

新华都（002264）

2025 年中报点评：非标品势能积极，多平台谋篇布局

买入（维持）

2025 年 08 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

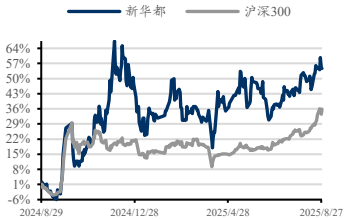
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,824	3,676	3,787	4,186	4,731
同比（%）	(6.55)	30.18	3.02	10.53	13.03
归母净利润（百万元）	200.74	260.17	319.75	396.21	498.24
同比（%）	(1.97)	29.61	22.90	23.91	25.75
EPS-最新摊薄（元/股）	0.28	0.36	0.44	0.55	0.69
P/E（现价&最新摊薄）	25.46	19.64	15.98	12.90	10.26

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 半年报。25H1 实现营收 18.6 亿元，同比-11.0%；实现归母净利 1.47 亿元，同比 1.2%。25Q2 实现营收 7.52 亿元，同比 9.62%；实现归母净利 0.54 亿元，同比 4.5%。
- **25Q2 销售兑现好于行业，非标品势能积极。**25Q2 公司报表营收同增 9.6%，剔除会计准则调整影响，估算同口径下营收同增约 15%（参考酒类 GMV 增长表现），在价盘承压、场景受损的不利环境下，整体销售表现仍然好于大盘。1）**销售端，**25Q2 公司积极迎战端午节、618 等重要电商大促节点，赋能 15 大酒类头部品牌长效增长，其中定制开发品如六年窖、老窖特曲传承礼盒、五粮液头曲五灵祥瑞礼盒等整体实现加速增长。2）**收现端，**25Q2 公司收现比为 70%，同比-24.1pct，主因应收账款增加，与下游电商平台结算账期波动有关。
- **非标提升+费投优化，持续提振盈利表现。**25Q2 公司销售净利率同比-0.4pct 至 7.2%，剔除其他收益及确认口径影响，净利率同比提升约 1.0pct，主系毛销差及管理费效贡献。①25Q2 公司综合毛利率为 23.0%，同比-2.40pct，1 是公司加大即时零售平台布局力度，前期以标品引流，对产品结构略有拉低；2 是白酒价格体系进一步承压，公司标品销售利润空间相应受到一定影响；3 是部分百亿补贴的财务确认改为抵扣费用，对表观毛利率造成影响。②25Q2 毛销差同比+1.4pct，保持较好升势，主系非标品占比提升贡献。③25Q2 公司管理（含研发）费用分别同比-22.7%，费率同比-1.5pct，主要系职工薪酬同比减少，AI 替代人工已取得成效。④25Q2 其他收益（主要是政府补贴）同比减少约 0.14 亿元，25H1 合计约 0.24 亿，较去年同期 0.28 亿略有下降——剔除其他收益影响，25H1/Q2 归母利润分别同比增长 3.8%、74.9%。
- **多平台布局卡位增量入口，大单品战略持续深化。**2025 公司在力保基石业务稳中求进的同时，积极探索新渠道、新业务、新模式、新产品、新技术。①**坚持大单品战略，完善产品矩阵：**推动定制开发品如六年窖，老窖特曲传承礼盒、五粮液头曲五灵祥瑞礼盒等，实现放量增长；另顺利开发推出“古井贡酒年份原浆传承水晶版”新品上架抖音平台做重点培育。②**扩大头部电商战略合作范围：**布局美团歪马&闪购、抖音小时达、京东秒送等。③**布局跨境电商，探索增量市场：**战略布局东南亚电商市场，在印度尼西亚雅加达及中国香港设立子公司，与头部电商品牌如 Tik Tok 建立战略合作伙伴关系。深度合作金佰利、欧莱雅等母婴、美护、日化头部品牌，并于印尼本土孵化直播基地，复用国内成熟电商运营经验。④**数据驱动运营升级，推动 AI + Saas 商业化应用：**公司聚焦数智化建设，利用自动化工具全面提升运营效率。未来随电商营销垂直领域 AI Agent 产品研发迭代，预计有望实现核心业务流程自动化。
- **盈利预测与投资评级：**参考 25H1 财报情况，考虑白酒行业整体销售增

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.10
一年最低/最高价	4.22/7.73
市净率(倍)	2.54
流通 A 股市值(百万元)	4,648.96
总市值(百万元)	5,110.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.80
资产负债率(%，LF)	37.59
总股本(百万股)	719.81
流通 A 股(百万股)	654.78

