

会稽山 (601579)

锐意进取，重塑成长曲线

增持 (首次)

2025年06月18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

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,411	1,631	1,900	2,233	2,555
同比 (%)	15.01	15.60	16.48	17.52	14.40
归母净利润 (百万元)	166.63	196.19	231.61	280.26	327.66
同比 (%)	15.11	17.74	18.05	21.00	16.91
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.35	0.41	0.48	0.58	0.68
P/E (现价&最新摊薄)	61.12	51.91	43.97	36.34	31.08

投资要点

■ **黄酒迎品类价值回归机遇，年轻化亦加速突围。**黄酒发展历程源远流长，底蕴深厚，但区域性较强、消费群体相对狭窄，市场规模逐年下滑，2016-2023年规模以上黄酒企业数量从112家减至81家，收入/利润CAGR分别为-11.3%/2.5%，而中小黄酒企业逐步出清带来行业集中度稳步提升，2016至2023年CR3从18%升至44%。随着政务消费场景的进一步收缩，商务消费的疲弱延续，以及由此带来的白酒渠道价值链重新洗牌，黄酒的错位发展机会更好。此外，健康、低度、养生属性持续推动黄酒消费群体破圈（会稽山气泡黄酒年轻购买人群占比超40%），因其介于轻松与浓烈之间特性，形成“雅俗共赏”定位，可满足从社交场景到个人追求多样化需求，从传统宴席、商务接待，到夜间经济、个人小酌，场景边界不断拓宽。在年轻化方面，黄酒以低度取得相对更好的便利优势，随着“饮酒平权”概念的兴起，黄酒迎来品类价值回归机遇。

■ **会稽山历史底蕴深厚，营收稳步上台阶。**2019~2024年公司营收/归母净利润CAGR分别6.86%/3.34%，尤其2023Q2以来成长领跑行业，2024年营收/归母净利同比+15.6%/17.74%，营收提速，产品破圈，我们认为，公司近年来增长动能可以归纳为战略聚焦（高端化+年轻化）、渠道突破、组织适配（事业部制+团队扩充）等共同作用结果。公司以高端化打开价格空间，以文化+潮流双线传播重塑品类价值，重构黄酒价值链，并通过渠道深耕与组织活力保障落地效率，短期看，依托强势区域精耕、双寡头同步提价，重点产品多点式发力，公司将保持增长惯性。

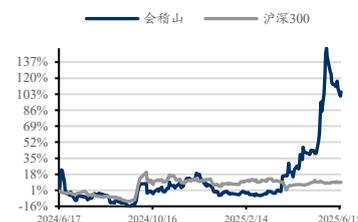
■ **锐意进取，树立成长新势能。**22年末公司控股股东变更为中建信浙江公司，2023年初公司董事长和总经理同步焕新，中建信方朝阳正式担任会稽山董事长、杨刚为总经理，新管理团队上任后更加坚定推动实施高端化和年轻化战略，并优化营销组织架构（成立独立兰亭高端黄酒运营事业部），连续两年实现营收与净利润15%+稳健增长。**1) 产品矩阵：**高端主打“兰亭”系列，纯正五年、1743为核心腰部产品，并推出气泡黄酒“一日一熏”，适配年轻群体，2025年618抖音销售额破千万，成功开辟“低度潮饮”新赛道，24年中高档酒营收同比+31%，毛利率达61.6%（同比+6.8pct），高端化成效逐显。**2) 渠道深耕：**核心市场强化终端氛围、培育市场加大铺货，并持续开发餐饮终端绑定佐餐消费习惯，通过抖音直播、旗舰店升级抢占年轻用户心智，24年公司线上销售收入同增90%；**3) 组织架构：**“会稽山”与“兰亭”分设事业部，资源聚焦高端产品与大众市场，并在浙江部分区域开展联盟体模式，保证价格稳定性、增益核心终端利益，充分调动渠道积极性，24年兰亭事业部收入同增108%，客户数量翻倍突破100家。此外，公司持续推动销售团队扩容，24年销售团队突破600人，推行“业绩挂钩收入”机制，激发能动性。

■ **机制领先，仍有空间。**公司作为三家上市黄酒企业唯一民营企业，拥有一定的体制优势，机制也更加灵活。公司2024年初完成900万股的回购，拟用于股权激励或员工持股，我们认为公司后续激励有望推出。

■ **盈利预测与投资评级：**预计2025-2027年归母净利润为2.3/2.8/3.3亿元，对应2025-2027年PE为44/36X/31X，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**经济不及预期、提价传导不顺利、竞争加剧、食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.24
一年最低/最高价	8.73/26.78
市净率(倍)	2.68
流通A股市值(百万元)	10,183.80
总市值(百万元)	10,183.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.93
资产负债率(%,LF)	17.67
总股本(百万股)	479.46
流通A股(百万股)	479.46

相关研究

内容目录

1. 引言	5
2. 黄酒行业：云开月明，品类价值回归	6
2.1. 行业概况：文化底蕴深厚，市场过于集中	6
2.2. 格局分析：产销双集中，龙头份额稳步提升	8
2.3. 拐点初显：饮酒“平权时代”已至，品类价值顺势回归	11
2.3.1. 供给端：双雄抱团提价，高端化循序渐进	13
2.3.2. 需求端：年轻化风起，多元场景延伸	15
2.3.3. 政策端：支持力度加大，助力产业振兴	17
3. 公司概况：改革破局，树立新成长势能	19
3.1. 黄酒行业龙头，积极探索变革	19
3.2. 治理结构优化，市场机制灵活	20
3.3. 营收成长提速，盈利趋势向上	22
4. 增长动因拆解：顶层设计领先，战略执行坚定高效	26
4.1. 产品布局：矩阵完善，高端化、年轻化双轮驱动	26
4.2. 渠道深耕：明确定位，织密网络	30
4.3. 品牌传播：年轻化运营与时俱进，场景营销推动破圈	32
4.4. 组织架构：组织裂变激活潜能，事业部制灵活高效	33
5. 盈利预测及估值	36
6. 风险提示	37

图表目录

图 1: 黄酒产业链梳理.....	6
图 2: 黄酒发展历程图.....	7
图 3: 规上黄酒企业收入及同比增速.....	8
图 4: 规上黄酒企业利润及同比增速.....	8
图 5: 黄酒行业产量及同比增速.....	8
图 6: 全国黄酒生产企业数量变化.....	8
图 7: 2024 年黄酒行业产量区域分布情况.....	9
图 8: 2024 年黄酒行业品牌数量区域分布情况.....	9
图 9: 2019-2024 年会稽山分地区销售收入.....	9
图 10: 2019-2024 年古越龙山分地区销售收入.....	9
图 11: 2016-2023 年中国黄酒行业 CR3.....	10
图 12: 2016-2023 年黄酒行业规上企业数量 (单位: 家).....	10
图 13: 2016-2024 年黄酒行业前三名累计主营业务收入.....	10
图 14: 黄酒行业品牌 2024 年收入规模划分.....	10
图 15: 各酒类占比对比.....	11
图 16: 各酒类产量走势.....	11
图 17: 古越龙山分产品拆分.....	12
图 18: 会稽山分产品拆分.....	12
图 19: 不同年龄段消费者喜欢喝黄酒的主要原因.....	15
图 20: 2024 年一日一熏气泡黄酒消费者年龄段分布.....	15
图 21: 不同酒类各场景匹配度.....	15
图 22: 古越龙山“慢酒馆”.....	15
图 23: 黄酒出口量变化.....	16
图 24: 黄酒出口金额变化.....	16
图 25: 古越龙山东京品鉴会.....	16
图 26: 会稽山出海举措.....	16
图 27: 黄酒相关支持政策梳理.....	17
图 28: 发展历程图.....	19
图 29: 股权结构图.....	20
图 30: 公司历年分红情况.....	22
图 31: 会稽山和古越龙山营收对比.....	22
图 32: 会稽山和古越龙山归母净利润对比.....	22
图 33: 营收及 yoy.....	23
图 34: 归母净利润及 yoy.....	23
图 35: 分产品营收情况.....	23
图 36: 分产品营收 yoy.....	23
图 37: 分产品收入占比.....	24
图 38: 2024 年分产品收入占比.....	24
图 39: 毛利率与净利率.....	24
图 40: 公司期间费用率情况.....	24
图 41: 公司设计产能与实际产能.....	26
图 42: 公司黄酒库存量.....	26

图 43:	2020~2024 年中高端黄酒量价同比增速拆分	27
图 44:	分产品毛利率情况.....	27
图 45:	提价传导机制.....	28
图 46:	改版 1743 设计.....	29
图 47:	“一日一熏”气泡黄酒.....	29
图 48:	2024 年“一日一熏”气泡黄酒线上销售渠道分布.....	29
图 49:	2024 年“一日一熏”气泡黄酒消费者年龄分布.....	29
图 50:	“一日一熏”气泡黄酒电商渠道销售额.....	30
图 51:	分区域营收情况.....	30
图 52:	分区域营收 yoy.....	30
图 53:	分渠道营收情况.....	31
图 54:	2024 年分渠道营收占比.....	31
图 55:	经销商拓展情况.....	31
图 56:	分区域经销商拓展情况 (单位: 个)	31
图 57:	会稽山与地产酒渠道利润率拆分.....	31
图 58:	会稽山与地产酒渠道利润率拆分.....	31
图 59:	线上渠道收入情况.....	32
图 60:	公司第四季度营收情况.....	33
图 61:	蟹酒三部曲.....	33
图 62:	一日一熏线下宣传活动.....	33
图 63:	会稽山产品推介官.....	33
图 64:	“1+N”联盟体模式架构及要求	35
图 65:	销售人员数量变化及占比.....	35
表 1:	不同黄酒分类类型.....	7
表 2:	各派系黄酒情况.....	8
表 3:	行业高端化拐点逐显.....	12
表 4:	古越龙山&会稽山量价拆分	12
表 5:	黄酒企业提价情况梳理.....	13
表 6:	部分黄酒企业高端化举措.....	14
表 7:	黄酒企业年轻化举措.....	14
表 8:	中建信部分投资项目梳理.....	21
表 9:	公司管理层情况.....	21
表 10:	会稽山主要产品.....	26
表 11:	会稽山事业部架构.....	34
表 12:	公司盈利预测 (单位: 百万元)	36
表 13:	可比公司估值.....	36

1. 引言

2019~2024 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 6.86%/3.34%，尤其是 2023Q2 开始季度平均增速保持双位数。2024 年公司营收/归母净利润同比上升 15.6%/17.74%，营收上台阶，年轻化气泡黄酒出圈，会稽山成为黄酒行业一抹亮色。

我们认为，会稽山近年来增长动因可以归纳为战略聚焦（高端化+年轻化）、渠道突破（餐饮破局+线上爆发）、组织适配（事业部制+团队扩充）等共同作用的结果。公司以高端化打开价格空间，以文化+潮流双线传播重塑品类价值，重构黄酒价值链，并通过渠道深耕与组织活力保障落地效率，短期看，依托强势区域精耕、双寡头同步提价，重点产品多点式发力，公司将保持增长惯性。

从整个酒类市场角度，黄酒寡头长期增长逻辑有明显改善。随着酒类政务消费场景的进一步收缩，商务消费的疲弱延续，以及由此带来的白酒渠道价值链重新洗牌，黄酒的错位发展机会更好，伴随酒饮消费平权，黄酒迎来品类价值回归新机遇。

2. 黄酒行业：云开月明，品类价值回归

2.1. 行业概况：文化底蕴深厚，市场过于集中

黄酒是以稻米、黍米、小米、玉米、小麦、水等为主要原料，经加曲或部分酶制剂、酵母等糖化发酵剂酿制而成的发酵酒。黄酒的起源来自于谷物酿酒，采用的是双边发酵法，即发酵过程中多种产酶微生物进行淀粉糖化发酵的同时，酵母产酒精亦同时进行，从而赋予了黄酒独特的风味与功能。黄酒之“黄”，主因最初酿造出来的酒液色泽黄亮，呈澄黄或琥珀色，清澈透明，故而得名。

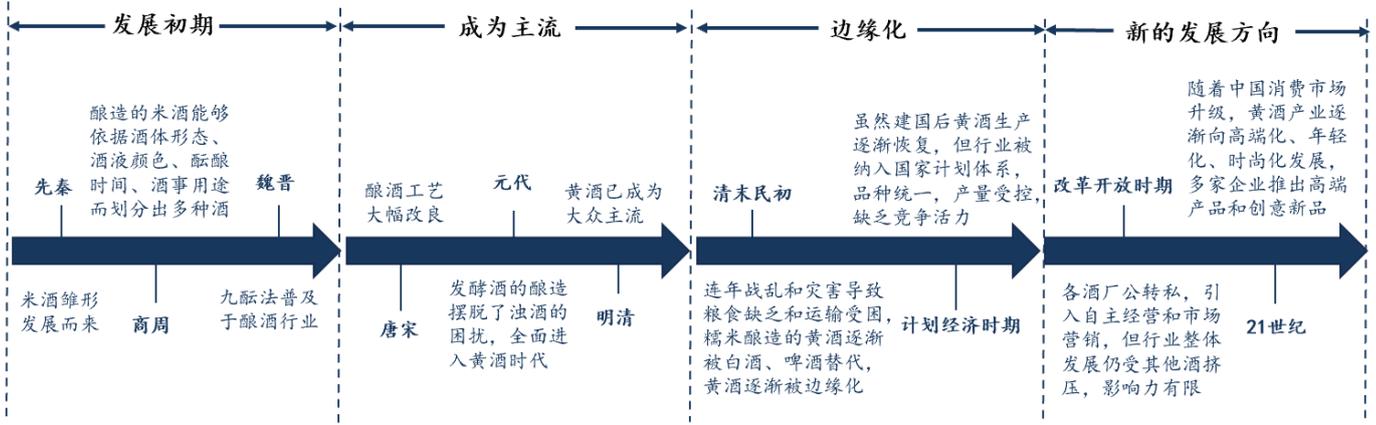
图1：黄酒产业链梳理



数据来源：智研咨询、东吴证券研究所

发展历程源远流长，文化底蕴深厚。先秦时期，黄酒雏形初现，当时主要以米酒为主，酿造工艺相对简单，多为家庭自酿自用，用于日常生活和祭祀活动，在社会生活中占据着重要地位。唐宋时期，黄酒成为文人雅士的象征，陆游、白居易等诗人以酒入诗，女儿红、状元红等典故兴起，黄酒与江南文化深度绑定。明清时期，黄酒的酿造技术达到了新的高度，工艺更加成熟和完善，成为社会各阶层广泛饮用的主流酒种，南北方酿酒原料的多元性为酿酒业提供了多样化选择，不同地区的黄酒呈现出各自独特的风格和特点。伴随人们饮酒健康意识的提高和对传统文化的重视，黄酒以其低度、营养丰富等特点，逐渐受到消费者的关注和青睐。

