

000869.SZ

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 35.98

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 张裕 A 深度报告。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	27.5	10.9	15.8	29.7
相对深证成指	(1.8)	11.2	12.4	(12.3)

发行股数(百万)	685
流通股(%)	66
总市值(人民币 百万)	24,663
3 个月日均交易额(人民币 百万)	199
净负债比率(%) (2020E)	(13)
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 2020 年 11 月 13 日收市价为标准

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: 饮料制造

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

积极的变化正在发生, 期待葡萄酒王者归来

反倾销有利于行业格局改善。高管增持和百亿目标显示公司信心在加强。4 季度业绩有望触底反弹, 2021 年展望出较高的业绩弹性。

支撑评级的要点

- 反倾销有利于行业格局改善。葡萄酒面临其他酒种和国际市场的双重竞争。澳洲酒反倾销调查背景下, 国产酒面临的市场环境将逐步改善。
- 张裕品牌价值突出, 激励机制有待完善, 近期动作显示公司信心加强。
(1) 对比国内白酒名酒和国外葡萄酒龙头, 张裕品牌并不逊色。(2) 激励机制虽还有待完善, 但高管增持和百亿目标显示公司信心在加强。
- 产品体系和销售体系持续变革。(1) 解百纳是第一大单品, 公司改变以往的渠道模式, 加强渠道管控。战略布局白兰地, 可能成为下一阶段的黑马。(2) 过去两年张裕在销售体系方面进行多项改革, 预计 2021 年效果逐渐显现。
- 4 季度业绩有望触底反弹, 2021 年展望出较高的业绩弹性。综合考虑渠道策略和业绩表现, 我们判断现阶段渠道库存处于较低水平, 公司 2020 年营收目标 37 亿, 公司有动力加大市场开拓力度, 预计 4 季度可恢复增长。由于 2020 年报表真实体现了疫情的影响, 随着消费场景恢复正常, 预计 2021 年报表业绩将展现出较高的弹性。
- 关注两点可能超预期的因素。(1) 反倾销调研的背景下, 当澳洲酒库存消化至低位时, 张裕若能抢到部分市场份额, 则业绩存在超预期的可能。(2) 2020 年业绩较差可能倒逼公司加快内部改革, 若公司能够在激励方面实现突破, 团队积极性加强, 则销售有望提速。

估值

- 预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.18、1.59、1.98 元, 同比增-28.4%、34.7%、24.5%, 对应 PE 为 32.9、24.4、19.6 倍。对比酒类板块龙头, 张裕估值处于最低位置, 结合 2021-2022 年的业绩判断, 我们认为张裕向下空间不大, 向上弹性较高, 首次覆盖给予“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 其它酒种和进口酒的挤压超预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	5,142	5,031	3,727	4,779	5,751
变动(%)	4	(2)	(26)	28	20
净利润(人民币 百万)	1,043	1,130	809	1,089	1,356
全面摊薄每股收益(人民币)	1.521	1.648	1.180	1.589	1.978
变动(%)	1.1	8.4	(28.4)	34.7	24.5
全面摊薄市盈率(倍)	23.7	23.6	32.9	24.4	19.6
价格/每股现金流量(倍)	28.6	30.3	14.6	21.0	16.3
每股现金流量(人民币)	1.26	1.19	2.46	1.72	2.21
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.4	13.0	15.2	12.0	9.8
每股股息(人民币)	0.580	0.675	0.590	0.795	0.989
股息率(%)	1.6	1.9	1.6	2.2	2.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

行业 2012 年-2020 年处于停滞期，反倾销有利于行业格局改善	5
中国葡萄酒 2012 年后步入调整期	5
葡萄酒产品形象健康，人均消费量有较大成长空间	6
葡萄酒面临其它酒种和国际市场的双重竞争，张裕龙头地位突出	7
反倾销有利于重塑行业竞争环境	10
张裕品牌价值突出，激励机制有待完善	14
历史悠久，品牌价值突出	14
激励机制有待完善，期待发生积极变化	15
产品体系和销售体系持续变革	17
夯实塔基产品解百纳，战略布局白兰地	17
销售体系持续变革，渠道库存处于低位，2021 年轻装上阵	24
盈利预测及投资评级	26
风险提示	27

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 2000 年以来，葡萄酒行业发展历程分为两个阶段.....	5
图表 2. 旧世界与新世界的区分.....	6
图表 3. 2019 年全球葡萄酒生产国产量占比.....	6
图表 4. 中国葡萄酒产量 2015-2019 年连续下降.....	6
图表 5. 2019 年葡萄酒消费量排名前五的国家.....	7
图表 6. 中国人均葡萄酒消费量低于全球平均水平.....	7
图表 7. 葡萄酒行业 CR2（国产酒，2019）.....	7
图表 8. 葡萄酒行业 CR3（国产酒+进口酒,2019）.....	7
图表 9. 2019 年酿酒行业主要产品效益情况.....	7
图表 10. 葡萄酒营收占酒类的比重持续下降，2019 年仅为 1.7%.....	8
图表 11. 张裕稳居葡萄酒龙头位置.....	8
图表 12. 94 年五粮液（浓香）超越汾酒（清香）.....	8
图表 13. 13 年茅台（酱香）超越五粮液（浓香）.....	8
图表 14. 全球主要上市葡萄酒酒企营收（单位：百万美元）.....	9
图表 15. 瓶装葡萄酒进口量及同比增速.....	9
图表 16. 2019 年瓶装进口葡萄酒消费量占比超过 50%.....	9
图表 17. 国内葡萄酒行业收入与进口瓶装葡萄酒收入增速.....	10
图表 18. 国内葡萄酒行业收入及增速.....	10
图表 19. 葡萄酒行业进口酒金额及增速.....	10
图表 20. 中国进口葡萄酒主要来源国的进口额及增速.....	10
图表 21. 进口葡萄酒与国产葡萄酒均价对比.....	11
图表 22. 澳洲进口葡萄酒均价高于法国酒.....	11
图表 23. 奔富（penfolds）产品价格带分布较广.....	12
图表 24. 国产婴幼儿奶粉市占率.....	13
图表 25. 全国历届评酒大会.....	14
图表 26. 公司历年营收及增速.....	15
图表 27. 公司历年净利及增速.....	15
图表 28. 全球主要上市酒企品牌历史.....	15
图表 29. 公司股权结构图.....	15
图表 30. 张裕集团及张裕股份高级管理人员持股及出资情况.....	16

图表 31. 1H20 公司产品营收占比.....	17
图表 32. 葡萄酒产品收入及增速.....	17
图表 33. 白兰地产品收入及增速.....	17
图表 34. 公司葡萄酒品类产品矩阵.....	18
图表 35. 张裕公司主要产品及零售单价.....	18
图表 36. 公司产品按品类划分.....	19
图表 37. 公司在国内的六大产区.....	20
图表 38. 张裕国内八大酒庄基本情况介绍.....	20
图表 39. 张裕海外酒庄经营情况.....	21
图表 40. 烈酒进口数量 14 年至 19 年 GAGR14.3%.....	21
图表 41. 烈酒进口金额 15 年至 19 年 GAGR9.6%.....	21
图表 42. 不同品类烈酒市场份额占比.....	22
图表 43. 张裕葡萄酒及白兰地收入占比.....	22
图表 44. 2000 年至 2019 年白兰地营收 GAGR 为 9.3%.....	22
图表 45. 张裕公司白兰地品类主要产品.....	23
图表 46. 日本威士忌出口额 12 年至 19 年 GAGR34.2%.....	23
图表 47. “轻井泽 1960”为日本威士忌单瓶拍卖最高记录.....	23
图表 48. 张裕公司三级营销体系.....	24
图表 49. 公司近几年产品策略和渠道策略.....	25
图表 50. 张裕核心产品收入预测表.....	26
图表 51. 酒类龙头 2021 年 PE 对比.....	26
损益表(人民币 百万).....	28
资产负债表(人民币 百万).....	28
现金流量表(人民币 百万).....	28
主要比率 (%).....	28

行业 2012 年-2020 年处于停滞期，反倾销有利于行业格局改善

中国葡萄酒 2012 年后步入调整期

中国葡萄酒工业发展始于晚清时期，1892 年爱国华侨张弼士投资创办张裕酿酒公司，开创了中国工业化生产葡萄酒的先河。

我们认为 2000 年后国内葡萄酒产业的发展可以分为两个发展阶段：

(1) 2001-2011 年，中国葡萄酒高速增长期，与国际初步接轨

2001 年至 2012 年是国内葡萄酒行业的高速发展期，行业收入 GAGR 为 19.5%，产量 GAGR 为 16.8%。

2001 年 12 月 11 日，中国正式加入世贸组织，包括葡萄酒在内的众多进口商品开始了关税减让进程。根据相关承诺，2004 年中国葡萄酒关税由 44.6% 下降到 14%。根据自由贸易协定，我国分别于 2012 年、2015 年、2019 年对智利、新西兰、澳大利亚实施进口零关税。所以除了传统葡萄酒生产国（法国、意大利）以外，一些新兴葡萄酒生产国也加大了进入中国市场的力度，国内葡萄酒市场竞争日趋激烈，但同时也带动了葡萄酒多元文化的推广，培育了葡萄酒消费群体。2012 年进口葡萄酒消费量占比为 16%。

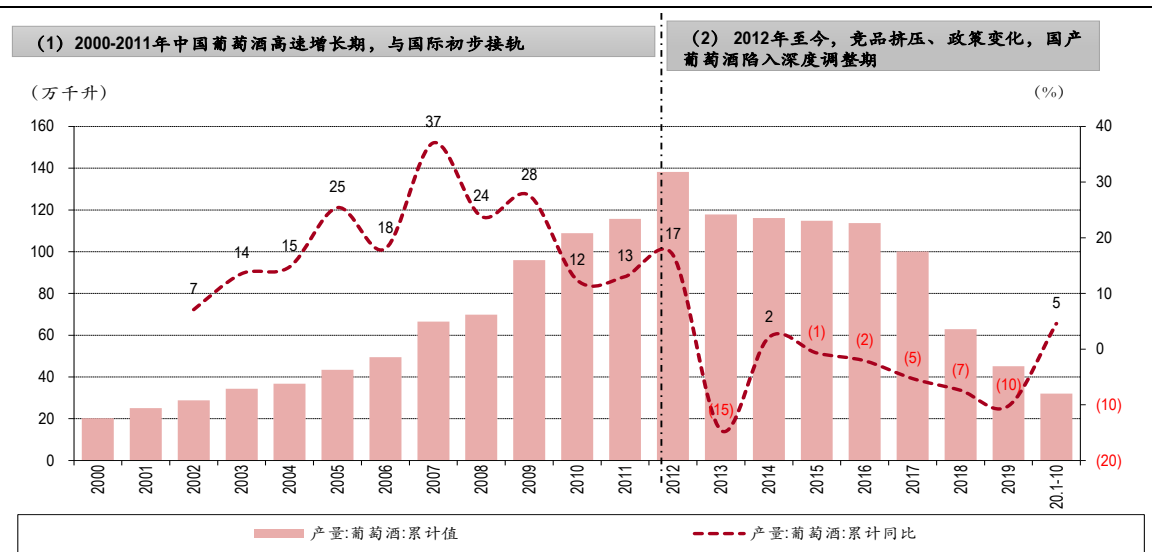
(2) 2012 年至今，竞品挤压、政策变化，国产葡萄酒发展陷入停滞

2012 年 12 月，国家出台八项规定，限制三公消费。行业进入调整期 2013 年葡萄酒行业收入和利润增速分别降 8.5%、20.1%。

2014 至 2015 年行业逐渐恢复，出现短暂回暖，进口葡萄酒大量涌入，对国产葡萄酒形成冲击。2015 年进口酒消费量占比 26%，同比增 6pct。进口额 20.4 亿美元，同比增 34.2%。国产酒方面，2015 年国内规模以上葡萄酒生产企业 219 家，2015 年收入同比增 10.2%。但是自 2016 年至今，国产葡萄酒的产量、销售额和利润等指标增速持续下跌，2018 至 2019 年，进口葡萄酒和国产葡萄酒连续两年“双降”。2020 年受疫情影响，行业收入下滑幅度加大。

(3) 2020 年后可能迎来行业拐点。2020 年 8 月 18 日，商务部公告中国将对澳洲实施反倾销，国产龙头酒企面临的竞争环境改善。根据统计局数据，2020 年 10 月份葡萄酒产量实现较快增长，达到 15.6%，1-10 月的累计增速转正，同比增 4.6%。张裕经过两年的产品和渠道调整后，轻装上阵，有望重新发力。

