

投资评级: 增持 (首次)

## 市内求结构提升, 市外市场求突破

当前价格: 9.13 元

目标价格: - 元 投资要点:

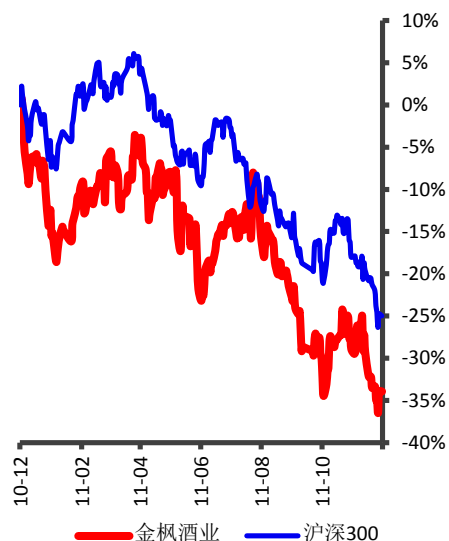
目标期限: 12 个月

### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本(百万股)      | 438.67     |
| A 股股本 (百万股)   | 438.67     |
| B 股股本(百万股)    | 0          |
| A 股流通比例(%)    | 100.00     |
| 12 个月最高/最低(元) | 14.03/8.66 |
| 第一大股东         | 上海糖业烟酒有限公司 |
| 第一大股东持股比例     | 33.04%     |
| 上证综指/沪深 300   | 2216/2377  |

注: 2011 年 12 月 20 日数据

### 近十二个月股价表现



| %    | 1 个月 | 3 个月  | 12 个月 |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 2.6  | -1.5  | -8.1  |
| 绝对收益 | -6.2 | -13.1 | -33.3 |

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 赵军

固话: (8621) 68634510-8715

邮箱: zj2890@xcsc.com

执业证书编号: S0500511090001

□ **金枫酒业是黄酒业的龙头企业。**公司 2010 年实现黄酒销量约 10 万吨, 收入 9.7 亿元, 净利润 1.3 亿元, 收入和销量仅次于古越龙山。目前主要核心品牌有“石库门”和“和酒”两个中国驰名商标。其中, 石库门的销量预计在 1.5 万吨, 和酒金色年华的销量预计为 5000 吨, 合计约 2 万吨。公司的控股股东是上海市糖业烟酒 (集团) 公司, 实际控制人为光明食品集团。

□ **黄酒行业势单力薄。**黄酒规模企业的产量预计是啤酒、白酒、葡萄酒、黄酒中最少的; 收入也是饮料酒中最少的, 动态的看, 黄酒近五年的收入复合增速约为 15.38%, 略高于啤酒的 12.32%, 但远低于白酒的 28.42% 和葡萄酒的 24.56%。微观层面, 黄酒的规模企业数量要小于其他酒种, 规模企业的平均收入也低于其他酒种。黄酒行业整体盈利能力也偏低。2010 年黄酒的行业利润率只有 8.87%, 低于较为赚钱的白酒和葡萄酒, 但稍高于竞争更为激烈的啤酒。

□ **黄酒消费具有较强的区域性和季节性。**预计浙江的消费占全国的 30% 左右, 上海占全国的 13% 左右, 江苏占全国的 13% 左右, 浙江、上海和江苏的黄酒消费约占全国的 50% 以上。黄酒消费还具有一定的季节性。从行业产量数据看, 第一和第四季度的产量是全年高点, 即黄酒销售旺季。

□ **行业集中度高。**根据对规模以上企业的统计, 排名前五位的企业 2009 年收入占到行业的 48.81%, 利润总额占行业的 77.94%。

□ **黄酒消费区域局限和附加值低的原因。**黄酒的消费区域性主要跟其行业生态有关: 1) 作为一个老酒种, 缺少文化的适应性; 2) 行业生态竞争档次低; 3) 行业规模企业数量少; 4) 行业巨头全国化野心较白酒小, 全国化力量单薄等; 5) 黄酒的受众规模有限。黄酒附加值低的原因主要因为黄酒的评级体系不强和生产成本低等因素造成。

□ **突破黄酒消费区域局限, 附加值低的困境。**实现黄酒的全国化需要行业转变思路, 持续并发扬创新精神; 高举品牌化大旗; 更多优质生产厂商进行全国化推广。提升黄酒附加值则需要行业秉承差异化, 实施创新和品牌战略。

□ **创新成就今日的金枫。**与动辄拥有百年历史的绍兴黄酒企业相比, 以前金枫黄酒规模和收入都很小。弱则思变, 公司看到的行业危机: 1) 口味难以适应年轻人需求; 2) 黄酒形象差, 影响价格和档次的提升。公司通过观念创新、产品全面创新实现了高成长和高盈利。

□ **整合华光, 效益明显。**华光酿酒进入公司后, 公司对其进行了基酒整合、生产整合和销售整合。产品定位上, 总体品牌战略为: 突显核心品牌, 提升 3 年陈以上产品, 优化低端产品结构。其中, 公司“石库门”以海派文化做深上海市场, “和酒”品牌则是以“和文化”谋求全国化的理想品牌。

□ **省内市场结构提升, 省外市场谋求突破。**公司通过石库门一号和和酒大开福新包装的推出来优化上海市场的产品品牌结构, 进一步提升品牌力; 省外市场公司取得 20% 左右的增长, 从公司分列销售市外部门可以看出公司正逐步加大市外市场的建设。

□ **盈利预测及估值。**预计公司 2011-13 年收入为 10.47 亿元、11.25 亿元、12.26 亿元, EPS 为 0.33 元、0.37 元、0.45 元, 估值合理, 首次给予“增持”评级。

## 正文目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1 公司介绍.....                         | 3  |
| 2 黄酒行业情况.....                       | 4  |
| 2.1 黄酒知识简介.....                     | 4  |
| 2.2 黄酒行业势单力薄 .....                  | 5  |
| 2.3 黄酒消费具有较强的区域性和季节性.....           | 8  |
| 2.4 黄酒行业的竞争格局分析.....                | 10 |
| 2.5 黄酒区域性和附加值低的原因症结在其行业生态和经营理念..... | 12 |
| 3 创新成就今日的金枫.....                    | 14 |
| 4 整合华光，效益明显.....                    | 16 |
| 6 市内市场结构提升，市外市场谋求突破.....            | 20 |
| 7 集团非黄酒酒业资产注入短期可能性小.....            | 21 |
| 8 盈利预测及估值 .....                     | 22 |

## 图目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图 1 金枫 2010 年实现黄酒收入 9.73 亿元.....                   | 4  |
| 图 2 金枫酒业的黄酒销量和收入 .....                             | 4  |
| 图 3 公司的控股结构和公司架构图 .....                            | 4  |
| 图 4 2010 年黄酒行业总产量约 290 万吨，近 10 年复合增速约为 9.5%.....   | 6  |
| 图 5 2010 年黄酒规模企业总产量约为 134 万吨，近五年复合增速约为 17.6% ..... | 6  |
| 图 6 2010 年规模企业收入约 97.77 亿元，近十年复合增速为 17.87%.....    | 6  |
| 图 7 黄酒的规模企业产量远小于啤酒，乃是已经被葡萄酒轻微超越 .....              | 7  |
| 图 8 黄酒的规模企业收入也是饮料酒中最少的 .....                       | 7  |
| 图 9 近十年黄酒和其他酒种的收入增速.....                           | 7  |
| 图 10 黄酒的收入增速略高于啤酒，但远低于白酒和葡萄酒 .....                 | 7  |
| 图 11 黄酒的规模企业数远低于其他三大酒种.....                        | 8  |
| 图 12 黄酒的规模企业户均销售额为 7698 万元也低于其他三大酒种 .....          | 8  |
| 图 13 黄酒的毛利率在四大酒种中最低.....                           | 8  |
| 图 14 低成本竞争透支了消费税的相对优惠 .....                        | 8  |
| 图 15 黄酒各省份收入占比变化.....                              | 9  |
| 图 16 2010 年黄酒各省份产量占比.....                          | 9  |
| 图 17 黄酒消费具有季节性，第一和第四季度是传统消费旺季.....                 | 10 |
| 图 18 2010 年黄酒行业前三名收入占比.....                        | 10 |
| 图 19 2010 年行业前三名利润总额占比.....                        | 10 |
| 图 20 黄酒行业前三名收入趋势图 .....                            | 11 |
| 图 21 金枫酒业因创新获得高毛利率，且知名品牌企业毛利率高于行业平均水平 .....        | 12 |
| 图 22 2001 年产品理念的创新使其销量五年翻倍.....                    | 16 |
| 图 23 2001 年“石库门”的成功使得公司毛利率不断攀上 .....               | 16 |
| 图 24 金枫酒业上海市外收入持续增长.....                           | 20 |

## 表目录

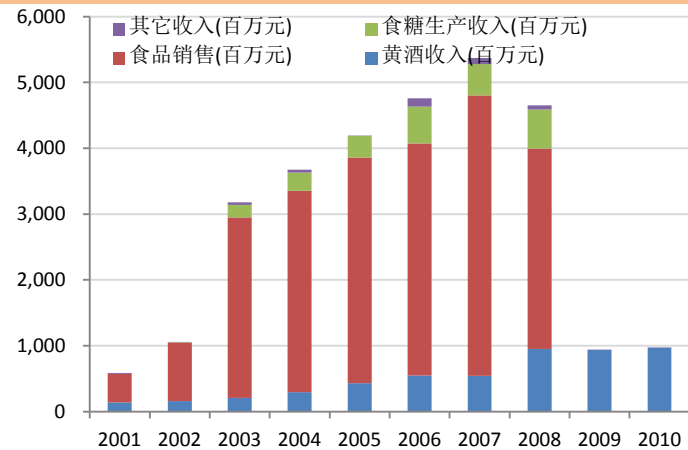
|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 表 1 黄酒按原料和曲的差异分大致可为四种.....                           | 5  |
| 表 2 黄酒按糖分含量分可以分为四种 .....                             | 5  |
| 表 3 黄酒与其他酒种在行业生态和附加值方面的比较.....                       | 14 |
| 表 4 公司各主要产品的档次（以终端售价划分） .....                        | 17 |
| 表 5 公司主要品牌产品的价格.....                                 | 18 |
| 表 6 盈利预测表 .....                                      | 22 |
| 表 8 2011 年第三季度收入同比增长 14.93%，利润同比减少 17.96%.....       | 24 |
| 表 9 2011 年前三季度收入同比增长 4.54%，归属母公司股东净利润同比减少 5.89%..... | 25 |

## 1 公司介绍

上海金枫酒业股份有限公司前身系上海市第一食品股份有限公司，公司于 1992 年在上海证券交易所上市。2000 年 7 月，上海金枫酿酒有限公司被置入上市公司；2001 年 9 月金枫公司的“石库门上海老酒”开始上市，在同类商品中销售名列前茅；2007 年 9 月“石库门”牌黄酒被授予“中国名牌产品”荣誉称号。2008 年，公司实施重大资产重组，将所拥有的零售业、品牌代理业以及其他批发零售相关资产及负债与控股股东上海市糖业烟酒（集团）有限公司持有的上海华光酿酒药业有限公司 100% 的股权进行置换。2008 年 10 月 8 日，上市公司更名为上海金枫酒业股份有限公司，至此，公司成为了以黄酒为主业的上市公司。2010 年，公司实现黄酒销量约 10 万吨，销售额 9.7 亿元，净利润 1.3 亿元。目前，公司主要核心品牌有“石库门”、“和酒”等（“金枫”“依好”等为中低档品牌）。

