

新华都（002264）

2025 年三季报点评：淡季增速放缓，标品利润承压

买入（维持）

2025 年 10 月 27 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

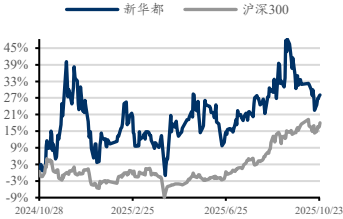
suny@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 2,824  | 3,676  | 3,512  | 3,799  | 4,310  |
| 同比（%）         | (6.55) | 30.18  | (4.48) | 8.17   | 13.47  |
| 归母净利润（百万元）    | 200.74 | 260.17 | 301.75 | 343.08 | 438.18 |
| 同比（%）         | (1.97) | 29.61  | 15.98  | 13.70  | 27.72  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.28   | 0.36   | 0.42   | 0.48   | 0.61   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 24.53  | 18.92  | 16.32  | 14.35  | 11.24  |

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 三季报。2025 单三季度实现营收 5.9 亿元，同比-14.5%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比-31.4%。2025 前三季度实现营收 24.5 亿元，同比-11.8%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比-6.5%。
- **25Q3 受淡季需求不振+双十一预热提前影响，酒类 GMV 同比增速放缓。**25Q3 公司报表营收同比下滑 14.5%，剔除会计准则调整影响，同口径营收可参考公司酒类 GMV 增速表现，估算同比实现低单增长。1）销售端，2025 年 7~8 月淡季白酒开瓶需求低迷，叠加 9 月中秋错期，10 月双十一预热较往年提前，25Q3 整体销售均较为清淡。其中，高端价位国窖销售表现有明显承压，汾酒青 20 及玻汾增速相对积极，定制开发品如六年窖、老窖特曲传承礼盒等基本按年初规划节奏保持较快增长，Q3 新上的古井开发品亦贡献部分增量。2）收现端，25Q3 公司收现同比-2.6%，与酒类 GMV 增速基本匹配。
- **批价下行致毛利承压，季度费用保持平稳。**25Q3 公司销售净利率同比-1.2pct 至 5.2%，剔除资产减值损失及确认口径影响，净利率同比下降约 1.1pct，主系毛销差改善不及预期。①25Q3 公司综合毛利率为 26.3%，口径还原下同比约下滑 2~3pct，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。②25Q3 毛销差还原口径后，估算同比下降 1~2pct，公司自 24H2 起推行 AI 人工替代，25H2 起销售费用去年同期基数回落，25Q3 销售费用同比降幅相应收窄至 6.7%，费率改善幅度有限。③25Q3 公司管理（含研发）费用同比-4.5%，年内各季度费用保持平稳。
- **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；25Q3 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，目前印尼团队 TP 业务已走上正轨，月均 GMV 跻身 Tik Tok 前列。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，目前电商营销垂直领域 AI Agent 产品已实现内部应用。未来伴随产品研发迭代，公司有望实现核心业务流程自动化，并将 AI 产品进行商用推广。

股价走势



市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 6.92      |
| 一年最低/最高价      | 5.05/8.49 |
| 市净率(倍)        | 2.50      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,531.10  |
| 总市值(百万元)      | 4,981.09  |

基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 2.77   |
| 资产负债率(%，LF) | 41.95  |
| 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 年中报点评：非标品势能积极，多平台谋篇布局》

