



增持（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：13.96

证券分析师

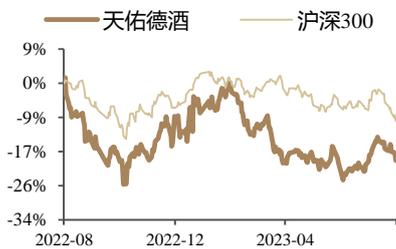
熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.31	0.44	-2.15
相对涨幅(%)	4.58	4.77	3.38

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《天佑德酒(002646.SZ)首次覆盖：产品结构优化升级，疫后复苏弹性可期》，2023.8.18

天佑德酒(002646.SZ)：低基数下改善明显，下半年有望延续高增态势

投资要点

- **事件：**公司发布2023年半年报，2023H1实现营业收入6.61亿元，同比增长10.95%；实现归母净利润0.97亿元，同比下降2.65%；实现扣非归母净利润0.92亿元，同比增长1.21%。根据计算，2023Q2实现营业收入2.64亿元，同比增长52.98%；实现归母净利润0.19亿元，同比增长290.28%；实现扣非归母净利润0.17亿元，同比增长209.3%。
- 公司22年二季度开始受疫情影响较大，23Q2低基数下改善明显，营收同比增长53.0%，较21Q2增长32.1%。分产品看，23H1中高档青稞酒/普通青稞酒/自有品牌葡萄酒营收分别同比变化+3.1%/+39.5%/-47.6%，葡萄酒业务下滑较多预计与国外下滑较多有关，单看国内葡萄酒业务仍有增长。23H1中高档青稞酒/普通青稞酒吨价分别同比提升1.2%/15.9%。分区域看，剔除电商业务后，青稞酒23H1省内/省外营收分别同比增长12.5%/5.8%，省内增长更好，省外甘肃等市场仍处恢复进程中。23H1省内/省外经销商分别变化+2/-3个，基本保持稳定。
- 23Q2毛利率同比提升2.0%至62.0%，由于今年上半年原材料青稞减产，外购价格预计将提升30%以上，预计从下半年开始将对成本有一定压力。23Q2销售费用/管理费用分别同比变化+32.4%/-3.1%，销售费用增长较快主要因为上半年加大新媒体等平台市场投入造成广宣费增长较多，公司将更多广告费用投向全国性广告，地区性广告费持平略增。管理费用额基本持平，由于收入增长，费用率下降较多。23Q2归母净利率7.3%，上年同期为亏损。
- 我们认为，青海省经济复苏+消费升级带来发展新机遇，公司未来有望享受旅游业复苏和人均收入提升带来消费价位上移的红利。公司近期发布股权激励计划，第一档/第二档营收目标分别对应22-25年复合增速17.0%/15.2%。此次股权激励计划进一步绑定核心员工利益，利好长远发展。
- **投资建议：**预计23-25年公司营业收入分别为11.80/14.31/17.12亿元，同比增速为20.39%/21.31%/19.65%。预计归母净利润分别为0.91/1.42/2.14亿元，同比增速为21.43%/55.46%/50.89%，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产品结构升级不及预期风险，竞争加剧风险，省外扩张不及预期风险

股票数据

总股本(百万股)：	472.56
流通A股(百万股)：	472.50
52周内股价区间(元)：	12.93-17.57
总市值(百万元)：	6,596.98
总资产(百万元)：	3,252.72
每股净资产(元)：	5.97

