东兴证券
DONGXING SECURITIES

传统黄酒品牌

——会稽山（601579）

2014 年 07 月 22 日

建议申购

会稽山 | 新股定价

徐昊
010-66554017 xuhao@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480514070003
焦凯
010-66554144 jiaokai@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480512090001

询价区间	3.61-4.32
上市首日定价区间	4.25-5.09

发行上市资料

总股本（万股）	30000.00
发行量（万股）	
发行日期	2014-07-23
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	中国国际金融有限公
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	3.16
净资产收益率（%）	13.08%
资产负债率（%）	53.11%

主要股东和持股比例

精功集团	44.00%
轻纺城	34.00%
绵阳科技城产业投资	16.66%

摘要：

- **建议询价区间为 3.61 元-4.32 元。**会稽山公司是绍兴黄酒传统品牌，但行业一季度收入利润下滑，预计 2015 年黄酒行业有望出现拐点。考虑公司所处的行业增速预期以及公司行业地位，我们认为给予公司 2014 年合理估值区间为 15-18 倍，对应股价区间为 4.25 元-5.09 元，建议询价区间为 3.61 元-4.32 元。
- **募集资金投向 4 万千升产能建设。**公司拟发行新股 10000 万股，募集资金 37602 万元，募集资金主要用于投向 4 万千升中高档优质绍兴黄酒项目。募集资金投资项目将着重提高公司黄酒产品生产的技术含量和产品品质，扩大公司黄酒生产能力，以满足不断增长的消费需求，同时改善公司财务结构，提高抗风险能力。
- **黄酒行业区域消费格局需要突破。**2006 年至 2013 年黄酒行业销售收入年均复合增长率达到 14.6%，利润总额年均复合增长率达 23.6%。2012 年下半年“三公消费”导致白酒行业进入拐点阶段，对黄酒行业影响从 2014 年一季度才开始显现。2014 年前两月行业累计利润总额同比下降 6.44%，但到 4 月，行业累计净利润同比仅下降 0.07%。我们认为黄酒行业有望摆脱白酒行业趋势，走出独立行业周期。
- 黄酒区域市场的集中程度远高于白酒、啤酒和葡萄酒。黄酒消费市场集中在江浙沪地区，增长空间有限。但从积极的角度看，华东地区以外的市场空间还有很大增长潜力。
- 会稽山上市后，黄酒行业上市公司将达到 3 家，公司将加大对渠道、市场和品牌的投入，营销的发力有利于黄酒行业走出江浙沪地区。从公司角度看，会稽山是民营公司，相比行业前 2 名公司拥有体制先发优势。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	974.82	933.81	868.42	948.01	1,074.96
增长率（%）	10.69%	-4.21%	-7.00%	9.16%	13.39%
净利润（百万元）	127.12	125.15	115.10	129.16	149.79
增长率（%）	16.13%	-1.55%	-8.03%	12.21%	15.97%
每股收益(元)	15.37%	13.08%	8.20%	8.66%	9.38%
净资产收益率（%）	0.42	0.41	0.28	0.32	0.37

目 录

1. 会稽山绍兴酒公司概况和发行情况 4
1.1 会稽山绍兴酒概况 4
1.2 会稽山绍兴酒公司股权结构 4
1.3 募集资金投向 5
2. 黄酒行业需要突破区域格局 5
2.1 黄酒行业消费升级 5
2.2 黄酒市场格局：地区集中、品牌集中 6
2.3 会稽山上市有利于黄酒行业破局 7
3. 公司核心优势 8
3.1 历史品牌优势 8
3.2 充足的原酒储藏 8
3.3 市场化的经营机制和专业的管理团队 9
3.4 全国性的销售渠道和卓有成效的营销管理 9
4. 盈利预测和估值 9
4.1 关键经营数据假设 9
4.2 经营业绩预测 9
4.3 公司估值 11
5. 公司投资风险 11
5.1 黄酒消费增长乏力风险 11
5.2 黄酒市场区域扩张风险 12
5.3 存货周转慢带来的财务风险 12
5.4 原料成本上涨的风险 12

