

2023年06月16日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

葡萄酒龙头发力，激励计划强信心

—张裕 A (000869.SZ) 公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

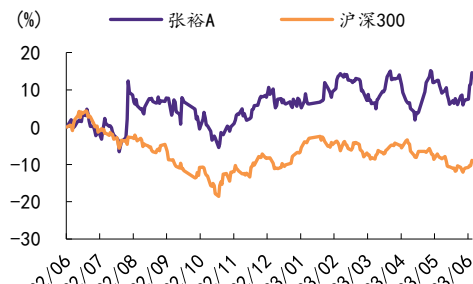
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-06-15

当前股价(元)	33.08
总市值(亿元)	227
总股本(百万股)	685
流通股本(百万股)	453
52周价格范围(元)	26.46-33.08
日均成交额(百万元)	48.98

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 品类布局完善，圈层打造高端

产品方面：以张裕、解百纳、爱斐堡、龙谕等品牌为主布局葡萄酒行业，覆盖高中低全价位带；以可雅、迷霓等品牌为主进入白兰地行业。**品牌方面：**1) 向上延伸，公司打造高端葡萄酒品牌龙谕，通过服装、餐饮等高端圈层营销影响并占领消费者心智。同时白兰地业务目前在做结构调整。2) 向下区隔，预计运用独立品牌进行区分。

■ 区域逐步下沉，激励计划强信心

区域方面：1) 在核心市场山东省继续区分为 4-5 个重点区域，蓄力做好下沉。2) 龙谕事业部重新下设 12 个销售分区，更聚焦且均布局在发达东部沿海城市，未来预计贡献增量。**管理方面：**1) 公司下设 6 大事业部，各管理层负责不同事业部运作，保证效率。2) 董事长于 2023 年 6 月 1 日从二级市场增持 1800 股，二级市场累计增持 3.96 万股，对公司持续发展强信心。3) 公司于 2023 年 4 月 28 日发布 2023 年限制性股票激励计划，拟向 211 名中层管理人员以上业务骨干人员授予 685 万股，占总股本 1%。第一、二、三个解除限售期的考核目标为：2023/2024/2025 年营收较 2021 和 2022 年平均数增长率分别不低于 10%/20%/30%；2023/2024/2025 年净利润较 2021 和 2022 年平均数增长率分别不低于 9%/15%/21%，向员工传递充分信心。

■ 盈利预测

我们看好张裕作为国产葡萄酒龙头，持续发挥引领地位，持续打造龙谕高端品牌，进行产品结构优化。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.74/0.80/0.87 元，当前股价对应 PE 分别为 45/41/38 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

经济下行风险，竞争加剧风险，高端产品推广不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	3,919	4,313	4,734	5,136
增长率(%)	-0.9%	10.1%	9.8%	8.5%
归母净利润(百万元)	429	509	549	593
增长率(%)	-14.3%	18.8%	7.8%	8.1%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.74	0.80	0.87
ROE(%)	4.0%	4.6%	4.9%	5.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,651	2,252	2,741	3,259
应收款	417	425	441	450
存货	2,903	2,949	3,036	3,070
其他流动资产	555	561	592	616
流动资产合计	5,527	6,188	6,809	7,396
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	6,028	5,651	5,284	4,936
在建工程	41	16	7	3
无形资产	578	549	520	493
长期股权投资	41	41	41	41
其他非流动资产	956	956	956	956
非流动资产合计	7,644	7,214	6,808	6,428
资产总计	13,172	13,401	13,617	13,824
流动负债:				
短期借款	389	409	424	434
应付账款、票据	503	531	549	558
其他流动负债	958	958	958	958
流动负债合计	2,017	2,076	2,113	2,134
非流动负债:				
长期借款	128	143	153	158
其他非流动负债	201	201	201	201
非流动负债合计	329	344	354	359
负债合计	2,346	2,420	2,467	2,493
所有者权益				
股本	685	685	685	685
股东权益	10,826	10,981	11,149	11,331
负债和所有者权益	13,172	13,401	13,617	13,824

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	431	512	552	597
少数股东权益	3	3	3	4
折旧摊销	340	431	404	378
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	95	-21	-110	-58
经营活动现金净流量	869	925	849	921
投资活动现金净流量	-144	402	377	352
筹资活动现金净流量	-124	-321	-359	-400
现金流量净额	601	1,006	867	873

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,919	4,313	4,734	5,136
营业成本	1,681	1,830	1,998	2,151
营业税金及附加	290	323	360	395
销售费用	1,029	1,165	1,302	1,438
管理费用	288	311	336	360
财务费用	7	-40	-53	-67
研发费用	15	17	19	20
费用合计	1,339	1,452	1,604	1,751
资产减值损失	5	4	3	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	-3	-3	-3
营业利润	622	734	790	853
加:营业外收入	7	6	5	4
减:营业外支出	3	3	2	1
利润总额	626	737	793	856
所得税费用	194	225	241	259
净利润	431	512	552	597
少数股东损益	3	3	3	4
归母净利润	429	509	549	593

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-0.9%	10.1%	9.8%	8.5%
归母净利润增长率	-14.3%	18.8%	7.8%	8.1%
盈利能力				
毛利率	57.1%	57.6%	57.8%	58.1%
四项费用/营收	34.2%	33.7%	33.9%	34.1%
净利率	11.0%	11.9%	11.7%	11.6%
ROE	4.0%	4.6%	4.9%	5.2%
偿债能力				
资产负债率	17.8%	18.1%	18.1%	18.0%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	9.4	10.1	10.7	11.4
存货周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
每股数据(元/股)				
EPS	0.63	0.74	0.80	0.87
P/E	52.9	44.5	41.3	38.2
P/S	5.8	5.3	4.8	4.4
P/B	2.1	2.1	2.1	2.0

■ 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。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 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。