

Q1 毛利率大幅提升，合同负债大幅增长

核心观点

会稽山作为黄酒头部企业，对高端品牌提出明确定位，营销转型加大投入，组织优化扩招人才，直销团购加速发展，高端化战略逐步取得成效。2025Q1 公司收入稳健增长 10.10%，中高端产品增速 12.07% 带动毛利率大幅提升 7.10pct。公司加强营销投入，内部管理提效，扣非归母净利润 0.93 亿元，同比增加 12.72%。25Q1 公司合同负债同比增加 77.21%，现金流状况良好，继续看好公司在黄酒高端化中的布局。

事件

公司发布 2025 年一季报

25Q1 营业收入 4.81 亿元，同比增加 10.10%；归母净利润 0.94 亿元，同比增加 1.70%；扣非归母净利润 0.93 亿元，同比增加 12.72%。

简评

Q1 收入稳健增长，中高端黄酒增速领先

2025Q1 公司收入实现两位数稳健增长，产品结构持续优化。其中中高端黄酒收入 3.36 亿元，同比增长 12.07%；普通黄酒收入 1.05 亿元，同比增长 0.55%，中高端产品收入增速远超平均，高端化卓有成效。25Q1 毛利率 60.71%，同比增加 7.10pct。分区域看，25Q1 浙江大区收入 2.86 亿元，同比增长 17.11%，江苏、上海大区收入同比下滑 6.91%、8.91%。分渠道看，直销（含团购）收入 9438 万元，同比增速 86.12%，批发代理收入同比下降 2.58%。25Q1 合同负债 0.99 亿元，同比增长 77.21%。

销售费用率大幅提升，重金投入拉动高端势能

25Q1 销售费用率 22.10%，同比增加 6.74pct，销售费用 1.06 亿元，同比增长 58.43%，公司 2024 年销售团队扩张带来费用扩大，高端化推广亦需要较大投入。研发费用率 3.39%，同比增加 1.09pct；管理费用率 5.06%，同比下降 2.19pct，公司在产品提质及产品推新投入加大，内部管理提效推动管理费用率有效下降。随着规模扩张，叠加销售团队管理加强，预计全年销售费用率提升幅度将得到有效控制。

会稽山 (601579.SH)

维持

增持

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

010-56135266

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

张立

zhanglidcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100002

发布日期：2025 年 05 月 05 日

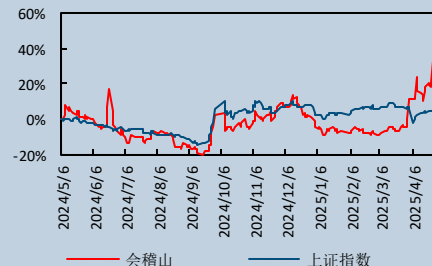
当前股价：14.88 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
40.78/42.93	45.03/44.15	35.27/29.94
12 月最高/最低价 (元)		15.42/8.83
总股本 (万股)		47,946.34
流通 A 股 (万股)		47,946.34
总市值 (亿元)		71.34
流通市值 (亿元)		71.34
近 3 月日均成交量 (万)		1305.88
主要股东		
中信建(浙江)创业投资有限公司		31.11%

股价表现



相关研究报告

25.04.02	【中信建投食品饮料】会稽山(601579): 会稽山年报点评: Q4 业绩强劲, 全年高端化趋势显现
25.03.27	【中信建投食品饮料】会稽山(601579): 会稽山: 高端化征程起航

盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现收入 1889.45、2215.16、2600.20 百万元，实现归母净利润 248.97、320、420.3 百万元，维持“增持”评级。

风险提示：

1) 市场竞争加剧：黄酒行业虽然具有悠久的历史和文化底蕴，但近年来面临白酒、啤酒等其他酒类产品的激烈竞争。会稽山黄酒作为区域性品牌，其市场份额主要集中在江浙沪地区，全国化扩张面临较大挑战。随着消费者口味多样化，黄酒的市场需求增长可能受限，导致公司业绩承压。此外，行业内其他黄酒企业也在不断加大市场推广力度，进一步加剧了市场竞争，可能影响会稽山的盈利能力。

2) 原材料价格波动风险：黄酒的主要原材料为糯米、小麦等农产品，其价格受气候、自然灾害、市场供需等因素影响较大。近年来，全球气候变化频繁，极端天气事件增多，可能导致农产品价格波动加剧。如果原材料价格大幅上涨，会稽山的生产成本将随之上升，进而压缩利润空间。尽管公司可能通过提价来转嫁成本压力，但提价可能导致销量下滑，进一步影响公司收入和利润。

3) 品牌老化与消费群体局限：黄酒的传统消费群体主要集中在中老年人群，年轻消费者对黄酒的接受度相对较低。会稽山黄酒作为传统品牌，面临着品牌老化和消费群体局限的风险。如果公司无法有效进行品牌年轻化转型，吸引更多年轻消费者，未来市场增长空间将受到限制。此外，随着健康消费理念的普及，低度酒和健康酒类产品逐渐受到青睐，黄酒若不能及时适应这一趋势，可能错失市场机会。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,411.30	1,631.45	1,889.45	2,215.16	2,600.20
YoY (%)	15.01	15.60	15.81	17.24	17.38
净利润(百万元)	166.63	196.19	248.97	320.00	420.30
YoY (%)	15.11	17.74	26.90	28.53	31.34
毛利率 (%)	46.93	52.08	54.80	57.23	59.65
净利率 (%)	11.81	12.03	13.18	14.45	16.16
ROE (%)	4.57	5.29	6.51	8.04	10.06
EPS (摊薄/元)	0.35	0.41	0.52	0.67	0.88
P/E (倍)	42.82	36.36	28.66	22.29	16.97
P/B (倍)	1.96	1.92	1.86	1.79	1.71

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

张立

同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 4 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk