

食品饮料行业深度报告

黄酒行业深度：供需共振，高端化与年轻化突围

增持（维持）

2025 年 07 月 07 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

投资要点

■ **黄酒行业经历深度调整，当下发生积极变化。**1) 黄酒行业利润率迎来边际拐点，龙头量价齐升。2023 年规模以上企业收入 85.47 亿元，同比-15.90%，利润总额 15.58 亿元，同比+23.06%，虽行业收入仍有下滑，但利润实现恢复性增长，2023 年规模以上企业利润率同比大幅提升 5.77pct 至 18.23%。2) 黄酒行业 CR2 市占率持续提升，龙头引导产业变革。在黄酒行业持续调整的过程中，龙头实现逆势增长，带动黄酒行业 CR2 市占率从 2017 年的 14.9% 快速提升至 2023 年的 37.4%，其中古越龙山、会稽山市占率分别为 20.9%、16.5%。而古越龙山、会稽山市占率加快提升的背后，核心是产品推新、渠道拓展带来的高端化、年轻化、全国化效果逐步显现。

■ **产业借鉴一：供需共振引导中国啤酒产业升级。**借鉴啤酒产业兑现升级的逻辑，当前黄酒产业供需两端亦明显转变，有望驱动行业持续升级。

1) 供给端来看，黄酒行业 2017 年以来持续调整，近几年龙头会稽山、古越龙山实现逆势增长，2023 年行业 CR2 市占率达到 37.4%，当前龙头已具备引导行业持续升级的能力，并在渠道架构、品牌创新、人员配备等层面均加力推进。2023 年以来会稽山、古越龙山中高档量价提升明显加快，未来结构升级的空间较大。2) 需求端来看，黄酒行业亦需从品类口感突破来适应酒类主流消费者的口感需求。线下调研显示，“后劲太大”等是消费者不喝黄酒的原因，而选择黄酒的消费者更注重“入口柔顺舒适”、“香气富有层次”等。

■ **产业借鉴二：高端化下日本清酒产业逆势崛起。**日本清酒产业发展经历战后重建期(1945-1951)、高速增长期(1951-1973)、经济低迷期(1973-1990)、转型阵痛期(1990-2000)、全球化与高端化(2000 年至今)。而獺祭品牌作为日本清酒高端化转型的标杆，总销售额从 2014 年的 46 亿日元增加至 2024 年的 195 亿日元，期间 CAGR 为 15.54%，獺祭(DASSAI)高端化的成功来自创新引领的极致工艺、专注纯米大吟酿并聚焦高端场景、深耕渠道并坚定全球化、坚持长期主义价值观等。对比而言，中国黄酒、日本清酒同属于发酵酒，但黄酒的特点是丰满和复杂，清酒的特点是清爽和干净，造成差异的原因在于酒曲品种的不同、陈化时间不同、原料的品种及处理不同、酿造温度不同、成品酒后处理不同等。日本清酒产业的高端化蜕变值得学习借鉴，建议从品牌文化、工艺创新、结构升级、区域外拓等维度加大突围。

■ **投资建议：黄酒行业当前的边际变化具备产业逻辑，建议加强关注龙头会稽山、古越龙山。**我们借鉴中国啤酒产业、日本清酒产业高端升级的路径，来探寻黄酒产业升级的逻辑支撑，一方面，当下的黄酒产业供需两端的明显转变与 2018 年前后中国啤酒产业供需两端相似；另一方面，獺祭品牌逆势实现高端化的蜕变，亦为当下黄酒产业升级提供一种实现路径。考虑到黄酒行业当前的边际变化具备中长期产业逻辑，建议加强关注行业龙头会稽山、古越龙山。

■ **风险提示：**宏观经济不及预期；食品安全问题；市场竞争加剧。

行业走势



相关研究

《啤酒行业深度：攻守兼备，优质龙头已进入击球区》

2025-05-22

《大众品 2024 年报及 2025 年一季报总结：需求筑底，细分突围》

2025-05-07

内容目录

1. 黄酒行业历经深度调整，当下发生积极变化	5
1.1. 黄酒行业利润率迎来边际拐点，龙头呈现量价齐升	5
1.2. 黄酒行业 CR2 市占率持续提升，龙头引导产业变革	6
2. 产业借鉴一——供需共振引导中国啤酒产业升级	8
3. 产业借鉴二——高端化下日本清酒产业逆势崛起	13
4. 改革蓄力锐意进取，龙头竞合发展引领行业突围	21
4.1. 会稽山：锐意进取，引领产业变革	21
4.2. 古越龙山：跟进布局，期待机制优化	22
5. 投资建议	24
6. 风险提示	25

图表目录

图 1:	2023 年黄酒行业迎来边际拐点, 规模以上企业利润率明显抬升.....	5
图 2:	会稽山、古越龙山、金枫酒业销量拆分一览.....	6
图 3:	会稽山、古越龙山、金枫酒业吨价拆分一览.....	6
图 4:	2021 年以来黄酒行业 CR2 市占率加快提升	6
图 5:	会稽山、古越龙山加大产品推新节奏, 产品矩阵逐步清晰.....	7
图 6:	会稽山、古越龙山、金枫酒业 CR3 江浙沪地区、其他地区收入增速一览	7
图 7:	2025 年 618 活动期间会稽山气泡黄酒收入呈现区域多元化趋势.....	7
图 8:	啤酒产业升级思维导图一览.....	8
图 9:	2018 年啤酒行业 CR2 市占率维持在 40%+.....	9
图 10:	华润啤酒组织变革一览.....	9
图 11:	青岛啤酒组织变革一览.....	9
图 12:	2018-2024 年啤酒龙头吨价一览	9
图 13:	2019-2024 年啤酒龙头吨价增速一览	9
图 14:	2023 年黄酒行业 CR2 市占率为 37.4%.....	10
图 15:	2024 年会稽山组织变革一览.....	10
图 16:	2024 年古越龙山组织变革一览.....	10
图 17:	会稽山、古越龙山中高档销量占比处于低位.....	10
图 18:	会稽山、古越龙山中高档吨酒价加快提升.....	10
图 19:	啤酒品类购买时的考虑因素.....	11
图 20:	高端及超高端啤酒持续快速增长.....	11
图 21:	高端及超高端酒消费量占比持续提升.....	11
图 22:	消费者不喝或少喝黄酒的原因.....	12
图 23:	消费者心目中好喝黄酒的原因.....	12
图 24:	2024 年会稽山核心单品收入增速一览.....	12
图 25:	2025 年 618 活动期间会稽山“一日一熏”消费者画像一览.....	12
图 26:	日本清酒产业发展复盘一览.....	14
图 27:	日本酒精饮料销量变化一览.....	14
图 28:	獭祭品牌销售额及同比增速.....	15
图 29:	獭祭海外销售占比提升至 40%	15
图 30:	2024 年獭祭海外收入分区域占比一览.....	15
图 31:	獭祭品牌高端化思维导图一览.....	17
图 32:	会稽山高端兰亭系列工艺特点.....	20
图 33:	古越龙山高端国酿 1959 工艺特点.....	20
图 34:	会稽山历史复盘一览.....	21
图 35:	会稽山增长路径思维导图一览.....	22
图 36:	会稽山已完成回购, 拟用于员工持股或股权激励.....	22
图 37:	古越龙山历史复盘一览.....	23
图 38:	古越龙山增长路径思维导图一览.....	23
图 39:	古越龙山计划回购用于员工持股或股权激励.....	23
表 1:	獭祭核心产品矩阵一览.....	16

表 2: 清酒价格体系分类一览..... 16

表 3: 黄酒和清酒的酿造工艺区别一览..... 18

表 4: 黄酒曾获评为国家名酒，多次作为国宴用酒..... 19

表 5: 黄酒酿造工艺持续优化，产品品质稳步提升..... 20

表 6: 黄酒板块可比公司估值一览..... 24

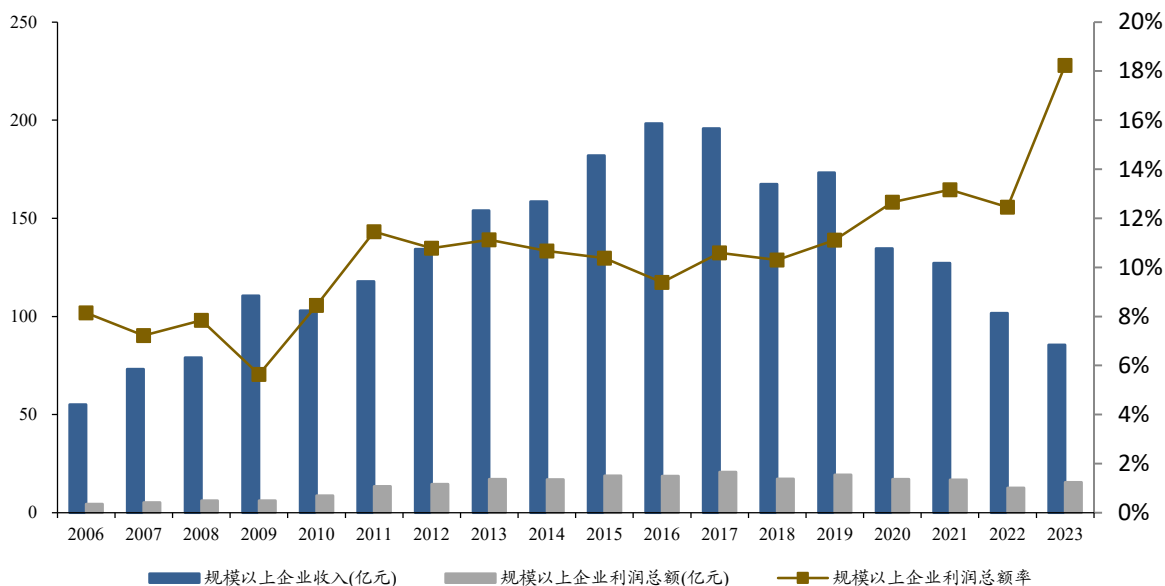
1. 黄酒行业历经深度调整，当下发生积极变化

1.1. 黄酒行业利润率迎来边际拐点，龙头呈现量价齐升

纵向复盘来看，黄酒行业收入、利润在 2016-2017 年达到高点，此后进入深度调整阶段，2023 年前后迎来边际拐点，虽行业收入仍有下滑、但利润实现恢复性增长，且行业龙头表现明显好于行业整体。考虑到行业层面数据会有口径调整影响，对龙头公司的量价拆分更具代表意义。