图2: 黄酒发展历程图



数据来源: 智研咨询、东吴证券研究所

细分来看, 根据糖分高低的分类, 黄酒可以分为干型黄酒(元红)、半干型(加饭、花雕)、半甜(善酿)、甜型(香雪); 按酿造工艺来分, 可以分为固态发酵黄酒和液态发酵黄酒。一般来说, 采用现代液态发酵技术, 发酵速度快, 相比固态发酵黄酒, 营养成分低, 可能会添加食品添加剂, 如焦糖色等。

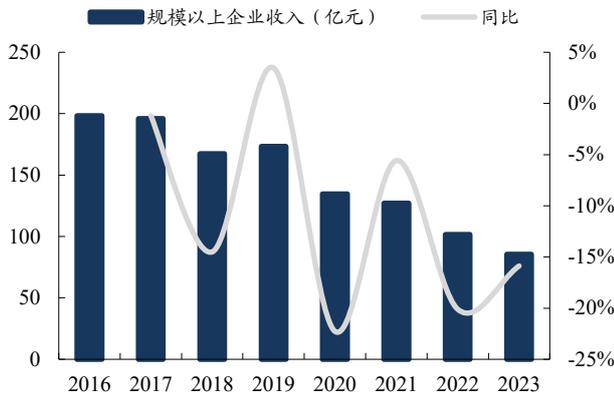
表1: 不同黄酒分类类型

分类标准	类型	代表酒种	产品特点	代表产品
糖分高低	干型黄酒	元红	含糖量低(≤1%), 多用于佐餐或烹饪	古越龙山元红酒
	半干型黄酒	加饭、花雕	含糖量适中(1-3%), 适合直接饮用	古越龙山加饭酒、女儿红花雕酒
	半甜型黄酒	善酿	含糖量较高(3-10%), 口感柔和	咸亨善酿酒、即墨老酒善酿
	甜型黄酒	香雪	含糖量>10%, 适合女性及低度酒消费者	古越龙山香雪酒、即墨香雪
酿造工艺	固态发酵黄酒	花雕、加饭等	使用蒸熟的粮食发酵, 传统工艺, 不添加添加剂	女儿红花雕酒、塔牌加饭酒
	液态发酵黄酒	部分低端黄酒	使用淀粉糖化液等液态原料, 发酵快, 可能添加色素和甜味剂	金枫液态黄酒、红梅黄酒

数据来源: 《黄酒》(GB/T 13662-2018)、东吴证券研究所

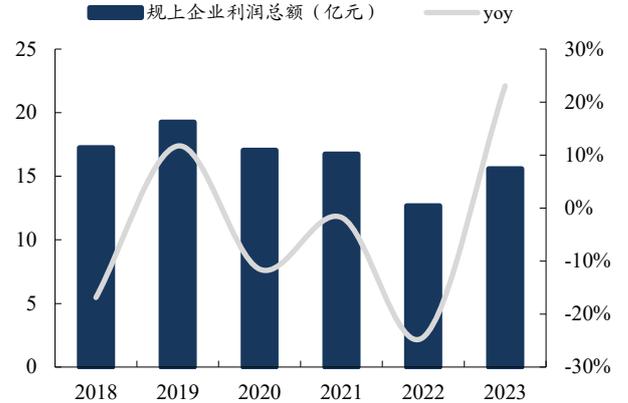
区域性特征突出、消费群体相对狭窄, 市场规模逐年下滑。2023年全国黄酒生产企业完成销售收入210亿元, 同比增长2.1%, 实现利润总额19.5亿元, 同比增长8.5%。2016-2023年, 规模以上黄酒企业数量从112家缩减至81家, 累计销售收入由2016年的198.23亿元降至2023年的85.47亿元, 规模以上黄酒累计实现利润总额15.58亿元, 同比增长23%。

图3: 规上黄酒企业收入及同比增速



数据来源: 中国酒业协会、东吴证券研究所

图4: 规上黄酒企业利润及同比增速



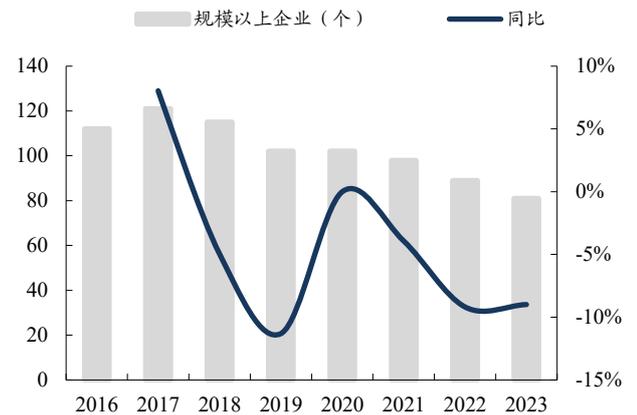
数据来源: 中国酒业协会、东吴证券研究所

图5: 黄酒行业产量及同比增速



数据来源: 前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图6: 全国黄酒生产企业数量变化



数据来源: 智研咨询、东吴证券研究所

2.2. 格局分析: 产销双集中, 龙头份额稳步提升

地域属性明显, 江浙沪地区为主产区。我国黄酒主要分为江浙流派、客家流派与湖北流派, 当前黄酒行业产销依然高度集中于江浙沪地区, 市场规模占全国 79%, 其中, 浙江省是黄酒的核心产区, 凭借其得天独厚的自然环境、优质的水源以及悠久的酿造传统, 成为黄酒产业的集聚地。2024 年浙江省黄酒产量占全国总产量的 57.02%, 在全国黄酒产业中占据半壁江山以上, 拥有古越龙山、会稽山等知名黄酒企业, 其他省份如广东、河南、安徽等地区布局较为分散、占比较小。

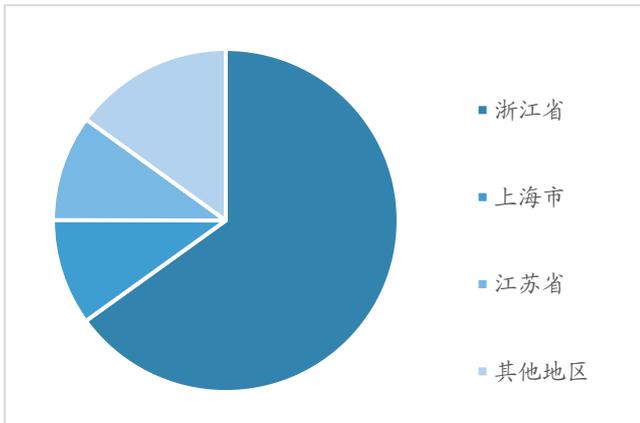
表2: 各派系黄酒情况

派系	特点	主要地区	代表性品牌	口感风味	工艺	消费人群定位
----	----	------	-------	------	----	--------

越派黄酒	以自然本味、醇厚绵柔为核心，强调自然发酵，保留原汁原味，香气复合悠长，酒体细腻丰满。	浙江绍兴，涵盖周边古鉴湖流域	古越龙山、会稽山、塔牌、女儿红、越红酒	醇厚、浓郁、回味悠长	以糯米与鉴湖水为原料，经时令制曲、浸米蒸饭、复式发酵、开耙控温、压榨煎酒，再经陶坛泥封陈酿三年以上，传承国家级非遗绍兴黄酒酿制技艺。	中老年消费者、传统文化爱好者
梅派黄酒	梅派黄酒以广东梅州客家娘酒为根基，酒体红褐透亮，甜绵醇和，兼具养生属性与客家民俗文化。	广东梅州全域	客家娘酒、梅瓶黄酒	清爽、微甜、果香、低度	以晚稻糯米为原料，经浸米、大火转文火蒸透、拌奋族草药酒曲发酵、压榨后，以谷糠坛阴火炙烤灭菌增香，梅瓶系列另增陈酿提香与-5到-7℃三段式冷冻除杂工艺，融合传统与创新。	年轻消费群体、女性消费者
湘派黄酒	依托湖湘水土，融合传统与创新，解决甜腻和存放问题，酒精度适中，营养丰富，风味清雅绵甜。	湖南郴州，辐射岳阳	盛景山河、古越楼台、舜麦香	较干型、平衡、入口顺滑	以湘南糯米、麦曲、山泉水为原料，经浸米蒸饭、拌曲化、辅以白酒，采用“四酶二曲一酵母”生物发酵，结合88-92℃煎酒灭菌（保质期20年）、陶坛陈酿及-5℃低温过滤，形成古今结合制程。	商务宴请、口感偏清淡者
闽派黄酒	以古田红曲为核心发酵剂，融合药曲，酒体富集洛伐他汀等活性成分，兼具风味复合性与养生属性。	福建福州、龙岩、屏南、建瓯、永安	永安吉山红、建瓯老酒、土红曲老酒等	醇正柔和、略带酸甜、层次丰富	以红曲与药曲发酵，经浸米蒸饭、“一水二曲三饭”下坛、开耙控温、谷壳微火焗酒灭菌，陶坛陈酿≥3年，其中沉缸酒特含“三沉三浮”（加米烧酒调控发酵）工艺。	喜爱南方甜型酒者、本地饮用群体
苏派黄酒	追求“清爽柔和、温雅清冽”，糖酒酸平衡度高。	江苏苏南	沙洲优黄、丹阳封缸酒、惠泉黄酒、同里红、吴宫老酒、白蒲黄酒。	麦曲香交融米香，复合清雅酒体清爽醇和，回甘悠长。	以苏南糯米、麦曲和太湖/惠山泉水为原料，经浸米蒸饭、控温发酵、压榨煎酒等传统工序，融合热灌装、生物发酵等现代技术，独创冲水冷却与熟曲工艺，结合智能制造实现标准化生产。	江南本地偏爱低度数，日常饮用的消费者

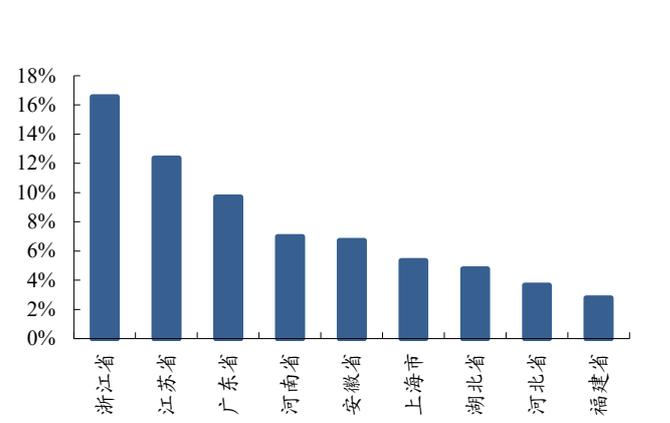
数据来源：和君咨询、东吴证券研究所

图7：2024年黄酒行业产量区域分布情况



数据来源：中研网、东吴证券

图8：2024年黄酒行业品牌数量区域分布情况

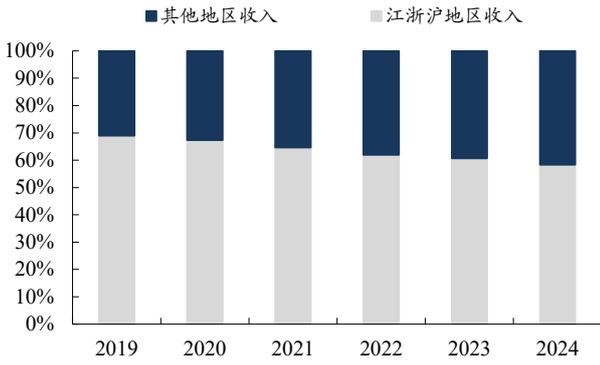


数据来源：蝉魔方、东吴证券

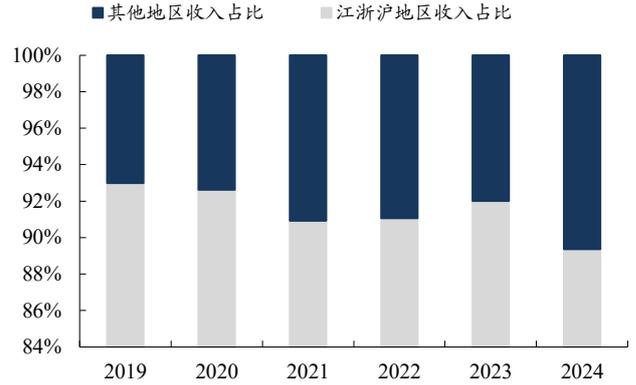
地域文化和消费习惯养成下，江浙沪地区仍为黄酒主要消费区域。江浙沪地区的消费者对黄酒有着较高的认可度和消费偏好，形成了稳定的消费市场。2024年，古越龙山、会稽山在苏浙沪区域收入占比分别达57.03%、88.77%。

图9：2019-2024年会稽山分地区销售收入

图10：2019-2024年古越龙山分地区销售收入



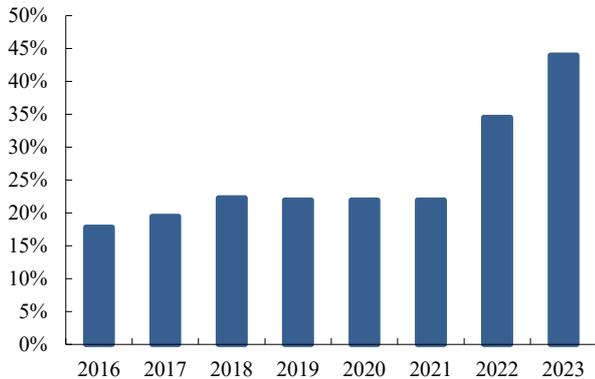
数据来源：公司年报、东吴证券研究所



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

行业集中度稳步提升。2016 至 2023 年中国黄酒行业市场集中度稳步上升，CR3 从 17.8% 增长至 44%，2024 年，古越龙山、会稽山、金枫酒业三家黄酒企业合计主营业务收入约为 41 亿元，同比增长 11%，龙头企业拥有较强的品牌影响力和市场竞争力，通过不断提升产品品质和创新营销策略巩固市场地位、提升份额。