图表 1. 2000 年以来，葡萄酒行业发展历程分为两个阶段



资料来源：万得，中银证券

葡萄酒产品形象健康，人均消费量有较大成长空间

中国隶属新世界葡萄酒生产国。在全球葡萄酒生产国的分布版图中，葡萄酒生产国分为新世界、旧世界，主要从葡萄酒形成规模、酿造历史、葡萄酒文化等多个因素进行区分。中国、澳大利亚、新西兰、智利、南非、阿根廷等属于新世界，葡萄酒酿造历史较短。

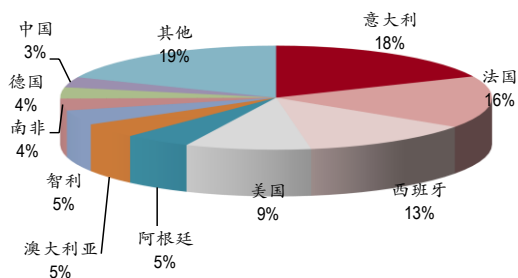
图表 2. 旧世界与新世界的区分

	旧世界	新世界
代表性国家	法国、意大利、西班牙、德国、葡萄牙、罗马尼亚、摩尔多瓦、保加利亚、希腊、匈牙利、奥地利、克罗地亚等	澳大利亚、新西兰、南非、阿尔及利亚、智利、阿根廷、乌拉圭、美国、加拿大、中国、土耳其、巴西、格鲁吉亚等
葡萄酒文化	拥有千年以上的葡萄酒文化传承，历史悠久，底蕴深厚。	葡萄酒种植及生产形成规模历史较短，生产经营模式以模仿传统旧世界国家为基础，加上现代化科技方法形成的一种新兴生产模式，被称为新型葡萄酒生产国。
生产工艺及规模	大部分生产者注重传统手工酿造，传统家族经营模式，葡萄种植及生产规模相对较小。	注重科技，大多数呈企业式规模经营。葡萄园种植面积及生产规模较大。

资料来源：《世界葡萄酒地图》，中银证券

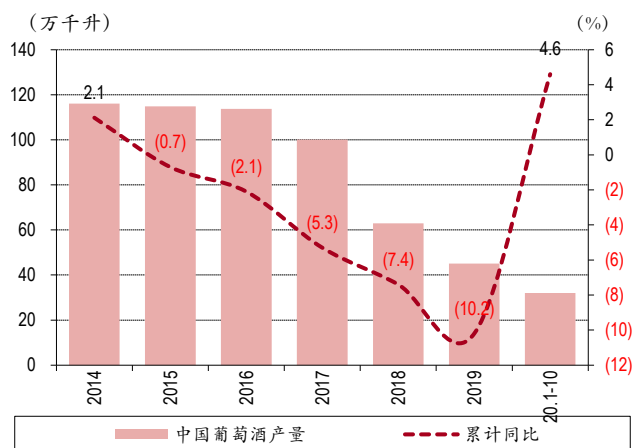
从葡萄酒产量来看，中国葡萄酒产量排名全球第十。2019 年意大利、法国、西班牙葡萄酒产量合计占全球葡萄酒产量的 48%。中国葡萄酒产量自 2015 年连续五年下降，2019 年中国葡萄酒产量为 45 万千升，同比下降 10.2%。

图表 3. 2019 年全球葡萄酒生产国产量占比



资料来源：OIV，中银证券

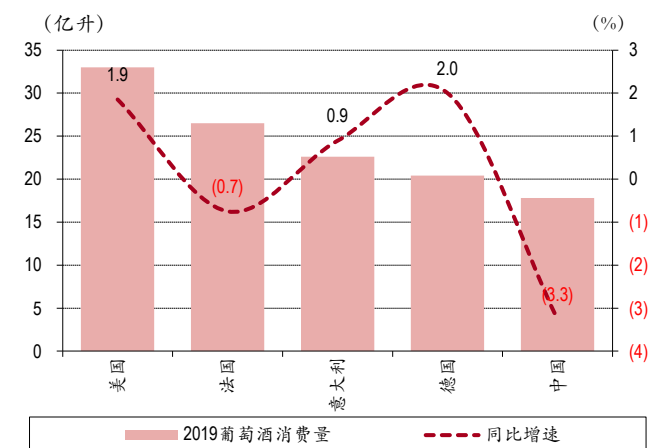
图表 4. 中国葡萄酒产量 2015-2019 年连续下降



资料来源：万得，中银证券

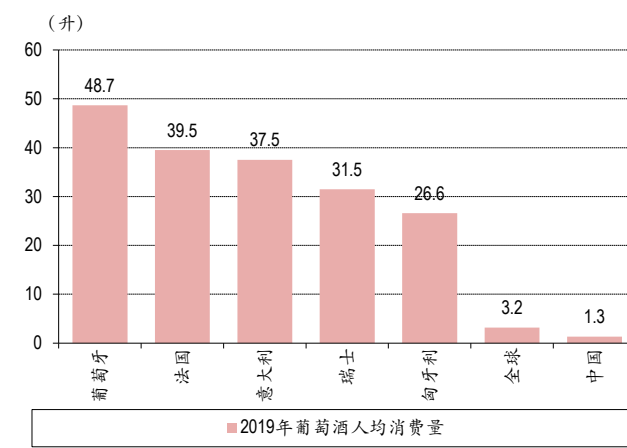
中国葡萄酒消费量位列全球第五，但是人均消费量远低于全球平均水平，区域消费不均衡，未来还有较大的提升空间。2019 年，全球葡萄酒消费量排名前五的国家分别是美国、法国、意大利、德国和中国，消费量占比分别为 13.5%、10.9%、9.3%、8.4%、7.3%。中国葡萄酒消费量虽然位列全球第五，但是人均消费量仅为 1.3 升/人，低于全球平均水平 3.2 升/人，与欧洲国家差距更大。从人均消费量水平来看，葡萄酒未来还有较大的提升空间。此外，红酒的健康属性也符合消费者追求健康的消费诉求，叠加餐饮文化国际化的趋势，红酒的消费场景逐渐增多。我们判断龙头企业张裕在福建、浙江、江苏、山东沿海等四省的收入占比超过 50%，换个角度来看，国内其它市场仍有较大的扩张空间。虽然短期需求停滞，但长期看未来仍有较大成长空间，期待龙头企业的努力。

图表 5. 2019 年葡萄酒消费量排名前五的国家



资料来源: OIV, 中银证券

图表 6. 中国人均葡萄酒消费量低于全球平均水平

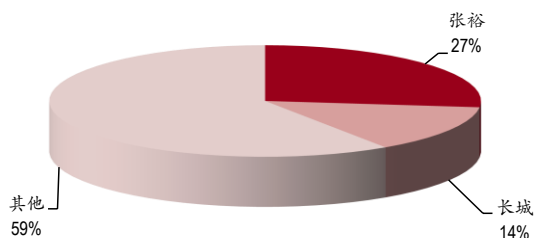


资料来源: 万得, 中银证券

葡萄酒面临其它酒种和国际市场的双重竞争, 张裕龙头地位突出

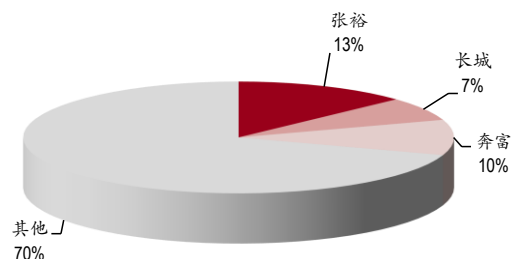
国内葡萄酒竞争格局呈现碎片化, 市场参与者众多, 张裕在国产酒中的龙头地位突出。我们判断 2019 年葡萄酒行业规模 (国产+进口) 300 亿左右, 张裕、奔富、长城占比分别为 13%、10%、7%。如果仅统计国产酒的市场集中度, 张裕+长城超过 40%, 市占率达到较高水平, 张裕在国产酒中的龙头地位突出。

图表 7. 葡萄酒行业 CR2 (国产酒, 2019)



资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 8. 葡萄酒行业 CR3 (国产酒+进口酒, 2019)



资料来源: 万得, 中银证券

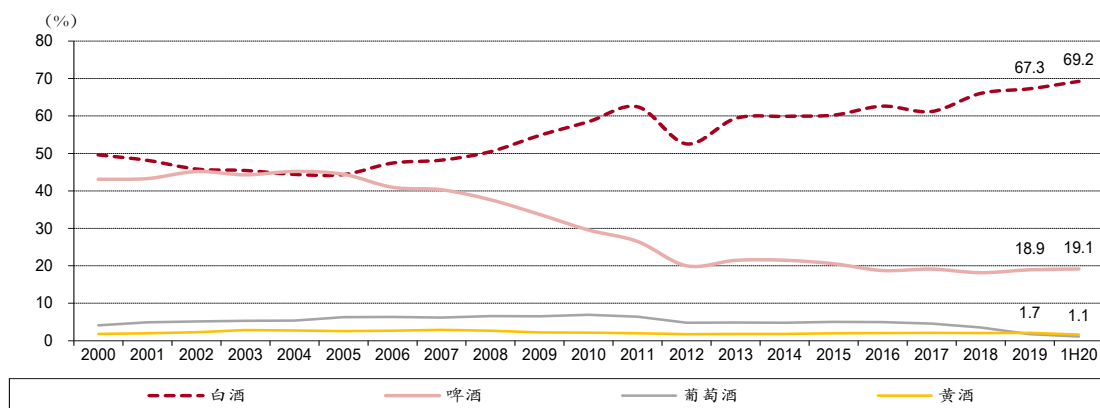
图表 9. 2019 年酿酒行业主要产品效益情况

名称	企业数	销售收入 (亿元)	收入增长率(%)	利润总额 (亿元)	利润增长率(%)
白酒制造	1,176	5,617.82	8.24	1,404.09	14.54
啤酒制造	373	1,581.32	4.79	133.87	10.00
葡萄酒制造	155	145.09	(17.51)	10.58	(16.74)
黄酒制造	110	173.27	2.71	19.26	11.45
其他酒制造	207	307.41	(0.18)	47.95	11.69
酒精制造	108	525.75	12.54	(4.08)	(151.94)
合计	2,129	8,350.66	6.80	1,611.67	12.84

资料来源: 中国酒业协会, 中银证券

注: 根据国家统计局口径调整, 纳入葡萄酒行业规模以上企业的年销售收入在 2000 万元以上。

图表 10. 葡萄酒营收占酒类的比重持续下降，2019 年仅为 1.7%



资料来源：万得，数说轻工及中银证券

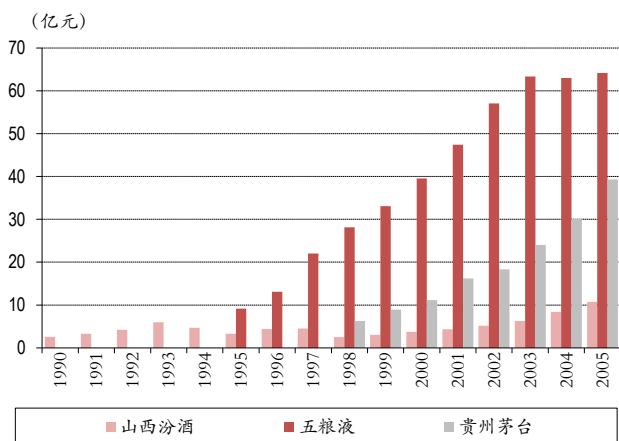
图表 11. 张裕稳居葡萄酒龙头位置

公司简称	市值	历年收入 (亿元)			历年净利 (亿元)			15 至 19 年	15 至 19 年
	2020/11/20	2018	2019	1-3Q20	2018	2019	1-3Q20	收入 GAGR	利润 GAGR
张裕 A	266	51	50	22	10	11	4	2.0	2.3
ST 中葡	26	3	2	1	(2)	0	(0)	(4.9)	(1.0)
ST 通葡	10	10	10	4	0	(0)	(0)	19.7	-
莫高股份	30	2	2	1	0	0	(0)	(8.1)	9.3
ST 威龙	21	8	7	3	1	(0)	(2)	(2.5)	-

