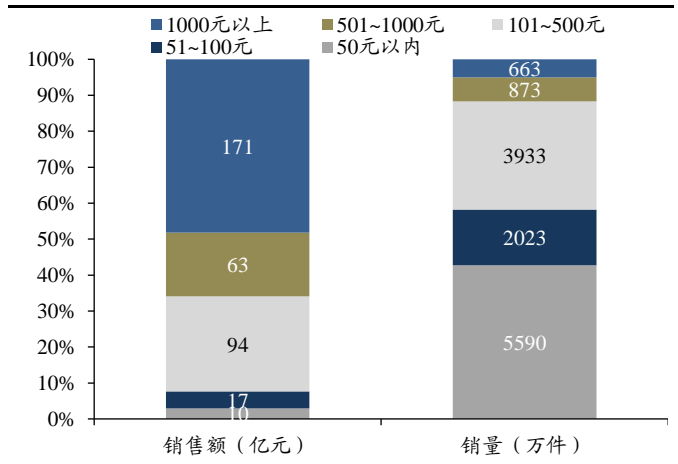
图30: 天猫、京东 2024 年白酒销售价格带分布



数据来源：久谦，东吴证券研究所

注：根据销售额前 200 商品瓶均价计算，由于长尾 SKU 较多，实际产品结构可能较统计结果存在偏差

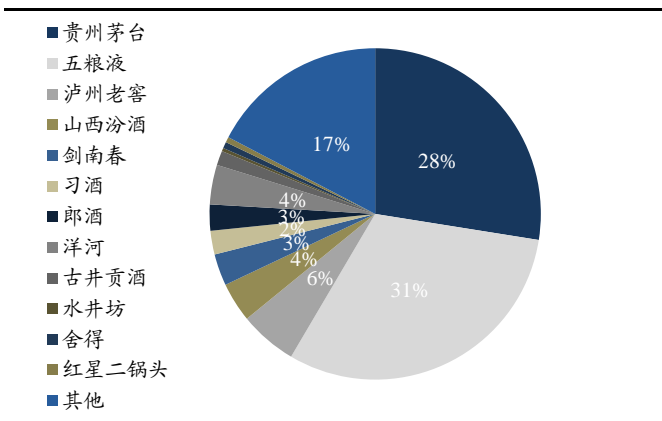
图31: 抖音 2024 年白酒销售价格带分布



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

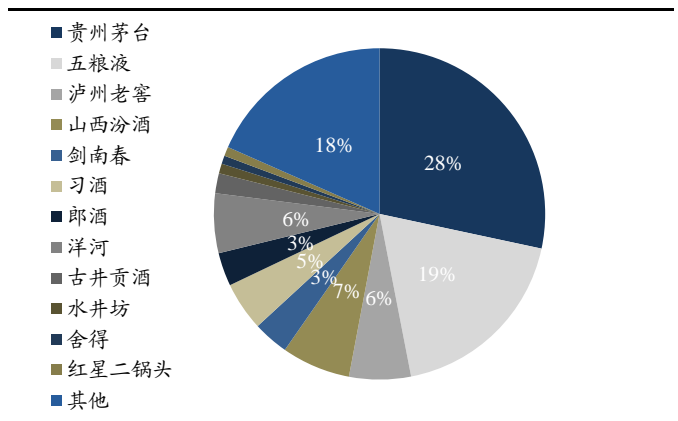
注：部分商品为双支或整箱装，一定程度上拉高单价

图32: 天猫 2024 年不同品牌白酒销售额占比



数据来源：久谦，东吴证券研究所

图33: 京东 2024 年不同品牌白酒销售额占比

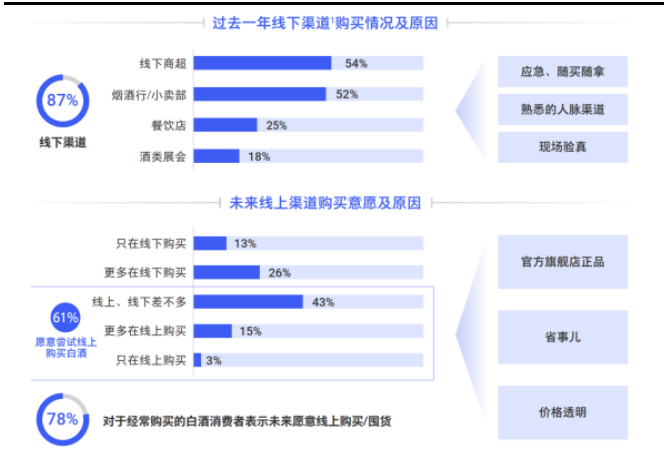


数据来源：久谦，东吴证券研究所

相比线下，线上渠道优势主要在于价格透明、下单省事、官旗正品背书，并且在新线城市（三线及以下城市）也具备更好的用户覆盖基础。首先，经过多年的网购整治和优化，消费者对品牌直营的线上门店（如旗舰店等）基本已建立正品信任。其次，线上网店具备随时随地下单和送货上门的便利性，还可享受品牌直营带来的更透明的价格和优惠政策（价格对比参见图 29），因此白酒线上购买在年轻消费群体的接受度有所提升。

