

数说中报之葡萄酒篇：国产酒静待突围

——2018年中报点评

✉ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002
☎ : 021-80106029 李晓璐
✉ : lixiaolu@stocke.com.cn

行业评级

食品饮料 看好

报告导读

我们认为国产葡萄酒企业尚未完全从内忧外患中走出来，尚需努力。

投资要点

□ 进口酒冲击仍在

从趋势上看，葡萄酒上市公司营收在2012-2014年中较长时间处于负增长，从2015Q1开始营收增速拉回到正增长附近。我们认为从2018年上半年数据看，国产葡萄酒企业已经熬过了最艰难的一段，但尚未完全从内忧（2012年四万亿投资饮鸩止渴叠加八项规定）和外患（进口葡萄酒冲击）中走出来，现阶段主要表现在进口葡萄酒的冲击。近些年进口葡萄酒快速增长而国产葡萄酒产量萎靡不振，2017年进口葡萄酒总量占国内葡萄酒市场总容量的44%，若考虑国产酒中含进口散装酒，则进口量占总容量的比重已达50%。

□ 竞争激烈

由于进口酒的冲击，近些年葡萄酒上市公司平均毛利率缓慢走低，从70%以上缓慢下降到60%附近。2018Q2葡萄酒板块平均毛利率62%，同比持平。与此同时销售费用率维持在相对较高的位置，我们横向对比了一下发现葡萄酒上市公司的平均销售费用率在30%上下，在酒水饮料里处于很高的位置，这在一定程度上反映出市场的竞争激烈程度。若未来竞争态势没有出现缓解，我们预估销售费用率很难下降。

□ 龙头公司放缓扩张的步伐

经营效率指标方面，我们认为葡萄酒上市公司存货周转天数良性，但应收账款周转天数和应付账款周转天数均有所拉长，显示葡萄酒上市公司现金周转效率变低。葡萄酒上市公司账面货币现金较为充裕，但变现能力有所转弱。此外，结合购买固定资产等现金支出和投资性现金流看，龙头公司比如张裕仍有大额资本支出，但是由于2012年之后行业内外局势发生变化，因此部分项目或搁置或延后或取消。

相关报告

报告撰写人：张海涛

数据支持人：李晓璐

正文目录

1. 进口葡萄酒的冲击仍在	3
1.1. 2018Q2 板块营收同比增长 10%	3
1.2. 市场竞争激烈	4
1.3. 2018Q2 行业归母净利润同比增长 7%	6
2. 经营平稳，龙头企业扩张的步伐放缓	6
3. 估值	8

图表目录

图 1: 葡萄酒上市公司的 2018Q2 营收同比增长 10%	3
图 2: 张裕分季度营收同比增速	3
图 3: 葡萄酒进口量和国产葡萄酒产量及增速对比	4
图 4: 葡萄酒板块平均毛利率走势	4
图 5: 四家公司分季度毛利率水平对比及走势	4
图 6: 葡萄酒板块平均销售费用率走势	5
图 7: 张裕 2018H1 销售费用率拆分看	5
图 8: 葡萄酒板块平均管理费用率走势	5
图 9: 葡萄酒板块平均三项费用率走势	5
图 10: 葡萄酒板块平均税金及附加费率走势	5
图 11: 葡萄酒板块平均营业利润率走势	5
图 12: 葡萄酒板块平均净利润率走高	5
图 13: 四家公司分季度净利润率水平对比及走势	5
图 14: 葡萄酒上市公司分季度归母净利润走势	6
图 15: 葡萄酒板块平均存货周转天数	6
图 16: 葡萄酒板块库存(累计值)细分占比	6
图 17: 葡萄酒板块平均应收账款周转天数	7
图 18: 葡萄酒板块平均应付账款周转天数	7
图 19: 葡萄酒上市公司合计货币现金	7
图 20: 葡萄酒上市公司收到的现金占营收的比重	7
图 21: 葡萄酒板块季度经营性现金流绝大部分为正值	7
图 22: 葡萄酒上市公司 扩张的速度放缓	7
图 23: 张裕历史市盈率(TTM,月度)	8
图 24: 威龙股份历史市盈率(TTM,月度)	8
图 25: 中葡股份历史市盈率(TTM,月度)	8
图 26: 莫高股份历史市盈率(TTM,月度)	8
表 1: 四家公司估值指标	8

