
金枫酒业
关注业绩小拐点后的变化以及国企改革主题机会

2013-10

苏斌

消费组食品饮料

021-20328510

Cheng.su@bocichina.com

投资摘要：概述

概述：

- 黄酒行业景气度一般，龙头企业收入和利润规模小，消费者教育、市场扩张强度低，黄酒行业复兴难度大是我们的基本判断
- 海派黄酒面临绍兴黄酒的身份之争，外围扩张难度相对更大，而且海派黄酒第一目标市场仍是苏浙，对于扩大整个黄酒的市场益处有限
- 金枫酒业解决了内部整合品牌梳理的问题，解决了管理团队更替问题，解决了经销商老化渠道失控的问题，进入恢复性增长阶段，预计今年利润增长**20%**，**2014**年利润增长**30%**（含并表）
- 金枫酒业承担光明食品集团酒业平台定位较色，未来资本运作是看点，近期定增进入葡萄酒市场，已经收购绍兴塔牌黄酒**20%**股权（未来继续增持控股），集团还有白酒资产是潜在注入标的
- 上海国企改革，光明、梅林均已走在前面，金枫作为竞争性行业，激励改革可期

目录

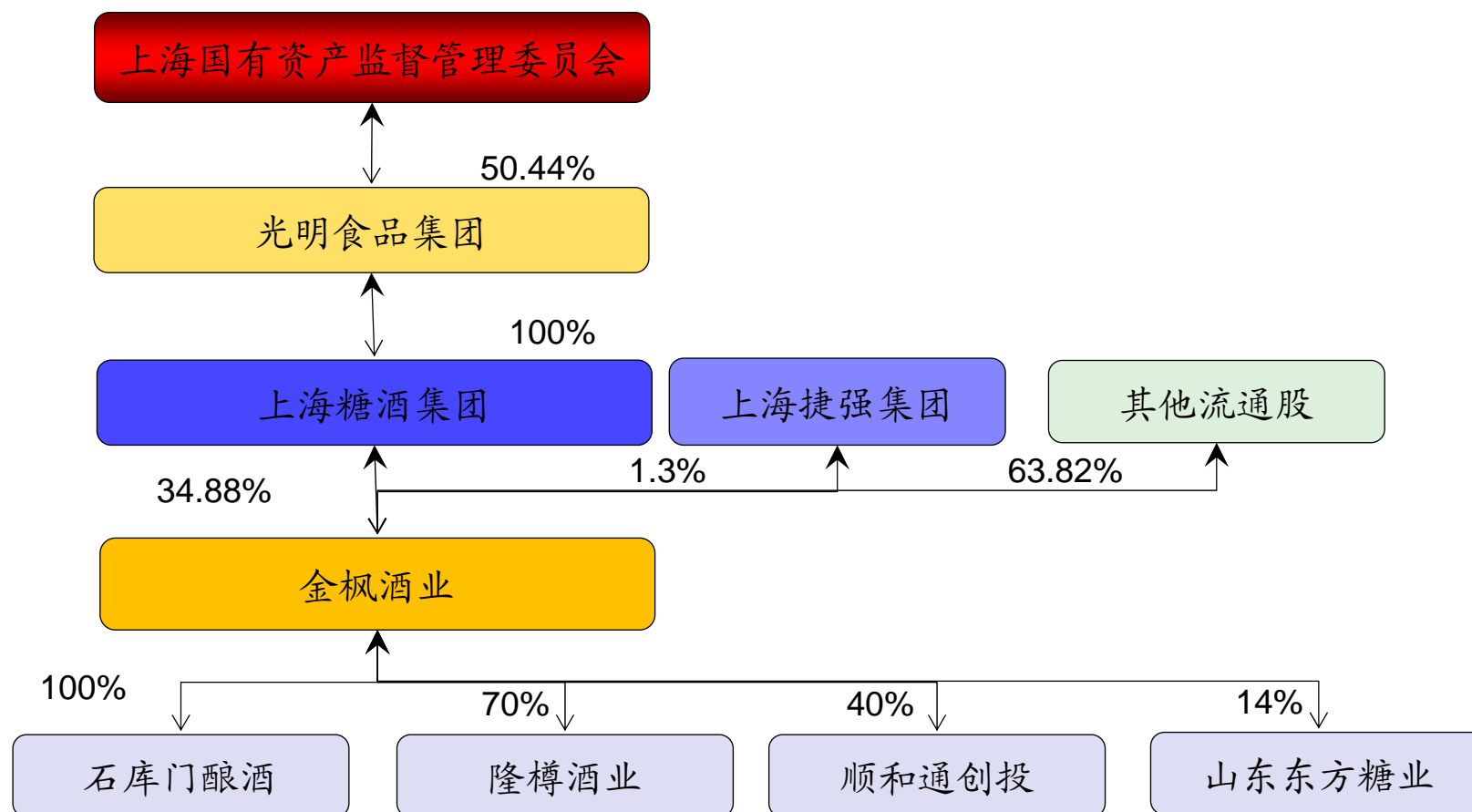
基本情况介绍

幻灯片最后附有重要免责声明

发展的历程简要回顾

- ❑ 公司前身是上海第一食品股份有限公司，1992年上市
- ❑ 公司目前主体资产为上海石库门酿酒有限公司，前身为上海枫泾酒厂，创建于1939年
- ❑ 枫泾酒厂1993年兼并上海淀山湖酒厂组建上海金枫酿酒有限公司，2000年整体并入第一食品股份公司
- ❑ 2000年，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，逐步形成了良好的品牌效应。
- ❑ 2006年，光明食品（集团）有限公司成立，成为第一食品实际控制人。
- ❑ 2008年，公司将拥有的零售、品牌代理业务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冠生园华光酿酒有限责任公司100%股权进行置换。华光酿酒（主要有“和酒”等资产）进入上市公司。公司更名为“金枫酒业”。
- ❑ 2010年，石库门酿酒公司与华光酿酒吸收合并，华光酿酒注销。

实际控制人和股权结构



资料来源：公司公告

幻灯片最后附有重要免责声明

核心管理层结构

图表. 金枫酒业管理层情况 (2012年薪酬)

