仅供内部参考，请勿外传！

其他酒类行业深度报告

黄酒行业深度报告：渠道迁移驱动品类复兴，高端黄酒迎来价值重估

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

王泽华 登记编号：S1220523060002

卢潇航 登记编号：S1220525080008

行 业 评 级 ：推 荐

行 业 信 息

上市公司总家数	9
总股本(亿股)	59.70
销售收入(亿元)	111.74
利润总额(亿元)	9.52
行业平均 PE	193.36
平均股价(元)	13.00

行 业 相 对 指 数 表 现



数据来源：wind 方正证券研究所

相 关 研 究

黄酒行业正处在由渠道要素再配置驱动的品类复兴拐点。白酒渠道端利润空间已连续四年系统性收窄，倒逼手握资金、人脉网络与品鉴运营能力的白酒大商寻找新品类出口；黄酒凭借低认知度、低价格透明度带来的高渠道毛利，以及尚未被定义的高端价格带，成为承接这一轮渠道资源迁移的现实载体。

本轮黄酒渠道拐点由三重推力共振驱动：一是白酒渠道利润系统性收窄，产量连续九年下滑、价格倒挂加剧，渠道压力自 2022 年起持续传导；**二是白酒大商多年积累的现金流与授信、高净值人脉与团购资源、品鉴运营与价盘管控团队等核心资产“不可闲置”，**在白酒失去囤货增值收益后亟需新配置出口；**三是厂商关系结构性矛盾显露，**未获头部席位者难以入局，已获席位者又被酒厂通过打款、直营化与数字化控价持续挤压。**在此背景下，黄酒龙头开放招商，为白酒大商提供了新增量、身份资产与参与定义新品类的战略窗口，构成渠道端拐点的核心催化。**

互惠互利构成当前厂商合作的现实基础。渠道端，黄酒市场认知有限、价格透明度低，高端产品渠道毛利可达 20%－30%以上，且市场规模小、打款门槛低，白酒大商试错成本有限；**酒厂端，**黄酒核心短板不在品质而在高端心智触达不足，大商可提供“上桌机会”，将产品导入高净值客群，并以品鉴会与团购网络完成圈层触达，推动黄酒从区域佐餐酒向高端社交酒价值跃迁。与此同时，当前合作仍不对称，双方体量悬殊，黄酒短期难以实质性补足白酒大商利润缺口；渠道重构虽大势所趋，招商仅为起点，需警惕高估短期热度。

黄酒高端化正实现三重突破。价格带上，从长期固化于 30 元以下佐餐酒与料酒，到出现古越龙山“国酿 1959”（1959 元/瓶、40 年陈酿）及会稽山“大师兰亭”等千元以上旗舰，价格天花板被实质性打开；**厂商关系上，**因尚未形成同等级高端品牌，合作更接近“共同创业”，演化出高端单品代理、合资区域子公司、定制开发、共建品牌与自建品牌等多元形态；**价值体系上，**当前虽未形成统一标准，但我们认为产地、年份、手工冬酿、不添加焦糖色四要素有望构成高端黄酒价值表达的参考系。

我们认为，黄酒当前规模仅约 200 亿元，渗透率提升空间可观，驱动力来自经济阶段切换、动能结构变化、饮酒偏好与场景变迁及代际更替。估值层面，行业拐点期 PE/PS 阶段性失效，当前**结构指标>收入指标>利润指标**。与同等规模白酒企业横向比较，黄酒企业在毛利率、费用率及从量税制上均有优化空间，若古越龙山毛利率达可比平均、会稽山销售费用率降至可比平均，两者净利润率均有接近 10 pct 提升空间。**我们认为，从 PB 视角对库存基酒进行重新估值，可为当前估值水位提供重要参考。**PB 视角下，古越龙山约 26 万吨陈年原酒账面价值 14.34 亿元、单位成本约 5515 元/吨，在中性假设（酒龄 15 年、年化增值 10%）下重估价值高于账面，股价或仍处折价低估状态。

风险提示：消费环境疲软的风险；新品推广不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；居民消费力恢复不及预期等。

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1 黄酒高端化发展复盘 4
1.1 黄酒高端化发展复盘 4
1.2 2025 年来三轮上涨复盘 5
2 渠道风向为何转变 8
2.1 白酒渠道利润承压是本轮行情的底层推力 8
2.2 不可闲置的资源积累与新风口的卡位 9
2.3 互惠互利是当前合作的现实基础 10
2.4 合作方式灵活多元 12
2.5 高端黄酒的独立设计语言与价值表达 19
2.6 黄酒大单品之路 22
3 空间与估值 24
4 风险提示 27

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图表 1：古越龙山发展历程与收入增长情况（万元）..... 5
图表 2：会稽山发展历程与收入增长情况（万元）..... 5
图表 3：2025 年来三轮上涨..... 7
图表 4：飞天茅台渠道利润变化情况（元/瓶）..... 9
图表 5：老酒之家抖音商店黄酒产品销售情况..... 11
图表 6：古越龙山与会稽山 2026 年渠道合作主要进展..... 11
图表 7：古越龙山与会稽山布局情况..... 14
图表 8：会稽山通过高端子品牌在小圈层起势（元/瓶）..... 14
图表 9：其他主要品牌中高端产品布局情况（元/瓶）..... 17
图表 10：高端黄酒参考要素..... 21
图表 11：日本清酒分级（数字越低等级越高）..... 23
图表 12：黄酒市场空间测算（复合增速）..... 25
图表 13：2025 年利润表对比..... 26
图表 14：古越龙山库存酒重估测算..... 26

仅供内部参考，请勿外传！

1 黄酒高端化发展复盘

1.1 黄酒高端化发展复盘

第一阶段（2019 年以前）：小众化困境

黄酒作为世界三大古酒之一，虽承载着数千年酿酒文化，却因生产成本高企、错失改革开放窗口期而长期陷于小众化困境。长期以来，黄酒产品难以突破区域销售壁垒，消费群体受限；同时多集中于 30 元以下的佐餐酒和烹饪料酒价格带，渠道利润微薄，经销商积极性不足，共同成为行业发展缓慢的核心原因。目前，黄酒行业仅有 3 家上市公司：古越龙山于 1997 年登陆上交所，金枫酒业于 2008 年由第一食品重组更名而来，会稽山于 2014 年上市。与白酒行业相比，黄酒行业的产业集群效应明显较弱。这一时期，上市公司也进行过一些提价动作，并借助 G20 杭州峰会保障用酒等事件进行品牌拉动，但由于基础价格较低，黄酒在商务宴请中的层级并未获得实质性提升。

第二阶段（2019-2021）：高端化起点

古越龙山和会稽山两家龙头公司在 2019 年先后推出各自的旗舰高端产品，确立了高端化战略。古越龙山推出超高端旗舰“国酿 1959”（1959 元/瓶，40 年陈酿），深挖“国宴”历史底蕴，并通过牌照限量、IP 联名与圈层营销，系统性确立并强化“中国高端黄酒引领者”的品牌定位；会稽山深度融合王羲之《兰亭集序》文化 IP，推出超高端产品“大师兰亭”，正式确立“兰亭”高端品牌线，并明确其聚焦中高端市场的战略定位。然而，两家公司均只进行了尝试性推广，2019-2021 年销售费用率逐年下降，战略确立未能转化为系统性的资源投放。叠加白酒在此期间借消费升级与酱酒热迎来一轮发展小高潮，充分占据消费者与渠道的关注焦点，高端黄酒既缺少可切入的消费场景，也缺乏渠道突破的机会，并未形成对应的消费群体。

