

王见鹿 行业分析师

执业编号: S1500517100001

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 2161678587

邮箱: biqiaochu@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

食品饮料行业

2018年12月3日

◆ **本周行业观点: 红色情结: 葡萄酒消费进一步增长, 激烈竞争下还看全渠道能力和产品升级**

1、对于全球葡萄酒产业, 中国市场是个吸引人却又难以掌握的市场。

上一波全球葡萄酒产业的增长浪潮便由中国推动: 2006年中国政府在WTO框架下对最惠国葡萄酒关税由180%下降至20%, 使得原本单价较高的进口葡萄酒对消费者有了更强的吸引力, 中国开启了葡萄酒消费的快速增长。

根据葡萄酒与葡萄酒组织(OIV), 金融危机后的09年至12年, 传统葡萄酒消费国家葡萄酒消费呈现整体下降(或停滞)趋势, 但受益于来自中国的强劲需求, 全球葡萄酒交易量由88百万千升上升至104百万千升, 3年复合增速(CAGR3)达到5.7%; 交易额由180亿欧元上升至250亿欧元, CAGR3为11.6%。

图 12000-2016 年全球葡萄酒交易量 (亿升, %)

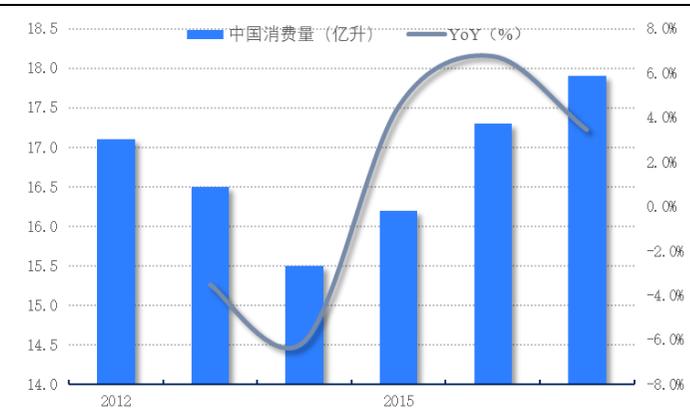

资料来源: OIV, 信达证券研发中心整理

图 22000-2016 年全球葡萄酒交易额 (亿升, %)

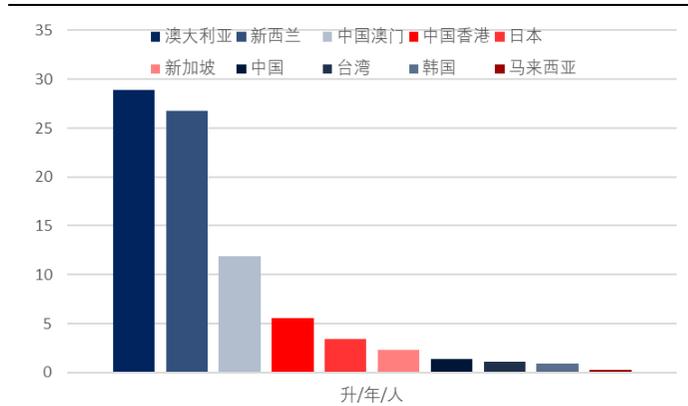

资料来源: OIV, 信达证券研发中心整理

根据vinexpo的统计, 在2007年至2013年间, 中国的红酒消费量增长了2.75倍。而同一时期, 意大利和法国的红酒消费量则分别下降了5.8%和18%。

然而13年以来, 主要受公务宴请数量降低的影响, 我国葡萄酒消费量出现了大幅下滑, 13-14年消费量增速分别下降了3.5%和6.1%。但15年行业消费量即触底反弹, 且增速保持在3.5%-6.8%, 体现了我国葡萄酒消费群体的持续热情。根据IWSR国际葡萄酒及烈酒研究, 我国人均葡萄酒消费量仅为1.4升/年/人, 远低于香港的5.6升和日本的3.4升/年/人。预计到2021年, 中国葡萄酒消费量将较17年增长约40%, 至25.06亿升, 届时人均消费量将达到1.6升。

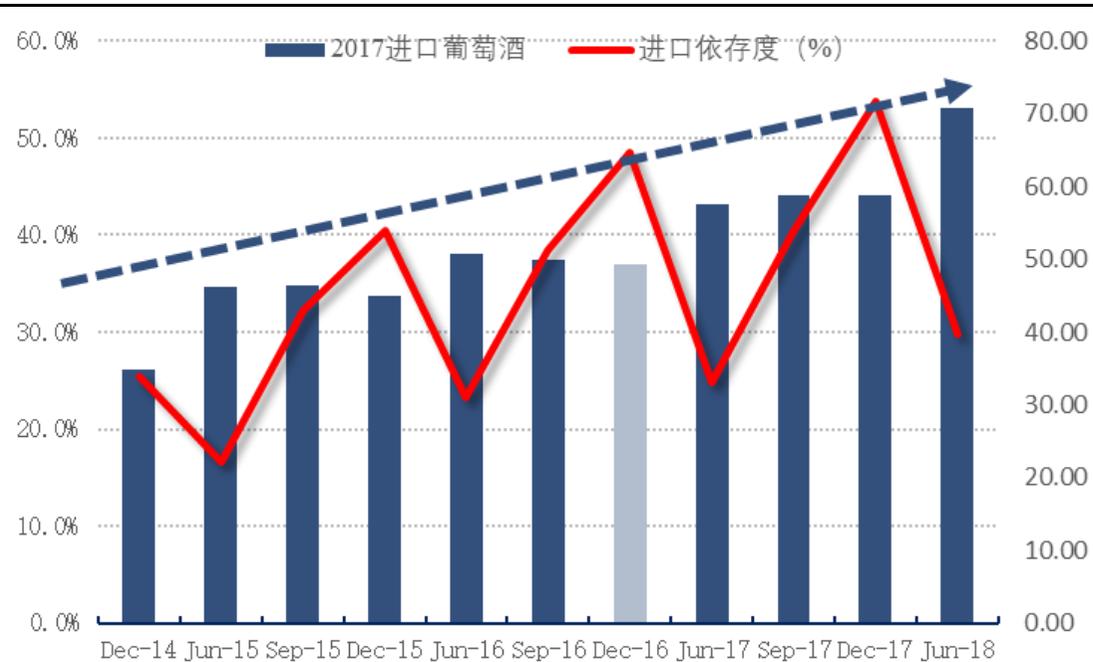
图 3 2012-2017 年中国葡萄酒消费量变化 (亿升, %)


资料来源: Vinexpo, 信达证券研发中心整理

图 4 不同地区人均葡萄酒消费量 (升/年/人)


资料来源: Vinexpo, IESR, 信达证券研发中心整理

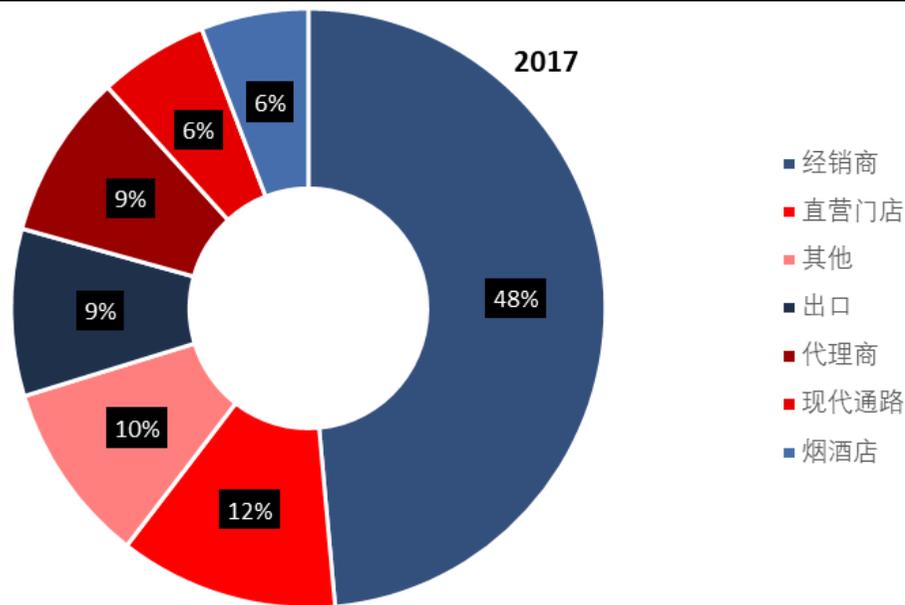
15 年以来, 随着我国与部分葡萄酒生产国如智利和澳大利亚相继建立了自由贸易协定, 对进口葡萄酒的依存度也越来越高。