1. 进口葡萄酒的冲击仍在

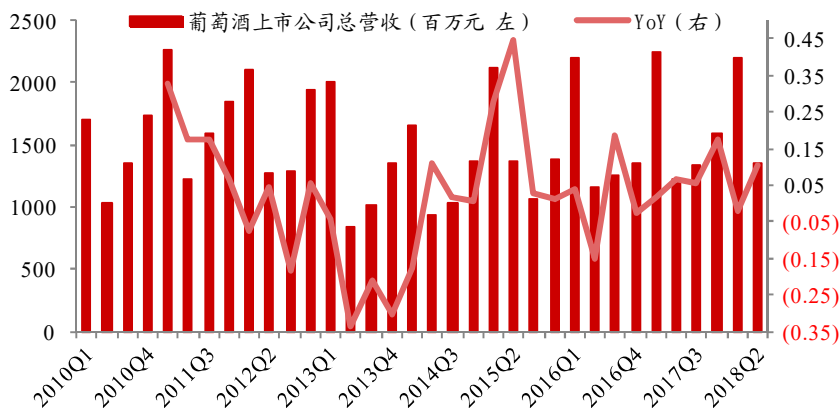
从业务模式相当，主营业务相近相仿的角度，我们选取四家 A 股葡萄酒上市公司作为本报告葡萄酒子板块的研究标的池，它们分别是张裕、威龙股份、中葡股份和莫高股份。需要说明的是，通葡股份旗下九润源是一家主营卖白酒的电商公司，其客户主要为京东、天猫超市、苏宁易购等多个互联网电子商务网站，合并报表之后的葡萄酒业务占比小，故未纳入本报告报告池。从营收规模和净利润规模等指标来看，张裕绝对属于葡萄酒上市公司中的巨无霸。

1.1. 2018Q2 板块营收同比增长 10%

2018Q2 葡萄酒板块实现总营收 13.57 亿元，同比增长 10%，与 Q1 同比下降 2% 相比，增速转正。跟大多数食品饮料一样，葡萄酒消费具有较为明显的季节性，以往集中在 Q1 和 Q4，近四五年的数据显示 Q1 的营收占比极高，占 40%-50%，好在 2018Q1 营收同比下降但是幅度不大，在 Q2 营收增长的带动下，2018H1 葡萄酒板块实现总营收 35.56 亿元，同比 2.4%。其中，张裕 Q2 葡萄酒板块实现总营收 10.24 亿元，同比增长 18%，2018H1 实现总营收 27.67 亿元，同比 2.2%。

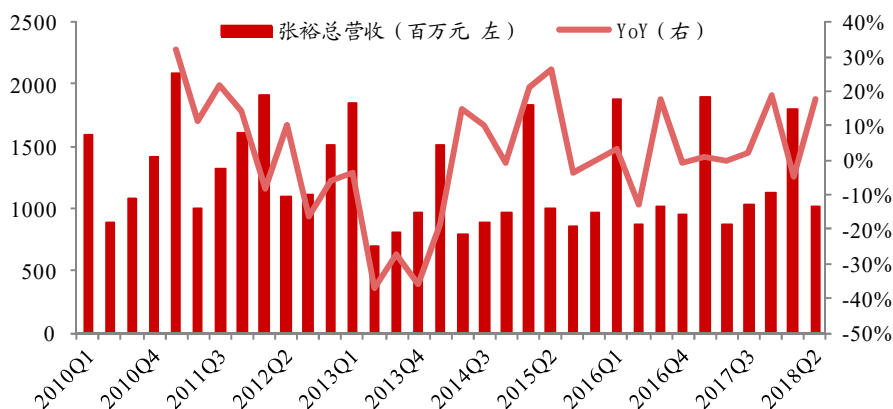
从趋势上看，葡萄酒上市公司营收在 2012-2014 年中较长时间处于负增长，从 2015Q1 开始营收增速拉回到正增长附近。我们认为从 2018 年上半年数据看，国产葡萄酒企业已经熬过了最艰难的一段，但尚未完全从内忧（2012 年四万亿投资饮鸠止渴叠加八项规定）和外患（进口葡萄酒冲击）中走出来，现阶段主要表现在进口葡萄酒的冲击。近些年进口葡萄酒快速增长而国产葡萄酒产量萎靡不振，2017 年进口葡萄酒总量占国内葡萄酒市场总容量的 44%，若考虑国产酒中含进口散装酒，则进口量占总容量的比重已达 50%。