姓名	职务	任职日期	学历	薪酬 (万)	出生年份	个人简历
葛俊杰	董事长	2009/4/2	专科	-	1959	民建中央委员, 高级会计师. 历任上海市糖业烟酒(集团)有限公司财务部经理, 副总经理, 总经理, 现任上海金枫酒业股份有限公司董事长, 光明食品(集团)有限公司副总裁兼任上海市糖业烟酒(集团)有限公司董事长.
董鲁平	总经理	2010/6/1	硕士	76.7	1967	历任上海金枫酿酒有限公司副总经理, 上海金枫酒业股份有限公司董事, 副总经理, 总工程师
陈国芳	副总经理 财务总监	2013/5/17	本科		1963	高级会计师. 历任上海市糖业烟酒(集团)有限公司财务部财务管理中心副主任, 主任, 稽核部副经理
杨帆	副总经理	2013/5/17	硕士		1979	历任上海市糖业烟酒(集团)有限公司团委副书记, 团委书记
董耀	副总经理	2008/7/1	硕士	53.1	1954	历任上海冠生园华光酿酒药业有限公司副总经理, 总经理. 现任上海金枫酒业股份有限公司副总经理.
张黎云	董事会秘书	2002/5/10	硕士	30.7	1971	高级经济师. 历任上海市第一食品股份有限公司团委书记, 董事会证券事务代表, 办公室副主任
俞剑荣	总工程师	2013/5/17	硕士		1974	历任上海冠生园华光酿酒药业有限公司技术开发部研发员, 技术开发部经理, 副总工程师兼质控部经理, 总工程师
沈予方	总经理助理	2013/5/17	本科		1970	历任百威(武汉)啤酒有限公司上海分公司市场部经理, 百威英博啤酒(投资)中国有限公司市场部经理, 总监, 冠生园(集团)有限公司市场总监
张辉	总经理助理	2013/5/17	硕士		1980	历任上海金枫酒业股份有限公司技术中心科研人员, 上海石库门酿酒有限公司石库门酒厂厂长助理, 副厂长, 上海石库门酿酒有限公司总经理助理

幻灯片最后附有重要免责声明

核心管理层结构

2013年，公司管理层换届，发生重大变化

□原总经理副董事长汪建华（60岁）退休，原总经理董耀（原华光酿酒总经理）不再担任董事。

□公司财务总监、市场总监和销售总监均进行了换血

幻灯片最后附有重要免责声明



目录

黄酒市场总量概述

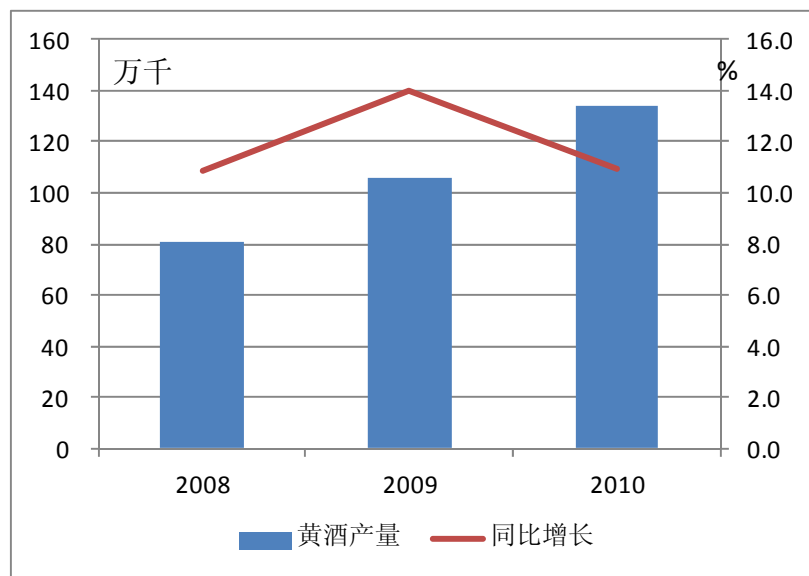
幻灯片最后附有重要免责声明

黄酒行业整体情况概述

行业销售收入保持两位数增长。2012年、13年销售收入增速明显下滑。

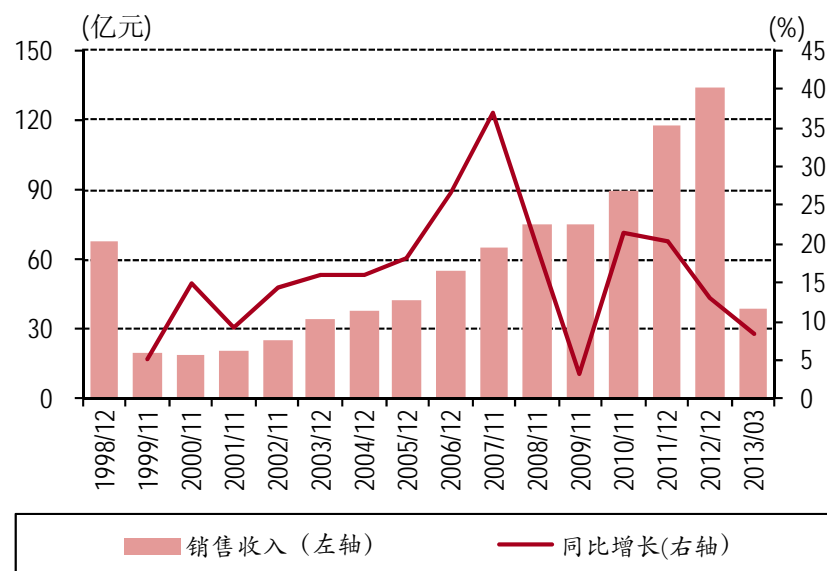
统计局已停止发布统计行业产量数据，我们预计2011-2013年行业产量增速也较2010年有所下降。

图表. 2008-2010年行业整体产量情况



资料来源：统计局

图表. 统计局数据显示黄酒行业收入保持两位数增长



幻灯片最后附有重要免责声明

黄酒行业整体情况概述

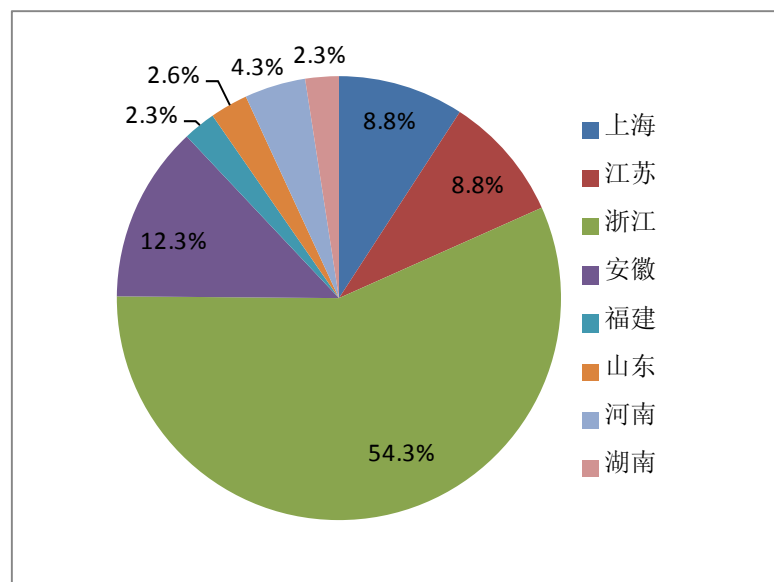
黄酒产销集中度高。浙江一省的黄酒产量占全国黄酒产量的54.3%（2010年），江浙沪地区黄酒产量合计占比达到72%

