

乐惠国际（603076）：工业互联网赋能新制造，公司龙头价值渐现

——工业互联网系列报告之一

2021年04月20日

推荐/首次

乐惠国际

公司报告

携手阿里云，布局工业互联网。云计算发展带来工业互联网新机遇，乐惠结合C2M进行数字化转型。云计算将替代电商成为新一个商业变革，工业互联网正是这样一个变革下的关键产物。在这场新制造、新基建和工业互联网的浪潮下，乐惠国际旨在进行转型，创造出城市精酿、当日鲜、精酿旅游等精酿行业的数字化新事物，与C2M结合在一起，为城市居民带来更优质的精酿工具和精酿饮品。

匠心精酿啤酒领域，工业互联为业绩赋能。公司目前坚持发展装备制造和精酿产业平台的双主业战略，子公司精酿谷拓展业务渠道，并于2021年2月公告拟以自有资金分别投资1000万元设立三家全资子公司，全面布局精酿啤酒领域。20年公司实现营收8.52亿元，同比增长13.05%；实现归母净利润1.06亿元，业绩扭亏为盈，相较19年的-0.25亿元实现大幅提升。20Q4公司实现营收2.02亿元，同比增长56.80%；实现归母净利润0.28亿元，同比增长137.42%，四季度的业绩大幅提升一定程度上受益于公司与阿里云的合作，公司的业绩高增有望维持。20年公司毛、净利率分别为30.14%、12.38%，分别增长1.48pct、15.67pct。

精酿啤酒仍处蓝海，乐惠布局优势显著。消费结构的改善，将带动我国高端精酿啤酒消费市场未来规模的扩张，乐惠深耕行业多年，掌握核心科技和优质渠道。公司拥有多家大型制造工厂，技术成熟和设备先进、管理团队、技术人员和技能工人稳定，与行业上下游具有良好的合作关系。加上工业互联网平台建设对于公司经营效率以及下游客户服务与拓展能力的提升，乐惠国际有望在该领域实现突围。

公司盈利预测及投资评级：公司匠心精酿啤酒领域，交钥匙工程解决方案提供商开启品牌化布局，公司盈利能力有望顺势产业趋势持续提升。我们预计公司2020-2023年归母净利润分别为1.37、1.85和2.61亿元，对应EPS分别为1.84、2.48和3.51元。当前股价对应PE值分别为28、21和15倍。看好公司工业互联网产业布局前景，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧、公司业务转型不及预期、汇率波动风险

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	753.77	852.15	1,196.65	1,710.57	2,446.25
增长率（%）	-22.36%	13.05%	40.43%	42.95%	43.01%
归母净利润（百万元）	-24.81	105.67	136.85	185.10	261.15
增长率（%）	-163.66%	525.87%	29.50%	35.25%	41.09%
净资产收益率（%）	-3.29%	12.33%	14.20%	16.68%	19.86%
每股收益（元）	-0.33	1.42	1.84	2.48	3.51
PE	-155.45	36.13	27.93	20.65	14.63
PB	5.07	4.46	3.96	3.44	2.91

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

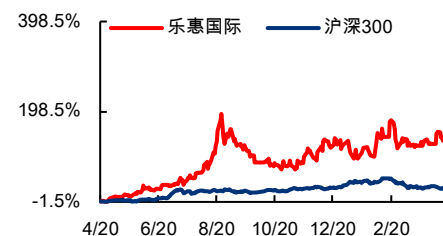
公司是全球啤酒酿造设备的知名制造商，为全球绿地项目提供交钥匙解决方案。公司拥有全面的服务能力，包括专业的工程设计，设备制造，项目管理，安装和调试等，同时，拥有啤酒厂，大型发酵罐和鲜啤酒罐，冷冻和土壤过滤，酵母储存等啤酒设备的完整产品线。公司通过并购德国 Finnah 公司，覆盖了欧洲和北美等市场，完善了海外市场网络，并在啤酒、饮料和乳品设备上形成了完整的产业链。通过几十年的能力，公司主要产品的技术水平都达到和接近欧洲水平，成为大部分世界著名客户包括喜力、百威等的合格供应商。

资料来源：wind、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	61.9-20.85
总市值（亿元）	44.23
流通市值（亿元）	38.22
总股本/流通A股（万股）	8,622/7,450
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	5.0

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉

010-66554035

wangjh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050004

分析师：樊艳阳

010-66554089

fanyanyang1990@126.com

执业证书编号：

S1480518060001

研究助理：刘蒙

liumeng-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070040

目 录

1. 工业互联网赋能，打造中国精酿品牌	3
1.1 装备制造精酿啤酒双轮驱动，工业互联网助推业绩增长	3
1.2 股权结构稳定，分红彰显盈利信心	4
1.3 商业模式变革，发力精酿业务优势显著	5
1.4 业务转型+工业互联网建设，公司业绩改善显著	6
2. 携手阿里云，打造国内首个精酿啤酒互联网平台	7
3. 身处蓝海，精酿啤酒行业空间广阔	10
3.1 消费形势改善，精酿啤酒需求日增	10
3.2 行业仍处蓝海，公司有望突围	10
4. 公司盈利预测及投资评级：	11
5. 风险提示	12