资料来源：万得，中银证券

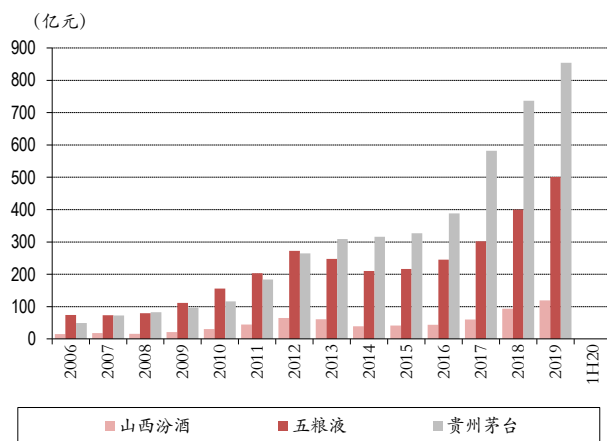
葡萄酒和黄酒过去几年表现逊色于白酒，我们认为并非酒种有缺陷，而是龙头企业没有充分发力，做好消费者教育。参考过去两年酱酒热的兴起，我们认为各类白酒香型口感并无优劣之分，而是因为由于酱酒龙头茅台做了很多正确的事。分析过去 30 年白酒行业历史，94 年五粮液超越汾酒成为老大之后，培育了浓香型的消费群体，2013 年茅台超越五粮液后，培育了酱香的消费群体，可见香型口感并非难以改变。葡萄酒全球范围有庞大的消费群体，黄酒是中国传承千年的酒种，两者并无缺陷，而是龙头企业没有充分发力。各个主要白酒香型和主要酒种龙头都具备全国扩张的能力，包括酱香的茅台，浓香的五粮液、泸州老窖，清香的汾酒，葡萄酒的张裕，黄酒的古越龙山。

图表 12. 94 年五粮液（浓香）超越汾酒（清香）



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 13 年茅台（酱香）超越五粮液（浓香）



资料来源：万得，中银证券

除了其他酒种竞争，中国葡萄酒企业还面对激烈的国际化竞争。从葡萄酒的历史文化来看，葡萄酒国际化特征鲜明，全球传播范围广。因此相比白酒、黄酒，中国葡萄酒企业还要面临激烈的国际化竞争。根据麦肯锡 2017 年中国消费者调查报告，以 13 个消费品类为样本来调查中国消费者对外国品牌的偏好，其中排名前两位的是婴幼儿奶粉和葡萄酒品类，占比分别为 53%、52%，即 53% 的消费者对于婴幼儿奶粉进口品牌更加偏好，有 52% 的消费者认为进口葡萄酒品牌更好。

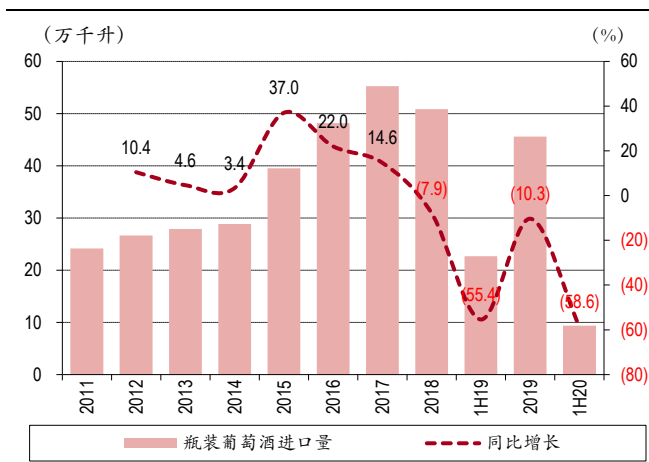
图表 14. 全球主要上市葡萄酒企营收（单位：百万美元）

全球主要上市葡萄酒企	2017	2018	2019
美国星座集团（葡萄酒业务）	2,739.3	2,559.5	2,532.5
澳大利亚富邑葡萄酒集团	2,496.4	2,883.0	2,678.2
智利干露集团	945.6	957.7	934.7
张裕集团	702.9	753.5	705.2

资料来源：Thomson One，公司官网，中银证券

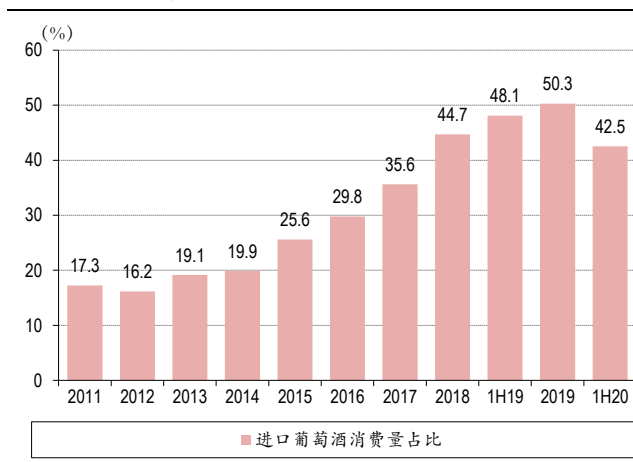
2015 年瓶装进口葡萄酒占国内消费量比重 26%，2019 年超过 50%，国产酒市场份额受挤压明显。目前，除了与中国政府签订互惠型贸易协议的国家执行优惠进口税率外，来自其他国家和地区的瓶装葡萄酒和散装葡萄酒的进出口关税分别为 14%、20%。我们认为，自由贸易协定的实施，提升了进口酒性价比优势，使其在中国市场持续保持增长态势。以澳大利亚为例，根据自由贸易协定，我国于 2015 年开始对澳大利亚实施减税政策，2015 年至 2019 年，澳大利亚进口葡萄酒的关税税率分别为 11.2%、8.4%、5.6%、2.8%、0%，对应进口额增速分别为 77.9%、26.5%、27.4%、7.5%、10.6%。

图表 15. 瓶装葡萄酒进口量及同比增速



资料来源：国家统计局，中银证券

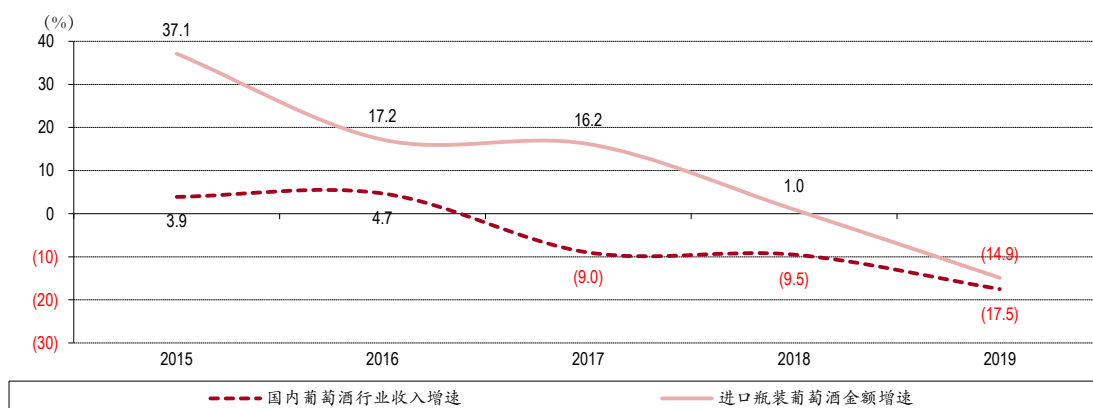
图表 16. 2019 年瓶装进口葡萄酒消费量占比超过 50%



资料来源：国家统计局，中银证券

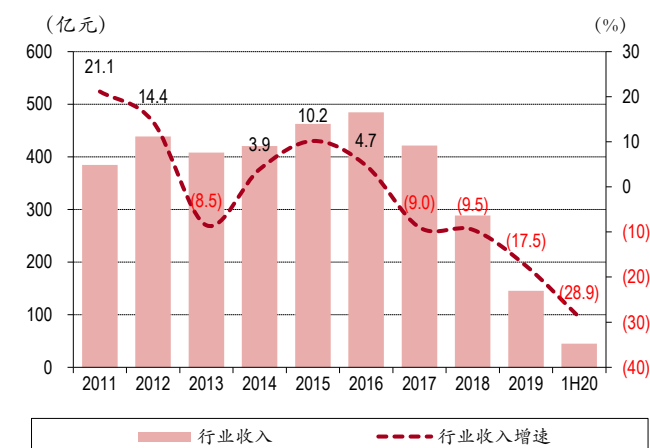
但我们也观察到一个变化，2019 年、1H20 进口酒与国产酒的增速差在明显收窄，国产酒和进口酒消费占比有望趋于均衡。

图表 17. 国内葡萄酒行业收入与进口瓶装葡萄酒收入增速



资料来源：万得，国家统计局及中银证券

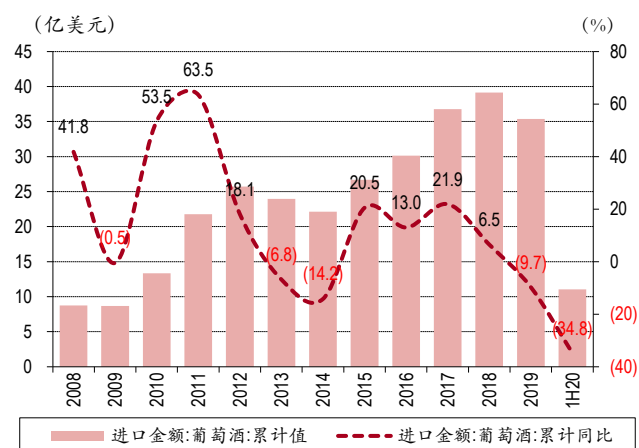
图表 18. 国内葡萄酒行业收入及增速



资料来源：国家统计局，中银证券

注：图中数据为国内规模以上企业（年收入规模 2000 万以上的企业）数据

图表 19. 葡萄酒行业进口酒金额及增速



资料来源：国家统计局，中银证券

反倾销有利于重塑行业竞争环境

2019 年葡萄酒进口额排名前三的国家占比分别为澳洲 24.3%、法国 18.2%、智利 9.8%。2011 至 2019 年，澳洲、法国、智利的进口额 GAGR 分别为 19%、-1.3%、16.3%，其中澳洲酒进口额持续保持正增长。

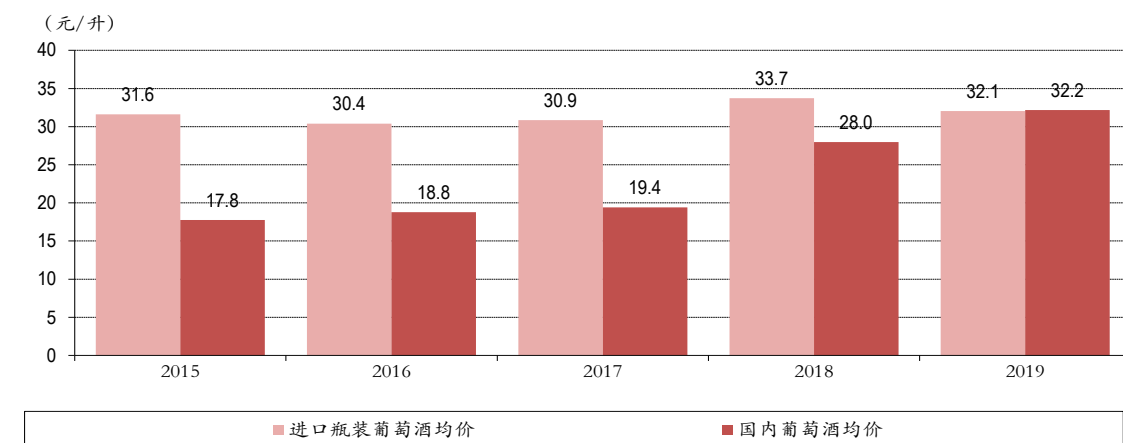
图表 20. 中国进口葡萄酒主要来源国的进口额及增速

年份	法国		澳大利亚		智利		西班牙		意大利	
	进口额 (万美元)	增速 (%)	进口额 (万美元)	增速 (%)	进口额 (万美元)	增速 (%)	进口额 (万美元)	增速 (%)	进口额 (万美元)	增速 (%)
2011	71,783		21,390		10,346		9,867		8,826	
2012	74,395	3.6	22,398	4.7	14,759	42.7	11,026	11.7	8,882	0.6
2013	66,747	(10.3)	23,333	4.2	16,637	12.7	10,406	(5.6)	9,111	2.6
2014	61,773	(7.5)	25,234	8.1	16,637	(0.0)	10,409	0.0	8,176	(10.3)
2015	86,909	40.7	44,898	77.9	23,291	40.0	12,295	18.1	8,301	1.5
2016	97,177	11.8	56,795	26.5	26,683	14.6	15,279	24.3	11,598	39.7
2017	106,167	9.3	72,342	27.4	32,746	22.7	18,718	22.5	14,108	21.6
2018	102,104	(3.8)	77,802	7.5	37,590	14.8	16,421	(12.3)	14,805	4.9
2019	64,479	(36.8)	86,026	10.6	34,577	(8.0)	13,971	(14.9)	13,539	(8.6)