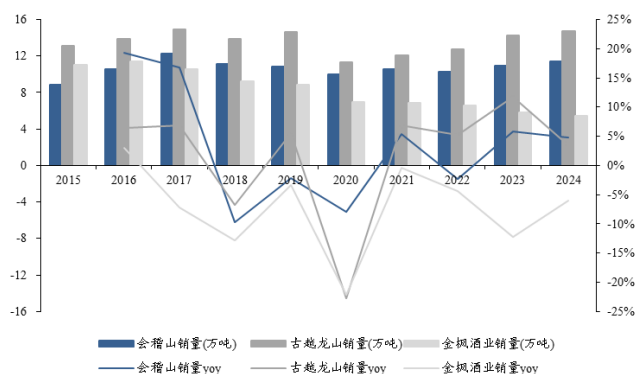
- 黄酒行业经历深度调整后，2023 年前后迎来边际拐点。2023 年规模以上企业收入 85.47 亿元，同比-15.90%，利润总额 15.58 亿元，同比+23.06%，虽行业收入仍有下滑、但利润实现恢复性增长，2023 年规模以上企业利润率（以利润总额计）同比大幅提升 5.77pct 至 18.23%。
- 量价拆分来看，行业龙头会稽山、古越龙山整体呈现量价齐升。具体来看，会稽山 2023 年营收 14.11 亿元，同比+15.01%，其中销量 10.91 万吨(yoy+5.80%)、吨价 1.26 万元/吨(yoy+7.78%)，2024 年营收 16.31 亿元，同比+15.60%，其中销量 11.43 万吨(yoy+4.75%)、吨价 1.38 万元/吨(yoy+10.00%)；古越龙山 2023 年营收 17.84 亿元，同比+10.11%，其中销量 14.23 万吨(yoy+11.69%)、吨价 1.21 万元/吨(yoy-1.05%)，2024 年营收 19.36 亿元，同比+8.55%，其中销量 14.72 万吨(yoy+3.42%)、吨价 1.29 万元/吨(yoy+6.75%)。

图1：2023 年黄酒行业迎来边际拐点，规模以上企业利润率明显抬升



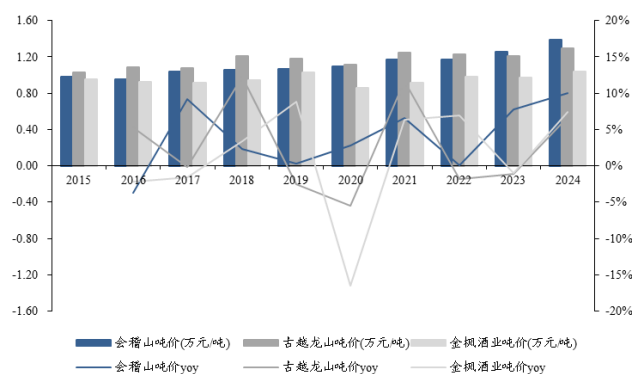
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：会稽山、古越龙山、金枫酒业销量拆分一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：会稽山、古越龙山、金枫酒业吨价拆分一览

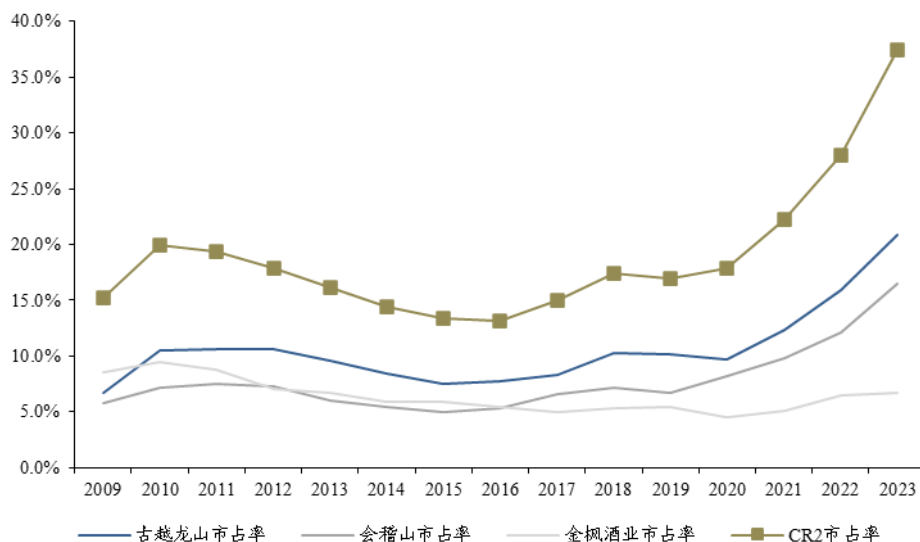


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 黄酒行业 CR2 市占率持续提升，龙头引导产业变革

我们观察到在黄酒行业持续调整的过程中，龙头实现逆势增长，带动黄酒行业 CR2 市占率从 2017 年的 14.9% 快速提升至 2023 年的 37.4%，其中 2023 年古越龙山、会稽山市占率分别为 20.9%、16.5%。而古越龙山、会稽山市占率加快提升的背后，核心是产品推新、渠道拓展带来的高端化、年轻化、全国化效果逐步显现。

图4：2021 年以来黄酒行业 CR2 市占率加快提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

产品推新层面，在传统主流老品基础上，基于高端化、年轻化加快产品矩阵构建，当前产品矩阵逐步清晰。会稽山传统核心单品为定位 20 元价位的纯正五年，当前构建三大品牌战略，一是定位 20 元价位的纯正五年向 40 元价位的 1743 升级，二是中长期战略布局 500 元以上价位的兰亭，三是创新推出年轻化产品，以爽酒气泡黄酒为代表；古越龙山品牌资源亦十分丰富，拥有“古越龙山、鉴湖、状元红、女儿红、沈永和”五大品牌，传统核心单品为定位 20 元价位的金五年，近年来加大推新节奏，先后推出国酿 1959/青花醉高端系列，咖啡黄酒、状元红冰雕气泡黄酒等。

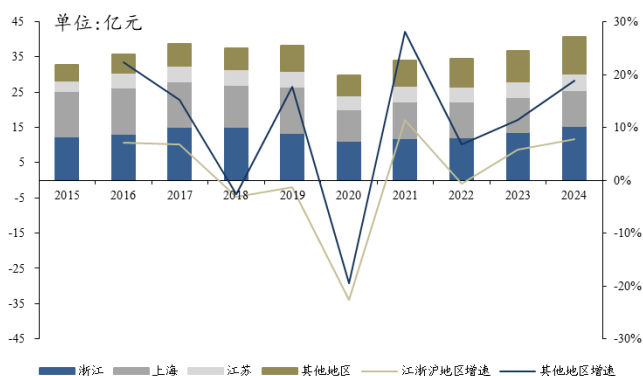
图5：会稽山、古越龙山加大产品推新节奏，产品矩阵逐步清晰



数据来源：公司官网，京东旗舰店，东吴证券研究所，注：表格中为 2025 年 6 月 30 日价格

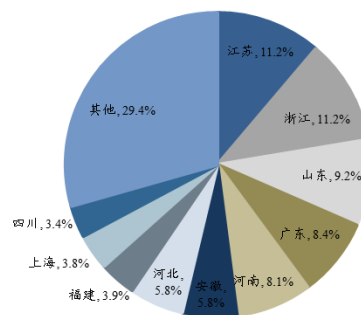
区域拓展层面，在传统江浙沪主流消费区域基础上，借助品类创新、新零售渠道加快外部市场推进节奏。一方面，当前黄酒品类销售仍以江浙沪地区为主，2024 年黄酒行业 CR3 在江浙沪传统区域收入占比仍达到 75%；另一方面，通过创新品类气泡黄酒的培育，逐步实现全国消费群体的培育和持续渗透。

图6：会稽山、古越龙山、金枫酒业 CR3 江浙沪地区、其他地区收入增速一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2025 年 618 活动期间会稽山气泡黄酒收入呈现区域多元化趋势



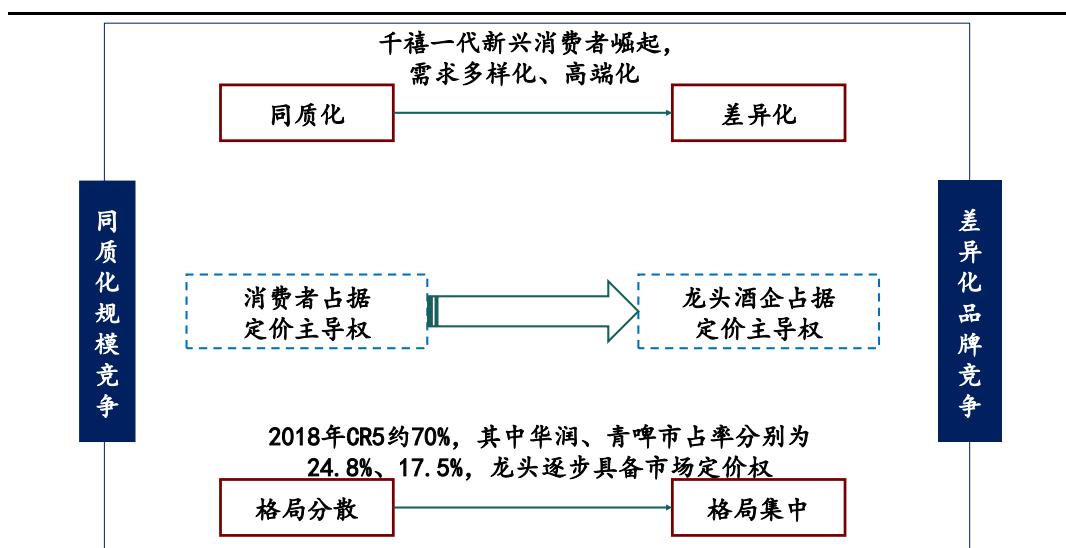
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 产业借鉴——供需共振引导中国啤酒产业升级

