

营销改革助成长，百城千店树品牌

买入维持

事件：

我们于9月12日对古越龙山进行调研，与公司董事长、董秘等高管就公司近期销售情况以及未来战略等进行了交流，我们将交流情况和观点整理如下：

报告摘要：

- **黄酒行业前景良好：**“三公禁令”限制了高档白酒消费，为黄酒发展提供了机遇，同时经济景气度下行，价格相对较低的黄酒销量有望提高，此外，会稽山若成功上市也将对绍兴黄酒起到宣传作用，龙头公司间良性竞争也将带来黄酒行业的扩容，古越龙山秉承“让传统的更经典，让现代的更时尚”的理念，并将继续强化其研发优势，有望在行业快速发展下实现稳步增长。
- **机制改革+师夷长技，产品销量有望稳步增长：**“EC 风波”后，公司加快了激励机制改革进程，通过学习张裕等酒企成功经验，加大营销投入，增加销售人员，并开始尝试精细化运作；此外，公司还通过房租补贴、销售返点等优惠政策调动经销商积极性，并利用经销商的人脉资源促进产品销售，未来产品销量有望稳步增长，加之产品价格的逐步上体，公司盈利能力也将逐步提高。
- **百城千店计划和酒店营销策略将进一步提高公司品牌影响力：**公司今年已经开设了 38 家专卖店（全年计划 50 家），专卖店增强了公司黄酒的销售能力，也是展示公司品牌的窗口；此外，公司覆盖了大部分北京、上海、香港等地的高档酒楼，增强了公司在高端黄酒领域的品牌影响力，加之正常尝试利用微电影、动漫、电子杂志等新传媒方式进行品牌宣传，以吸引更多的年轻人消费，公司品牌影响力有望进一步提高。
- **盈利预测、估值与投资建议：**预计 2012-2014 年收入分别为 15.8 亿、20 亿和 25.4 亿，YOY 为 26.6%、26.8%和 27%；归属母公司的净利润分别为 2.4 亿、3.2 亿和 4.2 亿元，YOY 分别为 39.4%，31.7%和 32.4%，对应 EPS 分别为 0.373 元、0.493 元和 0.652 元，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	417
YoY	62%	36%	39%	32%	32%
EPS (元)	0.196	0.268	0.373	0.493	0.652
净利率	12%	14%	15%	16%	16%

食品饮料行业

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782233

Email: suqingqing@hysec.com

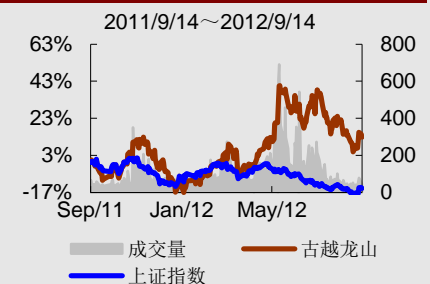
联系人：

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《古越龙山（600059）宏源证券-动态点评-古越龙山：风波渐息，前景良好-600059-食品饮料-苏青青》，2012.7
- 2 《古越龙山（600059）宏源证券-动态跟踪报告-古越龙山：女儿红提价助力产品结构优化-600059-食品饮料-苏青青》，2012.5
- 3 《古越龙山（600059）宏源证券-公司深度报告-古越龙山：古越龙山历千年，破茧成蝶待时飞-600059-食品饮料-苏青青》，2012.5
- 4 《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

目录

一、黄酒行业前景良好	3
1、近年来，黄酒行业发展较快	3
2、经济景气下行或为黄酒带来更多的发展机遇	3
3、龙头企业间良性竞争日渐明显	4
二、机制改革有望推动销量稳步增长，提价将提高盈利能力	4
1、黄酒风波后，公司机制改革加速推进	4
2、学习借鉴优秀公司，加强营销和精细化运作，销量有望稳步增长	5
3、提价和成本控制将改善公司盈利能力	6
三、百城千店+酒楼营销，公司品牌影响力有望进一步提升	7
1、“百城千店”计划稳步推进，今年已开设 38 家	7
2、新媒介和酒楼营销提高品牌影响力	7

