



张裕 A (000869)

扩充品类完善渠道，多点发力共谋增长

——张裕 A 调研报告

	柯海东 (分析师)	区少萍 (研究助理)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	0755-23976861	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.com	oushaoping@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880115040044	S0880511010015

本报告导读:

公司继续发力中低档产品，计划将白兰地推向全国，并加快海外收购步伐发展进口酒业务，放量增长值得期待；公司正完善专卖店策略，为 O2O 做准备。维持“增持”。

投资要点:

- **投资建议：维持“增持”。**上调 2015-16 年 EPS 预测为 1.57、1.76 元（此前为 1.43、1.41 元），参考相关公司给予 2016 年 PE36 倍，上调目标价至 63 元（此前为 36 元），维持增持。
- **高端酒企企稳回升，毛利率下滑趋势放缓。**2015Q1 公司酒庄酒、解百纳等高端品类已基本企稳，助力公司单季收入、净利润实现双位数增长，整体毛利率约 67%，降幅较 2014Q1 已得到明显改善。
- **继续发力中低档产品，并扩张白兰地、进口酒业务，期待迎来新增长。**1) 公司发力中低档产品及渠道下沉带动销量回升，我们估算 2014 年普通干红、白兰地业务收入同比增长 11%、-1%，合计占比已达 55%，有效抵消了高端品类对收入下滑的冲击（2014 年公司整体销量同比增 2%、主营收入降幅由 23% 收窄至 3%）；2) 公司计划加大白兰地推广力度，逐步由广东推向全国。我们认为白兰地作为渗透率较低的品类，未来仍具成长空间。3) 公司把进口酒作为年度战略重心之一，已成立专门的海外收购子公司并设立五大海外市场部，收购事宜有望在年内取得较快进展。我们认为借助现有渠道，进口酒新品类值得期待。
- **完善专卖店经营思路，积极推进电商渠道。**公司将从完善进店产品结构、推动零售+团购模式、加大店长聘任管理等方面对专卖店进行调整，期待实现管理改善；并正积极推进电商渠道建设，有望于年内推出 APP，预期下一步将融合线上线下渠道，O2O 模式值得期待。
- **风险提示：竞争加剧、进口品牌及白兰地推广存在不确定性**

财务摘要 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,321	4,157	4,791	5,408	5,924
(+/-)%	-23%	-4%	15%	13%	10%
经营利润 (EBIT)	1,340	1,252	1,404	1,557	1,691
(+/-)%	-40%	-7%	12%	11%	9%
净利润	1,048	978	1,079	1,207	1,313
(+/-)	-38%	-7%	10%	12%	9%
每股净收益 (元)	1.53	1.43	1.57	1.76	1.92
每股股利 (元)	0.50	0.44	0.44	0.44	0.44
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	31.0%	30.1%	29.3%	28.8%	28.5%
净资产收益率 (%)	16.9%	14.3%	14.2%	14.2%	13.8%
投入资本回报率 (%)	19.1%	14.7%	15.2%	16.6%	15.7%
EV/EBITDA	21.7	23.3	20.4	18.0	16.6
市盈率	31.9	34.2	31.0	27.7	25.5
股息率 (%)	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **63.00**

上次预测: 36.00

当前价格: 54.35

2015.06.03

交易数据

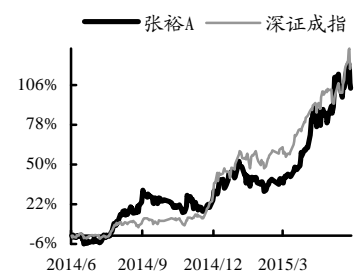
52 周内股价 间 (元)	23.46-56.50
总市值 (百万元)	37,255
总股本/流通 A 股 (百万股)	685/453
流通 B 股/H 股 (百万股)	232/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	593.80
日均成交值 (百万元)	265.54

资产负债表摘要

股东权益 (万元)	7,365
每股净资产	10.74
市净率	4.7
净负债率	-14.59%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.67	0.77
Q2	0.26	0.27
Q3	0.23	0.24
Q4	0.26	0.29
全年	1.43	1.57

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	20%	58%	120%
相对指数	5%	14%	-10%

相关报

《行业企稳、发力大众化产品推动公司走出低谷》2014.09.19

《三季报符合预期 高档酒下滑趋势依旧》2013.10.21

《高档酒下滑 短期业绩仍将承压》2013.08.28

《短期增长有压力 静待终端销售转机》2013.04.26

《短期增长仍承压 期待营销体系整改效果》2013.04.19

模型更新时间: 2015.06.02

股票研究

必需消费
食品饮料

张裕 A (000869)

