

智能制造与新材料研究中心、消费升级与娱乐研究中心

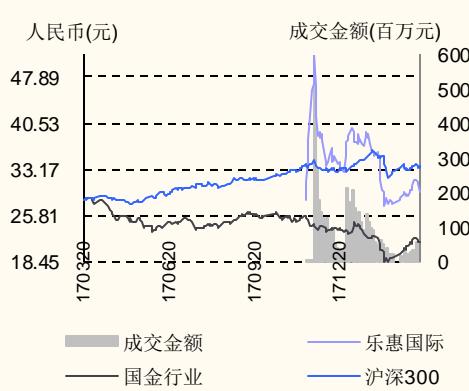
乐惠国际(603076.SH) 买入(首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 29.95 元
 目标价格(人民币): 40.00-40.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	18.65
总市值(百万元)	2,231.28
年内股价最高最低(元)	51.50/27.13
沪深 300 指数	4056.42
上证指数	3269.88



消费升级装备系列报告之一：乐惠国际——国内啤酒设备龙头，精酿市场潜力巨大

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.153	1.373	0.985	1.293	1.608
每股净资产(元)	5.34	6.72	10.34	11.46	12.87
每股经营性现金流(元)	1.70	2.44	1.39	1.03	1.22
市盈率(倍)	0.00	0.00	30.40	23.15	18.62
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	27.46%	19.06%	-4.29%	31.30%	24.35%
净资产收益率(%)	21.59%	20.44%	9.53%	11.29%	12.50%
总股本(百万股)	55.85	55.85	74.50	74.50	74.50

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内啤酒设备龙头，布局下游消费升级赛道：**公司是我国啤酒酿造设备龙头企业，具有啤酒酿造设备和无菌灌装设备两大产品体系，是全球少数具备啤酒厂整厂交钥匙能力的供应商之一。近年来，公司在海内外市场逐步渗透，培育三大领域消费升级客户，为公司持续性成长奠定了坚实的基础。公司于2017年11月以19.71元/股价格在A股市场公开发行1865万股募资，将用于全面扩建高溢价产品产能、提升公司的研发实力。
- **海外参与新兴市场拓展，国内开发精酿啤酒设备：**非洲、南美、东南亚等发展中国家是目前全球啤酒消费量增长的新引擎，也是国际啤酒巨头近年来的布局重点。公司通过与百威英博、喜力等国际啤酒巨头合作扩张，在海外多地实现项目总量和订单的稳健增长。此外，国内啤酒消费总量进入稳恒期，但代表消费升级趋势的精酿啤酒正以45%的复合增速快速成长。公司已于近两年成功配套国内多个精酿啤酒产线，我们判断良好的客户基础和成熟的配套技术将助力公司最大程度受益国内精酿啤酒市场的快速崛起。
- **内生外延发展无菌灌装，三大板块渐次形成：**公司通过自主研发及海外并购，渐次形成啤酒、乳品、饮料包装三大业务板块。在啤酒包装领域，我国呈现玻璃瓶向易拉罐产品升级趋势。公司提早布局易拉罐灌装核心技术，是目前国内唯一能够实现商业运行电子阀灌装机的企业。此外，公司通过收购德国资深乳饮品高速和无菌包装设备制造商 Packtec，补足了自身乳品无菌包装的技术短板，有望参与到我国乳饮品包装迭代升级的过程中，实现业务版图的进一步扩张。

投资建议与估值

- 我们看好公司在国内啤酒装备市场龙头地位，认为公司在啤酒饮料三大消费升级领域的前瞻性布局将成为公司业绩增长的持续动力。预计公司2017-2019年有望实现营收9.38/10.52/13.24亿元，归母净利润0.73/0.96/1.20亿元，同比-4.3%/+31.3%/+24.4%；摊薄EPS0.99/1.29/1.61元。首次覆盖，给予公司“买入”评级，6-12个月目标价40元，当前股价对应23.2X18PE、18.6X19PE。

风险

- 国内精酿啤酒设备竞争加剧；国际进出口政策变化；汇率波动产生的汇兑损失风险。

内容目录

国内啤酒设备龙头，布局下游消费升级赛道	4
公司专注啤酒酿造设备，整厂配套能力行业领先.....	4
收入规模稳健，利润逐年提升.....	6
积极布局高增长赛道，业绩向上空间广阔	8
啤酒酿造设备：国际迈向新兴市场，国内布局精酿啤酒	12
啤酒巨头加速布局新兴市场，公司国际比价优势凸显.....	12
中国精酿啤酒逐步崛起，市场空间远超传统啤酒.....	15
无菌灌装设备：啤酒、乳品、饮料三大板块渐次形成.....	20
公司掌握啤酒易拉罐灌装核心技术.....	20
跨境收购补足乳品无菌包装能力	21
盈利预测与投资建议	25
盈利预测	25
估值与投资建议.....	25
风险提示	26

图表目录

图表 1：公司主要业务概况.....	4
图表 2：公司啤酒酿造设备产品（啤酒发酵罐和清酒罐）	4
图表 3：公司无菌灌装设备产品（UHT 设备）	4
图表 4：公司主要客户	5
图表 5：公司股权结构及参控股子公司.....	5
图表 6：子公司及分公司概况.....	6
图表 7：主营收入构成（2016 年）	7
图表 8：公司营业收入、同比增速.....	7
图表 9：公司分板块业务收入（万元）、同比增速.....	7
图表 10：公司归母净利润（亿元）、同比增速.....	8
图表 11：公司销售利润率.....	8
图表 12：公司积极布局高成长消费升级赛道.....	8
图表 13：公司营业收入（亿元）构成及海外业务占比.....	9
图表 14：公司与竞争对手啤酒设备产品对比.....	9
图表 15：公司与国际行业巨头收入、利润率对比.....	10
图表 16：行业内主要竞争者总市值、净利润对比.....	10
图表 17：公司历年分产品产能利用率	10
图表 18：公司募投项目情况	10
图表 19：2016 年各大洲啤酒销售量（亿升）	12
图表 20：各大洲啤酒销售量增速（%）	12
图表 21：各大洲人均消费量（升/年）	12

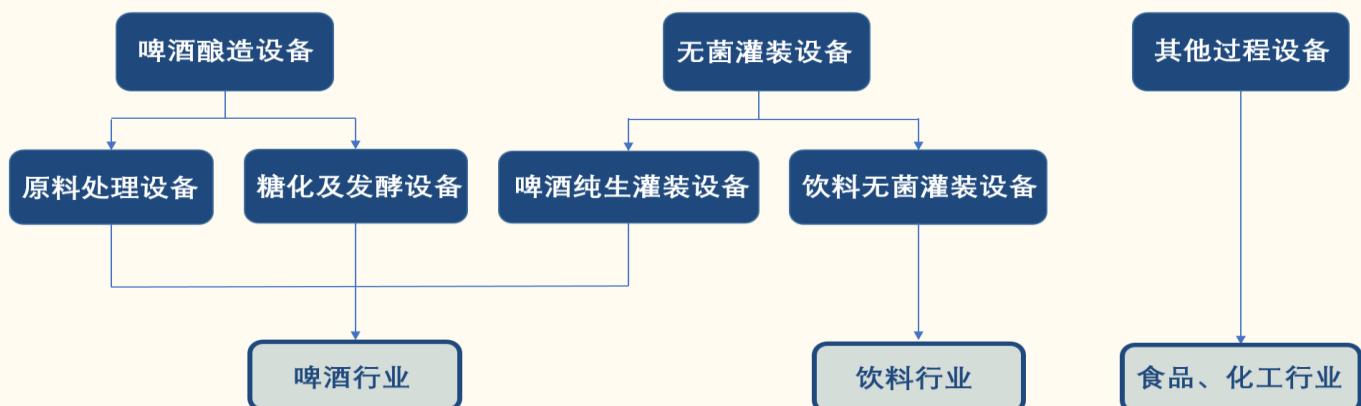
图表 22: 非洲地区将成为百威英博未来的覆盖重点.....	13
图表 23: 东南亚部分国家啤酒销售量增速.....	13
图表 24: 嘉士伯东南亚地区扩张时间表.....	13
图表 25: 公司与主要国际竞争对手 EBITDA 对比	15
图表 26: 公司海外业务拓展情况.....	15
图表 27: 精酿和工业啤酒比较.....	16
图表 28: 我国啤酒产量 (万千升) 近年有所下滑.....	16
图表 29: 2012~2016 年我国啤酒进口量及进口金额.....	16
图表 30: 我国啤酒巨头相继布局高端、精酿.....	17
图表 31: 熊猫精酿啤酒.....	18
图表 32: 百威英博 ZX Venture 上海鹤岛餐吧.....	18
图表 33: 熊猫精酿采用的小型酿酒设备.....	18
图表 34: 公司精酿啤酒设备产品	18
图表 35: 公司历年收入规模 (亿元) 及精酿啤酒市场空间对比.....	19
图表 36: 全球啤酒易拉罐包装占比.....	20
图表 37: 公司易拉罐无菌灌装产线.....	21
图表 38: 公司的易拉罐流量计电子阀灌装机产品.....	21
图表 39: 国内牛奶饮品市场规模及增速 (亿元)	21
图表 40: 国内巴氏奶市场规模及增速 (亿元)	21
图表 41: 国内常温奶市场规模及增速 (亿元)	22
图表 42: 国内酸奶及酸奶饮品市场规模及增速 (亿元)	22
图表 43: 全球各地区人均乳制品消费量 (KG/人)	22
图表 44: 我国城市和农村的液态奶渗透率.....	22
图表 45: 酸奶相比其他乳品具有更高的营养价值.....	23
图表 46: 2017 年前十月伊利主要产品地区销售额增速.....	23
图表 47: 2017 年前十月蒙牛主要产品地区销售额增速.....	23
图表 48: 德国 Pecktec 公司技术优势明显	24
图表 49: 分项目盈利预测.....	25
图表 50: 啤酒企业厂房搬迁和扩建计划情况 (不完全统计)	25

