

酒业时空转换 喜看古越龙山

——古越龙山（600059）深度报告

2012年3月8日

强烈推荐/维持

古越龙山

深度报告

报告摘要:

- **黄酒最有能力接棒酒中“新贵”享受“黄金十年”，成为国内酒业时空转换推动者和最受益者。**过度开发和消费及不平衡产销格局等可能引致酒业时空转换，黄酒相比白啤葡三大酒种是一个欠发展而魅力无比的营养型小酒种，利润增速跃居四大酒种之首，整体似已步入进一步全国化、消费提档、产销量提速、效益递增“长周期”；近期在中美新一轮外交中翻开新一页，在打造文化大国强国历史大背景下，其强大的“新领袖酒”基因将助其承受“新国酒”之重，成为酒中“新贵”和酒业时空转换最大受益者。
- **公司品牌力产品力市场力和提价力显著增强，2012年贯彻聚焦产品新思路继续提升“四力”。**古越龙山已成为黄酒第一高端及最全国化品牌；公司12年将突出“产品聚焦”，继续时尚型和传统型两条腿走路，兼顾普通消费与升级消费群体；新近推出中央库藏系列酒“金五年”、“金十年”等为主力品种，拟再创“金八年”，进取中高端核心市场；已进入价格上行通道，提价15%或许是若干年的基本幅度。
- **公司通过三种营销模式、七大分公司和五大营销中心夯实渠道力，2012年突出精细化操作培育核心市场打造样板市场。**公司经销直销与团购并用，分区域打造核心市场，原酒交易平台亦创新了营销模式；12年将通过精细化操作、树立样板市场、发力餐饮渠道、继续实施“百城千店”计划等，将品牌品质优势转化为销量与市场优势，打造强势市场
- **公司并购前景良好，地方政策性松绑将营造更宽松环境。**公司2010年并购女儿红不仅增厚了“家底”增长了动力，更体现了绍兴市政府做大做强黄酒产业的决心，未来不排除更大力度的并购和体制性大幅松绑的可能性，发展环境亦随之变得更好。
- **盈利预测与评级：**公司具备推动和承接酒业时空转换的最优基因，内外合力进入较高增长通道，26万吨原酒价值达230亿元构筑强大投资“护城河”，DCF估值FCFE和FCFF中值20元和23.05元；预计11-13年净利润增速约48.7%、49.07%和49.83%，对应EPS0.29元、0.43元和0.65元；鉴于其新贵龙头地位和良好成长性，给予12年20元目标价对应市值126亿元，与当前73亿元相比提升空间约80%，故继续强烈推荐。

财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入(百万元)	741	1079	1350	1929	2817
增长率	-1.0%	45.7%	25.1%	42.9%	46.0%
净利润(百万元)	76	124	185	276	413
增长率	-22%	62.5%	48.7%	49.1%	49.8%
每股收益(元)	0.14	0.20	0.29	0.43	0.65
净资产收益率	5.9%	7.3%	8.0%	8.8%	9.7%
PE	71.21	69.71	35.94	25.85	17.27
PB	4.09	4.17	2.59	2.54	2.32

刘家伟：食品饮料首席分析师

电话：010-66554017

MSN: yynynljw999@hotmail.com

执业证书编号：S1480510120001

李德宝：联系人

电话：010-66554063

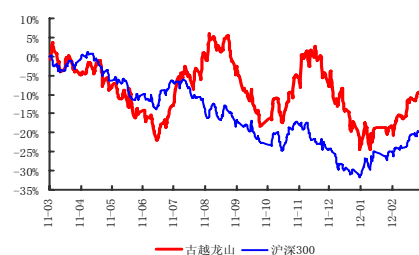
资产负债表数据

总资产(百万元)	2754.11
股东权益(百万元)	2240.70
每股净资产(元)	3.48
市净率(X)	3.25
负债率(%)	18.64

交易数据

52周股价区间(元)	9.37-13.77
总市值(万元)	71
流通市值(万元)	68
总股本/流通A股	6.35亿/6.04亿
流通B股/H股	无
52周日均换手率	377%

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1.《古越龙山提价公告点评：出厂价原酒指导价齐涨终端原酒交易两旺》 2011.12.14
- 2.《古越龙山调研快报：黄酒龙头新气象 增长拐点已显现 继续强烈推荐》 2011.11.11
- 3.《古越龙山三季报点评：黄酒老大活力四射迎拐点 首次强烈推荐》 2011.10.31

目 录

1.黄酒最具“新领袖酒”基因 有望推动和最受益酒业时空转换.....	5
1.1 黄酒是欠发展的小酒种 但魅力跃居四大酒种之冠.....	5
(1) 黄酒是小酒种，产销量、收入、消费群体、市值等远小于啤白葡三大酒.....	5
(2) 黄酒欠发展，销量增速、市场广度深度和高度、价格体系、理念与人才不足.....	5
(3) 黄酒魅力无比，跃居四大酒种之首.....	6
1.2 黄酒似已进入价升量增、增长提速、消费提档等为内涵的较长盛宴期.....	10
(1) “南黄北白”困局已破，全国化效果已开始显现并有望继续扩大战果.....	10
(2) 产销量提升空间巨大，成长性优于其他酒种.....	12
(3) 整体价格偏低 多因素助推价格提升.....	15
(4) 行业环境转变，消费提档，黄酒高端消费有望渐成气候.....	16
1.3 综合判断：黄酒八大“新领袖酒”基因最能受益酒业时空转换.....	17
(1) 黄酒“新领袖酒”基因为酒业最佳.....	17
(2) 一旦酒业风水轮换，黄酒极可能成为下一个提档消费热门酒种.....	18
2.公司实施聚焦产品战略 提升品牌力品质力市场力和提价力.....	18
2.1 五大品牌形成高中低档、时尚与传统产品通吃格局.....	18
2.2 2012 年实施聚焦产品新战略 “五 A”级产品品质口感当为业内一流.....	20
2.3 让现代更时尚让传统更经典 两条产品线彰显市场力.....	21
2.4 公司成为上海黄酒标杆企业 提价能力亦为行业翘楚.....	22
3.12 年公司突出精细化运作打造核心市场 实现营销落地转型.....	23
3.1 文化事件营销：突出打造黄酒第一品牌.....	23
3.2 营销深化和渠道建设：精细化操作 树立样板市场 渠道做深做细.....	25
3.3.原酒规模与交易平台：业内首创提升产品价格 释放原酒价值.....	27
4.并购及预期强化发展动力 松绑营造宽松环境.....	28
4.1 收购女儿红强强联合 未来有可能继续并购.....	28
4.2 政府政策“松绑” 公司或将摆脱机制束缚.....	30
5.财务与估值讨论：盈利水平提升 估值偏低 12 年目标价 20 元.....	30
5.1 财务分析：毛利率水平可提升 增长拐点已确定.....	30
5.2 原酒价值讨论：26 万吨原酒价值达 230 亿元 构筑强大投资“护城河”.....	31
5.3 绝对估值法-DCF 法：FCFE 中值 20.00 元 FCFF 为 23.05 元.....	32
5.4 投资建议：给予 12 年目标价 20 元提升空间约 80% 继续强烈推荐.....	32
6.风险提示.....	33

表格目录

表 1：1915-1994 年绍兴黄酒所获国际荣誉.....	9
表 2：四酒种消费税、酒精度和粮食消耗的比较.....	9

表 3: 模型一: 2010-2020E 黄酒产销量及增速预测 (万千升)	13
表 4: 2015-2030 年黄酒市场容量的人口参数估算模型 (容量单位: 万千升)	14
表 5: 古越龙山发展历程.....	19
表 6: 古越龙山五大品牌历史与行业地位.....	19
表 7: 公司各品牌产品毛利率、定位及市场分布	19
表 8: 公司五 A 级库藏产品新标准.....	20
表 9: 公司自 2008 年以来的提价时间、品种以及幅度	22
表 10: 并购女儿红是强强联合.....	29
表 11: 绍兴黄酒企业.....	29
表 12: 公司 DCF 估值结果 (2012 年目标价)	32
表 13: 公司 11-15 年盈利预测表.....	33

插图目录

图 1: 2010 年四大酒种产销量与总量	5
图 2: 2010 年四大酒种产销量增速.....	5
图 3: 2011 年四大酒种销售收入	6
图 4: 2011 年四大酒种销售收入占比	6
图 5: 2011 年四大酒种吨酒价格	6
图 6: 2012.2.27 四大酒种总市值与流通市值比较	6
图 7: 截止到 2012.2.27 市场主流消费白酒、葡萄酒和黄酒品种终端价格对比 (单位: 元)	6
图 8: 黄酒的五种营养价值.....	8
图 9: 1999-2011 年黄酒行业收入和利润总额及同比.....	9
图 10: 2011 年黄酒行业净利润增速 55%居四大酒种之首.....	9
图 11: 1998-2010 年全国黄酒累计产销量以及增速情况.....	9
图 12: 黄酒行业 1999-2011 年毛利率变动请款.....	10
图 13: 黄酒发展历史图解.....	11
图 14: 2010 年全国人均消费黄酒量 (升/人/年)	12
图 15: 中国黄酒生产和消费区域分布.....	12
图 16: 黄酒核心消费区域 (江浙沪) 与非核心区域收入比值.....	12
图 17: 黄酒产学研正在关注的六大问题	17
图 18: 黄酒的八大“新领袖酒”基因.....	18
图 19: 公司五大品牌 LOGO 及其主攻市场	19
图 20: 公司传统型产品—高端年份系列	20
图 21: 公司新近开发的传统经典中央库藏系列产品—金五年.....	20
图 22: 古越龙山品牌旗下系列产品, 其中, 礼盒系列包括高端年份酒.....	21
图 23: 2005 年陈宝国代言古越龙山.....	24
图 24: 2010 年江一燕代言女儿红	24
图 25: 坐落在公司旁总部边的中国黄酒博物馆.....	24
图 26: 2005-2011 年公司主要文化营销事件	24

图 27: 公司的营销体系	26
图 28: 2010 年公司销售收入的区域构成.....	26
图 29: 公司销售网络 (红点代表公司在此省市有办事处)	26
图 30: 公司在省外的专卖店	26
图 31: 公司和金枫酒业 ROE、净利率和毛利率的比较	31
图 32: 公司和金枫酒业三项费用率的比较.....	31
图 33: 公司营业收入、净利润以及其增速.....	31
图 34: 金枫酒业营业收入、净利润以及其增速.....	31

1.黄酒最具“新领袖酒”基因 有望推动和最受受益酒业时空转换

迄今为止,无论是产业市场还是资本市场,白酒、啤酒和葡萄酒发展的广度、深度和高度远超黄酒,甚至过度开发、过度消费,产销格局严重倾斜,黄酒成为欠发展的小酒种。然而,多层面观察,黄酒似已进入五至十年持续提速发展的黄金“盛宴期”;又因其营养丰富,基因优良,最有能力接过新领袖酒接力棒,在中国文化强国大国背景下成为酒中新贵,最有希望成为国内酒业时空转换最大受益者。

1.1 黄酒是欠发展的小酒种 但魅力跃居四大酒种之冠

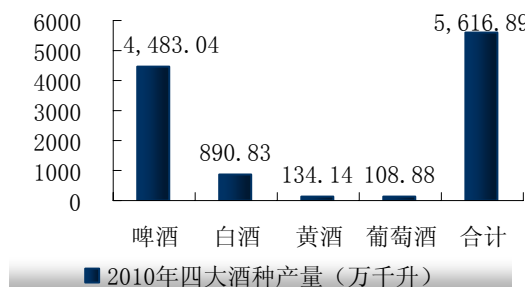
(1) 黄酒是小酒种,产销量、收入、消费群体、市值等远小于啤白葡三大酒

国家统计局2010年四大酒种产销量数据较为齐全,黄酒有127家规模以上企业(2011年降为73家,但产销量未公布)仅有134万千升,仅相当于白酒、啤酒和总量的15%、2.99%和2.39%;2011年黄酒销售收入117.9亿元为四大酒种最低,仅占白酒、葡萄酒、啤酒和总量的3.15%、7.42%、30.67%和2.02%。消费群体方面,黄酒核心区域江浙沪人口合计约1.56亿人相当于全国人口1.2%,加上消费较大的若干省份,有效市场覆盖总人口能不足5亿人,仅及总人口1/3左右,而啤白葡三大酒种覆盖全国。资本市场方面,目前仅有古越龙山和金枫酒业两家上市公司,截至2012年2月22日总市值仅118亿元、流通市值114亿元,分别占四大酒种总市值的1.51%和流通市值的1.84%,仅及白酒总市值6063亿元的1.94%、流通市值4957亿元的2.31%。

(2) 黄酒欠发展,销量增速、市场广度深度和高度、价格体系、理念与人才不足

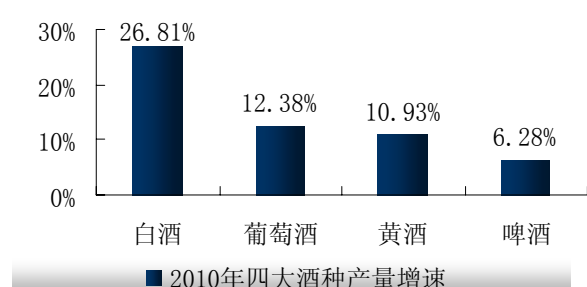
黄酒2010年产销量增速为10.93%,与过去10年大体相当,仅高于市场非常成熟的啤酒(6.28%),而远低于白酒(26.81%),甚至低于葡萄酒(12.38%)约2个百分点;其他三大酒种早已完成全国化,收入分布相当广泛,而黄酒仍然有70%左右的销售收入集中于江浙沪一带;就市场高度而言,政务商务等高端消费占比很小,远远不及白酒,甚至无法与葡萄酒相提并论;就销售收入和产销量相除所得的吨酒价格看,2011年黄酒只有0.799万元/吨,虽比啤酒0.324万元/吨高出146%,但仅为白酒3.65万元/吨的21.88%、葡萄酒3.33万元/吨的24%;黄酒行业主力品种核心价格带位于7-20元/瓶附近,白酒价格带则跨度极大,超黄酒10-50倍左右;葡萄酒集中在30-100元/瓶一带,超过黄酒5-10倍;理念和人才方面,缺乏行业理解深透、定位准确、善于创新、勇于开拓、与当代中国酒文化及整体饮食文化接轨的先进理念和拔尖人才,体制变革也较慢,激励约束机制明显不足甚至成为行业发展的桎梏。