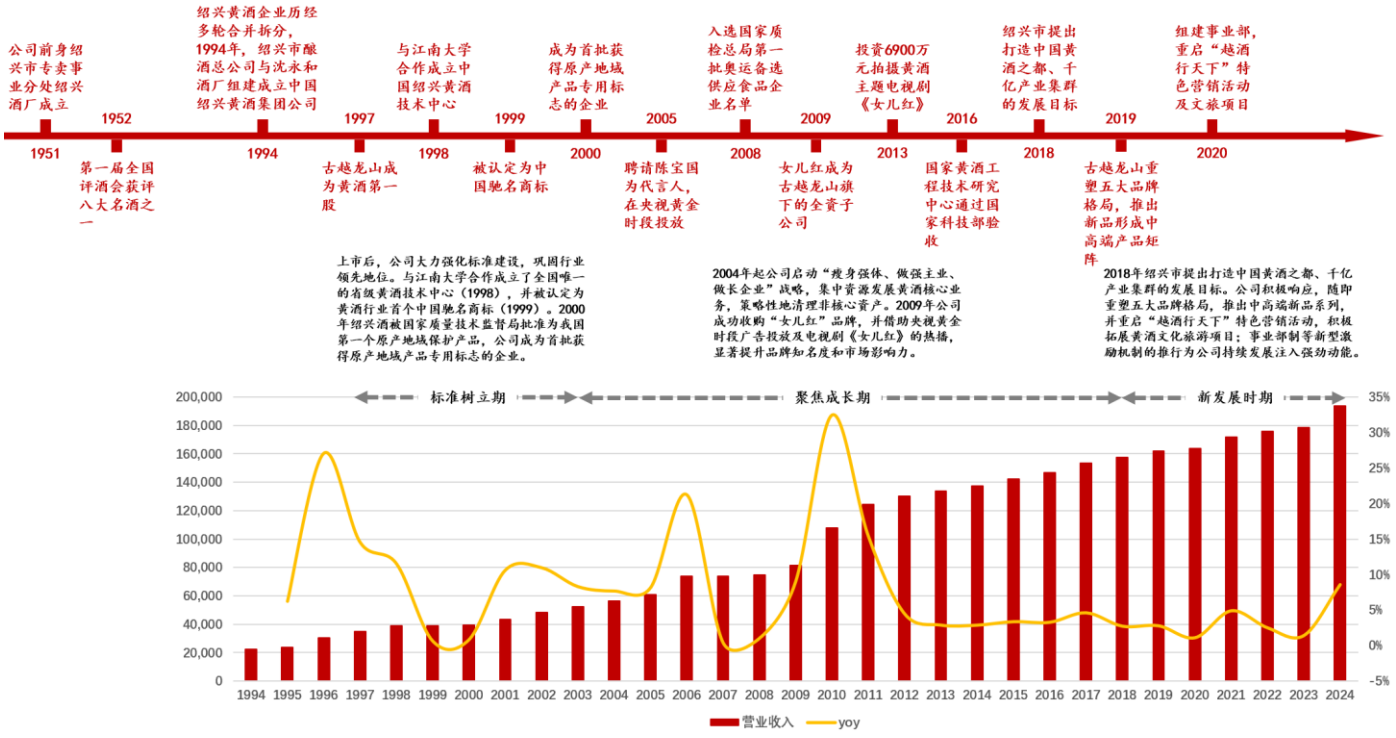
第三阶段（2022 年至今）：系统性突破

2022 年会稽山易主，成为行业进入由大幅投入推动快速增长的转折。2022 年 12 月，会稽山控股股东变更为中建信浙江公司，方朝阳成为公司实际控制人；2023 年 2 月，中建信正式完成股权与管理层接管。中建信在重整计划中明确承诺：“五年内不变更控股股东和实际控制人，保持上市公司注册地与运营地不变，持续聚焦黄酒主业，并重点发力高端市场。”高端化由此确立为公司级战略，公司正式发力高端化，销售团队与销售费用大幅增加。同时，会稽山借助 1743 和爽酒同步进行年轻化与全国化突破，在 2024 与 2025 年 618 持续实现现象级表现，有效提升了黄酒声量与市场热度。古越龙山在 2019 年确立的国酿产品基础上，于 2022 年借势春晚热门 IP“只此青绿”，推出联名产品“只此青玉”，获得 10 亿+传播量及 IWSC 国际双金奖，迅速成长为高端核心大单品。

2026 年，白酒行业深度调整持续，渠道利润空间被系统性压缩。手握高净值客群与品鉴运营资源的白酒大商，开始将高端黄酒视为品类补充的重要方向，甚至作为自身转型突围的战略突破口。黄酒由此持续渗透高端白酒核心渠道，高端化从企业单向推广转向厂商协同、渠道共建，并在渠道商共建下逐步成为行业共识，高端化进程显著加速。

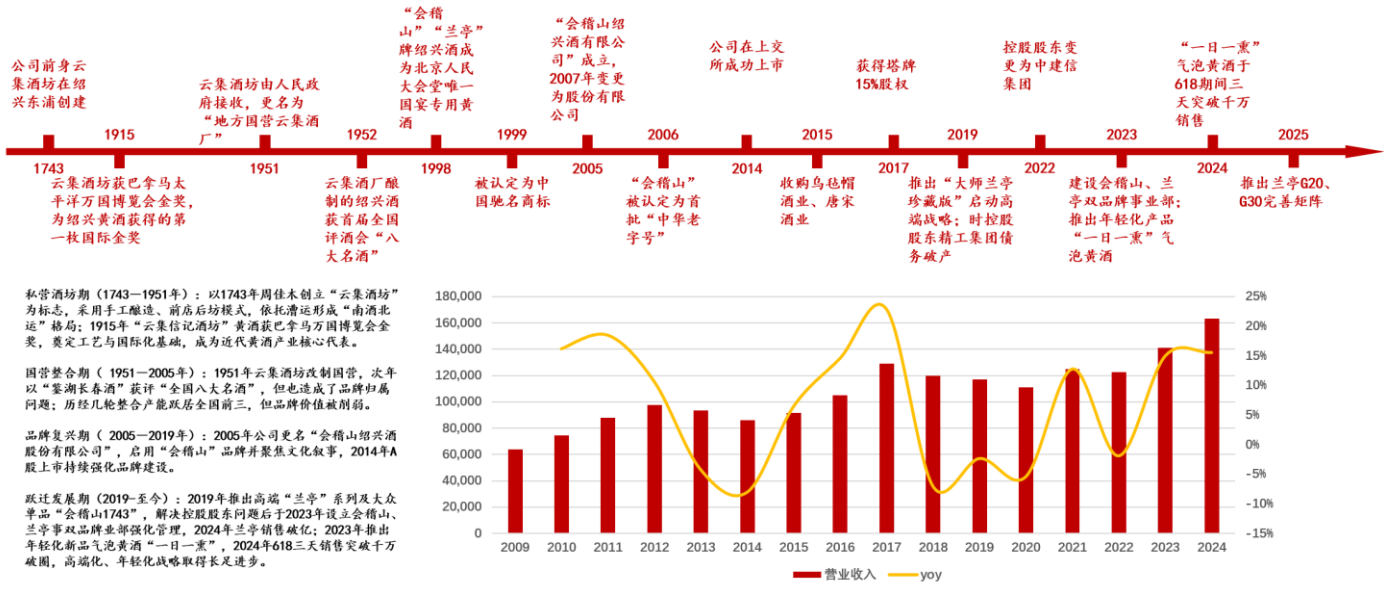
仅供内部参考，请勿外传！

图表1:古越龙山发展历程与收入增长情况（万元）



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表2:会稽山发展历程与收入增长情况（万元）



资料来源：公司官网，方正证券研究所

1.2 2025 年来三轮上涨复盘

1）2025 年 6 月：黄酒热渐起，省外招商提速，会稽山市值一度反超。近两年“黄酒热”逐渐兴起，黄酒企业省外招商力度明显加强，开始主动走出江浙沪，以招商政策吸引省外经销商关注品类机会，这一阶段的招商主要聚焦于渠道商拓展。会稽山、古越龙山、塔牌先后宣布提价，释放景气度提升信号。618 临近则成为行情催化剂，会稽山年轻化核心产品“一日一熹”爽酒表现预期持续升温：2024 年 618 期间，爽酒在抖音直播间 72 小时卖出超 1000 万元，是黄酒品类第 2 至第 10 名总和的 100 倍，三日销售额超过啤酒热榜前三总和；2025

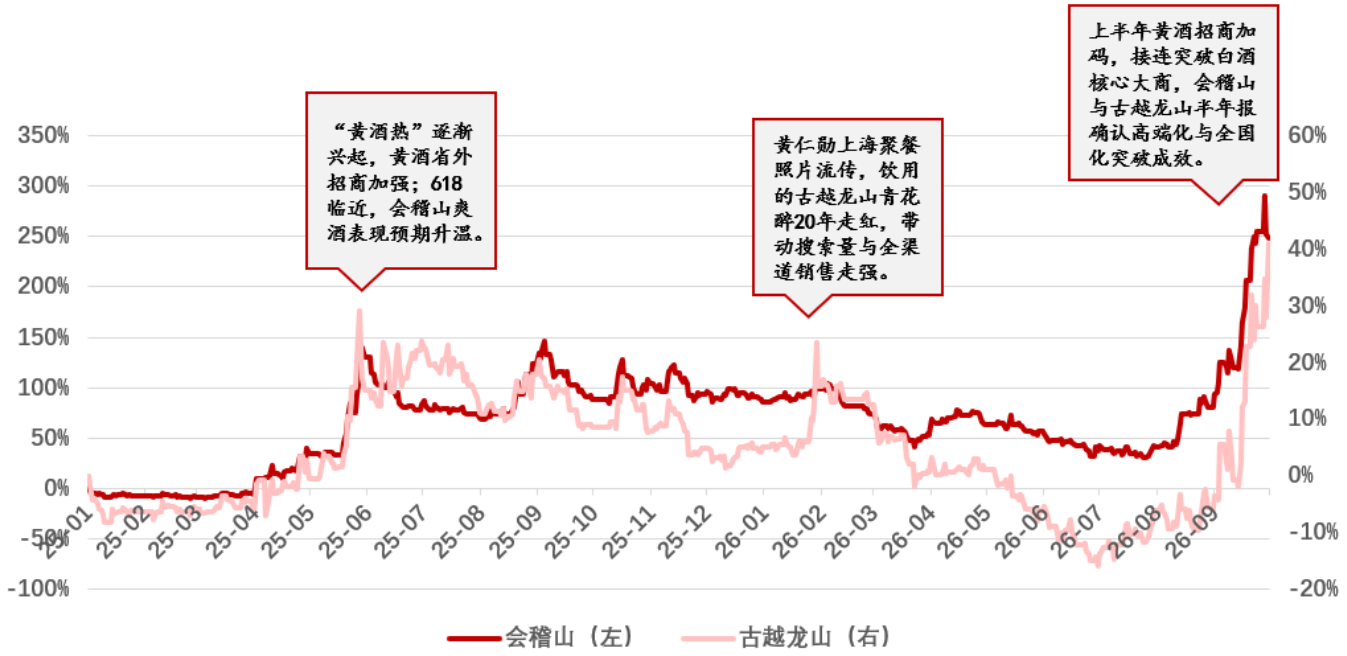
仅供内部参考，请勿外传！

年 618 再创新高，全网 GMV 突破 5000 万元，同比增长 400%，5 月 25 日白冰携手吴彦祖亮相会稽山抖音直播间，自播 12 小时内创造超千万元销售额；截至 6 月 19 日，会稽山官方旗舰店包揽抖音《618 酒水热卖金榜之黄酒榜》TOP1 至 TOP3。黄酒年轻化尝试取得突破，为品类消费者破局打开空间。受此驱动，会稽山总市值一度超越古越龙山，成为黄酒行业市值第一。

