仅供内部参考，请勿外传

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入

当前价格 13.10 元

合理价值 16.40 元

惠泉啤酒（600573.SH）

改革的确定性与增长的弹性

何为惠泉？惠泉啤酒是福建省内唯一上市啤酒企业，1983 年公司在此前白酒作坊基础上转向啤酒生产，2001 年产品被指定为“国宴特供酒”，2004 年燕京啤酒收购惠泉啤酒成为其第一大股东，截至 2026 年中报燕京啤酒直接持有惠泉啤酒 50.1%股权。2025 年公司省内/省外营收 4.7/1.5 亿元，省内营收占比 75%，同时惠泉归母净利率高达 12.5%，但其中理财相关收益高达 3691 万元（占营收 5.8%），剔除理财收益后惠泉啤酒经调归母净利率 2025 年仅 7.6%，仍有提升空间。

惠泉改革的确定性：背靠燕京，传承改革力量。新管理班子上任，燕京改革经验揭开惠泉发展新序幕，2026 年初燕京常务副总经理林文总被选举为董事长，2025 年 10 月任惠泉总经理的前漓泉啤酒销售领导易文新总被选举为副董事长、总经理，开启惠泉啤酒改革新篇章。过去数年惠泉随燕京啤酒改革但红利尚未完全释放，惠泉改善幅度小于燕京非强势子公司，未来在新领导班子多年积累的改革经验指导下惠泉有望开启新发展，公司在吨酒价、税金率和各项费用率方面均有提升空间，同时公司深耕福建省内，预计进入成熟期后净利率有望领先行业。

惠泉增长的弹性：大单品与茶啤突破，销量有望再现往日辉煌。福建是我国人均啤酒消费与餐饮烟酒消费支出靠前的大省，公司扎根福州聚焦省内市场，当前市占率较早年明显回落，复盘公司财务表现可见，公司此前没有清晰执行大单品战略、各项指标仍有待提升，对标燕京 U8、惠泉啤酒当前核心大单品惠泉 1983 具备较大发展潜力，同时惠泉结合福建茶文化计划推出多款精酿茶啤，省内开拓叠加燕京全国助力，未来有望带来新增长极。

盈利预测和投资建议。我们预计公司 2026-2028 年营业收入同比+6.3%/12.5%/11.5%至 6.8/7.7/8.5 亿元，归母净利润同比+24.7%/37.0%/27.0%至 1.0/1.4/1.7 亿元，当前股价对应 PE 为 33/24/19 倍，剔除现金后公司估值较为合理，综合考虑公司当前处于改革初期阶段未来具备较强成长潜力，给予 2027 年 30 倍 PE 对应合理价值为 16.40 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。改革进度慢于预期，产品结构升级低预期，省内竞争加剧等。

盈利预测

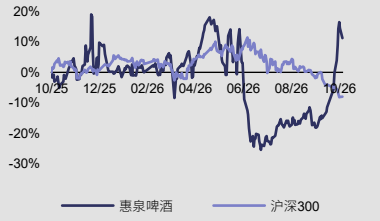
单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	647	640	**681**	766	854
增长率（%）	5.4%	-1.0%	**6.3%**	12.5%	11.5%
EBITDA	56	83	**99**	142	186
归母净利润	65	80	**100**	137	174
增长率（%）	33.6%	23.4%	**24.7%**	37.0%	27.0%
EPS（元/股）	**0.26**	**0.32**	**0.40**	**0.55**	**0.69**
市盈率（P/E）	43.4	37.3	**32.8**	24.0	18.9
ROE（%）	5.0%	5.9%	**7.0%**	9.0%	10.6%
EV/EBITDA	29.1	23.4	**22.2**	14.5	10.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	250.00/250.00
总市值/流通市值(百万元)	3275.00/3275.00
一年内最高/最低(元)	14.17/8.77
30 日日均成交量/成交额(百万)	18.72/228.83
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	44.27/5.75

相对市场表现



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn

郝宇新

SAC 执证号：S0260523120010
SFC CE No. BVZ687
haoyuxin@gf.com.cn

相关研究

仅供内部参考，请勿外传

目录索引

一、何为惠泉啤酒？.....5

二、惠泉改革的确定性：背靠燕京，传承改革力量.....8

（一）新管理班子上任，燕京改革经验揭开惠泉发展新序幕.....8
（二）对标行业，惠泉啤酒具备广阔改善空间.....12

三、惠泉增长的弹性：大单品与茶啤突破，销量有望再现往日辉煌.....16

（一）福建作为啤酒消费高地市场，惠泉大单品具备增长潜力.....16
（二）扎根福建特色，打造中国领先茶啤.....19
（三）对标燕京改革节奏，再现惠泉往日销量辉煌.....22

四、盈利预测和投资建议.....23

五、风险提示.....26

（一）改革进度慢于预期.....26
（二）产品结构升级低预期.....26
（三）省内竞争加剧.....26

仅供内部参考，请勿外传

图表索引

图 1：惠泉啤酒发展历程回顾 5
图 2：惠泉啤酒 26H1 股权结构 6
图 3：惠泉啤酒省内外营收及占比情况（亿元） 6
图 4：惠泉啤酒近年营收及销量情况（亿元，万千升） 6
图 5：惠泉啤酒近年吨营收、吨成本和毛利率情况 6
图 6：主要啤酒企业近年毛销差情况 7
图 7：惠泉啤酒近年归母净利润情况（万元） 7
图 8：惠泉啤酒近年理财收益占比情况 7
图 9：燕京 U8 近年持续快速增长 8
图 10：惠泉啤酒盈利能力领先行业 8
图 11：近年燕京啤酒年报中持续强调改革重要性 9
图 12：燕京啤酒近年归母净利润及归母净利率 9
图 13：燕京啤酒九大变革梳理 10
图 14：惠泉中高档销量占比 2023 年来持续提升 10
图 15：惠泉啤酒白大师白茶精酿啤酒 10
图 16：惠泉啤酒强调“福建人自己的啤酒” 11
图 17：惠泉易文新视频号强化管理者 IP 11
图 18：26H1 销售与管理费用中职工薪酬快速增长 11
图 19：2025 年惠泉啤酒销售人员数量明显增长（人） 11
图 20：主要啤酒企业经调税前盈利能力对比情况 12
图 21：主要啤酒企业财务收益占营收比 12
图 22：主要啤酒企业 26H1 财务收益率 12
图 23：青岛啤酒 2025 年不同区域盈利能力情况 13
图 24：珠江与青啤吨酒价和营业利润率（元/千升） 13
图 25：主要啤酒企业 2025 年吨酒价、吨成本和毛利率对比（元/千升） 13
图 26：惠泉啤酒近年员工数量情况 14
图 27：惠泉啤酒不同员工数量每年增减情况（人） 14
图 28：惠泉近年资本开支与折旧摊销情况（万元） 15
图 29：2025 年惠泉折旧摊销占营收比业内处于低位 15
图 30：惠泉啤酒近年销售费用及销售费用率 15
图 31：惠泉啤酒近年管理费用及管理费用率 15
图 32：2024 年各省啤酒产量及人均啤酒产量情况 16
图 33：惠泉啤酒省内市占率持续走低 16
图 34：惠泉啤酒省内 2 家工厂地理分布 16
图 35：泉州与福州是福建省内重要城市 17

仅供内部参考，请勿外传

图 36：福建省内各市人均收入与消费支出情况 17
图 37：我国主要省份人均餐饮零售总额与人均食品烟酒支出情况 17
图 38：惠泉啤酒中高档产品矩阵组合 18
图 39：惠泉啤酒吨酒价为上市公司中最低（元/千升） 18
图 40：惠泉啤酒不同档次产品销量占比情况（万千升） 18
图 41：惠泉啤酒不同档次产品吨酒价（元/千升） 18
图 42：燕京啤酒与惠泉啤酒不同档次产品毛利率 18
图 43：燕京 U8 近年持续保持较快增长 19
图 44：U8 是燕京近年销量增长主要来源（万千升） 19
图 45：中国精酿啤酒行业持续快速增长 19
图 46：本土精酿企业市场规模占比更高（亿元） 19
图 47：风味精酿引领精酿行业增长 20
图 48：预计 2029 年精酿行业增量中风味精酿占比过半 20
图 49：福建茶叶种类齐全丰富、底蕴与文化深厚（种） 20
图 50：金星啤酒凭借精酿营收快速增长（亿元） 21
图 51：金星啤酒吨价快速跃升（元/千升） 21
图 52：主要啤酒企业 2024 年毛利率情况 21
图 53：金星啤酒销售和管理费用率被快速摊薄 21
图 54：金星啤酒经销商单商规模普遍较小 21
图 55：主要啤酒企业年度销量增速情况 22
图 56：燕京啤酒各区域营收增速情况 22
图 57：燕京啤酒 2025 年归母净利润达成度在食饮板块内居于前列 22
图 58：燕京啤酒市占率恢复至历史新高 23
图 59：惠泉啤酒 2025 年省内市占率较高点腰斩 23
图 60：惠泉啤酒与燕京啤酒 PE（TTM）表现 25

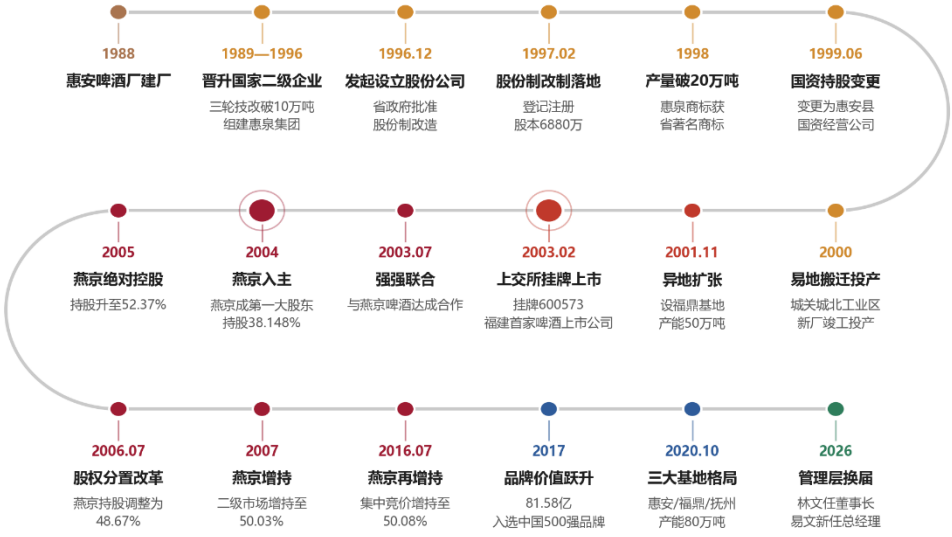
表 1：燕京啤酒分部营收与净利润情况 9
表 2：主要上市啤酒企业人员效率对比 14
表 3：惠泉啤酒盈利预测拆分（万元、万千升、元/千升） 24
表 4：主要啤酒企业盈利预测及估值情况（亿元） 25

仅供内部参考，请勿外传

一、何为惠泉啤酒?

