

产品结构优化，主业呈现复苏态势

■ **事件:** 公司公布2016年年报, 全年实现营业收入15.4亿元, 同比增长11.6%, 归属上市公司股东净利润1.2亿元, 同比下降8.4%, 扣非净利润为1.1亿元, 同比增长26.4%; EPS为0.15元。单4季度实现营收4.1亿元, 同比下降0.5%, 净利润2,624万元, 同比下降45.3%。公司拟每10股派发现金红利1元(含税)。公司2017年计划酒类销量增长5%-10%, 利润增长6%-11%。

■ **产品结构优化明显, 积极培育大单品。** 公司2016年酒类销量13.9万吨, 其中中高档黄酒销量为5.3万吨, 同比增长17.1%, 实现较快增长。2016年酒类业务收入达15.0亿元, 同比增长12.0%, 中高档酒收入9.6亿元, 同比增长16.8%; 普通酒收入5.4亿元, 同比增长4.6%。公司整体酒类业务毛利率为35.9%, 同比提升1.84pct, 主要来自中高档酒销量增长同时毛利率继续提升的贡献, 中高端酒毛利率同比提升3.22pct至50.3%, 普通酒毛利率则同比下降2.99pct至10.5%。公司积极培育大单品, 重点培育的库藏金五年和库藏十年等中高端产品销量实现较快增长, 产品结构优化明显。今年公司大单品销量目标积极, 青瓷十年目标增长30%, 库藏金五年增长25%-30%。此外, 公司已于2月起上调36款相关产品价格, 提价幅度在8%-15%不等, 预计后续仍有提价可能。我们认为, 公司继续聚焦腰部产品、发力大单品以及产品提价将对17年业绩带来积极贡献。

■ **营销推广提升品牌力, 市场拓展稳步推进。** 公司2016年销售费用2.6亿元, 同比增长19.9%, 其中广告宣传费8426万元, 同比增长高达138.2%。广告费用以全国性投放为主, 2016年全国性广告费用6887万元, 占比81.7%。广告营销方面, 除投放央视广告外, 公司投资《女儿红》电视剧已拍摄完成, 今年有望在央视适时播放, 将有效提升黄酒文化认知和公司旗下女儿红品牌知名度。此外, 公司还借力G20杭州峰会、世界互联网大会等全球性重要活动窗口, 积极传播黄酒文化和古越龙山品牌。市场拓展方面, 公司实施百县增亿战略, 在江浙及安徽等区域深耕县市区级市场, 联合战略经销商开启大客户+营销模式, 取得良好效果。分区域看, 江浙沪依旧是公司主要优势市场, 省外市场收入占比接近65%。2016年浙江、上海、江苏地区销售收入分别为5.4亿元、4.2亿元和1.4亿元, 分别增长7.3%、11.5%和18.6%, 国内其他地区收入增长19.9%, 亦表现不俗。

■ **黄酒行业整合任重道远, 公司国企改革推动有待时机成熟。** 去年起黄酒龙头陆续对产品进行提价, 积极引导价值回归, 行业边际改善迹象逐步显现。会稽山前期收购乌毡帽及唐宋酒业, 近期收购塔牌部分股权, 黄酒行业整合正逐步推进但依旧任重道远。公司作为黄酒行业龙头, 经营规模和品牌力有所不符, 经营层面上在员工激励、经营决策和效率方面也有较大提升空间。目前公司国企改革推动仍有待时机成熟, 后续期待有所动作, 中长期看对公司经营改善以及行业发展均有积极意义。

■ **投资建议:** 我们预计2017-19年公司每股收益分别为0.19/0.24/0.30元, 维持增持-B投资评级, 6个月目标价12.00元。

■ **风险提示:** 黄酒行业整合低于预期; 公司国企改革进程没有时间表。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,375.9	1,535.2	1,823.9	2,122.2	2,492.6
净利润	133.3	122.1	157.5	196.4	245.9
每股收益(元)	0.16	0.15	0.19	0.24	0.30
每股净资产(元)	4.67	4.82	4.95	5.13	5.66

