

食品饮料/必需消费

首次覆盖

张裕 A(000869)

葡萄酒和白兰地同步发力，龙头复兴可期

——张裕 A 首次覆盖报告

 瞿猛(分析师)
 021-38676442
 zimeng@gtjas.com

证书编号 S0880513120002

本报告导读：

公司完成葡萄酒全球化布局，高端化有望加速推进，叠加反倾销政策出台，竞争格局有望同步改善。烈性酒市场空间超 6000 亿元，白兰地拓展空间和业绩弹性可期。

投资要点：

- **投资建议：**葡萄酒和白兰地产品升级和市场扩容驱动业绩加速增长，叠加葡萄酒反倾销优化竞争格局。预计 2020-2022 年 EPS 为 1.03/1.46/1.75 元，参考可比公司给予目标价 65.3 元，首次覆盖，增持。
- **葡萄酒全球化布局维持，高端化前景可期。**2019 年公司营收占规模以上葡萄酒企业 35%，净利润占上市葡萄酒企业 92%，龙头优势凸显。2015-2018 年公司收购了全球重要葡萄酒产区的六座海外酒庄，为产品和品牌升级奠定坚实基础。公司聚焦高品质、中高端、大单品，中高端酒占比有望加速提升，2020H1 海外收入占比逆势提升至 16%。
- **烈性酒市场空间超 6000 亿元，白兰地拓展空间和业绩弹性可期。**白兰地与白酒同属于烈性酒，消费群体具有一定相似性，但国内白兰地市场规模仅百亿元，白酒市场规模超 6000 亿元，未来白兰地借鉴高端白酒推广经验成长空间广阔。2015-2020H1 公司白兰地营收占比从 19% 上升至 27%，我们推算期间白兰地出厂均价提升约 24%，目前高端品牌可雅产品价格已比肩人头马，业绩弹性加速释放可期。
- **反倾销助力葡萄酒竞争格局改善，公司作为国内龙头迎来发展机遇。**2020 年 11 月 28 日起我国对澳大利亚进口相关葡萄酒实施临时反倾销措施，保证金比率 107.1%-212.1%，澳大利亚是我国进口葡萄酒第一大国（占比 38%）。反倾销有利于优化国内葡萄酒市场格局，公司作为国内葡萄酒龙头企业有望把握机遇加速获取市场份额。
- **风险提示：**疫情影响时间长于预期；白兰地市场培育效果不及预期等。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,142	5,031	3,701	4,648	5,380
(+/-)%	4%	-2%	-26%	26%	16%
经营利润（EBIT）	1,341	1,504	916	1,301	1,550
(+/-)%	0%	12%	-39%	42%	19%
净利润（归母）	1,043	1,130	708	1,004	1,199
(+/-)%	1%	8%	-37%	42%	19%
每股净收益（元）	1.52	1.65	1.03	1.46	1.75
每股股利（元）	0.50	0.60	0.70	0.58	0.58

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	26.1%	29.9%	24.8%	28.0%	28.8%
净资产收益率(%)	10.9%	11.0%	6.7%	9.0%	10.0%
投入资本回报率(%)	9.1%	9.6%	5.8%	7.8%	8.8%
EV/EBITDA	10.37	10.38	23.66	17.65	14.85
市盈率	28.66	26.45	42.19	29.76	24.93
股息率(%)	1.1%	1.4%	1.6%	1.3%	1.3%

评级：**增持**
 目标价格：**65.30**

当前价格：**43.60**
 2021.01.04

交易数据

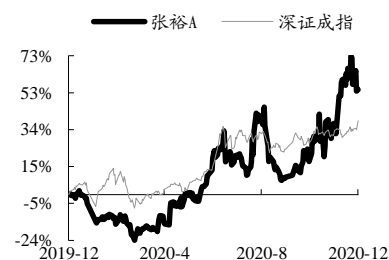
52 周内股价区间（元）	21.81-48.59
总市值（百万元）	29,886
总股本/流通 A 股（百万股）	685/685
流通 B 股/H 股（百万）	232/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	7.93
日均成交值（百万元）	319.19

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	10,199
每股净资产	14.88
市净率	2.9
净负债率	-1.51%

EPS（元）	2019A	2020E
Q1	0.67	0.34
Q2	0.21	0.11
Q3	0.20	0.12
Q4	0.57	0.46
全年	1.65	1.03

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	13%	42%	55%
相对指数	7%	30%	16%

模型更新时间: 2021.01.04

股票研究

必需消费

食品饮料

张裕 A(000869)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 65.30

当前价格: 43.60

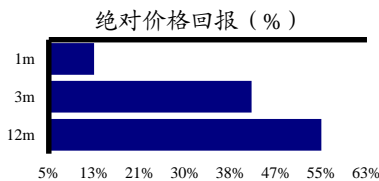
2021.01.04

公司网址

www.changyu.com.cn

公司简介

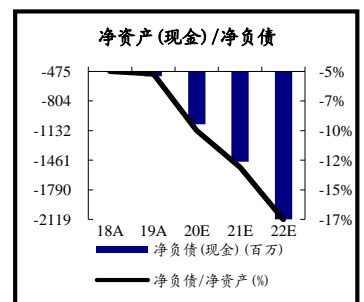
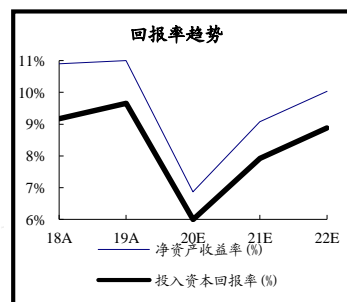
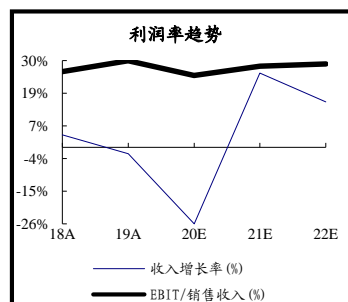
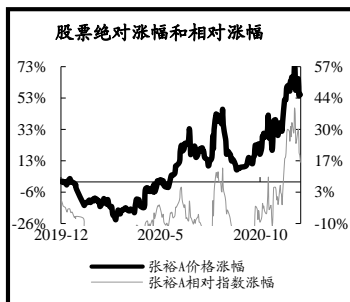
公司是中国第一个工业化生产葡萄酒的厂家,也是目前中国乃至亚洲最大的葡萄酒生产经营企业。公司以葡萄酒酿造为主,集保健酒与中成药研制开发、粮食白酒与酒精加工等为一体的大型综合性企业集团。



52 周内价格范围 21.81-48.59
 市值 (百万) 29,886

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,142	5,031	3,701	4,648	5,380
营业成本	1,902	1,887	1,501	1,750	1,982
税金及附加	276	268	198	249	288
销售费用	1,275	1,053	833	1,049	1,218
管理费用	344	312	248	294	336
EBIT	1,341	1,504	916	1,301	1,550
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	0	0	0
财务费用	36	35	23	23	27
营业利润	1,405	1,523	944	1,339	1,599
所得税	367	401	236	335	400
少数股东损益	-1	0	0	0	0
净利润	1,043	1,130	708	1,004	1,199
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,476	1,566	2,097	2,511	3,154
其他流动资产	259	267	267	267	267
长期投资	0	44	44	44	44
固定资产合计	5,750	5,894	6,210	6,437	6,675
无形及其他资产	656	846	803	751	688
资产合计	13,118	13,648	13,570	14,422	15,456
流动负债	2,730	2,656	2,316	2,551	2,795
非流动负债	497	413	413	413	413
股东权益	9,890	10,579	10,841	11,458	12,248
投入资本(IC)	10,888	11,613	11,871	12,488	13,277
现金流量表					
NOPLAT	992	1,110	687	976	1,163
折旧与摊销	331	340	302	308	320
流动资金增量	366	87	-342	212	164
资本支出	-327	-275	-321	-271	-296
自由现金流	1,361	1,262	325	1,225	1,350
经营现金流	976	838	1,402	1,155	1,407
投资现金流	-508	-208	-345	-300	-323
融资现金流	-432	-471	-526	-441	-441
现金流净增加额	36	158	531	414	643
财务指标					
成长性					
收入增长率	4.3%	-2.2%	-26.4%	25.6%	15.7%
EBIT 增长率	0.3%	12.1%	-39.1%	42.0%	19.1%
净利润增长率	1.1%	8.4%	-37.3%	41.8%	19.4%
利润率					
毛利率	63.0%	62.5%	59.4%	62.3%	63.2%
EBIT 率	26.1%	29.9%	24.8%	28.0%	28.8%
净利润率	20.3%	22.5%	19.1%	21.6%	22.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.9%	11.0%	6.7%	9.0%	10.0%
总资产收益率(ROA)	7.9%	8.3%	5.2%	7.0%	7.8%
投入资本回报率(ROIC)	9.1%	9.6%	5.8%	7.8%	8.8%
运营能力					
存货周转天数	523.0	555.5	539.2	547.3	543.3
应收账款周转天数	17.2	19.3	18.3	18.8	18.5
总资产周转率	931.1	990.2	1,338.2	1,132.4	1,048.5
净利润现金含量	0.9	0.7	2.0	1.2	1.2
资本支出/收入	6.4%	5.5%	8.7%	5.8%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	24.6%	22.5%	20.1%	20.5%	20.8%
净负债率	-4.8%	-5.0%	-9.8%	-12.9%	-17.3%
估值比率					
PE	28.66	26.45	42.19	29.76	24.93
PB	1.86	1.91	2.83	2.67	2.50
EV/EBITDA	10.37	10.38	23.66	17.65	14.85
P/S	5.81	5.94	8.07	6.43	5.55
股息率	1.1%	1.4%	1.6%	1.3%	1.3%