资料来源：国家统计局，中银证券

根据统计局数据和海关进口数据所测算的国内外葡萄酒均价，2019 年两者基本相当，我们判断国产和进口酒各个价格带的分布差别不大。

图表 21. 进口葡萄酒与国产葡萄酒均价对比

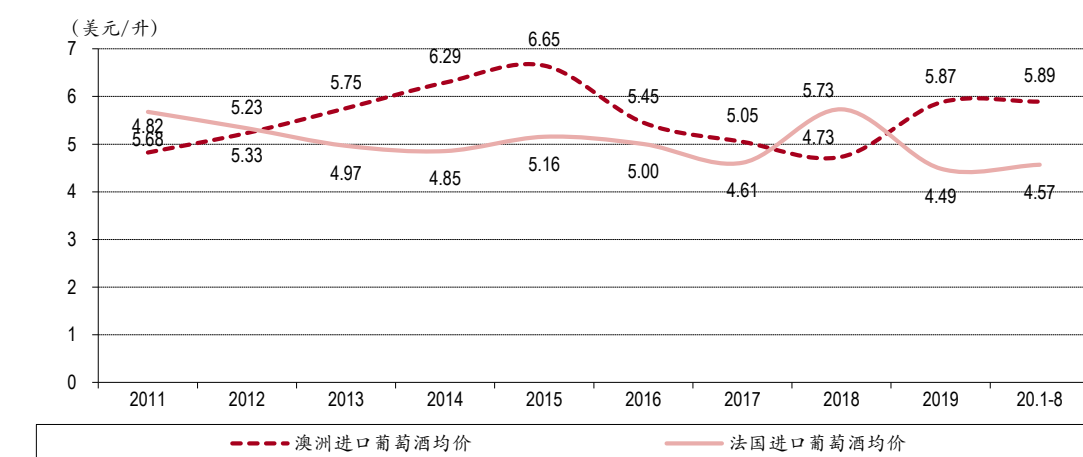


资料来源：国家统计局，中银证券

注：由于 19 年国内葡萄酒收入统计口径调整，所测算国产葡萄酒均价波动较大

澳洲酒在国内市场已形成品牌规模效应，价格带分布高于法国酒。从价位带分布来看，法国名庄酒在国内市场相对较少，法国酒在国内大部分为代理商模式，所以低端酒偏多，主流价位带为 100-200 元。澳洲、新西兰以中高端瓶装酒为主。智利、意大利桶装酒销售好于瓶装酒。从品牌来看，除了澳洲富邑集团的奔富品牌已形成规模效应，其他国家的进口酒品牌仍处于碎片化阶段，还未形成有影响力的品牌，普遍未形成类似于张裕、奔富的大单品。根据京东公布的 2019 年双十一酒类排行榜，品牌销量排名前五的葡萄酒品牌分别是奔富、长城、拉菲、张裕和黄尾袋鼠，2020 年双十一为奔富、张裕、长城、拉菲、黄尾袋鼠。奔富是国内主要的澳洲进口品牌，近两年奔富在中国市场表现优异，根据富邑集团财报，富邑集团 2019 财年亚洲地区净销售收入为 7.489 亿美元，同比增 36.8%，收入占比为 27%，主要贡献为中国市场。

图表 22. 澳洲进口葡萄酒均价高于法国酒



资料来源：万得，中银证券

澳洲酒反倾销调查启动。8月18日，商务部发布2020年第34号公告，决定即日起对原产澳大利亚的进口装2升以下容器的葡萄酒进行反倾销调查。调查原因为澳大利亚联邦政府和州政府通过有关产业政策、产业规划以及扶持措施，对葡萄酒产业和市场进行了干预，严重扭曲了澳大利亚葡萄酒的生产、供需和价格，导致澳大利亚葡萄酒生产商可以以不合理的低成本生产和营销葡萄酒，并扭曲了葡萄酒的市场价格。根据《中华人民共和国反倾销条例》，若终裁确定倾销成立且认定澳洲葡萄酒的倾销幅度为申请书中计算的202.70%，则可以征收反倾销税，纳税人为倾销进口产品的进口经营者。此次反倾销初步裁定时间是12个月到18个月，反倾销是否成立有待商务部裁决。

随着澳洲酒库存的消化，国产酒面临的市场环境将逐步改善，张裕若能抓住行业环境改善的机会，收割市场份额，则销售存在超预期的可能性。

根据统计局数据，2020年10月份葡萄酒产量实现较快增长，达到15.6%，1-10月的累计增速转正，同比增4.6%，虽然可能有统计口径方面的原因，但也显示国产酒的需求好转。

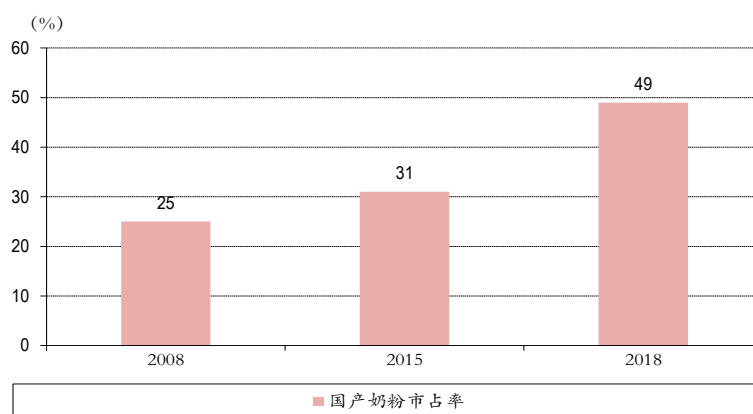
图表 23. 奔富（penfolds）产品价格带分布较广

系列	产品	价格（元/瓶）
Bin 系列	bin2	179
	bin8	198
	bin9	249
	bin51 雷司令	258
	bin28	278
	bin128	328
	bin311 干白	338
	bin138	458
	bin389	519
	bin150	538
	bin407	778
	RWT bin798	1,068
	bin707	4,258
	bin95 葛兰许	5,888
酒窖珍藏	杜瑞夫	1,599
	巴罗萨谷桑娇维赛	899
其他	洛神山庄	45
	寇兰山	98
	麦克斯	268
	圣亨利	788
	bin311 干白	338
珍藏系列	bin389	519
	圣亨利	788
	bin144 干白	1,368
	bin707	4,258
	葛兰许	5,888

资料来源：公司官网，京东，中银证券

从过去十年国产和进口品牌奶粉占比变化可以看出，如果能把握好市场环境改善的机会，消费者心态和市占率并非难以改变。根据飞鹤的数据，2008年国产奶粉市占率仅为25%，经过国产奶粉龙头十年的努力，2018年达到了49%。

图表 24. 国产婴幼儿奶粉市占率



资料来源：飞鹤，中银证券

张裕品牌价值突出，激励机制有待完善

历史悠久，品牌价值突出

张裕是一个拥有 120 余年积淀的葡萄酒品牌，著名爱国华侨张弼士先生于 1892 年创办的“张裕酿酒公司”，是中国第一个工业化生产葡萄酒的企业。1994 年 9 月，经烟台市人民政府批准改制为国有独资有限责任公司——烟台张裕集团有限公司。

- 2000 年，张裕募集资金 6.2 亿元成功上市。
- 2004 年，烟台市国资局将所持张裕集团 45% 的国有产权转让给由张裕集团内部职工出资设立的“烟台裕华投资发展有限公司”。2005 年，张裕集团的控股股东烟台市国资委，将其所持张裕集团 55% 国有股权中的 33% 转让给意大利利瓦隆诺投资公司，10% 转让给国际金融公司，最终保留余下 12% 的国有股权。张裕改制成为一家员工和外资持股的中外合资企业。
- 05 年至 11 年，伴随着激励机制的完善，享受中国经济快速发展及消费观念的转变，公司加大酒庄建设投资，布局中高档市场。05 年至 11 年，公司收入实现 22% 的复合增速，2011 年公司营收达到 60 亿元，归母净利 19 亿元，经营业绩达到历史高峰。
- 12 年至 15 年，受整风运动的影响，叠加进口酒冲击加大，中高端酒需求下滑，其中 13 年公司营收及净利增速分别下滑 23.4%、38.4%。应对突变的市场环境，公司实施了“稳步发展中高档葡萄酒，大力发展低档葡萄酒、白兰地以及自有品牌进口酒”的经营战略，公司的营销资源向适应市场需求的中低档葡萄酒、白兰地以及自有品牌进口酒进行了适当倾斜。
- 15 年至今，受关税优惠政策影响，进口酒加速抢占国内市场份额，对国内葡萄酒企业造成较大威胁。2015 年至 2019 年公司营收增速放缓，营收及净利 GAGR 分别为 2%、2.3%。2020 年新冠疫情和经济下滑对葡萄酒影响较大，1-3 季度营收同比降 38%，净利同比降 46%。

从品牌底蕴的角度分析，无论对比国内白酒名酒，还是国外葡萄酒龙头，张裕品牌并不逊色。在第一届名酒评酒大会，张裕的葡萄酒、白兰地和白酒的四大名酒同时入选全国名酒。对比国外葡萄酒龙头，如澳洲富邑、智利干露、美国星座的葡萄酒品牌，起源于 1882 年的张裕品牌历史也不逞多让。

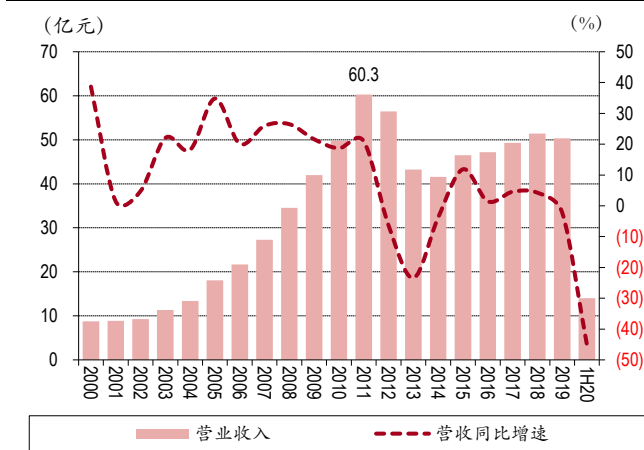
图表 25. 全国历届评酒大会

第一届	1952 年	茅台酒、泸州大曲酒、汾酒、西凤酒、绍兴加饭酒、 张裕金奖白兰地、红玫瑰葡萄酒和味美思酒
第二届	1963 年	1、白酒：五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒； 2、黄酒：绍兴加饭酒、沉缸酒（福建省龙岩酒厂）； 3、葡萄酒、果露酒：白葡萄酒（山东青岛葡萄酒厂）、 味美思（张裕）、玫瑰香红葡萄酒（张裕）、夜光杯中国红葡萄酒（北京东郊葡萄酒厂）、特质白兰地（北京东郊葡萄酒场）、金奖白兰地（张裕）、竹叶青（山西杏花村汾酒厂） ； 4、啤酒：青岛啤酒
第三届	1979 年	1、白酒：茅台酒，泸州大曲酒，汾酒，西凤酒，绍兴加饭酒，张裕金奖白兰地、红玫瑰葡萄酒和味美思酒； 2、黄酒：绍兴加饭酒、龙岩沉缸酒； 3、葡萄酒、果露酒： 烟台红葡萄酒（甜）、中国红葡萄酒（甜）、沙城白葡萄酒（干）、民权白葡萄酒（甜）、烟台味美思、金奖白兰地、山西竹叶青 ； 4、啤酒：青岛啤酒
第四届	1983-1985 年	1、葡萄酒金质奖： 葵花牌烟台红葡萄酒（张裕）、丰收牌中国红葡萄酒、葵花牌烟台味美思（张裕）、长城牌干白葡萄酒、王朝牌半干白葡萄酒 。 2、黄酒金质奖：塔牌绍兴加饭酒、新罗泉牌沉缸酒； 3、白酒金质奖：飞天牌茅台酒、古井亭牌、长城牌汾酒、交杯牌五粮液牌五粮液、羊禾牌洋河大曲、剑南春牌剑南春、古井牌古井贡酒、董牌董酒、西凤牌西凤酒、泸州牌泸州老窖特曲、全兴牌全兴大曲、双沟牌双沟大曲、黄鹤楼牌特制黄鹤楼酒、郎泉牌郎酒。 4、啤酒金质奖：青岛牌青岛啤酒、丰收牌北京特制啤酒、天鹅牌十二度特制。

