

2024年04月26日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 利润有所承压，期待边际改善

## —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25日，张裕A发布2024年一季度报。

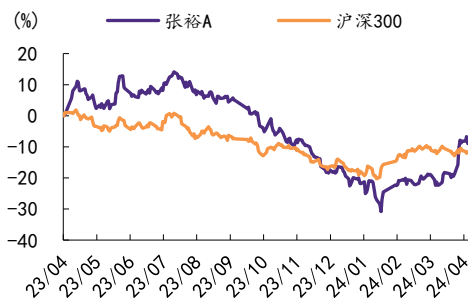
## 投资要点

### 基本数据

2024-04-25

当前股价(元)	26.37
总市值(亿元)	183
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)	48.77

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《张裕 A (000869)：业绩超预期，高端化发力显成效》2024-04-12
- 《张裕 A (000869)：业绩符合预期，利润承压明显》2023-10-28
- 《张裕 A (000869)：利润超预期，高端产品推广有效》2023-08-31

### 利润承压明显，产品结构持续升级

收入利润双承压，期待业绩改善。2024Q1 总营收 8.11 亿元（同减 28.34%），归母净利润 1.59 亿元（同减 42.57%），扣非归母净利润 1.54 亿元（同减 42.32%）。**管理费用率提升，净利率下滑**。2024Q1 公司毛利率/净利率分别为 59.18%/19.78%，分别同比+0.43/-3.48pcts，毛利率提升预计主要系公司产品结构持续升级所致，净利率下滑预计主要系公司管理费用率同比提升所致。2024Q1 公司销售/管理费用率分别为 17.86%/8.01%。分别同比-0.25/+2.16pcts，销售费用率下滑主要系市场营销费用同比减少所致，管理费用率增长的部分原因预计为 2023 年限制性股票激励计划带来的摊销费用增加。2024Q1 经营净现金流-0.65 亿元（去年同期为 3.34 亿元），销售回款 8.85 亿元（同减 27.43%），与营收节奏基本保持一致，现金流较为健康。

### 推进高端化，提高覆盖面

根据年报，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。**产品方面**，公司将发力低度葡萄酒以扩大消费人群，满足不同消费需求以提高消费者接受度；继续做好高端产品圈层突破，上下延伸扩大产品覆盖面。**营销方面**，公司将加大对中高层特别是圈层营销上有帮助的人员招聘力度，提高营销能力与产品曝光度；整合“张裕”母品牌与各子品牌关系，发挥品牌影响力。

### 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。根据一季报，我们调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.84/0.94/1.05（前值为 0.85/0.94/1.06）元，当前股价对应 PE 分别为 31/28/25 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，股权激励进展低于预期风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	4,385	4,769	5,197	5,708
增长率（%）	11.9%	8.8%	9.0%	9.8%
归母净利润（百万元）	532	585	650	728
增长率（%）	24.2%	9.8%	11.2%	12.0%
摊薄每股收益（元）	0.77	0.84	0.94	1.05
ROE（%）	4.8%	5.2%	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
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	2,218	2,567	3,068	3,544
应收款	455	470	484	500
存货	2,765	3,065	3,156	3,253
其他流动资产	558	620	650	685
流动资产合计	5,996	6,723	7,357	7,982
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	5,795	5,411	5,051	4,714
在建工程	3	1	1	0
无形资产	543	515	488	463
长期股权投资	38	38	38	38
其他非流动资产	961	961	961	961
非流动资产合计	7,340	6,927	6,539	6,176
资产总计	13,336	13,649	13,896	14,158
<b>流动负债:</b>				
短期借款	365	385	400	410
应付账款、票据	473	552	571	591
其他流动负债	1,139	1,139	1,139	1,139
流动负债合计	2,153	2,272	2,309	2,344
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	67	82	92	97
其他非流动负债	126	126	126	126
非流动负债合计	193	208	218	223
负债合计	2,346	2,480	2,527	2,567
<b>所有者权益</b>				
股本	692	692	692	692
股东权益	10,991	11,170	11,369	11,591
负债和所有者权益	13,336	13,649	13,896	14,158

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	526	588	654	733
少数股东权益	-6	4	4	4
折旧摊销	334	413	386	361
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	319	-278	-112	-124
经营活动现金净流量	1173	727	933	974
投资活动现金净流量	-323	386	361	337
筹资活动现金净流量	-500	-374	-430	-495
现金流量净额	350	739	864	816

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,385	4,769	5,197	5,708
营业成本	1,787	1,880	2,056	2,259
营业税金及附加	350	358	395	440
销售费用	1,240	1,383	1,481	1,610
管理费用	304	358	385	417
财务费用	11	-53	-66	-78
研发费用	17	19	21	23
费用合计	1,572	1,707	1,820	1,971
资产减值损失	-14	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	24	-3	-3	-3
营业利润	739	849	943	1,054
加:营业外收入	12	6	5	4
减:营业外支出	3	3	2	1
利润总额	747	852	946	1,057
所得税费用	221	263	291	325
净利润	526	588	654	733
少数股东损益	-6	4	4	4
归母净利润	532	585	650	728

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	11.9%	8.8%	9.0%	9.8%
归母净利润增长率	24.2%	9.8%	11.2%	12.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	59.2%	60.6%	60.4%	60.4%
四项费用/营收	35.9%	35.8%	35.0%	34.5%
净利率	12.0%	12.3%	12.6%	12.8%
ROE	4.8%	5.2%	5.7%	6.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.6%	18.2%	18.2%	18.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	9.6	10.1	10.7	11.4
存货周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.77	0.84	0.94	1.05
P/E	34.3	31.2	28.1	25.1
P/S	4.2	3.8	3.5	3.2
P/B	1.7	1.7	1.6	1.6

## ■ 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。