评级: **增持**

上评: 增持

目标价格: **63.00**

上次预测: 36.00

当前价格: 54.35

公司网址

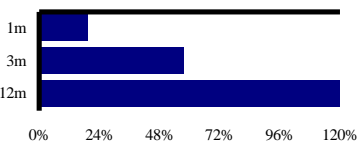
www.changyu.com.cn

公司简介

公司是中国第一个工业化生产葡萄酒的厂家,也是目前中国乃至亚洲最大的葡萄酒生产经营企业。

公司以葡萄酒酿造为主,集保健酒与中成药研制开发、粮食白酒与酒精加工等于一体的大型综合性企业集团。

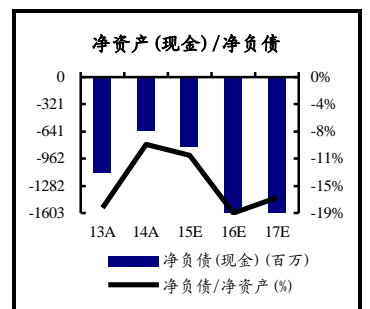
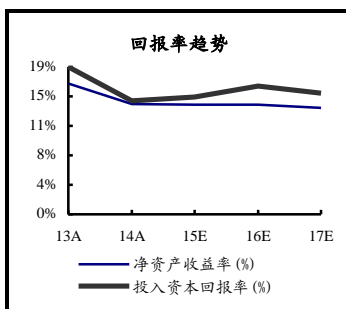
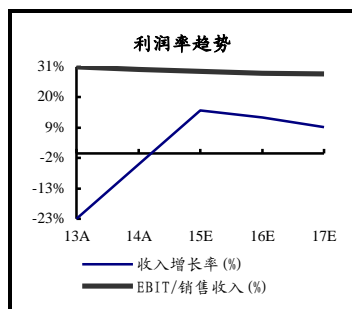
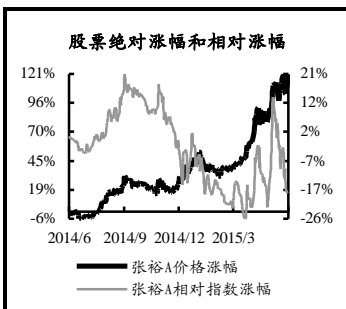
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 23.46-56.50
市值 (百万) 37,255

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	4,321	4,157	4,791	5,408	5,924
营业成本	1,358	1,372	1,590	1,822	2,011
税金及附加	236	269	287	324	355
销售费用	1,141	1,006	1,222	1,379	1,511
管理费用	245	257	287	324	355
EBIT	1,340	1,252	1,404	1,557	1,691
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-19	-17	2	-15	-23
营业利润	1,357	1,267	1,403	1,572	1,714
所得税	349	325	359	401	437
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	1,048	978	1,079	1,207	1,313
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,368	1,145	1,036	1,815	1,804
其他流动资产	8	33	24	24	24
长期投资	0	0	30	50	50
固定资产合计	3,444	4,385	4,383	4,657	4,886
无形及其他资产	500	684	840	996	1,152
资产合计	8,002	8,912	9,843	11,006	12,122
流动负债	1,537	1,615	1,770	2,026	2,128
非流动负债	94	294	292	294	297
股东权益	6,208	6,843	7,621	8,526	9,537
投入资本(IC)	5,252	6,375	6,932	7,040	8,066
现金流量表					
NOPLAT	1,006	940	1,054	1,169	1,269
折旧与摊销	151	155	192	211	227
流动资金增量	-506	133	-738	323	-640
资本支出	-961	-1,237	-311	-606	-576
自由现金流	-310	-9	198	1,096	279
经营现金流	735	1,070	558	1,720	878
投资现金流	-560	-983	-341	-626	-576
融资现金流	-781	-76	-326	-314	-313
现金流净增加额	-606	11	-109	779	-11
财务指标					
成长性					
收入增长率	-23.4%	-3.8%	15.3%	12.9%	9.5%
EBIT 增长率	-39.6%	-6.6%	12.2%	10.9%	8.6%
净利润增长率	-38.4%	-6.7%	10.4%	11.8%	8.8%
利润率					
毛利率	68.6%	67.0%	66.8%	66.3%	66.0%
EBIT 率	31.0%	30.1%	29.3%	28.8%	28.5%
净利润率	24.3%	23.5%	22.5%	22.3%	22.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	16.9%	14.3%	14.2%	14.2%	13.8%
总资产收益率(ROA)	13.1%	11.0%	11.0%	11.0%	10.8%
投入资本回报率(ROIC)	19.1%	14.7%	15.2%	16.6%	15.7%
运营能力					
存货周转天数	590	560	560	560	560
应收账款周转天数	13	14	14	14	14
总资产周转天数	681	743	714	704	713
净利润现金含量	0.70	1.09	0.52	1.43	0.67
资本支出/收入	22%	30%	6%	11%	10%
偿债能力					
资产负债率	20.4%	21.4%	20.9%	21.1%	20.0%
净负债率	-18.1%	-9.3%	-10.8%	-18.8%	-16.7%
估值比率					
PE	31.9	34.2	31.0	27.7	25.5
PB	5.4	4.9	4.4	3.9	3.5
EV/EBITDA	21.7	23.3	20.4	18.0	16.6
P/S	7.7	8.0	7.0	6.2	5.6
股息率	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%