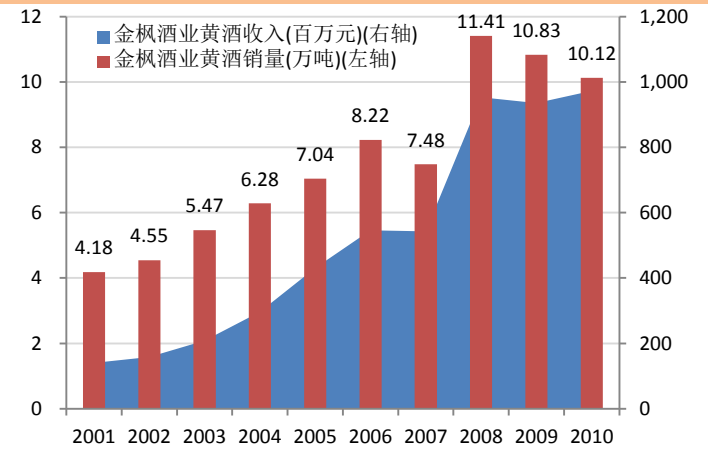
华光酒业与和酒的演变简介。1997 年 10 月，华光酒业酒业的“新一代营养型黄酒——和酒”诞生。2000 年和酒销售突破 5000 万元，实现连续三年产销业绩翻一番好成绩，首次超越“古越龙山”品牌在上海黄酒市场销量，跃升第二位。2003 年 4 月，和酒（白料方圆瓶金标装）第二代产品诞生。2004 年 9 月，和酒第三代产品“金色年华”（白料、烫金标贴扁瓶）诞生。2005 年，和酒金色年华扁瓶系列产品市场导入取阶段性成功，全年和酒系列产品产销创历史新高，完成销售收入 3.85 亿；市外营销得到突破性进展，销售额冲破一亿关口，与 2004 年同期比上升 60%。2006 年，和酒产品结构调整得到重大突破，“金色年华”（扁瓶）产品销量同比上升 268%，和酒系列产品年销量达 4.28 亿元，同比增长 10%。2007 年 9 月“和酒”和“石库门”一起被评为“中国名牌产品”，**2008 年 3 月被置换进入上市公司**，**2010 年**，“和酒”荣获中国驰名商标称号，成为继“石库门”之后的又一中国驰名商标。2010 年 6 月，华光酿酒药业有限公司被上海石库门酿酒有限公司吸收合并。

图 1 金枫 2010 年实现黄酒收入 9.73 亿元



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 金枫酒业的黄酒销量和收入



资料来源：公司公告，湘财证券研究所整理

公司的控股股东是上海市糖业烟酒（集团）公司，实际控制人为光明食品（集团）有限公司。

图 3 公司的控股结构和公司架构图



注：2010 年 6 月公司全资子公司上海石库门酿酒有限公司吸收合并同为全资子公司上海华光酿酒药业有限公司。

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

## 2 黄酒行业情况

### 2.1 黄酒知识简介

黄酒以大米、黍米为原料，黄酒不同于白酒，其没有经过蒸馏，一般酒精度含量为 14%—20%，属于低度酿造酒。由于色泽橙黄，称为黄酒，因其越

陈越香，又叫陈酒或老酒。黄酒酿造技术独特，传统酿酒工艺过程繁杂，要求严格，是中华民族的宝贵遗产，被称为“国粹”。黄酒可推测的历史有6千多年，可记载的历史也有两千多年，同法国的葡萄酒、德国的啤酒共称为世界三大古酒。

黄酒含有丰富的营养，据对“古越龙山”的科学分析，绍兴黄酒内含多种氨基酸，总含量每升高达6770.9毫克，尤其内含8种人体必需氨基酸（人体本身不能合成，只能依靠从食物中摄取）达2550毫克，是啤酒的11倍，葡萄酒的12倍，其中尤其是人体发育不可缺的赖氨酸含量达1.25毫克，还有以琥珀酸为主的有机酸近10种、维生素多种。如把啤酒比成“液体面包”，那么绍兴黄酒就堪称“液体蛋糕”。黄酒除了富含氨基酸之外还有舒筋活血、美容抗衰老、促进食欲、保护心脏等功效。

按原料分，除糯米黄酒外，还开发了粳米黄酒、粳米黄酒、黑米黄酒、高粱黄酒、荞麦黄酒、薯干黄酒、青稞黄酒等等。

表 1 黄酒按原料和曲的差异分大致可为四种

| 品种   | 原料和曲的差异                 | 主要地域      |
|------|-------------------------|-----------|
| 糯米黄酒 | 以酒药和麦曲为糖化，发酵剂。          | 中国南方地区    |
| 黍米黄酒 | 以米曲霉制成的麸曲为糖化，发酵剂。       | 中国北方地区    |
| 大米黄酒 | 为一种改良的黄酒，以米曲加酵母为糖化、发酵剂。 | 中国吉林及山东   |
| 红曲黄酒 | 以糯米为原料，红曲为糖化，发酵剂。       | 中国福建及浙江两地 |

资料来源：湘财证券研究所整理

按糖分含量分，黄酒由可分为干黄酒、半干黄酒、半甜黄酒、甜黄酒。

表 2 黄酒按糖分含量分可以分为四种

| 品种   | 分类标准                 | 代表产品    |
|------|----------------------|---------|
| 干黄酒  | 含糖分小于 1.5g/100ml     | 元红酒     |
| 半干黄酒 | 含糖分 1.5-4g/100ml 之间  | 加饭(花雕)酒 |
| 半甜黄酒 | 含糖分 4.1-10g/100ml 之间 | 善酿酒     |
| 甜黄酒  | 含糖分大约 10g/100ml      | 香雪酒     |

资料来源：湘财证券研究所整理

黄酒的生产原料在北方用粟（小米）、在南方普遍用稻米（尤其是糯米为最佳原料）。由于宋代开始，政治、文化、经济中心的南移，黄酒的生产局限于南方数省，南宋时期，烧酒开始生产，元朝开始在北方得到普及，北方的黄酒生产逐渐萎缩，南方人饮烧酒者不如北方普遍，在南方，黄酒生产得以保留，在清朝时期，南方绍兴一带的黄酒称雄国内外。

## 2.2 黄酒行业势单力薄

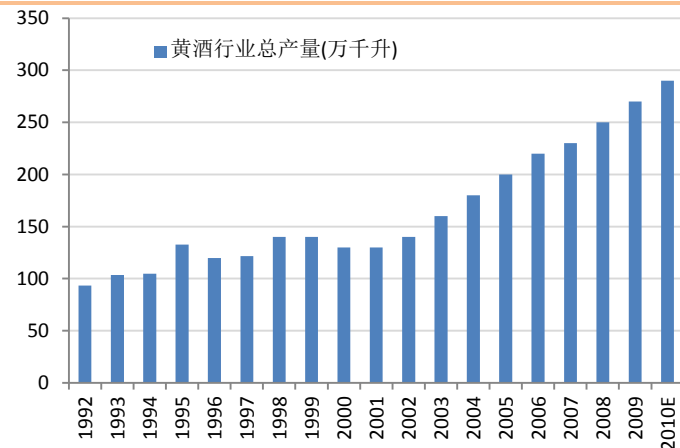
### 1.2.1 黄酒近几年发展势头不错

近些年，黄酒行业的发展态势良好。我国黄酒行业发展经历了两个快速

发展的阶段：一是建国后至 80 年代的爆发期，二则是进入 21 世纪后产量进入稳定上升通道。

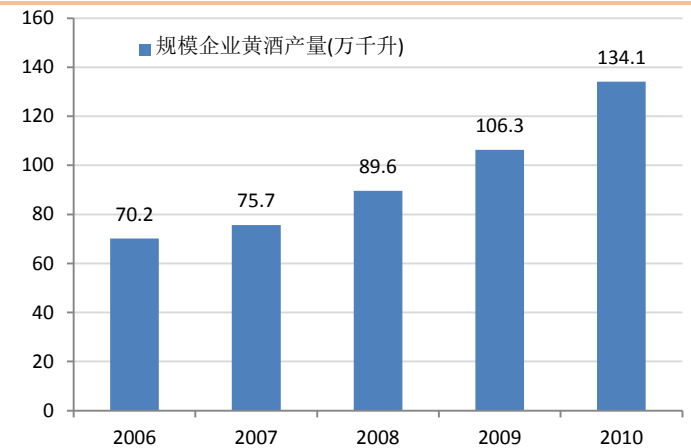
黄酒全行业 2010 年的总产量预计为 290 万吨，较 02 年的 140 万吨，增长了 1.07 倍，复合增长率为 9.5%。其中规模企业 2010 年的产量为 134 万吨，五年的复合增长率高达 17.6%。

图 4 2010 年黄酒行业总产量约 290 万吨，近 10 年复合增速约为 9.5%



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

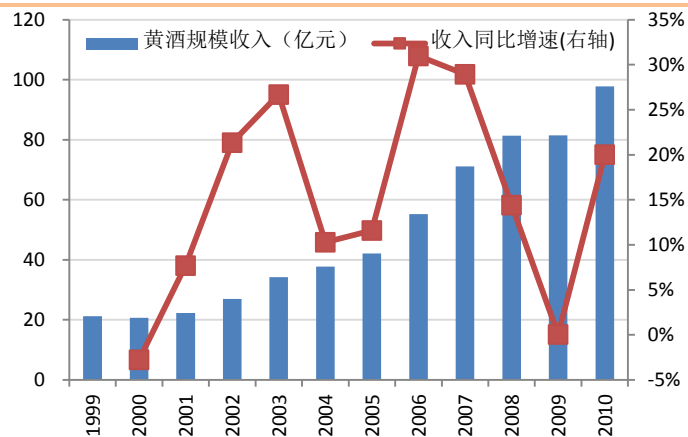
图 5 2010 年黄酒规模企业总产量约为 134 万吨，近五年复合增速约为 17.6%



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

伴随规模企业产量的快速增加，黄酒行业规模企业收入也大幅增长，从 2001 年的 22.26 亿元增长至 2010 年的 97.77 亿元，复合增速为 17.87%。

图 6 2010 年规模企业收入约 97.77 亿元，近十年复合增速为 17.87%



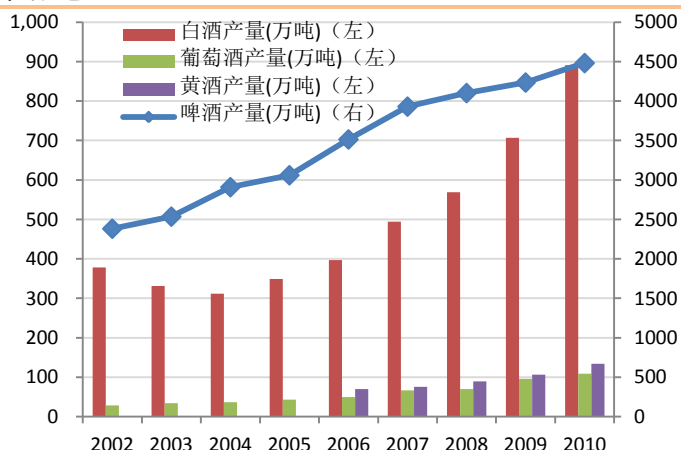
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

