



需求不足短期承压，核心区域精耕细作

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报和 26 年一季报, 25 年全年实现收入 11.0 亿元, 同比-12.2%; 归母净利润 430 万元, 同比-89.8%; 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.05 元(含税); 26Q1 实现收入 4.06 亿元, 同比-5.9%, 归母净利润 4848 万元, 同比-28.2%。
- **需求不足短期承压, 核心区域精耕细作。** 1、白酒行业步入深度调整周期, 部分消费场景需求不足、恢复不及预期, 消费需求承压; 2、分产品看, 公司聚焦核心价位带产品, 25 年全年 100 元以上产品收入 4.89 亿元, 同比-14.7%, 其中 200 元以上价格带有所承压; 100 元以下产品收入 4.42 亿元, 同比-10.8%; 3、分区域看, 25 年全年青海省省内收入 7.12 亿元, 同比-10.6%; 省外收入 3.59 亿元, 同比-16.0%; 省内区域相比稳健, 甘肃区域去库较为理想, 渠道库存恢复健康, 晋陕豫区域聚焦县域市场做渠道。青海、甘肃等核心市场, 通过“渠道精细化+终端五项工作”的策略, 系统推进产品结构化布局与市场深度渗透, 夯实大众价位基本盘; 同时, 聚焦宴席等刚需市场, 提升产品宴席表现力。省外市场, 以县级为单位积极开拓经销商, 打造县域样板市场。4、26Q1 估计省内较为稳健, 中酒网梳理短期有所承压。
- **毛利率下行+费用投放加大, 盈利能力短期承压。** 1、25 年全年公司毛利率下降 1.9 个百分点至 58.1%; 26Q1 上升 1.4 个百分点至 61.8%; 销售费用率分别同比上升 2.0、2.1 个百分点, 管理费用率同比下降 2.2、0.3 个百分点, 财务费用率同比上升 1.3、1.0 个百分点; 整体费用率分别上升 1.1、3.7 个百分点; 净利率分别下滑 2.8、4.2 个百分点至 0.4%、12.1%, 盈利能力整体承压。2、现金流方面, 25 年和 26Q1 销售收现现金流入同比-12.8%、-2.9%, 现金回款一季度略有改善。此外, 截止 26 年一季度末合同负债 0.61 亿元, 同比-12.9%。
- **营销转型持续深化, 务实调整蓄力发展。** 面对行业压力, 公司采取务实调整策略, 主动放弃股权激励目标, 优先保障渠道健康, 不向经销商压货。营销投入从传统“高举高打”的品牌宣传, 转向更聚焦于终端动销、能直接促进销售的精准活动, 如针对福系列的宴席渠道攻坚。省内市场持续精耕, 与竞品争夺份额, 同时深化县乡镇市场的渗透。西藏市场依托阿拉嘉措品牌, 围绕雅江水电站长达十年的项目机遇开展氛围搭建并规划针对性产品矩阵。海外市场以 Costco 为突破口, 探索国际化路径, 有望反哺国内品牌形象。
- **盈利预测。** 预计 2026-2028 年归母净利润分别为 0.3、0.4、0.6 亿元, 对应 EPS 为 0.06 元、0.08 元、0.13 元。公司是青稞酒龙头, 具备坚实消费者基础, 受益于产品结构升级和省外市场开拓, 深度调整成效有望显现。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险, 消费复苏不及预期风险, 海外政策波动风险。

指标年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	11.01	11.24	11.77	12.52
增长率	-12.24%	2.09%	4.65%	6.43%
归属母公司净利润(亿元)	0.04	0.30	0.39	0.60
增长率	-89.80%	605.44%	29.73%	53.37%
每股收益 EPS(元)	0.01	0.06	0.08	0.13
净资产收益率 ROE	0.15%	1.07%	1.38%	2.10%
PE	886	126	97	63
PB	1.34	1.33	1.33	1.32

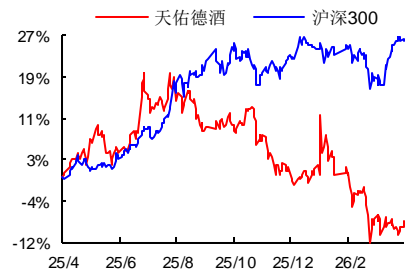
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.79
流通 A 股(亿股)	4.76
52 周内股价区间(元)	7.7-10.54
总市值(亿元)	38.57
总资产(亿元)	31.90
每股净资产(元)	6.02

相关研究

1. 天佑德酒(002646): 深度调整蓄力, 26 年整装待发 (2026-01-30)
2. 天佑德酒(002646): 产品结构持续优化, 深度调整蓄势待发 (2025-10-29)
3. 天佑德酒(002646): 全国化布局加速, Q2 盈利持续改善 (2025-08-26)