资料来源：酒业协会，中银证券

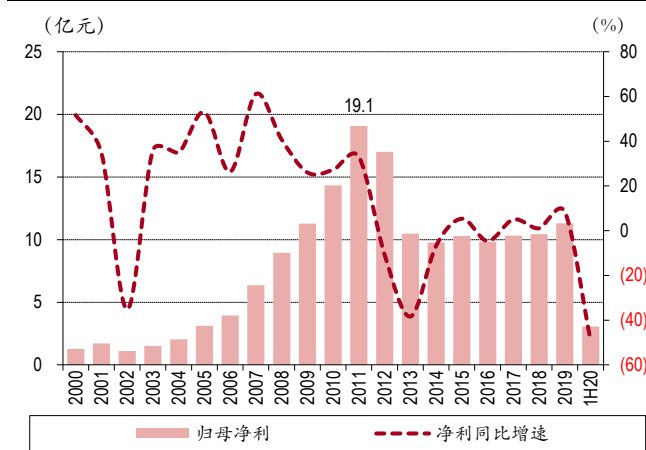
注：第五届评酒会于 1989 年主要为全国白酒评选，故未列入此表

图表 26. 公司历年营收及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 公司历年净利及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 全球主要上市酒企品牌历史

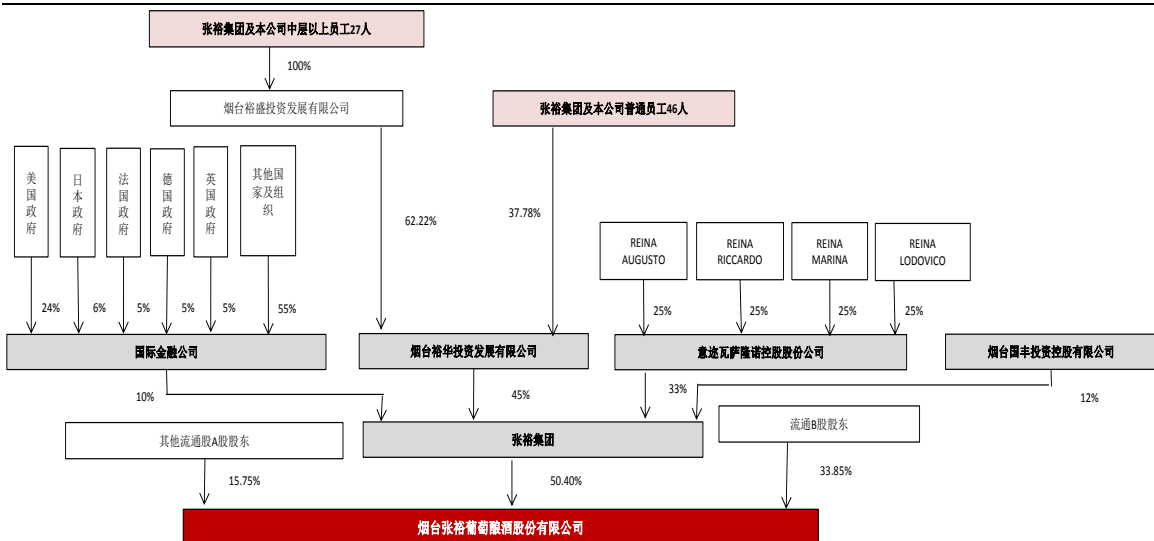
全球主要上市葡萄酒企	品牌追溯时间
美国星座集团	1945 年
澳大利亚富邑葡萄酒集团	1843 年
智利干露集团	1883 年
中国张裕集团	1882 年

资料来源：公司官网，中银证券

激励机制有待完善，期待发生积极变化

张裕是一家员工和外企共同持股的中外合资企业，发展前期高管员工利益与公司得到较好绑定。经过 2004-2005 年的改革，张裕集团形成由裕华投资（员工和管理层持股平台）、意述瓦萨隆诺投资公司、国际金融公司及烟台市国资委四方参股的股权结构，分别持有公司股份的 45%、33%、10%、12%。改制后，烟台市国资委对张裕集团的持股比例由 100%降至 12%，张裕集团由国有独资企业转变为中外合资企业。2004-2011 年，由于高管和员工通过持股平台与公司利益绑定，获得了丰厚的收益回报。

图表 29. 公司股权结构图



资料来源：公司公告，中银证券

图表 30. 张裕集团及张裕股份高级管理人员持股及出资情况

序号	股东及代表名称	职位	出资比例 (%)	实际出资 (万元)	信托融资额 (万元)	合计 (万元)
1	孙利强	离职	11.52	278.08	2,502.68	2,780.76
2	周洪江	董事长	10.56	254.90	2,294.13	2,549.03
3	傅铭志	离职	5.12	123.59	1,112.30	1,235.89
4	冷斌	董事	4.48	108.14	973.27	1,081.41
5	曲为民	离职	4.48	108.14	973.27	1,081.41
6	蒋永胜	无	3.84	92.69	834.23	926.92
7	杨明	离职	3.84	92.69	834.23	926.92
8	李建军	无	3.84	92.69	834.23	926.92
9	李记明	董事	3.84	92.69	834.23	926.92
10	姜华	副总经理	3.84	92.69	834.23	926.92
11	孙健	总经理	3.84	92.69	834.23	926.92
12	黄先明	无	1.60	38.62	347.61	386.23
13	张虹霞	无	1.60	38.62	347.61	386.23
14	姜建勋	副总经理, 董事会秘书	1.60	38.62	347.61	386.23
合计				1,544.85	13,069.63	15,448.71

资料来源: 万得, 天眼查, 中银证券

然而时至今日, 十多年前的股权结构设计已经不适应张裕发展的要求, 导致内生动力不足。从股权结构来看, 参与集团持股的高管和员工主要靠分红获取收益, 缺乏退出机制。另外, 公司对于新加入的员工并未在激励机制方面做相关安排。

金徽和洋河的股权结构也存在类似的问题, 导致 17-19 年发展慢于行业, 这两家都于 2019 年做了调整。(1) 金徽酒, 2019 年股权结构持续优化, 引入经销商入股, 扩大员工激励范围, 2020 年, 与核心高管签订奖惩协议, 高管奖金与公司营收、净利目标挂钩, 复星系入主成为第一大股东。(2) 2019 年 10 月洋河召开董事会会议, 计划使用自有资金 10-15 亿元, 以集中竞价的方式回购社会公众股, 回购股份全部用于对核心骨干实施股权激励或员工持股计划。根据公司公告的最新进展情况, 洋河回购方案已于 2020 年 10 月 29 日实施完毕。回购期间为 2020 年 1 月 21 日至 2020 年 10 月 29 日。累计使用资金金额 10.02 亿, 累计回购公司股份数量占总股本的比例为 0.6411%。

金徽和洋河的调整获得了市场的认可, 期待张裕能够有所改进, 近期高管增持和百亿目标显示公司信心在加强。董事长周洪江 2020 年两次在二级市场增持张裕股票合计 3.6 万股, 根据网易新闻, 11 月 17 日, 烟台市召开企业家座谈会, 张裕董事长周洪江表示计划到“十四五”末, 公司主营业务收入销售收入过百亿元, 高管增持和百亿目标显示公司发展的信心增强, 期待张裕后续能够出台新的激励方案。

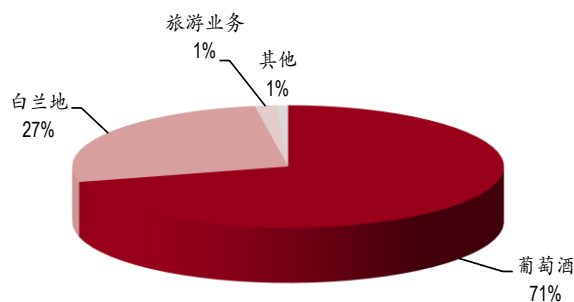
产品体系和销售体系持续变革

夯实塔基产品解百纳，战略布局白兰地

公司产品品类齐全，价格带覆盖范围广。分产品看，公司主要有葡萄酒和白兰地两大产品品类，19年葡萄酒收入38.3亿，同比降4.2%，收入占比分别为76%，白兰地收入10.7亿，同比增7.3%，收入占比21%。葡萄酒包括解百纳、进口酒、酒庄酒等。酒庄酒价位普遍在300元以上，定位中高端；解百纳为公司的核心产品，价位布局在100-300元，定位中档产品；100元以内的干红酒为低档产品，主要核心产品为醉诗仙和多名利等。

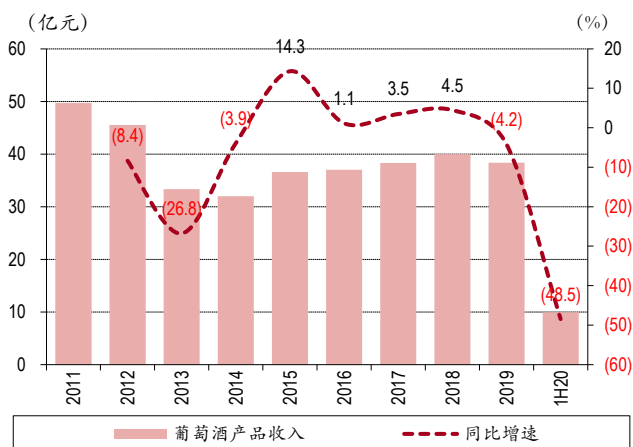
1H20受疫情和出口经济下滑的影响，公司营收同比降45.2%，其中葡萄酒收入9.9亿，同比降48.5%；白兰地收入3.7亿，同比降33.8%。公司整体毛利率同比降4.4pct，其中葡萄酒毛利率同比降4.7%，白兰地毛利率同比降3.5%。

图表 31. 1H20 公司产品营收占比



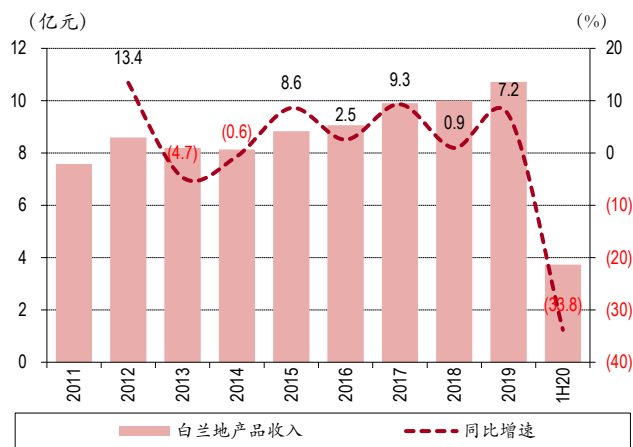
资料来源：万得，中银证券

图表 32. 葡萄酒产品收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 白兰地产品收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 公司葡萄酒品类产品矩阵



资料来源：公司官网，中银证券

图表 35. 张裕公司主要产品及零售单价

品类	系列	产品	价格
葡萄酒 (750ml/瓶)	酒庄酒	黄金冰谷冰酒金钻/蓝钻/黑钻威尔代	235/437/910 (375ml/瓶)
		烟台卡斯特酒庄蛇龙珠干红	388
		北京爱斐堡酒庄珍藏级/特选级赤霞珠干红	888/658
		陕西张裕瑞纳城堡酒庄干红	388
		新疆张裕巴保男爵酒庄干红	498
		宁夏摩塞尔酒庄十五世酒庄传奇	218
	解百纳	第九代解百纳珍藏级	268
		第九代解百纳大师级	398
		张裕解百纳特选级	118
		张裕特选级赤霞珠干红	69
		张裕优选级解百纳干红	96
		长尾猫赤霞珠干红	99
		普通干红葡萄酒	张裕菲尼潘达赤霞珠干红
白兰地 (700ml/瓶)	白兰地	醉诗仙赤霞珠干红	68
		赤霞珠多名利彩龙干红	49
		可雅白兰地 (桶藏6年/)	438
		法国名多利 VSOP 白兰地	298
		张裕珍藏五星白兰地	298
		张裕派格尔银马白兰地	79
		三星金奖白兰地	35