### 1.2.2 黄酒的发展与其他酒种比要稍微逊色一些

黄酒的规模企业产量预计是啤酒、白酒、葡萄酒、黄酒中最少的。因为 2010 年黄酒产量 134.13 万吨虽高于葡萄酒的 108.88 万吨，但考虑葡萄酒约有 30.49 万吨的进口量后，黄酒的规模实际已轻微小于葡萄酒。

黄酒的规模企业收入也是饮料酒中最少的，约是啤酒的 7.3%，白酒的 3.7%，国产葡萄酒的 31%。

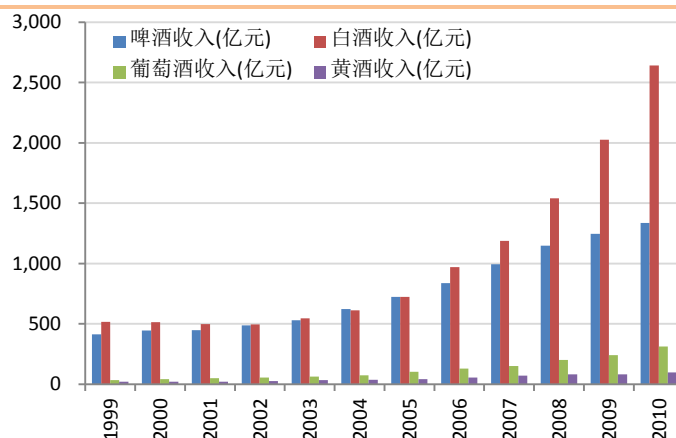
图 7 黄酒的规模企业产量远小于啤酒，乃是已经被葡萄酒轻微超越



注：黄酒产量约是啤酒的 3%，白酒的 15%。

资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

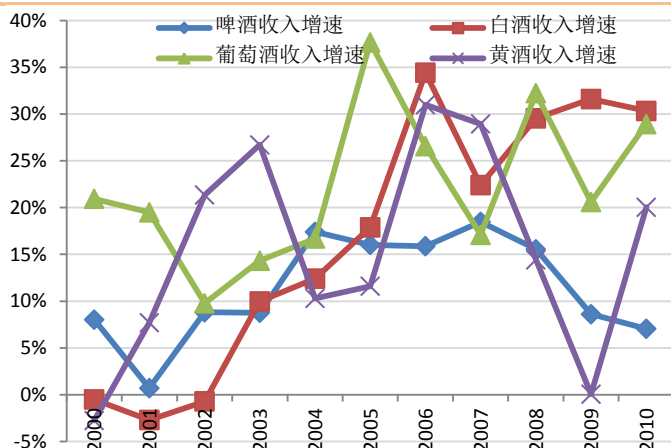
图 8 黄酒的规模企业收入也是饮料酒中最少的



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

动态的看，黄酒近五年的收入复合增速约为 15.38%，略高于啤酒的 12.32%，但远低于白酒的 28.42%和葡萄酒的 24.56%。

图 9 近十年黄酒和其他酒种的收入增速



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

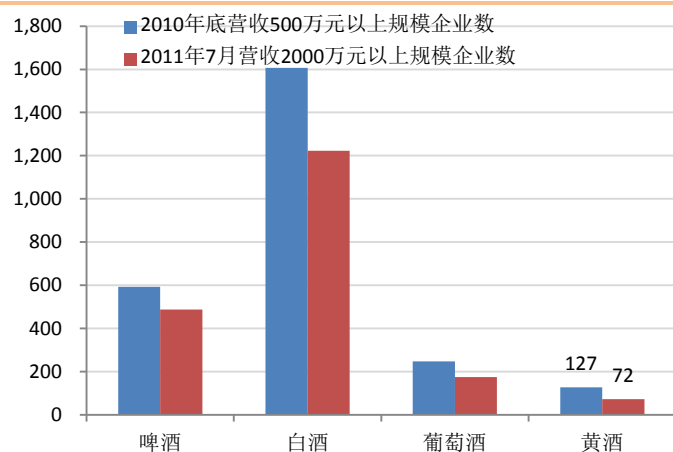
图 10 黄酒的收入增速略高于啤酒，但远低于白酒和葡萄酒

|           | 12年来的复合增速 | 近五年复合增速 |
|-----------|-----------|---------|
| 啤酒行业收入增速  | 11.26%    | 12.32%  |
| 白酒行业收入增速  | 16.01%    | 28.42%  |
| 葡萄酒行业收入增速 | 21.96%    | 24.56%  |
| 黄酒行业收入增速  | 14.88%    | 15.38%  |

资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

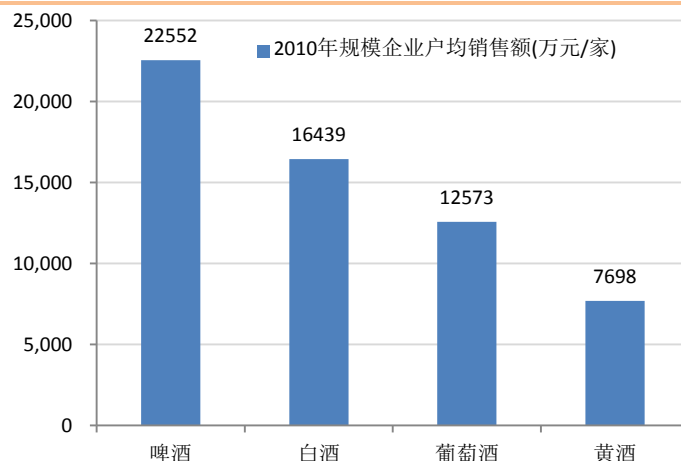
微观层面，黄酒的规模企业数量要小于其他酒种，规模企业的平均收入也低于其他酒种。黄酒 2010 年底营收 500 万以上规模企业数约为 127 家，2011 年 7 月，营收 2000 万以上规模企业数 72 家。而黄酒 2010 年规模企业户均销售额约 7698 万元，低于啤酒的 2.25 亿元、白酒的 1.64 亿元和葡萄酒的 1.26 亿元。

图 11 黄酒的规模企业数远低于其他三大酒种



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 12 黄酒的规模企业户均销售额为 7698 万元也低于其他三大酒种

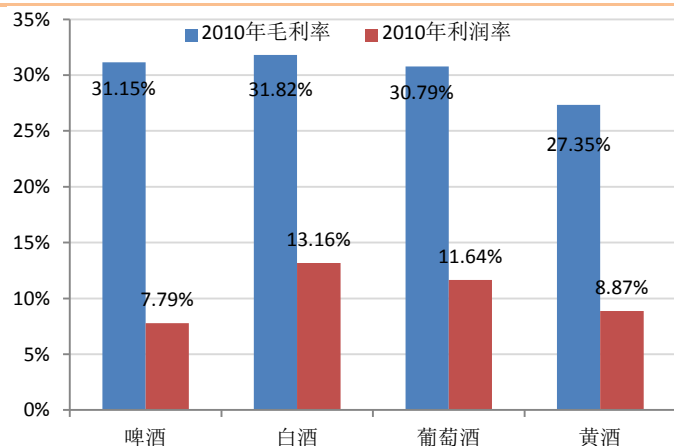


资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

黄酒行业毛利率偏低，竞争基本透支完税收优惠政策。黄酒行业 2010 年的毛利率仅有 27.35%，低于啤酒、白酒和葡萄酒。虽然黄酒的营业税金及附加率低于啤酒和白酒，但其毛利率却大幅低于啤酒和白酒，使得毛利率-营业税金及附加率指标基本持平，这说明成本竞争的主导已经基本透支完了税率优惠。

黄酒行业整体盈利能力偏低。2010 年黄酒的行业利润率只有 8.87%，低于较为赚钱的白酒和葡萄酒，但稍高于竞争更为激烈的啤酒。

图 13 黄酒的毛利率在四大酒种中最低



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 14 低成本竞争透支了消费税的相对优惠

|     | 毛利<br>率 | 营业<br>税金<br>及附<br>加率 | 毛利<br>率-营<br>业税<br>金及<br>附加<br>率 | 销售<br>费用<br>率 | 管理<br>费用<br>率 | 利润<br>率 |
|-----|---------|----------------------|----------------------------------|---------------|---------------|---------|
| 啤酒  | 31.15%  | 7.05%                | 24.10%                           | 9.98%         | 5.59%         | 7.79%   |
| 白酒  | 31.82%  | 6.57%                | 25.25%                           | 8.17%         | 5.07%         | 13.16%  |
| 葡萄酒 | 30.79%  | 3.72%                | 27.07%                           | 9.38%         | 3.66%         | 11.64%  |
| 黄酒  | 27.35%  | 3.10%                | 24.25%                           | 6.34%         | 6.30%         | 8.87%   |

资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

## 2.3 黄酒消费具有较强的区域性和季节性

黄酒的消费主要集中在浙江、上海和江苏，但安徽省的黄酒消费也增长较快。由于缺少市场售价的数据，假定浙江收入的 30% 左右在省外（沪、苏为主）销售，预计浙江的消费占全国的 30% 左右，上海占全国的 13% 左右，江苏占全国的 13% 左右，浙江、上海和江苏的黄酒消费约占全国的 50% 以上。此外，安徽省的黄酒消费也逐步提升，省内黄酒企业销售收入从 08 年

的 5.18% 提升至 2011 年上半年的 11%；此外，安徽省的黄酒产量也占全国的 12.31%。注：湖南的收入占比 10% 左右，而其产量只占全国的 2.33%，说明湖南的收入数据统计存在一定的问题。

图 15 黄酒各省份收入占比变化

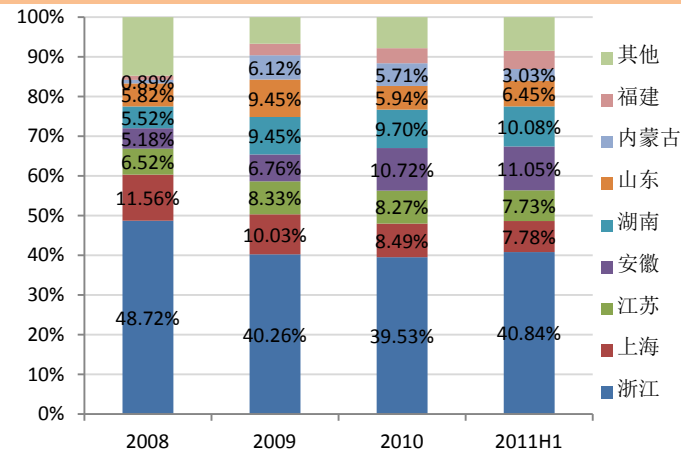
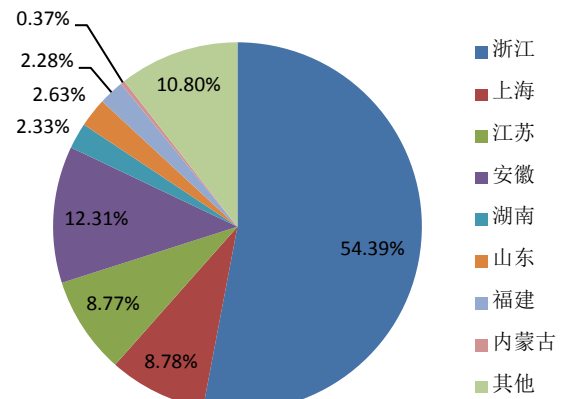