目录

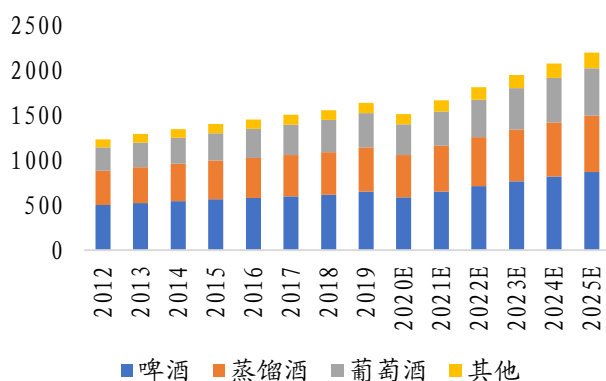
1. 行业概况：反倾销改善竞争格局，葡萄酒发展空间广阔	4
1.1. 葡萄酒全球市场增速领衔，中国市场前景广阔	4
1.2. 反倾销助力行业格局改善，国产品牌迎来机遇	6
2. 公司概况：中国葡萄酒行业龙头，传承与创新并行	9
2.1. 发展历程：120 余年历史积淀，传承与创新并行	9
2.2. 产品结构：国内葡萄酒行业龙头，白兰地占比稳步提升	11
3. 未来看点：高端化与数字化驱动，龙头复兴可期	13
3.1. 葡萄酒：全球化产能布局，坚定推进中高端战略	13
3.2. 白兰地：烈性酒替代空间广阔，业绩弹性可期	16
3.3. 营销：数字化精准营销，激励机制优化	19
4. 盈利预测与投资建议	20
5. 风险提示	22

1. 行业概况：反倾销改善竞争格局，葡萄酒发展空间广阔

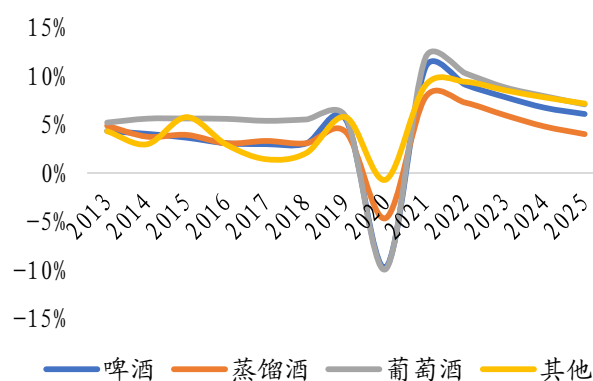
1.1. 葡萄酒全球市场增速领衔，中国市场前景广阔

全球含酒精饮料市场收入持续增长，葡萄酒细分市场收入增速领衔。据 statista 统计，2019 年全球含酒精饮料收入 16385.5 亿美元，其中啤酒为细分市场销售冠军，收入占比达 40%，蒸馏酒位居第二，占比 30%，葡萄酒位居第三位，占比为 23%。据 statista 预测，未来 5 年含酒精饮料收入将维持 7.2% 的复合增速，葡萄酒收入复合增速将达到 9.2%。在收入增速方面，2013-2019 年葡萄酒收入增速领跑，2020 年受疫情冲击，整体含酒精饮料收入增速大幅下降，但随着疫情影响减弱，2021 年市场有望触底反弹，预计未来 2021-2025 年葡萄酒收入增速将继续领跑行业。

图 1：全球含酒精饮料市场收入逐年增长(十亿美元) 图 2：葡萄酒细分市场收入增速领衔



数据来源：statista、国泰君安证券研究

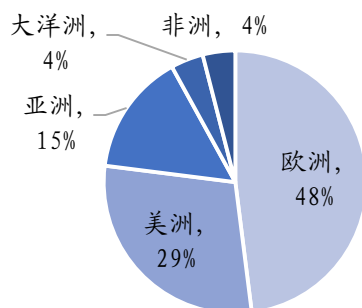


数据来源：statista、国泰君安证券研究

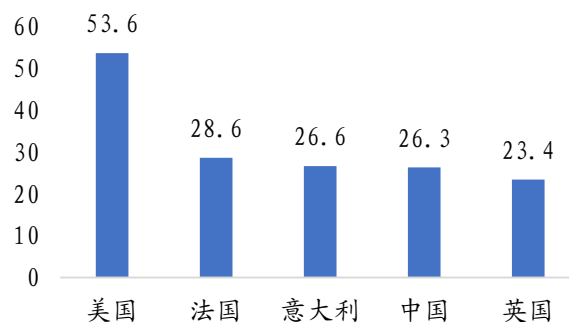
全球葡萄酒销售收入欧洲贡献近半，中国葡萄酒销售额位居全球第四。据 statista 数据，2019 年欧洲占据了全球葡萄酒销售额 48% 的份额，作为众多世界名酒的诞生地，2019 年欧洲葡萄酒销售收入达 1820 亿美元，独占半壁江山，亚洲位居第三，占比 15%。分国家看，全球葡萄酒版图依据酿酒历史、葡萄种植方式及酿造理念等因素被分为新世界和旧世界，旧世界包括法国、意大利、西班牙等国，新世界包括美国、中国、澳大利亚等国。作为葡萄酒新兴消费国家的中国，近年来葡萄酒市场发展迅猛，2019 年葡萄酒销售收入达 263 亿美元，位居世界第四位，增长潜力可期。

图 3：2019 年各洲葡萄酒销售收入占比

图 4：中国葡萄酒销售收入位居世界第四(十亿美元)



数据来源: statista、国泰君安证券研究

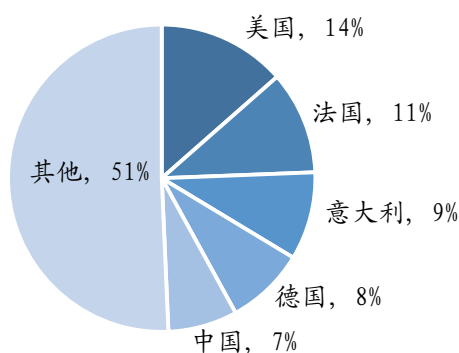


数据来源: statista、国泰君安证券研究

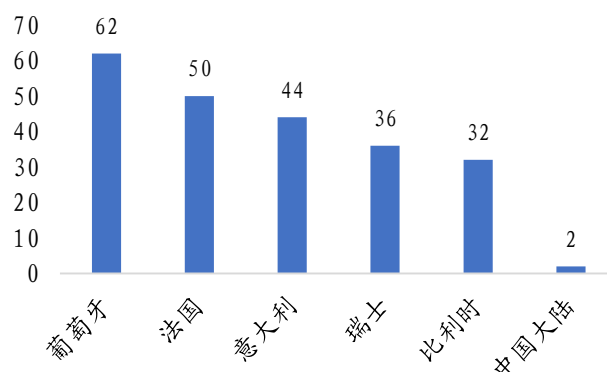
中国葡萄酒总消费量位居世界第五，但人均消费量仍有极大提升空间。据 OIV 报告，2019 年全球葡萄酒消费量 244 亿升，中国葡萄酒消费量 17.8 亿升，占比 7%，位居世界第五。然而中国葡萄酒人均消费量远低于海外国家，2018 年葡萄酒人均消费量排名前 5 的国家为葡萄牙 (62 升)、法国 (50 升)、意大利 (44 升)、瑞士 (36 升)、比利时 (32 升)，而中国大陆葡萄酒人均消费量仅 2 升，提升空间巨大。据 IWSR 预测，未来中国有望超越法国，成为世界第二大葡萄酒市场。

图 5: 2019 年中国葡萄酒消费量位居世界第五

图 6: 中国葡萄酒人均消费量有待提升 (升)



数据来源: OIV、Wind、国泰君安证券研究

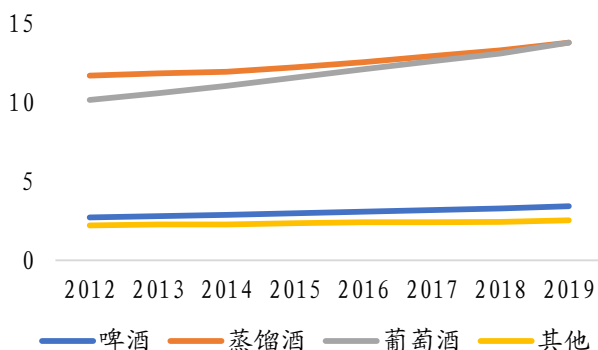


数据来源: OIV、Wind、国泰君安证券研究

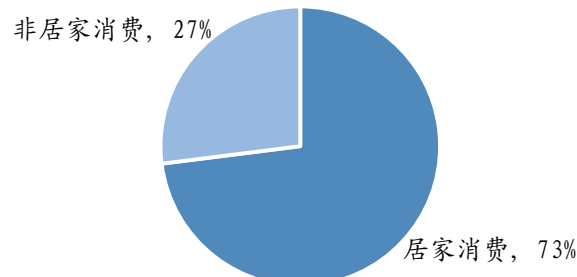
全球葡萄酒消费升级趋势明显，疫情有望催化中国葡萄酒居家消费。据 statista 数据，近年来葡萄酒单位价格逐年上涨，从 2012 年的 10.15 美元/升上升至 2019 年的 13.77 美元/升，与蒸馏酒单位价格基本持平，预计未来葡萄酒将延续消费升级趋势，单位价格甚至有望超越蒸馏酒，成为含酒精饮料行业价格领跑者。从消费场景看，2019 年全球葡萄酒销量中 73% 来源于居家消费。根据中新网报道，张裕集团董事长周董在接受采访时曾表示：中国葡萄酒市场社交和家庭两个消费场景过去的消费比例大约为九比一，但新冠疫情发生以来，社交消费几乎归零，长期被忽视的家庭消费市场正在兴起，“当家庭消费与社交消费平起平坐时，当中国葡萄酒的年均人均消费量超过 10 升，中国将会成为全球最大的葡萄酒消费国。”