2010年，浙江黄酒产量72.88万千升，江苏和上海分别为11.75和11.76万千升。

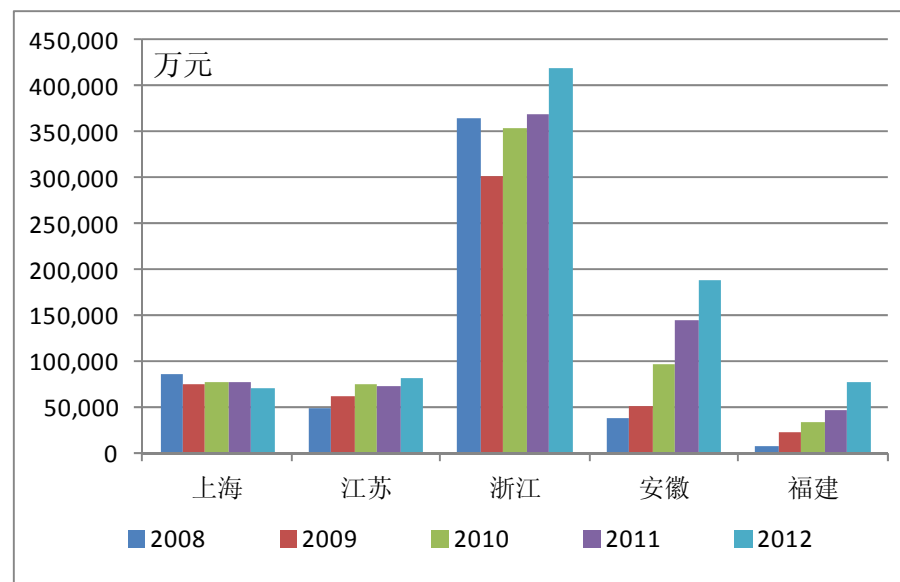
江浙沪外，安徽黄酒产量最大，超过10%

分地区销售收入方面，上海地区黄酒销售收入增长基本停滞（上市公司得到验证）

图表. 浙江黄酒产量占比过半（2010）



图表. 上海黄酒销售收入增长基本停滞



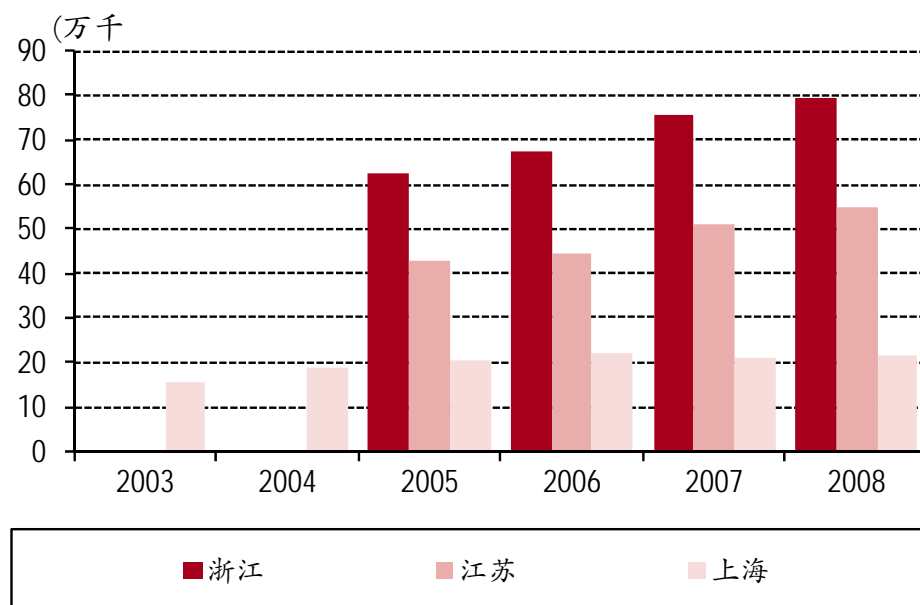
资料来源：统计局数据，中银整理

幻灯片最后附有重要免责声明

黄酒行业整体情况概述

上市公司金枫酒业所在地为上海，主销区域是上海。而上海地区是黄酒消费量增长最为缓慢的区域，2005-2008年仅增加1.5万吨消费量，增幅为7.6%

图表. 上海地区黄酒消费量饱和早

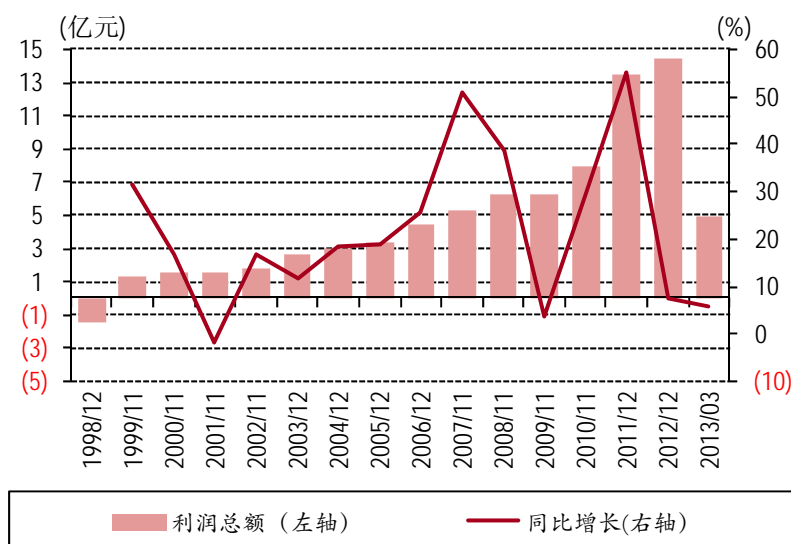


资料来源：上海酿酒协会，中银整理

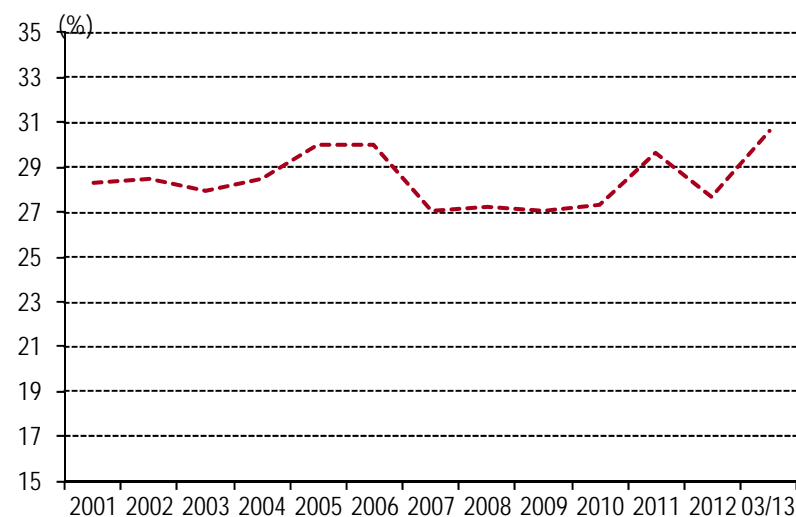
黄酒行业整体情况概述

统计局数据显示，黄酒行业利润总额仍保持增长，2010-2011年增速都很快，2012年显著回落不到10%；黄酒行业毛利率基本稳定

图表. 行业利润总额增速情况



图表. 黄酒行业整体销售毛利率情况



资料来源：统计局数据，中银整理

目录

公司主营业务和表现

幻灯片最后附有重要免责声明



主营业务情况

公司主营黄酒，目前公司主打三个品牌，石库门、和酒和金色年华，石库门经典、锦绣和海上繁华是超高端系列，整体销量较小。

其中海上繁华是采取了经销商包销的模式。

图表. 公司主要品牌产品和售价

主要品牌	价格区间	主要品牌	价格区间