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	60.1	65.5	50.8	40.8	32.6
市净率(倍)	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7
净利润率	9.7%	8.0%	8.6%	9.3%	9.9%
净资产收益率	3.5%	3.1%	3.9%	4.7%	5.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.6%	0.8%
ROIC	3.1%	3.4%	4.1%	4.4%	6.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-B**
维持评级

6个月目标价: **12.00元**
股价(2017-04-25) **9.90元**

交易数据

总市值(百万元)	8,004.39
流通市值(百万元)	8,004.39
总股本(百万股)	808.52
流通股本(百万股)	808.52
12个月价格区间	8.75/11.34元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.21	-4.97	6.34
绝对收益	-8.33	-5.44	12.71

苏铖 分析师
SAC 执业证书编号: S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

方振 报告联系人
fangzhen@essence.com.cn
021-35082373

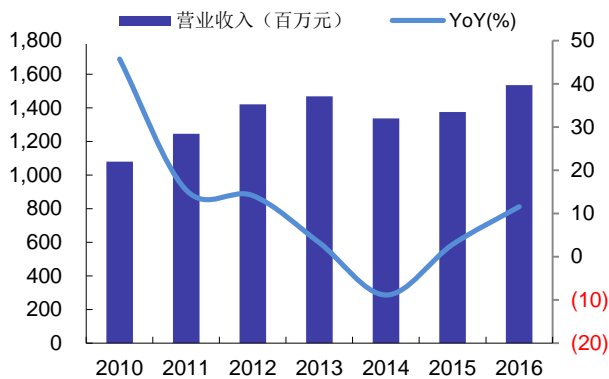
相关报告

古越龙山: 国企改革有待
时机成熟, 17年业绩有望
呈现复苏态势 2017-03-07

事件：公司 2016 年收入增长 11.6%，扣非净利润增长 26.4%

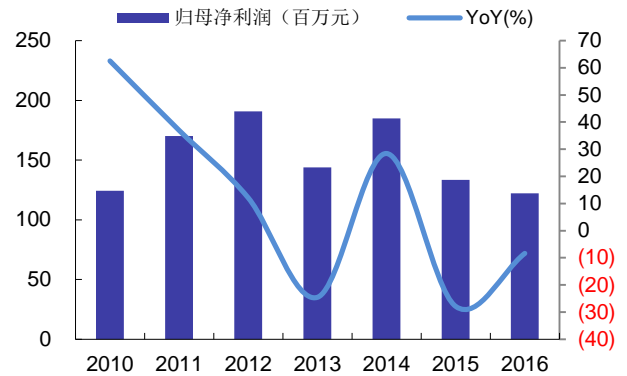
公司公布 2016 年年报，全年实现营业收入 15.4 亿元，同比增长 11.6%，归属上市公司股东净利润 1.2 亿元，同比下降 8.4%，扣非净利润为 1.1 亿元，同比增长 26.4%；EPS 为 0.15 元。单 4 季度实现营收 4.1 亿元，同比下降 0.5%，净利润 2,624 万元，同比下降 45.3%。公司拟每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。公司 2017 年计划酒类销量增长 5%-10%，利润增长 6%-11%。

图 1：公司 2016 年营业收入同比增长 11.6%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：公司 2016 年归母净利润 1.2 亿元，同比略有下滑

