

## 惠泉啤酒(600573)

公司研究/点评报告

# 盈利能力修复明显，持续看好公司经营改善

——惠泉啤酒（600573）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2020 年 8 月 26 日

### 一、事件概述

8 月 25 日公司发布 2020 年半年报，20H1 公司实现营业收入 3.2 亿元，同比+7.93%；实现归母净利润 892 万元，同比+48.5%；基本 EPS 为 0.036 元。20Q2 公司实现营业收入 2.11 亿元，同比+22.73%；实现归母净利润 1600.16 万元，同比+37.19%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 公司 Q2 表现亮眼，多方面实现高增长

20H1 公司实现啤酒销量 11.68 万千升，同比+7.08%，实现啤酒收入 31.62 亿元，同比+7.68%，20H1 啤酒销售吨价为 2707 元/千升，较 19H1 的 2692.03 元/千升有小幅提升。20Q2 单季度公司实现啤酒销量 7.68 万千升，同比+21.82%，实现啤酒收入 2.08 亿元，同比+22.44%，20Q2 单季度公司销售商品收到的现金为 2.37 亿元，同比+37.44%，实现经营活动的现金流量净额为 9896 万元，同比+126.56%。公司 20Q2 积极作为，跟进市场需求并优化渠道结构，空白市场突破、社区终端网点建设和餐饮专项营销方案，在餐饮渠道和重点市场上实现了良性发展。

**从销售渠道来看**，20Q2 公司批发代理/直销分别实现收入 2.03 亿元/494 万元，分别同比+21.99%/+36.26%，直销渠道受益于公司疫情期间积极开拓电商渠道；**从销售地区来看**，20Q2 公司省外收入占比进一步提高至 27.33%，同比+1.75ppt，20Q2 省内/省外销售收入增速分别为+19.42%/+30.65%，省外市场拓展良好。**从经销商来看**，20H1 公司经销商净减少 21 个（合计减少 61 个），团队愈发精简高效。

#### ➤ 经营效率改善明显，盈利能力显著提高

**从毛利率来看**，20H1 公司销售毛利率 28.02%，同比-0.41ppt，基本保持稳定，吨价小幅提升的正向作用尚未明显体现。**从期间费用率来看**，20H1 公司期间费用率为 14.82%，同比-2.03ppt，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.41%/7.66%/2.51%-0.76%，分别同比-0.8/-0.31/-0.35/-0.57ppt，经营效率整体改善明显。20H1 公司广告费 74.91 万元，同比+193.32%，可见公司有意加强了品牌宣传。公司整体费用使用思路清晰，主次分明，期间费用率降低主要来自于管理水平的提高。**从净利率来看**，20H1 公司归母净利率为 2.79%，同比+0.76ppt，20Q2 公司归母净利率为 7.59pct，同比+0.8pct。由于 20H1 非经损益收益相比去年同期大幅减少，公司实际归属上市公司的扣非净利润同比大增 509.16%，实现跨越式增长，公司盈利能力得到根本性修复。

#### ➤ 看好公司经营边际好转趋势，期待刘总入主后的更多新变化

惠泉啤酒作为福建省内唯一一家啤酒上市企业，在当地享有较高知名度，过去经营下滑主要系公司在福建当地受进口啤酒冲击、市场竞争加剧所致。2019 年 11 月刘翔宇先生从燕京总部前往惠泉担任董事长，我们认为刘总上任对外释放两大积极信号：**1) 公司管理团队进一步年轻化**。继 48 岁的赵总担任燕京啤酒董事长后，现年 49 岁正值壮年的刘总接手惠泉啤酒，期待未来公司年轻化带来的新变化；**2) 惠泉啤酒经营情况将持续改善**。刘总历任燕京副总经理、董秘，深谙公司业务，2017 年后主管人事工作，管理经验丰富，预计刘总未来将在惠泉内部持续加强队伍建设，惠泉凝聚力和市场竞争能力有望进一步提高。从实际业务表现来看，惠泉是 A 股啤酒上市公司中 20Q1 单季度收入下滑幅度最小的企业，同时也是截至目前已出中报的啤酒企业中 20Q2 单季度收入增长最快的企业，已体现出显著的改善趋势。