福建省内唯一上市啤酒企业，“福建人自己的啤酒”。据公司官网，惠泉啤酒的前身是 1938 年创立于福建惠安的一家瓜干白酒手工作坊，解放后经对私改造成为地方国营惠安酒厂，1983 年公司在福建省内率先引进啤酒露天大罐发酵技术、建成泉州地区首条啤酒生产线，1988 年惠安酒厂正式改制为惠安啤酒厂、以啤酒为主业。此后公司历经三轮技改持续扩产，至 1996 年产量突破 10 万吨；2000 年总投资 6 亿元、规划年产 80 万吨的异地搬迁技改首期工程竣工投产；**2001 年公司引入日本生啤经验与技术成功开发惠泉生啤酒，被人民大会堂指定为“国宴特供酒”；**2003 年 2 月公司登陆上交所（600573.SH），成为福建省首家也是目前唯一的上市啤酒企业。上市后公司形成惠安、福鼎、抚州三大生产基地，但受行业深度调整与区域竞争影响，规模自 2010 年前后持续收缩，2025 年实现营业收入 6.4 亿元、归母净利润 0.8 亿元。

图 1：惠泉啤酒发展历程回顾

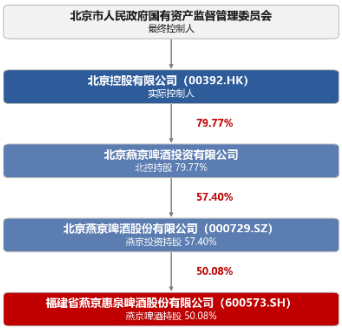


数据来源：Wind、公司官网、广发证券发展研究中心

背靠燕京，扎根福建。惠泉啤酒的实际控制人为北京控股，控股股东为燕京啤酒。燕京自 2003 年 7 月与公司签署股权转让协议起，先后于 2004 年、2005 年受让 38.1%、14.2%股权，持股升至 52.37%实现绝对控股，此后历经股改与增持长期稳定持股 50.08%，形成北京市国资委—北京控股—燕京投资（79.77%）—燕京啤酒（57.40%）—惠泉啤酒（50.08%）的股权链条。背靠燕京的品牌与渠道资源，惠泉却始终深耕福建本土，2025 年省内营收 4.69 亿元、占比约 75%，省外仅 1.52 亿元、占比约 25%，区域属性鲜明。作为福建本土老牌企业，公司虽曾在省内占据领先地位，但近年随着行业龙头下沉与自身产品老化，整体经营表现平淡。

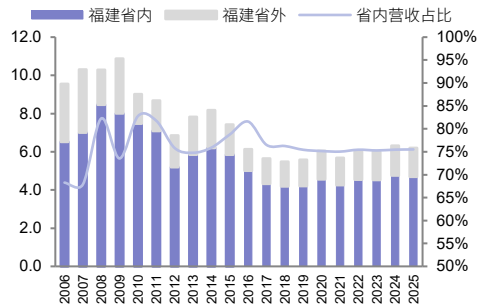
仅供内部参考，请勿外传

图 2：惠泉啤酒 26H1 股权结构



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

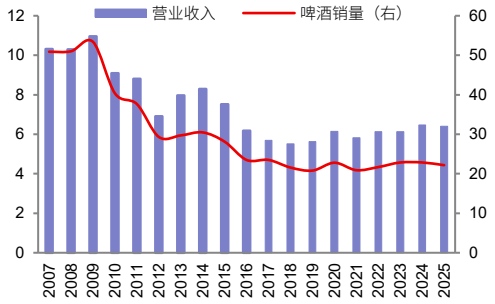
图 3：惠泉啤酒省内外营收及占比情况（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

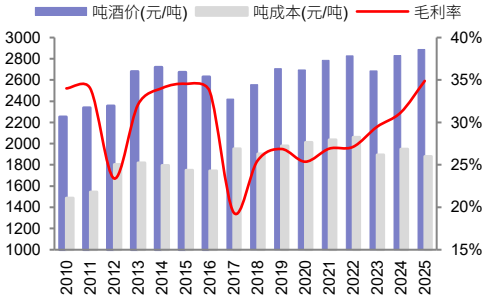
近年收入端未有明显增长，降本增效带动效率有明显提升。Wind 数据可见，十年公司收入端基本停滞，营业收入由 2015 年的 7.5 亿元降至 2025 年的 6.4 亿元，销量由 28.1 万千升收缩至 22.2 万千升，产品端始终未能形成大单品突破，但盈利端持续改善，毛利率由 2017 年的 19.4%低点修复至 2025 年的 34.9%，毛销差在 2022 年之后也跟随燕京啤酒改革步伐持续提升，拆解吨价与吨成本，2017—2025 年公司吨酒价由 2421 元/吨提升至 2799 元/吨（+15.6%），吨成本由 1952 元/吨降至 1851 元/吨（-5.2%），吨毛利的提升中主要来自吨价上行，可见毛利率修复的主要驱动力并非“省钱”，而是以价补量、结构微调带来的吨价抬升，降本增效更多起到辅助作用。考虑到当前公司尚未形成明确大单品矩阵，更多是依赖福建省内大泉州市场的规模效应带动，同时福建省内啤酒消费力较高对公司毛销差改善亦有帮助，未来公司努力构建以惠泉 1983、惠泉全麦、老惠泉等中高档产品引领的产品结构，毛利率仍有较大提升空间。

图 4：惠泉啤酒近年营收及销量情况（亿元，万千升）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

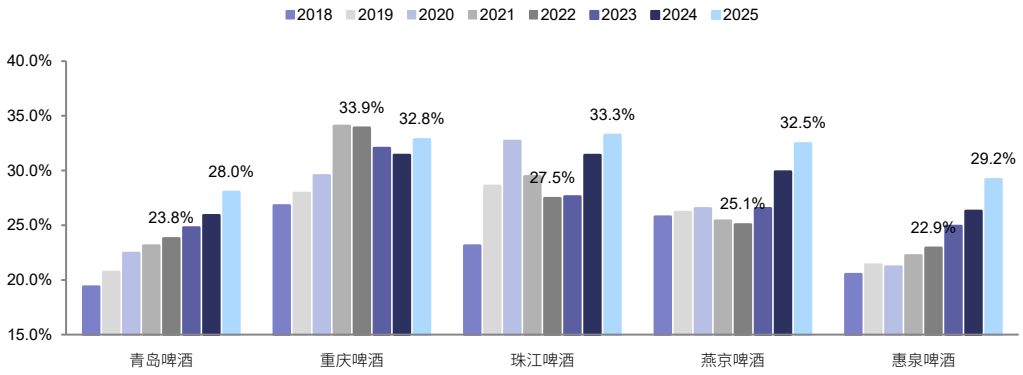
图 5：惠泉啤酒近年吨营收、吨成本和毛利率情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

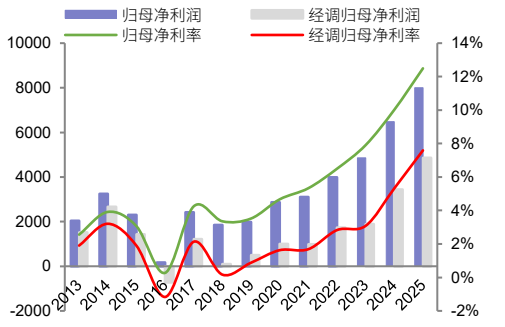
图 6：主要啤酒企业近年毛销差情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，主要系部分啤酒企业近年调整会计科目、将运输费从营业成本调入销售费用中，毛销差更能反映产品盈利

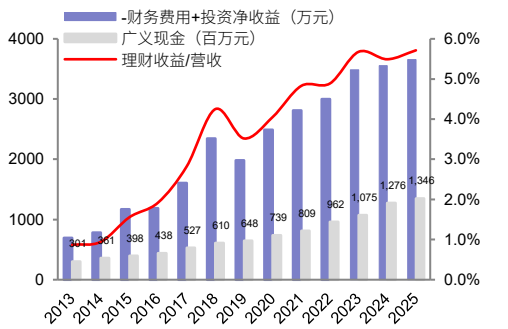
理财收益增厚表观盈利，经营性利润仍具提升空间。据 Wind 数据，2025 年公司归母净利率达 12.5%，表观盈利已接近行业平均，但这其中大部分来自理财收益而非主业经营。公司长期保持零有息负债、持续积累现金，广义现金由 2019 年的 6.48 亿元增至 2025 年的 13.46 亿元，2025 年惠泉啤酒财务费用、投资净收益和公允价值变动损益合计 3691 万元、占营收的 5.8%。若剔除理财收益，经调归母净利率 2025 年仅 7.6%（2019 年不足 1%），与表观口径相差约 4.9pct，对标行业有较大增长空间，真实经营性盈利能力仍有较大提升空间。

图 7：惠泉啤酒近年归母净利润情况（万元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，经营性归母净利润=归母净利润-（-财务费用+投资净收益+公允价值变动净收益）*（1-所得税率）、2022 年之前/后使用 25%/15%所得税率计算

图 8：惠泉啤酒近年理财收益占比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，广义现金=货币现金+交易性金融资产+其他非流动资产中的定期存款，广义现金单位为百万元

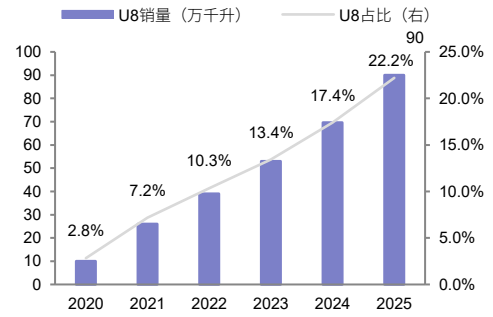
仅供内部参考，请勿外传

二、惠泉改革的确定性：背靠燕京，传承改革力量

（一）新管理班子上任，燕京改革经验揭开惠泉发展新序幕

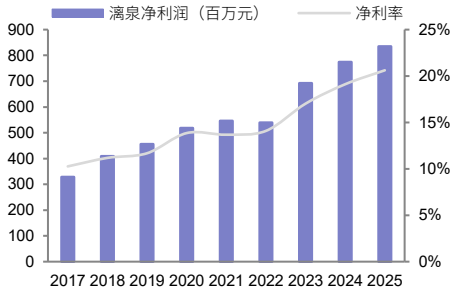
新管理层到任，带来先进改革与发展经验。据 Wind，2026 年 5 月公司董事会选举林文为董事长、易文新为副董事长，标志着新管理层组建完成。2022 年耿超总任燕京啤酒董事长、随后提拔林文总为副总经理，主要负责燕京销售、采购和数字化等工作，**2024 年林文总受聘为燕京常务副总经理，身体力行投入到燕京啤酒的改革浪潮之中，是燕京啤酒改革的亲历者与重要力量，燕京 U8 的持续高速增长是林文总努力的印证，本次担任惠泉啤酒董事长有望在战略规划等多方面赋能惠泉啤酒、以燕京啤酒改革的成功经验指导惠泉啤酒发展。**易文新总此前任职于漓泉啤酒、身兼大单品打造与省外开拓，漓泉啤酒公司盈利能力始终领先行业，出任公司副董事长、总经理后有望坚定落实改革举措。我们认为新管理层的组建标志着惠泉啤酒开启全新的发展阶段，尤其是在销售端两位领导形成合力有望实现惠泉啤酒的新突破、扭转过去增利不创收的局面。