国内啤酒设备龙头，布局下游消费升级赛道

公司专注啤酒酿造设备，整厂配套能力行业领先

- 乐惠国际（603076.SH）是一家专注于啤酒酿造为主的过程装备及无菌灌装设备的设计研发、制造、安装的制造企业，主要包括啤酒酿造设备及无菌灌装设备两大主要产品体系。啤酒酿造设备涵盖啤酒生产过程所需的主要设备，包括原料处理系统、糖化系统、发酵系统等；无菌灌装设备主要包括啤酒纯生灌装设备及饮料无菌冷灌装的设备和技术，适用于玻璃瓶、易拉罐、PET瓶、不锈钢桶等多种包装形态。公司既可以生产灌装线上的关键单机设备，也可以为客户提供“一站式”的整体包装解决方案。公司凭借近20年的行业深耕经验，目前已积累多项自主研发核心技术，是全球少数具备啤酒厂整厂交钥匙能力的供应商之一。
- 公司自成立以来，已通过自主研发或合作研发获得专利80项（其中发明专利21项，实用新型专利59项）、非专利技术4项。公司啤酒酿造设备多个产品填补了国内空白，尤其是灌装设备技术实力突出，产品已获《国家战略性创新产品》。
- 此外，公司还拥有国内外多项生产相关资质，先后取得了中国D1、D2、A3压力容器制造许可证；中国GC2级管道安装、改造、维修许可证；拥有美国ASME“U”钢印许可证；通过了ISO9001质量体系认证。

图表1：公司主要业务概况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表2：公司啤酒酿造设备产品（啤酒发酵罐和清酒罐）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表3：公司无菌灌装设备产品（UHT设备）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司自成立以来，凭借自身技术优势和多年行业累积的经验，在啤酒、饮料、食品、生物、化工、医药等众多行业领域中积累了大量优质客户资源。这些客户均为食品饮料业内龙头企业，与公司形成多年稳定合作关系，为公司的业务发展和收入来源提供了有力的保障。

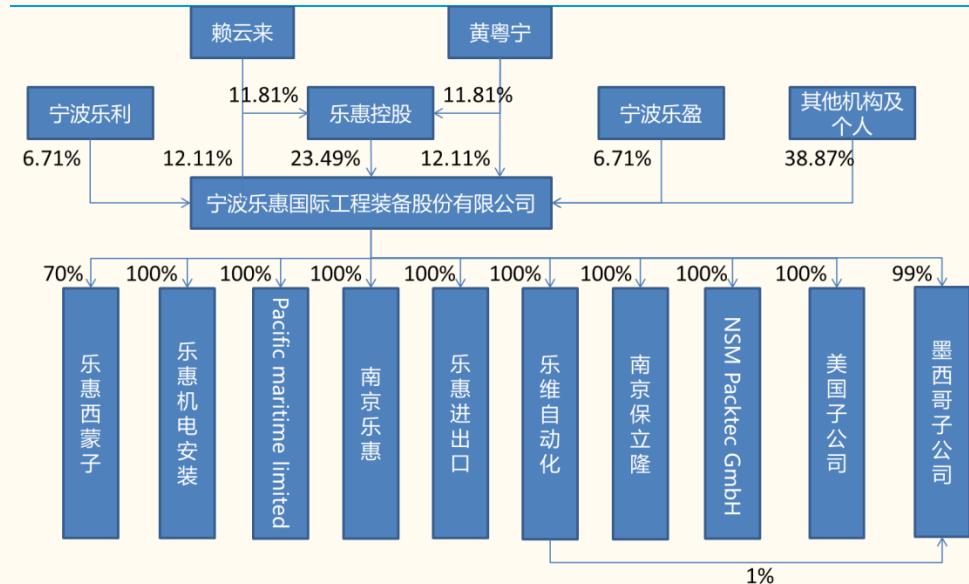
图表 4：公司主要客户



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司由宁波乐惠食品设备制造有限公司股份制变更而来，目前下设 8 家全资子公司、2 家控股子公司及 1 家分公司，涵盖从生产环节（公司、南京乐惠、南京保立隆、乐惠西蒙子）到配套服务环节（乐维自动化、机电安装公司、乐惠进出口和 Pacific maritime limited），到销售和服务环节全产业链的相关业务。公司上市后加快了海外业务布局，从 2017 年底至今先后完成了德国包装企业 Packtec 的收购及美洲两家子公司的设立。

图表 5：公司股权结构及参控股子公司



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司下属子公司的业务主要分为生产制造和配套服务两大类，其中各类设备产品的生产制造主要在境内子公司完成，境外子公司侧重配合海外当地的业务拓展和服务。

- 2018年3月，公司公告完成收购德国包装企业 Packtec100%股权，交易价格为400万欧元；2018年1月，公司公告开设美国和墨西哥子公司，分别负责境外当地的业务发展及市场开拓。

图表 6：子公司及分公司概况

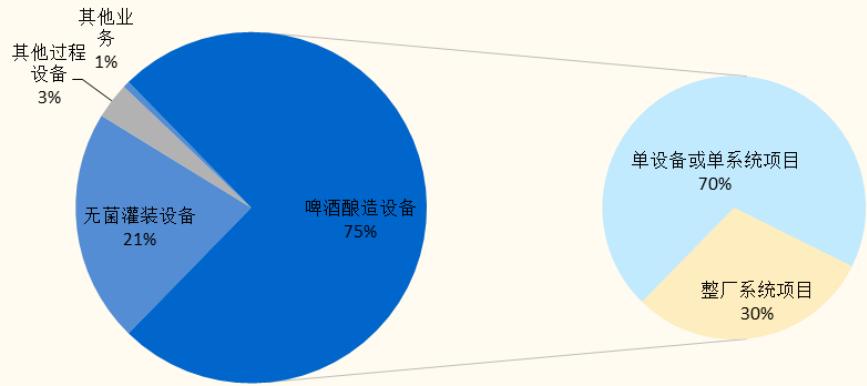
公司名称	直接持股比例	业务分工	主营业务	公司定位
南京乐惠轻工装备制造有限公司	100%	生产制造板块	啤酒纯生（无菌）灌装设备的生产、销售和研发	处于啤酒生产设备产业链下游
宁波乐惠西蒙子机械制造有限公司	70%	生产制造板块	啤酒原料处理相关机械设备	完善乐惠国际啤酒生产设备上游产业链
南京保立隆包装机械有限公司	100%	生产制造板块	食品饮料无菌灌装设备的生产、销售及研发	定位于食品饮料设备，完善乐惠国际产品结构
NSM Packtec GmbH	100%	生产制造板块	主营业务为乳饮品主要是酸奶等高速和无菌包装设备制造商	-
宁波乐维自动化科技有限公司	100%	配套服务	计算机软件、工业自动化产品研发、设计、安装；计算机技术咨询	定位于各阶段啤酒生产设备、包装设备及自动化产品的一系列服务，提升生产效能
宁波乐惠进出口有限公司	100%	配套（海外业务服务主体）	自营和代理公司各类产品及设备进出口、转口贸易等	主要承接乐惠国际内部境外业务
Pacific maritime limited	100%	配套（未来海外业务服务主体）	主要从事投资业务	承接境外股东所持南京乐惠股权，作为未来境外服务投资主体
宁波乐惠机电安装有限公司	100%	生产配套（工程类配套服务）	啤酒酿造设备、食品行业无菌灌装设备制造、安装、调试安装、调试	定位于产业链下游工程配套及技术维护
美国乐惠有限公司	100%	配套（海外业务服务主体）	工程装备、啤酒食品酿造设备、不锈钢容器设备、啤酒和饮料包装等设备的销售和进出口	定位于美国境内盈利性企业，承接境外业务
乐惠工程机械（墨西哥）有限公司	99%	配套（海外业务服务主体）	工程装备、啤酒食品酿造设备、不锈钢容器设备、啤酒和饮料包装的设计、制造销售和进出口	提供境外工程机械配套服务及相关业务
埃塞俄比亚分公司	-	配套（海外非洲地区业务服务主体）	埃塞俄比亚及非洲业务的开拓及项目维护工作	保证非洲、拉美地区为乐惠国际提供稳定收入来源，拓展相关业务

来源：公司公告、国金证券研究所

收入规模稳健，利润逐年提升

- 公司收入主要来自于啤酒酿造设备、无菌灌装设备及其他过程设备，其中啤酒酿造设备是目前的营收主体。公司75%营业收入来自啤酒酿造设备，其中约七成为单设备或单系统项目，约三成为整厂系统项目；公司21%收入为无菌灌装设备，主要应用于啤酒、饮料包装领域。

图表 7：主营收入构成 (2016 年)



来源：公司公告、国金证券研究所

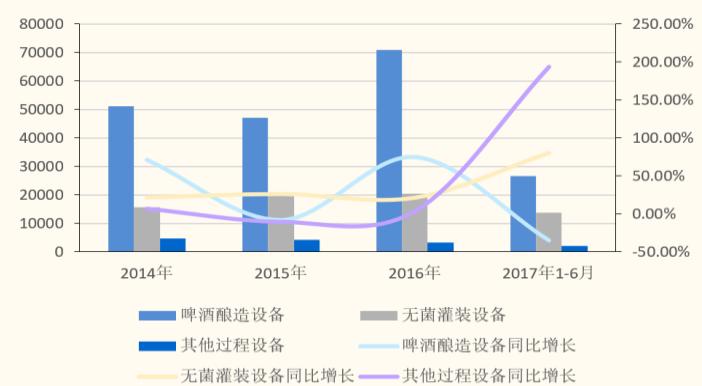
- 公司历年营收稳健，利润水平逐年提升。公司产品销售与下游行业整体需求联系紧密，2013 年以来整体销售收入基本维持稳定，2016 年公司收入受益国内啤酒厂大型搬迁及扩建项目明显提升，2017 年随项目完结小幅下降。公司大型海外客户的啤酒酿造设备订单平均利润较薄，其历年占比波动间接影响公司利润率水平。随着公司其他板块业务走向规模化量产的正轨，板块盈利能力将实现逐年提升，有望带动公司整体利润率的逐步提升。
- 公司产品销售受下游行业整体需求影响较大。我国啤酒行业整体产量自 2013 年以来触顶缓慢下降，啤酒酿造设备需求相应回落，同时啤酒及饮料的无菌灌装设备受益下游消费升级与公司本身业务拓展实现逐年增长，公司整体营业收入维持稳定。2016 年，公司承接了大量国内啤酒厂的大型搬迁及扩建项目，同时海外啤酒厂建设项目相继完工，使得公司当年整体收入实现+31%的快速增长。2017 年，随着公司主要在手项目逐步完工、国内啤酒厂搬迁及扩建项目减少，公司相应板块收入确认减少。2017 年前三季度，公司实现营业收入 6.38 亿元，同比-7.29%。

图表 8：公司营业收入、同比增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：公司分板块业务收入 (万元)、同比增速