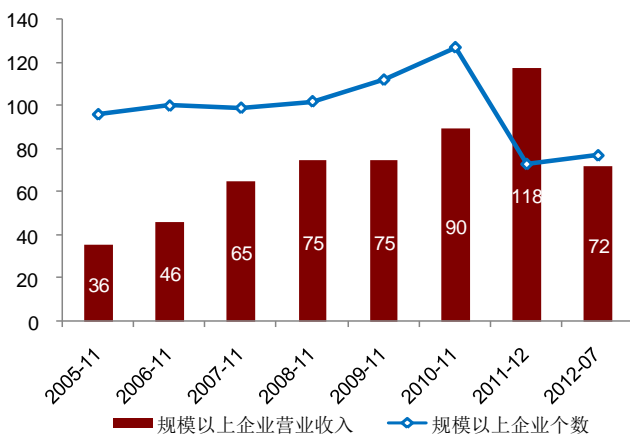
一、黄酒行业前景良好

1、近年来，黄酒行业发展较快

近年来,除了金融危机影响较大的 08 和 09 年(规模以上企业营业收入增长率分别为 14% 和 0%),黄酒行业整体增速在 20% 以上,2011 年规模以上企业实现营业收入 118 亿元,增速达 32%:

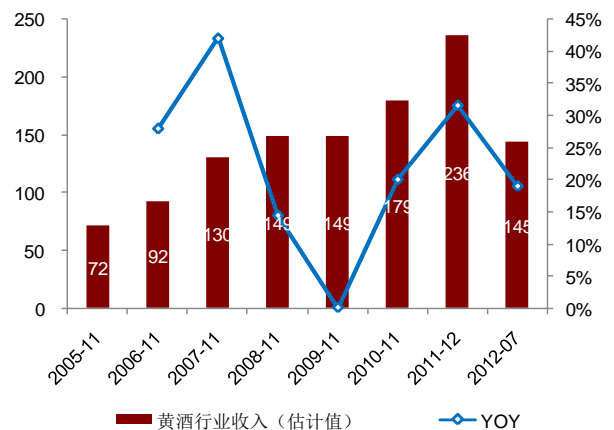
- ◆ 粗略估计,整个黄酒行业销售收入、利润、税收及产能大约是规模以上企业的 2 倍,若以今年前 7 月份 77 家规模以上企业实现 72.3 亿销售收入来看,黄酒行业实现收入 144.5 亿元,较去年同期增长 19%;
- ◆ 黄酒行业集中度仍然比较低,行业存在整合的可能,今年规模以上企业 77 家,较去年年底增加 4 家,从全国 900 家左右黄酒生产企业来看,规模以上企业占全部企业不足 10%;

图表 1: 截止今年 7 月规模以上黄酒企业 77 家, 营业收入 72 亿元 (亿元)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

图表 2: 除金融危机影响较大的 08 和 09 年外, 近年来黄酒行业营业收入增长率在 20% 以上 (亿元)



资料来源: wind, 宏源证券研究所

2、经济景气下行或为黄酒带来更多的发展机遇

与白酒相比,黄酒价格相对较低,而且低度养身,在经济景气度下行及“三公禁令”的影响下,将拥有更多的发展机会:

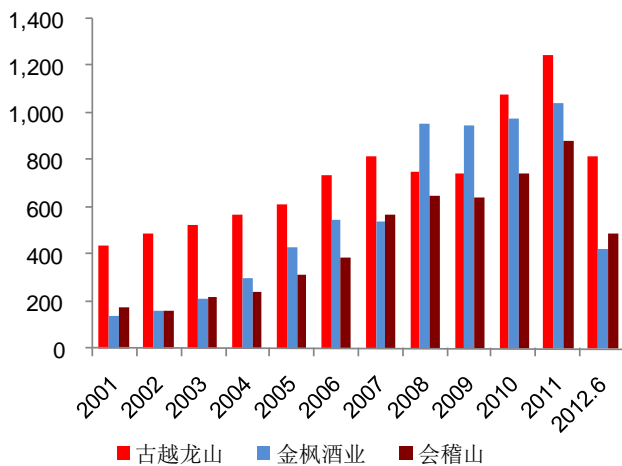
- ◆ “三公禁令”出台后从某种程度上限制了高端白酒的发展,但却为高端黄酒带来了机会,近年来公司政务、商务用酒总体上发展平稳;
- ◆ 黄酒 EC 风波后,通过公司的宣传教育,很多消费者开始关注黄酒、了解黄酒,他们认识到黄酒是安全、养身的,这也带来了黄酒销量增加;
- ◆ 在经济情况不好的情况下,价格相对较低的黄酒消费量会增加,但同时,如果经济景气度继续下行,可能对公司高档酒销售产生不利影响。

3、龙头企业间良性竞争日渐明显

金枫酒业开启了黄酒创新的大门，会稽山若成功上市也将对绍兴黄酒起到宣传作用，龙头公司间良性竞争或将带来黄酒行业的扩容，黄酒仍然是小众酒类，消费集中在江浙沪地区，若整个行业蛋糕做大，龙头公司也将受益：

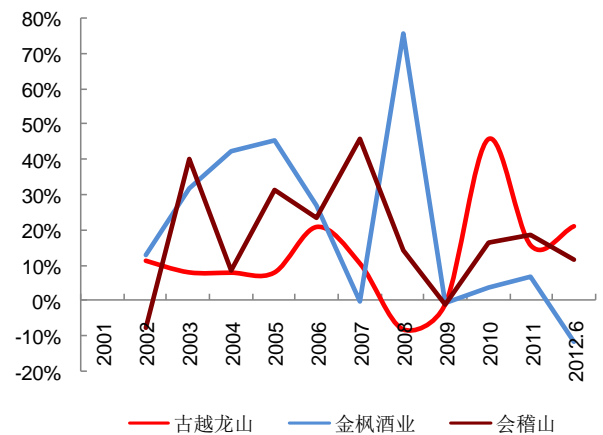
- ◆ 会稽山正在谋求上市，古越龙山的态度是“乐观其成”：其一，绍兴两家黄酒企业相互竞争有利于公司发展，“人生就怕没有对手，对手使我们进步”；其二，“天下黄酒出绍兴”，龙头企业一起做响绍兴黄酒，即使市场份额不变，蛋糕做大对公司也将有利；
- ◆ 金枫酒业利用“和酒”开始了“从传统黄酒向时尚黄酒转化”，从和酒到石库门，金枫引领了黄酒的新发展，公司也提出了“让传统的更经典、让现代的更时尚”的理念，这也成为公司业绩的推动力；
- ◆ 传统和经典的东西永远不会过时，时尚的缺陷需要不断的创新来解决，因此，只有将优势其做到极致公司才能发展，未来公司将继续强化其研发优势，提升公司竞争力；
- ◆ 古越龙山、金枫酒业和会稽山位居黄酒行业前三甲，而且从2010年开始古越龙山销售收入重回榜首位置，此外，在三家企业中，古越龙山的全国化程度最高，金枫主要集中在上海，运输半径很低，古越龙山较高的全国化程度，从某种程度上避免了某一市场销售下滑带来业绩的大幅下降的风险。

图表 3：主要黄酒生产企业营业收入（百万元）



资料来源：wind，宏源证券研究所

图表 4：主要黄酒生产企业营业收入 YOY



资料来源：wind，宏源证券研究所

二、机制改革有望推动销量稳步增长，提价将提高盈利能力

1、黄酒风波后，公司机制改革加速推进

现有机制从某种程度上制约了公司进一步发展，黄酒风波后公司加大了改革步伐，公司机制改革渐行渐近：

- ◆ 公司在发展中遇到的淡旺季问题，以及南北消费差距的问题，其核心是机制和体制的

问题,如果机制体制解决了,问题也将迎刃而解,黄酒风波以后,公司加快改革步伐,向上级专题汇报,市里几次召开专题会议研究黄酒发展问题,领导和大股东思想较为统一,确定公司首先是上市公司而后是国有企业,公司机制改革值得期待;

- ◆ 由于条件限制,公司上市时商标和原酒并没有移步到上市公司来,当时做了两个规定:其一,商标的所有权属于集团公司,但商标的使用权只能归上市公司;其二,集团公司的原酒只能在成本上加价 5%卖给上市公司。但是资产的不完整性问题确实存在,公司去年已经开始已经在和有关部门协商,未来将在合适的时间、合适的价格、合适的方式解决这些历史遗留问题;
- ◆ 经济景气下行在两三年内是大概率事件,在此背景下,交易和销售中碰到困难是正常的事情,往往在这个过程中存在发展的先机,公司每年召开一次务虚工作会,分析国内国际经济形势,提出明年方针目标;
- ◆ 良性的竞争机制的出现,将是公司未来发展的动力,公司在今年的务虚会议上还讨论了推行事业部制问题。

2、学习借鉴优秀公司,加强营销和精细化运作,销量有望稳步增长

公司借鉴张裕等酒企成功经验,加大销售投入,增加销售人员,并开始尝试精细化运作:

- ◆ 张裕生产、管理岗位员工有 4000 人,但销售人员达 4500 人,销售投入可见一斑;在黄酒行业,公司已经是销售人员最多的企业,但与市场上其他企业来说仍然存在差距,销售人员配置和盈利能力可以此消彼长,也可以相互促进,公司今年招聘了 30 多个大学生,逐步增加销售人员,提高销售能力;
- ◆ 文化碰撞或是黄酒行业外部引进管理销售团队不太成功的主要原因:黄酒行业中阿拉老酒、金枫都在陆续引进销售团队,但都不太成功,文化碰撞可能会主要原因,公司到目前并没有大规模引进,以前引进的销售人员中最长的做了 5-6 年,最后因为文化不合离开;
- ◆ 上海试点精细化运作模式:公司目前销售模式仍然比较粗放,未来将增加人力精细化运作,目前已经开始上海的试点精细化运作,旺季时,上海销售人员最多达到 300 多人。

通过出台一系列激励政策,利用房租补贴、销售返点吸引优质经销商,并利用优秀的产品品质和服务吸引优质经销商加盟,上半年公司经销商数量增加 10%:

- ◆ 通过房租补贴、完成指标返点等方式调动经销商积极性,利用经销商的人脉资源促进产品销售:通过房租补贴、返点等方式鼓励有团购关系的经销商加盟,温州新开 8 家专卖店,效果非常好,公司对店家进行培训,邀请上市公司介绍其营销经验,筛选具有优势的销售模式,此外,公司还通过其他一些渠道寻找优质经销商资源,利用经销商的人脉资源推进产品销售;
- ◆ 依靠品质和服务吸引经销商加盟:公司寻求开放的态度,并没有对经销商要求独家代理,经销商在选择企业是也会对比各家黄酒公司,只要在品质、服务上做到最好,经销商资源不是问题;
- ◆ 公司请了营销咨询公司,并学习白酒营销经验,寻求在经销商返利、价格设置等更加

优化，此外，对于提价后价格执行不到位影响经销商积极性问题，公司将学习白酒经验，提价后拿出部分收益奖励经销商，提高经销商积极性；

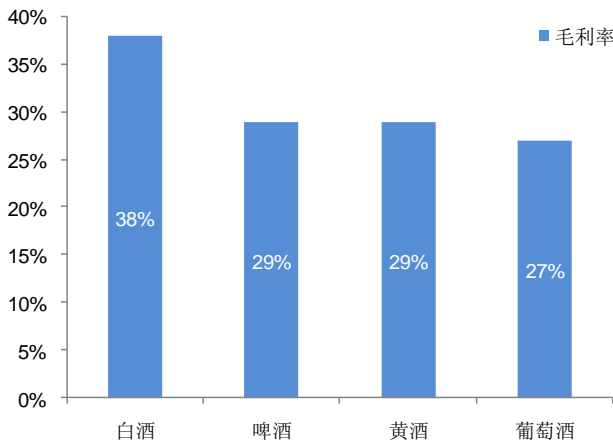
- 此外，公司还通过与阿里巴巴等电商合作，积极拓展销售新渠道。

3、提价和成本控制将改善公司盈利能力

与白酒相比，黄酒行业盈利能力相对较弱，在黄酒行业内部，公司由于手工酿酒拉高成本，毛利率也较金枫酒业低，未来公司将通过提价和一系列锁定成本措施，提高盈利能力：

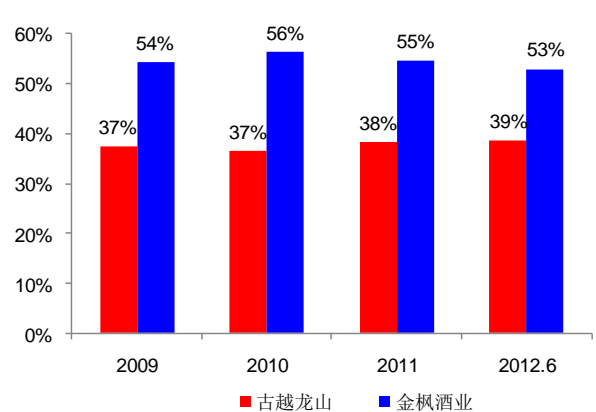
- 黄酒的盈利能力不如白酒，黄酒内部，金枫的毛利率 50%左右，相对较高，主要原因是金枫没有手工酿酒，手工酿酒需要 200 多天，而机械酿酒只需要 1 个多月的时间，低廉的成本导致金枫毛利率较高，但手工酒可以永远保存，而且愈久愈香；

图表 5：从今年上半年数据看，规模以上黄酒企业毛利率较白酒企业低



资料来源：wind，宏源证券研究所

图表 6：古越龙山毛利率较金枫酒业低



资料来源：wind，宏源证券研究所

- 盈利能力较弱对黄酒品牌推广也有一定的影响，但品牌推广是多方面的，而且与当地文化和历史背景、政府支持也有一定的关系，公司借鉴了秦池的成功经验从 2004 年开始在央视做广告；
- 公司对提价方向很明确，将逐步上提产品价格，但提价多少与通货膨胀的程度有关，此外，提价有一个滞后的过程，商超有 3 个月左右完成提价，酒楼也要有 1-2 个月时间；
- 即将进入中秋国庆消费旺季，公司在超市、经销商、新品推出等方面做好旺季营销准备，上海地区平时有 60 余人销售队伍，今年旺季将达到 300 人；
- 公司一般提前 2-3 个月时间付款，由于去年粮价较便宜，公司上半年提前锁定了粮食价格，购买了几万吨粮食，从而导致上半年经营性现金流有所下降，在粮食价格上涨的行情下，下半年销售旺季下公司盈利能力有望有所提高；

三、百城千店+酒楼营销，公司品牌影响力有望进一步提升

1、“百城千店”计划稳步推进，今年已开设 38 家

公司已经开设近 200 家专卖店，今年计划新开 50 家（现已开设 38 家），专卖店既可以销售黄酒，在黄河以北地区开设专卖店还起到了品牌推广作用：

- ◆ “百城千店”计划是在营销市场发生急剧变化下，把宝塔、树杈型的营销网络扁平化，增加掌控能力、广告效能，把当地的力量有效的集聚到销售能力上；今年开店主要集中在浙江，目前今年已经增加 38 家（不包括女儿红）；
- ◆ 专卖店的开设既要考虑盈利性，也要考虑品牌推广作用：目前来说，在北方县级市里开店并不一定能保证 100% 盈利，在江浙地区，例如温州，盈利不是问题，但在北京、天津、贵阳等地区即使亏损也要坚持开店，既有利于销售（绍兴下单全国提货），也可以起到宣传作用；
- ◆ 在近 200 家直营店中，浙江、上海、江苏相对较多，总得来说黄河以南开的多，黄河以北开的少，公司在上海开店可以辐射带动周边 10 个省市，培养市场是漫长的，全国化永远要执行下去，公司也将继续开设直营店，并使其在各大城市里生根，并开花结果。