图 16 2010 年黄酒各省份产量占比



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

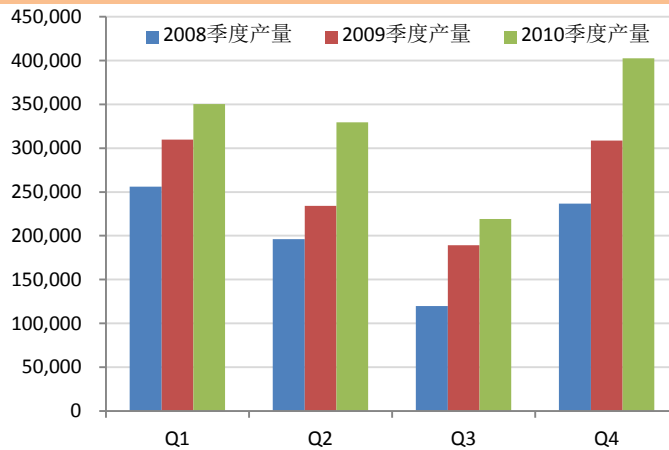
黄酒行业突破区域瓶颈关键在持续创新。黄酒行业 08 年出的新标准进一步根据市场需求而增添了产品风格的分类，将黄酒产品分为传统型、清爽型和特制型；其中特制黄酒被定义为由于原辅料和工艺有所改变，具有特殊风味且不改变黄酒风格的酒。这一分类的添入为黄酒产品的进一步创新开启了大门（例如，**高度黄酒**的开发迎合了北方喝高度蒸馏酒的习惯，度数虽较白酒低些，但高度酿造酒的效果却可以达到和蒸馏酒类似的感觉）。除了产品创新之外，黄酒龙头企业需要改变经营理念和思路，通过营销模式的系统集成创新，率先带头突破口味、地域、季节、年龄的限制，才能做大整个市场蛋糕。

黄酒消费还具有一定的季节性。从行业产量数据看，第一和第四季度的产量是全年高点，即黄酒销售旺季。这是因为黄酒性温，一般气温低了有利于后劲较足的黄酒的销售，而天气热时，部分人群可能转向清爽型的啤酒。但近年来，随着酒精度更低的新产品推出（05 年确立了清爽型黄酒标准），口感更贴近消费者，有利于黄酒生产季节性的减弱。

此外，正因为黄酒性温和富有营养等特点，所以黄酒很适合养生，有养胃、驱寒等功效。与大闸蟹，可以说是“绝配”，因为大闸蟹性凉，而黄酒性温，两者结合正好平衡，另外，黄酒消费属于温文尔雅型，大闸蟹与黄酒搭配消费，就很雅致。所以在生产大闸蟹的江苏昆山等地，大闸蟹上市季节（中秋节前后）黄酒的销量很好。

注：黄酒的生产也有一定的季节性，因为黄酒属于发酵酒，生产期间天气不能过热，否则容易发酸，考虑到气温偏高对酒质和产量的影响，一般 5-8 月份因为天气炎热，会停止酿酒。所以，夏天一般不生产黄酒。

图 17 黄酒消费具有季节性，第一和第四季度是传统消费旺季



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

## 2.4 黄酒行业的竞争格局分析

### 2.4.1 行业集中度分析

目前黄酒业工业化程度不高，管理较为粗放，仍有不少企业以作坊式的生产方式为主，仅有 1/4 左右的企业实现了机械化和半机械化生产。据统计，黄酒行业中生产规模在千吨以下的企业占 80%，万吨以上的 30 多家。

2006 年底会稽山收购嘉善黄酒，2008 年金枫收购华光酿酒，2009 年古越龙山收购女儿红，行业前三名在不断地进行行业整合扩张。

根据对规模以上企业的统计，排名前五位的企业 2009 年销售收入占到行业的 48.81%，利润总额占行业的 77.94%。其中，古越龙山、金枫酒业、会稽山位列行业前三，2010 年三者占行业的收入占比分别为 9.81%、9.05%、6.91%，而利润总额占行业的 16.74%、19.80%、8.35%。

图 18 2010 年黄酒行业前三名收入占比

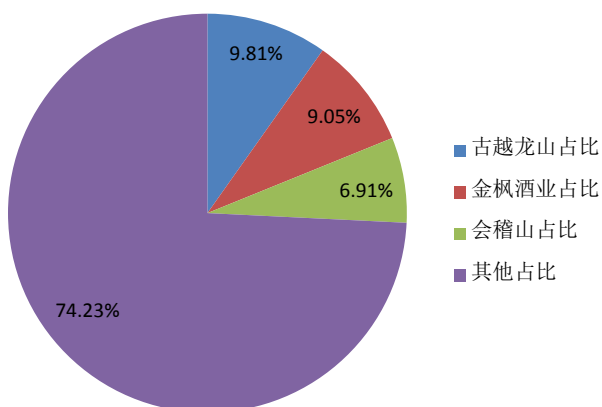
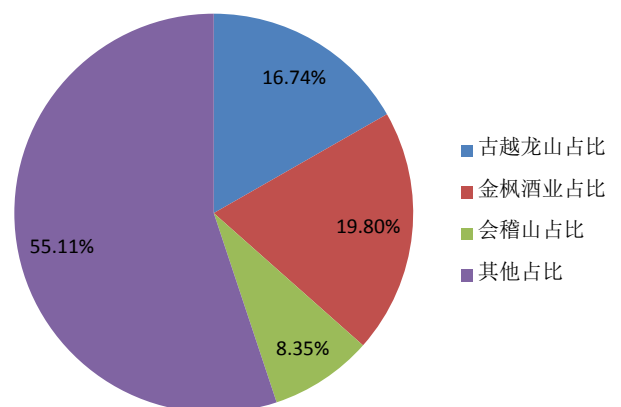


图 19 2010 年行业前三名利润总额占比



资料来源：国家统计局，公司公告，湘财证券研究所

资料来源：国家统计局，公司公告，湘财证券研究所

古越龙山、金枫酒业、会稽山三大黄酒企业仍将引领黄酒行业发展，其他地方黄酒（如：山东即墨黄酒、“苏派黄酒”、“闽派黄酒”）也有一些发展，

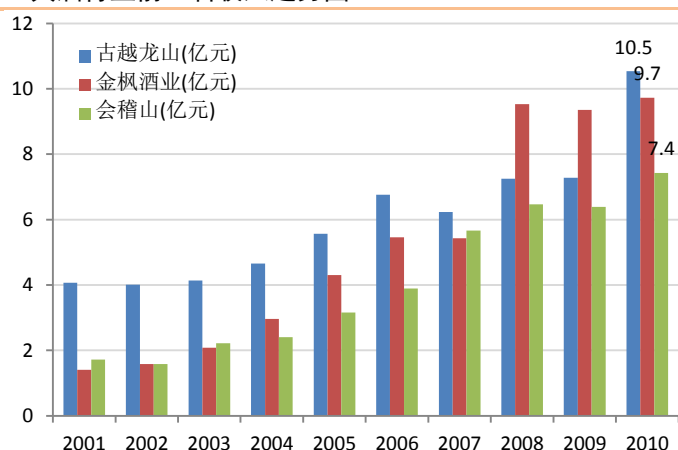
但与三大酒企的“绍兴黄酒”“海派黄酒”仍存在一定差距。

#### 2.4.2 创新成就金枫酒业，古越龙山奋发超越

金枫酒业创新引领行业发展。金枫酒业当年以生产善酿黄酒为主的小酒厂一直处于小打小闹的地位，历史上利润最高的 2001 年也不过 1025 万元。2001 年推出新品“石库门”，采用新型黄酒包装（类似洋酒瓶的扁方形）与料酒相区别，酒里还加配了话梅、枸杞、蜂蜜，酒精度更是从传统绍兴酒的 17 度下调到了 10 度-14 度。包装、口味、观念的创新迎合了年轻人的需求使得金枫占据了上海的半壁江山。公司黄酒销量从 2003 年开始逐步超越古越龙山，2008 年 7 月收购华光酿酒更使得金枫酒业的销量规模超过 11 万吨，达到历史顶峰。

古越龙山奋发超越。2009 年 9 月收购女儿红后，古越龙山 2010 年的销量高达 11 万吨左右（并入女儿红贡献部分销量是重要因素之一），收入达到 10.5 亿元，全面超过金枫酒业的销量和收入。注：预计行业前三名占行业产量的 17% 左右。

图 20 黄酒行业前三名收入趋势图



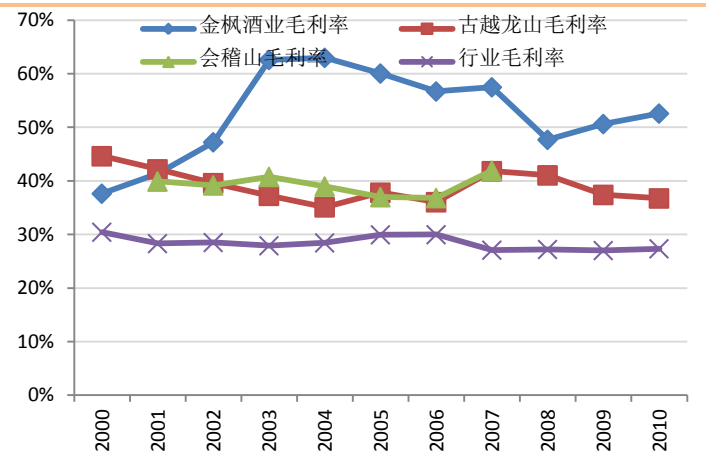
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

#### 2.4.3 创新和品牌成就高毛利率

金枫酒业因产品创新而获得更高的毛利率。金枫酒业因 01 年开始的产品创新并赢得市场获得了创新溢价，毛利率自 02 年开始超越古越龙山，并在 03、04 年超过 60%，随着竞争者的跟进和成本的提升，金枫酒业毛利率有所下滑，但仍在 50% 上方，远高于古越龙山 37% 左右的毛利率。

知名品牌企业毛利率均高于行业。无论是金枫酒业还是古越龙山、会稽山，三者的毛利率均高于 27% 左右的行业平均水平。

图 21 金枫酒业因创新获得高毛利率，且知名品牌企业毛利率高于行业平均水平



资料来源：国家统计局，公司公告，湘财证券研究所

## 2.5 黄酒区域性和附加值低的原因症结在其行业生态和经营理念

### 2.5.1 黄酒消费区域局限和附加值低的原因探析

我们认为黄酒的口味不是黄酒区域化的主要问题，因为二十多年前口味很难被接受的啤酒，现在却成饮料酒中最大的一个；再比如，十年前大家认为很难接受茅台酒的酱香味，现在消费者知道其品质之后，酱香型的茅台反而变成了一种流行。

因此，我们认为黄酒消费区域局限跟其行业生态有很大关系：

其一、黄酒作为一个老酒种，缺少文化的适应性。黄酒因北方烧酒的流行而退出了北方市场，沦为一个以江浙沪为主要消费地的品种，显示黄酒没有能够满足北方人偏好酒精的需求，并且也没有能够像啤酒那样创造出需求。例如，啤酒因低度清爽而却被大多数北方人接受一样，黄酒却没有能够以其适当的低度来赢得市场。