再次，白酒购买的高潜力客群，特别是以 300 元以内价位产品消费为主的 85 后、95 后群体，主要分布在三线及以下城市。相比品牌直控的线下门店，线上渠道，特别是基于短视频、直播衍生的电商平台如抖音、快手，对下沉市场天然具备更普遍的客群覆盖。参考腾讯营销洞察，按档次和年龄 2 个维度进行分析，3 类人群在白酒消费总量和频次方面具有较好增长趋势，分别是以工作应酬为核心场景的商务及管理人群（主要使用千元以上价位白酒产品）、追求获得步入社会认同并更好融入社交活动的 95 年后职场新人（主要使用 500 或 300 元以内价位的白酒产品）以及事业发展相对平缓的 85~94 年普通职员（主要使用 100 元以内价位的白酒产品，具有稳定的白酒自饮习惯，更关注产品性价比）。其中，以 300 元以内价位产品消费为主的 85 后、95 后群体，主要分布在三线及以下城市（占比达 40%+）。而抖音、快手这类内容社交平台，天然聚集了更多的三线及以下城市的白酒消费人群。以快手为例，快手平台所拥有的白酒消费人群，三线及以下城市占比约为 44%，这样的客群地域分布特征，正与白酒 85 后、95 后高潜力客群的特征相匹配。而线下渠道铺设，由于组织管理层级增加、规模效应门槛较高等原因，下沉市场由厂家直控进行覆盖的门店数量仍相对有限。

图34：白酒线上渠道购买主因保真、省事、价格透明



数据来源：腾讯营销洞察《2023 年中国白酒行业消费白皮书》，东吴证券研究所

注：N=1500+，不含未满 18 周岁的人群

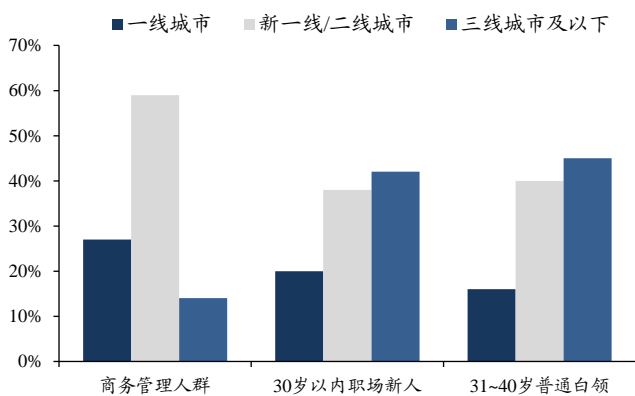
图35：白酒高潜力客群及其主力消费价位及场景分布



数据来源：腾讯营销洞察《2023 年中国白酒行业消费白皮书》，东吴证券研究所

注：N=1500+，不含未满 18 周岁的人群

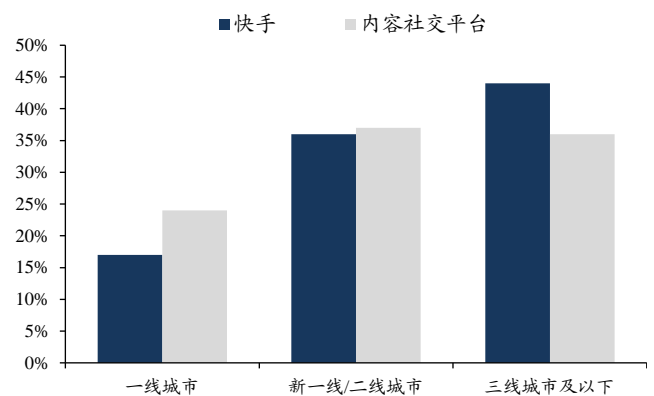
图36: 白酒高潜力客群的城市分布



数据来源: 腾讯营销洞察《2023年中国白酒行业消费白皮书》, 东吴证券研究所

注: N=1500+, 不含未满18周岁的人群

图37: 线上平台白酒人群的城市级别分布



数据来源: 《2024快手白酒行业洞察报告》, 东吴证券研究所

注: 内容社交平台指抖音快手、B站、小红书、视频号

3.3. 白酒电商平台已推行差异化运营策略, 以更好拓展线上优势客户

对标奢侈品、大牌美护等成熟产品, 我们认为白酒的线上渗透率或达到20%, 销售规模增速或边际放缓。线上营销竞争要素也正从同质化价格逐步转向差异化运营策略, 以更好拓展线上优势客户。

