



增持（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II
当前价格(元)：10.92

证券分析师

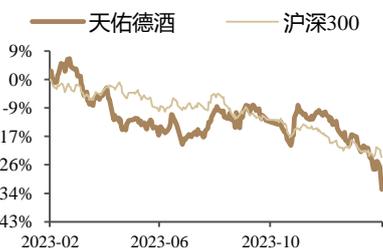
熊鹏

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(%)	-19.15	-25.30	-26.94
相对涨幅(%)	-12.87	-17.27	-16.94

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《天佑德酒(002646.SZ)：旅游和宴席恢复良好，三季度延续较好改善势头》，2023.10.28
- 《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》，2023.8.24
- 《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

股票数据

总股本(百万股)：	482.00
流通A股(百万股)：	472.56
52周内股价区间(元)：	10.92-17.35
总市值(百万元)：	5,263.47
总资产(百万元)：	3,299.78
每股净资产(元)：	5.87

资料来源：公司公告

天佑德酒 (002646.SZ)：业绩符合预期，营销持续向好

投资要点

- 事件：**公司发布 2023 年主要经营数据自愿性信息披露公告，预计 2023 年公司实现营业总收入约 12 亿元，同比增长约 22.46%；实现归母净利润约 8500 万元，同比增长约 12.93%。
- 消费场景恢复，核心产品全线复苏。**2023 年青海省受疫情影响减少，团购、宴席、旅游等场景恢复，产品全线复苏，核心市场销售增长，全年营收同比增长 22.5% 至 12 亿元，略超股权激励第一档目标（营收 11.76 亿元以上），23 年归母净利率 7.08%，同比下降 0.60pct。根据公告推算，23Q4 营收 2.59 亿元，同比增长 36.67%，24 年春节开始较晚，春节备货主要在第一季度，但 23Q4 销售仍实现不错增长。第四季度实现归母净利润-2100 万元，上年同期亏损 2500 万元，预计非经常性损益和股权激励费用支出（预计 23 年摊销费用 370.5 万元）对利润造成影响。
- 组织架构调整完成，有利于统筹规划和高效运作。**12 月 28 日，公司公告，拟将原外联部并入营销中心，与营销中心相关业务整合成立大客户服务部。调整后，经营层下设营销中心、技术质量中心、酿造中心、供应链中心、财务中心、人力资源中心、信息中心、行政中心、西藏公司、OG、党群工作部、法务部、海外事业部、青稞基地项目部、青稞产业园事业部、基建部。此次调整整合成立大客户服务部，有利于统筹规划和高效运作，共同发力 C 端团购业务。
- 投资建议：**我们认为，公司 23 年延续较好改善势头，结合 23 年主要经营数据公告，预计 23-25 年公司营业收入分别为 12.0/14.6/17.3 亿元，同比增速为 22.4%/21.4%/19.0%。预计归母净利润分别为 0.9/1.4/2.0 亿元，同比增速为 13.3%/61.8%/48.0%，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

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,054	980	1,200	1,456	1,733
(+/-)YOY(%)	38.0%	-7.0%	22.4%	21.4%	19.0%
净利润(百万元)	63	75	85	138	204
(+/-)YOY(%)	154.9%	19.0%	13.3%	61.8%	48.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.14	0.16	0.18	0.29	0.42
毛利率(%)	63.1%	62.0%	61.1%	62.7%	63.6%
净资产收益率(%)	2.3%	2.7%	3.0%	4.8%	6.8%

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	0.18	0.29	0.42
每股净资产	5.72	5.86	6.02	6.26
每股经营现金流	-0.01	0.41	-0.01	0.21
每股股利	0.03	0.06	0.12	0.19
价值评估(倍)				
P/E	96.05	61.71	38.15	25.78
P/B	2.67	1.86	1.81	1.74
P/S	5.27	4.39	3.62	3.04
EV/EBITDA	36.92	26.72	18.49	13.91
股息率%	0.2%	0.5%	1.1%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	62.0%	61.1%	62.7%	63.6%
净利润率	7.7%	7.1%	9.5%	11.8%
净资产收益率	2.7%	3.0%	4.8%	6.8%
资产回报率	2.4%	2.6%	4.2%	5.8%
投资回报率	2.1%	2.5%	4.7%	6.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-7.0%	22.4%	21.4%	19.0%
EBIT 增长率	-9.3%	12.0%	83.9%	47.2%
净利润增长率	19.0%	13.3%	61.8%	48.0%
偿债能力指标				
资产负债率	14.4%	13.4%	13.0%	14.1%
流动比率	4.4	5.0	5.5	5.3
速动比率	1.3	1.5	1.3	1.2
现金比率	1.2	1.4	1.2	1.0
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	85	138	204
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	22	-231	-192
经营活动现金流	-3	195	-3	101
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	9	0	0
其他	-34	-33	-65	-95
融资活动现金流	-79	-128	-63	-93
现金净流量	-48	47	-90	-5

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 31 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	1,200	1,456	1,733
营业成本	372	467	544	630
毛利率%	62.0%	61.1%	62.7%	63.6%
营业税金及附加	148	186	225	266
营业税金率%	15.1%	15.5%	15.5%	15.4%
营业费用	244	291	329	371
营业费用率%	24.9%	24.3%	22.6%	21.4%
管理费用	140	158	181	208
管理费用率%	14.3%	13.2%	12.4%	12.0%
研发费用	12	18	20	24
研发费用率%	1.2%	1.5%	1.3%	1.4%
EBIT	89	99	183	269
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	127	193	281
营业外收支	-6	-6	-6	-6
利润总额	106	122	187	276
EBITDA	186	178	262	349
所得税	33	34	47	69
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	85	138	204

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	499	546	456	451
应收账款及应收票据	26	26	32	38
存货	1,231	1,279	1,489	1,727
其它流动资产	36	43	50	58
流动资产合计	1,792	1,895	2,028	2,275
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	3,240	3,315	3,493
短期借款	100	0	0	0
应付票据及应付账款	126	153	179	207
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	181	225	193	223
流动负债合计	407	379	371	431
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	435	430	491
实收资本	473	482	482	482
普通股股东权益	2,758	2,825	2,903	3,017
少数股东权益	-22	-20	-17	-14
负债和所有者权益合计	3,197	3,240	3,315	3,493

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；	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。
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。	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。