

2025 年 08 月 19 日

证券研究报告·2025 年中报点评

天佑德酒（002646）食品饮料

当前价：10.26 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

全国化布局加速，Q2 盈利持续改善

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年中报，25H1 公司实现营收 6.7 亿元，同比-11.2%；实现归母净利润 5146.0 万元，同比-35.4%。其中，25Q2 实现营收 2.4 亿元，同比+3.9%；实现归母净利润-1604.3 万元，大幅减亏。公司 25Q2 营收同比增长，盈利同比改善。
- **产品品牌焕新，全国化布局加速。**1、分产品看，25H1 青稞白酒实现营收 5.7 亿元（-10.8%）。其中，100 元以上和 100 元以下青稞白酒分别实现营收 3.0 亿元（-10.2%）和 2.7 亿元（-11.4%）。公司对于全年超 2 亿元的畅销单品天佑德红四星进行品牌焕新，同时基于产品口感表达年轻化策略，推出“果味+”产品 28 度柠檬风味青稞酒和 43 度雪莉青稞，市场表现较好。2、分区域看，25H1 省内、省外分别实现营收 4.6 亿元（-8.5%）、2.0 亿元（-17.2%）。公司全力稳固青海省基本盘，加强大本营宴席市场攻坚。加速发力晋陕豫等省外市场，逐步在甘肃、新疆、其他区域导入百元以及以下价位带渠道产品，推动县域化市场的开发和深耕。持续加速出海计划，推动美国市场开发布局工作，Tashi 青稞酒正式入驻旧金山南部 Costco。3、分渠道看，25H1 渠道经销、厂家直销、电商分别实现营收 5.1 亿元（-9.5%）、0.6 亿元（-21.4%）、0.2 亿元（+4.6%）。省内积极推进渠道转型，通过全控价深度分销模式，持续增强渠道推力；省外着重布局优质团购商、渠道经销商，积极蓄力省外市场开拓。
- **费用控制良好，盈利有所改善。**1、25H1 毛利率为 58.7%，同比-0.8pp；25Q2 毛利率为 55.4%，同比+4.0pp。2、25H1 销售/管理费用率分别为 23.5%/9.8%，分别同比+2.6pp/-1.5pp；25Q2 销售/管理费用率分别为 33.9%/14.9%，分别同比-1.7pp/-5.3pp。公司销售费用与去年同期基本持平，维持市场推广和销售团队建设力度。Q2 管理费用率优化较多，主要系股份支付影响因素下降。3、25H1 净利率为 7.7%，同比-2.9pp；25Q2 净利率为-6.6%，同比+5.7pp。4、25H1 经营性现金流同比变动+136.5%至 0.5 亿元，25Q2 经营性现金流收窄至-0.5 亿元。因按合同约定支付的包材款、原辅材料款、外购的商品款均较上年同期减少，公司经营活动现金回笼良好。5、25H1 合同负债 0.58 亿元，同比减少 0.11 亿元。
- **深度调整效果显著，全国大单品突破可期。**公司秉承国际化与全国化齐头并进的发展思路，聚焦产品结构升级、持续推动营销转型。1、省内市场进行全价位段产品覆盖，弱势区域、弱势单品补强，深化县乡镇市场产品覆盖和渗透。重点加强青海市场宴席市场攻坚，聚焦福酒系列、家之德产品，围绕不同类型酒店餐饮以买酒送餐、宴席套餐植入等形式开展消费者推广活动。2、省外市场深度调整销售渠道和产品结构，保留其原有团购渠道和产品，增加百元左右及以下价位带全国大单品导入，白青稞（光瓶酒）和 52 度人之德招商工作稳步推进，动销情况良好。3、海外专为国际本土市场开发的 Tashi 青稞白酒进入美国 BevMo 和 Costco 等渠道。
- **盈利预测。**预计 2025-2027 年归母净利润分别为 0.7、0.9、1.0 亿元，对应 EPS 为 0.15 元、0.18 元、0.21 元。公司是青稞酒龙头，具备坚实消费者基础，受益于产品结构升级和省外市场开拓，深度调整成效有望显现。
- **风险提示：**经济大幅下滑风险，消费复苏不及预期风险，海外政策波动风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	12.55	15.00	17.11	19.01
增长率	3.69%	19.55%	14.04%	11.13%
归属母公司净利润（亿元）	0.42	0.71	0.86	1.03
增长率	-52.96%	68.80%	21.60%	19.03%
每股收益 EPS（元）	0.09	0.15	0.18	0.21
净资产收益率 ROE	1.51%	2.50%	2.96%	3.42%
PE	117	70	57	48
PB	1.76	1.72	1.68	1.63

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：杜雨聪

执业证号：S1250524070007

电话：023-63786049

邮箱：dyuc@swsc.com.cn

分析师：王书龙

执业证号：S1250523070003

电话：023-63786049

邮箱：wsl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.82
流通 A 股(亿股)	4.76
52 周内股价区间(元)	8.16-12.25
总市值(亿元)	49.45
总资产(亿元)	33.49
每股净资产(元)	6.00

相关研究

1. 天佑德酒（002646）：全国化步伐坚定，静待转型成效（2025-04-24）
2. 天佑德酒（002646）：营销转型提升势能，期待拐点来临（2024-11-01）

盈利预测

关键假设：

假设 1：受益于青海旅游经济持续向好，消费升级弹性十足；此外，公司聚焦国之德、家之德、人之德、出口型等高价位产品，结构升级趋势显著。预计酒类业务 2025-2027 年销量同比增长 15.0%、10.0%、8.0%，吨价分别提升 3.0%、2.0%、1.0%，毛利率分别为 66.9%、65.9%、64.5%。