插图目录

图 1：乐惠国际股权结构	4
图 2：酿造设备产品体系	6
图 3：售后及服务体系	6
图 4：近五年公司营收及增长率（百万元）	6
图 5：近五年公司归母净利润及增长率（百万元）	6
图 6：近五年公司盈利能力情况（%）	7
图 7：近五年公司期间费用情况（%）	7
图 8：近五年公司分业务营收情况（%）	7
图 9：近五年公司分地区营收情况（百万元）	7
图 10：精酿啤酒工业互联网平台	9
图 11：中国啤酒消费市场规模	10
图 12：美国精酿啤酒销量占比及市占率	10
图 13：工业啤酒品牌啤酒厂数量	11
图 14：2020 年国内精酿啤酒厂商计划产能（万吨）	11

表格目录

表 1：公司发展历程	3
表 2：股利分红情况	5
表 3：精酿啤酒工业互联网平台的服务主体、对象、目标及形式	8
表 4：精酿啤酒工业互联网平台设备端的具体内容及运用	9
表 5：工业啤酒品牌布局	11

1. 工业互联网赋能，打造中国精酿品牌

1.1 装备制造精酿啤酒双轮驱动，工业互联网助推业绩增长

公司作为全球啤酒酿造设备的知名制造商，坚持发展装备制造和精酿产业平台的双主业战略。**装备业务方面**，公司以啤酒装备为核心，加强白酒装备、卫生型容器以及饮料和乳品等高端液体包装设备国内市场的拓展，提升公司在装备市场领域的品牌影响力和占有率。建立和优化海外子公司在非洲、亚洲和拉丁美洲等地区的啤酒装备的销售和服务网络，进一步扩大公司在啤酒装备行业的影响，提升市场份额，借用啤酒装备的上述海外市场优势，拓展公司其他装备的国际化销售。**精酿啤酒业务方面**，公司不断扩大精酿啤酒渠道布局，努力提升公司精酿啤酒品牌的知名度和美誉度。在全国一二线大中城市逐步建设精酿啤酒体验工厂，满足消费者对公司精酿啤酒的消费需求。加强啤酒售卖机的功能的研发与优化，提高消费者的使用体验。不断扩大啤酒售卖机的网点铺设，使啤酒售卖机成为连接公司与消费者之间的桥梁。

大数据提升装备端运营效率。2020年6月，乐惠国际与阿里云正式签约，依托阿里云的技术优势，在装备端将依托机械化、自动化、智能化设备，在自动化生产的基础上，采集生产过程数据，利用大数据分析技术，全面搭建数字装备平台，将云计算、物联网、大数据等技术应用在装备生产制造中，打造装备生产的生产中台，有效提升装备工厂运营效率、降低运营成本。

工业互联网平台助推精酿啤酒业务发展。未来精酿谷将借鉴美国精酿啤酒工厂管理软件的成功经验及商业模式，与阿里云合作共同打造中国首家精酿啤酒工业互联网平台，专注服务于中国的精酿啤酒客户，为客户其提供完整的销售管理、财务管理、生产管理、设备管理、资源管理等应用。此外，乐惠国际精酿谷服务平台，将为合作伙伴提供拥有自主知识产权的鲜啤酒售卖机、当日鲜 Cutedbrew 等产品和业务，同时基于阿里巴巴工业互联网基础设施，打造精酿产品交易、营销、会员、运营、物流、原材料采购、财务等数字化全流程管理服务，为精酿销售、配送、服务提供全面的商业服务。

表1：公司发展历程

1991 年	乐惠公司在广东省惠州市创立
1996 年	创建了宁波乐惠国际工程装备股份有限公司
2004 年	宁波乐惠国际在象山象西工业园的新工厂建成
2005 年	收购广东轻机集团的饮料包装机械分厂
2006 年	在内蒙古呼和浩特市设立自动化事业部（乐维）
2007 年	投资建立南京乐惠轻工装备有限公司，开始建设新工厂，拓展啤酒包装装备业务
2010 年	整合乐惠的所有饮料装备业务，设立南京保立隆包装机械有限公司，专注于饮料装备业务的发展；合资建立宁波乐惠西蒙子机械有限公司，制造啤酒原料粉碎和输送设备； 回购德国吉曼公司持有的宁波乐惠食品的股份
2014 年	收购英国 Microdat 公司的全部知识产权 IP 和资产，进入啤酒桶装设备和精酿啤酒设备业务领域，拥有了啤酒装备领域的全产品线