图 5 14 年至 1H18, 我国葡萄酒进口量及依存度变化 (亿千升, %)


资料来源: 中国海关, Vinexpo, 信达证券研发中心整理

根据中国海关数据，从 2013 到 2017 年，中国进口葡萄酒总量由 3.77 亿升增长到 7.46 亿升，五年翻了一番；15 年末，进口葡萄酒占消费量比重约为 32%，到了 1H18 年已达到约 53%。对于海外酒企，尽管增速可期，但中国市场的隐形门槛很高。首先，中国幅员辽阔，葡萄酒的零售渠道及其分散，且渠道层级很多，由下图可见，除经销商渠道外，剩余超过 50% 的销售通路的占比区别并不大。这意味着如果酒企希望践行自上而下的策略，需要进行全渠道覆盖；如果要进行渠道下沉，还需层层疏通每一个销售链环节。庞大的市场费用和水土不服使得大部分海外酒企不得不将中国市场交给代理商和经销商打理，后者的话语权也就越来越重，对品牌的忠诚度越来越低。事实上，和白酒以及啤酒最大的不同在于，葡萄酒企业对渠道掌控力极其薄弱，国内的代理商和经销商几乎不会只代理一家酒企的品牌，这极大的削弱了酒企的品牌营销策略。

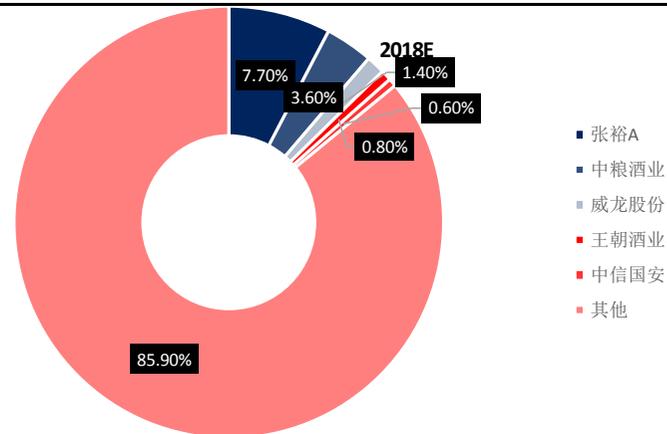
图 62017 年我国葡萄酒销售渠道市占率 (%)



资料来源：IBIS，信达证券研发中心整理

其次，进口葡萄酒需要缴纳的费用包括 5%-20% 不等的关税、在此之上再征收 10% 的消费税，随后还要再缴纳高达 16% 的增值税，税赋成本约为售价的 48.2%；近年来，电商带动的灰色清关导致走私葡萄酒几乎没有纳税成本，低价酒造成行业价格体系被破坏。

