趋势崛起，改革加速

古越龙山覆盖报告

核心观点

- **天时地利人和，产业趋势加速崛起。**我们认为黄酒行业目前迎来天时地利人和的发展机遇，2026 年以来产业呈现加速崛起态势。1）天时：泛低度酒发展机遇。近年来由于经济结构转型、人口代际更替等原因，我国饮酒趋势朝低度化、健康化方向发展，同时饮酒目的由“悦人”向“悦己”倾斜，黄酒低度、温和的品类属性与之完美契合。2）地利：各类资源向行业集中。白酒渠道盈利底徘徊时间拉长驱动优质经销商资源溢出，同时政策、人才、资金等各类资源均向黄酒行业集中，后续正循环有望逐步形成。3）人和：龙头竞合发展，战略协同。龙头企业积极求变，沿高端化与年轻化两条线推动结构升级和产品创新，同时在工艺革新、分级标准建立、渠道分润体系激活、组织管理提升等方面积极作为。我们认为，后续伴随需求扩张、供给优化，产业有望进入加速发展阶段，高端黄酒有望迎来渗透率快速提升。
- **古越龙山：国资龙头代表，品牌及老酒优势领先。**公司是黄酒行业国资龙头，地处鉴湖核心产区。公司品牌认知优势显著，共拥有古越龙山、女儿红、状元红、鉴湖、沈永和五大品牌资产，同时全国化进程领先同行，2025 年公司江浙沪以外营收占比超过 40%。此外公司手工酿造产能和老酒储备领先，为高端化奠定坚实基础。
- **如何看待公司变革成效与潜力？**我们认为公司改革成效已在报表端初步兑现：1）产品端由低端 SKU 汇量转向大单品聚焦；2）结构升级叠加 SKU 精简，带动 26H1 公司毛利率同比+4.0pct。我们认为后续伴随产品结构持续提升、供应链及成本结构优化，公司毛利率仍有较大提升空间。3）26H1 公司研发费用率阶段性抬升，夯实品质护城河，我们认为后续有望回归提振利润率；4）渠道端推进精细化改革，后续在渠道体系适配、价盘管理等方面仍有改善空间；5）销售端大区承包制落地推动一线绩效激励，同时回购完成拟进行员工持股完善长效激励机制。后续，公司有望在机制激活、组织管理、营销体系等方面继续夯实内功，经营质量有望逐步提升。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026-2028 年每股收益分别为 0.25、0.28、0.32 元，每股净资产分别为 6.79、6.98、7.20 元。考虑到公司资产端以生产成本法计价的基酒占比较高，且尚未完全进入盈利周期上行阶段，我们采取 PB 法对公司进行估值。参考可比公司 2026 年 2.14 倍 PB，给予目标价 14.49 元，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：居民消费复苏不及预期；高端化进程不及预期；品类竞争加剧；国企改革与激励机制落地不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,936	1,831	1,799	1,994	2,155
同比增长(%)	*8.6%*	*-5.4%*	*-1.7%*	*10.8%*	*8.1%*
营业利润(百万元)	280	300	301	343	390
同比增长(%)	*-47.9%*	*7.2%*	*0.3%*	*13.8%*	*13.8%*
归属母公司净利润(百万元)	206	222	224	258	293
同比增长(%)	*-48.2%*	*8.1%*	*0.6%*	*15.2%*	*13.8%*
每股收益（元）	0.23	0.24	0.25	0.28	0.32
毛利率(%)	37.2%	37.7%	41.7%	45.0%	47.6%
净利率(%)	10.6%	12.1%	12.4%	12.9%	13.6%
净资产收益率(%)	3.5%	3.8%	3.7%	4.1%	4.5%
市盈率	48.8	45.1	44.8	38.9	34.2
市净率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（首次）
股价（2026年09月24日）	11 元
目标价格	14.49 元
52 周最高价/最低价	11.87/7.21 元
总股本/流通 A 股（万股）	91,154/91,154
A 股市值（百万元）	10,027
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2026 年 09 月 27 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	11.68	36.82	45.7	15.81
相对表现%	12.15	39.54	55.89	18.59
沪深 300%	-0.47	-2.72	-10.19	-2.78



证券分析师

李耀 执业证书编号：S0860525100001
香港证监会牌照：BXH218
liyao@orientsec.com.cn
021-63326320

张馨予 执业证书编号：S0860526080003
zhangxinyu2@orientsec.com.cn
0755-82819271

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

古越龙山：趋势崛起，改革加速

我们区别于市场的观点

市场对黄酒产业发展及复兴以及古越龙山国企变革没有强预期，我们则认为：

1、 黄酒产业趋势正在加速，行业目前迎来天时地利人和的发展机遇。需求层面：1）短期维度，白酒渠道盈利底徘徊时间拉长，渠道需要相对较高 的利润单品，黄酒等低度酒契合渠道盈利诉求；2）中期维度：黄酒在高端价位的消费者心智认知崛起，逐步承接部分烈酒需求，黄酒高端化仍有较大的叙事空间；3） 长期维度，酒水消费低度化、去地产依附是趋势，伴随经济结构转型及人口代际更替，消费者对“国潮”认可度持续提升，酒水消费场景重塑，酒精消费中高度烈酒、进口酒精饮品份额或将转化为黄酒需求。供给层面：1）头部黄酒公司优质基酒储备逐步被市场认知，“手工酿造”概念崛起，优质基酒稀缺性提升；2）头部黄酒公司主动拉升产品结构，推出高端品牌并主动尝试建立适配中高端酒类消费的渠道体系。我们认为，未来伴随需求扩张、供给优化，黄酒后续有望进入加速发展阶段，高端黄酒有望迎来渗透率快速提升。

2、 古越龙山正积极变革，且部分成效已在报表端得到验证，如 26H1 公司毛利率显著提升，主要系产品结构升级叠加成本结构优化导致，公司产品聚焦策略行之有效。后续，公司有望陆续在机制激活、组织管理、营销体系等各方面夯实内功，经营质量有望逐步提升。

关键假设

1）量：2026 年百元以内价格带产品由于消费复苏较弱、去库存等因素销量有一定下滑，后续伴随库存去化、需求企稳，2027-2028 年有望恢复稳健增长；高端价格带产品销量有望延续 2026 年良好增长态势。拆分来看，2026-2028 年，预计中高档酒销量同比-5%/+6%/+4%；预计普通酒销量同比-8%/+4%/+2%；预计合计销量同比-7%/+5%/+3%。

2）价：伴随公司中高端价格带产品持续放量，公司产品结构有望持续提升，驱动吨价持续上行，预计 2026-2028 年公司吨价有望保持中单个位数增长。拆分来看，2026-2028 年，预计中高档酒吨价同比+7%/+6%+5%；预计普通酒吨价同比-5%/+1%/+1%；预计合计吨价同比+5%/+6%/+5%。

3）成本：公司持续精简开发品 SKU 数量驱动成本结构优化，同时优化供应链采购，预计吨成本整体呈下行趋势，预计 2026-2028 年吨成本同比-1.5%/-0.4%/-0.1%。

股价上涨的催化因素

我们认为本轮黄酒产业变革股价节奏大致如下：

现阶段估值先行，市场更关注 1）事件驱动为代表的产业经营变化，如渠道扩张进度与质量、提价、核心大单品放量、公司治理改善（重点观测指标）；2）行业远期空间。因此该阶段股价上涨主要来自估值扩张。后续看龙头供给侧变革逻辑逐步兑现，股价上涨来自业绩释放+估值上行，股价有望迎来双击。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

居民消费复苏不及预期；高端化进程不及预期；品类竞争加剧；国企改革与激励机制落地不及预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 黄酒行业：天时地利人和，困局突破蓄势待发 7
1.1 过去困局：价位偏低，区域、人群、场景难以破圈 7
1.2 天时地利人和，产业发展迎来新机 10
1.2.1：天时：泛低度酒赛道机遇 10
1.2.2：地利：各类资源加速向行业集中 10
1.2.3：人和：行业龙头战略协同 12
2 古越龙山：国资龙头代表，品牌及老酒优势显著 14
2.1 品牌资产丰厚，全国化进程领先 14
2.2 老酒储备与手工产能领先 15
2.3 国资背景控股，管理层深嵌地方国资与产业体系 16
3 如何看待公司变革成效与潜力？ 18
3.1 从低端 SKU 汇量到产品聚焦，发力高端化与年轻化 18
3.2 产品结构提升+成本结构优化，毛利率提升明显 19
3.3 研发投入阶段性放量，夯实品质与标准护城河 20
3.4 线下渠道精细化改革，后续仍有改善空间 21
3.5 市场化绩效改革落地，长效激励机制突破 22
盈利预测与投资建议 24
盈利预测 24
投资建议 25
风险提示 25

