



2018-10-29

公司点评报告

增持/首次

张裕 A (000869)

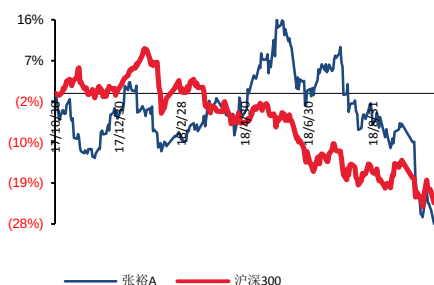
目标价: 38.5

昨收盘: 28.29

日常消费 食品、饮料与烟草

张裕 A: 高端葡萄酒势头良好, 全年业绩有望正增长

■ 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)	19,392/19,392
12 个月最高/最低(元)	45.83/28.29

相关研究报告:

张裕 A (000869)《张裕 A: 新品推动收入快速增长, 改革红利逐渐显现》—2018/08/30

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

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: 公司前三季度实现销售收入 38.6 亿元, 同比增长 1.65%; 归母净利润 7.69 亿元, 同比下降 5.69%。其中单三季度公司实现销售收入 10.32 亿元, 同比增长 0.14%; 归母净利润 1.34 亿元, 同比下降 8.35%。

低端产品拖累业绩, 高端葡萄酒势头良好

今年公司 Q3 收入端增速慢于 Q2, 主要是由于低端酒的增速放缓所致。一方面是今年公司将重点放在高端白兰地的推广上, 高端白兰地取得较好的增长, 但是低端白兰地有一些下滑。另一方面公司年初采取聚焦大单品策略, 砍掉一些低端产品的 SKU, 导致普通干红产品的收入有所下滑。中高端产品中, 解百纳、酒庄酒都保持较好的增长势头。我们判断这一变化趋势主要与渠道心态变化有关, 在同样的资金使用下, 渠道更倾向于拿利润空间高的高端产品, 导致低端产品在市场推力上被弱化。

东部省份完成效果较好, 西部地区业绩承压

整体来看, 今年前三季度浙江、江苏、福建等东部省份对今年业绩目标完成较好, 中西部省份业绩压力较大, 广东地区为白兰地主要销售区域, 在今年经济疲弱的背景下, 低端白兰地销售有下滑。

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。从报表上来看, 本期固定资产折旧 1.49 亿元, 较去年同期增加 3100 万元。

并表导致毛利率下降, 销售费用略下行

公司 Q3 毛利率为 61.74%, 较去年同期下降了 6.56 个百分点, 主要是由于收购的歌浓和魔狮毛利率较低, 并表后对公司整体毛利率向下拖累。

Q3 销售费用率 34.65%, 较去年同期下降 2.95 个百分点, 略有下行。管理费用率 6.75%, 较去年同期下降 0.07 个百分点。今年公司调整了销售人员的薪酬激励, 调整增幅在 20%, 对销售人员激励较为明显。

盈利预测

今年年初公司对全年销售目标为 51 亿元, 从前三季度的销售情况来看, 四季度完成全年销售目标的压力较大, 所以我们下调公司今年全年业绩预期, 判断全年营业收入实现 49.65 亿元, 同比增长 0.66%, 归母净利润 10.55 亿元, 同比增长 2.28%, EPS 1.54 元。当前股价对应估值为 18 倍, 考虑到行业空间和行业特殊性, 对比啤酒和白酒行业

估值，按照 25 倍合理估值计算目标价为元 38.5 元，给予增持评级。

风险提示

公司管理出现重大瑕疵，销售不及预期，宏观经济大幅波动等。

■ 主要财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4932.55	4965.29	5203.63	5490.47
yoy	4.56%	0.66%	4.80%	5.51%
净利润(百万元)	1031.70	1055.19	1100.46	1188.41
yoy	5.01%	2.28%	4.29%	7.99%
摊薄每股收益(元)	1.51	1.54	1.61	1.73
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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com

华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。