基于3.1和3.2的分析可见, 白酒线上购买主要有2类优势场景, 1是由新消费群体线上购买习惯带动的白酒网购, 通常由电商大促的价格优势刺激购买; 2是新一线城市(三线及以下)的85后、95后客群, 线上相比线下渠道更具有客群覆盖和触达优势, 这类客群通常关注300元以内价位用酒, 并且对于自饮用酒存在一定的尝新接受度。

针对场景1, 伴随品牌及平台方推进“反内卷”动作, 线上低价冲击预计将得到规范, 线上价格带来的引流红利或逐渐退潮, 头部品牌以京东、淘天等头部平台为主的销售格局基本稳定成型。其中, 白酒高价位大牌单品的线上销售, 此前作为平台引流的价格补贴重点产品, 占据了电商销售的大部分份额; 未来伴随“价格战”趋于规范, 预计名优白酒的标品销售仍将主要集中在淘宝天猫、京东这类拥有较多优质用户的头部货架电商平台, 平台流量向自营店、官旗店集中。

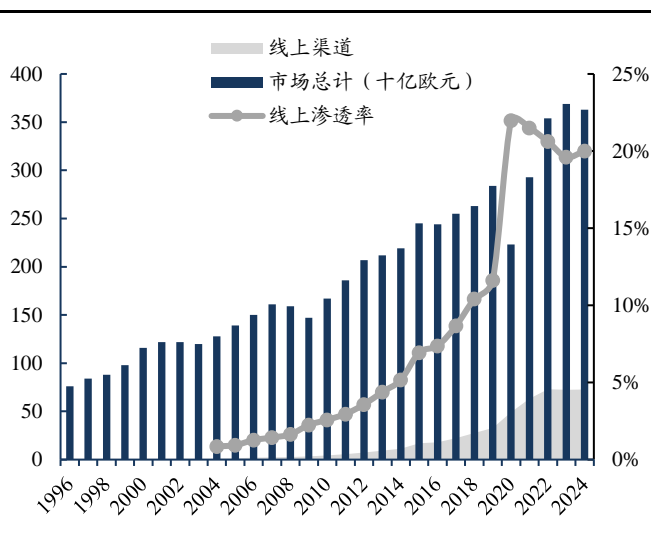
针对场景2, 抖音、快手等平台基于下沉市场客群覆盖优势, 依托直播、短视频的强营销、强内容互动属性, 成为300元以内高性价比白酒产品爆发增长的核心阵地。抖音、快手针对年轻用户高价格敏感度的特征, 以高性价比和场景化营销触达用户, 从而实现较好的销售转化。

3.3.1. 对标奢侈品及大牌美护，预计白酒线上渗透率有望达到 20%

白酒作为标准化程度高、品牌忠诚度强的成熟产品，无需进行过多的产品普及和培育投入，线上销售存在充分条件。1) 主流名酒（如飞天茅台、普五）规格统一（500ml/瓶）、香型度数明确（53%vol 酱香型），消费者无需实物体验即可决策，可以线上选品；2) 核心大单品货值较高，相比于线下较长的决策周期，消费者可以很轻易通过电商平台进行比价权衡；3) 白酒强品牌认知，各层次白酒品牌格局清晰，消费者具有很强的品牌认同度，适合通过线上品牌直营店、官旗等渠道购买；4) 此外，线上市场适合进行品牌宣传，天然适配线上的即时购买决策和场景体验营销。对标奢侈品、大牌美护等品类，二者同样具有较为成熟的品牌格局，并且货值不低，白酒的线上渗透率有望达到 20%。

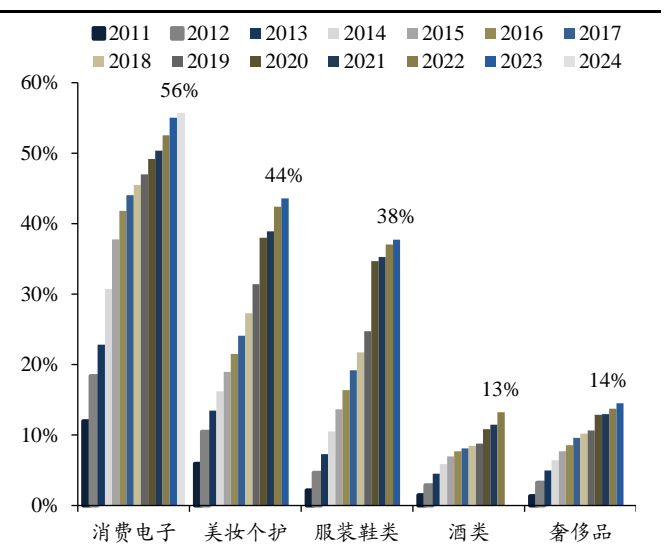
白酒电商销售可在弥补低价冲突、体验缺失等问题之外，更好发挥转化线上购买受众的优势。白酒电商销售，价格冲突是近年来比较突出的问题，随着电商平台“反内卷”的推进和对“低价策略”的弱化，加上品牌官方入局控价，终端价格长期来看会更加可控。此外，线上购买会导致体验缺失，例如无法体验口感、品鉴等。参考化妆品行业的“小瓶试用款”“博主种草”，白酒行业实际上也推出了不少 50ml 装小瓶酒，供年轻的消费群体尝试，一定程度上也可以满足体验需求。此外，白酒可以结合品牌故事、传统文化宣传、场景植入、直播互动等营销模式，满足用户体验感，并通过商品、店铺链接进行购买转化。考虑电商销售有其优势受众，通过线上的有效传播和转化，可帮助酒企更好实现新用户的教育拓展。

