

乐惠国际 (603076)

证券研究报告

2021年06月26日

隐形冠军系列之：国内啤酒酿造设备龙头，借力鲜啤获得新增长极

乐惠国际：全球啤酒酿造设备制造商，盈利能力企稳上升

乐惠国际是一家从事啤酒、饮料和乳品装备及无菌灌装设备的设计、制造、安装和服务的上市公司，为百威、喜力、嘉士伯、东洋制罐、Diageo、青岛啤酒、华润啤酒等全球型啤酒饮料企业供应设备和一体化解决方案。2021年6月，啤酒酿造成套装备荣获国家级单项冠军产品。

公司2020年实现营业收入8.52亿元，同比增长13.05%；2020年公司实现归母净利润1.06亿元，业绩扭亏为盈。公司盈利能力企稳上升，截止2020年末，公司的毛利率和净利率分别达到30.14%和12.38%。

鲜啤：新消费模式下的消费升级，啤酒市场“鲜”锋势力！

从1990年代到2014年，中国啤酒工业经过了多年的连续增长之后，啤酒生产量在2014年开始小幅回落。与此同时，进口啤酒在我国的销售量不断增加，2011年至2018年间，中国进口啤酒量从6.4万千升快速增至82.1万千升，体现国内消费者对啤酒产品升级的强烈需求。鲜啤以其原汁原味和冰凉的口感等特点，吸引更多的消费者，进而扩大市场份额。

线上渠道解决了鲜啤不宜长途运输的问题，盒马推出的啤酒打出了只卖1天的口号，刚上市就获得了消费者的喜爱，如2019年在北京地区试点的日日鲜啤酒7月环比销量实现翻番。线下酒馆成为鲜啤重要的销售渠道，以海伦司小酒馆为例，海伦司在深圳、上海等80多个城市开设了超400家门店，其自有酒饮主要包括海伦司扎啤、精酿、果啤以及奶啤等。这些酒饮能够满足年轻人对酒饮的消费偏好，并且在社交平台上引发了广泛关注。

公司看点：国内啤酒酿造设备龙头如何借力精酿啤酒获得新增长极？

公司数十年扎根在啤酒为代表的饮料设备制造领域，具备一系列开创性的产品创新能力，持续为喜力、百威、嘉士伯、华润雪花等公司提供设备。公司在手订单数额总体呈上升趋势，2020年末公司在手订单达14.95亿元。

2018年开始，公司积极开拓鲜啤第二主业，2020年9月，上海松江城市体验工厂年产3000吨啤酒项目已经投入使用，处于满负荷生产状态。公司精酿谷上海松江城市体验工厂出产的首批罐装鲜啤在盒马鲜生上海及全国门店上线，两款鲜啤位列盒马精酿啤酒热卖榜的前三名。2021年公司推出“鲜啤30公里”品牌，突出鲜啤的“新鲜”特色，已经在线上商城、线下展会等多个渠道展示。随着公司宁波、南京、杭州等地的精酿啤酒产能落地，公司有望迎来新的业绩增长点。

盈利预测和投资建议：我们预计公司2021-2023年营业收入10.75、15.64、21.42亿元，同比增速达26.15%、45.50%、36.93%；归母净利润达1.42、2.18、3.17亿元，同比增加34.68%、53.18%、45.32%。我们认为主业稳健、鲜啤新业务发展潜力较大，目标价为55元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：市场需求不及预期、原材料成本上升风险、疫情持续风险、行业竞争风险、产能投放不及预期风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	753.77	852.15	1,074.96	1,564.09	2,141.75
增长率(%)	(22.36)	13.05	26.15	45.50	36.93
EBITDA(百万元)	157.47	202.31	178.90	270.62	388.68
净利润(百万元)	(24.81)	105.67	142.32	218.00	316.79
增长率(%)	(163.66)	(525.87)	34.68	53.18	45.32
EPS(元/股)	(0.21)	0.88	1.18	1.81	2.62
市盈率(P/E)	(232.37)	54.56	40.51	26.45	18.20
市净率(P/B)	7.64	6.73	5.60	4.70	3.83
市销率(P/S)	7.65	6.77	5.36	3.69	2.69
EV/EBITDA	11.34	16.86	31.74	20.86	14.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	45.92元
目标价格	55元

基本数据

A股总股本(百万股)	120.70
流通A股股本(百万股)	104.30
A股总市值(百万元)	5,542.61
流通A股市值(百万元)	4,789.46
每股净资产(元)	15.04
资产负债率(%)	45.21
一年内最高/最低(元)	72.50/27.91

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 乐惠国际：全球啤酒酿造设备领先制造商	5
1.1. 发展历程：围绕饮品包装，加快鲜啤布局	5
1.2. 股权结构：股权结构稳定，有利长期发展	6
1.3. 基本财务：2020 年发展积极向好，盈利能力企稳上升	7
1.4. 主要业务：装备制造和啤酒产业平台的双主业战略	8
1.4.1. 传统业务：酿造设备	8
1.4.2. 新兴业务：鲜啤	9
2. 鲜啤，啤酒市场“鲜”锋势力	9
2.1. 中国啤酒总产量下滑，消费者追求产品升级	9
2.2. 消费者青睐新鲜口感，“鲜啤”满足需求	10
2.3. 案例：鲜啤，酿造地方新鲜特色	11
2.3.1. 青岛：为什么本地人都爱喝袋装鲜啤？	11
2.3.2. 美国：以州为区域建立起中小型啤酒厂	12
2.4. 销售渠道不断拓宽，助力鲜啤消费	14
2.4.1. 鲜啤板块不断发展，前店后厂模式开拓区域市场	14
2.4.2. 线上：以盒马为领头羊，平台助力鲜啤产业	15
2.4.3. 线下：小酒馆兴起，海伦司如何用啤酒吸引年轻人？	17
3. 核心看点：公司如何获得新增长极？	18
3.1. 设备制造：众多知名饮品公司设备供应商，在手订单充足	18
3.1.1. 喜力、百威等知名客户反复采购，深度绑定，客户资源优质	18
3.1.2. 核心技术为王，提供一体化解决方案	20
3.2. 鲜啤：盒马平台率先打出知名度，“鲜啤 30 公里”品牌强势出击	21
3.2.1. 上海松江 3000 吨产能满负荷生产，城市产能拓展进行时	21
3.2.2. 与华与华签订合作协议，推出“鲜啤 30 公里”品牌	22
3.2.3. 与盒马等客户深度合作，火爆产品已经显现	24
3.3. 设备制造和啤酒产品产生强业务协同	25
4. 盈利预测和投资建议	26

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构图	6
图 3：公司主要子公司情况	7
图 4：近年公司营业收入变化情况	7
图 5：近年公司归母净利润变化情况	7
图 6：公司历年销售毛利率和净利率	8
图 7：公司主营业务收入情况（亿元）	8
图 8：中国啤酒年产量及增长率（单位：万千升）	9