2）2026 年 1 月：黄仁勋事件引爆关注，李亚鹏直播刷新纪录。2026 年 1 月，英伟达创始人黄仁勋在上海与友人聚餐的照片在社交平台流传，餐桌上的古越龙山“青花醉”二十年陈随之走红。事件次日，“古越龙山”微信指数较前一日增长 60.6%，百度搜索指数增长 57%，核心产品“青花醉”微信指数单日暴涨近 118 倍；线上平台单日销售增长 10 倍，并带动古越龙山全品类增长。这一事件推动中高端黄酒实现消费突破，切入科技精英的高端社交场景，使黄酒展现出文化品位与精英气质。2 月 8 日晚，知名演员李亚鹏直播间上架的古越龙山青花醉二十年陈引发抢购热潮，全网观看人数超 1500 万人次，单品实现全网 GMV 突破 300 万元，刷新了黄酒品类直播带货记录。这成为继 1 月 24 日黄仁勋在上海品鉴同款黄酒引发热议后，古越龙山高端化战略的又一次华丽亮相。

3）2026 年 8 月：招商突破白酒核心大商，半年报确认高端化成效。上半年黄酒招商持续加码，接连突破白酒核心大商，会稽山与古越龙山半年报确认高端化与全国化突破成效，打开了市场对黄酒品类价值重估的想象空间。会稽山以“兰亭”为核心抓手，密集签约白酒大商。自 2026 年 4 月起，会稽山进入大商签约密集落地期：4 月与河南茅五剑贸易合资组建子公司深耕中原市场；此后相继签约东北白山方大、广东广兴湖、北京糖业烟酒集团、长沙智潮优选、哈尔滨一言酒鼎；9 月 6 日与四川盛世群运签署战略合作，后者董事长杨波兼任茅台四川经销商联谊会会长，手握全川五千余个终端网点；9 月 8 日兰亭与南京国策签约补强江苏市场；9 月 10 日再签邢台中天酒业。半年内已累计牵手近 10 家名酒大商。古越龙山则路径分化，机制创新同步推进：公司于 2026 年 3 月成立西南分公司，推行“费用承包、指标承包、利润承包”三包模式，由销售公司一把手亲自挂帅；5 月与北京糖业烟酒集团达成战略合作；近期与广东粤强酒业联合发布定制黄酒新品“琥珀光”，以品牌+渠道深度联动开拓全国市场，持续完善全国头部经销商覆盖版图。本轮招商的核心突破在于成功撬动了白酒核心渠道，手握茅五渠道资源的高端白酒大商开始集体签约黄酒品牌，标志着黄酒的高端化与全国化不再停留在企业自身投入层面，而是获得了中国酒类流通领域最具实力的渠道力量的赋能。

图表3:2025 年来三轮上涨



资料来源：Wind，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2 渠道风向为何转变

2.1 白酒渠道利润承压是本轮行情的底层推力

本轮黄酒行情的底层推力，来自白酒渠道端利润空间的系统性收窄。这一压力自 2022 年起由酒厂向渠道传导，至今已延续四年，行业仍处于深度调整之中。调整周期拉长，经销商承压不断累积，倒逼其寻找新的品类方向。需求端走弱的根源，在于消费场景变迁与消费人群代际更迭。这一调整过程，既是去库存，也是前期高速扩张阶段所积累杠杆的出清。

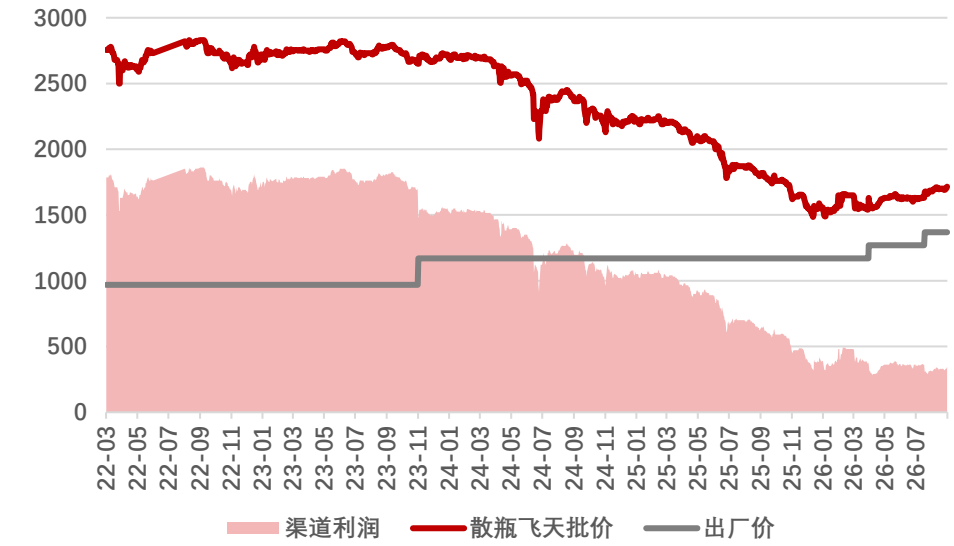
行业总量持续承压，压力传导至上市公司，近两年业绩进入深度调整。全国规上白酒产量从 2016 年峰值 1358.4 万千升连续九年下滑，至 2025 年降至 354.9 万千升，累计降幅达 73.9%；2026 年上半年为 167.9 万千升，同比再降 4.7%。2025 年，A 股白酒上市公司营业收入同比下降 20.2%，归母净利润同比下降 24.1%；2026 年上半年进一步下降 6.7%与 8.3%。市酒企合同负债大幅减少，2025 年与 2026 年上半年分别合计同比减少 14.2%和 13.6%。近两年的春节、中秋旺季，多数酒企不再下达强制回款任务，考核导向从回款转向动销与开瓶。

渠道反馈持续走弱，价格倒挂加剧，头部流通企业连续四年利润下滑。据酒业家，56.6%的经销商认为 26 年价格倒挂比去年更为严重，全行业平均存货周转天数高达 900 天；线上电商渠道与即时零售平台在补贴政策下放大破价效应，进一步冲击传统定价体系。中国酒业协会调研显示，2026 年 1-6 月，反馈终端门店数量收缩的企业占比达 61.9%，反馈经销商数量下滑的企业占比为 57%。华致酒行自 2022 年起连续利润四年下滑，收入规模从 2023 年的 101.21 亿元收缩至 2025 年的 58.95 亿元。

茅台渠道改革客观上倒逼传统经销商转型。2026 年茅台启动以“全面向 C”为核心的市场化改革，于 1 月发布《2026 年贵州茅台酒市场化运营方案》，从产品体系、运营模式、渠道布局和价格机制四个维度系统推进，运营模式由此前的“自售+经销”向“自售+经销+代售+寄售”多维协同体系转变。飞天茅台上架 i 茅台，i 茅台成为承载当年飞天增量的主要渠道；同时对非标茅台酒实施代售制改革，并在年内对飞天茅台实施数次提价。通过这一系列改革，茅台实现了对 C 端消费需求的直接掌握与投放节奏的有效控制，推动飞天茅台价格企稳回升，但客观上也对传统经销商利润空间形成系统性回收。过去单瓶最高超过 2000 元的利润被收窄至约 300 元；非标茅台不再买断货权、不再赚取差价，仅按销售额获取固定 5%的服务费。



图表4:飞天茅台渠道利润变化情况（元/瓶）



资料来源：今日酒价，方正证券研究所

2.2 不可闲置的资源积累与新风口的卡位

白酒行业 30 年的大发展，为经销商群体积累了三类“不可闲置”的核心资产。这些资产难以沉淀，需要持续流动，共同构成了白酒大商在渠道利润收窄背景下寻求新增量的内在动力，也为其向高端黄酒等品类延伸提供了资源基础。