图38: 个人奢侈品线上渠道销售占比达到 20%左右



数据来源: bain, 东吴证券研究所

图39: 高货值消费品近年线上销售渗透率变化



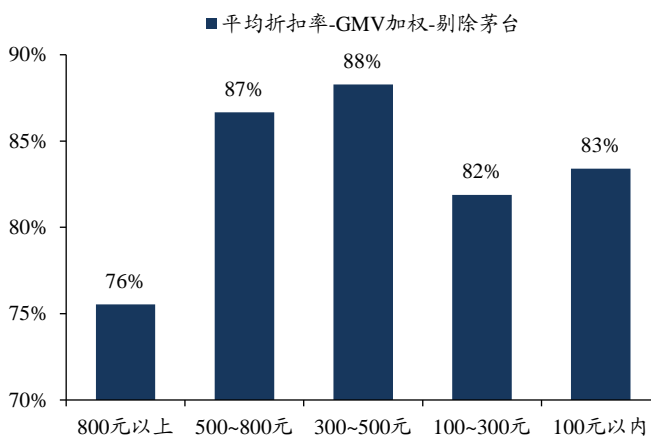
数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

3.3.2. 电商竞争要素将从同质化价格逐步转向差异化禀赋，价格红利预计逐渐退潮

白酒线上价格管控整体更趋规范，“超级低价”规模占比较为有限。过去几年，电商“以价格换流量”加强百补大促的行为确实在短期内帮助平台提振销量。但在品牌方

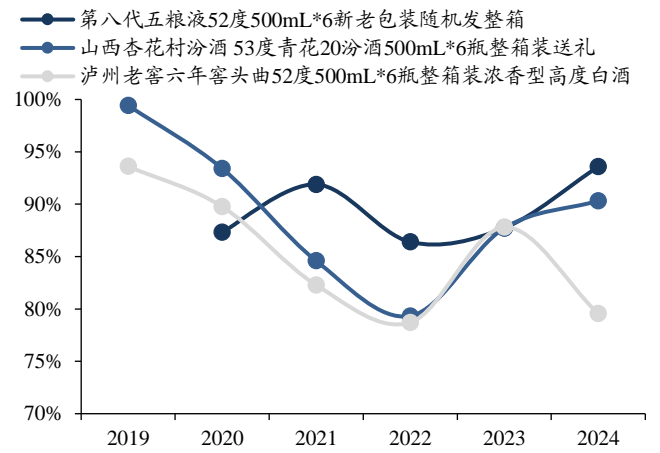
与平台方的整治协商基础上，2024 年主流电商平台上的白酒单品折扣率边际基本趋于稳定，淘天、京东平台自营店、官旗舰店的价格管控更趋严谨，百亿补贴活动的单瓶优惠力度趋于平稳。此外，我们估算拼多多这类以“超级低价”为卖点的电商平台（价格对比详见图 29），白酒销售额占全网比例约为中个位数，说明在缺乏平台保真、厂家直售保障下，单纯依靠低价驱动购买的名优白酒销售场景属于少数。

图40：天猫平台 2024 年不同价位白酒单品平均折扣率



数据来源：久谦，东吴证券研究所

图41：天猫平台主要白酒单品近年折扣率变化



数据来源：久谦，东吴证券研究所

目前无论是监管层面还是各电商平台都加强行业规范，防止过度低价行为，有望缓解白酒窜货破价问题。品牌官方旗舰店、电商平台自营店铺等不会轻易破价，大型经销商、卖场型酒类旗舰店如酒仙网、华致酒行、1919 等通常也不以低价为卖点。在白酒消费疲软、酒企频频提价、渠道利润空间缩小背景下，一些库存压力大、规模较小的经销商通常会转向线上低价促销，以减轻库存压力。2024 年从监管层到各平台都相继要求防止“低价竞争”弱化比价策略，转而注重质量和效益，有助于保障白酒产品价格维持在相对合理的区间，利好于平台自营、品牌旗舰店、专营店等官方渠道的白酒销售。

