

# 古越龙山历千年，破茧成蝶待时飞

## 买入维持

### 投资要点:

- 黄酒历史悠久，饮法多样，养生且低度符合 80、90 后及老龄人消费偏好:** 黄酒是唯一起源于中国的酿造酒，有三千多年的饮用历史，而且度数比白酒低，口味丰富，随着加冰、加果汁等新饮用方法的创新和推广，黄酒将越来越受到 80、90 后的喜爱；此外，黄酒的营养价值高，含有丰富的氨基酸、维生素、碳水化合物以及矿物质和微量元素，将吸引老龄人群和追求健康的人士消费。
- 盘踞江南、若营销得当，增长空间巨大:** 黄酒在江浙沪产量及销量均超过全国的 70%，但黄酒的集中度正在降低，如果黄酒的消费区域打破江浙沪的局限，按其他区域人均消费量达到江浙沪的一半计算，需求量可以增加至 450 万千升左右，相比目前产量，将有 3.4 倍的增长空间。
- 自下而上对比看，古越龙山在品牌、规模及产品方面具有先发优势:** 收购女儿红及扩产后，古越龙山拥有产能 16 万吨/年，基酒 26 万吨，居行业第一位；公司品牌定位清晰，古越龙山主打中高端市场，品种丰富，满足了高端公务、商务及礼品消费需求；公司销售区域相对分散，65%的收入集中在江浙沪地区，其余地区约占 35%，其中有 4% 销往国外；随着团购公司成立，以及专卖店、网点的开设，公司经营将步入新阶段。
- 盈利预测:** 预计 2012-2014 年收入分别为 15.8 亿、20 亿和 25.4 亿，YOY 为 26.5%、26.8%和 27%；归属母公司的净利润分别为 2.4 亿、3.1 亿和 4.2 亿元，YOY 分别为 39.6%，31.8%和 32.6%，对应 EPS 分别为 0.374 元、0.493 元和 0.654 元。
- 投资建议:** 随着黄酒消费逐渐被市场慢慢接受并认可，古越龙山作为行业龙头公司将首先享有行业快速发展继而带来的，鉴于此继续维持“买入”评级。

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,079	1,246	1,576	1,998	2,538
YoY	46%	15%	27%	27%	27%
净利润	126	171	239	315	418
YoY	62%	36%	40%	32%	33%
EPS (元)	0.196	0.268	0.374	0.493	0.654
净利率	12%	14%	14%	15%	16%

### 食品饮料行业

#### 联系人:

苏青青

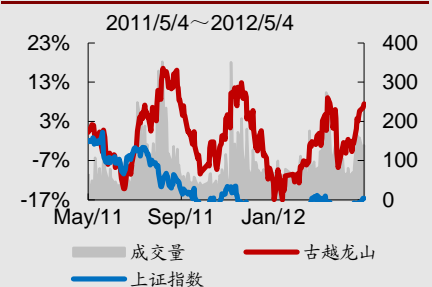
电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

#### 分析师:

黄立军 (S1180209070180)

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	8597	
20111231	8258	
20110930	8193	

数据来源: 港澳资讯

### 相关研究

1 《古越龙山 (600059) 宏源证券-公司动态点评-古越龙山: 上调出厂价, 利好明年毛利率-600059-食品饮料-苏青青》, 2011.12

2 《古越龙山 (600059) 宏源证券-公司研究-古越龙山: 黄酒龙头, 拐点显现-600059-食品饮料-苏青青》, 2011.8

## 目录

一、三千年历史，养生低度酒的消费浪潮逐渐来临.....	4
1、拥有悠久饮用历史和深厚文化底蕴的昔日“国酒”，构成复兴的基础.....	4
2、黄酒低度、健康，符合健康饮酒趋势.....	6
3、历史原因成为区域酒种，全国化大门即将开启.....	10
二、黄酒行业龙头，具备腾飞实力.....	15
1、产能行业领先，品牌定位清晰.....	15
2、高档产品最为丰富，渠道优势明显.....	16
3、盈利能力有待提高，提价尚有空间.....	19
三、盈利预测、估值和投资建议.....	21
1、核心假设.....	21
2、预测结论.....	22
3、估值和投资建议.....	22
四、风险提示.....	23
1、成本上升风险.....	23
2、食品质量安全问题导致产品销量大幅下滑的风险.....	23
3、市场竞争风险.....	24
附录：黄酒主要生产公司概况.....	26

## 插图

图表 1: 我国历史上黄酒始终为主要消费酒种.....	4
图表 2: 黄酒拥有更鲜明的文化基因.....	5
图表 3: 历史文化名人加深黄酒的文化积淀.....	5
图表 4: 绍兴黄酒在品牌基因上不输于高档白酒.....	6
图表 5: 黄酒分类 (按含糖量).....	6
图表 6: 黄酒、啤酒、葡萄酒、白酒四大酒种对比.....	7
图表 7: 前卫饮用带动黄酒在年轻一代中的普及.....	8
图表 8: 黄酒含有丰富的营养物质.....	9
图表 9: 2010 年后 65 岁以上人口数 (百万) 和比例大幅提高.....	10
图表 10: 黄酒生产集中于江浙沪地区.....	11
图表 11: 黄酒行业区域集中度正在快速降低.....	11
图表 12: 1999-2011 年 1-11 月四大酒种销售收入中黄酒最低.....	12
图表 13: 2008 年起黄酒销售收入增速相对落后 (1-11 月累计数据).....	12
图表 14: 黄酒在税收方面受政策支持力度最大.....	13
图表 15: 黄酒行业集中度不高但龙头地位稳固.....	14
图表 16: 2011 年啤酒 CR3 为 47%.....	14
图表 17: 黄酒地域派系发展情况.....	14
图表 18: 不同地域之间黄酒存在较大差异.....	15
图表 19: 公司拥有产能 16 万吨, 居行业第一位.....	15
图表 20: 黄酒主要生产企业品牌和销售市场对比.....	16
图表 21: 黄酒主要生产企业产品、销量、市占率及提价策略对比表.....	17
图表 22: 黄酒主要生产企业营销、渠道及战略对比表.....	18
图表 23: 2010 年开始古越龙山收入规模超过金枫酒业重回第一位 (百万元).....	19
图表 24: 三大黄酒公司收入增速对比.....	19
图表 25: 公司毛利率低于金枫酒业高于行业平均水平.....	20
图表 26: 2009-2011 年两大黄酒公司销售费用对比.....	20
图表 27: 2009-2011 年两大黄酒公司管理费用对比.....	20
图表 28: 2009 年开始公司净利率有所提升.....	21
图表 29: 分产品销售收入预测表.....	22
图表 30: 可比上市公司 PE 估值一览表.....	23
图表 31: 可比上市公司 PS 估值一览表.....	23
图表 32: 三张财务报表分析摘要 (单位: 百万元).....	25
图表 33: 张家港酿酒主要产品系列 (单位: 元/500ml).....	27

# 一、三千年历史，养生低度酒的消费浪潮逐渐来临

## 1、拥有悠久饮用历史和深厚文化底蕴的昔日“国酒”，构成复兴的基础

### 1-1、黄酒饮用历史悠久，曾是身份之代表

黄酒起源于中国，与啤酒、葡萄酒并称世界三大酿造酒，黄酒是中国最古老的酒种，曾经是全国性的饮料酒，明清时期黄酒几乎行遍全国，曾享有“国酒”之美誉：

- ◆ 黄酒在近代前始终是我国第一大酒种，清末民初达到顶峰：早在 3000 多年前的商朝我国劳动人民就创造了边糖化、边发酵的黄酒酿造工艺，南北朝的贾思勰编撰的《齐民要术》中更是对大米酿造黄酒的方法进行了总结。南宋以后浙江绍兴黄酒逐渐开始流行，明清时期已经畅销至全国，如“沈永和”畅销北京、天津、上海、广州等地。清朝光绪初期，黄酒产量达 7 万多吨；

**图表 1：我国历史上黄酒始终是主要消费酒种**

时代	黄酒生产和消费情况
西汉时期	国家安定、经济发展，人民生活得到改善，黄酒的消费量相当可观。
东汉时期	政府兴修水利，将会稽山的泉水汇集于湖内，为绍兴地方的酿造业提供了优质、丰沛的水源。
魏晋时期	朝政权力斗争十分激烈，很多人为了逃避现实，往往纵酒佯狂，此时，酿酒、饮酒之风大盛。
宋代	酒税是重要的财政收入之一，此时期的黄酒生产发展迅速。
元明清	黄酒销遍全国，大酿坊陆续出现，黄酒特别是绍兴黄酒登上发展高峰。
民初	大酒坊的陆续出现，产量逐年增加，销路不断扩大，品种、规格和包装形式渐趋统一，“状元红”、“香雪”、“加饭”和“善酿”成为四种基本品种。为了扩大和便于销售，有些酿坊还在外地开设酒店、酒馆或酒庄。

资料来源：宏源证券研究所

- ◆ 社交功能不输白酒，曾是身份和地位的象征：抗日战争爆发前，知识分子阶层饮用黄酒仍然十分普遍。饮用黄酒的人群除了认识其营养价值以外，更多的是黄酒在当时代表了一定的身份和地位的认同。绍兴酒、仿绍酒、“山东黄”、“山西黄”等品牌曾盛行于北京。

### 1-2、黄酒文化底蕴深厚，营销素材丰富

在改革开放后，黄酒复兴速度慢于白酒的重要原因之一是在营销上慢了一步。五粮液从 1994 年开始在央视大量投放广告，而黄酒龙头古越龙山在 2004 年才首获标王，黄酒在营销意识的觉醒上整整晚了白酒 10 年。

黄酒在历史和文化底蕴上丝毫不输白酒，抗战以前的历史表明黄酒也可登大雅之堂，成为身份的象征和社交的媒介，黄酒的文化要素使其拥有更加丰富的营销素材，若能合理运用，走出类似白酒的复兴之路大有希望：

