

黄酒龙头，拐点显现

买入首次

投资要点:

- 📖 梳理产品结构，毛利率有望继续提升
- 📖 推出原酒电子交易平台，企业价值重估
- 📖 十二五产能翻番，营销改革助推市场份额提升

报告摘要:

- **黄酒中的龙头企业，可分享集中度提升带来的成长机会：**黄酒正处于走向全国化发展的道路上，目前行业产量及产值低于其他酒种，未来随着几家黄酒企业在营销方面逐步发力，行业蛋糕继续增大的同时，作为黄酒龙头企业的古越龙山有望获得行业集中度提升的成长机会。
- **相比较金枫酒业，古越龙山盈利能力仍有提升空间：**古越龙山和金枫酒业毛利率相差15%，从去年年底起，公司开展了一系列调整产品结构的工作，整体盈利水平的提高趋势将继续，毛利率有望提升至50%。
- **营销逐步改善，原酒存货有望价值重估：**江一燕代言女儿红品牌、方文山专为古越龙山写词、建厂60周年庆、黄酒电子交易平台等，都是今年推出的新营销计划，我们认为这些活动将有助于活跃黄酒消费人气，同时有助于扩大自身品牌影响力，使企业价值重新被市场评估。
- **盈利预测：**预计2011-2013年营业收入分别为13亿元、15.7亿元和18.9亿元，同比增速分别为21%、21%和21%；随着产品结构的不断调整，未来三年毛利率将呈现稳步提升趋势，毛利率预测值分别为40%、44%和46%；归属于母公司净利润分别为1.74亿元、2.49亿元和3.29亿元，同比增速分别为40.1%、43.5%和32%，对应EPS分别为0.274元、0.393元和0.52元。
- **估值和投资建议：**中央酒库有24万吨原酒，平均储存年限为9年，按照市场上9年陈原酒交易价格88.8元/kg计算，库存原酒的市值为213.12亿元。今年7月18日原酒交易平台已正式运营，原酒对公司价值的提升作用将逐渐显现，首次给予“买入”评级。

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	741	1079	1301	1569	1893
YOY	-1%	46%	21%	21%	21%
净利润	76.5	124.3	174	249	329
YOY	-22%	62.5%	40.1%	43.5%	32%
EPS (元)	0.120	0.196	0.274	0.393	0.520

食品饮料行业

联系人:

苏青青

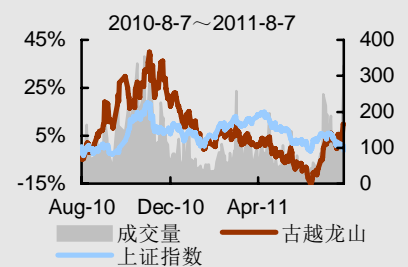
电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师:

邴彬 (S1180511050001)

市场表现



数据来源: 港澳资讯

项目名称	数值
收盘价	11.73
52周内最高	17.3
52周内最低	9.8
总市值(百万元)	7446.77
流通市值(百万元)	7084.77
总股本(百万股)	634.86
A股(百万股)	634.86
---已流通(百万股)	603.99
---限售股(百万股)	30.87

数据来源: wind, 港澳资讯

目录

一、黄酒有望冲破地域性限制，向全国化发展迈进.....	4
1、黄酒规模较小、增长相对缓慢，生产消费呈现明显的地域性.....	4
2、行业集中度低，古越龙山市场份额已经呈现明显上升趋势.....	6
二、三大黄酒企业各有千秋.....	8
1、收购孕育销售规模新突破.....	8
2、产品线逐渐清晰，产品档次逐渐上移，标准化开始形成.....	9
3、古越龙山全国化率先发力，金枫酒业紧随其后.....	13
4、学习白酒企业创新营销模式与渠道建设.....	13
三、十二五畅想公司未来，规模翻倍可期.....	15
1、公司简介.....	15
2、高低档全覆盖，中高端产品占比最高，调整产品结构任重道远.....	16
3、逐步树立高端品牌形象，加大营销力度.....	17
4、十二五扩建为加速市场拓展提供支持.....	18
5、原酒交易将时企业价值重估.....	18
四、盈利预测、估值和投资建议.....	19
1、盈利预测.....	19
2、估值和投资建议.....	19
五、风险提示.....	20
1、原材料价格上涨导致公司净利润增速低于预期的风险.....	20
2、竞争加剧导致净利润增速低于预期的风险.....	21

插图

图 1: 黄酒累计销售规模显著小于白酒、啤酒和葡萄酒 (亿元)	4
图 2: 黄酒销售规模累计增速近年来提升显著, 但从复合增速角度看, 仍低于其他酒类	5
图 3: 分季度看, 黄酒消费季节性显著 (千升)	5
图 4: 黄酒销售每年前 11 月累计值 (百万元)	5
图 5: 2009 年黄酒产量各地区占有率	6
图 6: 2010 年黄酒产量各地区占有率	6
图 7: 2009 和 2010 年黄酒生产企业市场份额变化对比: 古越龙山市场份额提升明显	6
图 8: 古越龙山增发项目表	7
图 9: 金枫酒业近年来重大收购事项一览表	7
图 10: 会稽山近年来重大收购事项一览表	7
图 11: 2010 年古越龙山收入规模超过金枫酒业重回第一 (百万元)	8
图 12: 从 2009 年起, 古越龙山收入规模增长逐年走高, 2010 年收入增长快于金枫酒业和会稽山	8
图 13: 古越龙山和金枫酒业净利润规模对比 (百万元)	8
图 14: 古越龙山净利润增速环比提升	8
图 15: 古越龙山毛利率高于黄酒行业平均毛利率, 但低于金枫酒业	9
图 16: 古越龙山和金枫酒业净利率对比	9
图 17: 古越龙山净利率低于金枫酒业	9
图 18: 古越龙山产品系列及规格、价格表 (终端价)	10
图 19: 会稽山主要系列及终端价格	11
图 20: 金枫酒业系列、价格及产品线	11
图 21: 古越龙山历年产品提价一览表	12
图 22: 古越龙山利润表 vs. 金枫酒业利润表 (百万元)	13
图 23: 三大黄酒生产商营销模式对比图	15
图 24: 古越龙山股权结构图	15
图 25: 古越龙山历史大事记梳理表	16
图 26: 古越龙山子品牌定位及规模	16
图 27: 古越龙山龙酝 18 年花雕酒	17
图 28: 古越龙山 40 年年份酒	17
图 29: 古越龙山年份酒的差异化品牌经营路线	17
图 30: 黄酒交易网披露的古越龙山不同年份市场价	19
图 31: 可比上市公司估值一览表 (平均动态估值为 42X11PE/32X12PE)	19
图 31: 分业务盈利预测表	20
图 32: 三张财务报表及分析	21

一、黄酒有望冲破地域性限制，向全国化发展迈进

1、黄酒规模较小、增长相对缓慢，生产消费呈现明显的地域性

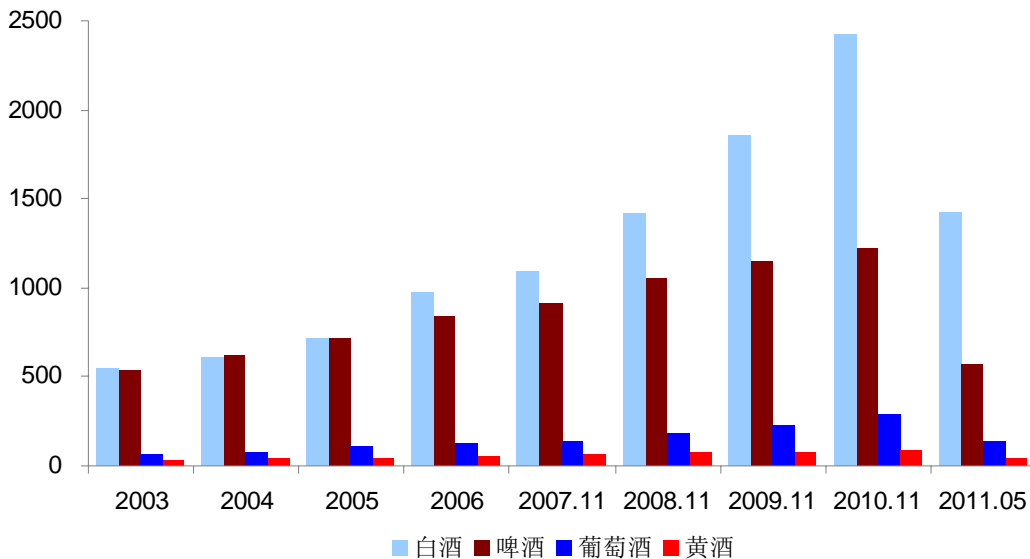
黄酒规模最小：黄酒作为三大古酒（啤酒、黄酒、葡萄酒）中唯一起源于中国的酒种，迄今为止已经有几千年的历史，但黄酒规模现在中国却在三大酿酒中位列末端，与中国传统蒸馏酒白酒相比，其规模甚至达不到白酒规模的 4%，也仅占啤酒规模的 7.4%、葡萄酒规模的 31%。