图 1: 2010 年四大酒种产销量与总量



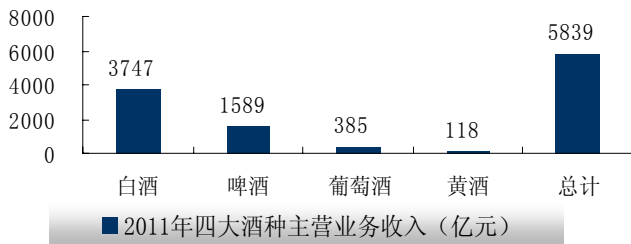
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 2: 2010 年四大酒种产销量增速



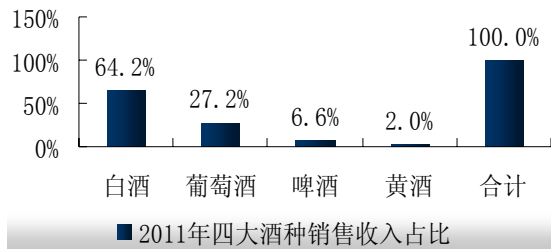
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 3：2011 年四大酒种销售收入



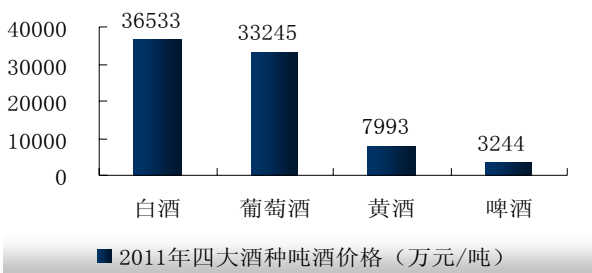
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 4：2011 年四大酒种销售收入占比



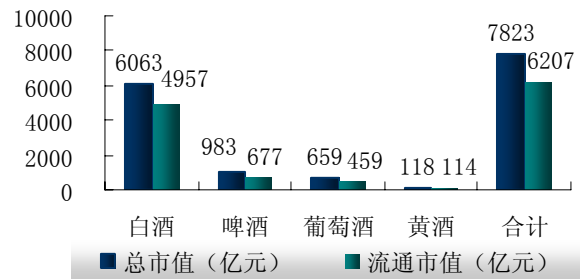
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 5：2011 年四大酒种吨酒价格



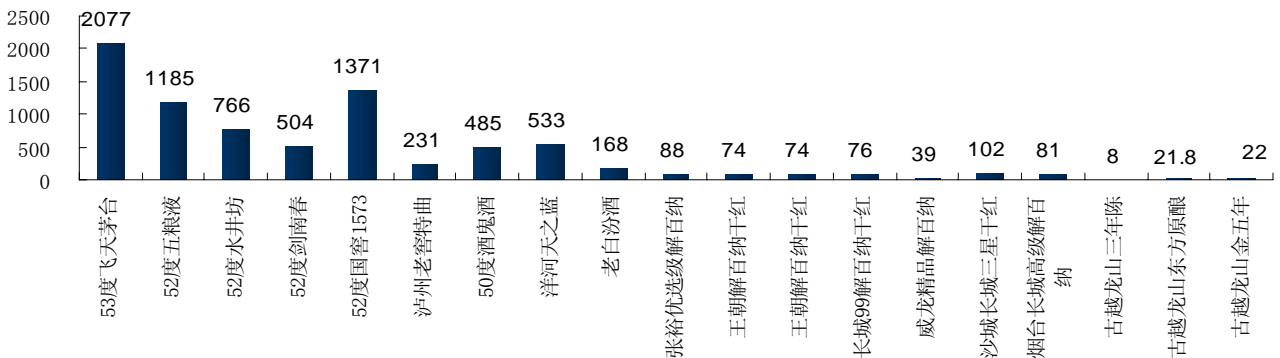
资料来源：国家统计局，黄酒协会，东兴证券研究所

图 6：2012.2.27 四大酒种总市值与流通市值比较



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：截止到 2012.2.27 市场主流消费白酒、葡萄酒和黄酒品种终端价格对比（单位：元）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

（3）黄酒魅力无比，跃居四大酒种之首

黄酒行业目前发展水平虽低于其他三种主流酒种，但不能就此忽略行业自身的魅力，也正是行业具备如此魅力才使行业蕴含了巨大的潜力。

一是黄酒最具营养价值，饮后不会“酒气熏天”，消费方式创新潜力极大，契合当下健康消费趋势。据测量，黄酒富含 18 种氨基酸，其中有 8 种为人体无法合成但必需，含量比同量啤酒葡萄酒多一至数倍；矿物质总含量高达 130mp/100ml，是啤酒的 1.5 倍，葡萄酒的 2 倍，多种微量元素如每 100 毫升含镁量为 20-30 毫克，比白红葡萄酒高出 10 倍和 5 倍；含硒量为 1-1.2 微克，比白红葡萄酒高出约 20 倍和 12 倍，具有良好的防止血压升高、血栓形成及抗癌作用；富含维生素 B1、B2 和 E 以及尼克酸，

长期饮用有利于美容抗衰老和长寿；因锌含量不少能促进食欲。另外，黄酒的舒筋活血、防寒去腥等效用十分明显。综观现代酒类消费，属于嗜好性饮酒与交际性饮酒和品尝性饮酒共存期，舆论正在提倡低酒度、营养型、养护身心的酒文化新价值取向，这对黄酒倡导的和谐饮酒、健康饮酒价值取向完全吻合。眼下人们可以看到，黄酒与螃蟹以及整个海产品消费搭配已成趋势，加冰喝黄酒也开始流行，打破了消费的季节性。总之，黄酒对于消费者的吸引力越来越大。

二是原材料最为优质精细，酿制需要高品质的水，不需高温蒸馏破坏营养成分，酒精度较低适应人群广泛。黄酒是以精选糯米、大米等为主要原料，利用多种菌种、酵母、麦曲等微生物为糖化剂酿造制成的高品质发酵原汁酒。与其他酒相比，原料非杂粮，而是精细粮；酿制过程中尽量保留原材料中的营养成分，并不断加以丰富完善；酒精度较低，传统黄酒在 14° 左右，适合绝大多数人饮用。

三是历史悠久，誉为国粹，尤以绍兴黄酒之文化积淀在四大酒种中最为深厚。黄酒与啤酒、葡萄酒并称为世界三大古酒，因其酒液黄亮、色泽澄黄或呈琥珀色、清澈透明而得名，黄酒在宋代发明了制曲工艺以后就逐渐形成和真正定名，并开始大量输入皇宫，而白酒应是有了蒸馏技术以后大约在元朝才出现。

所谓“天下黄酒源绍兴”，绍兴黄酒一直被认为是正宗黄酒的化身及黄酒代名词。据考证，绍兴黄酒大约于 6000 年前的河姆渡文化中期起源于位于余姚河姆渡文化和杭州良渚文化中间的绍兴。黄酒的消费则从春秋时有文字记载起至清朝初期一直遍及全国各地，春秋战国时期的“浊醪”是绍兴酒的最早文字记录，距今 2400 多年；南朝时有了以地名命名的“山阴甜酒”应是今日绍酒之开始；时至清朝黄酒已经成为名闻遐迩的酒中极品。因此有康熙《会稽县志》“越酒行天下”之说，以及梁章钜在《浪迹续谈》中“今绍兴酒通行海内，可谓酒之正宗，……至酒之通行，则实无他酒足以相抗”之赞誉。新中国成立以后，绍兴黄酒作为中国国粹酒在国家历届评酒会上屡获金奖，先后被列为国家“八大”、“十八大”名酒之一。

黄酒一出现就展现出了与中华文化良好的适应性和相容性，造就了无数经典的诗文佳篇和传奇典故；黄酒与中华民族文化之间的依存关系穿越时代变迁绵延数千年，是五千年历史上中国国内最流行的酒种，或者说昔日黄酒畅销全中国上下五千年，是惟一完整见证中华五千年文明历史和最富中华民族特色的酒，其酿造史同时也是中国社会的发展史和人文进步的推进史。在很多人眼里，黄酒的“黄”已被赋予了相当广泛的内涵：它不仅仅是指酒的颜色呈“黄”色，还成为哺育华夏子孙的母亲河——黄河的“黄”，更成为生养炎黄子孙的大地——黄土地的“黄”和中国人肤色的“黄”。

四是黄酒的国际地位和“国家待遇”越来越高。绍兴黄酒作为黄酒鼻祖早已蜚声国外：1915 年获得美国巴拿马太平洋万国博览会金奖；1985 年荣获第四届国际酒类及饮料博览会金奖；1986 年获得巴黎国际食品博览会金奖；1989 年荣获首届北京国际博览会金奖；1992 年荣获日本国际博览会金奖、1994 年再次荣获巴拿马国际食品博览会金奖。新中国建立以来，绍兴黄酒多次得到党和国家领导人的极力推崇，在重大国事活动中担当重任，且越来越显示出尊贵价值。1988 年被列为钓鱼台国宾馆惟一国宴专用酒，1997 年成为香港回归庆典特需用酒；先后五次作为国礼馈赠过柬埔寨国王、日本天皇以及美国总统尼克松和克林顿。并且，党和国家领导人都非常喜爱绍兴酒：1952 年周恩来总理多次向外国友人推荐绍兴酒；邓小平晚年每天要喝一杯绍兴酒；

表 1: 1915-1994 年绍兴黄酒所获国际荣誉

年份	奖项	年份	奖项
1915	荣获美国巴拿马太平洋万国博览会金奖	1989	首届北京国际博览会金奖
1985	荣获第四届国际酒类及饮料博览会金奖	1992	日本国际博览会金奖
1986	巴黎国际食品博览会金牌奖	1994	再次荣获巴拿马国际食品博览会金奖

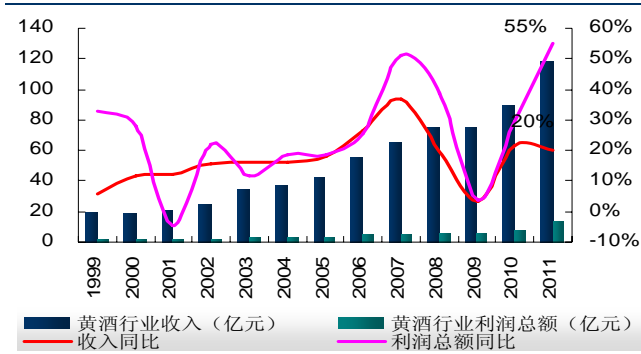
资料来源: 东兴证券研究所

表 2: 四酒种消费税、酒精度和粮食消耗的比较

酒种	消费税政策		酒精度比较	原料消耗
	从量税	从价税		
黄酒	240 元/吨	无	一般在 14 度左右	1 斤粮食出 2 斤酒
白酒	100 元/吨	20%	低度白酒: 40 度以下, 降度白酒: 41 度-50 度; 高度白酒: 51 度以上	1 斤粮食出 0.4 斤酒
葡萄酒	无	10%	一般在 12 度左右	葡萄
啤酒	售价 3000 元/吨以下 220 元/吨 售价 3000 元/吨以上 250 元/吨	无	一般在 3.5 度左右	专用原料: 啤酒大麦

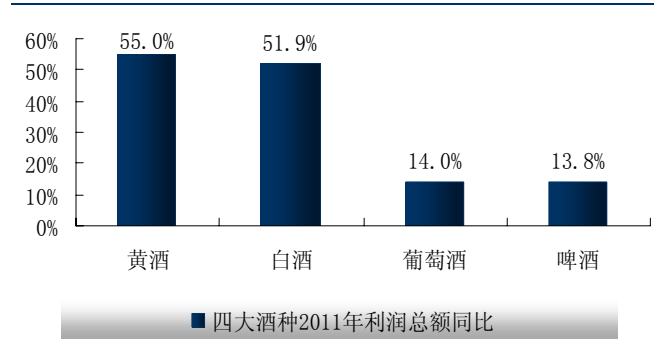
资料来源: 东兴证券研究所

图 9: 1999-2011 年黄酒行业收入和利润总额及同比



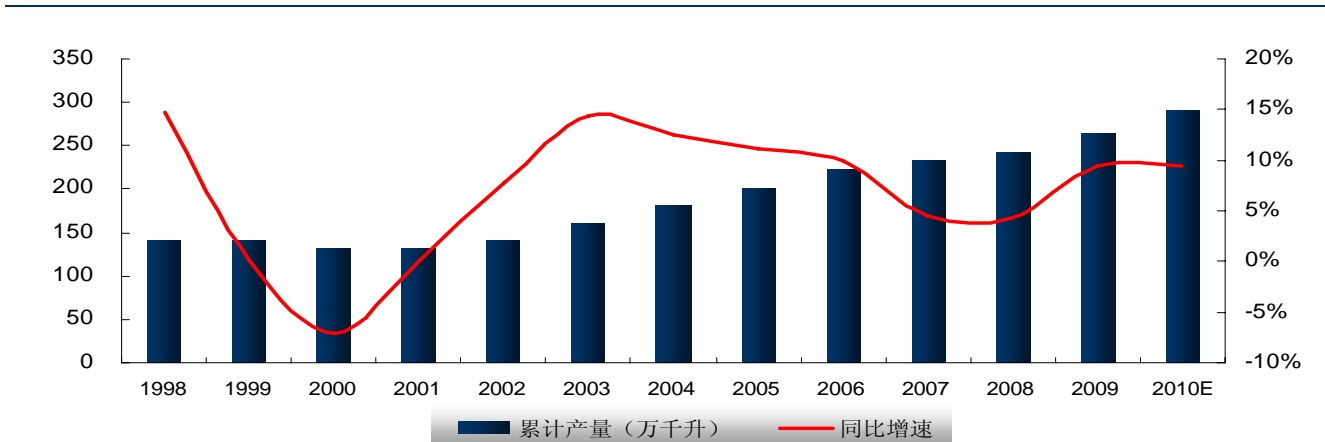
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 10: 2011 年黄酒行业净利润增速 55% 居四大酒种之首