- ◆ 与白酒通常按工艺分为浓香、酱香等不同，黄酒最普遍的分类是花雕酒、加饭酒、善酿酒、香雪酒等，除了代表其酿造工艺和品质不同外，从名称中就可看出鲜明的文化基因，每一种酒都有其独特的诞生故事；

**图表 2: 黄酒拥有更鲜明的文化基因**

	由来	特点
元红酒	古时百姓自酿的酒不会在坛上雕花,就把自家的酒装在涂成朱红色的坛里用于待客,意为“好酒”。	元红酒是绍兴酒中最基本的酒。
花雕酒	又名状元红和女儿红,但因饮用的情境不同而又不同名称。宋代每当一户人家生了女孩,满月那天就选酒数坛,请人刻字彩绘以兆吉祥,然后泥封窖藏。待女儿长大出阁时,取出窖藏陈酒待客,谓之女儿红。由于其储存的包装物为经雕刻绘画过的酒坛,故称“花雕”。	“花雕酒”为半干酒,有三年陈,甚至几十年陈等,以陈为贵。
加饭酒	加饭酒因“一坛解遗三军醉”的佳话被喻为“神酒”。绍兴一名师将自酿加饭酒献于越王征吴前,勾践将酒倒入江中让三军将士沿江迎流痛饮,喝过这种大量掺水的酒,将士们仍然热血沸腾,豪情满怀,借酒力得胜归来。	加饭酒是以元红酒为基础精制而成的,在酿酒过程中,增加酿酒用米饭的数量。加饭酒是一种半干酒,是绍兴老酒中的名牌。素有“酒中独步”、“中华第一味”的美称。
善酿酒	是以贮存 1-3 年的陈元红酒代水酿成的双套酒,即以酒制酒。“善”即是良好之意,“酿”即酒母,善酿酒即品质优良之母子酒。相传是酒坊中小徒弟误将元红酒当做水加入缸中,无意中错就错酿成美酒。沈永和取祖训“和气生财、积善积德”之意,取名“善酿酒”。	善酿酒是绍兴酒中之珍品,也是半甜型黄酒的典型代表。
香雪酒	又称“封缸酒”,以前是不做商品出售的,仅用来盖在灌坛后的元红酒的酒面上,以增加香气和风味,近 20 多年才做为产品供应市场。	香雪酒是将淋饭酒再次发酵,也是一种双套酒,是甜型或浓甜型黄酒代表。

资料来源:宏源证券研究所

- ◆ 除名称由来的传说外,黄酒还自然地与文人、文化联系在一起。遍布全国的名人、诗画、遗址等都为黄酒营销、寻求与消费者的共鸣点提供了素材。

**图表 3: 历史文化名人加深黄酒的文化积淀**

名人	与黄酒之渊源
王羲之	在饮绍兴黄酒微醉之后,乘酒兴,文思泉涌,一气呵成《兰亭集序》。自 1985 年起,每年三月初三,绍兴政府都举行仿古的“兰亭书法节”,弘扬绍兴黄酒文化。
陆游	陆游一生坎坷,与诗酒为伴,曾在酒后写下《钗头凤》、《游山西村》、《示儿》等一系列经典篇章。
徐渭	中国古代十大画家之一徐渭喜欢醉中作画,曾题下许多醉中作画诗,自比醉仙认为黄酒才能激发创作灵感。
鲁迅	鲁迅极喜欢绍兴黄酒,在《孔乙己》、《狂人日记》等很多经典篇章中赞美绍兴黄酒。

资料来源:宏源证券研究所

### 1-3、国内国际多次获奖,品牌基础不输白酒

一线白酒和目前正在复兴的二、三线白酒的品牌基础均是在建国初期的评酒会上形成的,高端品牌还曾获得巴拿马万国博览会的金奖,我们发现黄酒(绍兴黄酒)同样在当时也获得这些奖项,品牌基础并不弱于白酒。



绍兴黄酒是中国黄酒的代表，同时也是中国酿酒界公认的、在国际国内市场最受欢迎的黄酒；第一至第四届评酒会中，绍兴黄酒均榜上有名，入选“八大名酒”和“十八大名酒”；在 1915 年著名的美国巴拿马太平洋万国博览会上，黄酒也与五粮液、茅台一样，获得金奖。

**图表 4: 绍兴黄酒在品牌基因上不输于高档白酒**

年度	所获奖项
1910	南京劝业会上，谦豫萃、沈永和配制的绍兴黄酒获金奖
1915	美国巴拿马太平洋万国博览会上，绍兴云集信记酒坊的黄酒获金奖
1929	杭州西湖博览会上，沈永和酒坊的黄酒再次获金奖
1952	第一届评酒会中，鉴湖绍兴酒被评为“八大名酒”之一
1963	第二节评酒会中，绍兴加饭酒被评为“十八大名酒”之一
1979	第三节评酒会中，绍兴加饭酒被评为“十八大名酒”之一
1983	第四届评酒会中，绍兴加饭酒被评为黄酒金质奖
1984	加饭酒和元红酒在轻工业部酒类大赛中获得金杯奖
1989	加饭酒获得农牧渔业部部优产品
2005	第六届中国国际葡萄酒烈酒评酒会上，绍兴加饭酒获得黄酒类唯一特别金奖

资料来源：宏源证券研究所

## 2、黄酒低度、健康，符合健康饮酒趋势

### 2-1、低度酿造、口味创新、前卫饮用符合 80、90 后饮酒习惯

黄酒由酿造工艺决定其酒精度数较低，与葡萄酒相当，比啤酒略高，口感柔和刺激性小，同时因含糖量较高口感甜爽，较受 80、90 后年轻一代的欢迎：

- ◆ 黄酒是以稻米、黍米、玉米、小米、小麦等谷物为原料，经蒸煮、加曲、糖化、发酵、压榨、过滤、煎酒、贮存、勾兑而成的酿造酒，由于不需蒸馏步骤，酒精度远低于白酒，仅为 15° 左右；
- ◆ 根据黄酒的含糖量可以将黄酒分为干黄酒、半干黄酒、半甜黄酒和甜黄酒，其中“干”即指黄酒的含糖量低；

**图表 5: 黄酒分类（按含糖量）**

黄酒分类	含糖量	口味	代表黄酒
干黄酒	含糖量低于 1g/L	口味醇和、鲜爽、无异味	元黄酒
半干黄酒	含糖量在 15g/L—40g/L 之间	酒质厚浓，风味优良	加饭酒
半甜黄酒	含糖量在 40g/L—100g/L 之间	酒香浓郁，酒度适中，味甘甜醇厚	即墨老酒
甜黄酒	含糖量高于 100g/	口味鲜甜、醇厚，酒体协调	福建沉缸酒

资料来源：宏源证券研究所

- ◆ 年轻一代摒弃老一代豪饮习惯，为黄酒的复兴带来的消费基础：受西方教育以及 80、

90 后人群特有的追求个性和叛逆心理的影响，如今的 80、90 人群多半不喜欢大杯豪饮和酒气熏天的喝酒，他们更加喜欢小杯慢饮，崇尚随心自然，与黄酒的饮用方式更加暗合。

**图表 6: 黄酒、啤酒、葡萄酒、白酒四大酒种对比**

	起源	制作方法	原料	度数	口感	消费区域
黄酒	公元前 13 世纪的商朝	蒸煮、加曲、糖化、发酵、压榨、过滤、煎酒、贮存、勾兑	主要原料为大米 辅料为小麦，也有用玉米和黍米为原料的	15 度左右	黄酒以辛、酸、甜三味为主体味，口感温和，风格别致	70%集中在江浙沪
啤酒	公元前三千年的古巴比伦	粉碎糖化，过滤，煮沸及添加啤酒花，冷却，发酵，熟化贮存	麦芽、酒花、精炼糖	4-10 度	清爽	全国
葡萄酒	公元前 6 世纪的波斯	鲜果，分选，破碎、除梗，果浆，分离取汁，澄清，清汁，发酵，倒桶，贮酒，过滤，冷处理，调配，过滤，成品	葡萄	一般低于 15 度	香味细腻、柔和，余味绵长	全国
白酒	公元 12 世纪中国元朝	原料粉碎、配料、蒸煮糊化、冷却、拌醅、入窖发酵、蒸馏取酒	高粱、玉米、大麦等含淀粉和糖类的原料	低度酒 30-40 度， 中度酒 40-50 度， 高度酒 50 度以上	辛辣，有酱香、浓香、清香等香型	全国

资料来源：宏源证券研究所

为了迎合消费者口味趋于“淡爽”的改变，黄酒企业在口味上进行创新，改变传统黄酒厚重的口感，开发出更低度的黄酒。新品种酒的特点是酒精度较低，为 9° -14°，大多添加了其他营养物质，如枸杞、红枣、莲子等；糖分较传统半干型黄酒高，口味更加柔和、清爽：

- ◆ 传统黄酒饮用前加热，可以使得酒香更加浓郁，酒味柔和，秋冬季节引用可以暖胃，上海居民尤其喜爱用黄酒搭配大闸蟹饮用，这种喝法古板陈旧，并且和季节密切相关，限制了黄酒的扩张；
- ◆ 20 世纪 90 年代末，上海冠生园推出了新概念、新口感的“和酒”，是以传统黄酒为酒基的改良型低度黄酒，一方面迎合消费群体对低度、营养、健康的新需求，一方面主打“以和为贵”的文化诉求，使这个原先并不生产黄酒的企业迅速成为黄酒行业的一枝新秀。

