

食品饮料

报告日期：2026年04月14日

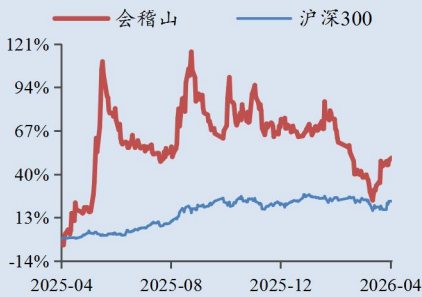
毛利率和净利率稳步抬升，盈利能力增强

——会稽山（601579.SH）2025 年报业绩点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2026年04月13日

当前价格（元）	18.65
52周价格区间（元）	11.98-27.49
总市值（百万元）	8,941.99
流通市值（百万元）	8,941.99
总股本（万股）	47,946.34
流通股（万股）	47,946.34
近一月换手（%）	39.69

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzq.com

相关阅读

事件：

会稽山发布 2025 年报。2025 年公司实现营业收入 18.22 亿元，同比增长 11.68%；归母净利润 2.45 亿元，同比增长 24.70%；扣非后归母净利润 2.35 亿元，同比增长 32.06%。

2025Q4 公司实现营业收入 6.10 亿元，同比增长 7.14%；归母净利润 1.28 亿元，同比增长 53.64%；扣非后归母净利润 1.27 亿元，同比增长 62.53%。

观点：

➤ **经营持续向好，利润增速亮眼。**分产品看，2025 年公司中高档酒/普通黄酒及其他酒分别实现营收 11.42 亿元/6.27 亿元，同比增长 7.30%/21.01%。分地区看，国内/国外分别实现营收 17.60 亿元/0.09 亿元，同比变化 11.96%/-13.11%，公司的酒类销售地区主要在国内市场，其中，国内销售占比为 99.48%，国外销售占比仅为 0.52%。分销售模式看，批发代理/直销（含团购）/国外分别实现营收 13.70 亿元/3.91 亿元/0.09 亿元，同比变化 7.82%/29.38%/-13.11%，公司主要以经销模式为主，面向各地区的经销商开展黄酒商品的批发代理；同时，结合终端消费需求，以专卖店、直营店、团购等方式开展黄酒商品的直销业务；通过网上旗舰店、抖音直播、京东、天猫、拼多多等电商平台，开展线上新零售业务活动。

➤ **毛利率和净利率提升，盈利能力增强。**2025 年公司毛利率 56.65%，同比提升 4.58pct，其中，中高档酒/普通黄酒及其他酒毛利率分别为 67.33%/42.25%，同比提升 5.76pct/7.63pct。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 25.97%/5.71%/-0.32%，同比变化 +5.64pct/-2.77pct/+0.53pct，净利率为 13.48%，同比提升 1.38pct，公司毛利率和净利率实现稳步抬升。

➤ **公司不断推动品牌向高端化、年轻化发展，深化管理体系变革，增强核心竞争力，驱动主营业务增长。**高端化方面，公司聚焦树立中国高端黄酒品牌领导者的价值标杆，采取多种高端场景赋能、圈层传播链接、品鉴会回厂游等造圈行动。年轻化方面，面对当代年轻人“悦己微醺”“朋克养生”等多元饮酒需求，公司于 2023 年 7 月推出爽酒系列，首创气泡黄酒新品类。通过与抖音超头部达人白冰联动国民明星吴彦祖的跨界合作破圈行动，创新的产品形态与营销策略精准触达年轻群体，有效改变了市场对黄酒的固有认知。凭借年轻化口感与场景化营销，截至 2025 年底，爽酒系

列产品仅用两年时间成为“亿级大单品”。公司以业务增长为核心，推进全价值链流程再造，从管理变革、组织变革、机制变革等入手重塑运营效能，取得了显著成效。公司深化“会稽山”、“兰亭”双品牌运营战略，线上线下协同发力，推动传统与新兴渠道融合发展。

- **盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 20.78 亿元 /23.69 亿元 /26.61 亿元，同比增长 14.06%/13.99%/12.34%；归母净利润分别为 2.94 亿元/3.55 亿元 /4.28 亿元，同比增长 20.13%/20.63%/20.79%，对应 2026 年 4 月 13 日收盘价，PE 分别为 30.4x/25.2x/20.9x，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧的风险；市场开拓不及预期；消费需求不及预期；第三方数据统计偏差风险。
- **盈利预测简表**

