

高端产品承压，期待激励添动力

增持 维持

事件：我们于2013年6月20日调研了古越龙山，与公司董秘和证代就公司经营情况、未来发展前景等问题进行交流。

报告摘要：

- **黄酒销售区域拘于江浙沪，行业扩容仍需加强产品创新和渠道营销：**截至2012年底，我国规模以上黄酒企业销售收入134亿元，不足葡萄酒的三分之一，黄酒消费仍集中于江浙沪区域，公司2012年在该区域内收入占比65%；公司在北京、深圳等区域设立五大营销中心，并通过广告宣传、微电影等手段加大品牌宣传，但黄酒全国化拓展仍需各黄酒企业在产品创新、营销以及渠道建设方面下功夫。
- **礼品及餐饮市场不景气影响高端产品销售，特色产品女儿红仍保持较快增长：**受三公消费限制及酒水市场景气度下行的影响，公司高端黄酒（收入占比10%至15%）销售出现下滑；中档产品价格相对较低，仍保持增长；特色产品女儿红（收入占比20%）基数相对较低，收购后和古越龙山共享销售渠道，并加大了品牌宣传，产生了较好的协同效应，叠加去年5月份提价10%-12%的影响，我们预计2Q有望维持一季度20%左右的增速。
- **公司是黄酒行业龙头，期待机制改善带动业绩增长：**古越龙山是我国黄酒龙头企业，品牌影响力最强，产品定位清晰；公司目前拥有经销商2000多家，专卖店250家，13年计划新增100家专卖店，营销网络拓展将推动公司黄酒市场份额进一步扩张，此外，公司25万吨左右原酒资源有助于提高投资安全保障；但公司为国有企业，缺乏激励机制，管理层及营销人员动力不强，期待机制改善为公司带来新的增长活力，推动销售渠道扩张，带动公司业绩增长。
- **盈利预测及投资建议：**预计13-15年公司营业收入分别为15.7亿、18.2亿和21.4亿，YOY分别为10.4%、15.8%和17.6%；净利润分别为2.1亿、2.5亿和2.9亿，YOY为分别9.5%，17.5%和18.4%；EPS分别为0.33元、0.39元和0.46元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1,246	1,422	1,569	1,817	2,136
增长率(%)	15.4%	14.1%	10.4%	15.8%	17.6%
归母净利润(百万)	171	192	211	247	293
增长率(%)	35.5%	12.2%	9.5%	17.5%	18.4%
每股收益	0.268	0.301	0.330	0.388	0.460
市盈率	39	39	36	30	26

食品饮料行业

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

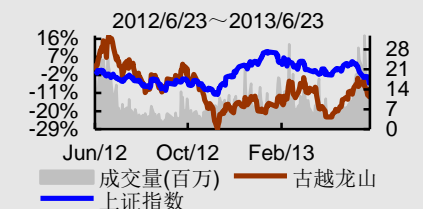
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《伊利股份：行权绑定利益，推动长期发展》
2013/6/18
- 《茅台环比改善，食品估值需消化》
2013/6/12
- 《白酒、食品到达精选个股期》
2013/6/2
- 《把握白酒板块估值修复行情》
2013/5/27
- 《加加食品：推新品优化结构，期待产能释放》
2013/5/19

一、黄酒行业竞争格局

黄酒生产企业中绍兴地区主要有古越龙山和会稽山，上海市场有金枫酒业，出口方面塔牌做的比较好。

会稽山价格相对便宜，在浙江的中低端市场比较受欢迎，但近几年随着消费升级和公司品牌宣传的加大，古越龙山消费逐渐增多。

金枫市场集中在上海、江苏，近几年有下滑。金枫酒业的石库门主要销往上海，定位中端，餐饮市场做的比较好。塔牌主要走外销，以前是浙江省粮油公司，出口渠道有优势，主要市场有东南亚、日本。

整个黄酒市场蛋糕的做大需要几家大企业一起做，但各个企业联合的可能性不大。国家希望做大，但不会有强制性的措施。黄酒企业过去在营销投入、网络投入方面还有欠缺。

全国黄酒市场 100 多亿的市场估摸。江苏整个市场在 10 个亿左右，主要集中在苏南地区，古越龙山在江苏地区销售收入不到 1 亿，江苏市场销售中当地品牌占比较多，也与地方政府扶持有关。

三公消费对中档酒毛利率有利有弊，一方面餐饮和礼品消费少了，但另一方面高端白酒红酒销售限制对公司产品销售有利。公司认为三公消费基本稳定了，影响最大的是去年四季度，浙江省过去出去省外春节前送地方产品肯定有绍兴黄酒，但去年礼品方面受到一些影响。

二、公司销售的区域分布、渠道和原酒经营情况

大的消费环境和经济环境发生了变化，公司产品销售的结构可能会有所调整，但目前总体来说生产经营情况都比较正常，预计上半年整个销售情况和去年同期基本持平，销量有所增长。

