

## 强于大市

## 黄酒行业 2024 年半年报业绩点评

## 黄酒龙头企业积极寻求突围，上半年收入端实现较快增长

近日古越龙山及会稽山发布 2024 年半年报业绩。根据半年报信息，上半年两家公司在营收端均实现较快增长，在黄酒高端化及年轻化方面寻求突围，同时通过回购等方式提振信心，理顺销售机制。龙头企业积极作为有助于提升黄酒品类知名度，扩大消费群体及消费场景，从江浙沪大本营市场逐渐外拓。建议关注两家龙头企业改革成效。

## 支撑评级的要点

■ 2024 古越龙山营收端实现较快增长，受渠道返利及销售费用增加影响，2024 公司毛利率同比降 0.5pct，归母净利率同比降 1.1pct。1H24 公司营收 8.9 亿元，同比增 12.9%，其中 2Q24 营收 3.2 亿元，同比增 16.7%。(1) 分产品来看，2024 公司中高档酒营收 2.2 亿元，同比增 22.3%，收入占比 71.9%，普通酒营收 0.9 亿元，同比增 21.0%。百元以内产品为公司基本盘，近两年公司积极优化产品结构，将 20-50 元的产品向 50-100 元价格引导。青玉定位高端，引领品牌形象，虽然基数不大但公司持续进行营销投入，我们预计营收实现较快增长。(2) 分渠道来看，2024 上海地区及国际销售表现亮眼，营收增速分别为 42.5%、41.9%。根据微酒新闻，2023 年我国酒类累计出口 7.16 亿升，同比增长 31.38%，出口额 17.95 亿美元，同比增长 38.55%，其中黄酒出口量为 1.18 万千升。2024 公司大本营浙江市场营收持续保持较快增长，同比增 25.2%，收入占比 33.8%，同比提升 0.9pct。2024 江苏地区及江浙沪以外地区收入同比增速分别为 9.1%、12.5%，持续保持增长。公司坚持“夯实基础、壮大腰部、决胜高端”的市场战略，全力拓展高端酒市场，通过发挥龙头市场引领优势来拓展其他区域市场及消费培育。(3) 2024 公司毛利率为 38.1%，同比降 0.5pct，我们判断与公司加大渠道返利有关。公司四项费用率为 20.1%，同比降 1.1pct，其中销售费用率、管理费用率分别为 14.8% (+0.6pct)、7.7% (-1.0pct)，2024 公司销售费用同比增 21.7%，其中电子商务平台费用 3431 万元，同比增 65.6%，2024 年公司重点布局电商渠道，开拓直播业务，1H24/2Q24 公司直销渠道营收增速为 24.4%、25.9%。2024 公司归母净利率为 10.2%，同比降 1.1pct。(4) 近两年公司积极寻求突围，推进产品高端化和年轻化，依托全国开设的 57 家集消费体验和黄酒文化展为一体的品鉴馆、慢酒馆，拓展黄酒高端市场。2023 年 6 月，公司公告董监高增持公司股票，增持金额明显高于 2022 年薪酬，其中董事长增持金额为 2022 年薪酬的 3 倍左右，体现了管理层对公司的信心。我们判断，2024-2025 年改革效果将逐步体现，业绩或将持续提速，长期成长潜力较大。

■ 会稽山产品结构持续优化带动毛利率提升，1H24 气泡黄酒成功破圈贡献增量。1H24 公司营收 7.36 亿元，同比增 18.2%，其中 2Q24 营收 3.0 亿元，同比增 18.3%。(1) 分产品来看，1H24 公司中高端黄酒营收 4.9 亿元，同比增 13.2%，其中 2Q24 营收增速放缓，同比增 5.0%，收入占比 63.9%，同比降 8.4pct。1H24 普通黄酒营收 1.9 亿元，同比增 29.1%，2 季度同比降幅较大，主要受公司调整披露口径影响。1H24 其他酒营收 0.4 亿元，同比增 48.0%，收入占比 6.1%，同比提升 1.2pct。其他酒品类中，米酒、气泡黄酒贡献增量，根据公司公告，在 6-18 期间“一日一熏”通过抖音直播销售实现三天破千万元的成就。(2) 分区域来看，2024 公司大本营浙江、上海区域营收同比增速分别为 17.5%、51.9%，收入占比分别为 65.1% (-0.7pct)、24.1% (+5.2pct)，江苏大区保持增长 (+10.8%)，其他区域及国际销售 2 季度同比均有下滑。截至 2 季度末，公司经销商合计 1620 家，环比 2023 年末末增加 72 家。(3) 受益产品结构优化及高毛利产品放量，2024 公司毛利率为 44.8%，同比提升 6.1pct，上半年公司加大费用投放培育新品，1H24/2Q24 四项费用率分别为 30.9% (+7.3pct)、40.4% (+6.6pct)，其中 1H24/2Q24 公司销售费用率同比分别增 6.5pct、5.1pct，主要为销售人员薪酬增加及广告宣传、促销业务支出影响。其他费用率同比基本持平。拆分具体细项，1H24 公司销售人员薪酬及广告宣传费用同比分别增 92.7%、122.6%。1H24 公司税金及附加比率同比+0.7pct，归母净利率同比降 0.3pct 至 12.3%。(4) 公司积极探索高端化、年轻化，产品思路更加清晰，会稽山品牌面向大众消费，兰亭产品切入高端及商务宴请消费场景。年轻化方面，突破传统产品思维限制，重点打造气泡黄酒的年轻化氛围并取得一定成效。2024 年 2 月，公司完成回购，回购金额 9564 万元用于股权激励或员工持股计划。公司销售队伍人数翻倍增长，2023 年达 453 人 (2022 年 230 人)，渠道管理方面更加细化。

## 投资建议

■ 低端化、区域化、老龄化为黄酒行业规模扩张受限的主要原因，从黄酒龙头的发展战略来看，两家龙头企业积极寻求突破，优化产品结构，拓宽消费场景，扩大行业声量。从营收规模来看，古越龙山及会稽山营收规模持续提升。2024 年古越龙山规划营收及利润目标同比增长均为 12%，我们判断收入端有望达成，利润端或将受黄酒产业园转固影响承压。2024 年会稽山营收目标同比增长 15-20%，如果公司能延续上半年的增长趋势，则有望实现全年规划目标。建议持续关注黄酒龙头积极变革，改革成效有望逐步显现。

## 评级面临的主要风险

■ 宏观经济下行风险、需求端疲软，其他酒类市场挤压、行业内竞争加剧，高端化进程推进速度有限，在建工程转固后影响利润。

## 相关研究报告

- 《食品饮料行业周报》20240805
- 《食品饮料行业 2024 年中期策略》20240731
- 《食品饮料行业周报》20240729

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

图表 1. 古越龙山 2024 年半年报业绩

(人民币, 百万元)	2Q23	2Q24	同比 (%)	1H23	1H24	同比 (%)
营业收入	276	322	16.7	789	890	12.8
营业成本	170	200	17.7	494	560	13.2
<b>毛利率(%)</b>	<b>38.6</b>	<b>38.1</b>	<b>(0.5)</b>	<b>37.3</b>	<b>37.1</b>	<b>(0.2)</b>
毛利	107	123	15.1	294	330	12.2
税金及附加	12	16	29.8	34	39	13.8
销售费用	39	48	21.7	102	118	16.4
管理费用	24	25	3.9	50	54	8.7
研发费用	6.3	5.0	(20.6)	13.0	13.1	0.5
财务费用	(10.8)	(12.8)	18.5	(20.3)	(25.1)	23.7
资产减值损失	0.0	0.0	-	0.0	0.0	-
公允价值变动收益	0.0	0.0	-	0.0	0.0	-
投资收益	0.6	(0.7)	(224.0)	0.6	(0.3)	(151.1)
营业利润	41	41	0.9	120	128	6.3
<b>营业利润率(%)</b>	<b>14.8</b>	<b>12.8</b>	<b>(2.0)</b>	<b>15.2</b>	<b>14.4</b>	<b>(0.9)</b>
营业外收入	0	0	(75.6)	0	0	(34.8)
营业外支出	0	0	267.3	0	0	30.7
利润总额	41	41	0.5	120	128	6.2
所得税	10	8	(19.1)	30	32	7.5
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>25</b>	<b>19</b>	<b>(5.5)</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>0.1</b>
少数股东权益	(0.0)	0.4	(52,219.0)	0.6	1.0	74.6
归属于母公司净利润	31	33	5.4	90	95	5.4
<b>归母净利润率(%)</b>	<b>11.3</b>	<b>10.2</b>	<b>(1.1)</b>	<b>11.4</b>	<b>10.7</b>	<b>(0.8)</b>
EPS (元/股)	0.03	0.04	5.4	0.10	0.10	5.4

资料来源: iFind, 中银证券

图表 2. 会稽山 2024 年半年报业绩

(人民币, 百万元)	2Q23	2Q24	同比 (%)	1H23	1H24	同比 (%)
营业收入	252	299	18.3	622	736	18.2
营业成本	154	165	6.6	344	368	6.7
<b>毛利率(%)</b>	<b>38.8</b>	<b>44.8</b>	<b>6.1</b>	<b>44.6</b>	<b>50.0</b>	<b>5.4</b>
毛利	98	134	36.8	278	368	32.5
税金及附加	12	14	20.9	22	31	42.8
销售费用	49	73	49.3	78	140	80.0
管理费用	35	36	4.3	68	68	0.2
研发费用	6.0	17.1	186.2	8.9	27.1	203.4
财务费用	(3.9)	(5.4)	36.7	(7.9)	(7.7)	(2.0)
资产减值损失	0.0	2.1	-	0.0	2.1	-
公允价值变动收益	(0.1)	0.0	-	(0.1)	0.0	-
投资收益	0.0	(0.1)	-	0.0	8.0	-
营业利润	1	(1)	(179.9)	108	117	7.9
<b>营业利润率(%)</b>	<b>0.4</b>	<b>(0.3)</b>	<b>(0.7)</b>	<b>17.4</b>	<b>15.9</b>	<b>(1.5)</b>
营业外收入	0	2	479.7	0	3	664.9
营业外支出	0	1	3,594.0	0	1	1,711.5
利润总额	1	(0)	(131.0)	109	119	9.3
所得税	(0)	1	(677.8)	28	28	0.2
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>-18</b>	<b>-149</b>	<b>(130.5)</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>(0.1)</b>
少数股东权益	2.5	(0.2)	(108.9)	2.5	0.2	(90.3)
归属于母公司净利润	(1)	(1)	59.9	79	91	15.6
<b>归母净利润率(%)</b>	<b>(0.3)</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>12.6</b>	<b>12.3</b>	<b>(0.3)</b>
EPS (元/股)	(0.00)	(0.00)	59.9	0.16	0.19	15.6

资料来源: iFind, 中银证券

图表 3. 古越龙山 2024 年绍兴海外文化周



资料来源：微酒，中银证券

图表 4. 古越龙山高端产品形象-国酿 1959



资料来源：公司官网，中银证券

图表 5. 会稽山-气泡黄酒



资料来源：微酒，中银证券

图表 6. 会稽山高端产品-兰亭黄酒



资料来源：公司官网，中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371