资料来源：张裕酒先锋官网，京东商城，中银证券

压缩 SKU，执行品牌经理制度。公司调整战略方向，2017 年以来针对国产葡萄酒实行聚焦战略，即聚焦大单品、聚焦高品质、聚焦中高端。为落实大单品战略，公司需要改变产品多而杂的局面，根据公司 2018 年股东大会，公司规划把 1019 SKU 在第一阶段压缩到 390 款，考虑到部分消费群体转移问题，公司压缩 SKU 是一个循序渐进的过程。公司产品根据品类划分为葡萄酒、白兰地、进口酒三个品类，其中葡萄酒已形成摩塞尔、爱斐堡和黄金冰谷、卡斯特和巴保、瑞那城堡、解百纳、醉诗仙、多名利等 7 个品牌经理体系；白兰地已形成可雅、五星、迷霓、派格尔等 4 个品牌市场部体系；进口酒已形成歌浓、魔狮、爱欧、蜜合花等 4 个品牌小组。公司对各个品牌经理安排制作的营销内容进行检视、总结、评价和提升，切实落地指导市场，促进各品牌体系的营销内容制作和实施水平的提高。

图表 36. 公司产品按品类划分

葡萄酒	白兰地	进口酒
7个品牌经理体系 • 摩塞尔 • 爱斐堡 • 黄金冰谷 • 卡斯特 • 巴保 • 瑞那城堡 • 解百纳 • 醉诗仙 • 多名利	4个品牌市场部体系 • 可雅 • 五星 • 迷霓 • 派格尔	4个品牌小组 • 歌浓 • 魔狮 • 爱欧 • 蜜合花

资料来源：公司年报，万得，中银证券

(1) 解百纳是公司葡萄酒品类第一大单品，公司改变以往的渠道模式，加强渠道管控

解百纳是公司腰部产品，主力价格定位 100-400 元。根据公司官网介绍，解百纳于 1931 年“携海纳百川”之意得名，1937 年商标获准注册，2002 年商标再获注册。“解百纳”是张裕公司拥有的一种干红葡萄酒品牌，目前全球销量累计突破 5.6 亿瓶。2019 年解百纳接连斩获“全球畅销葡萄酒品牌 TOP5”、“亚洲葡萄酒品牌 TOP1”殊荣。

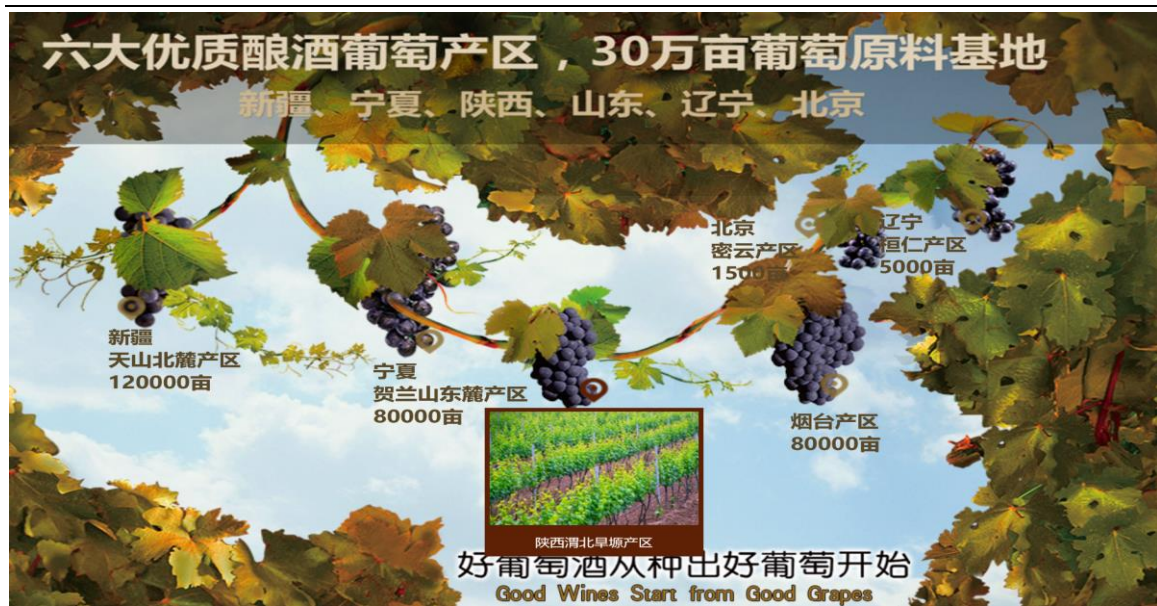
第八代解百纳升级为第九代，在品质、包装、价格等方面进行调整。公司于 2017 年 11 月对解百纳酒款矩阵进行调整，将此前的第八代张裕解百纳系列 4 款产品优化成现在第九代的特选级、珍藏级、大师级 3 款，京东售价分别为 158 元、268 元、398 元，第九代解百纳占解百纳整体品类比重还不高。公司针对第九代解百纳采用二维码追溯实现多重防伪，采用牌照核发制度选择合作商。

解百纳加强渠道管控，改变此前销售混乱的局面，效果可参考 2019 年初的五粮液。根据葡萄酒商业观察报道，公司将解百纳控量配额分配到每家经销商，利用 DMS 系统进行配额管理，并于 2020 年 7 月 13 日全部完成系统导入。若发现窜货、低价销售行为，公司则根据窜货数量对经销商配额进行减量。如果经销商配额用完，DMS 系统会进行锁定，不再允许开单销售。如果增加配额则需总经理审批。严格的市场监管有益于产品价格体系及市场秩序的维护，改变了此前渠道销售混乱的局面，提高了经销商准入门槛。效果可参考 2019 年初的五粮液，预计现有经销商将沉下心来做动销，并吸引到真正有能力的经销商加入张裕。

(2) 酒庄酒是公司高端产品，消费者和原料基地培育多年，竞争优势明显

公司已实现全球化布局，高端酒竞争优势明显。(1) 在国内，公司拥有六大优质酿酒葡萄产区，分别位于新疆、宁夏、陕西、山东、辽宁、北京等地，产区面积共计 30 万亩，占全国酿制葡萄总面积的四分之一左右。产区面积中，90% 是公司通过与种植户签订长期协议从而形成长期供销关系的葡萄基地；10% 是公司租赁或购买土地自营的葡萄基地。(2) 在海外，公司分别在澳大利亚、智利、法国发展了中长期优质原料基地，为三聚焦战略（聚焦中高端、聚焦大单品、聚焦高品质）的实施储备了足够数量的中高档原酒资源。

图表 37. 公司在国内的六大产区



资料来源：公司官网，中银证券

图表 38. 张裕国内八大酒庄基本情况介绍

酒庄名称	地点	简介
张裕卡斯特酒庄	烟台	建于 2002 年，张裕与法国卡斯特公司合作建成，是中国首座专业化国际酒庄。卡斯特酒庄严守国际高端酒庄建设的 3S 原则（大海 SEA、沙滩 SAND、阳光 SUN），集葡萄酒酿造、旅游观光、休闲娱乐等多功能于一体。主要酿造品种为“蛇龙珠”。
张裕爱斐堡国际酒庄	北京	占地 1500 亩，拥有专属葡萄园 3000 亩，融合多国资本花 7 亿元打造。2009 年以来，该酒庄酒已 40 余次大国元首访华宴会用酒。
张裕黄金冰谷冰酒酒庄	辽宁	酒庄所处地理位置的严寒环境是种植冰葡萄的绝佳地带。由张裕与加拿大冰酒出口量最大的奥罗斯公司联手打造，拥有全球最大的 5000 亩单体冰葡萄种植园，产能可达 1000 吨，占全球冰酒产量的一半。
张裕摩赛尔十五世酒庄	宁夏	公司投资 6 亿元兴建的集葡萄种植、高档葡萄酒生产、葡萄酒文化展示、葡萄酒品鉴、会议接待和旅游观光于一体的高档综合型庄园。酒庄与欧洲酿酒施加摩赛尔家族合作，聘请其第十五代传人担任首席酿酒师。2013 年 3 月，英国 BBR 公司宣布为其提供永久货架，这是首家打入欧洲市场的中国酒庄。
张裕瑞那城堡酒庄	陕西	公司投资 6 亿元建成，占地面积 1100 亩，年产高档葡萄酒 3000 吨。技术合作方是意大利酿酒世家瑞那家族，采用“换桶酿造”技术，使产酒质量更高。
张裕巴保男爵酒庄	新疆	地处天山脚下，气候适宜。投资 6 亿元开发建设，占地 1000 亩，规划了 5000 亩以上的专属种植基地和 6000 平米地下酒窖，具备 1000 吨的年生产能力。酒庄集各项功能于一体，年可接纳游客 50 万人次以上。
丁洛特葡萄酒酒庄	烟台	拥有 1000 亩山坡葡萄园，沙性砾石土壤，葡萄树龄均在 10 年以上，采用有机栽培法种植，每亩地所产葡萄仅产一桶葡萄酒，年限产 25 万瓶，品控媲美法国名庄，建成后将成为中国第一家收藏级酒庄。
可雅白兰地酒庄	烟台	该酒庄于 2012 年开建，2019 年 6 月正式营业，是中国第一座专业白兰地酒庄，坐落于河畔，将成为中国首家采用自然动力酿造的酒庄。拥有 1000 亩专用白玉霓葡萄园，每亩限产 800 公斤。采用法国干邑经典酿造工艺，经两次蒸馏，十年以上橡木桶陈酿，每年产量仅 15 万瓶。

资料来源：公司官网，中银证券

海外酒庄布局长远，短期对公司业绩可能有所拖累，未来3年将步入收获期。公司于2013年开始布局海外业务，2013年至2018年公司在海外收购了六个酒庄。对于收购酒庄，资源布局的动作已完成，走在行业前列。考虑到酒庄整合需要时间，我们判断海外酒庄对短期业绩可能有拖累。伴随着海外酒庄收购，公司国外业务收入占比逐年增加，2019年及1H20收入占比分别为10.9%、15.6%。目前公司收购的国外酒庄销量表现比较好的是智利魔狮酒庄、西班牙爱欧公爵酒庄、澳大利亚歌浓酒庄。但是公司进口酒因导入市场时间晚，所以品牌影响力不够，叠加酒庄酒产能受限，所以进口酒短期内在国内做出规模还有一定难度，需要时间去培育。从公司的战略发展来看，公司对进口酒的规划比较乐观。

图表 39. 张裕海外酒庄经营情况

公司名称	所在地	注册资本	持股比例(%)	占净资产的比重(%)	营业收入	营业利润	净利润
西班牙爱欧集团公司	西班牙	2,385,732 欧元	75	5.03	130,982,536	12,630,036	10,940,963
智利魔狮葡萄酒简式股份公司	智利	47,190,000 美元	85	4.97	78,507,227	2,732,103	3,664,211
澳大利亚歌浓酒庄	澳大利亚	652.9221 万澳元	83	1.65	18,928,910	1,271,810	890,266
法尚简易股份公司	法国	-	100	2.26	-	-	-

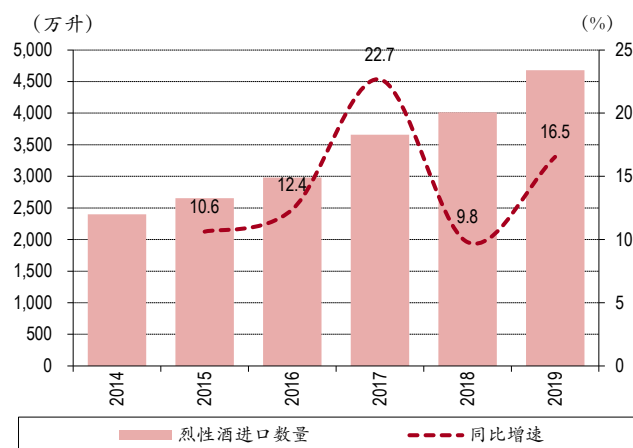
资料来源：万得，中银证券

注：以上数据为2020年中报数据

(3) 战略布局白兰地，可能成为下一阶段的黑马

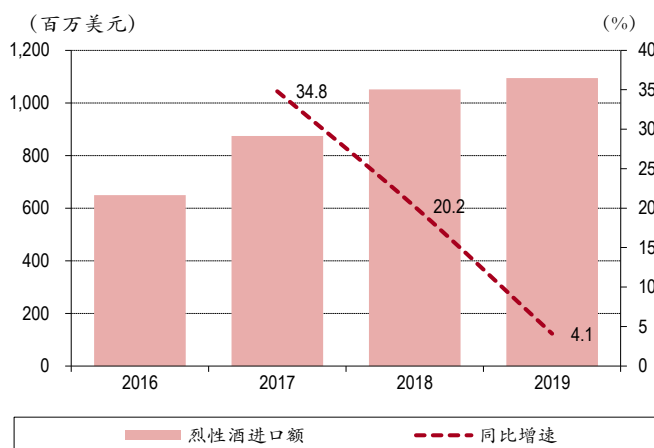
消费者对进口烈酒的接受度持续提升，白兰地是最大的品类。2014至2019年，中国烈酒进口数量GAGR为14.3%，进口金额GAGR为9.6%。单看2019年进口量，烈酒是唯一保持正增长的品类，烈酒、啤酒、葡萄酒2019年进口数量同比增速分别为16.5%、-10.9%、-9.2%。从国际烈酒巨头在中国市场的表现来看，2019年保乐力加中国市场的销售额同比增21%，帝亚吉欧中国市场销售额同比增19%，均取得了优异的成绩。我们认为消费者对进口烈性酒的接受度持续提升。白兰地是进口烈酒最大品类，据酒类进出口商会数据，2019年白兰地占烈酒进口总额的68.3%。