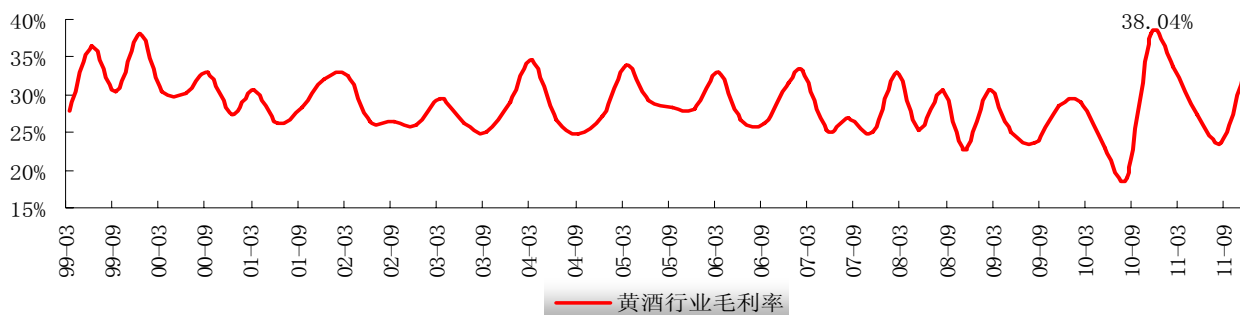
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 11: 1998-2010 年全国黄酒累计产销量以及增速情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 12：黄酒行业 1999-2011 年毛利率变动请款



资料来源：WIND，东兴证券研究所

1.2 黄酒似已进入价升量增、增长提速、消费提档等为内涵的较长盛宴期

(1) “南黄北白” 困局已破，全国化效果已开始显现并有望继续扩大战果

我国北方干寒多风，白酒从黄酒生产中演变出来以后，就以其酒精度高、御寒效果更好、制作相对简单而逐渐占据了北方广大市场，与黄酒形成南北对峙、分庭抗礼的局面。虽然在明清时期白酒依旧受制于黄酒的压倒性优势，但到了民国因国都南迁和战乱黄酒日益淡出北方。抗战时期，绍兴沦陷，交通阻梗，彻底断绝了绍兴黄酒的远销，使得黄酒的消费范围进一步萎缩，以至于偏安江浙沪等地，“南黄北白”的消费格局由此逐渐形成并流传下来，并深刻影响着黄酒行业的发展和全国化。

通过对黄酒发展历史以及“南黄北白”格局形成原因的梳理，我们发现历史上黄酒畅销中国五千年的主要原因为其与中华文化拥有良好的消费相容性和包容性，而近现代偏安一隅则是“内忧外患”的结果：白酒对黄酒市场的蚕食构成“内忧”，而啤酒和红酒等外来酒种不断受到中国消费者的喜爱则是“外患”。其实深层的原因可能是其与目前中国消费模式特别是“酒文化”的相容性远远少于差异性：一方面是喝酒方式的变迁，现在是快节奏方式，喝白酒、啤酒甚至于葡萄酒都流行“一口干”，而黄酒是中华传统优雅文化的延续，喝酒时讲究“品”，绍兴人喝酒讲“咪”一口，通过慢品来品出感觉和档次，品出养生与健康生活；另一方面，黄酒长期远离主流消费市场，特别是政务和商务消费市场，没有成为“领袖酒”、“面子酒”，高端消费尚未形成大气候。

不过，这期间黄酒仍然在全国很多地区有各具特色的酒种和钟爱者，也不乏最爱之人群。更可喜的是，近年来，在各方面的持续努力下，国人饮酒“南黄北白”的困局已然突破。这可以从多个层面得到印证：一是从黄酒消费区域看，已从传统的核心消费区域浙江、上海和江苏一带延展至安徽、福建、河南、湖南、山东、内蒙、北京、天津、吉林、陕西、甘肃、广西、湖北等，基本上覆盖了全国南北各地，人均产销量也已上升到一定水平（国家统计局公布数据均为产销量，古越龙山 2011 年产销率约 85%，可以将“产销量”大致理解为“销量”）。这些地区 2010 年黄酒人均产销量分别达到 28.92 升、11.04 升、5.99 升、3.23 升、1.79 升、1.31 升、1.03 升、0.79 升、0.44 升、0.37 升、0.32 升、0.31 升、0.23 升、0.17 升、0.16 升、0.15 升和 0.15 升，均比 2003 年有不同程度的提升。进一步分析，虽然 2010 年黄酒核心消费区域

江浙沪三地人均消费 13.34 升，全国为 2.16 升，而非核心区域甚至远远达不到这一水平，但已有不少区域也成为黄酒消费大省，全国各地、大江南北都在消费黄酒已成为一种事实，并且开始出现上升势头。二是从黄酒核心与非核心消费区域的销售收入之比从 2003 年的 9: 1 下降为 2010 年的 7: 3（黄酒协会专家估测数据），更有数据显示为 6: 4（wind 数据），这表明除江浙沪以外区域的销售收入增速在持续增加，黄酒获得非核心消费区域消费者的认可度在提高，黄酒全国化进程在加快。

从我们所了解的情况看，突破“南黄北白”困局的主要因素在于：黄酒企业以及整个行业在产品创新、品牌宣传、口感改良、包装改进、文化渗透、消费者培育等方面做了大量艰苦而细致的工作。这些工作已为黄酒未来进一步全国化、扩大消费区域和人群积累了宝贵的经验。其中，包装创新方面主要是改变过去单一瓷瓶包装，选用更加具有时代感的玻璃瓶，改变了落后、土气的产品形象；口感创新主要表现在降低酒精度数，推出低度营养功能黄酒，为消费者打开了全新的感官体验空间，吸引了年轻消费者，扩大了黄酒的消费群体；饮用方式创新包括提出冰镇的饮用方式，在改变口感的同时打破黄酒的饮用季节性，在提高黄酒季节适应性的同时也扩大了黄酒消费群体和消费场所；销售渠道创新则改变过去“酒香不怕巷子深”的思维，在深度营销的基础上，创新产品销售渠道，比如搭建原酒电子交易平台，和大闸蟹捆绑销售等，在促进产品销售和提升行业景气度的同时，还可提高黄酒产品的价格。

目前，整个行业特别是资深学者、企业家和营销专家们正在考虑如下重大问题，我们预计一旦形成共识，则会在未来几年对黄酒行业整体及其龙头企业的发展带来明显效果：（1）如何进一步创新产品，让传统产品重新焕发出时代气息，让时尚产品更加符合新消费需求；（2）如何进一步提升整个产业和产品的科技含量，实现产业与产品升级；（3）如何进一步加强营销宣传，找回与中国文化的契合点与相容点，让黄酒进入中国的主流消费群体，让更多人接触和消费黄酒，并通过领袖意见的传递进入政务和商务消费圈，占领高端消费市场。

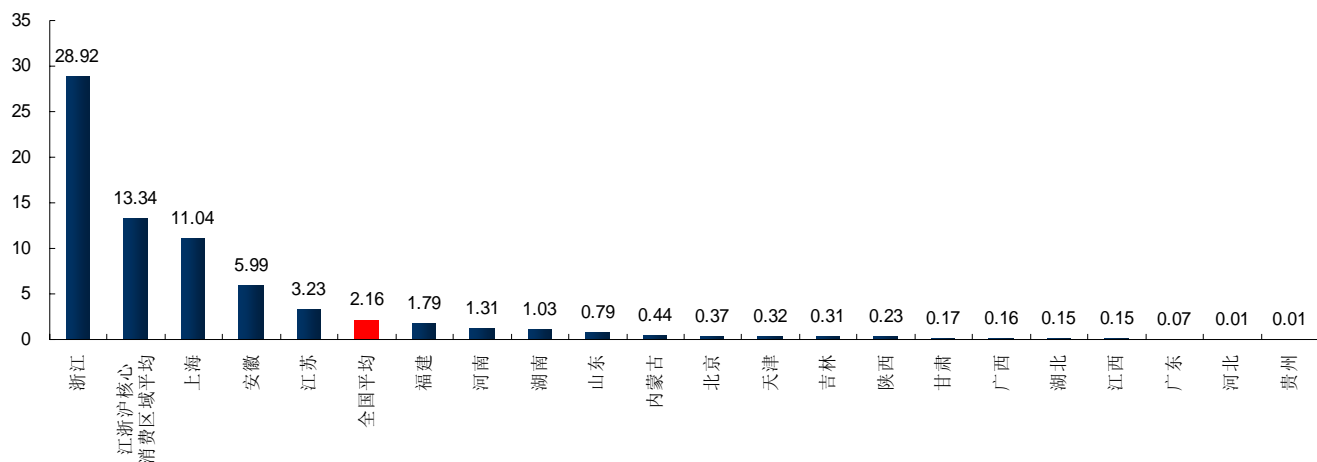
总之，有理由相信，未来五至十年黄酒行业的全国化进程会持续加快，甚至会有深度变革，彻底扭转“南黄北白”的酒业消费格局。

图 13：黄酒发展历史图解



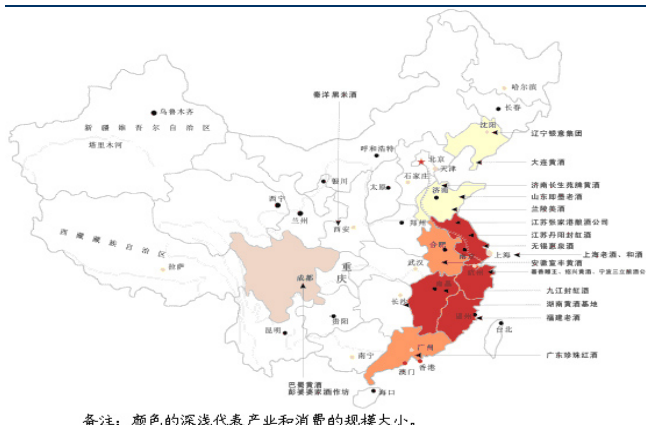
资料来源：BAIDU，东兴证券研究所

图 14: 2010 年全国人均消费黄酒量 (升/人/年)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

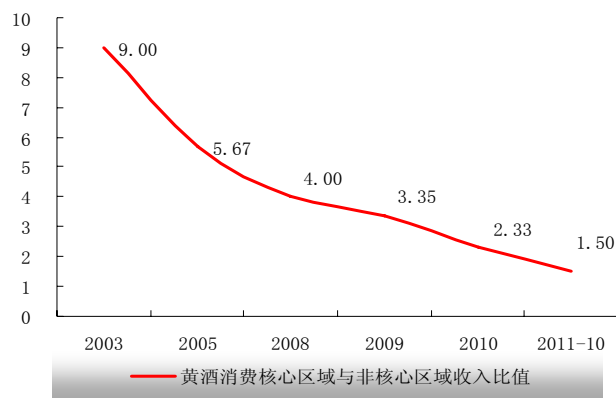
图 15: 中国黄酒生产和消费区域分布



备注: 颜色的深浅代表产业和消费的规模大小。

资料来源: BAIDU, 东兴证券研究所

图 16: 黄酒核心消费区域 (江浙沪) 与非核心区域收入比值



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

(2) 产销量提升空间巨大, 成长性优于其他酒种

以国家统计局、黄酒协会、黄酒产销大省以及业内专家等各渠道获得的数据为基础, 经四大模型测算, 到 2015 年和 2020 年左右, 即未来五至十年或更长一段时期, 国内黄酒市场产销量有望达到 492 万千升至 891 万千升, 约为 2010 年的 1.7 倍和 2.97 倍, 以此反推算, 2011-2015 年黄酒产销量年均增速为 15.5%, 2015-2020 年为 17%。若此增速有望实现, 可以认为未来黄酒产销量提升空间为四大酒种之首。

模型一: 规模以上企业+规模以下企业+散酿 (家庭) 部分替代=总容量, 2015-2020 年可达 492 万千升和 891 万千升。

主要驱动因素假设: 进一步培育消费者, 扩大消费群体, 个人和家庭销量持续稳步增长, 非个人家庭消费甚至较大幅度增长, 品牌黄酒可以对散酿黄酒实现部分替代。

各类容量分拆如下: a.规模以上黄酒企业产销量 2015 年和 2020 年可达 347 万千升和 697 万千升。以 2001-2010 年平均增速 12%为基础, 假定随着全国化进程加快

