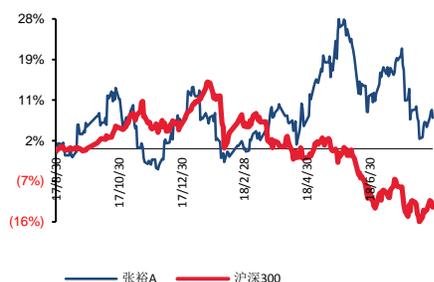




日常消费 食品、饮料与烟草

张裕 A: 新品推动收入快速增长, 改革红利逐渐显现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	685/685
总市值/流通(百万元)	25,849/25,849
12 个月最高/最低(元)	45.83/34.18

相关研究报告:

张裕 A (000869)《张裕 A: 改革驱动成长, 开启五年成长之路》
--2018/05/29

张裕 A (000869)《张裕一季报点评: 经营调整影响收入, 新管理层带来新变化》
--2018/04/27

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师: 孟斯硕

电话: 010-88695227

E-MAIL: mengss@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119011720015

事件:

今年上半年公司实现营收 28.28 亿元, 同比增长 2.21%, 归母净利润 6.35 亿元, 同比下降 5.11%。其中 Q2 实现营业收入 10.24 亿元, 同比增长 17.65%, 归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 1.93%。

改革红利逐渐显现, 新品上市推动收入快速增长

公司 Q2 收入实现较快增长, 一方面是今年公司今年以来实施的一系列销售体系和销售策略的改革效果逐渐显现, 另一方面是新一代解百纳和白兰地等新品问世, 推动收入有较明显的增加。今年糖酒会期间, 新一代解百纳正式面世, 公司从销售策略和销售费用都给予很大的支持, 下半年新品有望持续放量。此外, 歌浓从去年 12 月开始并表, 上半年为公司销售收入贡献 2590 万元。

投资转固增加成本, 销售费用率有提升

张裕国际酒城今年 8 月 15 日正式对外营业, 酒城投资转固定资产对利润有所影响。从半年报上来看, 上半年固定资产较去年同期增加 8.59 亿元, 固定资产折旧较去年同期增加 1606 万元。如果将这部分影响剔除, 上半年归母净利润降幅会减少 2.31 个百分点。

三项费用率增长也对 Q2 利润带来负面影响。今年 Q2 销售费用率为 32.84%, 较 Q1 增加 12.09 个百分点, 主要是销售人员工资提升所致。Q2 管理费用率为 7.66%, 较 Q1 增加 3.14 个百分点, 主要源于今年上半年对生产和管理人员薪酬体系进行改革, 提升了员工的薪酬待遇。财务费用率 0.82%, 较 Q1 增加 0.56 个百分点。

聚焦高端战略带来毛利率水平回升

今年以来, 公司实施聚焦大单品、聚焦高端的策略, 逐渐砍掉非核心产品的 SKU, 突出解百纳、醉诗仙、白兰地等单品优势, 销售毛利率连续 2 个季度回升。2018Q2 销售毛利率为 65.91%, 较上一季度增加 0.58 个百分点。由于去年新收购歌浓的产品毛利率低于张裕国内产品毛利率, 所以在并表后对张裕毛利率有所拉低。

分产品来看, 新品 5 星白兰地增长 30%。国内酒庄酒上半年实现销售收入 3.8 亿, 整体增长 1%, 宁夏摩塞尔增长 70%。第九代解百纳糖酒会推出后, 上半年实现销售收入 3 亿元, 解百纳品类实现销售收入 11 亿元。进口酒中爱欧公爵, 同比增长 3 倍, 销售收入达到 3000 多万。醉诗仙上半年销售额达到 4000 万, 增长 70%。但是普通干红下降了 3%, 低端白兰地下滑了 10%拖累了收入的增长。

盈利预测

我们看好国内红酒市场的快速增长，公司品牌和渠道相比国外进口酒仍有优势，看好三四线城市消费升级下公司的成长，以及新任管理层系列改革带来的业绩反转。我们预测 2018 年公司销售收入增长 3.36%，归母净利润增长 4.25%，EPS 为 1.57 元，当前股价对应 18 年归母净利润 PE24 为倍。结合当前食品饮料龙头估值判断，我们认为合理估值 28 倍，目标价为 43.96 元，给予买入评级。

风险提示

海外进口酒冲击仍严峻，市场竞争加剧，管理经营不及预期，管理层出现重大瑕疵等。

■ 主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4932.54	5098.19	5525.38	6006.04
yoy	4.56%	3.36%	8.38%	8.70%
净利润(百万元)	1031.69	1075.52	1205.34	1380.84
yoy	5.01%	4.25%	12.07%	14.56%
摊薄每股收益(元)	1.51	1.57	1.76	2.01

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。