古越龙山 20260903

古越龙山 2026H1 业绩分析与高端化战略研报

摘要

- 2026H1 毛利率升至 40%+，主因高端化战略、直营占比提升及生产成本精细化管控，其中“国酿”系列在广东、深圳销量翻倍。
- 产品结构优化：主动削减 70 余个 SKU，聚焦“国酿”与“金花”系列；“金花”系列因线上禁售稳价，上半年增长 35%，单品“金花 20 年”增超 50%。
- 渠道与费用改革：费用投放由线下向抖音、小红书等线上平台倾斜以提升 ROI；主动优化违规经销商，牺牲短期营收换取渠道生态健康。
- 高端化核心优势：拥有 26 万吨原酒储备（行业第一）及 3.8 万吨非遗手工产能，支撑“国酿”等高年份产品长期供应，形成竞争壁垒。
- 新品与非经损益：糯米威士忌“川研 19”预计 2026Q4 上市；2026 年搬迁补偿款（数千万元级）为非经利润主源，2027 年将不再存在。
- 业绩展望：2026 下半年目标营收增幅约 5%，需完成 10.5 亿元营收以实现全年翻红；战略重心由规模转向高质量发展，改革周期预计 2-3 年。

Q&A

请介绍一下公司 2026 年上半年度及第二季度的整体业绩情况，以及营收和利润变动背后的具体原因？

2026 年上半年，公司整体的营收和利润出现了一定程度的下滑，这主要是由市场因素和公司主动调整两方面共同作用的结果。 从市场层面看，当前整个酒水市场正处于深度调整期。具体到第二季度，黄酒品类进入了传统的消费淡季。此外，由于公司部分经销商同时经营白酒业务，白酒市场的整体行情波动对他们的信心造成了一定影响，导致除了正常的自然动销外，额外的备货意愿相对减弱。从公司层面看，业绩变动更是主动战略调整的体现，旨在追求更高质量的发展。我们宁愿牺牲短期的部分营收和销量，也要换取经销体系和市场体系的长期稳定与健康。具体措施包括： 第一，在产品端，我们主动削减了 70 多个 SKU，以优化产品线。 第二，在渠道端，我们加强了对经销商的管理，对存在违规行为（如不遵守价格政策、跨区域窜货）或回款逾期等问题的经销商进行了优化与筛选。

这些调整虽然短期内对部分营收造成了影响，但有助于构建更健康的渠道生态。

在营收和利润承压的背景下，公司上半年的毛利率实现了提升，具体是通过哪些措施实现的？下半年在毛利率方面有何展望？

2026 年上半年，公司阶段性地实现了毛利率提升至 40%以上的目标，这主要得益于产品结构优化、渠道结构调整以及生产成本管控三个方面的共同作用。 首先，在产品结构方面，公司持续推进高端化战略。以“国酿”系列为例，尽管尚未完全放量，但市场热度良好。在江浙沪以外市场，京津冀和山东地区的高端产品销售表现突出，其中山东市场的“国酿”系列保持着两位数的增长速度。广东和深圳市场表现尤为亮眼，2026 年上半年“国酿”销量实现了翻倍增长。具体到“国酿”系列内部： “白玉”作为限量产品（2026 年限量 8,000 瓶），市场需求旺盛，其年度配额在 2026 年第一季度末（3 月份）就已全部售罄，相比 2025 年到第二季度（五、六月份）才售完的情况，进度大幅提前。 “红玉”在“青玉”控量稳价的策略下，价格保持稳定，销量实现了约 10%的增长。 “青玉”则处于新老产品迭代周期。为加强市场管控，公司于 2026 年 6 月将瓶盖从拔塞式更换为带盖内溯源码的拧盖式。新瓶盖经过了严格的气密性、水密性和耐久性测试。预计新老产品替换将在 2027 年春节前后取得显著进展，并有望在 2027 年第二季度基本完成，届时“国酿”系列将迎来更好的发力节点。 此外，“金花”系列 2026 年上半年数据表现优异，整体系列增长 35%，其中“金花 20 年”单品增长超过 50%。这主要归功于自 2025 年起全面实施线上禁售，有效稳定了线下渠道的价格体系，激发了经销商的销售热情。 其次，在渠道结构方面，直营渠道（包括电商、专卖店、团购）的销售占比在逐步扩大。由于直营渠道通常按零售价确认收入，而经销商渠道按出厂价确认收入，直营占比的提升直接拉高了整体毛利率。 最后，在生产成本管控方面，公司正进行精细化管理。随着 2027 年总部搬迁计划的推进，财务成本团队已于 2026 年上半年进驻新的酿造总厂，深入生产各环节进行成本测算与管控。未来，公司计划为每个 SKU 建立标准成本模型，以实现生产计划与销售订单的精准联动。上半年已通过优化排产计划在水电费用方面取得成效。同时，公司正在进行包材升级，一方面采用环保可降解的新材料，在提升材质感的同时降低了采购成本；另一方面，通过优化包装设计，使其更适配机械化生产，以降低人工费用。 下半年，上述各项措施将继续深化，预计毛利率将保持良好的表现。