目 录

1. 产品：发力中低档产品，扩张白兰地、进口酒业务.....	4
2. 渠道：调整专卖店经营思路，积极推进电商渠道.....	5
3. 盈利预测及估值分析.....	6
4. 风险提示.....	7
图 1：中低端品类收入增速优于高端品类.....	4
图 2：近年中低端品类收入占比逐年提升.....	4
图 3：近年白兰地销量增速先降后升.....	5
图 4：2013 年起白兰地收入占比有较大提升.....	5
图 5：2015Q1 葡萄酒进口量增速高于国内产量.....	5
图 6：2015Q1 葡萄酒进口金额增速回升.....	5
表 1：估值与可比公司比较.....	7

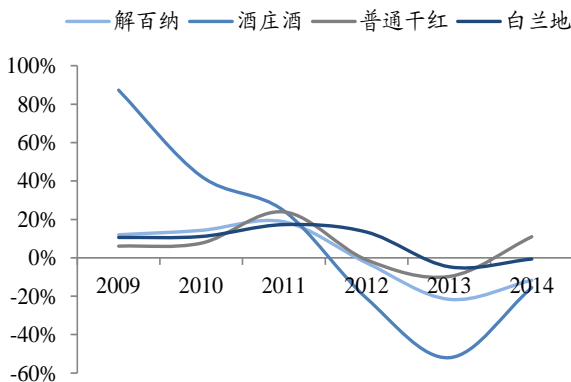
1. 产品：发力中低档产品，扩张白兰地、进口酒业务

公司高端酒企企稳回升，毛利率下滑趋势放缓。经过两年的深度调整，2014 年公司高端葡萄酒业务已逐步走出底部，预计解百纳、酒庄酒收入增速约-12%、-16%，较 2013 年的-22%、-52%收入降幅明显收窄。2015Q1，受益于春节效应及行业景气的持续提升，高端葡萄酒已初步企稳并实现增长，助力公司实现单季收入 18.2 亿元、净利润 5.3 亿元，同比增长 21%、16%；整体毛利率约 67%，同比下降 1.9pct，但较 2014Q1 约 5pct 的降幅已得到明显改善。

继续发力中低档产品，销量增长值得期待。公司于 2013 年起开始发力中低档产品，2014 年在中低档产品中推出醉诗仙品牌，并在央视上进行了广告投入，结束了过去公司中低档酒无品牌的历史，至 2014 年中低端品类合计收入占比已达 55%，其中普通干红、白兰地业务收入同比增长约 11%、-1%，估算销量同比增长约 8%、-0.6%，支撑公司年度整体销量同比增长 2%，主营业务收入下滑幅度较 2013 年的 23%收窄至 3%。公司计划 2015 年继续发力中低档产品，预期仍将成为年度销量增长的支撑点。

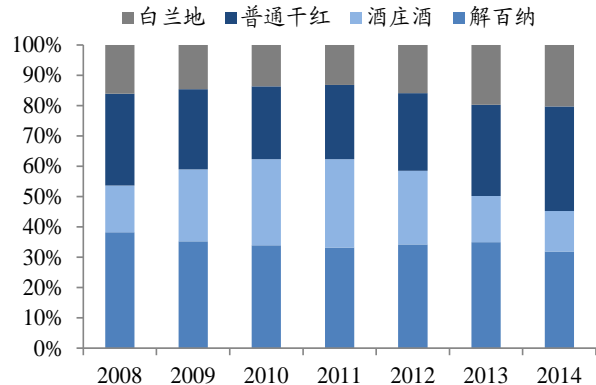
加大白兰地推广力度，逐步推向全国化发展。公司计划将白兰地产品由广东推向全国，通过组建专门营销团队、加大渠道推广力度、推进网络导播等手段，在全国范围内提升白兰地的产品认知度。白兰地作为渗透率较低的品类，未来仍具成长空间，值得紧密跟踪。