表格目录

表 1:会稽山绍兴酒募集资金投向表 5
表 2:会稽山绍兴酒经营模型 10
表 3:相对法估值法公司估值表 11

插图目录

图 1:会稽山绍兴酒公司股权结构图 4
图 2:黄酒行业历年销售收入图 5
图 3:黄酒行业累计收入和累计利润总额同比增速（按 6 个月做移动加权平均值） 6
图 4:2012 年黄酒区域市场分布 7
图 5:2013 年黄酒品牌市场格局 7
图 6:三家黄酒公司收入比较（百万元） 7
图 7:三家黄酒公司毛利率比较 7
图 8:三家黄酒公司期间费用率比较 8

图 9:三家黄酒公司销售净利率比较 8

1. 会稽山绍兴酒公司概况和发行情况

1.1 会稽山绍兴酒概况

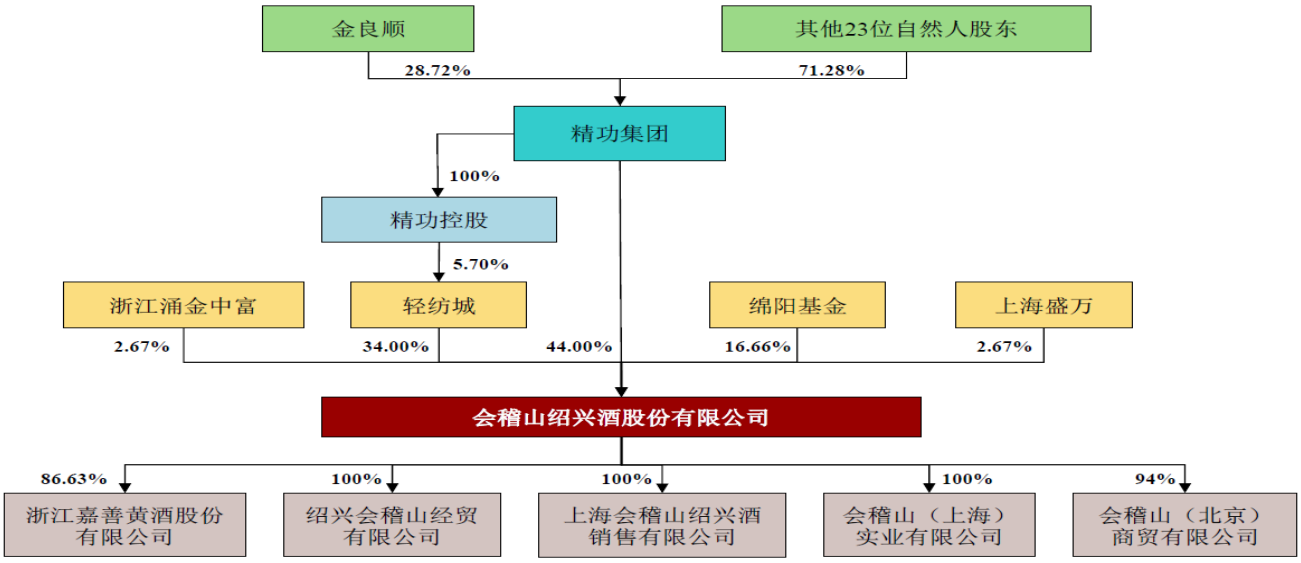
会稽山绍兴酒股份有限公司位于“黄酒之都”中国绍兴，公司主要生产、销售黄酒产品。会稽山是中国黄酒业中少数集“中国驰名商标”、“中华老字号”、“国家地理标志保护产品”三大荣誉于一身的企业之一。

1915 年公司前身云集酒坊生产的绍兴黄酒与贵州茅台同获巴拿马太平洋万国博览会金奖，绍兴黄酒从此名扬海内外。1998 年，会稽山牌绍兴酒被北京人民大会堂指定为国宴专用黄酒。自创始以来，会稽山一直重视高品质生产黄酒。公司。植根于绍兴的会稽山，凭借悠久的历史、优质的产品，由绍兴辐射全国，成为黄酒行业的龙头企业之一。