2012~2015 年每年增速依次递增 1 个百分点分别达到 12%、13%、14%和 15%，2016~2020 年均保持 15%，则可得到 2015 年和 2020 年产销量为 347 万千升和 697 万千升；相比 2010 年分别于增长了 1.64 倍和 2.97 倍；

b.规模以下企业及散酿黄酒产销量 2015 年和 2020 年均可达 128 万千升和 163 万千升。规模以下黄酒企业产能和市场会有一个逐步淘汰、破产和兼并收购过程，故其产量增速不会太快，假定会从 2010 年的 100 万千升以年增速 5%增长，到 2015 年和 2020 年便可达 128 万千升和 163 万千升，而散酿黄酒也基本上处于这一水平。

c.将规模以上和以下黄酒企业数据相加，可得出 2015 年和 2020 黄酒产销量有望达到 474 万千升和 860 万千升。

d.考虑散酿黄酒会被品牌黄酒部分逐步替代，假定 2012~2020 年会从 10%的替代率每年提升 1 个百分点至 19%，则规模以上及以下黄酒企业产销量加上被替代的散酿黄酒有望达到 492 万千升和 891 万千升。

表 3：模型一：2010-2020E 黄酒产销量及增速预测（万千升）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
(1) 规模以上企业产销量	190	209	234	265	302	347	399	459	527	607	697
增速		10%	12%	13%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
(2) 规模以下企业产销量	100	105	110	116	122	128	134	141	148	155	163
增速		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
(3) 散酿产销量	100	105	110	116	122	128	134	141	148	155	163
增速		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
合计：(1) + (2)	290	314	344	380	423	474	533	599	675	762	860
合计：(1) + (2) + (3)	390	419	355	394	439	492	553	622	700	790	891

资料来源：国家统计局，中国酿酒协会黄酒分会，东兴证券研究所

模型二：非核心区域消费量+核心区域消费量=总容量。非核心区域人均消费量变化分四个档次，每个档次以 5 年为一个周期，分为加速全国化第一、二、三、四个阶段，建立四个容量模型，测得 2015 年总容量可达 465 万千升、2020 年接近 735 万千升、2025 年升至 1128 万千升、2030 年达到 1647 万千升。

主要驱动因素假设：a.以黄酒协会有关 2010 年规模以上及以下企业黄酒产销量总计 290 万千升为依据，按照全国人口、各省份人口、各省份黄酒产销量三层数据简单测算出全国年人均消费量为 2.16 升，黄酒消费核心区域（江浙沪）13.35 升，非核心消费区域 0.69 升，非核心区域仅为全国平均水平的 1/3 左右、核心区域平均水平的 1/19；b.为了计算简便，忽略核心消费区域和非核心消费区域人口数量的变化；c.黄酒全国化会持续甚至加速顺利推进，在核心区域人均黄酒消费量不变的情况下非核心区域持续增加；d.非核心消费区域存在很多黄酒消费空白和机遇，增速更高。

容量模型 1：加速全国化第一阶段（2011-2015 年）：假设非核心区域年人均消费量能达到 2010 年全国人均 2.16 升水平，则非核心区域总量可达 256 万千升，加上核心区域 208 万千升，则全国有效市场容量可达 465 万千升，是 2010 年的 1.6 倍。

容量模型 2：加速全国化第二阶段（2015-2020 年）：若非核心区域年人均消费量能达到 2010 年核心区域的 1/3 即 4.45 升，则非核心区域总量可达 527 万千升，加上核心区域 208 万千升，则全国有效市场容量可达 735 万千升，是 2010 年的 2.5 倍。

容量模型 3：加速全国化第三阶段（2020-2025 年）：若非核心区域年人均消费量能达到 2010 年核心区域年人均消费水平 1/2，即 6.68 升，则非核心区域总量可达 920 万千升，加上核心区域 208 万千升，全国可达 1128 万千升，是 2010 年的 3.9 倍。

容量模型 4：加速全国化第四阶段（2025-2030 年或更长）：假设非核心区域年人均消费量能达到 2010 年核心区域水平即 13.35 升，则非核心区域总量可达 1438 万千升，加上核心区域 208 万千升，全国有效市场容量可达 1647 万千升，是 2010 年 5.7 倍。

表 4：2015-2030 年黄酒市场容量的人口参数估算模型（容量单位：万千升）

2010	黄酒		人口		人均销量 (升)	容量 模型 1 (2015)	容量 模型 2 (2020)	容量 模型 3 (2025)	容量 模型 4 (2030)
	消费量 (万千升)	占比	人口 (亿)	占比					
核心区域	208.21	71.80%	1.56	11.64%	13.35	208	208	208	208
非核心区域	81.79	28.20%	11.84	88.36%	0.69	256	527	920	1438
总计	290	100.00%	13.4	100.00%	2.16	464	735	1128	1647

注：2010 年国家统计局规模以上企业黄酒产销量为 134 万千升，本表数据来自黄酒分会，2010 年黄酒总产销量为 290 万千升；容量 1 为非核心区域人均销量达到全国平均水平；容量 2 为非核心区域人均消费达到核心区域的 1/3；容量 3 为非核心区域人均消费达到核心区域的 1/2；容量 4 为非核心区域人均消费达到核心区域的水平。

资料来源：WIND，东兴证券研究所

模型三：模型一或二+出口=黄酒总量，未来五年国内黄酒出口可以达到每年 50 万千升，以此测算 2015 年和 2020 年我国黄酒消费量的容量区间为 464+25=489 万千升和 735+50=785 万千升。

核心假设：目前黄酒国际市场需求量估计在 50 万千升左右，由于多数是“伪绍兴黄酒”，绍兴黄酒出口龙头企业在五年内能够抢夺一半市场，十年左右基本替代。

容量测算：近几年国际市场对黄酒的需求量在不断增加，特别是绍兴黄酒，在实施原产地域保护制度之后，其在国际市场上的主要竞争对手——日本和台湾等地的“绍兴酒”市场份额不断下滑，其中台湾产绍兴酒在日本市场的份额已从过去的 80% 下降到 25% 左右。除此之外，目前在全世界开设的达 10 万家左右中国餐馆都用黄酒烹饪，而现在这些餐馆大多采用日本清酒，南朝鲜浊酒和台湾的仿绍兴酒。黄酒若能打开这个市场，其消费量将在 20 万吨以上。此外，全球 3 千多万华侨也可以成为黄酒的一大消费群体。可见，我国黄酒在国际市场上也有广阔空间。考虑到销量的增长和绍兴黄酒龙头企业有望尽最大努力打拼出口市场，我们乐观预计到 2015 年黄酒出口达到 50 万吨的一半即 25 万千升，以此测算我国黄酒内外产销量为 489 万千升，到 2020 年出口 50 万千升，基本替代目前的伪绍兴黄酒，国内外产销量可达 785 万千升。

模型四：以白酒、啤酒和葡萄酒的酒精度折算，黄酒容量区间为 1307 万千升至 4820 万千升。由于这种折算方法不够严谨，故这一数据只有一定参考价值。

基本假设: 每个人 (或每个区域) 能承受的酒精度保持不变, 酒精度倍数等同于产销量倍数。

容量测算: 统计部门在统计产销量时白酒都折算成 65°, 啤酒为 3.5°左右, 黄酒平均 12°, 所以在相同容量情况下, 白酒、啤酒与黄酒酒精度比值分别为 5.42 和 0.29, 以此假定市场上能容纳黄酒的量为白酒的 5.42 倍、啤酒的 0.29 倍。以 2010 年啤酒和白酒产销量分别为 4483 万千升和 890 万千升测算, 黄酒市场可能的容量可达到 1307.54-4820.83 万千升。此模型因为折算指标“酒精度”的科学性不是很强, 所以, 计算出了的黄酒销量很高, 参考价值要打较大的折扣。

(3) 整体价格偏低 多因素助推价格提升

从价格体系看, 四大酒种中黄酒的可比酒种首先排除吨酒价格最低的啤酒, 白酒和葡萄酒可比性最强。以下理由支持黄酒价格重心大幅上移:

第一, 黄酒主力品种价格重心严重偏低。价格对黄酒核心消费区域多数超市终端价的调研表明, 黄酒既有市场又有效益的主力品种核心价格带位于 7-20 元/瓶附近, 酒精度为 14° 上下, 相对比较集中; 白酒价格带则跨度极大, 且核心价格带远远超过这一水平达 10 至 50 倍以上; 葡萄酒集中在 30-100 元/瓶一带, 超过 5 至 10 倍。换句话说, 黄酒核心价格带是白酒的 1/10 和葡萄酒的 1/5 甚至更低;

第二, 四大酒种中黄酒吨酒价格严重低于可比性最强的白酒和葡萄酒。以四大酒种 2011 年销售收入除以产销量 (黄酒产销量采自中国酿酒协会黄酒分会), 最高的白酒吨酒价格为 3.65 万元, 其次为葡萄酒 3.32 万元, 黄酒位居第三不到 0.8 万元, 啤酒最低为 0.32 万元, 黄酒吨酒价格相当于白酒和葡萄酒的 21.88% 和 24%, 或者说白酒和葡萄酒吨酒价格是黄酒的 4.57 倍和 4.16 倍;

第三, 从原料成本到酿造工艺比较看, 黄酒价格也偏低。虽然黄酒原料糯米、大米等与原酒投入产出之比为 1: 1.8 或 1: 2, 高于白酒的 3: 1, 但在做出成品时黄酒不加水为 100% 原浆, 大大增加了原料成本; 白酒在勾兑为产品过程中需要成倍或更高幅度地加水稀释, 大大降低了原料成本; 葡萄酒虽也不加水, 但葡萄酒非耗粮酒, 原料成本与黄酒可比因素稍差;

第四, 从营养价值看, 黄酒是上述四大酒种中营养价值最高的酒种, 与过低的价格相比很不相称。从百度搜索发现, 黄酒的主要成分除乙醇和水外, 还含有 18 种氨基酸, 其中有 8 种是人体自身不能合成而又必需的。这 8 种氨基酸, 在黄酒中的含量比同量啤酒、葡萄酒多一至数倍。此外, 黄酒含有许多易被人体消化的营养物质如糊精、麦芽糖、葡萄糖、脂类、甘油、高级醇、维生素及有机酸等。这些成分经贮存, 最终使黄酒成为营养价值极高的低酒精度饮品。黄酒也是 B 族维生素的良好来源, 维生素 B1、B2、尼克酸、维生素 E 都很丰富, 长期饮用有利于美容、抗衰老; 黄酒中锌含量不少饮用黄酒有促进食欲的作用; 黄酒内含多种微量元素, 如每 100 毫升含镁量为 20~30 毫克, 比白葡萄酒高 10 倍, 比红葡萄酒高 5 倍; 含硒量为 1~1.2 微克, 比白葡萄酒高约 20 倍, 比红葡萄酒高约 12 倍。在心血管疾病中这些微量元素均有防止血压升高和血栓形成的作用;

第五，黄酒消费的社会效益远高于白酒，有关黄酒的负面因素或负面效应较少，或者说在黄酒提价方面的减分因素较少。从社会效益看，黄酒的粮耗远低于白酒，相当于每斤黄酒耗粮 0.5 斤，每斤白酒耗粮 3 斤；黄酒酒精度远远低于白酒，对社会的危害程度（醉酒带来的人身与财产损失等）较轻。有些消费者可能认为黄酒喝多了也会醉，也会有负面效应。我们认为，过度饮用任何含有酒精的饮料都会对大脑及人体其他相关部位产生负面影响，健康饮酒、适量饮酒、饮用酒精度不高的黄酒，可以在很大程度上减少负效应；

第六，黄酒具备提价的核心价值基础。一类产品的核心价值体系取决于该产品相关文化价值、消费者的生活方式及其他形态文化价值的相互博弈和取舍。黄酒具有代表中华文明的悠久历史积淀，决定了其文化价值十分深厚；黄酒也是国家政策和地方政策鼓励发展的酒种，政策与资源配置导向十分正面；越来越多的人群追求营养健康饮酒，饮用黄酒可以培育成为大多数人群的一种生活习惯，也正在成为更多人群的一种生活方式；黄酒文化与其他形态的文化较少冲突，包容性、融合共生性很强。

（4）行业环境转变，消费提档，黄酒高端消费有望渐成气候

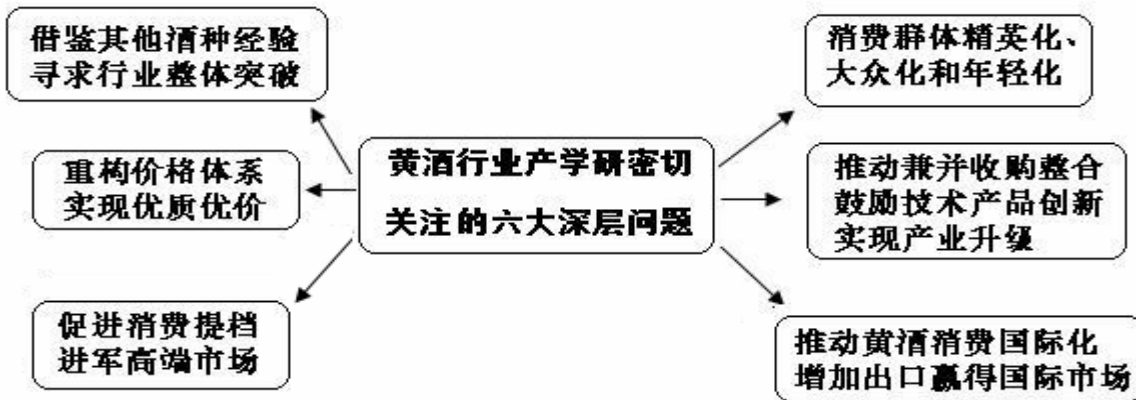
在相当长时期内，黄酒发展主要依靠产销规模的扩张，对单品价值提升远远不够，众多龙头公司产品也同样存在价格偏低的情况，市场上十年、二十年、五十年陈黄酒价格要远远低于同等年份的白酒价格。大酒种的过度开发和过度消费之嫌越来越重！前几年，著名黄酒专家、中国酿酒工业协会黄酒分会副理事长兼秘书长沈振昌老先生就发出“二十一世纪喝黄酒”的呐喊。这一声似乎喊出了中国酒业的时空转换，风水轮流转即将把巨大发展机遇降临至黄酒行业！