图 11：2016-2023 年中国黄酒行业 CR3



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

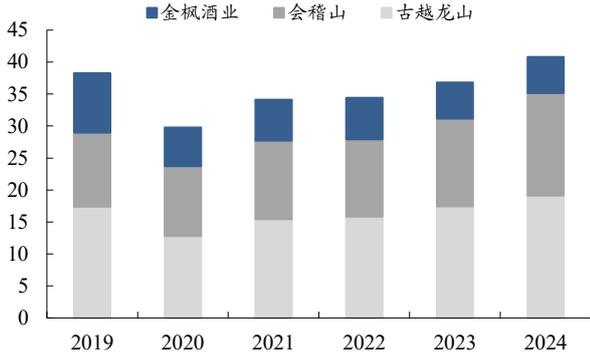
图 12：2016-2023 年黄酒行业规上企业数量 (单位：家)



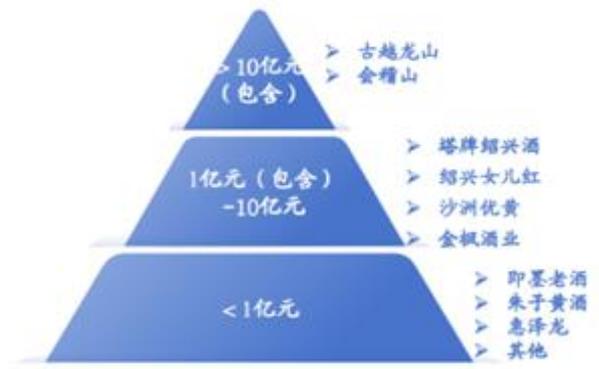
数据来源：和君咨询、东吴证券研究所

图 13：2016-2024 年黄酒行业前三名累计主营业务收入

图 14：黄酒行业品牌 2024 年收入规模划分



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

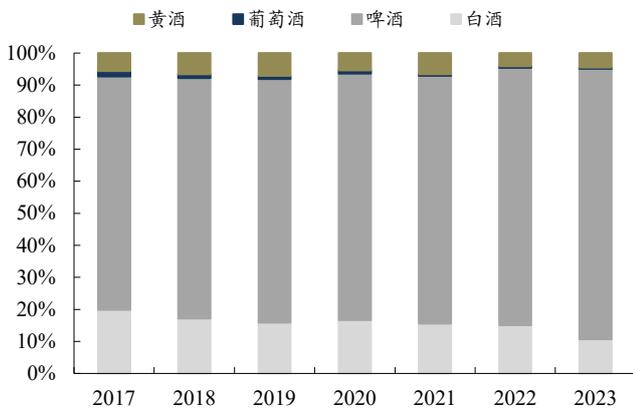


数据来源：各公司官网、东吴证券研究所

2.3. 拐点初显：饮酒“平权时代”已至，品类价值顺势回归

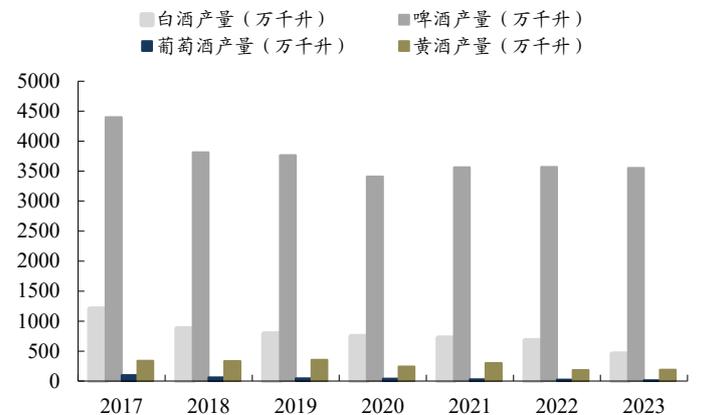
黄酒产量萎缩，结构升级与年轻化创新正驱动行业边际改善。黄酒消费区域过于集中，且近年来白酒、啤酒通过全国化布局和高端化抢占市场，全国规模以上黄酒企业产量自2019年见顶后逐步下滑，2023年产量约为190万千升，对比2019年下降约46%，但同比略有回升，结构升级与年轻化创新正驱动行业边际改善。

图15：各酒类占比对比



数据来源：中国酒业协会、东吴证券研究所

图16：各酒类产量走势



数据来源：中国酒业协会、wind、东吴证券研究所

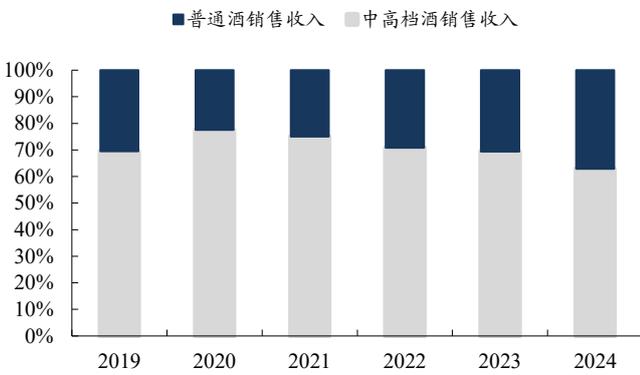
结构升级小步慢跑，高端化水滴石穿。过往黄酒刻板印象为“廉价佐餐酒”，囿于地域桎梏、低价竞争、酒企高端化路径单一，行业整体高端化进程相对缓慢，目前江浙沪主流饮用消费价格集中在20~30元/瓶，同白酒差距明显。伴随产能出清、浙派双寡头抱团提价且战略精进，行业高端化拐点逐步显现，2017~2024年古越龙山中高档酒占比从64%提升至73%，会稽山从59%提升至67%，吨价表现看，2024年会稽山中高档酒吨价同比+22%至2万元/吨，古越龙山中高档酒同增7%至2.5万元/吨。

表3: 行业高端化拐点显现

维度	过去制约因素	当前突破
价格体系	均价同白酒差距明显, 酒企低价竞争	头部提价 2%-12%, 高端毛利率超 60%
市场布局	江浙沪占比高	2024 年古越龙山、会稽山江浙沪以外市场收入占比分别为 43%、11.2%, 同比+2.1pct、2.6pct。
消费场景	家庭自饮场景居多	品鉴馆+国潮 IP 切入社交场景
行业集中度	企业数量多而散	规模以上企业减少 (112 家→81 家); 头部企业产能优化, CR3 提升

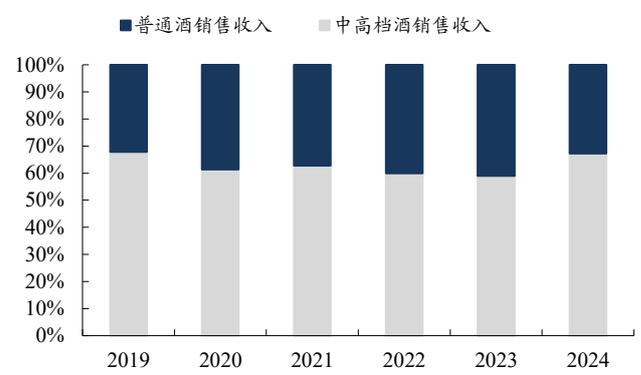
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所整理

图17: 古越龙山分产品拆分



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图18: 会稽山分产品拆分



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表4: 古越龙山&会稽山量价拆分

		2020	2021	2022	2023	2024
收入 yoy						
中高端黄酒	古越龙山	-28.5%	27.4%	0.8%	12.4%	12.5%
	会稽山	-14.3%	14.8%	-6.4%	12.2%	31.3%
普通黄酒	古越龙山	-23.4%	2.4%	10.2%	5.9%	5.1%
	会稽山	13.7%	8.4%	5.1%	16.7%	-7.9%
量 yoy						
中高端黄酒	古越龙山	-31.2%	12.4%	-1.1%	7.2%	5.0%
	会稽山	-15.4%	3.1%	-7.6%	7.6%	7.4%
普通黄酒	古越龙山	-16.1%	3.5%	9.7%	14.5%	2.5%
	会稽山	0.6%	7.6%	2.6%	4.3%	2.5%
价 yoy						
中高端黄酒	古越龙山	3.9%	13.4%	1.9%	4.9%	7.2%
	会稽山	1.4%	11.3%	1.2%	4.3%	22.2%
普通黄酒	古越龙山	-8.7%	-1.0%	0.5%	-7.5%	2.5%
	会稽山	13.1%	0.7%	2.5%	11.9%	-10.2%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所（注：基于普通黄酒市场竞争考量，会稽山逐步降低低价位产品供应占比）

2.3.1. 供给端：双雄抱团提价，高端化循序渐进

成本压力+价值突围下，黄酒双雄抱团提价。中国酒业协会数据显示，2024年因极端气候导致糯米主产区减产，价格同比上涨12%，叠加小麦等辅材成本攀升，黄酒企业原料成本占比突破45%。2025年3月31日，会稽山发布关于公司部分重点产品提价的公告。次日，古越龙山也发布提价公告，对旗下彩包花雕（加饭）系列、清醇三年系列、部分坛酒、五年陈、青花醉进行提价。黄酒的主要原材料为糯米，目前价格约为高粱的十倍，但市场售价却远低于白酒，由于深陷低价竞争泥潭，主流产品价格长期徘徊在数十元区间，企业利润微薄导致行业创新乏力，双雄抱团提价下，有利于打破价格天花板，重塑品类价值，进而推动全行业从“以量换利”转向“以质取胜”。

表5：黄酒企业提价情况梳理

时间	品牌	提价情况
2016	会稽山	自2016年6月1日起上调部分产品的价格，涉及产品的提价情况：纯正五年系列产品提价幅度为5-8%；部分普通坛酒提价幅度为8-15%；东风系列壶装黄酒产品提价幅度为5-10%；东风系列糟烧白酒产品提价幅度为5-20%
2017	会稽山	自2017年1月1日起，公司上调纯正五年系列产品的价格，提价幅度为6%；自2017年1月25日起，公司上调陈年酒系列产品的价格，提价幅度为11%
2018	金枫酒业	自2018年4月1日对部分产品进行了价格上调，具体提价幅度：石库门高档系列：平均提价幅度为6.5%；金色年华系列：平均提价幅度为5%；和酒中档系列：平均提价幅度为3%；依好部分系列：平均提价幅度为9%
2021	古越龙山	青花醉系列，提价幅度为10%-20%；清纯（醇）系列，提价幅度为4.65%-12%；库藏系列，提价幅度为5%-15%；果酒、浮雕、花色品种、状元红等其他产品，提价幅度为5%-20%
2023	古越龙山	自2023年12月10日起对部分五年陈及以下普通产品价格进行调整，提价幅度为2%-5%
2025	会稽山	自2025年4月1日起上调部分产品价格，涉及产品的提价情况：纯正系列黄酒产品提价幅度为4-5%；三年陈系列黄酒产品提价幅度为6-9%；坛装系列、花雕系列黄酒产品提价幅度为1-9%
	古越龙山	彩包花雕（加饭）系列提价2%~5%，清醇三年系列提价4%~8%，部分坛酒系列提价8%~9%，部分五年陈系列提价5%~12%，部分青花醉提价2%~5%，女儿红桶装酒系列提价3%~5%，女儿红老酒系列提价2%~5%。

数据来源：各公司公告、东吴证券研究所

龙头积极迭代高端化打法，结构化升级稳步推进。

- **产品端**，黄酒企业在材料、工艺、标准等方面持续发力。如会稽山在2024年焕新上市了会稽山·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）持续提升高端属性的可感知度，包装设计推出更具视觉吸引力与文化质感的产品。例如慢宋、塔牌、会稽山兰亭等品牌均推出融合宋韵、山水画、非遗元素等外观设计，力图通过视觉即传达产品的文化厚度与价值感。
- **品牌端**，黄酒企业深入高端圈层，培育高端消费和圈层营销。如古越龙山便开展了多种定制高端品鉴、“名酒进名企”等活动；会稽山·兰亭打造“兰亭雅宴”“兰亭雅集”“兰亭雅鉴”等专属文化IP，持续提升品牌价值。
- **渠道端**，黄酒企业推动多元化渠道布局。既有线下的特色酒馆、餐厅和文创零售场景，也包括线上电商与新媒体电商直播等新触点。此外，一些品牌也尝试

与咖啡馆、茶饮品牌联名，将黄酒融入“跨品类”体验中。

表6: 部分黄酒企业高端化举措

产品	时间	企业	价格	渠道推广	品牌宣传	产品图片
大师兰亭	2020	会稽山	2099 元/1L	依托品鉴馆和高端餐饮绑定商务宴请场景，提升“一瓶好酒+一桌好饭”模式场景渗透率	1.以“中国酒源之宗”为品牌原点，通过五个“一”故事重塑价值，强化历史底蕴与工艺稀缺性 2.通过 G20 峰会等国际场合曝光高端产品 3.推出数字酒庄小程序，用户可定制收藏酒并生成区块链证书	
国潮兰亭	2020		699 元/1L			
国酿 1959	2019	古越龙山	1089 元/500ML	重点布局机场免税店、五星级酒店；建立品鉴俱乐部、黑卡会员具有稀缺老酒优先购买权	1.强调国宴用酒官方身份，通过越酒行天下品鉴活动接触企业界圈层 2.非遗工艺可视化：联合非遗传承人直播演示工艺	
青花醉系列	2019		328 元/500ML			

数据来源：各公司官网、京东旗舰店、东吴证券研究所

积极拥抱年轻群体，发力年轻化。当 Z 世代成为酒水重要的消费人群，倒逼黄酒行业进行消费场景革命——过往围绕“养生”“节庆”的传统标签正在被打破，瞄准年轻群体进行产品创新和场景拓展成为破局关键，在营销策略上，从小红书千万级“黄酒调酒”话题，到国潮音乐、古风餐饮场景中的文化共振，黄酒正通过“改良口味+重塑场景+强化国潮链接”的组合拳，构建与年轻消费者的情感共鸣，古越龙山“慢酒馆”、女儿红“温渡酒馆”、状元红“小酒馆”、黄酒小镇“微醺舍”等相继开业，亦为年轻人提供了饮酒交流的平台。

