



股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.31
总股本/流通股本(亿股)	2.50 / 2.50
总市值/流通市值(亿元)	31 / 31
52周内最高/最低价	13.85 / 8.83
资产负债率(%)	22.2%
市盈率	47.53
第一大股东	北京燕京啤酒股份有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

惠泉啤酒(600573)

产品矩阵完善，区域竞争优势凸显

● 投资要点

完善产品矩阵，夯实基地市场。过去五年，惠泉啤酒以品质为核心战略，成功打造了差异化产品矩阵。针对福建消费者对高度啤酒的偏好，公司耗时两年研发出老惠泉，以麦香浓郁、口感顺滑且不上头的特点对标喜力，并在惠安县实现亮眼销量。同时，通过主力产品一麦和高端线惠泉 1983 持续提升品牌定位，逐步扭转消费者对惠泉的低端印象。在区域市场方面，公司聚焦大泉州市场，大泉州市场过去 5 年销量增长 50% 以上，重塑市场团队信心。2024 年初步实现大泉州市场的相对优势，为公司更加健康、可持续发展奠定一定的市场基础。

区域均衡发展，主攻餐饮渠道。江西市场短期承压，2025 年公司计划通过“一麦+U8+老惠泉”组合实现增长，目前表现良好。公司在江西市场盈利能力较弱，百威占绝对优势，市占率未来仍有较大提升空间。渠道方面，未来公司将重点提升餐饮端占比，通过品牌溢价带动流通渠道铺货，减轻费用投放压力。

公司未来五年销量增速有望超过过去五年。过去五年公司销量累计增长 10%，未来五年增长幅度有望进一步扩大。公司规划在福建、江西建设更多基地市场，并通过市场化激励吸引人才。产品端聚焦 8-10 元价格带，目标将一麦价格提升至 8 元，高端线（老惠泉、1983）虽基数小但增速快。财务上，充裕现金将优先用于经营需求和员工福利，分红随盈利提升而增加。

成本红利叠加结构提升，公司盈利能力有望继续提升。20-24 年公司毛利率持续提升，主要受益于成本端包装材料价格下降、制造费用下降，以及整体产品结构的提升。今年以来瓦楞纸、玻璃瓶等包材价格仍处在下行通道，公司有望继续享受成本红利。同时，公司逐步提升主力单品一麦的价格，力推老惠泉、1983 两大高端产品，通过直接提价和结构升级的方式带动整体均价不断提升。此外，财务费用方面公司继续发挥现金储备充足的的优势，通过合理理财来提高资金使用效率。2024 年公司毛利率为 31.18%，较同行 40% 左右的毛利率水平仍有较大提升空间，公司盈利能力未来有望继续提升。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 年分别实现营收 6.63/6.85/7.09 亿元，同比增长 2.39%/3.43%/3.48%；实现归母净利润 0.79/0.90/1.00 亿元，同比增长 21.77%/14.09%/11.40%，对应 EPS 为 0.32/0.36/0.40 元，对应当前股价 PE 为 39/34/31 倍，给予“增持”评级。

● 风险提示：

公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	647	663	685	709
增长率(%)	5.44	2.39	3.43	3.48
EBITDA（百万元）	61.92	68.27	78.37	87.10
归属母公司净利润（百万元）	64.83	78.95	90.07	100.34
增长率(%)	33.58	21.77	14.09	11.40
EPS(元/股)	0.26	0.32	0.36	0.40
市盈率（P/E）	47.47	38.98	34.17	30.67
市净率（P/B）	2.37	2.28	2.18	2.07
EV/EBITDA	27.37	28.17	23.50	20.13

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	647	663	685	709	营业收入	5.4%	2.4%	3.4%	3.5%
营业成本	445	447	454	463	营业利润	21.2%	25.7%	14.3%	11.6%
税金及附加	68	70	73	75	归属于母公司净利润	33.6%	21.8%	14.1%	11.4%
销售费用	32	30	31	32	获利能力				
管理费用	46	42	44	45	毛利率	31.2%	32.5%	33.7%	34.7%
研发费用	25	26	27	28	净利率	10.1%	12.0%	13.2%	14.2%
财务费用	-34	-38	-40	-43	ROE	5.0%	5.8%	6.4%	6.8%
资产减值损失	1	0	0	0	ROIC	11.8%	25.0%	27.0%	34.3%
营业利润	69	87	100	111	偿债能力				
营业外收入	5	2	2	2	资产负债率	22.2%	15.9%	15.5%	15.2%
营业外支出	2	1	1	1	流动比率	3.62	5.10	5.32	5.54
利润总额	73	89	101	113	营运能力				
所得税	8	9	11	12	应收账款周转率	936.25	1339.28	1339.28	1339.28
净利润	65	79	90	101	存货周转率	6.32	6.29	6.29	6.29
归母净利润	65	79	90	100	总资产周转率	0.38	0.41	0.41	0.40
每股收益(元)	0.26	0.32	0.36	0.40	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.26	0.32	0.36	0.40
货币资金	1256	1210	1294	1386	每股净资产	5.19	5.41	5.66	5.93
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1	0	1	1	PE	47.47	38.98	34.17	30.67
预付款项	3	2	2	3	PB	2.37	2.28	2.18	2.07
存货	70	71	72	74	现金流量表				
流动资产合计	1353	1308	1393	1487	净利润	65	75	87	97
固定资产	264	249	233	218	折旧和摊销	24	17	17	17
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	79	-36	4	5
无形资产	52	50	49	47	其他	-35	-35	-37	-40
非流动资产合计	328	310	293	276	经营活动现金流净额	133	22	70	79
资产总计	1681	1618	1686	1762	资本开支	-15	0	0	0
短期借款	82	0	0	0	其他	-167	1	1	1
应付票据及应付账款	152	115	117	119	投资活动现金流净额	-182	1	1	1
其他流动负债	139	141	145	149	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	374	256	262	268	债务融资	62	-82	0	0
其他	0	0	0	0	其他	-16	13	12	12
非流动负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流净额	46	-69	12	12
负债合计	374	257	262	268	现金及现金等价物净增加额	-4	-46	84	92
股本	250	250	250	250					
资本公积金	506	506	506	506					
未分配利润	542	596	658	727					
少数股东权益	9	10	10	11					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1307	1362	1424	1494					
负债和所有者权益总计	1681	1618	1686	1762					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048