图 9: 上市啤酒企业啤酒产品营业收入 (单位: 亿元)	9
图 10: 中国啤酒年进口量及金额	10
图 11: 中国精酿啤酒消费量及增长率 (单位: 万千升)	10
图 12: 鲜啤酒、生啤酒与熟啤酒区别	10
图 13: 青岛啤酒袋装鲜啤	11
图 14: 青啤一厂直销原浆鲜啤	11
图 15: 青岛啤酒淘宝旗舰店销售的 7 天原浆生啤	12
图 16: 叮咚买菜 APP 售卖的青岛啤酒生啤	12
图 17: 1981-2010 年美国各州先后建立起当地啤酒厂	13
图 18: 美国大型啤酒厂和精酿厂数量变化 (家)	13
图 19: 美国百年间啤酒厂数量变化	14
图 20: 词条“生啤”的百度搜索指数变化	14
图 21: 词条“生啤”的搜索人群城市画像	15
图 22: 市场上常见的生啤产品	15
图 23: 盒马与燕京啤酒联合推出的日日鲜啤酒	16
图 24: 盒马线下店新鲜啤酒屋	16
图 25: 盒马 APP 中上架的鲜啤	16
图 26: 每日优鲜 APP 中上架的鲜啤	16
图 27: 2015 年至 2025 年 (预计) 中国酒馆总数量及各级别城市的酒馆数量	17
图 28: 海伦司自有品牌啤酒	18
图 29: 海伦司酒馆	18
图 30: 公司交钥匙工厂客户案例	18
图 31: 公司前五大客户占比	20
图 32: 公司历年在手订单数额 (亿元)	20
图 33: 精酿谷上海松江城市体验工厂	21
图 34: 大目湾精酿谷项目概念图	21
图 35: 公司鲜啤产能布局图	22
图 36: 2020 年 10 月第一台绿金刚鲜啤酒售卖机正式落地	22
图 37: 2021 上海 CBCE 精酿展中展出的“鲜啤 30 公里”售酒机	22
图 38: 华与华“超级符号”部分案例展示	23
图 39: 精酿谷与华与华品牌战略合作签约仪式	23
图 40: 公司“鲜啤 30 公里”超级符号	23
图 41: 盒马鲜生与松江工厂合作鲜啤产品系列图	24
图 42: 盒马 APP 上海松江工厂鲜啤售卖页面	24
图 43: 盒马精酿啤酒热卖榜	24
图 44: 精酿啤酒冲瓶灌装压盖模块机	25
图 45: 乐惠国际酿酒设备合作商	25
图 46: 2020 年 6 月乐惠国际精酿啤酒工业互联网平台项目合作签约仪式	26
表 1: 公司 2015-2017 年前五名客户名称及采购额	19

表 2：公司研制技术及其作用举例	20
表 3：公司啤酒酿造产能建设和收入预测	26
表 4：公司主营业务收入拆分预测（百万元）	27
表 5：工业机械板块可比公司估值	27

1. 乐惠国际：全球啤酒酿造设备领先制造商

宁波乐惠国际工程装备股份有限公司是一家主要从事啤酒、饮料和乳品装备及无菌灌装设备的设计、制造、安装和服务的上市公司。公司成立于 1998 年，总资产 23.67 亿元，控股或参股公司 10 余家。

2021 年 6 月，工信部、中国工业经济联合会公布第五批国家级制造业单项冠军示范企业和产品名单，乐惠国际的啤酒酿造成套装备荣获国家级单项冠军产品。“国家制造业单项冠军示范企业”被业内誉为“制造业皇冠上的明珠”，是指长期专注于制造业某些特定细分产品市场，技术和工艺国际领先，单项产品市场占有率位居全球前列的企业。

公司是全球啤酒酿造设备的知名制造商，其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，积累了大量优质客户资源。

1.1. 发展历程：围绕饮品包装，加快鲜啤布局

建设啤酒、饮料和乳品设备的完整产业链，拓展啤酒饮料领域：

- 1998 年，成立宁波乐惠国际工程装备股份有限公司。
- 2005 年，收购广东轻机集团的饮料包装机械分厂。
- 2007 年，投资建立南京乐惠轻工装备有限公司，拓展啤酒包装装备业务。2007 年开始建设新工厂，2009 年建成投产。
- 2010 年，整合乐惠的所有饮料装备业务，专注于饮料装备业务的发展。同年，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。
- 2014 年，收购英国 Microdat 公司的全部知识产权 IP 和资产，从而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。
- 2018 年，收购德国 Finnah Packtec GmbH，重新进入乳品装备行业。同年，正式启动宁波大目湾精酿啤酒服务平台项目。
- 2020 年，携手阿里云搭建精酿行业平台，计划打造一个网络化的新鲜精酿啤酒（包括浓缩麦汁）酿造、供应链管理和冷链配送系统。

全国、全球布局加速：

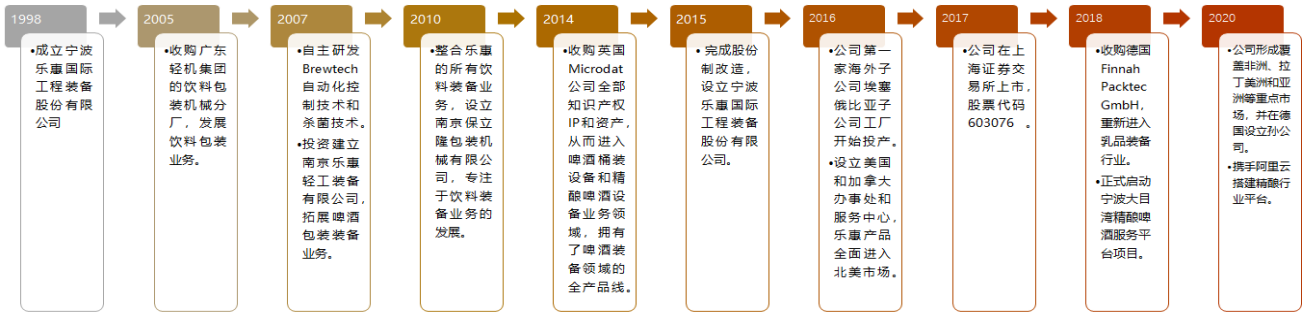
- 2006 年，在内蒙古呼和浩特市设立自动化事业部（乐维）。
- 2010 年，设立南京保立隆包装机械有限公司。
- 2014 年，投资埃塞俄比亚设立子公司，2015 年开始建立工厂，2016 年工厂投产。
- 2016 年，设立美国和加拿大办事处和服务中心，乐惠产品全面进入北美市场。同年，投资设立乐惠国际的印度子公司和印度服务中心。
- 2017 年，设立墨西哥子公司、印度分公司（筹）和美国分公司（筹）。
- 2018 年，5 月设立芬纳赫（南京）包装机械有限公司。
- 2019 年，公司通过决议设立尼日利亚西非子公司、巴西孙公司、缅甸办公室等，与非洲埃塞子公司、印度子公司和墨西哥子公司覆盖非洲、拉丁美洲和亚洲等重点市场。
- 2020 年，设立西非子公司，德国和巴西孙公司。

技术水平不断进步，拥有发明和实用新型专利 70 多个，获得多项科技奖项及认定：

- 2008 年，公司“叉流过滤机”获国家火炬计划项目验收合格证书。
- 2011 年，南京乐惠的“流体灌装生产线”获江苏省高新技术产品。

- 2013 年，公司研发的“纯生啤酒玻璃瓶智能自动灌装线（36,000 瓶/时）”通过江苏省经济和信息化委员会的科技成果鉴定，并荣获国家轻工联合会科技进步二等奖，同时获得了科学技术部、工信部等四部委颁发的“国家战略性创新产品”认定。
- 2016 年，自主研发“模块式智能化精酿啤酒整厂技术”。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，公司年报，天风证券研究所