表7: 黄酒企业年轻化举措

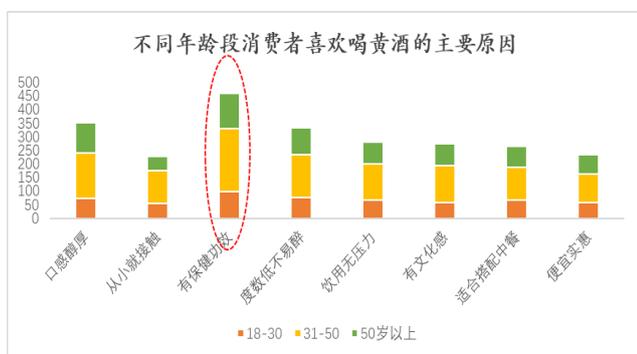
产品名称	时间	企业	产品属性	产品价格	渠道推广	品牌宣传
一日一熏气泡黄酒	2023.08	会稽山	气泡低度酒，融合碳酸口感	12 元/330ml	1.抖音旗舰店主推、联合顶流达人带货 2.进驻便利店、音乐节以及夜店渠道	1.情绪价值营销：主打“一瓶就爽翻”，结合世界杯等热点打造“夏日冰饮”场景 2.跨界破圈：与酒垂直类网红合作，通过短视频种草+挑战赛接触 Z 世代
啡黄腾达咖啡黄酒	2024 年	古越龙山	黄酒+咖啡风味，低糖低度	14 元/330ml	1.入驻良品铺子等零食店 2.体验式终端：在慢酒馆提供黄酒鸡尾酒调制活动	热点事件捆绑：邀请各类主播网红品鉴
青柠黄酒	2024 年	古越龙山	水果风味黄酒，清爽利口	22 元/179ml	1.线上（淘宝天猫抖音）专供年轻化渠道 2.即时零售平台：与美团闪购、饿了么合作 3.便利店与零食渠道：进驻罗森等线下零售店，进入休闲消费场景	1.热点事件营销：结合 79 黄酒节邀请“状元”品鉴并植入“青柠一夏”等季节性话题 2.跨界快闪联名：与良品铺子等连锁零食店合作，推出促销活动
上海么糖（无糖黄酒）	2024 年	金枫酒业	零糖配方，强调健康概念	298 元/500ml	1.在商超设立无糖酒专区，与保健品联动陈列 2.与上海部分药房合作，强调健康属性	0 糖概念强化，联合健身 KOL 推广轻负担饮酒理念，主打商务精英健康场景
黄酒奶茶/咖啡衍生品	2023 年	状元红	黄酒基底饮品（如黄酒拿铁）	15~30 元	1.联名快闪：与奈雪等奶茶店合作 2.自营体验店：开设慢酒馆，提供现调饮品与轻食	1.品类跨界融合：将黄酒与其他饮品和轻食相结合 2.季节性热点绑定：结合大闸蟹推出蟹酒 cp，弱化时间局限，强调全年可饮 3.联合小红书博主推出新话题

数据来源：各公司官网、京东旗舰店、东吴证券研究所

2.3.2. 需求端：年轻化风起，多元场景延伸

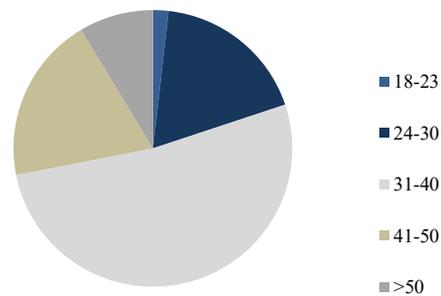
健康、低度、养生品类属性持续推动黄酒消费群体破圈。伴随生活水平的提高，健康、养生意识的增强，消费者对酒类产品的需求日益多元化、个性化，黄酒具备酒精度低、养生保健特质，其独特的口感和丰富的营养价值，正逐渐被更多消费者所认可和喜爱，成长于多元文化交融、追求个性平等时代的 Z 世代追求品质生活、注重文化体验，成为品类扩圈的重要方向。数据显示，18-35 岁消费群体在黄酒客群中占比已从 2019 年的 23% 跃升至 2024 年的 37%，2025 年“618 大促”抖音直播中，会稽山气泡黄酒 12 小时销售额突破 1000 万元，年轻购买人群占比已超 40%。

图19：不同年龄段消费者喜欢喝黄酒的主要原因



数据来源：和君酒水事业部、东吴证券研究所

图20：2024年一日一熏气泡黄酒消费者年龄段分布



数据来源：蝉妈妈、东吴证券研究所

品类“雅俗共赏”，新消费场景不断涌现。伴随中等收入群体壮大及消费观念趋向理性，酒水市场正经历从侧重于“社交悦人”向“悦己消费”底层逻辑转型，其消费场景逐渐从集体场合向个人时光转移，黄酒作为中低酒精度品类，因其介于轻松与浓烈之间的特性，以及复杂风味和独特文化底蕴，形成了“雅俗共赏”的定位，能够满足从社交场景到个人追求的多样化需求（适配低社交压力场景如独酌或亲友聚餐场景）。在社交场景中，无论是快速破冰的场合还是轻松沟通的聚会，黄酒都能找到其位置，在个人追求中，独饮黄酒则能满足内心需求和情感倾诉。从传统宴席、商务接待，到露营野餐、夜间经济、个人小酌，黄酒适配场景边界持续拓宽。

图21：不同酒类各场景匹配度

图22：古越龙山“慢酒馆”

	酒精度	价格性价比	蓝陶	独酌	家庭聚餐	朋友聚餐	商务宴请	户外露营	工作找灵感
啤酒	低	较小	●	●	●	●	●	●	●
黄酒	中低	较小	●	●	●	●	●	●	●
葡萄酒	中低	非常大	●	●	●	●	●	●	●
威士忌	中高	非常大	●	●	●	●	●	●	●
白兰地	中高	非常大	●	●	●	●	●	●	●
金酒	中高	中等	●	●	●	●	●	●	●
龙舌兰	中高	较大	●	●	●	●	●	●	●
白酒	高	非常大	●	●	●	●	●	●	●

● = 非常符合 ● = 有一定机会 ● = 不符合或弱势场景

数据来源：尼尔森、东吴证券研究所



数据来源：公司公众号、东吴证券研究所

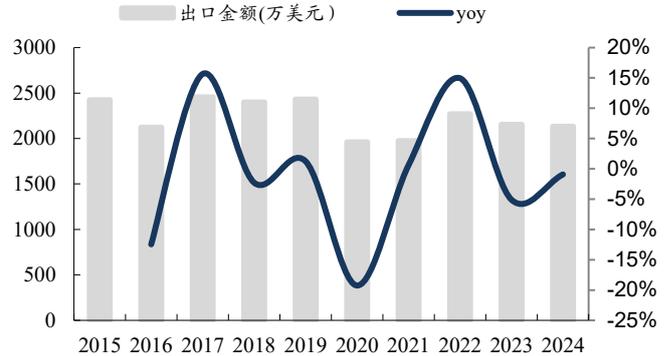
出海仍处初期，国际化有迹可循。2024年，中国黄酒出口额同比增长8%，其中日本为第一大市场，东南亚、欧洲等为核心市场，日本清酒与黄酒同宗同源，两者在原料与工艺上均有相似之处，产品的适口性与风味特征能够满足当地消费者需求，古越龙山、会稽山等头部企业持续推进海外布局，有望推动国际化进程。

图23: 黄酒出口量变化



数据来源：wind、东吴证券研究所

图24: 黄酒出口金额变化



数据来源：wind、东吴证券研究所

图25: 古越龙山东京品鉴会

图26: 会稽山出海举措



数据来源：酒业家、东吴证券研究所



数据来源：华夏酒报、东吴证券研究所

2.3.3. 政策端：支持力度加大，助力产业振兴

政策驱动黄酒产业转型升级，迈向高质量发展新阶段。近年来，黄酒产业在国家、省、市多层次政策推动下迎来重大发展机遇，政策红利集中体现在推动技术升级、产品结构优化、绿色生产、品牌国际化和产区集聚发展等方面。一方面，政府持续引导黄酒企业加大研发投入、提升自动化水平，发展低糖、干型等符合市场趋势的产品，推动原料基地建设与标准体系完善。另一方面，政策鼓励文化赋能与“酒旅融合”，拓展消费场景，提升品牌影响力。整体来看，黄酒行业正向高质量、特色化、多元化方向加速迈进，未来将在技术创新与品牌升级双轮驱动下实现价值跃升。

图27：黄酒相关支持政策梳理

国家级				
序号	颁布时间	政策名称	相关内容摘要	发布机构
1	2011	《食品工业“十二五”规划》	优化酿酒产品结构，重视产品的差异化创新。针对不同区域、不同市场、不同消费群体的需求，精心研发品质高档、行銷对路的品种，宣传科学知识，倡导健康饮酒，注重挖掘节粮生产潜力，推广资源综合利用，大力发展循环经济，推动酿酒产业优化升级。扩大黄酒行业干型、半干型产品，适度发展甜型、半甜型产品，研发适宜北方地区的创新产品	国家发改委、工信部
2	2011	中国酿酒产业“十二五”发展规划	扩大半干酒产量，压缩半甜酒产量，研发适宜北方地区的新兴产品。提高黄酒生产自动化装备水平，有效降低能耗指标。黄酒行业要推广原料基地化、倡导绿色、有机理念，杜绝农药残留，保证产品质量安全。黄酒应加大宣传力度，培育知名品牌，增强企业保护自助知名品牌的意识和责任感，要加强品牌的海外宣传，扩大国际社会对黄酒的认知度，不断增加出口量。对黄酒基础科学，安全潜在问题和前沿生产技术进行深入研究，不断开发技术含量高和附加值高的产品。	中国酒业协会
3	2011	《外商投资业指导目录（2011年修订）》	出于对民族产品的保护，将黄酒列入限制外商投资产业目录，要求“中方控股”	国家发改委、商务部
4	2016	中国酿酒产业“十三五”发展规划	我国酒业将以调整酒产品结构为主线，以改革开放和科技进步为动力，以满足人民群众对酒产品的需要为基本出发点，朝着优质、低度、多品种、低消耗、高效益、无污染的方向发展。提出黄酒行业以传承创新发展为主线，把握黄酒多样化趋势，进一步优化黄酒产业布局，逐步发展黄酒中高端，提升黄酒产品，实现黄酒的价值回归，坚持从市场导向、消费导向、健康与风味导向出发，构建黄酒风味多样化的产品结构	中国酒业协会
5	2021	《中国酒业“十四五”发展指导意见》		中国酒业协会
省级（以浙江省、江苏省和山东省为例）				
序号	颁布时间	政策名称	相关内容摘要	发布机构
1	2015	《关于推进黄酒产业传承发展的指导意见》	支持黄酒生产智能化，推动产品创新，培育龙头企业和知名品牌，鼓励兼并重组，提升产业集中度，推动“绍兴黄酒”品牌建设	浙江省人民政府办公厅
2	2021	《绍兴黄酒保护和发展条例》	明确绍兴黄酒的定义和酿造工艺要求，规定政府职责、行业协会作用，强化地理标志和证明商标管理，设立产业发展基金，推动文化旅游融合发展，设立“绍兴黄酒周”等。	浙江省人大常委会
3	2024	《浙江省历史经典产业传承创新发展行动方案》	加强黄酒原料基地建设，保护绍兴鉴湖水域，探索“公司+基地+标准化”生产模式，开展黄酒专用糯稻新品种选育，培育优质原辅料生产种植基地。	浙江省制造业高质量发展领导小组办公室
4	2011	《省政府办公厅关于进一步加强酒类质量安全工作的意见》	强化酒类产品质量安全监管，建立质量追溯体系，严厉打击制售假冒伪劣酒类产品的行为，提升黄酒等酒类产品质量安全水平。	江苏省人民政府
5	2016	《江苏省传统产业升级计划的通知》	鼓励酿酒等传统产业升级，支持龙头企业，推动中小企业向“专、精、特、新”方向发展，提升产业竞争力。	江苏省人民政府
6	2022	《省政府关于促进乡村产业振兴推动农村一二三产业融合发展走在前列的意见》	提出发展乡村特色产业，推动农产品加工业发展，鼓励发展休闲农业和乡村旅游，推动农村一二三产业融合发展，为黄酒等传统特色产业提供发展机遇。	中共山东省委、山东省人民政府
7	2021	《山东省黄河流域生态保护和高质量发展规划》	推动特色农产品优势区建设，发展绿色种植业，强化品牌建设，培育特色农产品品牌，为黄酒等传统特色产业提供发展支持。	中共山东省委、山东省人民政府
8	2024	《山东省酒业高质量发展行动方案》	实施“特色酒树强优行动”，推动黄酒等特色酒类产品创新发展，提升数字化、智能化水平，打造多元化产品供给体系，提升黄酒产业的核心竞争力。	山东省工业和信息化厅等12部门联合发布
地方级（以绍兴市、宣城市和县为例）				
序号	颁布时间	政策名称	相关内容摘要	发布机构
1	2021	《绍兴黄酒产业振兴纲要》	鼓励黄酒企业加大技术改造投入，提升酿造工艺的现代化水平。推动“绍兴黄酒”品牌的国际化，提升品牌影响力。鼓励企业拓展国内外市场，扩大销售渠道。支持黄酒产业与文化、旅游等相关产业的融合发展，打造特色产业集群。推动黄酒产业园区建设，提升产业集中度。	绍兴市人民政府
2	2023	《绍兴市人民政府办公室关于促进黄酒产业发展振兴的实施意见》	加强组织领导，强化政策保障，营造浓厚氛围，推动绍兴黄酒产业持续壮大。	绍兴市人民政府
3	2024	《绍兴黄酒产业发展振兴若干政策》	支持酒企与科研机构合作开发新品，给予财政奖励；制定《黄酒分级和分类》地方标准和《全产业链标准体系指南》，构建区域品牌矩阵，计划举办2024中国国际黄酒产业博览会等活动	宣城市人民政府
4	2017	《宣城市加快农业产业化发展行动方案（2017—2021年）》	明确提出支持发展粮油等重点产业的农产品产地初加工，推进黄酒等地域特色产品的深加工，延伸产业链，打造地域黄酒和宣酒品牌。	宣城市人民政府
5	2021	《宣城市电子商务发展“十四五”规划》	提出开展农产品网货拓展、电商品牌打造、电商运营模式创新等专项行动，推动包括黄酒在内的农产品通过电商渠道拓展市场。	宣城市人民政府
6	2022	《代州黄酒专业镇高质量发展实施方案》	代县被确定为山西省首批十大重点专业镇之一，出台28条优惠扶持政策，涵盖优化要素保障、营商环境等方面，推动黄酒产业高质量发展。	代县市人民政府
7	2023	《代州黄酒专业镇建设优惠扶持政策》	每年财政拿出专项资金500万元扶持黄酒产业发展，开发“黄酒贷”“黄酒保”等金融产品，落实各项税费支持政策，制定黄酒行业税费优惠政策服务清单。	代县市人民政府
8	2023	《代州黄酒产业发展九条政策措施》	鼓励黄酒企业采取强强联合、战略联盟、股份合作、兼并重组等多种形式，支持企业、高校、科研院所、行业团体间成立代州黄酒产业技术创新联盟，开展相互协作和资源整合，加快推动代州黄酒产业协同创新和产业升级。	代县市人民政府
9	2023	《代县黄酒产业发展专项行动计划》	聚焦扩大产业规模、加快数字化转型、培育原料基地、推进技术创新、完善基础配套、健全公共服务等重点，投资近30亿元谋划落实“5+1+N”重点项目建设。	代县市人民政府