黄酒增长缓慢，增长性不如白酒、葡萄酒：从增长性来看，四大酒种均于 2007 年底金融危机爆发时经历了增长性大幅下滑，但总体上白酒、葡萄酒增长性较好，八年销售规模 CAGR 都达到了 24%，而啤酒量大价低使其增长波动性最小，八年 CAGR 约为 13%，黄酒市场规模基数较小，但其增长性仍不好，八年 CAGR 只有 15%，原因主要还是由于黄酒行业规模不如白酒和葡萄酒，行业没有出现白酒产业中的量价齐升状态。

黄酒的季节性因素近年来有所减缓：

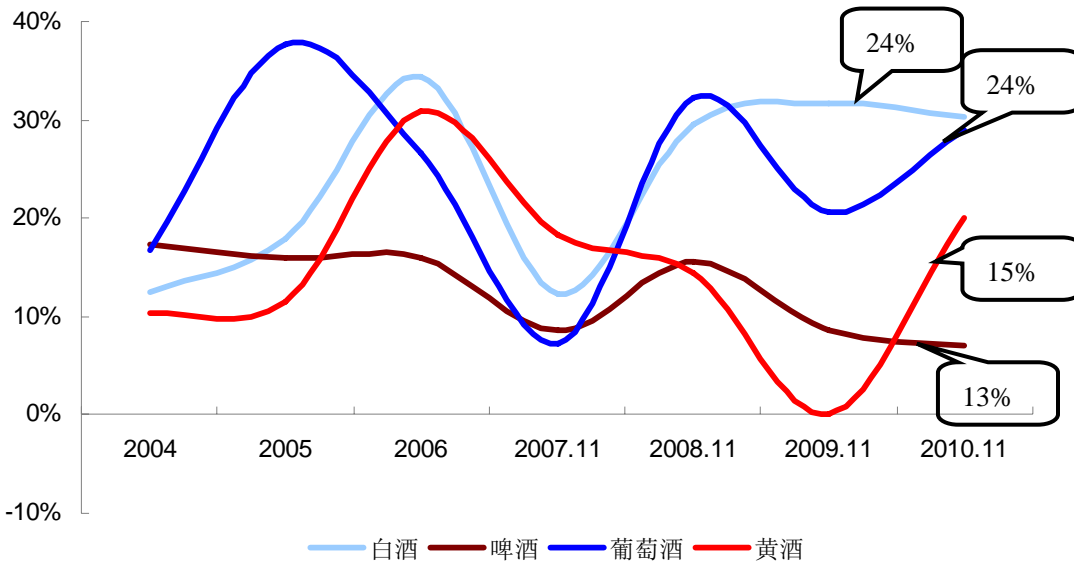
- ◆ 传统黄酒消费旺季是每年的一、四季度，而二、三季度则属于消费淡季，这主要是由于随着气温的上升，人们对于酒精饮料的需求相对下降，消费者普遍偏向于清爽、度数更低的啤酒。
- ◆ 但最近随着新产品的推出，口感更贴近消费者，酒精度更低，且有新品加入枸杞、桂圆等营养物质，使得黄酒生产季节性减弱。

图 1：黄酒累计销售规模显著小于白酒、啤酒和葡萄酒（亿元）



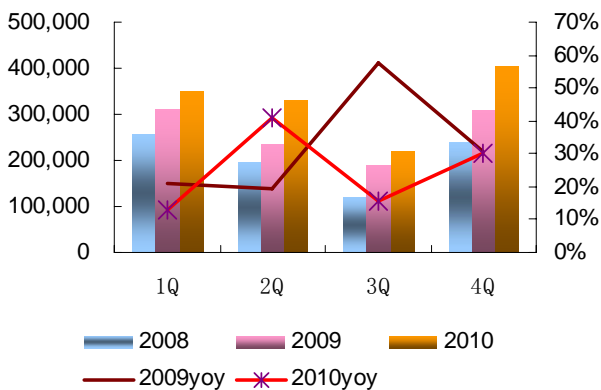
资料来源：华通人，宏源证券研究所

图 2：黄酒销售规模累计增速近年来提升显著，但从复合增速角度看，仍低于其他酒类



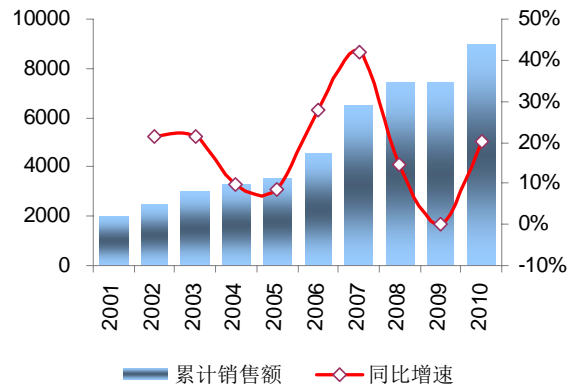
资料来源：华通人，宏源证券研究所

图 3：分季度看，黄酒消费季节性显著（千升）



资料来源：宏源证券研究所

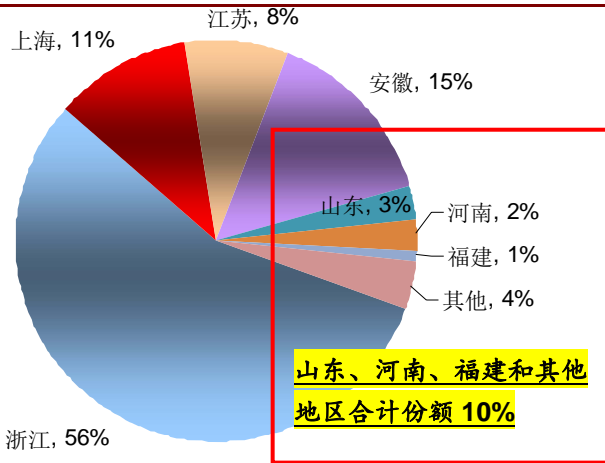
图 4：黄酒销售每年前 11 月累计值（百万元）



资料来源：宏源证券研究所

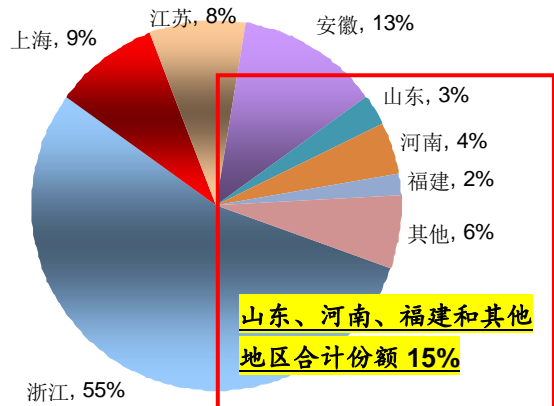
黄酒的生产与消费呈现很大的地域性特征：作为“国粹”的黄酒发源于浙江绍兴，其生产消费主要集中在浙江、上海、安徽、江苏等长江下游省份，四省 2010 年产量占据了总产量的 85%，别的省份大部分消费者都还不了解黄酒，给黄酒的发展提出了机遇和挑战。

