

新华都 (002264)

2025 一季报点评: 费率优化积极, 盈利提升  
稳步兑现

买入 (维持)

2025 年 04 月 29 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

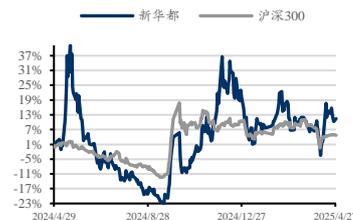
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,824	3,676	4,052	4,871	5,874
同比 (%)	(6.55)	30.18	10.22	20.21	20.60
归母净利润 (百万元)	200.74	260.17	342.42	453.87	600.11
同比 (%)	(1.97)	29.61	31.61	32.55	32.22
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.28	0.36	0.48	0.63	0.83
P/E (现价&最新摊薄)	22.45	17.32	13.16	9.93	7.51

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 一季报。25Q1 实现营收 11.1 亿元, 同比-21.1%; 实现归母净利 0.9 亿元, 同比-0.6%。利润表现符合市场预期, 收入不及市场预期主因跨期确认和净额法确认差异导致。
- **25Q1 白酒主销品牌增势保持引领, 非标品反响积极。** 25Q1 公司收入 11.1 亿元, 同比-21.1%, 收入不及预期, 主因: ①收入跨期确认较此前预期略有差异, ②24Q4 以来公司根据净额法会计准则实施导致部分产品寄售收入确认体量下降。分品牌看, 25Q1 线上白酒销售仍然承压背景下, 公司白酒主销品牌老窖、汾酒保持双位数增长; 古井自 24Q4 深化合作以来, 25Q1 增量积极; 其他品牌开店有部分调整, 销售占比有所下降。分产品看, 25Q1 公司非标品销售保持积极势能, 六年窖头曲升级产品、老窖特曲传承礼盒、五粮液头曲五灵祥瑞礼盒均保持较快增长。收现端, 25Q1 公司收现比达 139%, 主因应收及预付账款显著改善。
- **25Q1 利润表现好于收入, 主因费率优化及其他收益确认错期。** 25Q1 公司销售净利率同比+1.9pct 至 8.6%, 主因销售费率优化及其他收益贡献。①25Q1 综合毛利率 22.2%, 同比-0.3pct, 主因低毛利的白酒标品销量占比略高。②25Q1 销售与管理(含研发)费用同比-28.0%、12.9%, 费率同比-1.1%、+0.2pct, 影响利润增速约 11pct, 1 是费用在高基数基础上同比回落, 2 是公司经营货架电商头部门店, 规模效应有所体现。③25Q1 其他收益(主要是政府补贴)同增约 0.1 亿元, 影响利润增速约 8pct。考虑 24Q4、25Q1 收入确认错期及净额法准则影响, 并剔除其他收益影响, 我们估算 24Q4+25Q1 收入合计同比持平左右, 净利润同比+15%, 净利率同比提升约 0.9pct, 主因费率改善, 并且非标品销售占比提升拉升净利。
- **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。在原有预期基础上(预计汾酒、老窖品牌销售收入实现 15~20%增长, 另有古井新增京东旗舰店贡献积极增量), 考虑收入跨期确认差异及非标品利润贡献影响, 我们略调整 2025~27 年归母净利润预测为 3.4、4.5、6.0 亿元(前值为 3.4、4.5、5.9 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 13、10、8X, 维持“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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.26
一年最低/最高价	4.22/8.06
市净率(倍)	2.30
流通 A 股市值(百万元)	4,098.94
总市值(百万元)	4,506.32