图 9：燕京 U8 近年持续快速增长



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 10：惠泉啤酒盈利能力领先行业



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

惠泉啤酒近年经营有所改善，但改革红利尚未完全释放。自 2022 年耿超入主燕京推动全面改革以来，燕京整体归母净利率快速提升，我们将燕京啤酒合并利润表与漓泉啤酒、惠泉啤酒报表做差可得燕京其他子公司财务情况，考虑到燕京啤酒各地子公司林立的情况（2022 年报显示燕京啤酒有 50 余个、遍布全国 18 个省），较多子公司体量或小于惠泉啤酒，但从报表视角来看燕京非漓泉惠泉子公司 2022 年以来净利率快速提升、从 2021 年的-3.8%提升 14.1pct 至 10.3%，同期惠泉啤酒净利率仅提升 7.2pct 至 12.5%、而漓泉啤酒 2021 年在净利率 13.7%的高基数之上亦提升了 6.9pct 至 20.6%，可见惠泉啤酒在燕京整体改革的号召下实现了一定发展、但发展速度落后于燕京系其他子公司。

仅供内部参考，请勿外传

图 11：近年燕京啤酒年报中持续强调改革重要性

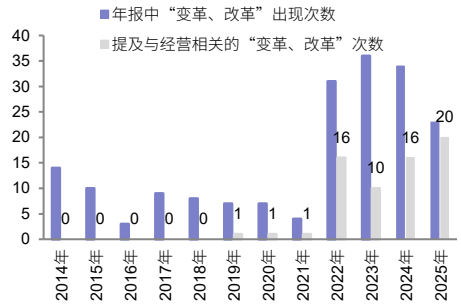
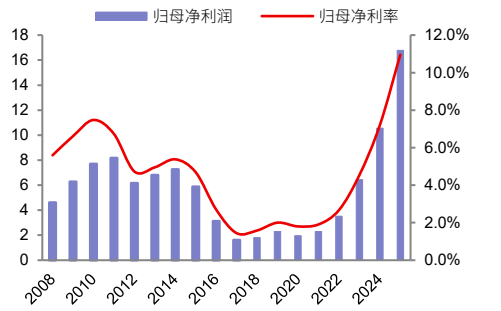


图 12：燕京啤酒近年归母净利润及归母净利率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 1：燕京啤酒分部营收与净利润情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
燕京啤酒-合并利润表									
营业收入（百万元）	11196	11344	11468	10928	11961	13202	14213	14667	15333
YoY	-3.3%	1.3%	1.1%	-4.7%	9.4%	10.4%	7.7%	3.2%	4.5%
净利润（百万元）	173	224	263	285	293	549	855	1324	2008
YoY	-45.9%	29.9%	17.6%	8.1%	2.8%	87.5%	55.7%	54.9%	51.6%
净利率	1.5%	2.0%	2.3%	2.6%	2.4%	4.2%	6.0%	9.0%	13.1%
漓泉啤酒									
营业收入（百万元）	3198	3656	3901	3740	3991	3826	4065	4050	4048
YoY	-4.8%	14.3%	6.7%	-4.1%	6.7%	-4.1%	6.2%	-0.4%	0.0%
净利润（百万元）	328	409	456	518	546	539	692	774	835
YoY	-5.8%	24.6%	11.4%	13.7%	5.4%	-1.2%	28.4%	11.9%	7.8%
净利率	10.3%	11.2%	11.7%	13.9%	13.7%	14.1%	17.0%	19.1%	20.6%
惠泉啤酒									
营业收入（百万元）	569	552	563	614	582	613	614	647	640
YoY	-7.9%	-3.1%	2.1%	9.1%	-5.3%	5.4%	0.0%	5.4%	-1.0%
净利润（百万元）	24	18	20	29	31	40	49	65	80
YoY	874.8%	-23.4%	7.5%	48.5%	7.6%	28.4%	21.9%	33.4%	23.1%
净利率	4.2%	3.3%	3.5%	4.7%	5.4%	6.5%	8.0%	10.1%	12.5%
燕京其他子公司（燕京啤酒-漓泉啤酒-惠泉啤酒）									
营业收入（百万元）	7429	7136	7004	6574	7388	8763	9534	9970	10644
YoY	-2.2%	-3.9%	-1.6%	-5.0%	10.9%	17.6%	8.2%	4.6%	6.8%
净利润（百万元）	-179	-203	-212	-262	-284	-30	114	485	1093
YoY	-458%	-13%	-4%	-24%	-8%	89%	480%	325.1%	125.5%
净利率	-2.4%	-2.8%	-3.0%	-4.0%	-3.8%	-0.3%	1.2%	4.9%	10.3%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

回顾燕京发展，燕京做对了什么？此前在我们 2026 年 6 月 22 日外发的《燕京啤酒：向上的弹性与向下的支撑》深度报告中，我们详细总结了燕京啤酒的改革举措，燕京啤酒的十四五完成了从试水改革到坚信改革的转变，思想引领解决改革道路自信与内部信心，文化变革强调“二次创业、复兴燕京”的愿景；在制度层面公司“加减”并用，“减”的是复杂决策流程与冗余的董事会席位，“加”的是制度保障与完善的总部职能，近年年报多次强调“能者上、庸者下”，通过制度管人改变过去人情管人的现状；在执行方面销售端持续强调大单品燕京 U8 的引领作用、凝聚大单品战略共识，生产采用集约化生产，新增区域销售公司推进产销分离，总部引导营销思路、运营逻辑与生产效率提升，带动公司全面发展。

仅供内部参考，请勿外传

图 13：燕京啤酒九大变革梳理

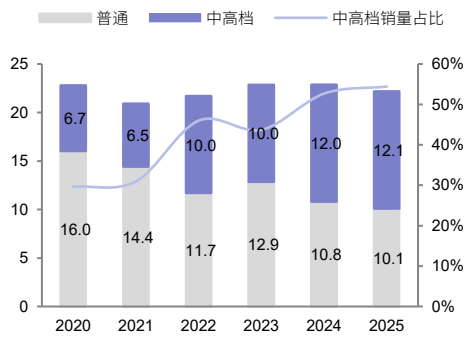


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

如何理解当前惠泉啤酒的改革思路？林文总 2026 年 5 月上任董事长、易文新总 2025 年 10 月担任总经理，新管理层任职时间尚未满一个完整自然年，我们通过惠泉啤酒 2026 年中报与近期惠泉啤酒官方视频号相关采访总结公司改革思路，总结如下：

产品端：大单品与特色茶啤产品推进高端化，品质为先。据公司官网，惠泉于 2023 年生产啤酒 40 周年之际推出惠泉 1983 和老惠泉产品，当前公司学习燕京大单品思路，搭建以惠泉 1983 为核心单品、老惠泉和全麦满足中高档啤酒的不同需求，一麦与国宴为基础，不同产品各具特色，惠泉 1983 强调“喝酒尽兴不误事”、惠泉全麦强调“配料表干净纯粹”、老惠泉面向“啤酒极度爱好者”，后续重点关注惠泉 1983 大单品打造速度与成长性，同时公司以福建茶文化为抓手，计划推出系列精酿茶啤，现已推出白茶精酿啤酒，据视频号中对易文新总的采访，公司 12 月计划推出岩茶精酿啤酒，力求在茶啤品类中以创新真茶、真萃取工艺为特点成为中国领先品牌。

图 14：惠泉中高档销量占比 2023 年来持续提升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 15：惠泉啤酒白大师白茶精酿啤酒



数据来源：惠泉啤酒视频号、广发证券发展研究中心

品宣端：打造“具有区域特色的知名民族品牌”，强调“福建人自己的啤酒”。相较于福建市场两大啤酒品牌百威和喜力，惠泉啤酒差异化地选择国潮与民族品牌认同为切入点强化品宣，有望引领省内啤酒消费新浪潮，

仅供内部参考，请勿外传

同时总经理易文新在视频号等新媒体平台亦有自身 IP 打造，对内持续输出核心观点统一思想，对外亦通过昂扬向上的视频内容强化惠泉啤酒品牌的正面形象。

图 16：惠泉啤酒强调“福建人自己的啤酒”



数据来源：惠泉啤酒视频号，广发证券发展研究中心

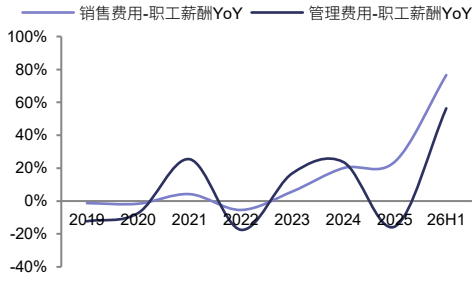
图 17：惠泉易文新视频号强化管理者IP



数据来源：惠泉易文新视频号，广发证券发展研究中心

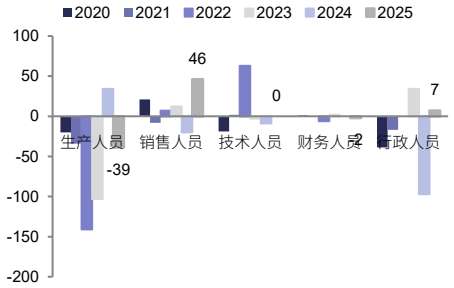
制度&人才&激励：此前视频号中提及丰富组织架构，引进人才完善能力拼图。易文新总在接受采访时强调“以奋斗者为本，让创造价值的人有回报、有成就”，我们认为惠泉啤酒也会深刻学习燕京“能者上、庸者下”的用人制度与思路，从 2026 年中报来看惠泉啤酒职工薪酬同比增幅可观，我们认为主要系公司强化薪酬激励与引入新人才所致，通过社会化招聘快速完善公司人才拼图。

图 18：26H1 销售与管理费用中职工薪酬快速增长



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 19：2025年惠泉啤酒销售人员数量明显增长（人）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

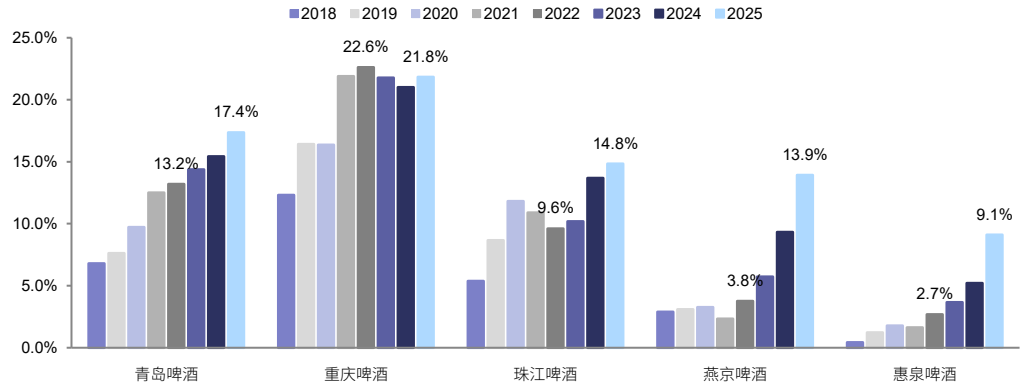
市场端：以大泉州为基地市场，完善省内布局；**生产端：**品质为先，惠泉啤酒预计也会全面拥抱燕京啤酒的卓越管理体系建设，提升生产效率与生产品质，为产品保驾护航。