2、新媒介和酒楼营销提高品牌影响力

公司正常尝试利用微电影、动漫、电子杂志等新传媒方式进行品牌宣传，吸引更多的年轻人消费黄酒，此外，公司覆盖了大部分北京、香港等地的高档酒楼，以增强公司在高端黄酒的品牌影响力：

- ◆ 公司一直在寻求品牌推进的方式和方法，调动年轻人喝黄酒的积极性，正在尝试微电影推广黄酒，未来可能会扩大到利用动漫、电子杂志、高铁航空旅游杂志等新的宣传媒介进行品牌宣传；
- ◆ 产品进驻高档酒楼可以树立品牌的高端性：“酒楼是品牌，商超是销量”，进入酒楼销售费用较高，但可以树立品牌，公司在北京覆盖了 80% 的 A 类 5 星以上酒楼，B 类酒楼也有 50% 左右的覆盖率，在上海酒楼覆盖也远远超过其他黄酒品牌，此外，在香港、澳门大酒店占有率非常高（香港 90% 的市场），在日本也有一定的占有率。

图表 8：三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	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	123	188	206	290
营业成本	769	906	1,127	1,404	存货	1330	1489	2006	2308
毛利	476	671	872	1134	其他流动资产	0	1	1	1
% 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	2
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	固定资产和在建工程	1001	994	924	1004
销售费用	169	214	271	345	无形资产和开发支出	173	178	182	186
% 营业收入	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	其他非流动资产	0	0	0	0
管理费用	78	99	126	159	资产总计	3094	3380	3885	4393
% 营业收入	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	短期借款	193	220	280	197
财务费用	10	5	5	2	应付和预收款项	613	642	772	947
% 营业收入	0.8%	0.3%	0.3%	0.1%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	2	其他负债	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	817	862	1052	1144
投资收益	6	0	0	0	股本	635	635	635	635
营业利润	178	293	394	530	资本公积	961	961	961	961
% 营业收入	14.3%	18.6%	19.7%	20.9%	留存收益	656	893	1206	1620
营业外收支	37	26	26	26	归属母公司股东权益	2250	2489	2801	3215
利润总额	215	319	420	556	少数股东权益	28	30	32	35
% 营业收入	17.2%	20.2%	21.0%	21.9%	股东权益合计	2277	2518	2833	3250
所得税费用	43	80	105	139	负债和股东权益合计	3094	3380	3885	4393
净利润	171	239	315	417					
归属于母公司所有者的净利润	170	237	313	414					
少数股东损益	1	2	2	3					
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	171	89	-4	327	毛利率	38%	43%	44%	45%
取得投资收益收回现金	4	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	15%	19%	20%	21%
无形资产投资	-150	22	86	-65	EBITDA/销售收入	19%	25%	25%	25%
固定资产投资	-150	-40	-30	-80	销售净利率	14%	15%	16%	16%
其他	0	0	0	0	ROE	8%	10%	11%	13%
投资活动现金流净额	-145	21	86	-65	ROA	6%	7%	8%	9%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	6%	8%	10%	12%
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	-181	-118	-67	EBIT 增长率	30%	64%	34%	34%
筹资成本	10	5	5	2	EBITDA 增长率	28%	63%	27%	28%
其他	-2	2	0	0	净利润增长率	36%	39%	32%	32%
筹资活动现金流净额	-84	13	44	-99	总资产增长率	9%	9%	15%	13%
现金净流量	-58	123	126	162	股东权益增长率	8%	11%	-104%	-8684%
					经营现金净流增长率	16%	-48%	-104%	-8684%
					流动比率	2.2	2.5	2.7	2.9
					速动比率	0.6	0.8	0.8	0.9
					应收账款周转天数	43.9	36.9	31.0	35.6

资料来源: Wind, 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(27元时)推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达151%; 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, 截止今日涨幅123%; 近期成功挖掘古越龙山投资机会。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	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。