和酒三年陈	8元	石库门红标	17元
和酒银标	9元	石库门新红标	18元
和酒五年陈	12元	石库门新黑标	23元
和酒金标	16元	石库门黑标	25元
金色年华五年陈	18元	石库门壹号（红）	30元
金色年华八年陈	27元	石库门壹号（兰）	44元
和酒十年陈（陶瓷）	98元	石库门锦绣12	92元
和酒20年陈	598元	石库门经典	290元
大开福1000ml	18元	海上繁华	328元

资料来源：公司资料，中银国际整理

幻灯片最后附有重要免责声明

主营业务情况



和酒



石库门1号



黑标



红标



经典



金色年华



大开福



侬好



金枫

幻灯片最后附有重要免责声明

主营业务情况

公司高端黄酒销售收入占比高。公司2008年总体销量大约10.47万吨，其中高档系列销量占比约占22%，低档系列销量占比55%，目前年销量低于该数。

图表. 公司销售结构情况

按档次分	2008年
总销量	104,704
其中：高档	22,528
中档	26,660
低档	55,516

按品牌分	2008年
总销量	104,704
其中：石库门	12,955
金色年华	6,002
五年陈和酒	2,696
三年陈和酒	21,146
依好	3,583
大开福	1,081
其他产品	57,241

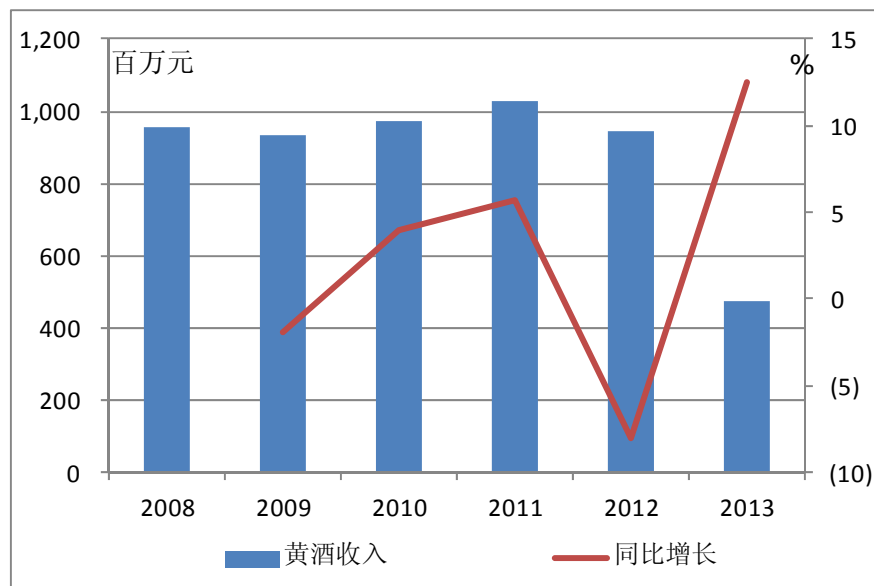
资料来源：公司资料，中银国际整理

主营业务收入及增长情况

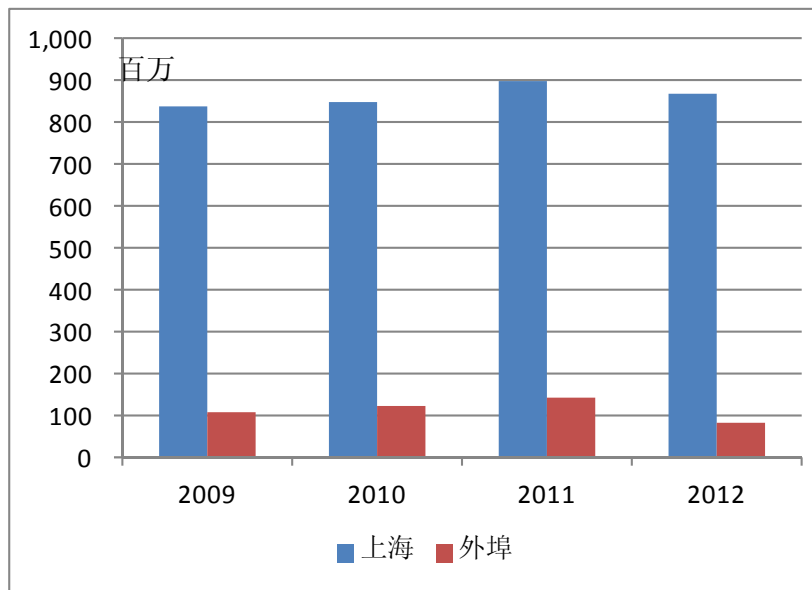
公司销售收入10亿元一线，近年来基本徘徊不进。2009-2011年收入复合平均增速均低于5%，2013年销售收入增速有所提升。

上海市外市场销售规模不大，最高占比达到15%，达到1.43亿元，2012年萎缩到8296万元。市外市场销售不具有规模，上海市场遭受蚕食，是公司市场销售下滑的主要原因。

图表. 2008年以来，公司黄酒业务增长缓慢



图表. 市外市场销售规模下降

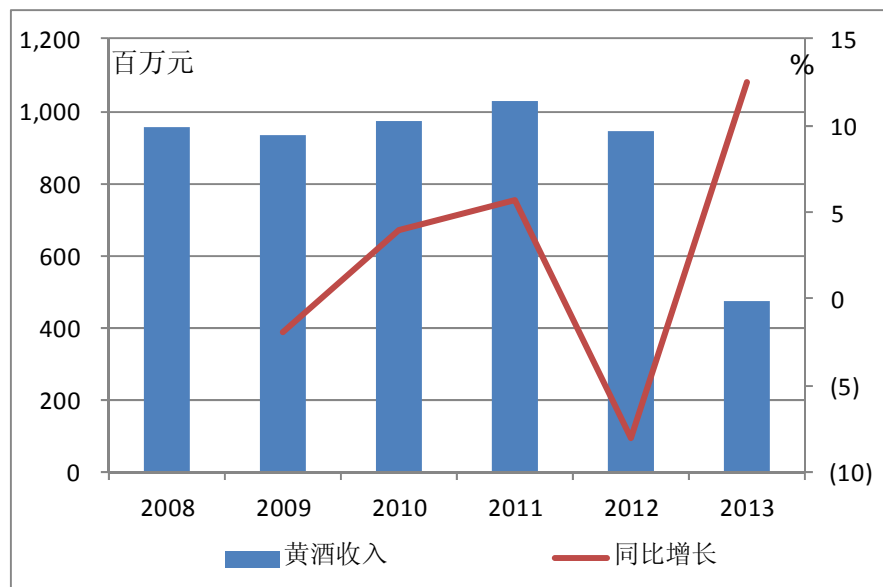


资料来源：公司资料，中银国际整理

主营业务收入及增长情况

公司销售收入10亿元一线，近年来基本徘徊不进。2009-2011年收入增速均低于6%，2013年销售收入增速有所提升。

图表. 2008年以来，公司黄酒业务增长缓慢



资料来源：公司资料，中银国际整理

目录

部分重要财务指标分析

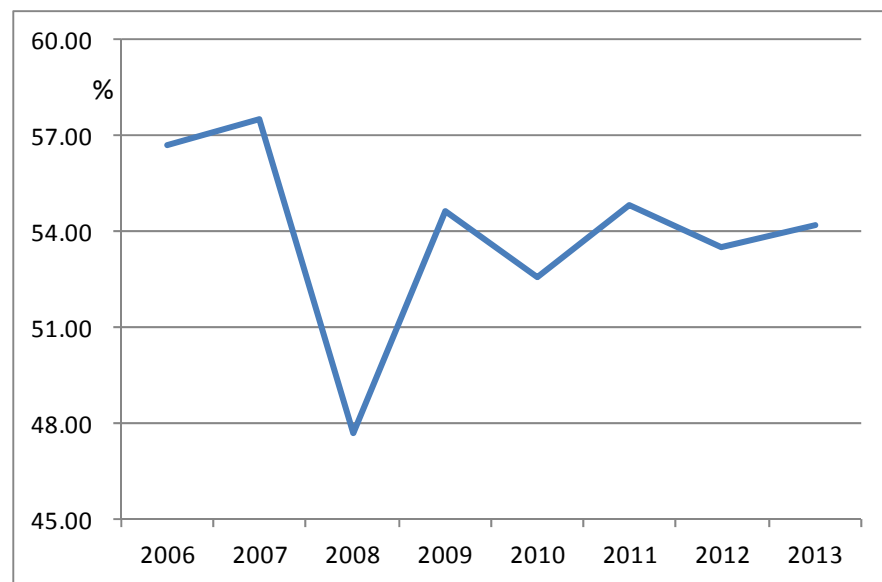
幻灯片最后附有重要免责声明

毛利率稳定：销量萎缩，外围市场萎缩

公司销售毛利率基本保持稳定，数行业内高水平（行业整体毛利率水平约30%，主要竞争对手古越龙山的黄酒业务毛利率40%左右）。

我们根据公司的消费税等测算，公司2011、2012年黄酒销量分别下滑7.5%和7%
另外，2012年公司上海以外市场销售也在萎缩

图表. 2009年以来公司毛利率基本稳定



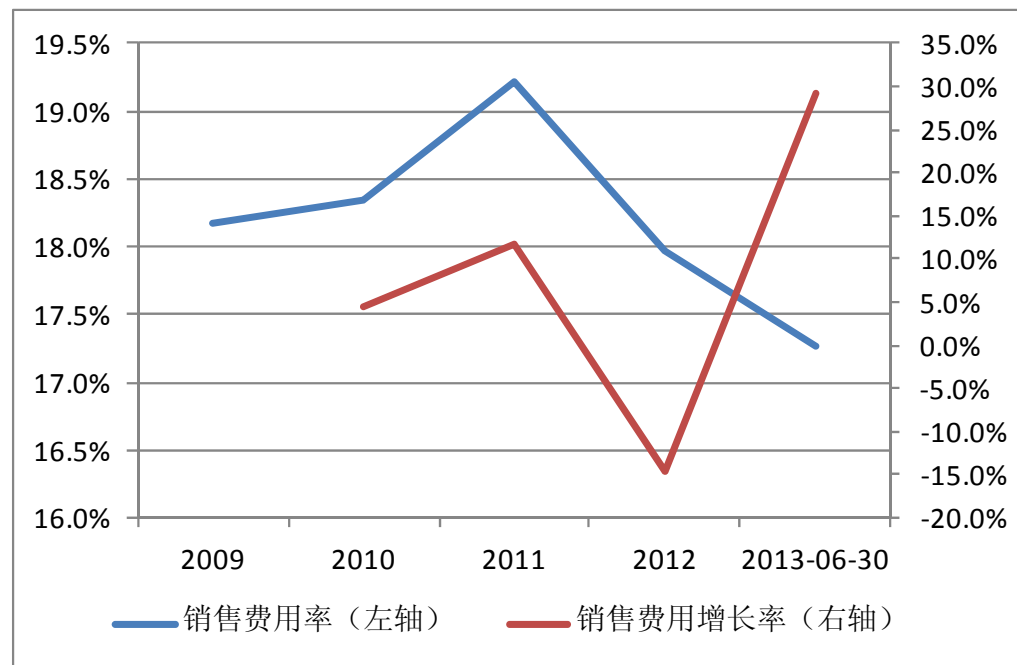
资料来源：公司资料，中银国际整理

销售费用率：没有采取进取的销售策略

公司销售策略基本保守，几乎没有采取激进的销售策略，公司2010-2012年仅2010年销售费用增长达到10%，2012年销售费用增速甚至出现同比下滑

2013年上半年以来，公司销售力度有所加大，这同我们了解到的，公司加强市内薄弱地区的铺货率，加强了市外的经销商开发力度有关

图表. 2010-2012销售费用增长都不快



资料来源：公司资料，中银国际整理

其他财务指标

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
资产负债率(%)	58.50	59.70	24.95	14.42	20.73	19.58	23.90
流动负债/负债合计(%)	96.66	97.90	100.00	100.00	100.00	97.87	98.26
流动比率	1.20	1.20	2.58	4.48	2.82	3.27	2.99
速动比率	0.56	0.55	1.18	1.80	1.15	1.30	1.33
息税折旧摊销前利润/负债合计	--	0.23	1.24	1.39	0.79	0.82	0.46
营业周期(天)	116.97	112.72	94.88	380.27	406.94	420.18	519.31
存货周转天数(天)	83.82	83.65	74.64	358.00	387.76	395.43	486.95
应收账款周转天数(天)	33.15	29.06	20.24	22.27	19.18	24.75	32.36