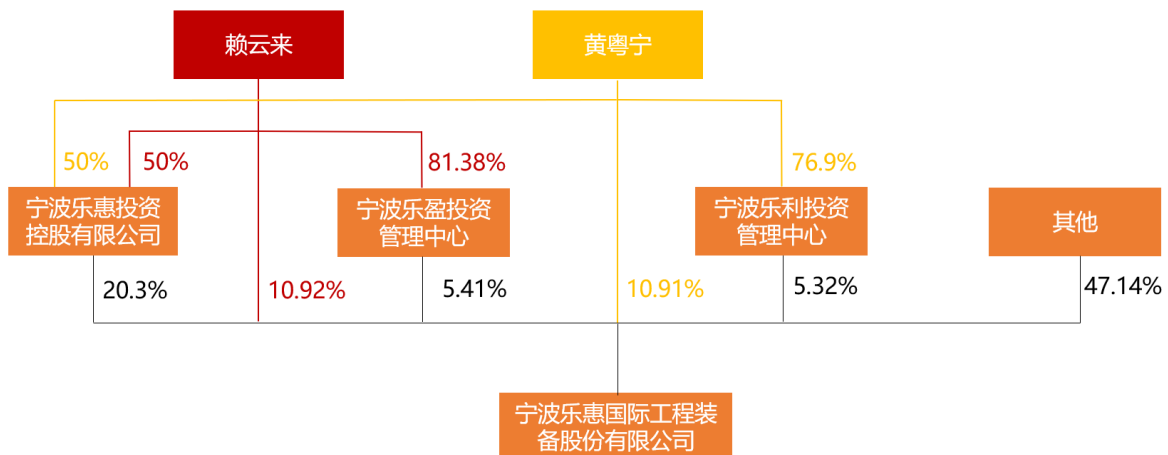
1.2. 股权结构：股权结构稳定，有利长期发展

宁波乐惠是乐惠国际的第一大股东，其实际控制人和受益人为赖云来和黄粤宁。

赖云来毕业于北大光华管理学院，研究生学历，现任乐惠国际第一届董事会董事长，子公司南京保立隆董事、宁波精酿谷监事和宁波乐惠进出口监事。同时还担任宁波乐惠控股执行董事兼总经理、宁波乐利执行事务合伙人。黄粤宁毕业于华南理工大学，硕士学历，是历任惠州市乐惠实业总经理、乐惠有限公司总经理。现任乐惠国际第二届董事会副董事长、总经理，子公司宁波精酿谷执行董事，南京乐惠芬纳赫执行董事、总经理，宁波乐惠进出口执行董事、南京保立隆董事长。同时还担任全国啤酒标准化技术委员会委员、中国食品和包装协会副会长。

从股权结构来看，第一大股东宁波乐惠持股比例为 20.3%，其他前五大股东分别为赖云来、黄粤宁、宁波乐盈投资管理中心和宁波乐利投资管理中心，持股比例分别为 10.92%、10.91%、5.41%和 5.32%，赖云来对乐盈投资持股 81.38%，黄粤宁对乐利投资持股 76.9%。公司股权结构稳定，有利于公司的长期发展。

图 2：公司股权结构图



资料来源：wind，天风证券研究所

公司控股 10 余家子公司，其中投资额在 1000 万元及以上的共有 4 家。

图 3：公司主要子公司情况



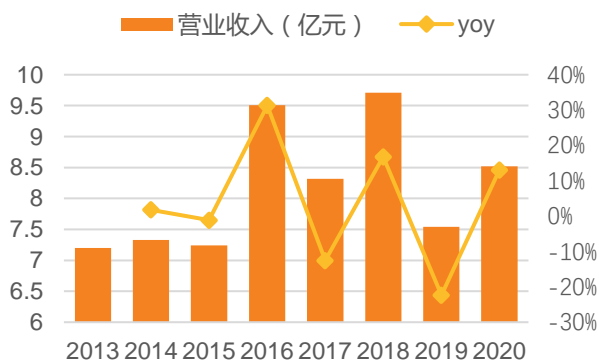
资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 基本财务：2020 年发展积极向好，盈利能力企稳上升

2013 至 2016 年，公司营业收入波动上涨，归属母公司净利润持续增长。2017 年，国内啤酒市场低迷，导致对啤酒酿造设备需求减少，公司销售业绩下滑。2018 年，公司紧跟全球市场的转移步伐，加大对海外市场的开拓，取得较好的销售业绩。2019 年，公司收购的德国子公司 Finnah 遭遇 834.13 万欧元的重大合同退货，公司海外业务因此下滑，收入同比下降 45.48%，影响公司营收。12 月，公司董事会批准 Finnah 破产，报告期内，公司对其足额计提了资产减值准备，导致第 4 季度大幅亏损。剔除此影响，2019 年公司实现归属母公司股东净利润为 0.38 亿元。公司加快拓展鲜啤领域，改造主营业务，进一步强化鲜啤业务，发展包含精酿产业平台的双主业战略。

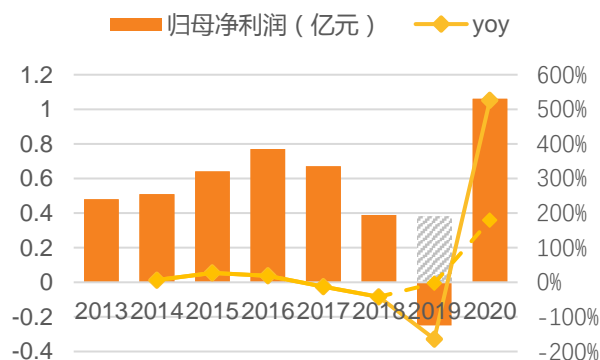
2020 年，公司发展积极向好，营收和利润同步增长。公司 2020 年实现营业收入 8.52 亿元，同比增长 13.05%；2020 年公司实现归属母公司股东的净利润 1.06 亿元，业绩扭亏为盈，同比增长 525.87%，主要原因是本期经营业绩提升及德国子公司 Finnah 不再并表。2021 年一季度，公司实现营业收入 2.2 亿元，同比增长 4.76%。

图 4：近年公司营业收入变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

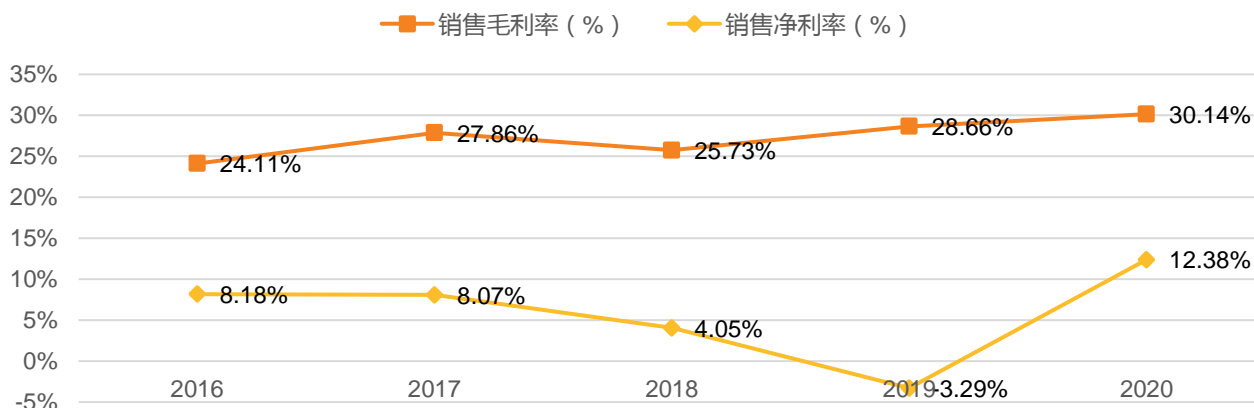
图 5：近年公司归母净利润变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所 注：灰色表示剔除 Finnah 减值后数值

公司盈利能力企稳上升,截止 2020 年末,公司的毛利率和净利率分别达到 30.14%和 12.38%,同比去年分别增长 1.48 和 15.67 个百分点,主要得益于公司推行阿米巴管理改革管理后经营效率提升。