其二、行业生态竞争档次低。在金枫的石库门之前，黄酒给人的印象就是料酒的低档次低形象。而且价格竞争占主导的黄酒行业，压榨了行业的利润使得生产厂商无利可图，新的生产者进入就会有限。

其三、黄酒行业规模企业数量少。黄酒行业规模生产企业也就上百家（2010 年底 500 万收入的黄酒企业大约 127 家），与白酒规模企业上千家，生产企业上万家相比要逊色很多；啤酒当年的行业急剧膨胀也与大量生产者进入该行业有很大的关系。

其四、行业巨头全国化野心较白酒小，全国化力量单薄等。白酒业由于充分的竞争，因而成长起来的品牌企业实现了全国化，例如茅台、五粮液、

泸州老窖、洋河股份等，这种高端品牌的全国化有可能扭转人们对白酒负面的印象，通过对公众视线资源的占领赢得了消费者，白酒行业实现了更高的增长。而黄酒行业，目前仅古越龙山一家在全国布点，而产品创新优势较强的金枫依然停留于上海市场的整合和品牌提升，黄酒全国化力量的有限无疑使得投入消费者教育的资源有限，因而黄酒全国化普及的速度就会很慢。

其五、黄酒的受众规模有限。黄酒文化老旧缺少创新和适应性；行业竞争生态差，以低成本竞争为主而非产品差异化和品牌化竞争；行业的生产者，特别是规模生产者仍然较少，不利于整个行业通过激烈竞争提高管理经营水平。行业巨头全国化野心较白酒小，全国化力量势单力薄等。这些综合因素聚集到一起，导致黄酒的受众规模有限，从而造成黄酒区域性难以短期改变。

黄酒整体附加值低的原因也较为复杂：

其一、黄酒的评级体系不强。历史上的黄酒名酒也有一两个，而白酒则有八个乃至十多个，并且曾经的名酒塔牌等并没有占据行业龙头，并没有起到行业价值标杆的作用。黄酒在评级上不如白酒，就更不用与评级体系严格的葡萄酒相比了。黄酒的这种情况与啤酒较为接近，这也是啤酒很难卖出高价位的重要原因之一。

其二、黄酒的生产成本低。不同于白酒三斤粮食一斤白酒（茅台更是五斤粮食一斤白酒），黄酒则是一斤粮食产 2.5-3 斤的黄酒，这一点又和啤酒类似，这种原料大量兑水液态发酵带来的低成本也是黄酒一直基于成本竞争而附加值低的重要原因。

## 2.5.2 如何突破黄酒消费区域局限和附加值低的困境

### 1) 转变思路实现黄酒的全国化

其一、转变思路，持续并发扬创新精神。黄酒不仅要在产品口味上持续创新以适应传统市场之外的消费者，而且在包装上，文化定位上等各方面消费者需求，从而赢得消费者。

其二、高举品牌化大旗。在创新的基础上，黄酒就有了品牌化的底气，一旦品牌化并且赢得了消费者，那么会有越来越多的生产者参与到黄酒的全国化进程中来，从而形成良性循环。

其三、鼓励更多的优质生产厂商进行全国化推广。不仅是古越龙山，金枫、会稽山、塔牌、沙洲优黄等均应加入到全国化的阵营，既竞争又合作共同形成黄酒全国化的势头，从而争取更多的消费者和市场。

### 2) 秉承差异化，实施创新和品牌战略以提升黄酒附加值

**黄酒附加值得提升，差异化是根本。**茅台、五粮液等之所以能够在品牌高度上实现重大突破，与其产品独特的差异化和优质有关，品质差异化是品

牌的基础，而白酒的复合菌种自然发酵工艺等是这种差异化和品质的根本。葡萄酒由于其品质的差异化取决于葡萄，而葡萄又与葡萄品种、树龄、种植水平、土壤、日照、气候等密切相关，葡萄的差异化造就了法国的拉菲等五大名庄酒。而啤酒则因其差异化较为有限而难以实现很高的附加值。值得庆幸的是，黄酒已经具备了品牌高端化所具备的品质差异化，因为其复合菌种发酵的工艺特性使得其产品差异化能够和白酒一样。

**不断创新，全方位创新。**我们认为黄酒的创新不仅在产品口味和品质上，而且在包装，特别是在文化定位上要有创新。我们看到的金枫酒业的“和酒”在文化定位创新上已经有了很好的开始。除了围绕产品进行创新外，黄酒也应该在渠道模式和促销手段方式方面进行创新，例如学习白酒和葡萄酒那样抓住消费意见领袖来提升品牌力。通过产业链的整体创新来实现黄酒行业附加值的提升。

**抛弃成本，大胆提价做品牌实现更高附加值。**如果黄酒企业能够保证自己的产品具有无可比拟的差异化，那么其就可以大胆忘记黄酒的低成本，大胆提价做品牌。例如茅台基于其品质和稀缺性能够做到不断提价而基本可以忽略其只有 10% 的成本，黄酒如果在品牌打造背后的品质上下些系统性的功夫，相信诞生黄酒茅台拉菲的可能性一定存在。

表 3 黄酒与其他酒种在行业生态和附加值方面的比较

|            | 白酒   | 啤酒   | 葡萄酒     | 黄酒   |
|------------|------|------|---------|------|
| 酒种文化的新颖    | 古老酒种 | 外来   | 较新      | 古老酒种 |
| 竞争激烈度      | 强    | 强    | 强       | 弱    |
| 供给者数量      | 巨大   | 巨大   | 巨大      | 有限   |
| 行业巨头全国化野心  | 强大   | 强大   | 强大      | 弱    |
| 酒种的影响力（受众） | 广泛   | 广泛   | 广泛      | 有限   |
| 评级机制       | 势力强  | 弱    | 最充分     | 弱    |
| 成本         | 高    | 低    | 高       | 低    |
| 产品差异化      | 大    | 相对小  | 大       | 大    |
| 差异化原因      | 复杂菌种 | 单一酵母 | 葡萄种植和生态 | 复杂菌种 |

资料来源：湘财证券研究所

### 3 创新成就今日的金枫

与动辄拥有百年历史的绍兴黄酒企业相比，以前金枫黄酒规模和收入都很小。金枫黄酒根本不敢和绍兴酒大厂比拼，当年这家以生产善酿黄酒为主的小酒厂一直处于小打小闹的地位，历史上利润最高的 2001 年也不过 1025 万元。

**弱则思变。**面对绍兴酒日益强大的攻势，面对日渐式微的传统市场，公司决定在引资股改的同时，引进现代经营理念。公司花了 60 万元引进专业

的市场调查和策划公司来帮公司做市场调研、策划、营销等工作，让专业人士帮助公司扬长避短。

**金枫酒业看到的行业危机。1) 口味难以适应年轻人需求。**根据专业市场公司的调研发现，传统的绍兴黄酒由于口味浓厚，年轻人往往不太喜欢喝，除了“咸亨”等配方独特的老酒依然保持着市场竞争的优势外，大多数黄酒的市场远不如白酒、葡萄酒，而且它的消费层基本上在 50 岁以上。随着岁月流逝，这个消费市场正越来越小。要摆脱困境，就必须突破传统的黄酒标准，让市场来检验口味。**2) 黄酒形象差，影响价格和档次的提升。**当时传统黄酒连包装都几乎一个模样：深黄色的瓶身，红黄相间的包装纸。厨房用的料酒和酒席上喝的黄酒在包装上根本没有区别。结果料酒用得越多，黄酒的形象越差，价格也是每况愈下。

**产品全面创新。**从 2001 年开始，金枫酒业开始了脱胎换骨式的配方和包装等改造，生产出以“石库门”为标志的新一代黄酒，并打出了“上海老酒”的新旗号。瓶子是类似洋酒瓶的扁方形，从酒标到瓶盖，完全是充满“石库门”气息的海派风味，更为时尚；口味变得不再和正宗黄酒一样，其口味更平和，减轻了传统黄酒的焦糖味（“石库门”、“和酒”口感总体上比传统黄酒要淡一点，“石库门”比“和酒”更淡一点），酒里还加配了话梅、枸杞、蜂蜜，酒精度更是从传统绍兴酒的 17 度下调到了 10 度-14 度；新品价格是原先大路货的十多倍，但年轻人认同了它，市场接受了它。06 年前后，公司生产新式黄酒 8 万吨，“石库门”单品的销量也达到 1.5 万吨左右的水平。

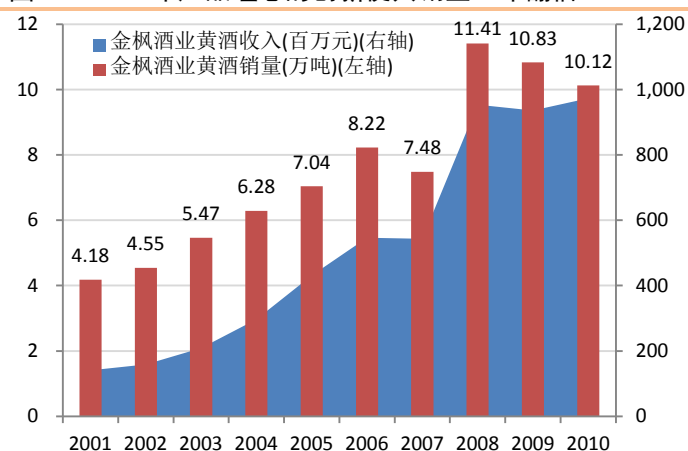
**观念创新是“石库门”成功的关键所在。**产品创新不难，技术的角度比较容易解决，然而最难的是企业要想做到产品创新。传统的品牌往往依据老方不敢越雷池一步，这对于保持特色当然是好的。但是，任何事物都在变化，在提倡健康、保健，年轻人追求时尚的今天，如果还是墨守成规，酒精度不能改、包装不能动，让青年人适应老年人的口味，那么黄酒的市场在啤酒、白酒、葡萄酒等酒种的进攻下必然将逐步萎缩。“石库门”是传统品牌的一面镜子。传统的工艺要保护，但商品是活的，随时要经过市场检验。千万不能把传统品牌当作标本供起来。

**关联方渠道支持也功不可没。**公司的成功还得益于光明集团和烟糖集团旗下的渠道（3000 多家销售终端）支持。2010 年公司通过其上海捷强烟草糖酒集团配销中心、农工商超市（集团）有限公司、上海伍缘现代杂货有限公司等关联方销售 1.65 亿元的黄酒，约占黄酒收入的 16.97%。