数据来源：国家发改委、工信部等、东吴证券研究所

3. 公司概况：改革破局，树立新成长势能

3.1. 黄酒行业龙头，积极探索变革

会稽山黄酒以鉴湖源头活水、江南糯米、优质小麦酿造，传承绍兴黄酒千年工艺，是源自 1743 年的黄酒品牌。作为黄酒行业龙头企业，会稽山于 2000 年首批通过国家地理标志产品认证；在 2006 年入选首批中华老字号；2016 年成为 G20 杭州峰会指定用酒。近年来，会稽山产品结构持续转型升级、产品矩阵不断完善丰富，推动营收稳步增长。

我们将公司发展大致分为 3 个阶段：

1) 初创时期（1743 年-2014 年）：从民间酒坊到上市酒企

公司创建于 1743 年，原名“云集酒坊”；1915 年，“云集酒坊”生产的绍兴黄酒在美国旧金山举办的“巴拿马太平洋万国博览会”上为绍兴酒获得了第一枚国际金奖；1998 年，会稽山牌绍兴酒被北京人民大会堂指定为国宴专用黄酒；2005 年，公司更名为“会稽山绍兴酒有限公司”；2007 年，再次更名为“会稽山绍兴酒股份有限公司”，启动股份制进程，精功集团成为公司第一大股东；2014 年，会稽山绍兴酒股份有限公司在上交所上市。

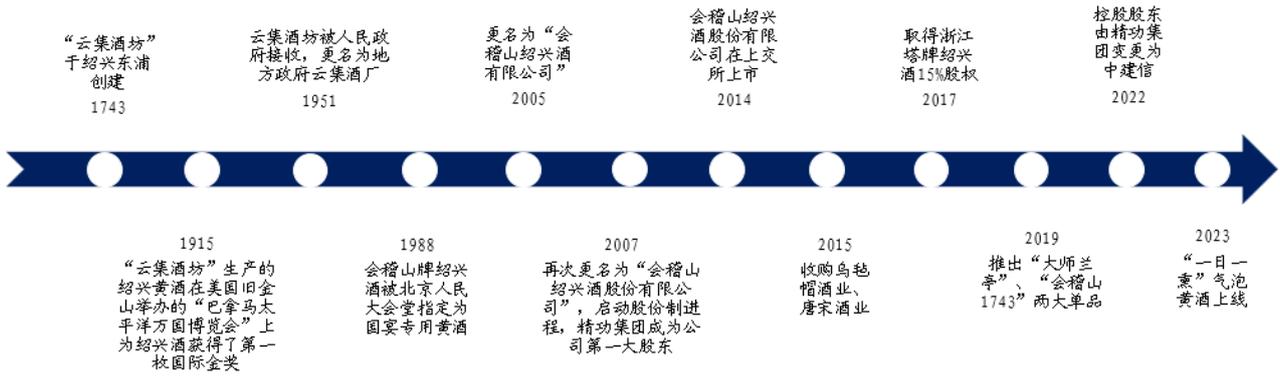
2) 快速扩张期（2015-2018 年）：融资并购扩展业务提高产能

上市后，公司于 16 年进行增发再次融资扩张以拓展黄酒产业的业务领域与战略布局，分别以 4 亿元、8160 万元收购乌毡帽酒业和唐宋酒业 100% 的股权，并以 1.6 亿竞拍得塔牌绍兴酒 14.78% 的股权，增强整体产业链与资源整合；同时全力以赴提高产能，18 年“年产 10 万千升黄酒后熟包装物流自动化生产线”投入生产；并推进区域市场深度营销，收购上海景从酒业 1% 的股权和上海会星星在酒类 51% 的股权，利用厂商资源互补，合作构建黄酒商贸利益共同体。

3) 变革创新期（2019-至今）：“会稽山、兰亭”双品牌，高端化年轻化两手抓

公司于 2019 年推出“大师兰亭”与“会稽山 1743”两大战略性单品，构建起“会稽山 1743 为焦点，大师兰亭和高端定制为两翼”的产品营销战略，打造兰亭系列的高端黄酒定位与“会稽山 1743”等中端消费形象。2022 年，中建信入主会稽山，公司明确了以高端化、年轻化、全国化为发展方向，并实施“会稽山、兰亭”双品牌战略；2023 年，公司开发新品类“一日一熏”气泡黄酒，丰富年轻化市场布局；同时运营会稽山和兰亭双事业部，完善组织架构。

图28：发展历程图

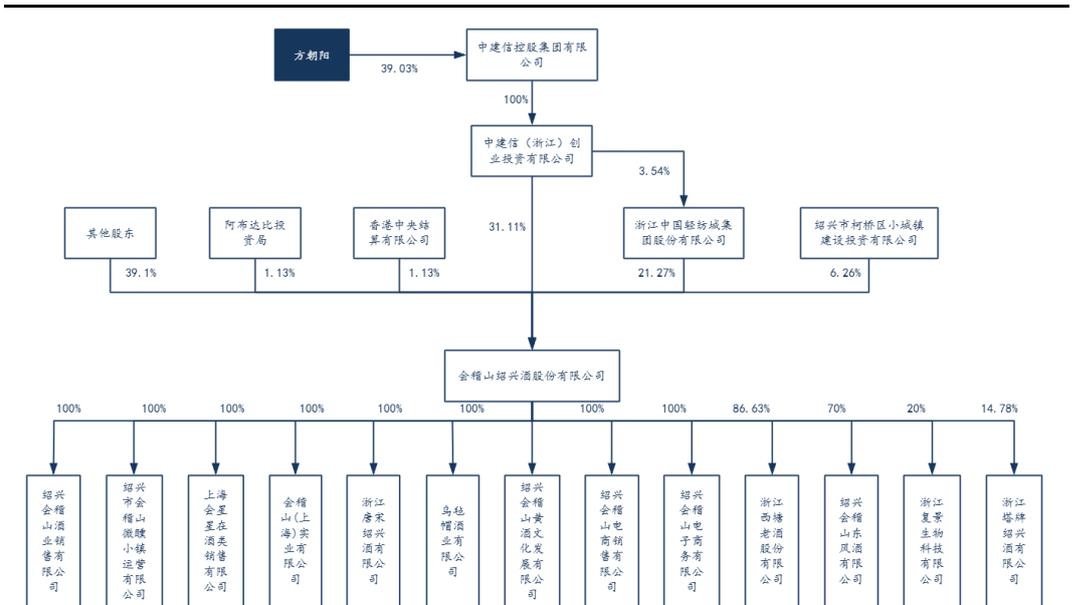


数据来源：会稽山官网，东吴证券研究所

3.2. 治理结构优化，市场机制灵活

2022 年末控股股东由精功集团变更为中建信浙江公司，实控人为方朝阳。截至 2025 年一季报，中建信（浙江）持有公司 31.11% 的股份、浙江经纺城集团持有公司 21.27% 的股份，实控人方朝阳通过中建信控股间接持有公司 12.44% 的股权。前十大股东累计持股比例达 64.79% 较为集中。阿布达比于 24 年四季度新晋持股 540 万股，占比 1.13%，作为全球知名主权财富基金，外资增持代表国际资本对会稽山及黄酒行业的前景认可与价值肯定。

图29：股权结构图



数据来源：同花顺，公司公告，东吴证券研究所（截至 2025Q1 末）

中建信在精工钢构、生物科技等领域均以“核心技术”见长，有利于人才、资本与科技全方位赋能。中建信控股集团成立于 2004 年，旗下拥有钢结构、再生纤维、新型建材、大健康、金融投资五大产业板块，旗下核心企业“精工控股集团”为中国民企 500 强，核心产业“精工钢构”在全国钢结构行业连续 7 年位列第一，年业务承接额近 200 亿元，除实业外，集团还布局了金融投资板块，主要涉及电子信息、节能环保、生物医药、建筑科技等国家战略性新兴产业领域，其中 A 股已上市项目包括上海谊众、微芯生物、慈文传媒、德宏股份、康惠制药等。同时还持有重庆三峡银行、绍兴银行、瑞丰银行等银行股权。

表8: 中建信部分投资项目梳理

投资公司	投资时间	所属行业	投资轮次	持股比例
赫吉亚生物	2023.12.22	医药制造	股权融资	1.47%
均控机器人	2023.11.11	中医器械制造	股权融资	6.67%
启脉医疗	2023.8.3	医疗服务	天使+轮	4.17%
珂瑞医疗	2023.6.16	医疗服务	天使+轮	12.70%
益腾医疗	2022.12.31	医疗服务	A 轮	4.28%
研诺医药	2022.7.27	医疗服务	股权融资	3.62%
季丰电子	2022.2.18	集成电路设计	战略融资	1.36%

数据来源: 企查查, 同花顺, 东吴证券研究所

管理层经验丰富，年轻化、专业化团队带来发展活力。董事长方朝阳在多个大型企业任要职，拥有丰富的企业管理和战略决策经验；2023 年 2 月杨刚总履新，担任公司总经理，杨总此前曾于喜临门历任副总裁、总裁，其任职期间喜临门业绩卓著，上任以来，主导推进企业高端化布局，通过战略改革重构品牌矩阵，建立“会稽山-兰亭”双品牌战略，为公司进一步注入品牌活力，加速营销体系变革，董秘傅哲宇拥有多年审计、证券和投资从业经历，曾主导过黄酒产业链投资，推动治理结构的年轻化和专业化建设。

表9: 公司管理层情况

姓名	职位	履历
方朝阳	董事长	硕士,正高级经济师、高级工程师。2003 年 2 月至今任精工控股集团有限公司董事长;2003 年 7 月至今任精工钢构董事长、总裁;2004 年 8 月至今任中建信控股集团有限公司董事长;2017 年 7 月至今任中建信(浙江)创业投资有限公司执行董事;2023 年 2 月至今任会稽山董事长。
傅祖康	副董事长	会计师,高级经济师,硕士学历。曾任浙江华能精工集团总经理助理,精工集团有限公司副总经理、财务总监,浙江中国轻纺城集团股份有限公司副总经理兼财务总监,会稽山第一、二、三、四、五届董事会副董事长、总经理。现任会稽山第六届董事会副董事长、首席酿酒师。
杨刚	总经理	历任喜临门家具股份有限公司总裁、副总裁等职,2023 年 2 月起就任会稽山绍兴酒股份有限公司第六届董事会董事、会稽山绍兴酒股份有限公司总经理。
金雪泉	副总经理	会稽山绍兴酒股份有限公司副总经理。历任浙江中国轻纺城集团股份有限公司团委书记、投资发展部经理、办公室主任、党委委员兼党委办主任、第四、五、六届监事会监事;杭州东皇投资有限公司副总经理;会稽山绍兴酒股份有限公司投资管理部经理、办公室主任兼人力资源部经理、行政总监、会稽山绍兴酒股份有限公司第三、四、五届董事会秘书、党委委员、副总经理、工会主席、董事会办公室主任、证券投资部经理,现任浙江唐宋绍兴酒有限公司监事,浙江西塘老酒股份有限公司监事会主席,乌毡帽酒业有限公司监事会主席、上海会星星在酒类销售有限公司监事。2023 年 2 月起就任会稽山绍兴酒股份有限公司第六届董事会秘书、副总经理,2025 年 4 月辞任董事会秘书。
傅哲宇	董秘	毕业于伦敦国王学院,学士学位。历任普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计部审计员、新时

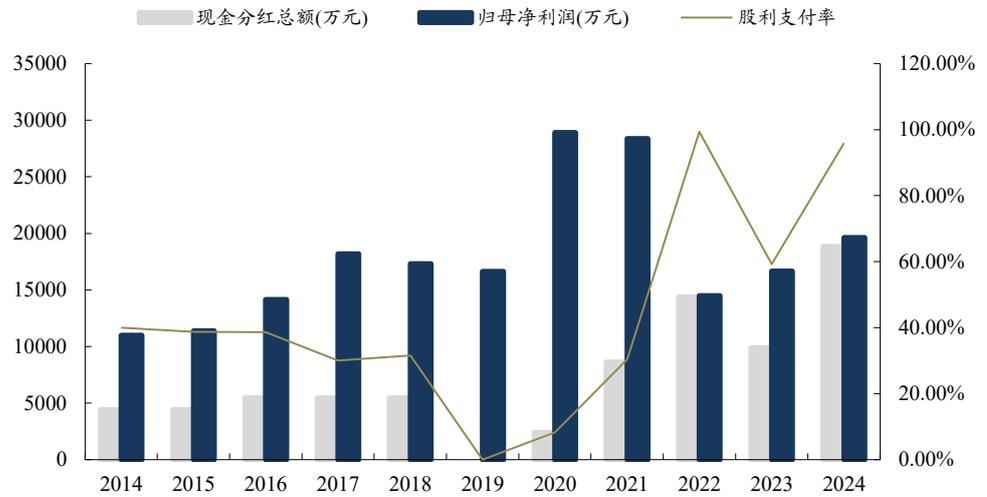
代证券股份有限公司投行部经理、华金证券股份有限公司投行部高级经理、中原证券股份有限公司投行部高级经理、上海宝鼎投资管理有限公司基金部高级经理，2025年4月起就任公司董事会秘书。历任富士康科技集团 MIPBG 事业群财经处经营专员、成本主管，淮海控股集团财务经理，喜临门家具股份有限公司成本经理、供应链财务副总监、财务部总监。

董亚杰 财务总监

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

重视股东回报，分红率波动上升。会稽山 2024 年依旧延续了高分红政策，每 10 股派 4 元（含税），合计派发现金红利 1.88 亿元，占公司 2024 年净利润的比例超 95%。以 2024 年度成交均价计算，股息率为 3.71%。公司分红政策一贯稳定，自上市以来累计分红 10 次，累计分红金额为 7.93 亿元，分红比例波动上升。