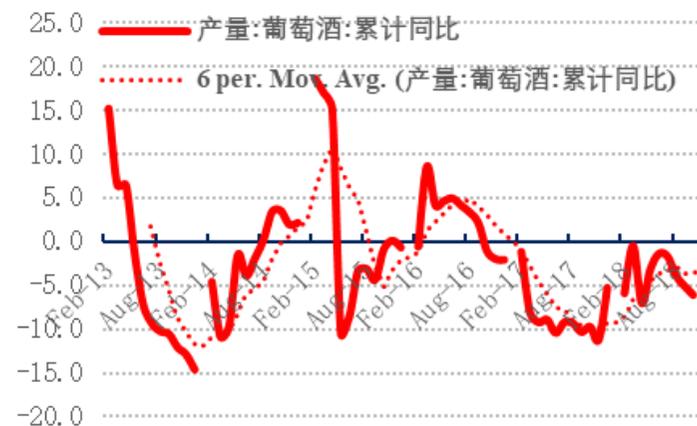
因此，尽管进口葡萄酒对我国消费者早已不是陌生的新鲜事物，我国还是没有主流的进口葡萄酒品牌，甚至整个行业仍没有市占率超过 10% 的核心企业。

图 7 2018 (E) 我国葡萄酒品牌市占率 (%)


资料来源: IBIS, 信达证券研发中心整理

2、国产葡萄酒举步维艰，走出去和品类升级成为核心策略。

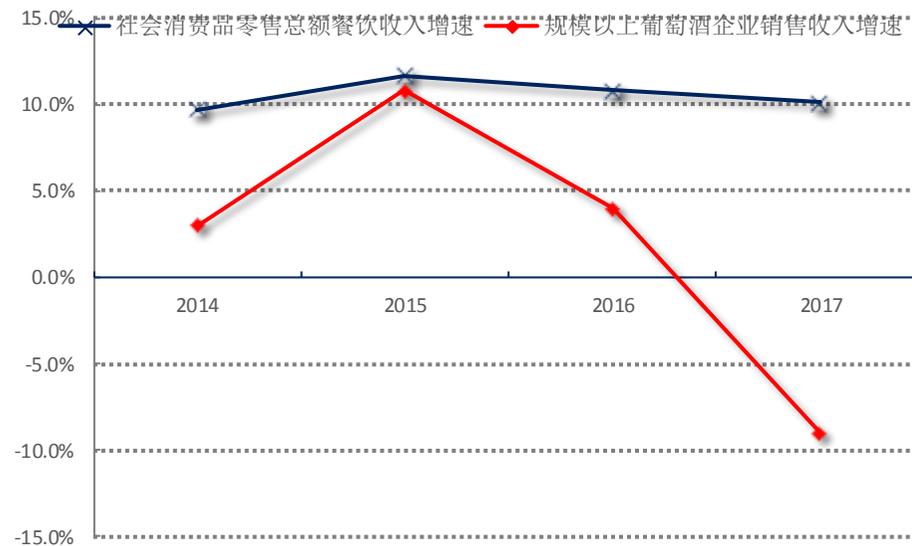
如果说进口葡萄酒所面对的门槛尚能克服，原本便没有太多规模经济效应的国产葡萄酒便更为艰难。受主流消费者消费习惯转变、海外直采比重增加和“零关税”政策（只对两个国家零关税：15年开始对智利进口葡萄酒零关税；19年开始对澳大利亚进口葡萄酒实施零关税）等因素影响，进口葡萄酒继续快速蚕食国产葡萄酒市场份额。据国家统计局发布的数据，2017年中国葡萄酒产量达100.1万千升，比2016年减少13.6万千升，同比下滑5.3%，这是继2013年以来连续五年产量下滑。截止18年10月，我国葡萄酒产量50.6万千升，同比下降6.1%，较去年同期数值-9.7%略有好转。

图 8 13 年至今我国葡萄酒产量增速 (%)


