啤酒

惠泉啤酒（600573.SH）

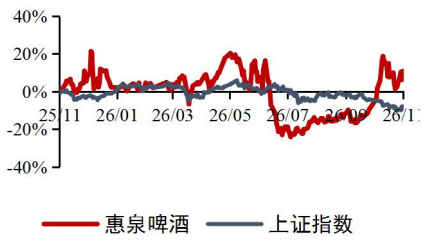
买入-A(首次)

布局中高端，团队改革引入增长活力

2026 年 11 月 10 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 11 月 9 日

收盘价（元/股）：	12.48
年内最高/最低（元/股）：	15.59/8.61
流通 A 股/总股本（亿股）：	2.50/2.50
流通 A 股市值（亿元）：	31.20
总市值（亿元）：	31.20

基础数据：2026 年 9 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	0.46
摊薄每股收益(元/股)：	0.46
每股净资产(元/股)：	5.83
净资产收益率(%)：	7.98

资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

刘清羽

执业登记编码：S0760525070001

邮箱：liuqingyu@sxzq.com

事件描述

➢ 2026 年第三季度，惠泉啤酒实现营业收入 2.18 亿元，同比下降 2.78%；归母净利润 0.67 亿元，同比增长 13.98%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比增长 11.24%。前三季度营业收入 5.87 亿元，同比增长 2.03%；归母净利润 1.16 亿元，同比增长 17.71%。

事件点评

➢ **公司累计中高档产品收入增长，管理层革新带来效率。**前三季度中高档产品收入 2.41 亿元，同比增长 19.68%；普通产品收入 3.32 亿元，同比下降 8.61%，中高档产品占分档销售收入的 42.05%，公司持续推进产品高端化、渠道优化和品牌升级。管理层方面，今年上半年燕京系统一接任惠泉，利用成熟的管理经验促成渠道效率和产品动销改善。

➢ **毛利率上升支撑利润增长，销售费用率有所抬升。**Q3 归母及扣非归母净利润分别同比增长 13.98%、11.24%，公司产品结构升级提高利润空间。前三季度营业成本同比下降 4.80%，综合毛利率 41.76%，同比提升 4.18 个百分点。销售费用同比增长 22.41%，主要系产品投放营销费用等。

➢ **经营现金流回落，职工付现增加。**前三季度经营现金流净额 1.63 亿元，同比下降 18.39%。同期经营活动现金流入减少 0.13 亿元，流出增加 0.24 亿元；其中支付给职工及为职工支付的现金增至 0.98 亿元，同比增加 0.20 亿元。公司整体进行团队改革，与产品调整、区域拓展与改革等相关，我们关注后续的市场开拓与收入回报。

投资建议

➢ 预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.38/0.45/0.50，对应公司 11 月 9 日收盘价 12.48 元，2026-2028 年 PE 分别为 33.3/28.6/25.6。我们预计公司 2026-2028 年的营收分别是 670/731/820 百万元，yoy 分别是 4.7/9.0/12.2；净利润分别是 96/112/125，yoy 分别是 20.0/16.7/11.4，考虑到管理层改革，燕京团队拥有成熟的体系及成功的市场经验，公司在 Q3 净利润的增长，以及产品结构调整后中高端品类包括 1983 的放量，前三季度拥有近 20%的收入增长，首次覆盖，我们给予公司“买入-A”评级。