图 7: 葡萄酒单位价格逐年上涨 (美元/升)

图 8: 居家消费为全球葡萄酒消费主流场景



数据来源: statista、国泰君安证券研究

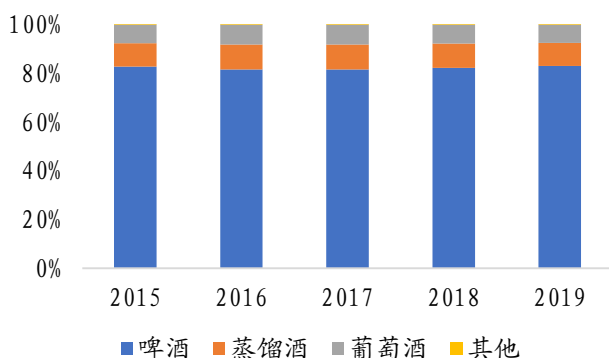


数据来源: statista、国泰君安证券研究

1.2. 反倾销助力行业格局改善，国产品牌迎来机遇

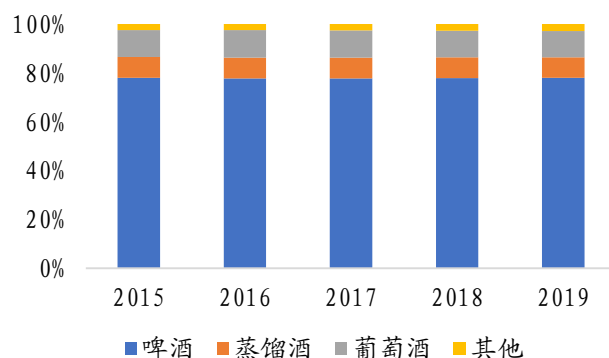
啤酒占据市场主力，中国葡萄酒市场成长空间广阔。根据欧睿咨询统计，2019 年中国含酒精饮料市场结构为：啤酒、蒸馏酒、葡萄酒分别占据 82.81%、9.55%和 7.47%的市场份额，中国葡萄酒市场占比低于全球葡萄酒市场占比约 3.3 个百分点。因为在中国市场，由于茅台、五粮液、泸州老窖等高端白酒品牌深受消费者喜爱，带动烈性酒销售额持续增长，未来随着消费者对于葡萄酒文化的接受程度提高和消费习惯养成，葡萄酒在中国市场的消费占比有望稳步提升。

图 9：中国含酒精饮料市场份额（百万升）



数据来源: Euromonitor、国泰君安证券研究

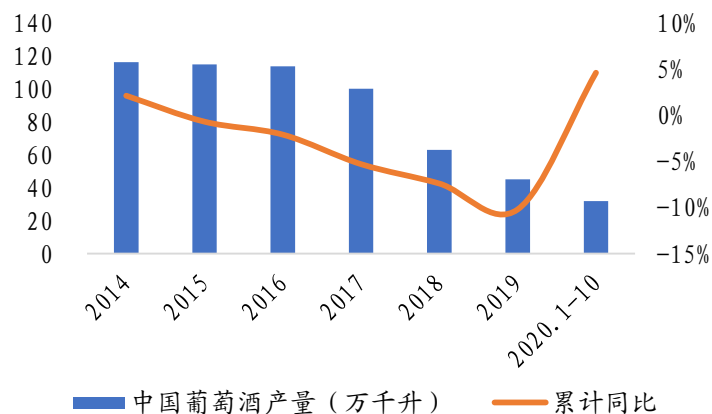
图 10：世界含酒精饮料市场份额（百万升）



数据来源: Euromonitor、国泰君安证券研究

中国葡萄酒产量位居世界第十，2020 年呈现逆势提升趋势。据 statista 数据，2019 年全球葡萄酒产量前三的国家分别为意大利、法国、西班牙，均隶属于旧世界葡萄酒产区，中国葡萄酒产量位居世界第十位。从国内市场看，根据国家统计局数据，我国葡萄酒产量自 2014 年起逐年走低，2019 年产量为 45.1 万千升，同比减少 10.2%，但 2020 年随着疫情影响发酵和国家反倾销政策出台，2020 年 1-10 月国产葡萄酒产量有所回升，同比增长 4.6%。OIV 报告显示，2019 年中国葡萄园种植面积达 85.5 万公顷，仅次于西班牙（96.6 万公顷）位居全球第二，但其中酿酒葡萄种植比例较低，2018 年为 10.3%。中国种植葡萄品种丰富，随着葡萄酒需求增长，未来酿酒葡萄的种植比例有望逐步提升，发展潜力可期。

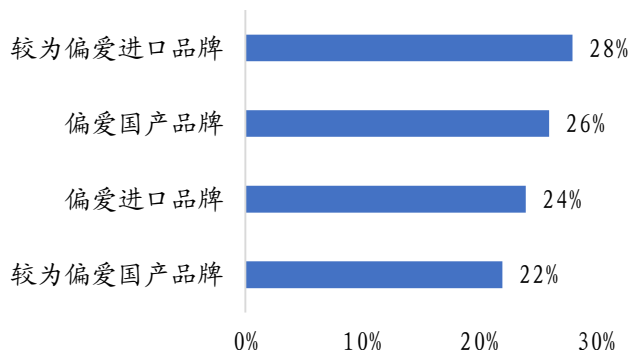
图 11：中国葡萄酒产量出现回升（万千升）



数据来源: Wind、国家统计局、国泰君安证券研究

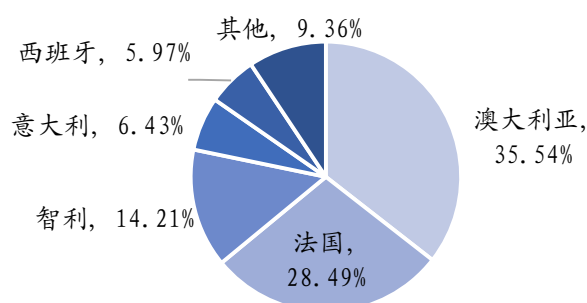
澳大利亚、法国是中国进口葡萄酒主要来源地，但近年来进口葡萄酒数量及金额呈下降趋势，国产品牌迎来转机。2019 年中国进口葡萄酒的主要来源国为澳大利亚、法国、智利，其中澳大利亚占中国进口葡萄酒份额达 35.54%，位居首位。据海关总署统计，中国进口葡萄酒数量自 2017 年起不断下降，2020 年 1-10 月进口数量为 38.63 千万升，同比下降 29.3%。进口葡萄酒金额自 2018 年起呈持续下降趋势，2020 年 1-10 月进口金额为 21.60 亿美元，同比下降 25.3%。在进口葡萄酒数量和金额双双下滑的趋势下，国产葡萄酒品牌发展迎来转机。

图 12: 52%中国消费者倾向于进口葡萄酒品牌



数据来源: 麦肯锡、国泰君安证券研究

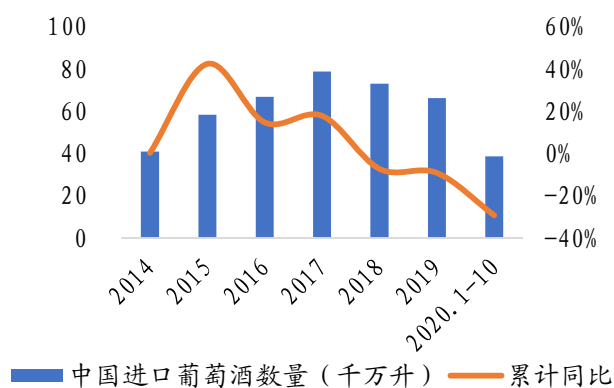
图 13: 澳大利亚居中国进口葡萄酒份额首位



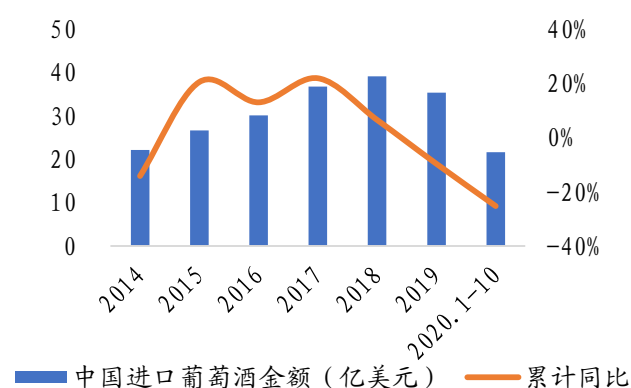
数据来源: statista、国泰君安证券研究

图 14: 中国进口葡萄酒数量呈下降态势

图 15: 中国进口葡萄酒金额呈下降态势



数据来源：Wind、海关总署、国泰君安证券研究



数据来源：Wind、海关总署、国泰君安证券研究

反倾销助力行业格局改善，国产葡萄酒品牌有望加速抢占市场份额。

2020 年以前，中国对新西兰、智利、澳大利亚等国的进口葡萄酒实行零关税政策，一方面促进了中国葡萄酒市场的发展，另一方面也使得进口葡萄酒不断抢占国产品牌的市场份额，本土葡萄酒品牌发展在一定程度上受到冲击。商务部于 2020 年 11 月 27 日发布公告称，原产于澳大利亚的进口相关葡萄酒存在倾销，并决定自 2020 年 11 月 28 日起采用保证金形式对上述产品实施临时反倾销措施，各公司保证金比率为 107.1%-212.1%。近三年，澳大利亚已经成为中国葡萄酒市场产销量最大的国家，超过了最早进入中国市场的法国。据中国食品土畜进出口商会公布的数据显示，2020H1 全国葡萄酒进口量 21.5 万千升，进口额 8.3 亿美元，其中来源地为澳大利亚的葡萄酒进口量为 5394.63 万升，进口额 3.18 亿美元，占比 38.18%，位居第一。此次临时反倾销措施的实施，有利于优化国内葡萄酒市场竞争格局，为国产葡萄酒品牌创造发展空间，国产葡萄酒龙头品牌有望加速发展。

