

000869.SZ

买入

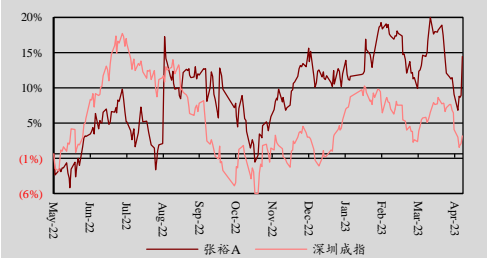
原评级: 买入

市场价格: 人民币 31.01

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 张裕 2022 年年报及 2023 年 1 季报点评

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	3.5	(0.6)	2.6	20.2
相对深圳成指	1.5	1.3	7.9	13.5

发行股数 (百万)	631.92
流通股 (百万)	631.92
总市值 (人民币 百万)	19,595.99
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	49.61
主要股东	
烟台张裕集团有限公司	50.4

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 4 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

- 《张裕 A》20220829
- 《张裕 A》20220506
- 《张裕 A》20210830

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 非白酒

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

张裕 A

2022 年业绩承压, 股权激励有望提振内部动力

张裕公布 22 年年报和 23 年 1 季报。2022 年实现营收 39.2 亿元, 同比降 0.9%, 归母净利润 4.3 亿元, 同比降 14.3%, 每股收益 0.63 元/股。1Q23 实现营收 11.3 亿元, 同比降 3.0%, 归母净利润 2.8 亿元, 同比降 4.8%。2022 年受外部环境影响, 公司业绩承压, 低于此前规划目标。近期公司推出限制性股权激励目标, 有望提振内部动力, 维持“买入”评级。

支撑评级的要点

- 2022 年受外部环境影响, 公司业绩承压, 低于此前规划目标。(1) 2022 年受行业环境影响, 以及白酒及啤酒等酒类挤压, 葡萄酒行业规模持续萎缩。根据酒业协会数据, 2022 年葡萄酒行业营收 91.9 亿元, 同比降 2.9%, 利润 3.4 亿元, 同比降 9.9%。2022 年, 张裕营收及归母净利润同比增速分别为 -0.9%、-14.3%, 其中 4Q22 受疫情影响, 营收同比降 13.6%, 净利为 -0.1 亿元 (4Q21 为 0.5 亿元)。(2) 分产品来看, 葡萄酒营收 28.4 亿元, 同比增 0.3%, 收入占比 72.5%, 同比提升 0.8pct; 白兰地营收 9.9 亿元, 同比降 4.4%; 量价拆分来看, 价格贡献大于销量。葡萄酒、白兰地销量均出现下滑, 同比分别为 -3.2%、-7.8%, 均价同比分别为 +3.6%、+3.8%。2022 年公司旅游收入 0.8 亿元, 同比增 4.4%, 收入占比 2.0%, 同比基本持平。(3) 分区域来看, 国内营收 28.9 亿元, 同比降 15.6%, 国外营收 5.1 亿元, 同比降 4.7%, 收入占比 14.9%, 同比提升 1.5pct。2022 年公司经销商数量合计 4913 家, 其中港澳台及其他区域经销商 602 家, 同比增 29 家, 优势区域华东、华南区域经销商数量分别为 1936 家、695 家, 同比分别增 79 家、130 家, 其他区域经销商数量同比均有下滑。(4) 2022 年公司毛利率 57.1%, 同比降 1.2pct, 归母净利率 10.9%, 同比降 1.7pct。整体盈利能力受收入下滑影响较大。

- 1Q23 业绩未见明显好转, 毛利率同比降 3.9pct 至 58.7%。1Q23 公司营收及归母净利润同比增速分别为 -3.0%、-4.8%, 业绩继续承压, 我们判断与终端需求疲软, 以及疫情影响有关。公司毛利率 58.7%, 同比降 3.9pct, 我们判断, 毛利率下降一方面与原材料成本上涨有关, 另一方面与春节期间中低档产品需求上升, 产品结构变化有关。1Q23 公司归母净利率 24.5%, 同比降 0.5pct, 期间费用率基本持平。