**创新带来高成长和高盈利。**受益于产品理念的创新和“石库门”单品的成功，公司从 01 年到 06 年的黄酒销量基本翻了一倍。五年里收入复合增长

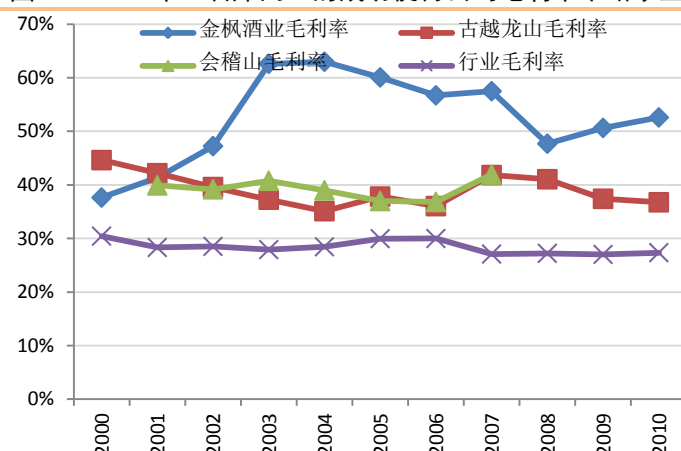
率也高达 31.18%。得益于“石库门”单品的成功，公司黄酒的毛利率也从 37.6%提升至 60%以上。超过古越龙山约 20 个百分点。

图 22 2001 年产品理念的创新使其销量五年翻倍



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 23 2001 年“石库门”的成功使得公司毛利率不断攀上



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

注：金枫的高毛利率除了单品售价提高毛利率之外，工艺的不同也贡献了毛利率。金枫借鉴公司借鉴了其他酒种的工艺，通过机械化对人工的替代提高了生产效率（金枫 100%机制酒，高于古越龙山 50%的机制酒比例），实现了全年酿造，酿造时间也从传统的 100 天左右缩短到 50 天，其粮耗相对少一些，吨酒消耗糯米约 0.4 吨，比传统工艺的 0.5 吨有优势。其对毛利率的提升不言而喻。

## 4 整合华光，效益明显

08 年 7 月控股股东烟糖集团将持有的华光酿酒 100%股权置换进入上市公司。置换入的华光酿酒旗下主要有中档“和酒”系列及高端子品牌“和酒-金色年华”系列，当时的销售量大约在 3 万吨/年左右，**高端品牌“和酒-金色年华”系列约达到年销售 5000 吨左右的水平。**

### 4.1 生产整合

生产整合包括基酒整合和生产基地整合。

基酒整合。由于华光酿酒并没有自己的原酒生产能力，基酒都外购于江浙地区，而后进行勾兑，因此存在外购价格较高、质量稳定性较差、同时消费税不能抵免等问题，导致生产成本较高。华光酿酒并入公司后，基本可以采用公司原有基酒，降低采购成本、同时保证了质量的稳定性。由于和酒（及金色年华）原酒库存消化、配方和口味的调配等问题，采用自有基酒的比例有一个逐步提高的过程，为避免消费者因和酒口味的急剧变化而流失，公司对和酒使用自酿基酒比例进行了滚动调整。08 年时“和酒三年陈”与“和酒五年陈”基酒自给率已分别达到 80%和 40%左右；09 年末，三年陈和

酒自酿基酒比例达到 90% 以上，五年陈产品基酒使用比例也达到了 60%--70%；到 2010 年底，公司已经实现了原华光酿酒旗下产品的原酒自给。原料酒部分的成本大约下降 25% 左右，可以节约成本约 1000 万元。但由于原酒自给对公司毛利率的提升有限，且公司收入增长缓慢，因此，公司业绩增速不太明显。

生产基地整合。公司合并华光酿酒后，将华光的生产基地搬迁到了枫泾生产基地，节省了原来基酒从枫泾运到宝山区的运输费，优化了生产布局并提高了规模效应（例如降低了部分能源消耗）。随着公司对华光酿酒 2010 年 6 月采取吸收合并，原来要缴两道消费税 240 元/吨（基酒卖给和酒交一道，和酒外售再交一道），将来可以节约一道税。此外，生产整合将带动技术整合，两个厂的技术研发中心也进行了合并优化。

#### 4.2 产品定位调整到位

合并华光酿酒后，公司所拥有的中高端黄酒品牌扩充到两个：石库门、和酒。公司确立了新的产品结构战略：突显公司核心品牌，稳固以“石库门”、“和”酒金色年华为代表的高端产品的市场地位，不断提升三年陈以上产品占总销量的比重，适当控制中档以下产品的销售，以优化产品结构，进一步夯实“石库门”、“和”酒双品牌运作基础。

目前，超高端占公司总销量不到 1%（约几十吨，但收入占比 10% 左右）。公司产品价格也有很高的，如 30 年陈酿的“石库门”，每瓶 880 元，和工行做高端订制酒，量不是很大，作为礼品酒，喷磁包装，有外滩 20 多种建筑各印一幢在包装上，代表上海悠久历史和文化，档次很高。超高端的石库门·经典 20 年陈 200 多元/瓶，石库门锦绣大地 12 年陈售价 98 元/瓶，不过量少，一年几十吨，公司大部分产品价格并不高。

表 4 公司各主要产品的档次（以终端售价划分）

| 档次  | 产品           | 价格(元/斤) | 档次 | 产品         | 价格(元/斤) |
|-----|--------------|---------|----|------------|---------|
| 超高端 | 石库门“荣尊”系列    | 200 元以上 | 中端 | 和酒金标       | 10-20   |
|     | 石库门“经典”系列    |         |    | 和酒 5 年陈    |         |
|     | 石库门“锦绣”15 年陈 |         |    | 和酒大开福 5 年陈 |         |
| 高端  | 石库门“锦绣”12 年陈 | 100 元左右 | 低端 | 和酒银标       | 10 元以下  |
| 中高端 | 石库门（红黑礼盒）    | 20-100  |    | 和酒 3 年陈    |         |
|     | 石库门（金红黑标）    |         |    | 和酒大开福 3 年陈 |         |
|     | 石库门 1 号(红蓝标) |         |    | 依好系列酒      |         |
|     | 石库门（红黑标）     |         |    | 金枫系列酒      |         |
|     | 和酒“金色年华”系列   |         |    |            |         |

资料来源：市场调研，湘财证券研究所整理

公司产品以中高端为主，石库门和和酒金色年华销量约占总销量的 20%。

**“石库门”的文化定位是海派文化的形象代表**，是穿越历史的怀旧文化、包

容文化，经典传承，销售区域上适用上海地区，目标为做深做透上海市场，尤其是中高端以上市场。而“和酒”因其“和”文化所代表的和谐、和睦、和文化、时尚等而显得更为大气，因此其品牌定位上与“石库门”会有所不同，但具体如何定位公司还在调整过程中。我们认为和酒的品牌文化有利于走向全国。

**整合完毕后，产品升级拉开帷幕。**2011 年 1 月公司新推出“石库门”一号蓝红牌（蓝标 10 年陈、红标 6 年陈，甜度比原黑红标更低，属于特型半干黄酒），开创性地采用“珍选+限定+升级”的海派酿酒工艺，从原料、酒基到工艺、酒体乃至健康营养，均突破传统黄酒习惯，限定更高的标准，令成酒各项指标全面升级，并聘请著名财经主持人袁岳代言。石库门一号在价位上超越了黑红标（黑标 8 年陈、红标 5 年陈），介于锦绣系列和黑红标之间，丰富了价位段，为石库门主产品黑红标的结构升级做了准备。此外，新品“石库门”一号是金枫酒业完成对和酒的整合后首次高调推出的新产品，也是“石库门”上海老酒自 2001 年问世以来最具规模的一次产品升级，既迎合了消费者的消费升级，同时也有利于解决渠道利润透明化和步入“成熟期”的石库门销量瓶颈问题（石库门销量达到 1.5 万吨以后遇到了一个相对的瓶颈）。我们认为新品定价高，公司可给予经销商的利润空间也更大，有利于调动经销商积极性。

**不断提升三年陈以上产品占总销量的比重。**三年陈的黄酒一般称为中档酒，毛利率在 20%左右，近年来随着公司实施不断提升三年陈以上产品销量占比战略，三年陈以上产品销售量已经达到 60%以上（其中，中高端产品石库门和和酒金色年华约 2 万吨，“和酒三年陈”约为 2 万吨左右，其他 2 万吨），产品结构的升级也使得公司能够在各项成本不断上涨而终端品价格不变的情况下保持了较高的毛利率水平。

**适当控制中档以下产品（金枫、定山湖等品牌）的销售。**中档以下产品依然占公司销量的很大部分（40%左右），公司计划通过品牌化来提升中档以下产品销售。

“二八现象”同样存在于公司的产品结构中，即销量较小的中高端产品贡献大部分利润；销量大的中低档产品贡献利润反而少。虽然中高端产品增长速度较慢，但公司的广告投放和市场推广仍以“石库门”、“和酒”为主，不断提升品牌形象和价值，意在打造中高端品牌的持久市场优势；同时，短期仍需以中低端产品来维持市场份额和销量。

表 5 公司主要品牌产品的价格

| 厂家   | 产品        | 价格(元/斤) | 价格(元/斤)          |
|------|-----------|---------|------------------|
| 金枫酒业 | 石库门 1 号蓝标 | 48      | 和酒(大开福)5 年陈 10.4 |

|      |             |      |             |      |
|------|-------------|------|-------------|------|
|      | 石库门 1 号红标   | 35   | 和酒(大开福)3 年陈 | 7.6  |
|      | 石库门黑标       | 26.8 | 和酒 5 年陈     | 12.1 |
|      | 石库门红标       | 18   | 和酒 3 年陈     | 5.5  |
|      | 和酒金色年华 8 年陈 | 32.8 | 依好 12.5 度   | 8.5  |
|      | 和酒金色年华 5 年陈 | 20.8 | 依好 14.5 度   | 9.5  |
|      | 和酒金标        | 17.4 | 金枫三年陈特加饭    | 5    |
|      | 和酒银标        | 9.5  |             |      |
| 古越龙山 | 东方原酿        | 26.6 |             |      |
|      | 古越龙山金五年     | 18.5 |             |      |

注：数据来自 2011 年 12 月 8 日前后上海家乐福超市

资料来源：湘财证券研究所整理

**注：和酒曾经一度与石库门产生竞争关系。**石库门 07 年的销量大约为 1.6 万吨左右，08 年石库门对金色年华开放经销商渠道，金色年华的高返利政策影响了石库门的销售，当年石库门全年销量同比下滑 8%，金色年华销量同比上升 100%。目前石库门的销量预计在 1.5 万吨左右，和酒则上升到了 5000 吨左右。相信“石库门”和“和酒”品牌内涵和口感的区分有利于解决同一价位两个品牌冲突（石库门系列的黑标、红标和和酒金色年华的八年陈酿、五年陈酿终端价格定位非常接近）的问题。此外，和酒三年陈、五年陈品牌与“依好”也存在竞争关系。

#### 4.3 销售整合

08 年华光进入上市公司不久，华光酿酒的销售团队就与金枫原有销售团队合并，纳入同一个销售分公司石库门贸易公司统一管理，由原华光酿酒总经理出任销售主管，下设 5 个总监（分别分管商超、餐饮、分销、市外和外贸）；销售分公司对旗下两大品牌系列的产品进行梳理，产品统一定位、统一营销。此外，石库门的渠道也对和酒金色年华开放，曾经一度导致石库门销量轻微下滑而金色年华大幅增长的情况，后期公司通过销售政策（前期给金色年华的经销商让利较多）的调整情况有所好转。