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：我国黄酒行业规上企业收入企业数量（单位：亿元）.....8
图 2：我国黄酒行业规上企业数量（个）.....8
图 3：黄酒上市公司吨价表现（单位：元）.....8
图 4：黄酒企业江浙沪销售占比（2025 年）.....8
图 5：黄酒主销产品同质低价.....9
图 6：黄酒主流消费场景（2024 年）.....9
图 7：浙江省人均 GDP.....10
图 8：黄酒行业过去之困局.....10
图 9：我国黄酒行业集中度（收入端）.....12
图 10：我国黄酒行业集中度（利润端）.....12
图 11：饮后舒适度是影响消费者购买黄酒的重要因素.....13
图 12：龙头企业布局高端化产品.....13
图 13：古越龙山发展历程.....14
图 14：古越龙山分区域表现（单位：亿元）.....15
图 15：黄酒企业分区域占比对比（2025 年）.....15
图 16：古越龙山地下酒窖.....16
图 17：古越龙山股权结构图（截至 26H1）.....16
图 18：古越龙山产品矩阵图.....18
图 19：公司产品结构及量价表现拆分.....19
图 20： 公司产品结构占比.....19
图 21：公司中高档酒量价表现.....19
图 22：公司分产品毛利率.....19
图 23：古越龙山成本结构拆分.....20
图 24：黄酒企业吨成本对比（单位：元）.....20
图 25：黄酒企业吨价对比（单位：元）.....20
图 26：黄酒企业毛利率对比.....20
图 27：古越龙山研发费用率.....21
图 28：古越龙山渠道结构.....22
图 29：经销商数量（单位：个）.....22
图 30：古越龙山进行试点改革.....23
图 31：古越龙山回购公告.....23

表 1：黄酒分类（根据含糖量）.....7
表 2：黄酒分类（根据产品风格）.....7

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：促进黄酒行业发展相关政策 11
表 4：古越龙山高管介绍 17
表 5：可比公司估值表 25

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

1 黄酒行业：天时地利人和，困局突破蓄势待发

黄酒作为低度酒（酒精度数通常在 14-20 度之间），是以稻米、黍米、小米、玉米、小麦、水等为主要原料，经过加曲或部分酶制剂、酵母等糖化发酵剂酿制而成的发酵酒。

1）根据含糖量不同，分别为干型、半干型、半甜型、甜型，含糖量依次上升。

2）根据产品风格不同，可分为传统型、清爽型、特型。

3）根据地域划分，我国许多省份都有当地黄酒，派系众多，包括以古越龙山、会稽山、女儿红为代表的绍兴黄酒，以石库门、和酒为代表的海派黄酒，以沙洲优黄为代表的苏派黄酒，以山东即墨老酒为代表的鲁派黄酒，以福建红曲酒为代表的闽派黄酒，以安徽古南丰为代表的徽派黄酒等，其中以浙江绍兴黄酒的发展最具代表性。

表 1：黄酒分类（根据含糖量）

类型	含糖量	特点
干型（元红）	15g/L 以下	糖分经发酵产生酒精，故酒中的糖分含量最低
半干型（加饭）	15.1-40g/L	糖分还未全部发酵成酒精，还保留了一些糖分。在生产上，这类黄酒由于在配料中减少了用水量，相对来说就是增加了饭量，故又称为“加饭酒”
半甜型（善酿）	40.1-100g/L	工艺独特，用成品黄酒代水，加入发酵醪中，一定程度上抑制了酵母菌的生长繁殖，使得发酵不彻底，保留了较高的糖分
甜型（香雪）	100g/L 以上	一般采用淋饭法酿制而成，即在淋冷的饭料中拌入糖化发酵剂或酒药，搭窝先酿成甜酒酿，当糖化至一定程度时，加入酒精含量为“40-50%”的糟烧酒，以抑制微生物的糖化发酵作用，而保持较高的糖分残量

数据来源：中国酒业协会，东方证券研究

表 2：黄酒分类（根据产品风格）

类型	特点
传统型	坚持传统工艺步骤，以传统小曲、麦曲或红曲以及淋饭酒母为糖化发酵剂，发酵周期较长，可达数月
清爽型	在传统黄酒酿造工艺基础上，通过添加酶制剂、降低生麦曲用量等改良工艺酿制而成的，口味上鲜爽淡雅
特型	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。如在黄酒中加入枸杞、蜂蜜等物质，使得黄酒功能价值更高。

数据来源：中国酒业协会，东方证券研究

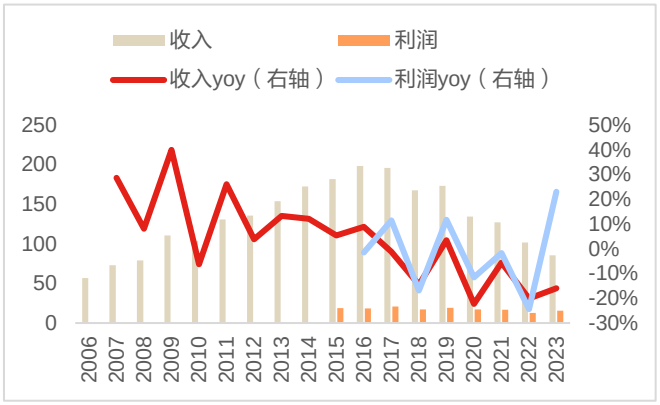
1.1 过去困局：价位偏低，区域、人群、场景难以破圈

2016-2023 年我国黄酒行业企业参与主体、市场容量萎缩。根据中国酒业协会数据，我国黄酒行业销售收入于 2016 年触顶，规上企业营收达 198.2 亿元。2023 年，我国规上黄酒企业销售收入 85.5 亿元，较 2016 年已腰斩下滑 57%，CAGR-11%。2023 年，我国规上黄酒企业利润总额达 15.6 亿元，较 2016 年 18.9 亿元下滑 16%，CAGR-2%。行业利润增速下滑幅度小于收入、行业利润率有所提升，主要系行业存量竞争下长尾酒企亏损加剧并逐步出清，市场份额向龙头集中，2016-2023 年全国规上黄酒企业数量由 112 家减少至 81 家。量价拆分看，三家上市公司龙头古越龙山、会稽山、金枫酒业 2016-2023 年吨价 CAGR 分别为 1.6%、3.4%、0.6%，考虑到上市龙头表现较优，我们预计行业容量萎缩以量跌为主，均价增长不明显甚至略有下滑。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

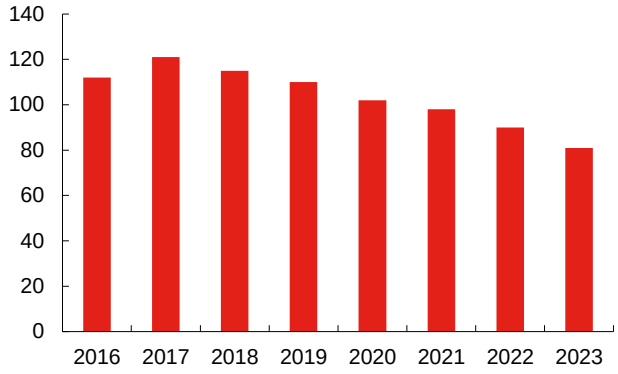
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：我国黄酒行业规上企业收入企业数量（单位：亿元）



数据来源：中国酒业协会，公司公告，东方证券研究

图 2：我国黄酒行业规上企业数量（个）

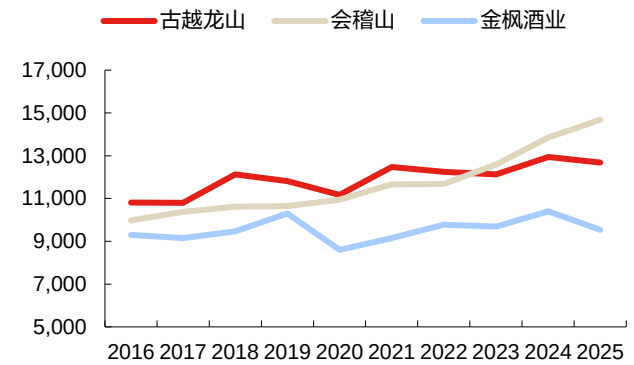


数据来源：中国酒业协会，公司公告，东方证券研究

我国黄酒行业过去面临产品结构低端、消费区域集中且局限、消费人群老龄化、消费场景单一受限的困局。

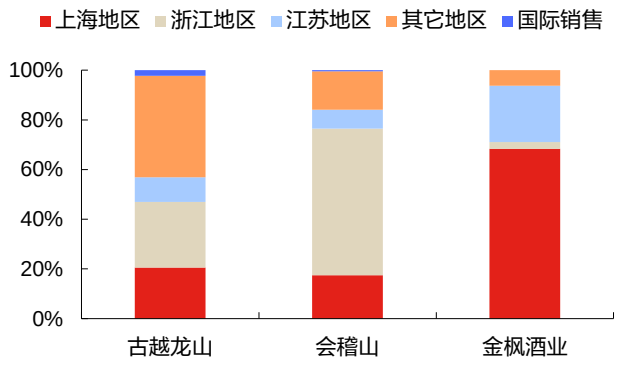
- 目前市面上主流销售的黄酒多为 3-5 年陈的产品，产品差异化较小，根据年份不同终端零售价普遍在 10-30 元/500ml，出厂口径看 2025 年上市酒企平均吨价仅 1.23 万元。
- 销售区域上黄酒高度集中，2025 年三家上市黄酒企业江浙沪销售占比达 73%。
- 黄酒的消费主力主要集中在 40 岁以上的男性，消费群体老化明显。
- 黄酒社交属性偏弱，其饮用场景中家庭生活消费总体占比合计 79%，而社交场景消费合计仅 21%（其中招待朋友 16%，可能仍有部分属于家庭场景的消费）。不同于白酒绑定宴席、商务宴请，啤酒绑定烧烤排挡等聚饮场景，黄酒难以在国内主流酒精饮用场景下形成消费者强心智占领，部分消费者认知甚至滑向“料酒/厨房用酒”。