公司销售的区域分布方面，2012 年的情况是江浙沪收入占比 65%左右，外围市场占比 35%左右。江浙沪三地中浙江占比约 40%，上海 20%，江苏 5%。外围市场主要是周边的福建、安徽、江西等地，北京在外围市场的占比也比较多。

公司销售渠道以经销商为主，占 80%左右，直营占 20%左右。目前经销商 2000 多个，经销商利润空间 20%左右，专卖 250 店，今年计划增加 100 家，专卖店中直营占 15%。未来的策略是开几家旗舰店，大部分自己开。

原酒情况：公司每年根据库存情况和生产情况于 11 月份制定下一年的销售计划，今年计划销售原酒 6000 吨，跟去年差不多。消费者有两种，大部分买来之后存在公司（以投资为主），少部分是个性化消费，如公司庆典等场合，但没有销售给其他黄酒厂商。

公司计划回购 500 吨 07 年的 5 年的原酒，因为公司出于灌装酒需要，对于 5 年期基酒的需求比较大。另外在原酒发行时公司就说明根据需要可以回购，并且回购的原酒价格相比于公司目前出售的原酒价格是比较合理的。原回购价格按照交易平台的价格进行，目前还没有开始。网络交易比较清淡，买卖双方都在观望。原酒 08 年推出，每年 6000 吨，主要是近几年的原酒。

三、产品结构和提价策略

黄酒主要原料是糯米、小麦，公司在安徽、江苏和湖北有基地，今年达到 13 万亩，60%原料来自自己的基地。目前机械酿造和手工酿造各一半，机械毛利率占 50%左右。

2012 年，预计公司 5 年陈以下产品收入占比 40%，5-10 年占比 45-50%，10 年以上为 10-15%。产品结构中，女儿红收入占比 20%，沈永和和鉴湖比较少，合起来不到 10%；状元红单品比较少。

女儿红整体的增速较快，是公司 09 年收购的品牌。增速快的原因一方面是收购以来磨合效果显现出来，另一方面 10 年之前销售网络建设的不错，第三方面是宣传方面，整体和古越龙山宣传放在一起。女儿红浙江卖的比较好，是一个老牌子，公司 1.6 亿收购过来的。女儿红产品价格相比古越龙山便宜一些，未来产品会提价和进行结构调整。去年增速较快也要得益于 5 月份提价了 10%以上，内部结构也做了一些调整。之前营销投入和网络建设比较欠缺，目前这块和古越龙山部分共享也对其有帮助。

目前女儿红和古越龙山二者发展战略不一样，古越龙山是全国第一品牌，女儿红定位是中偏上，特色品牌、个性化品牌。公司的品牌体系是第一品牌为古越龙山，个性化的特色品牌是女儿红和状元红，定位中偏上。再往下是沈永和和鉴湖这些品牌。

毛利率方面，公司产品中十年以上毛利率比较高，但量小，并且十年以上不同年份之间的差异也会比较大。5-10 年 45%左右毛利率。

大部分是饮用酒，公司都是按饮用酒出货的，但消费者买来也可能会用于厨用。如南方广东等地对于厨用酒要求较高，可能会采用公司的产品。

近期没有提价的计划，今后几年的方向不变，公司会根据市场情况提价，但是具体的规划现在还没有制定。提价的影响反应到销售收入有滞后，主要有经销商存货、商超一季度一次翻牌等因素。公司的提价幅度并不大，提价之前也会有调研，整体市场的接受度还是可以的。

年份酒的概念是 90 年代推出的。目前 50 年、60 年的销量是不多的，每年的销量在 2000 瓶左右。但确实公司库存结构比较长，最早的原酒是 1928 年酒。

绍兴黄酒所有年份酒标准都是古越龙山制定的，但公司比标准更高：某一年份基酒在该年份产品占比 50%，其他占综合比例的 50%。公司的基酒大概占 52-55%。

黄酒口味方面不是问题，公司会根据市场调研对外围市场的口味做适当调整，关键还是在于消费的引导和宣传。

四、产能、库存及销售人员激励情况

2012 年产能 16 万吨，销量 13 万吨，产量 14 万吨左右，近几年原酒的增长不多。

库存原酒 24-26 万吨，原酒的加权酒龄是 10 年左右，库存原酒主要考虑销售、仓储等因素。从行业看，库存占整个行业的一半以上。古越龙山是高档酒，高年份，以后也会继续走中高档路线，尽管近两年可能受到影响，但是基本的策略不会变。

今年产的基酒是 16 元每公斤。手工原酒前年卖过的是 13.6 万每吨，库存里年份高的基本是手工酒，近几年产的机械酒多一些。

公司销售人员销售收入和业绩挂钩，主要考察销售量和销售结构来制定奖金。销售人员待遇比会稽山差一些，和塔牌差不多，他们是国有公司。公司的销售队伍还是比较稳定

的，内部可能会根据市场情况进行调整，目前销售人员编制内 300 个左右，加上外围的有 1000 多人，销售人员数量每年都会增加，但增速不大。

图 1: 分产品收入预测

		2011	2012E	2013E	2014E	2015E
原酒销售	收入（百万元）	151	117	135	155	179
	YOY	84%	-22%	15%	15%	15%
	成本（百万元）	68	56	63	71	80
	YOY	84%	-17%	13%	13%	13%
	毛利率	55%	52%	53%	54%	55%
黄酒销售	收入（百万元）	1072	1272	1399	1623	1915
	YOY	10%	19%	10%	16%	18%
	成本（百万元）	683	801	868	998	1168
	YOY	8%	17%	8%	15%	17%
	毛利率	36%	37%	38%	39%	39%
其他业务	收入（百万元）	23	32	35	39	43
	YOY	10%	41%	10%	10%	10%
	成本（百万元）	19	27	30	33	36
	YOY	3%	47%	10%	10%	10%
	毛利率	19%	15%	15%	15%	15%
酿酒行业	收入（百万元）	1223	1389	1534	1778	2094
	YOY	16%	14%	10%	16%	18%
	成本（百万元）	751	858	931	1070	1249
	YOY	13%	14%	9%	15%	17%
	毛利率	39%	38%	39%	40%	40%
合计收入	收入（百万元）	1246	1421	1569	1817	2136
	YOY	15%	14%	10%	16%	18%
	成本（百万元）	769	885	961	1103	1285
	YOY	12%	15%	9%	15%	17%
	毛利率	38.2%	38%	39%	39%	40%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 2: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,422	1,569	1,817	2,136	货币资金	481	400	500	550
YOY	14%	10%	16%	18%	应收和预付款项	134	188	218	256
营业成本	882	961	1,103	1,285	存货	1534	1580	2114	2323
毛利	540	609	715	852	其他流动资产	6	1	1	1
% 营业收入	38%	39%	39%	40%	长期股权投资	88	88	88	88
营业税金及附加	63	70	81	95	投资性房地产	2	2	2	2
% 营业收入	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	固定资产和在建工程	1148	1298	1428	1538
销售费用	193	213	247	291	无形资产和开发支出	155	160	166	171
% 营业收入	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	91	101	116	137	资产总计	3580	3624	4270	4520
% 营业收入	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	短期借款	491	178	456	259
财务费用	14	13	12	13	应付和预收款项	645	802	922	1077
% 营业收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	2	0	0	0	其他负债	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	1149	980	1379	1336
投资收益	6	5	5	5	股本	635	635	635	635
营业利润	183	217	264	322	资本公积	961	961	961	961
% 营业收入	12.9%	13.8%	14.5%	15.1%	留存收益	815	1025	1271	1563
营业外收支	61	50	50	50	归属母公司股东权益	2408	2620	2867	3159
利润总额	244	267	314	372	少数股东权益	29	30	31	32
% 营业收入	17.2%	17.0%	17.3%	17.4%	股东权益合计	2437	2650	2898	3191
所得税费用	52	57	67	79	负债和股东权益合计	3586	3631	4276	4526
净利润	192	211	247	293					
归属于母公司所有者的净利润	191	210	246	292	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东损益	1	1	1	1	毛利率	38%	39%	39%	40%
					三费/销售收入	21%	21%	21%	21%
					EBIT/销售收入	14%	14%	15%	15%
					EBITDA/销售收入	25%	24%	24%	23%
					销售净利率	14%	13%	14%	14%
					ROE	8%	8%	9%	9%
					ROA	5%	6%	6%	6%
					ROIC	5%	6%	6%	8%
					销售收入增长率	14%	10%	16%	18%
					EBIT 增长率	6%	17%	20%	22%
					EBITDA 增长率	47%	6%	15%	16%
					净利润增长率	12%	9%	18%	18%
					总资产增长率	16%	1%	18%	6%
					股东权益增长率	-58%	431%	-119%	-573%
					经营现金净流增长率	-58%	431%	-119%	-573%
					流动比率	1.9	2.2	2.1	2.3
					速动比率	0.5	0.6	0.5	0.6
					应收账款周转天数	40.6	40.6	40.6	40.6
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E					
经营活动现金流净额	36	282	427	428					
取得投资收益收回现金	0	5	5	5					
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	-208	-133	-91	-71					
固定资产投资	0	-100	-80	-50					
其他	0	-21	0	0					
投资活动现金流净额	-203	-129	-86	-66					
债券融资	298	-2	0	0					
股权融资	0	0	0	0					
银行贷款增加(减少)	0	-313	278	-198					
筹资成本	14	13	12	13					
其他	11	3	0	0					
筹资活动现金流净额	262	-334	257	-221					
现金净流量	131	-81	100	50					

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 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, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

机构销售团队

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
华东区域	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。