图 6: 公司历年销售毛利率和净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

1.4. 主要业务: 装备制造和啤酒产业平台的双主业战略

公司坚持发展装备制造和啤酒产业平台的双主业战略。

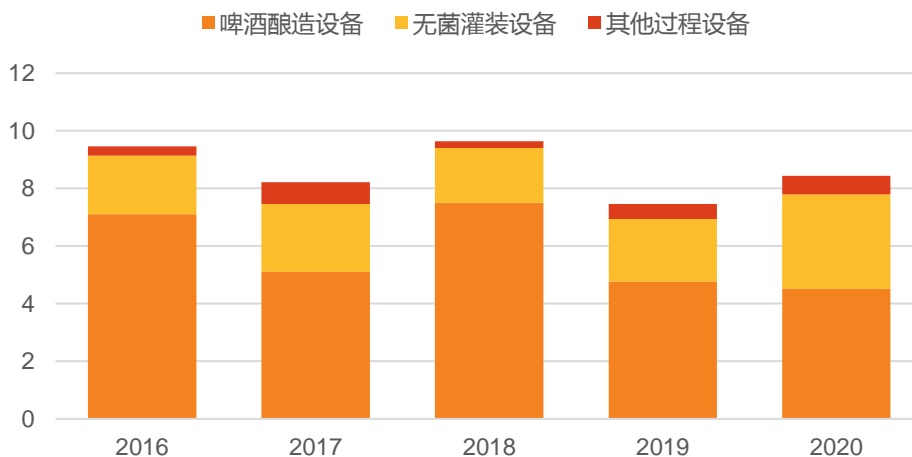
1.4.1. 传统业务: 酿造设备

公司主业是液体食品装备的研发、生产和制造,主要有啤酒酿造和包装设备、饮料前处理和包装机械,以及乳品包装机械等。

公司计划装备业务以啤酒装备为核心,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,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。

2020 年,公司啤酒酿造设备业务实现收入 4.52 亿元,同比减少 5.24%;无菌灌装设备实现收入 3.27 亿元,同比增长 50.51%;其他过程设备实现收入 0.65 亿元,同比增长 26.28%,公司的装备业务品类拓展战略实行顺利。

图 7: 公司主营业务收入情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

1.4.2. 新兴业务：鲜啤

公司 2018 年正式启动宁波大目湾精酿啤酒服务平台项目，2019 年投资宁波精酿谷科技有限公司，建设宁波大目湾精酿文旅综合体和上海松江城市精酿体验工厂等项目，持续发力精酿啤酒业务。

2020 年，公司与阿里云合作，共同打造精酿啤酒工业互联网平台。精酿啤酒业务计划持续推进，不断扩大精酿啤酒渠道布局，在全国一二线大中城市逐步建设精酿啤酒体验工厂，加强啤酒售卖机的功能的研发与优化，不断扩大啤酒售卖机的网点铺设。

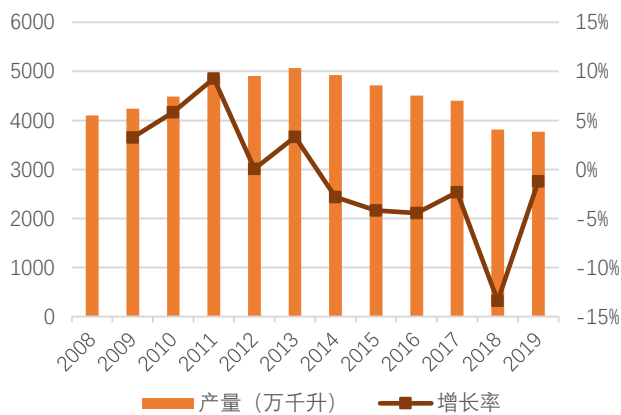
2021 年 1 月，乐惠国际精酿谷与华与华正式合作签约。公司推出“鲜啤 30 公里”的超级符号，打造精酿啤酒行业的超级品牌。

2. 鲜啤，啤酒市场“鲜”锋势力

2.1. 中国啤酒总产量下滑，消费者追求产品升级

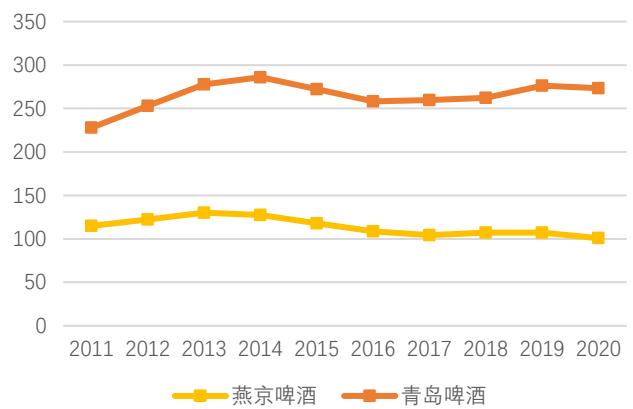
从 1990 年代到 2014 年，中国啤酒工业从高速发展阶段逐步过渡到稳定增长阶段。在经过多年的连续增长之后，中国啤酒产业在 2014 年迎来了的一个转折点——啤酒生产量开始小幅回落。自 2014 年至 2019 年，中国啤酒产量已经连续六年呈现逐年下滑的状态，并且在 2017-2018 年减少了超过 500 万千升的产量。2019 年中国啤酒产量为 3765.3 万千升，同比下滑 1.23%。从啤酒上市企业的营收情况也可以看出工业啤酒行业的衰减，以燕京啤酒和青岛啤酒为例，两家企业分别在 2013 年和 2014 年达到了啤酒产品的历史最大营收，之后出现整体性的下滑。

图 8：中国啤酒年产量及增长率（单位：万千升）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：上市啤酒企业啤酒产品营业收入（单位：亿元）

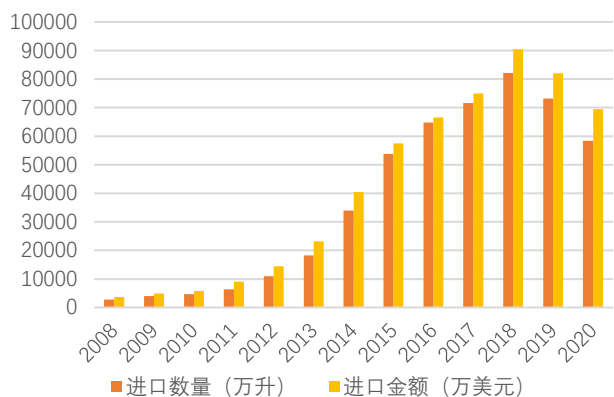


资料来源：Wind，天风证券研究所

我国啤酒行业的增长速度明显缓慢甚至下降，出现产能过剩的现象，同时经济一体化的发展，导致市场竞争加剧。啤酒行业经历了 10 多年大规模的整合与并购，到 2016 年时，华润雪花、青岛、燕京、英博百威、嘉士伯五大行业巨头的市场集中度已经达到了 73.3%，而这种大规模的整合与并购，并未给消费者带来更好的产品和服务，反而逐渐显现出了弊端，即国内几家啤酒巨头的产品风味十分接近，其口味已难以满足啤酒消费者日益提高的需求了。

