

## 万事俱备只欠“激励”东风 旺季营销进行中

2012年8月31日

### ——古越龙山（600260）调研快报

强烈推荐/维持

古越龙山

调研快报

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: <a href="mailto:yynlijw999@hotmail.com">yynlijw999@hotmail.com</a>	执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017	
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: <a href="mailto:lidb@dxzq.net.cn">lidb@dxzq.net.cn</a>

#### 事件:

近日我们前往公司总部绍兴市进行了多层面调研,包括与管理层交流、参观中国黄酒博物馆、古越龙山直营店、女儿红专卖店及部分商超等,在上半年以来的酒水销售、黄酒行业及龙头企业发展,以及公司样板市场打造、营销转型、内部激励制度与体制变化等方面有了进一步的了解和理解。

#### 主要观点:

**1.黄酒正迎来第二个黄金十年,白酒向下、黄酒向上,黄酒行业迎来大发展机会,公司对绍兴本地另一家黄酒龙头会稽山正努力登陆 A 股市场表示欢迎。** 公司认为,今年上半年以来,高端白酒遭遇三公消费政策及经济下滑等多因素挤压呈现明显下降态势,似乎预示着中国酒类面临消费切换。前些年白酒行业抓住机会进行高端化和全国化的扩张得到了充分发展,但随着白酒过度消费带来的负面作用逐渐显现以及消费者对健康关注度的逐步提升,黄酒作为营养价值丰富的养生酒,其价值已逐渐显现出来。白酒目前价格较高,相比之下,黄酒价格较低,因此在政府酒类消费限高的环境下,兼具档次和价格优势的黄酒将会获得消费者的喜爱,该轮到黄酒发展了。相对于白酒,黄酒已迎来了销量上涨、价格提升、新品推出、消费提档、消费群体扩大、中高端市场内涵增长较快等有利因素,进入了又一个机会更多更大的“黄金十年”发展期。对于会稽山正在致力于进入资本市场,公司表示会稽山的上市会形成黄酒市场良性有序竞争,有利于共同做大黄酒行业和黄酒市场,是一件好事,而公司作为行业规模最大、全国化程度最高的龙头,应是黄酒市场和黄酒行业做大做强的最大受益者。

**2.浙江省内如温州已打造出样板市场,路径也基本探明,先清爽、先农村、先郊区,后传统、后城市、后市区。** 温州经济条件较好,市区和郊区的黄酒消费基础较好,目前已经成长为公司的样板市场,具备较大潜力。从公司的之前市场开拓经验来看,首先用清爽型黄酒开拓县级以及郊区市场是一条比较成功的市场开拓路径。因为对于之前没有接触过黄酒的消费者来说,清爽型黄酒比较接受。只要消费者接受了黄酒,才能逐渐升级到传统的绍兴酒。公司在上海市场实现大翻身就是通过农村市场做起来的,然后逐渐扩展到城区。现在郊区的黄酒市场竞争也逐渐激烈,造成销售费用上升以及毛利率水平有所下降,但公司不会放弃这条路。

**3.明确学习典范:品牌看张裕,营销看洋河与汾酒,秋季来临,新的宣传营销计划已开始实施,配合提升新产品新价格新形象,进一步消除黄酒风波影响;营销改革的一个重要方向是增加直销,如团购、会所、网购等都会加大力度。** 公司近年来一直在寻求品牌、营销、产品、市场、机制等多方面的突破,向白酒学习,向葡萄酒借鉴经验,目前主要集中在学习张裕的品牌塑造经验,借鉴洋河、汾酒的营销模式,在古越龙山、女儿红、状元红中高端品牌的打造和产品营销方面聚焦资源,提升品牌形象,扎实营销,采取分区域、分市场、分客户、分团队运作等措施,实现实质性的整体突破。

**4.品牌调整速度加快,力度更大。** 公司进一步明确:(1)“古越龙山”品牌将定位高端和超高端,今后将依托其 26 万吨基酒储量重点推广中央库藏系列,其产品定位也会较其他年份酒要高一些,类似洋河经典、

张裕的卡斯特，中低端产品将不再出现“古越龙山”品牌名称，包括淘汰标有“古越龙山”品牌名称的三年陈、桶装酒等低端产品，古越龙山品牌产品最低端是5年陈。近期已确立青瓷10年产品作为公司的形象产品在全国推广。为了能较快把这个产品导入市场，公司正在筹划拍相关的产品宣传片，我们认为这个产品的面世，在拉升公司品牌形象的同时，也使公司的产品线更加清晰，主打产品也会得到确认；（2）女儿红的品牌知名度和美誉度较高，进一步把其和状元红一起开发婚庆、喜庆市场；沈永和是绍兴酒最老的牌子，影响力虽日渐减弱，但其品牌价值尚存，未来公司会将其定位于中档品牌，并逐渐替代古越龙山的中低档产品；鉴湖也是比较好的牌子，公司还会继续推广。

**5.内部体制改革方向是事业部制，目前正在探讨，将实行管理岗位竞争上岗。**未来公司内部管理体制上要做一些调整：一是财务上，从集团开始，贷款改成短期债券，股份公司也要调整，以降低负债率；二是部门调整，朝着事业部制方向探索改革，主要管理岗位都要改任命制为竞争上岗；三是促销要调整，未来将会利用微电影等新型传播方式对产品进行宣传 and 促销。

**6.整体激励机制改革无论是什么方案，都不影响继续推进正常的营销、市场推广、内部激励提升等。**

### 盈利预测与评级：

公司是黄酒行业龙头，并且2012年将是公司进入快速增长周期的大转折年，有望形成大拐点，特别是公司作为多层级的政府指定用酒之特殊地位和定位，产品聚焦和主打产品的确立、机制变革和激励提升带来的管理层态度进取和营销措施激进等重大变化，因此我们坚持看好公司今年以及未来若干年的较高速增长。暂时维持以下预测：2012年净利润增长约49%，EPS约0.40元，最新PE30倍，继续建议对公司采取“PE+基酒价值+PS+品牌溢价+领袖酒预期”模式进行估值，考虑到目前市场疲弱，给予2012年目标价18元预期，对应市值113亿元，与当前市值相比还有65%以上空间，故继续强烈推荐。

### 风险提示：

公司激励机制如果不能完全兑现，会影响销售人员的积极性从而影响成长性；若产品安全性方面出现重大问题，也会带来很大损害。

表 1：公司 2012-2014 年盈利预测表

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,079.23	1,245.55	1,569.40	2,040.22	2,652.28
(+/-)	45.73%	15.41%	26.00%	30.00%	30.00%
经营利润（EBIT）	130.62	178.19	264.94	392.63	556.36
(+/-)	47.86%	36.42%	48.68%	48.20%	41.70%
净利润	124.31	170.25	254.80	380.93	569.49
(+/-)	62.51%	36.95%	49.66%	49.50%	49.50%
每股净收益（元）	0.20	0.27	0.40	0.60	0.90
市盈率（倍）	60.70	44.96	30.25	20.23	13.53

资料来源：东兴证券研究所

## 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。

东兴证券