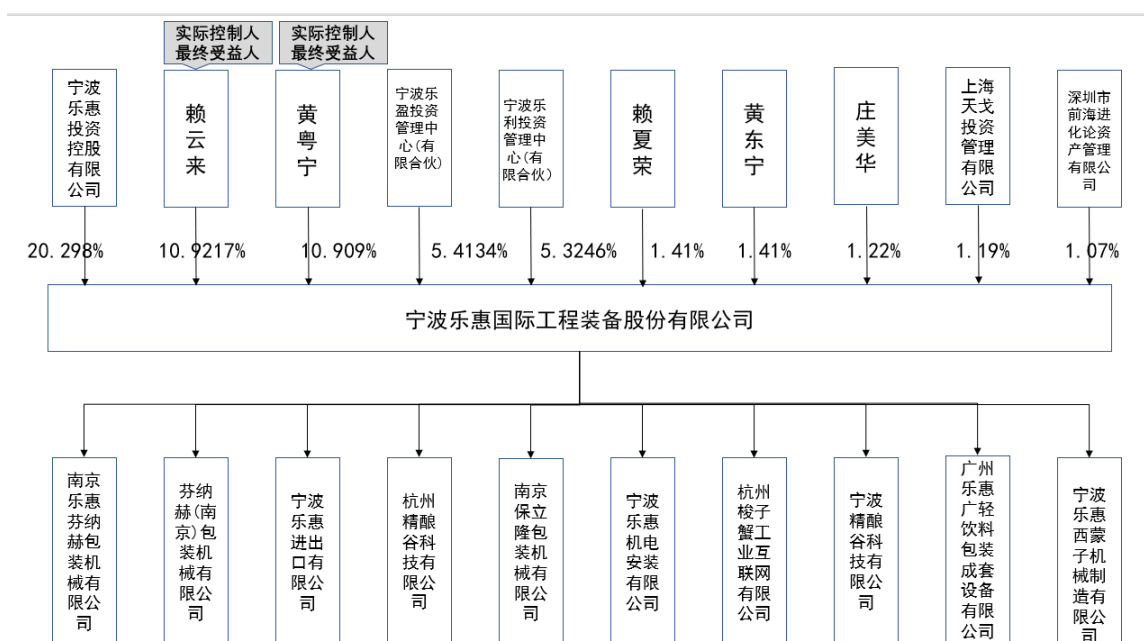
2015 年	股份制改造完成，设立宁波乐惠国际工程装备股份有限公司
2016 年	设立美国和加拿大办事处和服务中心，乐惠产品全面进入北美市场； 投资设立乐惠国际的印度子公司和印度服务中心
2017 年	设立墨西哥子公司、印度分公司（筹）、美国分公司（筹）； 11 月 13 日 IPO 上市。
2018 年	3 月收购德国 Finnah Packtec GmbH，重新进入乳品装备行业； 5 月设立芬纳赫（南京）包装机械有限公司； 宁波大目湾精酿啤酒服务平台项目正式启动
2020 年	6 月公司与阿里云签约，打造国内首个精酿啤酒工业互联网平台，转型数字化服务商

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

1.2 股权结构稳定，分红彰显盈利信心

股权结构稳定，公司实控人为董事长赖云来、总经理黄粤宁。在机构股东中，宁波乐惠投资控股、宁波乐盈投资管理中心、宁波乐利投资管理中心等均由赖云来、黄粤宁实际控制的投资管理公司，公司实控人在持股方面基本稳定，对乐惠国际集团股东利益、资金运营起到重要作用。稳定的股权结构为公司的长期稳健发展奠定了基础。

图1：乐惠国际股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2020 年乐惠国际并未有股利分红政策，2021 年由于上年度经营改善出现股利分红，一部原因是业务转型，低价出售原有集团企业，虽然对业务转型有利，但导致资产流失，二是经营利润较低，在 18 年出现大额亏损，20 年上半年疫情对线下业务冲击较大，净利润仍处于亏损状态。本次分红以转增和派息的方式，力度远大于转型前分红方案，体现了公司管理层对未来盈利预期的信心

表2：股利分红情况

公告日期	分红年度	分红方案（每 10 股）		
		送股	转增	派息
2021-04-16	2021	0	4	1.5
2020-04-28	2020	0	0	0
2019-06-20	2019	0	0	1.6
2018-07-03	2018	0	0	3

资料来源：wind、公司官网，东兴证券研究所整理

1.3 商业模式变革，发力精酿业务优势显著

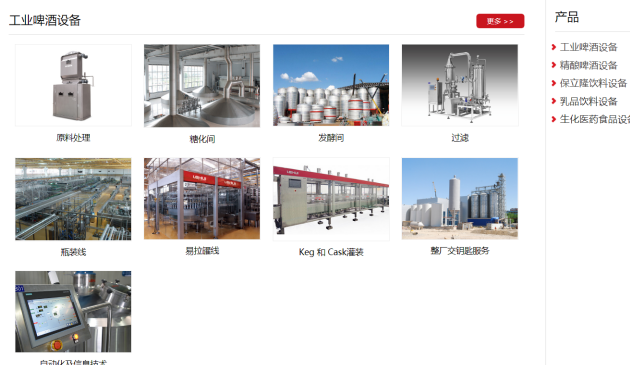
酿造设备仍贡献主要营收，19 年起发力精酿产业。2019 年底公司精酿谷项目正式启动，多维度布局精酿啤酒产业。先后于上海松江、宁波象山投资建厂，打造集酿造生产、观光娱乐为一体的消费和体验新业态。同时注重产业创新，发挥自身经验优势，针对中国市场推出了有多项发明专利的智能售酒机、Cutebrew 分布式酿造技术，且携手阿里云开发精酿啤酒工业互联网平台。2020 年底精酿谷首发现打鲜精酿啤酒机，实现了多品种、占地小、共用出酒阀出酒不串味、自动清洗和制冷保鲜的功能，优点众多。后续又推出罐装鲜啤、高纤维无糖运动代餐食品等，陆续与电商平台、餐饮品牌、商用厨房设备等多家企业成功签约。作为啤酒酿造设备的头部厂商，其在向下游进行业务重心迁移的过程中具有如下优势：