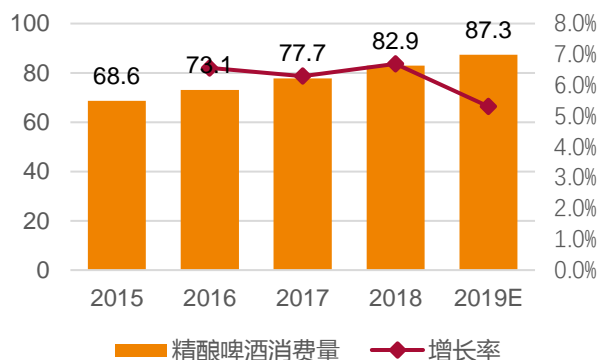
与此同时，国外进口啤酒在我国的销售量不断增加，特别是品种丰富、口味多样的进口啤酒的销量出现了较快增长，越来越多的消费者开始逐渐告别低价且无特色的国产啤酒，进行啤酒消费升级。据中国海关统计，2011 年至 2018 年间，中国进口啤酒量从 6.4 万千升快速增至 82.1 万千升，进口量增长了近 13 倍，年平均增长率高达 43.95%。进口啤酒数量的增长体现了消费者对多元产品的强烈需求。

图 10：中国啤酒年进口量及金额



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：中国精酿啤酒消费量及增长率（单位：万千升）



资料来源：前瞻网，天风证券研究所

2.2. 消费者青睐新鲜口感，“鲜啤”满足需求

啤酒可分为鲜啤酒和熟啤酒。二者的不同之处就在于鲜啤酒没经过杀菌，在鲜啤中还存有活酵母，易出现浑浊沉淀，所以鲜啤酒适宜在短期低温 10℃ 以下保管。而熟啤酒经过杀菌，稳定性较好，保质期可达六个月。近年来，鲜啤酒在我国得到迅速发展，啤酒厂家对鲜啤的供应也由铝制罐、木桶、保温桶盛装发展到不锈钢桶装鲜啤，并逐步扩大其生产规模，使得鲜啤的销售与消费，成为啤酒市场的一道亮丽风景线。

鲜啤和生啤非常类似（有时候二者名称混用），均不经过巴氏杀菌或瞬时高温灭菌，因此口感比熟啤清爽新鲜。但是与生啤不同的是，一般鲜啤没有经过过滤，因此成品鲜啤允许含有一定量的活酵母菌，这些酵母可以增进食欲。

消费者对啤酒消费追求喝新鲜、重口味、讲营养，这是鲜啤发展的基础。鲜啤以其独特的原汁原味、丰富的营养价值和冰凉的口感，吸引更多的消费者，进而扩大市场份额。

图 12：鲜啤酒、生啤酒与熟啤酒区别



鲜啤酒

fresh beer

不经巴氏灭菌或瞬时高温灭菌，成品中允许含有一定量活酵母菌，达到一定生物稳定性的啤酒。



生啤酒

draft beer

不经巴氏灭菌或瞬时高温灭菌，而采用其他物理方法除菌，达到一定生物稳定性的啤酒。



熟啤酒

pasteurized beer

经过巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的啤酒。

资料来源：青岛啤酒（北京）官方微信，天风证券研究所

鲜啤适应了生产企业的要求。鲜啤因其保质期短，只适合在地域性消费，因而在同市场上

的竞争，远低于瓶啤品牌竞争的程度。同时，鲜啤项目投资少，见效快，投资还可由社会分担，生产过程不需“巴氏灭菌”，灌装环节相对于瓶啤来说更为便捷，可节约能源，降低生产成本。

根据青岛晚报报道，鲜啤分为普通生啤、桶装纯生和原浆。原浆啤酒是全程无菌状态下酿造出来的啤酒发酵原液，保留发酵过程中产生的氨基酸、蛋白质及大量的钾、镁、钙、锌等微量元素，最关键的是保留了大量活性酵母，同时也保持了啤酒最原始、最新鲜的口感，麦香浓郁，泡沫丰富如牛奶般洁白、细腻，持久挂杯。但是，由于原浆啤酒没有过滤，所以酒液浑浊，这是从外观区别原浆和纯生的方法。由于原浆营养丰富，没经过杀菌，所以保质期最短，一般为一天，现在技术成熟，用不锈钢桶装的原浆，密封好保质期能到七天。

2.3. 案例：鲜啤，酿造地方新鲜特色

2.3.1. 青岛：为什么本地人都爱喝袋装鲜啤？

青岛啤酒诞生于 1903 年，当时英德两国商人合资，在青岛创办了英德酿酒有限公司，青岛的啤酒文化由此肇始。青岛因得天独厚的条件形成了属于青岛的啤酒文化。远近闻名的“袋装啤酒”，也在青岛街头巷尾轻易可见。

根据《“袋装啤酒”看青岛变迁》，在青岛，散装啤酒的消费历史悠久，在塑料袋出现前，上世纪 50、60 年代开始，曾流行过罐头瓶和大粗碗喝啤酒的潮流，“大碗啤酒”至少持续了 20 年。到了上世纪 80 年代，人们大多会选择暖瓶和水壶等容器将散装啤酒带回家。后来因为容器的笨重外加塑料袋的使用，“用塑料袋子装啤酒”便在青岛流行开来，成为青岛的街头一景。

是什么原因让青岛人青睐这种“袋装啤酒”？原因在于新鲜和别样的口感。形式上青岛人用“用袋子装啤酒”，但是并不是所有的啤酒都能随随便便装进袋里，袋子里装的大多是当天生产的原厂鲜啤，所以味道更纯正、更冰爽。其次，青岛人的散装啤酒与罐装啤酒不同。散啤在 0℃ 时灌装到保鲜桶，并直接从生产厂运输到销售终端，减少了环节，保证了啤酒的新鲜度。而且，它始终保持 0℃，让人喝起来有冰凉的口感，而又比冰镇的瓶啤顺口。这种啤酒一般不含任何防腐剂，味道非常好，而且价格非常便宜。此外，这种直接酿造的鲜啤具有非常短的保质期，通常只有 24 小时，因为不含任何防腐剂。

图 13：青岛啤酒袋装鲜啤



资料来源：知青岛微信公众号，天风证券研究所

图 14：青啤一厂直销原浆鲜啤



资料来源：那一座城微信公众号，天风证券研究所

青岛人能够享用到新鲜的啤酒也是得益于其历史背景与“前店后厂”的便利条件。根据知青岛的《青岛散啤研究报告》，青啤在市内的几个工厂，除了最早的一厂，市内还有二厂、四厂和五厂。各个酒厂由于各种客观原因，生产出来的啤酒口感存在一定的差异。市民买散啤酒，常看到有四五种不锈钢罐，价格各不相同。比如五厂散啤 2.5 元一斤，一厂散啤 7 元一斤。一般市场买到的鲜啤酒和原浆主要是沧口四厂和崂山五厂产的。二厂主要以瓶啤和纯生为主，一厂主要做出口酒和高端酒。在离青啤一厂 1.2 公里远的营口路，有一个

壮观的啤酒屋群，地处台东商业圈中心位置，由利津路、台东六路、台东七路等近 10 条路围绕而成。

图 15：青岛啤酒淘宝旗舰店销售的 7 天原浆生啤



资料来源：青岛啤酒淘宝旗舰店，天风证券研究所

图 16：叮咚买菜 APP 售卖的青岛啤酒生啤



资料来源：叮咚买菜 APP，天风证券研究所

鲜啤由于保质期短，成本等问题，不宜长途运输，适合产地直销。然而伴随着电商与物流的发展，2016 年青岛啤酒与顺丰合作，拓宽其生啤的销售渠道。通过合作与转型，2016 年青岛原浆啤酒的业务量比 2015 年增长 3 倍多，挽救了青啤原浆啤酒生产线，促使其扩大生产规模。青啤和电商联手让这种原浆啤酒再次复活。青岛啤酒通过产品和物流的创新，突显啤酒的“新鲜”属性。目前许多社区团购平台如盒马、叮咚买菜等也在销售青岛啤酒的生啤。