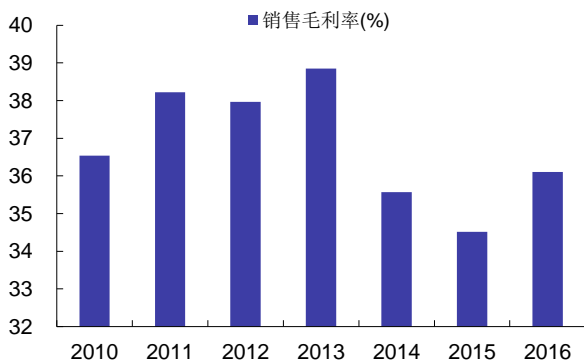


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

产品结构优化明显，积极培育大单品

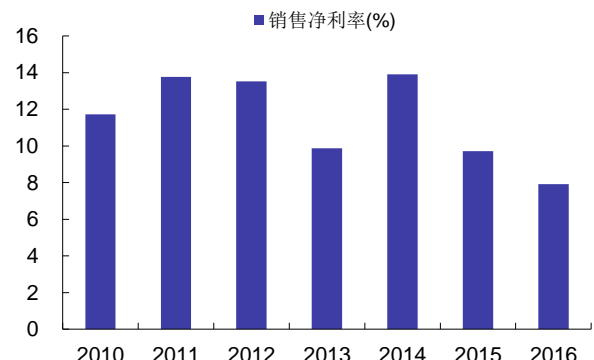
公司 2016 年酒类销量 13.9 万吨，其中中高档黄酒销量为 5.3 万吨，同比增长 17.1%，实现较快增长。2016 年酒类业务收入达 15.0 亿元，同比增长 12.0%，其中中高档酒收入 9.6 亿元，同比增长 16.8%；普通酒收入 5.4 亿元，同比增长 4.6%。公司整体酒类业务毛利率为 35.9%，同比提升 1.84pct，主要来自中高档酒销量增长同时毛利率继续提升的贡献，中高端酒毛利率同比提升 3.22pct 至 50.3%，普通酒毛利率则同比下降 2.99pct 至 10.5%。公司积极培育大单品，重点培育的库藏金五年和库藏十年等中高端产品销量实现较快增长，产品结构优化明显。今年公司大单品销量目标积极，青瓷十年目标增长 30%，库藏金五年增长 25%-30%。此外，公司已于 2 月起上调 36 款相关产品价格，提价幅度在 8%-15% 不等，预计后续仍有提价可能。我们认为，公司继续聚焦腰部产品、发力大单品以及产品提价将对 17 年业绩带来积极贡献。

图 3：公司 2016 年毛利率为 36.1%，同比提升较快



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：公司 2016 年净利率为 7.9%

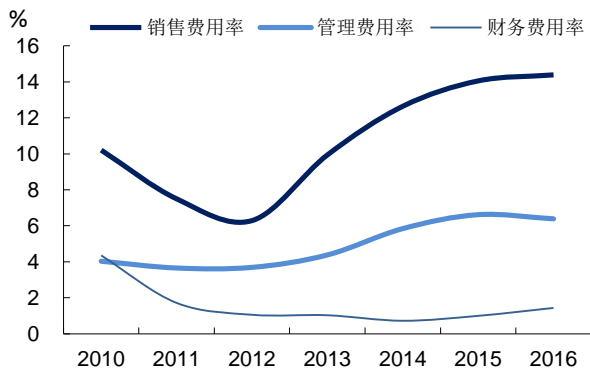


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

营销推广提升品牌力，市场拓展稳步推进

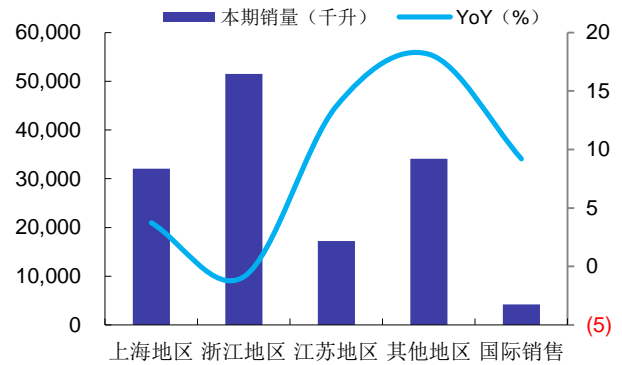
公司 2016 年销售费用 2.6 亿元，同比增长 19.9%，其中广告宣传费 8426 万元，同比增长高达 138.2%。广告费用以全国性投放为主，2016 年全国性广告费用 6887 万元，占比 81.7%。广告营销方面，除投放央视广告外，公司投资《女儿红》电视剧已拍摄完成，今年有望在央视适时播放，将有效提升黄酒文化认知和公司旗下女儿红品牌知名度。此外，公司 2016 年还借力 G20 杭州峰会、世界互联网大会等全球性重要活动窗口，积极传播黄酒文化和古越龙山品牌。市场拓展方面，公司实施百县增亿战略，在江浙及安徽等区域深耕县区级市场，联合战略经销商开启大客户+营销模式，取得良好效果。分区域看，江浙沪依旧是公司主要优势市场，省外市场收入占比接近 65%。2016 年浙江、上海、江苏地区销售收入分别为 5.4 亿元、4.2 亿元和 1.4 亿元，分别增长 7.3%、11.5%和 18.6%，国内其他地区收入增长 19.9%，亦表现不俗。经销商开发情况来看，浙江及江苏市场经销商数量净增加 44 及 15 个，国内其他市场经销商数量净增加 108 个至 772 个。