图 1：葡萄酒上市公司的 2018Q2 营收同比增长 10%



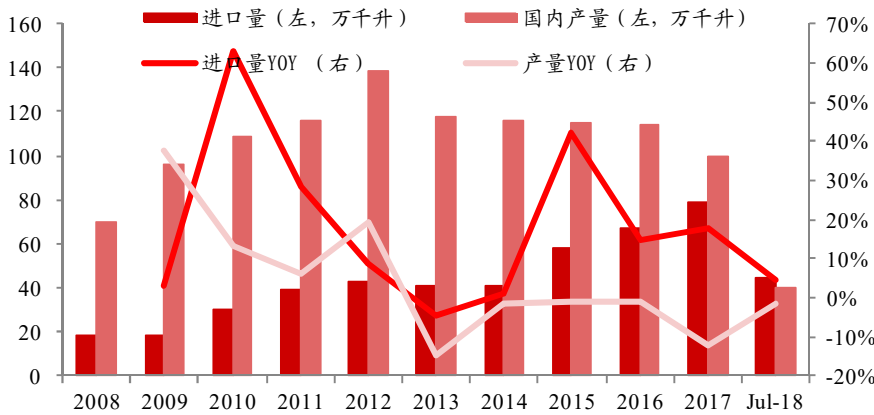
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：张裕分季度营收同比增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 葡萄酒进口量和国产葡萄酒产量及增速对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

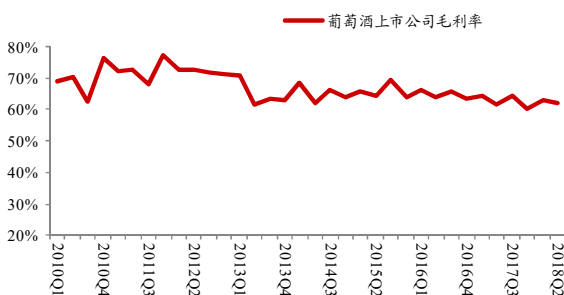
1.2. 市场竞争激烈

2018Q2 葡萄酒板块平均毛利率 62%，同比持平。近些年葡萄酒上市公司平均毛利率缓慢走低，从 70% 以上缓慢下降到 60% 附近。分企业看：张裕的毛利率水平在业内波动最小，平均毛利率水平最高，2018Q2 的毛利率水平为 66%；中葡股份的毛利率最低，2018Q2 毛利率约 34.4%；莫高股份的分季度毛利率波动最大，近两年的平均毛利率水平与张裕的接近，2018Q2 的毛利率水平为 69%；主打有机葡萄酒的威龙股份其毛利率较为平稳，在四家公司中处在中间水平，2018Q2 的毛利率水平为 57%。

2018Q2 葡萄酒板块平均三项费用率约 42%，同比提升约 1 个百分点，其中销售费用率提升的影响最大，Q2 葡萄酒板块平均销售费用率约 32%，同比提升约 1 个百分点。此外，由于张裕提高了员工薪酬，致 Q2 葡萄酒板块平均管理费用率同比提高 1 个百分点到 9%。横向对比看，葡萄酒销售费用率在酒水饮料等子行业里处于最高的水平。我们单独拆分了张裕的销售费用，发现 2018 年上半年总计约 7 亿元的销售费用里，单列超 1 亿元的有两项，其中 3.6 亿元的广告推广费，1.4 亿元的员工薪酬费，可见广告推广费用占比超过一半。我们认为销售费用占比高可以在一定程度上反映出葡萄酒市场竞争的激烈程度要远比其他酒水饮料激烈得多。

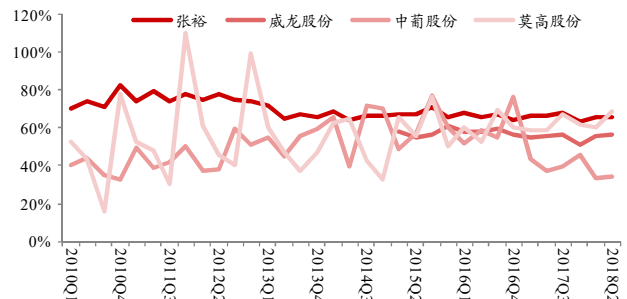
2018Q2 葡萄酒板块平均税金及附加费率约 7%，同比增加约 1 个百分点，从趋势上看波动不大。2018Q2 葡萄酒板块平均净利润率 11%，同比微降 0.3 个百分点。分公司看，从稳定性和排名来看，张裕和威龙股份胜出，2018Q2 张裕的净利润率为 15.4%，威龙股份的净利润率为 6%。