图表 40. 烈酒进口数量 14 年至 19 年 GAGR14.3%



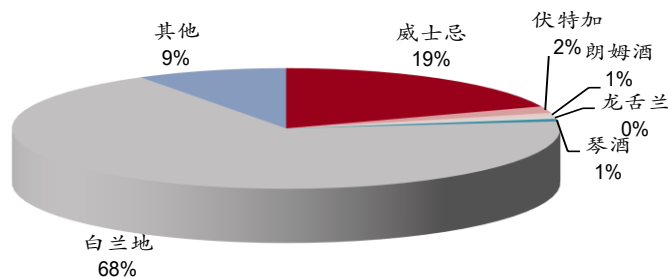
资料来源：海关总署，中银证券

图表 41. 烈酒进口金额 15 年至 19 年 GAGR9.6%



资料来源：海关总署，中银证券

图表 42. 不同品类烈酒市场份额占比

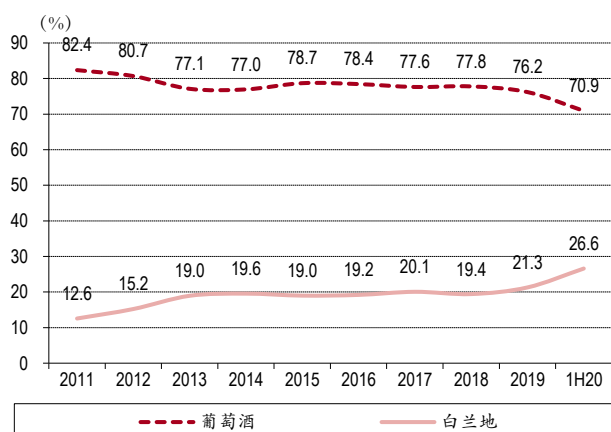


资料来源：万得，酒类进出口商分会，中银证券

白兰地是张裕未来重点培育的重要品类。1896 年，张裕就酿出了中国第一款白兰地，可雅白兰地参加在旧金山举办的巴拿马太平洋万国博览会，并获得世界金奖。根据公司官网新闻，在 2018 年布鲁塞尔国际烈酒大赛上，张裕珍藏版五星金奖白兰与众多国际白兰地大牌同台竞技，并最终斩获金奖，获得世界级的品质认证。

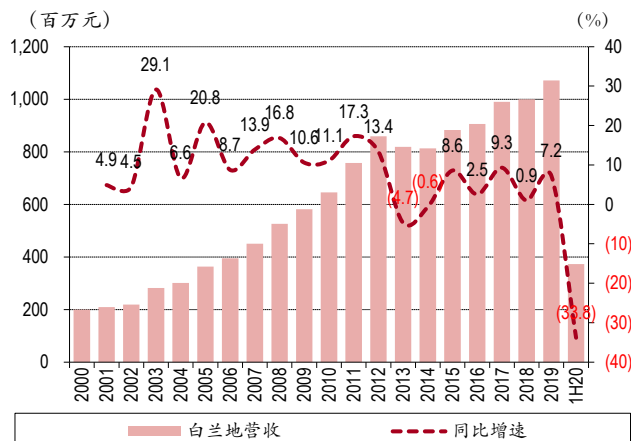
白兰地收入近几年平稳增长，随着公司营销资源的倾斜，预计未来有望提速，特别是高端品类。张裕白兰地品类由可雅白兰地、张裕金奖白兰地、派格尔、迷霓等四个子品牌构成，其中可雅白兰地及珍藏版五星是公司的主打产品。公司自 2000 年至 2019 年，白兰地收入 GAGR 为 9.3%，略低于葡萄酒的 10.5%。从收入占比来看，白兰地收入占比一直在 20% 左右。整体波动不大。1H20 收入占比为 26.6%，同比提升 4.6pct，环比 19 年提升 5.3pct。根据公司公告，2020 年 8 月 26 日公司召开股东大会，审议通过了《关于设立烟台可雅白兰地酒庄有限公司的议案》，公司注册资本为 1000 万元。根据公司近几年股东大会及年报披露信息，公司主要战略发展方向是“做强葡萄酒，做大白兰地”，我们判断随着公司营销资源的倾斜，预计未来有望提速，特别是高端品类可雅。

图表 43. 张裕葡萄酒及白兰地收入占比



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 2000 年至 2019 年白兰地营收 GAGR 为 9.3%



资料来源：万得，中银证券

张裕白兰地按照白酒的思路来做，对标白酒市场。白兰地与白酒同属于烈性酒，消费群体基本类似。公司在近三年的股东大会上重复强调按照白酒的思路做白兰地，将白兰地品类对标白酒市场。因此公司在经销商布局及品牌建设方面均向优秀的白酒企业看齐。根据公司股东大会信息，近两年公司举办了上万场白兰地品鉴会，通过大大小小的品鉴会培育了 10 万多位忠实的消费者。

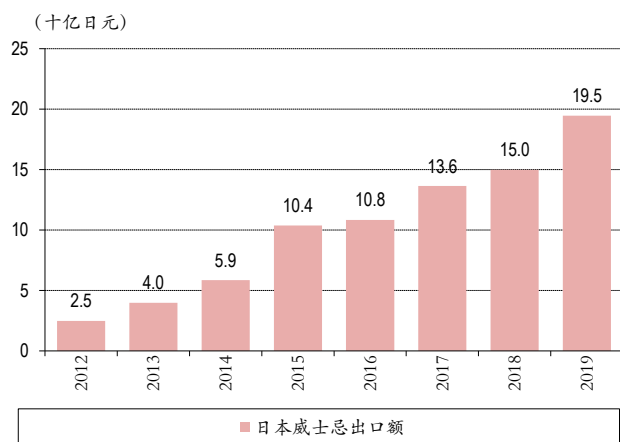
图表 45. 张裕公司白兰地品类主要产品



资料来源：京东商城，中银证券

参考日本威士忌，通过优秀企业的努力，非本土传统的烈性酒也可以成为经典，培育出高端产品。从日本威士忌的发展历程来看，对产品品质的精益求精及产品定位契合市场环境及消费者心理，通过优秀企业的努力，国外烈性酒也可以成为经典。根据《日本威士忌全集》介绍，威士忌在日本只有不足百年的发展历史，从早期明治维新时期的仿制威士忌到1918年山崎蒸馏所建成后自酿威士忌，再到千禧年后日本威士忌成为全球舞台不可或缺的一部分。2020年3月，伦敦苏富比（Sotheby's）再次拍卖，“轻井泽1960”以270万人民币的价格再度刷新日本威士忌单瓶成交记录。《威士忌杂志》根据交易指数，将轻井泽评为“全球最具投资价值威士忌”。我们认为白兰地因工艺要求以及张裕对产品品质的高标准，白兰地与日本威士忌有相似之处，张裕可培育出高端产品。

图表 46. 日本威士忌出口额 12 年至 19 年 GAGR34.2%



资料来源：statista.com，中银证券

图表 47. “轻井泽 1960”为日本威士忌单瓶拍卖最高记录

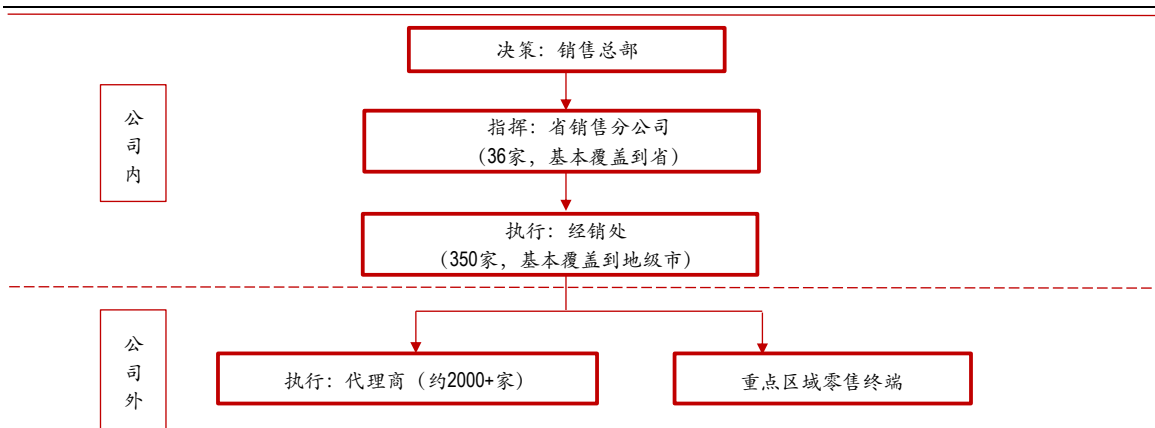


资料来源：新消费内参，中银证券

销售体系持续变革，渠道库存处于低位，2021 年轻装上阵

公司发展早期自建销售网络，强势渠道推动了公司 2003-2011 年的快速发展。张裕公司自 2002 年就开始构建营销团队、自建销售网络，设立张裕的三级营销体系。张裕的三级营销体系类似洋河的深度分销模式，公司细化指标，将费效率、不同品类销售比、回款额度等指标纳入销售分公司、经销处的考核体系。

图表 48. 张裕公司三级营销体系



资料来源：万得，中银证券

随着行业环境的变化，早期的销售体制已不适应市场变化。这种模式下，管理太细，对公司运营能力的要求较高，部分区域和产品超出了公司的管理边界，同时不能充分发挥经销商的作用，消费者培育工作不够，因此洋河等类型的企业正在做调整转型。参考洋河，洋河的地面队伍强大，19 年末报表销售人员 5,632 人，此外公司直接控制 3 万多地面推广人员，深度管理 10,000 多家经销商，远超同类酒企。从 19 年开始，公司开始调整渠道政策，遵循“一商为主，多商配称”的选商政策，以梦 M6+ 为例，公司要求一个区域签约一家经销商，配合多家团购商，但是对团购商的数量有限制。新政策有效规避了产品低价竞争问题，公司采取优商优选，对经销商的资金实力及渠道资源做了相应的要求，最大化发挥渠道积极性，激发市场活力。

过去两年张裕在销售体系方面进行多项改革，预计 2021 年效果逐渐显现。

渠道体系变革，缩减经销商数量，渠道持续去库存，2021 年轻装上阵。2018 年，公司开始缩减经销商，撤销了中高产品渠道和郊县渠道，改变此前管理过细的局面。张裕现阶段 2000 多个代理商，高峰期有 5000 多家经销商。伴随着经销商数量的缩减，2018 年至今渠道持续去库存，结合公司最新业绩表现，我们判断现阶段库存处于较低位置。

公司加强线上渠道扩大销售规模，并升级为一个营销阵地。红酒市场碎片化严重，营销针对性不强，所以公司近两年不断加强与腾讯、京东、天猫、苏宁等线上大商的合作，利用数字化手段逐步实现“用户定位更精准、营销推广更精细、客户转化更高效”的战略目标。