深耕行业多年，掌握核心科技和优质渠道。公司拥有多家大型制造工厂，技术成熟和设备先进、管理团队、技术人员和技能工人稳定，尤其在罐装设备方面，灭菌技术的突破使公司获得多项国际认证许可，也与国内其他企业拉开差距。同时，与行业上下游拥有良好的合作关系，供应链稳定，在转型中更易把握下游客户需求，与品牌商、渠道商的合作产生正向作用。内部管理注重效率，推行阿米巴管理模式，目前已初见成效，持续坚持精益生产管理改善，成本得以控制，净利润获得提升。

“国际化+品类扩张”，全产品生产线和解决方案打造技术壁垒。2020 年之前，公司在海外市场的收入都是主要方向，全球化工厂建立和并购，使得公司海外渠道成为可能。酿造和灌装设备进入快速增长长期公司已完成啤酒酿造设备在亚非拉目标市场全覆盖，目前进入收获期，2020 年上半年获得巴西喜力大单；酿造和灌装设备由啤酒向饮料、乳品和白酒等扩展，业务边界不断拓宽。2020 年上半年取得了知名白酒企业订单，并与中国酒业协会签署技术研发协议；在手订单同比增长 17%，设备业务进入快速增长长期。

向下游延伸切入近千亿精酿啤酒赛道，打开长期成长空间。2019 年国内精酿啤酒渗透率 2.4%，与美国 25% 的渗透率相比提升空间很大。预计到 2025 年国内精酿啤酒市场规模约为 875 亿（125 亿美金），渗透率达到 11%，5 年 CAGR 约为 22%。对标公司美国波斯顿啤酒（SAM.N）市值接近 800 亿人民币，2019 年营收和净利润达到 87 亿人民币和 7.7 亿人民币，过去 10 年收入和净利润 CAGR 分别为 12%和 14%。公司转型精酿啤酒打开成长空间。2020 年 9 月上海松江体验工厂投料生产，2020 年底鲜酒售卖机在陆家嘴首秀，2021 年 1 月公司与华与华就精酿啤酒品牌策划正式签约，2021 年 3 月宁波大目湾旗舰工厂也将投入生产。公司精酿啤酒即将进入商业化运营，2021 年将成为公司精酿啤酒业务元年。

图2: 酿造设备产品体系



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图3: 售后及服务体系

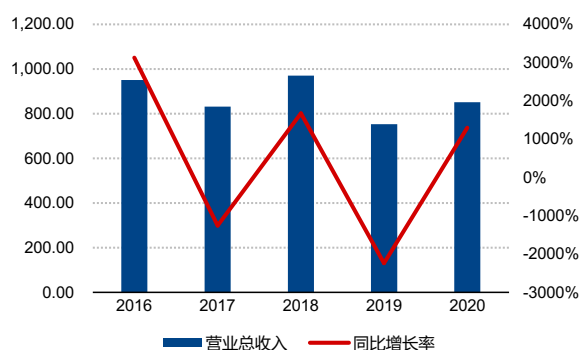


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

1.4 业务转型+工业互联网建设, 公司业绩改善显著

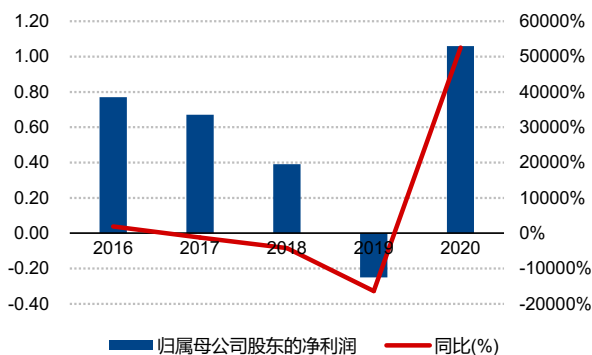
管理效率提升, 盈利能力大幅改善。20 年公司实现营收 8.52 亿元, 同比增长 13.05%; 实现归母净利润 1.06 亿元, 业绩扭亏为盈, 相较 19 年的-0.25 亿元实现大幅提升。20Q4 公司实现营收 2.02 亿元, 同比增长 56.80%; 实现归母净利润 0.28 亿元, 同比增长 137.42%, 四季度的业绩大幅提升一定程度上受益于公司与阿里云的合作, 公司的业绩高增有望维持。20 年公司毛、净利率分别为 30.14%、12.38%, 分别增长 1.48pct、15.67pct。主要系公司经营效率的提升以及德国子公司 Finnah 不再并表管理、销售费用降低。公司 20 年期间费用率为 17.48%, 同比下降 6.46pct。