仅供内部参考，请勿外传

（二）对标行业，惠泉啤酒具备广阔改善空间

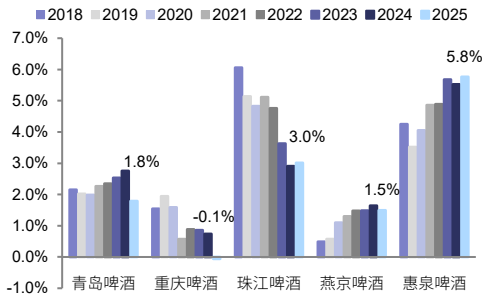
啤酒行业的独特性为行业盈利能力提供保障。2024 年 6 月 10 日外发的深度报告《燕京啤酒：如何看待燕京近年的改革？》中强调，**我们之所以坚定看好燕京改革的方向与兑现，在公司不断执行“正确的事”之外，行业发展阶段与其他啤酒龙头的改革历程亦能强化信心。**回顾主要啤酒上市公司盈利能力变化可见，不同企业在不同阶段采取类似措施实现了净利率的跃迁，我们认为这是在稳定的竞争格局之下企业持续兑现行业盈利潜力的表现，对惠泉啤酒来说通过持续的改革亦有对标行业龙头的机会，剔除财务收益后惠泉啤酒税前利润率仅 9.1%，相较行业龙头仍有较大提升空间。

图 20：主要啤酒企业经调税前盈利能力对比情况



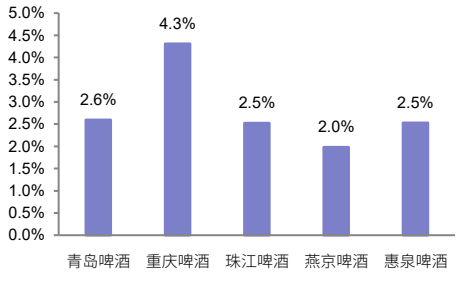
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，经调盈利能力=营业利润率+财务费用率-投资净收益/营收情况-公允价值变动净收益/营收

图 21：主要啤酒企业财务收益占营收比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，财务收益=-财务费用+投资净收益+公允价值变动净收益

图 22：主要啤酒企业26H1财务收益率

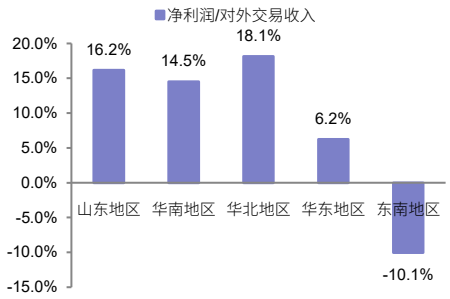


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，26H1 财务收益率=26H1 理财收益*2/((期初广义现金+期末广义现金)/2)，广义现金=货币现金+交易性金融资产+其他非流动资产中的定期存款，

专注深耕福建，惠泉啤酒未来盈利能力上限预计高于龙头企业。从青岛啤酒 2025 年分区域盈利情况来看，其在山东核心大本营市场的营业利润率显著高于全国平均水平，验证了深耕单一高份额市场带来的盈利溢价；横向对比珠江啤酒，青岛啤酒正是凭借吨酒价的大幅领先，才在营业利润率上实现超越，可见区域深耕带来的规模效应与结构优势是盈利改善的核心来源。反观惠泉啤酒，公司长期聚焦福建省内市场、收入占比约 75%，若能将省内市占率恢复至历史高位、充分享受单一市场的规模效应，其理论净利率天花板应远高于当前水平，未来盈利能力具备充足的想象空间。

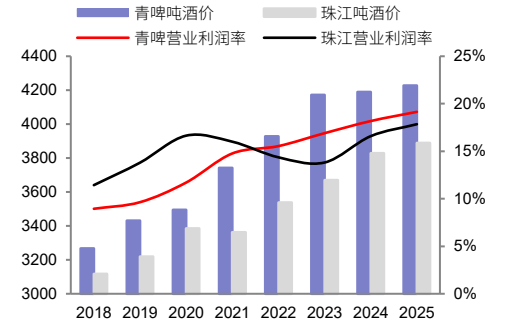
仅供内部参考，请勿外传

图 23：青岛啤酒 2025 年不同区域盈利能力情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

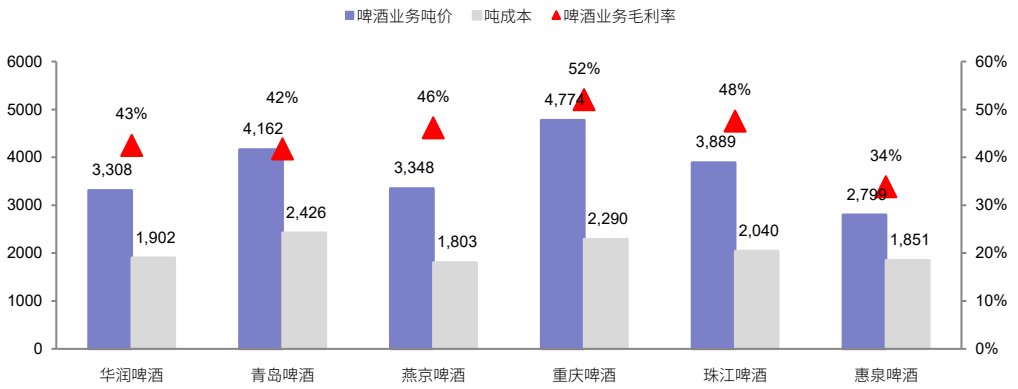
图 24：珠江与青啤吨酒价和营业利润率（元/千升）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

拆解行业吨价与吨成本，惠泉啤酒盈利偏弱的症结在于吨价而非成本。对比主要啤酒企业 2025 年吨酒价、吨成本与毛利率可见，各家企业吨成本差异并不显著，真正拉开盈利能力差距的是吨酒价水平：龙头啤酒企业吨酒价普遍在 4000 元/千升以上，而惠泉啤酒吨酒价不足 3000 元/千升、处于行业最低水平，直接压制了毛利率。这意味着惠泉啤酒未来盈利能力改善的关键不在于进一步压缩成本，而在于通过产品结构升级与大单品放量抬升吨价，这与公司当前聚焦高端化的改革方向高度契合。

图 25：主要啤酒企业 2025 年吨酒价、吨成本和毛利率对比（元/千升）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

人员效率处于燕京十四五中期水平，改革仍有深化空间。对比主要上市啤酒企业人员效率，惠泉啤酒员工人数由 2020 年的 1535 人降至 2025 年的 1263 人、下降 17.7%，但销售人员数量过少或是近年销量下滑的重要原因之一，公司人均啤酒销量仍处于行业较高水平、2025 年达 176 千升/人；从薪酬端来看，公司人均薪酬由 2020 年的 6.2 万元/年提升至 2025 年的 9.0 万元/年、增幅 45.4%，但职工薪酬占营收比由 15.5%提升 2.3pct 至 17.8%，主要系收入端未能同步增长所致。整体来看，惠泉啤酒改革方向正确但推进尚不透彻，人员结构与薪酬效率均存在进一步优化的空间。

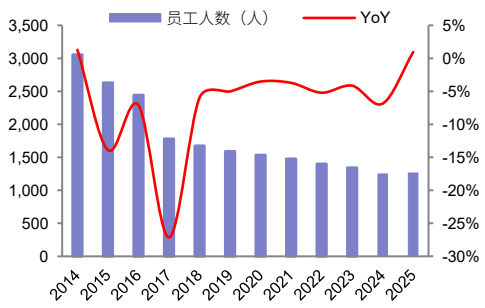
仅供内部参考，请勿外传

表 2：主要上市啤酒企业人员效率对比

		华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒	燕京啤酒	惠泉啤酒
员工人数	2020	27000	35678	6676	4562	27984	1535
	2025	24099	29257	6649	4564	19412	1263
	变化幅度	-10.7%	-18.0%	-0.4%	0.0%	-30.6%	-17.7%
职工薪酬（百万元）	2020	5607	4919	1273	667	2374	95
	占营收比	17.8%	17.7%	11.6%	15.7%	21.7%	15.5%
	2025	5417	5471	1761	951	3045	114
	占营收比	14.3%	16.8%	12.0%	16.2%	19.9%	17.8%
	变化 pct	-3.6	-0.9	0.3	0.5	-1.9	2.3
人均薪酬（万元/年）	2020	20.8	13.8	19.1	14.6	8.5	6.2
	2025	22.5	18.7	26.5	20.8	15.7	9.0
	YoY	8.2%	35.6%	38.9%	42.5%	84.9%	45.4%
销量（万千升）	2020	1110	782	242	120	353	23
	2025	1103	765	300	146	405	22
	变化幅度	-0.6%	-2.2%	23.6%	21.9%	14.7%	-2.7%
人均啤酒销量（千升/人）	2020	411	219	363	263	126	148
	2025	458	261	450	320	209	176
	变化幅度	11.3%	19.3%	24.1%	21.9%	65.3%	18.2%
生产人员人均销量（千升/人）	2020		497.2	1258.4	558.9	249.1	257.2
	2025		577.8	1713.5	585.0	495.8	367.7
	变化幅度		16.2%	36.2%	4.7%	99.0%	42.9%
销售人员人均销量（千升/人）	2020		680.5	835.1	1344.6	474.1	670.3
	2025		688.3	969.9	1743.0	611.4	588.1
	变化幅度		1.1%	16.1%	29.6%	29.0%	-12.3%
其他人员人均销量（千升/人）	2020		924.6	1311.5	787.0	557.7	737.5
	2025		1560.3	1652.1	1193.8	879.6	783.4
	变化幅度		68.8%	26.0%	51.7%	57.7%	6.2%

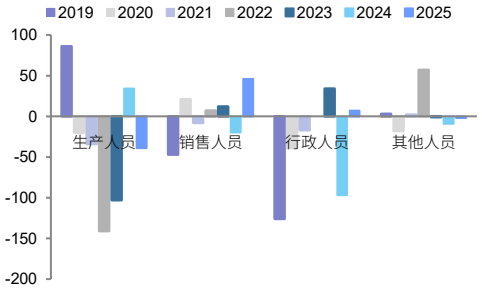
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 26：惠泉啤酒近年员工数量情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 27：惠泉啤酒不同员工数量每年增减情况（人）

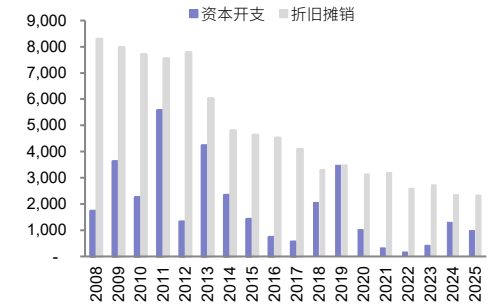


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

折旧摊销已充分释放，未来资本开支温和可控。据惠泉啤酒 2025 年报，公司当前拥有惠安、福鼎、抚州三大生产基地，2025 年报披露设计产能 80 万吨/年、实际产能约 55 万吨/年，产能利用率仍存在提升空间。从报表来看，公司近年折旧摊销占营收比已处于行业低位，重资产包袱基本出清，未来以技改升级为主、预计不会出现大额资本开支，这为利润率的持续改善提供了有利的报表基础。