1）资金：多年价差收益积累的现金流与授信能力。资金具有机会成本，当白酒不再提供“囤货即增值”的无风险收益后，资金必须寻找新的配置方向，否则将持续承受隐性损耗。

2）人脉网络：深耕地方关系网络的节点式人物，掌握高净值客群与团购资源。关系网络的价值在于变现频次；白酒动销频次下降，意味着网络闲置成本上升，人脉资源亟需新的变现出口。

3）运营能力：涵盖品鉴会运营、圈层营销、终端铺货、价盘管控的成熟团队与实操经验。团队不能长期闲置，也难以快速重新搭建；而受白酒品类特殊属性所限，这套能力跨品类迁移的选择相对有限，更需要找到渠道逻辑相近、圈层场景相通的承接品类。

在此背景下，黄酒新风口为白酒经销商提供了卡位新赛道、在早期发展中占据席位的额外吸引力。其深层动因，在于白酒厂商关系中长期存在的结构性矛盾。过去十年来，茅台等头部品牌的经销权是稀缺资源，一旦获得即意味着稳定的超额利润。对于两类商家而言，黄酒复兴浪潮提供了重整结构的机会。

1）未获席位的商家：由于错过合作窗口期，后期成长起来的地方酒商长期难以与白酒龙头建立合作或获取核心资源。黄酒龙头品牌此时开放招商，对其吸引力不仅在于潜在利润，更在于“黄酒行业核心渠道”这一身份资产。

2）已获席位但被持续挤压的商家：我国白酒产业中酒厂与渠道地位悬殊，经销商长期处于被动接受的一侧。酒厂通过提高打款要求、推进直营化、数字化控价等方式，逐步收回渠道利润与话语权，经销商议价能力被系统性削弱，厂商关系中的博弈色彩日益浓厚。

仅供内部参考，请勿外传！

两类商家均有动力在一个空间广阔的、尚未形成酒厂统治格局的、厂商互相需要与成就的、且产品具备高端化想象空间的新品类上发挥主动性，黄酒由此成为其战略卡位的重要选项。

2.3 互惠互利是当前合作的现实基础

渠道端：黄酒渠道利润高，试错成本低。黄酒市场认知程度有限，价格透明度低，高端黄酒当前可提供的渠道毛利可达 20%-30%以上。同时，黄酒与白酒在市场规模上差距较大，运作黄酒的投入门槛相较白酒生意明显降低。黄酒价格带较低、单次打款金额小，资金占用少，白酒大商试水黄酒的试错成本有限。即便产出情况有待验证，大商仍有意愿先行占位。

酒厂端：借助白酒大商资源，推动价值跃迁。1）高端圈层触达。黄酒过往的核心短板不在品质，而在高端心智触达不足。此番合作的核心价值在于提供“上桌机会”，将高端黄酒导入高净值圈层，实现高端心智破局。**2）品鉴运营输出。**黄酒的饮用方式需要教育，价值表达也需要有效传递，而黄酒企业自身缺乏直接输出的能力。白酒大商多年运营品鉴会、圈层营销所积累的成熟流程，可以直接迁移复用。**3）重构渠道利润率，激活终端推力。**大商进入为黄酒长期单薄的渠道利润带来重整契机。在推高整体价盘的同时，帮助厂家建立更具竞争力的价盘设计与管理体系，使产业上下游利润同步增厚，激发全渠道推力。**4）优质商家入局的背书与示范效应。**优质大商资源有限，头部品牌站位同样有限，先签约者占据优势位置。招商节奏加快本身即释放召集信号，形成正向循环；在双向选择下，有利于公司筛选更优质的合作伙伴。

消费者：黄酒契合当前饮酒趋势，高端化具备放量潜力。一方面，由于人口老龄化与慢病低龄化带来现实健康压力，白酒降度成为行业性趋势，山东、江苏、河北等地已形成低度酒饮用氛围，近两年头部白酒企业也相继推出 30°以下产品；黄酒酒精度通常在 15°左右，介于低度酒与烈酒之间，在适口性、佐餐性与饮后舒适度上具备天然优势。另一方面，悦己消费兴起，消费者饮用黄酒并不做酒精效率换算，而是更看重风味、文化、情绪价值与社交体验。黄酒既能承接健康化、低度化的需求迁移，又契合悦己化、品质化的需求升级，高端黄酒有望形成持续放量。

KOL 的内容能力如何为黄酒赋能——以老酒之家为例。老酒之家是国内头部奢侈品酒水零售平台，全网粉丝超 300 万，是茅台等高端酒类的资深代理商。其创始人易远在社交平台公开表示“all in 黄酒”，向行业传递出明确风向。老酒之家抖音账号以茅台讲解为核心，延伸至红酒、清酒等多品类，构建了“酒文化故事+产品品鉴”的内容体系。《三千万一瓶的汉帝茅台讲解》《龙年生肖茅台开箱》等热点作品，积累了专业解读能力。当前黄酒最大的认知障碍，在于消费者对其价值锚点认知模糊。老酒之家将高端烈酒的内容逻辑迁移至黄酒，以稀缺性叙事与审美表达切中高净值人群的品鉴与收藏需求，完成品类认知的平移；**不仅能够传播价值，还能够发现价值。**老酒之家粉丝画像集中、消费能力较强，能够在千元以上价位形成规模销售。黄酒高端单品定价多在 500-2000 元区间，与其核心受众精准匹配。借助过往互动建立的信任，老酒之家无需说服新用户接受黄酒，而是让已经信任其选品能力的高消费用户，将黄酒纳入“考虑清单”。其抖音店铺销售的东风黄酒，售价均在千元以上，其中售价 1480 元的礼盒装实现 3000+销量；古越龙山特酿中央库藏二十年售价 599 元，较常规版中央库藏二十年高出一倍多，仍实现 200+销量。

图表5:老酒之家抖音商店黄酒产品销售情况

品牌	产品	价格（元）	销量（件）
会稽山-东风	东风黄酒手工冬酿花雕半干型黄酒限量礼盒装	1480	3000+
	东风正牌 2004 年/2005 年冬酿花雕酒半干型黄酒	2480	200+
	东风副牌系列 2009 年手工冬酿花雕酒半干型黄酒纸槌瓶	1580	100+
	东风副牌系列 2010 年手工冬酿花雕酒半干型黄酒盘口瓶	1480	40
	东风黄酒 2010 年副牌纸缏瓶原箱装手工冬酿花雕酒	8880	3
	东风黄酒正牌 2004 年/2005 年原箱装手工冬酿花雕酒八棱瓶礼盒装	14880	7
	东风黄酒 2009 年副牌纸缏瓶原箱装手工冬酿花雕酒	9480	1
	东风黄酒多年份瓶型组合系列手工冬酿半干型	3060	38
古越龙山	古越龙山特酿中央库藏二十年陈半干型黄酒老酒之家甄选 500mL 光瓶	599	200+

资料来源：抖音，方正证券研究所

渠道重构大势所趋，招商只是开始，需警惕高估短期热度。当前白酒大商与黄酒品牌的合作仍处于不对称状态：白酒与黄酒消费体量差距悬殊，黄酒尚难实质性地为白酒大商补足利润缺口；白酒大商试水黄酒，“战略合作”不等于“动销保证”，从签约到铺货，再到消费者真正形成饮用氛围，中间仍有较长距离。这意味着行业需要保持合理稳定的运营节奏，不能因短期招商热度而高估实际进展。从渠道商的经营目标看，ROE 是追求的综合结果，利润和周转率是天平两边，有动销支撑的利润率才有意义。黄酒复兴并非短期可实现的目标，过程中出现反复与波折属于常态，酒厂须坚持长期主义，以持续运营验证模式、沉淀消费氛围。黄酒复兴进程仍需保持观察。

图表6:古越龙山与会稽山 2026 年渠道合作主要进展

时间	合作方	合作方背景	合作内容
古越龙山			
2026 年 3 月	越来盛酒业、壶中仙酒贸、熊猫打酒、三杯两盏酒业	西南区域头部酒商	发布区域新品：青梅黄酒、便携装传统黄酒、以及与熊猫打酒合作开发定制黄酒。西南市场“三年三步走”规划：深耕核心城市、辐射地级市县、覆盖重点乡镇，力争三年后销售规模翻一番
2026 年 5 月	北京糖业烟酒集团	北京国资旗下华北地区酒类流通主要渠道商，前身可追溯至 1949 年成立的华北酒业专卖总公司北平酒业分公司	合作从传统经销关系升级为战略协同，打通京津冀与北方市场消费通路
2026 年 9 月	广东粤强酒业、重庆农资	粤强酒业为粤强集团旗下华南老牌名酒大商；重庆农资为重庆市农业生产资料集团	签署三方战略合作协议，联合推出定制黄酒新品“琥珀光”，加码华南市场
会稽山			
2026 年 4 月	河南茅五剑贸易	中原酒类流通标杆企业，茅台、五粮液、剑南春等名酒的核心合作伙伴	合资组建“会稽山·远年”子公司，由茅五剑主导远年全国化品