存货周转率(次)	4.29	4.30	4.82	1.01	0.93	0.91	0.74
应收账款周转率(次)	10.86	12.39	17.79	16.16	18.77	14.55	11.12
净资产收益率-摊薄(%)	21.45	19.87	23.02	14.97	11.89	11.99	8.27
净资产收益率-加权(%)	23.19	21.33	19.96	15.63	12.64	12.14	8.57
总资产报酬率(%)	14.65	12.09	14.00	15.62	14.71	12.87	8.55
销售净利率(%)	5.09	4.16	4.23	15.48	13.43	13.52	10.66
销售毛利率(%)	18.92	17.10	18.74	54.22	56.30	54.74	53.48
销售期间费用率(%)	11.32	11.29	13.57	32.11	33.43	34.80	35.69
扣除非经常损益后的净利润/净利润(%)	80.13	97.47	70.22	95.09	101.31	91.86	97.78

幻灯片最后附有重要免责声明

目录

最新变化和调研反馈

幻灯片最后附有重要免责声明

2013年收入增速迎来阶段拐点

图表. 公司2013年上半年销售收入实现两位数增长

	1季度	2季度	1-6月
销售收入	326.60	150.08	476.68
同比增长	16.44	5.04	12.59
净利润	75.38	-7.42	67.97
同比增长	12.10	-10.55	15.29
销售费用	44.26	38.01	82.26
同比增长	92.73	-6.59	29.24
每股收益	0.17	-0.12	0.15

资料来源：公司资料，中银国际整理

幻灯片最后附有重要免责声明

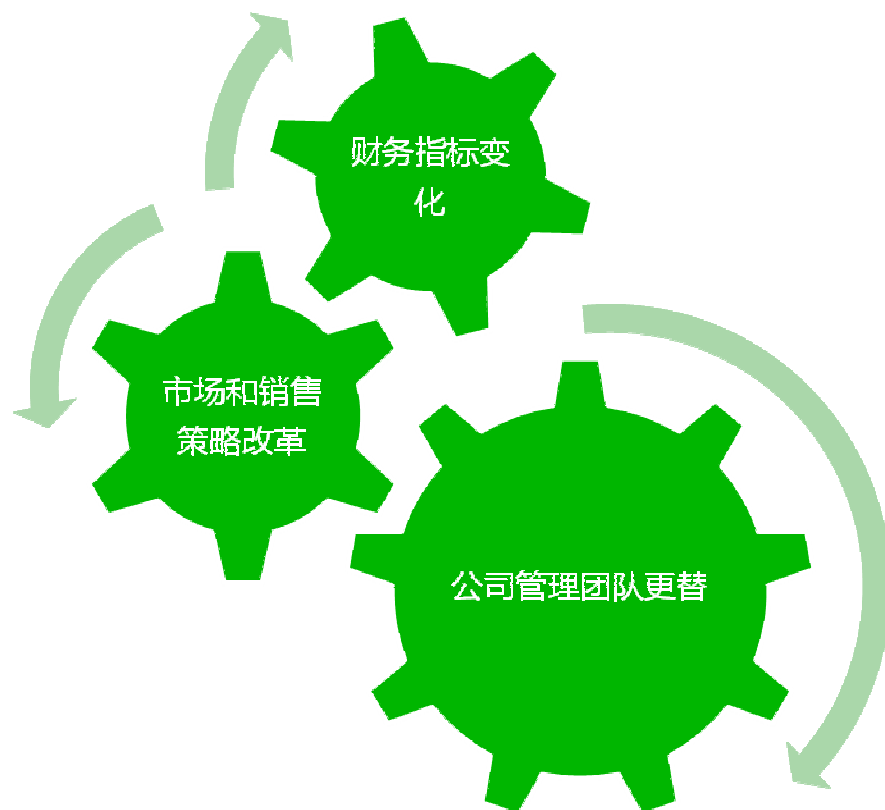
一些比较大的改变市场并未关注

公司目前管理团队年轻化，销售、市场总监实现换血。

公司2012年已经开始对厂商关系进行了重新梳理，对市内薄弱市场尤其是郊县市场加强铺货

公司2013年上半年销售费用投入已经加大。考虑到旺季因素，而2季度是淡季，后续季度还应继续跟踪观察

2013年加大对市外市场的渗透，增强江浙实力经销商的开发和深度合作的开展（和浙江商源集团的深度战略合作）



幻灯片最后附有重要免责声明



中銀國際
BOC INTERNATIONAL

一些比较大的改变市场并未关注

市场战略

- 2012年聚焦市内，重点恢复上海郊区市场
- 2013年开始恢复和加强进入江苏市场和浙江市场
- 加强对收购的绍兴塔牌酒业的整合，增强浙江市场运作

品牌和营销

- 品牌定位更加清晰化，市外市场有重点拓展
- 加强新品开发，开发更具针对性的产品，重视10-20多岁年轻人群
- 电子商务

销售模式

- 渠道整合基本完成，重新整合经销商队伍，加强渠道和终端的管理
- 目前经销商按渠道分，不按品牌分，将向大区域制过渡
- 同经销商共同进行渠道投入，市外重点开拓实力经销商，打造新型厂商关系

幻灯片最后附有重要免责声明

市场战略

12年重点恢复郊区市场，13年会恢复进入江苏和浙江市场，公司的策略是找重点，有步骤的去做。

上海市场：

□区域市场战略方面，上海市“守”。目前公司在上海市场57%-60%市场份额（中银注：公司定向增发预案中披露，按销售额口径，公司商超渠道份额为57.5%），未来上海市场仍有一些（增长）空间，除了量有增长空间啊，利润增长的空间更大一些。

□第一步收复郊县，第二步反攻江苏。市郊市场，是压力很大的市场，青浦、松江、金山等四个郊县，2012年基本都在铺“和酒”品牌，去年四个市郊县铺货率达到90%，这个效果还是做的比较好。

□今年（2013年）重点除了市区，还要放在江苏。江苏最近这两年落的厉害，以前好的时候做到近2个亿，2012年市外总共不到1个亿，8300万。去年晚些时候以常熟、江阴市场为切入口，找到很重要的实力代理商来合作，今年很有信心，1季度市外市场已经有所恢复，三、四季度可能会恢复的更好些。公司在江苏市场，抓渠道，抓经销商，要强势经销商合作。去年在当地找到强势市场，理念一致。

□江苏和福建市场是看重的市外市场。

□公司有收购绍兴“塔牌”黄酒20%股权，该公司出口能力强，有原产地资质，是进入浙江市场的一块敲门砖桥头堡，未来不排除发挥公司基酒，也不排除继续增持其股份。白塔浙江市场排名第四位，在上海大润发超市做的非常好。

□在浙江也要找实力经销商合作，例如在杭州地区，谈下了实力经销商，那么市场做起来就要容易得多。经销商不是越多越好，关键看实力。

□今年最重要的是市外市场的铺货。首先要做到铺货，对市场的占有。

□市内外比重肯定是要变化的，市外比重比市内比重高是很好的，公司也非常重视市外市场，三五年市外比重肯定是要大幅提升，需要一些时间。

幻灯片最后附有重要免责声明



品牌和营销策略

品牌和营销策略——品牌定位更清晰，市外拓展有重点

□三个核心品牌划分：

□石库门全高端，区域核心产品，做足上海文化

□“和酒”定位大众，全国化营销模式

□金色年华定位年轻。上海还有增长空间，可能主要是消费人群扩大，以前金色年华价格同石库门5年8年是一个档次，去年开始，金色年华从品牌上分出来，单列出来，往年轻化去做，金色年华接受度非常好，口感也很好，婚庆市场就十分受欢迎。希望能开发一个新的消费群体，形象，酒度，价格都会做出调整，看准18岁-20多岁的年轻消费者，产品设计已经有了，快的话今年4季度会出来，营销上会有一轮导入，例如渠道上较多分布在高校周围。金色年华去年大概5000多吨，今年老产品能保持稳定，新产品带来增量。

□电子商务品牌，和东方CJ合作，春节前做了一轮，效果很好，主要是石库门1号（同普通商超产品要有一点区隔），合作会比较长期。

□针对消费者需求，发挥公司产品开发上的优势，甚至做到“一地一策”。例如江苏市场喜欢低度清爽的黄酒，公司在江苏市场也有清爽型酒投放。郊区市场甚至推出了类似提供类型的产品，例如低糖度的黄酒。

幻灯片最后附有重要免责声明

销售模式革新

销售模式有所改变——现在和今后，渠道整合已经初步完成

□目前经销商按渠道分，不是按品牌分。

□公司的销售团队也是按渠道分的，分餐饮，大商超，分销，团购等几个团队。现在调整，估计七月份调整完成。公司预计到，未来公司将是多酒种运作的商业模式，现在区域改造，整个区域当中，分区域运作。现在正在进行团队调整工作，未来销售按大区域制划分，最终会发展到事业部制。

□总体上公司的商业模式发生变化了，多酒种的话，营销体系要配套。经销商关系互动也要发生变化。

□公司意图加强对终端的控制力。公司之前销售模式是代理制，很少KA是自己做，郊县小店是自己做的。经销商独家代理也不做，分区域分渠道，对终端管理是可以管到产品的，可以查到和追溯到窜货。后来竞争激烈了后，下滑趋势是重组以后的，对经销商管理放松，现在内部整合完成，2012年下半年开始外部整合，同经销商重新一轮谈判，产品仍是经销商代理，但终端是和经销商一起管理的。300多人的销售队伍，销售团队每天对市场巡视，查铺货和查经销商库存，11年底金色年华压货（因为调了一点价格），12年就有压力，后来改变过来。要把终端给抓起来，这个巡视是和销售人员考核有关系的，接下来有手机终端管理。如果终端全放掉的话，终端会很乱，窜货啊，价格混乱啊，调整一开始有些困难，但长期肯定会好，去年下半年比较难过，今年1季度有一定效果了，1季度整个市场不是很好，但我们有两位数增长。

□公司和经销商共同进行渠道投入，同其他酒厂“低价供应经销商，由经销商进行渠道投入”这个模式有所不同，核心经销商一对一谈判，得到认可。

□考核——考核分阶段，不同时期不同侧重

市外市场：现阶段主要是招商铺货，对销售队伍的考核当前是也考核，下一阶段是考核收入，第三阶段考核是利润。

幻灯片最后附有重要免责声明



目录

增发情况

幻灯片最后附有重要免责声明

拟定向增发

总股本 (万股)	拟发行 (万股)	发行后总股本 (万股)	拟募集资金 (万元)	发行底价 (元)	摊薄
43,867	<9,150	53,017	70,000	>7.65	20.86%