公司在销售费用和研发费用的投入方向上进行了哪些调整？特别是在产品年轻化方面，公司基于何种考量选择了“不上头”系列作为重点，而非其他气泡酒或改良型酒种？

公司在费用投放上正进行结构性优化，尤其是在销售费用方面，核心是提升投放的精准度。以往，费用主要投向线下经销商，如开瓶费和推广费，但投放效果难以精准评估和控制。当前，公司正逐步将费用向线上渠道（如抖音、小红书等视频平台）倾斜，通过线上内容营销为线下经销商赋能，形成线上线下联动。这种方式不仅数据反馈更精准，便于计算 ROI，也能够与电商业务形成良好

人在草木间

在产品年轻化战略上，公司经过审慎分析，最终决定将电商渠道的重点放在“不上头”系列。此前，面对友商推出气泡爽酒的市场趋势，公司内部也曾有过讨论和犹豫，甚至在 2025 年一度暂停了对“不上头”系列的投入。但基于对后台数据的深入分析，包括前期 ROI、后期 ROI 变动以及中长期复购率等指标，公司决策层认为开发气泡酒类产品不符合公司战略。 最终坚持推广“不上头”系列，是基于以下几点判断： 第一，用户画像广泛。数据显示，“不上头”系列的用户群体并非局限于年轻人，而是在老、中、青三代人中分布非常均匀，各年龄段占比均在 30%上下，证明其受众基础远超预期。 第二，产品过渡顺畅。“不上头”系列本质上是纯正的黄酒，其风味与公司中高端黄酒产品一脉相承。消费者饮用“不上头”后，转向消费公司其他中高端黄酒产品的过渡非常自然、顺滑，不存在较大的口感跨度。相比之下，如果主推气泡黄酒或其他改良型酒种，其口感风味与传统黄酒差异较大，消费者在习惯了这类产品后，再向传统中高端黄酒转化的难度会大很多。

请介绍公司在营销和研发方面的投入策略，以及这些投入对未来业绩，特别是高端产品线和公司利润的预期影响？

公司的营销费用主要投向电商和线上渠道，以实现更精准的投放。研发费用方面，2026 年上半年的投入已基本与 2025 年全年持平，主要用于两个方向：一是承接国家级和省部级的课题与项目；二是为了满足部分经销商（尤其是从白酒领域转型而来的大商）对超高端产品的定制化研发需求。这些高端研发成果预计将在 2026 年第四季度体现为营收增量，因为新产品的上市周期通常安排在 9 月底至 10 月初的中秋节前后，届时新增的渠道和产品将带来显著的业绩提升。此外，研发投入的增加也使公司有望达到国家高新技术企业的标准，计划于 2027 年进行申报。若申报成功，预计将对公司未来的净利润及净利率产生积极影响。