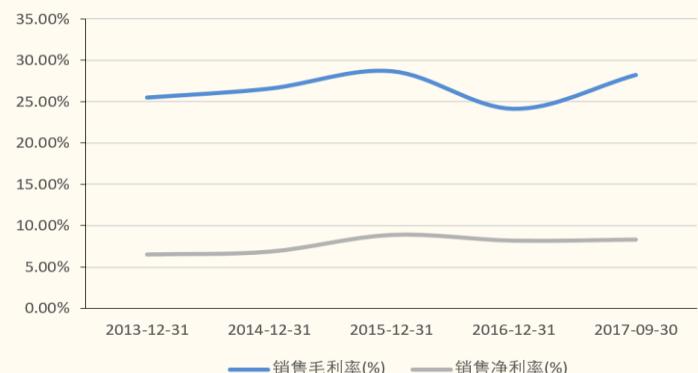
来源：公司公告、国金证券研究所

- 海外大客户订单利润较薄，规模效应提升盈利能力。对于喜力、百威英博等重要大型客户，公司的议价能力相对较弱，啤酒酿造设备部分重要项目的毛利率可能会低于当期平均毛利率水平。2014-2017 H1，上述客户的收入占啤酒酿造设备收入的比例分别为 59.54%、34.33%、66.41% 及 55.75%，间接造成公司销售毛利率的相对波动。公司的无菌灌装设备中，饮料无菌灌装设备（PET 无菌灌装）已具备较大的技术优势，一直维持 30% 以上的毛利率水平；啤酒灌装设备正从技术研发迈向品牌建立和市场开拓，目前单个合同规模基本可达 1000 万元以

上，规模化量产使得生产成本得到有效摊薄，预计未来毛利率水平可实现逐年提升。2017 年前三季度，公司实现归母净利润 0.53 亿元，同比去年基本持平；前三季度毛利率 28.22%，净利率 8.31%，分别实现+4.62ppt 和+0.54ppt 的同比提升。

图表 10：公司归母净利润（亿元）、同比增速


来源：公司公告、国金证券研究所

图表 11：公司销售利润率


来源：公司公告、国金证券研究所

积极布局高增长赛道，业绩向上空间广阔

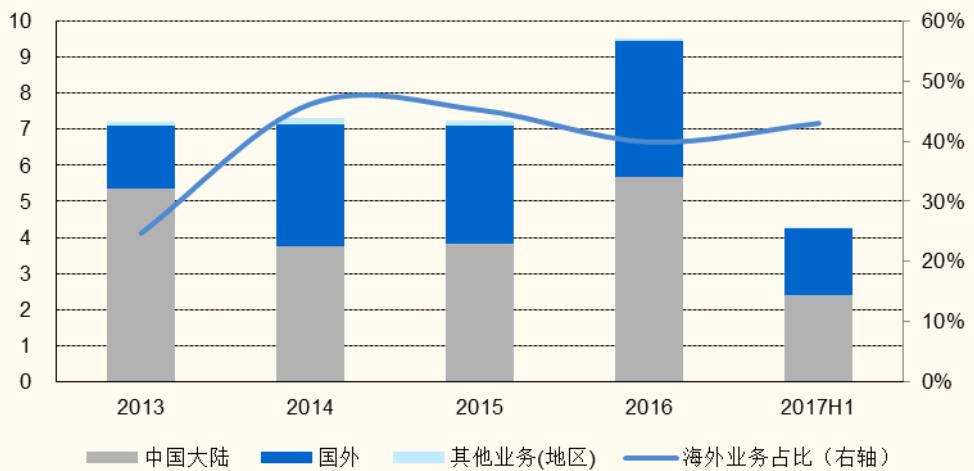
- 近年来，公司积极布局海外市场并拓展新业务领域，目前已在海外工业啤酒整厂项目、啤酒消费升级国家精酿啤酒设备、国内高端啤酒饮料灌装设备三大消费升级领域形成较为明确的战略布局，相比国内其他竞争对手取得了一定的先发优势。

图表 12：公司积极布局高成长消费升级赛道


来源：公司公告、国金证券研究所

- 工业啤酒在我国的需求总量已进入稳恒期，但海外诸如非洲、南美、东南亚等发展中国家和地区啤酒消费总量在低基数下快速增长，成为全球啤酒消费量增长的新动力之一。公司通过与百威英博、喜力等国际啤酒巨头合作扩张，在海外多地实现项目总量和订单的快速增长。2014 年，公司在埃塞俄比亚设立分公司，大大加强了公司在埃塞俄比亚乃至整个非洲市场的业务拓展和项目维护。目前，公司的海外项目已遍布 38 个国家和地区，2017 年上半年海外收入占比达到 43.54%，已成为公司业务的重要组成部分。

图表 13：公司营业收入（亿元）构成及海外业务占比



来源：公司公告、国金证券研究所

- 近年来，精酿啤酒在欧美消费成熟市场呈现强劲的增长势头，而在消费升级带动下，个性化口味的啤酒需求在国内也开始萌芽攀升。高端、精酿啤酒酿造设备成为公司在国内市场的布局重点，公司在该领域已投入较大的研发力量。公司于 2016 年 12 月取得“组合式精酿啤酒工厂”发明专利，并已掌握模块式智能化精酿啤酒厂技术，整个酿造工序仅需 2 人操作。目前，公司精酿啤酒设备技术已经成熟，并已实现小批量销售，我们判断精酿啤酒设备将成为公司未来业绩的新增长点。
- 在包装设备方面，公司在确保传统啤酒洗瓶机和啤酒杀菌机业务有序开展的同时，重点发展啤酒无菌灌装和液态食品高端包装两大消费升级需求产品。公司核心产品如电子阀灌装机、PET 无菌冷罐装线等，相比竞争对手具有较强的技术优势并已获得客户认可，将成为公司新的增长来源。2018 年 3 月，公司公告完成收购德国高速无菌乳品包装设备制造企业 NSM Packtec GmbH 100% 股权，从而补足公司乳品包装能力，完善公司的啤酒、乳品、饮料三大灌装产业板块。
- 目前国际啤酒酿造装备行业主要由公司及几家大的海外供应商参与竞争，其中只有公司、德国 Krones 和德国 Zieman (已被中集安瑞科收购) 等少数企业具备整厂交钥匙能力；而啤酒饮料灌装设备供应端竞争格局相对复杂，公司已攻克高端灌装设备技术，尤其是电子阀灌装设备和 PET 无菌设备等国产化率相对较低领域，目前主要与国内其他龙头企业如江苏新美星、广州达意隆、上海普丽胜、广东轻机二厂等公司竞争。

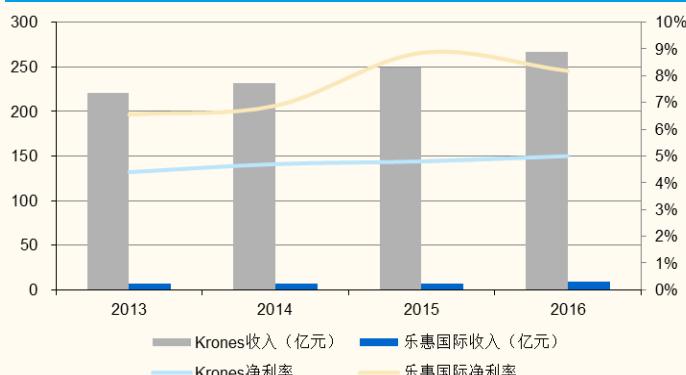
图表 14：公司与竞争对手啤酒设备产品对比

公司	主要产品
乐惠国际	原料系统、酿造系统、包装系统、整厂交钥匙
Krones	原料系统、酿造系统、包装系统、整厂交钥匙
GEA	酿造系统交钥匙
中集安瑞科	酿造系统交钥匙
德国 KHS	包装系统交钥匙
远航科技 (830772)	原料系统交钥匙
广东轻工机械二厂有限公司	包装系统交钥匙

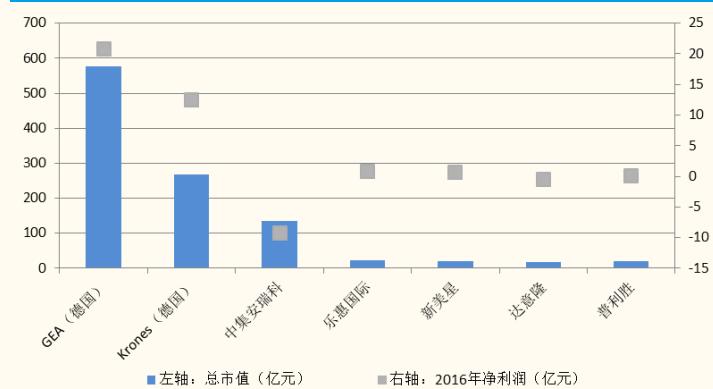
来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司在啤酒设备领域已形成原料处理、糖化、发酵等一系列完整的产品体系，并完成啤酒装备产业的完整布局，是全球少数能够提供整厂交钥匙的公司之一，供应实力全国领先，与国际老牌竞争对手相比具备较强性价比优势和效率优势。公司在国内最大的竞争对手中集安瑞科通过收购德国 Zieman 公司及英国 Briggs 获得啤酒酿造装备工程总承包能力和蒸馏酒酿造系统制造能力，对公司构成一定影响力。

- 在灌装设备方面，公司不仅拥有玻璃瓶线、易拉罐线、桶装线等主流啤酒灌装技术，还通过自主研发和技术创新成为国内唯一能够实现商业运行电子阀灌装机的企业；此外，公司的 PET 瓶饮料无菌冷罐装生产线已通过全球最严格的日本标准的无菌测试，目前已是全球为数不多具备中性饮料无菌冷灌装设备和技术的企业之一。
- 公司长期成长空间确定。与工业发达国家相比，我国的食品饮料机械与过程设备起步较晚，整体规模不大。公司的收入规模和利润体量只是全面竞争对手 Krones 的不到 1/20，总市值也处于较低水平，未来仍有大幅向上的成长空间。

图表 15：公司与国际行业巨头收入、利润率对比


来源：Wind、Bloomberg、国金证券研究所

图表 16：行业内主要竞争者总市值、净利润对比


来源：Wind、Bloomberg、国金证券研究所

- 拟投资项目确保成长能力。公司经过近 20 年的行业积累，目前已形成一定的技术研发和客户储备，产能瓶颈成为制约公司规模扩张的重要因素。公司于 2017 年 11 月招股上市，拟投入 A 股市场募集资金及公司自有资金合计 4 亿元，用于全面扩建高溢价产品产能、提升公司的研发实力。
- 公司非标罐、生化罐、啤酒灌装机等高端产品产线自 2015 年以来连续超负荷生产，糖化系统、大型发酵罐等工业啤酒厂房大型设备也于近两年呈现产能不足状态，产能瓶颈成为制约公司扩张的重要因素。