图 5：2009 年黄酒产量各地区占有率



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 6：2010 年黄酒产量各地区占有率



资料来源：wind，宏源证券研究所

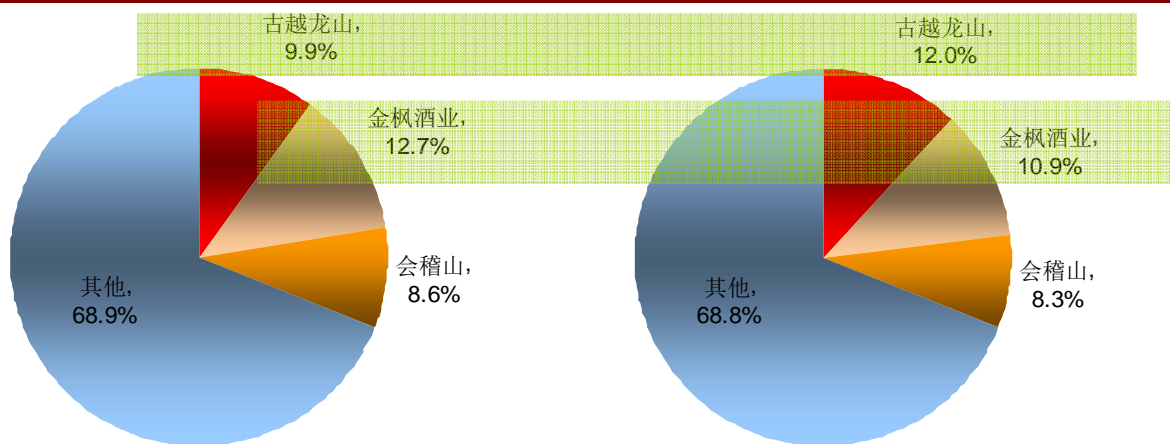
2、行业集中度低，古越龙山市场份额已经呈现明显上升趋势

黄酒行业集中度较低：尽管黄酒生产集中于江浙沪，但黄酒规模化程度仍较低，市场规模化黄酒生产企业 700 家左右，大部分都是小作坊式的黄酒生产企业，仅有 1/4 的企业实现了机械化、半机械化的生产，千吨以下的企业占 80%，万吨以上的仅有 30 多家。

黄酒市场呈现三足鼎立格局，古越龙山一枝独秀市场份额继续提升：

- ◆ 目前，黄酒行业的龙头企业主要有古越龙山、金枫酒业、会稽山三大公司，其中金枫位于上海，古越龙山、会稽山都位于浙江绍兴。三大企业的销售市场占有率 2009 年、2010 年分别都只有 31.2% 左右，而净利润占到了整个市场的 50% 以上；
- ◆ 从销售收入市场份额看，古越龙山 2010 年收入规模已经占到全行业的 12%，较 2009 年提升 2.1 个百分点，而金枫酒业和会稽山的市场份额提升幅度并没有这么显著。

图 7：2009 和 2010 年黄酒生产企业市场份额变化对比：古越龙山市场份额提升明显



资料来源：wind，宏源证券研究所

未来几年，古越龙山、金枫酒业、会稽山三大酒企仍将引领黄酒行业发展，但其他地方

也有一些黄酒企业正在发展，如山东即墨黄酒、“苏派黄酒”、“闽派黄酒”，但仍与三大酒企的“绍兴黄酒”“海派黄酒”存在一定差距，也只属于区域性刚发展的阶段。

较低的集中度决定了行业集中整合是必然：三大酒企在积极收购整合其他黄酒企业，整合资源的同时壮大自己，如古越龙山 2010 年收购了女儿红、第一食品 2008 年进行资产置换，剥离出非酒类业务，将华光酿酒置于金枫酒业旗下，2010 年金枫酒业子公司石库门又吸收合并了华光酿酒，而会稽山也在 2005 年底收购了嘉善酒厂，目前会稽山正谋求上市。

图 8：古越龙山增发项目表

项目	项目内容	拟投资金额
收购绍兴女儿红酿酒有限公司	收购女儿红 95% 股权	16,200 万元
	增资女儿红扩建生产线	34,500 万元
	增资补充女儿红流动资金	11,300 万元
建立区域营销中心及拓展营销网络	建立五大区域营销中心	3,700 万元
	开设直营专卖店、店中店或专柜	1,200 万元
	补充流动资金	100 万元

资料来源：公司公告，宏源证券研究

图 9：金枫酒业近年来重大收购事项一览表

时间	项目	具体情况
2008-8-23	资产重组置换	换入：上海冠生园华光酿酒药业有限公司 100% 股权 换出：上海市南浦食品有限公司 49% 股权、上海第一食品连锁发展有限公司 90% 股权等非酒类资产
2009-3-10	石库门酿酒公司年新增 10 万 KL 新型高品质黄酒技术改造配套项目	投资建设期：18 个月
2009-5-25	与台湾烟酒签定战略合作意向	台湾烟酒将拥有的红麴饼干系列产品及相关技术通过本公司进入中国大陆市场
2010-6-25	上海石库门酿酒有限公司吸收合并上海华光酿酒药业有限公司	公司同意将公司自有的“石库门”、“和酒”品牌黄酒系列产品及相关技术进入台湾地区
2011-3-22	意向受让上海隆樽酿酒 70% 的股权	2376.20 万元

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 10：会稽山近年来重大收购事项一览表

时间	项目	具体情况
2005-11-1	收购嘉善酒厂	当年产能由 6 万吨跃升至 12 万吨

资料来源：网络公开资料收集整理，宏源证券研究所

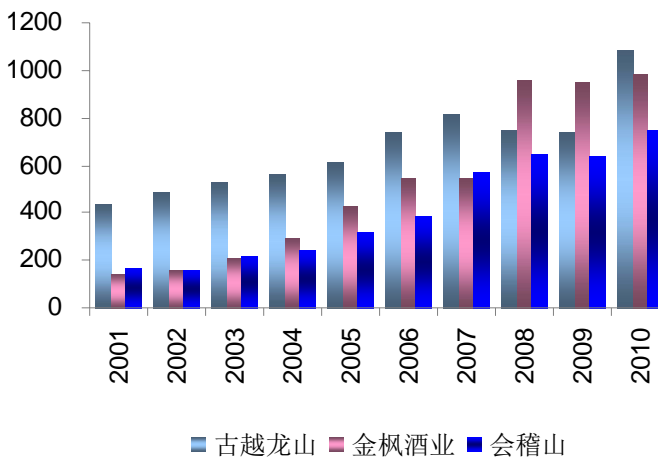
二、三大黄酒企业各有千秋

1、收购孕育销售规模新突破

从历年销售来看，在二十一世纪初，古越龙山是黄酒行业绝对的老大，金枫酒业与会稽山还处于大市场的阶段，经过十年的发展，三方差距相差已经不大。

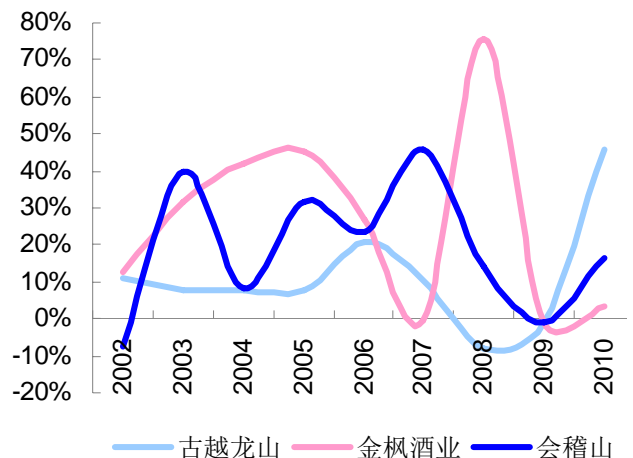
- ◆ 从 2007 年金融危机开始，黄酒企业都经历了一轮销售下滑，古越龙山也在 2008 年丧失了销售第一的宝座，这主要是由于 2008 年金枫酒业资产置换进华光酿酒，并表造成收入大增。
- ◆ 2010 年古越龙山重新夺回第一宝座，也主要是由于 2010 年古越龙山收购女儿红并表带来的销售大增。
- ◆ 会稽山在收购嘉善酒厂后也有收入规模较大幅度的增长，且最近几年深耕浙江市场有了很好的市场基础，会稽山上市后可能会寻求新的收并购，销售也将随之迈上新台阶。
- ◆ 短期内，黄酒行业三足鼎立的格局基本不会改变。

