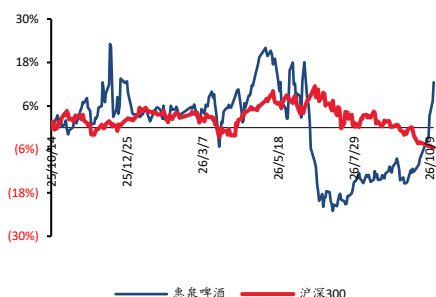


惠泉啤酒：组织变革逐步落地，布局次高端放量可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 2.5/2.5
总市值/流通(亿元) 32.02/32.02
12 个月内最高/最低价 (元) 15.59/8.61

相关研究报告

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：梁帅奇

电话：

E-MAIL: liangsq@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190526030002

事件：公司近期在管理、产品和组织端发生较大变化，管理层焕新引入燕京体系董事长和总经理，调整组织结构和机制。产品端，聚焦次高端大单品以及引入茶啤新品，渠道和营销端同步升级。2026H1 公司实现营业收入 3.69 亿元、同比+5.11%，实现归母净利润 0.49 亿元、同比+23.26%，扣非归母净利润 0.46 亿元、同比+20.58%，毛利率 40.20%，同比+5.16pct。近期积极变化叠加 2026H1 盈利改善持续验证，公司“产品高端化+管理改善+区域深耕”的改革逻辑加速兑现，建议积极关注。

产品端：战略重心向次高端迁移，结构升级打开吨价与盈利空间。公司资源与战略重心正从中档向次高端迁移，形成惠泉 1983（10-12 元）、老惠泉（12-15 元）、惠泉全麦的产品矩阵，以 1983 为主要发力点。次高端收入占比较 2025 年明显提升，目标将 1983 打造为与一麦同量级的大单品，次高端产品远期有望向 10 万吨级规模迈进。价格与产品结构上，次高端产品吨酒价较传统大单品一麦更高，公司以区域差异化产品错位竞争（福建版 1983 为 10 度、江西版为 8 度，适配当地口感），聚焦 10-12 元价格带的扩容客群自主培育专属消费群。2026H1 中高档产品收入 2.28 亿元、同比+6.89%，1983、老惠泉焕新升级与全麦新品已带动中高档战略产品矩阵销量同比+190%。公司积极储备轻养健康、果味微醺及茶啤等方向新品，针对次高端市场计划推出两款老惠泉价格带及以上新品，新产品有望逐步放量，结构调整的利润弹性清晰。

区域与渠道：基地市场结构升级贡献增量，省外连片拓展打开第二空间。基地市场以 1983、老惠泉向次高端升级、已取得较好效果。厦门市场在 1983 带动下增速领先，江西部分市场保持高速增长，公司推进闽赣一体化、连片化建设，并以次高端单品切入空白市场招商。渠道机制上，次高端产品渠道利润高于一麦等成熟产品，公司依托营销数字化体系把考核细化至单瓶，并对区域市场设置次高端占比等专项 KPI，渠道推力与终端掌控力同步增强。2026H1 省内/省外收入 2.52/1.09 亿元、同比+5.50%/+3.55%。大泉州区域销量同比+1.27%、千升酒营收同比+6.50%。批发代理收入 3.61 亿元、同比+4.94%，期末经销商 814 家、较期初净增 12 家，闽赣一体化推进下省外结构改善可期。

费用与盈利能力：主动加大次高端营销投入换取结构升级，盈利质量持续改善。公司当前销售费用重点投向次高端推广期产品，销售端薪酬整体提升。执行“卖得多挣得多”的精细化管理，针对 1983 设置单独 KPI 和单瓶激励。2026H1 销售/管理费用分别同比+35.07%/+41.58%，对应费

用率约 9.35%/6.77%。在产品力提升的背景下，盈利能力稳步改善，2026H1 公司归母净利率 13.2%，同比+1.9pct。

管理层换新，引入燕京体系董事长和总经理。管理端，2026 年 5 月完成董事会换届，新任董事长林文、副董事长兼总经理易文新均来自燕京体系，具备 U8、漓泉 1998 等大单品操盘经验，组织变革与激励机制调整到位，为高端化与市场化改革提供组织保障。