图 3：黄酒上市公司吨价表现（单位：元）



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 4：黄酒企业江浙沪销售占比（2025 年）



数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

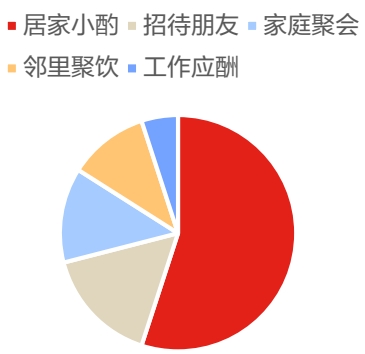
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：黄酒主销产品同质低价

品牌	产品	价格：元/500ml	品牌	产品	价格：元/500ml
会稽山	纯正3年	15	沙洲优黄	红标5年	14
	纯正5年	23		低聚糖红瓶6年	25
	1743	45	古越龙山	清醇3年	11
	品酒大师8年	20		清醇5年	20
金枫-和酒	3年陈	7		金3年	11
	5年陈	11		金5年	22
	大开福3年陈	8		金8年	50
	大开福5年陈	12	鉴湖	5年陈	15
	金色年华5年陈	19	状元红	5年陈	11
	金色年华8年陈	29		8年陈	32
金枫-石库门	红色峥嵘2001	19	塔牌	花雕3年	10
	蓝牌1号	29		纯正5年	19
	红牌1号	24		丽春8年	34

数据来源：京东，东方证券研究

图 6：黄酒主流消费场景（2024 年）



数据来源：云酒头条，和君咨询，东方证券研究

我们认为行业升级停滞并非没有需求，而是供给未跟上居民端抬升的支付能力与社交用酒标准。江浙沪作为黄酒的主销区，人均 GDP 不断增长且名列全国前茅，以浙江省为例，2025 年浙江省人均 GDP 高达 14.1 万元/人。2023 年浙江酒类流通市场规模约为 400 亿元，其中白酒的规模约为 250 亿元，而浙江白酒消费的主流价格带在 300 元以上，商务消费则集中在 500-800 元以及千元以上。以酒精比例换算，白酒 300 元的价位带换算至黄酒，对应的价格带大致为 100 元左右，而目前市场的主流黄酒产品的价格仍处在为 10-30 元，与 20 年前无明显差异。**黄酒为我国传统饮用酒种，有较好的历史文化和消费基础，但在近十余年的酒精品类竞争中持续处于劣势，逐步被边缘化，目前占酒类市场总量已不到 2%，归其原因我们认为：**

1 则产品本身：过去行业中低端产品占比高，黄酒属于发酵酒，相较蒸馏酒杂醇等成分更为复杂，若工艺与品质管理不到位，则更易出现“上头”、饮后舒适度差等问题，久而久之在消费者端形成负面口碑，抑制复购与尝新。同时主销产品长期停留在低价带导致其价值感被压低，品类也就丧失了进入宴席、商务宴请等诸多社交消费场景的可能性。

2 则渠道推力：行业内产品长期缺乏创新和优化，进而提价困难，主销产品售价低、渠道利润空间薄，也就缺乏足够的毛利支撑酒企和渠道推动全国化和年轻化的消费者人群培育（铺货陈列、广告宣传、品鉴推广、区域拓张等）。

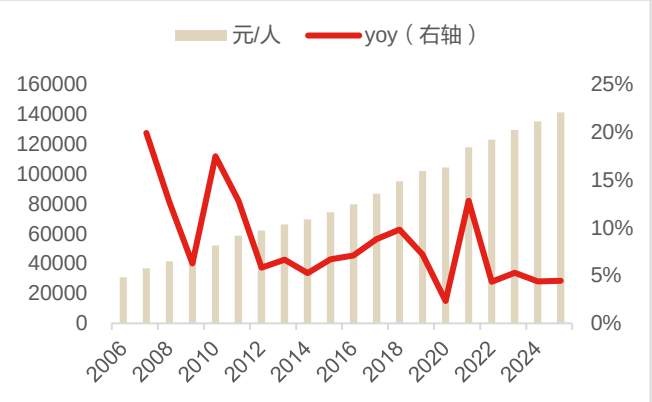
3 则运营管理：相较白酒、啤酒较为成熟且系统化的营、销、管体系（品牌营销、渠道及终端管理、消费者运营体系等），黄酒企业整体运营管理较为粗放。

其中第三点我们认为更多为战术层面归因，行业的底层痛点仍是产品没有高价，从而缺乏可持续的投入支撑，行业陷入低端内卷竞争。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：浙江省人均 GDP



数据来源：国家统计局，东方证券研究

图 8：黄酒行业过去之困局



数据来源：东方证券研究绘制

1.2 天时地利人和，产业发展迎来新机

1.2.1：天时：泛低度酒赛道机遇

近年来我国饮酒趋势朝低度化、健康化方向发展，黄酒的品类属性与之完美契合。随着我国居民消费水平不断提高、人口结构变化（90、00 后成为消费主力军、60、70 后年龄提升），酒类行业低度化、健康化趋势显著。

- ✓ **饮酒目的变化，“悦人”向“悦己”倾斜，黄酒低度、温和的特性与追求自我享受的理念天然契合。**过去我国居民传统的饮酒逻辑和场景大多围绕商务招待和强社交需求展开，主因改革开放后我国进入经济高速发展阶段并激发出旺盛的商务宴请需求，白酒承担“社交润滑剂”的功能，其底层属性更多在于“悦人”。而伴随我国经济结构逐步转型，同时人口代际更替下 90、00 后成为消费主力军，居民消费场景和消费需求趋于多样化，饮酒变成一种表达自我、释放情绪的方式以满足情绪价值，饮酒的内在动机开始向“悦己”倾斜，强调实现内心的平和、提升愉悦感。黄酒的酒精度一般为 14 度左右，低度且适口性较好，较好地契合了当下消费者对酒类的消费趋势。

- ✓ **健康化大势所趋，黄酒天然贴合健康化消费趋势。**随着经济发展，以及 60、70 后饮酒人群年龄提升，人们饮酒时更加关注健康方面因素，希望降低饮酒给身体带来的负担，注重饮后舒适度。黄酒低度、适宜慢饮等品类属性天然贴合健康化的消费趋势，且我国居民由于饮食结构等原因体质偏寒，黄酒性温更与之相配。

1.2.2：地利：各类资源加速向行业集中

白酒深度调整背景下渠道寻求结构性转型，白酒优质经销商资源溢出，同时政策、人才、资金等各方面资源均向行业集中，后续正循环有望逐步形成。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

优质白酒经销商资源溢出，黄酒龙头顺势积极开展全国化招商。在酒饮市场整体升级放缓的背景下黄酒行业高端化逆势而上，2026 年黄酒中高端尤其高端产品表现优于基础价格带产品，其中 26H1 会稽山兰亭招商规模接近翻倍，古越龙山青花醉实现 35%增长。我们认为核心在于当前白酒行业处于深度调整阶段，白酒经销商投资回报收窄、资金压力较大，急需结构性转型，在此背景下渠道主动求变，寻求自身转型或寻找其他高毛利产品进行利润补充。因此大批白酒优质经销商资源溢出并不断向黄酒行业集中，黄酒龙头顺势积极开展全国化招商。近期，会稽山兰亭先后签约河南茅五剑/北京糖酒/哈尔滨一言酒鼎/四川盛世群运/南京国策酒业/邢台中天酒业等头部酒商；古越龙山则联合广东粤强、重庆农资推出三方合作与联名定制新品"琥珀光"，此前亦与北京糖酒集团达成战略合作。

政策层面自上而下引导产业复兴。近几年地方政府更加重视黄酒行业发展，一系列支持政策密集出台，政府调拨专向资金扶持行业发展，鼓励企业研发创新、扩大销售、引进人才，推动行业标准化体系建设。