1.2 会稽山绍兴酒公司股权结构

发行前，公司总股本 30000 万股，本次发行不超过 10000 万股；其中：新股发行数量不超过 10000 万股，公司现有股东将其于本次发行前持有的公司股份以公开发行方式向投资者转让的股份合计不超过 5500 万股。

图 1:会稽山绍兴酒公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

精功集团持有会稽山绍兴酒 44.00%的股份，为公司的控股股东。金良顺先生持有精功集团 28.72%的股份，是精功集团的第一大股东，是公司的实际控制人。如果本次发行募集资金净额超过募集资金投资项目资金需求量，经发行前全体股东协商，同时

经拟转让老股的股东同意，可以转让老股。转让老股后，公司的股权结构未发生重大变化，实际控制人未发生变更，对公司治理结构及生产经营未产生重大影响。

1.3 募集资金投向

公司拟募集资金 37602 万元，募集资金主要用于投向 4 万千升中高档优质绍兴黄酒项目。募集资金投资项目将着重提高公司黄酒产品生产的技术含量和产品品质，扩大公司黄酒生产能力，以满足不断增长的消费需求，同时改善公司财务结构，提高抗风险能力。募集资金到位前，公司以自有资金或银行贷款先行投入，募集资金到位后置换已支付款项。

表 1:会稽山绍兴酒募集资金投向表

项目名称	投资总额	募集资金投入	建设期	项目投资进度				
				2009	2010	2011	2012	2013
4 万千升中高档优质绍兴黄酒	41804	37602	5	3672	5043	13599	12302	6754

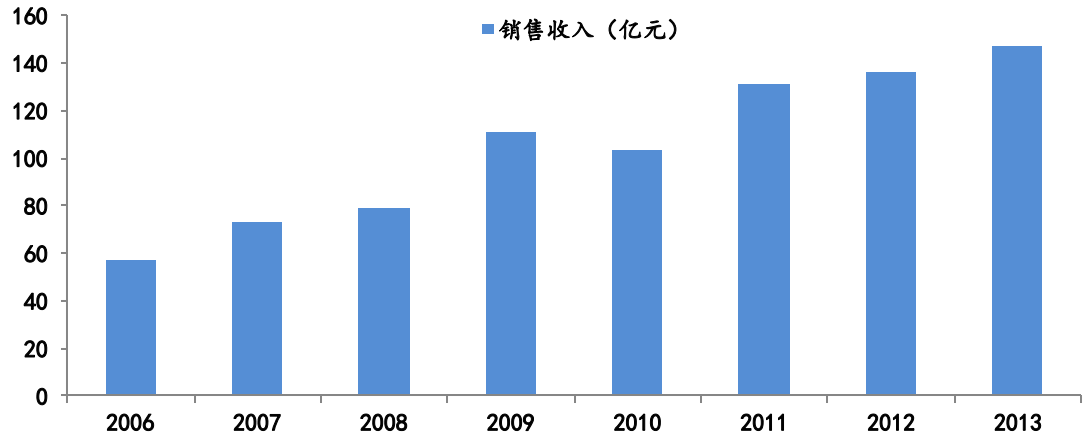
资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

2. 黄酒行业需要突破区域格局

2.1 黄酒行业消费升级

黄酒行业在 2006 年至 2013 年，由于消费升级带来产品结构升级，行业销售收入年均复合增长率达到 14.6%，利润总额年均复合增长率达 23.6%，行业利润总额的增速大于销售收入的增速。截止 2013 年，黄酒行业销售收入已达到 147.3 亿元。