图表 17：公司历年分产品产能利用率

产能利用率	2014年	2015年	2016年	2017年1-6月
糖化系统（套）	60.00%	60.00%	125.00%	200.00%
大型发酵罐（台）	77.70%	77.70%	112.04%	146.15%
非标罐（台）	103.70%	142.59%	161.95%	169.09%
生化罐（台）	156.03%	200.86%	152.81%	124.05%
啤酒洗瓶机（台）	50.00%	40.00%	50.00%	60.00%
啤酒杀菌机（台）	58.33%	33.33%	66.67%	50.00%
啤酒灌装机（台）	75.00%	133.33%	116.67%	116.67%
饮料无菌灌装线（套）	100.00%	87.50%	87.50%	87.50%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司募投项目包括生物过程装备生产项目（21,400 万元）、酿造与无菌灌装实验室项目（4,492 万元），预计建设周期两年，建成后可达年产生物过程设备、无菌卫生级容器以及生物过程系统等 1,210 台/套，满产销售额可达 4.8 亿元/年。

图表 18：公司募投项目情况

序号	募集资金项目	总投资额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）	与现有业务关系
1	生物过程装备生产项目	21,400.00	21,400.00	扩大生产基地，购置先进设备，提高公司大型发酵罐、啤酒酿造相关系统设备，及应用于广泛下游的其他过程装备的生产能力。建设自动化水平更高的生产线，满足下游市场需求。
2	酿造与无菌灌装实	4,492.00	4,492.00	公司拥有好的研发基础，尤其是拥有一支创新力强的研发队伍，通

验室项目

过引进先进仪器、高端技术人才，建设具有行业领先水平研发中心和实验室，增强公司整体研发实力。

3 补充流动资金	15,000.00	7,153.95	优化资本结构，缓解财务压力，增强公司业务营运规模。
合计	40,892.00	33,045.95	

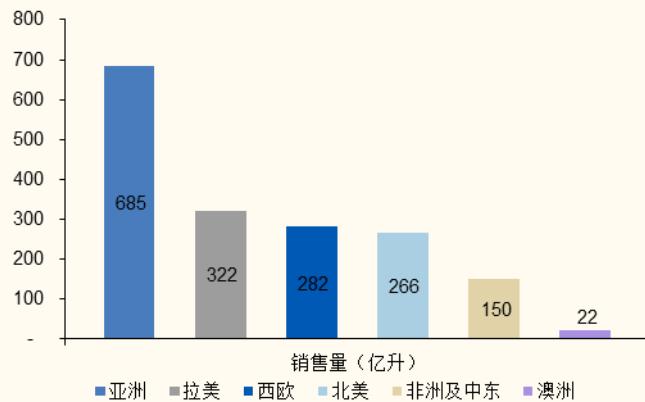
来源：公司公告、国金证券研究所

啤酒酿造设备：国际迈向新兴市场，国内布局精酿啤酒

啤酒巨头加速布局新兴市场，公司国际比价优势凸显

- 在全球啤酒行业，以非洲及中东为代表的新兴市场正成为拉动啤酒消费增长的新动力。根据欧睿的数据显示，近5年啤酒消费成熟市场西欧、北美的消费量处于基本持平的趋势，而亚洲的整体消费量出现了下滑。而新兴市场，特别是非洲及中东的消费量保持着稳定的增速，在各大洲市场中表现最好。

图表 19：2016 年各大洲啤酒销售量（亿升）



来源：Euromonitor、国金证券研究所

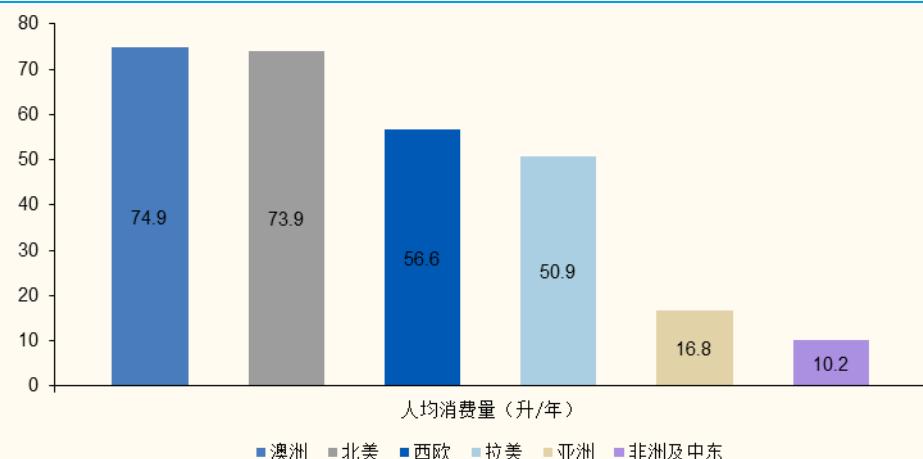
图表 20：各大洲啤酒销售量增速 (%)



来源：Euromonitor、国金证券研究所

- 新兴市场人均消费量提升空间巨大。从人均消费量来看，非洲市场潜力最大，目前人均消费量最低为10.2升/年，而亚洲国家人均消费量为16.8升/年，其中中国的人均消费量已达到33升/年的中高水平，非洲及中东新兴市场人均啤酒消费量的提升空间巨大。

图表 21：各大洲人均消费量 (升/年)

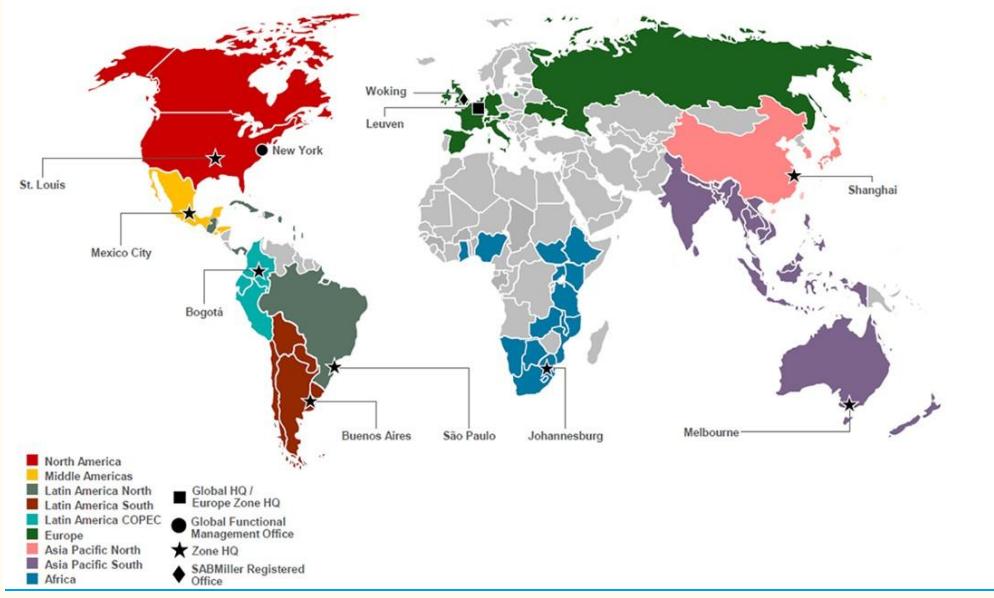


来源：Euromonitor、国金证券研究所

- 由于成熟市场增速下滑，各大啤酒巨头已经开启开发新兴市场的步伐，从亚洲开始逐步布局至非洲和拉丁美洲。

- 百威英博将非洲和拉美定位为新增长引擎。目前百威英博的销售增量来源于拉丁美洲，特别是拉美西地区，主要包括墨西哥、哥伦比亚、秘鲁、厄瓜多尔、洪都拉斯和萨尔瓦多。2016年，该地区的啤酒产量增长了5.9%，增幅达到9.3%。而非洲市场一直是南非起家的萨博米勒的地盘，贡献约30%的收入。2016年百威收购英博后，百威英博将在快速增长的非洲占据领先地位。公司表示，非洲将成为合并后公司未来增长的一个关键引擎。

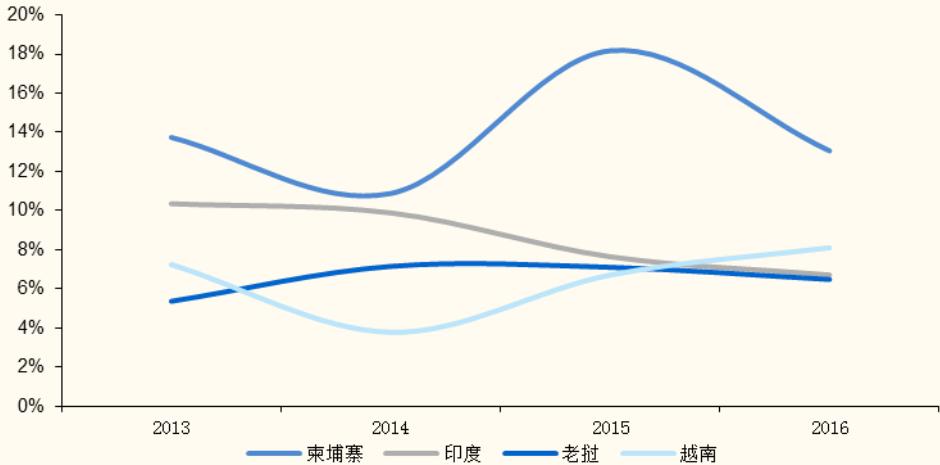
图表 22：非洲地区将成为百威英博未来的覆盖重点



来源：百威英博公司网站、国金证券研究所

- 嘉士伯主攻东南亚新兴市场。随着东南亚经济的发展以及旅游业的兴旺，该地区的啤酒消费量近些年依然保持着中高个位数的增速，此地区也是嘉士伯主要布局的新兴地区。上世纪 90 年代，嘉士伯凭借旗舰产品 Angkor Premium Beer 进入柬埔寨，并实现在越南建厂；2002 和 2007 年，嘉士伯分别进入老挝、印度市场，并在印度基本维持每年在新省份开设新厂的节奏。