			牌布局，同时赋能兰亭深耕河南市场
2026 年 5 月	东北白山方大集团	东北区域名酒大商，连续 20 多年保持茅台东北地区销量前三，前身可追溯至 1953 年成立的浑江糖业烟酒公司	聚焦兰亭系列布局东北高端市场
2026 年 6 月	广东广兴湖酒业	广东酒水流通领域头部标杆，深耕广东酒类市场二十余年，与一线名酒长期战略合作	以广东为核心支点深耕华南
2026 年 8 月	北京糖业烟酒集团	北京国资旗下华北地区酒类流通主要渠道商，前身可追溯至 1949 年成立的华北酒业专卖总公司北平酒业分公司	正式进行战略合作，深度协同黄酒高端化突围、南北市场联动打通
2026 年 8 月	长沙智潮优选	二十余年湖南本土酒水运营经验	授权智潮优选为兰亭品牌湖南全省独家平台商，深耕华中腹地
2026 年 8 月	哈尔滨一言酒鼎	黑龙江区域名酒大商	全力推动会稽山兰亭在北方落地生根
2026 年 9 月	四川盛世群运	四川本土流通企业，1999 年取得茅台、五粮液经销权，董事长杨波兼任茅台四川经销商联谊会会长	落子白酒核心腹地，将兰亭引入盛世群运手中五千多个终端网点
2026 年 9 月	南京国策酒业	江苏区域名酒大商	合力打造兰亭在江苏市场的标杆地位
2026 年 9 月	邢台中天酒业	河北区域酒商	加码华北市场

资料来源：Wind，21 世纪经济报道，会稽山兰亭，华夏酒报，方正证券研究所

2.4 合作方式灵活多元

黄酒厂商合作方式呈现多元化特征。高端白酒品牌掌握定价权且产品认知度高，黄酒尚未形成同等级别的高端品牌，产品覆盖也存在较大空白，当前厂商关系更接近“共同创业”，双方均在摸索最优的合作结构。

1）高端单品代理招商。这是当前最主流的形式。会稽山以兰亭为核心抓手，与各省头部白酒大商签订战略合作协议，由大商负责区域分销与圈层运营，品牌方掌握品牌与定价权。

2）合资组建区域子公司。会稽山与河南茅五剑合资组建“会稽山·远年”，由大商主导区域品牌布局，实现厂商在股权层面的深度绑定。这一结构下双方绑定关系更强，更有利于区域市场的长期稳定投入。

3）定制开发产品。古越龙山与广东粤强酒业、重庆农资联合推出定制黄酒新品“琥珀光”（17 度），以定制产品切入特定区域与渠道。定制模式下试错成本低，经销商可先进行小规模试销，验证动销后再决定加大投入，且不会对品牌主销产品形成直接冲击。

4）共建品牌与自建品牌。会稽山与经销商合作运营高端品牌东风、云集、兰亭荣记，单独成立控股子公司并纳入上市公司合并报表，公司分别持股 70%、51%、51%，对应经营主体均为控股子公司并纳入合并报表，这是在品牌方体系内为大商预留的深度合作接口。同时，部分经销商自建品牌，与酒厂进行合作生产，充分利用自身圈层资源，完全拥有品牌也无需担心酒厂终止合作。

两家上市龙头起点、禀赋不同，路径差异取决于历史定位、品牌基础与产品矩阵，共同做大黄酒蛋糕。会稽山打法偏向“单点突破、深度绑定”，聚焦兰亭为高端载体，快速切入白酒大商圈层资源；古越龙山则侧重战略区域组织机制创新，以承包制释放区域团队能动性，产品覆盖国酿、青花醉至年轻化产品全价格带。

除两家上市龙头外，其他绍兴酒厂及其他产区也在借势发展，积极布局小众圈层与高端餐饮市场。

- **冬趣：**冬趣是由上海谷酿电子商务有限公司运营、2019 年正式推出的精品绍兴黄酒品牌，主理人为 90 后创业者陈志。冬趣与绍兴三大黄酒酒厂之一的塔牌深度合作：酿造环节由塔牌负责，遵循传统古法，历经 36 道纯手工工序，并在深山酒窖进行十年以上自然陈化；陈志团队则主导品牌运营、产品定义与市场推广。产品定位上，冬趣选取忠实表达风土的单一年份手工冬酿原浆，不添加、不进行年份勾兑，直接澄清灌瓶，且不添加人工焦糖色；同时借鉴葡萄酒品鉴体系，通过不同年份的风味变化呈现绍兴黄酒的“风土”魅力，让每一瓶酒成为特定年份气候、师傅手法与陈化时间的忠实记录。目前，冬趣已推出 2007、2009、2010 等多个单一年份产品，定价从数百元至上千元不等，入驻全国超过 50 家米其林、黑珍珠餐厅及高端酒店。据财经网 2024 年报道，冬趣年收入体量约两千万元，其中传统江浙沪市场以外收入占比超过 50%，品牌已销往中国香港、日本和美国湾区等地。
- **若耶溪：**若耶溪最初是会稽山经销商的定制品牌，以年轻化美学为品牌语言，依托会稽山的产能代工生产，推出了 2008、2010 等年份冬酿系列产品，并配合“富贵稳中求”“日富一日”“有钱有闲”等国风书法文案礼盒，以年轻化表达重新包装黄酒，使其成为兼具收藏价值与送礼体面的高端选择。2025 年 12 月，若耶溪收购了绍兴老牌酿酒企业越王台，获得了地理标志资质、老酒库存和海外渠道，从品牌运营商转变为拥有自主生产能力的品牌酒企。
- **七闲：**七闲是一个定位高端、文化驱动的黄酒品牌，由中国老酒收藏第一人曾宇创办的“曾品堂”推出。它将老酒收藏的审美体系引入黄酒领域，主张“悦己自在”，强调饮酒的私人愉悦感，而非传统黄酒常见的宴饮社交属性。产品设计围绕“东方美学”展开，核心卖点在于器物与酒体的统一，瓶型取意历代经典器型，由景德镇匠人手工打造，并采用软木塞微呼吸养酒与火漆封藏工艺，让开瓶本身成为一种仪式。酒体主打年份陈酿，核心产品为坛陈十年基酒+80 年代老黄酒调味。品牌深耕企业专属定制，瓶型釉色、封签纹样、礼盒形制均可根据企业品牌调性量身原创，目标场景为商务雅宴与高端伴手礼。2026 年 3 月，“七闲”荣获中国酒业华夏奖“2025 年度复兴价值品牌”。

多元模式并存本质仍是扩张期间各方对渠道资源的争夺，显示行业具有较强的发展活力与创新意愿，合作成败取决于品牌方的分利设计能否与大商的资源投入形成正向循环。同时，随着招商规模、销售范围与体量的扩大，也容易带来一定混乱与投机行为，品牌方需要在“快速扩张”与“价格体系管控”之间取得平衡。

图表7:古越龙山与会稽山布局情况

	古越龙山	会稽山
品牌历史	前身为 1951 年成立的绍兴酒厂，品牌来源于 2500 年前越王勾践“卧薪尝胆”、“投醪劳师”典故；1988 年来钓鱼台国宾馆唯一国宴专用黄酒。	前身为始创于 1743 年的云集酒坊，具有逾 280 年不间断酿造传承
品牌架构	古越龙山、女儿红、状元红、鉴湖、沈永和，4 个中华老字号、2 个中国驰名商标	会稽山、兰亭、西塘、乌毡帽、唐宋等多品牌矩阵，其中“会稽山+兰亭”主品牌战略清晰
原酒储备	中央酒库占地 308 亩，珍藏超 1100 万坛、约 26 万吨陈年原酒，年份跨度自 1957 年至今	依托逾 280 年不间断酿造传承积累优质原酒储备（具体储量未公布）
高端产品	国酿 1959 系列、青花醉系列	兰亭系列，另有东风、云集等子品牌产品
腰部/大众产品	1664、金三年、金五年等	纯正五年、1743
年轻化产品	“无高低”系列	“一日一熏”气泡黄酒（爽酒）
招商产品	全品牌矩阵，以国酿/青花醉为牵引	明确以高端单品"兰亭"为核心抓手
招商节奏	兼顾组织机制创新，大商合作层级高、绑定深	半年内近 10 家大商，区域覆盖广
合作形态	战略协同、产品定制	合资公司、子品牌运营、区域独家代理

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表8:会稽山通过高端子品牌在小圈层起势（元/瓶）

品牌	定位
东风	源自 1969 年更名的"绍兴东风酒厂"，主要产品有东风正牌系列（年产约 3000 瓶）、副牌系列（年产约 1500 瓶）、春风系列。采用景德镇手工汝窑玉壶春瓶、青釉八棱瓶等包装，每瓶专属编码收藏证书，无焦糖色添加。

春风		正牌		副牌	
					
1988 年 500ml	12970	1999 年 500ml	3789	2009 年 500ml	1570
1989 年 500ml	12570	2000 年 500ml	3080	2010 年 500ml	1470
1990 年 500ml	11870	2001 年 500ml	2980		
1991 年 500ml	11270	2002 年 500ml	2880		
1992 年 500ml	10670	2004 年 500ml	2470		

仅供内部参考，请勿外传！

1993 年 500ml	10670	2005 年 500ml	2370		
1994 年 500ml	10070				
1995 年 500ml	10570				
1996 年 500ml	12670				
1997 年 500ml	10070				
云集	源自 1743 年"云集酒坊"，作为品牌资产被重新启用。				
鉴新造干型/半干型 2009 600ml	1099				
鹤梅造花雕酒 1997 600ml	3899				
睦隣造花雕酒 1997 1800ml	12990				
兰亭荣记	主打单一年份手工原酒，沿用严苛的传统纯手工酿造工艺，特定年份优质原酒存量有限，具备天然稀缺属性。				
1998 年 500ml	2980				

仅供内部参考，请勿外传！

1999 年 500ml	2880	
2004 年 500ml	1599	
2005 年 500ml	1499	
2010 年 500ml	1399	
2011 年 500ml	1299	

资料来源：京东，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表9:其他主要品牌中高端产品布局情况（元/瓶）

品牌	产品	价格	图片
冬趣	2007 单一年份 700ml	900	
	2009 单一年份 720ml	500	
	2009 初过滤单一年份 700ml	1380	
	2010 单一年份 720ml	510	
若耶溪	2004 年冬酿·珊瑚红地描金云龙纹胆瓶 2.2L	2550	

若耶溪	2002 年冬酿·天青釉刻如意耳梅瓶 1L	1550	
	2004 年冬酿·玉净瓶 750ml	578	
	2008 年冬酿系列 1.8L	588	
	2012 年冬酿系列 720ml	188	
七闲	四方冰裂纹瓶（天青釉） 500ml	2499	
	瓜棱胆瓶（霁蓝釉） 500ml	2499	

七闲	瓜棱长颈瓶（悦己自在） 500ml	1699	
	双耳扁瓶（青釉） 500ml	1999	
	葫芦瓶（月影白） 500ml	1699	
	四方寿纹扁瓶 500ml	2699	

资料来源：京东，方正证券研究所

2.5 高端黄酒的独立设计语言与价值表达

高端黄酒在产品设计与文化表达上，与白酒走出了两条不同的路径。这既是品类属性的天然差异，也是黄酒构建独立价值体系的内在需要。白酒通过“品牌+年份+稀缺”进行高端表达，产品设计以透明玻璃或乳白瓷瓶为主，造型常演绎古代皇家元素与吉祥纹样，色彩浓烈，工艺上多用烫金、雕花、凹凸等手法，整体强调商务感、尊贵感与礼赠属性，视觉语言在头部品牌之间趋同度较高。近年来，随着传统商务宴请场景持续收缩，白酒品牌纷纷向传统文化寻求新的表达资源，生肖酒、国潮文创产品大量涌现，白酒的包装语言从“商务尊贵”向“文化叙事”转型。

黄酒的高端表达同样需要以年份概念为核心构建稀缺性，但由于更深的文化积淀，在产品表达和设计语言上拥有更多可挖掘的空间。黄酒具有与生俱来的文化亲近感，其历史叙事与文人传统高度绑定：从王羲之的《兰亭集序》到鲁迅

仅供内部参考，请勿外传！

笔下的咸亨酒店，从鉴湖到东浦，这些意象构成了一整套可被器物化的文化符号，并已成为黄酒品类日常表达的一部分。长期以来，白酒往往扮演“社交工具”的角色，其设计语言服务于“悦他”场景中的身份传递；黄酒则不必承担这种功能，可以更接近“文人饮品”的原型。从诗词书画到饮酒器具，黄酒的文化联想天然偏向个人品味与生活美学，淡化等级秩序的宣示。在消费者从“悦他”向“悦己”迁移的趋势下，这种天然的文化亲和力，构成了黄酒在高端表达上区别于白酒的独特优势。

具体到产品层面，这种差异集中体现在三个方面。一是材质上大量使用瓷器与陶器。会稽山兰亭·国酒的瓷瓶版采用景德镇白泥高温烧制，瓶身描金书写王羲之的“蘭亭”二字；兰亭·大师采用骨瓷瓶身。瓷瓶的使用带来较高的损耗率与成本，相比之下白酒高端产品极少使用瓷瓶。**二是文化母题更具多样性。**黄酒品牌可以围绕具体的历史文本、书法、纹样做深度定制，而白酒的文化表达更集中于地域（如赤水河、茅台镇）与工艺（如坤沙、年份）。**三是场景绑定更为灵活。**黄酒的品鉴场景与餐饮、器物、空间美学天然契合，与历史文化相关活动的关联也更为自然；在国潮复兴的大语境下，黄酒可以通过重新包装获得时尚元素，轻巧转身。**在餐酒结合方面，**古越龙山与上海老吉士等米其林餐厅达成战略合作，实现“高端场景×高端黄酒”的深度绑定，并依托高端餐饮、米其林餐饮场景深度合作，推动“青花醉”系列持续破圈。会稽山兰亭酒则聘任国宴大师叶卓坚为餐饮战略顾问，依据四季时令研发超过 50 道专属菜品，未来将在米其林、黑珍珠等高端餐厅呈现，围绕兰亭产品线构建从餐前至餐后的完整用酒方案。始创于清乾隆九年（1744 年）的王宝和，最初是绍兴东浦的一家酿酒作坊，后在上海开设酒栈，以专营绍兴陈年黄酒著称。1930 年代起，王宝和从单纯的酿酒、售酒拓展为酿酒、售酒兼营餐饮，并推出大闸蟹特色料理，逐渐发展为享有“酒祖宗、蟹大王”美誉的老字号品牌，并入选上海市非物质文化遗产代表性项目。

黄酒设计语言的差异化，降低了与白酒正面比较的压力，使其得以建立独立的价值坐标。相较于白酒，黄酒设计更多体现个性化特征，彰显个人品味与文化内涵。我们认为，当下消费者借助高辨识度“标品”来传递统一价值的需求正在减弱，转而更注重悦己体验与自我表达，黄酒产品在回应新时代消费者精神需求方面具备优势。

高端黄酒的价值评价尚未形成统一标准。由于复兴进程尚早，高端黄酒的教育程度与价值体系仍未完善和统一，消费者对“什么是好黄酒、什么是高端黄酒”尚未形成固定认知，渠道也缺乏可参照的定价依据。这既是行业发展可能面临的风险，也是未来价值重估的空间所在。**我们尝试提出四个可能的评价维度，用以搭建高端黄酒的初步参考系。**

1）产地。绍兴是黄酒唯一具备全国性认知的产区。地理标志产品绍兴酒（GB/T 17946）划定了明确的保护范围，鉴湖水系是核心生产环境。产区集中度构成话语权资产：2023 年浙江省黄酒产量占全国 57.02%，江浙沪合计约四分之三；2025 年绍兴黄酒全国市场份额提升至 46.3%。对高端产品而言，“绍兴”二字提供的品质背书在短期内难以被其他产区替代，消费者一旦形成产地认知，便很难再被改写。

2）年份。年份概念已被白酒充分教育，也是稀缺性的直接来源。古越龙山中央酒库的陈酿年份跨度自 1957 年至今逾 60 年，涵盖二十年份、三十年份、四十年份以及五十年及以上不同梯次的陈酿基酒储备，且每坛老酒均登记酿造年份与批次，全链路可查。时间价值本身就在沉淀，时间的距离不可跨越，稀缺感无法通过资金、工艺等其他方式复制和替代。2008 版国标（GB/T 13662-2008）规定，黄酒酒龄标注以勾兑酒加权平均计算，且所标注酒龄的基酒不得低于 50%。2018 版新国标取消了这一硬性比例要求，仅保留加权平均计算，被视为“松绑”；但绍兴地方规范仍延续对基酒比例的要求。在国标留出弹性空间的背景下，绍兴地方团体标准延续更严的年份约束，对品质承诺主动加码，有助于强化高端黄酒核心产区的认知与认可。

3）手工冬酿。传统绍兴黄酒酿制技艺是国家级非物质文化遗产，高端产品普遍强调手工冬酿、228 道非遗工序与大师亲督。传统黄酒遵循自然节律，每年仅有一个酿酒窗口，通常集中在冬季低温时段。低温可抑制杂菌、利于缓慢发酵，是形成独特风味的重要条件，但也使生产无法全年连续展开，产能天然受限、时间不可压缩。手工生产虽产能有限、成本高、规模化难度大，但其复杂工艺所赋予的风味价值仍难以被机械化生产完全替代。正因如此，优质手工黄酒更显稀缺。古越龙山和塔牌等企业在手工酿造方面有较深的传承与积淀。

4）不添加焦糖色。焦糖色是传统黄酒用于统一色泽的添加剂，而“本色黄酒”主张不添加焦糖色，以自然陈化呈现本色、本香、本味。这一维度已具备标准基础：浙江制造标准 T/ZZB 0636-2018《本色黄酒技术规范》明确禁止使用焦糖色等任何食品添加剂，并相较 GB/T 13662 国家标准提高了挥发酯含量与非糖固形物下限要求。古越龙山“无高低”系列即主打 20 度、无焦糖色、低糖，上市 2 年累计销量突破 500 万瓶，江浙沪以外收入占比超 60%。

四个维度中，产地与年份构成稀缺性基础，手工冬酿与无焦糖色构成品质表达，四者叠加有望建立高端黄酒的价值体系。高端消费品能否建立统一有效的价值表达至关重要，这决定了高端黄酒能否产生比肩甚至超越高端白酒的产品。当前正处于黄酒价值话语权形成与争夺的关键时期，这一体系能否顺利建立，仍需进一步观察。

图表10:高端黄酒参考要素

维度	核心内涵	标注方式	价值感作用
产地	风土不可复制性，水质、微生物、气候等产区专属优势构成品质基底	地理标志保护产品认证；核心产区/产区分级标准；原料、水源、酿造地可追溯	设定准入门槛，构成品质的必要条件；形成产区溢价与信任基础
年份	时间对风味的正向演化，但存在品质峰值区间	加权平均酒龄标注；基酒年份与灌装日期标注；每坛原酒登记酿造年份与批次、全链路可查	提供时间价值的量化标尺；支撑收藏、增值与真伪验证逻辑
手工冬酿	微生物复杂性与风味个性化，依赖酿酒师感官调控	提炼工艺参数，如浸米时长、麦曲类型、开耙方式、陶坛陈化等，形成易于宣传的认知标签，传播上可借鉴酱酒的“12987”工艺，以及“坤沙/碎沙/翻沙/串沙”的品质梯度	承载工艺溢价与文化叙事；提供差异化定位和消费者可感知的认知抓手

不添加焦糖色	本色、本香、本味，色泽与风味完全来自原料、发酵和陈酿的自然演化	本色黄酒团体标准；无添加承诺；配料表核查	以“无添加”标识传递可被消费者辨识的品质自信；强化本真、高端信号

资料来源：方正证券研究所整理

2.6 黄酒大单品之路

酿造酒依赖微生物发酵，而微生物对环境极其敏感。与“高端黄酒”相比，“（高端）大单品”的打造承载着更多内涵，尤其需要实现品质的一致性与稳定性。因此，其对企业能力的本质要求不是“技艺水平”，而是“系统能力”。高端黄酒大单品或可借鉴奔富和清酒的标准化经验，通过系统设计，将传统经验与感官判断转化为参数控制与精准调配。

在原料端，奔富的核心策略是多产区、多品种混酿。它不依赖单一葡萄园，而是每年从不同产区采购优质葡萄，再通过调配熨平年份差异，确保口感风格一致。但这一操作需要对每批次原料进行严格品质分级，从而确保无论原料来自哪个产区，进入调配体系的基酒都符合统一品质门槛。清酒则通过精米步合提供简单清晰的量化分级标准：纯米大吟酿要求精米步合在50%以下，纯米吟酿在50%-60%，由此将“优等清酒”进行指标化的清晰定义。

在工艺端，黄酒传统酿造最大的不稳定因素来自半开放发酵环境，容易造成批次间不稳定，尤其环境温度对黄酒苦味及后苦味的形成具有重要影响。清酒酿造企业则实施极限温度调控，能够在夏季酿造中实现±0.5℃的精密温度管理，并通过ISO/TS22000-1等体系将温度控制纳入食品安全与品质管理。黄酒领域已经开始进行非遗技艺参数化的类似转化。2025年实施的《绍兴酒酿造技术规范》将非遗酿制技艺转化为标准，详细规范了酒药/麦曲制备、浸米、蒸饭、落缸配方，尤其明确了前发酵（开耙）的时机、次数、温度及后发酵的时长与成熟判定。但若想实施精确调控，可能需要在传统技艺基础上加入人机协作。以“獭祭”酿造商旭酒造为例，恒温基础由机器接管，酒藏全年通过大型空调系统维持6℃恒定环境，所有发酵罐均连接冷却水配管，由系统进行基础温度调节；当需要0.5℃级别的微妙调整时，经验丰富的酿酒师才会进行人工搅拌进行微调。在部分环节使用机器能实现人力无法达到的效率、精度和一致性，而在关键的制曲和发酵管理等环节，人的五感至今无法被替代。獭祭的制曲全程由经验丰富的职人手工完成，不使用任何机器，发酵过程中，酿酒师也需根据气味和状态判断何时进行人工干预。

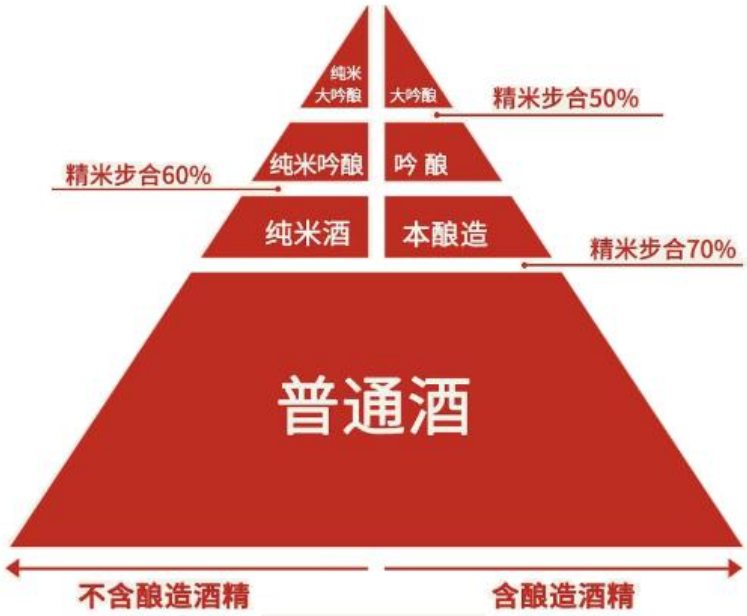
在酒体端，奔富的产品一致性建立在盲品分级调配机制上，其酿酒团队在分类品鉴中完全以盲品方式进行，不知道葡萄来自哪个葡萄园、哪个品种、哪个产区，纯粹基于风格、品质和特征做出判断。这一机制对黄酒行业或具有借鉴意义。

在标准端，清酒的成功在很大程度上得益于其明确的分级与名称制度。吟酿、大吟酿、纯米大吟酿等分类均有明确的原料条件和精米步合要求，如精米步合50%以下方可称为大吟酿。这套制度使消费者能够以清晰的量化标准识别品质层级，也让同一品类下的高端与低端产品可以在不同价格带共存，高端产品有溢价支点，且能被消费者清晰感知与区分；同时倒逼生产者在标准框架内追求品质提升，规范供给端。黄酒正在经历类似的标准升级进程。2026年启动的《黄

仅供内部参考，请勿外传！

酒质量要求》国家标准修订，旨在“以高标准赋能产业提质增效”；《绍兴产区黄酒分类分级规范》已于 2025 年发布实施。黄酒企业在国标基础上，或可推动建立针对大单品的专属品质分级标准，可能包括基酒最低年份要求、关键风味物质含量区间（如挥发酯、氨基酸态氮的上下限）、感官评价标准化流程等。会稽山提出的《会稽山高端黄酒分级及评分标准》正是这一方向的探索，提出了核心的“15179”工艺（麦曲添加量 15%、浸米温度 10℃以下、头两耙合计温度≥70℃、长时间发酵≥90 天），以及新的评分体系（重新定义了外观、闻香、口感三大类目与细分品鉴类目）为“什么是好的黄酒高端产品”提供可验证、可传播的技术语言。

图表11：日本清酒分级（数字越低等级越高）



资料来源：懂酒谛，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

3 空间与估值

当前黄酒行业发展面临拐点，PE 与 PS 估值阶段性失效，我们认为结构指标>收入指标>利润指标。收入端，26H1 古越龙山主动控制经营节奏，核心在于维护渠道秩序、调整产品结构。其产品线相对复杂，适度精简与聚焦有利于后续资源集中投放和重点突破；会稽山则调整 618 策略，改变此前以费用换收入的增长模式，更强调投入产出比与利润反馈，导致普通黄酒 Q2 收入阶段性承压。**结构端，**26H1 古越龙山高端系列产品整体同比增长 9.8%，其中“青花醉”系列同比增长 35.2%；年轻化核心产品“无高低”在江浙沪以外市场收入占比超过 60%；会稽山中高端黄酒收入同比增长 14.2%，占比同比提升 5.79 个百分点。**费用端，**2022-2025 年，古越龙山、会稽山销售费用分别累计增长 41.1%、235.0%，销售费用率分别上升 2.75、14.46 个百分点。**利润端，收入阶段性波动、产品结构趋势性上移以及费用率持续提升，共同导致利润延迟兑现。**2022-2025 年，古越龙山、会稽山综合毛利率分别上移 2.24、13.84 个百分点，但归母净利润率分别变动-0.32、+1.63 个百分点。**我们认为当前结构指标>收入指标>利润指标，黄酒正处于价格带与地域双重突破阶段，唯有结构持续突破，才能有效带动大众消费，引领后续收入增长，最终带动利润释放。向后展望，规模增长拐点到来有望快速消化估值；而随着市场导入与培育走向成熟，费用收缩将转化为利润率提升。**