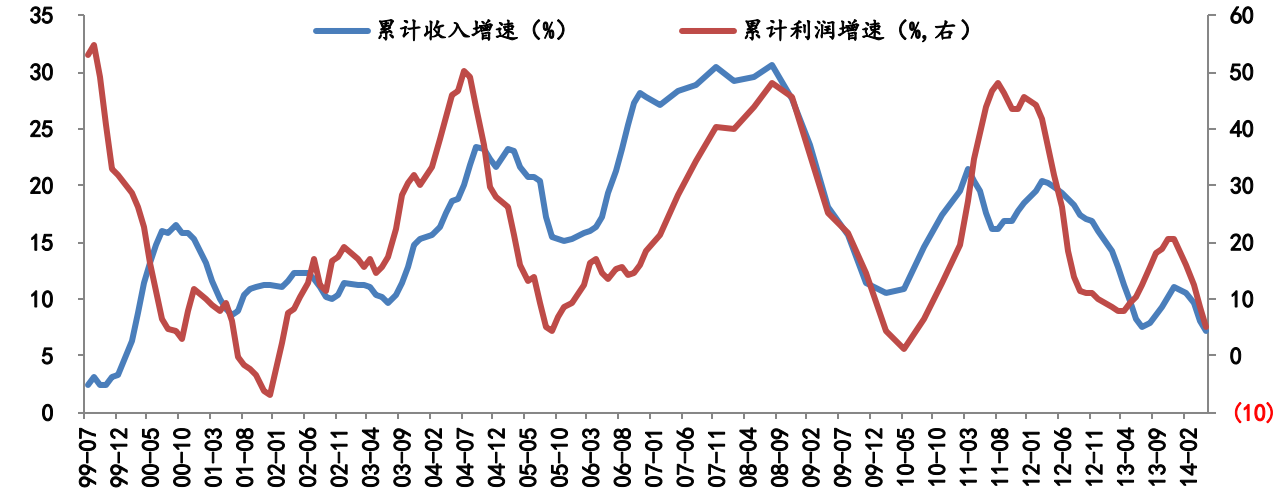
图 2:黄酒行业历年销售收入图



资料来源：东兴证券研究所

黄酒行业的消费升级趋势主要跟随白酒消费升级，从消费人群特点上来说，黄酒和白酒有着一致性，白酒和黄酒互为替代品。在白酒 2002 年至 2012 年的黄金十年中，黄酒相对白酒价格的比价作用凸显，吨酒价格随着白酒价格提升而提升。但总体看，黄酒吨产品价格的提升要慢于白酒产品。

图 3:黄酒行业累计收入和累计利润总额同比增速（按 6 个月做移动加权平均值）



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

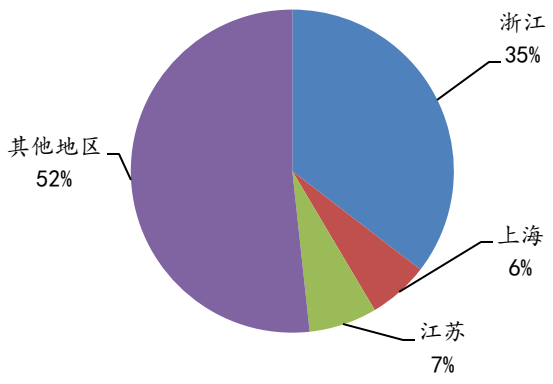
2012 年下半年“三公消费”导致白酒行业进入拐点阶段，对黄酒行业影响从 2014 年一季度才开始显现，黄酒行业累计利润总额出现同比下降。2014 年前两月行业累计利润总额同比下降 6.44%，但到 4 月末，行业累计净利润同比仅下降 0.07%。我们认为黄酒行业有望摆脱白酒行业趋势，走出独立行业周期。

2.2 黄酒市场格局：地区集中、品牌集中

黄酒和白酒一样都是中国传统酒精饮料，生产、饮用历史很长，但现在黄酒消费区域主要集中在江浙沪一带。传统黄酒消费区域集中了众多黄酒企业。浙江省集中了中国黄酒的主要生产企业，有会稽山、古越龙山、塔牌等；上海黄酒企业以金枫酒业为代表；江苏黄酒企业近年来发展势头良好，代表企业有张家港酿酒厂和江苏丹阳酒厂。非传统区域的黄酒生产企业其中代表陕西的谢村黄酒、山东即墨黄酒厂等。