图表 23：东南亚部分国家啤酒销售量增速



来源：Euromonitor、国金证券研究所

图表 24：嘉士伯东南亚地区扩张时间表

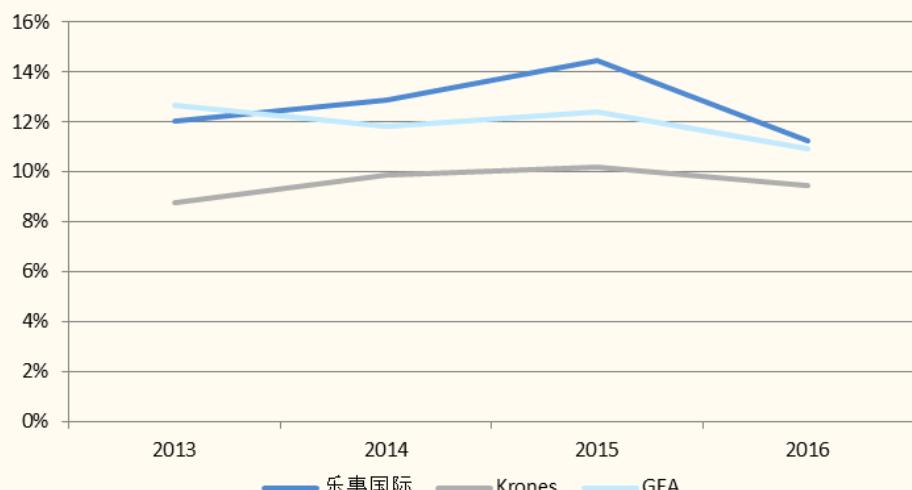
越南	
1993 年	嘉士伯通过合资进入越南
1994 年	同 Hue Brewery Limited 合资，进入柬埔寨
2008 年	同 Habeco Joint Stock Company 达成战略投资
2009 年	收购 Halong Brewery 的少量股权
2011 年	成为 Hue Brewery Limited 的唯一控制者
2013 年	建立了 Carlsberg Vietnam Limited
2016 年	在高端市场引进 Tuborg 品牌

老挝	
1993 年	Loxley Public 有限公司和 Italian-Thai Public 有限公司投资了老挝酿酒厂有限公司
2002 年	新合伙人进入，老挝政府（50%）、嘉士伯亚洲有限公司（25%）、TCC 国际股份有限公司（25%）
2005 年	所有制结构改变，老挝政府持有 50%，嘉士伯亚洲持有 50%
2008 年	老挝啤酒厂在 Chapasak 省成立第二家工厂
印度	
2007 年 6 月	喜马偕尔(邦) Himachal Pradesh
2008 年 3 月	拉贾斯坦(邦) Rajasthan
2008 年 8 月	马哈拉斯特拉(邦) Maharashtra
2009 年 6 月	西孟加拉(邦) West Bengal
2010 年 9 月	安德拉(邦) Andhra Pradesh
2013 年 5 月	哈里亚那(邦) Haryana
2014 年	比哈尔(邦) Bihar
2018 年 2 月	卡纳塔克(邦) Karnataka

来源：公司网站、国金证券研究所

- 公司紧跟全球啤酒市场变化，积极参与国际啤酒巨头的海外扩张建厂，目前与喜力啤酒、百威英博、UCB（喀麦隆）、埃塞俄比亚 Habesha 啤酒、缅甸啤酒厂、印度 UB 集团等跨国或当地知名企均建立海外项目合作，产品符合美欧发达国家较高的安全标准，已实现 30 余个国家的出口配套。
- 公司先后承接了百威英博、喜力啤酒、SAB 米勒等国际品牌啤酒企业在巴西、越南、东帝汶、南非、柬埔寨等地的大型项目，与百威英博、喜力啤酒分别建立了长达 17 年和 14 年的合作关系。公司在各地区区域性啤酒品牌项目也逐步增加，如埃塞俄比亚 Habesha 啤酒、缅甸啤酒、智力 CCU 等区域性啤酒品牌。
- 公司自 2007 年起就进入非洲市场，2014 年在埃塞俄比亚设立分公司，并于 2017 年底完成美国和墨西哥境外子公司的出资设立，公司在海外新兴市场的布局日渐形成。
- 非洲地区项目占公司海外收入的一半以上（2017H1 数据）。根据麒麟啤酒统计数据，非洲已连续五年保持啤酒消费量的强劲增长。公司的埃塞俄比亚分公司将立足东非经济中心辐射整个非洲市场，促进公司在非洲板块的业务拓展。本土化的生产销售不仅更有利于贴近了解客户需求，更为公司免去了非洲一些国家较高的进口关税。
- 公司在美国和墨西哥的子公司将主要负责产品设计、设备销售和进出口。2016 年美国和加拿大的啤酒厂数量增长均超过两位数，根据美国啤酒协会的统计数据，美国啤酒市场对设备年需求量达到 10 亿美元；而根据饮料协会网站资料统计，美国的饮料设备年需求量达到 12 亿美元。墨西哥作为美洲主要新兴经济体之一，已是全球第四大啤酒生产国。公司将通过贴近本土的服务和制造，差异化地开拓美洲广阔市场。
- 公司作为啤酒酿造设备行业的中国制造代表，虽然相比老牌国际竞争者起步较晚、业务规模较小，但却凭借优异的企业管理和成本管控，取得了优于国际竞争对手的利润率水平，从而为公司参与国际化市场竞争提供一定的价格调整空间。截至 2017 年上半年，公司完成了荷兰喜力啤酒、喀麦隆 UNION 等多个海外项目，海外项目收入占总营收比例达到 43%。

图表 25：公司与主要国际竞争对手 EBITDA 对比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 26：公司海外业务拓展情况

客户名称	时间	拓展进度
喜力啤酒	2003	公司开始参与喜力啤酒在中国的海南公司和上海公司技术改造部分设备的招标，被认定为合格供应商
	2004	中标喜力啤酒的第一个海外合同——马来西亚健力士啤酒公司的发酵罐项目
	2013	公司成为喜力啤酒糖化等系统和整厂交钥匙合格供应商，并中标喜力啤酒在埃塞俄比亚的原料、糖化和发酵冷区等合同
	2015	中标喜力啤酒东帝汶整厂交钥匙项目
	2017	中标埃塞俄比亚工厂三期扩建项目
百威英博	2005	公司为百威啤酒的武汉工厂提供了大型发酵罐，经考察认定为合格供应商
	2008	中标百威唐山糖化和发酵等交钥匙项目
百威英博	2008 至今	陆续中标巴西百威英博发酵罐和越南百威英博整厂项目等大型合同。目前正在执行印度百威英博杀菌机项目、南非百威英博错流过滤项目和尼日利亚和乌干达的发酵罐，南非百威英博酒罐等大型项目
埃塞 Habesha	2010	中标整厂交钥匙项目
	2015-2017	中标埃塞二期、三期扩建项目
印度 UB	2011	公司经考察被认定为合格供应商，中标印度 UB 一个糖化项目和五个包装线
	2017	中标 UB 一条啤酒玻璃瓶包装线，目前正在执行
喀麦隆 UCB	2010	双方签署发酵罐及冷区的改造合同
	2010 至今	双方签署玻璃瓶包装线、糖化间、原料处理等多个合同
埃塞俄比亚分公司	2014	在埃塞俄比亚设立分公司，主要负责埃塞俄比亚及非洲业务的开拓及项目维护工作
美国乐惠有限公司	2017	在美国投资设立子公司，主营工程装备、啤酒食品酿造设备、不锈钢容器设备、啤酒和饮料包装等设备的销售和进出口
乐惠机械工程（墨西哥）有限公司	2017	在墨西哥设立子公司，主营工程装备、啤酒食品酿造设备、不锈钢容器设备、啤酒和饮料包装等设备的销售和进出口

来源：公司公告、国金证券研究所

中国精酿啤酒逐步崛起，市场空间远超传统啤酒

- 精酿啤酒是相较工业化大众啤酒而言，产量较小，并采用传统加工工艺生产的，有独特风味的小众啤酒。大型工业化啤酒目的是以低成本尽可能获得更多利润和市场占有率，造成了工业啤酒品种单一，这就给小型啤酒厂利用精酿啤酒设备酿造多种类的手工精酿啤酒以巨大的发展空间。

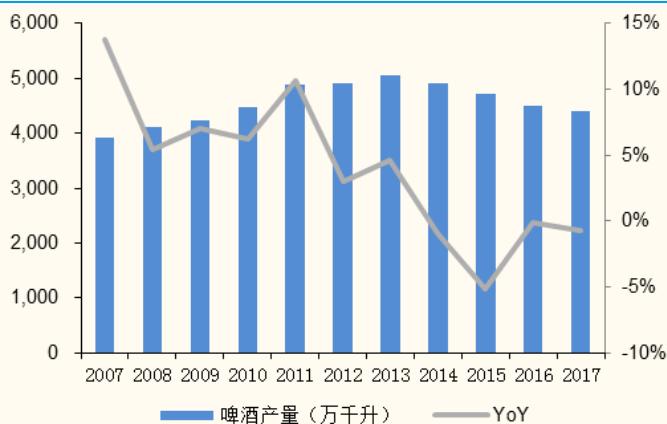
图表 27：精酿和工业啤酒比较

	精酿	工业
原材料	只使用麦芽、啤酒花、酵母和水进行酿造，不添加任何人工添加剂。相较工业啤酒，麦芽含量更多，啤酒花添加更多，所酿造出来的麦芽汁浓度更高。	同样使用麦芽、啤酒花、酵母和水酿造而成，但为了追求成本，更多用大米、玉米和淀粉等原料取代麦芽。啤酒麦芽汁浓度非常低，口感偏淡。
发酵工艺	采用的是艾尔工艺，酵母在发酵罐顶端工作，浮在酒液的上方，发酵温度一般控制在 10-20°C。发酵罐通常较小，发酵结束后不进行过滤和杀菌处理。	采用的是拉格工艺，酵母在发酵罐底部工作，沉在酒液的下方，发酵温度一般控制在 10°C 以下。发酵罐较大，发酵结束后通常采用过滤和巴氏杀菌，增加保质期。
发酵时间	数十天	7 天左右
风味与营养	精酿啤酒通常添加的麦芽、酵母和啤酒花种类和数量较多，可酿造出来的风格种类各异。全世界按照种类划分，有近 100 种风格的精酿啤酒。	为了统一的成品口感，通常工业啤酒酿造工艺和风格单一，再加上发酵时间极短，所以工业啤酒具有口感淡、气泡多、麦芽汁浓度低、啤酒花含量少和酒精度低等特点。
保存时间	多数精酿啤酒不进行过滤和杀菌处理，因此，精酿啤酒不太耐保存。多数精酿啤酒保质期较短，有些保质期仅为几十天。	工业啤酒在发酵后期，会经常过滤和巴氏灭菌处理，保质期较长。一般工业啤酒保质期为 1-2 年。