图4: 近五年公司营收及增长率 (百万元)



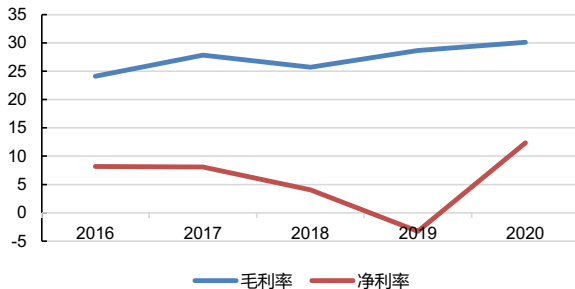
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图5: 近五年公司归母净利润及增长率 (百万元)



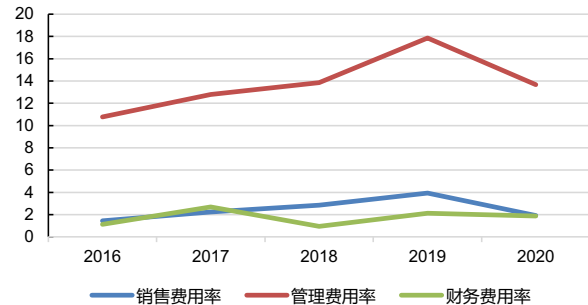
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图6: 近五年公司盈利能力情况 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

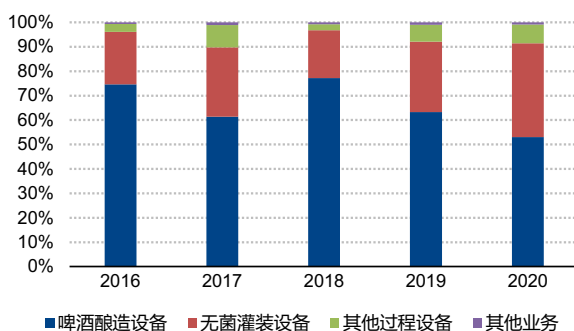
图7: 近五年公司期间费用情况 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

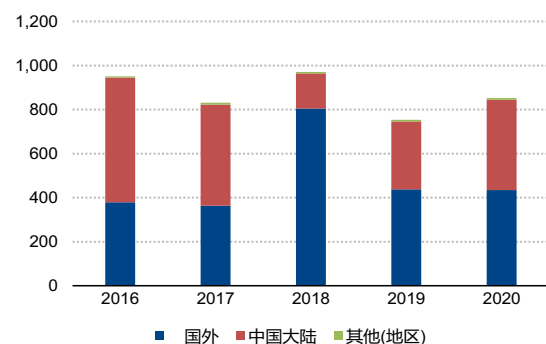
酿造设备仍为公司核心业务, 海外市场营收占比下降。公司 2020 年啤酒酿造设备 4.52 亿元, 同比减少 5.24%; 无菌灌装设备 3.27 亿元, 同比增长 50.51%; 其他生物过程设备 (主要为卫生容器) 0.65 亿元, 同比增长 26.28%, 公司品类扩展战略取得积极效果。2020 年海外业务受疫情影响, 收入为 4.36 亿元, 同比减少 0.77%。2021 年为精酿啤酒产品元年, 上海松江体验工厂目前处于满负荷生产状态, 2021 年 4 月宁波大目湾旗舰工厂完成并投料生产, 后续办完食品经营许可证后预计今年夏天可以销售精酿啤酒。计划在杭州和南京分别建设 1 万吨和 3 万吨体验工厂; 2021 年年初公司与盒马鲜生、一兆韦德、木屋烧烤等签署战略合作协议, 同时也正在与其他电商、物流等企业洽谈, 建立全方位的精酿啤酒营销渠道; 第二代售酒机预计在今年 5 月份完成, 将根据市场上的销售情况进行投放; Cutebrew 设备将根据象山大目湾项目的完工情况适时投放市场。2021 年将是公司精酿啤酒元年。

图8: 近五年公司分业务营收情况 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图9: 近五年公司分地区营收情况 (百万元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 携手阿里云, 打造国内首个精酿啤酒互联网平台

云计算发展带来工业互联网新机遇, 乐惠结合 C2M 进行数字化转型。云计算将替代电商成为新一个商业变革, 工业互联网正是这样一个变革下的关键产物。在这场新制造、新基建和工业互联网的浪潮下, 乐惠国际旨在进行转型, 创造出城市精酿、当日鲜、精酿旅游等精酿行业的数字化新事物, 与 C2M 结合在一起, 为城市居民带来更优质的精酿工具和精酿饮品。

同阿里携手打造首个精酿啤酒工业互联网平台，乐惠实现数字化转型。阿里云的数字化能力大大加速乐惠在工业互联网领域的创新能力。两者携手打造中国首个工业互联网平台，将数字化与商业化应用到装备制造及精酿啤酒工厂的营销、生产、管理、供应链等环节中，支持乐惠国际在数字化、移动化、大数据、人工智能、物联网等方面的转型升级，一同打造首个精酿行业数字化服务生态圈，为精酿生产线提供一整套数字化工厂系统。乐惠国际联合多家精酿生产商将其应用，真正完成了由制造业工业企业到数字化解决方案服务商的转变。