预测指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,631	1,822	2,078	2,369	2,661
增长率（%）	15.60	11.68	14.06	13.99	12.34
归母净利润（百万元）	196	245	294	355	428
增长率（%）	17.74	24.70	20.13	20.63	20.79
ROE（%）	5.28	6.47	7.47	8.56	9.67
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.41	0.51	0.61	0.74	0.89
市盈率（P/E）	31.8	49.5	30.4	25.2	20.9
市净率（P/B）	1.5	2.7	2.3	2.2	2.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,210	2,346	2,748	3,013	3,424	营业收入	1,631	1,822	2,078	2,369	2,661
现金	827	568	648	738	829	营业成本	782	790	915	1,059	1,202
应收票据及应收账款	93	65	116	99	154	税金及附加	66	75	85	97	109
其他应收款	8	7	10	9	13	销售费用	332	473	515	540	546
预付账款	11	16	15	20	20	管理费用	138	104	118	130	150
存货	1,181	1,309	1,576	1,764	2,026	研发费用	70	43	49	56	63
其他流动资产	89	383	383	383	383	财务费用	-14	-6	-17	-10	-6
非流动资产	2,354	2,305	2,434	2,568	2,669	资产和信用减值损失	-13	-26	-29	-33	-37
长期股权投资	43	34	25	17	8	其他收益	10	9	9	9	9
固定资产	1,491	1,431	1,611	1,797	1,948	公允价值变动收益	0	3	3	3	3
无形资产	367	355	317	278	241	投资净收益	6	-7	-7	-7	-7
其他非流动资产	453	485	481	477	473	资产处置收益	-2	-2	-2	-2	-2
资产总计	4,563	4,651	5,182	5,581	6,093	营业利润	258	320	385	465	562
流动负债	718	746	1,125	1,312	1,538	营业外收入	4	5	5	5	5
短期借款	1	68	240	448	458	营业外支出	2	3	3	3	3
应付票据及应付账款	363	287	470	431	622	利润总额	260	322	387	467	564
其他流动负债	354	390	415	433	459	所得税	62	77	92	111	134
非流动负债	105	109	109	109	109	净利润	197	246	295	356	430
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	1	1	2
其他非流动负债	105	109	109	109	109	归属母公司净利润	196	245	294	355	428
负债合计	823	855	1,234	1,421	1,647	EBITDA	414	449	526	633	756
少数股东权益	30	30	31	32	34	EPS (元)	0.41	0.51	0.61	0.74	0.89
股本	479	479	479	479	479						
资本公积	1,573	1,573	1,573	1,573	1,573						
留存收益	1,753	1,810	1,931	2,078	2,255						
归属母公司股东权益	3,710	3,766	3,916	4,127	4,412						
负债和股东权益	4,563	4,651	5,182	5,581	6,093						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	329	238	295	299	490
净利润	197	246	295	356	430
折旧摊销	139	117	122	143	164
财务费用	-14	-6	-17	-10	-6
投资损失	-6	7	7	7	7
营运资金变动	-10	-163	-141	-229	-141
其他经营现金流	23	38	28	32	36
投资活动现金流	-99	-381	-258	-283	-271
资本支出	65	105	260	285	273
长期投资	-80	-278	9	9	9
其他投资现金流	46	2	-6	-6	-6
筹资活动现金流	-128	-117	-129	-134	-138
短期借款	1	67	172	208	10
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-129	-185	-301	-343	-148
现金净增加额	103	-261	-92	-118	81

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	15.60	11.68	14.06	13.99	12.34
营业利润同比增速(%)	13.81	24.20	20.26	20.73	20.88
归属于母公司净利润同比增速(%)	17.74	24.70	20.13	20.63	20.79
获利能力					
毛利率(%)	52.08	56.65	55.97	55.28	54.83
净利率(%)	12.10	13.48	14.20	15.02	16.16
ROE(%)	5.28	6.47	7.47	8.56	9.67
ROIC(%)	5.46	6.41	7.21	7.98	9.07
偿债能力					
资产负债率(%)	18.04	18.38	23.82	25.47	27.04
净负债比率(%)	-19.34	-10.42	-7.74	-4.52	-6.06
流动比率	3.08	3.15	2.44	2.30	2.23
速动比率	1.41	1.36	1.02	0.93	0.89
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.40	0.42	0.44	0.46
应收账款周转率	18.87	23.19	23.00	22.00	21.00
应付账款周转率	2.82	3.02	3.00	2.90	2.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.51	0.61	0.74	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.50	0.61	0.62	1.02
每股净资产(最新摊薄)	7.74	7.86	8.17	8.61	9.20
估值比率					
P/E	31.8	49.5	30.4	25.2	20.9
P/B	1.5	2.7	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	19.75	18.29	15.80	13.31	11.04

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046