图 4: 葡萄酒板块平均毛利率走势



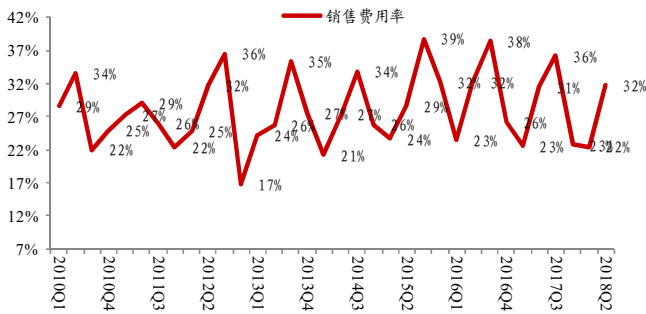
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 四家公司分季度毛利率水平对比及走势



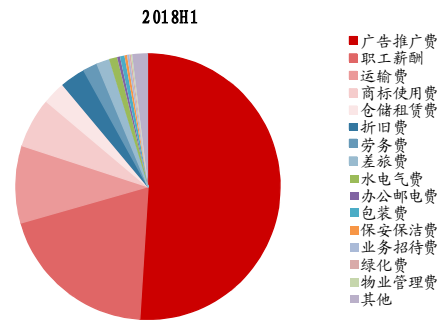
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6：葡萄酒板块平均销售费用率走势



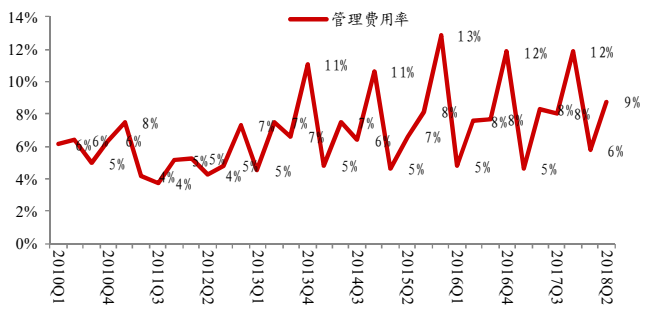
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：张裕 2018H1 销售费用率拆分看



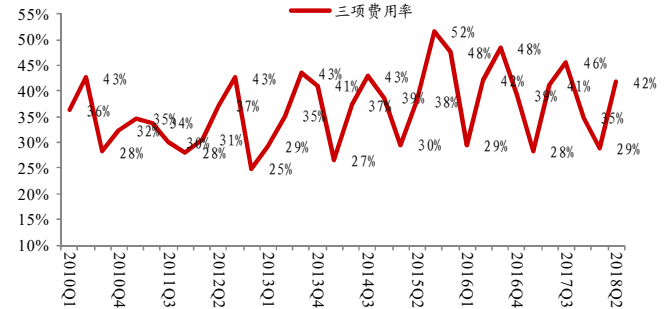
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：葡萄酒板块平均管理费用率走势



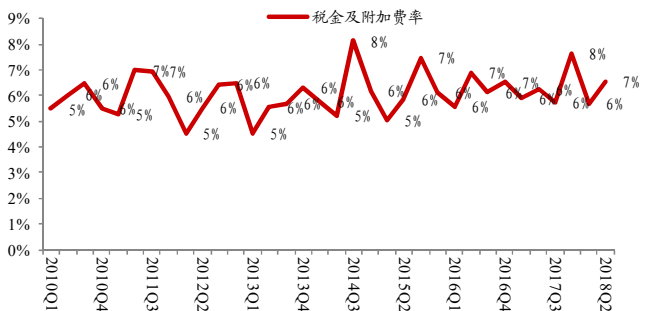
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：葡萄酒板块平均三项费用率走势