我们调研和梳理发现，黄酒行业的发展环境、价格体系和消费档次目前已处于大变革前夜。据了解，黄酒行业的产学研力量正在思考如何进一步优化行业发展环境、重构价格体系、提升消费档次等能够引领行业大变革的重大问题和深层次问题，大型企业、行业协会、专家学者等已经形成以下初步共识：一是进一步培育消费群体，实现黄酒消费群体的年轻化、精英化和大众化；二是提升整体价格水平，优化价格结构，优质优价；三是将黄酒消费与健康饮酒、体面饮酒、和谐饮酒等相提并论，将黄酒打造成高端商务酒、政务酒、感情酒等，提升消费档次，推动黄酒在政务商务等高端市场上的消费规模和水平；四是借鉴白酒、啤酒和葡萄酒等成熟酒种的营销与发展模式和经验，寻求整体突破；五是推动行业进一步兼并收购，提升技术水平，更多产品创新，推动产业升级；六是推动黄酒消费的国际化，推动经典传统黄酒出口。

我们认同沈振昌先生的分析并且认为，黄酒作为中国文化最具代表性的国粹酒种，未来中国文化将随着经济地位的提升而影响世界。届时，黄酒会步入快速发展期，进一步走向世界。

我们甚至可以从中国领导人访美期间有古越龙山花雕酒作为礼物的这一事件中窥视出黄酒在中外交往中将会大行其道的重大历史机遇，甚至可以认为这很可能是黄酒进一步走出国门的重大转机，也是消费提档的标志性事件；随着消费者对健康的诉求不断强化，黄酒会逐渐成为市场消费新贵和新宠。

图 17：黄酒产学研正在关注的六大问题



资料来源：东兴证券研究所

1.3 综合判断：黄酒八大“新领袖酒”基因最能受益酒业时空转换

综上所述，在中国打造文化大国、文化强国的历史性大背景下，黄酒很有可能在国际国内经济社会生活中进一步扮演重要角色，承担起“新国酒”之重任，促进国内酒业消费形成时空转换，并从中受益。

（1）黄酒“新领袖酒”基因为酒业最佳

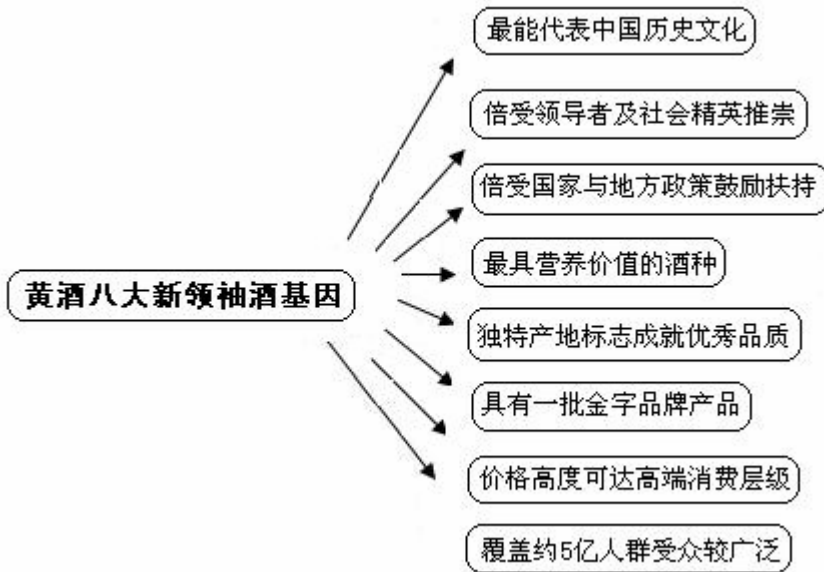
根据我们的思考，在当前经济社会背景下，一种酒被尊崇为“新领袖酒”，需要具备这样一些基本条件：

一是历史文化底蕴丰厚以致其他产品无出其右；二是品牌知名度很高且影响力足够强大；三是酿制讲究，品质绝佳，极品更是稀缺，饮后对人体损害较少，有利于身心健康更好；四是曾经作为皇室贡酒，或人间佳酿，获得领袖或政界要人、文人墨客等好评和推崇，具有显赫的政治与社会地位；五是有相当多的各档次追随者，可以一呼百应形成气候；六是价格较高，符合高端市场定位等。

对比各类酒种，白酒已经是领袖酒了，而且有过度之嫌；葡萄酒是舶来品，没有悠久的中华历史底蕴；啤酒无论如何也只是“市井之饮”，只有黄酒具备前上述条件，惟一有所不足的是价格还不够高。

概而言之，黄酒的新领袖酒基因主要表现在八个方面：第一，历史悠久，底蕴丰厚，惟一完整见证中华五千年文明历史；第二，倍受历代领导者或领袖人物及文人墨客推崇，并且近期在中美新一轮外交中翻开新的一页；第三，倍受国家地方政策鼓励扶持；第四，营养价值丰富，其他酒无法比拟，契合当下国民健康消费新诉求；第五，精粮酿制，工艺独特，地理标志清楚，品质优良，多次获得国内外大奖，国外消费群体较白酒庞大得多；第六，为真正的国粹酒种，具有古越龙山等金字品牌；第七，二十年以上高端产品价格也高达 300-400 元以上，以酒精度折抵，已与中高端白酒价格基本接轨，随着价格体系的进一步完善，高品质黄酒将会真正以高价格进入高端市场而高贵起来；第八，人气正在积聚，覆盖至少 5 亿人口群体。

图 18：黄酒的八大“新领袖酒”基因



资料来源：东兴证券研究所

（2）一旦酒业风水轮转，黄酒极可能成为下一个提档消费热门酒种

白酒、啤酒和葡萄酒目前已处于或即将进入消费成熟、市场培育基本完成、产销量提速趋缓、竞争白热化、负面因素较多、增速平稳等态势，特别是白酒已经存在“过度消费”、“奢侈消费”之嫌，而黄酒独具魅力，十分契合国民健康消费新模式及国内外环境，行业五到十年的成长空间和速度有可能在四大酒种中最值得看好，成为热门酒种宠儿。

2.公司实施聚焦产品战略 提升品牌力品质力市场力和提价力

2.1 五大品牌形成高中低档、时尚与传统产品通吃格局

就品牌力看，公司拥有“古越龙山”、“女儿红”、“状元红”、“沈永和”和“鉴湖”五大品牌，是目前黄酒龙头企业中品牌最多者。

其中，“古越龙山”品牌于1999年被评为中国黄酒业第一个中国驰名商标，定位中、高端和超高端，已成为黄酒行业第一品牌，2006年入选中国黄酒行业标志性品牌，是黄酒行业首只中国名牌产品和惟一国宴专用黄酒；

“女儿红”创始于1919年，是中国驰名商标、中华老字号，和“状元红”一道定位于特色中端市场，突出喜庆文化；

“沈永和”是中国名牌、中华老字号，与绍兴首只黄酒注册商标、浙江省著名商标“鉴湖”同为公司大众化品牌。

可以说，公司各档次品牌对黄酒各档次市场形成整体应对格局。

表 5: 古越龙山发展历程

时间	事件	时间	事件
1664(康熙三年)	沈永和酒厂前身沈永和酒坊成立	1999	古越龙山被评为中国黄酒行业第一个中国驰名商标
1951	绍兴酿酒总厂前身绍兴酒厂成立	2000	古越龙山在黄酒行业率先通过 ISO14001 认证
1994	沈永和酒厂与绍兴酿酒总厂合并设立绍兴黄酒集团	2004	古越龙山被评为中国黄酒行业首只中国名牌产品
.....		2005	古越龙山通过 HACCP 认证
1997	古越龙山在上交所上市, 黄酒行业第一家上市公司	2006	古越龙山入选中国黄酒行业标志品牌

资料来源: 公司网站等, 东兴证券研究所

表 6: 古越龙山五大品牌历史与行业地位

名称	地位及简介
古越龙山	始建于 1951 年, 黄酒行业首个中国名牌产品和惟一国宴专用黄酒, 中国驰名商标, 行业标志性品牌。
女儿红	创始于 1919 年, 是中国驰名商标、中华老字号, 与状元红同为公司喜庆特色品牌。
状元红	专为迎合消费时尚潮流而开发, 低度营养型黄酒新品牌
沈永和	中国名牌、中华老字号, 与鉴湖同为公司大众化品牌。
鉴湖	绍兴首只黄酒注册商标、浙江省著名商标。

资料来源: 公司网站等, 东兴证券研究所

表 7: 公司各品牌产品毛利率、定位及市场分布

品牌	毛利率	定位	主攻市场
古越龙山	40%左右	中高端	面向全国市场
女儿红、状元红	25%左右	定位中端, 主打喜文化	婚宴、节庆等专业细分市场
沈永和		中低端	江浙沪(成熟市场)等
鉴湖	20%左右	低端	浙江市场

资料来源: 东兴证券研究所

图 19: 公司五大品牌 LOGO 及其主攻市场


资料来源: 东兴证券研究所

2.2 2012 年实施聚焦产品新战略 “五 A” 级产品品质口感当为业内一流

就产品力来看，公司是传统绍兴黄酒行业质量与技术标准制定者；坚持用近 7 万亩基地的优质糯米为原料，配以鉴湖水、优质小麦，仅添加焦糖色，不添加枸杞、大枣、桂圆、蜂蜜等多余成分，保持产品的纯天然营养健康特色；坚持酒精度不低于 14°，保持纯正的黄酒本色香味和经典风格口感；更难得的是，作为黄酒行业龙头，拥有世界上最大的黄酒酒库，是开发传统型黄酒最为宝贵的资源，能够做到口感和谐——不酸不涩，容易入口。

公司从 2009 年开始就实施“聚焦产品”战略，除突出“五年”、“十年”、“二十年”、“三十年”等年份酒为核心产品外，正在开发“金八年”，继续夯实产品体系，力争使其快速成为其产品进一步全国化的又一个当家花旦。值得一提的是，公司在继承传统绍兴黄酒的同时，也在对传统黄酒进行不断完善和升级，力求让传统的产品升华成一种经典，塑造强势产品。上世纪 90 年代初，公司推出了“年份酒”，不仅大幅提升了黄酒档次，更是开创了一个黄酒新时代——“年份酒”时代。年份酒推出后受到了消费者的青睐，很多小黄酒企业迅速跟进，但由于行业缺乏有效的监管，有些企业年份酒的年份并不能得到保证，其年份酒产品价格要低于公司相应年份酒的价格，对公司年份酒市场造成一定冲击。因此，公司近年来着手对原有的年份酒产品进行梳理，将原有的部分年份酒（主要是五年陈——十年陈）升级改版为中央库藏年份酒系列，在产品包装上打上“中央库藏”字样，以突出与其他黄酒企业年份酒的差异化，广告宣传诉求点也为“保真年份、足年库藏”，重点产品为“五 A”级中央库藏五年、八年、十年、二十年等，价格比相应年份酒高出 20% 左右，意在向消费者传递“古越龙山的年份酒货真价实、品质绝对保证”的高端黄酒消费理念。

表 8：公司五 A 级库藏产品新标准

五 A 级名称	五 A 级标准细解
A 级原料	汲鉴湖冬水为血脉，清冽冰纯；选上乘糯米为风骨，绿色健康。
A 级选时	始于立冬，封坛于立春，一年只酿一季酒。
A 级陶坛	精选传统陶坛，疏密相宜；陈年老坛韵味，融入老酒。
A 级酒库	拥 20 万平米中央酒库，高大通风；储 25 万吨精华原酒，陈熟醇香。
A 级酒师	国家级酿酒师，通酒之经络；精湛调酒工艺，保持酒质均衡。

资料来源：公司网站等，东兴证券研究所

图 20：公司传统型产品—高端年份系列



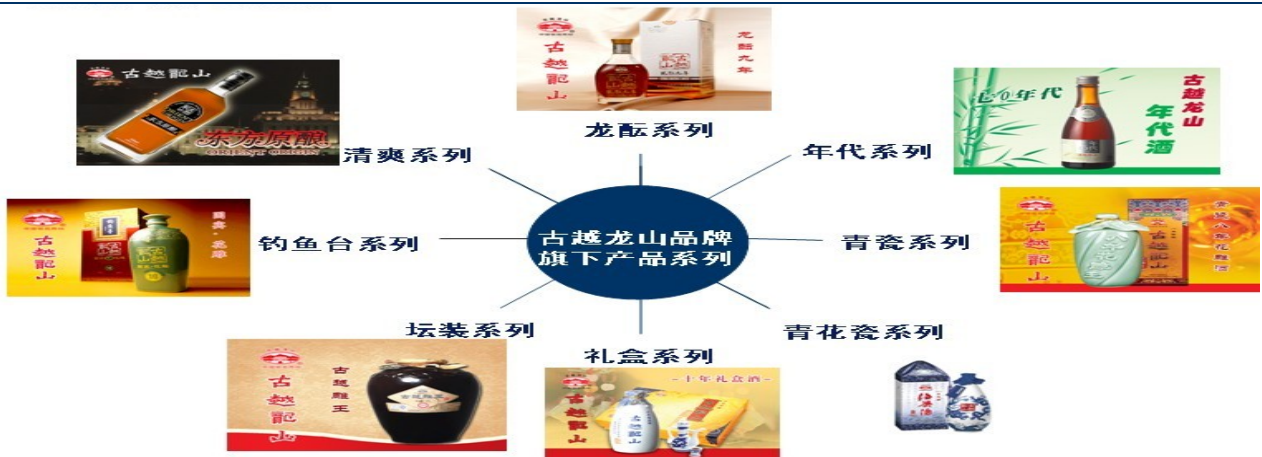
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 21：公司新近开发的传统经典中央库藏系列产品—金五年