图 5：公司 2016 年销售费用率为 14.39%，同比小幅提升



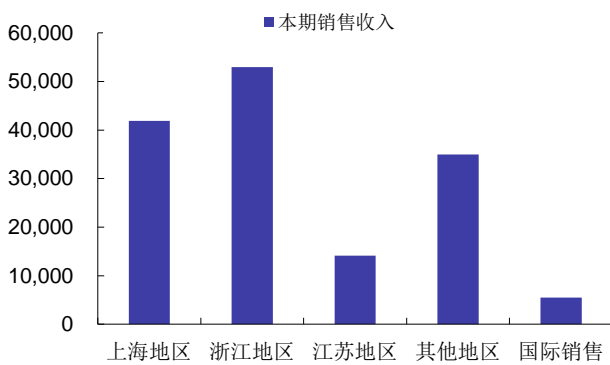
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：公司多数地区销量增加，浙江地区销量稍有下降



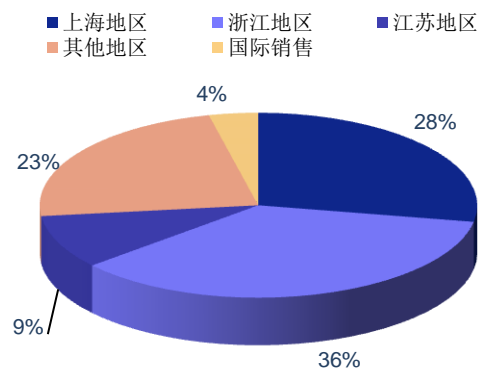
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：公司分地区销售收入情况 (单位：万元)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 8：公司省外市场收入占比接近 65%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

黄酒行业整合任重道远，公司国企改革推动有待时机成熟

去年起黄酒龙头陆续对产品进行提价，积极引导价值回归，行业边际改善迹象逐步显现。会稽山前期收购乌毡帽及唐宋酒业，近期收购塔牌部分股权，黄酒行业整合正逐步推进但依旧任重道远。公司作为黄酒行业龙头，经营规模和品牌力有所不符，经营层面上在员工激励、经营决策和效率方面也有较大提升空间。目前公司国企改革推动仍有待时机成熟，后续期待有所动作，中长期看对公司经营改善以及行业发展均有积极意义。

