

# 会稽山 (601579)

## 2025 年报点评: 高端化持续兑现, 利润增速超预期

增持 (维持)

2026 年 04 月 01 日

证券分析师 苏轶

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,631	1,822	2,050	2,363	2,627
同比 (%)	15.60	11.68	12.51	15.26	11.19
归母净利润 (百万元)	196.19	244.64	295.01	341.70	387.52
同比 (%)	17.74	24.70	20.59	15.83	13.41
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.41	0.51	0.62	0.71	0.81
P/E (现价&最新摊薄)	40.89	32.79	27.19	23.47	20.70

### 投资要点

- **事件:** 会稽山 25 年营收 18.22 亿元, 同比+11.68%, 归母净利润 2.45 亿元, 同比+24.70%, 扣非后归母净利润 2.35 亿元, 同比+32.06%。其中 25Q4 营收 6.10 亿元, 同比+7.14%, 归母净利润 1.28 亿元, 同比+53.64%, 扣非后归母净利润 1.27 亿元, 同比+62.53%。
- **Q4 收入增速收窄, 高端化持续兑现。** 25 年酒类收入 17.7 亿元, 同比+11.8%, 25Q1、25Q2、25Q3、25Q4 酒类收入分别同比+8.0%、+10.9%、+27.3%、+6.7%, 四季度收入增速收窄除消费场景惯性承压外, 亦与兰亭等高端产品主动控货去库相关。25 全年中高档黄酒收入同比+7.3%至 11.4 亿元, 占总营收的比重为 64.6%, 预计纯正五年依然保持平稳, 兰亭、1743 延续高增; 普通黄酒及其他酒收入同比+21.0%至 6.3 亿元, 占总营收的比重为 35.4%, 主要系“亿级大单品”爽酒系列带动。
- **浙江大本营稳健, 全国化提速拓展。** 25 年浙江、江苏、上海、其他地区分别实现收入 10.4、1.4、3.1、2.7 亿元, 分别同比+6%、-14%、+17%、+63%, 占总营收的比重分别为 59%、8%、17%、15%, 浙江大本营稳健增长, 江浙沪之外其他地区收入占比同比提升 5pct、全国招商有所提速。25 年西塘、乌毡帽、会稽山电子商务、会稽山酒业分别实现收入 1.3、2.5、2.1、10.2 亿元, 分别同比+15%、+2%、+85%、+112%, 公司全方位布局电商赛道, 线上收入快速增长。
- **所得税优惠落地, 利润增速超预期。** 25Q4 销售净利率同比大幅提升 6.2pct 至 21.1%, 主要系毛销差改善、管理及研发费用率下降、所得税率集中冲回综合所致。此外 25 年销售净利率同比+1.4pct 至 13.5%, 其中销售毛利率同比+4.6pct 至 56.7%, 期间费用率同比+1.5pct 至 33.7%(其中销售费用率+5.6pct、管理费用率-2.8pct、研发费用率-1.9pct), 盈利能力稳步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 2026 公司力争酒类销售实现双位数增长, 在“高端化、年轻化”战略带动下, 预计爽酒、1743、兰亭高增势能将继续, 产业趋势仍将持续兑现。参考公司经营节奏, 我们预计 2026-2027 年归母净利润为 2.95、3.42 亿元(原预期为 2.64、3.12 亿元), 新增 2028 年归母净利润为 3.88 亿元, 对应当前 PE 分别为 27、23、21X, 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)	16.73
一年最低/最高价	11.30/27.49
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	8,021.42
总市值(百万元)	8,021.42

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.86
资产负债率(%LF)	18.38
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): 2025 年三季报点评: 收入延续较好增势, 持续关注产业趋势》

2025-10-30

《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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>2,346</b>	<b>2,570</b>	<b>2,885</b>	<b>3,245</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,822</b>	<b>2,050</b>	<b>2,363</b>	<b>2,627</b>
货币资金及交易性金融资产	931	981	1,103	1,303	营业成本(含金融类)	790	874	992	1,097
经营性应收款项	96	137	158	176	税金及附加	75	84	97	108
存货	1,309	1,426	1,594	1,734	销售费用	473	543	643	709
合同资产	0	0	0	0	管理费用	104	127	146	163
其他流动资产	11	27	30	33	研发费用	43	61	71	79
<b>非流动资产</b>	<b>2,305</b>	<b>2,387</b>	<b>2,507</b>	<b>2,614</b>	财务费用	(6)	(7)	(8)	(6)
长期股权投资	34	34	34	34	加:其他收益	9	10	12	13
固定资产及使用权资产	1,440	1,332	1,260	1,177	投资净收益	(7)	(6)	(7)	(8)
在建工程	49	249	449	649	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	355	349	343	336	减值损失	(26)	(12)	(11)	(11)
商誉	209	209	209	209	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	7	7	7	7	<b>营业利润</b>	<b>320</b>	<b>360</b>	<b>415</b>	<b>471</b>
其他非流动资产	210	207	204	201	营业外净收支	2	2	1	1
<b>资产总计</b>	<b>4,651</b>	<b>4,957</b>	<b>5,392</b>	<b>5,860</b>	<b>利润总额</b>	<b>322</b>	<b>362</b>	<b>416</b>	<b>472</b>
<b>流动负债</b>	<b>746</b>	<b>755</b>	<b>847</b>	<b>925</b>	减:所得税	77	65	73	83
短期借款及一年内到期的非流动负债	70	70	70	70	<b>净利润</b>	<b>246</b>	<b>296</b>	<b>343</b>	<b>389</b>
经营性应付款项	288	287	326	361	减:少数股东损益	1	1	2	2
合同负债	111	131	139	143	<b>归属母公司净利润</b>	<b>245</b>	<b>295</b>	<b>342</b>	<b>388</b>
其他流动负债	277	267	311	352	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	0.62	0.71	0.81
非流动负债	109	109	109	109	EBIT	334	360	414	471
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	453	583	649	718
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	56.65	57.38	58.01	58.23
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	13.43	14.39	14.46	14.75
其他非流动负债	102	102	102	102	收入增长率(%)	11.68	12.51	15.26	11.19
<b>负债合计</b>	<b>855</b>	<b>864</b>	<b>956</b>	<b>1,034</b>	归母净利润增长率(%)	24.70	20.59	15.83	13.41
归属母公司股东权益	3,766	4,061	4,403	4,791					
少数股东权益	30	31	33	35					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,796</b>	<b>4,093</b>	<b>4,436</b>	<b>4,826</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,651</b>	<b>4,957</b>	<b>5,392</b>	<b>5,860</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	238	360	485	563	每股净资产(元)	7.86	8.47	9.18	9.99
投资活动现金流	(381)	(309)	(361)	(362)	最新发行在外股份(百万股)	479	479	479	479
筹资活动现金流	(117)	(2)	(2)	(2)	ROIC(%)	6.69	7.35	7.86	8.25
现金净增加额	(261)	50	123	200	ROE-摊薄(%)	6.50	7.26	7.76	8.09
折旧和摊销	119	222	235	247	资产负债率(%)	18.38	17.43	17.72	17.65
资本开支	(104)	(302)	(353)	(353)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.79	27.19	23.47	20.70
营运资本变动	(163)	(176)	(112)	(93)	P/B(现价)	2.13	1.98	1.82	1.67

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>