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 22: 古越龙山品牌旗下系列产品, 其中, 礼盒系列包括高端年份酒



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

2.3 让现代更时尚让传统更经典 两条产品线彰显市场力

黄酒消费者对口感的适应性有差异, 大体上区分为传统型和现代型。公司一直坚持两条腿走路的方针, 既有传统特色的产品线, 提出“让传统更经典”的战略, 又有针对低酒精度清爽时尚市场打造的现代黄酒产品线, 实施“让现代更时尚”的战略, 两条产品线赢得了两大市场的消费者。

其中, 古越龙山赢得中高端市场, 特别是中央库藏系列是对传统黄酒产品升级和品牌升华的创新, 无论其包装和口感都非常受现代消费者的欢迎, 尤其在上海, 现已牢牢占据上海高端黄酒市场; 女儿红和近年开发的状元红专门针对时尚潮流开发低度营养黄酒赢得时尚市场; 沈永和与鉴湖仍定位于中低端市场, 具备有相当的消费基础。另外, 公司开发的东方原酿、“年代酒”系列等低度清醇淡雅型黄酒产品投放上海和其他浙江省外市场。东方原酿秉承了原生酿造酒的本色, 风尚清醇的口感、时尚考究的瓶型, 使东方原酿在散发迷人东方气质的同时, 兼具时尚感, 迎合了上海市场消费者的需求, 推向市场后销量大幅上升, 2010 年增长率达 200%, 2011 年销量也将再次翻番。“年代酒”系列是精酒度在 8-10 度, 以现代、时尚的人群为对象的一种低度黄酒。有“70 年代”、“80 年代”、“黄金年代”、“我的年代”等多款, 添加了消火的葛根和清火的淡竹汁, 可以加冰块或冰镇着喝, 一沾口就感到清爽, 因此受到年轻消费者的欢迎, 仅仅两个月的时间, 在福建厦门销量就达 1 万多箱, 远超公司的目标。未来公司还会继续开发低度清爽型产品, 目前已经开发出三年陈清爽型产品, 五年陈和八年陈清爽型产品也即将面世。

在本报告第一部分里, 我们已表述这样的思想: 创新是黄酒破解“南黄北白”困局以及进入国内主流消费圈的最佳途径。公司这种对黄酒产品形式和饮用方式的创新, 不仅使黄酒消费群体日益年轻化, 还突破了黄酒消费的季节性, 让夏天消费黄酒成为一种时尚和流行。目前黄酒行业还处在品类竞争的阶段, 因此唯有不断创新和改良, 才能找出消费者和黄酒的契合点。这种低度清爽型黄酒就好比是黄酒的入门级产品, 可以对黄酒消费进行普及的一种产品。如果消费者认可这种产品后, 就能培育出更多除

江浙沪等传统消费市场以外的黄酒拥趸，扩大黄酒在年轻消费群体中的影响力，逐步让黄酒进入主流的消费群体。因此，我们预计，随着公司相关产品在区域性和全国性市场的进一步延伸，将进一步彰显其市场力。

2.4 公司成为上海黄酒标杆企业 提价能力亦为行业翘楚

目前整个黄酒市场 7-20 元是核心价位，未来随着消费升级以及行业整体价格体系上移，100 元左右将成为黄酒消费的主流价位，公司的库藏八年陈、十年陈的终端价格基本位于该价格区间，因此公司目前在逐步调整产品结构，淘汰低端产品，精简产品线，将产品聚焦到中央库藏八年陈和十年陈等中高端产品，着力在餐饮渠道推广。同时，公司目前也在培养商务市场，因此也会针对团购渠道打造几款个性化的产品。

我们在上海市场了解到，公司虽然销售额仅占 20% 左右，但定价方面则是领头羊，多数黄酒企业和产品的提价时间选择在公司提价之后，提价幅度也和公司基本保持一致。公司的产品价格成为多数企业的定价参照标准。不过，公司多数高品质年份酒的价格甚至要低于其他企业同年份产品，这与公司行业龙头地位极为不符，具有进一步提价的紧迫性和可能性。公司自 08 年以来每年都会多次调整产品价格，已经进入提价周期。据黄酒分会的负责人估算，目前公司产品提价空间超 40%。

我们估计，在行业整体价格体系逐步理顺、黄酒地位不断上升、消费者更多喜爱黄酒、公司营销实力显著增强等预期下，15%-20% 是其产品未来几年每年提价的基本幅度。

表 9：公司自 2008 年以来的提价时间、品种以及幅度

提价时间	提价品种	提价幅度
2008.01.10	高档礼盒酒	约 10%
2008.01.20	部分箱酒（1 年陈、3 年陈、5 年陈、8 年陈）	约 10%
2008.3	外贸出口绍兴酒、果酒、大灌酒等	10-14%
2008.03.08	白酒坛酒、桶装、瓶装系列产品	5%-13%
2008.04.21	部分沈永和坛酒	8-14%
2008.05.01	部分青瓷廿年陈花雕和青瓷八年陈花雕、简装花雕酒等	5-10%
2008.05.16	五十年陈经典花雕酒	11%
2008.07.01	三十年陈百福浮雕酒	13%
2008.07.01	三十年陈百寿浮雕酒	12%
2010.05.27	坛装酒产品	8-9%
2010.06.01	清醇系列、普通瓶装酒	6-9%
2010.10.01	八年陈以上高档酒产品（非礼盒装）	约 10%
2010.10.09	2000 年—2009 年手工原酒	11%-17%
2010.10.26	太雕坛装酒	约 12%
2010.10.26	太雕瓶装酒（包括礼盒酒）	约 6%
2011 年初	五十年陈	约 42%
2011 年初	三十年陈	约 36%
2011.03.19	白酒	约 7%
2011.12.13	普通瓶装酒主导产品；清醇低度系列；3 年陈、5 年陈、6 年陈全系列；8 年陈、10 年陈主销产品	约 5-14%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.12 年公司突出精细化运作打造核心市场 实现营销落地转型

公司作为黄酒行业全国化程度最高的企业,采取经销为主渠道、辅以专卖店的渠道战略,堪称渠道最完善的龙头;2012年起将实施精细化运作新思路,确立重点市场,打造样板市场,形成自己的核心市场,实现从空中到地面的营销战略转型。

3.1 文化事件营销: 突出打造黄酒第一品牌

黄酒在历史上成为文人墨客、政客权贵等当时社会主流群体消费的酒种,其深厚的历史文化底蕴毋庸置疑,因此相比于白酒行业,黄酒行业不缺文化,缺的是文化的传播。受制于行业内企业规模较小,很多黄酒企业没有足够资金和动力来宣传产品底蕴。但是公司近年来不断深挖黄酒产品的文化内涵,利用各种传播方式,逐步将古越龙山塑造成黄酒第一品牌。2005-2011年公司的文化营销大事主要有:

2005年:公司以6000万元总价中标央视两个黄金段位广告,成为“中国黄酒第一标”;借力央视平台,由李光斗策划,利用陈宝国“意见领袖”的身份来彰显品牌的历史内涵,同时号召社会主流消费群体共同来品“古越龙山”,这种独特的营销方式在当时使得公司和产品知名度迅速提升;

2007年:公司历时两年打造了全国最大的黄酒博物馆——中国黄酒博物馆。该馆不仅奠定了绍兴黄酒为中国“黄酒之都”的地位,还使公司的文化价值和内涵得到充分释放;

2008年:1月在《绍兴日报》上刊登“古越老酒飘香,酒库万金寻名”广告,为世界级黄酒酒库古越龙山1千万坛储酒仓库命名,至此公司原酒价值营销正式揭开序幕;4月10日,“国酿·古越龙山中央酒库命名仪式暨申报基尼斯世界之最启动仪式”在位于绍兴县孙端镇的古越龙山中央仓库正式举行,申报基尼斯世界之最意义不仅仅是向世人展示古越龙山丰富的陈酒库藏,也是向消费者传递一个承诺:古越龙山年份酒足年陈酿,品质保证;2008年4月,公司借助奥运主题策划了一系列专题品牌营销活动,其中之一就是推出了以奥运为主题的“2008特制原酒”拍卖会,并分别在上海、北京、成都、广州、武汉等全国重要城市进行“迎奥运、拍绍酒”系列拍卖活动。这次营销策划活动在提升公司自身品牌形象和收藏文化品牌价值上具有里程碑式意义;2008年公司有6款酒入选奥运菜单,为首批入选的惟一黄酒品牌;

2009年:在完成收购女儿红后,对其进行了品牌个性的细分定位,诉求喜庆文化。同时,整合公司另一品牌状元红,成立喜文化公司,推出高端婚庆喜宴用酒。聘请绍兴籍演员江一燕为广告代言人,并在2010年首次亮相央视,在全国范围内推广女儿红的“喜文化”品牌内涵;

2011年:为了更广泛传播公司深厚的历史底蕴,公司邀请方文山创作了《古越龙山》歌词,并开展名为“国酿六千载,show出中国风”的征曲、海选MV女主角,MV拍摄创意及素材等活动,让古老的黄酒品牌拉近和年轻消费者的距离,也将公司时尚化路线向前推进了一步。第17届中国绍兴黄酒节还首次走出绍兴,走进北京和成都推广,积极扩大公司产品在省外知名度。

图 23: 2005 年陈宝国代言古越龙山



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 24: 2010 年江一燕代言女儿红



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

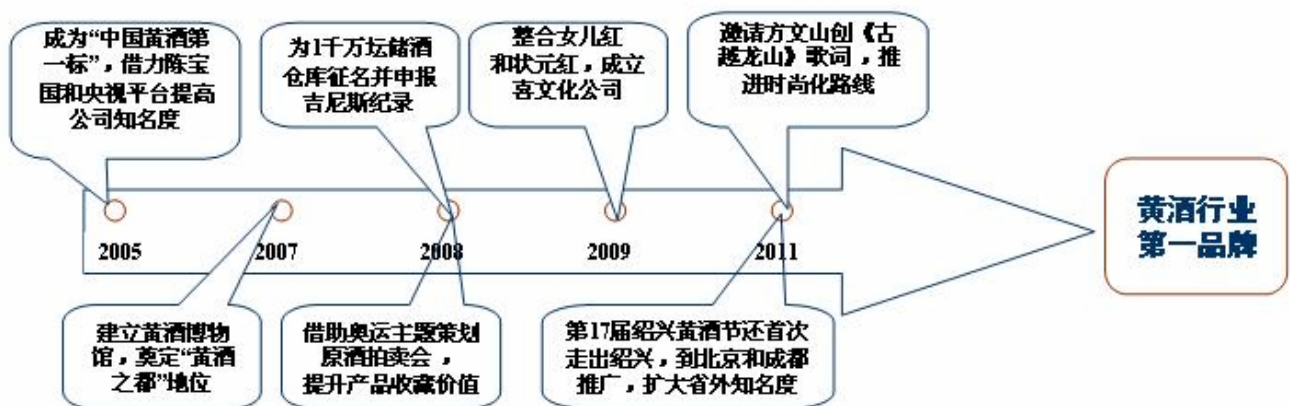
图 25: 坐落在公司总部边的中国黄酒博物馆



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 26: 2005-2011 年公司主要文化营销事件

2005年以来公司为打造黄酒第一品牌进行若干文化事件营销



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

3.2 营销深化和渠道建设：精细化操作 树立样板市场 渠道做深做细

目前，公司已经从重点打造品牌高度转到精耕细作市场，2012年确立了通过精细化操作、树立样板市场以及渠道做深做细等三大措施将不断提升的品牌价值落实到公司产品销量与市场上来。

（1）三种营销模式、七大分公司和五大营销中心夯实渠道力 目前在公司的营销体系中（不包括原酒销售），主要分为传统经销商模式、公司直供以及团购三种营销模式，传统经销商模式为主要的营销模式，占比达到85%左右，其他两种模式分别占比10%和5%左右。经销商模式下设上海、江苏、绍兴、浙东、杭嘉湖、北方和南方等7个分公司，为了更好的开拓市场，2010年公司利用5000万元募集资金在7大分公司基础上，分别在上海、杭州、宁波、北京、深圳建立五大区域营销中心，形成完善的营销体系。

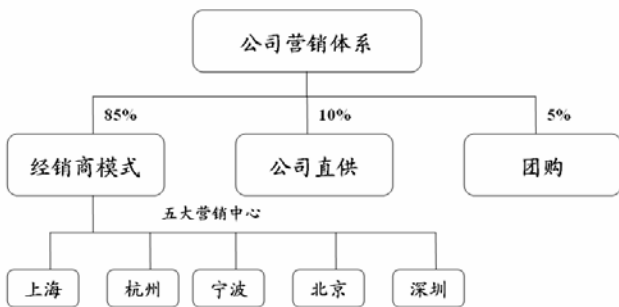
（2）精细化操作创立优势市场 公司之前营销模式是广告先行，在这种模式下，公司产品知名度和美誉度不断提升，但地面营销活动策划则相对滞后，导致有些地区产品销售没有达到预期。因此目前公司正在调整营销策略，在继续保持广告宣传的基础上，让营销策划活动先行，对市场精耕细作。具体操作为：①**集中力量做好优势市场**，力争建立公司的强势市场；②**相应增加营销人员**，同时和经销商相互借力，充分借助经销商的力量加大对终端的维护工作；③**加大终端的推广力度**，学习劲酒的知识营销模式让营销走进社区、超市和餐饮店，通过在社区等销售终端宣传养生知识，产品特点等方式强化产品和品牌概念，让更多的人了解产品，消费产品；④**营销区域更细分**，更重视绩效考核以及销售团队的激励；⑤**消费领袖的培育**。鼓励有人脉关系的高端经销商搞一些会所品鉴会，培育高端消费者。在上海市场，公司启动“后备箱”计划，通过给意见领袖送酒、邀请他们参观公司以及中央酒库，参加公司黄酒节等方式不断培养消费领袖以及他们对公司产品的忠诚度。