根据上半年的财务报表，非经常性损益对扣非后利润产生了较大影响，请问具体原因是什么？以及下半年该项目的影响金额与上半年相比有何变化？

上半年利润端的影响主要来源于神永和老酒厂的搬迁征收款。由于老厂区位于市中心，配合老城改造，酒厂被征收并获得了相应的拆迁补偿。该笔款项从前两年开始，根据搬迁进度分批确认。预计搬迁工作将在 2026 年下半年内基本完成，届时还将确认一笔补偿款，金额与上半年相近，大约在数千万元级别，具体数字已在报表中有体现。到 2027 年，此项非经常性损益将不再存在。

上半年财报显示，普通酒产品的下滑幅度大于中高档酒，请问造成这一现象的原因是什么？公司采取了哪些应对策略？

普通酒产品（如 3 年或 5 年陈产品）作为公司的基本盘，其销售额下降主要受行业性自然淡季影响，同时该价格带也是市场竞争和内部倾轧最为激烈的领域。针对这一情况，公司采取了多方面的应对措施。首先，在产品端进行了酒体升级，例如对清醇 3 年、近 3 年、近 5 年等产品进行改良。升级后的酒体口感更佳，在

价格不变的情况下，有助于稳定老用户、防止流失，并凭借更优的口感吸引新客户。同时，通过优化酒体配方结构，例如将原先需要十几种基酒调配的配方简化至五六种，使得酒体更聚焦、品质更稳定，从而在提升口感的同时也降低了生产成本。其次，在营销策略上，公司将决策权下放至各分子公司，使其区域经理能够根据当地市场情况，快速调整营销打法和应对策略，实现更精准的营销。

上半年公司的高端产品国窖和青花醉实现了逆势增长，请问这两款产品目前的销售规模或营收占比情况如何？以及公司对 2026 年高端产品线有何规划和目标？

目前，公司整体高端产品线，包括国酿和青花醉，库存水平非常健康，处于行业领先水平。公司正在主动收缩市场上的旧产品存量，以加速新产品的迭代。在营收结构方面，2025 年国窖 1,573 与青花郎系列产品合计占总营收约 9.8%。到 2026 年上半年，这一比例已提升至 12.12%，显示出产品结构的持续改善。高端化是公司白酒板块未来重要的突破点和爆发点，支撑高估值的关键在于高端化而非年轻化。酒企与软饮不同，后者需要广泛铺量，而酒类要实现高营收、高利润和高估值，必须走高端路线。判断一家公司高端化的潜力，除了品牌知名度等附加值外，还需要关注更多深层次的因素。

古越龙山在高端黄酒市场的核心竞争优势体现在哪些方面，尤其是在品牌叙事、产能储备和生产工艺上有何独到之处？

古越龙山的核心竞争优势主要体现在品牌底蕴、高年份原酒储备和非遗手工酿造产能三个方面。 在品牌层面，古越龙山拥有深厚的历史文化底蕴。从开国大宴至今，古越龙山一直是国家官方国宴和国礼的指定用酒，包括钓鱼台国宾馆自 1,959 年建馆以来也始终是其唯一指定用酒。品牌与多位国家领导人有紧密联系，例如江泽民主席曾于 1995 年到访公司，习近平主席曾先后七次到访。此外，古越龙山也是 2008 年奥运会、2010 年世博会、2016 年 G20 峰会、2023 年亚运会及世界互联网大会等国家级官方活动晚宴的指定用酒，这些历史背书构成了其独特的品牌叙事。 在产能与原酒储备方面，高年份酒的储备是高端黄酒供应量的决定性因素。根据国标 GBT13,662 和绍兴黄酒标准 GBT17,946 的强制规定，黄酒的酒龄标示有严格要求。以“国酿青玉 20 年”为例，其 500 毫升酒体中，必须有超过 50%（即 250 毫升以上）是真实存放了 20 年的单体酒。其余部分虽可用于勾调，但所有基酒的年份与用量进行加权平均后，最终结果必须大于等于 20 年。古越龙山在这方面优势显著，其占地 308 亩的中央酒库始建于 1,956 年，目前存有约 26 万吨、1,100 万坛原酒，年份跨度从新酒到 60 年以上，这一储备量超过了行业内第二至第五名企业的总和。 在生产工艺方面，当前所有高端年份黄酒均采用非遗手工酿造工艺，而智能化、机械化酿造的酒储存年份尚未超过 5 年。古越龙山的总酿造产能为 18 万吨，其中非遗手工酿造产能达到 3.8 万吨，占比突出。由于高端酒需要长时间陈放（如 10 年酒需存放 10 年以上），当前的手工酿造产能直接决定了未来高端产品的供应能力。凭借庞大的高年份原酒储备和领先的手工酿造产能，古越龙山在高端黄酒供应上具备了对其他企业形成“降

维打击”的实力，确保了短期及长期的稳定供应。

公司旗下高端产品线“国酿”与“青花醉”系列，其主要的消费群体和消费场景有何不同？

“国酿”与“青花醉”系列在消费场景和定位上存在明显差异。“青花醉”系列目前更多以自饮为主，尤其是在家庭消费和亲朋小聚的场景中。例如，其 10 年陈产品价格在百元级别，山姆会员店定制的 1 升装 10 年陈产品价格在 180 至 200 元区间，这类产品因其适中的价格，主要被消费者用于家庭日常饮用。有案例显示，一些原先饮用白酒的消费者，因身体原因或品味转变，在尝试了包括古越龙山在内的多个黄酒品牌后，最终选择长期饮用“青花醉”10 年和 20 年产品。同时，也有金融行业的专业人士在品尝过“青花醉”20 年后，改变了对黄酒的认知，并转为该产品的忠实消费者。 相比之下，“国酿”系列的定位更偏向于高端商务宴请和礼品市场。由于其超高端的定位和较高的价格（例如整箱价格达数千元），即便是公司内部高管在自用或年节送礼时，也倾向于选择性价比更高的“青花醉”系列。因此，从整体上看，“青花醉”凭借其亲民的定位和自饮属性，动销速度和销量要大于定位商务和礼品市场的“国酿”系列。

目前公司高端产品线（如国酿、青花醉）以及中低端产品线（如金三年、金五年）的渠道库存水平如何？

公司目前所有产品线的渠道库存都处于比较健康和良性的水平。以普通酒为例，经销商对产品的生产日期要求较高，通常只接受 3 个月以内生产的产品，这反映出渠道流转速度较快，未形成库存积压。无论是公司内部的立体库还是经销商层面，库存仓位均不重。 对于高端产品线“国酿”和“青花醉”，库存水平同样不高。此前提到新老产品包装更替需要约一年的过渡期，其主要原因并非消化渠道库存，而是公司自身老包装的包材尚有存量需要用完。目前，新老包装产品处于同步发货状态，预计到 2026 年第三季度末或第四季度初，待老包材全部使用完毕后，将全面切换为新包装，届时产品替代速度会加快。 与其他一些采取压货策略的同行不同，公司当前的核心策略是主动调整和消化库存，旨在构建一个产品结构和经销体系都更为健康、可持续的长期发展模式。

请介绍与川研合作的威士忌新品（川研 19）的上市进展、酿造工艺、年份构成及市场反馈情况？

川研 19 目前正在规划上市计划，预计将在 2026 年 9 月末或国庆节后推出，具体时间尚未最终确定。上市后，计划为投资者和分析师举办专场品鉴交流会。在正式上市前，已举办过两场超高端的私密品鉴会，分别在香港和绍兴举行，针对企业家等高端客群，总体反馈良好。该产品的定价较高，单瓶价格接近 2000 元。 在酿造工艺上，这款产品具有显著的本土化特色，定义为“糯米威士忌”，采用“非遗双酿”技术。其独特性在于，不同于传统使用大麦发酵物进行蒸馏，我们采用中央酒库中的陈年黄酒作为基酒进行蒸馏。产品的年份构成以“基酒年份+桶陈