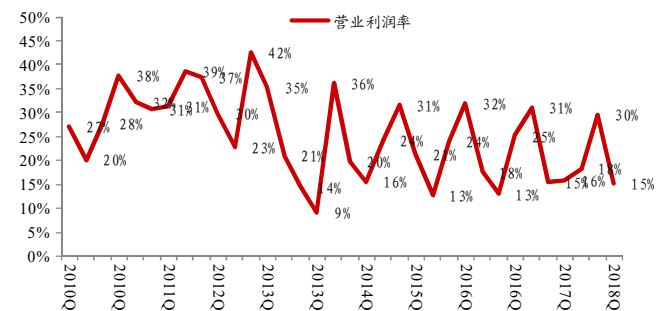
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：葡萄酒板块平均税金及附加费率走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

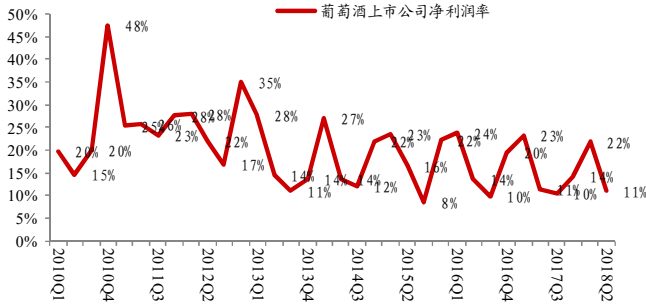
图 11：葡萄酒板块平均营业利润率走势



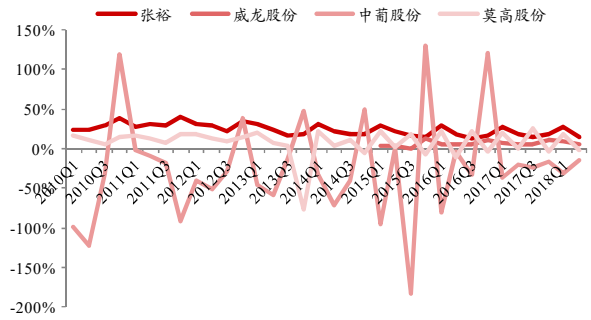
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：葡萄酒板块平均净利润率走高

图 13：四家公司分季度净利润率水平对比及走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

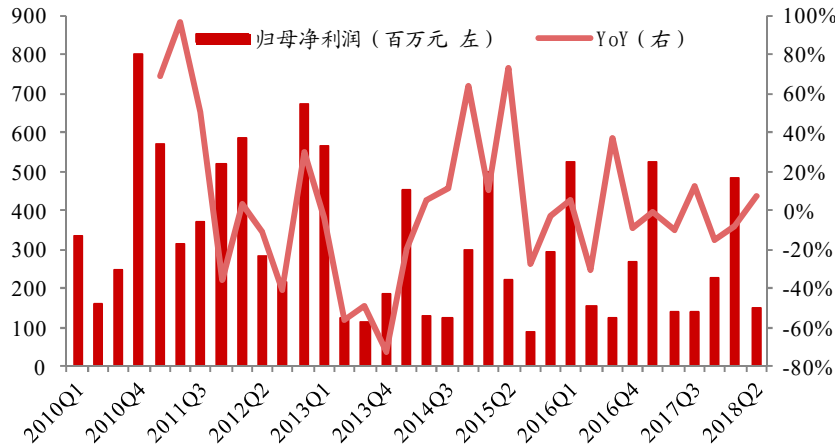


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3. 2018Q2 行业归母净利润同比增长 7%

受费用率提升致净利润率微幅下降的影响, 2018Q2 葡萄酒行业实现归母净利润 1.5 亿元, 同比增 7%, 低于营收同比增速。

图 14: 葡萄酒上市公司分季度归母净利润走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

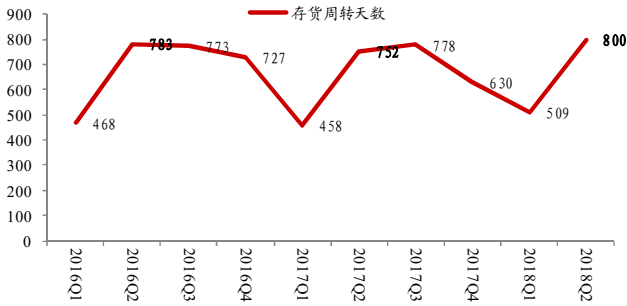
2. 经营平稳, 龙头企业扩张的步伐放缓

葡萄酒上市公司通常 Q1 存货周转最快, 跟生产和消费旺季契合, 2018Q1 库存周转天数 509 天, Q2 库存周转天数 800 天, 存货周转天数良性。对比啤酒和软饮料等酒水上市公司, 葡萄酒上市公司的存货周转天数时间偏长, 这主要与葡萄酒的酿造工艺和时长有关联。从趋势看, 应收账款周转天数和应付账款周转天数均有所拉长: Q2 应收账款天数为 29 天, 同比增加 5 天; Q2 应付账款天数为 53 天, 同比增加 13 天; 显示葡萄酒上市公司现金周转效率变低。