2.3.2. 美国：以州为区域建立起中小型啤酒厂

美国消费者同样追求新鲜、品质与营养。回望其发展路径，也可以从中获得启示。自家庭酿酒合法化后，在法律政策的支持下，为了当地人民能喝到新鲜的啤酒，减少运输成本，各州分别建立起当地酒厂。自 1981-2010 年，美国 44 个州与地区纷纷建立起自己的酿酒厂，以满足当地消费者需求。

1900 年之前，地方型小型啤酒酿酒厂数量多，但是进入 20 世纪之后，数量不断下降。1980 年以来，小型啤酒酿酒厂的数量变化迎来转折。

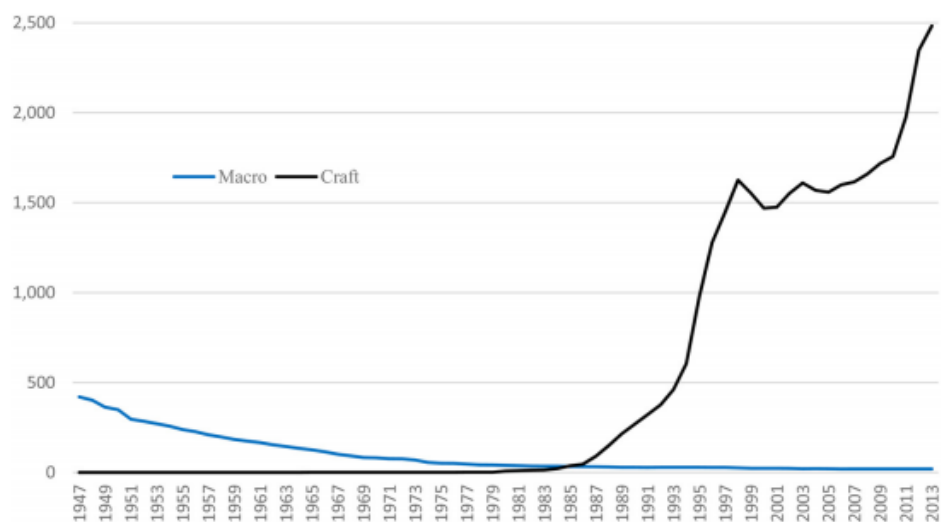
到 1985 年，手工酿酒厂的数量超过了大型酿酒厂。从 20 世纪 80 年代中期到 90 年代中期，中小型手工酿酒厂的数量呈指数增长，填补了大型工厂啤酒下降的部分。

图 17：1981-2010 年美国各州先后建立起当地啤酒厂

地区	第一家精酿啤酒厂	建立年份	现存状况
纽约	William S. Newman Brewing Co.	1981	已停止运营
密歇根州	Real Ale Co.	1982	仍在运营
阿肯色州	Riley-Lyon, Inc.	1984	已停止运营
爱达荷州	Snake River Brewing Co.	1984	已停止运营
蒙大拿州	Kessler Brewing	1984	已停止运营
马萨诸塞州	Boston Beer Co.	1984	仍在运营
田纳西州	ohannon Brewing Co.	1984	已停止运营
俄勒冈州	Columbia River Brewery	1984	已更名
华盛顿州	Chesapeake Bay Brewing	1984	已停产
爱荷华州	Millstream Brewing Co.	1985	仍在运营
德克萨斯州	Reinheitsgebot Brewing Co.	1985	已停止运营
夏威夷	Koolau Brewery, Inc	1986	已停止运营
北卡罗来纳州	The Weeping Radish	1986	仍在运营
缅因州	Geary Brewing Company	1986	仍在运营
路易斯安那州	Abita Brewing Company	1986	仍在运营
威斯康星州	Sprecher Brewing Co.	1986	仍在运营
犹他州	Wasatch Brew Pub	1986	仍在运营
康涅狄格州	New Haven Brewing Company	1987	已停止运营
阿拉斯加	Chinook Alaskan Brewing Company	1987	已停止运营
伊利诺伊州	River North Brewery	1987	已停止运营
新墨西哥州	Embudo Station Preston Brewery	1987	仍在运营
佛罗里达州	McGuire's Irish Pub	1988	仍在运营
俄亥俄州	Great Lakes Brewery	1988	仍在运营
佛蒙特州	Vermont Pub & Brewery	1988	仍在运营
佐治亚州	Friends Brewing Co.	1989	已停止运营
密苏里州	Boulevard Brewing Co.	1989	仍在运营
堪萨斯州	Free State Brewing Co.	1989	仍在运营
印第安纳州	Broad Ripple Brewpub	1990	仍在运营
内布拉斯加州	Empyrean Brewing Co.	1990	仍在运营
华盛顿特区	Capital City Brewing Company	1991	仍在运营
新罕布什尔州	The Portsmouth Brewery	1991	仍在运营
南达科他州	Firehouse Brewery	1991	仍在运营
阿拉巴马州	Birmingham Brewing Company	1992	已停止运营
内华达州	Holy Cow! Casino, Caf é, and Brewery	1992	已更名
俄克拉荷马州	Bricktown Brewery.	1992	仍在运营
肯塔基州	Bluegrass Brewing Co.	1993	仍在运营
罗德岛州	Union Station Brewing	1993	仍在运营
南卡罗来纳州	Palmetto Brewing	1994	仍在运营
怀俄明州	Snake River Brewing Co.	1994	仍在运营
西弗吉尼亚州	Cardinal Brewing Co.	1994	已停止运营
特拉华州	Dogfish Head Craft Brewery	1995	仍在运营
新泽西州	The Ship Inn	1995	仍在运营
密西西比州	Lazy Magnolia Brewery	2003	仍在运营
北达科他州	Fargo Brewing Company	2010	仍在运营

资料来源：craftbeer.com，天风证券研究所

图 18：美国大型啤酒厂和精酿厂数量变化（家）



资料来源：《Craft Beer in the United States: History, Numbers, and Geography 2014 Beer Industry Update-Beer Marketer's Insights》作者 Kenneth G. Elzinga Carol Horton Tremblay and Victor J. Tremblay，天风证券研究所

上世纪 90 年代末，随着精酿行业经历了一次洗牌，手工酿酒厂的数量下降了约 10%，从 1998 年的 1625 家下降到 2000 年的 1469 家。在下降之后，手工酿酒厂的数量一直保持相对稳定，直到 2010 年，它又开始上升，呈现新一轮的指数增长，每年都有不同模式的精酿厂开业与关闭，为这个行业注入新鲜的活力。

图 19：美国百年间啤酒厂数量变化



资料来源：《啤酒科技》期刊作者房慧婧，天风证券研究所

2.4. 销售渠道不断拓宽，助力鲜啤消费

因口感相对新鲜，保质期较短，我国鲜啤酒的分类接近于国外对精酿啤酒的定义。

2.4.1. 鲜啤板块不断发展，前店后厂模式开拓区域市场

鲜啤由于未经杀菌处理，虽然口感新鲜，但是保质期很短，往往数天之后即变味。所以早期鲜啤受制于保质期，大多地产地销。保质期时间长、适合长途运输的瓶装工业熟啤酒逐渐成为社会主流。

1997 年，珠江啤酒纯生灌装线开始运作，开启中国纯生啤酒风潮。根据中国酿酒网报道，珠江纯生啤酒的问世，打破了我国熟啤一统天下的局面，开创中国瓶装纯生啤酒的先河。珠江纯生啤酒的“熟啤就像水果罐头，生啤就像新鲜水果！”宣传口号让广大消费者生啤概念深入人心。2004 年，燕京啤酒集团研发出了纯净酿造技术，引进了一体化全封闭硅藻土过滤技术、低温膜过滤技术、无菌包装技术，自主研发了中国第一支瓶装鲜啤，保质期达到 12 个月。在无菌条件下灌装，不需要高温杀菌，最大限度保留了啤酒原来的风味和营养成分。