图30：公司历年分红情况



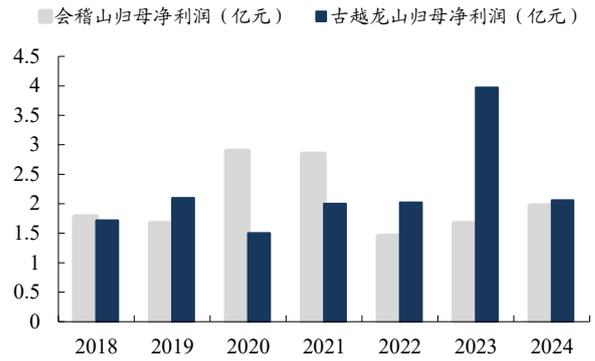
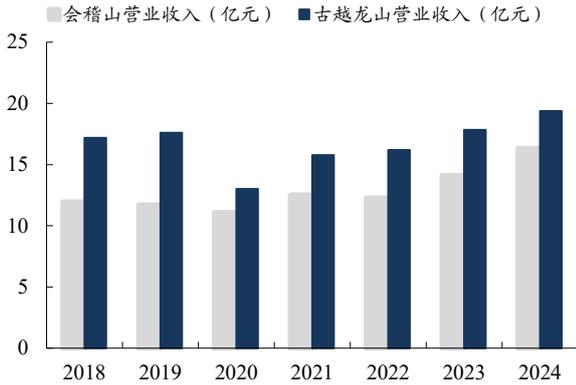
数据来源：同花顺，东吴证券研究所

3.3. 营收成长提速，盈利趋势向上

经营战略精准落地，业绩快速追赶古越龙山。近年来公司坚定落实高端化和年轻化两大战略，从渠道拓展、产品结构化升级等方面展现出更为灵活的市场策略。2024 年古越龙山/会稽山营收分别达 19.36/16.31 亿元，差距由 2019 年的 5.23 亿元缩减到 2024 年的 3.05 亿元，同年净利润几乎持平，发展势头强劲。

图31：会稽山和古越龙山营收对比

图32：会稽山和古越龙山归母净利润对比



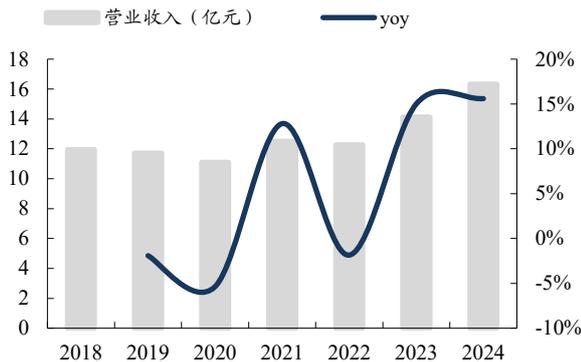
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

营收稳中有进，非主营业务带来利润阶段性波动。公司依托年轻化、高端化战略，逐步完善产品矩阵，业绩稳中有进。2019~2024 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 6.86%/3.34%，2024 年营收/归母净利润同比上升 15.6%/17.74%，分别达 16.31/1.96 亿元。其中 2020、2021 两年归母净利润异常偏高系房屋拆迁的补偿款到账所致。

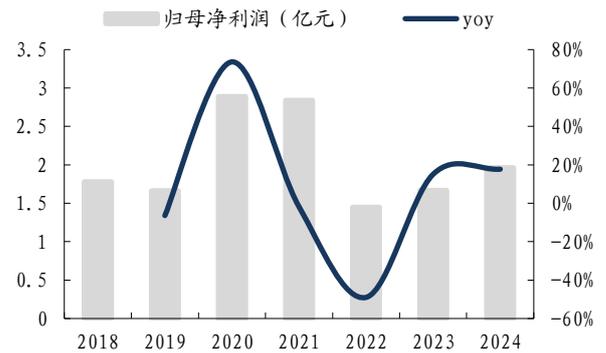
普通瓶装黄酒收入稳健，中高端产品贡献主要收入。分产品看，2019~2024 年普通/中高端瓶装黄酒收入 CAGR 分别为 6.29%/6.85%，逐步稳定扩张。其中，中高端产品以兰亭、纯正系列、1743 为代表，普通瓶装以一日一熏等潮饮酒等为代表，2024 年营收分别为 10.65/5.18 亿元，占比 65.26%/31.76%，中高档产品占比稳步提升。

图33: 营收及 yoy



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图34: 归母净利润及 yoy



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

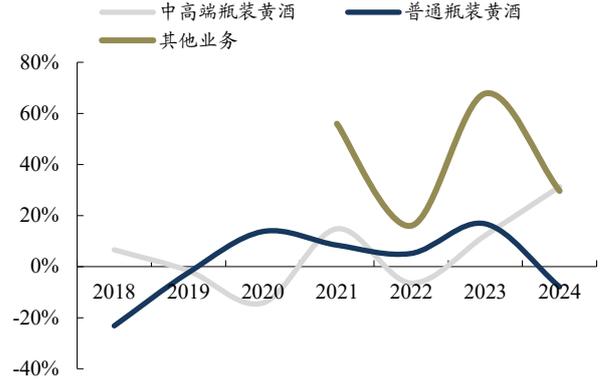
图35: 分产品营收情况

图36: 分产品营收 yoy



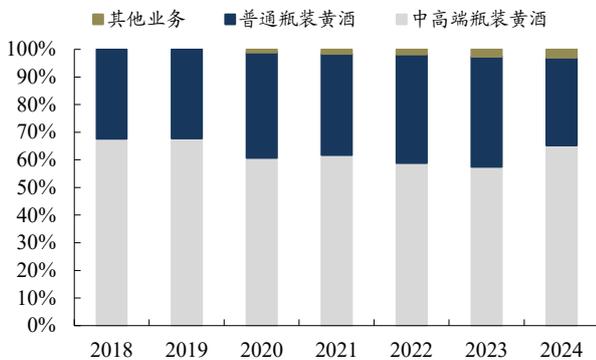
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图37: 分产品收入占比



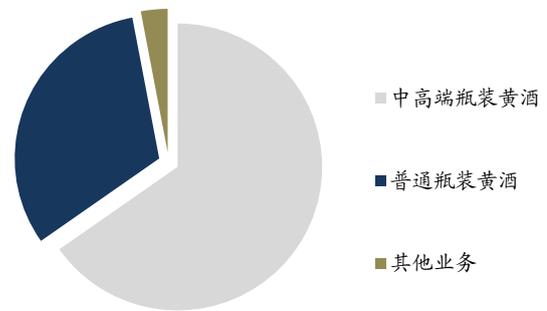
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图38: 2024年分产品收入占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

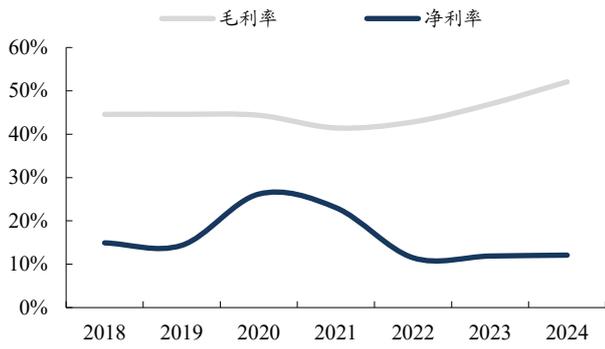
图39: 毛利率与净利率



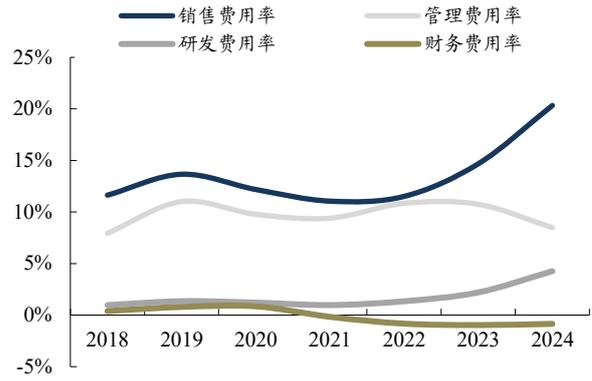
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图40: 公司期间费用率情况

高端化推动毛利率稳步上行，费投力度放大下净利率保持平稳。公司净利率稳定在12%左右，2020、2021两年异常偏高系非经常性损益增加所致。1)毛利率方面：2021~2024年毛利率逐年上升，24年首破50%达52.08%，同比+5.15pct，主系产品结构高端化升级带动中高端产品毛利进一步增长：24年中高端瓶装黄酒毛利率达61.57%，同比+6.80pct，吨价达2万元/千升，居于上市黄酒企业首位。2)费用投放方面，24年销售费用率达20.33%，同比+5.66pct，主系1线上推广费用、广告及促销费用投入增加，2则销售团队人员增加，职工薪酬上升。研发费用率达4.26%，同比+2.06pct，受公司研发项目数量增加和项目投入力度加大共同影响。



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

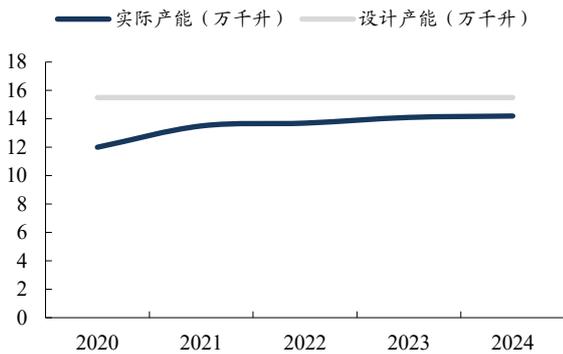
4. 增长动因拆解：顶层设计领先，战略执行坚定高效

2019~2024 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 6.86%/3.34%，2024 年营收/归母净利润同比上升 15.6%/17.74%，其增长动因可以拆解为高端化战略兑现+组织改革红利+渠道创新突破，短期看，依托强势区域精耕、产品提价，公司仍具备增长惯性；长期看，可持续增长更多则依靠于消费者心智重构、品类价值回归、全国化耐心培育和渗透。

4.1. 产品布局：矩阵完善，高端化、年轻化双轮驱动

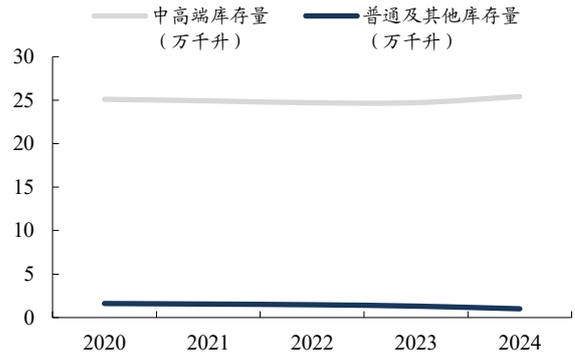
产能仍具释放空间，库存储备充足，支撑产品结构化升级。会稽山下设会稽山绍兴酒本部、西塘老酒和乌毡帽酒业三家生产基地，并逐步进行智能化改造，无在建产能。2024 年实际产能增至 14.2 万千升，距 15.5 万千升的设计产能仍有扩产空间。目前公司中高端原酒储存量超 25 万千升，可满足未来 5 年放量需求，足以支撑后续高端化产业升级。

图41：公司设计产能与实际产能



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图42：公司黄酒库存量



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

聚焦核心单品，不断完善产品矩阵。公司在会稽山纯正五年、兰亭、会稽山 1743 等主推单品的基础上，又陆续推出 002 高度黄酒、干纯 18 等新款黄酒产品，逐步覆盖从高端酒到大众酒的价格带，持续打造以会稽山为塔基、1743 为腰部、兰亭为塔尖的品牌形象矩阵，发挥战略产品优势。

表10：会稽山主要产品

品牌	系列	代表产品	价格	图片
兰亭	大师	兰亭大师三十年	2099 元/1L	

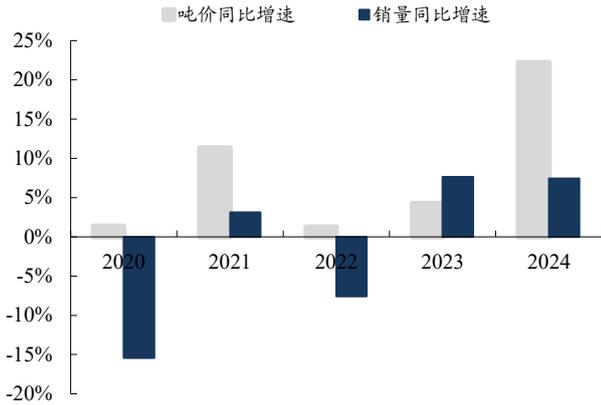
国潮	兰亭二十年	699 元/1L	
干纯	干纯 18	269 元/700ml	
甄世	臻世御品二十年	828 元/2.5L	
典雅	典雅十年	120 元/500ml	
会稽山			
1743	1743 黄酒	45 元/500ml	
纯正	纯正五年	23 元/500ml	
一日一熏	一日一熏气泡黄酒	9.75 元/290ml	

数据来源：公司官网，京东会稽山自营旗舰店，淘宝会稽山酒类旗舰店，东吴证券研究所

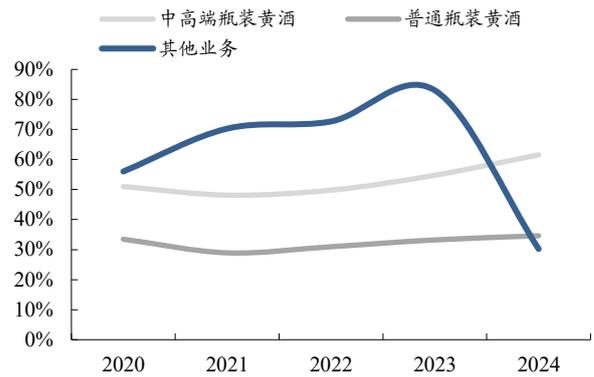
高端化战略稳步推进，中高品类吨价逐年增加，盈利能力稳定。2023年起，公司通过高端场景赋能、举办专属品鉴会等举措塑造高端化品牌，深入触达目标客户群体，成效明显。2024年中高档黄酒营收10.65亿元，同比+31%，吨价提升22%至2万元/吨，毛利率增至61.57%。其中“兰亭”系列销量增长108%，干纯18增长80%以上，成功抢占高端黄酒市场。