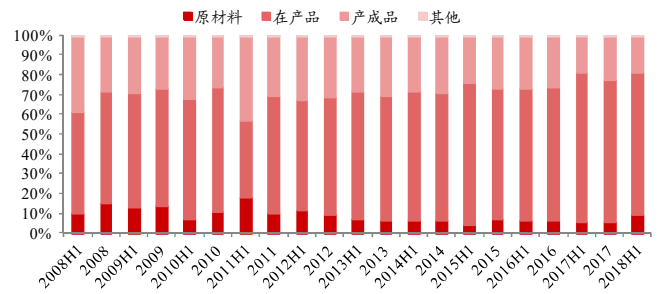
葡萄酒上市公司账面 2018Q2 累计货币现金 30.15 亿元, 同比增长 10%, 货币现金较为充裕。从变现能力看, 葡萄酒上市公司的现金和收入比在过去大部分时间大于 1, 近两年下滑至 1 以下的次数增多, 与现金周转效率指标表现一致。结合购买固定资产等现金支出和投资性现金流看, 龙头公司比如张裕仍有大额资本支出, 但是由于 2012 年之后行业内外局势发生变化, 因此部分项目或搁置或延后或取消。

图 15: 葡萄酒板块平均存货周转天数

图 16: 葡萄酒板块库存 (累计值) 细分占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所



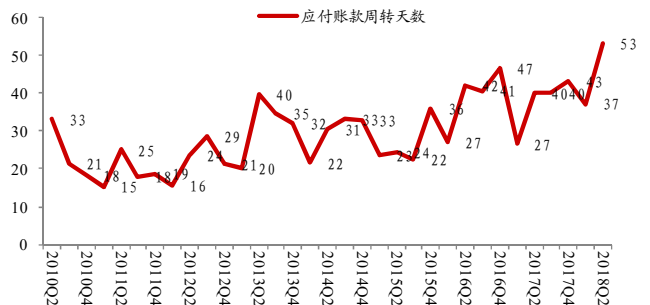
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 17: 葡萄酒板块平均应收账款周转天数



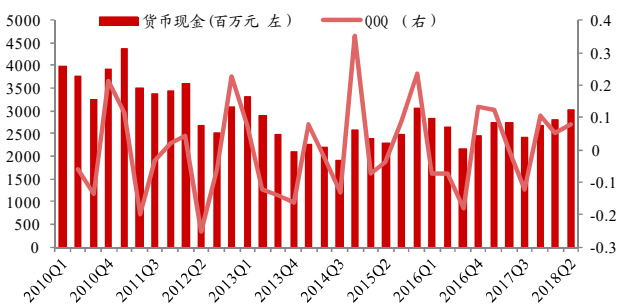
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 葡萄酒板块平均应付账款周转天数



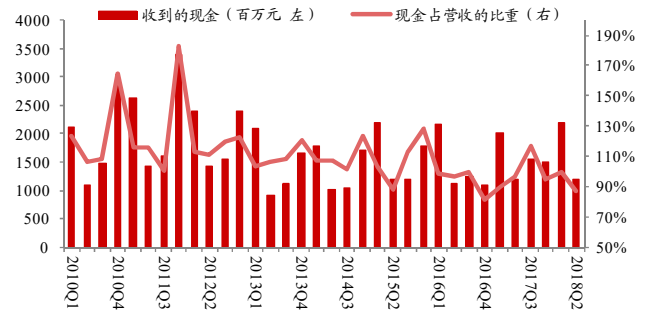
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 19: 葡萄酒上市公司合计货币现金