表 1：2020 年 1-6 月中国酒类进口情况

商品名称	进口量 (万升)	进口额 (万美元)	数量同比	金额同比
黄酒	0.53	8.85	-71.14%	-46.63%
烈酒	4407.32	47056.26	-7.97%	-31.36%
啤酒	28629.50	33441.88	-22.58%	-17.50%
葡萄酒	21483.82	83161.08	-31.89%	-32.32%

数据来源：CAWS、国泰君安证券研究

表 2：中国进口葡萄酒进口税收政策发生改变

时间	政策
2005 年	进口瓶装葡萄酒关税从 43% 下调至 14% 进口散装葡萄酒关税从 43% 下调至 20%
2012 年	新西兰葡萄酒进口中国享受“零关税”
2015 年	智利葡萄酒进口中国享受“零关税”
2019 年	澳大利亚葡萄酒进口中国享受“零关税”
2020 年	中国对澳大利亚进口葡萄酒实施临时反倾销措施

数据来源：中国海关总署、国泰君安证券研究

张裕稳居中国葡萄酒市场龙头地位，相比国际巨头仍有较大成长空间。据 Euromonitor 统计，2019 年全球葡萄酒行业排名前五的企业主要来自于美国和澳洲，生产量排名第一的企业为美国嘉露酒庄，占全球生产量的 3.4%，前五大葡萄酒厂合计占全球产量 9.2%。从国内市场看，据中国酒业协会数据显示，2019 年全国规模以上葡萄酒企业销售收入合计 145.09 亿元，其中张裕营收 50.31 亿元，占比接近 35%，独占鳌头。2019 年全国 13 家葡萄酒上市公司净利润合计（不含亏损）为 12.29 亿元，张裕净利润 11.29 亿元，占比更是高达 92%，张裕稳居行业龙头地位。2019 年张裕占全球葡萄酒产量的 0.4%，相比国际巨头成长空间广阔。

图 16: 世界前五大葡萄酒公司市场份额

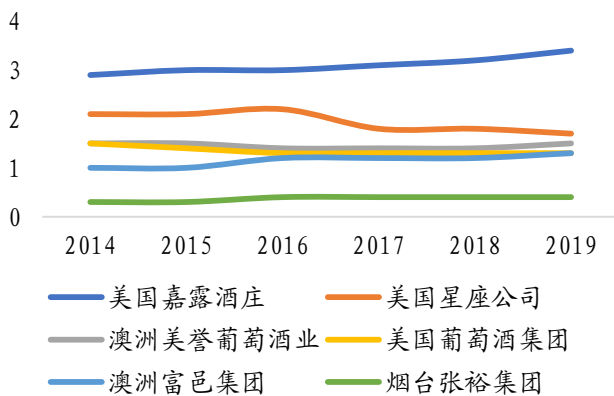
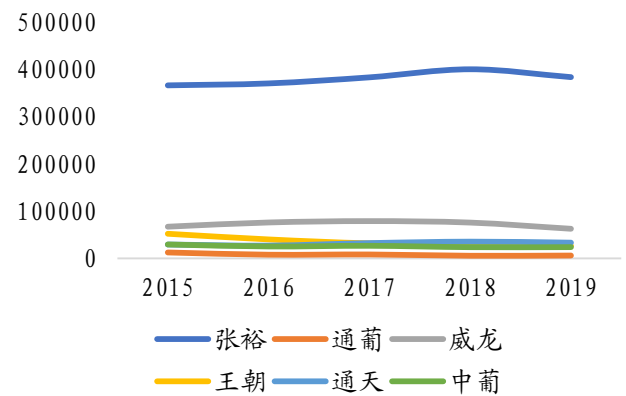


图 17: 张裕葡萄酒业务行业领先 (万元)



数据来源: Euromonitor、中国酒业协会、Wind、国泰君安证券研究

2. 公司概况: 中国葡萄酒行业龙头, 传承与创新并行

2.1. 发展历程: 120 余年历史积淀, 传承与创新并行

百年张裕, 历史积淀、锐意进取。张裕集团的前身是张裕酿酒公司, 由爱国华侨张弼士于 1892 年投资创立, 开创了中国工业化生产葡萄酒的先河。2000 年 10 月, 张裕 A 股在深圳证券交易所成功上市。截至目前, 公司已建成六大酿酒葡萄产区, 30 万亩葡萄原料基地以及八大酒庄, 持有“张裕”、“解百纳”、“爱斐堡”三大中国驰名商标。

表 3: 公司发展阶段

时间	主要事件
1892-1914 年 萌芽期	爱国华侨张弼士于 1892 年投资创立张裕酿酒公司, 从欧洲大批引进优质葡萄苗木, 创建葡萄园, 酿造出中国第一批葡萄酒。历时 11 年 (1894 年-1905 年) 建成地下大酒窖, 至今保存完好, 被誉为世界建筑史上的奇迹。1912 年张裕得到孙中山先生亲笔题词“品重醴泉”。1914 年, 张裕“双麒麟”商标注册成功, 公司正式对外营业。
1915-2000 年 起步期	“张裕”商标被国家工商局认定为全国驰名商标。1994 年 9 月, 张裕公司成为烟台市第一家国有独资有限责任公司, 即烟台张裕集团有限公司。1997 年, 集团公司将其下属的白兰地、葡萄酒、香槟酒、保健酒四个酒业公司及五个相关联的辅助公司进行资产重组, 同时发行 8800 万股境内上市外资股 (B 股) 设立烟台张裕葡萄酒股份有限公司。2000 年 10 月, 张裕 A 股在深圳证券交易所成功上市, 募集资金 6.2 亿元人民币。
2001-2011 年 高速发展期	公司投资建设多个酒庄, 布局葡萄原料基地, 积极开拓海外市场, 2006 年张裕解百纳成功进驻欧洲市场, 截止目前已出口到欧美亚 28 个国家。期间获多个国际大赛奖项, 跻身全球葡萄酒行业四

	强。2011 年公司营业收入达 60 亿元，归母净利润 19 亿元，业绩持续高速增长。
2012-2014 年 行业下行期	“解百纳”及“爱斐堡”成为中国驰名商标，至此公司已拥有三件中国驰名商标，品牌影响力和品牌美誉度不断提升。随着三公消费禁令出台，国内葡萄酒需求增长放缓，市场竞争加剧和高档葡萄酒需求持续萎缩，公司连续三年营收和净利润同比下滑。面对不利经营环境，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，在行业下行期将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，为遏制营业收入下滑趋势发挥了重要作用。
2015-2018 年 全球布局期	公司先后收购国外 6 座酒庄，完成对全球重要葡萄酒生产国和产区的布局，葡萄酒、白兰地产品品质不断提升，中高端产品线丰富。经过十余年的快速发展，公司已稳居中国葡萄酒行业龙头地位。
2019 年至今 龙头复兴期	2019 年净利润逆势增长，2020 年反倾销政策出台助力竞争格局改善，国产品牌迎来发展机遇。公司产品升级战略逐步落地，激励以高端化为导向，数字化转型助力精准营销，龙头复兴在望。

数据来源：公司官网、公司公告、国泰君安证券研究

图 18：公司上市以来历经四大发展阶段



数据来源：Wind、公司官网、公司公告、国泰君安证券研究

表 4：公司上市以来历年营业收入增速和归母净利润增速

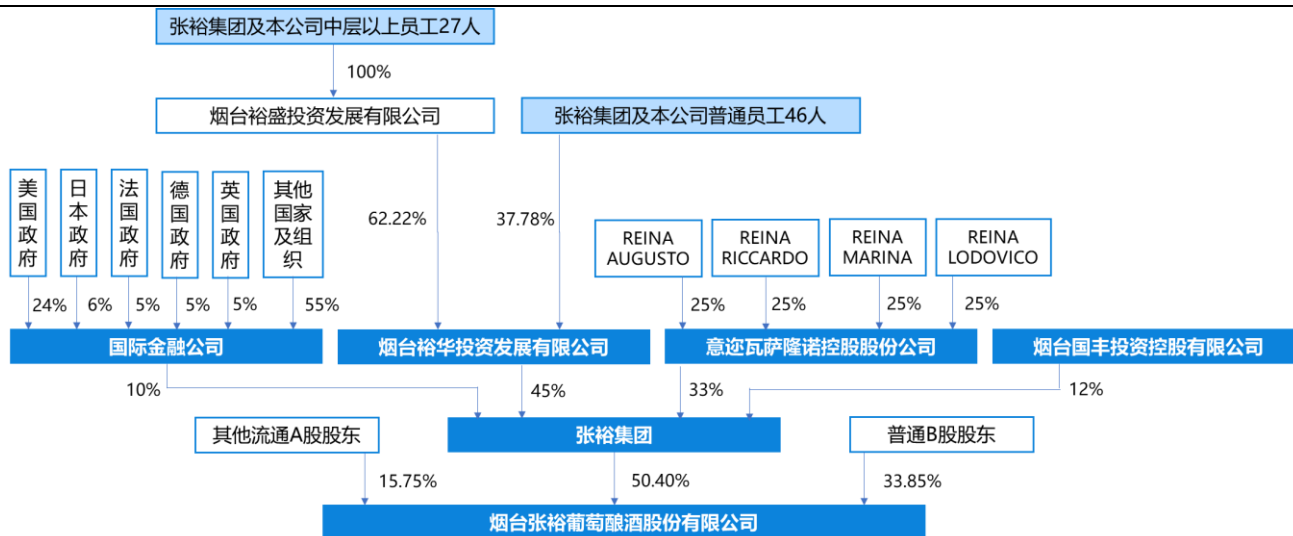
	2001-2011 年	2012-2014 年	2015-2018 年	2019 年
张裕 A 区间涨幅	1239%	-53%	-27%	83%
上证指数区间涨幅	5%	49%	-26%	37%
营收 CAGR	19%	-12%	5%	-2%
归母净利润 CAGR	28%	-20%	2%	8%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