投资建议：公司正处于改革红利兑现期，产品结构优化升级，管理层变革经验丰富，组织体系改革提效，参考燕京啤酒借助 U8 大单品实现结构与总量双升的路径，公司次高端放量有望带来吨价提升与经营性净利率改善，公司具备低基数、小体量下的高弹性特征。我们预计 2026-2028 年收入 6.8/7.3/8.0 亿元，同比 +6.0%/+7.8%/+9.2%，归母净利润 0.94/1.1/1.3 亿元，同比+17.3%/+17.4%/+13.7%，对应 PE 为 34x/29x/26x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；渠道拓展不及预期；原材料成本上涨风险；新品及次高端推广不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	640	678	731	799
营业收入增长率(%)	-1.05%	5.95%	7.80%	9.22%
归母净利（百万元）	80	94	110	125
净利润增长率(%)	23.38%	17.26%	17.43%	13.66%
摊薄每股收益（元）	0.32	0.38	0.44	0.50
市盈率（PE）	40.04	34.14	29.08	25.58

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,256	1,081	1,083	1,189	1,316
应收和预付款项	3	3	3	3	3
存货	70	82	70	74	80
其他流动资产	24	95	95	95	95
流动资产合计	1,353	1,262	1,250	1,362	1,495
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	264	247	259	254	237
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	52	51	49	47	45
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,365	1,449	1,460	1,571	1,704
资产总计	1,681	1,746	1,767	1,872	1,987
短期借款	82	40	40	40	40
应付和预收款项	152	186	148	164	179
长期借款	0	6	6	6	6
其他负债	140	147	141	153	167
负债合计	374	379	335	364	392
股本	250	250	250	250	250
资本公积	506	506	506	506	506
留存收益	542	602	666	742	828
归母公司股东权益	1,298	1,358	1,422	1,498	1,584
少数股东权益	9	10	10	10	11
股东权益合计	1,307	1,367	1,432	1,508	1,594
负债和股东权益	1,681	1,746	1,767	1,872	1,987

现金流量表（百万）					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	133	99	83	156	170
投资性现金流	-182	-81	-53	-15	-4
融资性现金流	46	-57	-28	-34	-39
现金增加额	-4	-39	1	107	127

利润表（百万）					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	647	640	678	731	799
营业成本	445	417	395	418	452
营业税金及附加	68	67	72	77	84
销售费用	32	37	42	45	47
管理费用	46	38	43	45	50
财务费用	-34	-31	0	0	0
资产减值损失	1	-1	-1	-1	-1
投资收益	1	6	4	4	5
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	69	95	106	124	142
其他非经营损益	3	-5	1	1	1
利润总额	73	91	107	125	142
所得税	8	11	13	15	17
净利润	65	80	94	110	126
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	65	80	94	110	125

预测指标					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	31.18%	34.89%	41.83%	42.87%	43.39%
销售净利率	10.02%	12.49%	13.83%	15.06%	15.67%
销售收入增长率	5.44%	-1.05%	5.95%	7.80%	9.22%
EBIT 增长率	49.88%	73.02%	83.41%	16.89%	13.82%
净利润增长率	33.58%	23.38%	17.26%	17.43%	13.66%
ROE	5.00%	5.89%	6.60%	7.35%	7.90%
ROA	4.10%	4.68%	5.36%	6.07%	6.51%
ROIC	2.17%	3.64%	6.36%	7.10%	7.65%
EPS (X)	0.26	0.32	0.38	0.44	0.50
PE (X)	49.40	40.04	34.14	29.08	25.58
PB (X)	2.47	2.36	2.25	2.14	2.02
PS (X)	4.95	5.00	4.72	4.38	4.01
EV/EBITDA (X)	28.68	23.83	16.38	13.53	11.34

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。