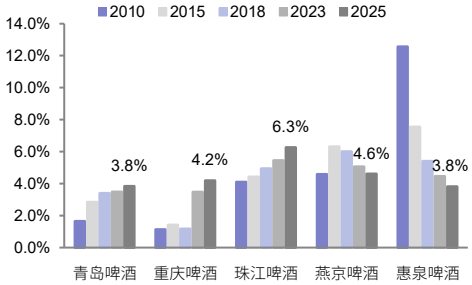
仅供内部参考，请勿外传

图 28：惠泉近年资本开支与折旧摊销情况（万元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

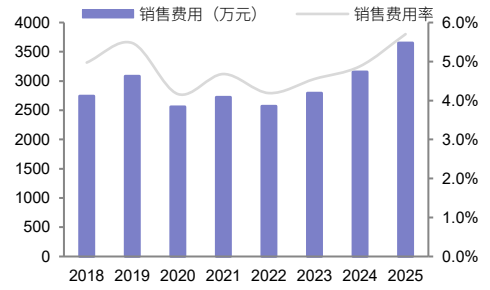
图 29：2025年惠泉折旧摊销占营收比业内处于低位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

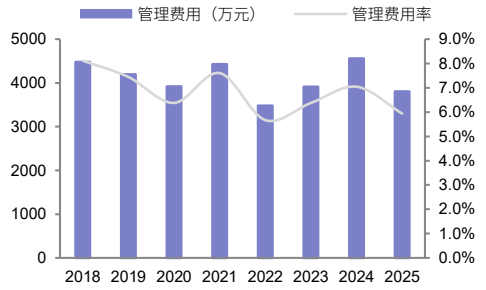
费用率保持稳定，收入端改善将带来费用率自然下行。近年来惠泉啤酒销售费用率与管理费用率整体保持相对稳定，费用端的压力主要来自收入端未能有效放量。考虑到公司改革聚焦大单品打造与市场开拓，一旦收入端重新进入增长通道，费用率有望在规模效应下进一步向下摊薄，形成收入增长与利润率改善的良性循环。

图 30：惠泉啤酒近年销售费用及销售费用率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 31：惠泉啤酒近年管理费用及管理费用率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

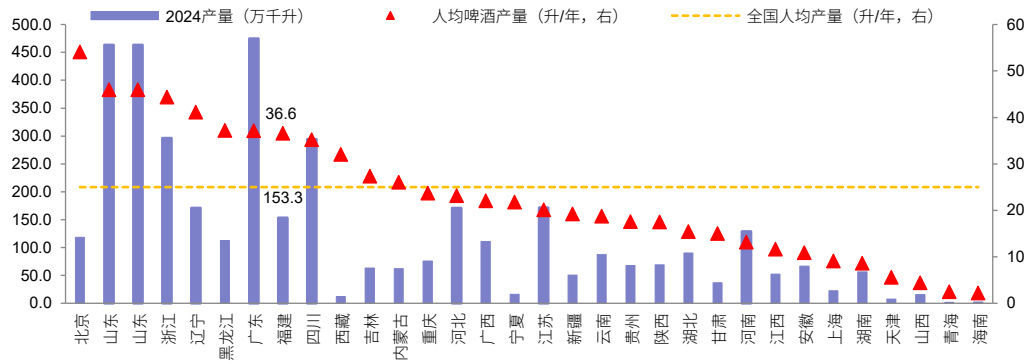
仅供内部参考，请勿外传

三、惠泉增长的弹性：大单品与茶啤突破，销量有望再现往日辉煌

（一）福建作为啤酒消费高地市场，惠泉大单品具备增长潜力

福建是啤酒消费高地，人均啤酒产量位居全国前列。据 Wind 数据，从产量总量来看，福建啤酒产量位居全国第 9 位，尽管绝对规模并非最大，但考虑到福建常住人口规模，人均啤酒产量高居全国第 8 位，是名副其实的啤酒消费大省，为惠泉啤酒这样的区域龙头提供了广阔的需求基本盘。

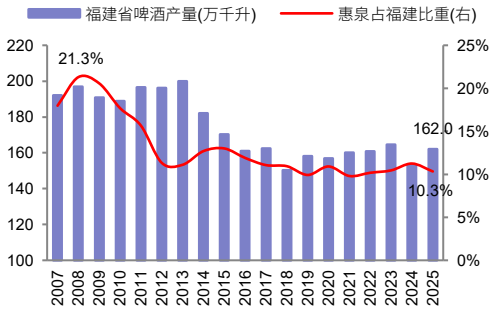
图 32：2024 年各省啤酒产量及人均啤酒产量情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，人均啤酒产量=2024 年各省啤酒产量/2024 年常住人口

以大泉州为根据地，周边市场潜力充足。惠泉啤酒省内营收以泉州为核心的闽南市场为主，结合 2026 年中报管理层讨论与分析以及福建省内各市经济数据来看，泉州与福州是福建省内经济体量与人口规模最大的两个城市，泉州及周边地区啤酒消费容量可观。尽管公司省内市占率近年持续走低，但在消费力强、人口密集的闽南腹地，公司凭借本土品牌积淀与渠道根基，仍具备较大的份额回升空间。

图 33：惠泉啤酒省内市占率持续走低



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，使用惠泉啤酒销量*惠泉省内营收占比/福建省产量

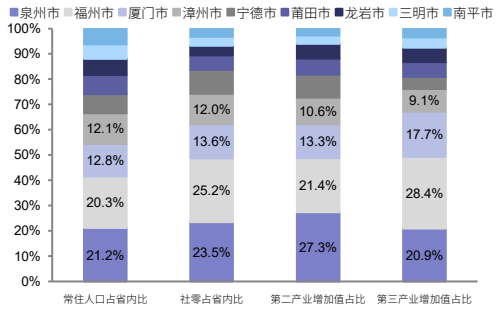
图 34：惠泉啤酒省内2家工厂地理分布



数据来源：福建省标准地图服务、广发证券发展研究中心

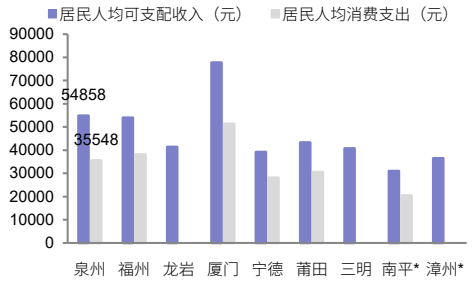
仅供内部参考，请勿外传

图 35：泉州与福州是福建省内重要城市



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

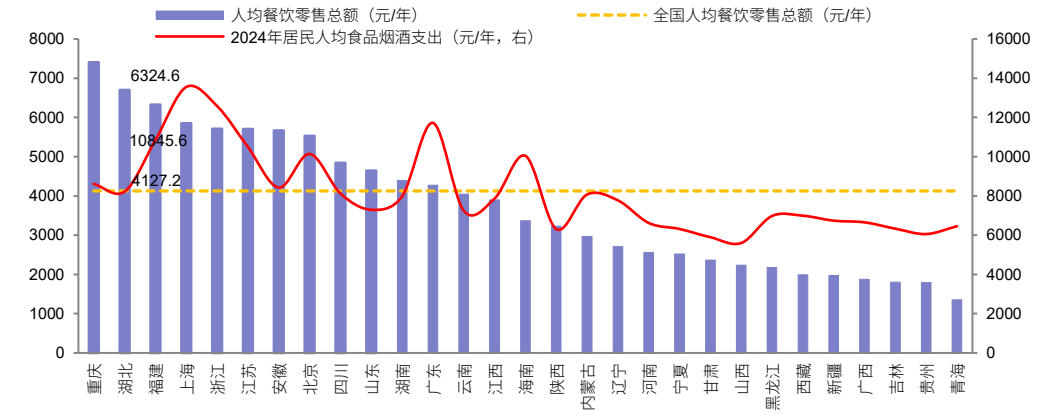
图 36：福建省内各市人均收入与消费支出情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，南平为 2021 年数据、漳州为 2022 年数据，其他均为 2025 年数据

福建消费能力强，为啤酒高端化提供沃土。据 Wind 数据，从人均餐饮零售总额与人均食品烟酒支出来看，福建均位居全国前列，消费能力突出。高消费力意味着消费者对啤酒价格带的上移接受度更高，也意味着省内啤酒企业的盈利天花板更高，这为惠泉啤酒通过产品结构升级、抬升吨价提供了良好的需求端支撑。

图 37：我国主要省份人均餐饮零售总额与人均食品烟酒支出情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，人均餐饮零售总额=社零总额：餐饮业/常住人口，由于各省社零餐饮数据披露情况不一，北京、内蒙古、青海、山东、新疆使用 2024 年数据，海南、宁夏使用 2023 年数据，河南使用 2022 年数据，上海使用 2021 年数据，贵州使用 2020 年数据，其他均为 2025 年数据；

次高端价格带升级是惠泉啤酒的最优解。燕京啤酒在改革过程中曾推出鲜啤 2022 等中低档产品完善价格带布局，而惠泉啤酒当前以次高端价格带为基础向上做升级，恰好契合福建省内的强消费力。公司中高档产品矩阵以惠泉 1983、老惠泉、惠泉全麦为核心，定价对省内消费者而言并不高，茶啤等新品的定价同样在省内可接受范围之内，产品升级具备坚实的需求基础。

仅供内部参考，请勿外传

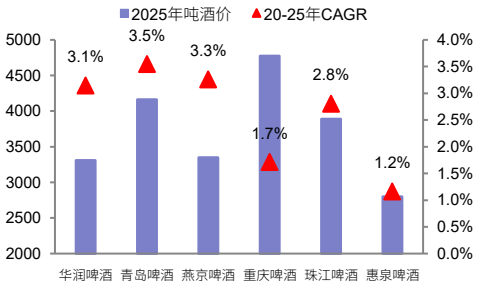
图 38：惠泉啤酒中高档产品矩阵组合



数据来源：惠泉啤酒公众号，广发证券发展研究中心

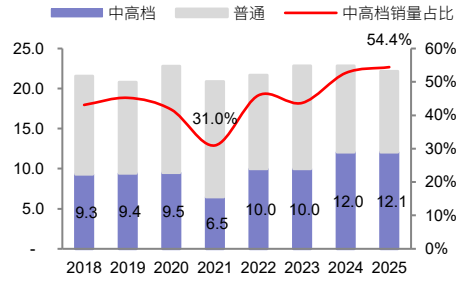
大单品战略具备增长潜力。据燕京啤酒 2026 年中报披露，26H1 燕京啤酒核心大单品燕京 U8 销量占比已达 25.3%、超出市场预期，带动燕京啤酒毛利润由 2021 年的 43.6 亿元提升至 2025 年的 62.6 亿元，其中中高档产品贡献了 88.7%的增量，充分印证了大单品对盈利的贡献；林文总担任燕京啤酒副总经理后负责燕京 U8 大单品的打造，此次出任惠泉啤酒董事长，其操盘经验有望直接赋能惠泉啤酒大单品打造。反观惠泉啤酒，虽然中高档销量占比持续提升，但吨价与毛利率改善并不显著，我们认为其根本原因在于尚未真正聚焦大单品，惠泉 1983 正是实现突破的关键抓手。