表7：近年来监管层与各平台反内卷动作梳理

主体	动作内容
监管层	2024 年 11 月，市场监管总局约谈 6 家电商平台，通报其“仅退款”规则挤压商家生存空间，助长低质低价竞争风气等问题，并从优化协议规则、提升规则透明度、保障商家自主经营权等方面提出整改要求。
淘宝	2024 年底召开的中央经济工作会议明确反对、整治内卷式竞争，推动电商平台从“低价竞争”向“高质量发展”转型。 2024 年 618 大促后，弱化“五星价格力”的搜索权重，不再强调最低价，调整仅退款政策，同时优化商家权益保障措施。 2025 年 1 月 9 日，在商家服务大会上宣布“上新”数十项营商环境优化举措，保障商家权益。
抖音	2024 年 7 月，宣布弱化比价策略，将 GMV 作为第一优先级，同时优化算法机制，严厉打击恶性竞争。 2025 年 1 月 6 日，推出九条商家扶持政策，打响了 2025 年电商行业反内卷第一枪。
拼多多	2024 年 11 月，允许商家在大促期间自行选择终止“自动跟价”功能，同时调整商品定价规则，限制最高售价不得超过最低售价的两倍。
快手	2024 年 12 月，终止“退款不退货”服务，以应对恶意仅退款行为。

数据来源：华尔街见闻、东吴证券研究所整理

从白酒电商销售发展趋势来看，目前各大平台已基于各自平台客群禀赋的不同，逐步显现出不同的差异化运营策略。

1) 京东依托自营物流体系和长期积累的高质量口碑，在高端白酒市场占据优势，其客群主要分布于一二线城市，更倾向选择高单价名优酒品。近年来京东加强线上线业务融合，推出线下连锁“京东酒世界”，利用京东商城庞大的用户流量池和完善的物流体系，为“京东酒世界”输送客源，京东酒世界线下门店可实现“29分钟极速送达”。AICC2024酒业创新与投资大会上，京东酒业凭借在零售模式上的创新，成功入选《全球酒业创新案例(2023-2024)》。基于自身优质客群，京东主要向平台自营店引流，2024年京东自营店国产白酒销售额占比达到70%(参考久谦数据)，京东超市酒类业务GMV同比实现双位数增长，自营领跑同增达35%。

2) 淘宝天猫凭借成熟的品牌旗舰店矩阵覆盖全价格带，近年来平台也在积极转向直播领域，以吸引大众家庭与主动型消费者。近年淘天加大资源倾斜，引入李宣卓、酒仙网、刘仪伟、郑云等头部酒水主播，并扶持酒水垂类达人，推动酒水直播销售增长。2023年双11启动首日，酒仙亮哥、阿卓酒馆等酒类直播间观看人次均超过500万，销售额破亿；2024年618大促首日，天猫酒水直播销售额同比增长超30倍，首日同比增幅高达1300%。2024年淘宝天猫国产白酒销售额同比增长68%，酒水直播卓有成效，带动平台白酒规模快速上量。

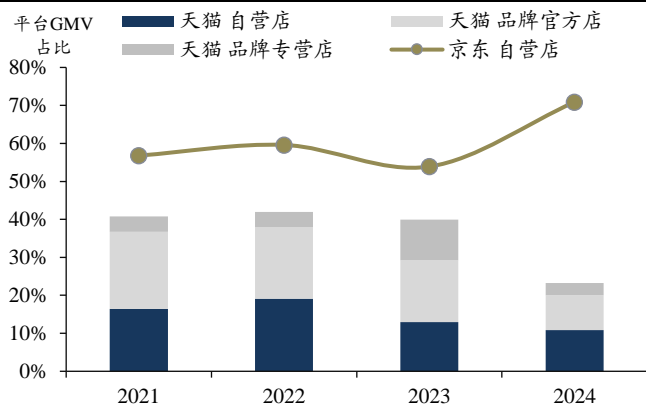
3) 抖音作为直播、短视频电商的代表，依托直播、短视频的强营销、强内容互动属性，以高性价比和场景化营销高效触达年轻消费者，对下沉市场客群有较好的转化优势。凭借高流量生态与年轻化用户基本盘(以三线及以下城市为主)，抖音以“内容+互动”重构白酒消费场景，成为300元以内高性价比白酒产品爆发增长的核心阵地。平台通过直播带货、短视频种草等强互动形式，精准触达18~35岁价格敏感型群体，通过更高密度的内容、场景营销，实现产品教育和销售转化。此外，在发挥直播、短视频作为带货销售主阵地的内容优势之余，抖音也在加强对商品卡运营的重视，店铺货架作为链接粉丝与品牌口碑的锚点，更加适合驱动复购，近年商品卡对抖音白酒GMV的贡献度快速提升。