（3）树立样板市场 上海市场一直是黄酒的重点市场，也是公司核心消费区域标杆市场。近年来，通过产品结构调整（主推东方原酿和中央库藏系列）和引导海派黄酒回归传统黄酒等措施，公司在上海市场占有率不断提升，2011年销售收入增长30-40%，未来若干年还会延续这一增长态势。北京是公司北方的标杆市场，根据黄酒分会相关负责人介绍，经过多年的市场培育，北京黄酒消费环境不断好转。很多领导从过去只喝白酒到现在主动要求喝黄酒。公司是北京黄酒市场的领导者，市场占有率在50%以上，2011年销售收入为4000万左右。2012年公司计划将成都作为省外样板市场来操作，因为江浙人去成都工作的比较多，当地黄酒消费基础逐渐变好。同时，成都作为西部“重镇”，对西部其他市场具有较强的辐射和带动作用，因此如果能顺利开发成都市场，对公司黄酒西进计划极为有利。

（4）渠道做深做细 目前，公司的销售网络已经覆盖到全国，全国经销商队伍有2000多人，其中一级经销商约1300多个，是国内黄酒行业中营销网络覆盖面最大的企业。未来公司会在继续发挥自身渠道优势的同时，将继续做深做细渠道。**首先，着力发展餐饮渠道。**因为商超渠道费用日益上升，竞争也趋于激烈，经销商压力也比较大。而餐饮渠道消费不像商超市场那样理性，提价阻力也相对较小，而且只有通过餐饮市场

才能培养中高端消费群体, 未来公司新产品也会首先通过在餐饮渠道推广, 然后才会投放商超渠道。目前在上海等成熟消费市场, 公司已经进入小南国、苏浙汇等江浙菜系的餐饮企业, 未来还会加大力度开发更多的餐饮企业; **其次, 继续拓展二三线市场。**目前公司对省会及一线城市的市场都有覆盖, 所以二三线市场的拓展成为公司作深市场的关键, 目前二三线城市的铺货和经销商网络的完善也在逐步到位; **第三, 继续执行“百城千店”计划。**从2010年开始公司通过自营和与经销商合作等方式, 在二级以上城市陆续开设旗舰店、直营专卖店、店中店和专柜, 作为公司品牌宣传的窗口。专卖店的面积大约在 60-100 个平方米, 专卖店由经销商和分公司统一管理。目前公司在全国开设的专卖店只有 180 多家, 要达到千店的规模, 今后若干年专卖店的开店速度还将会加快。我们估计公司每年大约会新开 100 家店左右, 按照目前单店平均营业收入 30-50 万元/年计算, 公司每年可以新增 3000-5000 万元的营业收入, 能有效促进公司营业收入的增长。上海市场目前有两家专卖店, 根据规划上海十个区中每个区都至少有一家专卖店, 其他八家准备今年年底全部开业。除此之外, 为了开拓广阔的开外市场, 公司还与“茅台”携手进入法国卡慕葡萄酒世家的销售网络, 在全球 3000 多家免税商店向全世界亮相。

图 27: 公司的营销体系



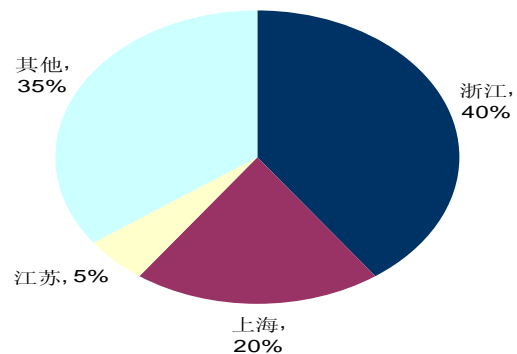
资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 29: 公司销售网络 (红点代表公司在此省市有办事处)



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 28: 2010 年公司销售收入的区域构成



资料来源: 东兴证券研究所

图 30: 公司在省外的专卖店



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

3.3.原酒规模与交易平台：业内首创提升产品价格 释放原酒价值

古越龙山原酒，即手工大坛酒，就是指完全按传统绍兴酒工艺，用古法手工酿制的酒，直接装到 23-25 公斤陶坛里泥封窖藏起来。与市场上销售的瓶酒的最大区别是未经勾兑、灌装，保持着黄酒的原汁原味。

原酒是一种时间和物质有机结合的稀缺性资源，具有不可复制性，所以原酒是越陈越香，越陈味越醇，越陈其价值越高的，当然，粮价、物流、人工等成本的上涨也对原酒价格的提升起到了推波助澜的作用。公司作为黄酒行业当之无愧的龙头，拥有 26 万吨原酒资源，这无论在数量上，还是在年份上，都是其他黄酒企业在未来二、三十年内难以企及的。原酒交易彰显了这些原酒资源的价值，重新唤起大众对传统黄酒经岁月历练，日久弥香的认知，这种极具创新的营销模式和投资形式一经推出，便立即吸引了众多绍兴黄酒投资者和收藏者的青睐，2008 年 3 月到 12 月，10 个月时间里销售额达到了 1.05 个亿，此后，公司每年限量推出一部分原酒用来交易，而这些原酒总是早早售罄。

据介绍，消费者买黄酒原酒一般出于三种目的：一是将原酒提走用于消费或送人等；二是将原酒继续存放在古越龙山的中央酒库中，让公司提供个性化服务，自己设计包装，只要符合公司的生产设备可以委托古越龙山进行灌装，用于庆典或纪念活动等用酒；三是保存在古越龙山的中央酒库中，支付一定的保管费，在原酒价值提升后进行交易套现，这属于原酒投资。但是由于不过原酒主要集中在绍兴地区，对于普通投资者来说，因为流动性的制约，黄酒原酒交易也有众多不便。所以，为了打破原酒投资者的地域制约性，让黄酒年份的价值为更多投资者所熟知，在 B2B 三方存管平台的基础上建立了电子交易平台，该平台接受企业客户和个人客户开户和交易委托，方便原酒投资，包括新酒认购、原酒交易、托管回购、实物交收以及相应的资金清算，从 2011 年 11 月 8 日起，就可以办理开户手续。2011 年 12 月 9 日开始试运行，由于很多投资者看好黄酒原酒的升值空间，在没有达到预期回报时不愿意出货，因此电子平台的交易量不是很大。我们预计随着原酒交易指导价的上调，以及更多的投资者对电子交易平台的熟知，黄酒原酒电子交易也会逐渐活跃。

现在消费者认购原酒的积极性很高，公司每年供应原酒数量控制在 7000 吨左右（2008 年是原酒交易的第一年，所以放量较多），所以我认为，原酒交易平台的搭建与业务的开通对原酒交易的数量不会有很大影响，但对公司的业绩和品牌影响力会有积极的作用。首先，在贡献一定收入的同时，带动终端价格提升。为了体现原酒是越陈越香，越陈味越醇，越陈其价值越高的稀缺性和不可复制性，原酒交易指导价格会逐年提高，指导价提高可以提升黄酒投资价值，更为重要的是，原酒交易指导价的提高也会带动终端产品价格的提高，从而提升公司整体业绩；其次，通过意见领袖的传播，提升行业景气度和品牌知名度。原酒投资者一般都是绍兴酒和公司中高档产品的主要消费群体，同时，他们也代表着社会主流群体的消费嗜好，通过这种高层次消费群体的口碑传播，把绍兴酒、古越龙山酒越陈越香、越陈越贵、越稀缺越珍贵的概念传递给他们周围的广大投资者和消费者，可以让更多社会主流消费群体接受黄酒以及公司产品，从而巩固公司在黄酒行业的龙头地位，进一步助推黄酒和公司产品的全国化；第三，原酒交易可以释放原酒价值。市场对公司 26 万吨原酒的估值一直

有分歧，有些投资者认为公司原酒通过其交易价格估算，价值在 200 亿元以上，但有些投资者并不认可，不认可的原因在于原酒如果不能套现，原酒价值就不能体现出来。而原酒交易平台的作用就能让原酒进行交易，从而可以让原酒价值通过该平台体现出来，因此公司 26 万吨原酒价值可以通过当前交易价格去估算。

原酒交易是黄酒产业一种创新的营销模式，它不仅为广大投资者开辟了一种投资新渠道，也为黄酒原酒资源的调配和价格杠杆平衡起到积极地作用，是绍兴黄酒继产能革命、市场革命后的第三次革命，具有广阔的发展前景。

国务院近期出台《关于清理整顿各类交易所，切实防范金融风险的决定》，一些投资者担心原酒交易平台是否也在清理整顿的范围，对此绍兴黄酒原酒交易有限公司作如下说明：首先，绍兴黄酒原酒交易平台是在传统原酒交易的基础上延伸的电子商务服务，是以原酒实物为基础，交易平台上的原酒数量与原酒仓库中的原酒实物一一对应，绍兴黄酒原酒交易平台属于实物电子交易；其次，绍兴黄酒原酒交易平台实行全额交易，无保证金及杠杆效应，禁止卖空买空、同时实施风险控制、涨跌幅控制、交易总量控制；第三，绍兴黄酒原酒交易平台实施了交易资金三方存管，由华夏银行进行交易资金监管。

4. 并购及预期强化发展动力 松绑营造宽松环境

4.1 收购女儿红强强联合 未来有可能继续并购

“女儿红”是浙江省著名商标，并于 2005 年被认定为中国驰名商标，2006 年被国家商务部认定为首批中华老字号。公司 2009 年完成了对女儿红的并购，第四季度开始并表。之后有一段时间没有达到预期，但 2011 年随着整合完成，女儿红已步入正常轨道并开始大踏步前进，销量增速达到四成以上。

我们认为公司对女儿红的并购构成三大利好，首先：**并购女儿红体现了政府做大做强黄酒产业的决心。**公司和女儿红的实际控制人都是绍兴市国资委，因此公司对女儿红的整合，表面上看是整合黄酒优势资源，做大做强黄酒主业，其实背后是绍兴市国资委和绍兴市政府做大黄酒产业决心的体现，所以我们认为，绍兴市国资委未来会有更多的政策和措施扶持公司做大做强；其次，**并购女儿红是强强联合，增厚了公司的“家底”。**“古越龙山”是黄酒行业唯一集中国名牌、中国驰名商标、国宴专用黄酒于一身的品牌，女儿红是浙江省著名商标，同时也是中国驰名商标。所以整合女儿红后，公司就成为了行业唯一同时拥有两个中国驰名商标的企业，产能也增加到 14 万吨，成为行业第一，加上女儿红 2 万吨的原酒资源，公司的原酒储备达到 26 万吨，进一步增加了公司的资产及品牌资源，而且公司将拥有自有产权的核心商标资产，有利于增强公司的持续经营能力；最后，**并购女儿红给公司注入了快速发展的动力。**并购女儿红后，公司总产能增加到 14 万吨，同时通过收购时的非公开发行募集资金对女儿红增资扩建 2 万吨/年黄酒及 2 万吨/年优质瓶装酒生产线，其中 2 万吨/年优质瓶装酒生产线在 2010 年已经达产，所以目前公司的产能已经达到 16 万吨，2012 年 9 月份，另外两万吨的黄酒产能也将达产，届时，公司的产能可以达到 18 万吨，产能瓶颈将不复存在。

表 10: 并购女儿红是强强联合

	古越龙山	女儿红	整合后
荣誉	拥有“古越龙山”、“沈永和”、“状元红”、“鉴湖”、“古纤道”等品牌,“古越龙山”是黄酒行业唯一集中国名牌、中国驰名商标、国宴专用黄酒于一身的品牌;“沈永和”是具有 300 多年历史的老字号和“鉴湖”是浙江省著名商标。	“女儿红”商标荣获浙江省著名商标、中国驰名商标	黄酒行业中唯一同时拥有两个中国驰名商标的企业
产能	12 万吨	2 万吨	14 万吨(行业第一)
原酒资源	24 万吨	2 万吨	26 万吨(行业第一)

资料来源: 东兴证券研究所

公司并购女儿红后,将女儿红定位婚宴用酒,完善了公司的产品结构。同时通过与女儿红品牌、渠道的整合,充分利用了营销网络资源,实现资源的有效配置、优势互补、优化组合,有效降低内部运行成本,进一步增强了公司的品牌效应和核心竞争力。而且公司给予女儿红较大经营自主权,目前看来,这种方式极大促进了女儿红的发展,公司也在并购和管理子公司上积累了丰富的经验。绍兴黄酒作为一张地方名片,绍兴市政府有做大做强黄酒产业的要求,绍兴市黄酒企业很多,除了古越龙山、女儿红外还有会稽山、塔牌、绍兴太和酒业等,未来不排除公司对绍兴市其他黄酒企业进行整合,实现更大的强强联合,我们也期待公司有进一步的动作。

表 11: 绍兴黄酒企业

公司	简介	产能	备注
古越龙山	拥有“古越龙山”、“沈永和”、“状元红”、“鉴湖”、“古纤道”等品牌,“古越龙山”是黄酒行业唯一集中国名牌、中国驰名商标、国宴专用黄酒于一身的品牌;“沈永和”是具有 300 多年历史的老字号和“鉴湖”是浙江省著名商标。	12 万吨	黄酒行业中唯一同时拥有两个中国驰名商标的企业
会稽山	创建于 1743 年(原云集酒坊),1969 年更名为绍兴东风酒厂。中国驰名商标,06 年被评定为“中华老字号”。05 年收购嘉善黄酒厂。	12 万吨(包括嘉善黄酒厂 5 万吨产能)	准备上市
女儿红	“女儿红”荣获浙江省著名商标、中国驰名商标。	4 万吨	被古越龙山并购
塔牌	塔牌被认定为“中国驰名商标”、“中国名牌”、“国家地理标志产品”等荣誉称号,是业内最早获得“中华老字号”称号的品牌。	4.5 万吨	大股东为浙江省粮油食品进出口股份有限公司
绍兴太和酒业	绍兴太和酒业是由浙江诚盛集团投资创办的一家专业生产优质绍兴黄酒的企业,主要品牌有“太和”、“献亲”、“越茅”、“醉回首”等。	1.2 万吨	
乌毡帽	乌毡帽原为上海和酒的原酒供应,主打清爽型健康型黄酒,冰饮方式的提倡者,为“浙江名牌”、“中国驰名商标”和“浙江省知名商号”。	4 万吨	