来源：公司公告、国金证券研究所

- 正由于精酿啤酒与工业化啤酒的显著区别，精酿啤酒越来越多受到消费者的欢迎，追求独特口感和喜好个性化的年轻人成为精酿啤酒的主力消费群体。精酿啤酒在欧美成熟消费市场已蔚然成风，而在我国，精酿啤酒才刚刚为少数消费群体所知，目前渗透率仅不到 1%。在消费升级需求的拉动下，精酿啤酒在我国成长空间广阔。
- 美国的精酿啤酒于上世纪 90 年代兴起，经历十余年的发展，市场占有率实现跨越式发展。根据美国酿酒商协会 (The Brewers Association) 统计数据，2016 年，美国精酿啤酒总销量为 2410 万桶，占美国啤酒总销量的 12.3%，精酿啤酒总销售额为 235 亿美元，占美国啤酒销售总额的 22%。美国精酿啤酒商数量已经超过 3200 家，过去数年精酿啤酒产量年均增长率均达 10% 以上，市场不断扩大。
- 在我国，啤酒总体产量已达到近 5000 万千升的瓶颈值，但进口啤酒总量却逆势逐年攀升，过去五年 CAGR 达到 45%。进口啤酒的爆发式增长体现了消费者对高端产品的强烈需求。

图表 28：我国啤酒产量（万千升）近年有所下滑



来源：Wind、国金证券研究所

图表 29：2012-2016 年我国啤酒进口量及进口金额



来源：Wind、国金证券研究所

- 从供给端来看，国内啤酒行业已走过压价竞争、跑马圈地的年代，当前国产啤酒以华润、青岛、燕京等几大本土品牌占据绝大部分市场份额，单纯价格竞争已明显制约啤酒企业盈利能力，各大酒企品牌升级动机强烈，产品将由中低端转向中高端，其中精酿啤酒是重要的品类方向。
- 对比美国，上世纪 90 年代，精酿啤酒开始在美国兴起，当时工业化啤酒市场也是被几大啤酒集团垄断，但经过近 30 年的发展，精酿啤酒的市场规模从当时的 5% 上升到了目前的 22%。当前我国已具备精酿啤酒发展的初期条件，即工业啤酒集中度达到较高水平。
- 我国啤酒领头企业均已推出高端、个性化产品系列，并相应提出或践行精酿啤酒战略：青岛正在研发精酿品种，燕京为精酿啤酒开设了新的生产线，华润旗下的投资公司在做大量的精酿啤酒调研，并和国内一些独立的精酿啤酒品牌有了密切的接触。此外，珠江啤酒已于 2017 年公告将投资 2.5 亿元进行精酿啤酒产线投资及体验门店建设。

图表 30：我国啤酒巨头相继布局高端、精酿

公司名称	高端产品	高端产品示例	精酿啤酒战略
青岛啤酒	青岛啤酒“鸿运当头”系列		推出“皮尔森精酿”，提出“将加快向以听装啤酒和精酿产品为代表的高附加值产品的转型升级”
	逸品纯生、奥古特		
燕京啤酒	纯生、原酿白啤等		在桂林漓泉开设全自动精酿啤酒生产线
华润啤酒	晶尊系列		2017年中报业绩说明会上管理层提出将“对行业的发展或进口啤酒的发展，以及精酿啤酒的发展给予很多关注”
	脸谱系列		
	纯生系列		

来源：各公司公告、国金证券研究所

- 2013 年前后，我国一二线城市已先于工业啤酒巨头，涌现出一批地方性的精酿啤酒品牌，如北京的熊猫、京 A、悠航、大跃和牛啤堂等；上海的 Tap House 扎啤工坊、Boxing Cat 拳击猫、Dr.Beer、Shanghai Brewery、莱宝等；其中，熊猫精酿、莱宝和高大师等的产品已经出现在精品超市、便利店和餐厅等渠道。此外，国际啤酒巨头已领先瞄准精酿啤酒市场。百威英博于 2015 年成立“ZX Venture”，专门在全球范围内为百威英博搜罗并投资或者购买小众的精酿啤酒品牌，在中国上海也设有办公点。我们判断精酿啤酒将是未来 5-10 年整体发展的关键词。

图表 31：熊猫精酿啤酒



来源：熊猫精酿、国金证券研究所

图表 32：百威英博 ZX Venture 上海鹤岛餐吧



来源：鹤岛微信公众号、国金证券研究所

- 公司是国内最早涉猎精酿啤酒设备的厂商之一，在精酿啤酒、桶装线技术上已有较多前期投入，并于近两年成功配套相关产线，公司产品品质和配套能力广获客户肯定。
- 2016 年，公司向熊猫精酿、珠江啤酒、燕京桂林漓泉啤酒提供了精酿啤酒系统；2017 年上半年，公司珠江啤酒及多个海外精酿项目验收，公司精酿啤酒整厂配套能力得到充分验证。

图表 33：熊猫精酿采用的小型酿酒设备



来源：熊猫精酿、国金证券研究所

图表 34：公司精酿啤酒设备产品



来源：公司官网、国金证券研究所

- 我们判断精酿啤酒将成为公司重要的营收来源和利润增长点。当前我国精酿啤酒在整体啤酒市场的渗透率不足 1%，以平均每年增加 1 个百分点渗透率做保守估算，则精酿啤酒需达到每年约 50 万千升的设备采购量，以单台设备 100 千升（100 吨）产能估算，则每年精酿啤酒设备需求量约 5000 台左右，对应每年 50-65 亿元左右的国内市场规模。公司作为国内啤酒设备龙头和唯一整厂交钥匙供应商，将最大程度受益精酿啤酒崛起拉动的需求增长。此外，公司在海外市场也已完成初步积累，未来有望借助美国分公司首先向北美市场逐步渗透。

图表 35：公司历年收入规模（亿元）及精酿啤酒市场空间对比



来源：公司公告、国金证券研究所

无菌灌装设备：啤酒、乳品、饮料三大板块渐次形成

公司掌握啤酒易拉罐灌装核心技术

- 目前国内啤酒包装仍以玻璃瓶为主，近年来，国内各啤酒品牌均逐步加大了易拉罐包装的比例。根据《2016年中国啤酒行业发展趋势》，全球啤酒市场易拉罐包装占比为27%，其中美洲和日本罐装产品占比分别高达70%-80%及80%-90%；而目前中国市场的易拉罐装啤酒产品份额不足13%。上述报告预计，易拉罐未来增长幅度将大大超过瓶啤，拉罐市场从高端消费下移到普通消费，从季节性节日消费变为常态化消费，年度增幅会超过30%。
- 长期以来，我国啤酒包装容器一直以玻璃瓶为主。随着易拉罐成本的不断降低，及易拉罐重量轻、不易破碎、易于堆垛、避光防氧化等独特优势，而越来越受到啤酒企业和消费者的青睐。
- 随着居民收入水平的提高，去餐馆、酒吧等娱乐休闲场所消费成为习惯，外出餐馆就餐、社交聚餐越来越普遍，现饮消费在啤酒消费中的占比不断提高，精酿啤酒的逐步普及将加速这一变化。

图表 36：全球啤酒易拉罐包装占比



来源：《2016年中国啤酒行业发展趋势》、国金证券研究所

- 可以预见，易拉罐未来的增幅将会成为所有品类中最快的一种，对于易拉罐灌装线的需求也将随之大大提升。公司在无菌灌装设备领域起步较晚，目前已具备完整的啤酒灌装线设备生产技术，并通过自主研发和技术创新成为国内唯一能够实现商业运行电子阀灌装机的企业。公司在啤酒灌装领域着力拓展玻璃瓶纯生罐装线的电子阀灌装机，以及适用多材料包装的灌装产线，符合啤酒包装行业新的升级趋势。
- 我国《食品和包装机械行业“十三五”发展规划》中指出将重点开发大型易拉罐（90000罐/时）啤酒灌装生产线、PET桶装（12L、20L）啤酒灌装生产线等，印证啤酒灌装设备将优先向满足市场消费升级需求的战略性新产品、易拉罐产品等高附加值产品倾斜。
- 啤酒灌装线有三大核心设备：洗瓶机、灌装机、杀菌机。其中纯生灌装线的关键设备为电子阀灌装机。公司较早布局易拉罐灌装设备，通过流量计电子灌装技术的自主发明，成功打破这一技术领域被国外垄断的状况。与传统机械阀灌装机相比，公司的EP电子阀玻璃瓶啤酒灌装产品在灌装精度、微生物安全性、运行效率等方面具有明显优势。

图表 37：公司易拉罐无菌灌装产线



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 38：公司的易拉罐流量计电子阀灌装机产品



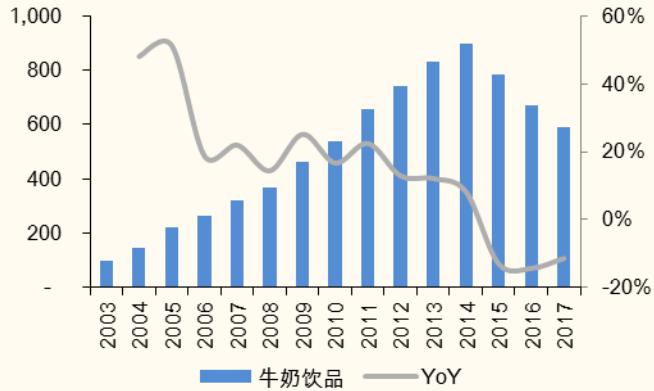
来源：公司官网、国金证券研究所

- 2017年上半年，公司喜力啤酒浙江公司6万罐/小时易拉罐线、烟台啤酒4万瓶/小时纯生三大主机项目、喀麦隆UCB项目等较大规模的无菌灌装设备项目陆续验收，公司的无菌灌装技术得到啤酒行业大客户的认可。

