

2024年08月19日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

二季度业绩承压，推进省内渗透率提升

—天佑德酒（002646.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

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

2024年8月18日，天佑德酒发布2024年半年度报告。

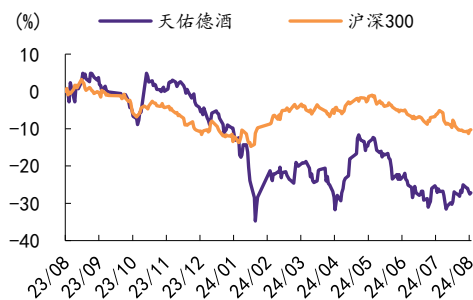
投资要点

基本数据

2024-08-16

| | |
|------------|------------|
| 当前股价（元） | 10.22 |
| 总市值（亿元） | 49 |
| 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） | 53.47 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《天佑德酒（002646）：青海龙头再出发，攘外必先安内》2024-06-16

■ 二季度业绩承压，品宣费投增加拉低盈利

公司2024H1营收7.59亿元（同增15%），归母净利润0.80亿元（同减18%），扣非归母净利润0.76亿元（同减18%）。2024Q2公司营收2.33亿元（同减12%），归母净利润亏损0.29（同减248%），主要系股份支付费用增加影响，扣非归母净利润亏损0.30亿元（同减270%）。盈利端，2024Q2公司毛利率同减11pct至51.38%，销售费用率同增7pct至35.51%，主要系本期增加投流/BC联动/央视广告投放费用所致，公司通过前置费用投放夯实下半年动销基础，管理费用率同增5pct至20.22%，综合来看，净利率为-12.32%。2024Q2公司销售回款2.55亿元（同减13%）。

■ 持续推进终端货架抢占，省内覆盖率仍有空间

公司2024H1公司青稞白酒营收6.39亿元（同增8%），销量0.88万吨（同增11%），吨价7.27万元/吨（同减2%），吨价略有承压，其中100元以上/100元以下产品营收分别为3.33/3.06亿元，分别同增13%/4%，公司重点推进100-200元价格带单品，积极开展终端货架抢占行动，人之德产品开展大排面陈列工作，单品销售增幅明显；福酒、永庆和系列产品弱势区域补强工作效果显著。其他青稞酒/葡萄酒营收分别为0.03/0.05亿元，分别同减2%/15%。2024H1公司经销/直销渠道营收分别为5.66/0.81亿元，分别同增7%/15%，直销渠道低基数下高增，经销渠道持续渗透，截至2024H1末，公司青海/其他区域经销商数量为79/548家，较年初净增加2/26家，随着甘肃经销商体系持续完善，全区域覆盖进一步提升，预计产品销量仍有增长空间。

■ 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。根据半年报，我们调整2024-2026年EPS分别为0.23/0.27/0.32（前值为0.25/0.33/0.42元），当前股价对应PE分别为45/38/32倍，维持“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 | 1,331 | 1,457 | 1,587 |
| 增长率 (%) | 23.5% | 10.0% | 9.4% | 8.9% |
| 归母净利润 (百万元) | 90 | 110 | 130 | 153 |
| 增长率 (%) | 19.0% | 22.9% | 18.0% | 17.8% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.19 | 0.23 | 0.27 | 0.32 |
| ROE (%) | 3.2% | 3.8% | 4.4% | 5.0% |

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 | 利润表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产: | | | | | 营业收入 | 1,210 | 1,331 | 1,457 | 1,587 |
| 现金及现金等价物 | 524 | 709 | 864 | 1,041 | 营业成本 | 448 | 484 | 524 | 564 |
| 应收款 | 32 | 33 | 32 | 33 | 营业税金及附加 | 184 | 201 | 219 | 236 |
| 存货 | 1,347 | 1,314 | 1,323 | 1,316 | 销售费用 | 288 | 314 | 342 | 371 |
| 其他流动资产 | 18 | 19 | 19 | 19 | 管理费用 | 150 | 164 | 178 | 192 |
| 流动资产合计 | 1,921 | 2,075 | 2,237 | 2,409 | 财务费用 | -10 | -15 | -20 | -25 |
| 非流动资产: | | | | | 研发费用 | 16 | 17 | 19 | 21 |
| 金融类资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 费用合计 | 444 | 480 | 519 | 559 |
| 固定资产 | 1,044 | 1,000 | 944 | 885 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 44 | 17 | 7 | 3 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 148 | 141 | 133 | 126 | 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 5 | 5 | 5 | 5 | 营业利润 | 153 | 181 | 208 | 239 |
| 其他非流动资产 | 166 | 166 | 166 | 166 | 加:营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 1,407 | 1,330 | 1,256 | 1,186 | 减:营业外支出 | 8 | 6 | 5 | 4 |
| 资产总计 | 3,328 | 3,405 | 3,493 | 3,595 | 利润总额 | 145 | 175 | 203 | 235 |
| 流动负债: | | | | | 所得税费用 | 52 | 61 | 69 | 78 |
| 短期借款 | 100 | 100 | 100 | 100 | 净利润 | 93 | 114 | 134 | 158 |
| 应付账款、票据 | 102 | 103 | 102 | 99 | 少数股东损益 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| 其他流动负债 | 199 | 199 | 199 | 199 | 归母净利润 | 90 | 110 | 130 | 153 |
| 流动负债合计 | 482 | 482 | 480 | 476 | | | | | |
| 非流动负债: | | | | | 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 9 | 9 | 9 | 9 | 成长性 | | | | |
| 其他非流动负债 | 33 | 33 | 33 | 33 | 营业收入增长率 | 23.5% | 10.0% | 9.4% | 8.9% |
| 非流动负债合计 | 43 | 43 | 43 | 43 | 归母净利润增长率 | 19.0% | 22.9% | 18.0% | 17.8% |
| 负债合计 | 525 | 525 | 523 | 519 | 盈利能力 | | | | |
| 所有者权益 | | | | | 毛利率 | 63.0% | 63.6% | 64.0% | 64.5% |
| 股本 | 482 | 482 | 482 | 482 | 四项费用/营收 | 36.7% | 36.0% | 35.7% | 35.2% |
| 股东权益 | 2,803 | 2,880 | 2,970 | 3,076 | 净利率 | 7.7% | 8.5% | 9.2% | 9.9% |
| 负债和所有者权益 | 3,328 | 3,405 | 3,493 | 3,595 | ROE | 3.2% | 3.8% | 4.4% | 5.0% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 资产负债率 | 15.8% | 15.4% | 15.0% | 14.4% |
| 净利润 | 93 | 114 | 134 | 158 | 营运能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 3 | 4 | 4 | 5 | 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 折旧摊销 | 83 | 77 | 74 | 70 | 应收账款周转率 | 37.3 | 40.6 | 45.6 | 48.7 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转率 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 营运资金变动 | -75 | 32 | -10 | 1 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 104 | 226 | 202 | 234 | EPS | 0.19 | 0.23 | 0.27 | 0.32 |
| 投资活动现金净流量 | -108 | 70 | 67 | 63 | P/E | 55.0 | 44.7 | 37.9 | 32.2 |
| 筹资活动现金净流量 | 190 | -37 | -44 | -52 | P/S | 4.1 | 3.7 | 3.4 | 3.1 |
| 现金流量净额 | 185 | 259 | 225 | 245 | P/B | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |

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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

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。