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心整理

盈利能力方面，受供给侧结构改革等因素影响，国内经济增速放缓，2017年葡萄酒销售收入增速也出现下降，规模以上葡萄酒企业甚至出现负增长。预计未来仍有下降趋势。

图9 餐饮收入及葡萄酒销售收入增速对比（%）



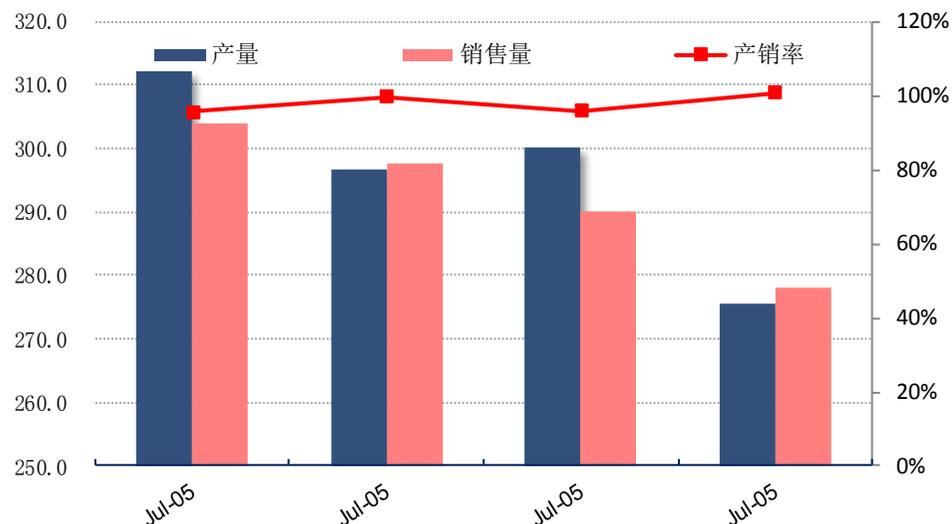
资料来源：中酒协葡萄酒分会，信达证券研发中心整理

但经过长达6年的洗牌期，国内葡萄酒产业的趋势已逐步向好：1) 行业发展向头部集中趋势明显

根据中酒协对全国排名前列的受调查国产葡萄酒企业数据显示，从生产、销售额及利润情况来看，头部企业张裕、长城、威龙都稳居前三。其中，张裕远超其他企业。对比2016年数据，2017年销售额TOP10企业合计市场占比提升4.53个百分点，利润合计占比超过90%，行业发展向头部集中趋势明显，出现了长尾效应。

2) 产销率达最佳平衡点

自2014年以来，国产葡萄酒企产销率维持在95%以上，基本能实现产销平衡。2017年葡萄酒的产量和销量双双降至近年来的最低值，但产销率为100.73%，为近几年最佳平衡点。

图 10 酒企产销率变化情况 (%)


资料来源：中酒协葡萄酒分会，信达证券研发中心整理

3) 龙头企业纷纷发力海外

张裕、威龙、长城等龙头企业，则分别通过收购海外品牌、在海外建厂或产品出口的方式布局海外市场，从而降低成本，提高产品结构。

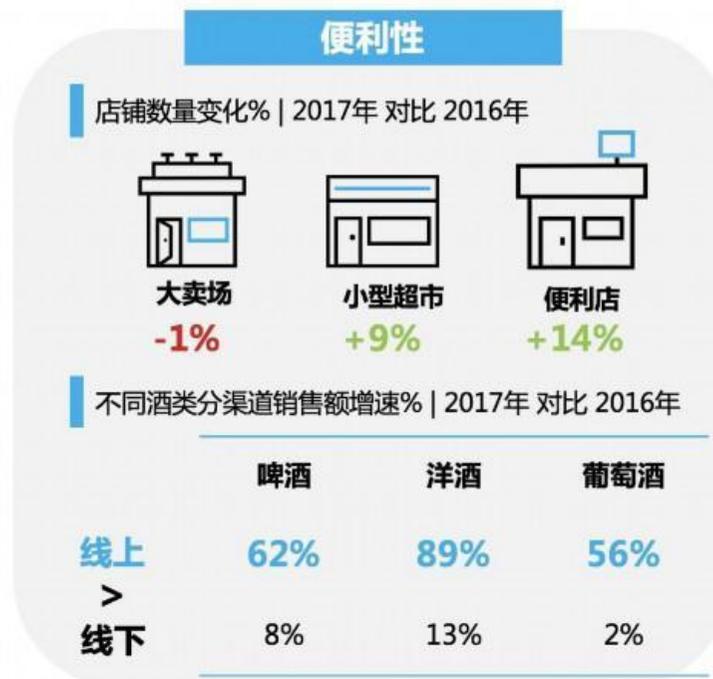
从 2013 年起，张裕就从全球各葡萄酒主产国逐一进行海外并购，先后获得了法国富郎多公司、法国蜜合花酒庄、西班牙爱欧公司、澳大利亚歌农酒庄和智利魔狮公司的高比例股权。根据公司 3Q18 财报，进口酒中爱欧公爵，同比增长 3 倍，销售收入达到 3000 多万；智利官方媒体也报道，智利魔狮被并购后在中国的销量达到 8 万箱，同比增长了 400%。