序号	募集资金投资项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)
1	新增10万千升新型高品质黄酒技术改造配套项目（二期）	35,010	35,010
2	收购法国DIVA波尔多公司70%股权项目注	11,900	11,900
3	品牌建设项目	20,000	20,000
4	补充流动资金	3,090	3,090
	合计	70,000	70,000

资料来源：公司资料，中银国际整理

幻灯片最后附有重要免责声明



增发项目：10万吨黄酒技改

- 十万吨黄酒技改和配套项目（二期），不是新扩产能，公司产能相对于销量销售规模而言，是比较足
- 技改项目当中重要的是仓储能力提升，公司目前仓储能力不足，租借很多基酒库
- 租借仓储成本本身就比较高；仓储比较分散，离生产基地远，需要基酒时，需要人工搬运，存在较明显的损耗，另外当前劳动力成本较高
- 项目土地是预留好的，技改和配套投入后，大罐储酒，不再分散在小坛子里，立体仓库，四层，不需要搬运
- 公司（管理费用当中）每年租金大部分是租酒库，办公租金固定就300-400万（中银注：公司2011-12年管理费用中的仓储相关费用分别为1,788万元和1,858万元）。

增发项目：收购DIVA公司

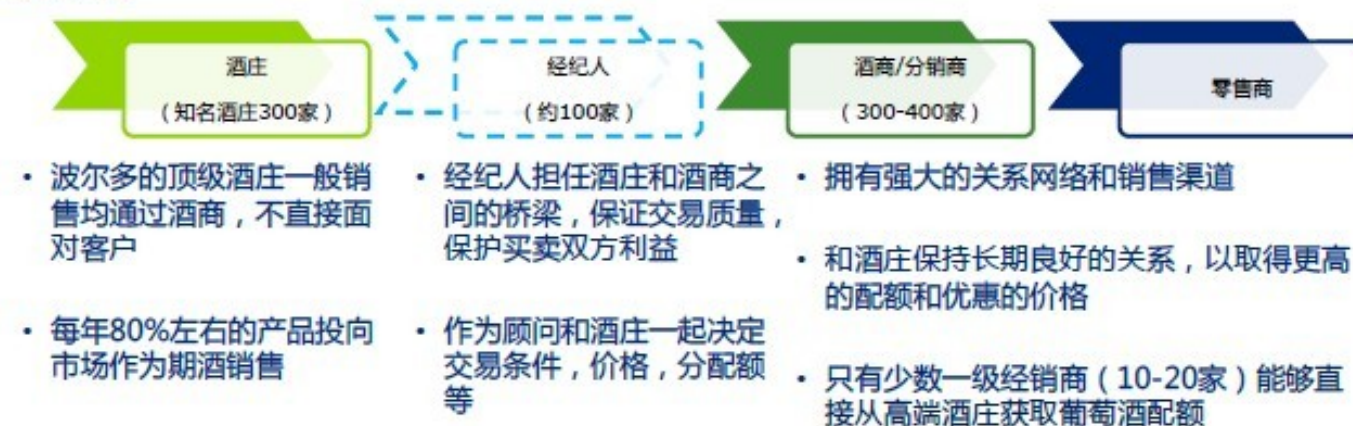
□波尔多众多酒商中，能够直接从中高端酒庄（名庄）获取葡萄酒期酒配额和现货的一级经销商（Negociant）需要和当地酒庄建立长期的合作关系才能获得。目前，这类一级经销商约20家，法国DIVA波尔多公司是其中之一。

□法国DIVA波尔多公司是一家知名的波尔多葡萄酒经销商，专注于中高级葡萄酒的经销，其供应商包括了波尔多地区酒庄及当地经销商。法国DIVA波尔多公司在波尔多地区顶级酒（Grand Cru Classe，顶级酒庄酒，分为1-5级，简称GCC）级别的一级经销商中排名第9位。

□法国DIVA波尔多公司经销代理包括法国前十大葡萄酒庄中7家酒庄的葡萄酒产品，包括Lafite Rothschild（拉菲），Latour（拉图），Haut-Brion（奥比昂），Margaux（玛歌），Mouton Rothschild（木桐），Cheval Blanc（白马），Ausone（奥松）。公司采购总额中超过四成产品来自于这7大酒庄（含副牌）。法国DIVA波尔多公司除了经销高端酒（GCC酒，占比超过75%）外，大众化的中级别酒约占20%。

□法国DIVA波尔多公司经过30多年的经营，已在全球40多个国家和地区拥有了较为稳定的客户资源，其中既有欧洲传统葡萄酒消费国家，也有包括中国及东南亚在内的新兴市场。

期酒业务



□波尔多葡萄酒销售示意图

增发项目：收购DIVA公司

□DIVA公司由于只做一级经销商，所以DIVA公司毛利率一般，2012年仅为16.6%，净利润率不到10%，2011年甚至仅为3.7%。

□公司组建了高端酒团购团队，在上海地区拥有丰富渠道和经销资源，有望能提升DIVA盈利能力

项目	2011年度	2012年度	占上市公司2012年度指标比重
营业收入	22,477.94	23,442.10	24.65%
营业成本	19,100.55	19,542.96	44.16%
毛利率	15.0%	16.6%	
营业利润	1,168.60	2,412.50	18.05%
营业利润率	5.2%	10.3%	
利润总额	1,251.43	2,499.10	18.28%
净利润	830.55	1,672.52	16.49%
净利润率	3.7%	7.1%	

增发项目：收购DIVA公司

红酒业务会谋求比单纯代理名庄酒更厚的利润

□DIVA酒会用到集团的渠道，包括捷强连锁和第一食品商店，集团参与的永辉超市定向增发，永辉在福建是很大的零售商，这个渠道肯定也会用。

□公司也在考察法国的酒庄，甚至包括其他国家，考虑挑一些红酒做自有品牌，已经在做品牌设计。

□DIVA是代理波尔多名庄酒，名庄酒的供应是有天花板的，但是比较稳定。

□自有品牌在利润结构上是新增的一块。

潜在股价催化剂

- 上海国企改革背景下，竞争性行业的改制和激励变化
- 大股东资本运作能力强（曾经发起收购澳洲最大的糖业公司**CSR**，收购澳洲大型食品品牌商和经销商玛纳森，收购英国维他麦公司，收购全兴酒业），未来围绕酒业平台打造，存继续资本运作空间
- 定增完成后，红酒表现好于预期
- 可能继续增持浙江塔牌股权

谢谢！

幻灯片最后附有重要免责声明