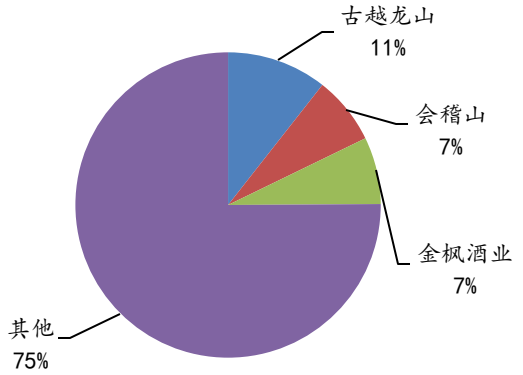
2012 年全国黄酒市场从销售收入占比情况看，浙江省销售占比最高达到 35%的市场份额，其次是江苏地区收入占比 7%，上海地区位居第三达到 6%，江浙沪三地市场份额集中度高达 48%，其他地区市场份额仅 52%。黄酒区域市场的集中程度远高于白酒、啤酒和葡萄酒。黄酒消费市场集中在江浙沪地区，增长空间有限。但从积极的角度看，华东地区以外的市场空间还有很大增长潜力。

图 4:2012 年黄酒区域市场分布



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图 5:2013 年黄酒品牌市场格局



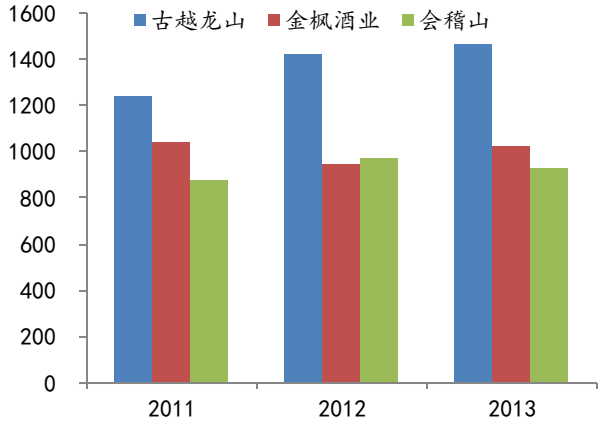
资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

除了区域市场集中度高外，黄酒品牌集中度也远高于其他酒精饮料。2013 年古越龙山山市场份额第一，达到 10.6%，其次是金枫酒业，市场份额 7.2%，会稽山市场份额位居第三，达到 7.1%。在浙江省内市场看，2012 年古越龙山山市场份额达到 29.5%，其次是会稽山也达到 20.2%，其余省内黄酒企业市场份额仅 50.3%。

2.3 会稽山上市有利于黄酒行业破局

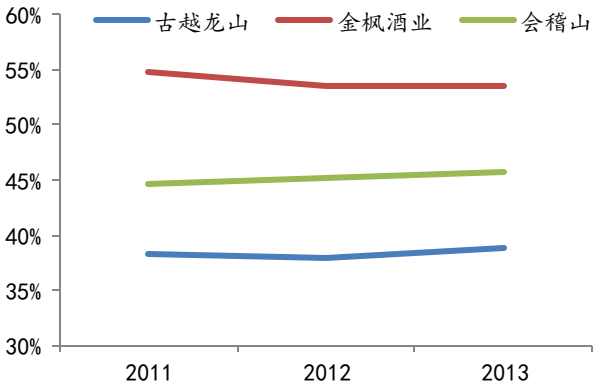
2013 年黄酒行业销售收入 147.3 亿元，相比白酒行业 5018 亿元的营业收入，差距较大。消费区域集中、消费饮用习惯、行业营销能力有限都是制约行业增长的因素。现代酒精饮料产品成长主要依赖品牌和渠道两方面作用，黄酒三大品牌均有历史积淀，但渠道营销能力相比白酒行业有较大差异。