另一家上市酒企威龙股份则拟通过增发实施澳大利亚 6 万吨优质葡萄原酒加工项目。通过此次非公开，公司拟采用世界领先水平的酿造工艺和现代化酿酒设备，在澳大利亚维多利亚州米尔杜拉市建设 6 万吨优质葡萄原酒生产基地，进一步拓展了公司优质葡萄酒的酿造规模，满足当前中国消费升级的需要和消费者对高品质葡萄酒的需求，提升公司核心竞争力。

3、葡萄酒产业新机遇。

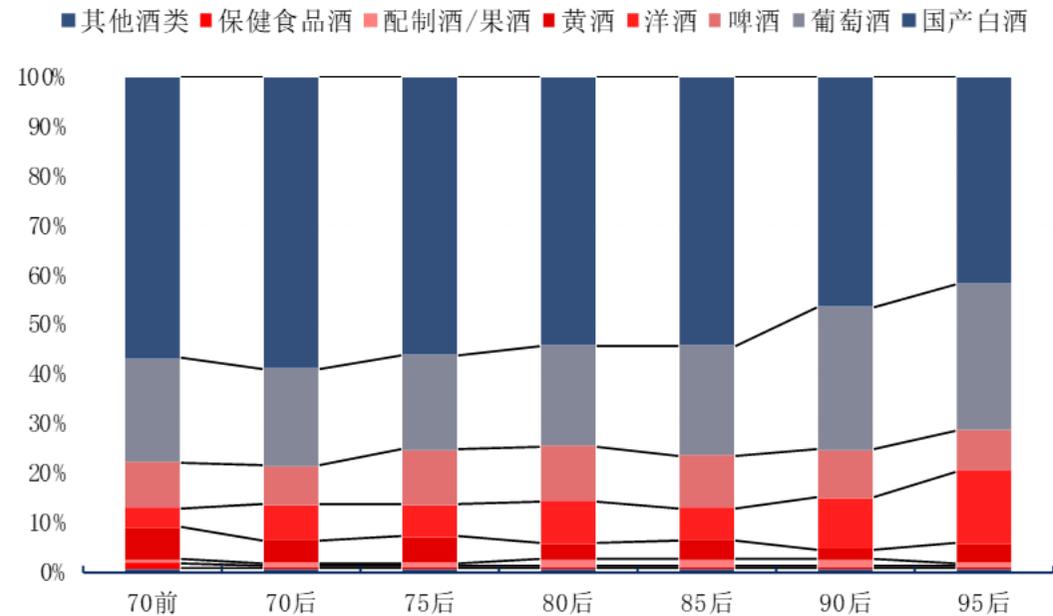
我们认为，互联网新零售渠道的兴起，有望颠覆此前经销商和代理商对酒企的强势地位，利于酒企通过自建线上渠道等方式获取以年轻人为代表的消费增量。根据尼尔森的统计，在线上进行的葡萄酒增速高达 56%，远高于线下的 2%。

图 11 16 年 vs 17 年不同酒类分渠道销售额增速对比 (%)



资料来源: 尼尔森数据, 信达证券研发中心整理

同时, 天猫酒水线上消费报告也显示, 年轻人 (90、95 后) 更多的购买葡萄酒、洋酒, 购买金额大约是 80 后的 1.5 倍。随着中美贸易战的升级, 关税对进口葡萄酒具有一定打击, 给了国内酒企赶超国外的机会, 我们因此建议未来更加关注国内葡萄酒生产企业否极泰来。