图 1：中低端品类收入增速优于高端品类



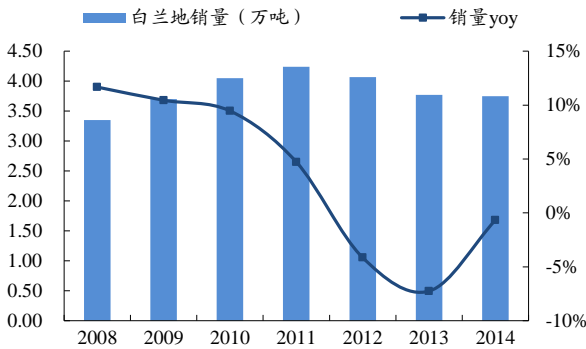
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：近年中低端品类收入占比逐年提升



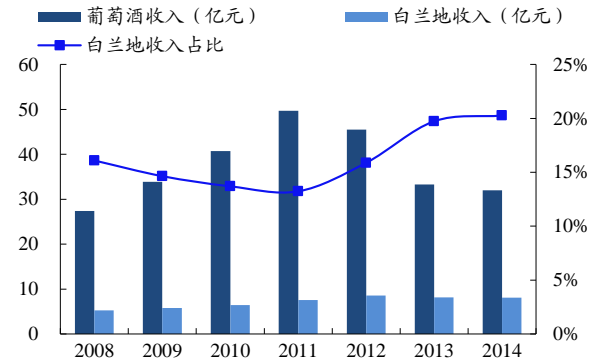
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3: 近年白兰地销量增速先降后升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 2013 年起白兰地收入占比有较大提升



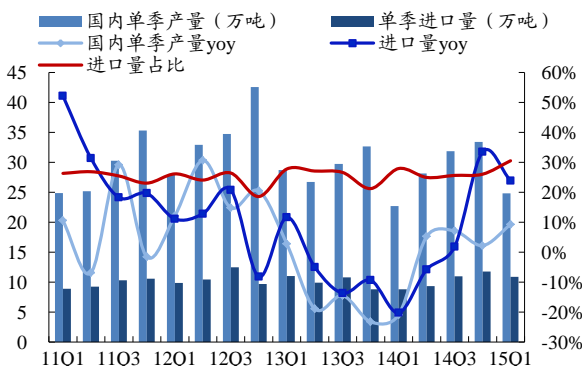
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

发力进口酒业务，期待新品类带来新增长。基于未来 3-5 年进口葡萄酒增速将优于国产葡萄酒的趋势判断，公司把进口酒业务作为 2015 年战略重心之一。目前公司已就进口酒业务的发展进行了系列动作，预期 2015 年海外收购将取得突破性进展：

- 2013 年收购法国富郎多家族干邑公司并相继推出富郎多、多名利、可兰白兰地等高端品牌，与现有主力中低端市场的张裕金奖白兰地形成市场互补；
- 2014 年末出资 1000 万欧元在法国成立“法尚控股”独资子公司，专门从事投资、收购兼并事项，收购方向界定为“小规模、大影响力、有利润”的海外品牌。
- 2015 年初在烟台总部成立五大葡萄酒事业部，分别管理张裕在法国、西班牙、意大利、澳洲、美洲等地的海外并购事项，并负责当地品牌在中国市场的销售工作。

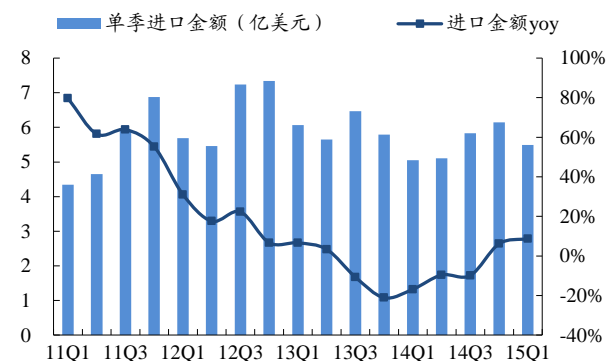
我们认为，发力进口酒将有效充实现有产品体系，借助现有专卖店及直供与半直供渠道，进口酒新品类值得期待。

图 5: 2015Q1 葡萄酒进口量增速高于国内产量



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 2015Q1 葡萄酒进口金额增速回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 渠道: 调整专卖店经营思路, 积极推进电商渠道