图 11: 2010 年古越龙山收入规模超过金枫酒业重回第一 (百万元)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 12: 从 2009 年起, 古越龙山收入规模增长逐年走高, 2010 年收入增长快于金枫酒业和会稽山



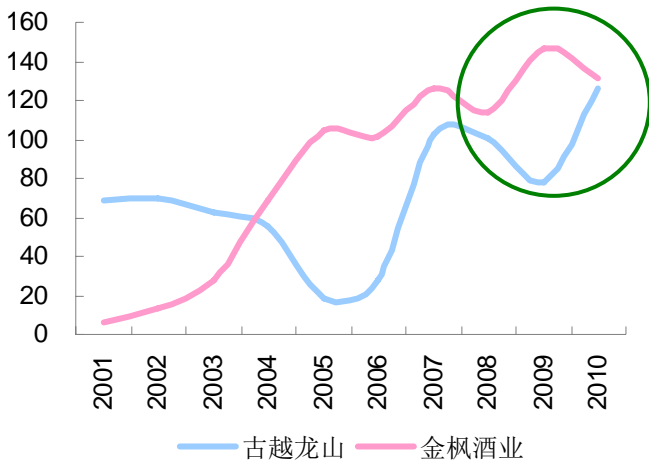
资料来源: wind, 宏源证券研究所

从目前已上市的两大黄酒公司净利润对比来看，2005 年后，古越龙山便无法和金枫酒业相比，但 2010 年之后两者已经相差不大。

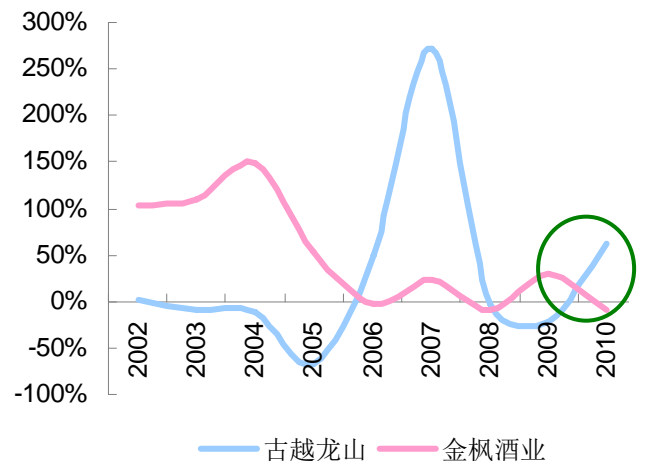
古越龙山高销售并没有带来高利润，主要是由于古越龙山毛利率较低，从而导致其净利率较低，古越龙山毛利率虽然较行业高出十个点左右，但一直低于金枫酒业毛利率十个点左右，这主要是由于金枫酒业大部分原酒是机械酿造，而古越龙山的原酒有一半来自于手工酿造，工艺的不同会导致成本有所不同。此外，金枫酒业生产的黄酒年份较低，而古越龙山酒一般要经过一段时间的存放方可进行勾兑灌装，因此也会对成本造成一定影响。

图 13: 古越龙山和金枫酒业净利润规模对比 (百万元)

图 14: 古越龙山净利润增速环比提升



资料来源: wind, 宏源证券研究所



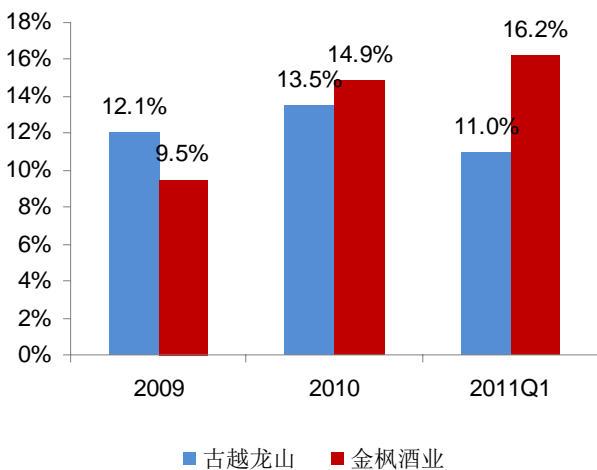
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 15: 古越龙山毛利率高于黄酒行业平均毛利率，但低于金枫酒业

	古越龙山	金枫酒业	黄酒行业
2008	41%	52%	27%
2009	37%	54%	27%
2010	37%	56%	27%
2011Q1	36%	60%	31%

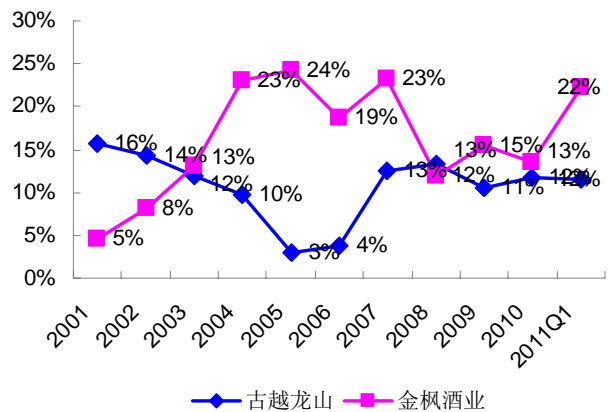
资料来源: 网络公开资料收集整理, 宏源证券研究所

图 16: 古越龙山和金枫酒业净利率对比



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 17: 古越龙山净利率低于金枫酒业



资料来源: wind, 宏源证券研究所

2、产品线逐渐清晰，产品档次逐渐上移，标准化开始形成

与白酒动辄百分之七八十的毛利率相比，黄酒毛利率相对较低，原因如下：

◆ 大部分人还都不太了解黄酒，企业的广告大多局限于企业品牌形象宣传，对于黄酒

本身特点介绍较少，消费者对不了解的产品难以给出高溢价。

- ◆ 行业集中度较小，单个企业定价权较小，由于消费人群有限，市场目前还是买方市场，提价策略危险且缓慢。未来随着行业整合，CR3 乃至 CR5 比例的逐渐扩大，大型酒企高端化带来产品价格的上移，毛利率有望进一步提升，但产业集中度的提高将是一个缓慢渐进的过程。
- ◆ 黄酒总是以低端产品的形象出现在消费者面前，产品线过于冗长，与白酒精美的包装相比，黄酒瓶装、坛装、桶装甚至散酒都在销售，产品本身差异化小，而包装系列容量又差异化大无统一标准，导致品牌形象糊化，分散了消费者注意力，很难在消费者心中留下深刻印象。
- ◆ 占黄酒成本 50% 以上的主要原材料糯米近几年经历了一波价格上涨，已从 2006 年底 3.6 元/公斤上升至目前的 6.5 元/公斤，有的地方甚至达到 8 元/公斤。

图 18：古越龙山产品系列及规格、价格表（终端价）

系列	产品名称	规格	价格
经典系列	国典六十年陈花雕礼盒	500ml	11800
	五十年陈经典花雕	500ml	8800
千福系列	三十年陈千福花雕酒	500ml	1088
	千福三十年礼盒	500ml+300ml	1288
	十五年陈千福花雕酒	500ml	430
龙酝系列	龙酝 9 年	500ml	78
	龙酝 12 年	500ml	128
	龙酝 15 年	500ml	168
	龙酝 18 年	500ml	228
钓鱼台系列	青瓷二十年陈国宴酒	500ml	318
	国宾花雕(2000)	500mlx2	118
	国宾花雕 2000 版(钓鱼台)	500ml	70
	钓鱼台八年陈	500ml	58
	钓鱼台十年陈	500ml	98
礼盒系列	二十年陈花雕礼盒	250mlx2	358
	十年陈礼盒酒	500ml+300ml	188
	年年锦绣	2500ml	1180
	荣华富贵	2000ml	888
	五福盈门	2500ml	258
九龙至尊系列	十年九龙至尊	2500ml	450
	十年九龙至尊	5000ml	728
	九龙至尊(青雅)	750ml	208
	九龙至尊(红韵)	750ml	260
	九龙至尊(蓝鉴)	750ml	318
青花瓷系列	二十年陈花雕酒	500ml	258
	木盒十年陈花雕酒	500ml	88
	八年陈青瓷瓶花雕酒	500ml	58
玻瓶年酒系列	库藏金五年	500ml	25