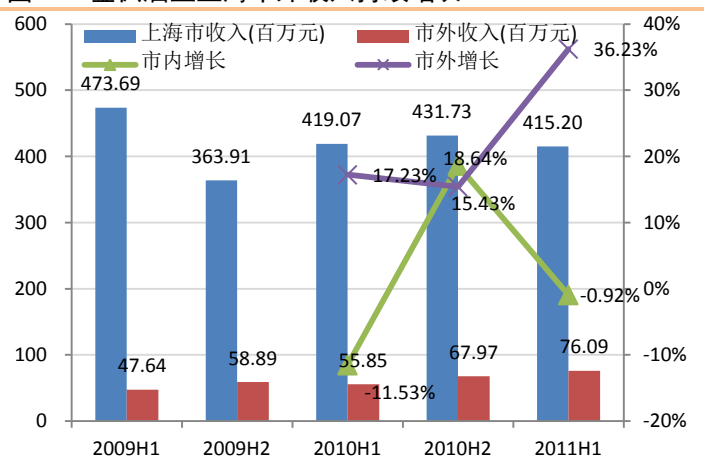
**公司产品的销售基本是通过经销商实现的。**上海市场的经销商是按区域、渠道和产品划分的，单一产品不存在独家代理的情况，目前全市大约有几十家经销商（大约在四五十家）。产品的销售渠道结构中，中高端产品基本一半以上是通过餐饮渠道实现，还有一半是大约通过商超和大流通等其他渠道实现，此外，过年过节有些超高端团购定制酒，不过量很小。

**谋划市外市场，重点投放资源建设。**目前公司拥有销售人员 180 人左右。为了拓展上海市外市场的销售，在 2010 年底时将市外部门拆分为 4 个部门，一个部门专门负责江苏市场（80%市外收入来自江苏市场），并在江苏设有办事处，其他 3 个部门分别负责西南区、东北区、南方区域。

## 6 市内市场结构提升，市外市场谋求突破

2010 年公司在上海市场实现收入 8.47 亿元，大约占上海市场的 60% 份额，公司希望通过石库门一号的推出来实现产品升级并提升品牌力，并进一步优化石库门和和酒的品牌定位，推进石库门和和酒系列的进一步整合。

图 24 金枫酒业上海市外收入持续增长



注：市外市场同口径同比增长 13.89%，多出部分为统计口径差异，主要是集团出让的隆樽酿酒公司引发的差异

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2010 年公司上海市外实现收入 1.24 亿元，约占总收入的 12.66%，预计市外收入今年有望增长 15% 左右（同口径），市外收入占总收入的比重有望达到 15% 左右。

今年上半年，公司市外市场中江苏、北京、福建、广东等省销量均有 20% 以上的增长。目前，市外市场中最主要的市场还在苏南地区，江苏占公司市外市场收入的 80% 左右，主要集中在餐饮渠道；此外，公司还较早进入了北京市场，不过也主要局限于餐饮渠道；华南的福建和广东，公司也有布局，其中福建因为有黄酒消费的传统，市场消费还可以，公司在福建地区的播种略有效果，有少量销售。

目前，公司在市内市场做品牌提升和品牌结构优化等工作，而在市外市场则重点建设江苏市场。销售组织上也于 10 年底将江苏部分从市外部门中分列，强化了江苏市场的销售力量和资源投入；经销模式方面公司希望依靠强势经销商，与经销商做好联动。这一考量预计主要是基于苏南具有丰厚的黄酒消费文化，黄酒市场巨大，而且靠近上海，对于上海的文化和口味具有较好的接受潜力，因此苏南市场突破的可能性大而成本相对要小，因此重点建设江苏市场则成为必然选择。我们认为，公司的区域战略是先集中力量深耕一个重点市场（江苏市场），取得突破后再把人员和经验复制到其他地方，而不是像古越龙山那样在全国范围内平行推进渠道和在央视投放广告。虽然金枫在全国市场的知名度没有古越龙山高，但金枫的区域战略营销费用可以

相对节省，如果成功突破一个非上海市场，则其经验容易被复制到其他地方。

此外，公司主推石库门高端品牌，希望通过**高端品牌的构建为后续全国化的迅速展开奠定内功和实力**。我们也较为认同公司的品牌和区域战略，基于公司国有企业体制和稳健的行事风格，很多工作没有民营企业那样暴风骤雨，因此市外市场的重大突破仍需耐心等待，但前景还是乐观的。

## 7 集团非黄酒酒业资产注入短期可能性小

公司的实际控制人光明食品（集团）有限公司，成立于 2006 年 8 月 8 日。由上海益民食品一厂（集团）有限公司、上海农工商（集团）有限公司、上海市糖业烟酒（集团）有限公司、锦江国际（集团）有限公司的相关资产集中组建而成，资产规模 458 亿元，2009 年规模销售收入 760 亿元。集团核心业务主要由现代农业、食品制造业和连锁商贸业组成。其中，现代农业主要是奶牛、生猪、大米、蔬果和花卉；食品制造业主要是乳制品、糖、酒、休闲食品和罐头食品。集团拥有各类连锁销售网点 4000 多家，以及电子商务公司和品牌食品代理企业。

旗下上海市糖业烟酒（集团）有限公司创建于 1951 年，目前已经形成了以糖业、酒业、品牌代理业和零售连锁业为核心的产业体系，2010 年合并销售收入 220 亿元、利润总额 9 亿元，位居全国企业 500 强之列。酒业产业是上海糖酒集团的核心主业之一，目前打造了以海派黄酒为特色的专业上市公司金枫酒业和以“中国传统八大名白酒”著称的四川全兴酒业两大事业平台；此外，公司参股了上海红酒交易中心，进入酒类电子商务和高端葡萄酒行业，探索新型酒类经营模式。公司还将葡萄酒定位未来的一个战略重点，目前正在和葡萄酒目标公司在谈。

**对于市场预期的将全兴酒业注入上市公司的做法，我们持保留意见。**理由是，白酒行业已经进入整合并购的阶段，未来白酒行业的竞争将更加激烈，之前只有白酒销售经验而无白酒生产营销和管理经验的上海烟糖能否复兴全兴酒业本身就存在巨大的变数，从光明乳业的缓慢发展和管理文化中，以及从烟糖旗下的上市公司中我们看不到烟糖能够迅速复兴全兴酒业的趋势。

**我们认为，对于金枫酒业来说，黄酒经营相信应该是目前乃至未来数年的主业。**如果烟糖没有能够做好黄酒，没有能够利用金枫在黄酒行业已有优势地位实现黄酒产业更大的发展，如何能够相信其将全兴酒业注入上市公司后能将白酒做好。此外，白酒产业注入上市公司还需要整合的时间，金枫花了 2 年的时间才实现了与华光酿酒的整合，那整合白酒与黄酒两大子产业也许会耗费更大的时间。如果不对管理层进行调整，很难让市场相信金枫现有从事黄酒产业的管理层能够同时做好黄酒和白酒。

对于葡萄酒产业,我们认为上海烟糖如果能够收购到很好的葡萄酒资源也许是一个看点。但这个看点可能需要数年才能兑现,因为收购本身从谈判到最后交易完成本身就时间漫长;此外,收购完葡萄酒之后进入中国市场打造品牌、构建销售网络等工作也需时间;更为重要的是,葡萄酒经营和黄酒经营更是差异显著,目前国内葡萄酒市场张裕、中粮两大巨头已经产生,而进口葡萄酒则是异常混乱,可以说葡萄酒现有的经营环境对一个刚兴起的葡萄酒企业提出了更高的要求,这些不是仅有上海一地商超渠道优势的烟糖所能够在短期内做到的。

我们的判断就是,金枫目前乃至未来一段时间仍将是黄酒经营为主,以品牌提升、品牌架构梳理和全国化拓展为主要战略方向;白酒注入和葡萄酒注入等对上市公司来讲基本上可以确定是利空而非利好,虽然短期可能存在概念性炒作。

## 8 盈利预测及估值

我们假定公司省内市场收入基本持平略微增长,省外市场维持 20%左右的增长。此外,受益于石库门一号的推出和公司自身强大的产品结构优化提升能力,预计未来黄酒毛利率仍是稳中略升的趋势。此外,16 万吨的产能和 19 万吨的原酒储备显示公司在产品供应上不存在供应瓶颈,业绩的高增长依赖于市外市场的比重提升和持续高增长以及整体毛利率水平的提升。

注:2001 年开始的浦东新区 15%的优惠所得税率自 2008 年 1 月 1 日起,在新税法施行后 5 年内逐步过渡到法定税率。公司 2010 年度按 22%的税率计征企业所得税。

我们预计公司 2011-13 年收入为 10.47 亿元、11.25 亿元、12.26 亿元, EPS 为 0.33 元、0.37 元、0.45 元, PE 为 27.57 倍、24.14 倍、20.27 倍。目前的估值合理,首次给予“增持”评级。

表 6 盈利预测表

| 主要财务指标        | 2010   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 978.05 | 1046.81 | 1125.32 | 1226.60 |
| 收入同比(%)       | 3.55%  | 7.03%   | 7.50%   | 9.00%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 131.39 | 143.85  | 164.31  | 195.60  |
| 净利润同比(%)      | -9.86% | 9.48%   | 14.22%  | 19.04%  |
| 毛利率(%)        | 56.30% | 55.82%  | 56.92%  | 58.42%  |
| 每股收益(元)       | 0.30   | 0.33    | 0.37    | 0.45    |
| P/E           | 30.48  | 27.84   | 24.38   | 20.48   |
| P/B           | 3.62   | 3.38    | 3.12    | 2.85    |

注:公司公告,湘财证券研究所

## 7 预测利润表和资产负债表

| 资产负债表     |      |       |       |       | 利润表       |        |        |        |        |
|-----------|------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元    |      |       |       |       | 单位:百万元    |        |        |        |        |
| 会计年度      | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度      | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 流动资产      | 814  | 876   | 1062  | 1251  | 营业收入      | 978    | 1047   | 1125   | 1227   |
| 现金        | 262  | 290   | 442   | 598   | 营业成本      | 427    | 462    | 485    | 510    |
| 应收账款      | 53   | 57    | 61    | 66    | 营业税金及附加   | 35     | 38     | 41     | 44     |
| 其他应收款     | 11   | 10    | 11    | 12    | 营业费用      | 179    | 198    | 213    | 232    |
| 预付账款      | 6    | 15    | 13    | 14    | 管理费用      | 148    | 171    | 184    | 201    |
| 存货        | 482  | 504   | 535   | 560   | 财务费用      | -1     | -9     | -12    | -17    |
| 其他流动资产    | 0    | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 非流动资产     | 580  | 570   | 509   | 447   | 公允价值变动收益  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资      | 27   | 27    | 27    | 27    | 投资净收益     | 1      | 2      | 2      | 2      |
| 固定资产      | 507  | 490   | 439   | 382   | 营业利润      | 190    | 188    | 216    | 258    |
| 无形资产      | 42   | 41    | 40    | 39    | 营业外收入     | 9      | 6      | 6      | 6      |
| 其他非流动资产   | 5    | 12    | 2     | -1    | 营业外支出     | 11     | 3      | 3      | 3      |
| 资产总计      | 1395 | 1445  | 1571  | 1698  | 利润总额      | 188    | 191    | 219    | 261    |
| 流动负债      | 289  | 262   | 288   | 293   | 所得税       | 56     | 47     | 55     | 65     |
| 短期借款      | 0    | 0     | 0     | 0     | 净利润       | 131    | 144    | 164    | 196    |
| 应付账款      | 210  | 183   | 207   | 213   | 少数股东损益    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动负债    | 80   | 79    | 81    | 80    | 归属母公司净利润  | 131    | 144    | 164    | 196    |
| 非流动负债     | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA    | 230    | 237    | 265    | 303    |
| 长期借款      | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)   | 0.30   | 0.33   | 0.37   | 0.45   |
| 其他非流动负债   | 0    | 0     | 0     | 0     | 获利能力      |        |        |        |        |
| 负债合计      | 289  | 262   | 288   | 293   | 毛利率(%)    | 56.30% | 55.82% | 56.92% | 58.42% |
| 少数股东权益    | 0    | 0     | 0     | 0     | ROE(%)    | 11.89% | 12.16% | 12.81% | 13.92% |
| 股本        | 439  | 439   | 439   | 439   | ROIC(%)   | 16.33% | 15.71% | 19.02% | 23.44% |
| 资本公积      | 29   | 29    | 29    | 29    | 估值比率      |        |        |        |        |
| 留存收益      | 638  | 716   | 816   | 937   | P/E       | 30.48  | 27.84  | 24.38  | 20.48  |
| 归属母公司股东权益 | 1105 | 1183  | 1283  | 1405  | P/B       | 3.62   | 3.38   | 3.12   | 2.85   |
| 负债和股东权益   | 1395 | 1445  | 1571  | 1698  | EV/EBITDA | 16.17  | 15.67  | 14.00  | 12.28  |