面对当下黄酒行业发生的积极变化，我们从一些成功的产业转型寻找逻辑支撑，如中国啤酒行业 2018 年以来供需两端共振，进而兑现产业升级，而当前黄酒产业供需两端具备相似驱动因素。

以中国啤酒产业为例，随着居民消费水平的稳步提升，2018 年以来我们看到产业的供需变化。供给端来看，啤酒处于寡头垄断竞争格局、区域竞争固化，以华润、青啤为代表的龙头利润诉求增强；需求端来看，消费者代际更迭，多元化需求下产品异质性加强，带动中高端市场加速扩容。借鉴啤酒产业兑现升级的逻辑，当前黄酒产业供需两端亦明显转变，供给端会稽山、古越龙山已呈现寡头垄断格局，高端化、年轻化、全国化成为战略侧重；需求端多元化趋势下对高品质的创新型产品接受度逐步提升。

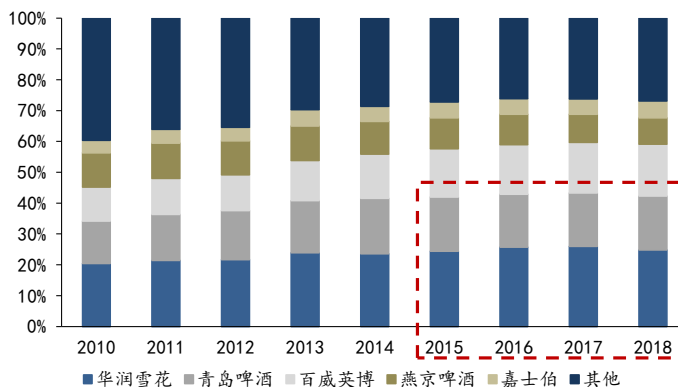
图8：啤酒产业升级思维导图一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

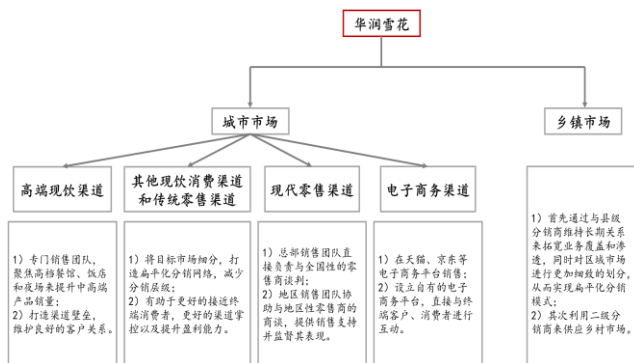
供给端来看，啤酒行业在 2013 年达到销量高点，此后进入深度调整期，销量下滑的同时啤酒行业 CR2 市占率维持在 40%+水平，随着消费水平的持续提升，龙头华润、青啤引导行业高端化升级，带动啤酒行业主流价位从 3-5 元升级至 6-8 元。渠道架构层面，设立专门高端餐饮、夜场等渠道事业部，匹配资源支持；产品矩阵层面，中高端+低档产品矩阵协同推进；人员激励层面，考核层面加大对中高端占比的权重倾斜等。具体来看，2018-2024 年华润、青啤、燕啤、重啤、珠啤吨价 CAGR 分别为+4.18%、+4.53%、+3.19%、+2.37%、+3.48%。

图9：2018 年啤酒行业 CR2 市占率维持在 40%+



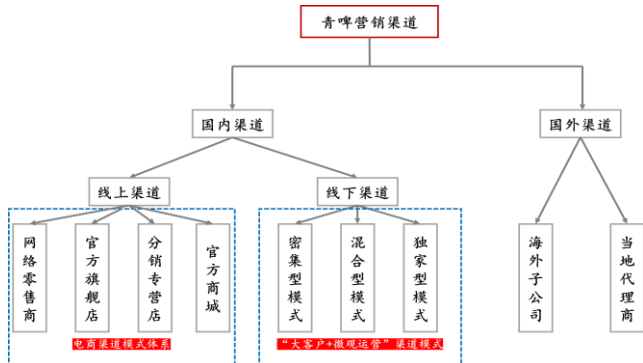
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：华润啤酒组织变革一览



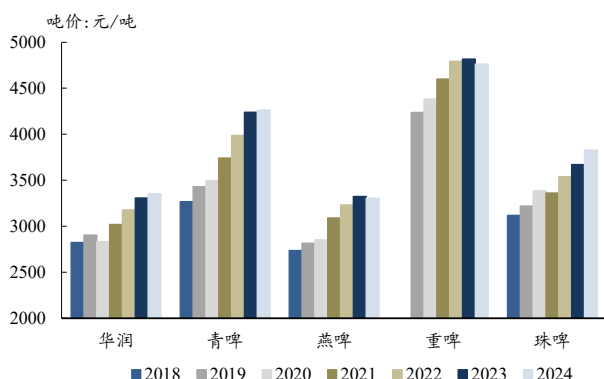
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图11：青岛啤酒组织变革一览



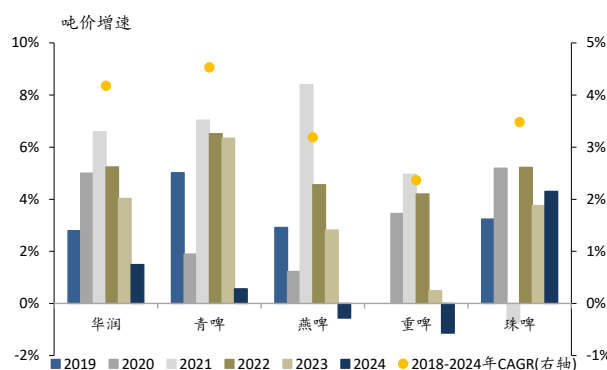
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图12：2018-2024 年啤酒龙头吨价一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2019-2024 年啤酒龙头吨价增速一览



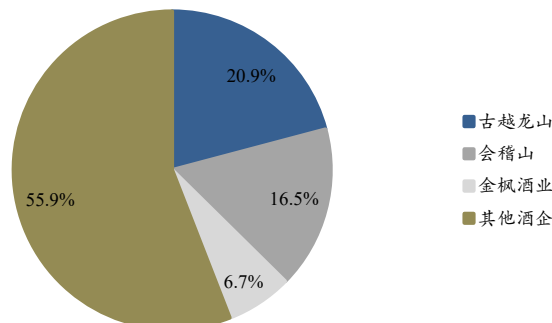
数据来源：Wind，东吴证券研究所，

注：其中重啤受嘉士伯资产注入影响，采取 2019-2024 年 CAGR 数据

对比来看，黄酒行业 2017 年以来持续调整，近几年龙头会稽山、古越龙山实现逆势增长，2023 年行业 CR2 市占率达到 37.4%，当前龙头已具备引导行业持续升级的能

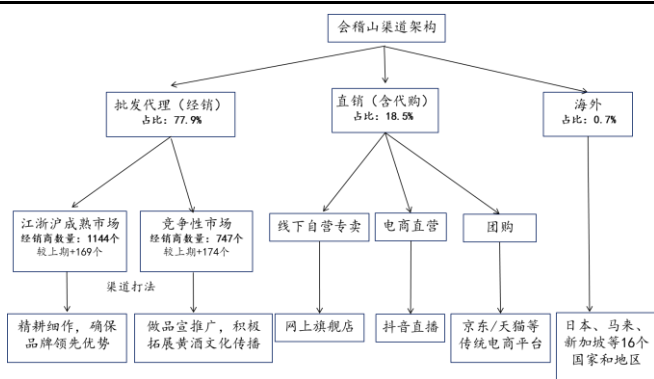
力，并在渠道架构、品牌创新、人员配备等层面均加力推进。2023 年以来会稽山、古越龙山中高档量价提升明显加快，未来结构升级的空间较大。

图14：2023 年黄酒行业 CR2 市占率为 37.4%



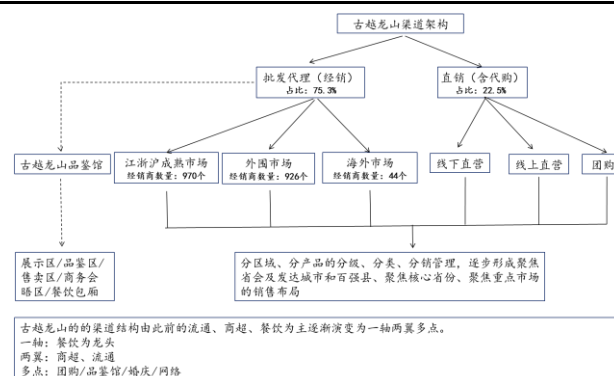
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：2024 年会稽山组织变革一览



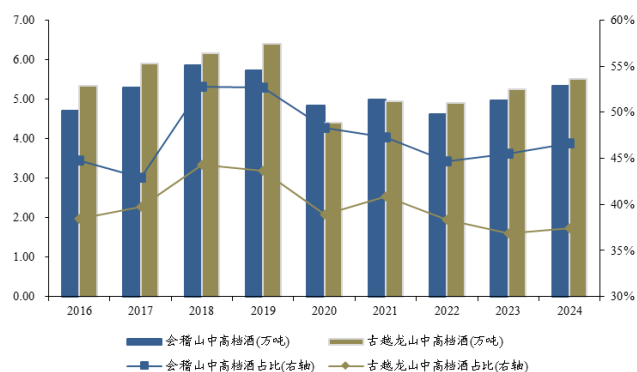
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图16：2024 年古越龙山组织变革一览



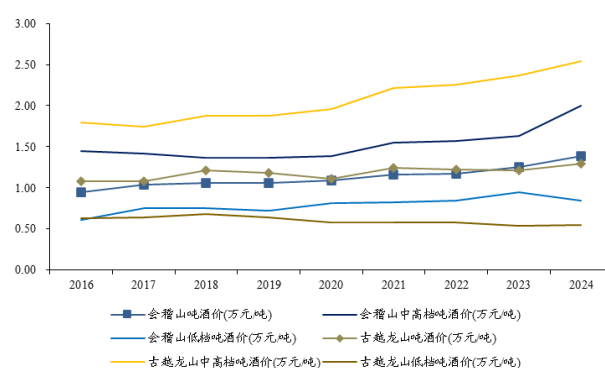
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图17：会稽山、古越龙山中高档销量占比处于低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