- 公司推出限制性股权激励, 业绩考核目标制定相对偏保守, 但对于公司机制改革来说已迈出一大步。公司公告限制性股权激励 (草案), 公司拟向激励对象授予限制性股票 685 万股, 占公司股本总额的 1%, 授予价格 15.69 元/股, 授予对象总人数共计 211 人, 其中高管 10 人, 占授予股票总数的比例为 21.8%。根据公司设定的业绩考核目标, 2023 年至 2025 年公司营收规模分别不低于 43.3、47.2、51.2 亿元, 净利规模分别不低于 5.1、5.3、5.6 亿元, 22 至 25 年 CAGR 分别为 9.3%、9.4%。我们判断公司结合行业及公司自身情况制定该目标, 虽然目标偏保守, 但是对于公司机制改革来说已迈出一大步, 可有效提振内部动力。

估值

- 根据公司业绩公告及外部环境变化, 预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.77、0.84、0.91 元/股, 同比增 22.8%、9.2%、8.2%, 维持“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 白酒和进口酒的压力超预期。公司自身改革不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入 (人民币 百万)	3,953	3,919	4,314	4,761	5,186
增长率 (%)	16.4	(0.9)	10.1	10.4	8.9
EBITDA (人民币 百万)	1,078	999	1,085	1,250	1,598
归母净利润 (人民币 百万)	500	429	526	575	622
增长率 (%)	6.2	(14.3)	22.8	9.2	8.2
最新股本摊薄每股收益 (人民币)	0.73	0.63	0.77	0.84	0.91
原先股本摊薄每股收益 (人民币)			0.905	1.030	
变动幅度 (%)			(14.9)	(18.4)	
市盈率 (倍)	42.5	49.6	40.4	37.0	34.2
市净率 (倍)	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA (倍)	19.9	20.2	19.0	16.3	13.7
每股股息 (人民币)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
股息率 (%)	1.4	1.5	1.8	1.9	2.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2022 年年报及 2023 年一季报业绩概览

(人民币, 百万元)	FY2021	FY2022	同比 (%)	1Q22	1Q23	同比 (%)
营业收入	3,953	3,919	(0.9)	1,166	1,131	(3.0)
营业成本	1,648	1,681	2.0	435	467	7.2
毛利率(%)	58.3	57.1	(1.2)	62.7	58.7	(3.9)
毛利	2,305	2,238	(2.9)	731	665	(9.0)
税金及附加	264	290	9.7	70	53	(23.9)
销售费用	999	1,029	3.0	217	205	(5.5)
管理费用	299	288	(3.8)	66	66	0.4
研发费用	11	15	41.3	2	4	140.8
财务费用	21	7	(65.7)	1	(3)	(432.2)
资产减值损失	(20)	(6)	(70.9)	4	5	9.9
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	(3)	(3)	23.8	(0)	(0)	47.1
营业利润	717	622	(13.3)	392	356	(9.1)
营业利润率(%)	18.1	15.9	(2.3)	33.6	31.5	(2.1)
营业外收入	5	7	31.0	0.6	1.0	71.2
营业外支出	6	3	(53.3)	0.0	0.1	781.3
利润总额	716	626	(12.6)	392	357	(9.0)
所得税	209	194	(7.1)	103	94	(9.0)
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	29	31	2.0	26	26	0.0
少数股东权益	7	3	(59.4)	(1)	(14)	964.0
归属于母公司净利润	500	429	(14.3)	291	277	(4.8)
归母净利率(%)	12.7	10.9	(1.7)	24.9	24.5	(0.5)
EPS (元/股)	0.73	0.63	(14.3)	0.42	0.40	(4.8)

资料来源: 万得, 中银证券

注: 毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,953	3,919	4,314	4,761	5,186
营业收入	3,953	3,919	4,314	4,761	5,186
营业成本	1,648	1,681	1,796	1,951	2,110
营业税金及附加	264	290	319	345	366
销售费用	999	1,029	1,165	1,285	1,390
管理费用	299	288	367	395	430
研发费用	11	15	5	6	6
财务费用	21	7	21	37	76
其他收益	48	33	35	35	35
资产减值损失	(20)	(6)	0	0	0
信用减值损失	(8)	5	(1)	(2)	(1)
资产处置收益	(12)	(16)	(16)	(16)	(16)
公允价值变动收益	0	0	98	80	80
投资收益	(3)	(3)	(4)	(3)	(3)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	717	622	753	835	904
营业外收入	5	7	5	5	5
营业外支出	6	3	4	6	6
利润总额	716	626	754	834	903
所得税	209	194	211	242	262
净利润	507	431	543	592	641
少数股东损益	7	3	16	18	19
归母净利润	500	429	526	575	622
EBITDA	1,078	999	1,085	1,250	1,598
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.73	0.63	0.77	0.84	0.91

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,391	5,527	6,918	7,546	8,157
货币资金	1,567	1,651	2,675	2,952	3,215
应收账款	291	344	355	416	424
应收票据	43	3	47	8	52
存货	2,803	2,903	3,083	3,420	3,612
预付账款	75	60	85	89	99
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	612	565	674	662	754
非流动资产	8,081	7,644	7,706	7,494	9,100
长期投资	46	41	41	41	41
固定资产	5,688	6,028	5,935	5,909	7,380
无形资产	618	578	613	652	689
其他长期资产	1,729	997	1,117	891	989
资产合计	13,472	13,172	14,625	15,040	17,256
流动负债	2,382	2,017	3,278	3,666	5,648
短期借款	622	389	1,383	1,727	3,454
应付账款	493	503	494	589	583
其他流动负债	1,267	1,124	1,401	1,349	1,612
非流动负债	397	329	357	206	246
长期借款	176	128	146	0	37
其他长期负债	221	201	211	206	209
负债合计	2,779	2,346	3,635	3,872	5,894
股本	685	685	685	685	685
少数股东权益	245	247	263	281	300
归属母公司股东权益	10,448	10,579	10,727	10,888	11,062
负债和股东权益合计	13,472	13,172	14,625	15,040	17,256

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	507	431	543	592	641
折旧摊销	374	384	424	473	714
营运资金变动	199	(218)	(84)	(316)	(86)
其他	46	272	(124)	10	(2)
经营活动现金流	1,125	869	759	760	1,268
资本支出	(226)	(199)	(405)	(505)	(2,300)
投资变动	4	8	100	100	80
其他	46	47	(23)	165	(19)
投资活动现金流	(176)	(144)	(328)	(240)	(2,239)
银行借款	(91)	(281)	1,012	198	1,763
股权融资	(465)	(367)	(379)	(413)	(447)
其他	57	33	(41)	(27)	(81)
筹资活动现金流	(500)	(615)	592	(242)	1,235
净现金流	450	110	1,023	277	264

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	16.4	(0.9)	10.1	10.4	8.9
营业利润增长率(%)	9.5	(13.3)	21.1	11.0	8.2
归属于母公司净利润增长率(%)	6.2	(14.3)	22.8	9.2	8.2
息税前利润增长率(%)	16.4	(12.6)	7.4	17.5	13.7
息税折旧前利润增长率(%)	9.8	(7.3)	8.6	15.2	27.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	6.2	(14.3)	22.8	9.2	8.2
获利能力					
息税前利润率(%)	17.8	15.7	15.3	16.3	17.0
营业利润率(%)	18.1	15.9	17.4	17.5	17.4
毛利率(%)	58.3	57.1	58.4	59.0	59.3
归母净利润率(%)	12.7	10.9	12.2	12.1	12.0
ROE(%)	4.8	4.1	4.9	5.3	5.6
ROIC(%)	4.8	4.1	4.6	5.3	5.2
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.0
流动比率	2.3	2.7	2.1	2.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	16.6	12.3	12.3	12.3	12.3
应付账款周转率	8.1	7.9	8.6	8.8	8.9
费用率					
销售费用率(%)	25.3	26.3	27.0	27.0	26.8
管理费用率(%)	7.6	7.3	8.5	8.3	8.3
研发费用率(%)	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	0.5	0.2	0.5	0.8	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.6	0.8	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	1.3	1.1	1.1	1.8
每股净资产(最新摊薄)	15.2	15.4	15.6	15.9	16.1
每股股息	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	42.5	49.6	40.4	37.0	34.2
P/B(最新摊薄)	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	19.9	20.2	19.0	16.3	13.7
价格/现金流(倍)	18.9	24.5	28.0	28.0	16.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371