

会稽山（601579）

2025 年三季报点评：收入延续较好增势，持续关注产业趋势

增持（维持）

2025 年 10 月 30 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

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,411	1,631	1,878	2,184	2,506
同比（%）	15.01	15.60	15.09	16.32	14.73
归母净利润（百万元）	166.63	196.19	216.62	264.15	311.68
同比（%）	15.11	17.74	10.41	21.94	17.99
EPS-最新摊薄（元/股）	0.35	0.41	0.45	0.55	0.65
P/E（现价&最新摊薄）	62.10	52.74	47.77	39.17	33.20

投资要点

- **事件：**会稽山 25Q1-Q3 营收 12.12 亿元，同比+14.12%，归母净利润 1.16 亿元，同比+3.23%，扣非后归母净利润 1.08 亿元，同比+8.28%。其中 25Q3 营收 3.95 亿元，同比+21.09%，归母净利润 0.22 亿元，同比+2.47%，扣非后归母净利润 0.19 亿元，同比-14.37%。
- **兰亭、1743 延续高增，泛全国化稳步推进。**分产品来看，25Q1-Q3 中高档黄酒、普通黄酒、其他酒收入分别为 7.51、2.73、1.50 亿元，分别同比+19.64%、-16.01%、+109.20%(最新占比为 64%、23%、13%)；其中 25Q3 中高档黄酒、普通黄酒、其他酒收入分别同比+62.47%、-42.19%、+186.41%，其中预计兰亭、1743 延续高增，纯正五年持平略增，此外潮饮酒一日一重翻倍以上增长，分区域来看，25Q1-Q3 浙江大区、江苏大区、上海地区、其他地区、国际收入分别为 6.99、0.84、2.19、1.66、0.07 亿元，分别同比+17.89%、-16.25%、+10.26%、+32.16%、-15.95%(最新占比分别为 60%、7%、19%、14%、1%)，其中 25Q3 浙江、江苏、上海、其他地区、国际收入分别同比+14.05%、-19.93%、+84.96%、+53.25%、-15.90%，浙江大本营表现稳健，江苏下滑主要系乌毡帽表现一般，上海及华东以外地区提速主要系加大招商带动。
- **费用加大、所得税率阶段性抬升拖累盈利。**25Q3 销售净利率同比-0.92pct 至 5.67%，主要系新品推广期费用投放加大、所得税率阶段性抬升所致。其中 25Q3 销售毛利率同比+2.84pct 至 53.24%，税金及附加率同比-0.83pct 至 3.60%，期间费用率同比+4.09pct 至 40.39%(其中销售费用率同比+6.84pct 至 30.21%，管理费用率同比-0.93pct 至 8.05%，研发费用率同比-2.40pct 至 2.36%)，新品集中推广阶段费用明显加大。此外，其他非经科目相对平稳，25Q3 所得税率 44%明显抬升(24Q3 为 23%)，主要系子公司亏损无法抵扣所致。
- **盈利预测与投资评级：**此前外发的《黄酒行业深度：供需共振，高端化与年轻化突围》报告中，指出借鉴中国啤酒产业、日本清酒产业高端升级的路径，黄酒行业当前的边际变化具备产业逻辑。考虑到会稽山兰亭、1743 依然延续高增的升级趋势，同时加大费用投放强化品类营销及消费者培育，持续关注黄酒及相关品类扩圈进展。参考 25Q3 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 2.17、2.64、3.12 亿元（前值为 2.32、2.80、3.28 亿元），对应当前 PE 分别为 48、39、33X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；食品安全问题；新品铺货不及预期；竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.58
一年最低/最高价	9.89/27.49
市净率(倍)	2.84
流通 A 股市值(百万元)	10,346.82
总市值(百万元)	10,346.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.59
资产负债率(% ,LF)	16.16
总股本(百万股)	479.46
流通 A 股(百万股)	479.46

相关研究

《会稽山(601579): 锐意进取, 重塑成长曲线》

2025-06-18

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	2,347	2,563	2,879	营业总收入	1,631	1,878	2,184	2,506
货币资金及交易性金融资产	907	1,604	1,742	1,981	营业成本(含金融类)	782	832	926	1,021
经营性应收款项	109	126	146	167	税金及附加	66	75	87	100
存货	1,181	592	647	700	销售费用	332	516	633	752
合同资产	0	0	0	0	管理费用	138	116	142	163
其他流动资产	12	25	28	32	研发费用	70	56	66	75
非流动资产	2,354	2,412	2,508	2,583	财务费用	(14)	(12)	(23)	(17)
长期股权投资	43	43	43	43	加:其他收益	10	13	15	18
固定资产及使用权资产	1,494	1,388	1,319	1,229	投资净收益	6	6	7	8
在建工程	5	205	405	605	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	367	335	303	271	减值损失	(13)	(2)	(1)	(1)
商誉	223	223	223	223	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	9	9	9	9	营业利润	258	311	374	435
其他非流动资产	213	210	207	204	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	4,563	4,759	5,071	5,462	利润总额	260	311	374	435
流动负债	718	696	743	821	减:所得税	62	93	108	122
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	197	218	265	313
经营性应付款项	363	387	406	448	减:少数股东损益	1	1	1	2
合同负债	93	75	74	71	归属母公司净利润	196	217	264	312
其他流动负债	260	232	262	300	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.45	0.55	0.65
非流动负债	105	105	105	105	EBIT	248	282	330	394
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	388	502	563	698
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	52.08	55.71	57.62	59.24
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	12.03	11.54	12.09	12.44
其他非流动负债	103	103	103	103	收入增长率(%)	15.60	15.09	16.32	14.73
负债合计	823	801	848	926	归母净利润增长率(%)	17.74	10.41	21.94	17.99
归属母公司股东权益	3,710	3,927	4,191	4,502					
少数股东权益	30	31	33	34					
所有者权益合计	3,740	3,958	4,223	4,537					
负债和股东权益	4,563	4,759	5,071	5,462					

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	970	461	611	每股净资产(元)	7.74	8.19	8.74	9.39
投资活动现金流	(99)	(273)	(322)	(371)	最新发行在外股份(百万股)	479	479	479	479
筹资活动现金流	(128)	0	0	0	ROIC(%)	5.09	5.12	5.73	6.48
现金净增加额	103	696	138	239	ROE-摊薄(%)	5.29	5.52	6.30	6.92
折旧和摊销	139	220	233	304	资产负债率(%)	18.04	16.83	16.72	16.95
资本开支	(64)	(278)	(328)	(378)	P/E(现价&最新股本摊薄)	52.74	47.77	39.17	33.20
营运资本变动	(10)	535	(32)	0	P/B(现价)	2.79	2.64	2.47	2.30

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>