黄酒当前在区域覆盖与消费人群上仍存在显著空白。相较万亿级规模的国内白酒消费市场，黄酒规模仅约 200 亿元，几个百分点的渗透率变化即可对应可观的行业增量空间。我们认为，这一变化主要来自以下五个层面：

1）经济发展阶段切换。高增长阶段结束，商务应酬所承载的潜在经济利益密度下降，酒类作为“社交货币”的边际回报率系统性走低。

2）经济动能与结构变化。增长动能由传统投资、资源与关系驱动转向技术与创新驱动，酒类消费与交易达成的关联度趋于下降。

3）消费者饮酒能力与偏好变化。老龄化趋势演进，白酒主力消费人群年龄上移、健康意识增强，饮用量下降；“少喝酒、喝好酒”成为共识，低度化与产品结构升级具备真实需求支撑。白酒低度化产品已在部分区域形成消费基础，头部白酒企业亦相继布局低度化产品线。

4）饮酒场景与诉求变化。政务相关消费场景持续收缩，商务宴请受地产链下行拖累，婚宴场景受结婚登记人数持续下行影响，白酒的核心消费场景承压；与此同时，独酌、家庭小聚、户外轻社交等情绪驱动的轻量化场景占比持续提升。

5）代际变化。新生代消费者对传统酒桌文化中社交压力型饮酒方式的认同度较低，且缺乏白酒消费习惯沉淀，更偏好口感友好、轻度化的酒饮产品。

白酒需求端正经历结构性调整，黄酒具备承接部分需求迁移的潜在空间。作为历史悠久、文化底蕴深厚且同为中国特有酒种，黄酒有望借力健康饮酒理念普及与自身高端化转型的双重契机，在商务及礼赠场景承接部分原本由白酒满足的社交需求。

空间展望：渗透率视角下的潜在容量。自 1985 年酒类流通体制改革启动、白酒逐步走向市场化以来，白酒行业已历经逾四十年发展。Euromonitor 数据显示，我国白酒消费市场规模超过 1.1 万亿元；据此测算，当前黄酒市场规模不足白酒的 2%。**从空间看，**若假设未来黄酒市场规模达到白酒的 5%-30%，对应市场空

间约为 550 亿-3300 亿元。**从时间看，**若假设这一份额提升过程需要 5-30 年，则在中性假设下，黄酒行业复合增速有望达到约 14%。

图表12:黄酒市场空间测算（复合增速）

时间（年）	乐观		中性		保守	
替代比例	5	10	15	20	25	30
保守 5%	22.4%	10.6%	7.0%	5.2%	4.1%	3.4%
保守 10%	40.6%	18.6%	12.0%	8.9%	7.1%	5.8%
中性 15%	52.5%	23.5%	15.1%	11.1%	8.8%	7.3%
中性 20%	61.5%	27.1%	17.3%	12.7%	10.1%	8.3%
乐观 25%	68.9%	30.0%	19.1%	14.0%	11.1%	9.1%
乐观 30%	75.2%	32.4%	20.5%	15.0%	11.9%	9.8%

资料来源：方正证券研究所

利润率展望：结构提升转化为真实盈利。毛利率方面，2022-2025 年，古越龙山综合毛利率从 35.4%提升至 37.7%，提高 2.24 pct，其中中高档酒毛利率累计提升 1.06 pct，普通酒毛利率累计提升 0.13 pct，中高档酒收入占比累计提升 2.94 pct；会稽山综合毛利率从 42.8%提升至 56.7%，提高 13.84 pct，其中中高档酒毛利率累计提升 17.53 pct；普通黄酒及其他酒毛利率累计提升 11.28 pct；中高档酒收入占比累计提升 4.58 pct。**费用率方面，**2022-2025 年，古越龙山销售费用率从 11.1%提升至 13.8%，提高 2.75 pct；会稽山销售费用率从 11.5%提升至 26.0%，提高 14.46 pct。**净利率方面，**2022-2025 年，古越龙山归母净利润率从 12.5%下降至 12.1%，下降 0.32 pct；会稽山归母净利润率从 11.8%提升至 13.4%，提升 1.63 pct。

对标白酒企业，我们认为黄酒企业利润率仍存在较大的改善空间。从收入体量看，2025 年古越龙山、会稽山与白酒行业的金徽酒、伊力特具有一定可比性；四家企业的归母净利润率也较为接近。但拆解利润结构可见，黄酒企业在毛利率、费用率及税负结构上均存在明显优化余地：

毛利率方面，古越龙山相较其他三家可比公司有较大提升空间；
费用率方面，会稽山销售费用率明显高于其他三家；
税负方面，黄酒实行从量税制，而白酒实行从量加从价的复合计税方式，前者在税率结构上具备系统性优势，对应利润空间约 10 个百分点以上。

基于上述差异，我们假设：若古越龙山毛利率提升至可比公司平均水平，会稽山销售费用率降至可比公司平均水平，则两家公司净利润率均有接近 10 个百分点的提升空间。若进一步参考行业排位，与白酒龙头贵州茅台、五粮液比较，则毛利率仍有 20 个百分点以上的进一步提升空间。

图表13:2025 年利润表对比

	古越龙山		会稽山		金徽酒		伊力特		贵州茅台		五粮液	
	2025年	营收占比	2025年	营收占比	2025年	营收占比	2025年	营收占比	2025年	营收占比	2025年	营收占比
营业总收入	183,084		182,202		291,847		172,230		17,205,417		4,052,851	
营业成本	114,109	62.3%	78,978	43.3%	107,491	36.8%	84,234	48.9%	1,489,228	8.7%	910,196	22.5%
毛利额	68,975	37.7%	103,224	56.7%	184,356	63.2%	87,996	51.1%	15,716,189	91.3%	3,142,655	77.5%
税金及附加	9,735	5.3%	7,488	4.1%	43,200	14.8%	29,258	17.0%	2,735,423	15.9%	1,103,806	27.2%
销售费用	25,335	13.8%	47,321	26.0%	63,032	21.6%	18,448	10.7%	725,350	4.2%	762,862	18.8%
管理费用	10,860	5.9%	10,409	5.7%	31,068	10.6%	7,215	4.2%	832,006	4.8%	309,650	7.6%
研发费用	3,398	1.9%	4,335	2.4%	3,958	1.4%	1,273	0.7%	19,011	0.1%	44,918	1.1%
财务费用	-3,439	-1.9%	-586	-0.3%	-967	-0.3%	2,070	1.2%	-81,524	-0.5%	-266,163	-6.6%
归母净利润	22,230	12.1%	24,464	13.4%	35,439	12.1%	21,637	12.6%	8,232,007	47.8%	895,426	22.1%

资料来源：Wind，方正证券研究所

PB 视角：26 万吨陈年原酒的价值重估。古越龙山拥有占地 308 亩的中央酒库，珍藏超 1100 万坛、约 26 万吨陈年原酒，年份跨度覆盖二十年份、三十年份、四十年份及五十年以上，形成层级完整的陈酿基酒储备。2025 年末，公司存货中自制半成品（基酒）账面价值 14.34 亿元，均按成本法计量。**由于历史成本难以反映原酒随陈化时间提升的经济价值，其账面价值可能显著低于重置价值或经济价值。我们认为，从 PB 视角对库存基酒进行重新估值，可为当前估值水位提供重要参考。**

以 2025 年末自制半成品（基酒）账面价值 14.34 亿元对应约 26 万吨基酒测算，账面单位成本约 5515 元/吨。由于公司未披露各年份、各档次基酒的详细结构，我们假设加权平均酒龄分别为 10 年（保守）/15 年（中性）/20 年（乐观），年化增值率分别为 8%（保守）/10%（中性）/12%（乐观），对基酒重置价值进行情景测算。**测算结果显示，在加权平均酒龄 15 年、年化增值率 10%的中性假设下，公司基酒重估价值可能高于账面价值，古越龙山股价或仍处于折价低估状态。**

图表14:古越龙山库存酒重估测算

酒龄	重估价值（亿元）	增值额（亿元）	重估后净资产（亿元）	重估后每股净资产（元）	对应 PB（9 月 29 日股价）	税后 PB(25%)
年增值率 8%						
10 年	30.96	16.62	75.58	8.29	1.34	1.42
15 年	45.49	31.15	90.11	9.88	1.13	1.23
20 年	66.84	52.50	111.45	12.23	0.91	1.03
年增值率 10%						
10 年	37.19	22.85	81.81	8.97	1.24	1.34
15 年	**59.90**	**45.56**	**104.52**	**11.47**	**0.97**	**1.09**
20 年	96.47	82.13	141.09	15.48	0.72	0.84
年增值率 12%						
10 年	44.54	30.20	89.15	9.78	1.14	1.25
15 年	78.49	64.15	123.11	13.51	0.83	0.95
20 年	138.33	123.99	182.94	20.07	0.56	0.67

资料来源：方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

4 风险提示

1） 消费环境疲软的风险；
2） 新品推广不及预期的风险；
3） 市场竞争加剧的风险；
4） 居民消费力恢复不及预期。

仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容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，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层
上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：https://www.foundersc.com
E-mail：yjzx@foundersc.com