	(金)5年陈花雕酒	500ml	18
	五年陈罗口花雕酒	500ml	15
清醇系列	清醇三年花雕	500ml	10
	清醇五年	500ml	22
	清醇俊郎	500ml	20
	清醇俊仕	480ml	35
	东方原酿	500ml	35
喜酒系列	三十陈百福浮雕酒	10L	8800
	三十陈百寿浮雕酒	10L	8800
	喜酒礼盒	228mlX2	25
	喜庆酒(女儿红/状元红)	10L	2228
	生子酒(女儿红/状元红)	9L	1298

资料来源：宏源证券研究所

图 19：会稽山主要系列及终端价格

系列	产品	价格	容量
纯正系列	会稽山纯正三年/五年/八年	20	500ml
国标系列	国标八年/十二年/十八年	50	500ml
国宴系列	会稽山国宴五年/八年/十年/十五年/十八年/三十年	20、45、70、108、140、180	500ml
礼盒系列	绍兴花雕酒礼盒十年/十二年/二十年/三十年	135、238、288	550ml
清爽系列	会稽山清爽五年		
特型系列	稽山清/会稽山帝聚堂（金标/银标）	18.8/318ml	19/380ml
水香国色系列	红国色/金国色/银国色	30	500ml
特殊系列	杭州银行/浙商银行定制		
珍藏系列	会稽山五十年陈珍藏绍兴花雕酒	5500	800ml

资料来源：宏源证券研究所

图 20：金枫酒业系列、价格及产品线

石库门		终端价格	和酒		终端价格
石库门 1 号	石库门 1 号（蓝）	38/500ml	经典系列	和酒十年陈	15
	石库门 1 号（红）	27/500ml		金标五年陈	16
经典系列	经典 20	268-298/500ml		银标三年陈	9
	经典 18			和酒清爽特酿三年	10
锦绣系列	锦绣 15	88-98/500ml		和酒五年陈/和酒三年陈	8-12
	锦绣 12			金色华年	金色华年五年/八年/十年/
荣尊系列	荣尊 30		和酒团缘壶	和酒团缘壶二十年陈	
黑标红标	新黑标/新红标	18-23/500ml	大开福系列	大开福三年/五年/礼盒	18/1000ml
	金装九年/金装六年（酒店特供）		悦合系列	金悦合十年陈	
	黑色醇香 1939			蓝悦合八年陈	

	红色峥嵘 2001				
其他					
依好	红标	9/500ml	金枫	金枫精制佳酿	78/500ml
	黄标	8/500ml		金枫系列黄酒	

资料来源：宏源证券研究所

从以上三表可以看出，除了会稽山产品系列较清晰外，古越龙山和金枫酒业产品线都过于冗长，除了区分子品牌、系列外，还分不同的容量、不同的容器包装、不同的年份等，名目过于繁多，不利于消费者识别和形成统一的产品忠诚度。黄酒企业可以借鉴白酒中茅台的标准化和洋河的大品牌下的统一战略寻求新突破。

鉴于以上困境，三大黄酒企业都在寻求新的改变，力图使产品线更清晰，产品档次不断上移：

- ◆ 古越龙山明确了以古越龙山主打中高端，沈永和、鉴湖主打低端，女儿红、状元红主打婚庆市场的发展战略，以古越龙山五年陈—十年陈为主打产品，产品线也从 2008 年开始逐渐全面提价，寻求产品逐渐高端化。
- ◆ 金枫酒业明确了差异化和高品质的发展道路，确定了“石库门”、“和酒”的双品牌战略，适当培育高档产品，精简清理低端产品。2011 年 1 月 11 日推出高档新品“石库门一号”，主打“上海味道”且包装精美，有利于提升公司产品等级。
- ◆ 会稽山邀请“定位之父”特劳特为自己明确了“绍兴人爱喝的绍兴黄酒”的产品定位，着重产品梳理和提升，提出了“打造标准”的理念，重点打造“国标”和“纯正”系列，就是想做好黄酒的标准化，具体包括传播标准、产品标准、饮器标准、容量标准等。

图 21：古越龙山历年产品提价一览表

时间	提价品种	提价幅度
2008-3-8	白酒坛酒、桶装、瓶装	5%-13%
2008-3-16	绍兴酒、果酒、大灌酒	10%-14%
2008-4-21	沈永和	8%-14%
2008-5-1	青瓷廿年陈花雕、八年陈花雕、简装花雕酒、彩包装加饭	5%-10%
2008-5-16	五十年陈经典花雕酒	11%
2008-7-1	三十年陈百福浮雕酒、三十年陈百寿浮雕酒	12%-13%
2020-5-27	坛装酒	8-9%
2010-6-1	清醇系列、普通瓶装酒	6-9%
2010-10-1	八年陈以上高档酒产品（非礼盒装）	10%
2010-10-9	2000 年—2009 年手工原酒	11%-17%
2010-10-26	专门酿制、由绍兴咸亨集团独家经销的太雕坛装酒	6%
2011-3-19	白酒	7%
2011-3-19	五十年陈	42%
2011-3-19	三十年陈	36%

资料来源：宏源证券研究所

3、古越龙山全国化率先发力，金枫酒业紧随其后

由于黄酒生产主要集中于江浙沪一带，江浙沪也成了大型黄酒企业的必争之地，“绍兴黄酒”有着良好的优良传统，“海派”黄酒则注入了创新、年轻的元素，“绍兴黄酒”与“海派”的争夺将继续下去，但浙江、上海的市场基本已经饱和。

- ◆ 金枫酒业销售区域主要集中在上海，也有一部分销往江苏。
- ◆ 会稽山以绍兴为大本营，深耕浙江市场，尤其杭州及周边市场占有率较高。
- ◆ 古越龙山销售区域相对分散，40%集中于浙江，30%集中于上海、江苏，其余地区约占30%，其中有5%销往国外。

面对江浙沪接近饱和的局面，各大酒企纷纷加快全国化进程：

- ◆ 古越龙山率先发力全国化，目前已在全国所有省份建立销售网点，有7大分公司，23（增加了团购部）个分部，全国销售人员218人，经销商队伍2000多人，一级经销商1300多人，在央视也为女儿红和古越龙山投下广告，在江苏、湖北、安徽有自己的原料基地，未来将继续加大外围市场投入。
- ◆ 金枫酒业明确了巩固上海市场、渗透周边市场、开辟新兴市场的原则，实施区域布局。公司在完成内部的整合与调整之后，也将加大省外市场的开拓力度，2010年公司对销售策略作了调整，建立江苏、西南、东北、南方四大区域分部，目前效果已经开始显现。
- ◆ 会稽山一直深耕浙江市场，全国化进程稍稍落后于另外两家上市公司，目前会稽山也在加快全国化网络的建设。在江苏、北京已经开始对渠道进行精耕细作，在全国各地也在陆续建立专卖店。

4、学习白酒企业创新营销模式与渠道建设

黄酒作为“国粹”与白酒存在如此之大的差距，一方面是由于产品不为消费者熟知而较低级，另一方面则主要是因为黄酒企业在营销模式与渠道建设上比较落后。

目前，黄酒行业尚有一定比例的企业持“以产定销”的观念进行经营，根本不去考虑技术改造和提升产品附加值，更不用说主动引导消费者认识产品附加值。由于缺乏系统的营销理念，黄酒业在营销方面的投入是酿酒行业主要子行业中最底的，平均销售费用率只有6.6%，而白酒、啤酒、葡萄酒该指标分别达到了8.3%、10.4%、9.4%。

古越龙山和金枫酒业作为黄酒企业中领头羊，正在积极开拓省外市场，销售费用率相对高于行业平均，分别为12%、15%左右。

图 22：古越龙山利润表 vs. 金枫酒业利润表（百万元）

	古越龙山			金枫酒业		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
销售收入	748	741	1079	4651	945	978
YOY		-1%	46%		-80%	4%