图 12MAT2018 不同年龄段各品类消费金额占比 (%)


资料来源：2018 天猫酒水线上消费数据报告，CBNData 消费大数据，信达证券研发中心整理

4、风险提示：因经济环境恶化导致中国葡萄酒消费量下滑的风险；企业海外经营水土不服的风险；新渠道拓展可能造成市场费用增加的风险；国内进口关税或其他税费调整可能影响企业竞争力的风险；食品安全问题爆发；国内产区受灾导致生产成本上升的风险；走私酒对市场定价机制起到负面影响的风险。

- ◆ **本期【卓越推】**：广州酒家（603043）。

广州酒家（603043）（2018-11-30 收盘价 24.50 元）

➤ **核心推荐理由：**

- 1、**公司持续发力食品制造板块，五年内产能有望实现双倍增长。**据我们测算，公司当前食品制造产能约 3.0 万吨，而到 2023 年的未来 5 年内，其产能将至少达 8.9 万吨，平均复合增速 20.0%——其中，上市募投项目总投资 2.78 亿元，对应新增产能合计 2.55 万吨；此次两起对外投资项目则合计贡献至少 3.6 万吨。速冻是公司扩产最快的子品类，待完全达产后产能对应 5 万吨，主营广式速冻蒸点，实质上是广州酒家餐饮场景的延伸，和其他传统速冻品牌形成差异化竞争，当前产品供不应求。我们认为，随着公司产能提升，其有望成为速冻蒸点新龙头的有力竞争者。根据欧睿，2017 年我国速冻蒸点销量增速约为 1%，较 2016 年的-2.9%有所反弹，整体销售规模约 55 万吨，公司 5 万吨产能如充分利用，将在行业中拥有一定话语权和定价权。
- 2、**有别于其他盲目扩张企业，公司扩产有备而来。**从产业链的角度来看，公司是我国湘潭寸三莲的主要采购企业，在湘潭已有莲子采购基地。14-16 年，其莲子采购量均超过 1000 吨，增速由 9.6% 上升至 12.2%，主要用于公司的月饼、速冻等产品。因此，公司本轮选择在湘潭设厂扩产，投向之一是 6000 吨/年的馅料产品，一方面是基于其对产地的熟悉，另一方面是出于整合产业链、就近采购、平滑成本的考虑，有望进一步提升其下游产品毛利率。异地扩张也是公司逐步实施地产地销的路径之一。从公司运营的角度来看，在 17-18 年这一轮密集投产之前，公司账面现金流充裕，甚至维持了较为保守的发展策略。13-17 年 9 月末公司剔除募资后的货币资金由 5.27 亿增长至 11.43 亿元，而考察公司持续投资能力的净营运资本（剔除超额现金）持续为负，仅在 2017 年 6 月才转正。我们因此判断公司此轮扩张是经过谨慎思考的，且将有充足的现金作为保障。

➤ **盈利预测和投资评级：**我们预计广州酒家 2018-2020 年 EPS 为 1.10 元、1.36 元和 1.44 元，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**1) 产能受限；2) 跨省经营有待考验；3) 人力成本密集，自动化率有待提高；4) 限制餐饮消费政策出台对公司有打击；5) 员工激励机制有待加强；6) 食品安全风险；7) 募投项目达产不及预期；8) 解禁风险。

➤ **相关研究：**《20180313 广州酒家（603043）餐饮全产业链布局，新版图蓄势待发》，《20180320 广州酒家（603043）利口福公司两地扩产，产能有望实现双倍增长》，《20180417 广州酒家（603043）17 年盈利超预期，产能释放有望带动收入、利润同步增长》，《20180830 广州酒家（603043）食品板块突破产能瓶颈，增速提效；还待股权激励落地进一步激发潜能》，《20181102 广州酒家（603043）月饼销售良好，盈利超预期；股权激励有望进一步激发潜能》。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 洪辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com |
| 华南 | 袁泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 国际 | 唐蕾 | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。