表3：精酿啤酒工业互联网平台的服务主体、对象、目标及形式

精酿啤酒工业互联网平台	
平台主体	乐惠国际：成立三十年，专注于啤酒饮料装备制造，为全球各大知名啤酒饮料集团公司提供服务，产品已出口到世界 40 多个国家和地区 阿里云：全球领先的云计算、大数据与人工智能公司。致力于以在线公共服务方式，提供安全可靠的计算和数据处理能力，已为全球 200 多个国家地区的企业、开发者和政府机构提供服务
服务想法来源	未来精酿谷将借鉴美国精酿啤酒工厂管理软件的成功经验及商业模式，与阿里云合作共同打造中国首家精酿啤酒工业互联网平台
服务对象	专注服务于中国的精酿啤酒客户
服务目标	为客户其提供完整的销售管理、财务管理、生产管理、设备管理、资源管理等应用
服务形式	提供云上应用，包括为精酿行业量身打造的生产管理、仓储管理、供应商管理等

资料来源：公司官网，东兴证券研究所整理

云平台建立推进乐惠国际装备、精酿双主业发展战略。在装备端，平台为客户提供依托机械化、自动化、智能化设备，通过采集过程数据，利用大数据分析技术，打造柔性生产数字孪生系统；在精酿端，平台能更好的服务精酿行业客户及合作伙伴，应对在新消费主权崛起背景下供给侧改革的挑战。乐惠精酿啤酒工业化平台的技术路径如下图所示，包含了从装备到酿造到消费的全链条数字化融合。

图10：精酿啤酒工业互联网平台



资料来源：智能头条，东兴证券研究所

设备端数字化升级助力装备智能制造，云边应用可视化生产信息化能力。乐惠-阿里云精酿行业级工业互联网平台，利用搭建数字装备平台、采集生产过程数据、数字化生产管理、可视化生产信息能力云边应用、升级设备产线打造数字化设备生产中台。数字化生产中台可降低人工成本与损失、扩大良品率、延伸产品价值链、增厚产品的服务利基，从而增加设备生产的收益空间。

表4：精酿啤酒工业互联网平台设备端的具体内容及运用

精酿啤酒工业互联网平台——设备端	
内容	全面搭建数字装备平台，将云计算、物联网、大数据等技术应用在装备生产制造中
	依托机械化、自动化、智能化设备，在自动化生产基础上，采集生产过程数据
	利用大数据分析技术，进行数字化生产管理
	用云边应用的方式可视化生产信息化能力
具体运用	升级装备产线，打造核心数字化产品和设备生产中台
	客户管理、项目管理、生产管理等应用，实现提升工厂运营效率和降低运营成本

资料来源：证券日报，上海证券报，东兴证券研究所

精酿端体用全流程管理服务, 物联网技术打通产销全链路。精酿谷服务平台为合作伙伴提供拥有自主知识产权的鲜啤酒售卖机、当日鲜 Cutebrew 等产品和业务, 同时基于阿里巴巴工业互联网基础设施, 打造精酿产品交易、营销、会员、运营、物流、原材料采购、财务等数字化全流程管理服务, 为精酿销售、配送、服务提供全面的商业服务。平台能满足精酿行业特殊的需求和复杂的运营特点, 为原辅材料采购、产品配方、长过程的酿造工艺、复杂的品质控制、直销终端和经销商沟通洽谈、财务和生产管理等等环节, 提供信息化、数字化和智能化的能力, 打通整个精酿生产环节——覆盖仓库、生产、质量、设备、工艺、追溯与防错管控。

3. 身处蓝海, 精酿啤酒行业空间广阔

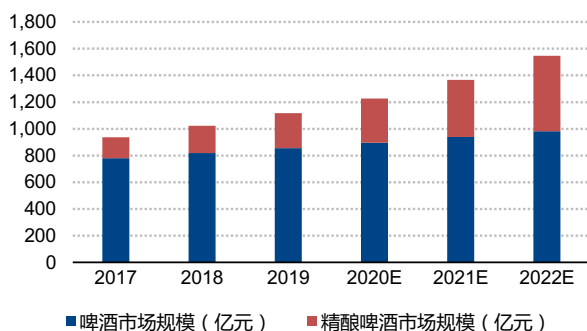
3.1 消费形势改善, 精酿啤酒需求日增

随着居民生活质量的提高近年来, 精酿啤酒的需求与消费量逐年上升, 从 2012 年仅占啤酒消费量的 1.2%, 到 2019 年中国精酿啤酒消费量为 87.3 万千升, 约占啤酒消费量的 2.4%。从整体啤酒的需求来看, 需求数量平稳, 但对啤酒种类的需求结构发生变化。