图43：2020~2024年中高端黄酒量价同比增速拆分

图44：分产品毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



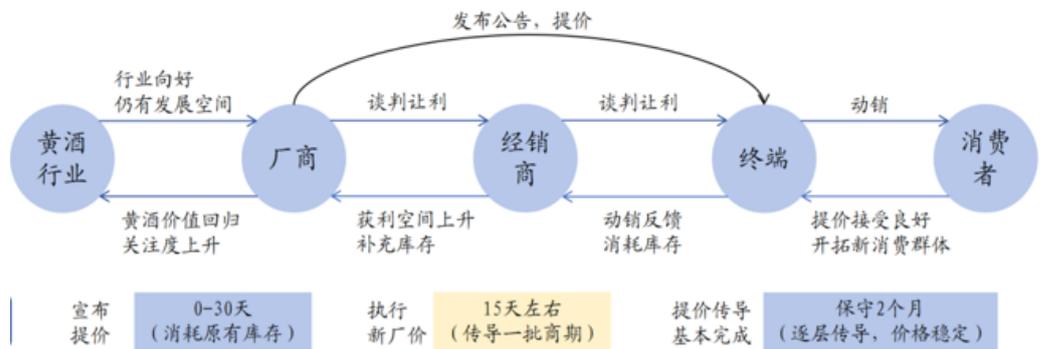
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

双龙头共同提价，推动黄酒价值回归。背倚黄酒行业逐渐稳定的竞争格局和公司较为稳定的营收增长，25年4月会稽山和古越龙山两大龙头先后对重点产品的价格进行上调。会稽山分别对纯正/三年陈/坛装、花雕系列提价4-5%/6-9%/1-9%，强化品牌在消费者心中的形象，推动高端化进程。

提价动因：提价最终落脚点是消费者。完整提价通常需要2~3个月传导，我们预计提价效果或于Q3有一定体现，若涨价效果最终成功转嫁给消费者，则渠道压力轻，推力仍然充足，企业的管控和执行力度是能否顺利传导的重要因素。

传导机制：成本压力→价值锚定→渠道利润充足→消费者心智重构：①短中期：成本压力是导火索，但核心是通过价格杠杆推动品类价值回归，渠道压力、执行落地效果、消费场景创新是传导成功的关键；③长期：能否复制白酒过往提价的正循环，取决于文化溢价能力与全国化渗透。

图45：提价传导机制



数据来源：东吴证券研究所整理

年轻化不断创新，制定“跳出黄酒做黄酒”独特思路。从消费者出发，公司不局限

于传统黄酒品类及场景，立足年轻消费群体，开发出新品类“一日一熏”气泡黄酒、气泡米酒等，加速黄酒破圈，引领黄酒冰饮时尚新风潮；从产品出发，改版 1743 设计，一改传统黄酒印象，通过持续焕新品牌形象提高产品竞争力。

图46: 改版 1743 设计



数据来源：会稽山绍兴酒公众号，东吴证券研究所

图47: “一日一熏”气泡黄酒

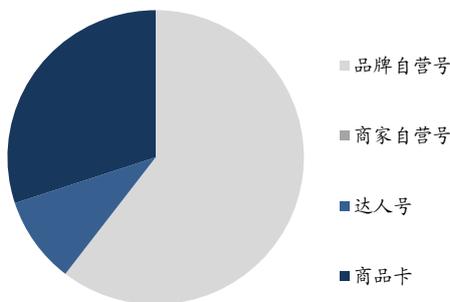


数据来源：会稽山绍兴酒公众号，东吴证券研究所

“一日一熏”开创独特品类空间，以低度、利口、高品质有效链接年轻受众。口味上，其创新性加入气泡丰富口感，区别于传统黄酒 14-20 的度数，仅有 8° 的低酒精浓度更契合年轻人的微醺偏好；包装上，其立足新生代简约风审美，以蓝色为主调，灵动呈现产品“清爽”特征；宣传上，以一日一熏为引导性消费语录，吸引消费者将年轻化黄酒变成生活刚需。

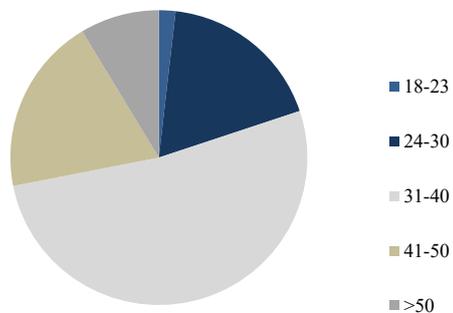
气泡黄酒拓展电商合作方式，成功打造千万级单品，推动黄酒品类破圈。2024 年气泡黄酒单品营收近 2900 万元，仅 618 好物节销售额超 1200 万，成为当年爆品；其中全年线上营收 2400 万+，约占总营收的 85%，为公司后续重点推广市场。25 年 618 好物节正逐步推进，5 月 25 日官方旗舰店抖音直播实现 12h 销售额破千万的行业里程碑成绩。此外，根据蝉妈妈，“一日一熏”近一年超 70% 的线上消费人群为 40 岁以下中青年，黄酒年轻化突破已初显成效。

图48: 2024 年“一日一熏”气泡黄酒线上销售渠道分布



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

图49: 2024 年“一日一熏”气泡黄酒消费者年龄分布



数据来源：蝉妈妈，东吴证券研究所

图50: “一日一熏”气泡黄酒电商渠道销售额



数据来源: 蝉妈妈, 东吴证券研究所

4.2. 渠道深耕: 明确定位, 织密网络

分区域看, 长三角地区贡献主要营收。2024 年浙江/江苏/上海/其他/国际区域收入分别为 9.83/1.58/2.64/1.67/0.11 亿元, 占比分别为 62.1%/10%/16.67%/10.56%/0.67%。浙江作为黄酒发源地和公司基地市场所在, 渠道基础较好, 消费者群体广泛, 稳定为公司带来可观营收。

线下贯彻“梯次开发”策略, 织密网络, 抢占市场制高点。

- **基地市场:** 主要为杭州和绍兴两地。公司运营时间久, 经销商基础好, 消费者对黄酒的认可度高, 可进一步深耕做消费升级。
- **核心市场:** 立足江浙沪, 通过打造形象店, 提升品牌展示度和消费者体验感。
- **培育市场:** 多指江浙沪以外的其他区域, 黄酒消费认知有待培育, 公司通过潮饮品鉴等活动, 吸引年轻消费者关注。24 年其他地区营收达 1.67 亿元, 同比增长 53.34%, 业务表现首超江苏大区。

图51: 分区域营收情况

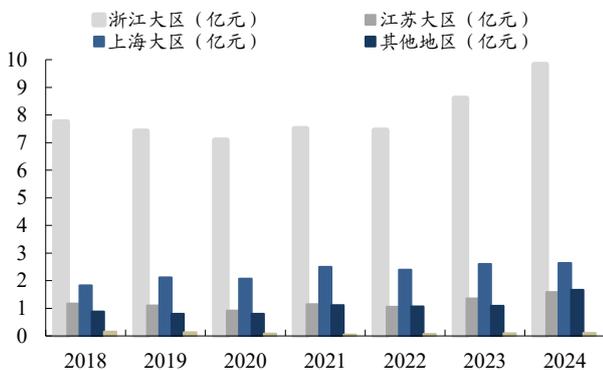
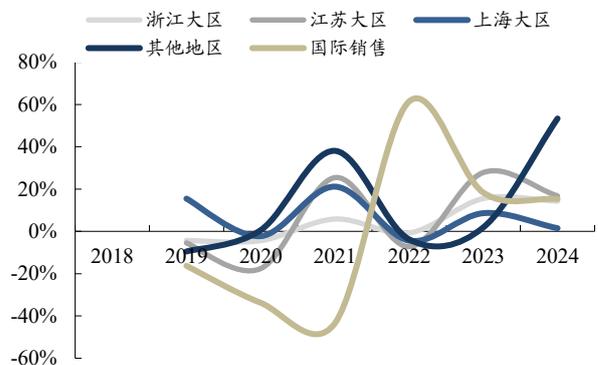


图52: 分区域营收 yoy



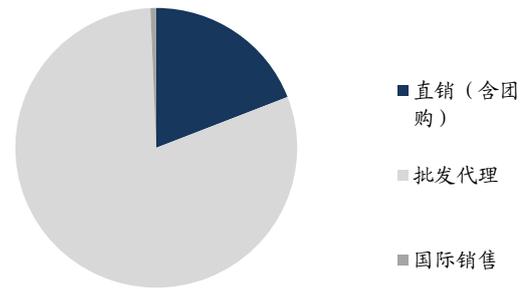
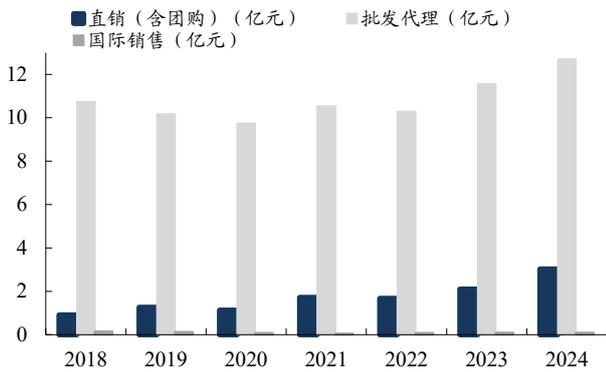
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

经销模式为主，逐步拓展经销商。分渠道看，2019~2024 年公司经销/直销/国际销售营收 CAGR 分别为 18.95%/4.55%/-3.78%，2024 年占比分别为 80.25%/19.08%/0.67%。公司基于以经销为主、自营专卖店及电子商务等直销为辅的模式，逐步开展全国范围的销售推广。自 2021 年起，各区域经销商数均逐年增加，2024 全国共达 1891 家，为公司后续培育市场铺货打下基础。

图53：分渠道营收情况

图54：2024 年分渠道营收占比

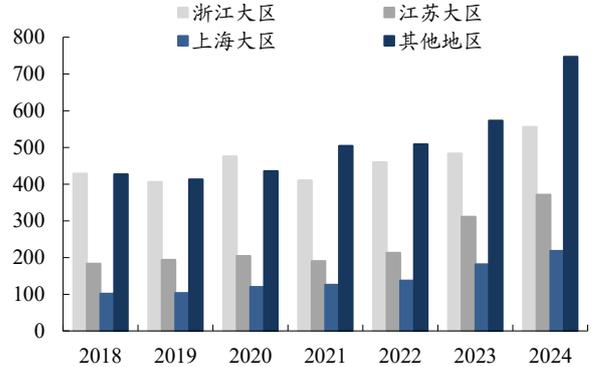
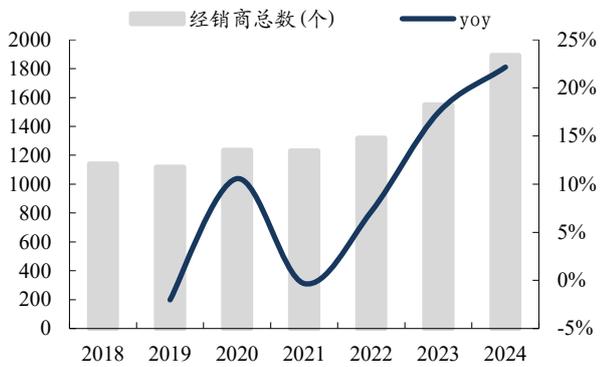


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图55：经销商拓展情况

图56：分区域经销商拓展情况 (单位: 个)



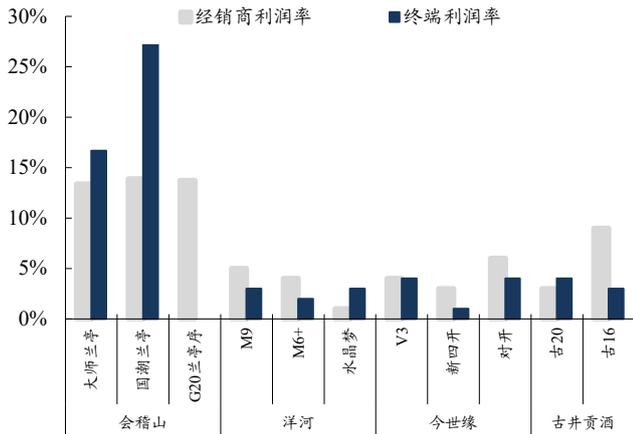
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

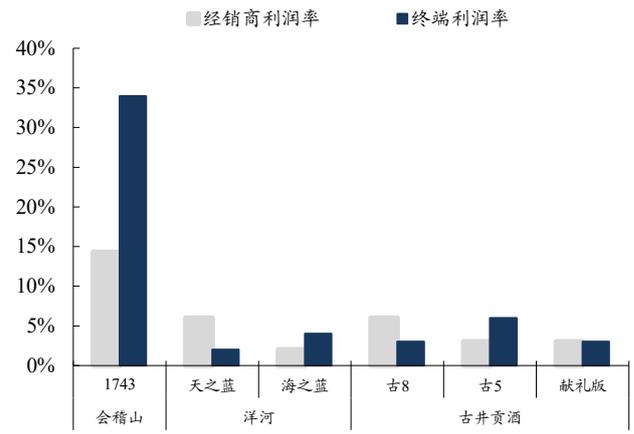
可观利润提升渠道积极性，渠道忠诚度高。横向对比来看，会稽山经销商和终端利润率显著高于江浙沪地区同类地产白酒洋河、今世缘、古井贡酒等，高利润率带动经销商进货积极性，进一步提升渠道推力。

图57：会稽山与地产酒渠道利润率拆分

图58：会稽山与地产酒渠道利润率拆分



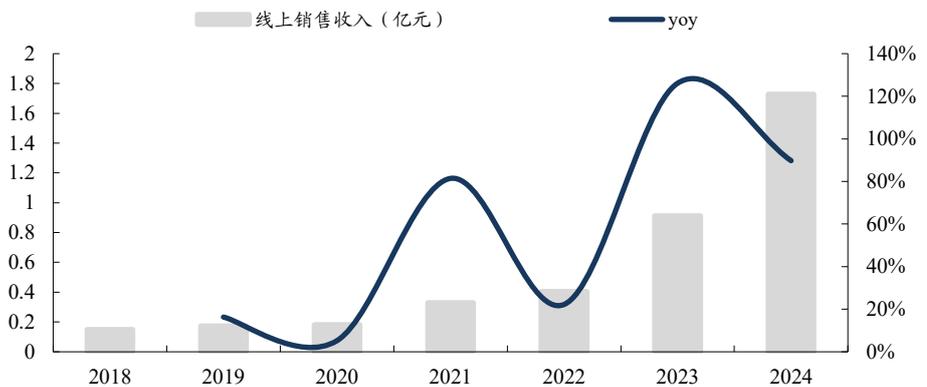
数据来源：渠道调研、东吴证券研究所



数据来源：渠道调研、东吴证券研究所

全方位布局电商赛道，积极探索线上销售新模式，抢占年轻消费者认知。线上销售有助于公司全国化市场拓展和消费者培育工作，公司在京东、拼多多等平台开设会稽山专营网店，积极开展线上销售活动；在支付宝或微信小程序上采取 M2C 模式，通过“一键购买、一键提货”的远程操作，快速实现购酒、饮酒的消费需求，2024 年公司线上销售收入达 1.73 亿元，同比增加近 90%；在抖音平台加大直播带货的线上直销力度，推动线上电商业务单品快速增长。以气泡黄酒为例，其通过 618 抖音主播 + 电商的推广，官方直播间销售额于 72 小时内超千万。

图59：线上渠道收入情况



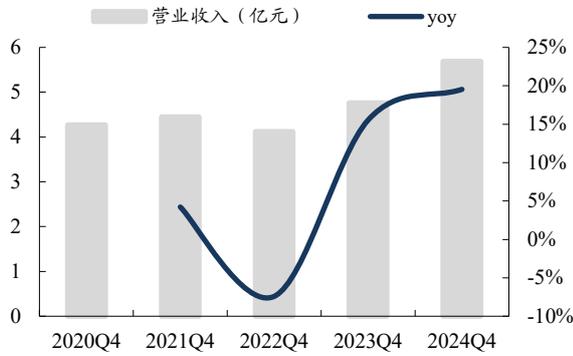
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4.3. 品牌传播：年轻化运营与时俱进，场景营销推动破圈

搭建新媒体多元矩阵，营造黄酒场景话题破圈。公司不仅通过官微、官博等传统渠道宣传品牌，更注重线上流媒体等进行话题营销。去年公司推出“冰饮会稽山、守护阿勒泰雪山”、“蟹蟹会稽山、吃蟹不怕寒”两大专项推广活动。前者以夏日环保公益为基，

宣传黄酒夏季冰饮的特定场景，对消费习惯进行引导；后者将“吃蟹”与“黄酒”紧密结合，进行场景营销。发布 15 天话题关注量近 2 亿，短片播放量超 2400 万，成功带动 24Q4 营收同比增长近 20%，达 5.69 亿元。

图60：公司第四季度营收情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图61：蟹酒三部曲



数据来源：会稽山绍兴酒官微，东吴证券研究所

塑造年轻化品牌，线上线下载协同抢占消费者认知。线下举办潮玩音乐节、微醺派对等活动，线上通过网店立体式升级改版、淘宝店播、短视频投流等多元手段，链接小红书、抖音、达人资源，抢占年轻消费者认知，打造年轻化品牌。还首次联动抖音 4000 万+粉丝博主白冰进行跨界合作，突破黄酒传统认知，用上海最贵的蟹黄拌饭搭配“一日一熏”拍摄短视频，发布当天获超百万点赞，最终取得三天破千万的现象级销量。

图62：一日一熏线下宣传活动



数据来源：会稽山绍兴酒公众号，东吴证券研究所

图63：会稽山产品推介官



数据来源：会稽山绍兴酒公众号，东吴证券研究所

4.4. 组织架构：组织裂变激活潜能，事业部制灵活高效

各事业部差异化定位，聚焦不同市场灵活调动资源。公司在产品端明确了兰亭为高端、会稽山千纯 18 为次高端、会稽山 1743、纯正 5 年等产品为大众酒，组织端设立会

稽山事业部、兰亭事业部、全国化事业部，我们认为，事业部架构有利于简化内部沟通流程，加速对于市场的反馈速度，协调沟通效率更高，同时各事业部独立核算，自负盈亏，也可以建立内部跑马机制，进一步激发组织活力。

- 1) **兰亭事业部**: 聚焦高端圈层，以兰亭品牌为主攻中高端市场，产品包括兰亭大师、国潮等，深挖黄酒文化价值元素，持续焕新品牌形象，通过高端场景赋能、圈层传播链接等行动，打造兰亭黄酒的新生态，持续提升兰亭知名度和美誉度，市场布局涵盖杭绍甬、上海、山东、安徽等地，通过品鉴会和兰亭雅宴，持续提升品牌影响力和市场占有率。2024 年销售同比增长 108%。
- 2) **会稽山事业部**: 以会稽山品牌为核心，深耕大众消费市场，产品包括会稽山 1743、纯正 5 年等。2025 年将持续推进经销商和终端开发，在基地市场、战役市场、培育市场“因材施教”，在产品、渠道、终端、推广、促销等方面加大投入，同时通过场景化营销等方式加大消费者活动，推动黄酒市场的持续发展。
- 3) **全国化事业部**: 专注于外围拓展，负责会稽山的全国化布局。通过“双螺旋招商模型”和多元化招商策略，推动市场破局，在全国重点城市开展“会稽山黄酒·中国行”与“中国酒源·寻根之旅”活动，深化消费者培育体系，探索特区模式，实现品牌渠道化。

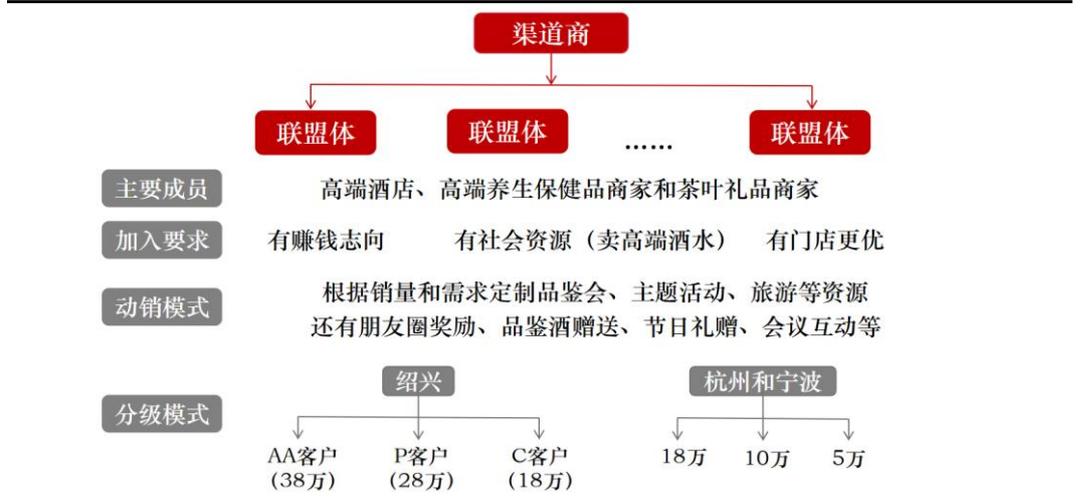
表11: 会稽山事业部架构

名称	定位	现任负责人	个人履历	业绩表现
兰亭事业部	“国宴的选择”	许宜光	曾参与王老吉、高端橄榄油等业务	2024 年兰亭销售同比增长 108%，成为中国高端黄酒销量第一的品牌
会稽山事业部	主攻大众市场	张鑫	-	持续推动黄酒品类创新，助力公司实现连续两年营收增长超 15%
全国化事业部	专注外围市场拓展	徐菲	-	24 年其他地区营收达 1.67 亿元，同比增长 53.34%。

数据来源：公司官网，微酒，东吴证券研究所

核心城市联盟体模式初具雏形，增益核心终端利益，充分调动渠道积极性。在江浙沪区域，会稽山以兰亭为产品抓手，选取绍兴等部分市场开展联盟体模式，保证价格体系稳定性，在绍兴等基地市场对联盟商分级返利、给予动销资源等方式拉动销售。

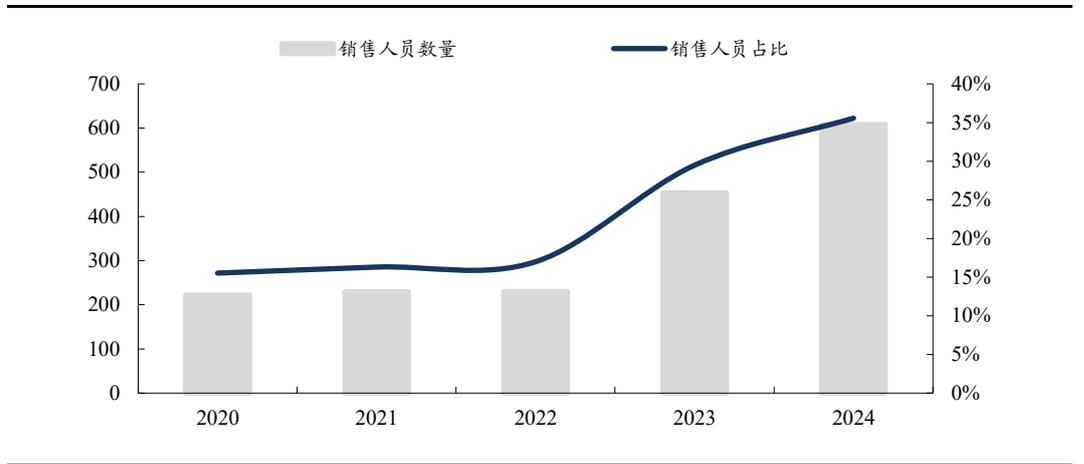
图64: “1+N” 联盟体模式架构及要求



数据来源：渠道调研、东吴证券研究所

营销团队再扩容，机制完善激励个人争先。公司引入原先白酒、啤酒等酒类销售高手，有效提升专业素养和业务能力；24年销售人员首达600人+，近年新增百余位销售人员多围绕市场拓展开展工作，为后续培育市场发展打下人力基础。同时，公司逐步完善考核激励机制、优化考核指标，将销售业绩与个人收入挂钩，激励销售人员积极开拓。

图65: 销售人员数量变化及占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

5. 盈利预测及估值

中高档酒：随着公司聚焦中高端消费市场，预计中高档酒 2025-2027 年收入同比增长 23%、25%、19%。

普通黄酒及其他酒：我们预计普通黄酒和其他酒 2025~2027 年收入同比增长 3%、-1%、1.5%。

综上，我们预计 2025-2027 年公司营收为 19.0/22.3/25.5 亿元，归母净利润为 2.3/2.8/3.3 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 44X/36X/31X。考虑行业地位、全国化进度，我们选取百润股份、顺鑫农业、古越龙山作为可比公司，可比公司 2025 年 PE 为 44 倍，考虑公司近年来实际业绩增速、并且在高端化、年轻化战略下，经营势能持续释放，未来高端化、全国化仍有可为，享有一定估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

表12：公司盈利预测（单位：百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1631	1900	2233	2555
yoy	15.6%	16.5%	17.5%	14.4%
其中				
中高档酒收入	1065	1310	1643	1950
yoy	31.3%	23.1%	25.4%	18.7%
普通酒收入	518	534	529	537
yoy	-7.9%	3.1%	-1.0%	1.5%
其他业务收入	49	56	62	68
毛利率	52.1%	54.0%	55.4%	56.4%
归母净利润	196	232	280	328
yoy	17.7%	18.1%	21.0%	16.9%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

表13：可比公司估值

公司名称	代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
百润股份	002568.SZ	279	7.2	8.3	9.8	11.5	39	33	28	24
顺鑫农业	000860.SZ	114	2.3	2.2	2.6	3.4	49	53	43	33
古越龙山	600059.SH	99	2.1	2.2	2.4	2.7	48	45	41	36
平均							45	44	37	31
会稽山	601579.SH	102	2.0	2.3	2.8	3.3	52	44	36	31

数据来源：wind、东吴证券研究所预测（注：除会稽山外其余均来自于 wind 一致预期，截至 2025/06/17 收盘价）

6. 风险提示

经济不及预期: 若宏观经济发展不及预期, 黄酒需求疲软, 将会对公司收入利润产生明显冲击。

提价传导不顺利: 若提价最后无法传导至终端, 则渠道承担压力, 利润空间下滑, 影响渠道积极性。

竞争加剧: 若行业竞争加剧, 如通过价格战等方式进行恶性竞争, 将导致公司整体盈利水平下滑。

食品安全风险: 一旦出现食品安全问题, 不仅将对公司的声誉和经营业绩产生重大不利影响, 也将影响消费者对该行业的信心。

会稽山三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,210	2,382	2,591	2,821	营业总收入	1,631	1,900	2,233	2,555
货币资金及交易性金融资产	907	1,082	1,272	1,470	营业成本(含金融类)	782	873	997	1,113
经营性应收款项	109	123	143	163	税金及附加	66	76	89	102
存货	1,181	1,164	1,163	1,175	销售费用	332	428	502	588
合同资产	0	0	0	0	管理费用	138	162	201	230
其他流动资产	12	12	13	13	研发费用	70	76	85	97
非流动资产	2,354	2,361	2,341	2,320	财务费用	(14)	(12)	(10)	(10)
长期股权投资	43	43	43	43	加:其他收益	10	10	9	8
固定资产及使用权资产	1,494	1,486	1,449	1,408	投资净收益	6	0	0	0
在建工程	5	15	24	38	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	367	367	367	367	减值损失	(13)	0	0	0
商誉	223	223	223	223	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	9	16	23	30	营业利润	258	308	378	442
其他非流动资产	213	212	212	212	营业外净收支	2	1	1	1
资产总计	4,563	4,743	4,932	5,142	利润总额	260	309	379	443
流动负债	718	805	882	961	减:所得税	62	77	98	115
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	197	232	280	328
经营性应付款项	363	424	457	495	减:少数股东损益	1	0	0	0
合同负债	93	105	121	135	归属母公司净利润	196	232	280	328
其他流动负债	260	275	303	329	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.48	0.58	0.68
非流动负债	105	105	105	105	EBIT	248	296	369	433
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	388	404	506	576
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	52.08	54.05	55.37	56.42
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	12.03	12.19	12.55	12.83
其他非流动负债	103	103	103	103	收入增长率(%)	15.60	16.48	17.52	14.40
负债合计	823	910	987	1,066	归母净利润增长率(%)	17.74	18.05	21.00	16.91
归属母公司股东权益	3,710	3,803	3,915	4,046					
少数股东权益	30	30	30	30					
所有者权益合计	3,740	3,833	3,945	4,076					
负债和股东权益	4,563	4,743	4,932	5,142					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	329	431	474	515	每股净资产(元)	7.74	7.93	8.16	8.44
投资活动现金流	(99)	(117)	(116)	(121)	最新发行在外股份(百万股)	479	479	479	479
筹资活动现金流	(128)	(139)	(168)	(197)	ROIC(%)	5.09	5.87	7.01	7.99
现金净增加额	103	175	190	198	ROE-摊薄(%)	5.29	6.09	7.16	8.10
折旧和摊销	139	108	138	143	资产负债率(%)	18.04	19.19	20.01	20.73
资本开支	(64)	(109)	(109)	(114)	P/E(现价&最新股本摊薄)	51.91	43.97	36.34	31.08
营运资本变动	(10)	90	57	46	P/B(现价)	2.74	2.68	2.60	2.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>