基础数据

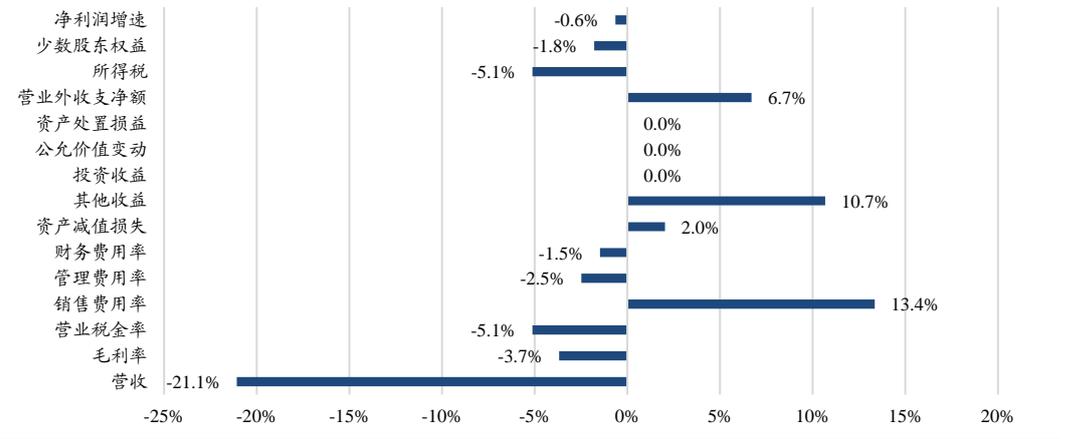
每股净资产(元,LF)	2.72
资产负债率(% LF)	46.48
总股本(百万股)	719.86
流通 A 股(百万股)	654.78

相关研究

《新华都(002264): 白酒线上化乘东风起, 定制品打造沐春雨新》

2025-04-23

图1: 25Q1 新华都归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 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
<b>流动资产</b>	<b>3,304</b>	<b>3,784</b>	<b>4,443</b>	<b>5,129</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,676</b>	<b>4,052</b>	<b>4,871</b>	<b>5,874</b>
货币资金及交易性金融资产	1,069	1,124	1,274	1,411	营业成本(含金融类)	2,760	2,969	3,556	4,270
经营性应收款项	1,307	1,500	1,854	2,221	税金及附加	8	10	12	15
存货	813	980	1,117	1,279	销售费用	462	523	611	711
合同资产	0	0	0	0	管理费用	126	146	170	195
其他流动资产	116	180	199	218	研发费用	10	13	17	23
<b>非流动资产</b>	<b>282</b>	<b>285</b>	<b>284</b>	<b>288</b>	财务费用	(9)	(9)	(9)	(14)
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	<b>营业利润</b>	<b>292</b>	<b>387</b>	<b>512</b>	<b>677</b>
其他非流动资产	25	25	25	25	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>3,586</b>	<b>4,069</b>	<b>4,727</b>	<b>5,417</b>	<b>利润总额</b>	<b>292</b>	<b>386</b>	<b>511</b>	<b>676</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,703</b>	<b>1,893</b>	<b>2,151</b>	<b>2,295</b>	减:所得税	33	43	57	76
短期借款及一年内到期的非流动负债	264	364	314	164	<b>净利润</b>	<b>259</b>	<b>342</b>	<b>454</b>	<b>600</b>
经营性应付款项	1,240	1,291	1,546	1,797	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	6	7	8	9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>260</b>	<b>342</b>	<b>454</b>	<b>600</b>
其他流动负债	192	231	282	324	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.48	0.63	0.83
非流动负债	14	15	16	17	EBIT	283	377	502	661
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	305	399	528	682
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.91	26.72	27.00	27.31
租赁负债	14	15	16	17	归母净利率(%)	7.08	8.45	9.32	10.22
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	30.18	10.22	20.21	20.60
<b>负债合计</b>	<b>1,716</b>	<b>1,908</b>	<b>2,166</b>	<b>2,312</b>	归母净利润增长率(%)	29.61	31.61	32.55	32.22
归属母公司股东权益	1,860	2,153	2,551	3,097					
少数股东权益	9	9	9	9					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,869</b>	<b>2,162</b>	<b>2,561</b>	<b>3,106</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,586</b>	<b>4,069</b>	<b>4,727</b>	<b>5,417</b>					

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)	40	290	374	每股净资产(元)	2.58	2.99	3.54	4.30
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	14.28	16.42	19.01
现金净增加额	(98)	56	149	137	ROE-摊薄(%)	13.99	15.91	17.79	19.38
折旧和摊销	21	22	26	20	资产负债率(%)	47.87	46.87	45.83	42.67
资本开支	(4)	(26)	(26)	(26)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.32	13.16	9.93	7.51
营运资本变动	(572)	(374)	(231)	(281)	P/B(现价)	2.42	2.09	1.77	1.46

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>