注：公司公告，湘财证券研究所整理

表 8 2011 年第三季度收入同比增长 14.93%，利润同比减少 17.96%

|                   | 4Q10   | 1Q11   | 2Q11   | 3Q11   | 4Q10 同比 | 1Q11 同比 | 2Q11 同比   | 3Q11 同比 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|-----------|---------|
| 一、营业总收入           | 321.41 | 317.72 | 173.89 | 194.81 | 5.39%   | -0.75%  | 4.12%     | 14.93%  |
| 二、营业总成本           | 257.54 | 224.72 | 176.38 | 174.63 | 0.48%   | 3.71%   | 3.21%     | 20.72%  |
| 营业成本              | 133.65 | 128.44 | 89.26  | 93.04  | 2.69%   | -2.22%  | 7.54%     | 17.17%  |
| 营业税金及附加           | 8.91   | 10.60  | 7.47   | 8.19   | -27.48% | -11.06% | -10.99%   | 33.06%  |
| 销售费用              | 59.91  | 51.56  | 41.90  | 37.35  | -6.22%  | 25.16%  | -10.68%   | 18.81%  |
| 管理费用              | 55.42  | 34.45  | 38.13  | 36.13  | 10.64%  | 5.96%   | 16.55%    | 29.93%  |
| 财务费用              | -0.24  | -0.33  | -0.37  | -0.08  | 136.75% | 12.68%  | 75.13%    | -45.36% |
| 资产减值损失            | -0.10  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |         |         |           |         |
| 三、其他经营收益          | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |         |         |           |         |
| 公允价值变动净收益         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |         |         |           |         |
| 投资净收益             | 0.40   | 0.56   | 0.83   | 0.04   |         |         |           |         |
| 四、营业利润            | 64.27  | 93.56  | -1.66  | 20.22  | 28.48%  | -9.92%  | -53.52%   | -19.48% |
| 加：营业外收入           | 3.37   | 0.18   | 5.04   | 0.16   |         |         |           |         |
| 减：营业外支出           | 4.49   | 0.11   | 0.13   | 0.25   |         |         |           |         |
| 五、利润总额            | 63.15  | 93.63  | 3.25   | 20.14  | 30.01%  | -8.15%  | -2307.76% | -11.56% |
| 减：所得税             | 25.78  | 23.01  | 0.17   | 4.96   | 178.27% | -4.46%  | -84.77%   | -6.89%  |
| 六、净利润             | 37.37  | 70.62  | 3.08   | 15.17  | -4.93%  | -9.29%  | -341.07%  | -12.98% |
| 减：少数股东损益          | 0.75   | 0.00   | 0.06   | -0.37  | 67.48%  | -       | -92.62%   | -75.37% |
| 归属于母公司所有者的净利润     | 36.62  | 70.62  | 3.02   | 15.55  | -5.77%  | -9.29%  | -248.62%  | -17.96% |
| 每股收益              | 0.08   | 0.16   | 0.01   | 0.04   | -5.77%  | -9.29%  | -248.62%  | -17.96% |
| 以上同比为相对数，以下同比为绝对数 |        |        |        |        |         |         |           |         |
|                   | 4Q10   | 1Q11   | 2Q11   | 3Q11   | 4Q10 同比 | 1Q11 同比 | 2Q11 同比   | 3Q11 同比 |
| 毛利率               | 58.42% | 59.58% | 48.67% | 52.24% | 1.10%   | 0.61%   | -1.63%    | -0.92%  |
| 营业税金及附加率          | 2.77%  | 3.34%  | 4.29%  | 4.20%  | -1.26%  | -0.39%  | -0.73%    | 0.57%   |
| 营业费用率             | 18.64% | 16.23% | 24.09% | 19.17% | -2.31%  | 3.36%   | -3.99%    | 0.63%   |
| 管理费用率             | 17.24% | 10.84% | 21.93% | 18.55% | 0.82%   | 0.69%   | 2.34%     | 2.14%   |
| 财务费用率             | -0.08% | -0.10% | -0.21% | -0.04% | -0.04%  | -0.01%  | -0.09%    | 0.05%   |
| 三项费用率             | 35.80% | 26.97% | 45.81% | 37.68% | -1.53%  | 4.03%   | -1.74%    | 2.81%   |
| 利润率               | 19.65% | 29.47% | 1.87%  | 10.34% | 3.72%   | -2.37%  | 1.96%     | -3.10%  |
| 实际所得税率            | 40.82% | 24.58% | 5.29%  | 24.65% | 21.75%  | 0.95%   | 772.65%   | 1.24%   |
| 净利润率              | 11.63% | 22.23% | 1.77%  | 7.79%  | -1.26%  | -2.09%  | 2.53%     | -2.50%  |
| 归属母公司净利润率         | 11.39% | 22.23% | 1.74%  | 7.98%  | -1.35%  | -2.09%  | 2.96%     | -3.20%  |

注：公司公告，湘财证券研究所整理

表 9 2011 年前三季度收入同比增长 4.54%，归属母公司股东净利润同比减少 5.89%

|                 | 1H10   | 1-3Q10 | 1H11   | 1-3Q11 | 1H10 同比  | 1-3Q10 同比 | 1H11 同比 | 1-3Q11 同比 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|----------|-----------|---------|-----------|
| 一、营业总收入         | 487.13 | 656.64 | 491.61 | 686.42 | 2.81%    | 2.67%     | 0.92%   | 4.54%     |
| 二、营业总成本         | 387.58 | 532.23 | 401.10 | 575.73 | 2.28%    | 3.01%     | 3.49%   | 8.17%     |
| 营业成本            | 214.36 | 293.76 | 217.69 | 310.73 | 1.92%    | -2.81%    | 1.56%   | 5.78%     |
| 营业税金及附加         | 20.31  | 26.47  | 18.07  | 26.26  | 11.99%   | 5.56%     | -11.03% | -0.78%    |
| 销售费用            | 88.10  | 119.54 | 93.46  | 130.81 | -6.36%   | 10.90%    | 6.08%   | 9.43%     |
| 管理费用            | 65.22  | 93.03  | 72.57  | 108.70 | 17.43%   | 15.27%    | 11.27%  | 16.85%    |
| 财务费用            | -0.50  | -0.65  | -0.70  | -0.78  | -153.70% | -171.46%  | 39.02%  | 19.88%    |
| 资产减值损失          | 0.09   | 0.09   | 0.00   | 0.00   |          |           |         |           |
| 三、其他经营收益        | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |          |           |         |           |
| 公允价值变动净收益       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |          |           |         |           |
| 投资净收益           | 0.74   | 1.00   | 1.39   | 1.43   |          |           |         |           |
| 四、营业利润          | 100.30 | 125.41 | 91.90  | 112.13 | 5.07%    | 1.48%     | -8.37%  | -10.59%   |
| 加：营业外收入         | 5.55   | 5.67   | 5.22   | 5.39   |          |           |         |           |
| 减：营业外支出         | 4.05   | 6.52   | 0.24   | 0.49   |          |           |         |           |
| 五、利润总额          | 101.79 | 124.56 | 96.88  | 117.02 | -3.29%   | -7.47%    | -4.82%  | -6.05%    |
| 减：所得税           | 25.22  | 30.55  | 23.19  | 28.15  | 6.10%    | 10.21%    | -8.06%  | -7.85%    |
| 六、净利润           | 76.58  | 94.01  | 73.70  | 88.87  | -6.02%   | -12.06%   | -3.76%  | -5.47%    |
| 减：少数股东损益        | 0.76   | -0.75  | 0.06   | -0.32  | #DIV/0!  | #DIV/0!   | -92.62% | -58.05%   |
| 归属于母公司所有者的      |        |        |        |        |          |           |         |           |
| 净利润             | 75.82  | 94.77  | 73.64  | 89.19  | -6.95%   | -11.35%   | -2.87%  | -5.89%    |
| 每股收益            | 0.17   | 0.22   | 0.17   | 0.20   | -6.95%   | -11.35%   | -2.87%  | -5.89%    |
| 以上同比为相对数，以下为绝对数 |        |        |        |        |          |           |         |           |
|                 | 1H10   | 1-3Q10 | 1H11   | 1-3Q11 | 1H10 同比  | 1-3Q10 同比 | 1H11 同比 | 1-3Q11 同比 |
| 毛利率             | 56.00% | 55.26% | 55.72% | 54.73% | 0.38%    | 2.52%     | -0.28%  | -0.53%    |
| 营业税金及附加率        | 4.17%  | 4.03%  | 3.68%  | 3.83%  | 0.34%    | 0.11%     | -0.49%  | -0.20%    |
| 营业费用率           | 18.09% | 18.20% | 19.01% | 19.06% | -1.77%   | 1.35%     | 0.93%   | 0.85%     |
| 管理费用率           | 13.39% | 14.17% | 14.76% | 15.84% | 1.67%    | 1.55%     | 1.37%   | 1.67%     |
| 财务费用率           | -0.10% | -0.10% | -0.14% | -0.11% | -0.30%   | -0.24%    | -0.04%  | -0.01%    |
| 三项费用率           | 31.37% | 32.27% | 33.63% | 34.78% | -0.40%   | 2.66%     | 2.26%   | 2.51%     |
| 利润率             | 20.90% | 18.97% | 19.71% | 17.05% | -1.32%   | -2.08%    | -1.19%  | -1.92%    |
| 实际所得税率          | 24.77% | 24.52% | 23.93% | 24.05% | 2.19%    | 3.94%     | -0.84%  | -0.47%    |
| 净利润率            | 15.72% | 14.32% | 14.99% | 12.95% | -1.48%   | -2.40%    | -0.73%  | -1.37%    |
| 归属母公司净利润率       | 15.56% | 14.43% | 14.98% | 12.99% | -1.63%   | -2.28%    | -0.58%  | -1.44%    |

注：公司公告，湘财证券研究所整理

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

**买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

**增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

**中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

**卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。