资料来源: 东兴证券研究所

4.2 政府政策“松绑” 公司或将摆脱机制束缚

机制不活一直是制约公司快速发展的主要原因之一,对于这个问题,绍兴市政府和绍兴市国资委目前已开始有了比较充分的认识。在2011年8月份,由绍兴市主管工业的领导和绍兴黄酒集团相关负责人组成考察团,分别调研了贵州茅台、张裕等国有酒企,重点考察了当地政府和国资委对企业发展的支持和成功的管理经验,认识到与其他酒类行业及其代表性龙头企业相比,绍兴黄酒发展相对滞后,并积极研究突破之路。

目前,绍兴市政府已经开始在业内征求意见,我们在绍兴市政府网站上也看到了《市政府专题研究黄酒产业发展工作》的会议报道,该会议要求把扶持发展黄酒产业放在战略的高度,进一步明确目标思路,理顺体制机制,集聚资源要素,做大做强龙头企业,推动产业快速健康发展,真正使黄酒成为绍兴的支柱产业和城市金名片。

据我们从多方面了解到的信息来分析,绍兴市政府和绍兴市国资委在管理体制上也有所松动,我们认为这是一个积极的信号,之前制约公司发展的体制性因素、政策性规定或许从此开始有较大变化,公司也将会制定更加灵活有效的市场战略和营销手段,在许多市场化运作方面迈出扎实有效的重要步伐,积极转变思路,实现营销转型和升级,提升加速发展的预期。

5.财务与估值讨论: 盈利水平提升 估值偏低 12年目标价 20元

5.1 财务分析: 毛利率水平可提升 增长拐点已确定

作为目前仅有的两家黄酒上市企业,公司和金枫酒业的产品特点以及重点市场都有所差别,所以不能直接比较孰优孰劣,因此以下从盈利能力和成长能力两方面进行比较。

(1) 盈利能力: 主要包括 ROE、净利率、毛利率以及三项费用率等。

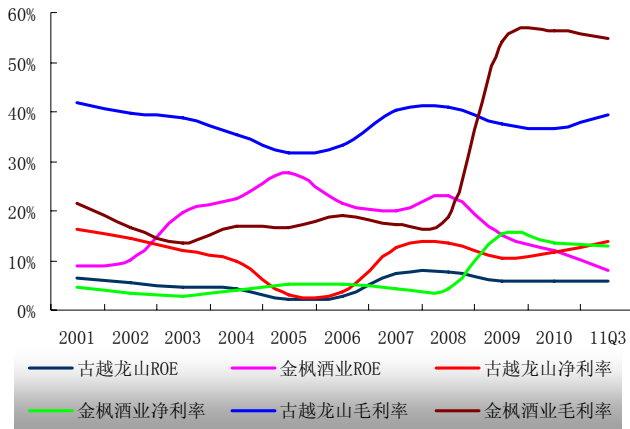
公司和金枫酒业 ROE 呈现相反的趋势: 公司呈“凹”型,逐步提升;金枫酒业呈现“凸”型,逐步下滑。截至2011年第三季度,公司 ROE 达到 5.75%,比金枫酒业低 2 个百分点,远低于高峰期时的 20 个百分点,因此两者 ROE 之间的差距在逐步缩小。

公司净利率也呈现“凹”型,截至2011年第三季度,净利率达到 13.95%,为 05 年以来最高,并反超金枫酒业净利率约一个百分点。在 2001-2011Q3,公司毛利率在 40%上下波动,并且在 2009 年以前,公司毛利率比金枫酒业高 20 个百分点左右。但在 2009 年,金枫酒业在资产置换进上海冠生园华光酿酒药业有限公司以后,确定了以黄酒为主业,毛利率更大幅攀升至 55%左右,比公司毛利率高约 15 个百分点。

造成金枫酒业黄酒毛利率较高的主要原因有三个:一是公司产品有一半以上为手工酿造,而金枫酒业基本全为机械化生产;二是公司销售的产品中大都为年份酒,要经过一段时间存放方可进行勾兑灌装,而金枫酒业生产的黄酒年份较低,所以导致公司的资产周转率较低,仓管费用相应较高;三是公司生产的产品多为正宗的绍兴黄酒,度数为 14 度以上,而金枫酒业生产的产品多为清爽低度型的海派黄酒,酒精度都在 14 度以下,因此金枫酒业的成本相对较低。

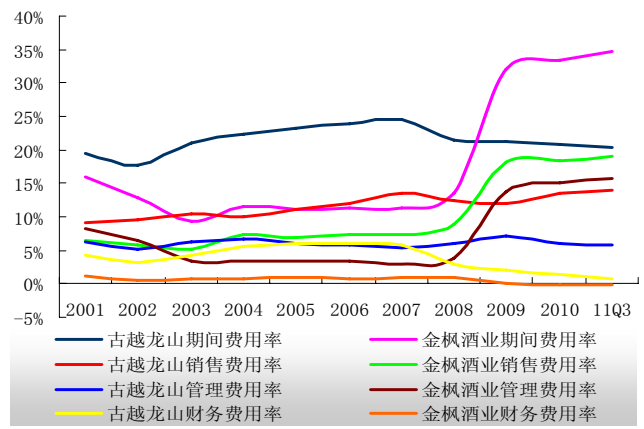
在 2009 年之前公司期间费用比金枫酒业高出 10 个百分点左右, 在 2009 年之后, 随着公司财务费用率的持续降低, 费用比金枫酒业低 13 个百分点。

图 31: 公司和金枫酒业 ROE、净利率和毛利率的比较



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

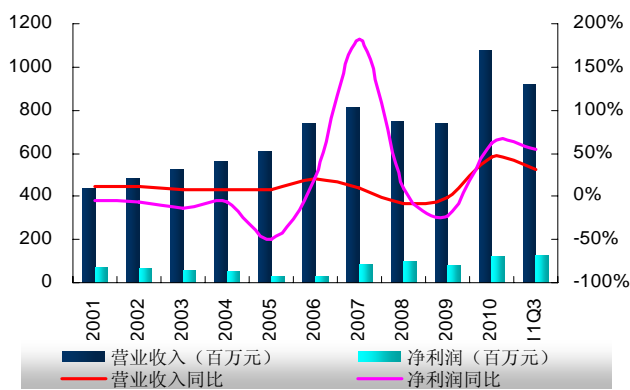
图 32: 公司和金枫酒业三项费用率的比较



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

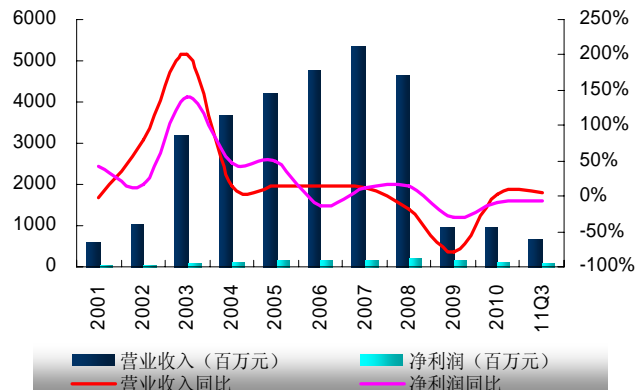
(2) 成长能力: 公司在实施剥离氨纶业务确定以黄酒为主业后, 营业收入和净利润快速增长, 2010 年营业收入首超 10 亿元达到 10.79 亿元, 并超越金枫酒业的 9.78 亿元成为黄酒行业龙头。截至到 2011 年第三季度, 公司营业收入和净利润分别达 9.17 亿元和 1.27 亿元, 分别同比增长 30.28% 和 55.18%, 增速大幅超越金枫酒业的 4.53% 和 -5.88%。

图 33: 公司营业收入、净利润以及其增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 34: 金枫酒业营业收入、净利润以及其增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

5.2 原酒价值讨论: 26 万吨原酒价值达 230 亿元 构筑强大投资“护城河”

公司目前拥有 26 万吨原酒资源, 为黄酒行业之冠。对于这 26 万吨黄酒原酒资源的估值, 市场有不同看法。截止 2010 年年底, 公司给出的库存商品 (原酒资源) 的价值为 8 亿元, 其采用的是历史成本法, 在对价值进行估算时, 只考虑当时的生产成本价格, 入账时, 也是用产品的生产成本来代替了产品的价值, 而没有考虑产品目前的价格和以后的升值空间。

原酒是一种时间和物质有机结合的稀缺性资源,具有不可复制性,而且原酒越陈越香,越陈越醇,价值也越高,历史成本法只反映了存货历史生产成本的总和,而没有充分反映出存货内在价值的提升。因此,我们认为,原酒价值的估算既要包含公司的历史实际生产成本,还要考虑原酒的时间价值,即原酒有储藏时间带来的价值积累和升值空间。可以看得到的,2011年11月开通的原酒电子交易中心,为原酒定价搭建了很好的平台,经过交易后的价格能较为准确的反应当下投资者对原酒生产成本和时间价值成本的定位,即目前交易的价格能较为准确反应原酒的价值,而且每年的报价都有较大幅度的提升。

所以,我们估算公司原酒价值的方法为:原酒电子交易价格×该原酒的数量=原酒价值。这里涉及两个问题的处理:一是有些年份的酒没有在原酒电子交易平台上市交易,我们将其计算价格等同于被交易的原酒价格;其次,公司没有公开各个年份酒的数量,所以也就不能得到各个年份酒的价值,最后也就不能算出加权的26万吨原酒的价值,我们统一采用一个年份级别的价格计算。

根据公司的解释和市场了解的情况,公司26万吨原酒平均年份在9-10年左右,目前2002年原酒在原酒交易中心的成交价格为88.8元/千克,所以公司26万吨原酒资源的价值为:

$$260000 \text{ 吨} \times 88.8 \text{ 元/公斤} = 230.88 \text{ 亿元。}$$

目前公司市值只有73亿元左右,而其库存的26万吨原酒价值就超230亿元,是市值的3倍以上,可见投资“护城河”是很强大的,或者说有很高的投资安全边际。

5.3 绝对估值法-DCF法: FCFE 中值 20.00 元 FCFE 为 23.05 元

公司目前处于持续快速稳定成长期,各项指标良好,也适用绝对估值法。假设第二阶段增长率10%、永久增长率3%,以及公司产销及财务指标均达到预期,对公司进行DCF估值,结果FCFE中值为20.00元,区间为16.77元-25.07元;FCFF中值为23.05元,区间为19.85元-28.09元。

表 12: 公司 DCF 估值结果 (2012 年目标价)

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	23.05	19.85	-	28.09	贴现率±1%, 长期增长率±1%
FCFE	20.00	16.77	-	25.07	贴现率±1%, 长期增长率±1%
DDM	8.86	7.18	-	11.54	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	21.44	18.25	-	26.52	贴现率±1%, 长期增长率±1%
AE	12.73	10.93	-	15.58	贴现率±1%, 长期增长率±1%
EVA	15.79	13.44	-	19.67	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 东兴证券研究所

5.4 投资建议: 给予 12 年目标价 20 元提升空间约 80% 继续强烈推荐

经调研和测算,我们中性偏乐观预计2011-2013年收入增长约24.98%、42.94%和46.04%,净利润增长约48.06%、49.24%和49.89%,EPS分别为0.29元、0.43元

和 0.65 元。公司自 1997 年上市以来 PE 均值高达 49.79 倍, 目前动态 PE26 倍处于历史地位, 远低于金枫酒业的 36 倍。给予 2012 年 20 元目标价, 相当于 126 亿元市值, 与当前市值相比提升空间约 80%。再结合公司原酒 200 多亿元的价值等综合评判, 继续给予强烈推荐评级。

表 13: 公司 11-15 年盈利预测表

指标	10A	11E	12E	13E	14E
产能 (吨)	160000	160000	180000	200000	200000
增长率	28.00%	0.00%	12.50%	11.11%	0.00%
销量 (吨)	119,500	134,260	178,964	225,399	271,972
增长率	32.37%	12.35%	33.30%	25.95%	20.66%
收入 (百万元)	1,079.23	1,348.77	1,927.92	2,815.61	3,928.89
增长率	45.73%	24.98%	42.94%	46.04%	39.54%
利润总额 (万元)	15871.45	23494.84	34992.27	52391.51	75630.64
增长率	57.24%	48.03%	48.94%	49.72%	44.36%
净利润 (百万元)	124.31	184.05	274.68	411.73	594.84
增长率	62.51%	48.06%	49.24%	49.89%	44.47%
归属母公司股东净利润 (百万元)	124.31	184.84	275.55	412.85	596.24
增长率	62.51%	48.69%	49.07%	49.83%	44.42%
EPS (元)	0.20	0.29	0.43	0.65	0.94
ROE	7.29%	8.01%	8.81%	9.70%	10.67%
PE	67.57	36	26	17	12

资料来源: 东兴证券研究所

6.风险提示

公司核心市场推进低于预期, 餐饮市场等开拓费用较高, 以及糯米等原材料成本大幅上升等, 会降低利润增速。

分析师简介

刘家伟

经济学博士, 食品饮料行业首席分析师, 消费品研究小组负责人, 研究所所长助理, 1993 年进入证券市场, 2007 年加盟东兴证券研究所, 2010 年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士, 2011 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。