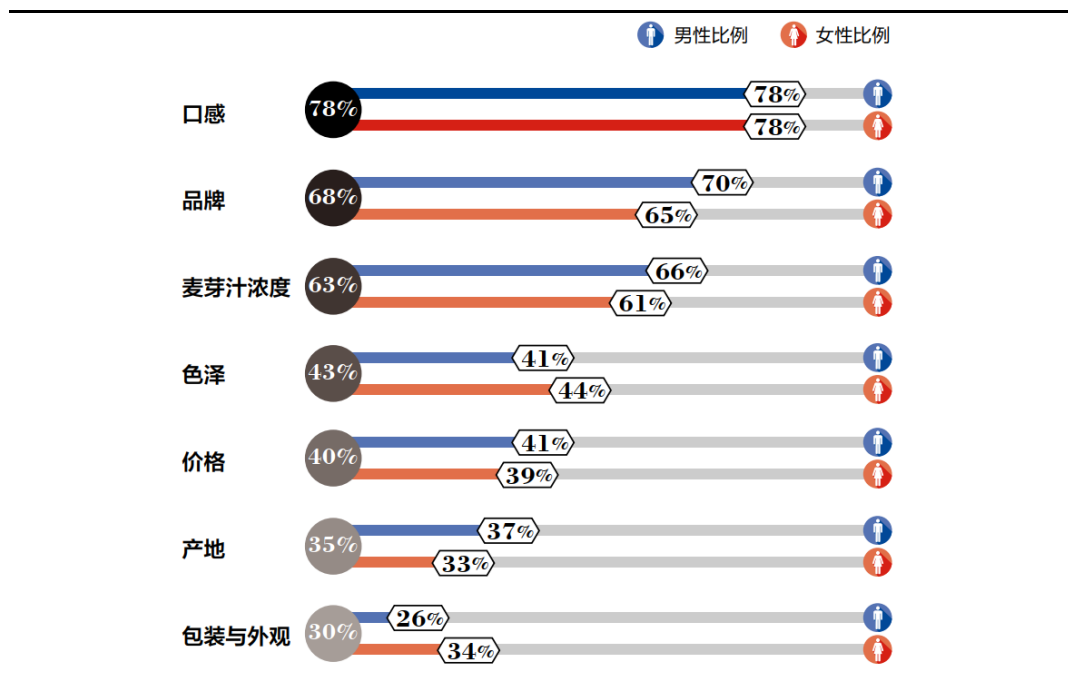
图18：会稽山、古越龙山中高档吨酒价加快提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

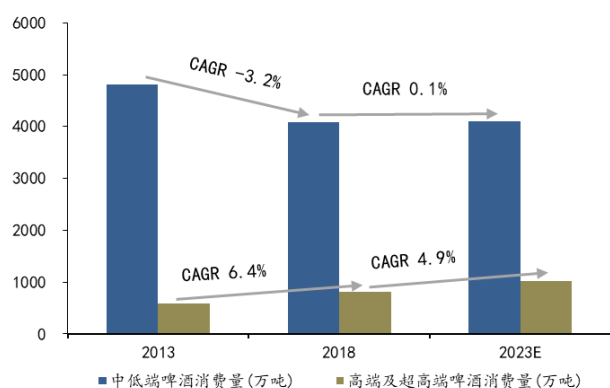
需求端来看，消费者酒类偏好呈现多元化趋势，啤酒购买的驱动因素亦有所变化。其中胡润百富《2019 中国酒类消费行为白皮书》调研了一二线城市高净值人群，在购买啤酒考虑因素方面，78%人群选择了口感，68%选择了品牌，也有 63%选择了麦芽汁浓度。具体来看，百威亚太招股说明书显示 2018-2023 年高端及超高端啤酒销量 CAGR 为 4.9%，而中低端啤酒销量 CAGR 为 0.1%，带动高端及超高端啤酒销量占比提升至 20% 水平。

图19：啤酒品类购买时的考虑因素



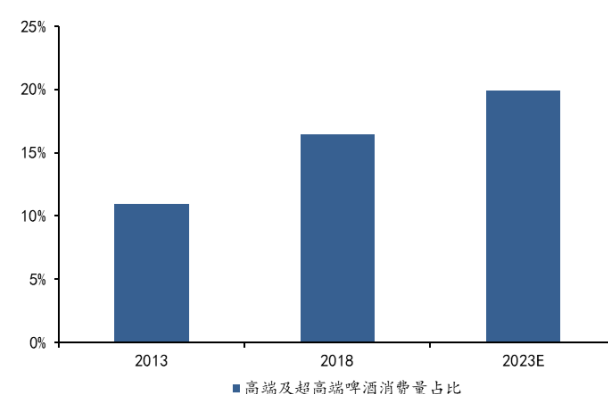
数据来源：《2019 中国酒类消费行为白皮书》，东吴证券研究所

图20：高端及超高端啤酒持续快速增长



数据来源：百威亚太招股说明书，东吴证券研究所

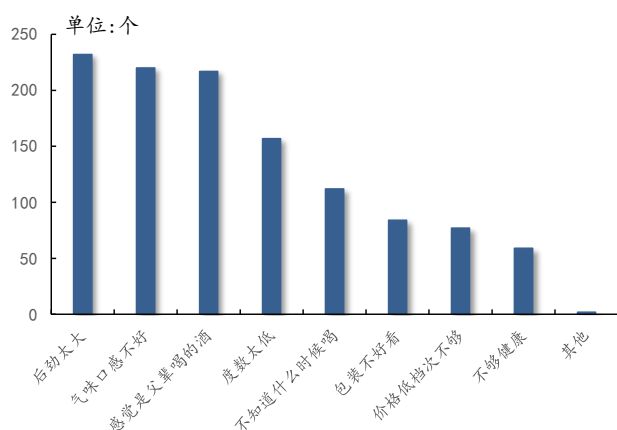
图21：高端及超高端酒消费量占比持续提升



数据来源：百威亚太招股说明书，东吴证券研究所

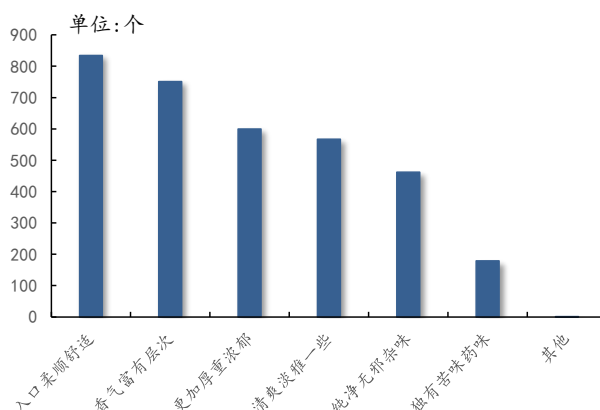
对比来看，黄酒亦需从品类口感突破来适应酒类主流消费者的口感需求。和君咨询2023年线下消费者调研显示，“后劲太大”、“气味口感不好”等是消费者不喝黄酒的原因，而选择黄酒的消费者更注重“入口柔顺舒适”、“香气富有层次”等。而清酒已验证技术进步与口感改变带来的品类突破，且其清爽淡雅、干净舒适与富有花果香气，更将清酒品类带向高端化、年轻化与全球化。24年11月，会稽山发布《高端黄酒分级标准》，在填补行业空白的基础上，也宣告中国黄酒迈入标准化与规范化。该标准以“15179工艺”建立技术锚点，在外观、香气、口感等维度实现感官体验的量化，推动黄酒品质提升。

图22：消费者不喝或少喝黄酒的原因



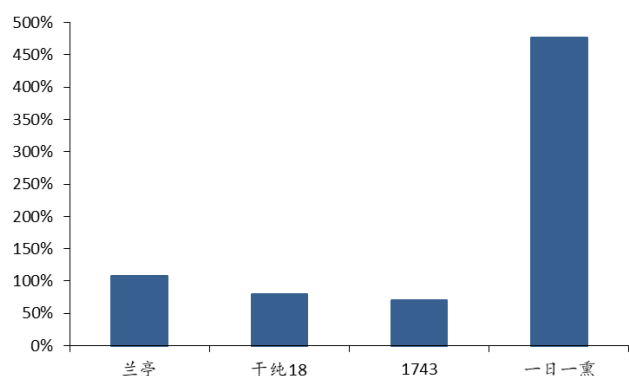
数据来源：和君咨询，东吴证券研究所

图23：消费者心目中好喝黄酒的原因



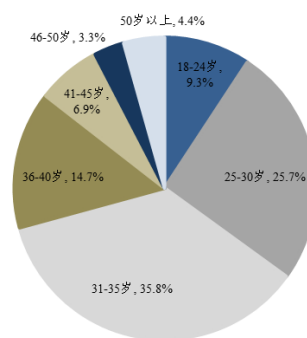
数据来源：和君咨询，东吴证券研究所

图24：2024年会稽山核心单品收入增速一览



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图25：2025年618活动期间会稽山“一日一熏”消费者画像一览



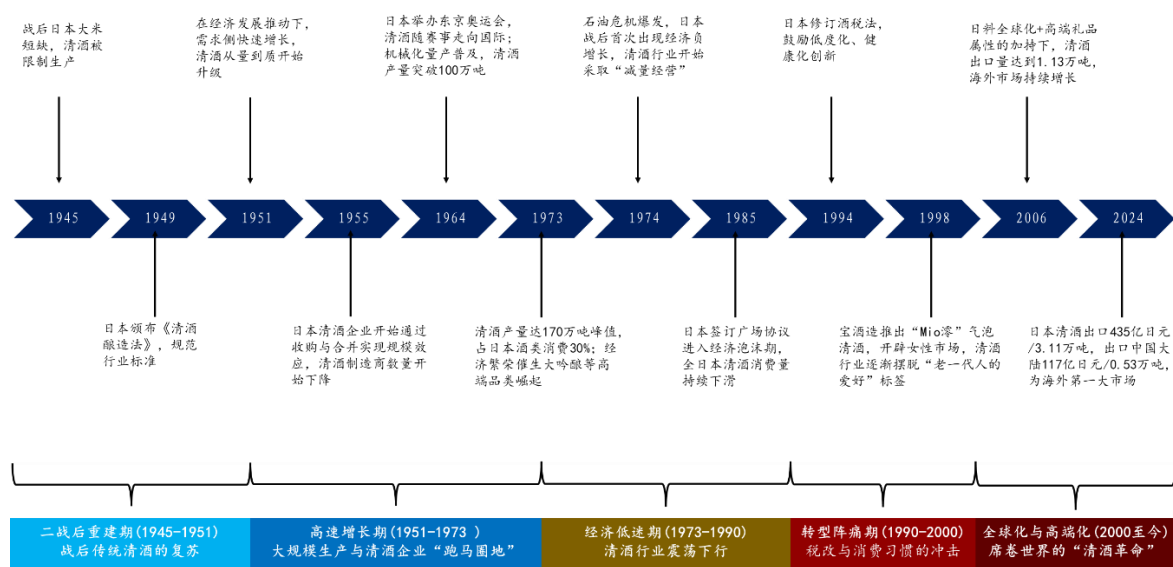
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 产业借鉴二——高端化下日本清酒产业逆势崛起