员工持股叠加高管增持，激励机制有望不断优化。公司控股股东为烟台张裕集团有限公司，而张裕集团由烟台裕华投资发展有限公司、意大利意述瓦萨隆诺控股股份公司、烟台国丰投资控股集团有限公司、国际金融公司四方股东共同控制，持股比例分别为 45%、33%、12%、10%。烟台烟台裕华投资发展有限公司是张裕集团和上市公司高管及核心员工

持股平台，共计 73 名高管及核心员工间接持有上市公司股权，激励机制较为完善。烟台张裕集团有限公司、烟台张裕葡萄酒股份有限公司现任董事长周洪江先生为博士学历，高级工程师，曾任烟台张裕葡萄酒股份有限公司销售公司总经理，现任第十三届全国人民代表大会代表。公司董事长周洪江先生于 2020 年 3 月和 9 月，通过集中竞价方式自二级市场分别购入 2.59 万股和 1.09 万股公司股份，彰显了对公司未来持续稳定发展的坚定信心和对公司价值的认可。随着公司聚焦高端化和数字化发展战略不断推进，公司激励机制也有望不断完善，推动核心员工共同为企业长期发展奋斗。

图 19：集团和公司高管和核心员工持有上市公司股权



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 产品结构：国内葡萄酒行业龙头，白兰地占比稳步提升

2019 年公司净利润逆势增长，国内葡萄酒龙头地位稳固。受中国经济增速放缓和中美贸易摩擦等多重不利因素的叠加影响，2019 年中国葡萄酒行业进口葡萄酒和国产葡萄酒销量延续 2018 年“双下降”趋势。2019 年公司实现营业收入 50.31 亿元，同比仅微降 2.16%，营业收入占全国规模以上葡萄酒企业销售收入的 34.68%，行业龙头地位稳固；2019 年公司实现净利润 11.3 亿元，在行业下行背景下净利润逆势增长 8.35%。

图 20：公司 2019 年实现营业收入 50.31 亿元

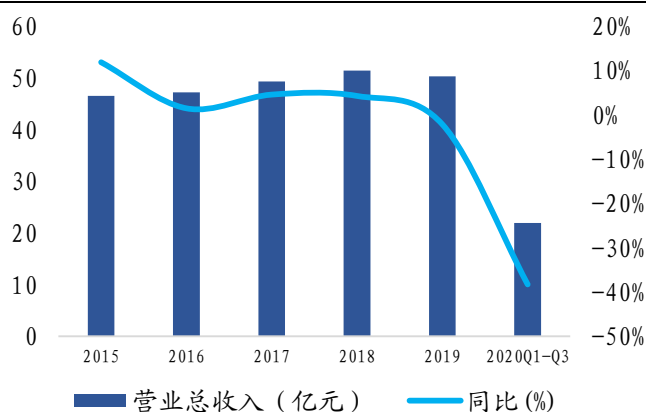
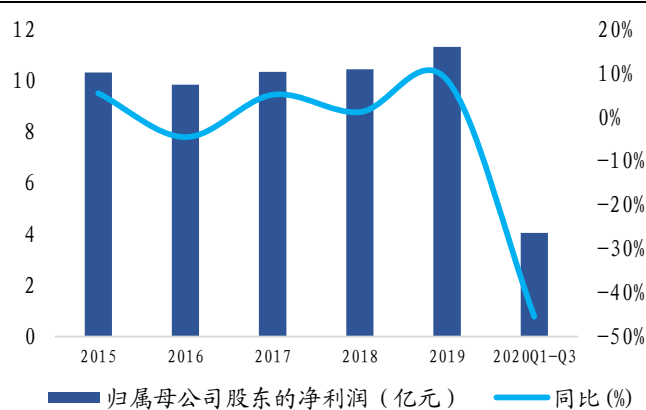


图 21：公司 2019 年净利润逆势增长 8.35%

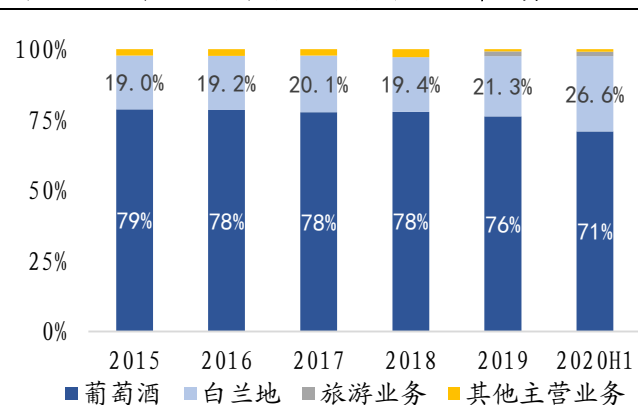


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

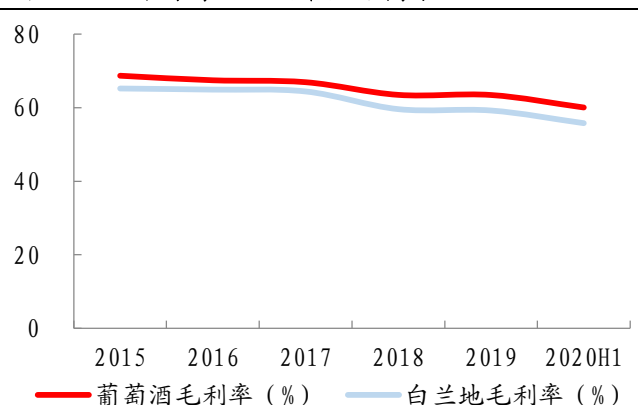
葡萄酒是公司主要营收来源,白兰地营收占比稳步提升。分产品看,公司主要产品分为葡萄酒和白兰地两大品类,其中葡萄酒是公司主要营收来源,2019 年葡萄酒营业收入为 38.3 亿,占比 76%,白兰地营业收入 10.7 亿,占比 21%。从 2018 年-2020H1,公司葡萄酒收入占比从 78%下降至 71%,白兰地收入占比从 19%提升至 27%。葡萄酒毛利率略高于白兰地毛利率,2020H1 葡萄酒和白兰地毛利率分别为 60.1%和 55.8%。

图 22: 公司白兰地营收占比整体呈上升趋势



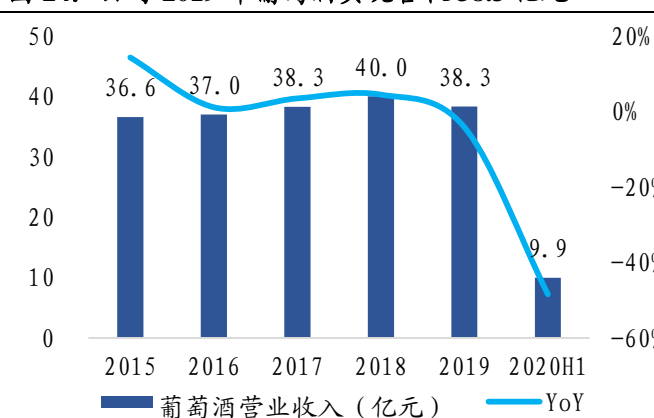
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 23: 公司葡萄酒毛利率整体高于白兰地



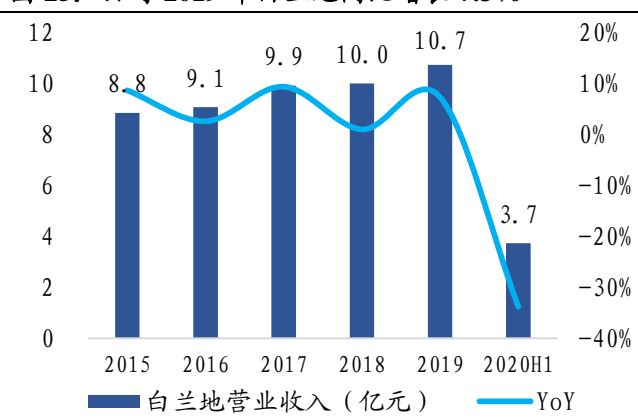
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 24: 公司 2019 年葡萄酒实现营收 38.3 亿元