伴随加冰、加果汁等前卫饮用方法的创新和推广，白酒将越来越受到 80、90 后年轻人的喜爱：

- ◆ 白酒的回味很短，加冰或其他饮料后会冲淡原有香味，变得不堪入口；而黄酒口感醇厚，回味较长，与其他饮料搭配口味和谐，因此黄酒的前卫饮用方法逐渐流行；
- ◆ 黄酒加冰块的饮用方法最早在香港和日本流行，如今逐步在大陆地区得到推广，为黄酒的饮用增添了时尚元素，吸引了年轻群体；
- ◆ 随着加鸡蛋、绿茶、果汁等诸多新颖饮用方法的发明和推广，为古老的黄酒增添了西方色彩，注入了新的活力，得到了越来越多的年轻人的青睐。

图表 7：前卫饮用带动黄酒在年轻一代中的普及



资料来源：宏源证券研究所

## 2-2、黄酒营养丰富，适合中老年和追求健康的人群

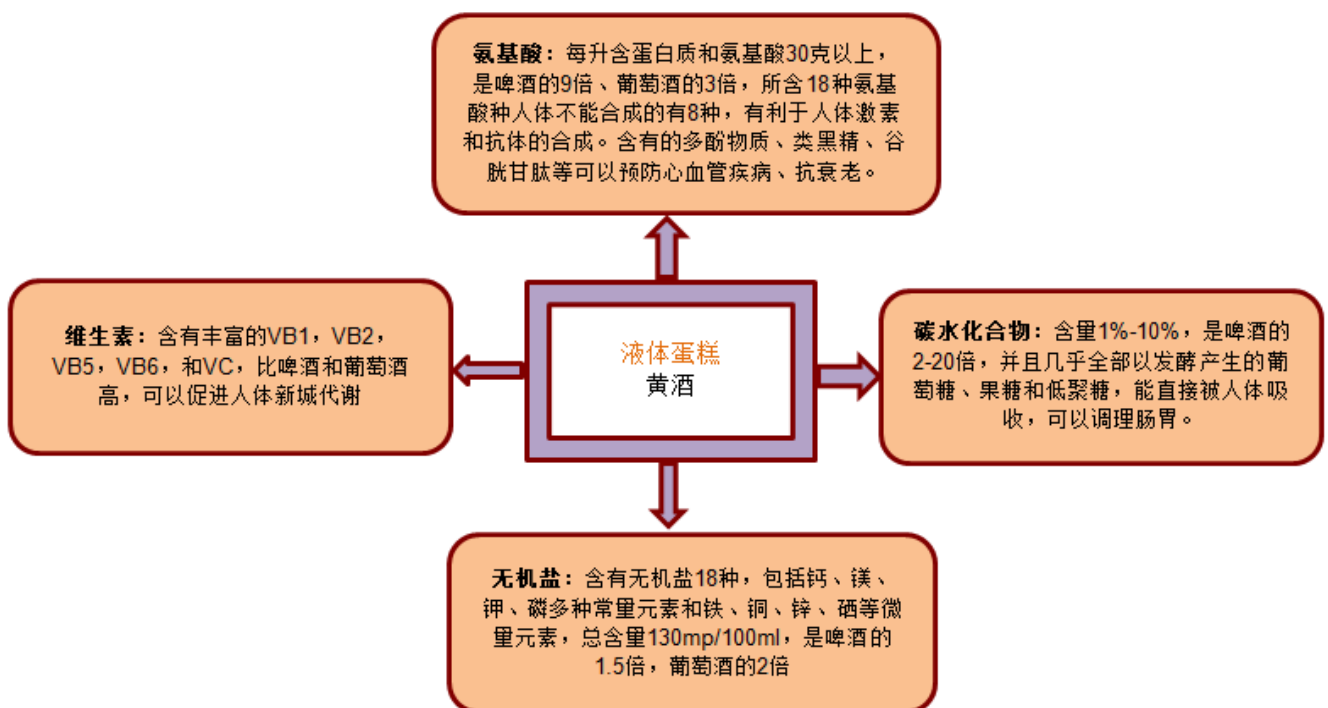
与啤酒、葡萄酒、白酒相比，黄酒的营养价值最高，含有丰富的氨基酸、维生素、碳水化合物以及矿物质和微量元素，如果说啤酒是“液体面包”，那么黄酒当之无愧可以称之为“液体蛋糕”，长期饮用黄酒对人体大有裨益：

- ◆ 氨基酸：每升黄酒平均含有蛋白质和氨基酸达 30 克以上，分别是和啤酒和葡萄酒的 9 倍和 3 倍；黄酒含有 18 中氨基酸，优质黄酒含有 20 多种氨基酸，其中有 8 种是人体不能合成的，可以全部被人体吸收，对组织细胞的生成和修补及激素、抗体的合成具有重要作用；
- ◆ 维生素：黄酒中含有丰富的维生素 B1、B2、B5、B6，以及维生素 E 和尼克酸，在人体新陈代谢中起着重要的作用，长期饮用有利于美容和抗衰老；



- ◆ **碳水化合物:** 碳水化合物在干型黄酒中含量最低在 1%左右, 是啤酒的 2 倍; 在甜型黄酒中含量最高, 在 10%以上, 是啤酒的 20 多倍, 而且黄酒中的碳水化合物多以单糖形式存在, 能直接被人体吸收利用, 不会导致人体发胖或引发龋齿病等不良后果, 而且所含的低聚糖易被肠道中有益于健康的微生物利用, 起到调理肠胃的作用;
- ◆ **矿物质和微量元素:** 黄酒中含有丰富的钾、钠、钙、磷、镁等常量元素, 还含有铁、锌、铜、锰、硒等微量元素, 其总含量高达 130mp/100ml, 是啤酒的 1.5 倍, 葡萄酒的 2 倍, 而且容易被人体吸收利用。这些元素中钙对人体骨骼的生长发育有重要作用, 镁可增强人体代谢时酶的活力, 锌对人体的智力发育提高起关键作用, 硒具有抗癌的功能。

图表 8: 黄酒含有丰富的营养物质

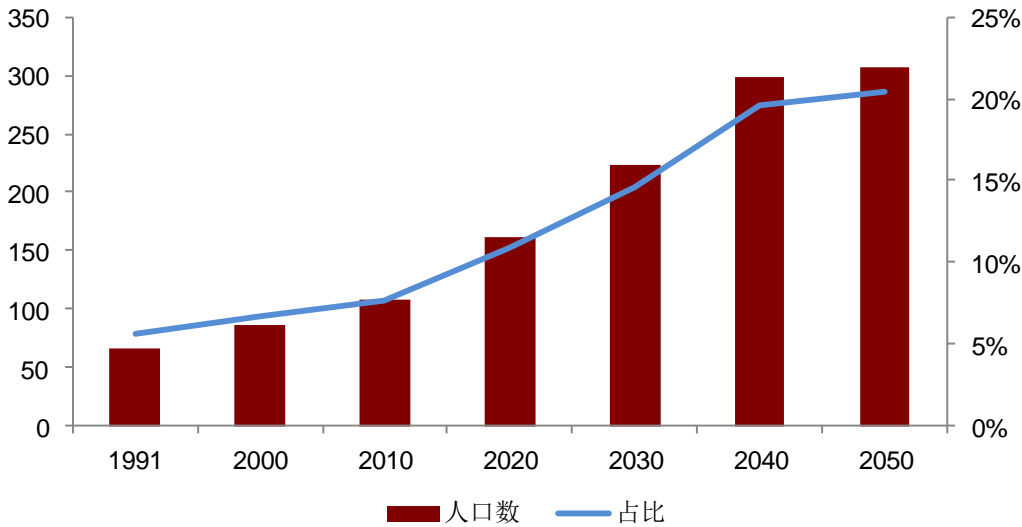


资料来源: 宏源证券研究所

现代社会工作压力大, 人们越来越重视饮食健康, 女性消费者更是希望在饮食中吃出健康和美丽, 此外, 老年人是最关注健康的人群之一, 也是黄酒的传统消费群体, 随着老年人口比例的增加, 黄酒消费比例将越来越大:

- ◆ 根据《中国酒业》杂志 2011 年的消费调查, 黄酒消费者的消费年龄段分为两个层面, 50 岁以上的消老年费人群和 25~35 岁的青壮年消费人群, 老年消费群体购买白酒的主要原因是饮酒习惯和关注身体健康, 2010 年我国 65 岁以上人口近 1.2 亿, 占比 8.87%, 到 2030 年我国 65 岁以上人口将超过 2 亿, 巨大的潜在消费群体将刺激黄酒行业的发展;
- ◆ 传统中医中常用黄酒泡制药酒和制作“药引子”, 据统计约有 70 多种药酒需要用黄酒做酒基配置。李时珍在《本草纲目》中说黄酒有通血脉, 温肠胃, 润皮肤, 养脾气、扶肝, 除风下气等治疗作用, 黄酒的保健养生功能也将吸引更多的消费者。

图表 9: 2010 年后 65 岁以上人口数 (百万) 和比例大幅提高



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

### 3、历史原因成为区域酒种，全国化大门即将开启

#### 3-1、主客观因素导致黄酒区域化明显，但区域特征正在减弱

黄酒主要的生产和消费均集中于浙江、江苏、上海、安徽、福建五省，造成这种现象的原因在于黄酒生产集中于南方（特别是江浙沪），抗日战争导致交通受阻，黄酒运输渠道被切断，建国及改革开放后因思想守旧错过营销时机，被白酒远远超越：

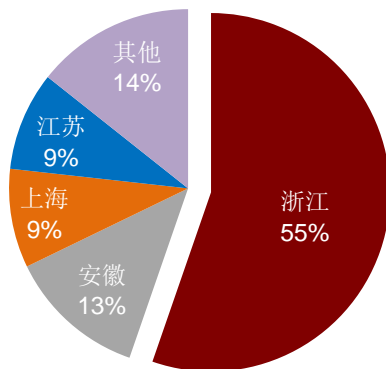
- ◆ 江浙地区自南宋后逐渐成为黄酒主产区：黄酒酿造过程中，最重要的制曲技术创新首先开始于北方，宋代以前北方的黄酒酿造技术超过南方。南宋为了躲避金人入侵而迁都杭州，由于大批北方居民南迁，将北方先进的酿酒技术也带到了南方。南方由此融合南北两大酿酒技术的精华，黄酒酿造技术和品质都有了突破性的提高，作为当时经济、政治、文化中心的杭州、绍兴一带“近水楼台先得月”成为黄酒发展的中心；
- ◆ 抗战爆发后，黄酒产地集中于江浙一带，由于连年战乱造成交通堵塞，黄酒难以外运造成日渐衰落。1949年后，黄酒产量萎缩到 2.5 万吨；
- ◆ 改革开放后，白酒抓住机会获得发展，黄酒仍然保持了计划经济思维，忽视市场营销，从价格、产销量等各方面均落后于白酒行业。

在国内黄酒产销占比中，江浙沪产量及销量均超过全国的 70%，江浙沪皖闽五省黄酒产量占比超过 85%，但前五省的集中度正在降低，如果黄酒的消费区域打破江浙沪的局限，按其他区域人均销量达到江浙沪的一半计算，需求大约可以增加至 450 万千升左右，相比目前产量，将有 3.4 倍的增长空间：

- ◆ 从产量来看，2010 年全国黄酒产量 132 万千升，其中浙江 73 万千升，占比达 55%，其次是安徽、上海和江苏，占比分别为 13%、9%和 9%；
- ◆ 黄酒消费具有明显的地域性特征：70%的黄酒由人口占比不足为 12%的江浙沪消费，其他地区仅消费 30%，即通常所说的“南黄北白”；

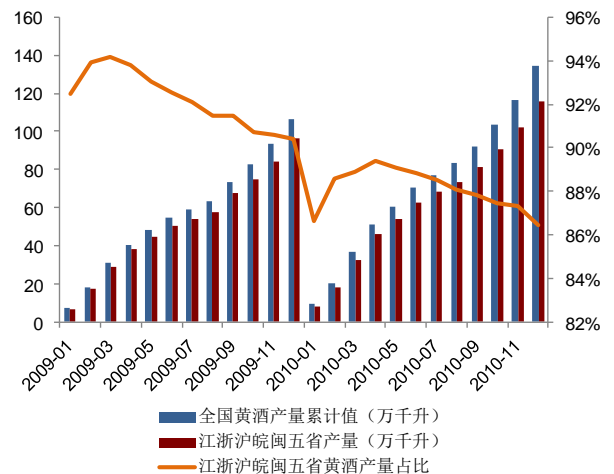
- ◆ 江浙沪皖闽五省的产量占比正快速下降，显示全国的黄酒生产和消费正在复苏。从2009年3月高点的94.2%到2010年底已下降到86.4%，2年间下降7.8个百分点，黄酒行业的区域性特征逐渐减弱。
- ◆ 2010年江浙沪人口1.56亿，按全国黄酒销量132万千升（假设产销比100%）、江浙沪消费70%的黄酒计算，人均销量达6升，其他区域人口大约是江浙沪的7.6倍，若其人均消费量达到江浙沪的一半，即3升，则全国销量为450万千升，相比2010年销量有3.4倍的增长空间。

图表 10: 黄酒生产集中于江浙沪地区



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 11: 黄酒行业区域集中度正在快速降低



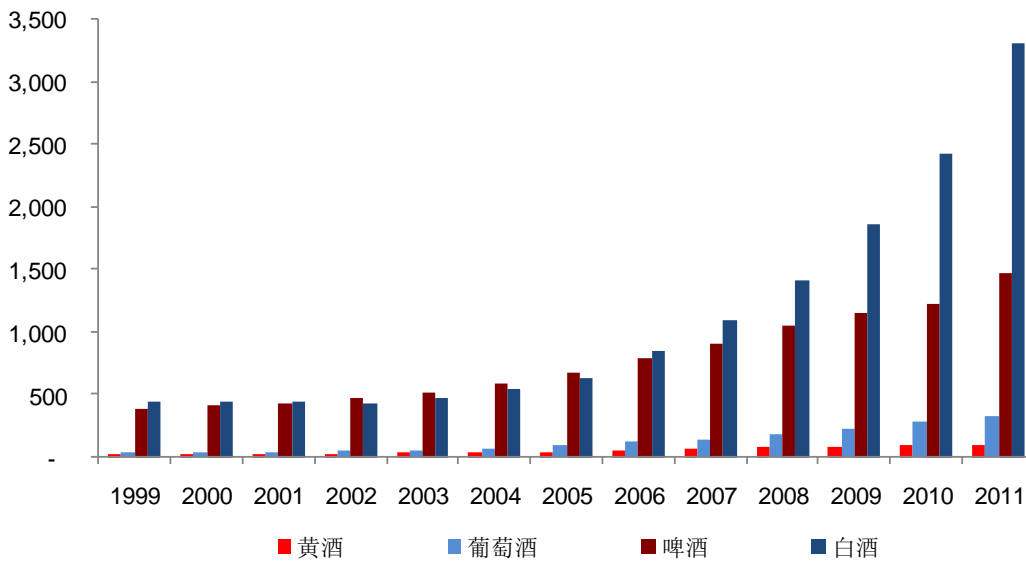
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

### 3-2、四大酒种中，黄酒目前处在落后地位

与白酒、啤酒和葡萄酒相比，黄酒的销售收入最低，仅为白酒的3%，收入增速也相对落后，吨酒价格也远低于白酒。原因是在所有黄酒消费中，只有30%的黄酒为饮用酒，其余60%为料酒，10%为药用酒，消费群体过于狭窄，消费者对黄酒的认识不够：

- ◆ 从1999年至2011年的统计数据来看，黄酒的销售收入在四大酒种中一直是最底的，2011年黄酒销售收入118亿元，同期白酒、啤酒和葡萄酒的销售收入分别为3747亿，1589亿，和385亿；

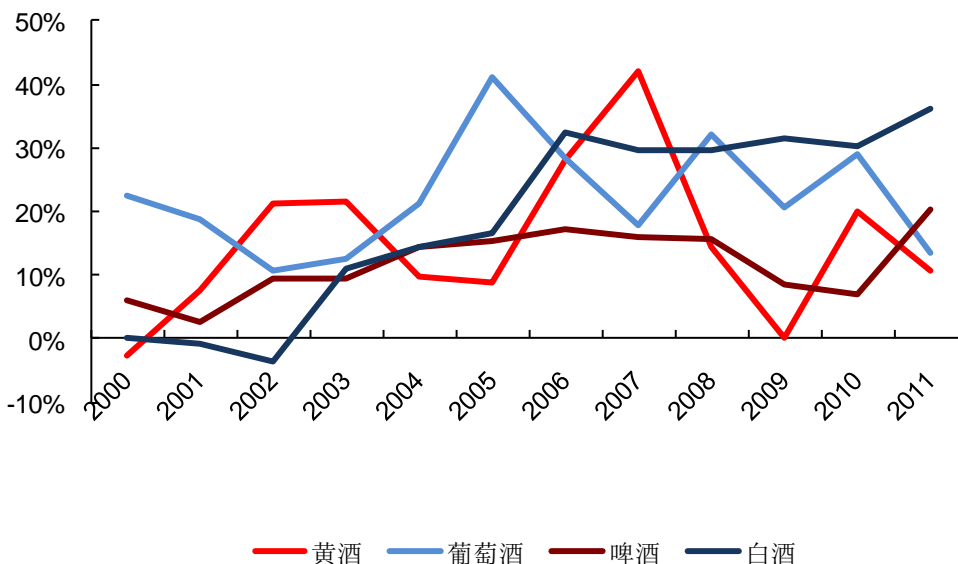
图表 12: 1999-2011 年 1-11 月四大酒种销售收入中黄酒最低



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

- ◆ 从销售收入增速来看 1999 年至 2011 年 1-11 月黄酒、葡萄酒、啤酒和白酒的复合增速分别为 15%、22%、12%和 18%，黄酒的增速比啤酒高，但要低于葡萄酒和白酒，而且 2011 年黄酒销售增速在四大酒种中最低。

图表 13: 2008 年起黄酒销售收入增速相对落后 (1-11 月累计数据)



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

### 3-3、内外部条件具备，黄酒有望重复白酒区域复兴之路

外部条件上，黄酒行业从税收等方面获得政策支持力度最大；行业本身来看，企业市场

意识已经觉醒，增加对产品研发的力度以及营销投入，且行业龙头地位稳固，全国化扩张阻力较小。

与其他酒种相比，黄酒受政策的支持力度最大。黄酒执行从量计征消费税，每吨征收 240 元，而白酒不仅征收 1 元/公斤的从量税，还征收 20% 的从价税。黄酒业是民族产业享受央视广告贷款扶植，而同期白酒的广告费用必须税后列支。此外，黄酒是国家鼓励出口品种，在很多产品下调甚至取消出口退税的大环境下，依然维持黄酒 13% 的出口退税：

**图表 14：黄酒在税收方面受政策支持力度最大**

	税收政策
黄酒	240 元/吨征收消费税，并享有 13% 的出口退税
啤酒	吨酒价格 3000 元以下按 220 元/吨征收，3000 元以上 250 元/吨
葡萄酒	按 10% 从价计征消费税
白酒	1 元/公斤征收从量税，并征收 20% 的消费税，白酒企业广告费用税后列支

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

黄酒跟随白酒复兴“品牌升级+营销投入”道路，但推进较缓慢。上世纪 90 年代，黄酒开始进行年份酒、清爽型酒等产品创新，对原有品牌进行升级；2004 年以后加大广告等投入，省外市场开始导入期：

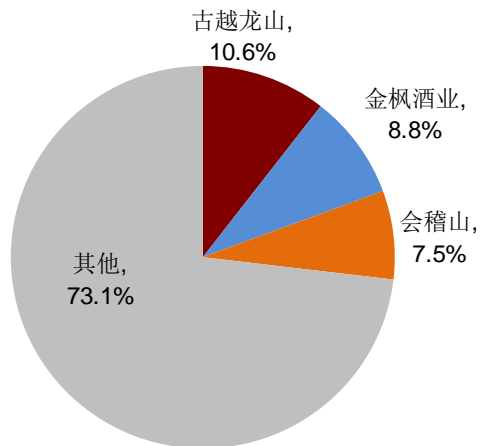
- ◆ 年份酒推出使得品牌形象和价格得到提升。20 世纪 90 年代初，古越龙山推出 5 年陈花雕酒，其他黄酒企业也跟进纷纷推出年份酒。年份酒提高了黄酒的档次，满足了高档黄酒的需求；
- ◆ 以“和酒”为首的创新丰富了黄酒品牌：20 世纪 90 年代末，上海冠生园推出了以传统黄酒为酒基的改良型低度黄酒，加入枸杞、蜂蜜等营养物质，首次提出营养黄酒的概念。“和酒”的成功推动了黄酒行业的创新，古越龙山相继推出“状元红、古越液、古越红”等品种，会稽山推出“帝聚堂、稽山清、水香国色”等，金枫酒业推出“石库门”老酒，黄酒品牌逐渐丰富；
- ◆ 省外市场仍处在投入期。2004 年、2006 年古越龙山先后出资 6000 万元、7000 万元在央视进行广告宣传，2006 年会稽山也投入 7000 万元广告宣传。相比五粮液在 1994 年即开始在央视投放广告，10 年后的媒介成本已大幅提升，白酒在酒类消费者心目中的地位也根深蒂固，目前省外市场还处于导入期，需要更长时间来培育黄酒的知名度以及消费群体。

借鉴白酒的区域扩张路径，黄酒龙头公司较强的优势地位以及明显的区域派系，使得黄酒龙头公司在全国化扩张过程中面临的阻力较小：

- ◆ 类似于肉制品行业，虽然黄酒行业的市场集中度较低，但龙头企业的规模和品牌优势都较大，地方小酒厂难以与龙头企业抗衡，龙头企业扩张遇到竞争较小。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，目前产能超过 10 万千升，超过 5 万千升的有塔牌、沙洲优黄等 5 家，超过 1 万千升的达到 20 家，而全国获得 QS 认证的黄酒生产企业有 900 多家；

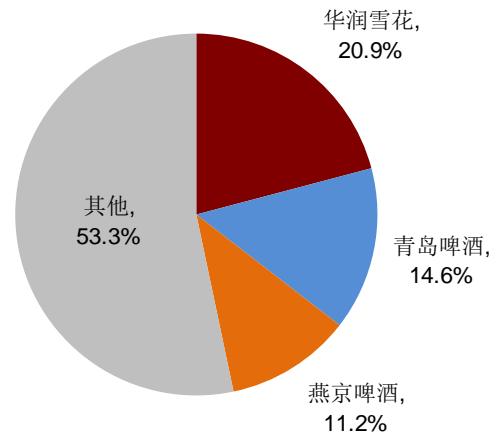


图表 15: 黄酒行业集中度不高但龙头地位稳固



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 16: 2011 年啤酒 CR3 为 47%



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

- ◆ 黄酒派系之间竞争差异化, 短期内难以出现恶性同质化竞争。不同派系的黄酒在原料、工艺、口味、文化传承等方面都存在较大差异。短期内行业的共同目标是如何做大蛋糕, 提高黄酒在酒类消费中的比重, 各派系将沿着自身优势方向发展, 出现激烈竞争的可能性不大, 龙头公司将面临较为宽松的竞争环境。

图表 17: 黄酒地域派系发展情况

黄酒地域派系	强势品牌	发展概况	复苏时间
江浙黄酒 (绍兴黄酒)	古越龙山、会稽山、塔牌	品牌意识强, 除传统市场外, 在成都、北京、河北市场也取得进展	20 世纪 90 年代初
海派黄酒	和酒、金枫酒业、君再来	改善口感, 把消费人群年轻化, 走高档化、礼品化路线, 垄断上海市场	20 世纪 90 年代末
苏派黄酒	吴江市桃源黄酒、张家港沙洲优黄、江苏白蒲黄酒、锡山黄酒	拥有大量优质的基酒资源, 年份甚至超过 30 年, 但缺少调酒人才, 产品口味创新少, 以外销基酒为主, 缺少品牌意识。	刚刚开始
北派黄酒	山东即墨老酒		
闽派黄酒	福建龙岩沉缸酒、闽安老酒、福建老酒		
徽派黄酒	海神		
无锡黄酒	惠泉酒		

资料来源: 宏源证券研究所

**图表 18: 不同地域之间黄酒存在较大差异**

	粮食原料	糖化、发酵剂	主要生产地区
糯米黄酒	糯米	酒药和麦曲	南方地区
黍米黄酒	黍米	以米曲霉制成的麸曲	北方地区
大米黄酒	大米	米曲加酵母	吉林及山东
红曲黄酒	糯米	红曲	福建及浙江两地

资料来源: 宏源证券研究所

## 二、黄酒行业龙头，具备腾飞实力

### 1、产能行业领先，品牌定位清晰

黄酒行业中，古越龙山产能最大，品牌优势明显：黄酒行业小企业居多，大部分企业产能小，生产工艺落后，与竞争对手相比，公司产能最大，拥有两大著名黄酒品牌，而且全国化程度最高：

- ◆ 古越龙山位于优质黄酒集中地浙江绍兴，属于当地政府重点支持的国有企业，2009年收购女儿红以及募资扩产 2 万吨机械化黄酒项目投入生产后，公司产能已达到 16 万吨，拥有基酒 26 万吨，居黄酒行业首位，为收入的放量增长提供了物质基础；

**图表 19: 公司拥有产能 16 万吨，居行业第一位**

公司	所在省份	体制特点	产能（万吨）
古越龙山	浙江绍兴	国有	16
会稽山	浙江绍兴	国有	15 万千升
塔牌	浙江绍兴	国有	5
金枫酒业	上海	国有	12
江苏张家港酿酒有限公司	江苏	民营	8
山东即墨黄酒厂	山东	民营	2.7
胜景山河	湖南	民营	1.6
龙岩沉缸酒业	福建	民营	0.5

资料来源: 胜景山河招股说明书，宏源证券研究所

- ◆ 与其他黄酒生产企业相比，公司拥有古越龙山、女儿红、状元红、沈永和和鉴湖 5 个品牌，品牌数量最多，而且古越龙山和女儿红是中国驰名商标；
- ◆ 公司品牌定位清晰：古越龙山定位中高端，而且公司计划用 2-3 年时间逐渐淡化低端产品里古越龙山的品牌形象，将古越龙山着力塑造为黄酒中高端品牌；女儿红和状元红主打婚庆用酒和喜文化，同样定位于中高端品牌；中低端品牌沈永和和鉴湖定位大众消费品；
- ◆ 公司“让传统的更时尚，让现代的更经典”的产品诉求紧跟时代，吸引年轻消费者，不局限于小众消费群体，为产品全国推广提供了有力支持；

- ◆ 与竞争对手绝大部分产品销售集中在江浙沪区域相比，公司 2011 年江浙沪以外区域销售达到 40%，全国化程度最高，在江浙沪区域消费逐渐饱和的形式下，公司在江浙沪以外的销售渠道和经验，将为产品放量增长发挥最大效能。

**图表 20：黄酒主要生产企业和销售市场对比**

公司	品牌	档次	消费诉求	主要销售市场
古越龙山	古越龙山	中高端	“让传统的更时尚， 让现代的更经典”	全国，远销日本、香港、东南亚、欧美等四十多个国家和地区
	女儿红			江浙沪
	状元红			江浙沪
	沈永和	中低端		江浙沪
	鉴湖			浙江
金枫酒业	石库门	中高端	海派文化代表	主要销往上海本地，销售收入占 86%；部分销往江苏；新开发福建、深圳市场
	和酒	中低端		
会稽山	会稽山	高中低端	“绍兴人爱喝的绍兴黄酒”	以绍兴为大本营市场；旗下浙江嘉善黄酒在上海拥有 20% 的市场份额；部分产品销售日本、新加坡和港澳欧美等地
塔牌	塔牌	高中低端	“手工冬酿”、“天然养人”	浙江、上海
胜景山河	胜景山河	中低端	-	华中地区 51%，华东 22%
	古越楼台			

资料来源：胜景山河招股说明书，宏源证券研究所

## 2、高档产品最为丰富，渠道优势明显

与竞争对手相比，公司通过提价和推出新产品逐步完善了产品结构，并通过广告等宣传方式提高了品牌知名度：

- ◆ 公司产品种类丰富，涵盖高中低端价格带：我们定位黄酒中零售价格超过 1000 元的产品为高档产品，零售价 200-1000 元的为中档产品，200 元以下的为低档产品，公司产品涵盖高中低档，而且行业中公司高档产品最为丰富，满足了高端公务、商务及礼品消费需求；
- ◆ 公司产品市场占有率最高，为 10.6%，而主要竞争对手金枫酒业为 8.8%，会稽山排行第三位，为 7.5%；
- ◆ 公司产品拥有较大价格话语权，从 2008 年开始公司进行了 15 次产品价格调整，2011 年 12 月调价幅度在 5%-14%，提价优化了公司产品结构；

**图表 21: 黄酒主要生产企业产品、销量、市占率及提价策略对比表**

公司	产品			市场占有率	提价
	类别	主要产品和终端零售价	销量		
古越龙山	高端	国典六十年陈花雕礼盒: 12800 50 年陈千福花雕酒: 8888 30 年陈千福花雕酒: 1258 喜庆酒: 2228	12 万吨	10.6%	从 2008 年开始公司进行了 15 次价格调整, 2011 年 12 月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 年陈主销产品提价 5%-14%
	中端	十五年陈千福花雕酒: 430 二十年陈花雕酒: 340			
	低端	龙酝 9 年: 78 八年陈青瓷瓶花雕: 58 木盒十年陈花雕酒: 88 清醇系列: 10-40 元 玻璃瓶年酒: 15-25			
会稽山	高端	五十年陈珍藏绍兴花雕酒: 5500/800ml	12.4 万千升	7.5%	2010 年国标、国宴、纯正、水香国色等十大系列近百个品种的黄酒价格进行调整, 平均提价幅度为 10%左右
	中端	绍兴花雕酒礼盒十年/十二年/二十年/三十年: 135、238、288			
	低端	纯正系列、国标系列、十年以下国宴系列: 20-50			
塔牌	高端	50 年花雕酒: 2560	3.5 万吨	3.20%	2011 年 12 月提价 5%至 30%
	中端	20、30 年花雕酒: 650、800			
	低端	10 年陈花雕: 80 竹编原酒: 15			
金枫酒业	高端	上海老酒荣尊 30 年: 1260	10 万吨, 其中石库门和金色年华: 2 万吨; 三年陈: 3 万吨; 三年陈以下: 5 万吨	8.8%, 其中占上海 60% 的市场份额	基本不提价, 2011 年仅低端酒小幅提价
	中端	石库门锦绣 12 年: 588 石库门 1 号蓝牌: 420 石库门 1 号红牌: 320			
	低端	九年陈以下: 10-30 石库门黑标: 26			
胜景山河	中端	古越楼台古典二十年陈酿: 368 喜酿 15: 400	2008 年 0.7 万吨	2008 年公司全国市占率 1.65%, 湖南省占率 26%	-
	低端	古越楼台奥典: 68 古越楼台花雕酒: 30			

资料来源: 淘宝网, 胜景山河招股说明书, 宏源证券研究所

- ◆ 与竞争对手相比, 公司宣传力度最大, 不仅花费大笔资金在央视黄金时段投放广告, 而且聘请明星代言产品, 建立黄酒博物馆, 拍摄 MV 等进行全方位宣传, 逐渐将公司塑造为黄酒第一品牌;
- ◆ 商超和餐饮是公司两大主要销售渠道, 分别占比 40%和 30%, 团购占比 10%-12% (公司 2010 年成立团购公司, 引导团购业务), 公司渠道下沉至市和县级, 绍兴地

区已下沉至村，并通过开设网店等新渠道拓展销售，同时公司成立了绍兴、杭州、浙东、上海、江苏、北方和深圳 7 个分公司以及 21 个分部开拓国内市场；

- ◆ 公司总体策略为“中高档定位，全国化网络”，并建立糯米原料基地规避原料价格上涨风险，并通过“百城千店”计划开始专卖店宣传公司品牌拓展销售渠道。

**图表 22：黄酒主要生产企业营销、渠道及战略对比表**

公司	营销	渠道	产能扩张情况	公司战略
古越龙山	<p>1、2005 年开始在央视黄金时代投放广告，2011 年广告宣传费用 4663 万元；</p> <p>2、聘请江一燕做“女儿红”品牌代言人；</p> <p>3、请著名作词家方文山先生以古越龙山为题作词。</p>	<p>1、商超 40%、餐饮 30%，团购 10-12%，其他流通渠道 18%-20%；</p> <p>2、淘宝天猫上开设网店，完善网购市场；</p> <p>3、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；</p> <p>4、开设专卖店实施百城千店计划，增强产品的渗透力和认可度；</p> <p>5、一级经销商 1300 多家；成立绍兴、杭州、浙东、上海、江苏、北方和深圳 7 个分公司以及 21 个分部。</p>	<p>1、收购女儿红股权已完成，增加产能 2 万吨；</p> <p>2、年产机械化黄酒 2 万吨项目已投入生产；</p> <p>3、年产 2 万吨优质瓶装酒生产线正在抓紧实施中。</p>	<p>1、公司总体策略为“中高档定位，全国化网络”；</p> <p>2、扩大糯米原料基地种植面积，推行“公司+基地+标准化”管理模式；</p> <p>3、提升黄酒“时尚消费”的市场形象，进一步拓展年轻消费群体；</p> <p>4、实施“百城千店”计划。</p>
会稽山	<p>1、中秋、国庆等节日打折促销；</p> <p>2、2006 年开始在央视黄金时段投放广告。</p>	<p>在江苏、北京对渠道进行精耕细作，在全国各地陆续建立专卖店。</p>	-	<p>1、企业愿景是“打造黄酒世界品牌”；</p> <p>2、筹划上市。</p>
金枫酒业	<p>1、主推石库门 1 号，聘请袁岳产品代言；</p> <p>2、通过上海味道和海派文化宣传公司产品。</p>	<p>1、高档产品主要走餐饮渠道，中低档产品商超和餐饮各占 50%；</p> <p>2、上海以外分江苏、华东、南方、北方和西南五大分区，上海市外全部为餐饮渠道，而且是中高档产品；</p> <p>3、整合公司和华光酿酒厂在上海的渠道，统一利用两者的优势渠道资源。</p>	<p>1、2009 年公司置入华光酿酒，目前已整合完毕；</p> <p>2、2011 年公司置入上海隆樽酿酒，正在整合。</p>	<p>1、石库门和和酒双品牌战略；</p> <p>2、优化产品结构，推出高档新产品。</p>
胜景山河	<p>促销政策：首笔打款金额超过 100 万元的奖励价值 30 万元的小车或同等价值的酒水；订货金额大于 300 万在原支持的基础上增加 13% 的促销员费用等</p>	<p>1、喜酿系列面向 KA 渠道系统；典系列面向酒店渠道系统；</p> <p>2、112 家总经销商、411 家重点分销商或特许经营商和 15,000 家酒店构成，覆盖华中、华东、华南等八大区近 15 个省市自治区；</p> <p>3、对外埠市场的销售主要采取经销商制度，在优势销售区域建立了“5S”服务站；</p> <p>4、经销占比 95%，直销占比 5%。</p>	<p>2011 年筹划上市募资扩产，但因涉嫌数据造假，上市被否，扩产计划搁置。</p>	<p>1、公司目标是将成为内陆地区技术力量最雄厚、规模最强大、管理最规范的高科技生物黄酒酿造企业；</p> <p>2、将生物工程技术引入到黄酒的酿造与开发上，大力推进“多酶多菌种”发酵技术，提高新型黄酒在国内国际市场上的竞争力。</p>

资料来源：胜景山河招股说明书，宏源证券研究所

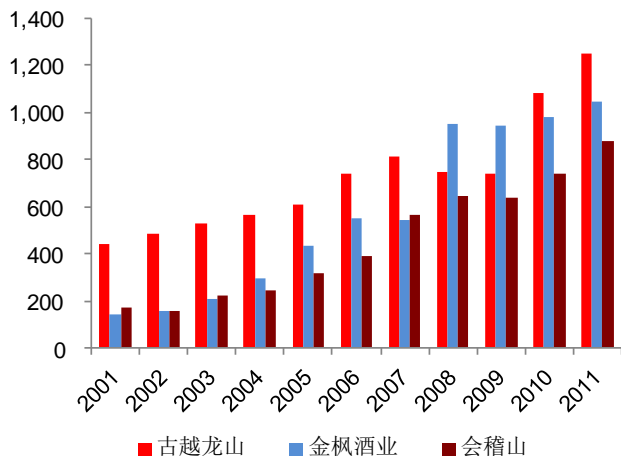


### 3、盈利能力有待提高，提价尚有空间

2007年之前金枫酒业和会稽山的销售收入远远落后于古越龙山，随着收购和兼并的进行，行业收入规模格局也发生着变化：

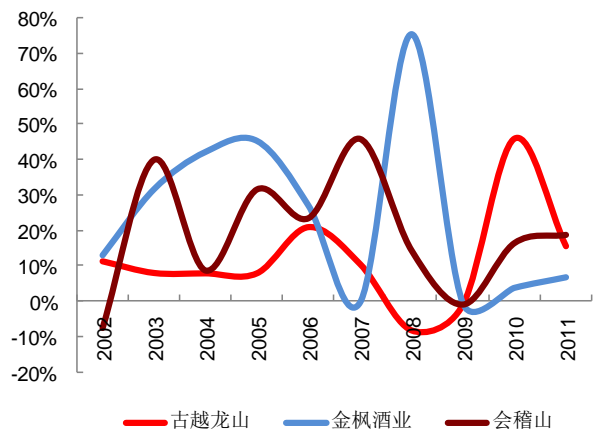
- ◆ 会稽山 2005 年收购了嘉善酒厂，产能从 6 万吨扩大到 12 万吨，销售收入也快速提升，但仍落后于古越龙山和金枫酒业；
- ◆ 2008 年金枫酒业置入华光酿酒之后，销售收入跃居行业第一位；
- ◆ 2009 年 9 月古越龙山收购女儿红，从 2010 年开始古越龙山的销售收入重回第一位；
- ◆ 整体来看三家公司收入增速波动均比较大，受金融危机的影响 2007 年开始三家公司收入增速有不同程度的下滑（排除金枫酒业 2008 年置入华光酿酒造成的收入大幅上升），2009 年开始逐步回升，古越龙山的回升速度明显快于其他公司；

图表 23: 2010 年开始古越龙山收入规模超过金枫酒业重回第一位（百万元）



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

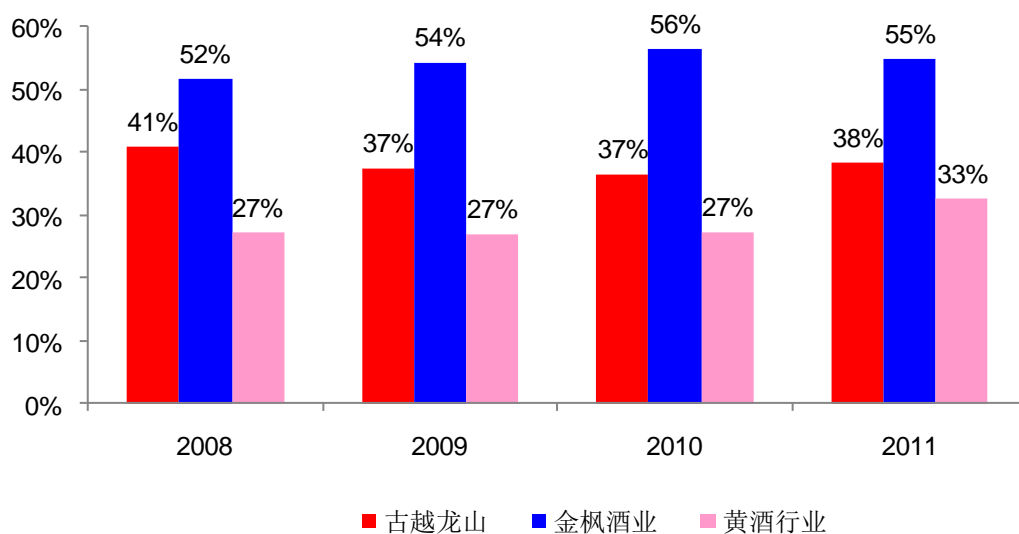
图表 24: 三大黄酒公司收入增速对比



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

- ◆ 由于公司有一半左右的原酒采用手工酿造，成本高于机械酿造的金枫酒业，加之金枫酒业生产的黄酒年份相对较低，从而导致了古越龙山的毛利率低于金枫酒业 17 个百分点（2011 年数据）。随着公司产品价格的提高，预计未来毛利率将有所提升；

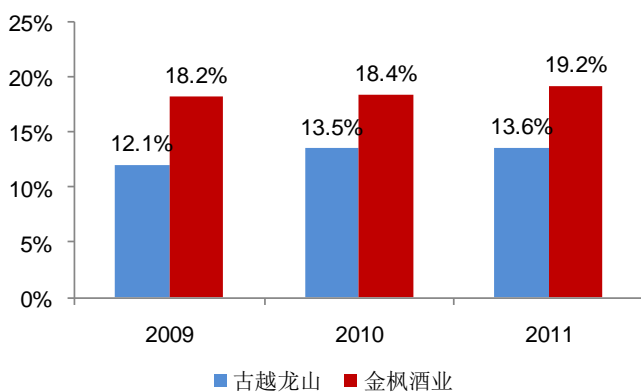
图表 25: 公司毛利率低于金枫酒业高于行业平均水平



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

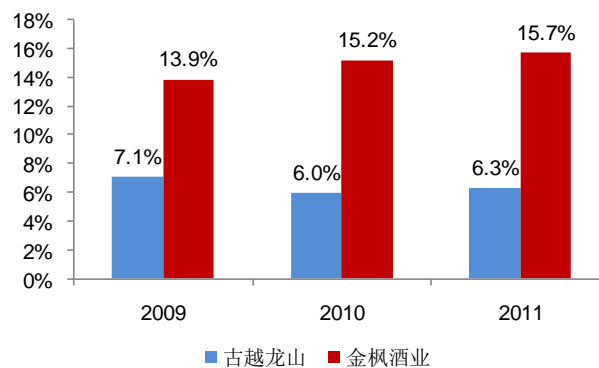
- ◆ 2008年金枫酒业进行资产重组,置换入上海冠生园华光酿酒药业有限公司100%股权, 换出上海市南浦食品有限公司49%股权和上海第一食品连锁发展有限公司90%股权等非酒类资产,此后金枫酒业的销售费用和管理费用大幅攀升,受益于从08年开始的古越龙山产品提价,公司和金枫酒业的净利率差别逐渐缩小。

图表 26: 2009-2011 年两大黄酒公司销售费用对比



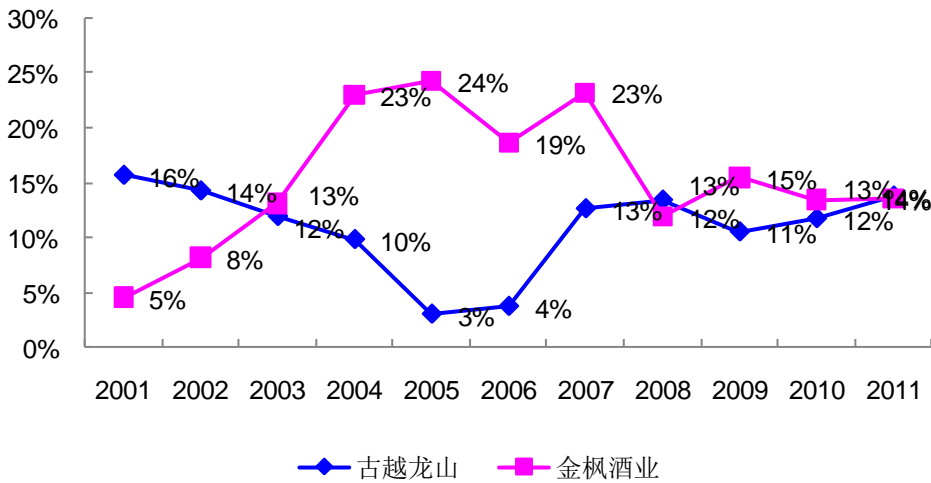
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 27: 2009-2011 年两大黄酒公司管理费用对比



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 28: 2009 年开始公司净利率有所提升



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

### 三、盈利预测、估值和投资建议

#### 1、核心假设

通过调研我们了解到,未来三年,公司将继续实施产品提价策略,并且将继续推进产品营销和渠道建设,提高产品销量:

- ◆ 从 2010 年开始公司原酒销售保持快速增长,其中 2011 年原酒销售 1.5 亿元,增速为 84%,预计未来三年公司原酒销售仍将保持快速增长,增速为 40%,销售收入分别为 2.1 亿元、3.0 亿元和 4.1 亿元;此外,原酒定位中高端市场,其毛利率也将继续保持在 55%;
- ◆ 预计未来三年随着公司营销渠道逐步完善,公司黄酒销售收入将保持 25%的增速,此外,随着提价和产品结构优化导致的中高档产品占比提升,公司黄酒销售毛利率也将逐年提高,2012 年至 2014 年黄酒销售收入为 13.4 亿、16.8 亿和 20.9 亿,毛利率分别为 41%、42%和 43%;
- ◆ 预计未来三年公司将继续执行广告投放和市场扩张策略,预计销售费用率和管理费用率将与 2011 年基本持平,分别为 13.6%和 6.3%。

**图表 29: 分产品销售收入预测表**

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
原酒销售	收入 (百万元)	21	82	151	211	296	414
	YOY		295%	84%	40%	40%	40%
	成本 (百万元)	9	37	68	95	133	186
	YOY		295%	84%	40%	40%	40%
	毛利率	55%	55%	55%	55%	55%	55%
黄酒销售	收入 (百万元)	707	972	1072	1340	1675	2094
	YOY	-2%	38%	10%	25%	25%	25%
	成本 (百万元)	446	630	683	791	972	1193
	YOY	4%	41%	8%	16%	23%	23%
	毛利率	37%	35%	36%	41%	42%	43%
其他业务	收入 (百万元)	13	25	23	25	27	30
	YOY	-43%	92%	10%	10%	10%	10%
	成本 (百万元)	8	18	19	20	22	24
	YOY	-50%	136%	3%	8%	10%	10%
	毛利率	41%	28%	19%	20%	20%	20%
酿酒行业	收入 (百万元)	727	1054	1223	1551	1971	2508
	YOY	0%	45%	16%	27%	27%	27%
	成本 (百万元)	455	667	751	886	1105	1380
	YOY	7%	46%	13%	18%	25%	25%
	毛利率	37%	37%	39%	43%	44%	45%
合计收入	收入 (百万元)	741	1079	1246	1576	1998	2538
	YOY	-1%	46%	15%	27%	27%	27%
	成本 (百万元)	463	685	769	906	1127	1404
	YOY	5%	48%	12%	18%	24%	25%
	毛利率	37%	37%	38.2%	43%	44%	45%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

## 2、预测结论

2012至2014年公司销售收入分别为15.8亿、20亿和25.4亿,增速分别为26.5%、26.8%和27%; 归属母公司所有者的净利润分别为2.4亿、3.1亿和4.2亿元,同比增速分别为39.6%, 31.8%和32.6% (图表31)。

## 3、估值和投资建议

以上盈利预测对应2012-2014年EPS分别为0.374元、0.493元和0.654元,随着黄酒消费逐渐突破江浙沪区域限制,古越龙山作为行业龙头公司将首先享有行业快速发展带来的高盈利性,鉴于此继续维持“买入”评级(可比上市公司PE和PS估值见图表30和图表31)。

**图表 30: 可比上市公司 PE 估值一览表**

代码	公司名称	收盘价	EPS		YOY	PE	
		2012/5/9	2012E	2013E		2012	2013
000596.SZ	古井贡酒	50	1.88	2.71	44%	27	18
000869.SZ	张裕 A	99	4.26	5.26	23%	23	19
002304.SZ	洋河股份	169	7.00	9.99	43%	24	17
600132.SH	重庆啤酒	25	0.41	0.44	7%	61	57
600197.SH	伊力特	14	0.62	0.79	27%	23	18
600199.SH	金种子酒	22	1.04	1.44	39%	21	15
600616.SH	金枫酒业	13	0.35	0.40	13%	37	33
平均估值水平						31	25