纵向复盘来看，日本清酒产业发展主要经历五个阶段，即战后重建期(1945-1951)、高速增长期(1951-1973)、经济低迷期(1973-1990)、转型阵痛期(1990-2000)、全球化与高端化(2000 年至今)。

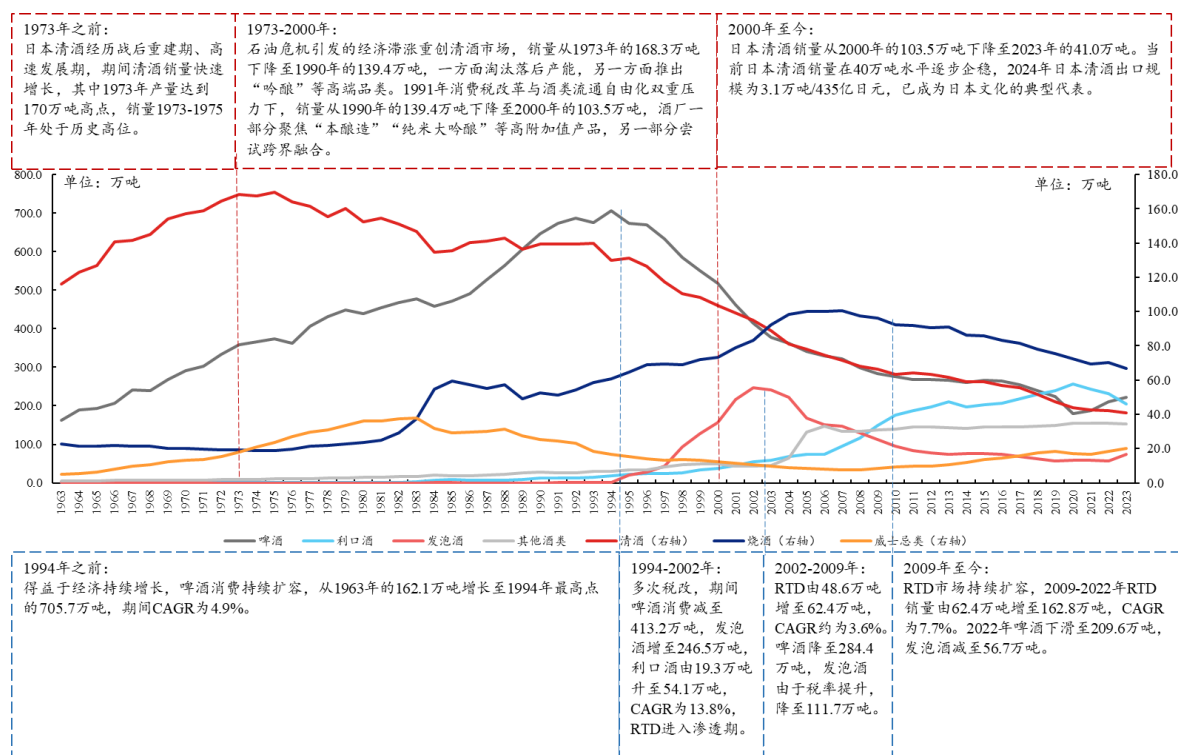
- 战后重建期(1945-1951): 战后传统清酒的复苏。二战结束后，日本粮食极度匮乏，清酒产业面临原料短缺与酿造设施损毁双重困境。政府通过《粮食管制法》限量供应大米，迫使酒厂缩减规模并改良工艺。这一时期行业回归“纯米酿造”本源，依靠留存的传统技法维持生产，中小作坊成为产业支柱。1951 年日本清酒产量恢复至战前七成，在粮食配给制度下奠定“小而精”的生产基调。
- 高速增长期(1951-1973): 大规模生产与“跑马圈地”。随着经济复苏，清酒产业迎来黄金年代。酒厂突破地域限制，通过“中央批发商+地方经销”模式快速铺开全国市场。技术创新成为核心竞争力，高温糖化、机械化清洗等技术普及，生产效率提升 30%以上。1964 年东京奥运会成为重要转折，清酒随赛事走向国际，同时企业开启“跑马圈地”策略，通过并购整合形成月桂冠、白鹤等区域龙头，清酒产量在 1973 年达到 170 万吨的产量高点。
- 经济低迷期(1973-1990): 清酒行业震荡下行。石油危机引发的经济滞胀重创清酒市场，家庭饮酒场景萎缩与年轻消费者流失导致需求锐减。行业陷入增产不增收困境，库存激增进而倒逼企业转型。一方面淘汰落后产能，酒厂数量锐减 50%；另一方面深耕品质革命，引入低温发酵、无菌过滤技术，推出“吟酿”等高端品类。
- 转型阵痛期(1990-2000): 税改与消费习惯冲击。1991 年消费税改革与酒类流通自由化双重压力下，行业迎来生死考验。传统经销体系瓦解，超市自有品牌抢占 20%市场份额。酒厂被迫探索新路径：一部分聚焦“本酿造”“纯米大吟酿”等高附加值产品，通过酒标设计、产地认证强化品牌辨识度；另一部分尝试跨界融合，开发低度清酒、调味酒适应年轻群体。这一阶段虽伴随 30%企业退出，却为后续高端化积累了技术与品牌势能。
- 全球化与高端化(2000 年至今): 席卷世界的清酒革命。进入 21 世纪，清酒企业实施“三极战略”：日本本土深耕单一产地认证，美国加州建立海外酿酒基地，中国、东南亚布局定制化产品线。技术上突破“酒米产地限制”，开发抗寒品种并在海外试种，同时运用分子感官科学解析风味物质，推动清酒从“经验酿造”迈向“精准调香”。日本清酒主要由宝酒造、白鹤、月桂冠、小山本家、大关、獭祭等引领，当前日本清酒销量在 40 万吨水平逐步企稳，海外占比持续提升，已成为日本文化的典型代表。

图26: 日本清酒产业发展复盘一览



数据来源：日本国税厅，东吴证券研究所

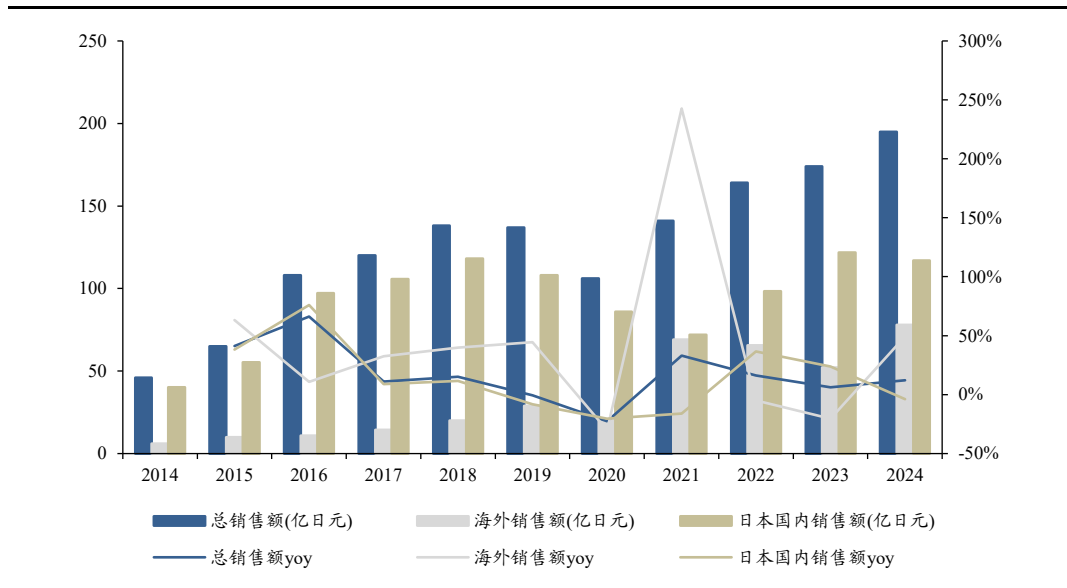
图27: 日本酒精饮料销量变化一览



数据来源：日本国税厅，东吴证券研究所

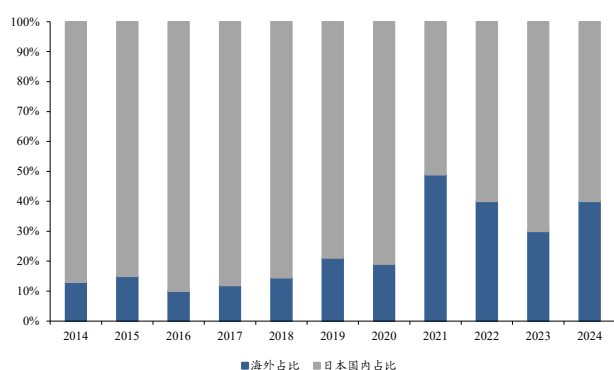
獭祭品牌作为日本清酒高端化转型的标杆，近些年的业绩轨迹清晰折射出清酒产业的全球化突围路径。具体来看，獭祭总销售额从2014年的46亿日元增加至2024年的195亿日元，期间CAGR为15.54%，其中日本国内销售额从2014年的40亿日元增加至2024年的117亿日元，期间CAGR为11.32%，海外销售额从2014年的6亿日元增加至2024年的78亿日元，期间CAGR为29.28%。最新2024年海外占比达到40%，以中国、美国、欧洲、东南亚为主。