跨境收购补足乳品无菌包装能力

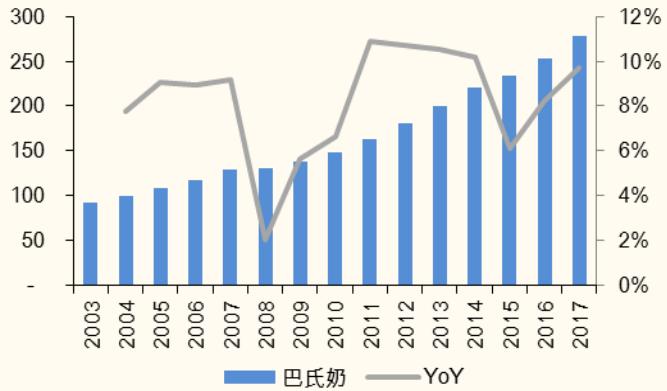
- 2018年3月，公司公告以400万欧元的交易价格现金完成对德国包装企业Packtec100%股权的收购，向乳品整厂设备交钥匙能力的形成迈出重要一步。Packtec是德国资深乳饮品（主要是酸奶）高速和无菌包装设备制造商，拥有超过40年的行业经验和10项产品技术专利，专利适用于不同的国家和组织。
- 乳品是消费频度最高的快消品类之一。根据Euromonitor数据显示，2010年到2017年，国内乳制品产量从2,149.64万吨增长至2,691.66万吨，年复合增长率为3.26%。预计在2014年至2024年间，中国市场将成为促进全球液态奶及奶粉业务发展的主要驱动因素。低温巴氏奶和酸奶为国内最具成长性的乳品种类，低线城市消费升级将为国内乳品销售提供巨大空间。
- 根据Euromonitor，目前我国总体液体乳市场规模约为3,670亿元，其中牛奶饮品占比约16%，巴氏奶占比约7.6%，而常温奶占比约24%，酸奶及酸奶饮品占比约33%。其中低温巴氏奶和酸奶（常温、低温以及乳酸菌饮料）依然保持着较高的增速，可达9.7%、18.1%。

图表 39：国内牛奶饮品市场规模及增速（亿元）



来源：Euromonitor、国金证券研究所

图表 40：国内巴氏奶市场规模及增速（亿元）



来源：Euromonitor、国金证券研究所

图表 41：国内常温奶市场规模及增速（亿元）



来源：Euromonitor、国金证券研究所

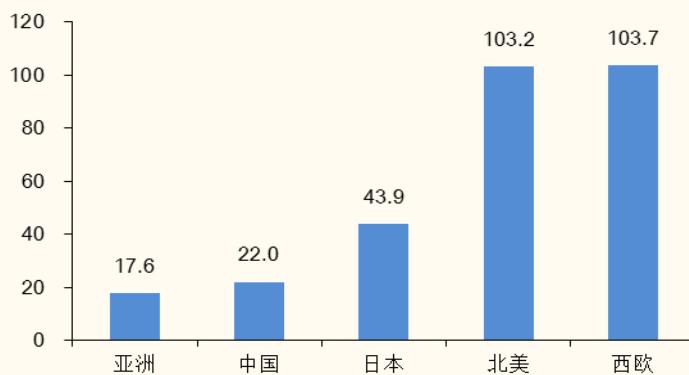
图表 42：国内酸奶及酸奶饮品市场规模及增速（亿元）



来源：Euromonitor、国金证券研究所

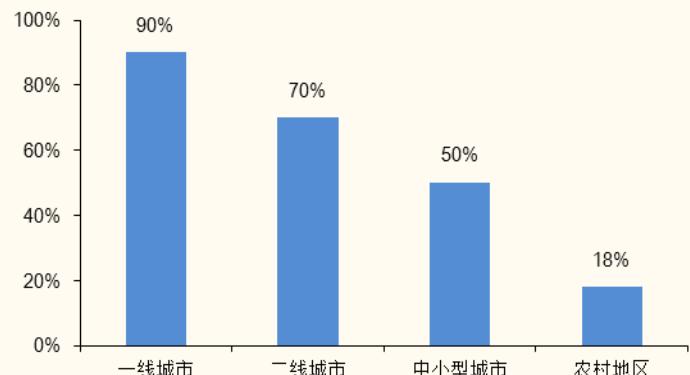
- 根据尼尔森统计，2017 年前十月，我国液态奶行业整体零售额同比 +6.8%，其中县及乡镇增速分别为 10.2%、7.4%，超过行业整体水平。据估算，不计算奶酪、黄油消费量，一二线城市鲜奶人均消费量为 25 公斤-30 公斤，已经处于饱和的状态，而三四线城市人均消费量约为 5 公斤-15 公斤，上升空间巨大。

图表 43：全球各地区人均乳制品消费量 (KG/人)



来源：Euromonitor、国金证券研究所

图表 44：我国城市和农村的液态奶渗透率



来源：中国产业信息、国金证券研究所

- 酸奶是成长潜力最大的乳制品子品类。与鲜奶相比，酸奶除了营养以外还兼具口感，广受注重时尚化、品质化的 90 后、00 后消费者的喜爱。2017 年国内酸奶市场规模仅 1211 亿元，占液态乳比重 33%，Euromonitor 预计到 2020 年，该市场规模有望增至 1906 亿元，占液态乳比重有望上升至 51%。

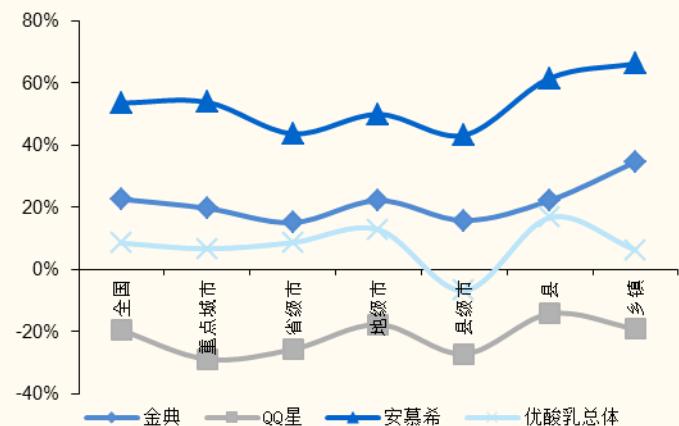
图表 45：酸奶相比其他乳品具有更高的营养价值

乳品种类	生产工艺	营养价值
酸奶	牛乳经过乳酸发酵支撑的食品，乳酸菌的繁殖消耗了牛乳中的乳糖成分	蛋白质被部分水解，并产生活性肽类；乳酸菌的繁殖也提高了维生素B12和也都的含量。酸奶含有丰富的蛋白质、改、核黄素和维生素。酸奶中还有的活性乳酸菌具有整肠作用。优良的酸奶价值高于牛乳，适应乳糖不耐症和糖尿病患者。
巴氏奶	生鲜乳经巴士处理制成的液态奶产品	灭菌能杀死乳中的所有致病菌和抑宝，钝化了所有酶系，生鲜乳中的蛋白质和大部分维生素基本不受损害
UHT 奶	生鲜乳为主要原料，通过二次均质和超温瞬时灭菌 135~142°C/2~4s 得到的液态奶产品	生鲜乳中的微生物被全部杀死，牛奶固有的活性物质损失严重，维生素基本被破坏
奶粉	鲜牛奶经过浓缩出去 70%~80%水分后，再滚筒干燥或喷雾干燥而成	是蛋白质和钙的良好来源。甜奶粉中添加了 20% 左右的蔗糖。脱脂奶粉中除去了大部分脂肪，配方奶粉可根据目标人群的特定营养需要进行调整
含乳饮料	以鲜乳或乳制品为原料，是经发酵或未经发酵加工制成的制品	乳含量达到 30%以上，蛋白质、脂肪含量均大于 1%，但低于纯奶制品。口味多样，可强化钙铁锌等元素

来源：公开资料、国金证券研究所

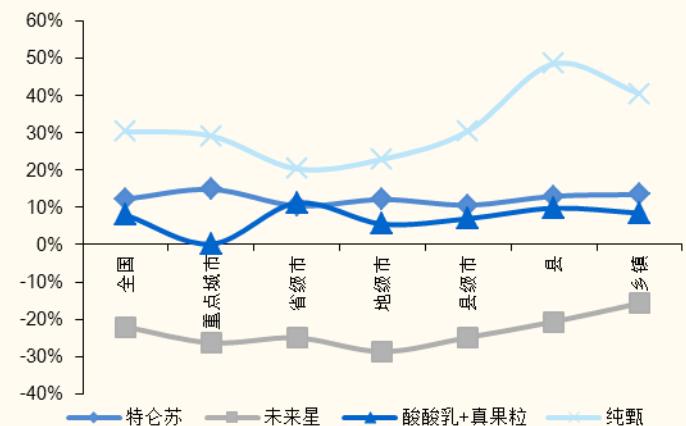
- 酸奶可细分为常温酸奶和低温酸奶，常温酸奶克服了低温酸奶难以远距离运输的难题，在中国冷链建设尚未完善之际，得益于酸奶需求扩张而成为乳制品所有品类中发展最快的子品类。光明于 09 年率先推出常温酸奶莫斯利安，此后伊利、蒙牛等乳企加入，市场迅速做大。截至 2017 年 10 月份，伊利的安慕希在县、乡镇的销售额增长率依然超 60%，重点城市的渗透率超 50%，在县、乡镇销售额增速达 48.5%、40.5%，而在重点城市也有 29% 的增速。未来常温酸奶产品渠道还有较大继续下沉的空间。

图表 46：2017 年前十月伊利主要产品地区销售额增速



来源：尼尔森、国金证券研究所

图表 47：2017 年前十月蒙牛主要产品地区销售额增速



来源：尼尔森、国金证券研究所

- 常温酸奶目前国内已有相对稳定、广阔的市场。低温酸奶受制冷链条件，短期销售多集中于一二线城市，但从长期来看，其成长性强于常温酸奶，未来潜力巨大，主要原因有三：
 - 一是低温酸奶的保质期较长（25 天左右），对于牧场选址、工厂选址以及配送范围要求不高。龙头企业可以依靠自身的渠道优势，扩大市场份额；
 - 二是低温酸奶可添加有益菌，消费升级的逻辑更为通顺。
 - 三是低温酸奶可以有很多产品升级的可能。比如加入辅料（水果粒、芝士粉、巧克力）等；或者改变配方（由原先的奶粉到鲜奶加奶粉，

再到全部鲜奶发酵); 或者全面升级至增加牛奶蛋白含量、增加工序制成希腊酸奶等。低温酸奶品类升级替换老品更为简单, 易于推广。

- 整体而言, 我国的酸奶正由常温、高糖的低端化产品, 逐步走向低温、纯天然的高端品类, 对包装设备的运行效率、产品式样、无菌性能都提出了更加严苛的要求。
- 公司收购的 Packtec 代表欧洲先进的酸奶包装设备水平, 主要产品包括成型-灌装-封口设备 (FFS, 最高产能可达每小时 21,6000 杯)、杯装-灌装封口设备 (CFS, 最高产能可达每小时 58,000 杯)、瓶装-灌装-封口设备 (BFS, 最高产能可达每小时 46,000 瓶) 等。目前产品销售区域在欧洲和美国等地区, 主要客户包括联合利华、达能、桂格、Dr.Oetker、Pascual、Ennstal、Muller 等世界知名乳品企业。