营业成本	443	463	685	3780	432	427
%销售收入	59%	63%	63%	81%	46%	44%
毛利额	305	277	394	871	512	551
%销售收入	41%	37%	37%	19%	54%	56%
营业税金及附加	35	34	44	49	37	35
%销售收入	5%	5%	4%	1%	4%	4%
销售费用	93	89	146	413	172	179
%销售收入	12%	12%	14%	9%	18%	18%
管理费用	46	52	64	179	131	148
%销售收入	6%	7%	6%	4%	14%	15%
财务费用	21	15	15	39	1	-1
%销售收入	3%	2%	1%	1%	0%	0%
资产减值损失(元)	-5	2	-1	-16	0	0
%销售收入	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
投资净收益	7	4	5	35	2	1
%销售收入	1%	1%	0%	1%	0%	0%
营业利润	122	88	131	242	174	190
%销售收入	16%	12%	12%	5%	18%	19%
营业外收入	1	14	71	21	14	9
营业外支出	1	1	43	9	4	11
营业外收支	0	13	28	12	10	-2
%销售收入	0%	2%	3%	0%	1%	0%
非流动资产处置净损失(元)	0	0	40	0	0	2
%销售收入	0%	0%	4%	0%	0%	0%
利润总额	123	101	159	254	183	188
%销售收入	16%	14%	15%	5%	19%	19%
所得税	23	23	32	57	37	56
%销售收入	3%	3%	3%	1%	4%	6%
净利润	100	78	126	197	146	131
%销售收入	13%	11%	12%	4%	15%	13%

资料来源：宏源证券研究所

酒类的渠道主要靠商超和餐饮，但是运作商超需要投入大量的资源和精力，进入酒店也需要较高的进场费，而黄酒企业大多不愿承担渠道的进入和推广费用，仅仅借助经销商的网络进行销售，该模式虽然省去了大量费用，但由于大部分经销商对黄酒了解不深入，而且存在急功近利的短视行为，对品牌的推广不够专业和细致，厂商对终端的掌控力度很弱。

图 23：三大黄酒生产商营销模式对比图

古越龙山	金枫酒业	会稽山
<ul style="list-style-type: none"> •学习洋河深度分销: 积极开拓外埠市场, 并通过增加各销售网点销售人员数与经销商的联系加大对终端的控制 •逐渐将渠道下沉: 绍兴地区及周边已经下沉至村, 非成熟省份渠道逐渐下沉至地市和县。 •推出原酒交易: 开发出将原酒作为保值增值的投资品种交易平台, 提升了品牌知名度, 扩展了销售模式。 	<ul style="list-style-type: none"> •创新营销: 通过科技创新改变黄酒口感、色泽, 添加枸杞、蜂蜜增加营养, 纯生黄酒、冰镇黄酒等开发迎合了年轻消费者的要求。 •整合渠道: 华光酿酒整体搬迁至石库门, 整合两者上海的渠道, 减少重叠消耗, 统一利用两者的优势渠道资源。 •嫁接营销: 成为2010上海世博会唯一指定黄酒赞助商, 推出夏季饮品9度清爽型和“一周四馆”世博礼品酒, 借世博力量扩大影响力。 	<ul style="list-style-type: none"> •地域营销: 针对江苏市场特殊口感要求推出“水香国色”取得了巨大成功 •“首创”营销: <ul style="list-style-type: none"> •2007年首创陈年绍兴酒回购 •2008年首创“酒庄”销售模式 •2009年首创“酒卡”营销活动 •多元化营销: 深挖渠道, 积极开拓电子商务营销, 全国范围内建立专卖店, 与经销商开发“便利店”营销等。

资料来源：宏源证券研究所

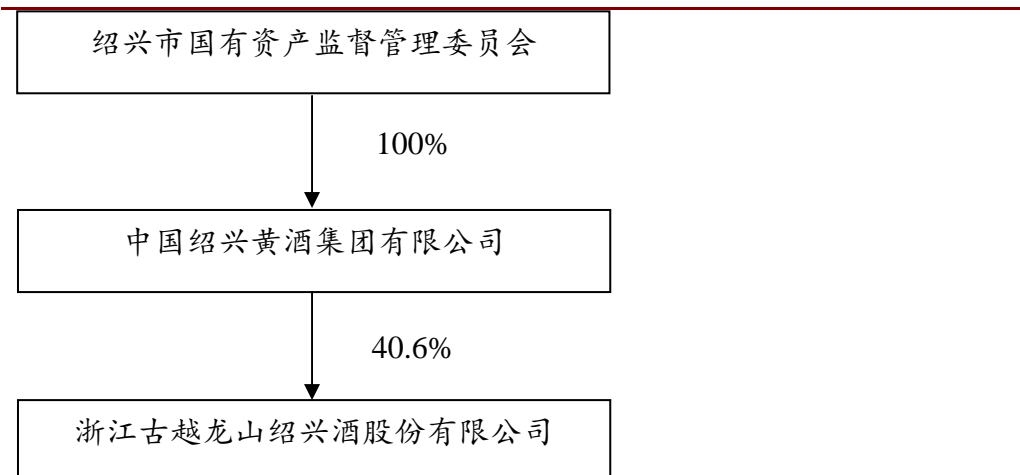
三、十二五畅想公司未来，规模翻倍可期

1、公司简介

浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司，大股东为中国绍兴黄酒集团有限公司，实际控制人为绍兴市国有资产监督管理委员会（控股比例达 40.6%）。古越龙山是我国最大的黄酒生产、经营、出口企业，拥有国内一流的黄酒生产工艺设备和全国唯一的省级黄酒技术中心，聚集多名国家级评酒大师，黄酒年生产能力 16 万吨。

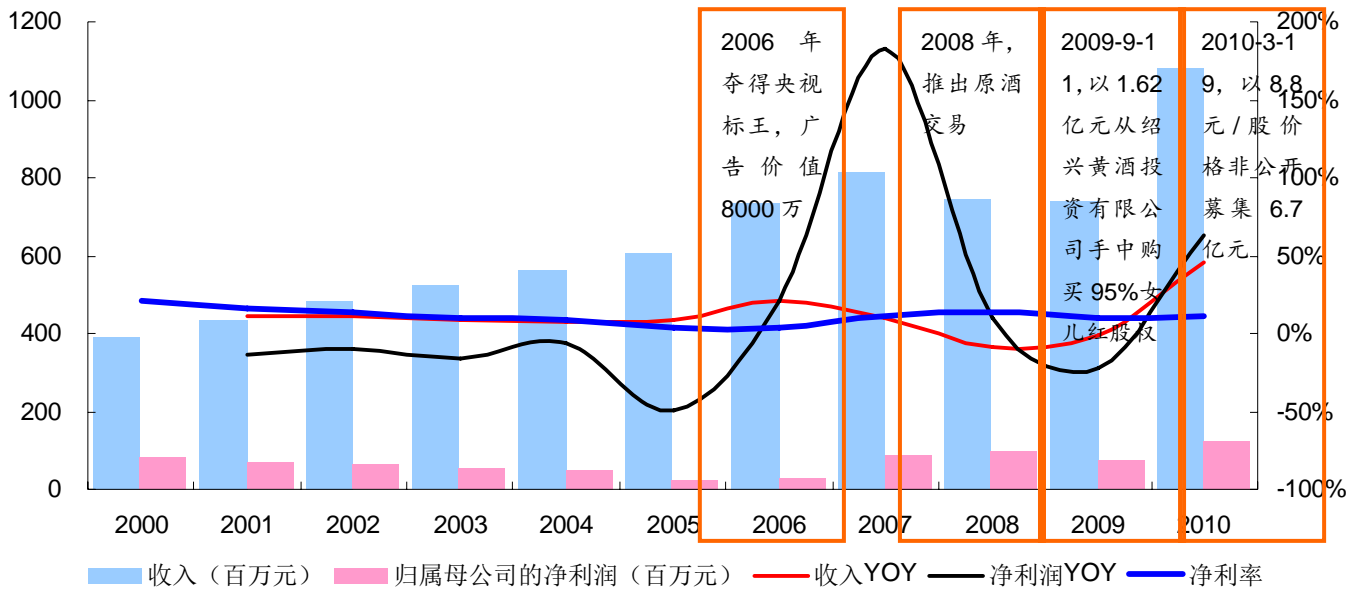
2009 年收购女儿红后，古越龙山规模进一步增长，2010 年全年营业收入为 10.8 亿元，同比增长 45.7%，归属母公司净利润规模为 1.24 亿元，同比增长 62.5%。