图 6:三家黄酒公司收入比较（百万元）



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

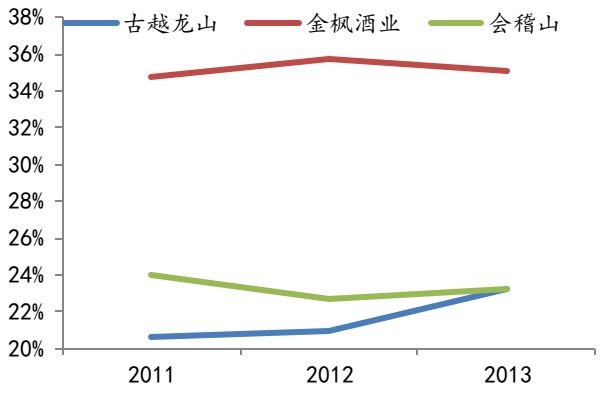
图 7:三家黄酒公司毛利率比较



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

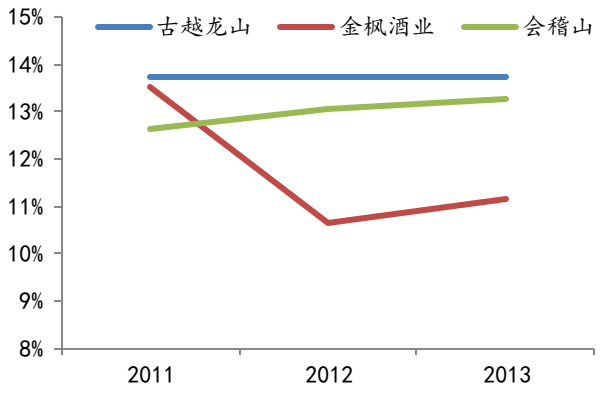
黄酒行业收入规模有限，累计利润有限，对营销和渠道投入自然不及财大气粗的白酒行业。会稽山上市后，黄酒行业上市公司将达到 3 家，有利于黄酒行业走出江浙沪地区。

图 8:三家黄酒公司期间费用率比较



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

图 9:三家黄酒公司销售净利率比较



资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

3. 公司核心优势

3.1 历史品牌优势

会稽山是中国黄酒业中少数集“中国驰名商标”、“中华老字号”、“国家地理标志保护产品”三大荣誉于一身的企业之一。1915 年，公司前身云集酒坊生产的绍兴黄酒与贵州茅台同获巴拿马太平洋万国博览会金奖，绍兴黄酒从此名扬海内外。1998 年，会稽山牌绍兴酒被北京人民大会堂指定为国宴专用黄酒。自创始以来，会稽山一直重视高

3.2 充足的原酒储藏

原酒是生产高档黄酒的必要基础。由于原酒陈化需要时间，因此黄酒生产企业在短时间内无法获得大量优质原酒储量，故而原酒储量具有一定稀缺性。由于会稽山黄酒历史悠久，270 多年生产从未间断，因此公司的原酒储量较大，目前合计拥有各年份的原酒储量约 12 万千升，处于行业领先地位。由于公司的原酒储量充足，各类黄酒产品销量得到有效保证，为未来业务的可持续发展提供了坚实有力的保障。

3.3 市场化的经营机制和专业的管理团队

会稽山是我国目前主要黄酒企业中的大型民营企业，经营机制灵活。未来，公司有条件运用股权激励等市场化机制调动管理层及技术骨干的积极性。公司核心管理团队平均年龄 46 岁，在黄酒行业从业时间较长，经验丰富。公司核心管理团队拥有多位国家级黄酒评委，在黄酒研发、生产、销售领域拥有丰富的经验。

3.4 全国性的销售渠道和卓有成效的营销管理

作为全国运营历史最悠久的黄酒企业之一，公司多年积累，建立了全国性的销售渠道，拥有超过一千家的营销网点，由经销商、商超卖场和直销网点等共同组成，覆盖全国 20 余个省、直辖市及自治区，有效带动了公司产品在全国范围的推广。

根据黄酒行业特点，公司采取差异化营销模式。依据“深耕核心市场、开发潜在市场”的策略，公司将全国市场分为成熟市场、竞争性市场和培育市场三大类型，在各个市场运用差异化的渠道运作模式和营销策略，合理配置产品资源，确保成熟市场的领先地位，同时，积极拓展竞争性市场，加强新兴市场的培育，扩大市场份额。