假设 2：受益于消费者购酒模式发生变化，电商平台业务稳步向好，预计 2025-2027 年电商平台业务营收同比增长 35.0%、30.0%、25.0%，毛利率分别为 6.0%、8.0%、10.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年主营业务收入成本如下表：

表 1：主营业务收入及毛利率

单位：亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
收入	12.55	15.00	17.11	19.01
yoy	19.5%	19.5%	14.0%	11.1%
成本	5.04	6.22	7.35	8.51
毛利率	59.8%	58.5%	57.0%	55.2%
酒类业务				
收入	10.81	12.80	14.37	15.67
yoy	-0.6%	18.5%	12.2%	9.1%
成本	3.48	4.24	4.90	5.56
毛利率	67.8%	66.9%	65.9%	64.5%
销量（吨）	14679	16881	18569	20054
yoy	-3.2%	15.0%	10.0%	8.0%
吨单价（元）	7.4	7.6	7.7	7.8
yoy	2.8%	3.0%	2.0%	1.0%
吨成本（元）	2.4	2.5	2.6	2.8
yoy	6.4%	6.0%	5.0%	5.0%
电商平台				
收入	1.44	1.94	2.53	3.16
yoy	64.4%	35.0%	30.0%	25.0%
成本	1.39	1.83	2.33	2.84
毛利率	3.5%	6.0%	8.0%	10.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12.55	15.00	17.11	19.01	净利润	0.42	0.71	0.86	1.03
营业成本	5.04	6.22	7.35	8.51	折旧与摊销	0.82	1.03	1.11	1.20
营业税金及附加	1.89	2.27	2.59	2.87	财务费用	-0.09	0.04	-0.03	-0.09
销售费用	3.24	3.53	3.93	4.18	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.69	1.80	1.88	1.90	经营营运资本变动	-1.10	0.43	1.45	1.93
财务费用	-0.09	0.04	-0.03	-0.09	其他	0.14	-0.02	0.00	-0.01
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	0.19	2.19	3.39	4.07
投资收益	-0.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.53	-2.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.41	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-0.94	-2.00	-1.00	-1.00
营业利润	0.76	1.14	1.38	1.63	短期借款	0.00	0.50	-0.50	0.00
其他非经营损益	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.72	1.09	1.33	1.58	股权融资	0.28	-0.09	0.00	0.00
所得税	0.29	0.38	0.47	0.55	支付股利	-0.79	-0.08	-0.14	-0.17
净利润	0.42	0.71	0.86	1.03	其他	-0.34	-0.06	0.03	0.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-0.85	0.26	-0.61	-0.09
归属母公司股东净利润	0.42	0.71	0.86	1.03	现金流量净额	-1.60	0.45	1.78	2.98
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3.64	4.09	5.87	8.85	成长能力				
应收和预付款项	0.39	0.59	0.65	0.75	销售收入增长率	3.69%	19.55%	14.04%	11.13%
存货	14.88	15.24	14.70	13.61	营业利润增长率	-50.08%	49.95%	20.66%	18.34%
其他流动资产	0.03	0.04	0.05	0.05	净利润增长率	-54.58%	68.66%	21.60%	19.03%
长期股权投资	0.03	0.03	0.03	0.03	EBITDA 增长率	-34.91%	48.62%	11.06%	11.61%
投资性房地产	0.71	0.71	0.71	0.71	获利能力				
固定资产和在建工程	11.39	12.61	12.78	12.89	毛利率	59.84%	58.53%	57.02%	55.25%
无形资产和开发支出	1.45	1.22	0.97	0.69	三费率	38.64%	35.77%	33.83%	31.54%
其他非流动资产	0.93	0.90	0.87	0.83	净利率	3.36%	4.74%	5.06%	5.41%
资产总计	33.45	35.43	36.63	38.42	ROE	1.51%	2.50%	2.96%	3.42%
短期借款	1.00	1.50	1.00	1.00	ROA	1.26%	2.01%	2.36%	2.68%
应付和预收款项	2.79	3.47	4.17	4.82	ROIC	1.62%	3.07%	3.45%	4.07%
长期借款	0.09	0.09	0.09	0.09	EBITDA/销售收入	11.90%	14.79%	14.40%	14.47%
其他负债	1.61	1.86	2.14	2.42	营运能力				
负债合计	5.49	6.93	7.40	8.34	总资产周转率	0.38	0.44	0.47	0.51
股本	4.82	4.82	4.82	4.82	固定资产周转率	1.22	1.46	1.61	1.71
资本公积	13.28	13.18	13.18	13.18	应收账款周转率	47.72	53.41	51.55	51.17
留存收益	10.72	11.34	12.07	12.92	存货周转率	0.36	0.41	0.49	0.60
归属母公司股东权益	28.14	28.69	29.42	30.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.22%	—	—	—
少数股东权益	-0.19	-0.19	-0.19	-0.19	资本结构				
股东权益合计	27.95	28.51	29.23	30.08	资产负债率	16.42%	19.55%	20.20%	21.70%
负债和股东权益合计	33.45	35.43	36.63	38.42	带息债务/总负债	19.91%	23.01%	14.77%	13.11%
					流动比率	3.74	3.07	3.05	2.94
					速动比率	0.80	0.73	0.94	1.22
					股利支付率	186.46%	11.85%	16.45%	16.80%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1.49	2.22	2.46	2.75	每股收益	0.09	0.15	0.18	0.21
PE	117.37	69.53	57.18	48.04	每股净资产	5.84	5.95	6.10	6.28
PB	1.76	1.72	1.68	1.63	每股经营现金	0.04	0.45	0.70	0.84
PS	3.94	3.30	2.89	2.60	每股股利	0.16	0.02	0.03	0.04
EV/EBITDA	29.62	19.93	17.02	14.17					
股息率	1.59%	0.17%	0.29%	0.35%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn