

**000869.SZ**
**买入**

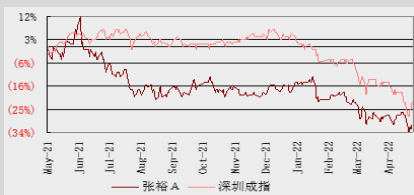
原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.54

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 张裕 21 年年报及 22 年 1 季报业绩点评。

**股价表现**


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(17.5)	(1.0)	(9.6)	(24.6)
相对深证成指	7.9	8.7	7.5	(1.1)

发行股数(百万)	685
流通股(%)	66
总市值(人民币 百万)	18,878
3 个月日均交易额(人民币 百万)	49
净负债比率(%) (2022E)	(8)
主要股东(%)	
烟台张裕集团有限公司	50

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2022 年 5 月 5 日收市价为标准

**相关研究报告**

《张裕 A: 改革起效还需时日, 静候拐点》  
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

## 受疫情和白酒双重冲击, 1 季度增长乏力, 重点关注事业部改革进展

2021 年公司实现营收、净利分别为 39.5 亿元、5.0 亿元, 同比增速分别为 16.4%、6.2%, 扣非归母净利 4.7 亿元, 同比增长 18.8%。4Q21 公司营收 12.8 亿元, 同比增 6.6%, 净利 0.5 亿元, 同比-27.7%。1Q22 公司营收及净利分别为 11.6 亿元、2.9 亿元, 同比 2.8%、1.3%。

**支撑评级的要点**

- 2021 年行业仍面临较大压力, 张裕推动产品结构持续升级, 增速好于行业, 落后于同等体量的白酒公司。(1) 公司 2021 年营收 39.5 亿元, 增长 16.4%, 其中 1H21、2H21 公司营收分别为 18.7 亿、20.8 亿, 同比增长 32.1%、4.3%, 上半年受益于 1H20 的低基数, 下半年则受疫情的干扰较大。(2) 2021 年葡萄酒营收 28.3 亿元, 同比增加 16.9%, 收入占比 71.7%, 葡萄酒销量和吨价增速分别为-4.2%、22%, 毛利率 58.2%, 同比提升 2.6pct。国内仍未能形成浓厚的葡萄酒消费氛围, 葡萄酒消费较易受疫情和白酒冲击。根据酒业协会及海关总署数据, 2021 年国产葡萄酒营收 90.3 亿元, 同比降 9.9%, 进口葡萄酒金额 105.1 亿元, 同比降 11.8%。(3) 白兰地营收 10.4 亿元, 同比增 18.1%, 收入占比 26.2%。白兰地销量和吨价增速分别为 7.4%、10%, 毛利率 59.9%, 同比提升 1.6pct。公司对白兰地寄予比较大的期望, 白兰地进一步完善销售体系, 在广东、烟台等传统成熟市场实现高低分离, 持续开展品鉴会等营销活动, 稳步提升新型经销商数量和质量, 有切烈性酒蛋糕的可能。(4) 21 年公司归母净利仅增 6.2%, 主要由于其它收益下降 0.25 亿元, 导致 21 年净利率下降, 扣非净利率则变化不大。毛利率 58.3%, 同比升 2.6pct, 销售费用率及管理费用率分别为增 2.1pct、-1pct。

- 1Q22 业绩增长乏力, 营收、净利分别 2.8%、1.3%, 同比基本持平, 葡萄酒消费较易受疫情和白酒冲击。我们判断张裕春节需求好于上年同期, 但 3 月疫情扩散, 需求端面临较大的压力。1Q22 公司毛利率 62.7%, 同比增 1.4pct, 产品结构继续升级。

- 2022 年收入目标不高, 重点关注事业部改革进展。(1) 2022 年公司力争实现营业收入不低于 43 亿元, 将主营业务成本及三项期间费用控制在 34 亿元以下。营收目标对应增速 8-9%, 实现稳健增长即可。(2) 根据年报, 公司按照不同酒种、不同档次、不同消费人群和不同营销手段, 成立了六个事业部, 包括成立龙谕、酒庄酒事业部、解百纳、白兰地、进口酒、线上业务。我们认为事业部是公司销售体系的重大调整, 可以把销售人员和经销商按照不同的产品和市场进行区分, 值得重点关注。虽然 21 年龙谕还处于起步阶段, 规模较小, 但此次单独设立事业部, 显示公司力争在高端葡萄酒突破市场困局。

**估值**

- 预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.79、0.91、1.03 元/股, 同比增 8%、15%、14%, 维持买入评级。若公司的营销改革能够取得成功, 则业绩向上的弹性较高。

**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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	3,395	3,953	4,343	4,942	5,552
变动(%)		(33)	16	14	12
净利润(人民币 百万)	471	500	541	621	706
全面摊薄每股收益(人民币)	0.687	0.730	0.789	0.905	1.030
变动(%)		(58.3)	6.2	8.1	14.8
原先全面摊薄每股收益			0.979	1.192	
变动(%)			(19.4)	(24.1)	
全面摊薄市盈率(倍)	40.1	37.7	34.9	30.4	26.7
价格/每股现金流量(倍)	49.7	19.7	20.7	21.4	19.5
每股现金流量(人民币)	0.55	1.40	1.33	1.29	1.41
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.1	17.3	14.7	13.0	11.6
每股股息(人民币)	0.776	0.441	0.394	0.453	0.515
股息率(%)	2.8	1.6	1.4	1.6	1.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021 年年报及 2022 年 1 季报业绩

(人民币, 百万)	FY2020	FY2021	同比 (%)	1Q21	1Q22	同比 (%)
营业收入	3,395	3,953	16.4	1,134	1,166	2.8
营业成本	1,504	1,648	9.6	440	435	(1.0)
<b>毛利率(%)</b>	<b>55.7</b>	<b>58.3</b>	<b>2.6</b>	<b>61.2</b>	<b>62.7</b>	<b>1.4</b>
毛利	1,892	2,305	21.9	694	731	5.2
税金及附加	204	264	29.6	62	70	11.3
销售费用	788	999	26.7	190	217	14.2
管理费用	291	299	2.9	66	66	0.0
研发费用	5	11	141.0	1	2	15.6
财务费用	20	21	3.6	4	1	(75.7)
资产减值损失	(3)	(20)	518.0	9	4	(52.7)
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	(2)	(3)	25.6	(1)	(0)	(62.3)
营业利润	655	717	9.5	385	392	1.8
<b>营业利润率(%)</b>	<b>19.3</b>	<b>18.1</b>	<b>(1.1)</b>	<b>33.9</b>	<b>33.6</b>	<b>(0.3)</b>
营业外收入	12	5	(56.2)	1.4	0.6	(59.8)
营业外支出	2	6	270.7	0.0	0.0	(34.0)
利润总额	665	716	7.6	386	392	1.6
所得税	192	209	9.0	100	103	3.3
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>(0.2)</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>0.4</b>
少数股东权益	2	7	198.7	(0)	(1)	238.1
归属于母公司净利润	471	500	6.2	287	291	1.3
<b>净利率(%)</b>	<b>13.9</b>	<b>12.7</b>	<b>(1.2)</b>	<b>25.3</b>	<b>24.9</b>	<b>(0.36)</b>
EPS	0.69	0.73	6.2	0.42	0.42	1.3

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	3,395	3,953	4,343	4,942	5,552
销售成本	(1,708)	(1,912)	(2,083)	(2,347)	(2,631)
经营费用	(758)	(987)	(1,038)	(1,230)	(1,398)
息税折旧前利润	930	1,054	1,223	1,365	1,523
折旧及摊销	318	291	437	480	512
经营利润(息税前利润)	612	763	786	885	1,011
净利息收入/(费用)	(20)	(21)	(14)	(0)	3
其他收益/(损失)	6	(7)	10	10	10
税前利润	657	720	757	870	998
所得税	(192)	(209)	(219)	(252)	(292)
少数股东损益	(2)	(7)	(7)	(8)	(9)
净利润	471	500	541	621	706
核心净利润	471	500	541	621	706
每股收益(人民币)	0.687	0.730	0.789	0.905	1.030
核心每股收益(人民币)	0.687	0.730	0.789	0.905	1.030
每股股息(人民币)	0.776	0.441	0.394	0.453	0.515
收入增长(%)	(33)	16	10	14	12
息税前利润增长(%)	(60)	25	3	13	14
息税折旧前利润增长(%)	(50)	13	16	12	12
每股收益增长(%)	(58)	6	8	15	14
核心每股收益增长(%)	(58)	6	8	15	14

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	657	720	757	870	998
折旧与摊销	318	291	437	480	512
净利息费用	20	21	28	15	13
运营资本变动	84	(158)	(36)	(55)	(56)
税金	(188)	(226)	(223)	(258)	(301)
其他经营现金流	(511)	310	(53)	(171)	(197)
经营活动产生的现金流	380	958	910	882	969
购买固定资产净值	(156)	(226)	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	(69)	93	0	0	0
其他投资现金流	221	(91)	(284)	(302)	(305)
投资活动产生的现金流	(4)	(224)	(384)	(402)	(405)
净增权益	1	0	(1)	(2)	(3)
净增债务	244	267	(451)	0	0
支付股息	(532)	(302)	(270)	(310)	(353)
其他融资现金流	(460)	(326)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(747)	(362)	(722)	(310)	(353)
现金变动	(372)	373	(195)	170	210
期初现金	1,566	1,194	1,567	1,372	1,542
公司自由现金流	376	735	526	480	563
权益自由现金流	641	1,022	104	495	576

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,194	1,567	1,372	1,542	1,752
应收帐款	206	364	400	455	511
库存	2,946	2,803	3,049	3,430	3,833
其他流动资产	644	657	722	821	922
流动资产总计	4,990	5,391	5,543	6,248	7,019
固定资产	6,360	6,278	6,216	6,170	6,097
无形资产	661	618	587	556	525
其他长期资产	1,092	1,186	1,184	1,182	1,180
长期资产总计	8,113	8,081	7,987	7,908	7,802
总资产	13,102	13,472	13,530	14,156	14,821
应付帐款	484	493	537	604	675
短期债务	837	751	300	300	300
其他流动负债	923	1,137	1,262	1,439	1,608
流动负债总计	2,245	2,382	2,099	2,343	2,583
长期借款	200	176	176	176	176
其他长期负债	153	221	289	358	426
股本	685	685	685	685	685
储备	9,582	9,762	10,033	10,343	10,696
股东权益	10,268	10,448	10,718	11,029	11,382
少数股东权益	237	245	248	251	255
总负债及权益	13,102	13,472	13,530	14,156	14,821
每股帐面价值(人民币)	14.98	15.24	15.64	16.09	16.60
每股有形资产(人民币)	14.04	14.34	14.78	15.28	15.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	(0.93)	(1.31)	(1.55)	(1.86)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.4	26.7	28.1	27.6	27.4
息税前利润率(%)	18.0	19.3	18.1	17.9	18.2
税前利润率(%)	19.3	18.2	17.4	17.6	18.0
净利率(%)	13.9	12.7	12.5	12.6	12.7
流动性					
流动比率(倍)	2.2	2.3	2.6	2.7	2.7
利息覆盖率(倍)	29.9	36.0	27.7	59.2	77.4
净权益负债率(%)	净现金	(6.0)	(8.2)	(9.4)	(11.0)
速动比率(倍)	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	40.1	37.7	34.9	30.4	26.7
核心业务市盈率(倍)	40.1	37.7	34.9	30.4	26.7
市净率(倍)	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
价格/现金流(倍)	49.7	19.7	20.7	21.4	19.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.1	17.3	14.7	13.0	11.6
周转率					
存货周转天数	316.6	265.4	245.9	239.3	238.8
应收帐款周转天数	22.2	26.3	32.1	31.6	31.8
应付帐款周转天数	52.1	45.1	43.3	42.1	42.0
回报率					
股息支付率(%)	112.9	60.4	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	4.6	4.8	5.1	5.7	6.3
资产收益率(%)	3.3	4.1	4.1	4.5	4.9
已运用资本收益率(%)	5.3	6.6	6.9	7.8	8.6

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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，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