4. 盈利预测和估值

4.1 关键经营数据假设

1）假设公司 2014 年至 2016 年黄酒销量分别为：9.07 万千升、9.62 千升和 10.44 千升；假设 2014 年至 2016 年吨酒销售价格分别为：9502 元/千升、9779 元/千升和 10216 元/千升；假设公司 2014 年至 2016 年黄酒销售收入分别为：8.62 亿元、9.40 亿元和 10.66 亿元，对应营业收入分别为：8.68 亿元、9.48 亿元和 10.74 亿元。

2）假设公司 2014 年至 2016 年黄酒毛利率分别为：44.90%、45.07%和 46.89%；假设公司 2014 年至 2016 年营业综合毛利率分别为：44.76%、44.93%和 45.82%。

3）假设公司 2014 年至 2016 年销售费用率分别为：13.62%、14.71%和 15.74%；假设公司 2014 年至 2016 年管理费用率分别为：8.53%、8.10%和 7.94%；假设公司 2014 年至 2016 年所得税实际税率均为 26.5%。

4.2 经营业绩预测

表 2:会稽山绍兴酒经营模型

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中高端黄酒						
销量（千升）	21296	21604	19785	17807	18697	20380
销量增长（%）		1.45%	-8.42%	-10%	5%	9%
销售收入（万元）	45882	49749	41175	35556	38454	43172
销售单价（万元/千升）	2.15	2.3	2.08	2.00	2.06	2.12
单位成本（万元/千升）	0.95	0.99	0.94	0.92	0.94	0.97
毛利率（%）	55.90%	57.20%	54.70%	53.87%	54.09%	54.31%
普通黄酒						
销量（千升）	52653	62183	64006	62726	67744	74518
销量增长（%）		18.10%	2.93%	-2%	8%	10%
销售收入（万元）	29815	39883	45448	44981	50037	57792
单价（万元/千升）	0.57	0.64	0.71	0.72	0.74	0.78
单位成本（万元/千升）	0.41	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47
毛利率（%）	27.20%	31.40%	38.10%	37.41%	38.02%	39.79%
黄酒原酒						
销量（千升）	14440	6387	4546	3637	2909	2328
销售收入（万元）	8577	3848	2658	2004	1651	1453
单价（万元/千升）	0.59	0.6	0.58	0.55	0.57	0.62
单位成本（万元/千升）	0.3	0.3	0.28	0.27	0.28	0.30
毛利率（%）	50%	49.70%	52.80%	51.72%	49.85%	52.13%
其他						
销量（千升）	5295	6769	6176	6485	6809	7149
销售收入（万元）	2870	3092	3308	3607	3901	4219
单价（万元/千升）	0.54	0.46	0.54	0.56	0.57	0.59
单位成本（万元/千升）	0.39	0.35	0.33	0.30	0.32	0.34
毛利率（%）	28.66%	24.42%	38.31%	46.06%	44.49%	42.87%
营业收入（万元）	88068	97482	93381	86842	94801	107496
营业成本(万元）	48688	53518	50652	47971	52207	58236
综合毛利率（%）	44.72%	45.10%	45.76%	44.76%	44.93%	45.82%

资料来源：公司招股说明书、东兴证券研究所

预计公司 2014 年公司净利润下降 8.03%，2015 年出现业绩拐点，净利润同比增长 12.21%，2016 年净利润增长 15.97%。公司 2014 年、2015 年和 2016 年 EPS 按照发行完成后总股本全面摊薄为 0.28 元、0.32 元和 0.37 元。

4.3 公司估值

选择相对估值法对公司估值，可比公司选择了两家黄酒公司古越龙山和金枫酒业。考虑到可比公司样本量较少，还选择了四家区域型白酒工作作为可比公司。四家区域白酒公司销售规模和公司相近，具有一定估值参考价值。