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 25: 公司 2019 年白兰地同比增长 7.3%

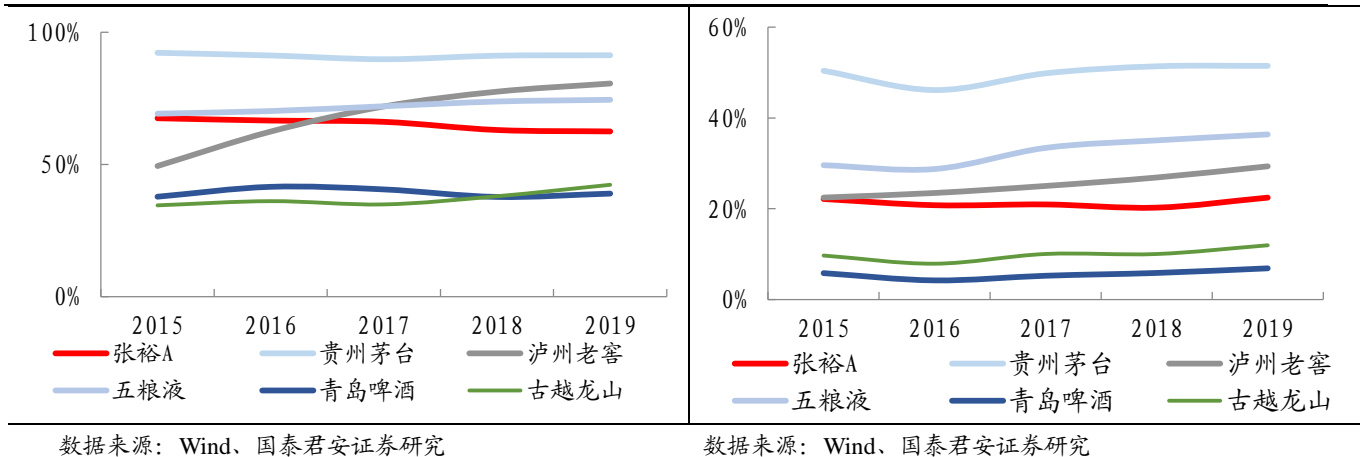


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

公司毛利率、净利率均低于白酒龙头,但显著高于啤酒、黄酒龙头,盈利能力仍有优化空间。毛利率上,公司 2019 年实现毛利率 62.48%,低于白酒龙头企业 (74.5%-91.3%),显著高于啤酒、黄酒龙头企业 (39%-42.3%);净利率上,2019 年公司实现净利率 22.15%,略低于白酒龙头企业 (29.3%-51.5%),显著高于啤酒、黄酒龙头企业 (6.9%-12%)。随着公司产品向中高端升级的推进,未来盈利能力仍有较大优化空间。

图 26: 公司毛利率低于白酒龙头高于啤酒、黄酒龙头

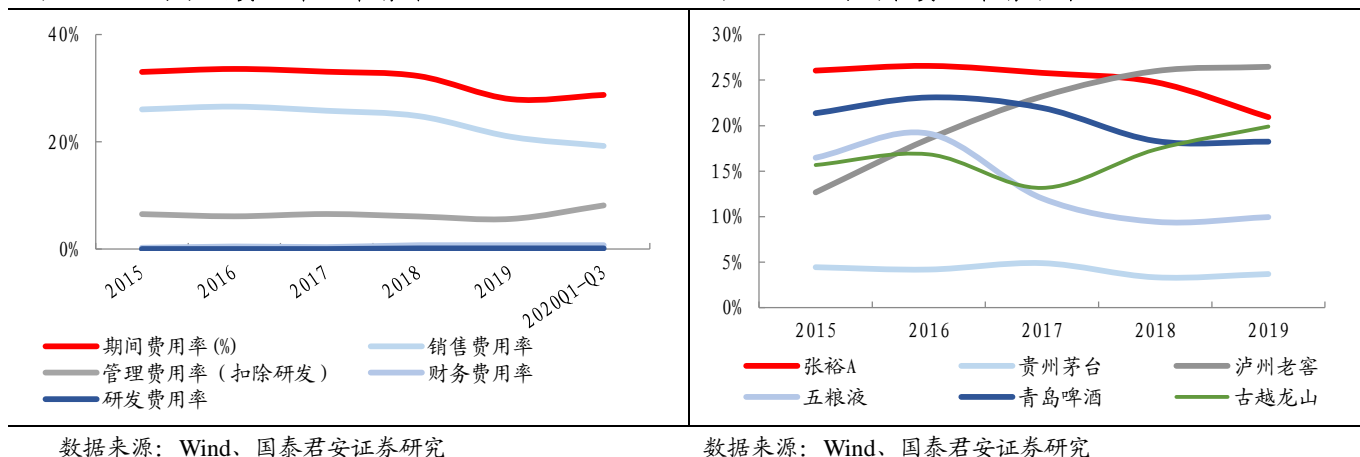
图 27: 公司净利率自 2016 年逐年上升



期间费用率稳中有降，对标其它酒类龙头仍有下降空间。公司 2019 年期间费用率为 27.96%，其中销售费用是主要费用，费用率达 20.93%，管理费用率（扣除研发）为 5.62%。对比其他酒类龙头，公司销售费用率仅低于泸州老窖，处于行业较高水平，但近年来呈现小幅下降趋势。随着张裕品牌知名度和影响力不断提升，未来销售费用率仍有优化空间。

图 28: 公司期间费用率稳中有降

图 29: 公司销售费用率有下降空间



3. 未来看点: 高端化与数字化驱动, 龙头复兴可期

3.1. 葡萄酒: 全球化产能布局, 坚定推进中高端战略

公司坚持三聚焦战略, 重点品牌体系明晰。2019 年公司总经理孙健在接受雪球专访时表示: “在酒种策略上, 坚持葡萄酒、白兰地、进口酒三箭齐发, 这三个酒种都要做中高端; 在品牌策略上, 坚持聚焦高品质、聚焦中高端、聚焦大单品的三聚焦战略。即未来更大的增长是靠更少的中高端品牌、但更多的销量来实现的。” 基于 3+3 战略, 公司重新进行品牌定位、聚焦战略品牌, 目前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。

公司为国内葡萄酒市场绝对龙头, 市场份额稳居首位。据中国酒业协会数据显示, 2019 年, 全国规模以上葡萄酒企业销售收入为 145.09 亿元,

据海关数据显示，2019 年，中国瓶装葡萄酒进口额为 22.89 亿美元，约合 160.23 亿元（以 1:7 的汇率计算），据此估算 2019 我国葡萄酒销售额合计约为 305.32 亿元。2019 年张裕葡萄酒业务实现营业收入 38.34 亿元，占比达 12.56%，市场份额稳居首位。

公司已实现葡萄酒全球产能布局，整合效应将逐步显现。近年来，公司先后收购了六座海外酒庄，实现了对法国、西班牙、澳大利亚、智利等全球重要葡萄酒生产国及重要产区的布局，成为全球布局最深、最广的葡萄酒企业之一。公司在进行海外酒庄布局的同时，积极推进市场、原料、技术和人才的共享，加快资源整合，全面提升张裕各个酒庄产品质量水平。在国内，公司拥有六大优质酿酒葡萄产区与八大葡萄酒酒庄，六大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。根据意大利投资银行 Mediobanca 发布的 2019 年葡萄酒行业调研报告，张裕旗下葡萄园面积 22910 公顷，位列全球第一，而第二名澳洲富邑集团葡萄园面积为 13025 公顷。

表 5: 公司葡萄园面积位列全球第一

酒企名称	葡萄园面积排名	葡萄园面积（公顷）	2018 年营业额（亿元）
张裕 A	1	22910	51.4
富邑集团	2	13025	140.4
智利干露酒庄	3	11624	61.3
嘉露酒庄	4	9312	345.9
星座集团	5	8296	174.5
保乐力加集团	6	5625	51.4

数据来源：意大利投资银行 Mediobanca 2019 年葡萄酒行业调研报告、Wind、国泰君安证券研究

表 6: 公司拥有八大国内酒庄和六大海外酒庄

酒庄名称	地区	描述
张裕巴保男爵酒庄	新疆	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。
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，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。
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。
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，主要酿造品种为“蛇龙珠”。
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，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 余次登上国宴, 成为大国元首访华宴会用酒。
可雅白兰地酒庄	烟台	是中国第一座专业白兰地酒庄, 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。
拉颂酒庄	法国	始建于 1850 年, 坐拥 96 英亩葡萄园。
歌浓酒庄	澳大利亚	葡萄园面积约 168 公顷, 创建于 1997 年, 迄今已 7 次获评“澳大利亚年度最佳酒庄”。
魔狮酒庄	智利	产品系列覆盖入门级、陈酿级以及智利中央山谷、空加瓜山谷和麦坡谷三个产区共五款产品, 是智利五大名庄之一。酒厂酿造的葡萄酒, 在各大国际葡萄酒大赛中获奖无数。
爱欧酒庄	西班牙	创办于 1899 年, 现为西班牙里奥哈法定产区前五大生产商之一, 旗下拥有五大分别位于里奥哈、纳瓦拉、卡斯蒂利亚、乌迪尔雷格纳、下海湾五大产区, 共约 22500 亩葡萄园, 年产能达 1.6 万吨。
蜜合花酒庄	法国	酒庄葡萄园面积为 42 公顷, 主要种植梅洛葡萄和赤霞珠葡萄品种, 酿优质波尔多红葡萄酒。酒庄年产波尔多 AOC 级别葡萄酒 25 万瓶。
富郎多家族干邑酒庄	法国	公司成立以来一直坚持生产量少但是质优的产品, 利用身处干邑核心区域的优势, 主要选用香槟区域最好的葡萄原料, 作为法国国宴用酒接待英国女王, 在行业内“最终级别”干邑的评价。

数据来源: 公司官网、国泰君安证券研究

坚定推进葡萄酒中高端升级, 高端酒庄酒主推摩塞尔、歌浓、魔狮, 中端主推解百纳。葡萄酒采取“主攻酒庄酒、做强解百纳、做大普通酒”战略, 国内外协同推进中高端产品发力。高端酒庄酒产品价格介于 200-9200 元之间, 以国内摩塞尔、澳大利亚歌浓和智利魔狮作为主推品牌; 中端酒以公司长期主推品牌解百纳为主, 主力产品价格介于 100-400 元之间, 是公司第一大单品, 全球累计销量已经超过 5 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。随着公司全球产能布局的完成以及产品力的持续提升, 近年来公司中高端酒收入占比稳步提升, 在中高端战略的推动下收入占比仍有进一步提升空间。分国内外收入来看, 2020H1 公司海外收入占比在疫情冲击下逆势提升至 16%, 显示海外红酒消费已经融入居民生活, 消费需求刚性凸显。

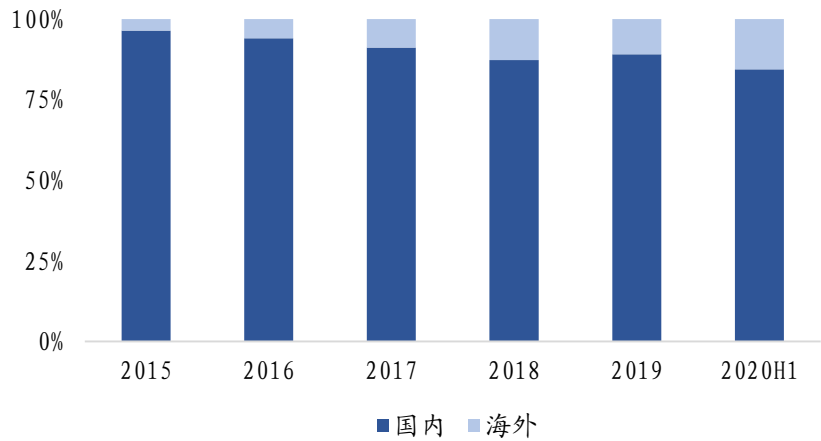
表 7: 公司葡萄酒三大系列主要产品价格及热卖度

葡萄酒系列	产品描述	产品规格	产品价格	热卖度
酒庄酒	摩塞尔十五世酒庄赤霞珠干红葡萄酒 15 度	750ml	1680 元	23599
	摩塞尔十五世酒庄摩塞尔传奇赤霞珠干红	750ml	218 元	9327
	歌浓酒庄 10k 酒庄庄主珍藏设拉子	750ml	9180 元	9555
	歌浓酒庄 9k 酒庄酿酒师珍藏歌海娜	750ml	3180 元	9270
	歌浓酒庄设拉子干红葡萄酒 6K	750ml	458 元	12334
解百纳	张裕第九代解百纳干红葡萄酒 (大师级)	750ml	398 元	36672
	张裕第九代解百纳干红葡萄酒 (珍藏级)	750ml	268 元	22426
	张裕第九代解百纳干红葡萄酒 (特选级)	750ml	158 元	45404
普通酒	张裕菲尼潘达赤霞珠干红葡萄酒-陈酿	750ml	99 元	7267

	长尾猫赤霞珠干红葡萄酒	750ml	99 元	2936
	长尾猫混酿干红葡萄酒	750ml	99 元	2488

数据来源：张裕旗下官方商城酒先锋、国泰君安证券研究

图 30：公司海外业务营收占比逐年上升



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

3.2. 白兰地：烈性酒替代空间广阔，业绩弹性可期

公司重视白兰地未来发展，6000 亿白酒带来想象空间。白兰地与白酒同属于烈性酒，消费群体有一定相似性，近年来，公司努力学习高端白酒品牌的推广经验，向 6000 亿元白酒市场寻求增长空间。公司白兰地营收占比呈稳健增长趋势，从 2015 年的 19% 上升至 2020H1 的 26.6%。

集中优势资源主推可雅，高端化战略成果显现。2017 年，张裕白兰地顺应酒类行业消费升级的发展趋势，明确了“高举高打、以高带低”的白兰地酒种发展战略，聚焦可雅、五星、迷霓、派格尔四个主推品牌。在四大品牌中，进一步聚焦定位于高端市场的可雅品牌，集中优势营销资源全力主推可雅，通过把可雅打造成白兰地中的茅台，从而带动白兰地酒种和各品牌的发展。公司白兰地从中低端向高端转型的战略已初见成效，从价格上看，张裕白兰地平均出厂价呈现逐年上升趋势，从 2014 年的 24.15 元/升上升至 2019 年的 30.25 元/升，2019 年涨幅为 7%；从结构上看，根据经销商草根调研我们了解到早期公司 150 元/瓶以上的白兰地占比预估仅为个位数，而目前高档酒占比已接近 1/3。

表 8：张裕白兰地四大品牌定位各有不同

品牌名称	品牌定位	重点面向人群
可雅	高端品牌	面向茅台、五粮液等高端白酒消费群体中偏爱白兰地的人群
五星	中高端品牌	面向中产人群
迷霓	中高端品牌	面向有一定消费力的、追求时尚品味的年轻人群
派格尔	中端品牌	面向大众人群

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 9：张裕白兰地四大品牌主要产品

品牌名称	产品图片	产品描述	产品规格	产品价格
------	------	------	------	------

可雅		张裕官方可雅白兰地 XO 可雅酒庄桶藏 15 年 40 度葡萄蒸馏酒单支	650ml	2588 元
		桶藏 10 年可雅白兰地 XO	700ml	1588 元
		桶藏 6 年可雅 VSOP 白 兰地	700ml	498 元
五星		张裕珍藏五星金奖白兰 地	500ml	298 元
		张裕新锐五星白兰地	500ml	238 元
		张裕五星白兰地	700ml	199 元
迷霓		线上 38 度迷霓白兰地	98ml*6	288 元
派格尔		张裕派格尔银马白兰地	500ml*6	468 元
张裕		张裕白兰地	700ml	45 元

数据来源：张裕旗下官方商城酒先锋、国泰君安证券研究

表 10：张裕白兰地出厂均价测算

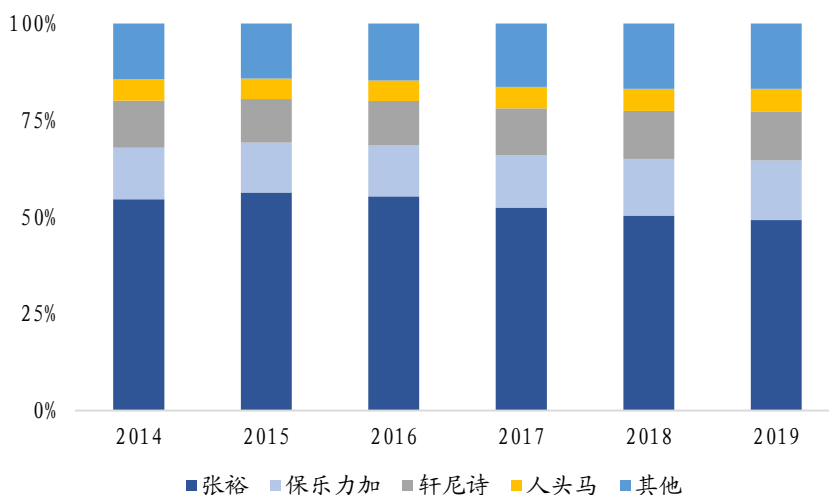
年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国白兰地销量（百万升）	61.69	64.08	65.42	67.53	69.86	71.99
张裕白兰地市场份额（按销量）	54.6	56.3	55.3	52.4	50.4	49.2
张裕白兰地销量（百万升）	33.68	36.08	36.18	35.39	35.21	35.42
销量 YOY		7%	0%	-2%	-1%	1%
张裕白兰地营收（亿元）	8.13	8.83	9.06	9.9	9.99	10.72
营收 YOY		9%	3%	9%	1%	7%
张裕白兰地出厂均价（元/升）	24.15	24.48	25.03	27.97	28.38	30.25
出厂均价 YOY		1%	2%	12%	1%	7%

数据来源：Euromonitor、Wind、国泰君安证券研究

品质支撑可雅对标人头马，高端白兰地潜力十足。与葡萄酒相比，白兰地需求的前期积淀时间更长，张裕在白兰地上的深厚积淀使其具备先发优势。张裕旗下的可雅白兰地酒庄是中国乃至亚洲首个白兰地专业化酒庄，于 2012 年开建，2019 年 6 月 28 日开业，被中国酒协授予“中国白兰地第一庄”的称号。在产品品质上，一方面，张裕具备以中国唯一白

兰地酿酒大师张葆春为核心的酿酒师团队，研发和工艺创新能力强，同时，2019 年中国白兰地研究院在可雅酒庄设立，其质量控制及研发优势得到进一步强化，张裕白兰地在 2019 年国际盲评会中获得第一。在国内白兰地市场，张裕 2014-2019 年连续 6 年稳居市场份额第一位，2019 年张裕白兰地市占率达 49.2%，其余市场份额主要由进口品牌保乐力加、轩尼诗和人头马占据。进口品牌以高端产品为主，张裕白兰地推出高端品牌可雅与人头马对标，核心单品价格相近，从电商销售价格看，可雅 XO 白兰地（桶藏 10 年）零售价格依次为 1588 元/700ml，人头马 XO 零售价格为 1688 元/700ml，可雅 VSOP 零售价格为 498 元/700ml，人头马 VSOP 零售价格为 459 元/750ml。产品品质上，可雅不输人头马及其它进口品牌，在由全球知名酒类贸易专业媒体《Drinks Business》主办的 2019 年全球白兰地 XO 盲品赛中，张裕可雅桶藏 15 年 XO 勇夺冠军，领先于法国干邑产区的人头马 XO、法拉宾 XO、马爹利 XO、拿破仑 XO、轩尼诗 XO 等名酒。随着国潮崛起，在张裕白兰地产品优良品质的保障下，张裕白兰地高端发展潜力可期。