图 24：古越龙山股权结构图



资料来源：年报，宏源证券研究所

图 25：古越龙山历史大事记梳理表



资料来源：宏源证券研究所

2、高低档全覆盖，中高端产品占比最高，调整产品结构任重道远

旗下拥有“古越龙山”、“女儿红”、“沈永和”、“状元红”、“鉴湖”等多个品牌。其中女儿红公司的运营相对独立，而沈永和、状元红和鉴湖等品牌产量较少，目前主打品牌仍以古越龙山为主。

在区域覆盖方面，女儿红原来主要销售地为浙江本省，并入古越龙山后有望借助古越龙山全国化渠道实现销售协同；而古越龙山于前几年已经完成了全国化销售网络布局，近几年发展目标为全国市场。

由于“古越龙山”一直为老字号品牌，所以在近几年越来越多的人意识到黄酒相比白酒对身体保护能力更强的功能下，黄酒快速发展背景中，“古越龙山”成为异军突起的发展最快的全国化品牌也不足为奇。

图 26：古越龙山子品牌定位及规模

	品牌名称	毛利率	2010 净利润规模	发展方式
高端品牌	古越龙山	40%左右	1.1 亿	借助“古越龙山”老字号黄酒品牌实力进行全国化发展
中档品牌	沈永和			
低档品牌	鉴湖	20%左右	-23.65 万	
特色品牌	女儿红	25%左右	900 多万	针对婚庆市场
改良型品种	状元红			黄酒为基础，里面加入枸杞、桂圆、红枣等

资料来源：宏源证券研究所

产品结构角度看，现有产品中 5-10 年销售额占比为 47%（其中 5 年陈销售额占比 25%、销量 20%左右），5 年以下销售额占比 33%，10 年以上销售额占比 20%，这一产品结构与

同行其他公司相比结构最优、档次最高：

- ◆ 金枫酒业产品档次主要分为 2 档：产品档次以酒的年份为主要划分依据，其中 3 年及以上年份酒的销售占比 55%左右，而 3 年以下占比为 45%；
- ◆ 古越龙山年份酒主要有 3 年、5 年、8 年、10 年、20 年、30 年和 50 年，其中以 5 年-10 年为主。中央酒库中最早的酒是 1928 年酿制；

公司目前正在做的事情是逐步调整产品结构，目前 5 年产品已经调整完毕，主要通过更换产品包装、减少近 25% 的容量（500ml 换至 370ml）、但不提高出厂价的方式来调整盈利能力。当前正将这一模式复制到 5-10 年的产品结构调整中。

3、逐步树立高端品牌形象，加大营销力度

打算推出库藏系列，产品以 5 年、8 年和 10 年库藏酒为主，销售渠道以商超和餐饮渠道为主；而高端年份酒则以年份系列去推广，主要满足送礼需求，走直营和团购渠道。这样的区别对待可以使绝对对高端品牌差异化明显，同时“库藏”又彰显了产品的优质品质。

图 27：古越龙山龙酝 18 年花雕酒



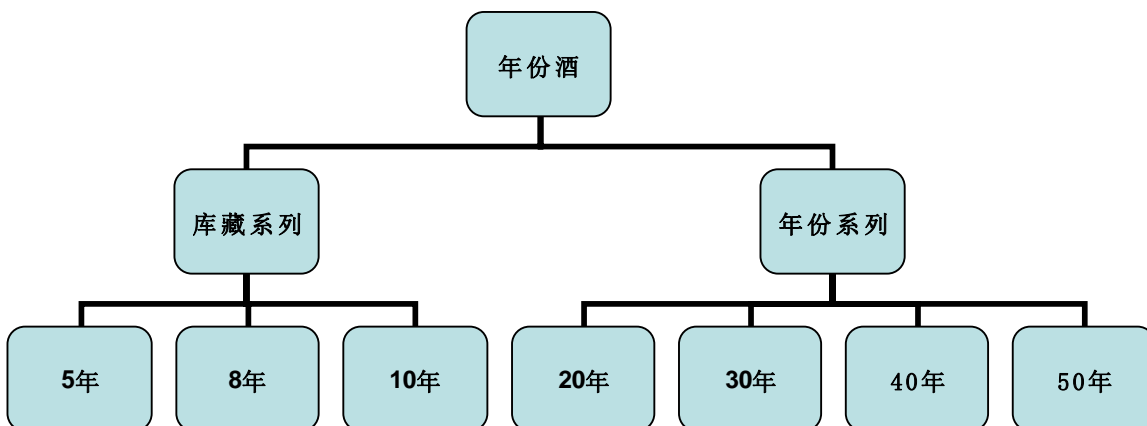
资料来源：网上公开资料，宏源证券研究所

图 28：古越龙山 40 年年份酒



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 29：古越龙山年份酒的差异化品牌经营路线



资料来源：wind，宏源证券研究所

营销方面，或将绑定黄酒文化进行宣传；同时，原酒电子交易也将扩大品牌知名度：

- ◆ 绍兴本为黄酒故乡，公司将借助于这一资源优质，通过方文山写词、文化宣传等方法将黄酒宣传开，扩大老字号品牌全国影响力；
- ◆ 三年前推出“原酒交易”营销模式，将储存在仓库里未经勾兑的大坛酒当做投资品来卖，看重的就是酒愈久愈香的保值效果，投资者一般将原酒保存在古越龙山中央酒库，投资者可以提取原酒或者个性化定制。原酒全部采用手工酿造，取得了很好的市场效果。每年控量销售，2011年推出的原酒现已基本上售完。原酒经营公司已与华夏银行签订共同推出原酒交易平台，对古越龙山将是一个很好的品牌宣传。
- ◆ 此外，聘请江一燕做“女儿红”品牌代言人，将女儿家情怀最大化宣传，有助于扩大影响力；
- ◆ 今年是古越龙山建厂60周年，公司也将会推出一些营销宣传活动，例如前不久刚请著名作词家方文山先生以古越龙山为题目、依托绍兴酒文化转为公司作词一首，后续可能会考虑采用名人演唱等方式宣传这一黄酒品牌。另外，“库藏”系列也是契合60周年纪念而推出的产品。

4、十二五扩建为加速市场拓展提供支持

规模扩建方面，公司之前是销售跟不上生产，目前是生产跟不上销售，新品的推出使黄酒季节性减弱，二三季度销售仍很强劲，且公司目前产能16万吨左右，十二五计划将产能提升至30万吨，彻底解决产能问题。

- ◆ 中央酒库有400多万坛原酒，相当于10万吨原酒（库存共有26万吨），且中央酒库基尼斯世界纪录的申报成功意味着该酒库为世界最大酒库，存货价值与品牌宣传都利于公司销售增长。
- ◆ 1200亩工业园一期15%土地已经批下来，已经建好一个玻璃瓶厂，下一步将引进先进灌装流水线，可以像啤酒一样，每小时可以灌装36000-40000瓶，一年灌装4万吨，以后产品瓶装标准化有利于聚焦消费者注意力。

产品结构升级方面：

- ◆ 进一步研发改良型黄酒，例如状元红中添加了加了桂圆、枸杞等降低度数（8-10度），把容易上头的元素去掉，开发出低度的、适合年轻一代的和商务性质的新产品。
- ◆ 产品档次继续上移，由主推古越龙山五年陈过度到八年陈、十年陈，三年陈以下慢慢退出，中高档毛利率目标50%以上，努力为经销商创造条件，以使他们有更大的利润空间，经销商销售动力强劲。

