

2024 年 04 月 12 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩超预期，高端化发力显成效

—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

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2024 年 4 月 11 日，张裕 A 发布 2023 年年报。

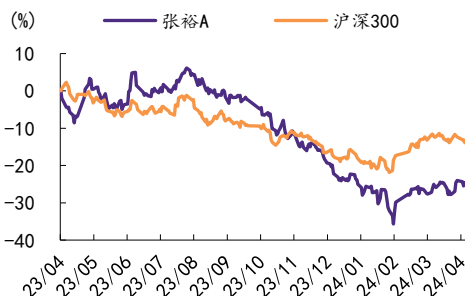
投资要点

基本数据

2024-04-11

当前股价(元)	23.51
总市值(亿元)	163
总股本(百万股)	692
流通股本(百万股)	453
52 周价格范围(元)	20.03-33.14
日均成交额(百万元)	44.64

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《张裕 A (000869)：业绩符合预期，利润承压明显》2023-10-28
- 2、《张裕 A (000869)：利润超预期，高端产品推广有效》2023-08-31
- 3、《张裕 A (000869)：葡萄酒龙头发力，激励计划强信心》2023-06-16

业绩超预期，实现扭亏为盈

2023 年总营收 43.85 亿元（同增 11.89%），归母净利润 5.32 亿元（同增 24.20%）。其中，2023Q4 总营收 15.84 亿元（同增 42.93%），归母净利润 1.08 亿元（同比扭亏为盈），公司业绩表现超预期，超过年初制定的营收不低于 42 亿元目标。2024 年公司目标实现不低于 47 亿元营收，并将主营成本及三项费用控制在 37 亿元以下。**盈利能力提升，费用投放力度加大。**2023 年毛利率/净利率分别为 59.25%/12.00%，分别同比+2.13/+0.99pcts，毛利率提升主要系公司成立高端事业部后产品结构升级取得成效。2023 年销售/管理费用率分别+2.02/-0.41pcts，销售费用率提升主要系公司加大市场营销投入，开展宴席推广、品鉴会、酒庄体验、直播带货等营销活动。**经营净现金流大幅增长，有效保障营收。**2023 年经营净现金流 11.73 亿元（同增 35.01%），销售回款 43.62 亿元（同增 18.50%），现金质量较好。

坚定执行高端化，葡萄酒价增明显

2023 年葡萄酒/白兰地/旅游营收分别为 31.39/11.53/0.83 亿元，分别同增 10.48%/16.35%/8.59%。其中，葡萄酒结构升级明显，在龙头地位基础上实现盈利能力提升，2023 年销量/均价增速分别为 0.21%/10.25%，毛利率提升 2.28pcts 至 59.04%。白兰地处于量价齐升状态，2023 年销量/均价增速分别为 8.80%/6.94%。2023 年公司研发上市多款新品，2024 年将对低度葡萄酒产品加大力度宣传，对新醴泉白兰地产品进行山东基地市场的深耕。**分事业部看**，公司将继续加大对高端事业部的投放，聚焦圈层营销；解百纳事业部以宴席营销为主，推进产品进社区店及高校等；白兰地事业部加大对可雅和醴泉产品的市场推广；线上事业部将加大对起泡葡萄酒等产品的推广。

国内为增长主引擎，经销渠道表现较优

国内营收增速较快，国外毛利率大幅提升。2023 年国内/国外营收分别为 37.62/6.23 亿元，分别同增 13.27%/4.19%，

国内增速快于国外；毛利率分别同增 0.82/7.88pcts，国外市场毛利率提升明显。经销渠道表现较优，直销渠道平稳增长。2023 年经销/直销营收分别为 37.25/6.60 亿元，分别同增 13.83%/2.05%，毛利率分别同增 2.40/0.50pcts，经销渠道营收与盈利能力均取得较快增长。截至 2023 年末，经销商共 5059 家，较期初增加 146 家。

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，整体战略思路清晰，各事业部多点发力。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.85/0.94/1.06，当前股价对应 PE 分别为 28/25/22 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	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	4,385	4,858	5,371	5,894
增长率（%）	11.9%	10.8%	10.6%	9.7%
归母净利润（百万元）	532	589	653	732
增长率（%）	24.2%	10.6%	10.8%	12.2%
摊薄每股收益（元）	0.77	0.85	0.94	1.06
ROE（%）	4.8%	5.3%	5.7%	6.3%

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	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产：					营业收入	4,385	4,858	5,371	5,894
现金及现金等价物	2,218	2,498	2,928	3,407	营业成本	1,787	1,922	2,147	2,354
应收款	455	479	500	517	营业税金及附加	350	364	408	454
存货	2,765	3,131	3,290	3,385	销售费用	1,240	1,409	1,531	1,662
其他流动资产	558	631	671	707	管理费用	304	364	397	430
流动资产合计	5,996	6,739	7,390	8,016	财务费用	11	-51	-62	-75
非流动资产：					研发费用	17	19	21	23
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,572	1,741	1,888	2,041
固定资产	5,795	5,411	5,051	4,714	资产减值损失	-14	0	0	0
在建工程	3	1	1	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	543	515	488	463	投资收益	24	-3	-3	-3
长期股权投资	38	38	38	38	营业利润	739	854	946	1,060
其他非流动资产	961	961	961	961	加：营业外收入	12	6	5	4
非流动资产合计	7,340	6,927	6,539	6,176	减：营业外支出	3	3	2	1
资产总计	13,336	13,666	13,928	14,192	利润总额	747	857	949	1,063
流动负债：					所得税费用	221	265	292	326
短期借款	365	385	400	410	净利润	526	592	656	737
应付账款、票据	473	564	595	615	少数股东损益	-6	4	4	4
其他流动负债	1,139	1,139	1,139	1,139	归母净利润	532	589	653	732
流动负债合计	2,153	2,287	2,340	2,374					
非流动负债：					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	67	82	92	97	成长性				
其他非流动负债	126	126	126	126	营业收入增长率	11.9%	10.8%	10.6%	9.7%
非流动负债合计	193	208	218	223	归母净利润增长率	24.2%	10.6%	10.8%	12.2%
负债合计	2,346	2,495	2,558	2,597	盈利能力				
所有者权益					毛利率	59.2%	60.4%	60.0%	60.1%
股本	692	692	692	692	四项费用/营收	35.9%	35.9%	35.1%	34.6%
股东权益	10,991	11,171	11,370	11,595	净利率	12.0%	12.2%	12.2%	12.5%
负债和所有者权益	13,336	13,666	13,928	14,192	ROE	4.8%	5.3%	5.7%	6.3%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	17.6%	18.3%	18.4%	18.3%
净利润	526	592	656	737	营运能力				
少数股东权益	-6	4	4	4	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
折旧摊销	334	413	386	361	应收账款周转率	9.6	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	319	-349	-182	-123	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1173	661	865	979	EPS	0.77	0.85	0.94	1.06
投资活动现金净流量	-323	386	361	337	P/E	30.6	27.6	24.9	22.2
筹资活动现金净流量	-570	-377	-432	-498	P/S	3.7	3.4	3.0	2.8
现金流量净额	280	670	794	818	P/B	1.5	1.5	1.5	1.4

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：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

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。