表8: 各主要电商平台对比梳理

平台	平台特性	销售模式	目标客群	核心优势	未来方向
京东	标品化与保真需求 物流高效售后有保障	京东自营 官旗货架电商 开拓即时零售市场	高线城市为主 中高端家庭用户 注重服务与品质保障	质量保障与口碑 供应链与物流效率	强化高端品牌 优化供应链与服务
天猫淘宝	高端化与品牌高地 商品种类丰富多元	旗舰店控价模式 拓展酒类直播赛道	一二三线城市为主 大众家庭与主动型消费者 注重品牌忠诚度	门店多品类全 品牌旗舰店长期合作	维护现有品牌官旗 大力发展酒类直播
抖音	强调内容和即时互动 平台自带流量高活跃	直播带货主导 平台流量与算法倾斜	全线/三线以下下沉市场 年轻化群体、重新鲜感 易受内容感染产生冲动消费	较低的获客成本 内容创新与流量红利	加强流量变现 年轻/下沉用户开发 强化场景互动营销

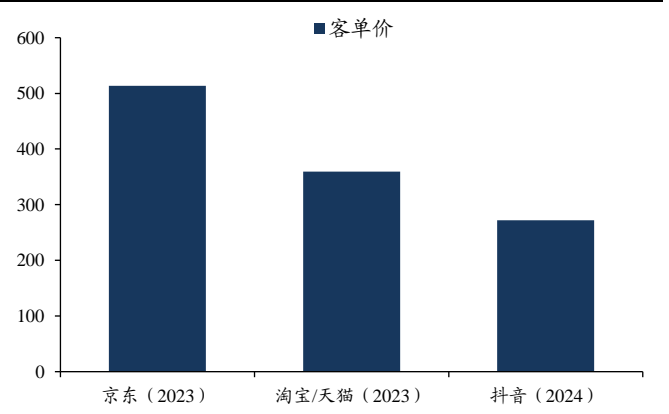
数据来源: 东吴证券研究所整理

图42: 京东、天猫不同店铺类型的国产白酒销售额占比



数据来源: 久谦、东吴证券研究所

图43: 主要电商平台酒类客单价 (元)



数据来源: datayes、蝉妈妈、东吴证券研究所

4. 久爱致和: 踞守官方店流量优势, 定制品打造能力持续提升

第三方互联网销售服务商作为品牌方与平台方之间的联系桥梁, 存在其必要性。1 是白酒品牌的资源禀赋, 与外部平台的生态能力有机结合, 是赢得品牌系统性竞争的有效手段, 线上销售是白酒品牌不可忽视的重要渠道。2 是电商平台单纯依赖低价进行竞争的策略从长期看不具备可持续性, 未来白酒线上销售更多需要充分发挥新零售优势, 以更高效的用户拓展和营销转化赋能品牌, 第三方销售服务商基于多品牌多平台的数据积累, 能更精准敏锐地帮助品牌完成高质量的营销策划。

白酒第三方互联网销售代理商, 目前主要有 1919、酒仙网、歪马送酒、酒小二等, 不同于久爱致和的运营模式, 前者均拥有独立的直营门店或电商门户, 侧重实现 O2O 全渠道布局, 本质都是酒类流通商。1) 垂直平台赛道中, 1919 主打 O2O 全渠道销售 (直营+第三方平台+即时零售), 凭借近 3000 家线下网点与“19 分钟送达”的即时零售能力构建护城河; 酒仙网则以直播带货 (年销 10 亿元) 和定制化产品突围, 采用“线下名酒城+线上主播矩阵”融合的发展模式。2) 即时零售赛道中, 歪马送酒凭借美团生态支持快速扩张, 瞄准用户即时用酒这一需求和晚餐宴会场景, 抢占细分市场份额, 2024 年目标营收 30 亿元, 前置仓超过 800 个。整体来看, 白酒流通渠道正在逐步由传统线下经销模式转变为线上新零售+线下经销模式融合的新业态。伴随白酒市场竞争加剧、增速放缓, 线上新零售所带来的增量市场将成为酒企和渠道不容忽视的发展阵地。酒仙网、歪马等流通商, 旨在通过线上窗口吸引流量, 自身门户沉淀、绑定客群, 从而提升销售规模, 商业逻辑类似传统流通商, 但供应链效率及获客能力较后者有一定优化。