图28：獭祭品牌销售额及同比增速



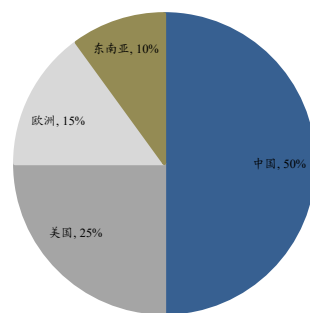
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图29：獭祭海外销售占比提升至40%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：2024年獭祭海外收入分区域占比一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：獭祭核心产品矩阵一览

等级	精米步合	产品名称	价格（720ml）	图片
纯米大吟酿	<二割三分	獭祭磨之先	3340-3999元	
纯米大吟酿	二割三分（23%）	獭祭23 二割三分	628-699元	
纯米大吟酿	三割九分（39%）	獭祭39 三割九分	260-445元	
纯米大吟酿	四割五分（45%）	獭祭45 四割五分	168-229元	

数据来源：公司官网，京东旗舰店，东吴证券研究所，注：表格中为 2025 年 6 月 30 日价格

表2：清酒价格体系分类一览

等级	精米步合	原料要求	工艺特点	典型风格	代表产品	价格区间（720ml）
纯米大吟酿	≤50%	米+米曲(无添加酒精)	精米步合极致打磨，纯米酿造，无任何酒精添加，代表清酒最高等级	清爽甘甜，层次丰富	獭祭二割三分、十四代龙泉	500-3000+元
大吟酿	≤50%	米+米曲+酿造酒精(≤10%)	精米步合同纯米大吟酿，但允许添加少量酿造酒精以提升香气	果香浓郁，口感轻盈	獭祭四割五分、月桂冠大吟酿	150-1000元
纯米吟酿	50%-60%	米+米曲(无添加酒精)	纯米酿造，精米步合稍高，保留更多米芯成分，是传统工艺与现代研磨的结合	甜润柔和	久保田万寿纯米吟酿	200-700元
吟酿	50%-60%	米+米曲+酿造酒精(≤10%)	添加少量酒精，中等研磨度，保留部分米香	香气清新	白鹤吟酿	100-300元
特别纯米酒	60%-70%	米+米曲(无添加酒精)	纯米酿造，精米步合进一步放宽，工艺简化	醇厚饱满，米香突出	白鹤纯米酒、大关醇酒	150-300元
特别本酿造	60%-70%	米+米曲+酿造酒精(≤10%)	基础款清酒，工业化生产为主，成本较低	平衡易饮，性价比高	菊正宗本酿造、松竹梅本酿造	100-200元
普通酒	≥70%	米+米曲+酿造酒精(可>10%)	无特殊工艺要求，精米步合未标注，可添加糖、酸等添加剂	米香浓郁，旨味明显	白鹤普通酒、大关樽酒	50-100元

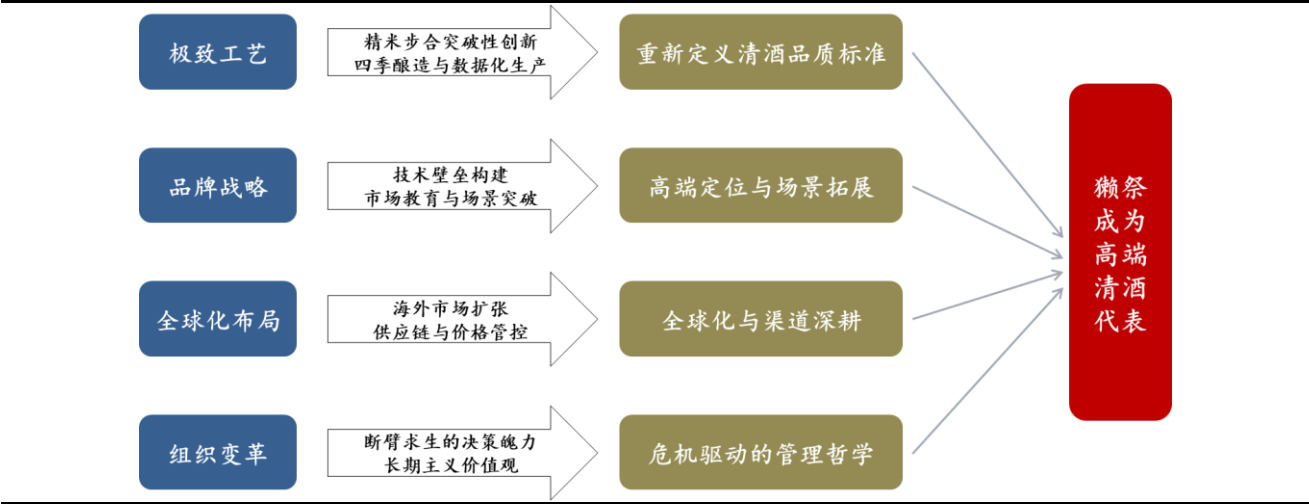
数据来源：公司官网，京东旗舰店，东吴证券研究所，注：表格中为 2025 年 6 月 30 日价格

獭祭（DASSAI）高端化的成功来自创新引领的极致工艺、专注纯米大吟酿并聚焦高端场景、深耕渠道并坚定全球化、坚持长期主义价值观等。

- 一是极致工艺，重新定义清酒品质标准。首先是精米步合的突破性创新：獭祭首创将糙米研磨至仅保留 23% 的米心，去除 77% 的外层（含蛋白质、脂肪等杂质），极大减少杂味，使酒体更纯净、香气更复杂；且獭祭仅选用日本顶级酿酒米“山田锦”，其心白大、淀粉集中，配合人工洗米技术（水分误差控制在 0.1% 以内），确保原料的稀缺性与稳定性。其次是四季酿造与数据化生产：獭祭通过恒温发酵（5℃±0.1）、离心分离技术实现全年生产，年产能提升至 200 万瓶，打破传统清酒仅在冬季酿造的局限；同时獭祭从蒸米、制曲到发酵，98% 工序通过传感器监控，仅保留 2% 人工干预（如洗米），实现标准化与品质可控。

- 二是品牌战略，高端定位与场景拓展。獭祭专注高端纯米大吟酿，拒绝普通清酒生产，通过“精米步合”概念建立技术壁垒，成为日本首个将精米步合作为核心卖点的品牌，同时多次作为日本国宴用酒，并获法国拉菲联名强化“顶级清酒”的认知。獭祭从产品本身、产品包装、营销、渠道多方入手，加大市场培育，迎合年轻女性、单身青年以及入门级清酒消费者需求，突破“老一代人的爱好”的标签。
- 三是市场拓展，全球化与渠道深耕。獭祭作为日料的佐餐饮品，通过布局海外日料店，乘“日料热”之东风进一步打开了海外市场。獭祭从 2010 年起开始布局中国市场，通过高端餐饮、免税渠道切入，到 2024 年中国市场海外营收占比达 50%，成为獭祭最大出口市场。在渠道管理方面，獭祭仅合作具备冷藏设备的经销商，确保运输中酒体稳定；同时通过区域配额制维持终端价稳定，避免低价倾销损害品牌价值。
- 四是组织变革，从危机到转型的管理哲学。獭祭管理层拥有断臂求生的决策魄力，1998 年“杜氏”团队离职后，社长樱井博志放弃传统杜氏制度转而推动数字化酿酒，建立标准化流程，实现“去经验化”生产；同时投入重金改造生产线，进行四季酿造的冒险尝试。獭祭坚持长期主义的价值观，秉持品质优先于规模，拒绝盲目扩产，坚持小批量手工酿造，维持高端稀缺性。

图31：獭祭品牌高端化思维导图一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

日本清酒原本是借鉴中国黄酒酿造法而发展起来的，两者同属于发酵酒，但黄酒的特点是丰满和复杂，清酒的特点是清爽和干净，造成差异的原因在于酒曲品种的不同、陈化时间不同、原料的品种及处理不同、酿造温度不同、成品酒后处理不同等。1) 黄酒用的是麦曲，清酒用的是米曲。2) 黄酒酿成后需要陈化熟成，并经过陶坛储存；清酒酿成后需要低温保存、并在两年内消费掉。3) 黄酒用的是支链淀粉含量比较高的糯米，黄酒没有磨米的步骤，适当脂类和蛋白质是丰满复杂口感的重要组成部分之一；清酒用的是直链淀粉含量比较高的粳米，同时清酒为了突出清爽特征，会磨掉很多米表层的蛋白质和脂肪。4) 黄酒在主发酵阶段温度控制在 30-31 度，期间不仅增值了丰富的酵母群，也产生大量成香成味物质；清酒整个酿造过程都是在 13-17 度半低温的环境下进行，整个发酵过程采用分段式投料，发酵平衡。5) 高品质黄酒为了确保丰满复杂、醇厚平衡的口感，一般会用澄清剂去除蛋白质；清酒在酿造结束后需要细致的脱色和除杂处理。

表3：黄酒和清酒的酿造工艺区别一览

	黄酒	清酒
酒曲品种	麦曲	米曲
陈化过程及时间	酿成后需要陈化熟成，并经过陶坛储存。	酿成后需要低温保存、并在两年内消费掉。
原料的品种及处理	原料为支链淀粉含量比较高的糯米，黄酒没有磨米的步骤，适当脂类和蛋白质是丰满复杂口感的重要组成部分之一。	原料为直链淀粉含量比较高的粳米，同时清酒为了突出清爽特征，会磨掉很多米表层蛋白质和脂肪。
酿造温度	从整个发酵过程来看，黄酒发酵的最适温度范围在 24-31 度。在黄酒发酵的主发酵阶段，温度控制在 30-31 度。这是酵母活跃并高效排出二氧化碳的理想温度范围。	整个酿造过程都是在 13-17 度半低温的环境下进行，整个发酵过程采用分段式投料，发酵平衡。
成品酒后处理	高品质黄酒为了确保丰满复杂、醇厚平衡的口感，一般会用澄清剂去除蛋白质。	清酒在酿造结束后需要细致的脱色和除杂处理。