图表 48: 德国 Pecktec 公司技术优势明显

评价指标	德国 pecktec	中国领先厂商
成型灌装封口设备	最高产能可达每小时 21,6000 杯 (不同尺寸 的杯子之间有所差别)	最高每小时 60,000 杯
速 度	杯装-灌装-封口设备 最高产能可达每小时 58,000 杯	最高每小时 40,000 杯
	瓶装灌装封口设备 最高产能可达每小时 46,000 瓶	最高每小时 24,000-40,000 瓶
运行效率	≥ 97%	≥ 90 - 95%
使用寿命	15-20 年	10 年

来源: MelchersRaffel、国金证券研究所

- 2016 年, Packtec 公司营业收入为 663.97 万欧元, EBIDTA 为 56.45 万欧元。截至 2017 年 10 月 31 日, Packtec 公司总资产 1032.46 万欧元, 净资产 2.28 万欧元, 在手订单约 500 万欧元, 预计 12 月底在手订单约 315 万欧元, 目前正在洽谈的潜在项目约 3500 万欧元。
- 我们认为, 公司通过本次收购, 不仅补足了在乳品无菌包装领域的技术短板, 加快形成啤酒、乳品、饮料三大装备产业板块布局, 还能通过 Packtec 已有渠道快速打通欧洲市场, 与现有业务形成有效协同。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 我们预计公司未来三年主营收入将实现-1.4%、+12.2%、+25.8%的同比增速，主要基于如下事实及假设：
- 截至 2017 年 6 月 30 日，公司在手设备订单 7 亿元，比历史水平基本小幅微降，下降主要来自国内啤酒厂搬迁改造高峰期已过，但我们预计公司本年度总体经营状况未发生大幅变化；
- 2018-2019 年业绩相对较快增长主要考虑了公司在精酿啤酒设备市场的逐步渗透，以及并表德国 Packtec 公司的影响；
- 此外，国内啤酒企业厂房搬迁和技改项目具有一定的持续性，我们预计 2-3 年内仍有望为公司带来一定的业绩贡献。

图表 49：分项目盈利预测

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
啤酒酿造设备					
销售收入（百万元）	469.45	709.79	678.81	717.83	958.81
增长率 (YOY)	-8.00%	51.20%	-4.36%	5.75%	33.57%
毛利率	27.12%	23.97%	26.88%	26.58%	26.33%
占总销售额比重	66.14%	75.09%	72.38%	68.24%	72.43%
占主营业务利润比重	63.00%	75.09%	72.59%	68.98%	72.42%
无菌灌装设备					
销售收入（百万元）	197.63	203.97	224.37	295.94	322.96
增长率 (YOY)	26.41%	3.21%	10.00%	31.90%	9.13%
毛利率	31.51%	25.26%	27.00%	25.84%	26.52%
占总销售额比重	27.84%	21.58%	23.92%	28.13%	24.40%
占主营业务利润比重	30.82%	22.74%	24.10%	27.64%	24.57%
其他过程设备					
销售收入（百万元）	42.75	31.54	34.70	38.17	41.99
增长率 (YOY)	-10.60%	-26.21%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	29.23%	15.56%	24.00%	24.50%	25.00%
占总销售额比重	6.02%	3.34%	3.70%	3.63%	3.17%
占主营业务利润比重	6.18%	2.17%	3.31%	3.38%	3.01%
销售总收入（百万元）	709.83	945.31	937.88	1051.94	1323.76
销售总成本（百万元）	507.75	718.74	686.49	775.31	975.13
毛利（百万元）	202.08	226.57	251.39	276.63	348.63
平均毛利率	28.47%	23.97%	26.80%	26.30%	26.34%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 50：啤酒企业厂房搬迁和扩建计划情况（不完全统计）

项目名称	时间	投入金额
珠江啤酒产能扩大及搬迁项目	2017.6	16.6 亿元
华润雪花啤酒（武汉）100 万千升/年迁建项目	2017.3	23 亿元
华润雪花啤酒武胜扩能搬迁项目	2017.1	9 亿元
燕京啤酒工厂搬迁、技改和扩建项目（约 20 个）	2017	约 8 亿元
青岛啤酒（德州）有限公司年产 40 万吨啤酒搬迁扩建项目	2018.2	6.5 亿元

来源：国金证券研究所根据新闻及上市公司公告整理

估值与投资建议

- 公司是我国啤酒酿造设备龙头，产品质量和整厂配套能力全球领先。近年来，公司在海外参与工业啤酒整厂项目，以国内市场为立足点开发销售精酿啤酒设备，同时提早布局国内高端啤酒饮料灌装设备，逐步培育不同消费升级领域的大型客户，为公司持续性成长奠定了坚实的基础。公司于

2017年11月招股上市，募投项目将有效解决公司的产能瓶颈问题，为公司带来近50%的产值提升空间。

- 我们预计公司2017-2019年有望实现营收9.38/10.52/13.24亿元，同比-1.4%/+12.2%/+25.8%；归母净利润0.73/0.96/1.20亿元，同比-4.3%/+31.3%/+24.4%；摊薄EPS0.99/1.29/1.61元。
- 我们看好公司在啤酒饮料市场消费升级成长需求下的业绩增长空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级，6-12个月目标价40元，当前股价对应23.2X18PE、18.6X19PE。

风险提示

- **国内精酿啤酒设备竞争加剧：**精酿啤酒设备相比传统工业啤酒设备体积较小，入行门槛相对较低，行业内各供应商设备制造水平、配套能力和利润空间差异很大，如果下游需求短期爆发，不排除设备厂商间竞争激烈程度大幅增加，公司在该业务板块的盈利能力可能受到竞争对手恶意压价威胁；
- **国际进出口政策变化：**公司近一半收入来自海外，如果海外客户所在国进出口贸易及关税政策发生巨变，则可能对公司海外业务的拓展产生较大影响；
- **汇率波动产生的汇兑损失风险：**公司确认外币合同收入的基础为合同签约币种，在每期确认外币合同收入时，按照合同外币总收入乘以当期期末汇率再乘以当月完工进度，在设备验收时将按结算进度确认的工程结算人民币金额与各期累计确认的合同总收入人民币金额之差确认为汇兑损益，收入确认期的汇率波动将对公司产生汇兑损益风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	733	724	951	938	1,052	1,324
增长率	-1.2%	31.3%	-1.4%	12.2%	25.8%	
主营业务成本	-538	-517	-722	-693	-782	-985
%销售收入	73.4%	71.3%	75.9%	73.9%	74.4%	74.4%
毛利	195	208	229	245	269	339
%销售收入	26.6%	28.7%	24.1%	26.1%	25.6%	25.6%
营业税金及附加	-3	-7	-6	-6	-7	-9
%销售收入	0.4%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-16	-13	-14	-20	-23	-29
%销售收入	2.2%	1.8%	1.5%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-81	-83	-103	-100	-112	-139
%销售收入	11.0%	11.5%	10.8%	10.7%	10.6%	10.5%
息税前利润(EBIT)	94	105	107	118	128	162
%销售收入	12.9%	14.4%	11.2%	12.6%	12.2%	12.3%
财务费用	-34	-35	-11	-24	-7	-12
%销售收入	4.6%	4.9%	1.1%	2.6%	0.7%	0.9%
资产减值损失	1	-1	-6	-2	0	-1
公允价值变动收益	0	-3	3	0	0	0
投资收益	0	1	-6	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.8%	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	62	67	87	92	121	150
营业利润率	8.4%	9.2%	9.2%	9.8%	11.5%	11.3%
营业外收支	2	13	15	5	6	8
税前利润	64	79	103	97	127	158
利润率	8.7%	11.0%	10.8%	10.3%	12.1%	11.9%
所得税	-13	-15	-25	-23	-31	-38
所得税率	21.1%	19.2%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%
净利润	50	64	78	73	96	120
少数股东损益	0	0	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	51	64	77	73	96	120
净利率	6.9%	8.9%	8.1%	7.8%	9.2%	9.1%

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	260	152	180	191	200	220
应收账款	230	225	303	245	275	339
存货	608	639	478	494	557	701
其他流动资产	143	122	62	116	131	162
流动资产	1,240	1,137	1,023	1,047	1,163	1,423
%总资产	84.5%	84.0%	82.0%	81.1%	67.1%	59.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	172	161	161	163	480	876
%总资产	11.7%	11.9%	12.9%	12.7%	27.7%	36.5%
无形资产	37	36	57	73	82	91
非流动资产	227	217	225	243	570	975
%总资产	15.5%	16.0%	18.0%	18.9%	32.9%	40.7%
资产总计	1,467	1,354	1,247	1,290	1,733	2,398
短期借款	598	422	374	0	295	704
应付款项	688	596	456	446	501	630
其他流动负债	19	34	36	35	40	50
流动负债	1,304	1,052	866	481	836	1,384
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	3	5	38	42	53
负债总计	1,308	1,055	870	518	878	1,437
普通股股东权益	158	298	375	770	854	959
少数股东权益	1	1	2	2	2	2
负债股东权益合计	1,467	1,354	1,247	1,290	1,733	2,398

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.011	1.153	1.373	0.985	1.293	1.608
每股净资产	3.162	5.342	6.716	10.338	11.462	12.870
每股经营现金净流	1.282	1.702	2.436	1.387	1.029	1.216
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.120	0.170	0.200

回报率

净资产收益率	31.95%	21.59%	20.44%	9.53%	11.29%	12.50%
总资产收益率	3.44%	4.76%	6.15%	5.69%	5.56%	5.00%
投入资本收益率	9.83%	11.74%	10.80%	11.60%	8.44%	7.40%
增长率						
主营业务收入增长率	1.79%	-1.16%	31.29%	-1.38%	12.16%	25.84%
EBIT增长率	9.00%	10.92%	2.10%	10.47%	8.46%	26.85%
净利润增长率	6.31%	27.46%	19.06%	-4.29%	31.30%	24.35%
总资产增长率	13.70%	-7.69%	-7.89%	3.44%	34.36%	38.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.0	91.6	95.6	90.0	90.0	88.0
存货周转天数	381.3	440.6	282.4	260.0	260.0	260.0
应付账款周转天数	112.8	115.6	70.0	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	85.2	80.7	61.7	55.7	76.4	131.1
偿债能力						
净负债/股东权益	211.64%	90.27%	51.22%	-24.83%	11.08%	50.35%
EBIT利息保障倍数	2.8	3.0	10.1	4.9	18.7	13.6
资产负债率	89.15%	77.91%	69.77%	40.16%	50.64%	59.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH