

公司研究 / 深度研究

2016年09月06日

食品饮料 / 饮料制造 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 38.59
 合理价格区间(元): 44.0-47.1

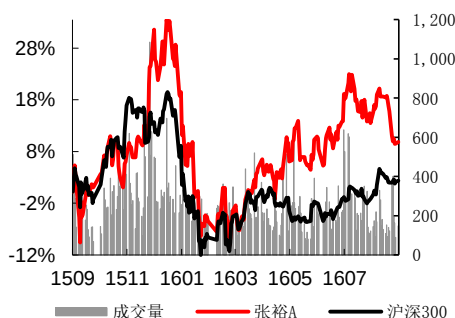
贺琪 执业证书编号: S0570515050002
 研究员 0755-22660839
 heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
 研究员 010-63211166
 wangnan2@htsc.com

相关研究

- 1《张裕 A(000869):业绩稳步回升, 红酒龙头走出低谷》2015.08
- 2《张裕 A(000869):酒庄酒销售下滑拖累业绩, 短期较难好转》2013.10
- 3《张裕 A(000869):内外部压力导致业绩继续下滑, 期待改革下半年显效》2013.08

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

引进进口酒品牌, 打造大众主流大单品

张裕 A(000869)

葡萄酒行业绝对领军龙头, 行业进入壁垒较高

历经 120 余年的经营, 张裕已是我国乃至亚洲最大的葡萄酒生产经营企业, 按收入口径计算, 2015 年市场份额约为 10%, 是我国葡萄酒行业的绝对领军龙头。葡萄酒行业“农业 + 工业 + 商业”的经营模式使得其产业链条相对较长, 对企业全方位经营管理能力的要求也比较高, 能够覆盖全产业链的新进入者几乎看不到, 再加上张裕总计控制了全国范围大约 1/4 的上游葡萄资源, 在葡萄酒行业已经形成进入壁垒。

经历 3 年调整, 葡萄酒行业重回增长快轨道

2013 年以前, 我国葡萄酒行业经历了多年高速增长。2013 年起, 葡萄酒行业受到反“三公”消费和“双反”（反倾销、反补贴）调查的影响进入深度调整期。我们认为葡萄酒行业即将开启新一轮的高速增长, 3-5 年行业整体增速稳定在两位数以上。2015 年全球平均年人均葡萄酒消费量是 3.3 升/人, 而我国仅有 1.1 升/人, 葡萄酒行业仍有较大的市场潜力, 至少还有再翻 3 倍的空间。

复制美国星座集团模式, 张裕作为进口酒领路人“水到渠成”

本轮进口酒的兴起其实是海外葡萄酒生产商的生产能力和国内贸易经销商的销售能力相结合的结果, 表面上看起来是优势互补, 实则存在明显的利益纠葛。国产龙头拥有强大的渠道网络以及贴近国内消费者的营销方式, 通过布局上游海外品牌资源, 有望成为进口酒的引路人。星座集团是美国最大的葡萄酒公司, 在美国便是同时销售本土葡萄酒和进口葡萄酒。国产龙头复制星座模式, 引进进口葡萄酒是水到渠成, 只有真正拥有上游品牌资源的国产龙头才会真的投入费用将进口品牌引入国内市场。

中低端由多品牌运营向打造大单品过度

国产葡萄酒在过去 4 年调整期价格带出现下移, 张裕以打造中低端超级单品作为应对策略。2014 年底推出的醉诗仙就是这个策略在产品端的表现, 但是单品的打造需要时间, 15 年醉诗仙的规模大约在 3000-4000 万元。配合大众产品的打造, 张裕开始向低线城市下沉, 正式成立郊县市场的渠道, 包括 300-400 个储备县城。由过往更多围绕经销商的销售体系, 向围绕终端转变。此外, 公司还推出战略新品中国首款加果汁的葡萄酒“小菊”, 瞄准低酒精度、健康饮品, 顺应大众主流消费的趋势。

经营业绩前景向好, 给予“增持”评级

随着公司引进海外品牌策略的推进, 打造大众大单品战略的实施, 郊县渠道的下沉, 经营业绩前景向好。经测算, 预计 2016-2018 年净利润为 10.8 亿元、12.4 亿元和 13.4 亿元, 同比分别增长 4.69%、15.16% 和 7.45%, EPS 分别为 1.57、1.81 和 1.95 元。当前 PE 为 27 倍, 目前葡萄酒上市公司 PE 均值暂无可比性, 筛选其他可比公司进行估值, 经计算 PE 均值为 31 倍。基于保守视角, 我们按 2016 年 28 - 30 倍 PE 估值, 目标价至 44.0 - 47.1 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 食品安全问题, 进口酒冲击, 中低端大单品发展速度不及预期。

公司基本资料

总股本(百万)	685.46
流通 A 股(百万)	453.46
52 周内股价区间(元)	31.91-47.50
总市值(百万)	26,452
总资产(百万)	11,284
每股净资产(元)	12.06

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	4,650	4,894	5,359	5,767
+/-%	11.86	5.25	9.50	7.61
净利润(百万)	1,030	1,078	1,242	1,334
+/-%	5.36	4.69	15.16	7.45
EPS (元)	1.50	1.57	1.81	1.95
PE	25.61	24.47	21.25	19.77

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

公司基本情况	4
葡萄酒行业绝对领军龙头	4
历经 120 年底蕴深厚，市场份额达 10%	4
产品线覆盖全面，全价位带均有布局	4
行业进入壁垒高，张裕控制 1/4 上游葡萄资源	4
八大酒庄布局高端，加码国内外资源	5
历经调整逐步筑底，百年张裕将进入新一轮快速增长	7
高速增长期收入年均增速曾达 23%，2015 年业绩筑底	7
行业低迷期亦坚守价格体系，均价下降源自产品结构调整	7
行业低谷期酒庄拖累业绩，当前盈利情况已有明显好转	8
16 年半年报收入-2.57%，归母净利润-6.84%，布局时点逐步显现	8
我国红酒行业现状	9
市场潜力大，红酒仍属蓝海	9
进口酒高速增长，行业未来三年具有两位数增长潜力	9
世界葡萄酒增长新动力：我国成为葡萄酒第五大消费国	10
人均消费水平低，市场容量具备至少 3 倍空间	10
调整期后行业增速回升，消费升级引领反弹机会到来	11
拐点显现：13-14 年行业深度调整，15 年消费量增速翻正	11
葡萄酒制造业顺利度过调整期，收入、利润双拐点确立	12
国产酒龙头如何应对进口酒冲击	12
进口酒究竟应该由谁来引入国门？	12
复制美国星座集团模式，张裕作为进口酒领路人“水到渠成”	12
从“守门员”到“引路人”，消费者认知倒逼国产酒龙头抢占进口酒市场	14
旧思路：保守抗拒，拖延竞争对手入侵节奏	14
拖延战术阶段性起到了争取布局时间的作用	14
新态度：并购海外上游资源取代贴牌代理，多品牌平台型企业是必然选择	15
高端酒：依靠品牌收购，利用渠道优势嫁接海外资源	16
进口酒辨识难度大，自行选择不如专家推介	16
长年渠道投入，酒业大佬渠道资源构成进入壁垒	16
调整先锋酒庄策略，着力发展爱欧公爵和蜜合花等自有进口品牌	17
避免左右手互搏，以广东作为进口酒开拓市场	17
中低端酒：依然会向品牌化转变，低端贴牌酒将被挤出市场	17
中低端进口葡萄酒质量良莠不齐，国产酒性价比更优	17
中低端依然会向品牌化转变，低端贴牌酒将被挤出市场	17
国产酒策略：大众消费时代瞄准主流价位大单品	18
中低端由多品牌运营向打造大单品过度	18
推出“醉诗仙”希望打造中低价格带超级单品	18
渠道策略配合：向低线城市下沉，开发郊县市场	18
“轻饮”时代，战略新品“小萄”上市	19
盈利预测与估值	19
风险提示	20

图表目录

图 1: 2015 年张裕各产品收入占比	4
图 2: 2000-2015 年张裕分产品毛利率变化 (%)	4
图 3: 烟台张裕卡斯特酒庄景观展示	6
图 4: 张裕爱斐堡国际酒庄景观展示	6
图 5: 2000 年至 2015 年张裕葡萄酒收入及增速 (百万元)	7
图 6: 2000 年至 2015 年张裕营业收入及增速 (百万元)	7
图 7: 张裕葡萄酒销量及增速 (万吨)	8
图 8: 张裕葡萄酒平均售价 (万元/吨)	8
图 9: 张裕三大酒庄营业收入止跌 (百万元)	8
图 10: 张裕三大酒庄净利润恢复正增长 (百万元)	8
图 11: 国产葡萄酒市场容量预测 (亿元)	9
图 12: 进口葡萄酒市场容量预测 (亿元)	9
图 13: 葡萄酒行业整体市场容量预测 (亿元)	10
图 14: 葡萄酒全球生产国家分布	10
图 15: 2015 年各国葡萄酒消费量及占全球消费量比例 (十万升)	10
图 16: 各国年人均葡萄酒消费量对比 (升/人)	11
图 17: 2000 - 2015 年葡萄酒消费量及增速 (十万升)	11
图 18: 1999-2014 葡萄酒制造业主营业务收入及增速 (百万元)	12
图 19: 1999-2014 葡萄酒制造业利润总额及增速 (百万元)	12
图 20: 进口瓶装酒数量及主要消费地区 (千升)	14
图 21: 近两年进口瓶装酒分省份年平均增速	14
图 22: 2011-2015 年桶装进口酒占比迅速下滑 (百万美元)	18
表格 1: 张裕主要产区和原料基地情况	5
表格 2: 张裕国内八大酒庄基本情况介绍	6
表格 3: 京东葡萄酒销售前十名产品情况	13
表格 4: 2013-2015 年张裕布局海外酒庄资源的具体动作	16
表格 5: 国家质检总局公布的 2015 年 6 月进境不合格葡萄酒名单	16
表格 6: 葡萄酒行业 PE (TTM) 估值表	19
表格 7: 可比公司 PE (TTM) 估值表	20

公司基本情况

葡萄酒行业绝对领军龙头

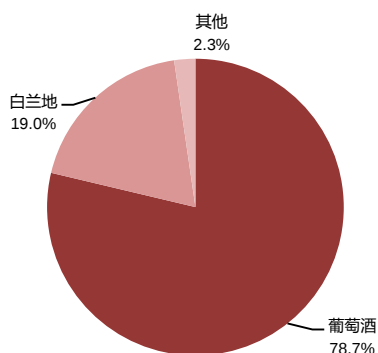
历经 120 年底蕴深厚，市场份额达 10%

张裕成立于 1892 年，是由中国近代爱国侨领张弼士先生创办的中国第一个工业化生产葡萄酒的厂家。当年，张弼士投资 300 万两白银在烟台创办张裕酿酒公司。大清国直隶总督、北洋大臣李鸿章和清廷要员王文韶亲自签批了该公司营业准照，光绪皇帝的老师、时任户部尚书、军机大臣翁同龢亲笔为公司题写了厂名。“张裕”二字，冠以张姓，取昌裕兴隆之意。张裕公司的创建，被北京中华世纪坛记载为中国 1892 年所发生的四件大事之一。历经 120 余年的经营，张裕目前已是我国乃至亚洲最大的葡萄酒生产经营企业，按收入口径计算，张裕 2015 年市场份额约为 10%，是我国葡萄酒行业的绝对领军龙头。

产品线覆盖全面，全价位带均有布局

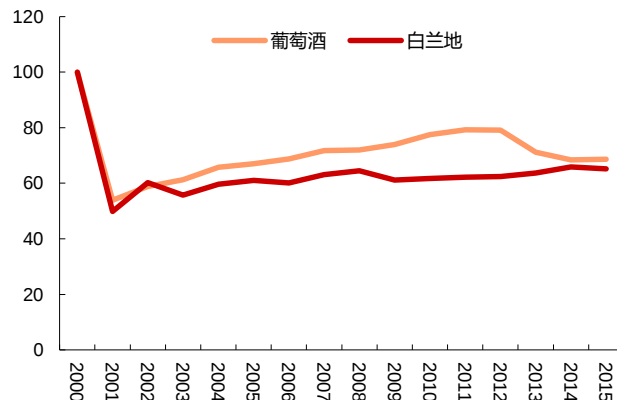
张裕的产品类型全面、覆盖广泛，涵盖了高、中、低档次的葡萄酒、白兰地、保健酒、进口酒四大酒种，约百余个系列产品。超高端以及高端，张裕有百年窖藏酒、国内及进口酒庄酒；中端有性价比极高的解百纳；低端则有大众餐酒醉诗仙、普通干红以及其他系列酒。白兰地方面张裕也有从百年白兰地到金奖白兰地的全价位布局。

图1： 2015 年张裕各产品收入占比



资料来源：公司资料，华泰证券研究所

图2： 2000-2015 年张裕分产品毛利率变化（%）



资料来源：公司资料，华泰证券研究所

行业进入壁垒高，张裕控制 1/4 上游葡萄资源

张裕拥有的葡萄酒上游生产资源非常丰富，包括六大优质酿酒葡萄产区，约 30 万亩葡萄原料基地，其中 90% 左右是与种植户签订长期协议方式形成长期供销关系的葡萄基地，余下 10% 左右是公司租或购买土地自营的葡萄基地，总计控制了全国大约 1/4 的上游葡萄资源。葡萄酒行业“农业 + 工业 + 商业”的经营模式使得其产业链条相对较长，对企业全方位经营管理能力的要求也比较高，能够覆盖全产业链的新进入者几乎看不到，再加上张裕对于上游资源的大规模控制，在我国葡萄酒行业已经形成了进入壁垒。

表格1: 张裕主要产区和原料基地情况

省份	产区	面积(万亩)
新疆	天山北麓产区	12.00
宁夏	贺兰山东麓产区	8.00
陕西	陕西渭北旱塬产区	1.35
山东	烟台产区	8.00
辽宁	桓仁产区	0.50
北京	密云产区	0.15
总计		30.00

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

八大酒庄布局高端, 加码国内外资源

在高端酒庄布局方面, 张裕也走在业界尖端。目前, 张裕在国内拥有 8 大酒庄, 分别是烟台张裕卡斯特酒庄、张裕爱斐堡国际酒庄、张裕黄金冰谷冰酒酒庄、张裕摩塞尔十五世酒庄、瑞那城堡酒庄、巴保男爵酒庄、丁洛特葡萄酒酒庄和可雅白兰地酒庄。酒庄酒代表了张裕酿造的尖端水平。2015 年 6 月, 张裕首次参展波尔多 Vinexpo, 意欲推进出口战略, 在欧洲市场张裕的出口产品包括张裕解百纳干红以及酒庄生产的宁夏张裕摩塞尔十五世酒庄干红和辽宁张裕黄金冰谷冰酒酒庄威代尔冰酒等, 进驻商店包括英国皇家酒商 BBR 和 Waitrose, 以及英国 Selfridges、德国 Galleria、芬兰 Alko 等。此外, 投巨资建造的豪华庄园建筑风格带有异国风情, 纷纷成为了各地的旅游景区, 不仅每年可以接待数以万计的游客, 还为张裕做品牌推广、消费者教育立下了汗马功劳。

除了布局国内酒庄, 张裕近年也开始加快海外酒庄的布局, 在新西兰张裕有张裕凯利酒庄, 在法国干邑有张裕富郎多酒庄, 2015 年 11 月张裕从法国卡斯黛乐酒庄手中收购蜜合花农业公司 90% 股权, 旗下拥有“蜜合花酒庄”和“苔丝藤酒庄”。

表格2: 张裕国内八大酒庄基本情况介绍

酒庄名称	地点	简介
张裕卡斯特酒庄	烟台	由张裕与卡斯特共同打造的中国首座国际化酒庄, 严格遵循 3S 原则建造, 集葡萄酒酿造、旅游观光、休闲娱乐等多功能于一体。
张裕黄金冰谷冰酒酒庄	辽宁	由张裕与加拿大冰酒出口量最大的奥罗斯公司联手打造, 拥有全球最大的 5000 亩单体冰葡萄种植园, 产能可达 1000 吨, 占到全球冰酒产量的一半。
张裕爱斐堡国际酒庄	北京	占地 1500 亩, 拥有葡萄园 3000 亩, 名誉庄主是 OIV 名誉主席、执掌 OIV 长达 11 年的罗伯特·丁洛特先生。栽培密度为一亩地 266 株葡萄树, 仅为波尔多的一半, 做到了“一株葡萄树酿一瓶酒”。2009 年以来, 该酒庄酒已 30 余次登上国宴, 成为大国元首访华宴会用酒。
张裕摩塞尔十五世酒庄	宁夏	投资 6 亿元兴建, 与以葡萄种植见长的欧洲酿酒世家摩塞尔家族合作, 聘请其第十五代传人罗斯·摩塞尔担任酒庄首席酿酒师, 是首家打入欧洲市场的中国酒庄。
张裕巴保男爵酒庄	新疆	斥资 6 亿建设, 年可接纳游客 50 万人次以上, 占地 1000 亩, 规划了达 5000 亩的专属种植基地, 以及 6000 平米地下酒窖, 产能 1000 吨酒。产区特有的戈壁砾石土壤与赛过波尔多的阳光, 使其几乎每年都能产出 13.5 度的葡萄酒。
张裕瑞那城堡酒庄	陕西	投资 6 亿元建成, 占地 1100 亩, 年产 3000 吨。技术合作方意大利瑞那家族最早的酿酒记载可以追溯到 500 年前欧洲文艺复兴时期。采用独有“换桶酿造”技术, 以多达 20 余种不同产地、不同烘烤程度的橡木桶, 使葡萄酒达到更完美的平衡。
丁洛特葡萄酒酒庄	烟台	以 OIV 名誉主席丁洛特先生的名字命名, 采用哥特式建筑风格, 依湖而建, 造价 60 亿, 占地 6200 亩, 拥有 1000 亩山坡葡萄园, 沙性砾石土壤, 葡萄树龄都在十年以上, 采用有机栽培法种植, 每亩地所产葡萄仅酿一桶葡萄酒 (225 升), 年限产 25 万瓶, 质量控制媲美法国名庄, 建成后将成为中国第一家收藏级葡萄酒庄。
可雅白兰地酒庄	烟台	欧洲中世纪罗曼式建筑风格, 建成后将是中国第一座专业白兰地酒庄。坐落在柳林河畔, 河水牵引水车, 并借助坡度势能, 将成为中国首家采用自然动力酿造的酒庄。酒庄拥有 1000 亩专用白玉霓葡萄园, 每亩限产 800 公斤, 将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。

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图3: 烟台张裕卡斯特酒庄景观展示

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图4: 张裕爱斐堡国际酒庄景观展示

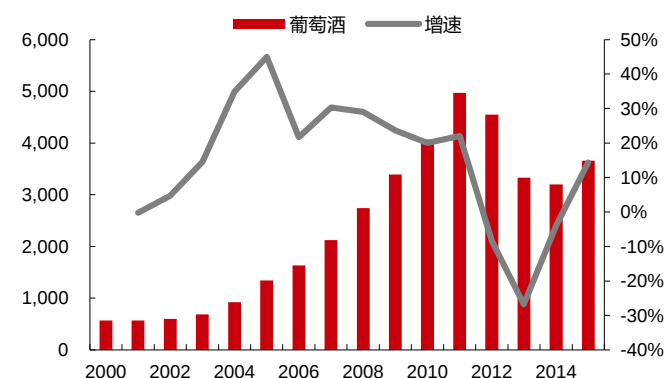
资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

历经调整逐步筑底，百年张裕将进入新一轮快速增长

高速增长期收入年均增速曾达 23%，2015 年业绩筑底

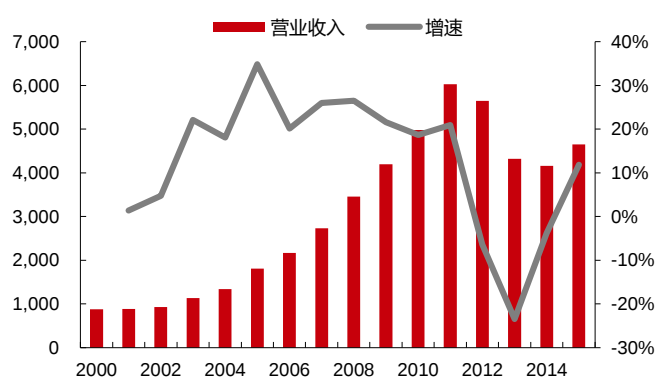
2003 年张裕收入增速首次登上两位数，从此进入了 9 年的高速增长期，年平均增速达到 23%。2011 年高点，张裕收入规模达到 60 亿元，其中葡萄酒 50 亿元。伴随着行业寒冬，张裕 12、13、14 年收入利润均为负增长。2015 年张裕收入增速重回双位数，标志着库存清理的结束，恢复性增长的开始。同时，净利润增速也实现了 5% 的增长，反弹拐点确立。

图5：2000 年至 2015 年张裕葡萄酒收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图6：2000 年至 2015 年张裕营业收入及增速（百万元）

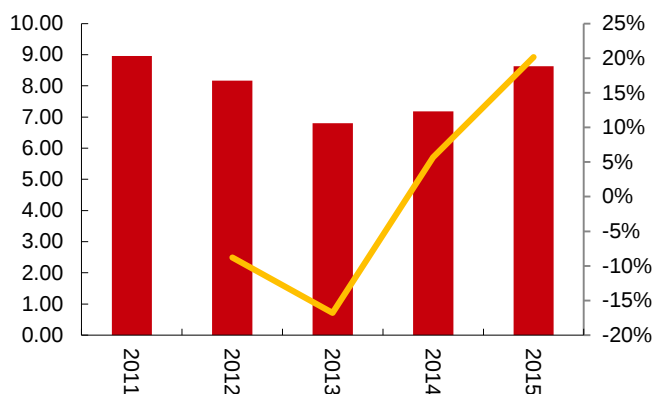


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

行业低迷期亦坚守价格体系，均价下降源自产品结构调整

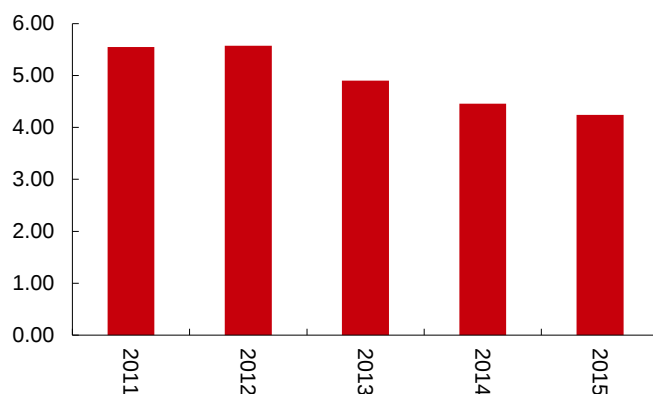
张裕葡萄酒业务收入自 2011 年见顶之后，葡萄酒销售量经历了 12-13 年连续 2 年的同比下跌，从 8.93 万吨下滑至 6.80 万吨的低谷。2014-2015 年恢复性增长，销量回升至 8.63 万吨，但是平均售价则从 2011 年的 5.55 万元/吨一路下滑至 2015 年的 4.24 万元/吨（-24%）。值得注意的是平均售价的降低其实并非源于产品的单纯降价，而是源自产品结构的调整。事实上即使受到进口酒的冲击，张裕亦未对价格体系做出显著调整。公司理解价格体系是生命线，包括生产成本、营销费用、经销商利润和公司的利润都来自产品的价格，如果价格体系乱了整个体系则会崩溃。在行业低迷期，公司的坚守可以看出其对价格体系足够的重视，也为之后的反弹打下了基础。从微观层面上反映，张裕目前线上产品价格基本高于线下售价，这也反映出公司对经销商体系的维护。

图7: 张裕葡萄酒销量及增速 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图8: 张裕葡萄酒平均售价 (万元/吨)

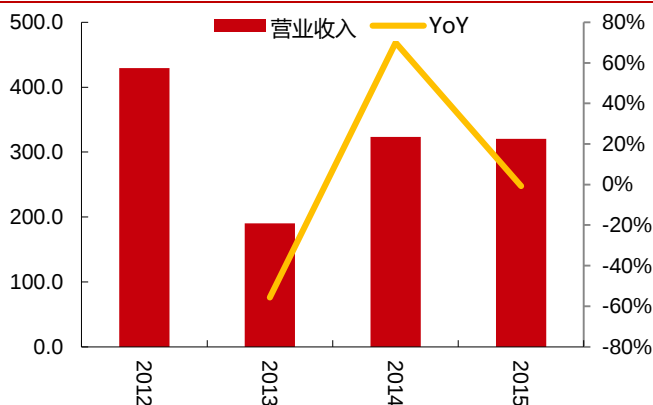


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

行业低谷期酒庄拖累业绩, 当前盈利情况已有明显好转

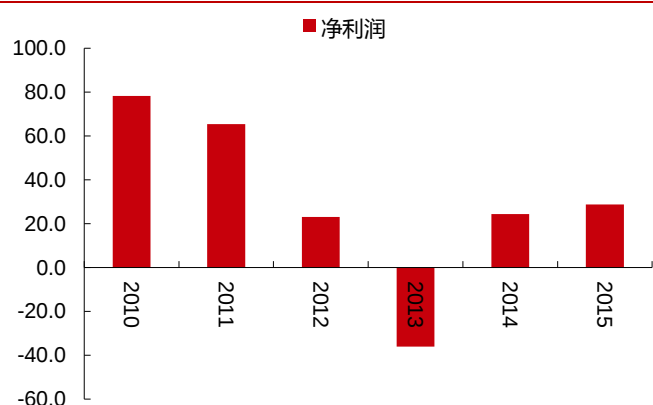
在酒业行情调整的3年里, 高端酒消费萎靡, 张裕力推的高端酒庄酒也受到重创, 酒庄建设拖累了公司业绩。在行业最低谷的2013年, 张裕新疆张裕巴保男爵酒庄、宁夏张裕摩塞尔十五世酒庄、陕西张裕瑞那城堡酒庄三家酒庄相继开业; 此外, 还有烟台丁洛特酒庄、可雅白兰地酒庄正在建造。而近期, 高端酒业绩已开始陆续出现了复苏迹象。从烟台张裕卡斯特酒庄、北京张裕爱斐堡国际酒庄和辽宁张裕冰酒酒庄的经营数据可以看出, 2013年是张裕高端酒庄酒销售的业绩底部, 营业收入和净利润均出现了大幅下滑。2014年, 营业收入和净利润开始企稳回升。2015年, 虽然营业收入仅与去年持平, 但净利润有18%的正增长。酒庄盈利能力相比13年已有明显好转。

图9: 张裕三大酒庄营业收入止跌 (百万元)



资料来源: 公司资料, 华泰证券研究所

图10: 张裕三大酒庄净利润恢复正增长 (百万元)



资料来源: 公司资料, 华泰证券研究所

16年半年报收入-2.57%, 归母净利润-6.84%, 布局时点逐步显现

2016年上半年公司营业收入为27.53亿元, 同比下滑2.57%, 归属于上市公司股东净利润6.95亿元, 同比下滑6.84%, 实现每股收益1.01元。受到宏观大环境影响, 上半年公司整体业绩表现略低于预期, 解百纳和普通葡萄酒销量下滑, 高端产品有所复苏, 酒庄酒销量略有增加, 葡萄酒整体收入较去年同比降低3.61%。上半年的业绩看点在于进口酒, 公司进口酒销售出现大幅增长, 自有品牌爱欧和蜜合花开始逐步贡献业绩, 另外白兰地业务也有稳健增长, 增幅约为4.19%。经历中报之后的股价调整, 张裕的布局时点已经开始逐步显现。

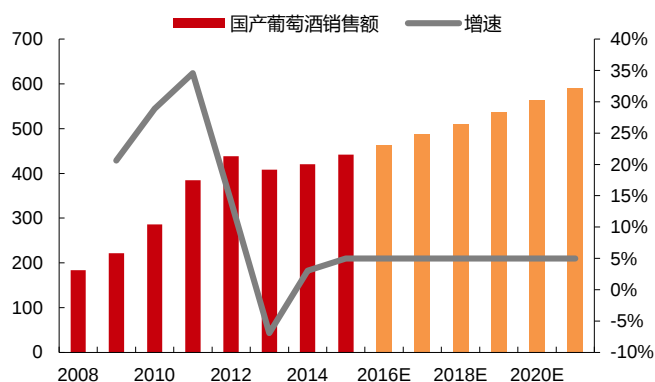
我国红酒行业现状

市场潜力大，红酒仍属蓝海

进口酒高速增长，行业未来三年具有两位数增长潜力

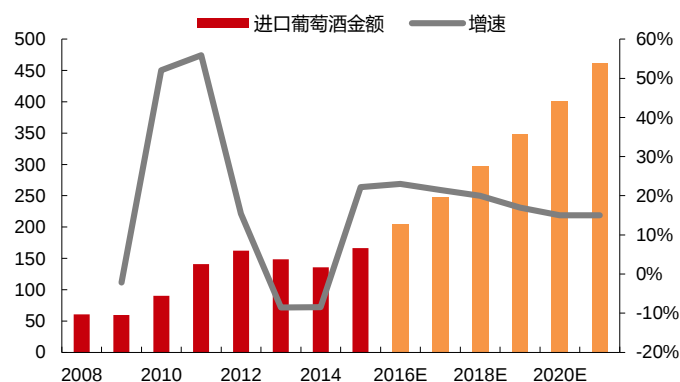
2013 年以前，我国葡萄酒行业经历了长期高速增长，市场容量从 08 年的 250 亿快速增长至 12 年的 600 亿。2013 年起，葡萄酒行业受到反“三公”消费和“双反”（反倾销、反补贴）调查的影响进入深度调整期，行业增速一度为负，至 2014 年，国产葡萄酒市场容量约为 400 亿元。2015 年，国产葡萄酒去库存清理逐步完成，恢复性增长的拐点开始显现，我们认为，未来 5 年国产酒销售额将保持 5%-6% 的个位数增长。同时，进口葡萄酒市场与国产酒类似，在 2012 年之前也经历了一波快速上涨，但受到反腐等因素影响进入了两年调整期。但受益于红酒市场较大的销售需求，2015 年开始，进口红酒出现高速增长，预计 3 年有望继续保持 20%-25% 的高增速。由此我们判断，伴随着国产酒的复苏和进口酒消费量的激增，葡萄酒行业即将开启新一轮的高速增长，3-5 年行业整体增速将在 10% 左右；5 年后，葡萄酒市场容量有望突破千亿大关。

图11： 国产葡萄酒市场容量预测（亿元）



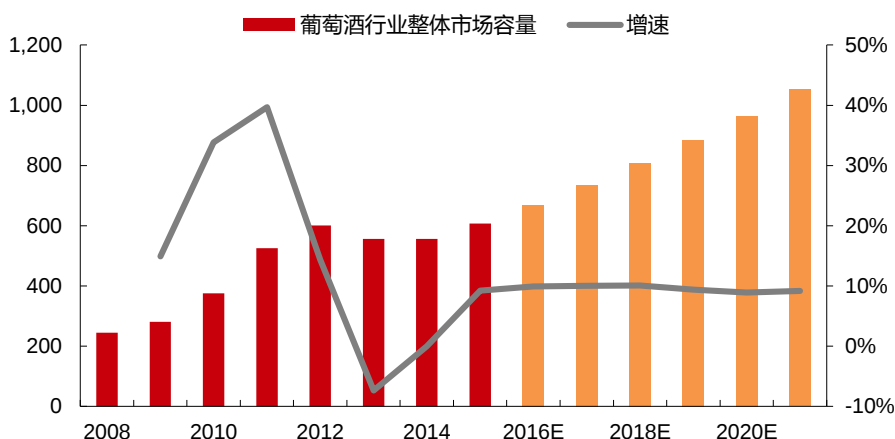
资料来源：华泰证券研究所

图12： 进口葡萄酒市场容量预测（亿元）



资料来源：华泰证券研究所

图13: 葡萄酒行业整体市场容量预测(亿元)



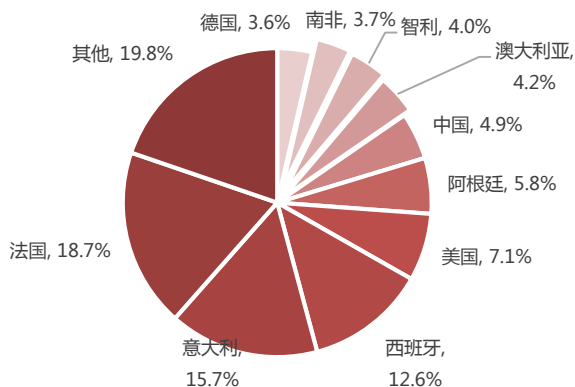
注：预测按出厂价口径计算，由于进口酒渠道利润较国产酒更高，按终端价口径其占比可能更高

资料来源：华泰证券研究所

世界葡萄酒增长新动力：我国成为葡萄酒第五大消费国

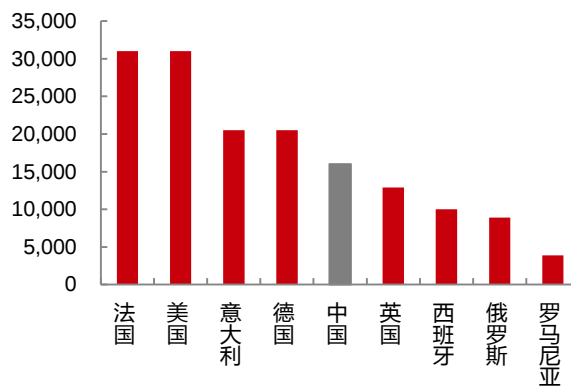
根据国际葡萄酒协会的数据，2015 年我国葡萄酒消费量已经达到全球第五位，占全球总消费量的 6.7%，总量达 160 千万升。此外，我国葡萄酒产量攀升至全球第 6 位，占全球总产量的 4.9%。2009 至 2013 年，全球葡萄酒消耗量达 3170 亿多瓶，上升了 2.7%，预计至 2018 年，这一增长趋势预计将放缓至仅有 1%，中国将成为世界葡萄酒消费的增长引擎。

图14: 葡萄酒全球生产国家分布



资料来源：中商产业研究院，华泰证券研究所

图15: 2015 年各国葡萄酒消费量及占全球消费量比例(十万升)



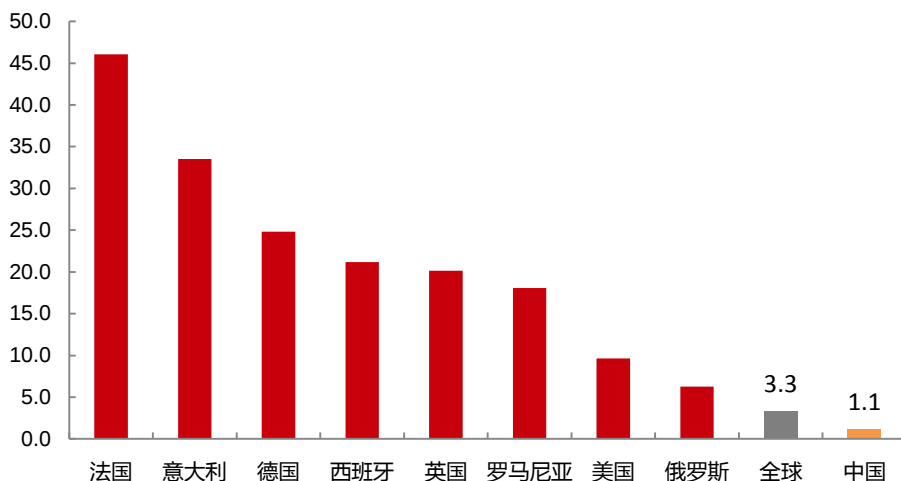
资料来源：国际葡萄酒协会，Wind，华泰证券研究所

人均消费水平低，市场容量具备至少 3 倍空间

尽管我国葡萄酒消费总量已居世界前五，但人均消费量水平却极低。2015 年全球平均年人均葡萄酒消费量是 3.3 升/人，而我国仅有 1.1 升/人，我国葡萄酒行业仍有较大的市场潜力。当前我国葡萄酒市场空间约为 600 亿，假设我国消费量向全球平均消费水平靠拢，我国葡萄酒市场至少还有再翻 3 倍的空间。长期来看，葡萄酒行业当前仍然是一片蓝海，再次验证其具备成为千亿市场的条件。比较乐观地估计，Mintel 行业分析报告指出，到 2017 年中国葡

萄酒市场消费能力将达到 28.27 亿升，消费总额达到 938 亿元人民币。我们认为，再过 5 年，葡萄酒市场达到千亿目标是可以期待的。

图16： 各国年人均葡萄酒消费量对比（升/人）



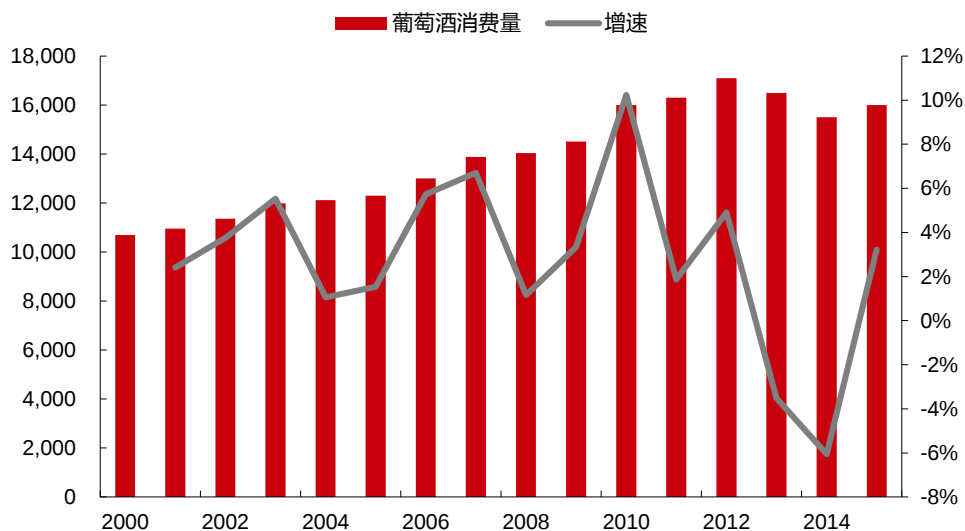
资料来源：联合国贸易和发展会议，国际葡萄酒协会，Wind，华泰证券研究所

调整期后行业增速回升，消费升级引领反弹机会到来

拐点显现：13-14 年行业深度调整，15 年消费量增速转正

2013 年以前，我国葡萄酒消费稳步增长；但是 2013 年，我国葡萄酒消费量增速受到反“三公”消费和“双反”调查等政策的影响，出现了十年以来的第一次下滑，相较于上一年减少了 3.5%，2014 年更是出现了 -6.1% 的深度下滑。2015 年，消费量增速首次转正，预示着拐点的出现。

图17： 2000 – 2015 年葡萄酒消费量及增速（十万升）



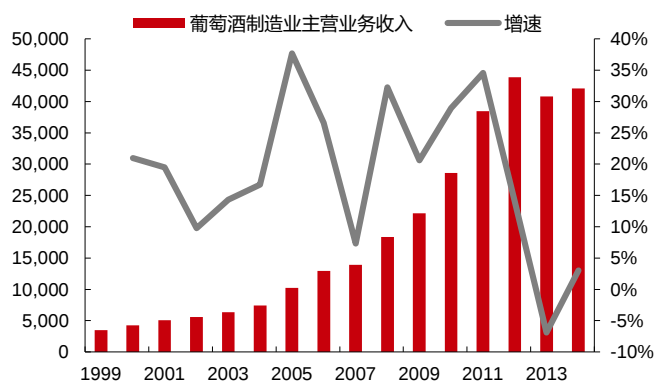
资料来源：国际葡萄酒协会，Wind，华泰证券研究所

葡萄酒制造业顺利度过调整期，收入、利润双拐点确立

从1999年至2012年的14年间，我国葡萄酒行业年平均收入增速高达22%，利润年平均增速更是达到26%。虽然经历了整整14年的高速增长，葡萄酒制造业却未见增长疲态，2012年，行业整体利润增速创下历史新高，达到了52.4%。

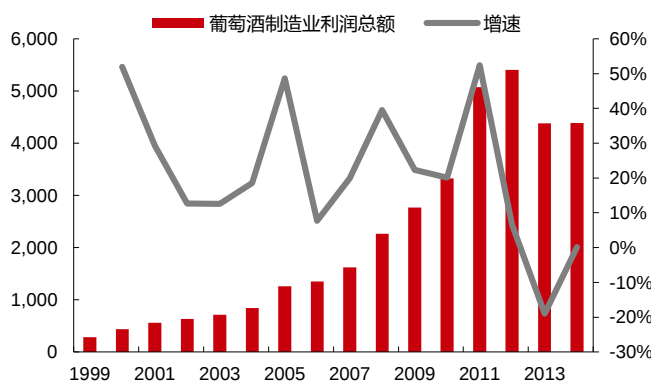
真正让葡萄酒行业降温的还是本次“三公消费”及“双反”调整。13年调整期，行业收入减少7%，利润减少19%。但是伴随着行业调整进入尾声，酒企涨价势头明确，消费升级成为了引领新一轮增长的主旋律，14年行业收入增速和利润增速双双转正，葡萄酒重回高速增长的反弹拐点已经到来。

图18: 1999-2014 葡萄酒制造业主营业务收入及增速(百万元)



资料来源: 国家统计局, Wind, 华泰证券研究所

图19: 1999-2014 葡萄酒制造业利润总额及增速(百万元)



资料来源: 国家统计局, Wind, 华泰证券研究所

国产酒龙头如何应对进口酒冲击

进口酒究竟应该由谁来引入国门?

复制美国星座集团模式，张裕作为进口酒领路人“水到渠成”

本轮进口酒在中国的兴起其实是欧洲、澳大利亚葡萄酒生产商的生产能力（销售能力弱）和国内贸易经销商的销售能力（生产能力弱）相结合的结果，这样的结合表面上看起来是优势互补，实则存在明显的利益纠葛。进口葡萄酒进入中国的确是大势所趋，但问题是究竟由谁来做这件事情最为合适。

1. 海外品牌商自建渠道：我国消费品渠道的复杂性、本土化程度不言而喻，海外品牌若是想自建渠道进入中国市场，前期投入会非常之大；加之葡萄酒行业本身集中度低，缺少全球性的单一大品牌，能承担如此大规模投入的品牌少之又少，因此海外品牌自建渠道成功的可能性不高。
2. 贸易经销商合作渠道：单纯的进口贸易经销商不太可能真的投重金帮助海外生产商出资打造品牌。品牌的打造不仅需要前期的消费者教育，还需辅以后期一以贯之的渠道投入和广告宣传，贸易商一旦帮助海外品牌打响名气，上游的议价权便会增加，便存在着自己的代理权被生产商取消的风险。贸易商和品牌商的结合既是合作更是博弈，其实这也是导致进口葡萄酒目前仍缺乏可辨识品牌的一个重要原因。

目前，张裕国产酒的经销商加价率为 30%，略低于进口酒 30%-50% 的水平，但是张裕的优势在于品牌在国内的认知度和经销商可以给到厂家的支持，经销商做进口酒基本得不到来自生产商的费用支持，同时品牌知名度在国内较低的品牌销售也较为困难，较前几年而言，当前已经有一批经营进口酒的贸易经销商陆续退出了市场。

3. 线上渠道：目前线上已成为购买进口葡萄酒的重要渠道之一，近年来发展迅猛，但由于葡萄酒的品类特征，线上购买目前仍有制约因素尚未解决，线上渠道的发展空间还需拭目以待。我国大约有 10.6 亿的葡萄酒消费者，会在线上购买葡萄酒的消费者大约占比 20%，他们主要集中在发达城市，其中中上阶层的城市居民群体网购进口葡萄酒的比重高达 49%。虽然会尝试在线上购买葡萄酒的人群占比很大，但消费量目前仍较小。参考发达国家经验，目前世界上数量和价值最大的葡萄酒市场——美国的在线葡萄酒销售的比例为 4%，全球葡萄酒在线销售的比例目前只有 5%，葡萄酒线上消费目前只占中国总酒类销售的 3.5%。与中国情况类似，通过网络途径购买葡萄酒的人数占总人口的比例在美国是 23%，在英国为 26%，线上购酒的人群占比并不低。

为什么尝试通过线上购买葡萄酒的人群占比不低，但消费量仍较小呢？我们认为这可能与葡萄酒本身的品类特征有关。观察京东销售前十名的葡萄酒，可以看出线上葡萄酒每瓶的销售单价为 81 元，符合当前消费升级趋势下的大众主流产品定价，但是由于单次购买的规格限制较高，够买一件商品的下单总价平均为 323 元。这其实给葡萄酒消费设下了较高的门槛。虽然“整箱发售”是京东今年的销售策略之一，意在培养消费者酒水固定化的消费习惯，但也能看出由于葡萄酒较白酒相比单价较低、消费者对线上低价的敏感性稍弱、送礼需求较少，同时高频次即食性消费需求比较高，而线上受制于物流、包装等的成本限制，比较适合销售单价较高的商品，叠加目前线上销售葡萄酒还没有发展到能大量利用线下门店做 O2O 突破最后一公里的程度，导致线上销售还存在一定的制约因素仍待解决。

表格3： 京东葡萄酒销售前十名产品情况

排名	产品	产地	厂家	葡萄品种	规格	总价元	单价元/750ml	评价数
1	拉菲传奇波尔多干红葡萄酒	法国	拉菲	赤霞珠	750ml*6 瓶	458	76	31,321
2	特酿 3 年解百纳干红葡萄酒	国产	长城	解百纳	750ml*6 瓶	168	28	87,976
3	拉菲传奇波尔多干红葡萄酒 ASC	法国	拉菲	梅洛、赤霞珠	750ml*6 瓶	498	83	72,326
4	拉菲传奇波尔多干红葡萄酒 双支礼盒装（耀蓝）	法国	拉菲	赤霞珠、梅洛、 品丽珠	750ml*2 瓶	258	129	72,710
5	莎岚赤霞珠干红葡萄酒	智利	莎岚	赤霞珠	750ml*6 瓶	298	50	33,895
6	拉菲传奇波尔多干红葡萄酒 ASC	法国	拉菲	赤霞珠	750ml*1 瓶	88	88	72,710
7	张裕特选级解百纳干红葡萄酒	国产	张裕	蛇龙珠	750ml*6 瓶	558	93	36,742
8	靓姿柏干红葡萄酒 13° 重型瓶整箱彩礼盒装	法国	靓姿柏	赤霞珠	750ml*6 瓶	298	50	8,213
9	凯恩城堡半甜红葡萄酒	西班牙	凯恩城堡	添普兰尼洛	750ml*6 瓶	468	78	5,740
10	奔富酒园 BIN2 红葡萄酒	澳大利亚	奔富	西拉/设拉子	750ml*1 瓶	138	138	8,944

资料来源：京东，华泰证券研究所

4. 国产品牌商引进海外资源：国产龙头拥有强大的渠道网络以及贴近国内消费者的营销方式，过去也有成功运营中高端品牌的经验，通过布局上游海外品牌资源，有望成为进口酒的引路人。国产龙头做海外品牌引进是有先例可循的，星座集团是美国最大的葡萄酒

公司，星座在美国便是同时销售本土葡萄酒和进口葡萄酒，得益于其积极的并购策略和全球化的酒庄布局模式，已经成为全价位带、多品牌共同发展的葡萄酒龙头。通过引进海外产品，星座仍能保持良好的盈利能力，并未受到海外产品价格的冲击。国产龙头复制星座模式，引进进口葡萄酒应该说是水到渠成的事情，只有真正拥有上游品牌资源的国产龙头才会真的投入费用将进口品牌引入国内市场。

从“守门员”到“引路人”，消费者认知倒逼国产酒龙头抢占进口酒市场

旧思路：保守抗拒，拖延竞争对手入侵节奏

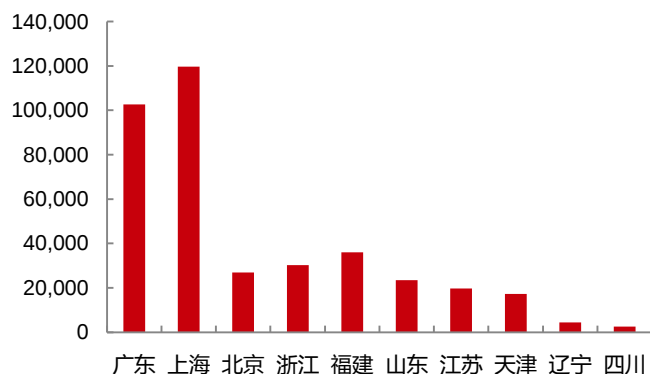
面对进口酒的强烈冲击，国产葡萄酒龙头的应对策略在近些年发生了 180 度的转变，从保守地抗拒抵制到如今地积极拥抱，国产酒龙头逐步看清了自身在全球化竞争中合适的角色定位。以往，习惯了国内快速增长红利的龙头们对待进口酒的策略是比较被动的，更多地是扮演进口商的角色与外国品牌对接，或是利用国内渠道资源试图拖慢进口酒入侵的步伐。

国产葡萄酒阻拦进口酒的具体方式有：舆论宣传进口酒造假和消极合作。2001 年张裕与法国卡思黛乐（原名：卡斯特兄弟公司）合作成立“张裕卡斯特”酒庄。卡思黛乐原本想借助张裕渠道销售产品，但张裕基于保护国产酒市场份额的考虑，没有选择积极推广。2008 年，法国卡斯特在上海设立代表处，重新招揽代理商，一改其之前在中国市场的发展路径。如此，张裕延缓了卡思黛乐进入中国市场至少三年的时间。

拖延战术阶段性起到了争取布局时间的作用

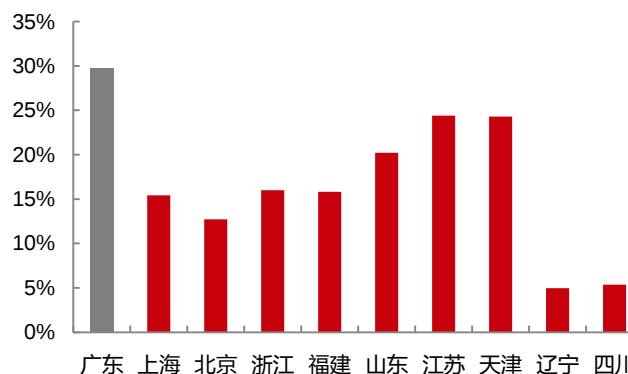
事实上，这种消极抵抗的做法也的确起到了延缓竞争对手进入、争取布局时间的作用。分区域来看，进口酒消费的主要区域其实比较集中，主要就是广东和上海。近年来进口瓶装酒增速最快的地区是广东省，2013-2015 年广东省进口瓶装酒数量年均增速达到了 29.7%，位居全国榜首。广东地区成为洋酒天下的一部分原因是广东、上海等沿海城市的地理位置使其易于接受外来文化，而另一个不可忽视的重要原因其实也与张裕本身在广东的渠道建设一直比较薄弱有关。在张裕渠道铺设比较健全的省份，进口酒冲击明显较弱。然而，缓兵之计终难绝后患，采取消极合作、捍卫既有领土的做法只能尽量赢得布局的时间，并不能从根本上成为解决问题。

图20： 进口瓶装酒数量及主要消费地区（千升）



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

图21： 近两年进口瓶装酒分省份年平均增速



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

新态度：并购海外上游资源取代贴牌代理，多品牌平台型企业是必然选择

随着进口酒数量不断增长，布局进口酒价值凸显，以张裕为首的国产酒龙头对待进口酒的心态也发生了变化，开始在进口酒的蓝海中探寻机遇。葡萄酒不同于其他酒精饮料，其品种、口味众多，没有完全统一的标准；且各个地区消费者偏好差别很大，很多消费者忠诚于当地品牌，因此全球性的葡萄酒品牌少之又少。在葡萄酒饮酒文化最发达的欧洲，至今仍然是以酒庄产酒为主，行业整体还是比较原始的小作坊模式。因此，与全球酒精饮料消费量 CR10 53%、全球啤酒 CR10 65%的集中度相比，全球葡萄酒的集中度很低——CR10 仅为 12.6%。在这样的市场条件下，我们认为成为掌控上游资源、拥有强大多品牌经营能力的平台型企业是葡萄酒龙头的必然选择。

国产酒龙头们如今的选择是到葡萄酒资源国投资并购，获取上游资源，而不是和大多数国内经销商一样从事葡萄酒经销贸易。2015 年 8 月，时任张裕副总的孙健描述公司的国际化路线为——“我们不是纯贸易，简单的代理别人品牌或做贴牌，而是大举并购。张裕要打造为全球一流的葡萄酒生产企业必须拥有众多知名品牌，就像美国的星座集团。”在消费者主张的时代，张裕的销售方式希望更多的是 F2C，即厂家到消费者，而不是 B2C，从经销商到消费者。

从 10 年前与欧洲葡萄酒生产巨头卡思黛乐合资合作，到进口葡萄酒，再到如今率领中国产业资本走出国门、抢夺海外资源，国产酒龙头的眼界放开了，可行的生意模式日渐具体、清晰。对于布局海外资源，张裕提出了几下几点战略规划：

1. 与并购酒庄相比，更愿意大规模并购酒厂，因为“酒庄产量太小，酒厂产销量的迅速提升才能做大规模”；
2. 由于中西文化差异，在并购中管理团队间的磨合才是关键，会注重管理团队的选择；
3. 未来计划在国内外各设立 10 个工厂，要“两条腿走路，两条腿一样粗”；
4. 对法国的葡萄酒投资，将以波尔多产区为主；意大利看中的是起泡酒企业；澳洲选择从供应商开始，智利、阿根廷和美国，不久都会有张裕并购的脚步前往，预计海内外总投资约 20 亿元；
5. 目前进口酒销售占张裕的总销售额比例不超过 5%，未来全部收购完成后，这个比例将超过 30%。

表格4： 2013-2015 年张裕布局海外酒庄资源的具体动作

时间	事件
2013.10	以逾 4000 万元收购法国富朗多家族干邑有限公司
2014.10	在法国全资成立第一个对外投资公司“法尚控股”，负责从事投资、收购兼并及葡萄酒、白兰地等酒类生产、销售及进出口业务
2015.03	五大葡萄酒事业部首次亮相：分别管理张裕在法国、西班牙、意大利、澳洲和美洲五大葡萄酒主产地的并购事宜，并负责当地所代理或收购的葡萄酒品牌在中国市场的销售
2015.08	以 2625 万欧元控股西班牙葡萄酒企业爱欧集团，将其 75% 的股权收入囊中，在未来 5 年内或双方另外约定的日期，张裕将再收购剩余股份，届时股权占比将达 90%
2015.11	公司下属法尚控股出资 333 万欧元（折合人民币约 2,260 万元）从法国卡斯黛乐酒庄手中收购蜜合花农业公司 90% 股权，旗下拥有“蜜合花酒庄”和“苔丝藤酒庄”注册商标为主体的无形资产以及占地 55 公顷的土地和葡萄园等，张裕首次获得具有自主品牌的法国 AOC 等级以上葡萄酒生产能力

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

高端酒：依靠品牌收购，利用渠道优势嫁接海外资源

进口酒辨识难度大，自行选择不如专家推介

进口葡萄酒品质差异大，对于一般消费者而言辨识难度较大。暂且先不谈鉴赏级别的难度，光是质量就良莠不齐。进口红酒市场长期存在着“原瓶不原”“洋酒不洋”“价格虚高”“假冒品牌”，以及条形码与出产国相矛盾等诸多问题。在国家质检总局公布 2015 年 6 月进境不合格食品、化妆品名单中，多国多品种进口葡萄酒被检出不合格，反应出进口葡萄酒存在着各种乱象。

表格5： 国家质检总局公布的 2015 年 6 月进境不合格葡萄酒名单

国家	产品	不合格原因
西班牙	多米尼爱雅红玫瑰葡萄酒	“干浸出物不合格”被退货
西班牙	特瑞塔白葡萄酒	山梨酸超标
西班牙	杜瓦伯爵干红葡萄酒	铁超标
意大利	巴贝拉爱古红葡萄酒	铜超标
斯洛文尼亚	拉德戈纳等高起泡葡萄酒	铜超标

注：干浸出物不合格说明葡萄酒含葡萄的天然成为较少，葡萄酒原汁含量不足，可能掺水较多

资料来源：国家质检总局，华泰证券研究所

由于葡萄酒品鉴的难度大、进口葡萄酒鱼龙混杂，随着市场进一步完善，消费者自然需要求助于“内行”进行筛选过滤。此时，行业龙头拥有的专业知识、行业资源便可以派上用场。行业龙头控制上游产品资源，自建渠道引进进口葡萄酒，充当满足消费者需求的品酒师，已然成为了本轮进口葡萄酒风潮的必然趋势。

长年渠道投入，酒业大佬渠道资源构成进入壁垒

国内龙头在“走出去”收购国外品牌时，可以倚赖自身的专业知识，代替消费者进行挑选品鉴；在“引进来”时又可以依靠长期投入积淀下来的渠道资源，可谓是具有先天优势。作为

红酒大佬的张裕，其拥有的渠道资源、营销网络也是最强大的。2015 年张裕拥有 2563 名销售人员，计划把做国产葡萄酒的全渠道模式“复制”到进口葡萄酒，目前已经成立和开拓了 A 类直供公司、B 类直供公司、VIP 团购公司、郊县渠道、中高渠道、中小渠道和电商平台等，张裕引进进口葡萄酒基本上是“水到渠成”的。

调整先锋酒庄策略，着力发展爱欧公爵和蜜合花等自有进口品牌

张裕 15 年进口酒规模约为 5000~6000 万元，其中 20%通过先锋酒庄的渠道，另外 80%主要通过新招的进口酒经销商渠道。渠道层面，先锋酒庄的扩张步伐中止，未来进口酒更多依赖新晋经销商。先锋酒庄的决策背景是行业处于上升期和团购需求旺盛，但是目前团购需求大幅下滑，专卖店模式的费用居高不下现状使得经营没有获得预期的效果，未来预计不会进行规模的扩张，存量的 310+家专卖店中业绩不好的也会逐步关停，未来进口酒业务主要还是依赖经销商渠道。

产品层面，爱欧公爵和蜜合花等自有进口品牌是未来进口酒的重要方向。爱欧公爵在中国反响不错，自有的爱欧公爵和蜜合花品牌不存在替他人做嫁衣的风险，未来公司应当会着力发展。爱欧公爵目前在国内的零售价在 100 元左右，处于主流价位带，颇受市场欢迎，15 年同比约有 50%的增长。

避免左右手互搏，以广东作为进口酒开拓市场

为了避免国产和进口酒的左右手互搏，张裕将广东市场作为进口酒的重点市场。广东是张裕白兰地产品的重要市场，同时由于广东地区进口葡萄酒渗透率比较高，国产葡萄酒做的不理想。考虑到较好的进口酒民意基础和较低的张裕葡萄酒渗透率，张裕选择该地区作为其进口葡萄酒的重要开拓市场，也可以较好地避免市场所担心的左右手互搏。

中低端酒：依然会向品牌化转变，低端贴牌酒将被挤出市场

中低端进口葡萄酒质量良莠不齐，国产酒性价比更优

在大多数人的印象中，进口葡萄酒本应定位于中高端，致力于从葡萄酒的发源地、原产国引进当地的优良品种。然而实际上，由于国内葡萄酒市场准入门槛较低，导致很多低端进口葡萄酒存在着向我国倾销的情况。由于进口价格低廉，国内企业还存在着进口散装葡萄酒，再对原酒进行勾兑贴牌的乱象，有的企业甚至直接成为国外散装酒的灌装车间。

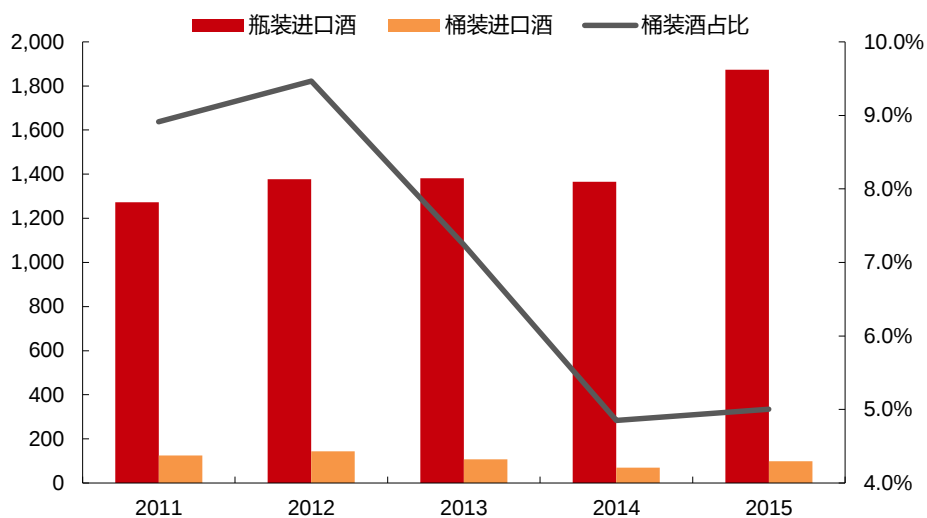
当前由于存在认知偏差，葡萄酒只要打上“进口”二字便会得到另眼相待。深入了解以后，我们发现国产葡萄酒，尤其是龙头的性价比、质量较某些中低端进口酒其实更优。张裕参与评选的葡萄酒，评分可以达到二级庄的标准，但进口二级庄的葡萄酒其实售价可以达到几千元，张裕的售价仅为 100 多元。张裕解百纳至今已经销售突破 4 亿瓶，出口到欧美亚 28 个国家。全世界能卖 4 亿瓶的葡萄酒品牌其实只有美国一家，澳大利亚一家，帝亚吉欧有一家。国内精品酒庄的出品已经很好，但是消费者的认知存在偏见。

中低端依然会向品牌化转变，低端贴牌酒将被挤出市场

我们认为，随着消费者教育的加深，廉价贴牌葡萄酒势必会被性价比更高的国产品牌酒挤出市场，中低端葡萄酒市场依然会逐步向品牌化演变。从 2011 年-2015 年桶装进口酒占总进口金额的比重变化就能看出，其占比已从 2011 年的 8.9%迅速下滑至 5%，再次证明主动调

整价位后的国产酒有能力在性价比上超越进口中低端酒，捍卫自己的领土。

图22: 2011-2015 年桶装进口酒占比迅速下滑 (百万美元)



资料来源: 海关总署, Wind, 华泰证券研究所

国产酒策略: 大众消费时代瞄准主流价位大单品

中低端由多品牌运营向打造大单品过度

推出“醉诗仙”希望打造中低价格带超级单品

国产葡萄酒在过去 4 年调整期价格带出现下移，张裕以打造中低端超级单品作为应对策略。张裕的产品线比较长，从几十到几百价位的产品都有，过往中高端的解百纳、酒庄酒的品牌定位相对清晰，但是中低端顶峰时期拥有上千个品种。在行业蓬勃期低价位的产品即使没有行成品牌，需求仍然旺盛，但是在目前市场竞争加剧的情况下这种超多品牌运营的策略使得营销找不到抓手，想要拉动在亲民价格带产品的销售收入，这就迫使张裕必须在中低端产品中打造一个大单品。2014 年底推出的醉诗仙就是这个策略在产品端的表现，但是单品的打造需要时间，15 年醉诗仙的规模大约在 3000~4000 万元。

渠道策略配合: 向低线城市下沉，开发郊县市场

目前张裕的渠道主要依赖商超和餐饮，未来渠道将向低线城市下沉，开发郊县市场。很多年以来，郊县市场对于张裕来说都是空白，这些市场活跃着很多假冒葡萄酒和杂牌产品，而今张裕开始正式成立郊县市场的渠道，包括数 300~400 个储备县城。管理模式倾向于 1 名张裕员工派驻+本地终端的方式，过往的销售体系更多围绕经销商来做，现在则有意向围绕终端去做，公司员工要去开发管理和维护这些终端。这意味着公司的渠道策略已经开始配合大众品时代的到来应声而变。

“轻饮”时代，战略新品“小萄”上市

8 月 27 日，张裕正式推出中国首款加果汁的葡萄酒——“小萄”，在葡萄酒中加入水果的饮用方式在国际上已经流行已久，但在我国还处于空白阶段，张裕此番推出“小萄”，瞄准低酒精度、健康饮品，也是顺应大众主流消费的趋势。公司目标在未来三年内，将小萄打造成中国消费者喜爱的‘低度时尚大单品’。”小萄的原料全部来自有“水果之乡”山东烟台，烟台苹果享誉世界，因此其制造也选择使用烟台新鲜的苹果、葡萄等 100%纯果汁与葡萄酒酿制而成，兼具葡萄酒和水果的口味和双重营养。“小萄”酒精度仅有 4 度，能使消费者做到无负担饮用，对于不胜酒力的年轻人，或者第一次接触葡萄酒的人，可以放心畅饮，有望打开家庭宴会、聚会等市场。

盈利预测与估值

核心假设：

1. 收入稳健增长：解百纳及普通葡萄酒稳健增长，预计 16 年整体收入增速为 5%左右；高端酒庄酒 16 年上半年逐步复苏，小幅正增长，下半年预计将延续增长势头；进口酒增长较快，上半年翻倍增长，下半年有望继续高增长，但 16 年基数仍然较小，对业绩贡献将在 17 年有所显现。随着渠道下沉的深入及新品发力，17 年收入开始快速增长，公司整体销售收入向 50 亿元迈进。
2. 毛利率和费用率：毛利率水平随着产品结构升级将保持缓慢上升，但近三年不会有明显变化，预计毛利率保持在 68%左右。随着酒类行情转暖，预计公司 2016 年销售费用率、管理费用率将保持 2015 年水平；但销售费用和管理费用的绝对量仍保持增长。
3. 其他业务：保持平稳，对业绩贡献较小。

我们认为，随着公司引进海外进口酒品牌策略的推进，积极打造大众主流大单品战略的实施，同时配合郊县渠道的下沉，未来公司经营业绩前景向好。经测算，预计公司 2016-2018 年净利润为 10.8 亿元，12.4 亿元和 13.4 亿元，同比分别增长 4.69%，15.16%和 7.45%，EPS 分别为 1.57，1.81 和 1.95 元。公司当前 PE 为 27 倍，目前葡萄酒上市公司 PE 均值暂无可比性，筛选其他可比公司进行估值，经计算 PE 均值为 31 倍。基于保守视角，我们按 2016 年 28 - 30 倍 PE 估值，目标价至 44.0 - 47.1 元，维持“增持”评级。

表格6：葡萄酒行业 PE（TTM）估值表

代码	公司	PE（TTM）
000869.SZ	张裕 A	27
000557.SZ	西部创业	-96
600365.SH	通葡股份	-3,063
600543.SH	莫高股份	285
603779.SH	威龙股份	134
600084.SH	中葡股份	530
平均值		-364

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

表格7: 可比公司 PE (TTM) 估值表

代码	公司	PE (TTM)
000729.SZ	燕京啤酒	48
000860.SZ	顺鑫农业	33
603198.SH	迎驾贡酒	32
600600.SH	青岛啤酒	25
600519.SH	贵州茅台	23
000848.SZ	承德露露	23
平均值		31

风险提示

食品安全问题，公司实际经营状况透明度不够，对业绩预估可能产生较大偏差。

盈利预测

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,964	4,536	5,688	6,966
现金	1,285	1,687	2,669	3,736
应收账款	197.80	193.43	209.19	232.79
其他应收账款	46.15	64.48	54.47	63.90
预付账款	3.59	22.19	12.54	14.34
存货	2,261	2,412	2,554	2,726
其他流动资产	170.46	157.09	189.45	192.63
非流动资产	6,380	6,043	5,948	5,776
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	3,089	3,106	3,091	3,048
无形资产	463.90	515.30	580.17	618.19
其他非流动资产	2,827	2,422	2,277	2,109
资产总计	10,344	10,578	11,636	12,741
流动负债	2,408	1,919	2,082	2,248
短期借款	665.58	402.92	456.17	508.22
应付账款	569.28	435.75	513.30	574.88
其他流动负债	1,173	1,080	1,113	1,165
非流动负债	179.92	167.20	167.80	171.64
长期借款	71.69	71.69	71.69	71.69
其他非流动负债	108.23	95.51	96.11	99.95
负债合计	2,588	2,086	2,250	2,419
少数股东权益	192.46	192.67	192.91	193.17
股本	685.46	685.46	685.46	685.46
资本公积	565.96	565.96	565.96	565.96
留存公积	6,323	7,048	7,942	8,877
归属母公司股	7,564	8,300	9,194	10,129
负债和股东权益	10,344	10,578	11,636	12,741

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	1,143	1,122	1,404	1,499
净利润	1,030	1,079	1,242	1,335
折旧摊销	208.54	216.55	230.13	242.61
财务费用	11.29	33.94	19.69	13.13
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(57.18)	(277.52)	(62.03)	(89.21)
其他经营现金	(49.87)	70.73	(26.17)	(2.26)
投资活动现金	(937.85)	23.21	(125.07)	(94.18)
资本支出	775.47	(43.63)	15.59	4.15
长期投资	0.00	(0.40)	0.00	0.00
其他投资现金	(162.39)	(20.82)	(109.48)	(90.03)
筹资活动现金	(77.57)	(744.05)	(296.85)	(337.06)
短期借款	365.58	(262.66)	53.25	52.06
长期借款	(137.69)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2.82	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(308.28)	(481.38)	(350.10)	(389.11)
现金净增加额	131.77	401.47	981.80	1,068

利润表

单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,650	4,894	5,359	5,767
营业成本	1,513	1,580	1,687	1,803
营业税金及附加	258.01	285.52	319.13	333.29
营业费用	1,211	1,272	1,362	1,489
管理费用	313.97	318.11	347.17	379.28
财务费用	11.29	33.94	19.69	13.13
资产减值损失	2.82	2.32	2.38	2.51
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,340	1,401	1,622	1,746
营业外收入	50.07	45.39	46.48	47.31
营业外支出	1.90	4.05	4.78	3.58
利润总额	1,388	1,443	1,663	1,790
所得税	357.88	364.05	421.17	455.51
净利润	1,030	1,079	1,242	1,335
少数股东损益	0.20	0.21	0.24	0.26
归属母公司净利润	1,030	1,078	1,242	1,334
EBITDA	1,560	1,652	1,871	2,002
EPS (元)	1.50	1.57	1.81	1.95

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	11.86	5.25	9.50	7.61
营业利润	5.75	4.58	15.72	7.70
归属母公司净利润	5.36	4.69	15.16	7.45
获利能力				
毛利率(%)	67.47	67.71	68.52	68.73
净利率(%)	22.15	22.03	23.17	23.14
ROE(%)	13.62	12.99	13.51	13.17
ROIC(%)	13.75	14.67	16.90	18.33
偿债能力				
资产负债率(%)	25.02	19.72	19.34	18.99
净负债比率(%)	34.53	25.25	26.55	27.80
流动比率	1.65	2.36	2.73	3.10
速动比率	0.70	1.10	1.50	1.88
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.47	0.48	0.47
应收账款周转率	27.08	25.02	26.62	26.10
应付账款周转率	3.26	3.14	3.56	3.31
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.57	1.81	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.67	1.64	2.05	2.19
每股净资产(最新摊薄)	11.04	12.11	13.41	14.78
估值比率				
PE	25.61	24.47	21.25	19.77
PB	3.49	3.18	2.87	2.60
EV_EBITDA	16.76	15.82	13.97	13.06

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com