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

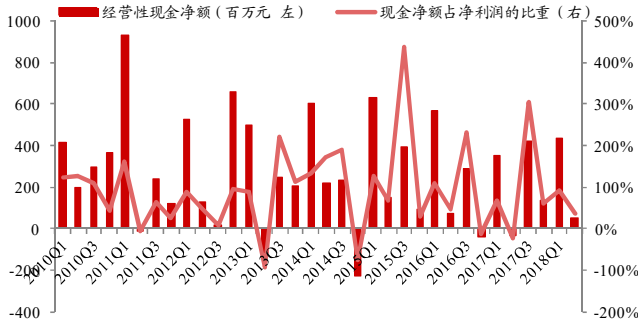
图 20: 葡萄酒上市公司收到的现金占营收的比重



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 21: 葡萄酒板块季度经营性现金流绝大部分为正值

图 22: 葡萄酒上市公司 扩张的速度放缓



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

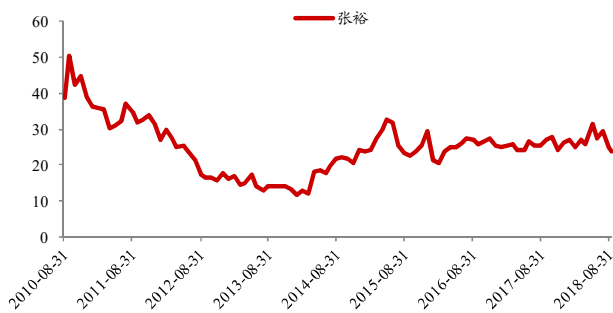


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3. 估值

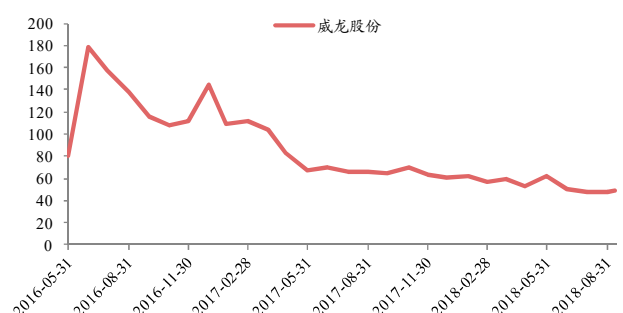
截至9月14日,张裕的市值最大,最新数据显示在200亿元附近,威龙股份约30亿市值,中葡股份和莫高股份分别在45亿元和25亿元水平。从趋势上看,四家公司的PE走势差异大,龙头老大张裕的估值还没有到达底部,威龙股份的估值已经处在历史低位。

图 23: 张裕历史市盈率(TTM,月度)



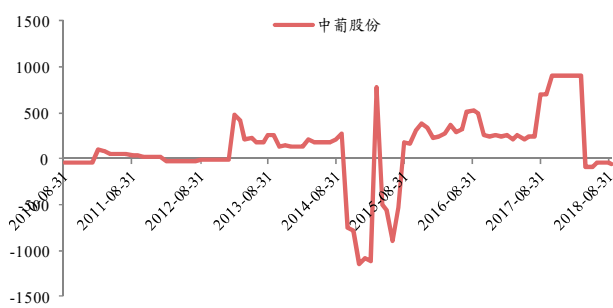
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 24: 威龙股份历史市盈率(TTM,月度)



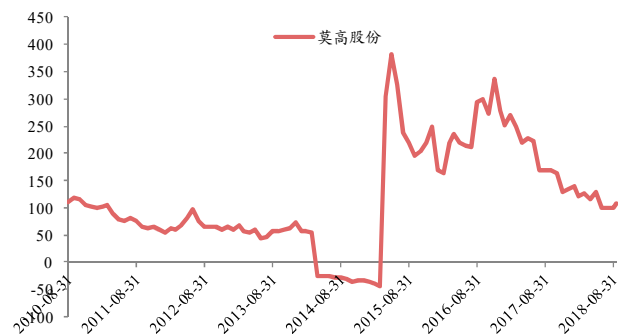
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 25: 中葡股份历史市盈率(TTM,月度)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 26: 莫高股份历史市盈率(TTM,月度)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 1: 四家公司估值指标

代码	公司名称	股价(元)	2018PE	2019PE	2020PE
000869.SZ	张裕	35.66	23	21	19

603779.SH	威龙股份	13.9	44	39	33
600084.SH	中葡股份	4.18	NA	NA	NA
600543.SH	莫高股份	8.17	NA	NA	NA

资料来源：Wind 一致预期，浙商证券研究所。以 09 月 14 日股价为准。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>