表 3：促进黄酒行业发展相关政策

时间	文件名	发布单位	相关内容
2021 年	《浙江省食品工业“十四五”发展规划》	浙江省政府	明确提出要大力发展黄酒产业，推动黄酒产品的多样化、高端化和品牌化，培育一批具有国际竞争力的黄酒品牌
2021 年 1 月	《绍兴黄酒产业振兴纲要》	绍兴市	该纲要明确了从技术创新、新品开发、营销理念、沟通合作、企业管理、文化弘扬、技改投入、融合发展、集群提升和环境营造等多个方面推动黄酒产业振兴的具体路径。同时，纲要提出要推动黄酒产业规范有序发展，普及黄酒文化，扩大区域影响力，全力打造“中国黄酒之都、世界美酒产区”的战略目标。
2021 年 10 月	《绍兴黄酒保护和发展条例》	绍兴市人民政府	从黄酒文化传承、生产规范、技术研发、产品创新、产区保护、标准共建、经营秩序、市场环境等多个维度，对黄酒产业的保护和发展进行了全方位指导和立体式规范。条例的实施为绍兴黄酒产业的高质量发展提供了坚实的法律支撑。
2023 年 9 月	《关于促进黄酒产业发展振兴的实施意见》	绍兴市人民政府	2027 年基本实现“1522”阶段性目标，即全市黄酒产业年销售收入达到 100 亿元，在全国市场占有率超过 50%，形成 2—3 家黄酒行业链主企业，绍兴成为黄酒产业最具活力主产区和黄酒文化传承发展引领区。梳理出台保护和振兴发展黄酒产业专项政策。各级财政支持绍兴黄酒区域品牌，市财政每年安排不少于 500 万资金专项用于支持打响绍兴黄酒区域品牌。积极向上争取相关支持和要素保障；适时统筹各级政府产业基金支持黄酒产业发展壮大。
2024 年 9 月	《绍兴黄酒产业发展振兴若干政策》	绍兴市人民政府	鼓励标准化体系建设。对主导或参与制（修）订黄酒相关标准的企业，所制（修）订标准在当年由有权机构发布的，按国际标准、国家标准、行业标准、省级地方标准分级分类予以奖励；积极推荐黄酒领域研究项目申报市级及以上科技计划，列入市级产业关键技术攻关计划的，按项目研发投入 25%以内的比例给予补助，最高 300 万元；支持人才培育。对符合条件的黄酒高层次人才，支持推荐申报各级人才计划。对入选省级高技能人才培养项目的，按规定给予最高 50 万元支持；支持酒企扩大销售。对黄酒企业守正创新打造爆款和扩大销售给予奖励支持酒企扩大销售。
2025 年 5 月	《传统优势食品产区和地方特色食品产业重点培育名单（第一批）》	工信部	“绍兴黄酒”正式入选国家级重点培育名单。

数据来源：公司公告，浙江省政府，中国新闻网，东方证券研究

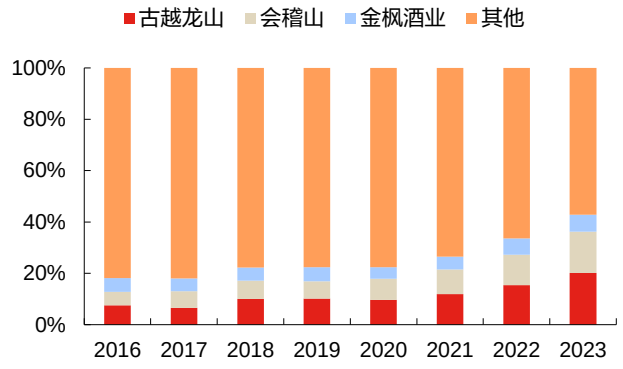
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2.3：人和：行业龙头战略协同

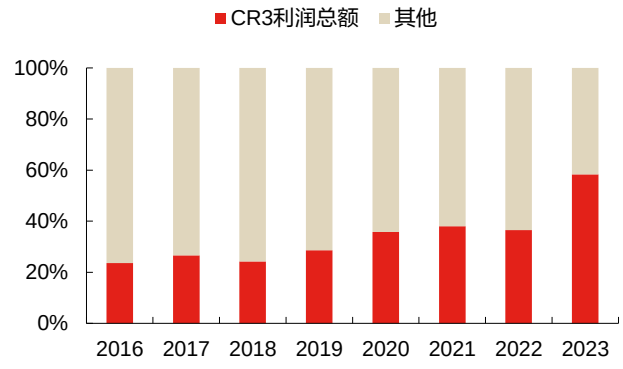
市场份额向龙头集中，供给端格局有一定改善。2016-2023 年，黄酒行业存量竞争下长尾酒企亏损加剧并逐步出清，2016-2023 年全国规上黄酒企业数量由 112 家减少至 81 家，市场份额向龙头集中。具体来看， 2023 年三家上市黄酒企业合计酒类营收占行业大盘比重较 2016 年提升 25pcts 至 43%（其中 CR2 提升 23pcts 至 36%），利润份额则较 2016 年则提升 35pcts 至 58%，行业供给端格局有一定改善。

图 9：我国黄酒行业集中度（收入端）



数据来源：中国酒业协会，公司公告，东方证券研究

图 10：我国黄酒行业集中度（利润端）



数据来源：中国酒业协会，公司公告，东方证券研究

龙头竞合发展，战略协同。我们观察到行业内部供给侧龙头正不断寻求突破和变革，在工艺革新、行业分级标准建立、价值认知重塑、产品线梳理和结构提升以及渠道分润体系激活等几方面积极作为。

1) **工艺升级引领品质革新，解决黄酒上头等问题，改善饮后舒适度。**

2) **建立行业分级标准，夯实高端化基础，让好黄酒的品质和价值表达有据可依。**

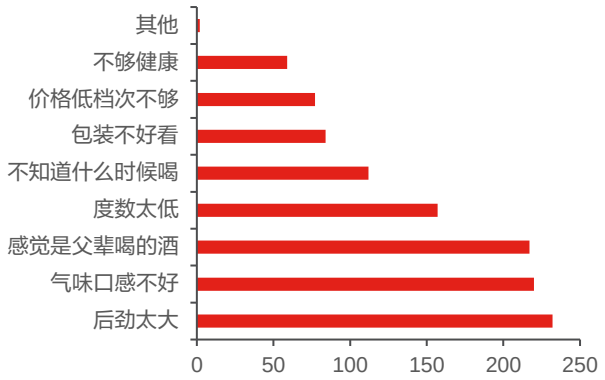
3) **产品聚焦，沿高端化与年轻化两条线推动结构升级和产品创新。其中高端化打破黄酒的价值天花板，重塑价格认知；年轻化打破黄酒的传统老化，突破品类边界。**

4) **经营层面，渠道网络深化、营销体系优化、组织管理激活积极求变。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：饮后舒适度是影响消费者购买黄酒的重要因素



数据来源：云酒头条，和君咨询，东方证券研究

图 12：龙头企业布局高端化产品

品牌	产品	零售价	酒龄
会稽山	国潮兰亭	699元/L	20年
	大师兰亭	2099元/L	30年
古越龙山	国酿1959青玉	599元/500ml	20年
	国酿1959红玉	1199元/500ml	30年
	国酿1959白玉	1959元/500ml	40年
塔牌	本酒	550元/500ml	13年

数据来源：京东，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

2 古越龙山：国资龙头代表，品牌及老酒优势显著

浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司总部位于浙江绍兴，前身可追溯至 1951 年绍兴酒厂等历史主体，1997 年于上海证券交易所上市，是国内黄酒行业首家上市公司。公司主营绍兴黄酒的研发、酿造与销售，地处鉴湖核心产区，企业规模与综合实力长期位居行业前列。目前公司品牌群中拥有2个“中国驰名商标”、4个“中华老字号”。其中“古越龙山”是中国黄酒行业标志性品牌，钓鱼台国宾馆国宴专用黄酒。2025 年 4 月工信部正式发布首批中国消费名品名单，古越龙山凭借其卓越的产品品质和深厚的文化底蕴，强势入选“食品行业”分类的“历史经典”品牌。

图 13：古越龙山发展历程



数据来源：公司官网，东方证券研究

2.1 品牌资产丰厚，全国化进程领先

五大核心品牌矩阵，品牌资产丰厚。公司旗下拥有古越龙山、女儿红、状元红、鉴湖、沈永和五大黄酒品牌，即为“一山、一水、一儿、一女、永相和”。五大品牌定位互补、场景分层，构成从国宴国礼到民俗喜庆、年轻潮饮与大众日常的协同矩阵。

1) **古越龙山：**走高端化路线，是钓鱼台国宾馆国宴专用黄酒、G20 峰会保障用酒、第 19 届亚运会官方黄酒供应商，多次亮相重要国宴国事场合。2025 年入选工信部首批中国消费名品，2025 中国品牌中华老字号品牌价值排名中唯一位列榜单前十黄酒品牌。

2) **女儿红：**定位喜庆化方向，深耕“喜藏情”文化基因，具有极高知名度入选浙江省重点商标保护名录。

3) **状元红：**主攻年轻化市场，推出咖啡黄酒、青柠黄酒，成功吸引年轻圈层。

4) **沈永和：**创始于 1664 年，做好大众化品牌文章，酿造的善酿酒 1910 年在南洋劝业会上为绍兴酒夺得第一枚国际金牌。

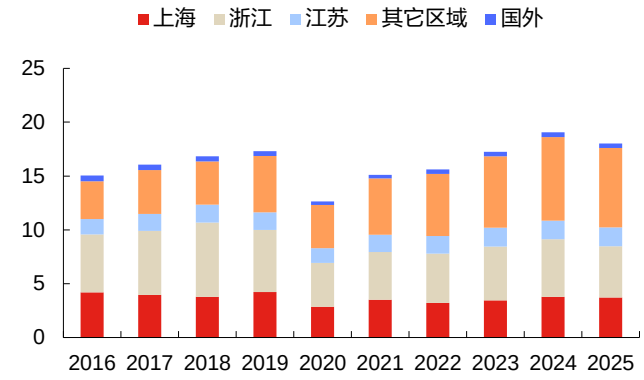
5) **鉴湖：**是 1952 年注册的绍兴黄酒首个商标，“鉴湖长春酒”在第一届全国评酒会上被评为全国八大名酒之一，2019 年入选浙江省及行业首个国家级工业遗产，走精品化发展之路，体现百年酒坊价值。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

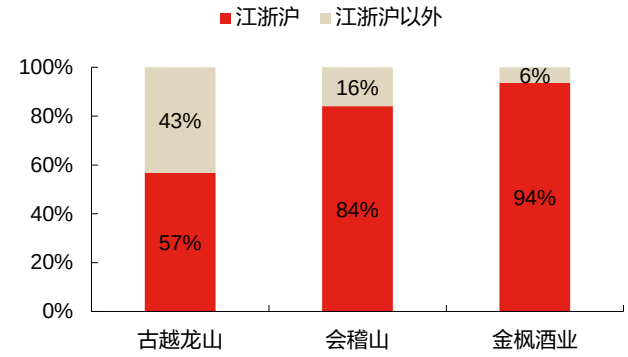
全国化进程领先同行，江浙沪以外地区营收占比超 40%。黄酒主销区长期高度集中于江浙沪，相较于同行古越龙山全国化布局更早，因此江浙沪以外收入占比更高。2025 年，公司江浙沪以外市场营收占比达 41%。其余黄酒企业多为区域性品牌，如会稽山、塔牌主要集中在浙江，金枫酒业主要集中在上海，沙洲优黄则主要集中在江苏。综合来看，古越龙山在全国范围的品牌认知与基础渠道网络方面具备优势，为后续结构升级与外围放量提供底座。

图 14：古越龙山分区域表现（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 15：黄酒企业分区域占比对比（2025 年）



数据来源：公司公告，东方证券研究

2.2 老酒储备与手工产能领先

黄酒具备高端化基因，年份化与手工酿造是重要抓手。黄酒以酒体陈年和手工酿造表达品质与价值，因此年份化与手工酿造是黄酒高端化的重要抓手。一方面，新酒通常口感略显辛辣、香气不足，因此陈酿是成品的必要工序，贮存期间酯化、氧化、美拉德及分子缔合四类反应协同作用，使酒体由辛辣粗糙转为醇香绵柔。同时，机械化生产尽管可以提升生产效率，但亦会导致丢失传统手工黄酒生产过程中产生的核心微生物和关键糖化发酵剂，因此手工黄酒具备更高的陈年品质上限。

中央酒库为基，老酒储备与手工产能优势领先。作为绍兴黄酒酿制技艺传承基地和国家非物质文化遗产首批代表，公司坚守手工原酒传统工艺，不仅拥有业内最大的非遗手工酿酒产能，保持传统手工产能 3.5 万吨以上，还拥有占地 308 亩的古越龙山中央酒库，高年份库藏原酒资源丰富且稀缺，为公司高端化战略奠定了坚实基础。丰富的原酒储备不仅是生产中高端产品如“国酿”“青花醉”系列的核心基础，更通过“足年库藏、保真年份”的品质承诺建立了差异化的市场竞争壁垒，成为年份酒品质保证的核心资源。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：古越龙山地下酒窖

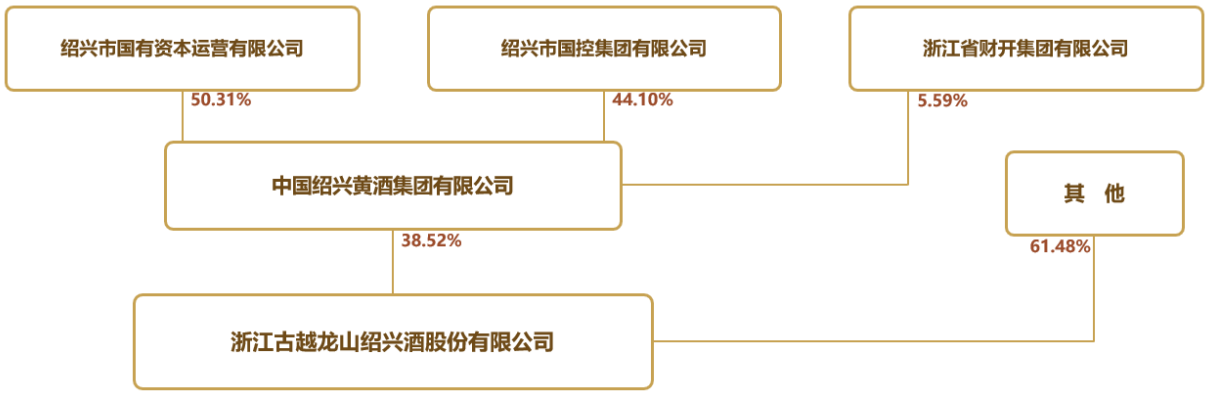


数据来源：公司官网

2.3 国资背景控股，管理层深嵌地方国资与产业体系

国资背景控股，管理层深嵌地方国资与产业体系。公司控股股东为中国绍兴黄酒集团有限公司，持有公司38.52%股份，实际控制人为绍兴市国资委。治理层面，公司具备与地方国资体系高度协同的领导班子，其中董事长孙爱保长期在绍兴市级党政机关任职，总经理马川曾任绍兴市黄酒产业发展振兴工作专班副召集人。公司董事长熟悉市级改革与政策协调、总经理直接参与绍兴市黄酒产业振兴专班，我们认为公司领导班子组合有利于公司在后续改革、产业资源整合、黄酒产区政策争取与跨部门协调中获得支持。

图 17：古越龙山股权结构图（截至 26H1）



数据来源：ifind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：古越龙山高管介绍

姓名	职务	任职日期	履历
孙爱保	董事长	2020/7/9	1968 年出生，中共党员，研究生学历，正高级经济师。历任绍兴县齐贤镇学校副校长、镇党政办副主任，绍兴县土管局办公室副主任、主任、党组成员，绍兴县委组织部副科长、科长、组织部副部长，绍兴县柯岩街道党工委副书记、办事处主任、党工委书记，绍兴县杨汛桥镇党委书记，绍兴市柯桥区政府党组成员、区政府办公室主任、党组书记，绍兴市政府办公室副主任、党组成员、应急办主任，绍兴市委副秘书长，绍兴市委全面深化改革委员会办公室常务副主任、兼市委副秘书长，现任黄酒集团党委书记、董事长、总经理，浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司党委书记、董事长。
马川	总经理	2024/12/31	1974 年出生，中共党员，大学本科学历，历任绍兴市越城区皋埠镇党委副书记、镇长，绍兴生态产业园管委会副主任、党工委副书记；绍兴市越城区皋埠镇党委书记；绍兴市住房和城乡建设局（市建筑业管理局）副局长、党委委员（其间挂职任浙江省住房和城乡建设厅房地产监管处副处长）；绍兴市综合行政执法局副局长、党委委员；绍兴市发展和改革委员会副主任、党组成员；杭绍临空经济一体化发展示范区绍兴片区党工委委员、管委会副主任、柯桥区人民政府党组成员、柯桥区委常委（兼）；绍兴市国有资本运营有限公司副董事长、董事、总经理；绍兴市黄酒产业发展振兴工作专班副召集人。现任黄酒集团副董事长、党委副书记，浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司党委副书记、副董事长、总经理。
万龙	副总经理	2022/8/9	1973 年出生，大学学历，中共党员，高级工程师。历任黄酒集团投资部科员，浙江古越龙山电子科技发展有限公司工务部经理、业务部经理、总经理助理、副总经理，浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司营销部部长，工艺浮雕分公司经理，古越龙山酒厂厂长，销售公司总经理等职，现任浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司副总经理。
刘剑	副总经理	2015/1/14	1968 年出生，中共党员，大学本科学历，高级经济师，历任浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司玻璃瓶厂车间副主任、主任、厂长助理、公司办公室副主任，销售公司上海分公司经理，浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司职工代表监事、董事。现任浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司党委委员、副总经理。
李维萍	副总经理，总会计师	2023/1/5	1969 年出生，大学学历，高级经济师。历任浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司玻璃瓶厂技术员、助理工程师，工程部工程师，人力资源部培训中心主任、副部长，黄酒集团资产管理部部长、董事会秘书、企业管理部部长（兼）、董事、副总经理。现任黄酒集团董事，浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司董事、副总经理、总会计师。
柏宏	副总经理	2023/1/5	1975 年出生，研究生学历，中共党员，高级经济师。历任浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司党委办公室宣传干事，古越龙山生物制品公司副总经理，浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司营销部部长，浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司副董事长、总经理、党委副书记，黄酒集团副总经理。现任黄酒集团董事、党委委员，浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司党委委员、董事、副总经理。
胡峰	副总经理	2025/10/11	1982 年 6 月出生，中共党员，研究生学历。历任绍兴市纪委市监委宣传部部长，新昌县纪委副书记、县监委副主任，绍兴市文旅集团党委委员、纪委书记，中国绍兴黄酒集团有限公司党委委员、纪委书记，浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司党委委员、纪委书记。现任浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司党委委员、副总经理。
蒋宏伟	副总经理	2025/4/23	1978 年 12 月出生，中共党员，省委党校研究生学历。历任诸暨市店口镇团委书记，共青团诸暨市委工农青年部部长、共青团诸暨市委副书记、诸暨市青联副主席，诸暨市委办公室办公会议成员、市委督查室主任，诸暨市陶朱街道党工委副书记、办事处主任，诸暨市街亭镇党委书记，诸暨市委办公室副主任（正局长级），诸暨市科技局党组书记、局长，诸暨市陶朱街道党工委书记。现任浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司党委委员、副总经理。
张磊光	董事会秘书	2025/12/18	1990 年出生，研究生学历，中共党员，历任浙江盘[illegible]信息技术股份有限公司销售管培生、董事长助理、证券事务代表；浙江核新同花顺网络信息股份有限公司上市公司项目负责人（产品经理）；杭州博可生物科技股份有限公司董事、董事会秘书。现任浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司董事会秘书。

数据来源：Ifind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

3 如何看待公司变革成效与潜力?