数据来源：微酒，云酒头条，东吴证券研究所整理

日本清酒产业发展过程中实现了高端化蜕变，这个值得中国黄酒产业学习借鉴，建议从品牌文化、工艺创新、结构升级、区域外拓等维度加大突围。

- 品牌文化底蕴深厚。黄酒与啤酒、葡萄酒并称为世界三大古酒，起源于中国，拥有数千年历史。绍兴黄酒在 1915 年斩获巴拿马太平洋万国博览会金奖。1952 年第一届全国评酒会评出的八大名酒中，黄酒位列其中，第二届至第四届酒评会上，多款黄酒均连续获评国家名酒。国家名酒基因是黄酒复兴的底气，应该讲好黄酒文化故事，加强品牌文化建设。
- 工艺创新提升品质。黄酒头部企业加大研发投入进行工艺革新，解决黄酒“易上头、含糖多、嘌呤高”等突出问题。2019 年 4 月 1 日起正式实施的黄酒新标准 GB/T13662-2018《黄酒》，行业标准作为产业最低底线，保证黄酒的基础品质，并鼓励企业制定更高的酿造标准。2024 年 11 月会稽山公司发布《高端黄

酒分级标准》，该标准以“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）建立技术锚点，在外观、香气、口感等维度实现感官体验的量化，推动黄酒品质提升。

- 高端引领结构升级。当前黄酒行业高端化涵盖了主流价位的升级、高端价位的培育。一方面，当前黄酒消费价格带偏低，主流价位的升级更为迫切；另一方面，当前兰亭、国酿 1959 逐步构建价值标杆，高端黄酒应全面推进真实年份核心概念。会稽山·兰亭采用五大限定：限定原料、限定工艺、限定大师、限定储藏、限定年份(20/30 年以上存储周期)。而古越龙山国酿 1959 选用优质糯米为原粮，配以鉴湖水融汇成血，采用绍兴传承千年古法酿制而成，精选优质远年年份酒，保证酒体的醇香厚重。
- 渠道深耕区域外拓。长三角经济是全国发展的引擎，江浙沪商会的全国化以及江浙菜系的认同感持续提升，黄酒龙头应通过江浙沪商会、江浙菜馆抓住细分市场进行渠道深耕，坚定推进黄酒品类走出去战略。中长期来看，黄酒的全国化路径是基于根据地市场、板块市场、中心市场的泛全国化发展策略，即先依托根据地市场积蓄品牌势能，再逐步探索形成板块市场发展模式，最后通过中心市场实现黄酒的泛全国化。

表4：黄酒曾获评为国家名酒，多次作为国宴用酒

时间	品类	获奖酒企
第一届 (1952)	白酒	贵州茅台酒、山西汾酒、陕西西凤酒、四川泸州老窖特曲
	黄酒	浙江绍兴酒
	葡萄酒	山东烟台味美思、烟台红葡萄酒
	果露酒	烟台金奖白兰地
第二届 (1963)	白酒	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
	黄酒	浙江绍兴加饭酒，福建龙岩沉缸酒
	葡萄酒	北京夜玫瑰葡萄酒，山东味美思，山东白葡萄酒，北京夜光杯中国红葡萄酒
	果露酒	山东金奖白兰地，北京特制白兰地，山西竹叶青
第三届 (1979)	啤酒	山东青岛啤酒
	白酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
	黄酒	浙江绍兴加饭酒，福建龙岩沉缸酒
	葡萄酒	烟台红葡萄酒，北京中国红葡萄酒，河北沙城白葡萄酒，河南民权白葡萄酒
	果露酒	烟台味美思，烟台金奖白兰地，山西竹叶青
第四届 (1984)	啤酒	青岛啤酒
	白酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
	黄酒	绍兴加饭酒，沉缸酒
	葡萄酒	烟台红葡萄酒，中国红葡萄酒，烟台味美思，干白葡萄酒，半干白葡萄酒
	配制酒类	金奖白兰地，竹叶青酒，园林青酒
	啤酒	青岛啤酒，北京特制啤酒

数据来源：微酒，云酒头条，东吴证券研究所整理

表5：黄酒酿造工艺持续优化，产品品质稳步提升

痛点类型	痛点详述	关键改进技术	技术详述
产酒效率低	生产周期较长，由于其采用贮藏自然老熟，一般黄酒需要2年，好品质黄酒需要5年，高品质黄酒则需要10年以上贮存期才能成品对外销售，造成资金周转较慢、产量也难以扩大。 糖化能力较弱，原材料和水耗费等成本较高，原料利用率不足，出酒率较低。	热凝冷滤技术 响应面法优化发酵	先通过80度升温，使黄酒中的热凝固物析出凝聚，再通过冷水和冷冰将黄酒降至零下，再采用新型超滤（UF）膜技术过滤黄酒，可以去除酒中的大分子蛋白质、胶体物质、各种微生物，不杀菌即可达到发酵酒卫生标准，酒质清亮透明有光泽，大大延长瓶装黄酒的货架保存期。 通过Box-Behnken实验精准控制酒曲添加量0.9%、糖化时间63h、糖化温度31℃、酵母添加量0.39%、发酵温度32℃、发酵时间5天。可以极大缩短生产周期。
易上头	在黄酒酿造过程中，浸米环节易产生大量生物胺，并随大米进入后续发酵，致使黄酒中生物胺浓度过高。而酿造中产生过量生物胺（如组胺、酪胺）和高羟醇（异戊醇等）是导致头痛、宿醉主因。因此黄酒存在明显“上头”问题。	菌种定向选育 酶技术增效	接种非生产BA的植物乳杆菌从而降低浸米和黄酒中BA含量。腐胺和酪胺是浸米工艺和黄酒中的主要的BA，高于50%。乳酸菌在浸米工艺过程的菌群中占比高于90%。接种非产生BA的类植物乳杆菌可减少循环浸米水中78.4%的BA，黄酒BA含量降低87.7%。 克隆了来自糖多孢菌的潜在AO基因，并在大肠杆菌中表达，优化了AOs在黄酒中的催化效率和生物降解能力，以研究降解BAs的机制。筛选并克隆了糖多孢菌中胺氧化酶基因，发现潜在的能够降解生物胺的胺氧化酶基因在大肠杆菌中表达并纯化了胺氧化酶，异源表达获得的酶CaoAShi对生物胺的降解效果优于CaoASho，两种酶对组胺和苯乙胺的降解效果最好。利用这些成果，可有效降低生物胺含量，同时保留并强化黄酒特有的风味物质。
品质波动大	传统工艺中对微生物群落、温湿度等因素控制较为粗糙，导致批次差异大。 时间一长则易于形成蛋白质沉淀，造成选购美感度降低、货架存放时间短。	环境因子解析 蚁群算法优化的模糊控制方案	明确温度、水分、氧气为生麦曲微生物群落演替的关键驱动力，据此设计生麦曲智能仿真系统，实现风味稳定。 仿真时首先以方波输入模拟发酵过程中温度突变的情况，方波输入仿真结果显示蚁群算法优化算法后的模糊控制器响应速度快，超调量小，提高了控制精度。

数据来源：微酒，云酒头条，东吴证券研究所整理

图32：会稽山高端兰亭系列工艺特点

	品牌定位 兰亭发布全新的品牌定位与价值主张——高雅宴请，喝兰亭。中国高端黄酒领导者。主打高端礼品、商务宴请及文化收藏市场，寻找高端和年轻消费者。 文化底蕴 宣传“14°中国酒，国宴的选择”，主打“名士品格、温润雅致、百年传承”，借助“兰亭”IP，强化文人雅士形象，区别于竞品的历史窖藏概念，赋予品牌“高雅”、“历史国风底蕴”的文化奢侈品形象（《兰亭集序》故事营销） 工艺五大限定 限定原料：鉴湖特别保护区内经过超滤的鉴湖水+高精白糯米+传承281年酒药。 限定工艺：按照“15179”工艺，麦曲添加量为15%，浸米温度在10℃左右，头两把合计开耙温度≥70℃，发酵时间达90天以上。 限定大师：全线由国家一级酿酒师和国家一级品酒师共同酿造把关。 限定储藏：放入国家中央酒库陈藏、用优质老坛养育、采用低温冷藏技术陈酒。 限定年份：会稽山·兰亭20年以上存储周期，会稽山·兰亭大师30年以上存储周期。 包装设计 包装设计融合中国风元素（如青花瓷、书法等），强调文化附加值。
---	--

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图33：古越龙山高端国酿1959工艺特点

	品牌定位 是对祖国建国70周年的献礼，也是拉升黄酒价值，让黄酒实现高端化，时尚化的尝试与探索。高端宴会喝国酿1959，更显高雅。 酿造工艺 古越龙山国酿1959选用优质糯米为原粮，配以鉴湖水融汇成血，采用绍兴传承千年古法酿制而成。 品质基础 国酿1959所用的酒基源于中央酒库的优质酒基，40年酒龄，酒体醇香怡人，目前存世量少之又少，属于黄酒中的稀世之宝。 包装设计 国酿1959突破创新，采用汉白玉造型，一改原先黄酒作为普通消费品的形象，让人耳目一新。
---	---