年份”的形式体现，例如瓶标上的“12+4”代表使用 12 年的陈年黄酒进行蒸馏，随后在橡木桶中陈酿 4 年，总年份为 16 年。所使用的橡木桶是从苏格兰特地引进的、曾用于陈酿梅洛或赤霞珠等葡萄酒的酒桶，以增添更丰富的风味。 在风味表现方面，该产品在未经橡木桶陈酿的阶段，其风味已能媲美苏格兰威士忌 18 年的水准。经过 4 年多的桶陈，风味得到进一步提升。近期在深圳的小范围品鉴中，来自机构的反馈也十分积极。

2026 年上半年上海地区作为唯一实现正增长的市场，其背后的主要原因是什么？公司采取了哪些具体的推广和营销措施？

上海地区作为公司的大本营市场，其上半年实现正增长主要得益于以下几个方面：第一，品牌认可度高且渠道渗透深入。古越龙山在上海拥有很高的品牌接受度。渠道铺货率非常高，覆盖了从中高档餐厅到下沉市场的夫妻老婆店等各类终端。据统计，上海七八成以上的餐厅酒水单上都有古越龙山的产品。针对不同渠道，公司采取差异化的产品策略，例如在夫妻老婆店等下沉渠道铺设 3 年或 5 年的普通产品，而在山姆、盒马等现代渠道则推出定制化的有机黄酒等。 第二，品牌推广与渠道精耕并重。公司在线上和线下均投入了大量资源进行品牌推广。同时，渠道管理非常精细化，上海设有独立的分公司，并投入了较大的人员力量。销售团队被要求频繁走访市场终端，以便快速获取市场信息并做出反应。 第三，市场化的激励机制与产品本土化。上海分公司的考核与激励机制较为市场化，从分公司总经理到基层业务员的薪酬待遇具有竞争力，有效激发了团队积极性。此外，针对上海市场的主力产品在配方上进行了改良，使其口感更符合当地消费者的偏好，成功替代了部分本地品牌并持续进行产品升级，从而巩固了消费者忠诚度。

浙江作为公司的本土市场，上半年出现较多下滑的原因是什么？公司未来将采取哪些措施来提振该市场？

针对浙江市场业绩下滑的问题，公司在复盘后认为主要归因于市场层面。为此，公司已采取了一系列措施。首先是人事调整，在 2026 年上半年结束后、半年报披露前，已经更换了浙江市场几个分公司的负责人，例如浙江分公司的总经理已由原上海分公司的副总接任。其次是政策与资源倾斜，公司已给予新团队相应的权限和费用支持。 此外，公司近期已联合咨询公司对整个浙江及浙南市场进行了深入调研，全面分析了消费者口味偏好、竞品布局、价格带设置以及市场推广策略等。基于调研结果，公司未来将重点发力并深耕浙江市场。浙江是除上海、江苏及省外市场外，公司市场份额尚处落后的区域，因此提升浙江市场的表现对公司整体战略至关重要。

对于消费者在酒类消费开支方面的展望，当前市场是否仍在探底？市场触底回升需要具备哪些条件？

酒类消费与饮料消费不同，存量饮酒人群的消费习惯相对稳定。

公司如何通过产品策略和市场教育来扩大黄酒的消费群体，具体采取了哪些措施？

公司的目标并非让更多人开始饮酒，而是吸引更多消费者选择黄酒。为此，公司构建了一个金字塔形的产品策略以满足不同消费群体的需求。塔尖部分是国酿、青花等超高端产品；塔身是以 5 年陈库存酒、天纯等为代表的标杆产品；塔基则是面向年轻化、旨在“破圈”的产品，如“越小啤”和“不高低”。“越小啤”旨在承接啤酒消费者，让他们体验并接受黄酒风味。“不高低”则主要面向两类人群：一是原先饮用白酒但现在寻求更健康、高度数替代品的消费者，该产品口感适宜、定价合理，适合作为口粮酒；二是追求多样化饮用体验的年轻人，他们可以对“不高低”进行热饮、冰饮，或兑果汁、饮料调制鸡尾酒。目前，公司已在 30 个城市的 50 多家酒吧推出了名为“万物平衡”的鸡尾酒，市场反馈良好。除了产品策略，公司还致力于长期的市场教育和消费者培育，核心是推广黄酒风味，以消除消费者因长期未接触而产生的认知偏差。具体措施包括： 第一，与餐饮深度结合，开发黄酒炒饭、醉虾、醉蟹、花雕神仙鸡等与黄酒风味相关的美食，并计划将这些产品制成方便菜肴，通过合适渠道推广。 第二，跨界合作推出黄酒棒冰和黄酒冰淇淋。这类产品无年龄限制，有助于让更广泛的人群接触和体验黄酒风味。目前已与马迭尔在东北地区合作试点，并在南方开展了其他联名活动。 第三，通过品鉴活动进行圈层营销。例如，一些白酒大商利用其稳定的高端客户资源，与公司合作定制超高端黄酒产品，以满足其圈层营销的需求。在北京，已有合作伙伴首次启用其一个非常高端的商标与公司进行联名定制。通过这些向上和向下的多渠道策略，公司旨在让不同消费能力的消费者都能找到适合自己的黄酒产品。

关于公司 2026 年下半年及全年的业绩展望，以及未来发展战略的重心是什么？

公司在 2026 年下半年将继续坚定地推进改革，预计整个改革周期至少需要 2 到 3 年才能显现稳固成效。下半年的业绩目标是实现正增长，预计增幅在 5%左右。根据测算，2026 年上半年营收约为 7.8 亿元，而 2025 年全年营收为 18.2 亿元，其中 2025 年第三、四季度营收合计约 9 亿多元。若要实现全年营收翻红，下半年需完成约 10.5 亿元的营收，这意味着存在约 1 亿元的业绩差额，目标与压力并存。 尽管有增长目标，但公司当前更注重发展的质量而非单纯追求数量。战略重心是夯实基础，无论是高端化产品还是大众化产品的全国化布局，都致力于筑牢根基并进行主动调整。公司正在进行多方面的深化改革，包括市场化改革、高端化改革、产品成本聚焦、内部团队优化、人员调整以及建立市场化的薪酬激励和人员能上能下的机制，以改变外界对公司作为传统国企的僵化印象。公司的发展策略着眼于长期和可持续性，追求稳健长远的发展。

公司近期在投资者关系方面采取了哪些具体举措，以增进投资者对公司的了解和信心？

公司认识到许多投资者，尤其是个人投资者，对公司的了解不够全面，信息来源主要局限于公开披露的材料。为了改变这一状况，公司在 2026 年 7 月举办了一场小范围、内部性质的股东交流活动，特别邀请了公司前 100 大股东中的部分个人投资者参与，其中许多人的投资额达到数千万元甚至过亿。许多长期持有公司股票十余年且身处绍兴、杭州等周边地区的股东，此前从未到访过公司。 在为期两天的深入交流中，公司安排投资者参观了几个重要的生产基地，并与各业务板块的负责人进行了沟通。活动结束后，投资者们对公司的认知发生了根本性的积极转变，信心也得到了显著增强。通过此次活动，公司希望鼓励更多投资者能亲身到公司进行实地考察，建议预留充足时间（如大半天或一天），以便更深入地走访代表性基地，从而对黄酒行业及公司本身形成一个全面、深刻的了解。