图 39：惠泉啤酒吨酒价为上市公司中最低（元/千升）



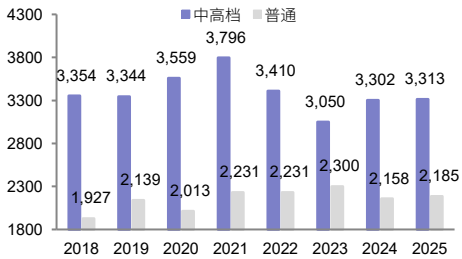
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 40：惠泉啤酒不同档次产品销量占比情况（万千升）



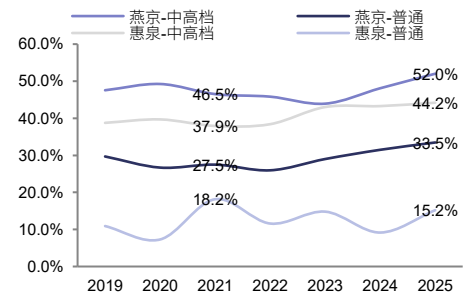
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 41：惠泉啤酒不同档次产品吨酒价（元/千升）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

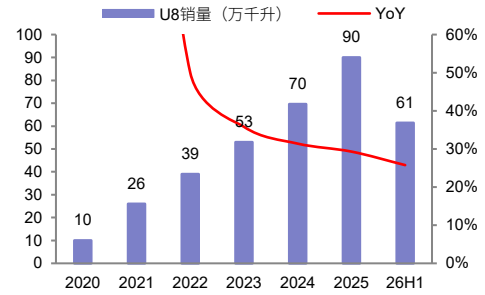
图 42：燕京啤酒与惠泉啤酒不同档次产品毛利率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

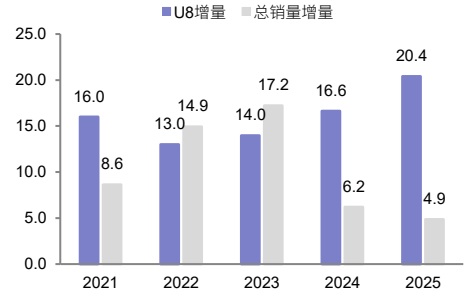
仅供内部参考，请勿外传

图 43：燕京 U8 近年持续保持较快增长



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 44：U8是燕京近年销量增长主要来源（万千升）



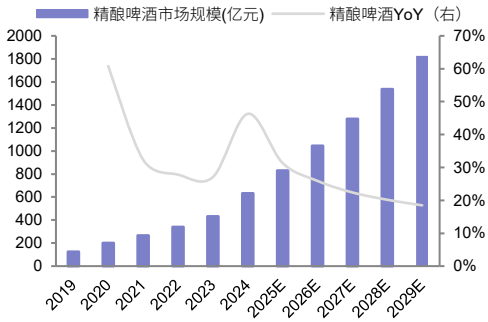
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）扎根福建特色，打造中国领先茶啤

惠泉争做中国领先茶啤。 福建茶文化历史悠久，易文新总在视频号中**强调惠泉啤酒创新真茶、真萃取工艺，力争成为中国领先茶啤品牌。** 金星啤酒此前在港交所递交招股说明书披露相关财务数据，我们于 2026 年 2 月 1 日外发深度报告《金星啤酒“中式风味精酿”带来的启示》深度探讨茶啤及风味精酿行业情况，我们认为金星啤酒对惠泉啤酒的未来发展具备一定指导意义。

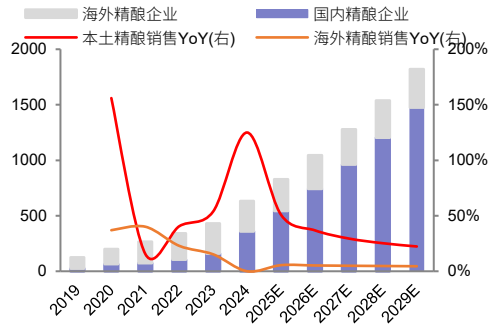
精酿啤酒是啤酒工业化后期的必然产物。据金星啤酒招股说明书，参考海外经验，精酿品类的快速扩张通常滞后于工业拉格的成熟周期，是在行业高度集中、产品极度单一后触发的补偿性消费，中国啤酒行业 CR5 已处于高位，精酿渗透率仅为 4.8%、远低于美国的 13.8%，增长空间广阔。在国内，精酿市场呈现出本土企业掌握话语权、风味精酿引领增长的独特趋势，饮料化趋势带动风味精酿快速放量，是啤酒行业增长的主要来源。

图 45：中国精酿啤酒行业持续快速增长



数据来源：金星啤酒招股说明书、广发证券发展研究中心

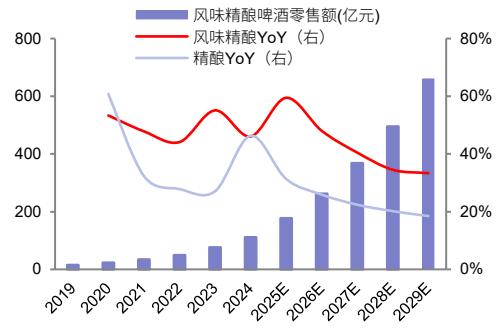
图 46：本土精酿企业市场规模占比更高（亿元）



数据来源：金星啤酒招股说明书、广发证券发展研究中心

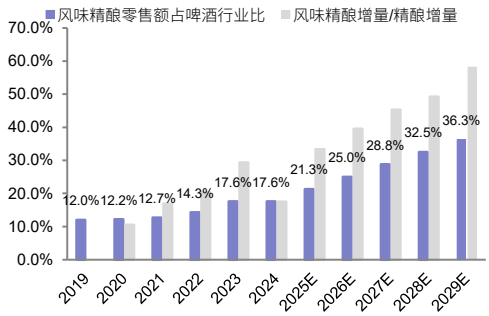
仅供内部参考，请勿外传

图 47：风味精酿引领精酿行业增长



数据来源：金星啤酒招股说明书、广发证券发展研究中心

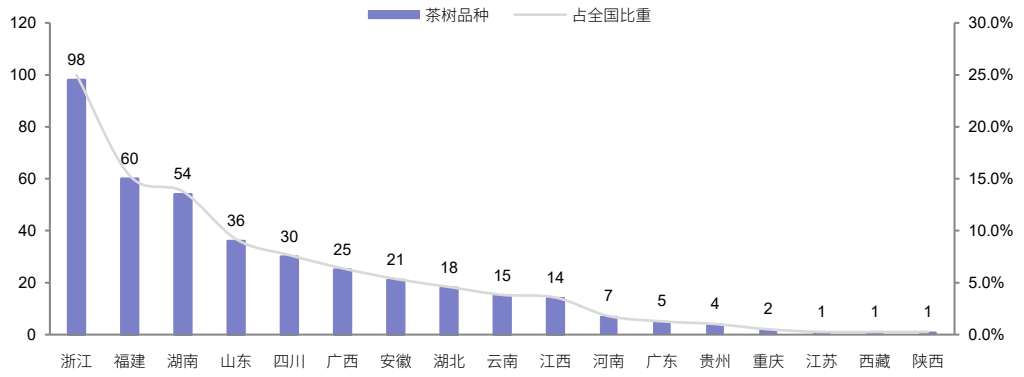
图 48：预计2029年精酿行业增量中风味精酿占比过半



数据来源：金星啤酒招股说明书、广发证券发展研究中心

啤酒饮料化趋势下，茶是风味结合的重要方向，福建具备地利。啤酒饮料化不仅体现在果味选择上，茶作为中国特色风味正成为重要的结合体。我国拥有极度细分的茶叶原产地体系与丰富的名茶谱系，而福建是全国茶类最齐全、名茶谱系最丰富、文化遗存最密集、产业产值第一的省份，乌龙茶、白茶、红茶、茉莉花茶等品类一应俱全，这为惠泉啤酒打造茶啤产品提供了得天独厚的原料与文化禀赋。

图 49：福建茶叶种类齐全丰富、底蕴与文化深厚（种）

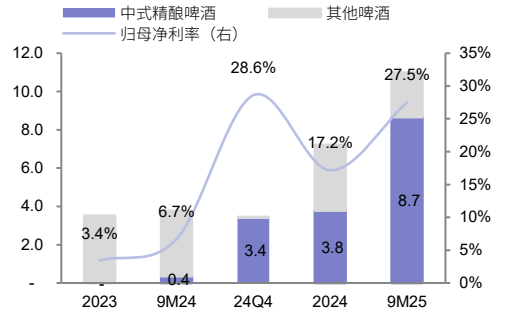


数据来源：农业农村部官网、广发证券发展研究中心

茶啤具备较强盈利潜力。啤酒的成本结构中包材占据较大比重，1L 大包装产品在单位成本上具备天然优势，以 1L 装售卖酒液能够在毛利率端获得明显增益。金星啤酒凭借中式精酿产品快速改善盈利，吨价由 2024 年的约 4894 元/千升进一步跃升至 9M25 的 6492 元/千升，整体毛利率由 2023 年的 27.3%提升至 9M25 的 47.0%，销售与管理费用率被快速摊薄，充分说明茶啤这一品类的盈利能力远超传统工业啤酒。