完善专卖店经营策略，期待实现管理改善。张裕旗下先锋专卖店初期参照西方以零售为主的经营模式，在葡萄酒行业整体调整的背景下，渠道建设进展缓慢，至 2015Q1 仅建店 300 家（其中开业 120 家），与 1000 家的原定目标差距较大。2014 年由于进店产品与其他渠道产品重合，发生渠道冲突，专卖店受到较大冲击，整体经营情况并不乐观。**为配合进口酒策略，公司计划 2015 年对先锋专卖店进行经营策略调整，期待实现管理改善，实现 2015 年末达到 500 家，长期建店 3000 家的目标：**

- 一是对调整进店产品，下设五大事业部放开对外招商，丰富代理进口酒的品种、价格，力争达到自产产品、代理及自有进口酒产品、衍生产品为 5:4:1 的目标结构；
- 二是长期内仍将零售模式作为最终目标，但短期内将继续推进商务团购模式；
- 三是加大店长聘任管理。

预期上半年将推出 APP 客户端，待专卖店推广顺利后，推广 O2O 模式值得期待。目前公司正积极搭建移动互联网平台，预期 2015 年上半年将推出 APP 客户端。我们预期公司未来将依托现有专卖店渠道网络实现线上线下融合，O2O 模式进展值得紧密跟踪。

积极推进电商渠道发展。目前公司电商渠道主要包括旗下“酒先锋”网站，以及京东、天猫旗舰店等平台。“酒先锋”由张裕电子商务公司独立运营，于 2013 年 11 月正式上线，产品以张裕下属系列产品为基础，同时涵盖其他品牌葡萄酒、进口酒、白兰地、保健酒、白酒、黄酒等产品。目前公司已在全国建立 28 个异地仓库，并在主要城市建立了物流布局。公司秉承电商渠道不走降价路线、树立价格标杆、推出电商专属产品等三大原则，目前未对公司产生盈利负担。我们预期公司将继续创新思路推进电商平台发展，网络渠道效应释放值得期待。

3. 盈利预测及估值分析

我们对公司盈利预测做出如下假设：

- 预期公司在葡萄酒行业回暖的趋势下，主力产品销量将企稳回升。一季度的良好开局已为全年 44 亿元的收入目标提供了有力支撑（已完成全年规划的 41%），在此基础上推进进口酒、白兰地品类，并调整专卖店策略，有望推动公司收入增速实现双位数增长。
- 预期公司销售费用率将随市场推广而有所上升；
- 预计下半年起部分重大项目在建工程转固定资产新增折旧额可能超 3500 万元，新增金额较上年有所减少但仍对公司利润构成压力。
- 2015Q2 起或因上年高基数而使业绩增速有所放缓。

综上，上调 2015-16 年 EPS 预测为 1.57、1.76 元（此前为 1.43、1.41 元），参考国际及国内葡萄酒行业相关上市公司估值，考虑张裕龙头地位及发展规模，我们认为应给予适当的估值溢价，给予张裕 A 2016 年

PE36 倍，上调目标价至 63 元（此前为 36 元），维持“增持”评级。

表 1: 估值与可比公司比较

2015/6/2	总市值	EPS			CAGR		PE			PEG	PS		
	(亿元)	14A	15E	16E	2013-15	14A	15E	16E	14A		15E	16E	
张裕 A	314	1.43	1.57	1.76	11%	38	35	31	2.8	7.6	6.6	5.8	
可比公司													
中国食品	161	-0.08	0.11	0.17	-	-	52	34	-	0.6	0.6	0.5	
*ST 广夏	67	0	0.16	0.21	-	5753	61	47	0.1	6.9	-	-	
星座公司	1447	17.36	26.91	30.26	32%	43	28	25	0.8	2.0	4.8	3.9	
可比公司 PE 均值								35					
可比公司 PE 中值								34					

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。表中星座公司数据已换算为人民币; 张裕 A、中国食品预测数据来自国泰君安证券研究; *ST 广夏预测数据为 Wind 一致预测, 星座公司预测数据为 Bloomberg 预测。

4. 风险提示

竞争加剧。目前葡萄酒行业受进口酒冲击较大, 竞争加剧将对公司业绩产生较大影响。

进口酒品牌推广具有较大不确定性。公司通过海外收购来发展自有品牌进口酒, 若在渠道、品牌上未能有效整合, 将对进口酒业务产生直接影响。

白兰地的推广存在较大的不确定性。若白兰地在全国范围内推广受阻、或高端产品未能有效迎合市场, 白兰地业绩增速将低于预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		