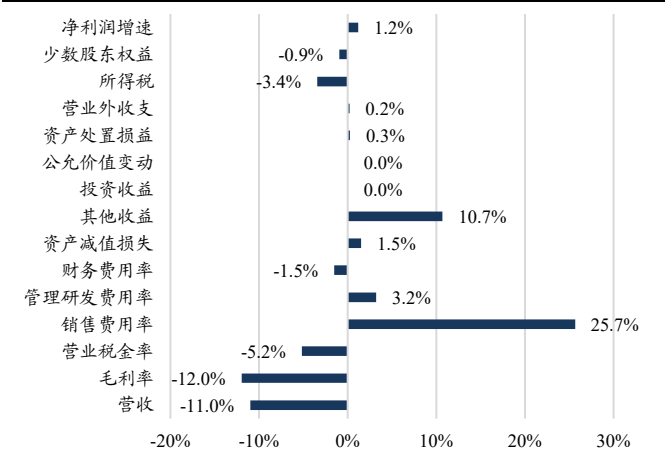
相关研究

- 《新华都(002264)：2025 一季报点评：费率优化积极，盈利提升稳步兑现》
2025-04-29
- 《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

长趋缓，且年内会计准则调整对收入确认口径产生影响，同时 AI 赋能帮助降本增效，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 3.2、4.0、5.0 亿元（前值为 3.4、4.5、6.0 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16、13、10X，维持“买入”评级。

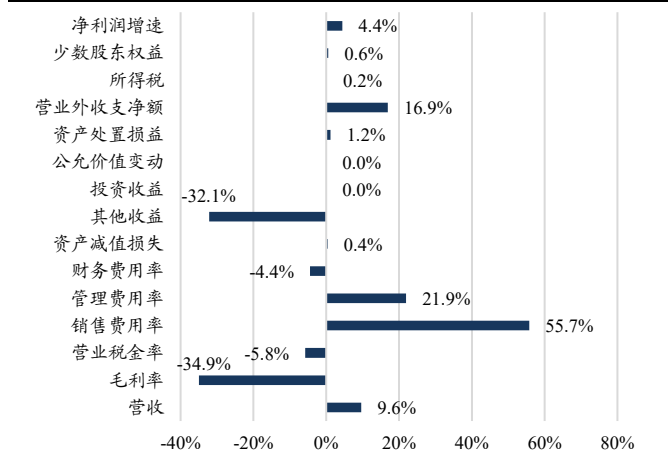
■ **风险提示：**宏观需求不及预期；电商平台流量增长趋缓；品牌代理授权变化较难预测。

图1：25H1 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

图2：25Q2 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)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,304	3,751	4,205	4,646	营业总收入	3,676	3,787	4,186	4,731
货币资金及交易性金融资产	1,069	1,207	1,430	1,603	营业成本(含金融类)	2,760	2,857	3,136	3,527
经营性应收款项	1,307	1,431	1,616	1,807	税金及附加	8	9	10	12
存货	813	942	983	1,052	销售费用	462	430	459	495
合同资产	0	0	0	0	管理费用	126	121	129	140
其他流动资产	116	170	176	183	研发费用	10	11	13	15
非流动资产	282	285	284	289	财务费用	(9)	(9)	(10)	(17)
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)	(30)	(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	364	448	562
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	4,036	4,489	4,935	利润总额	292	363	447	561
流动负债	1,703	1,834	1,945	1,946	减:所得税	33	44	51	63
短期借款及一年内到期的非流动负债	264	361	311	161	净利润	259	320	396	498
经营性应付款项	1,240	1,242	1,363	1,484	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	6	6	7	8	归属母公司净利润	260	320	396	498
其他流动负债	192	225	264	294	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.44	0.55	0.69
非流动负债	14	15	16	17	EBIT	283	355	437	544
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	305	376	463	564
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.91	24.56	25.08	25.46
租赁负债	14	15	16	17	归母净利率(%)	7.08	8.44	9.47	10.53
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	30.18	3.02	10.53	13.03
负债合计	1,716	1,848	1,960	1,962	归母净利润增长率(%)	29.61	22.90	23.91	25.75
归属母公司股东权益	1,860	2,178	2,519	2,963					
少数股东权益	9	9	9	9					
所有者权益合计	1,869	2,188	2,529	2,972					
负债和股东权益	3,586	4,036	4,489	4,935					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(235)	79	363	410	每股净资产(元)	2.58	3.03	3.50	4.12
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	86	(114)	(211)	ROIC(%)	12.69	13.25	14.29	16.09
现金净增加额	(98)	139	223	173	ROE-摊薄(%)	13.99	14.68	15.73	16.82
折旧和摊销	21	22	26	20	资产负债率(%)	47.87	45.80	43.67	39.77
资本开支	(4)	(26)	(26)	(26)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.64	15.98	12.90	10.26
营运资本变动	(572)	(303)	(100)	(143)	P/B(现价)	2.75	2.35	2.03	1.73

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>