3.1 从低端 SKU 汇量到产品聚焦，发力高端化与年轻化

产品线重塑，从低端 SKU 汇量到大单品梳理。过去黄酒行业龙头公司产品线混乱，开发品众多，SKU 多达数百个，且集中在低端价格带，因此导致企业在生产、销售、品牌形象认知、营销等各维度均难以实现规模效应，消费者对品类亦难以形成价格认知。近年来，公司持续进行产品线聚焦，削减贴牌开发产品的同时梳理核心产品矩阵，重点发力高端化和年轻化战略，目前已基本实现价格带全覆盖。

聚焦核心产品，形成三大价值梯队。具体来看，公司产品矩阵顶部是国酿 1959、青花醉等高端正统年份黄酒，引领品牌高端价值心智；中间是中央库藏系列，在稳定利润的同时，也作为公司口碑的稳定输出；底部是清醇、彩包系列，以及“无高低”、越小啤等新酒饮，负责适合年轻人的初次尝试门槛。此外，公司也积极布局黄酒冰淇凌、黄酒棒冰、黄酒风味餐食等衍生品，通过外围产品强化品类认知教育，形成自下而上的客群沉淀体系。高端化方面，公司明确核心战略大单品青花醉和国酿 1959 系列， 26H1 高端系列产品营收同比增 10%。其中，国酿 2025-2026 年处于调整期，一方面实行控货挺价，根据 2026 年 7 月 15 日古越龙山国酿事业部发布的通知，国酿系列产品已完成全国化招商，限定 100 家经销商实行动态考核与优胜劣汰，国酿白玉产品已于 26 年 3 月全部售罄且本年度不再新增供货额度，国酿红玉、青玉的年度配额认购也已收官，超过配额部分将上调供货价格；同时对国酿产品进行赋码换新，通过盖内码强化渠道溯源管控，并将其作为营销的落地端口，支撑后续精细化市场运营。同期，青花醉系列维持亮眼增势，26 年上半年营收同比增 35%，青花醉 10 年陈/20 年陈分别增 19%/53%，在国酿系列调整期间形成有效对冲和需求承接。年轻化方面，开发出适合年轻消费群体的可饮可调无高低产品，自 2024 年 8 月推出至今销量已突破 500 万瓶，且区域及人群实现扩圈，其江浙沪以外市场收入占比已超 60%，同时新锐白领、银发人群、资深中产三类人群为主要消费者，三类人群收入占比均接近 30%。

图 18：古越龙山产品矩阵图



数据来源：公司公告，东方证券研究

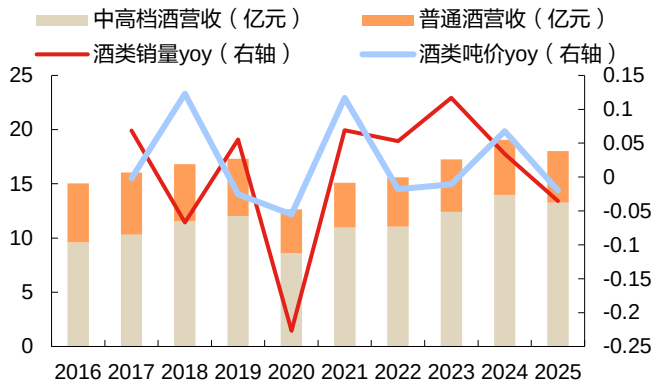
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 产品结构提升+成本结构优化，毛利率提升明显

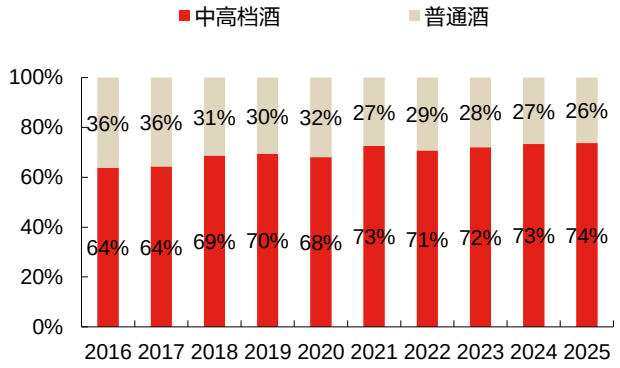
26H1/26Q2 公司毛利率分别同比+4.0/+5.5pct 至 40.6%/41.3%，我们认为主要系 1）产品结构升级驱动中高档产品占比提升；2）SKU 精简优化成本结构，产品聚焦策略效果显著；3）渠道结构变化亦有一定影响（26H1 公司线上营收同比+10%）。展望后续，我们认为后续伴随产品结构持续提升、供应链及成本结构优化，公司毛利率仍有较大提升空间。

图 19：公司产品结构及量价表现拆分



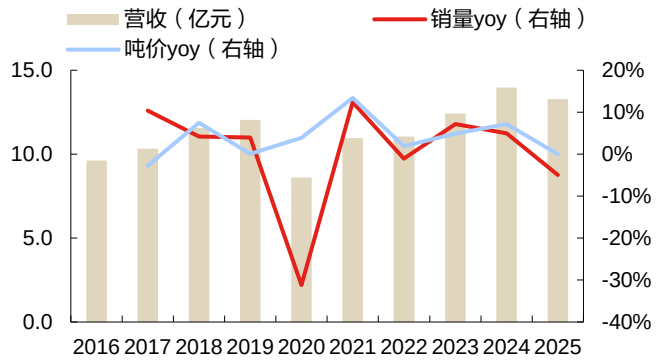
数据来源：公司公告，东方证券研究

图 20：公司产品结构占比



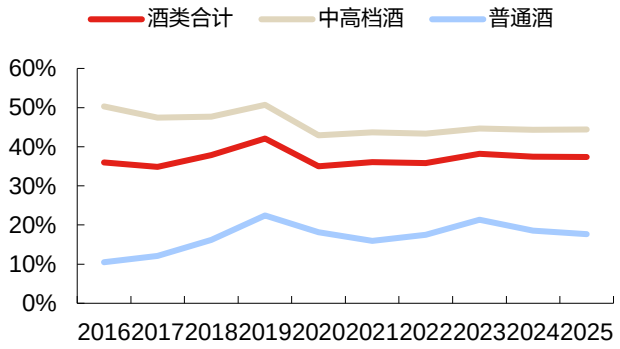
数据来源：公司公告，东方证券研究

图 21：公司中高档酒量价表现



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 22：公司分产品毛利率

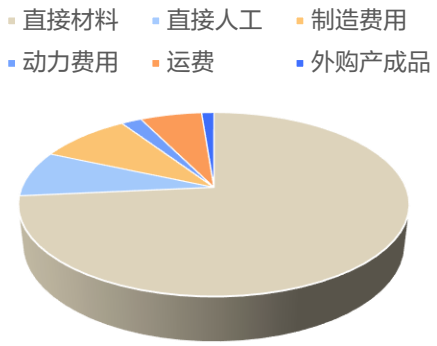


数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

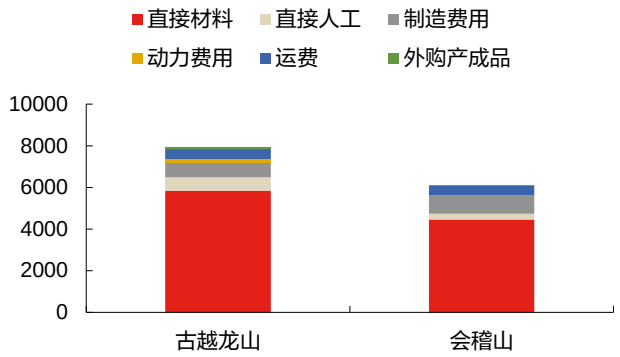
下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：古越龙山成本结构拆分



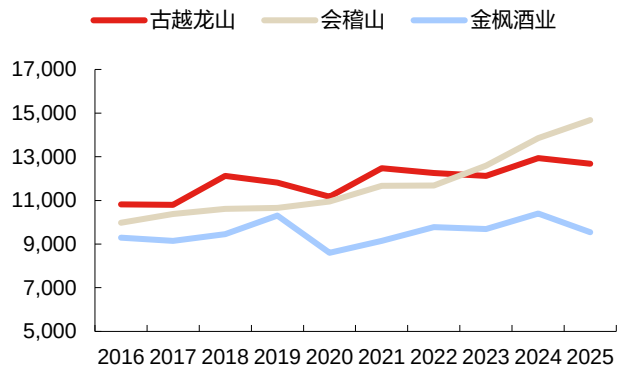
数据来源：公司公告，东方证券研究

图 24：黄酒企业吨成本对比（单位：元）



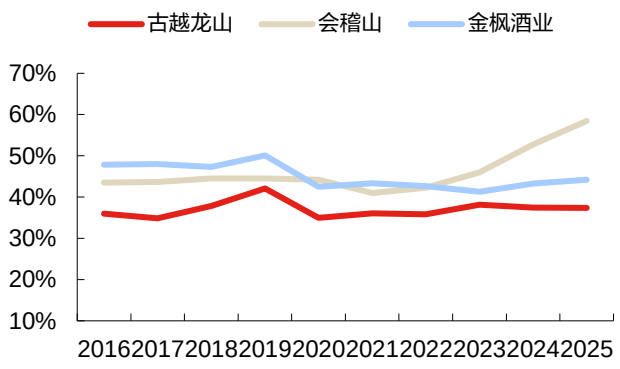
数据来源：公司公告，东方证券研究

图 25：黄酒企业吨价对比（单位：元）



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 26：黄酒企业毛利率对比



数据来源：公司公告，东方证券研究

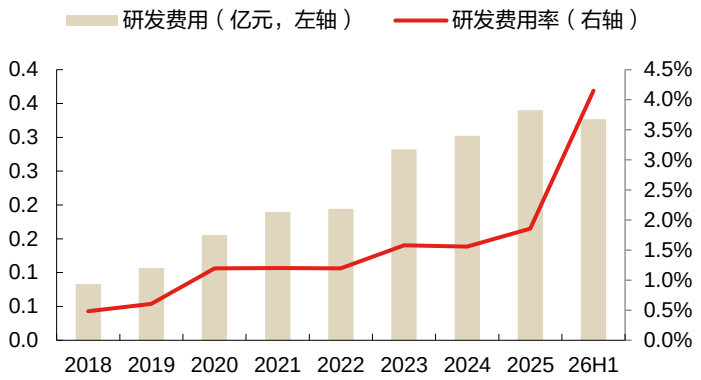
3.3 研发投入阶段性放量，夯实品质与标准护城河

26H1 公司研发费用达 3267 万元，同比+87%，26 年上半年投入已达 2025 年全年的 96%，研发费用率同比+2.2pct 至 4.2%。公司研发费用率阶段性上行主要用于：1）生产工艺升级；2）新品研发（1-6 月共开发设计 20 款新品）；3）行业质量标准建立。我们认为，公司科研投入的产出将以技术资产形式沉淀，随着研究课题陆续结题、实验室建成投用、新品完成上市，公司研发费用率有望自当前高位逐步回落，提振利润率水平，同时持续夯实公司品质与标准护城河。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 27：古越龙山研发费用率



数据来源：公司公告，东方证券研究

3.4 线下渠道精细化改革，后续仍有改善空间

渠道精细化改革落地。过去黄酒行业渠道操作模式较为粗放，相较于白酒行业不断成熟进化而形成的系统性的营销体系，黄酒行业缺乏精细化的渠道和网点建设，厂商通常难以掌控经销商和终端库存，导致产品量价处理能力较弱，容易出现窜货低价、渠道利润难以维持的痛点，同时忽略 C 端核心消费者的触达和培育。近年来，公司持续推进线下渠道精细化改革，具体来看：

1）**渠道结构向"一轴两翼多点"演化。**在分区域、分产品的分级分类分销管理基础上，公司渠道结构由"流通+商超+餐饮"向"一轴两翼多点"演化，即以餐饮为龙头，商超、流通为两翼，团购、品鉴馆、专卖店、名烟名酒店、婚庆、网络多点协同。

2）**经销商体系提质扩容。**26H1 公司新增经销商 102 家，同时转向联合战略大商、共享资源共赢发展，26 年 5 月与北京糖业烟酒集团达成战略合作切入京津冀，26 年 9 月与广东粤强等头部大商合作，持续完善全国头部经销商版图。

3）**区域策略差异化落地。**公司销售网络已覆盖全国所有省会城市与直辖市，形成成熟市场、非成熟市场（外围）、海外市场的分层布局，并聚焦省会及发达城市、百强县、核心省份与重点市场。一方面成熟市场做深，巩固提升江浙沪成熟市场，同时加快培育开拓河南、西北、京津冀、广深、西南等外围重点市场。

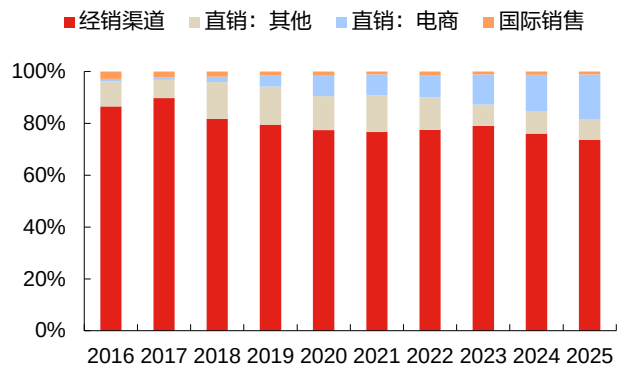
4）**数字化重塑价盘管控。** 完善产品追溯系统，稳步扩大"一物一码"覆盖面，并将溯源码赋码置于瓶盖内，从物理层面杜绝窜货乱价、保障经销商与渠道利益；同时实现终端促销管理模式转型，获取准确消费大数据。

展望后续，公司在渠道及终端掌控、网点下沉、分润与价盘管理等方面仍有持续提升与改善空间。伴随渠道精细化改革持续推进，有望实现渠道推力与消费拉力的正向循环，带动收入结构优化与费用投放效率同步提升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

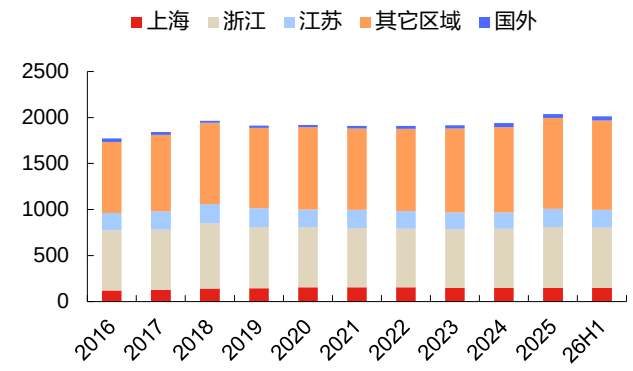
下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：古越龙山渠道结构



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 29：经销商数量（单位：个）



数据来源：公司公告，东方证券研究

3.5 市场化绩效改革落地，长效激励机制突破

市场化绩效改革落地，释放一线经营活力。2026 年 3 月，古越龙山在西南市场率先推行“费用承包、指标承包、利润承包”的改革模式，整合川渝、云贵广、西藏等区域成立西南分公司，权力下放，赋予分公司独立的招商权、定价权、推广权、人事权。推行以来，西南分公司在市场拓展、招商落地及销售增长方面均取得显著成效。2026 年下半年，公司再度创新举措，在山东、陕西、山西、辽宁、吉林、黑龙江六省率先试点市场改革新模式——经营业绩定责授权模式，核心在于“定责、授权、激励、约束”四位一体，即在业绩增长达标的前提下，给予分公司充分的自主权，审批从简从速，大幅提升市场响应效率，并配套相应激励政策；同时划定合规经营、市场秩序等约束红线，严控窜货等行为，保障市场健康运行。

回购落地完成，长效激励机制有望实现突破。2025 年 4 月 25 日，公司发布以集中竞价交易方式回购股份的公告，彰显发展信心。截至 2026 年 4 月 22 日，此次回购已全部完成，公司累计回购 1990.57 万股，占总股本 2.18%，累计金额超 2 亿元。此外，控股股东黄酒集团亦于 2025 年 4 月累计完成 1.50 亿元增持（1646 万股，占总股本 1.81%）。回购与大股东增持同步落地，一方面体现出管理层与控股股东对公司长期价值的信心，另一方面回购亦为后续推出员工持股计划或股权激励备足股票来源，有望将核心骨干与公司利益绑定，公司长效激励机制有望实现突破。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：古越龙山进行试点改革



数据来源：公司官网

图 31：古越龙山回购公告

关于股份回购实施结果暨股份变动的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

重要内容提示：

回购方案首次披露日	2025/4/25
回购方案实施期限	2026 年 4 月 22 日~
预计回购金额	20,000 万元（含）~30,000 万元（含）
回购价格上限	12.83 元/股
回购用途	□减少注册资本 √用于员工持股计划或股权激励 □用于转换公司可转债 □为维护公司价值及股东权益
实际回购股数	1,990.57 万股
实际回购股数占总股本比例	2.1837%
实际回购金额	20,098.27 万元
实际回购价格区间	9.12 元/股~10.50 元/股