根据啤酒的制作工艺、价格与口味来划分, 根据欧睿分类, 将标准瓶 (500 毫升) 价格 7 元以下、7 元到 14 元、14 元以上分别定义为低端、中高端、高端啤酒。相对于工业啤酒, 精酿啤酒在新鲜度和口味上更优, 成为高端啤酒市场的代表产品。精酿啤酒的定义最初来自于美国, 截至 2018 年底, 美国共有 7450 家啤酒厂, 其中精酿酒厂数量为 7346 家, 占比为 98.6%。2018 年美国精酿啤酒销量同比增长 4%, 占啤酒销量的 13.2%。可见精酿啤酒在美国啤酒行业占据着主要市场和地位。随着消费结构的进一步改善, 我国啤酒消费市场规模未来将不断扩大, 工业啤酒工艺的转型和酿造质量的提升也将不断普及, 加速精酿市场的扩张。

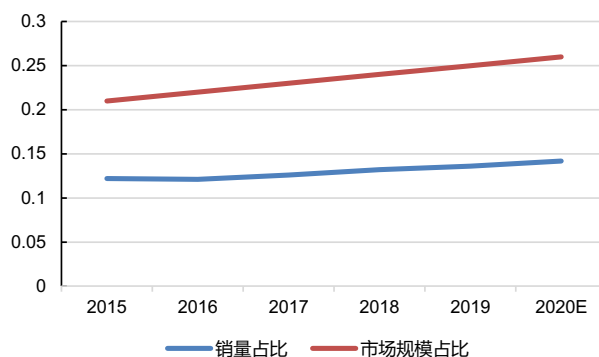
基于精酿啤酒行业面临的国内消费市场潜力与不断涌现的生产厂家, 随着不断增长的啤酒价格指数和居民收入水平, 对高端精酿啤酒的需求扩张, 同时精酿啤酒产品的价格也有潜力上升, 可以预测未来精酿啤酒行业的规模日益壮大以及所占啤酒整体销售的比例将不断扩大。

图11: 中国啤酒消费市场规模



资料来源: 中国啤酒酿造商网, 东兴证券研究所

图12: 美国精酿啤酒销量占比及市占率



资料来源: 中国啤酒酿造商网, 东兴证券研究所

3.2 行业仍处蓝海, 公司有望突围

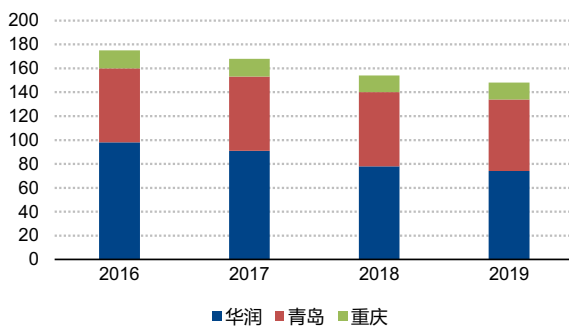
随着国内对精酿啤酒的需求日益增加, 除了引入精酿啤酒的国外品牌, 如百威英博引入比利时白啤福佳、收购本土品牌等来涉足中国本土的精酿啤酒市场。面对这块前景巨大的蛋糕, 国内不少大型酒厂纷纷开始布局精酿啤酒市场, 部署精酿啤酒战略, 推出个性化精酿啤酒产品。

表5：工业啤酒品牌布局

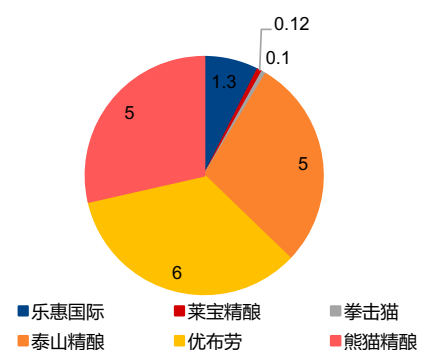
企业	精酿啤酒战略	精酿啤酒产品
燕京啤酒	发力中高端产品，促进产品结构调整优化；夯实质量核心基础，科技提升品质	燕京 U8、燕京 7 日鲜、燕京八景文创产品等中高端个性化新品
珠江啤酒	以产品升级为抓手，聚焦纯生类、罐类等中高端产品；持续提升品牌形象，升级雪堡啤酒品牌设计	推出珠江 LIGHT、298ml 瓶装纯生 1997、珠江 0 度 Pro 等升级产品 5 款
重庆啤酒	以“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合为依托，通过一系列市场活动，持续推进产品高端化，推动销售模式变革	嘉士伯“绿光破晓”、重庆纯生、重庆一品醇麦、重庆 1958 醇麦
青岛啤酒	深化推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，以体育营销、音乐营销和体验营销为主线	青岛 1903、IPA 精酿、皮尔森

资料来源：wind、公司官网，东兴证券研究所整理

同时，不少新进入者也开始涉足精酿啤酒的市场，更借助当下网络营销的便捷性加速推广和获益。如熊猫精酿，作为国内知名的精酿初创企业，完成 A 轮 1.19 亿人民币融资，将继续探索小众啤酒的国内市场。更是有鲸酿科技、咔点酒、奥普蓝、喜哈啤酒、浪花鲜酿等等初涌现的初创企业，作为国内精酿啤酒的新锐势力，打破传统啤酒局面，也加强精酿啤酒未来市场的竞争。乐惠国际转型精酿啤酒赛道，致力于打造中国的超级精酿品牌，其依靠自身上游布局实现产业协同，其在该领域内有着天然优势，加上工业互联网的支持，其下游客户服务拓展能力、自身运营效率将进一步提高，在精酿啤酒领域实现业绩腾飞。

图13：工业啤酒品牌啤酒厂数量


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图14：2020 年国内精酿啤酒厂商计划产能（万吨）


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

4. 公司盈利预测及投资评级：

公司匠心精酿啤酒领域，交钥匙工程解决方案提供商开启品牌化布局，公司盈利能力有望顺势产业趋势持续提升。我们预计公司 2020-2023 年归母净利润分别为 1.37、1.85 和 2.61 亿元，对应 EPS 分别为 1.84、2.48 和 3.51 元。当前股价对应 PE 值分别为 28、21 和 15 倍。看好公司工业互联产业布局前景，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

行业竞争加剧、公司业务转型不及预期、汇率波动风险

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	1664	1449	2178	2995	4177	营业收入	754	852	1197	1711	2446
货币资金	321	208	401	573	819	营业成本	538	595	850	1194	1694
应收账款	280	164	229	328	469	营业税金及附加	8	6	11	15	22
其他应收款	11	14	20	28	40	营业费用	30	16	23	33	42
预付款项	101	73	121	189	285	管理费用	100	80	108	154	215
存货	885	749	1165	1635	2320	财务费用	16	16	25	58	99
其他流动资产	49	28	28	28	28	研发费用	34	37	53	75	108
非流动资产合计	304	367	369	374	380	资产减值损失	-48.54	-7.06	15.21	21.74	31.09
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-3.74	5.42	5.42	5.42	5.42
固定资产	149	226	243	248	249	投资净收益	11.40	12.93	12.93	12.93	12.93
无形资产	71	70	77	84	91	加: 其他收益	0.02	0.04	0.06	0.08	0.12
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	-18	114	130	179	255
资产总计	1968	1816	2547	3369	4557	营业外收入	8.18	13.84	13.84	13.84	13.84
流动负债合计	1202	948	1582	2259	3241	营业外支出	0.43	7.25	7.25	7.25	7.25
短期借款	315	205	800	1413	2303	利润总额	-10	120	137	185	261
应付账款	128	112	157	221	313	所得税	15	15	0	0	0
预收款项	679	0	0	0	0	净利润	-25	105	137	185	261
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	9	11	1	1	1	归属母公司净利润	-25	106	137	185	261
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1211	959	1583	2259	3242	成长能力					
少数股东权益	2	0	0	0	0	营业收入增长	-	13.05%	40.43%	42.95%	43.01%
实收资本 (或股)	75	75	75	75	75	营业利润增长	-	-732.83%	14.69%	37.04%	42.61%
资本公积	511	511	511	511	511	归属于母公司净利润增长	-	-525.87%	29.50%	35.25%	41.09%
未分配利润	105	206	307	443	636	获利能力					
归属母公司股东权益合计	755	857	964	1110	1315	毛利率 (%)	28.66%	30.14%	27.49%	28.80%	29.36%
负债和所有者权益	1968	1816	2547	3369	4557	净利率 (%)	-3.29%	12.38%	11.44%	10.82%	10.68%
现金流量表			单位: 百万元			总资产净利润 (%)	-1.26%	5.82%	5.37%	5.49%	5.73%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE (%)	-3.29%	12.33%	14.20%	16.68%	19.86%
经营活动现金流	172	163	-314	-308	-438	偿债能力					
净利润	-25	105	137	185	261	资产负债率 (%)	62%	53%	62%	67%	71%
折旧摊销	23.40	22.79	24.49	28.13	31.59	流动比率	1.38	1.53	1.38	1.33	1.29
财务费用	16	16	25	58	99	速动比率	0.65	0.74	0.64	0.60	0.57
应收账款减少	106	116	-66	-99	-141	营运能力					
预收账款增加	182	-679	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.45	0.55	0.58	0.62
投资活动现金流	-7	-127	-24	-36	-51	应收账款周转率	2	4	6	6	6
公允价值变动收益	-4	5	5	5	5	应付账款周转率	5.92	7.11	8.90	9.05	9.16
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	11	13	13	13	13	每股收益 (最新摊薄)	-0.33	1.42	1.84	2.48	3.51
筹资活动现金流	-171	-123	531	516	735	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.09	-1.17	2.59	2.31	3.31
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	10.13	11.50	12.94	14.89	17.65
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	-	36.13	27.93	20.65	14.63
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.07	4.46	3.96	3.44	2.91
现金净增加额	-7	-87	193	172	246	EV/EBITDA	178.36	25.09	23.51	17.68	13.84

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2020 年度获新浪第二届“金麒麟分析师”奖，2020 年度获万得“金牌分析师”奖，六年证券从业经验，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3 年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016 年加入民生证券，2017 年加入东兴证券。

研究助理简介

刘蒙

清华大学五道口金融学院金融硕士，2020 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526