图表 49. 公司近几年产品策略和渠道策略

年份	产品策略	营销体系
2017	公司坚持“聚焦中高端、聚焦高品质、聚焦大单管理。2017 年，公司优化整合了中低渠道、B 类超市半直供公司以及卡斯品”的发展战略，全面实施葡萄酒和白兰地并重特与解百纳等主销产品经销商，推出了第九代解百纳、新版醉诗仙、珍藏的发展策略。	公司加快新产品投放市场，大力发展电子商务和对外出口业务，加强市场版五星白兰地、赤霞珠干白等新产品，努力拓展电子商务和出口业务，加大打击窜货力度，维护了经销商权益。
2018	公司大力推广第九代解百纳、新品醉诗仙、可2018 年，公司对销售队伍进行了整顿，初步实现了减员增效，实施“厂商共雅 15 年、可雅 10 年、可雅 6 年、澳大利亚歌建销售团队”工作，积极探索“厂商制衡”的费用投入管控模式。公司新成立浓酒庄与智利魔狮酒庄产品等一系列新产品，了 10 个白兰地省公司，细 分出专职葡萄酒省公司和综合型省公司，对浙得到了市场广泛好评。公司坚持三聚焦战略，江、福建、广东、江苏、山东、北京、上海等省市和电子商务等三个业务淘汰了 134 款葡萄酒，集中大部分营销资源用板块实行授权经营。调整了大客户体系业务职能，剥离了直供体系配送商于中高档葡萄酒、五星白兰地及以上产品和自业务，进一步明确了张裕母品牌与各子品牌之间的关系，形成了各个酒种有品牌进口酒市场推广。	的核心品牌体系，制定了各品牌发展规划。
2019	公司对各个酒种根据品牌发展态势进行聚焦，明确了各自发力点，白兰地主动转变市场定位，努力学习高端白酒推广经验，切割白酒市场“蛋糕”。葡萄酒根据不同酒庄产品特点，以国际竞公司强化了以酒种为主导的销售架构，理顺了葡萄酒、白兰地、进口酒等品为标杆研究市场策略，进口酒优中选优，发各酒种营销体系，销售队伍更加专注，“责、权、利”进一步明确；理顺了张力智利魔狮、澳洲歌浓。	裕母品牌与子品牌关系，初步建立了“品牌经理制度”，根据不同品牌定位突通过“厂商共建费用池”，构建每个骨干经销商体出重点，有针对性地研究不同目标消费人群，让专注的人做专业的事，品系下的张裕专属团队，确保“向终端要销量，向牌发展规划愈发清晰。借助数字技术，实施精准营销，提升经营效率。2019 培育消费者要增长”执行到位。公司坚持新产品年，公司初步规划了物流码、防窜码、营销码等“三码合一”的产品防伪追溯“不惊艳不上市”的总原则，陆续 推出新款瑞那及营销推广系统，环节管控进一步加强。
1H20	城堡、新款卡斯特、新锐五星、派格尔、迷霓、长尾猫、菲尼潘达、限量版解百纳等一系列新品，使“张裕”品牌国内、外影响力持续提升。葡萄酒已形成摩塞尔、爱斐堡和黄金冰谷、卡斯特和巴保、瑞那城堡、解百纳、醉诗仙、多名利等 7 个品牌经理体系；白兰地已形成可雅、五星、迷霓、派格尔等 4 个品牌市场部体系；进口酒已形成歌浓、魔狮、爱欧、蜜合花等 4 个品牌小组。公司聚焦战略品牌，完善品牌经理制度。公司根据资源投入力度、动用团队力量和未来追求目标的量级不同，将各酒种旗下品牌分为战略品牌、重点品牌、合作品牌、独立品牌四个层级；其中，战略品牌是集公司之力打造的品牌，将动用主力销售团队来推广，是未来销售增量的主力品牌；而重点品牌是保持目前各项投入力度及政策基本不变的品牌；合作品牌是指公司不做资源投入，基本不动用销售团队的力量，主要通过积极寻求大商合作，借外部力量做大。	公司为了更好地适应新的市场发展趋势，在巩固传统渠道优势的同时，大力推动数字化营销转型。公司采取“全国性品牌树形象、挺价格，电商自有品牌做销售”的思路，提出解百纳采取线上渠道“1+4”模式，即保持现有的电商公司继续做强做大，新增开发 4 家线上大商，单独推出四套产品，在线上全网销售；白兰地和醉诗仙采取“以线上 大商为主，电商公司为辅”的模式，努力扩大线上销售规模。

资料来源：公司年报，中银证券

盈利预测及投资评级

4 季度业绩有望触底反弹，2021 年展望出较高的业绩弹性。综合考虑渠道策略和业绩表现，我们判断现阶段渠道库存处于较低水平，公司 2020 年营收目标 37 亿，公司有动力在 4 季度加大市场开拓力度，预计 2020 年 4 季度收入可恢复增长。由于 2020 年报表真实体现了疫情的影响，随着消费场景恢复正常，预计 2021 年报表业绩将展现出较高的弹性。

关注两点可能带来超预期的因素。（1）考虑到反倾销政策，当澳洲酒库存消化至低位时，张裕若能够抢到部分市场份额，则业绩存在超预期的可能性。（2）2020 年业绩较差可能倒逼公司加快内部改革，若公司能够在激励机制方面实现突破，团队积极性加强，则销售有望提速。

对比酒类板块龙头，包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、青岛啤酒、古越龙山，张裕 2021 年 PE 仅为 24.4 倍，估值处于最低位置，结合 2021-2022 年的业绩判断，张裕向下空间不大，向上弹性较高。

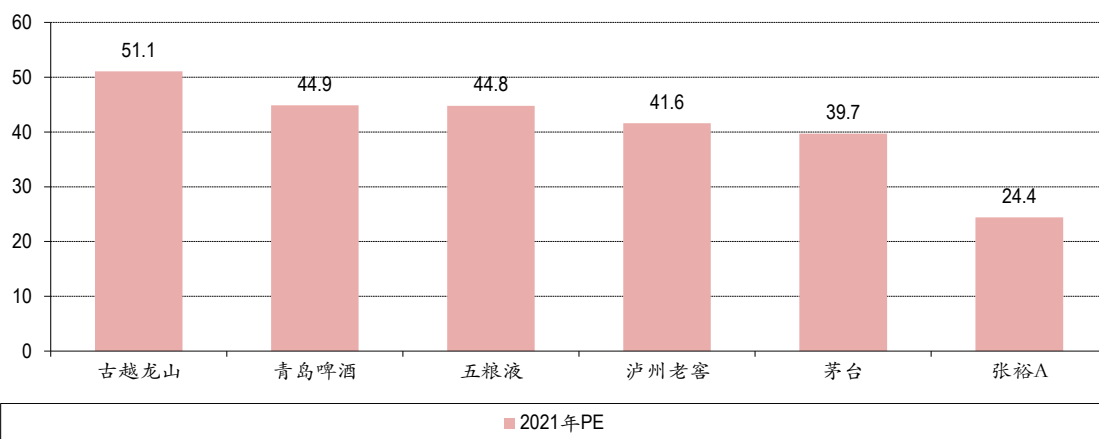
预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.18、1.59、1.98 元，同比增-28.4%、34.7%、24.5%，对应 PE 为 32.9、24.4、19.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 50. 张裕核心产品收入预测表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
葡萄酒						
营业收入	3,829	4,000	3,834	2,799	3,603	4,227
同比增速(%)	3.5	4.5	(4.2)	(27.0)	28.8	17.3
白兰地						
营业收入	990	999	1,072	857	1,132	1,494
同比增速(%)	9.3	0.9	7.2	(20.0)	32.0	32.0

资料来源：万得，中银证券

图表 51. 酒类龙头 2021 年 PE 对比



资料来源：万得，中银证券

风险提示

经济下滑导致葡萄酒行业需求下滑。

其它酒种和进口酒挤压加剧。

海外业务经营情况不佳。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	5,142	5,031	3,727	4,779	5,751
销售成本	(2,178)	(2,156)	(1,698)	(2,084)	(2,425)
经营费用	(1,288)	(1,020)	(498)	(762)	(1,002)
息税折旧前利润	1,677	1,855	1,531	1,933	2,324
折旧及摊销	330	325	452	495	528
经营利润(息税前利润)	1,347	1,530	1,078	1,438	1,796
净利息收入/(费用)	(36)	(35)	(11)	11	17
其他收益/(损失)	4	18	45	45	45
税前利润	1,405	1,518	1,086	1,466	1,827
所得税	(367)	(401)	(287)	(386)	(481)
少数股东权益	1	0	0	0	0
净利润	1,043	1,130	809	1,089	1,356
核心净利润	1,043	1,130	809	1,089	1,356
每股收益(人民币)	1.521	1.648	1.180	1.589	1.978
核心每股收益(人民币)	1.521	1.648	1.180	1.589	1.978
每股股息(人民币)	0.580	0.675	0.590	0.795	0.989
收入增长(%)	4	(2)	(26)	28	20
息税前利润增长(%)	1	14	(30)	33	25
息税折旧前利润增长(%)	4	11	(17)	26	20
每股收益增长(%)	1	8	(28)	35	24
核心每股收益增长(%)	1	8	(28)	35	24

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,405	1,518	1,086	1,466	1,827
折旧与摊销	330	325	452	495	528
净利息费用	36	35	28	8	5
运营资本变动	(25)	262	75	(61)	(56)
税金	(361)	(388)	(277)	(376)	(471)
其他经营现金流	(524)	(938)	325	(355)	(320)
经营活动产生的现金流	861	814	1,689	1,176	1,512
购买固定资产净值	(347)	(281)	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	49	179	5	5	5
其他投资现金流	298	(241)	(345)	(362)	(365)
投资活动产生的现金流	0	(343)	(440)	(457)	(460)
净增权益	1	0	(1)	(2)	(3)
净增债务	6	572	(605)	0	0
支付股息	(397)	(462)	(404)	(545)	(678)
其他融资现金流	(397)	(490)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(788)	(380)	(1,010)	(545)	(678)
现金变动	73	90	240	174	374
期初现金	1,403	1,476	1,566	1,805	1,980
公司自由现金流	861	470	1,249	719	1,052
权益自由现金流	903	1,078	672	726	1,057

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,740	2,218	2,288	2,599	3,099
应收帐款	552	290	215	276	332
库存	2,725	2,872	2,281	2,784	3,223
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	5,017	5,380	4,785	5,659	6,654
固定资产	6,509	6,462	6,396	6,345	6,267
无形资产	655	652	619	587	554
其他长期资产	937	1,154	1,198	1,242	1,286
长期资产总计	8,101	8,268	8,213	8,174	8,107
总资产	13,118	13,648	12,998	13,833	14,761
应付帐款	714	570	453	553	640
短期债务	841	905	300	300	300
其他流动负债	1,192	1,181	889	1,120	1,324
流动负债总计	2,746	2,656	1,642	1,973	2,264
长期借款	156	129	129	129	129
其他长期负债	325	284	243	203	162
股本	685	685	685	685	685
储备	8,921	9,623	10,028	10,573	11,250
股东权益	9,606	10,309	10,713	11,258	11,936
少数股东权益	284	270	270	270	270
总负债及权益	13,118	13,648	12,998	13,833	14,761
每股帐面价值(人民币)	14.01	15.04	15.63	16.42	17.41
每股有形资产(人民币)	13.08	14.09	14.73	15.57	16.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.70)	(0.78)	(2.01)	(2.26)	(2.81)

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	32.6	36.9	41.1	40.4	40.4
息税前利润率(%)	26.2	30.4	28.9	30.1	31.2
税前利润率(%)	27.3	30.2	29.1	30.7	31.8
净利率(%)	20.3	22.5	21.7	22.8	23.6
流动性					
流动比率(倍)	1.8	2.0	2.9	2.9	2.9
利息覆盖率(倍)	37.5	43.4	38.9	191.3	376.3
净权益负债率(%)	净现金	(5.0)	(12.5)	(13.5)	(15.8)
速动比率(倍)	0.8	0.9	1.5	1.5	1.5
估值					
市盈率(倍)	23.7	23.6	32.9	24.4	19.6
核心业务市盈率(倍)	23.7	21.8	30.5	22.6	18.2
市净率(倍)	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1
价格/现金流(倍)	28.6	30.3	14.6	21.0	16.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.4	13.0	15.2	12.0	9.8
周转率					
存货周转天数	193.4	203.0	252.4	193.4	190.6
应收帐款周转天数	39.2	30.6	24.7	18.7	19.3
应付帐款周转天数	50.6	46.6	50.1	38.4	37.8
回报率					
股息支付率(%)	38.1	40.9	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	10.9	11.3	7.7	9.9	11.7
资产收益率(%)	7.6	8.4	6.0	7.9	9.3
已运用资本收益率(%)	12.4	13.6	9.5	12.5	14.8

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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 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 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士，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