数据来源：公司公告

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026-2027 年盈利预测做如下假设：

1) 收入增长主要来自于中高档酒产品驱动，2026-2028 年公司中高档酒营收分别同比+2%/+12%/+9%；普通酒营收分别同比-13%/+5%/+3%。

2) 公司产品结构持续提升叠加成本结构优化，2026-2028 年公司毛利率分别为41.7%/45.0%/47.6%。

3) 公司2026-2028年销售费用率为16.2%/17.6%/18.8%，管理费用率为6.1%/5.9%/5.7%，研发费用率为 4.1%/2.4%/2.1%。其中，销售费用率略有上行主要系高端化前期投入较多；管理费用小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定摊薄影响；研发费用率 2026 年阶段性提升较多，后续公司科研投入产出将以技术资产形式沉淀，随着研究课题陆续结题、实验室建成投用、新品完成上市，预计公司研发费用率有望自当前高位逐步回落。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
中高档酒					
销售收入（百万元）	1,397.5	1,328.6	1,350.5	1,517.4	1,657.0
增长率	12.5%	-4.9%	1.6%	12.4%	9.2%
毛利率	*44.3%*	44.4%	*48.6%*	*51.7%*	*54.3%*
普通酒					
销售收入（百万元）	507.5	473.1	413.5	434.3	447.5
增长率	5.1%	-6.8%	-12.6%	5.0%	3.0%
毛利率	*18.6%*	*17.6%*	*17.6%*	*20.1%*	*21.6%*
其他主营业务					
销售收入（百万元）	7.2	0.3	0.3	0.3	0.3
增长率	-63.9%	-95.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	*-38.4%*	*-33.1%*	*-30.0%*	*-30.0%*	*-30.0%*
其他业务					
销售收入（百万元）	24.1	28.8	34.6	41.5	49.8
增长率	-37.0%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	*35.8%*	*56.5%*	*60.0%*	*60.0%*	*60.0%*
合计	1,936.3	1,830.8	1,798.9	1,993.6	2,154.6
增长率	8.6%	-5.4%	-1.7%	10.8%	8.1%
综合毛利率	*37.2%*	*37.7%*	*41.7%*	*45.0%*	*47.6%*

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

我们预测公司 2026-2028 年每股收益分别为 0.25、0.28、0.32 元，每股净资产分别为 6.79、6.98、7.20 元。考虑到 1）黄酒资产端现金及库存（以生产成本法计价的基酒等）占比较高；2）产业尚未完全进入盈利周期上行阶段。综合以上，我们采用市净率法进行估值。

我们将区域性白酒、黄酒、低度酒龙头公司作为可比公司，参考可比公司 2026 年 2.14 倍 PB，给予目标价 14.49 元，首次覆盖，给予买入评级。

表 5：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股净资产(元)				市净率			
		2026/9/24	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
古井贡酒	000596	91.66	47.4	49.7	52.6	56.1	1.9	1.8	1.7	1.6
今世缘	603369	26.92	13.3	14.4	15.6	16.9	2.0	1.9	1.7	1.6
洋河股份	002304	37.47	31.1	30.7	30.4	30.3	1.2	1.2	1.2	1.2
舍得酒业	600702	32.48	20.7	21.3	21.8	22.6	1.6	1.5	1.5	1.4
会稽山	601579	38.04	7.9	8.2	8.6	9.0	4.8	4.6	4.4	4.2
百润股份	002568	19.25	4.8	5.2	5.7	6.3	4.0	3.7	3.4	3.0
青岛啤酒	600600	49.89	22.5	24.0	25.4	26.9	2.2	2.1	2.0	1.9
燕京啤酒	000729	10.78	5.5	6.0	6.5	7.1	2.0	1.8	1.7	1.5
	最大值						4.8	4.6	4.4	4.2
	最小值						1.2	1.2	1.2	1.2
	平均数						2.5	2.3	2.2	2.1
	调整后平均						2.3	2.1	2.0	1.8

数据来源：Wind，东方证券研究

风险提示

1）**居民消费复苏不及预期。**黄酒消费依赖餐饮佐餐、宴席于节庆送礼场景，宏观消费力修复节奏直接决定品类需求弹性。若后续餐饮景气度与居民可支配收入修复低于预期，公司收入端增速可能不及预期，费用端的摊薄效应亦将受限从而影响公司利润表现。

2）**高端化进程不及预期。**黄酒行业高端化尚处早期阶段，需求侧消费者对黄酒的消费属性、定价体系认知仍需要教育；供给侧头部品牌效应尚不明晰，产业需寻找“最大公约数”，通过合适的价值链分配体系形成渠道合力。因此产业发展节奏存在一定不确定性，若产业高端化进程不及预期，将影响公司产品结构表现，从而拖累公司营收和毛利率水平。

3）**品类竞争加剧。**经济结构转型、人口代际变化等趋势下，泛低度酒产业均迎来发展机遇。需求扩容趋势下，啤酒、葡萄酒、清酒等不同品类存在场景争夺，品类竞争或加剧，从而影响产业及公司收入扩容的空间和速率。

4）**国企改革与激励机制落地不及预期。**目前公司回购已实施完毕，但员工持股计划方案尚未推出，核心骨干与公司利益绑定节奏、覆盖广度与考核强度仍存在不确定性，若激励方案落地慢于预期或力度低于预期，组织活力释放或受影响，从而影响公司营收表现。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,131	2,030	2,137	2,601	3,087
应收票据、账款及款项融资	239	230	230	255	276
预付账款	4	6	5	6	6
存货	1,894	1,868	1,746	1,776	1,851
其他	96	94	94	94	95
流动资产合计	**4,364**	**4,227**	**4,213**	**4,732**	**5,316**
长期股权投资	10	5	5	5	5
固定资产	1,771	1,937	2,377	2,121	1,795
在建工程	376	315	206	154	122
无形资产	312	298	298	298	298
其他	88	109	57	55	54
非流动资产合计	**2,556**	**2,664**	**2,943**	**2,633**	**2,273**
资产总计	**6,921**	**6,891**	**7,156**	**7,365**	**7,589**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	518	485	446	466	479
其他	457	490	482	495	506
流动负债合计	**976**	**975**	**928**	**961**	**985**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	11	21	3	3	3
非流动负债合计	**11**	**21**	**3**	**3**	**3**
负债合计	**987**	**996**	**931**	**964**	**988**
少数股东权益	39	38	38	37	37
实收资本（或股本）	912	912	912	912	912
资本公积	2,728	2,542	2,728	2,728	2,728
留存收益	2,256	2,405	2,547	2,724	2,924
其他	(0)	(1)	0	0	0
股东权益合计	**5,934**	**5,896**	**6,224**	**6,401**	**6,601**
负债和股东权益总计	**6,921**	**6,891**	**7,156**	**7,365**	**7,589**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	207	222	223	257	293
折旧摊销	(1,107)	1,145	344	409	424
财务费用	(35)	(34)	(25)	(28)	(34)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	40	33	75	(22)	(74)
其它	1,283	(1,027)	33	0	0
经营活动现金流	**387**	**337**	**649**	**615**	**609**
资本支出	2,751	(2,994)	(672)	(100)	(65)
长期投资	5	(2)	(0)	0	0
其他	(3,025)	2,820	1	1	1
投资活动现金流	**(270)**	**(176)**	**(671)**	**(99)**	**(64)**
债权融资	0	0	(0)	0	0
股权融资	0	(187)	186	0	0
其他	(131)	(75)	(57)	(52)	(59)
筹资活动现金流	**(131)**	**(262)**	**129**	**(52)**	**(59)**
汇率变动影响	0	(0)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(13)**	**(101)**	**107**	**464**	**486**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,936**	**1,831**	**1,799**	**1,994**	**2,155**
营业成本	1,217	1,141	1,049	1,097	1,129
销售费用	252	253	292	350	405
管理费用	110	109	110	117	123
研发费用	30	34	73	48	45
财务费用	(35)	(34)	(25)	(28)	(34)
资产、信用减值损失	4	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
其他	(79)	(26)	4	(66)	(95)
营业利润	**280**	**300**	**301**	**343**	**390**
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	**279**	**300**	**301**	**343**	**390**
所得税	73	78	78	86	98
净利润	**207**	**222**	**223**	**257**	**293**
少数股东损益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	**206**	**222**	**224**	**258**	**293**
每股收益（元）	0.23	0.24	0.25	0.28	0.32

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.6%	-5.4%	-1.7%	10.8%	8.1%
营业利润	-47.9%	7.2%	0.3%	13.8%	13.8%
归属于母公司净利润	-48.2%	8.1%	0.6%	15.2%	13.8%
获利能力					
毛利率	37.2%	37.7%	41.7%	45.0%	47.6%
净利率	10.6%	12.1%	12.4%	12.9%	13.6%
ROE	3.5%	3.8%	3.7%	4.1%	4.5%
ROIC	3.1%	3.3%	3.4%	3.7%	4.1%
偿债能力					
资产负债率	14.3%	14.4%	13.0%	13.1%	13.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.47	4.34	4.54	4.92	5.40
速动比率	2.53	2.42	2.66	3.08	3.52
营运能力					
应收账款周转率	10.9	8.6	8.4	8.8	8.7
存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）					
每股收益	0.23	0.24	0.25	0.28	0.32
每股经营现金流	0.42	0.37	0.71	0.67	0.67
每股净资产	6.47	6.43	6.79	6.98	7.20
估值比率					
市盈率	48.8	45.1	44.8	38.9	34.2
市净率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	-9.7	5.9	13.5	11.6	10.7
EV/EBIT	34.2	31.5	30.3	26.7	23.5

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。