久爱致和凭借长期积累形成的效果营销能力, 能够有效为品牌方线上营销赋能, 从而与酒厂实现更加紧密的销售合作, 其商业模式兼具了流通商和品牌服务商的特性, 盈

利稳定性较其他流通商更强。1) 相比其他线上流通商、运营商，公司早在 2012 年即涉足白酒电商销售，先发优势明显。在多年动销数据积累及营销策略迭代下，公司“久爱智行”大模型能够精准、高效捕捉白酒用户画像，从而帮助品牌方、平台方更好运营网店销售，自身也可持续享受到头部大店的流量分发优势。2) 基于更精准的客户画像及市场分析，公司与知名品牌合作打造定制开发品，既帮助品牌方有效补强品宣及价格带布局短板，也能为自身带来差异化的产品销售增量。对于定制品销售培育，1 是公司现有销售及品宣资源已形成规模优势，相比其他电商运营方具备更强的持续投入能力；2 是公司在抖音、快手、拼多多、微信视频号等新兴平台的营销积累也快速走到行业前列，可实现直播、短视频的精准投流；3 是相比其他白牌定制品，公司深度绑定名酒品牌，名酒专供品、开发品的销售拓展，能够具有更长的生命周期和更强的发展可持续性，例如泸州老窖三人炫、六年窖等，都成功成长为 5 亿级单品。

表9：主要线上酒类流通企业一览

平台	类型	成立时间	销售规模	销售模式/业务模式	线上布局	利润率
久爱致和	线上经销商/运营商	2010 年	2023 年收入 28.2 亿元	代运营+全渠道销售，布局直播电商，打造自有直播间矩阵	天猫、京东旗舰店，抖音直播矩阵，定制化产品开发	24 年毛利率约 25%
1919	酒类垂直电商	2006 年	2023 年平台交易额约 110 亿，门店 5000+	O2O 全渠道（直营+第三方平台+即时零售），供应链开放平台，最快 19 分钟送达	自有 App “1919 快喝”，入驻抖音、快手，开发私域流量平台 “1919 购”	22 年毛利率 17.07%
酒仙网	电商	2009 年	2023 年销售额过 100 亿，2024 年直播销售额破 10 亿元，注册用户超 3500 万	定制化产品+直播带货，另布局 5000 家线下“酒仙名酒城”	抖音、快手头部酒水主播矩阵，天猫、京东旗舰店	20 年为 21%
歪马送酒	即时零售平台	2021 年 6 月	2024 年目标营业额 30 亿元，覆盖 12 省 80 城，前置仓超 800 个	前置仓+自有配送，平均 15 分钟送达，主打平价大众酒(啤酒占比超 60%)	美团、饿了么入驻，自有小程序，SKU 超 1000 款	-

数据来源：公司官网、东吴证券研究所整理

5. 盈利预测及投资评级

收入端，预计 2025~2027 年公司收入同比增速保持在 20% 上下。行业层面，伴随白酒线上渗透率已提升至约 15%，并且白酒电商低价竞争红利趋缓，预计行业收入增速或边际放缓；参考 2023 年以前价格力战略推行前淘天、京东的白酒 GMV 同比增速水平，预计行业增速或回落至 15~20% 区间。公司层面，2025 年考虑新签京东古井旗舰店、抖音老窖头曲旗舰店及特曲传承礼盒、五粮液头曲五灵祥瑞礼盒等定制新品带来的额外增量，预计公司收入增速仍有望在 20%+ 水平；2026~2027 年考虑白酒行业 beta 有望周期性向上修复，公司非标品销售能力亦将持续得到验证，认为收入增速水平有望维持。

利润端，预计 2025~2027 年公司归母净利率稳中有升，其中毛利率有望边际改善，

费用率存在优化空间。1) 毛利率: 近年围绕利润优先策略, 公司尽可能推动产品销售实现价稳量增, 毛利率保持在 25% 上下; 未来考虑电商白酒标品价格竞争趋缓, 预计毛利率起码保持稳定; 若专销品、定制品销售拓展取得较好进展, 则有望边际向上。2) 费用率: 此前销售费率及管理费率囿于员工薪酬及折旧摊销支出相对刚性, 预计后续伴随团队搭建及自有商号逐步培育成熟, 公司费率存在改善空间。

表10: 公司收入拆分及盈利预测 (单位: 百万元)

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,824	3,676	4,460	5,332	6,387
YOY	27.8%	30.2%	21.3%	19.6%	19.8%
食品类	2,364	3,226	3,990	4,798	5,757
YOY	34.5%	36.5%	23.7%	20.3%	20.0%
日用品	383	403	423	486	583
YOY	-3.2%	5.0%	5.0%	15.0%	20.0%
其他收入	77	47	47	47	47
YOY	33.9%	-38.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	25.4%	24.9%	25.1%	25.3%	25.7%
食品类	22.6%	23.9%	24.2%	24.5%	24.9%
日用品	29.0%	29.0%	29.2%	30.0%	31.0%
其他收入	92.0%	59.2%	60.0%	60.0%	60.0%
销售费率	13.6%	12.6%	12.5%	12.3%	11.9%
管理费率	3.7%	3.4%	3.3%	3.1%	3.0%
归母净利润	201	260	343	447	591
YOY	-2.0%	29.6%	32.0%	30.2%	32.2%
归母净利率	7.1%	7.1%	7.7%	8.4%	9.3%