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**图表 31: 可比上市公司 PS 估值一览表**

代码	公司名称	总市值(亿元)	销售收入(亿元)		YOY	PS	
		2012/5/9	2012E	2013E		2012	2013
000596.SZ	古井贡酒	253	49	66	36%	5	4
000568.SZ	泸州老窖	619	115	150	31%	5	4
000858.SZ	五粮液	1,354	270	341	26%	5	4
600519.SH	贵州茅台	2,396	257	347	35%	9	7
002304.SZ	洋河股份	1,524	189	260	37%	8	6
600199.SH	金种子酒	120	24	31	28%	5	4
600616.SH	金枫酒业	58	11	12	10%	5	5
平均估值水平						6	5

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

## 四、风险提示

### 1、成本上升导致净利润增长低于预期的风险

公司面临着原材料价格、能源和劳动力等成本上涨导致净利润增速低于预期的风险。

未来公司将进一步加快技术创新,持续加强成本控制能力,提高生产效率,以化解成本上涨带来的压力。

### 2、食品质量安全问题导致产品销量增长低于预期的风险

随着我国对食品安全的日趋重视、消费者对食品安全意识的加深以及权益保护意识的增强,食品质量安全控制已经成为食品饮料加工企业的重中之重。

未来公司将以原料“绿色”健康为基础,从源头上控制原料污染,达到无公害、无污染;加强检测能力建设,增加原料检验、生产过程动态监测、产品出厂检测等先进检验设备配置,完善企业内部质量控制、监测系统和食品质量可追溯体系;进一步加强无公害粮食生产基地的管理,继续扩大优质的粮食产地,采取合作共建的形式,使粮食基地成为生产优



质黄酒的坚强保证。

### 3、市场竞争超预期导致净利润增速低于预期的风险

黄酒消费主要集中在长三角地区，区域内黄酒生产企业较为集中，市场竞争日益加剧，公司面临着市场竞争导致净利润增速低于预期风险。

公司继续坚持品质+品牌的发展理念，着力提升产品力、销售力和品牌力；细分和研究不同地区、年龄、收入层次的消费群体，发挥自身技术优势和研发优势，做好产品的创新和提升，以满足黄酒多元化消费需求；优化客户结构，提升服务质量，提高终端客户的忠诚度，建立完善的市场控制体系，提高公司整体盈利水平；充分考虑产、供、销的整体布局，积极寻找优秀的上下游企业，完善产业链，适时对其他优势黄酒企业实施整合和重组，积极推动黄酒主业的持续发展。

**图表 32: 三张财务报表分析摘要 (单位: 百万元)**

利润表					资产负债表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,246	1,576	1,998	2,538	货币资金	350	473	599	761
YOY	15%	27%	27%	27%	应收和预付款项	124	207	212	319
营业成本	769	906	1,127	1,404	存货	1330	1457	2010	2310
毛利	476	671	872	1134	其他流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	38%	43%	44%	45%	长期股权投资	86	86	86	86
营业税金及附加	47	60	76	96	投资性房地产	2	2	2	1
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	固定资产和在建工	1001	952	866	772
销售费用	169	214	271	345	无形资产和开发支	195	188	181	174
% 营业收入	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	其他非流动资产	2	1	0	0
管理费用	78	99	125	159	资产总计	3094	3366	3956	4424
% 营业收入	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	短期借款	193	299	313	334
财务费用	10	5	5	2	应付和预收款项	613	551	812	840
% 营业收入	0.8%	0.3%	0.2%	0.1%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	其他负债	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	807	850	1124	1174
投资收益	6	0	0	0	股本	635	635	635	635
营业利润	178	293	395	532	资本公积	961	961	961	961
% 营业收入	14.3%	18.6%	19.7%	20.9%	留存收益	654	892	1205	1620
营业外收支	37	26	26	26	归属母公司股东权	2250	2487	2800	3216
利润总额	215	319	420	557	少数股东权益	28	29	31	34
% 营业收入	17.2%	20.2%	21.0%	22.0%	股东权益合计	2277	2516	2832	3250
所得税费用	43	80	105	139	负债和股东权益合	3094	3366	3956	4424
净利润	171	239	315	418					
归属于母公司所有者的净利润	170	238	313	415					
少数股东损益	1	2	2	3					
现金流量表					财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	171	139	177	203	毛利率	38%	43%	44%	45%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	21%	20%	20%	20%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	18%	21%	21%	22%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	23%	30%	30%	29%
固定资产投资	-150	-100	-80	-80	销售净利率	14%	15%	16%	16%
其他	0	36	3851	3851	ROE	8%	10%	11%	13%
投资活动现金流净额	-145	-83	-61	-61	ROA	7%	10%	11%	13%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	6%	9%	11%	13%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	15%	27%	27%	27%
银行贷款增加(减少)	-67	105	14	22	EBIT 增长率	29%	44%	31%	32%
筹资成本	15	5	5	2	EBITDA 增长率	28%	70%	25%	24%
其他	1	0	0	0	净利润增长率	36%	40%	32%	33%
筹资活动现金流净额	-83	101	10	20	总资产增长率	12%	9%	18%	12%
现金净流量	-58	157	127	162	股东权益增长率	8%	11%	13%	15%
					经营现金净流增长	2%	27%	27%	27%
					流动比率	2.3	2.5	2.5	2.9
					速动比率	0.6	0.8	0.7	0.9
					应收账款周转天数	12.4	9.9	11.8	10.2

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

## 附录：黄酒主要生产公司概况

### 上海金枫酒业股份有限公司

- ◆ 公司前身为上海市第一食品股份有限公司，成立于 1992 年 6 月 19 日，并于 1992 年在上海证券交易所上市；2008 年 9 月，公司更名为“上海金枫酒业股份有限公司”，证券简称变更为“金枫酒业”；
- ◆ 2008 年 3 月，公司资产重组项目正式启动，将拥有的零售、品牌代理业务以及其他批发零售相关资产及负债与控股股东上海市糖业烟酒（集团）有限公司持有的上海冠生园华光酿酒有限责任公司 100% 股权进行置换；
- ◆ 公司实施“石库门”、“和酒”双品牌发展战略，公司目前拥有两个中国名牌，两个中国驰名商标，三个上海市著名商标。

### 会稽山绍兴股份有限公司

- ◆ 创建于 1743 年，原名“云集酒坊”，2005 年随着会稽山商标被评为中国驰名商标，公司更名为会稽山绍兴酒有限公司；2007 年公司整体变更为“会稽山绍兴股份有限公司”，精功集团成为公司控股股东；
- ◆ 1997 年公司在同行业中首家通过了 ISO9002 国际质量体系认证，1998 年被人民大会堂指定为唯一国宴专用黄酒；2007 年获“中国名牌”产品称号。

### 胜景山河股份有限公司

- ◆ 公司 2008 年 3 月由湖南古越楼台生物科技发展有限公司整体变更而来，注册资本 5100 万元，专注于新型黄酒的研发、生产和销售，旗下拥有“胜景山河”、“古越楼台”两大品牌，“喜酿”、“典”、“道”等多个系列 10 余种产品；
- ◆ 2010 年 1 月，公司“古越楼台”商标被国家工商总局认定为“驰名商标”；拥有的“四酶、二曲、一酵母”生物黄酒酿造技术为国内首创，并已获得国家发明专利；
- ◆ 公司重点开拓的湖南、福建、河北、广东等市场，销售市场已覆盖华中、华南、华东和华北的广大区域，并在湖南、山西、四川成都、河北邯郸等区域建立良好的品牌形象和美誉度；
- ◆ 公司 2010 年因涉嫌虚增收入，造假上市，被证监会撤销了公开发行股票资格。

### 浙江塔牌绍兴酒有限公司

- ◆ 公司是浙江省粮油食品进出口股份有限公司投资兴建的大型酿酒企业，总资产 6 亿元，年产黄酒 5 万吨，自动化灌装能力 3 万吨，全部采用传统的纯手工工艺酿制，是目前行业中手工酿制黄酒产量之首；
- ◆ 主要产品有绍兴加饭酒、花雕酒、元红酒、香雪酒、善酿酒、还有新型的绍兴丽春酒、江南红酒等多个品种；
- ◆ 塔牌绍兴酒多次获得国内外金奖，并被认定为“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；1993 年被指定为中南海、人民大会堂特制国宴专用酒，2005 年在上海被评为商务用酒“主

流品牌”。

### 江苏张家港酿酒有限公司

- ◆ 创建于光绪年间，1976 年更名为“国营沙洲酒厂”，1999 年更名为“江苏张家港酿酒有限公司”；
- ◆ 目前公司总资产 4 亿元，黄酒年生产能力 8 万吨以上，拥有全国最大的传统黄酒酿造基地，半甜型黄酒产销量全国第一，公司现有员工 1000 余人，中高级技术人员 100 余人；
- ◆ 拥有沙洲优黄、江南印象、吉星高照、太湖之星几大系列档次风格各异的一百多个产品，其中，“沙洲优黄”品牌自 1988 年最早使用并持续使用至今，2008 年“沙洲”商标被国家工商局认定为中国驰名商标。

**图表 33：张家港酿酒主要产品系列（单位：元/500ml）**

系列	代表产品	价格
沙洲优黄	陈酿花雕 12 年	120
	富贵沙优 8 年陈	40
	黑杜酒坛装	40
	枸杞 5 年陈	30
江南印象	花雕 15 年陈	100
	花雕 10 年陈	88
	锦绣 18 年陈	-
太湖之星	太湖之星 8 年陈	-
	太湖之星枸杞酒	-
吉星高照	瓷瓶 10 年陈	-
	黑标 6 年陈	27
	金标 9 年陈	46
其他系列	工艺花雕	60
	青瓷坛糟烧	-

资料来源：淘宝网，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年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在2011年6月13日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达40%; 在11年7月8日(57元时)推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达121%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在58-64元, 股价表现与分析结论一致; 11年11月成功挖掘并持续推介酒鬼酒的投资机会。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。