

2023 年 10 月 28 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，利润承压明显

—张裕 A (000869.SZ) 公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2023 年 10 月 27 日，张裕 A 发布 2023 年三季度报告。

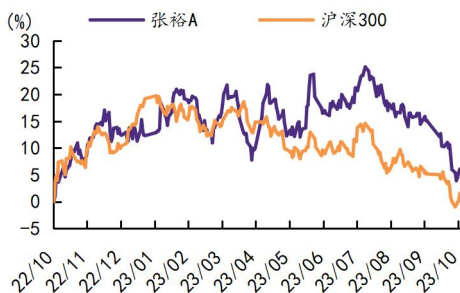
投资要点

基本数据

2023-10-27

当前股价（元）	28.69
总市值（亿元）	199
总股本（百万股）	692
流通股本（百万股）	453
52 周价格范围（元）	27.05-33.14
日均成交额（百万元）	44.55

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《张裕 A (000869)：利润超预期，高端产品推广有效》2023-08-31
- 2、《张裕 A (000869)：葡萄酒龙头发力，激励计划强信心》2023-06-16

业绩符合预期，利润表现承压

2023 Q1-Q3 总营收 28.01 亿元（同减 0.3%），归母净利润 4.25 亿元（同减 2%），扣非归母净利润 3.79 亿元（同减 8%）。2023Q3 总营收 8.34 亿元（同减 3%），归母净利润 0.61 亿元（同减 20%），扣非归母净利润 0.55 亿元（同减 19%），业绩符合预期，利润仍承压。**盈利端**，产品结构预计持续提升，2023Q3 毛利率同比提升 3pct 至 59.15%；费用率同比提升影响下，2023Q3 净利率同比下降 1pct 至 7.10%。**费用端**，2023Q3 销售费用率同比下降 0.1pct 至 27.89%；受公司实施限制性股票激励计划，摊销股权激励费用影响，2023Q3 管理费用率同比提升 2pct 至 10.64%；2023Q3 营业税金及附加占比同比下降 0.2pct 至 8.32%。**现金流端**，2023Q3 经营活动现金流净额为 2.03 亿元（同增 53%），销售回款为 8.61 亿元（同增 1%）。截至 2023Q3 末，合同负债 1.73 亿元（环比+27%）。

高端化持续推进，内部管理不断优化

产品方面，公司致力于推动产品结构高端化，利用高端产品定位塑造高端品牌形象；用多品牌布局确保满足消费者多价位带需求的同时，突出聚焦部分品牌大单品。目前葡萄酒产品中，张裕和解百纳仍占较高比重，高端品牌爱斐堡和龙谕占比较小。**内部管理方面**，公司共设有六个销售事业部，过去存在事业部部分省外市场重叠问题，目前重叠率较低，各事业部职权划分愈加清晰。**销售推广方面**，龙谕事业部目前直接以东部沿海发达城市为核心，进行聚焦发力，计划通过圈层营销对标高端消费人群，高端产品占比有望提升。

盈利预测

我们看好公司激励计划激活组织活力，利用圈层营销提高高端产品占比。根据公司三季报，我们调整公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.60/0.77/0.85 元（前值分别为 0.72/0.80/0.88 元），当前股价对应 PE 分别为 47/37/34 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

经济下行风险，竞争加剧风险，高端产品推广不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	3,919	3,991	4,334	4,698
增长率（%）	-0.9%	1.8%	8.6%	8.4%
归母净利润（百万元）	429	419	534	591
增长率（%）	-14.3%	-2.3%	27.6%	10.6%
摊薄每股收益（元）	0.63	0.60	0.77	0.85
ROE（%）	4.0%	3.8%	4.8%	5.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	3,919	3,991	4,334	4,698
现金及现金等价物	1,651	2,477	3,076	3,612	营业成本	1,681	1,683	1,748	1,871
应收款	417	394	404	412	营业税金及附加	290	299	329	362
存货	2,903	2,716	2,676	2,691	销售费用	1,029	1,157	1,218	1,325
其他流动资产	555	519	542	564	管理费用	288	299	325	357
流动资产合计	5,527	6,105	6,697	7,279	财务费用	7	-47	-62	-77
非流动资产：					研发费用	15	16	17	19
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,339	1,426	1,498	1,624
固定资产	6,028	5,651	5,284	4,936	资产减值损失	-6	0	0	0
在建工程	41	16	7	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	578	549	520	493	投资收益	-3	-3	-3	-3
长期股权投资	41	41	41	41	营业利润	622	607	774	855
其他非流动资产	956	956	956	956	加：营业外收入	7	6	5	4
非流动资产合计	7,644	7,214	6,808	6,428	减：营业外支出	3	3	2	1
资产总计	13,172	13,318	13,505	13,707	利润总额	626	610	777	858
流动负债：					所得税费用	194	188	239	263
短期借款	389	409	424	434	净利润	431	421	537	595
应付账款、票据	503	489	484	489	少数股东损益	3	3	3	4
其他流动负债	958	958	958	958	归母净利润	429	419	534	591
流动负债合计	2,017	2,020	2,033	2,049					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	128	143	153	158	成长性				
其他非流动负债	201	201	201	201	营业收入增长率	-0.9%	1.8%	8.6%	8.4%
非流动负债合计	329	344	354	359	归母净利润增长率	-14.3%	-2.3%	27.6%	10.6%
负债合计	2,346	2,365	2,387	2,409	盈利能力				
所有者权益					毛利率	57.1%	57.8%	59.7%	60.2%
股本	685	692	692	692	四项费用/营收	34.2%	35.7%	34.6%	34.6%
股东权益	10,826	10,954	11,118	11,299	净利率	11.0%	10.6%	12.4%	12.7%
负债和所有者权益	13,172	13,318	13,505	13,707	ROE	4.0%	3.8%	4.8%	5.2%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	17.8%	17.8%	17.7%	17.6%
净利润	431	421	539	596	营运能力				
少数股东权益	3	3	3	4	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
折旧摊销	340	431	404	378	应收账款周转率	9.4	10.1	10.7	11.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
营运资金变动	95	231	4	-39	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	869	1086	951	938	EPS	0.63	0.60	0.77	0.85
投资活动现金净流量	-144	402	377	352	P/E	45.9	47.4	37.2	33.6
筹资活动现金净流量	100	-258	-350	-400	P/S	5.0	5.0	4.6	4.2
现金流量净额	825	1,230	977	891	P/B	1.9	1.9	1.8	1.8

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。