

2024年08月22日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

行业需求疲软，业绩不及预期

—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8月21日，张裕A发布2024年中报。

投资要点

基本数据

2024-08-21

当前股价(元)	21.25
总市值(亿元)	147
总股本(百万股)	692
流通股本(百万股)	455
52周价格范围(元)	20.03-31.37
日均成交额(百万元)	45.31

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《张裕 A (000869)：利润有所承压，期待边际改善》2024-04-26
- 《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

业绩不及预期，收入利润双承压

行业需求下行，业绩表现承压。2024H1 总营收 15.22 亿元（同减 22.60%），归母净利润 2.21 亿元（同减 39.17%），扣非净利润 1.95 亿元（同减 39.91%）。2024Q2 总营收 7.11 亿元（同减 14.82%），归母净利润 0.62 亿元（同减 28.30%），扣非净利润 0.41 亿元（同减 28.65%）。产品结构提升，费投力度加大。2024H1 毛利率/净利率分别为 60.87%/14.58%，分别同比+1.82/-3.25pcts；2024Q2 毛利率/净利率分别为 62.79%/8.66%，分别同比+3.34/-1.82pcts，毛利率提高主要系公司高端化措施取得成效。2024H1 销售/管理费用率分别为 25.74%/8.73%，同比+2.71/+2.19pcts；2024Q2 分别同比+5.03/+2.08pcts，公司加大圈层营销与宴会营销，销售费用率同比提高。现金流环比向好，Q2 销售回款表现较好。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为 2.04/2.69 亿元，同比-61.38%/+38.53%；销售回款分别为 18.66/9.82 亿元，同比-9.62%/+16.05%。截至 2024H1 末，合同负债 1.38 亿元（环比减少 0.21 亿元）。

毛利率有效提升，持续推进高端化建设

分产品来看，2024H1 葡萄酒/白兰地营收分别为 11.05/3.56 亿元，分别同比 -19.42%/-33.36%；毛利率分别为 60.83%/60.24%，分别同比+2.05/+1.60pcts。公司持续推进产品高端化建设，着力龙谕、可雅和解百纳等重点产品，产品结构有效提升。量价拆分来看，2024H1 葡萄酒/白兰地销量分别为 2.60/0.91 万吨，分别同比-12.66%/-29.92%；吨价分别为 4.25/3.90 万元/吨，分别同比-7.74%/-4.91%。下半年公司将抓好发展高毛利产品、限制低毛利产品、控制滞销产品，集中资源打造重点产品。

聚焦核心市场，期待营销队伍焕新

分渠道来看，2024H1 经销/直销渠道营收分别为 12.64/2.58 亿元，分别同比 -26.12%/+0.97%，分别占总收入 83.05%/16.95%，直销渠道保持稳定。分区域来看，2024H1

境内/境外营收分别为 12.77/2.45 亿元，分别同比-24.31%/-12.26%，分别占总收入 83.92%/16.08%，毛利率分别同比+1.11pcts/+9.63pcts，境外市场毛利率提升明显。截至 2024H1，公司拥有经销商 5206 家，较 2023 年年末增加 147 家。下半年公司将进一步整顿营销团队，加大圈层和宴席推广力度，聚焦核心市场与渠道。

■ 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。短期受葡萄酒行业整体需求疲软影响，根据中报，我们略调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.50/0.61/0.73（前值为 0.84/0.94/1.05）元，当前股价对应 PE 分别为 42/35/29 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	3,477	4,000	4,477
增长率（%）	11.9%	-20.7%	15.0%	11.9%
归母净利润（百万元）	532	347	425	508
增长率（%）	24.2%	-34.7%	22.3%	19.6%
摊薄每股收益（元）	0.77	0.50	0.61	0.73
ROE（%）	4.8%	3.1%	3.8%	4.5%

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
流动资产:				
现金及现金等价物	2,218	3,383	3,720	4,114
应收款	455	343	373	392
存货	2,765	2,277	2,449	2,560
其他流动资产	558	452	500	537
流动资产合计	5,996	6,455	7,042	7,603
非流动资产:				
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	13,382	13,580	13,779
流动负债:				
短期借款	365	385	400	410
应付账款、票据	473	410	443	465
其他流动负债	1,139	1,139	1,139	1,139
流动负债合计	2,153	2,077	2,136	2,174
非流动负债:				
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	2,285	2,353	2,397
所有者权益				
股本	692	692	692	692
股东权益	10,991	11,097	11,227	11,382
负债和所有者权益	13,336	13,382	13,580	13,779

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	526	350	428	511
少数股东权益	-6	2	3	3
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	610	-206	-139
经营活动现金净流量	1173	1375	611	737
投资活动现金净流量	-323	386	361	337
筹资活动现金净流量	315	-208	-273	-341
现金流量净额	1,165	1,554	699	732

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,385	3,477	4,000	4,477
营业成本	1,787	1,377	1,582	1,765
营业税金及附加	350	285	320	358
销售费用	1,240	1,099	1,240	1,365
管理费用	304	299	328	345
财务费用	11	-76	-84	-94
研发费用	17	14	16	18
费用合计	1,572	1,336	1,500	1,633
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	503	615	735
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	506	618	738
所得税费用	221	156	190	227
净利润	526	350	428	511
少数股东损益	-6	2	3	3
归母净利润	532	347	425	508

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	11.9%	-20.7%	15.0%	11.9%
归母净利润增长率	24.2%	-34.7%	22.3%	19.6%
盈利能力				
毛利率	59.2%	60.4%	60.4%	60.6%
四项费用/营收	35.9%	38.4%	37.5%	36.5%
净利率	12.0%	10.1%	10.7%	11.4%
ROE	4.8%	3.1%	3.8%	4.5%
偿债能力				
资产负债率	17.6%	17.1%	17.3%	17.4%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
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
每股数据(元/股)				
EPS	0.77	0.50	0.61	0.73
P/E	27.6	42.3	34.6	28.9
P/S	3.4	4.2	3.7	3.3
P/B	1.4	1.3	1.3	1.3

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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

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。