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

4. 改革蓄力锐意进取，龙头竞合发展引领行业突围

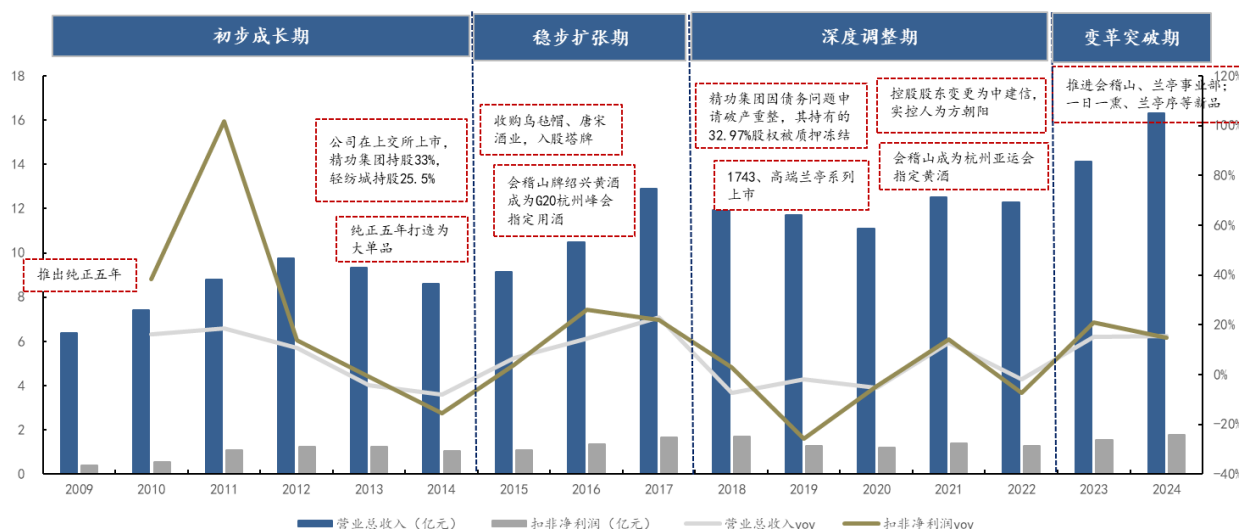
4.1. 会稽山：锐意进取，引领产业变革

新管理层锐意进取，人事、品牌、渠道多维发力。1) 管理体制上，2022 年底控股股东中建信入主，民企管理机制更加市场化，方董事长产业资源丰富，核心管理团队平均年龄不到 50 岁；2) 人事配备上，采取高考核目标、高激励模式筛选人才，销售人员快速从 2022 年的 230 人增加至 2024 年的 608 人；3) 品牌矩阵上，构建三大品牌战略，一是定位 20 元价位的纯正五年向 40 元价位的 1743 升级，二是中长期战略布局 500 元以上价位的兰亭，三是创新推出爽酒气泡黄酒；4) 渠道架构上，采取事业部制，成立兰亭/会稽山/全国化等事业部，同时将战区进一步精细划分，增强市场网格化覆盖。

“高端化、年轻化、全国化”战略已初显成效。高端化方面，一是重点推进纯正五年向 1743 升级；二是兰亭大师/国潮已形成高端品牌占位，同时推出定价 299/399 元的兰亭序 G20/G30；此外，传统主流品牌逐步提价，重塑渠道价值链。年轻化方面，一日一熏气泡黄酒 35 岁以下消费群体占比超 70%，打破了传统黄酒品类以 40 岁+群体为主的壁垒。全国化方面，一是成立电商事业部，线上销售收入从 2022 年的 0.40 亿元增加至 2024 年的 1.73 亿元，期间 CAGR 达到 107%；二是省外加强线下招商，经销商数量从 2022 年的 1318 家增加至 2025Q1 末的 1789 家。

股份回购已完成，拟用于股权激励或员工持股。2023 年 10 月 17 日发布回购方案，截至 2024 年 2 月 21 日已完成回购，整体回购 900 万股，占总股本的 1.88%，回购价格区间为 7.93 元/股-11.30 元/股，回购均价 10.63 元/股，使用资金总额 0.96 亿元。本次回购股份拟用于股权激励或员工持股计划，持续关注后续经营节奏。

图34：会稽山历史复盘一览



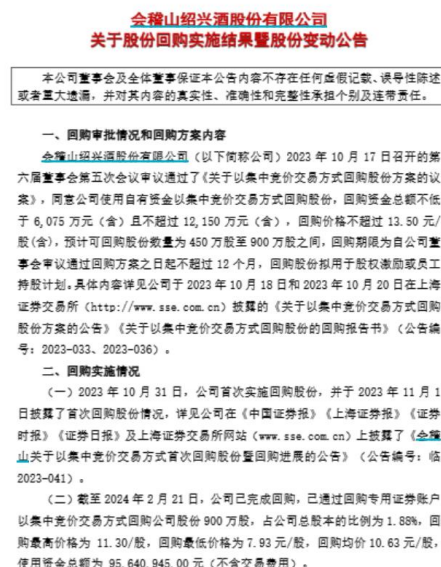
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图35：会稽山增长路径思维导图一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图36：会稽山已完成回购，拟用于员工持股或股权激励



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

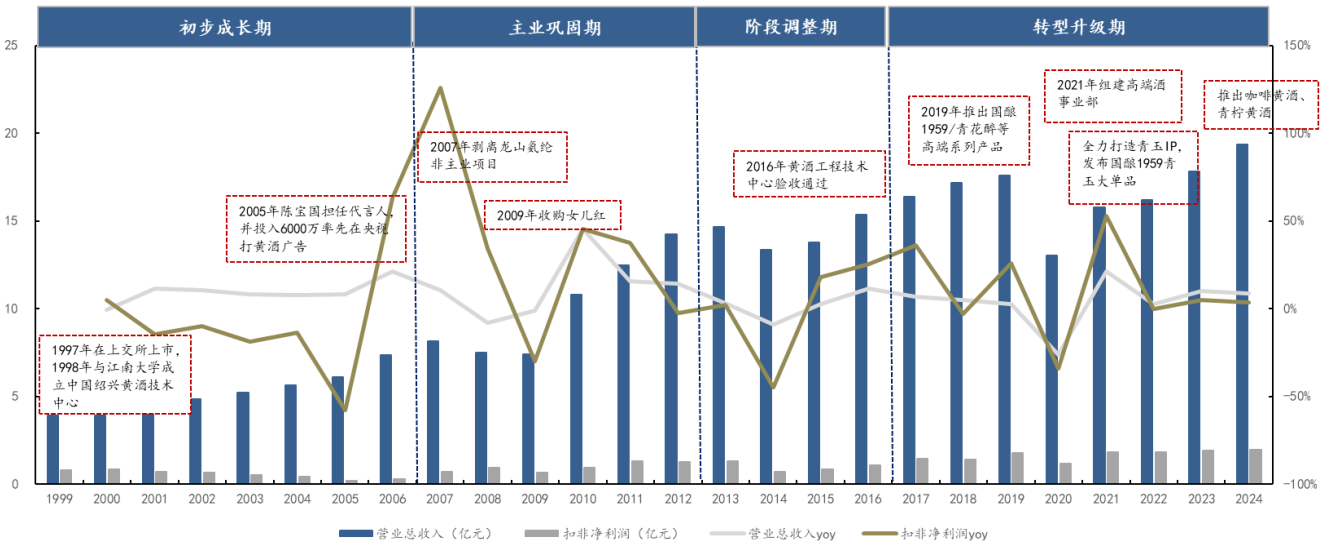
4.2. 古越龙山：跟进布局，期待机制优化

品牌资产更具优势，坚定执行高端化突围。拥有古越龙山、鉴湖、状元红、女儿红、沈永和五大核心优质品牌，全国知名度高、品牌力更强。当前坚持“高端引领、腰部壮大、大众稳固”战略，公司2019年初推出国酿系列，2021年成立高端酒事业部，通过定制高端品鉴、“名酒进名企”等活动强化圈层营销。

全国化先发优势明显，省内、省外协同推进。古越龙山全国化布局早、江浙沪之外基础相对更好。当前公司渠道架构升级为“一轴两翼多点”，以餐饮为龙头，以商超、流通为两翼，辅以团购、品鉴馆、专卖店、名烟名酒店、婚庆、网络等渠道，带动销量的全方位的提升。2020年重启“越酒行天下”战略推进全国化，2023年制定实施“一地一策”招商计划，2024年填补北方22个空白地级市市场，2025年重点开拓非成熟市场。整体江浙沪之外收入占比从2016年的27%提升至2024年的42%。

发布股份回购方案，关注经营机制改革优化。2025年4月23日发布回购方案，计划回购股份金额2-3亿元人民币(含)，回购股份价格不超过12.83元/股。古越龙山实际控制人为绍兴国资委，在机制效率、人才引进、业绩激励等方面相对保守，考虑到本次回购股份拟用于员工持股计划或股权激励，持续关注经营机制改革优化。

图37：古越龙山历史复盘一览



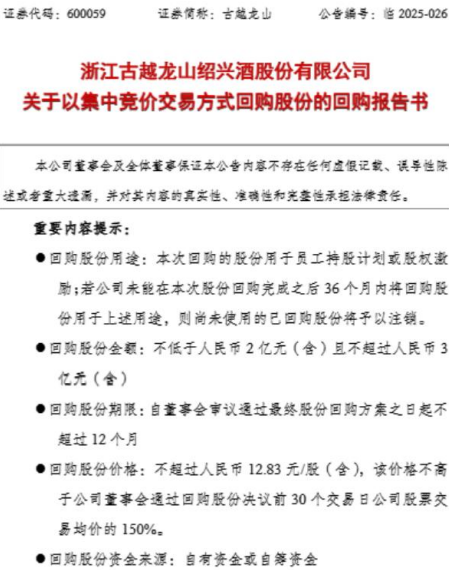
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图38：古越龙山增长路径思维导图一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图39：古越龙山计划回购用于员工持股或股权激励



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 投资建议

黄酒行业收入、利润在 2016-2017 年达到阶段性高点，此后持续深度调整，2023 年前后行业盈利能力明显抬升，龙头古越龙山、会稽山量价齐升，产品推新、渠道拓展引导产业变革。借鉴中国啤酒产业、日本清酒产业高端升级的路径，来探寻黄酒产业升级的逻辑支撑。一方面，当下黄酒产业供需两端的明显转变与 2018 年前后中国啤酒产业供需两端相似；另一方面，獭祭品牌依托极致工艺重新定义清酒品质标准、高端定位与场景拓展、全球化与渠道深耕、组织变革与长期主义等实现高端化蜕变，亦为当下黄酒产业高端化提供一种实现路径。考虑到黄酒行业当前的边际变化具备中长期产业逻辑，建议加强关注行业龙头会稽山、古越龙山。

表6：黄酒板块可比公司估值一览

日期	2025/7/4	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E
601579. SH	会稽山	19.4	93.2	0.5	0.6	0.8	38.9	31.4	25.6
600059. SH	古越龙山	10.5	96.1	0.2	0.3	0.3	44.2	39.5	35.1
平均值							41.5	35.5	30.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所，会稽山、古越龙山均为 Wind 一致预测

6. 风险提示

宏观经济不及预期。若经济增速不及预期，或将影响居民可支配收入水平，导致消费增长韧性不及预期。

食品安全问题。食品安全事关民生问题，黄酒产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康，是食品生产经营工作的重点。若出现食品安全事件，公司业绩以及形象都会遭到严重打击。

市场竞争加剧。在国内消费市场对高品质产品需求不断增长的背景下，黄酒行业龙头亦不断加大产品推新、渠道投入，国内中高档黄酒品类竞争进一步加剧，导致市场费用持续增长。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>