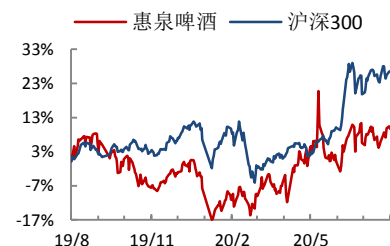
**推荐** 首次评级

**当前价格：** 7.31

**交易数据** 2020-08-25

近 12 个月最高/最低(元)	8.05/5.55
总股本(百万股)	250
流通股本(百万股)	250
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	18.28
流通市值(亿元)	18.28

**该股与沪深 300 走势比较**



资料来源：Wind，民生证券研究院

**分析师：于杰**

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

**相关研究**

### 三、投资建议

预计 20-22 年收入为 6.27/7.07/7.68 亿元，同比+11.3%/+12.8%/+8.6%；归母净利润为 0.29/0.36/0.4 亿元，同比+48.8%/+21.5%/+12.6%，折合 EPS 为 0.12/0.14/0.16 元，对应 PE 为 62X/51X/45X。公司估值水平低于啤酒板块 2020 年 70 倍 PE (wind 一致预期，算术平均法)，基于我们看好公司未来经营状况持续改善，首次评级，给予“推荐”评级。

### 四、风险提示：

疫情影响超预期、省内啤酒市场竞争加剧、中高端产品推广受阻、食品安全问题等

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	563	627	707	768
增长率 (%)	2.1%	11.3%	12.8%	8.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	20	29	36	40
增长率 (%)	7.1%	48.8%	21.5%	12.6%
每股收益 (元)	0.08	0.12	0.14	0.16
PE (现价)	92.5	62.0	51.0	45.3
PB	1.6	1.6	1.5	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	563	627	707	768
营业成本	412	458	511	553
营业税金及附加	61	68	77	83
销售费用	31	34	36	40
管理费用	42	46	50	54
研发费用	12	9	12	12
EBIT	5	11	21	26
财务费用	(4)	(6)	(6)	(7)
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	16	19	18	19
营业利润	27	39	48	54
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	27	39	48	54
所得税	7	10	13	14
净利润	20	29	35	40
归属于母公司净利润	20	29	36	40
EBITDA	40	45	55	59
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	648	638	739	733
应收账款及票据	0	0	0	0
预付款项	2	1	2	2
存货	131	199	161	233
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	784	842	905	972
长期股权投资	0	19	37	56
固定资产	370	366	366	363
无形资产	62	58	54	50
非流动资产合计	439	419	400	380
资产合计	1223	1261	1305	1352
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	31	36	40	43
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	72	81	90	98
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5
非流动负债合计	5	5	5	5
负债合计	77	86	95	103
股本	250	250	250	250
少数股东权益	8	8	7	6
股东权益合计	1146	1175	1210	1250
负债和股东权益合计	1223	1261	1305	1352

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	2.1%	11.3%	12.8%	8.6%
EBIT 增长率	616.1%	107.7%	87.7%	20.6%
净利润增长率	7.1%	48.8%	21.5%	12.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	26.9%	26.9%	27.8%	28.0%
净利润率	3.5%	4.7%	5.1%	5.3%
总资产收益率 ROA	1.6%	2.3%	2.7%	3.0%
净资产收益率 ROE	1.7%	2.5%	3.0%	3.2%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	10.9	10.4	10.1	10.0
速动比率	9.1	7.9	8.3	7.6
现金比率	9.0	7.9	8.2	7.5
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	—	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	124.1	129.8	127.0	128.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.1	0.1	0.1	0.2
每股净资产	4.6	4.7	4.8	5.0
每股经营现金流	0.3	(0.1)	0.4	(0.0)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	92.5	62.0	51.0	45.3
PB	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	22.6	22.0	16.1	15.4
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	20	29	35	40
折旧和摊销	37	34	34	33
营运资金变动	20	(59)	47	(65)
经营活动现金流	63	(15)	98	(10)
资本开支	35	(6)	(3)	(4)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(18)	6	3	4
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(8)	0	0	0
现金净流量	37	(10)	101	(6)

## 分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。