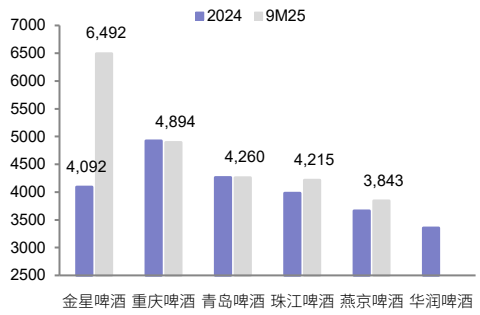
仅供内部参考，请勿外传

图 50：金星啤酒凭借精酿营收快速增长（亿元）



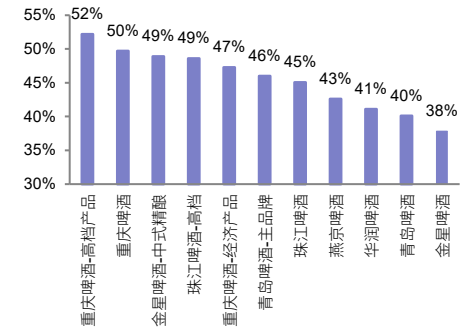
数据来源：金星啤酒招股说明书、广发证券发展研究中心

图 51：金星啤酒吨价快速跃升（元/千升）



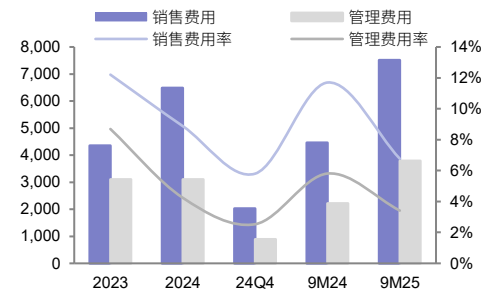
数据来源：金星啤酒招股说明书、广发证券发展研究中心

图 52：主要啤酒企业 2024 年毛利率情况



数据来源：金星啤酒招股说明书、Wind、广发证券发展研究中心

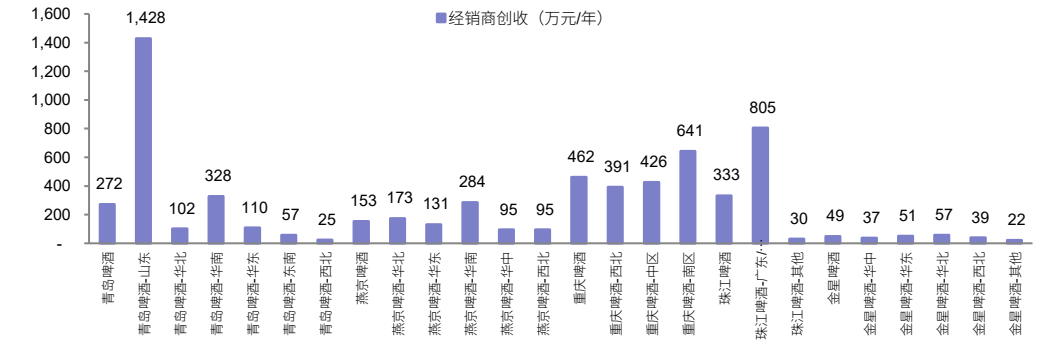
图 53：金星啤酒销售和管理费用率被快速摊薄



数据来源：金星啤酒招股说明书、广发证券发展研究中心

金星啤酒的成功更多受行业红利带动，其发展模式存在隐忧。从渠道结构来看，金星啤酒经销商单商规模普遍较小、且以追逐热点的小商为主，经销商管理难度大、窜货问题突出，后续存在退潮风险。相比之下，燕京体系经过改革后积极性明显提升，核心市场与基地市场持续增长、渠道掌控力显著强于金星啤酒。若惠泉啤酒将茶啤产品纳入燕京体系运作，既能在产品线上形成有效补充，又能够借助燕京成熟的渠道能力实现比金星啤酒更好的放量，这也是前文易文新总带领惠泉成为中国领先茶啤品牌目标的可行性所在。

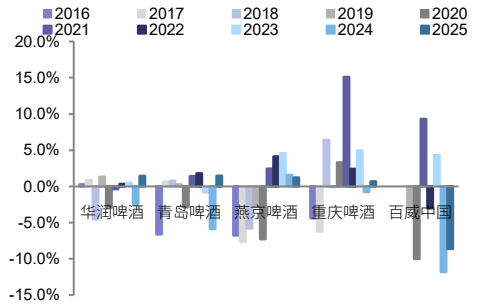
图 54：金星啤酒经销商单商规模普遍较小



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

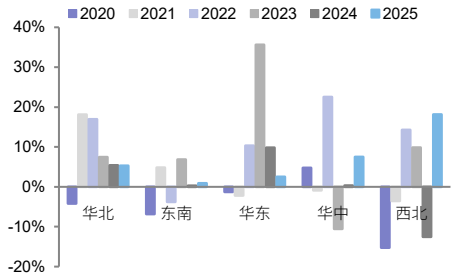
仅供内部参考，请勿外传

图 55：主要啤酒企业年度销量增速情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 56：燕京啤酒各区域营收增速情况

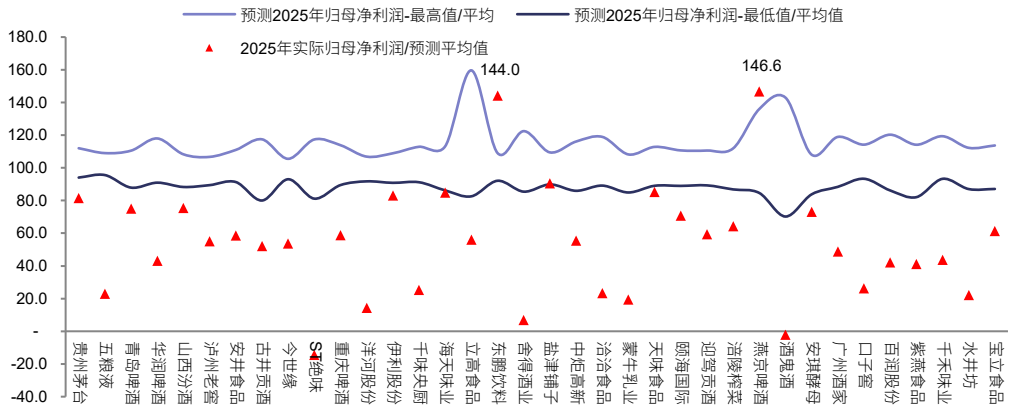


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）对标燕京改革节奏，再现惠泉往日销量辉煌

十四五燕京改革带动经营结果显著超市场预期。过去数年燕京啤酒持续推动“九大变革”带来内生变化，自 2022 年耿超董事长上任以来燕京啤酒年报中提及改革与变革的次数显著增长，由此可见公司对改革的重视程度，多重举措推动公司盈利能力一扫阴霾、持续快速增长突破前高，我们复盘 2023 年中报发布后市场对食品饮料主要公司 2025 年的盈利预测情况，可见较多企业甚至难以达成彼时市场对 2025 年归母净利润预测的最低值，燕京啤酒和东鹏饮料为板块内唯二 2025 年实际归母净利润超越 2023 年预测最高值的公司，其中燕京啤酒达成度最为领先，可见改革能为企业带来远超资本市场想象力的改善。

图 57：燕京啤酒 2025 年归母净利润达成度在食饮板块内居于前列

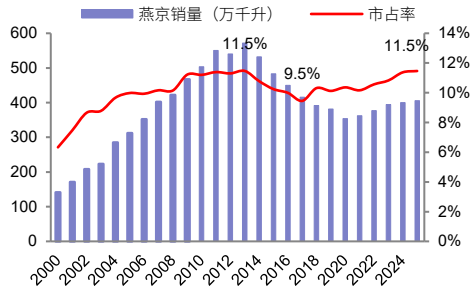


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，Wind 一致预期预测时间选用 2023/9/10，选择食品饮料行业评级机构数超 25 家的公司，为方便对比使用彼时 2025 年 Wind 一致预期归母净利润平均值作为 100 进行标准化

对标燕京市占率恢复，惠泉销量弹性可能超预期。燕京啤酒全国市占率曾一度降至 9.5%的低点，改革以来持续回升、已创历史新高。惠泉啤酒 2025 年省内市占率较历史高点腰斩，同样存在显著的修复空间。若惠泉啤酒省内市占率恢复至历史高位，叠加省外销量的稳定贡献，公司总销量有望较 2025 年的 22.2 万千升实现大幅增长，显著超越我们基准预测的 2028 年 25.1 万千升，改革过程中的销量弹性可能超出市场预期。

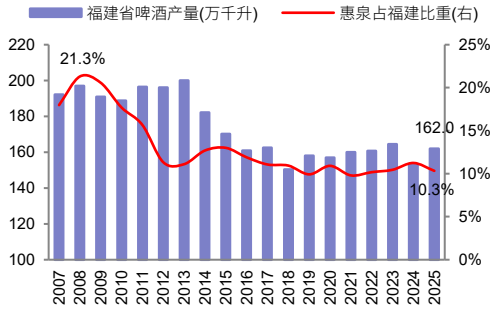
仅供内部参考，请勿外传

图 58：燕京啤酒市占率恢复至历史新高



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 59：惠泉啤酒2025年省内市占率较高点腰斩



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，使用惠泉啤酒销量*惠泉省内营收占比/福建省产量

四、盈利预测和投资建议

收入方面：我们预计公司 2026-2028 年营收同比+6.3%/12.5%/11.5%至 6.8/7.7/8.5 亿元，具体来看：

啤酒业务：公司改革聚焦产品结构升级，核心大单品惠泉 1983 自 2026 年起加速放量、持续贡献高增，我们预计 2026-2028 年公司中高档啤酒销量分别同比+10.0%/18.0%/13.3%至 13.3/15.7/17.8 万千升，同时普通档产品销量逐年萎缩，预计分别同比-10.0%/-12.0%/-8.0%至 9.1/8.0/7.4 万千升，普通档产品（国宴等）预计主动收缩、低端价格带逐步出清，产品结构持续优化，带动啤酒业务吨酒价由 2025 年的 2799 元/千升提升至 2028 年的 3309 元/千升，反映出公司大单品放量优化结构升级的成长趋势。

其他业务：公司其他业务以资产租赁等为主、规模较小，预计维持稳定，公司长期仍将聚焦啤酒主业。

盈利方面：我们预计结构升级将带动公司盈利能力持续提升，公司整体毛利率由 2025 年的 34.9%提升至 2026-2028 年的 40.5%/45.5%/49.2%；与此同时，改革初期公司加大市场投入与人员扩张，销售费用率/管理费用率预计由 2025 年的 5.7%/5.9%分别上升至 2026-2028 年的 8.2%/7.8%、8.6%/7.9%、8.7%/8.0%，主要系考虑到改革初期公司预计有费用的初期投入、未来规模效应将会逐渐摊薄，综合来看我们预计 2026-2028 年公司归母净利率分别为 14.6%/17.8%/20.3%，归母净利润同比+24.7%/37.0%/27.0%至 1.0/1.4/1.7 亿元。