风险提示

➢ 终端需求与区域竞争风险。若啤酒需求转弱或核心市场促销加剧，销量与售价可能同时承压，拖累收入及毛利率。

➢ 产品升级不及预期风险。若中高端产品动销或复购低于预期，产品结构

对盈利的支撑可能减弱，品牌与渠道投入也更难摊薄。

- 成本及费用波动风险。若原料、包装或能源成本反弹，且销售与管理费用继续快于收入增长，毛利率改善可能难以转化为净利率提升。
- 现金流与食品安全风险。若收现放缓、职工付现或资本开支持续增加，现金周转压力可能上升；若生产、储运环节出现质量问题，可能引发赔偿及品牌损失。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	647	640	670	731	820
YoY(%)	5.4	-1.0	4.7	9.0	12.2
净利润(百万元)	65	80	96	112	125
YoY(%)	33.6	23.4	20.0	16.7	11.4
毛利率(%)	31.2	34.9	33.6	33.6	33.6
EPS(摊薄/元)	0.26	0.32	0.38	0.45	0.50
ROE(%)	5.0	5.9	6.7	7.4	7.7
P/E(倍)	48.1	39.0	33.3	28.6	25.6
P/B(倍)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
净利率(%)	10.0	12.5	14.3	15.3	15.2

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1353	1262	1333	1426	1517
现金	1256	1081	1163	1231	1324
应收票据及应收账款	1	1	1	1	1
预付账款	3	2	3	3	3
存货	70	82	73	96	95
其他流动资产	24	95	94	95	94
非流动资产	328	484	492	510	545
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	264	247	244	253	276
无形资产	52	51	48	46	43
其他非流动资产	11	187	200	212	226
资产总计	1681	1746	1825	1936	2062
流动负债	374	373	380	404	430
短期借款	82	40	51	52	50
应付票据及应付账款	152	186	190	200	220
其他流动负债	139	147	139	151	160
非流动负债	**0**	**6**	**7**	**7**	**7**
长期借款	0	6	6	6	6
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	374	379	387	410	436
少数股东权益	9	10	10	10	10
股本	250	250	250	250	250
资本公积	506	506	506	506	506
留存收益	542	602	673	760	860
归属母公司股东权益	1298	1358	1429	1516	1615
负债和股东权益	1681	1746	1825	1936	2062

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	133	99	87	91	136
净利润	65	80	96	112	125
折旧摊销	24	23	23	25	28
财务费用	-34	-31	-32	-35	-39
投资损失	-1	-6	-5	-5	-5
营运资金变动	79	28	7	-3	30
其他经营现金流	0	4	-2	-3	-3
投资活动现金流	-182	-81	-23	-34	-54
筹资活动现金流	46	-57	17	12	12
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.32	0.38	0.45	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.39	0.35	0.36	0.54
每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.43	5.71	6.06	6.46

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	647	640	670	731	820
营业成本	445	417	445	485	544
营业税金及附加	68	67	70	76	86
营业费用	32	37	31	25	28
管理费用	46	38	30	33	37
研发费用	25	26	23	26	29
财务费用	-34	-31	-32	-35	-39
资产减值损失	1	-1	-1	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	3	3	3
投资净收益	1	6	5	5	5
营业利润	69	95	112	131	145
营业外收入	5	0	0	0	0
营业外支出	2	5	3	3	3
利润总额	73	91	109	128	142
所得税	8	11	13	15	17
税后利润	65	80	96	112	125
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	65	80	96	112	125
EBITDA	96	114	132	152	170

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	5.4	-1.0	4.7	9.0	12.2
营业利润(%)	21.2	37.1	17.9	16.2	11.2
归属于母公司净利润(%)	33.6	23.4	20.0	16.7	11.4
获利能力					
毛利率(%)	31.2	34.9	33.6	33.6	33.6
净利率(%)	10.0	12.5	14.3	15.3	15.2
ROE(%)	5.0	5.9	6.7	7.4	7.7
ROIC(%)	4.7	5.7	6.5	7.1	7.5
偿债能力					
资产负债率(%)	22.2	21.7	21.2	21.2	21.2
流动比率	3.6	3.4	3.5	3.5	3.5
速动比率	3.4	3.2	3.3	3.3	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	917.6	963.9	1072.3	1010.4	1023.3
应付账款周转率	3.6	2.5	2.4	2.5	2.6
估值比率					
P/E	48.1	39.0	33.3	28.6	25.6
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	20.1	17.6	15.3	12.8	10.9

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