投资建议：

我们预计 2017-19 年公司每股收益分别为 0.19/0.24/0.30 元，维持增持-B 投资评级，6 个月目标价 12.0 元。

风险提示：

黄酒行业复苏低于预期；黄酒行业整合速度缓慢；公司国企改革进程没有时间表。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,375.9	1,535.2	1,823.9	2,122.2	2,492.6	成长性					
减:营业成本	901.0	980.9	1,151.9	1,318.7	1,523.8	营业收入增长率	2.8%	11.6%	18.8%	16.4%	17.5%
营业税费	49.4	64.2	65.4	77.3	90.0	营业利润增长率	-41.2%	12.6%	21.4%	24.8%	29.8%
销售费用	215.7	258.6	311.0	368.2	436.1	净利润增长率	-27.9%	-8.4%	28.9%	24.7%	25.2%
管理费用	94.7	86.4	120.9	136.5	149.2	EBITDA 增长率	-31.7%	7.0%	12.9%	16.6%	22.0%
财务费用	-1.5	-3.6	-0.5	-2.0	-2.0	EBIT 增长率	-44.7%	11.2%	23.9%	24.1%	30.0%
资产减值损失	1.6	2.4	1.6	1.9	2.0	NOPLAT 增长率	-45.7%	11.5%	25.4%	24.1%	30.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.2%	3.5%	14.1%	-4.8%	18.7%
投资和汇兑收益	26.6	13.1	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	1.8%	3.2%	2.7%	3.7%	10.2%
营业利润	141.6	159.5	193.6	241.7	313.7	利润率					
加:营业外净收支	39.1	4.4	16.6	20.1	13.7	毛利率	34.5%	36.1%	36.8%	37.9%	38.9%
利润总额	180.8	163.9	210.2	261.7	327.4	营业利润率	10.3%	10.4%	10.6%	11.4%	12.6%
减:所得税	47.1	42.4	52.5	65.4	81.8	净利润率	9.7%	8.0%	8.6%	9.3%	9.9%
净利润	133.3	122.1	157.5	196.4	245.9	EBITDA/营业收入	16.9%	16.2%	15.4%	15.4%	16.0%
						EBIT/营业收入	10.2%	10.2%	10.6%	11.3%	12.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	307	286	247	198	157
						流动资产周转天数	488	463	457	434	421
						流动营业资本周转天数	737	682	633	598	579
						应收账款周转天数	36	34	36	35	35
						存货周转天数	496	461	465	459	447
						总资产周转天数	1,142	1,052	939	845	777
						投资资本周转天数	882	821	753	673	612
						投资回报率					
						ROE	3.5%	3.1%	3.9%	4.7%	5.4%
						ROA	3.0%	2.7%	3.2%	3.9%	4.3%
						ROIC	3.1%	3.4%	4.1%	4.4%	6.0%
						费用率					
						销售费用率	15.7%	16.8%	17.1%	17.4%	17.5%
						管理费用率	6.9%	5.6%	6.6%	6.4%	6.0%
						财务费用率	-0.1%	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%
						三费/营业收入	22.4%	22.2%	23.7%	23.7%	23.4%
						偿债能力					
						资产负债率	13.6%	14.1%	18.5%	16.6%	19.8%
						负债权益比	15.8%	16.4%	22.7%	19.9%	24.7%
						流动比率	4.85	4.69	4.06	4.36	4.29
						速动比率	1.54	1.55	0.85	1.11	0.88
						利息保障倍数	-91.39	-43.01	-386.16	-119.83	-155.84
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.05	0.06	0.08
						分红比率	0.0%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.6%	0.8%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	133.6	121.5	157.5	196.4	245.9	EPS(元)	0.16	0.15	0.19	0.24	0.30
加:折旧和摊销	92.6	93.1	87.0	87.0	87.0	BVPS(元)	4.67	4.82	4.95	5.13	5.66
资产减值准备	1.6	2.4	-	-	-	PE(X)	60.1	65.5	50.8	40.8	32.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7
财务费用	-0.3	-0.3	-0.5	-2.0	-2.0	P/FCF	-1,484.1	7,296.2	-43.3	35.4	-25.0
投资损失	-26.6	-13.1	-20.0	-20.0	-20.0	P/S	5.8	5.2	4.4	3.8	3.2
少数股东损益	0.3	-0.6	0.2	-0.1	-0.4	EV/EBITDA	36.9	32.0	28.8	23.7	20.1
营运资金的变动	-129.7	-116.1	-590.2	107.4	-810.9	CAGR(%)	13.7%	26.4%	-5.4%	13.7%	26.4%
经营活动产生现金流量	56.6	217.9	-366.0	368.8	-500.3	PEG	4.4	2.5	-9.5	3.0	1.2
投资活动产生现金流量	-58.7	-240.0	35.2	17.5	16.6	ROIC/WACC	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6
融资活动产生现金流量	-66.3	-1.9	109.5	-208.2	339.1	REP	8.2	6.8	5.0	4.6	3.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034