图 31：张裕白兰地稳居国内市场份额第一



数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

表 11：张裕高端可雅品牌与人头马核心单品价格接近

白兰地种类	张裕可雅价格	人头马价格
XO	1588RMB/700ml（桶藏 10 年）	1688RMB/700ml
XO	2588RMB/650ml（桶藏 15 年）	—
VSOP	498RMB/700ml	459RMB/750ml

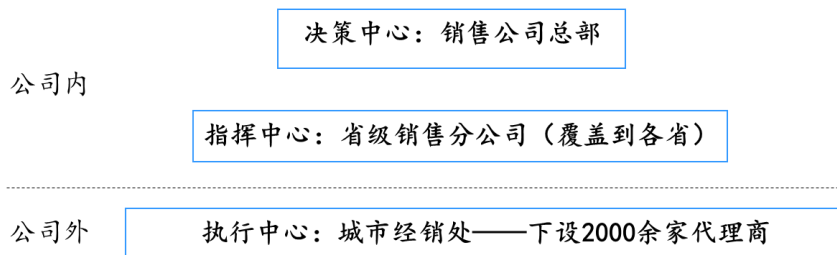
数据来源：张裕旗下官方商城酒先锋、人头马天猫旗舰店、国泰君安证券研究

烟台市场经验有望异地复制，白兰地业绩弹性可期。张裕白兰地在大本营烟台市场率先发力，销售额从几千万规模增长至超过 2 亿元，且中高端产品占比持续提升。总结其成功经验，主要是基于优质产品质量之上的精准消费群体定位和培育，公司锁定中产阶级消费群体，通过组织酒庄参观、婚宴市场的买赠活动等举措成功培育了张裕白兰地在烟台市场的品牌知名度。目前公司正加速将烟台的成功经验复制到其他省区，叠加白兰地高端化持续推进，我们预计 2020-2022 年白兰地销量和出厂均价有望同步提升。

3.3. 营销：数字化精准营销，激励机制优化

“三级”营销网络覆盖全国，强化以酒种为主导的营销体系。公司分直销和经销两种销售模式，经销方面总部设有专门的葡萄酒、白兰地及进口酒销售公司发挥决策作用，省区层面设立多家销售分公司作为指挥中心，与执行层 2000 多家重点经销商密切配合，形成了由公司营销人员和经销商两支队伍为主体的“三级”营销网络体系。2019 年公司针对新的发展战略，进一步优化了营销体系，强化以酒种为主导的销售架构，理顺了葡萄酒、白兰地、进口酒等各酒种营销体系，“责、权、利”进一步明确；初步建立了“品牌经理制度”，根据不同品牌定位突出重点，有针对性地开展不同目标消费人群，让专注的人做专业的事；各个酒种聚焦各自发力点，白兰地努力学习高端白酒推广经验，切割白酒市场“蛋糕”，目前新经销商比例已超过原经销商，经销商队伍更具活力；葡萄酒以国际竞品为标杆研究市场策略，进口酒优中选优，发力智利魔狮、澳洲歌浓；通过“厂商共建费用池”，构建每个骨干经销商体系下的张裕专属团队，确保“向终端要销量，向培育消费者要增长”执行到位。

图 32：张裕“三级”营销网络体系



数据来源：公司官网、梧桐子网站、国泰君安证券研究

激励以高端化为导向，助推产品升级战略落地。为推进公司产品结构向中高端升级，公司在激励机制的设定上也开始向高端酒倾斜，高端酒激励权重增加，目前以现金激励为主，未来也不排除有更长期的激励规划。高档酒渠道利润更丰厚，出厂价 200 元的产品终端价普遍在 300 元以上，同时对品牌形象也有更强的拉动作用。

葡萄酒消费场景变迁，数字化转型助力精准营销。新冠疫情的助推下，线上消费场景进一步替代线下，移动终端媒介也成为葡萄酒品牌与消费者沟通的重要渠道。在此背景下公司全面推动数字化转型战略，从仅授权张裕自有电商公司开展网上业务，转变为自有+外部电商运营公司相结合的方式，外部公司可全网独家代理独立品牌产品，2020 年 3 月已经有 25 个独立品牌已经上市或即将上市，第三方电商公司销售规模已接近自有电商规模。截至 2020 年 8 月，公司线上收入占比约 5%，随着国内葡萄酒消费场景逐渐从社交消费向家庭消费延伸，公司线上营收有望维持快速增长。公司在数字化建设方面还推动了以下工作：

(1) 与腾讯合作建设张裕小程序，了解目标消费者、提升用户粘性。张裕电商粉丝超两百万、各自媒体平台粉丝近一百万，同时，每年参观张

裕各地酒庄的游客一百多万，每天喝张裕葡萄酒的消费者一百多万，几乎每天都有数千人参加张裕品鉴会，每天有数十万人进入到张裕的线下售点。公司计划用数字化的手段将这些消费者聚集到张裕小程序平台，给他们精准投放张裕品牌信息，提高用户粘性。

(2) 推动经销商开展智慧零售业务，加快线上线下融合。公司除了自有电商布局以外，也在加紧推动全国 2000 多个重点经销商，开设自己的智慧零售商城。公司将目标消费者数据导流给经销商，招募愿意参加现场品鉴体验的消费者，介绍给当地经销商，让传统经销商变相实现 O2O 融合。截止 2020 年 7 月，目前已有 1137 家重点经销商入驻智慧零售商城，线上线下融合效果有望加速显现。

图 33: “张裕品质生活+” 小程序



数据来源：微信小程序

图 34: “张裕葡萄酒官方旗舰店” 智慧零售商城



数据来源：微信小程序

4. 盈利预测与投资建议

关键假设:

1.收入: 假设 2020-2022 年, 公司葡萄酒营收分别变化-29%、25%、15%; 白兰地营收分别变化-18%、28%、18%; 旅游和其他业务营收分别-35%、20%、16%;

2.毛利率: 假设 2020-2022 年, 公司综合毛利率在产品升级和疫情逐渐消退的影响下呈现先降后升的趋势, 分别为 59.44%、62.35%、63.16%;

3.假设 2020-2022 年, 受疫情和品牌营销影响, 销售费用率呈现小幅提高趋势, 分别为 22.52%、22.56%、22.63%; 而由于营收恢复增长带来规模效应, 管理费用率呈现先升后降趋势, 分别为 6.70%、6.33%、6.25%。

综上, 预计 2020-2022 年公司实现营收 37.01、46.48、53.80 亿元, 同比变化-26%、26%、16%; 实现净利润 7.08、10.04、11.99 亿元, 同比变化-37%、42%、19%, 对应 EPS 为 1.03、1.46、1.75 元。

估值法 1: PE 估值法

公司作为国内葡萄酒和白兰地龙头优势明显,因此我们选取白酒、啤酒、黄酒板块共 5 家龙头公司作为可比公司,可比公司 2020-2022 年预期净利润复合增速平均值为 21%,对应 2021 年平均 PE 为 54X,而张裕 A 2020-2022 年净利润预期复合增速为 30%,参考可比公司估值,考虑到 2019 年葡萄酒行业规模和增速低于白酒和啤酒我们给予一定估值折价,给予 2021 年 45X PE,对应估值为 452 亿元,对应每股合理价值 66 元。

表 12: 可比公司盈利预测与 PE 估值表 (古越龙山为 Wind 一致预测,其余为国泰君安预测)

公司代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)					PE		
		2020.12.31	2019	2020E	2021E	2022E	CAGR	2020E	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	1,998.00	32.80	36.23	44.56	52.30	17%	55	45	38
000858.SZ	五粮液	291.85	4.48	5.30	6.45	7.64	20%	55	45	38
000568.SZ	泸州老窖	226.16	3.17	4.05	4.92	6.07	25%	56	46	37
600600.SH	青岛啤酒	99.4	1.37	1.45	1.81	2.14	21%	69	55	46
600059.SH	古越龙山	17.01	0.26	0.17	0.22	--	--	100	77	--
平均水平							21%	67	54	40
000869.SZ	张裕 A	43.60	1.65	1.03	1.46	1.75	30%	42	30	25

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

估值法 2: PS 估值法

公司作为国内葡萄酒和白兰地龙头优势明显,因此我们选取白酒、啤酒、黄酒板块共 5 家龙头公司作为可比公司,可比公司对应 2021 年平均 PS 为 14X,由于张裕 A 中高端产品正处于培育推广期,目前净利率低于可比公司,因此参考可比公司估值,基于谨慎考虑给予张裕 A 2021 年 9.5X PS,对应估值为 442 亿元,对应每股合理价值 64.5 元。

表 13: 可比上市公司 PS 估值比较 (古越龙山为 Wind 一致预测,其余为国泰君安预测)

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	营收 (亿元)				PS		
		2020.12.31	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	25,099	888.54	977.04	1134.61	1309.15	26	22	19
000858.SZ	五粮液	11,328	501.12	573.13	679.86	784.24	20	17	14
000568.SZ	泸州老窖	3,313	158.17	166.99	201.76	241.33	20	16	14
600600.SH	青岛啤酒	1,356	279.84	281.69	303.33	317.07	5	4	4
600059.SH	古越龙山	138	17.59	12.06	14.87	--	11	9	--
平均水平							16	14	13
000869.SZ	张裕 A	299	50.31	37.01	46.48	53.8	8	6	6

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

综合上述两种估值方法,我们取平均值给予公司目标价 65.3 元。

投资建议: 葡萄酒和白兰地产品升级和市场扩容共同驱动业绩加速增长,叠加葡萄酒反倾销利好竞争格局改善。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.03/1.46/1.75 元,参考可比公司估值,给予目标价 65.3 元,首次覆盖,

给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1、疫情影响时间长于预期或影响效果强于预期;
- 2、葡萄酒关税政策继续放松;
- 3、白兰地市场及客户培育效果不及预期;
- 4、进口品牌抢占国有品牌市场份额等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		