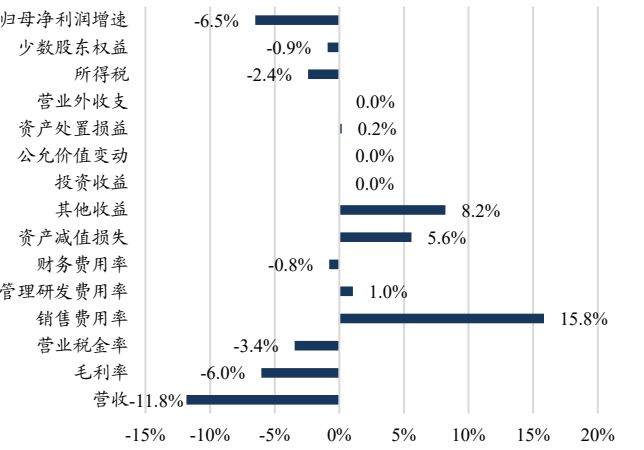
2025-08-29

《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

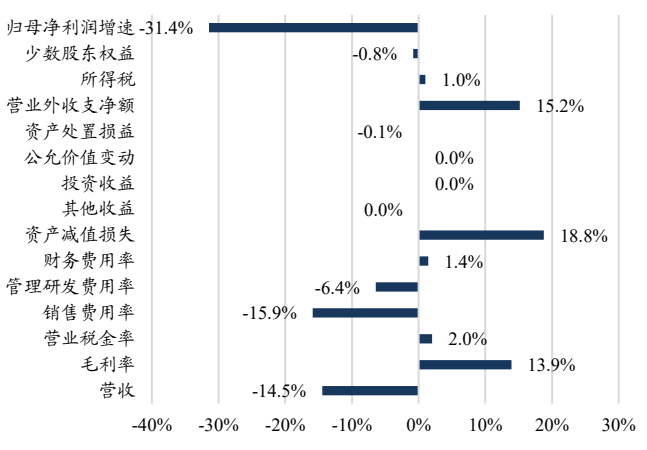
- **盈利预测与投资评级：**参考 2025 年前三季度财报情况，考虑白酒行业整体销售增长趋缓、渠道利润压缩，且年内会计准则调整对收入确认口径产生影响，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 3.0、3.4、4.4 亿元（前值为 3.2、4.0、5.0 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16、14、11X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观需求不及预期；电商平台流量增长趋缓；品牌代理授权变化较难预测。

图1：25 年前三季度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2：25 年单三季度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        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>3,304</b> | <b>3,637</b> | <b>4,005</b> | <b>4,381</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>3,676</b> | <b>3,512</b> | <b>3,799</b> | <b>4,310</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,069        | 1,274        | 1,477        | 1,599        | 营业成本(含金融类)      | 2,760        | 2,656        | 2,868        | 3,238        |
| 经营性应收款项          | 1,307        | 1,327        | 1,468        | 1,647        | 税金及附加           | 8            | 9            | 9            | 11           |
| 存货               | 813          | 875          | 897          | 964          | 销售费用            | 462          | 388          | 416          | 448          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 126          | 112          | 118          | 127          |
| 其他流动资产           | 116          | 160          | 163          | 170          | 研发费用            | 10           | 8            | 10           | 11           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>282</b>   | <b>285</b>   | <b>284</b>   | <b>289</b>   | 财务费用            | (9)          | (9)          | (11)         | (18)         |
| 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            | <b>营业利润</b>     | <b>292</b>   | <b>344</b>   | <b>388</b>   | <b>494</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>3,922</b> | <b>4,290</b> | <b>4,670</b> | <b>利润总额</b>     | <b>292</b>   | <b>343</b>   | <b>387</b>   | <b>493</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,703</b> | <b>1,738</b> | <b>1,816</b> | <b>1,812</b> | 减:所得税           | 33           | 41           | 44           | 55           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 264          | 361          | 311          | 161          | <b>净利润</b>      | <b>259</b>   | <b>302</b>   | <b>343</b>   | <b>438</b>   |
| 经营性应付款项          | 1,240        | 1,155        | 1,247        | 1,363        | 减:少数股东损益        | (1)          | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 6            | 6            | 6            | 7            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>260</b>   | <b>302</b>   | <b>343</b>   | <b>438</b>   |
| 其他流动负债           | 192          | 216          | 252          | 282          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.36         | 0.42         | 0.48         | 0.61         |
| 非流动负债            | 14           | 15           | 16           | 17           | EBIT            | 283          | 334          | 376          | 476          |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 305          | 356          | 402          | 496          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 24.91        | 24.35        | 24.50        | 24.87        |
| 租赁负债             | 14           | 15           | 16           | 17           | 归母净利率(%)        | 7.08         | 8.59         | 9.03         | 10.17        |
| 其他非流动负债          | 0            | 0            | 0            | 0            | 收入增长率(%)        | 30.18        | (4.48)       | 8.17         | 13.47        |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,716</b> | <b>1,752</b> | <b>1,832</b> | <b>1,829</b> | 归母净利润增长率(%)     | 29.61        | 15.98        | 13.70        | 27.72        |
| 归属母公司股东权益        | 1,860        | 2,160        | 2,448        | 2,831        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 9            | 9            | 9            | 9            |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,869</b> | <b>2,170</b> | <b>2,458</b> | <b>2,841</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>3,586</b> | <b>3,922</b> | <b>4,290</b> | <b>4,670</b> |                 |              |              |              |              |

| 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) | 145   | 343   | 360   | 每股净资产(元)       | 2.58  | 3.00  | 3.40  | 3.93  |
| 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 | 12.53 | 12.50 | 14.56 |
| 现金净增加额     | (98)  | 205   | 203   | 122   | ROE-摊薄(%)      | 13.99 | 13.97 | 14.01 | 15.48 |
| 折旧和摊销      | 21    | 22    | 26    | 20    | 资产负债率(%)       | 47.87 | 44.68 | 42.71 | 39.16 |
| 资本开支       | (4)   | (26)  | (26)  | (26)  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 18.92 | 16.32 | 14.35 | 11.24 |
| 营运资本变动     | (572) | (219) | (66)  | (134) | P/B(现价)        | 2.65  | 2.28  | 2.01  | 1.74  |

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>