数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所预测

我们采用可比公司估值法, 选取同为酒类、食品零售连锁标的作为可比公司, 2025~26 年可比公司平均 PE 为 37x、27x, 新华都同期 PE 均明显低于对标公司。伴随后续季度公司营收弹性边际修复, 非标品销售收入保持较快增长, 看好市场对公司盈利能力认可度提升, 从而推动 PE 修复。综合考虑以上, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表11: 可比公司估值表 (截至 2025/4/22 收盘价)

股票代码	可比公司	总市值 亿元	收盘价 元	PE				归母净利 (亿元)				归母净利同比		
				2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300755.SZ	华致酒行	65	15.65	32	147	38	28	2.4	0.4	1.7	2.3	-81.1%	288.4%	34.1%
300972.SZ	万辰集团	231	128.35	-70	79	36	25	(0.8)	2.9	6.4	9.1	454.0%	118.8%	42.2%
	均值				113	37	27							
002264.SZ	新华都	46	6.37	19.8	17.6	13.3	10.3	2.0	2.6	3.4	4.5	29.6%	32.0%	30.2%

数据来源: wind、东吴证券研究所

注: 新华都盈利预测为参考东吴证券外发报告, 华致酒行、万辰集团盈利预测取 wind 一致预期;

6. 风险提示

宏观需求不及预期: 白酒行业消费需求, 与宏观景气度存在较大的相关性, 若经济修复斜率不及预期, 或对节日礼赠、亲友聚饮等白酒消费修复造成压制。

电商平台流量增长趋缓: 电商平台销售渗透率提升边际趋缓, 电商销售 beta 预计趋于回落。

品牌代理授权变化较难预测: 公司营收及盈利的超额增长主要取决于新签品牌官旗店及新开专销品、定制品, 与品牌方的相关合作进展较难做线性预测。

新华都三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,304	3,963	4,640	5,333	营业总收入	3,676	4,460	5,332	6,387
货币资金及交易性金融资产	1,069	991	1,116	1,228	营业成本(含金融类)	2,760	3,342	3,982	4,745
经营性应收款项	1,307	1,673	2,056	2,447	税金及附加	8	11	13	16
存货	813	1,104	1,253	1,424	销售费用	462	556	653	759
合同资产	0	0	0	0	管理费用	126	145	167	192
其他流动资产	116	195	214	234	研发费用	10	13	17	23
非流动资产	282	285	284	288	财务费用	(9)	(9)	(7)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	28	28	28	28
固定资产及使用权资产	38	41	39	43	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1	2	2	3	减值损失	(53)	(40)	(29)	(26)
商誉	216	216	216	216	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	292	388	505	667
其他非流动资产	25	25	25	25	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	3,586	4,248	4,924	5,621	利润总额	292	387	504	666
流动负债	1,703	2,070	2,353	2,513	减:所得税	33	43	56	75
短期借款及一年内到期的非流动负债	264	364	314	164	净利润	259	343	447	591
经营性应付款项	1,240	1,453	1,731	1,997	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	6	8	9	10	归属母公司净利润	260	343	447	591
其他流动负债	192	246	299	342	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.48	0.62	0.82
非流动负债	14	15	16	17	EBIT	283	378	497	654
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	305	400	523	675
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.91	25.05	25.32	25.72
租赁负债	14	15	16	17	归母净利率(%)	7.08	7.70	8.39	9.26
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	30.18	21.31	19.56	19.79
负债合计	1,716	2,085	2,369	2,529	归母净利润增长率(%)	29.61	32.02	30.22	32.20
归属母公司股东权益	1,860	2,154	2,546	3,082					
少数股东权益	9	9	9	9					
所有者权益合计	1,869	2,163	2,555	3,092					
负债和股东权益	3,586	4,248	4,924	5,621					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(235)	(93)	265	349	每股净资产(元)	2.58	2.99	3.54	4.28
投资活动现金流	(4)	(26)	(26)	(26)	最新发行在外股份(百万股)	720	720	720	720
筹资活动现金流	141	42	(114)	(211)	ROIC(%)	12.69	14.32	16.27	18.87
现金净增加额	(98)	(77)	125	111	ROE-摊薄(%)	13.99	15.95	17.57	19.18
折旧和摊销	21	22	26	20	资产负债率(%)	47.87	49.08	48.11	45.00
资本开支	(4)	(26)	(26)	(26)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.62	13.35	10.25	7.75
营运资本变动	(572)	(508)	(249)	(298)	P/B(现价)	2.47	2.13	1.80	1.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>