盈利预测

关键假设：

- 1) 当前白酒行业受外部消费环境冲击，需求端有所承压，但是库存有所下降，行业处于逐步复苏阶段，2026-2028 年预计青稞酒中 100 元以上是公司重点开拓方向，预计销量有所上行，价格相对稳定，略有上行，收入增速分别为 2%、5%、8%；毛利率分别为 74.5%、75%、76%。
- 2) 青稞酒中 100 元以下产品属于相对刚性产品，且省外开拓持续进行，预计 2026-2028 年销量略有上行，价格稳健，收入增速分别为 3%、6%、7%，毛利率分别为 60.3%、60.5%、61.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
合计收入	营业收入（亿元）	11.0	11.2	11.8	12.5
	增速	-12.2%	2.1%	4.6%	6.4%
	营业成本（亿元）	4.6	4.6	4.8	4.9
	毛利率	58.2%	58.7%	59.4%	60.6%
青稞酒：100 元以上	收入（亿元）	4.9	5.0	5.2	5.7
	yoy	-14.8%	2.0%	5.0%	8.0%
	成本（亿元）	1.3	1.3	1.3	1.4
	毛利率	74.0%	74.5%	75.0%	76.0%
青稞酒：100 元以下	收入（亿元）	4.4	4.6	4.8	5.2
	yoy	-10.9%	3.0%	6.0%	7.0%
	成本（亿元）	1.8	1.8	1.9	2.0
	毛利率	60.2%	60.3%	60.5%	61.0%
其他业务	收入（亿元）	1.7	1.7	1.7	1.7
	yoy	-7.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本（亿元）	1.6	1.6	1.6	1.6
	毛利率	7.3%	8.0%	8.0%	8.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	11.01	11.24	11.77	12.52	净利润	0.04	0.30	0.39	0.60
营业成本	4.61	4.65	4.78	4.94	折旧与摊销	0.81	1.15	1.27	1.40
营业税金及附加	1.71	1.73	1.82	1.93	财务费用	0.05	0.00	0.01	0.01
销售费用	3.04	3.04	3.12	3.26	资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.26	1.29	1.35	1.38	经营营运资本变动	-1.48	-0.60	-0.40	-0.46
财务费用	0.05	0.00	0.01	0.01	其他	0.73	0.00	0.01	0.01
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	0.16	0.86	1.28	1.56
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.12	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.95	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-0.83	-1.00	-1.00	-1.00
营业利润	0.34	0.54	0.68	1.01	短期借款	-0.61	0.01	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.05	-0.06	-0.07	-0.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.29	0.47	0.61	0.94	股权融资	-0.29	0.00	0.00	0.00
所得税	0.25	0.17	0.22	0.34	支付股利	-0.02	-0.04	-0.27	-0.35
净利润	0.04	0.30	0.39	0.60	其他	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-0.95	-0.05	-0.29	-0.36
归属母公司股东净利润	0.04	0.30	0.39	0.60	现金流量净额	-1.63	-0.19	0.00	0.19
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2.01	1.82	1.82	2.02	成长能力				
应收和预付款项	0.51	0.52	0.54	0.57	销售收入增长率	-12.24%	2.09%	4.65%	6.43%
存货	15.18	15.31	15.76	16.27	营业利润增长率	-55.51%	58.04%	26.73%	48.13%
其他流动资产	0.05	0.05	0.05	0.06	净利润增长率	-89.80%	605.44%	29.73%	53.37%
长期股权投资	0.02	0.02	0.02	0.02	EBITDA 增长率	-19.71%	40.85%	16.41%	23.00%
投资性房地产	0.70	0.70	0.70	0.70	获利能力				
固定资产和在建工程	11.25	11.42	11.56	11.67	毛利率	58.16%	58.68%	59.36%	60.57%
无形资产和开发支出	1.40	1.11	0.73	0.25	三费率	39.45%	38.51%	38.12%	37.09%
其他非流动资产	0.78	0.75	0.73	0.70	净利率	0.39%	2.70%	3.34%	4.82%
资产总计	31.91	31.71	31.90	32.24	ROE	0.15%	1.07%	1.38%	2.10%
短期借款	0.39	0.40	0.40	0.40	ROA	0.13%	0.96%	1.23%	1.87%
应付和预收款项	1.77	1.78	1.84	1.91	ROIC	0.22%	1.28%	1.64%	2.39%
长期借款	0.09	0.09	0.09	0.09	EBITDA/销售收入	10.89%	15.02%	16.71%	19.31%
其他负债	1.52	1.03	1.05	1.07	营运能力				
负债合计	3.77	3.30	3.38	3.47	总资产周转率	0.34	0.35	0.37	0.39
股本	4.79	4.79	4.79	4.79	固定资产周转率	1.03	1.03	1.11	1.19
资本公积	13.02	13.02	13.02	13.02	应收账款周转率	38.42	34.29	34.71	35.00
留存收益	10.72	10.98	11.10	11.35	存货周转率	0.31	0.30	0.31	0.31
归属母公司股东权益	28.33	28.59	28.71	28.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.28%	—	—	—
少数股东权益	-0.19	-0.19	-0.19	-0.19	资本结构				
股东权益合计	28.14	28.41	28.53	28.78	资产负债率	11.81%	10.41%	10.59%	10.76%
负债和股东权益合计	31.91	31.71	31.90	32.24	带息债务/总负债	12.73%	14.82%	14.48%	14.10%
					流动比率	5.30	6.14	6.14	6.20
					速动比率	0.77	0.83	0.82	0.87
					股利支付率	55.73%	12.76%	69.37%	58.68%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1.20	1.69	1.97	2.42	每股收益	0.01	0.06	0.08	0.13
PE	886.19	125.62	96.83	63.14	每股净资产	5.91	5.97	5.99	6.05
PB	1.34	1.33	1.33	1.32	每股经营现金	0.03	0.18	0.27	0.33
PS	3.46	3.39	3.24	3.04	每股股利	0.01	0.01	0.06	0.07
EV/EBITDA	28.35	20.23	17.38	14.05					
股息率	0.06%	0.10%	0.72%	0.93%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
