

2024年06月15日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 青海龙头再出发，攘外必先安内

## —天佑德酒（002646.SZ）公司事件点评报告

### 买入（首次）

### 事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年06月13日，天佑德酒召开2023年年度股东大会。

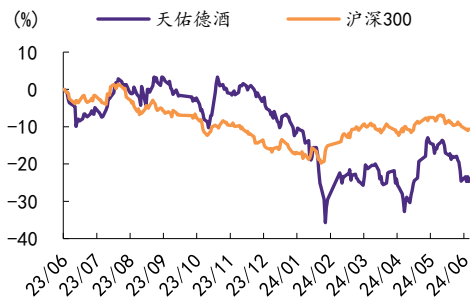
## 投资要点

### 基本数据

2024-06-14

当前股价（元）	11.1
总市值（亿元）	54
总股本（百万股）	482
流通股本（百万股）	473
52周价格范围（元）	9.37-15.06
日均成交额（百万元）	55.79

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

### ■ 回归快速增长通道，夯实青海根据地市场优势

公司作为一家区域型酒企，主营产品为青稞白酒，2011年上市以来规模不断扩张，目前已发展成为青海省白酒龙头企业，尽管疫情期间市场需求承压致使公司增长放缓，但近年来公司业绩弹性逐渐释放，目前已回归快速增长通道。产品上，持续优化产品线，天/国/家/人实现全国覆盖，其中天之德打造流量、国之德推升盈利、家之德抢占200价位带。2024年推进150-200元核心价位段产品增长，高端价格带通过名酒进名企、千名老板请进来、青藏自驾游等活动强化大客户服务能力，实现品牌拉升。区域上，首先稳定青海根据地市场格局，通过大排面陈列占领货架，在存量市场做好市占率提升工作，下一步在西藏地区培育核心客户，未来逐步发展河西走廊、宁夏等地区，实现区域稳步扩张。组织上，大客户服务、高端酒业务部与直销部门集中发力高端酒业务，销售部负责100-200元价格带产品推广，目前地面部队人员充分，大区划分进一步细分至70-80个区域，严格监督地面推广工作。

### ■ 2023年股权激励目标达成，充分激发团队活力

公司于2023年10月发布2023年限制性股票激励计划，拟授予53名激励对象946万股，占股本总额的2%，2023/2024/2025年考核目标分别为营收目标值11.76/13.72/15.68亿元（100%解除限售），触发值11.30/13.00/15.00亿元（80%解除限售）。公司2023年实现营收12.10亿元，已达成第一期业绩考核目标，对应2024/2025年营收目标同比分别为13.37%/14.29%，随着公司利用旅游、聚餐场景兴起不断进行市场开拓，产品打法逐渐明晰，后续股权激励目标达成确定性较强。

### ■ 盈利预测

我们看好公司作为区域型白酒龙头企业，不断扩大青海根据地市场占有率，有序推动西藏、宁夏等外埠市场渗透，随着核心产品稳健增长，公司规模有望持续提升。预计2024-2026年EPS分别为0.25/0.33/0.42元，当前股价对应PE分

别为 44/34/27 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行、消费复苏不及预期、重点区域扩张不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,210	1,457	1,721	1,990
增长率（%）	23.5%	20.4%	18.1%	15.7%
归母净利润（百万元）	90	122	159	201
增长率（%）	19.0%	36.2%	30.1%	26.6%
摊薄每股收益（元）	0.19	0.25	0.33	0.42
ROE（%）	3.2%	4.2%	5.3%	6.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	524	619	705	842
应收款	32	36	38	41
存货	1,347	1,424	1,530	1,605
其他流动资产	18	20	22	24
流动资产合计	1,921	2,099	2,296	2,512
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,044	1,000	944	885
在建工程	44	17	7	3
无形资产	148	141	133	126
长期股权投资	5	5	5	5
其他非流动资产	166	166	166	166
非流动资产合计	1,407	1,330	1,256	1,186
资产总计	3,328	3,429	3,552	3,698
<b>流动负债:</b>				
短期借款	100	100	100	100
应付账款、票据	102	112	118	120
其他流动负债	199	199	199	199
流动负债合计	482	498	511	517
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	9	9	9	9
其他非流动负债	33	33	33	33
非流动负债合计	43	43	43	43
负债合计	525	541	554	560
<b>所有者权益</b>				
股本	482	482	482	482
股东权益	2,803	2,888	2,999	3,138
负债和所有者权益	3,328	3,429	3,552	3,698

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	93	126	164	207
少数股东权益	3	4	5	6
折旧摊销	83	77	74	70
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-75	-67	-98	-72
经营活动现金净流量	104	140	145	211
投资活动现金净流量	-108	70	67	63
筹资活动现金净流量	99	-41	-54	-68
现金流量净额	95	168	158	206

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,210	1,457	1,721	1,990
营业成本	448	523	601	680
营业税金及附加	184	220	258	297
销售费用	288	344	404	466
管理费用	150	179	210	241
财务费用	-10	-13	-15	-19
研发费用	16	19	22	26
费用合计	444	529	621	713
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	153	200	253	313
加:营业外收入	0	0	0	0
减:营业外支出	8	6	5	4
利润总额	145	194	248	309
所得税费用	52	68	84	102
净利润	93	126	164	207
少数股东损益	3	4	5	6
归母净利润	90	122	159	201

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	23.5%	20.4%	18.1%	15.7%
归母净利润增长率	19.0%	36.2%	30.1%	26.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	63.0%	64.1%	65.1%	65.9%
四项费用/营收	36.7%	36.3%	36.1%	35.8%
净利率	7.7%	8.7%	9.5%	10.4%
ROE	3.2%	4.2%	5.3%	6.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	15.8%	15.8%	15.6%	15.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	37.3	40.6	45.6	48.7
存货周转率	0.3	0.5	0.6	0.6
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.19	0.25	0.33	0.42
P/E	59.7	43.9	33.7	26.6
P/S	4.4	3.7	3.1	2.7
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。