表 3:相对法估值法公司估值表

	EPS		PE		PS	净利率（%）	ROE(%)
公司名称	2013	2014E	2013	2014	2013	2013	2013
古越龙山	0.18	0.20	45.22	40.8	4.43	9.88	5.78
金枫酒业	0.23	0.28	34.79	27.9	3.96	11.18	8.84
金种子酒	0.24	0.28	31.98	27.9	2.05	6.42	6.15
老白干酒	0.47	0.44	48.67	51.4	1.77	3.64	10.50
伊力特	0.62	1.03	15.67	9.4	2.44	15.13	18.49
青青稞酒	0.83	0.86	19.15	18.5	4.97	25.97	18.29
平均	0.43	0.52	32.58	29.29	3.27	12.04	11.34

资料来源：wind、东兴证券研究所

可比公司 2013 年平均静态 PE 为 32.58 倍，2014 年平均动态 PE 为 29.29 倍，考虑公司所处的行业增速预期以及公司行业地位，我们认为给予公司 2014 年合理估值区间为 15-18 倍，对应股价区间为 4.25 元-5.09 元，建议询价区间为 3.61 元-4.32 元。

5. 公司投资风险

5.1 黄酒消费增长乏力风险

在经济增速放缓及高端消费低迷等因素的影响下，2013 年中国高端酒类行业受到一定冲击，部分高端酒类出现了价格大幅下滑、产品滞销的情况。针对市场环境的变化，公司积极调整经营策略，通过提升普通黄酒和中高端黄酒中的中端产品的销量，来抵御市场波动的风险，但在 2013 年公司的经营业绩仍出现了小幅下滑。

2014 年一季度，受春节假期较去年提前、高端消费低迷等因素影响，黄酒行业受到一定冲击，已上市可比公司古越龙山和金枫酒业的收入和利润等业绩财务数据也出现不同程度下滑。综合考虑外部环境和公司自身经营情况，公司预计 2014 年度上半年归属于母公司股东净利润同比下降约 7%-10%。若未来酒类消费市场仍出现较大负面波动，且公司未能有效应对，公司将可能面临经营业绩进一步下滑的风险。

5.2 黄酒市场区域扩张风险

除黄酒外，我国居民主要的消费酒类为白酒、啤酒和葡萄酒，各酒种之间存在一定的替代效应。如果未来我国居民消费酒类习惯发生变化，公司不能维持和进一步开拓黄酒市场，将导致公司黄酒产品销售收入下降，对公司的盈利水平产生负面影响。

受历史、文化和地理等诸多因素影响，我国黄酒行业地域特征明显，其生产、消费主要集中在江浙沪等传统黄酒消费区域。ACMR 发布的数据显示，2012 年江浙沪三地黄酒行业销售收入占全国的比例约为 48%。公司的产品销售也基本集中在江浙沪地区，报告期内公司在江浙沪的销售占本公司销售总额的比例超过 87%。

5.3 存货周转慢带来的财务风险

与其他行业相比，公司存货数量大、周转较慢与黄酒行业生产特点有关。黄酒生产企业新酿的黄酒一般需经过一段时间的贮藏、陈化后才能销售；其次，公司是有着悠久历史的黄酒企业，存有大量陈年原酒，维持一定数量的原酒存货是公司生产经营和可持续发展的需要。但如果公司不能合理控制存货总量，则会降低公司资产的流动性，增加公司的资金压力。

5.4 原料成本上涨的风险

原料价格随行业价格波动而变化，尤其是公司主要原材料糯米价格波动幅度较大。由于黄酒行业的自身特点，公司新酿的黄酒一般需经过一段时间的储藏、陈化后才能销售，通常从原材料采购到生产出可供销售的黄酒需要近 2 年或者更长时间，因此当年的生产成本并不完全反映在当年的销售成本中。近几年黄酒的市场价格处于持续上升中，当期原料采购成本的上升可以通过之后几年产品价格的提升或内部管理的优化予以消化。如果公司产品未能及时提价或优化内部管理，则原材料成本的上升将会对公司未来的经营成果造成不利影响。

分析师简介

徐昊

会计学学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

分析师简介

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。