5、原酒交易将时企业价值重估

公司拥有的26万吨原酒存货，平均储存年限为9年，按照市场上9年陈原酒交易价格88.8元/kg计算，库存原酒的市值为230.88亿元。

由于高年份原酒具有资源稀缺性，而黄酒电子交易平台有望使年份原酒价值回归，这部分价值有望被市场重估。

图 30：黄酒交易网披露的古越龙山不同年份市场价

名称	价格	供应量	日期
2002 年原酒（古越龙山）	88.8/KG	售罄	2011-8-5
2003 年原酒（古越龙山）	62.5/KG	售罄	2011-8-5
2004 年原酒（古越龙山）	46.7/KG	售罄	2011-8-5
2005 年原酒（古越龙山）	39.8/KG	售罄	2011-8-5
2006 年原酒（古越龙山）	33.6/kg	售罄	2011-8-5
2007 年原酒（古越龙山）	26.2/KG	售罄	2011-8-5
2008 年原酒（古越龙山）	22.3/KG	售罄	2011-8-5
2009 年原酒（古越龙山）	18.1/KG	售罄	2011-8-5
2010 年原酒（古越龙山）	15/KG	售罄	2011-4-8

资料来源：黄酒交易网，宏源证券研究所

四、盈利预测、估值和投资建议

1、盈利预测

分产品销售收入预测及毛利率预测：详见图表 31

预测结论：预计 2011-2013 年营业收入分别为 13 亿元、15.7 亿元和 18.9 亿元，同比增速分别为 21%、21%和 21%；随着产品结构的不断调整，未来三年毛利率将呈现稳步提升趋势，毛利率预测值分别为 40%、44%和 46%；归属于母公司净利润分别为 1.74 亿元、2.49 亿元和 3.29 亿元，同比增速分别为 40.1%、43.5%和 32%，对应 EPS 分别为 0.274 元、0.393 元和 0.52 元。

2、估值和投资建议

中央酒库有 24 万吨原酒，平均储存年限为 9 年，按照市场上 9 年陈原酒交易价格 88.8 元/kg 计算，库存原酒的市值为 213.12 亿元。今年 7 月 18 日原酒交易平台已正式运营，原酒对公司价值的提升作用将逐渐显现，首次给予“买入”评级。

图 31：可比上市公司估值一览表（平均动态估值为 42X11PE/32X12PE）

		总股本	流通股本	总市值	流通市值	收入预测（百万元）		2012 YOY	11 PS	12 PS
						11E	12E			
		2011-7-26								
000568.SZ	泸州老窖	1,394	715	659.5	338.4	7,259	9,299	28%	9	7
000596.SZ	古井贡酒	235	175	211.5	157.5	3,063	4,336	42%	7	5
000799.SZ	酒鬼酒	303	206	60.8	41.2	863	1,234	43%	7	5
000858.SZ	五粮液	3,796	3,796	1,434.1	1,433.9	19,531	24,189	24%	7	6
000869.SZ	张裕 A	527	349	595.6	394.0	6,198	7,636	23%	10	8
002304.SZ	洋河股份	900	410	1,242.0	565.6	11,045	15,036	36%	11	8
600132.SH	重庆啤酒	484	484	320.6	320.6	2,546	2,756	8%	13	12
600197.SH	伊力特	441	441	58.7	58.7	1,679	2,340	39%	3	3
600199.SH	金种子酒	556	521	97.2	91.2	1,856	2,452	32%	5	4
600519.SH	贵州茅台	1,038	1,038	2,113.3	2,113.3	16,433	20,967	28%	13	10

600559.SH	老白干酒	140	89	47.0	30.0	1,592	2,001	26%	3	2
600616.SH	金枫酒业	439	439	50.5	50.5	1,097	1,232	12%	5	4
600702.SH	沱牌舍得	337	337	76.5	76.5	1,074	1,415	32%	7	5
600779.SH	水井坊	489	295	112.0	67.7	1,638	1,896	16%	7	6
600809.SH	山西汾酒	433	433	337.2	337.2	4,539	6,193	36%	7	5

资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 32: 分业务盈利预测表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
原酒销售	收入 (百万元)		21	82	107	139	180
	YOY			295%	30%	30%	30%
	成本 (百万元)		9	37	48	62	81
	YOY			295%	30%	30%	30%
	毛利率		55%	55%	55.0%	55.0%	55.0%
黄酒销售	收入 (百万元)	725	707	972	1166	1400	1680
	YOY		-2%	38%	20%	20%	20%
	成本 (百万元)	427	446	630	712	798	924
	YOY		4%	41%	13%	12%	16%
	毛利率	41%	37%	35%	39.0%	43.0%	45.0%
其他业务	收入 (百万元)	23	13	25	28	30	33
	YOY		-43%	92%	10%	10%	10%
	成本 (百万元)	15	8	18	21	23	25
	YOY		-50%	136%	15%	10%	10%
	毛利率	33%	41%	28%	25.0%	25.0%	25.0%
酿酒行业	收入 (百万元)	725	727	1054	1273	1538	1860
	YOY		0%	45%	21%	21%	21%
	成本 (百万元)	427	455	667	759	860	1005
	YOY		7%	46%	14%	13%	17%
	毛利率	41%	37%	37%	40.3%	44.1%	46.0%
合计收入	收入 (百万元)	748	741	1079	1301	1569	1893
	YOY		-1%	46%	21%	21%	21%
	成本 (百万元)	443	463	685	780	883	1030
	YOY		5%	48%	14%	13%	17%
	毛利率	41%	37%	37%	40.0%	43.7%	45.6%

资料来源: 宏源证券研究所

五、风险提示

1、原材料价格上涨导致公司净利润增速低于预期的风险

2、竞争加剧导致净利润增速低于预期的风险

图 33：三张财务报表及分析

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1079	1301	1569	1893	货币资金	352	13	315	19
YOY	46%	21%	21%	21%	应收和预付款项	136	259	213	353
营业成本	685	780	883	1030	存货	1152	1829	1545	2390
毛利	394	520	686	863	其他流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	37%	40%	44%	46%	长期股权投资	84	84	84	84
营业税金及附加	44	52	63	76	投资性房地产	2	2	2	1
% 营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产和在建工程	832	833	823	791
销售费用	146	183	220	256	无形资产和开发支出	208	200	193	186
% 营业收入	14%	14%	14%	14%	其他非流动资产	2	1	0	0
管理费用	64	55	63	76	资产总计	2768	3221	3175	3826
% 营业收入	6%	4%	4%	4%	短期借款	260	366	0	85
财务费用	15	14	12	9	应付和预收款项	396	508	493	643
% 营业收入	1%	1%	1%	0%	长期借款	0	60	140	220
资产减值损失	-1	0	0	0	其他负债	3	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	659	935	634	949
投资收益	5	0	0	0	股本	635	635	635	635
营业利润	131	216	329	447	资本公积	961	961	961	961
% 营业收入	12%	17%	21%	24%	留存收益	484	659	908	1238
营业外收支	28	20	10	0	归属母公司股东权益	2080	2254	2504	2834
利润总额	159	236	339	447	少数股东权益	29	32	37	42
% 营业收入	15%	18%	22%	24%	股东权益合计	2109	2286	2541	2876
所得税费用	32	59	85	112	负债和股东权益合计	2768	3221	3175	3826
净利润	126	177	254	336					
归属于母公司所有者的净利润	124	174	250	330					
少数股东损益	2	3	4	6					
现金流量表					财务指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	147	36	282	427	毛利率	37%	40%	44%	46%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	21%	19%	19%	18%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	16%	19%	22%	24%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	20%	23%	25%	27%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	12%	14%	16%	18%
其他	-1921	0	0	0	ROE	6%	8%	10%	12%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	6%	8%	11%	12%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	7%	9%	9%	14%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	46%	21%	21%	21%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	72%	44%	40%	30%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	54%	35%	34%	26%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	62%	40%	43%	32%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	19%	16%	-1%	20%
现金净流量	37	-417	-192	21	股东权益增长率	56%	8%	11%	13%
					经营营运资本增长率	14%	76%	-20%	66%
					流动比率	2.5	2.4	4.2	3.8
					速动比率	0.7	0.3	1.1	0.5
					应收账款周转率	10.3	6.3	9.3	6.6

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年 4 月加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。