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,054	980	1,180	1,431	1,712
(+/-)YOY(%)	38.0%	-7.0%	20.4%	21.3%	19.6%
净利润(百万元)	63	75	91	142	214
(+/-)YOY(%)	154.9%	19.0%	21.4%	55.5%	50.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.14	0.16	0.19	0.30	0.45
毛利率(%)	63.1%	62.0%	61.1%	62.6%	63.8%
净资产收益率(%)	2.3%	2.7%	3.2%	4.9%	7.1%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.19	0.30	0.45
每股净资产	5.84	5.97	6.14	6.41
每股经营现金流	-0.01	0.46	0.01	0.24
每股股利	0.03	0.06	0.13	0.19
价值评估(倍)				
P/E	96.05	72.18	46.43	30.77
P/B	2.62	2.34	2.27	2.18
P/S	6.73	5.59	4.61	3.85
EV/EBITDA	36.92	32.60	23.03	16.97
股息率%	0.2%	0.4%	0.9%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	62.0%	61.1%	62.6%	63.8%
净利润率	7.7%	7.7%	9.9%	12.5%
净资产收益率	2.7%	3.2%	4.9%	7.1%
资产回报率	2.4%	2.8%	4.3%	6.1%
投资回报率	2.1%	2.7%	4.8%	7.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-7.0%	20.4%	21.3%	19.6%
EBIT 增长率	-9.3%	21.5%	74.5%	50.2%
净利润增长率	19.0%	21.4%	55.5%	50.9%
偿债能力指标				
资产负债率	14.4%	13.3%	12.8%	13.8%
流动比率	4.4	5.1	5.5	5.4
速动比率	1.3	1.6	1.4	1.3
现金比率	1.2	1.5	1.3	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.7	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	1,207.2	1,000.0	1,000.0	1,000.0
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	0.9	1.2	1.5	1.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	75	91	142	214
少数股东损益	-2	2	3	3
非现金支出	98	78	79	79
非经营收益	-15	8	8	7
营运资金变动	-160	37	-226	-189
经营活动现金流	-3	217	5	115
资产	-64	-21	-26	-16
投资	94	0	0	0
其他	2	1	2	3
投资活动现金流	33	-20	-24	-13
债权募资	-45	-104	2	2
股权募资	0	0	0	0
其他	-34	-33	-65	-95
融资活动现金流	-79	-137	-63	-93
现金净流量	-48	59	-82	9

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 23 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	980	1,180	1,431	1,712
营业成本	372	459	535	620
毛利率%	62.0%	61.1%	62.6%	63.8%
营业税金及附加	148	179	220	261
营业税金率%	15.1%	15.2%	15.4%	15.2%
营业费用	244	280	316	357
营业费用率%	24.9%	23.8%	22.1%	20.9%
管理费用	140	154	177	203
管理费用率%	14.3%	13.1%	12.4%	11.9%
研发费用	12	18	19	23
研发费用率%	1.2%	1.5%	1.3%	1.4%
EBIT	89	108	188	283
财务费用	-21	-20	-2	-4
财务费用率%	-2.1%	-1.7%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	2	1	2	3
营业利润	112	136	198	295
营业外收支	-6	-6	-6	-6
利润总额	106	130	193	289
EBITDA	186	186	267	362
所得税	33	36	48	72
有效所得税率%	30.9%	28.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-2	2	3	3
归属母公司所有者净利润	75	91	142	214

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	499	559	477	485
应收账款及应收票据	26	26	31	38
存货	1,231	1,259	1,465	1,699
其它流动资产	36	43	50	57
流动资产合计	1,792	1,886	2,023	2,279
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	1,064	1,011	958	899
在建工程	24	24	29	29
无形资产	152	147	143	138
非流动资产合计	1,406	1,345	1,287	1,219
资产总计	3,197	3,231	3,310	3,497
短期借款	100	0	0	0
应付票据及应付账款	126	151	176	204
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	181	222	190	220
流动负债合计	407	373	365	424
长期借款	9	11	13	15
其它长期负债	45	45	45	45
非流动负债合计	54	56	58	60
负债总计	462	429	424	484
实收资本	473	473	473	473
普通股股东权益	2,758	2,821	2,903	3,028
少数股东权益	-22	-20	-17	-14
负债和所有者权益合计	3,197	3,231	3,310	3,497

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。