



增持（维持）

所属行业：食品饮料/白酒 II

当前价格(元)：9.00

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

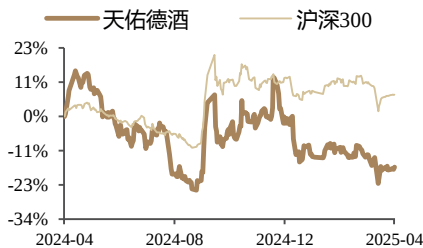
尤诗超

资格编号：S0120524070004

邮箱：yousc3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.74	-7.31	-4.05
相对涨幅(%)	0.01	-2.71	-2.85

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《天佑德酒 (002646.SZ)：Q3 业绩承压，静待需求恢复》，2024.10.28
- 《天佑德酒 (002646.SZ)：Q2 有所承压，营销转型持续深化》，2024.8.18
- 《天佑德酒 (002646.SZ)：一季度延续较高增长，盈利能力稳定改善》，2024.5.5

股票数据

总股本(百万股)：	482.00
流通 A 股(百万股)：	475.93
52 周内股价区间(元)：	8.16-12.48
总市值(百万元)：	4,338.03
总资产(百万元)：	3,352.54
每股净资产(元)：	5.98

资料来源：公司公告

天佑德酒 (002646.SZ)：短期业绩承压，营销转型持续深化

投资要点

- 事件：**公司发布 2024 年报与 2025 一季报，2024 年实现营业收入 12.55 亿元，同比增长 3.69%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比下降 53.0%。2025Q1 实现营业收入 4.32 亿元，同比下降 17.96%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比下降 37.69%。
- 2024 年平稳收官，受上年同期基数较高影响，25Q1 营收有所下滑。**2024 年白酒业务收入基本保持稳定，100 元以上产品/100 元以下产品营收分别同比变化-0.7%/+1.2%，毛利率分别同比变动-1.7/-0.8pct。产品端，公司对重点产品实施 BC 联动营销战略，并组织自驾游等营销活动扩大品牌影响力。区域上，精耕本土市场的同时，稳健拓展省外市场，弱势区域得到补强，县乡镇市场产品覆盖率、渗透率显著提高。24 年销售费用率/管理费用率分别同比变化+2.02/+1.12pct，销售费用率提升主要是因为广宣费用增加，管理费用率提升主要是股权激励费用影响。受上年同期基数较高影响，25Q1 营收有所下滑，销售费用率/管理费用率分别同比变化+3.3/-0.4pct，归母净利率同比下降 5.0pct 至 15.6%。
- 营销转型持续深化，战略路径更加清晰。**当前白酒行业进入结构调整和增速换挡的新阶段，公司深度挖掘差异化竞争优势进行营销转型，随着“国际化、县域化、年轻化、品牌终端化”等“四化”战略逐步落地，未来或实现高质量发展。结合 2025Q1 业绩情况与行业竞争情况，我们预计 25-27 年公司营业收入分别为 13.1/14.0/15.0 亿元，同比增速为+4.7%/+6.5%/+7.0%。预计归母净利润分别为 0.5/0.6/0.6 亿元，同比增速为+23.9%/+9.1%/+10.0%，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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,210	1,255	1,314	1,399	1,498
(+/-)YOY(%)	23.5%	3.7%	4.7%	6.5%	7.0%
净利润(百万元)	90	42	52	57	63
(+/-)YOY(%)	18.4%	-53.0%	23.9%	9.1%	10.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.09	0.11	0.12	0.13
毛利率(%)	63.0%	59.8%	58.6%	58.2%	57.7%
净资产收益率(%)	3.2%	1.5%	1.8%	2.0%	2.2%

资料来源：公司年报（2023-2024），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	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.11	0.12	0.13
每股净资产	5.84	5.89	5.95	6.01
每股经营现金流	0.04	0.37	-0.12	0.11
每股股利	0.04	0.05	0.06	0.07
价值评估(倍)				
P/E	121.88	83.09	76.16	69.21
P/B	1.84	1.53	1.51	1.50
P/S	3.46	3.30	3.10	2.90
EV/EBITDA	31.43	25.98	25.73	24.43
股息率%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	59.8%	58.6%	58.2%	57.7%
净利润率	3.4%	4.0%	4.1%	4.2%
净资产收益率	1.5%	1.8%	2.0%	2.2%
资产回报率	1.3%	1.6%	1.7%	1.9%
投资回报率	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.7%	4.7%	6.5%	7.0%
EBIT 增长率	-52.0%	-1.6%	7.2%	8.6%
净利润增长率	-53.0%	23.9%	9.1%	10.0%
偿债能力指标				
资产负债率	16.4%	15.2%	12.5%	13.2%
流动比率	3.7	4.1	5.0	5.0
速动比率	0.8	0.8	0.5	0.4
现金比率	0.7	0.7	0.4	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.0	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	1,077.9	1,000.0	1,000.0	1,000.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.5

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	42	52	57	63
少数股东损益	0	3	3	3
非现金支出	90	88	93	96
非经营收益	-5	-0	4	4
营运资金变动	-108	35	-215	-112
经营活动现金流	19	179	-58	53
资产	-103	-83	-102	-28
投资	2	0	0	0
其他	6	-1	0	0
投资活动现金流	-94	-83	-102	-28
债权募资	-0	-102	2	2
股权募资	0	0	0	0
其他	-85	-26	-31	-36
融资活动现金流	-85	-128	-29	-34
现金净流量	-160	-32	-190	-9

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 日
资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,255	1,314	1,399	1,498
营业成本	504	544	584	634
毛利率%	59.8%	58.6%	58.2%	57.7%
营业税金及附加	189	198	211	226
营业税金率%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
营业费用	324	349	377	407
营业费用率%	25.8%	26.6%	26.9%	27.2%
管理费用	169	152	151	149
管理费用率%	13.5%	11.5%	10.8%	9.9%
研发费用	18	18	19	21
研发费用率%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%
EBIT	68	67	72	78
财务费用	-9	-9	-11	-13
财务费用率%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	76	82	89	97
营业外收支	-5	-3	-3	-3
利润总额	72	79	86	94
EBITDA	157	155	164	173
所得税	29	24	26	28
有效所得税率%	41.1%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东损益	0	3	3	3
归属母公司所有者净利润	42	52	57	63

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	364	331	142	133
应收账款及应收票据	21	29	31	33
存货	1,488	1,492	1,601	1,736
其它流动资产	22	35	38	42
流动资产合计	1,894	1,887	1,812	1,944
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	1,018	1,030	1,039	993
在建工程	121	111	119	104
无形资产	145	140	136	131
非流动资产合计	1,450	1,446	1,453	1,383
资产总计	3,345	3,333	3,265	3,327
短期借款	100	0	0	0
应付票据及应付账款	138	149	160	174
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	268	314	202	218
流动负债合计	506	463	362	392
长期借款	9	11	13	15
其它长期负债	34	34	34	34
非流动负债合计	43	45	47	49
负债总计	549	508	409	441
实收资本	482	482	482	482
普通股股东权益	2,814	2,841	2,868	2,896
少数股东权益	-19	-16	-13	-10
负债和所有者权益合计	3,345	3,333	3,265	3,327

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

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。	类 别	评 级	说 明
	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。