仅供内部参考，请勿外传

表 3：惠泉啤酒盈利预测拆分（万元、万千升、元/千升）

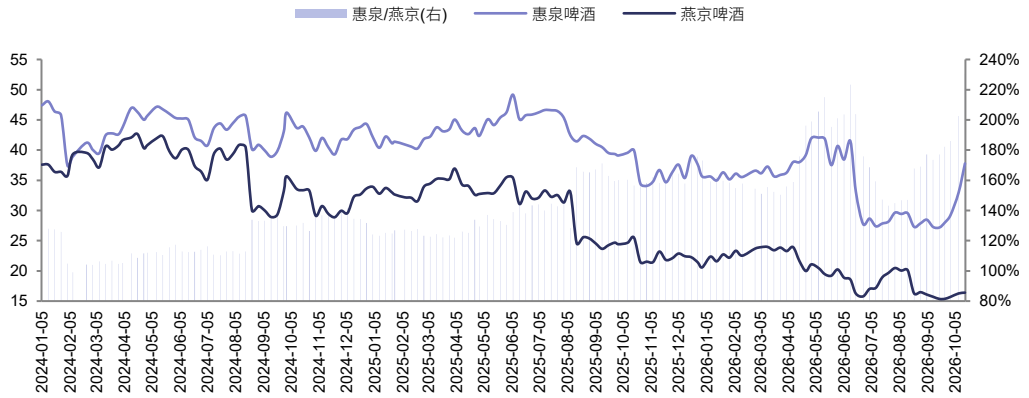
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	61,365	64,706	64,030	68,089	76,601	85,418
YoY	0.0%	5.4%	-1.0%	6.3%	12.5%	11.5%
销量	22.9	22.9	22.2	22.4	23.7	25.1
YoY	5.3%	0.0%	-3.0%	0.9%	5.8%	6.1%
其中：中高档销量	10.0	12.0	12.1	13.3	15.7	17.8
YoY	0.1%	20.6%	0.2%	10.0%	18.0%	13.3%
其中：普通档销量	12.9	10.8	10.1	9.1	8.0	7.4
YoY	9.8%	-15.9%	-6.6%	-10.0%	-12.0%	-8.0%
吨酒价	2,627	2,761	2,799	2,951	3,144	3,309
YoY	-5.3%	5.1%	1.4%	5.4%	6.5%	5.3%
其中：中高档吨酒价	3,050	3,302	3,313	3,431	3,565	3,691
YoY	-10.6%	8.3%	0.3%	3.5%	3.9%	3.5%
其中：普通档吨酒价	2,300	2,158	2,185	2,251	2,318	2,388
YoY	3.1%	-6.1%	1.3%	3.0%	3.0%	3.0%
营业成本	43,278	44,530	41,688	40,513	41,751	43,407
吨酒成本	1,862	1,915	1,851	1,782	1,736	1,702
YoY	-8.3%	2.8%	-3.3%	-3.7%	-2.6%	-2.0%
毛利率	29.5%	31.2%	34.9%	40.5%	45.5%	49.2%
变化 pct	2.4	1.7	3.7	5.6	5.0	3.7
销售费用率	4.6%	4.9%	5.7%	8.2%	8.6%	8.7%
变化 pct	0.4	0.3	0.8	2.5	0.4	0.1
管理费用率	6.4%	7.0%	5.9%	7.8%	7.9%	8.0%
变化 pct	0.7	0.7	-1.1	1.9	0.1	0.1
财务费用率	-5.3%	-5.3%	-4.8%	-4.7%	-3.7%	-3.0%
变化 pct	-0.8	0.0	0.5	0.2	0.9	0.7
利润总额/营收	9.5%	11.2%	14.2%	16.7%	20.4%	23.3%
变化 pct	1.9	1.8	2.9	2.5	3.7	2.9
所得税率	16.2%	10.6%	11.6%	11.9%	12.2%	12.5%
归母净利润	4,853	6,483	7,999	9,973	13,663	17,356
YoY	21.8%	33.6%	23.4%	24.7%	37.0%	27.0%
归母净利率	7.9%	10.0%	12.5%	14.6%	17.8%	20.3%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

估值及投资建议：稀缺的稳健增长小市值啤酒企业。惠泉啤酒当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 33/24/19 倍，考虑到此前卖方分析师对惠泉啤酒的覆盖较少、复盘公司动态估值可见，惠泉啤酒与燕京啤酒过去数年持续处于业绩消化估值的过程中，但燕京啤酒改革更为彻底、归母净利润弹性更大，使得近年惠泉啤酒估值相对较高，同时我们认为 A 股市场小市值上市公司其上市主体地位具备潜在市场价值，以及现金对于不同市值公司的重要性有明显不同，基于这些原因使得惠泉啤酒估值持续相对较高。对标可比公司惠泉啤酒表观估值相对较高，燕京啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒 2027 年 PE 仅为 14/15/16/19 倍，但以当前市值减去 2026 年中报净现金后计算估值，惠泉啤酒剔除现金后市值对应 2026-2027 年 PE 分别为 20/14 倍，估值相对合理，综合考虑公司当前处于改革初期阶段未来具备较强成长潜力，给予 2027 年 30 倍 PE 对应合理价值为 16.40 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传

图 60：惠泉啤酒与燕京啤酒 PE（TTM）表现



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 4：主要啤酒企业盈利预测及估值情况（亿元）

盈利预测与估值													
公司	市值	营业收入			营收增速			归母净利润			归母净利润增速		
		2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
青岛啤酒	716.3	324.7	319.0	325.7	1.0%	-1.8%	2.1%	45.9	46.8	49.0	5.6%	2.0%	4.6%
燕京啤酒	325.5	153.3	161.6	169.1	4.5%	5.4%	4.6%	16.8	20.5	23.5	59.1%	22.1%	14.8%
重庆啤酒	190.2	147.2	145.0	147.4	0.5%	-1.5%	1.7%	12.3	11.8	12.3	10.4%	-3.8%	3.9%
珠江啤酒	202.5	58.8	60.8	62.7	2.6%	3.4%	3.2%	9.0	9.9	10.7	11.5%	9.9%	8.1%
惠泉啤酒	32.8	6.4	6.8	7.7	-1.0%	6.3%	12.5%	0.8	1.0	1.4	23.4%	24.7%	37.0%

剔除现金后盈利预测												
公司	市值	PE		26H1 公司现金资产情况							剔除后 PE	
		2026E	2027E	货币资金	交易性金融资	其他存款	短期负债	长期负债	净现金	剔除净现金市值	2026E	2027E
青岛啤酒	716.3	15.3	14.6	115.6	110.1	83.6	0.0	0.0	309.2	407.1	8.7	8.3
燕京啤酒	325.5	15.9	13.8	62.0	3.8	47.4	5.4	0.1	107.7	217.8	10.6	9.3
重庆啤酒	190.2	16.1	15.5	22.8	5.0	0.0	0.0	0.0	27.8	162.4	13.7	13.2
珠江啤酒	202.5	20.4	18.9	65.3	15.0	0.0	19.1	0.0	61.2	141.4	14.2	13.2
惠泉啤酒	32.8	32.8	24.0	7.8	3.8	1.8	0.0	0.1	13.3	19.4	19.5	14.2

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，使用 2026 年 10 月 19 日数据，其他存款是指其他流动资产中的同业存单、其他非流动资产中的定期存款、一年内到期的非流动资产中的定期存款，青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒使用 Wind 一致预期数据，惠泉啤酒使用广发证券盈利预测

仅供内部参考，请勿外传

五、风险提示

（一）改革进度慢于预期

公司改革推进多项举措，聚焦收入端与费用率端，若改革进度慢于预期，大单品成长性弱于预期且降本增效进度低于预期，会使得公司费用率下降幅度低预期，进而影响当前盈利预测。

（二）产品结构升级低预期

公司当前完成对产品矩阵的梳理，以惠泉 1983、老惠泉、惠泉一麦等产品为核心，也是公司收入端量价增长的核心来源，若产品升级速度以及省内市场份额开拓速度低于预期，会影响当前盈利预测准确性。

（三）省内竞争加剧

福建省内长期偏好海外啤酒品牌消费，惠泉啤酒省内通过改革提升团队积极性并迎合当前国产品牌崛起趋势推进产品放量增长，若省内竞争烈度加剧，或影响公司成长性和增长节奏，进而影响盈利预测准确性。

仅供内部参考，请勿外传

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**1,353**	**1,262**	**1,274**	**1,404**	**1,558**
货币资金	1,256	1,081	1,093	1,224	1,378
应收及预付	3	3	3	3	3
存货	70	82	73	70	66
其他	24	95	105	108	110
非流动资产总额	**328**	**484**	**412**	**395**	**385**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	264	247	174	143	120
在建工程	0	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0	0
无形资产	52	51	49	47	45
其他	11	187	190	205	220
资产总额	**1,681**	**1,746**	**1,686**	**1,799**	**1,943**
流动负债总额	**374**	**373**	**239**	**256**	**278**
短期借款	82	40	0	0	0
应付及预收	226	268	175	192	214
其他	65	65	64	64	64
非流动负债总额	**0**	**6**	**10**	**10**	**10**
长期借款	0	6	10	10	10
应付债券	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债总额	**374**	**379**	**249**	**266**	**288**
股本	250	250	250	250	250
其他	1,048	1,108	1,177	1,273	1,395
归母权益合计	1,298	1,358	1,427	1,523	1,645
少数股东权益	9	10	10	10	10
负债和股东权益	**1,681**	**1,746**	**1,686**	**1,799**	**1,943**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**647**	**640**	**681**	**766**	**854**
营业成本	445	417	405	418	434
营业税金及附加	68	67	70	77	84
销售费用	32	37	56	66	74
管理费用	46	38	53	61	68
研发费用	25	26	27	29	32
财务费用	-34	-31	-32	-29	-26
资产信用减值损失	1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	2	2
投资收益	1	6	6	6	6
营业利润	**69**	**95**	**113**	**156**	**199**
营业外收支	3	-5	0	0	0
利润总额	73	91	113	156	199
所得税费用	8	11	13	19	25
合并净利润	**65**	**80**	**100**	**137**	**174**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	**65**	**80**	**100**	**137**	**174**
EPS（元/股）	0.26	0.32	0.40	0.55	0.69

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**133**	**99**	**45**	**170**	**209**
合并净利润	65	80	100	137	174
折旧摊销	24	23	25	22	20
营运资金变动	79	28	-84	18	22
其他	0	0	-1	-3	-2
投资活动现金流净额	**-182**	**-81**	**1,055**	**2**	**-2**
资本性开支	-13	-10	50	10	5
投资	-20	-70	-10	0	0
其他	-149	-1	1,015	-8	-7
融资活动现金流净额	**46**	**-57**	**-68**	**-41**	**-52**
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	62	-35	-37	0	0
股利分配与偿付利息	-16	-22	-31	-41	-52
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	**-4**	**-39**	**1,032**	**131**	**154**
期初现金余额	**103**	**100**	**60**	**1,093**	**1,224**
期末现金余额	**100**	**60**	**1,093**	**1,224**	**1,378**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	5.4%	-1.0%	6.3%	12.5%	11.5%
营业利润增长率	21.2%	37.1%	19.1%	37.5%	27.5%
归母净利增长率	33.6%	23.4%	24.7%	37.0%	27.0%
获利能力					
毛利率	31.2%	34.9%	40.5%	45.5%	49.2%
净利率	10.1%	12.5%	14.7%	17.9%	20.4%
ROE	5.0%	5.9%	7.0%	9.0%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	21.7%	14.8%	14.8%	14.8%
有息负债率	4.9%	2.7%	0.6%	0.6%	0.5%
流动比率	3.6	3.4	5.3	5.5	5.6
利息保障倍数	22.3	31.2	104.8	480.1	661.9
营运能力					
应收账款周转率	917.6	963.9	963.9	963.9	963.9
存货周转率	6.3	5.1	5.5	6.0	6.5
应付账款周转率	4.0	4.2	4.3	4.5	4.6
每股指标					
每股收益	0.26	0.32	0.40	0.55	0.69
每股净资产	5.19	5.43	5.71	6.09	6.58
每股经营现金流	0.53	0.39	0.18	0.68	0.84
估值比率					
PE	43.4	37.3	32.8	24.0	18.9
PB	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	29.1	23.4	22.2	14.5	10.3

人在草原上
更多资料请加V

仅供内部参考，请勿外传

广发食品饮料研究小组

符　蓉　：首席分析师，金融学硕士，11 年证券与基金投研经验。

郝宇新　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴思颖　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡　慧　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

殷卓龙　：资深分析师，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

谌保罗　：高级分析师，金融学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn



郝宇新

SAC 执证号：S0260523120010
SFC CE No. BVZ687
haoyuxin@gf.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

仅供内部参考，请勿外传

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。