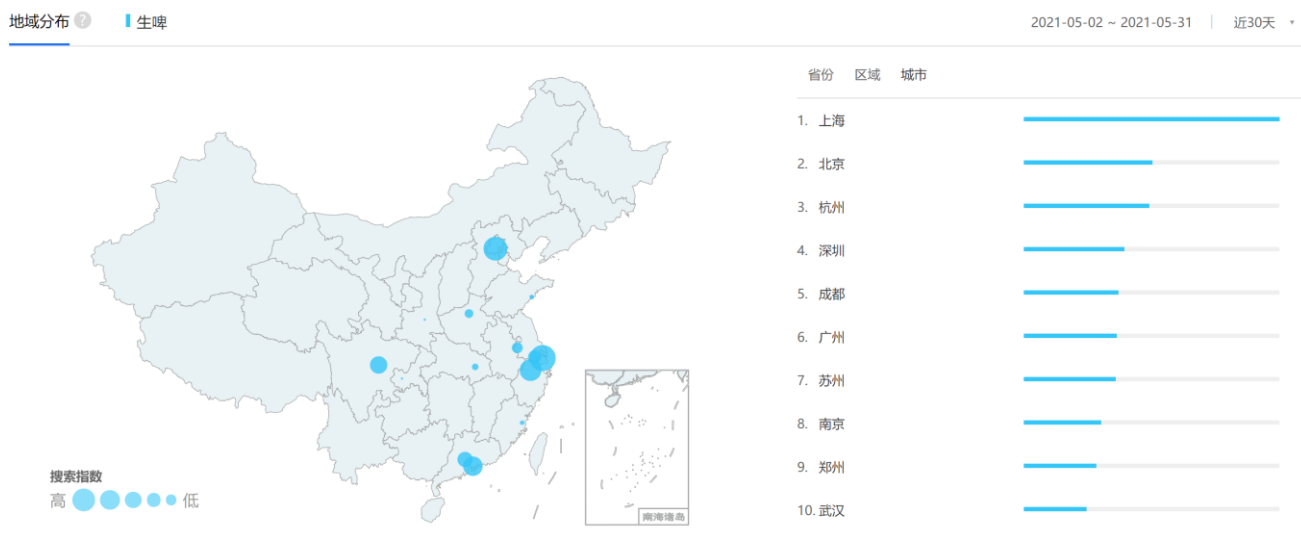
图 20：词条“生啤”的百度搜索指数变化



资料来源：百度指数，天风证券研究所

大众消费者正在逐渐认识、了解生啤。剔除疫情影响，“生啤”词条在百度的搜索率逐年上涨，“原浆”也已经成为生啤的品类热词，通过百度指数的人群画像可以看出生啤在一、二线城市颇受欢迎，尤其在上海，生啤的搜索量达到了北京、杭州等地的两倍。

图 21：词条“生啤”的搜索人群城市画像



资料来源：百度指数；天风证券研究所

根据酒业新媒体酒说，纯净、口感丰富的鲜啤/生啤也正式开始成为业内高品质啤酒代名词，而“新鲜”自然也成为了各大啤酒品牌抢占消费者的最优质核心的资源，市场上迎来了生啤、鲜啤品类百花齐放新发展。作为世界第一啤酒大国，中国每年的啤酒总产量在 4000 万吨以上，5500 亿消费市场中 80% 属于熟啤酒，生啤仅为 20%。因此，在熟啤酒大厂同质化的当下，可以开发的鲜啤市场还很大。

目前市场上的鲜啤品牌，大多采取“体验店/厂+外卖创新”的商业模式，依托发达的保温包装、仓储物流，解决产品保鲜运输难题。据酒业新媒体“酒说”报道，市场热销鲜啤品牌“泰山原浆”已在济南、北京、哈尔滨等主力市场经布局了 1000 家体验门店，主打 7 天、28 天、精酿、瓶听罐。

图 22：市场上常见的生啤产品

品牌名称	青岛啤酒	泰山原浆啤酒	三得利啤酒	梭子蟹精酿啤酒
产品图				
产品名称	青岛啤酒 7 天原浆	泰山原浆 28 天啤酒	三得利新鲜直送啤酒	盒马德式小麦精酿原浆鲜啤酒
保质期限	7 天	28 天	7 天	28 天
月销量(单)	700+	800+	60+	600+

资料来源：青岛啤酒淘宝官方旗舰店、泰山原浆啤酒淘宝官方旗舰店、三得利官网、盒马 APP，天风证券研究所

2.4.2. 线上：以盒马为领头羊，平台助力鲜啤产业

2017 年 12 月，盒马鲜生宣布与全球领先的乳品企业恒天然集团旗下消费品牌安佳达成战略合作，推出“盒马-安佳”日日鲜鲜牛奶。日日鲜鲜牛奶，指的是保质期 7 天，但停留在货架上的时间只有 24 小时的巴士杀菌乳。

盒马洞察到消费者对于“鲜”口感的追求，盒马将日日鲜鲜牛奶的成功经验复制到啤酒商。盒马啤酒打出了只卖 1 天的口号。根据中国国际啤酒网报道，2019 年盒马找到了同样瞄准高端需求市场的本土啤酒企业燕京啤酒，推出了日日鲜啤酒。

从 2018 年开始，盒马自己开发的雨橙精酿已经成为货架上最受欢迎的啤酒之一。日日鲜啤酒刚一上市就凭借着纯正的麦芽香气征服了不少原浆爱好者，2019 年在北京地区试点的日日鲜啤酒 7 月环比销量已经翻番。亮眼的成绩，也表明了盒马成功助推啤酒行业的消费升级。

图 23：盒马与燕京啤酒联合推出的日日鲜啤酒



资料来源：焦点中国网，天风证券研究所

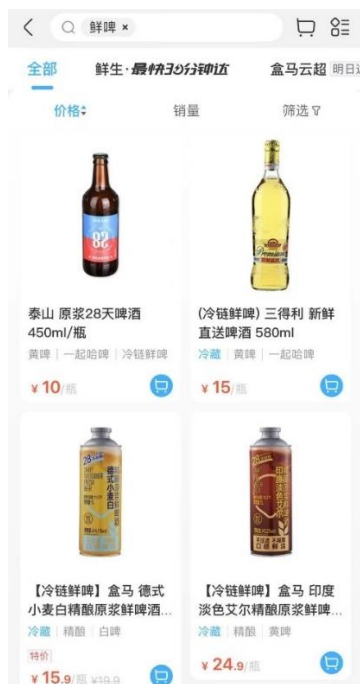
图 24：盒马线下店新鲜啤酒屋



资料来源：焦点中国网，天风证券研究所

盒马与乐惠国际旗下的梭子蟹精酿啤酒合作，通过上海体验工厂产地直销打造了德式小麦与印度淡色艾尔两款精酿原浆鲜啤酒，主打“28 天锁鲜”、“冷链鲜啤”，让消费者体验到鲜活、独特的口感。浏览消费者反馈，原浆鲜啤更是颇受欢迎，多是受到“口感柔和，麦香浓郁，物美价廉，夏日消暑利器”等评价。

图 25：盒马 APP 中上架的鲜啤



资料来源：盒马 APP，天风证券研究所

图 26：每日优鲜 APP 中上架的鲜啤



资料来源：每日优鲜 APP，天风证券研究所

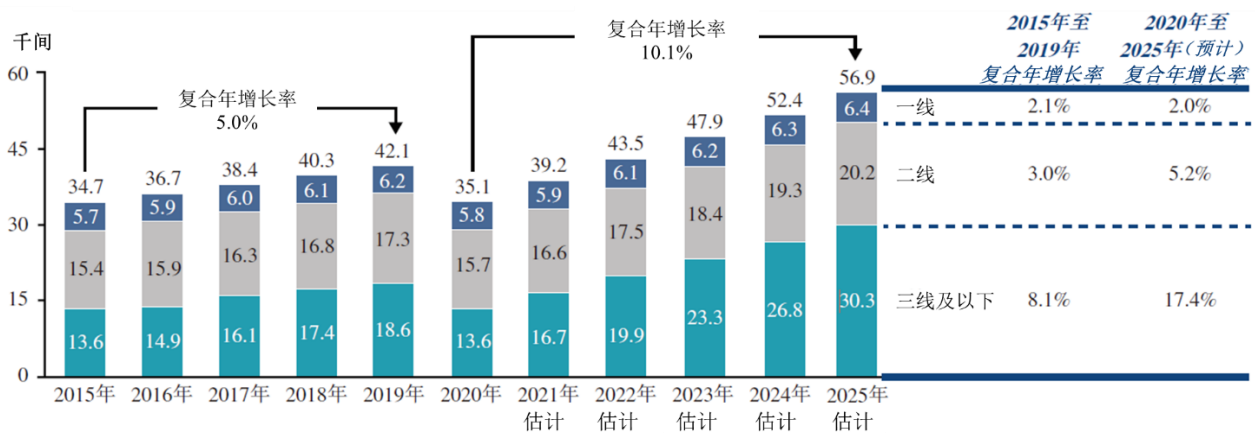
除盒马外，每日优鲜、叮咚买菜等社区团购平台也上架了各类鲜啤产品，以满足消费者对新鲜啤酒的需求。

2.4.3. 线下：小酒馆兴起，海伦司如何用啤酒吸引年轻人？

受益于中国居民可支配收入的增加、夜间经济繁荣和酒馆数量的增长，中国酒馆行业的总收入由 2015 年的人民币约 844 亿元增加至 2019 年的人民币约 1,179 亿元，复合增长率为 8.7%。预计中国的酒馆行业的收入将在 2025 年达到人民币 1,839 亿元，相比于 2020 年的人民币约 776 亿元，年复合增长率达到 18.8%。

截至 2019 年末，中国约有 4.2 万家酒馆，相较于 2015 年末的 3.5 万家，中国酒馆总数的年复合增长率达 5.0%。特别是，中国三线及以下城市的酒馆数量自 2015 年至 2019 年的年复合增长率达 8.1%，高于行业平均水平及一线城市、二线城市酒馆数量的增长水平。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，中国酒馆总数由 2019 年末的约 4.2 万家下降至 2020 年末的约 3.5 万家，随着国内防疫限制政策的放宽和鼓励消费政策的出台，中国酒馆数量预计将于 2021 年逐渐恢复。

图 27：2015 年至 2025 年（预计）中国酒馆总数量及各级别城市的酒馆数量



资料来源：海伦司招股说明书，天风证券研究所

年轻客群已经成为中国消费群体的主要组成部份。2020 年底中国处于 20-34 岁的人口数量已经接近 3 亿，占总人口比例约为 21.2%。与上一代相比，中国的年轻人更注重品牌、更看重商品的性价比及服务质量。因此，平均消费较低的酒馆行业预计将在未来持续受到中国年轻消费群体消费能力增长的驱动。特别是，由于年轻客群的品牌敏感度持续提高，采取连锁方式经营酒馆在提供一致性的酒饮和服务方面具有明显的竞争优势。

目前，酒馆行业集中度和自有品牌酒饮流行度不断提升。截至 2020 年末，中国酒馆行业中前五大企业合共占市场份额不足 3%，整个市场呈现出进一步集中的趋势。酒馆通常自行开发与其酒馆名称相同的自有酒饮，并委托符合资质的生产商进行生产。这些自有品牌酒饮由酒馆运营方自行定价，并能够帮助酒馆运营方推行其品牌文化并提升品牌形象。

以海伦司小酒馆为例，海伦司自有酒饮主要包括海伦司扎啤、海伦司精酿、海伦司果啤以及海伦司奶啤等。这些酒饮能够满足年轻人对酒饮的消费偏好，并且在社交平台上引发了广泛关注。因此，拥有高性价比的产品组合、高度标准化服务、成熟供应链及充足资金支持头部企业具有强大的竞争优势和市场潜力。海伦司成立于 2009 年，是全直营线下连锁酒馆品牌，在深圳、上海、香港等 80 多个城市开设了超 400 家门店，计划 2022 年在全球开设超 1000 家门店。

图 28：海伦司自有品牌啤酒



资料来源：海伦司官网，天风证券研究所

图 29：海伦司酒馆



资料来源：美团，天风证券研究所

因此，酒馆是鲜啤优秀的销售场景。一方面，酒馆利用连锁和规模化优势，能够采购、运输、储存大量的鲜啤产品，与个人用户相比，能够显著降低采购成本；另一方面，酒馆覆盖对象广，可以在提供鲜啤酒饮的同时满足消费者社交需求，来带动新客品尝鲜啤后的复购，提升客户黏性。

3. 核心看点：公司如何获得新增长极？

3.1. 设备制造：众多知名饮品公司设备供应商，在手订单充足

3.1.1. 喜力、百威等知名客户反复采购，深度绑定，客户资源优质

公司的主业是液体食品装备的研发、生产和制造，主要有啤酒酿造和包装设备、饮料前处理和包装机械，以及乳品包装机械等。公司重视产品技术创新和质量管理，公司的使命就是“把产品做得和德国一样好”，是中国少数被百威、喜力、嘉士伯、东洋制罐、Diageo、青岛啤酒、华润啤酒等世界顶级客户长期认可的优秀供应商。

图 30：公司交钥匙工厂客户案例

<p>埃塞俄比亚哈比沙啤酒厂 整厂交钥匙工程，包括原料、糖化系统、发酵系统、包装线、动力供应系统、土建等</p>	<p>珠江啤酒股份有限公司 1000hl糖化车间交钥匙工程</p>
<p>湛江珠江啤酒有限公司 20万千升啤酒整厂交钥匙工程</p>	<p>河北珠江啤酒(石家庄)有限公司 糖化发酵整体交钥匙工程及BrewTech控制系统</p>
<p>燕京啤酒(桂林漓泉)股份有限公司 糖化车间系统交钥匙工程</p>	<p>喜力东帝汶 300,000hl整厂交钥匙工程，包含土建、厂房、酿造设备、包装设备、公用工程、饮料设备、海水淡化</p>
<p>埃塞俄比亚哈比沙啤酒厂 一期300,000hl, 二期500,000hl整厂交钥匙工程</p>	<p>金威啤酒集团(成都)有限公司 20万千升啤酒整厂交钥匙工程</p>
<p>金威啤酒(佛山)有限公司 糖化及发酵交钥匙系统、酵母扩培系统</p>	<p>波罗的海饮料控股有限公司-BBH塔什干 糖化交钥匙工程、发酵罐、清酒罐</p>
<p>百威啤酒(唐山)有限公司 糖化系统交钥匙工程、2期发酵综合管道交钥匙工程、4万双端洗瓶机和杀菌机</p>	<p>百威英博(大连)啤酒有限公司 糖化交钥匙工程</p>

资料来源：乐惠国际官网，天风证券研究所

根据公司招股书，喜力、百威、珠江啤酒等知名啤酒公司均从公司进行亿元以上的大量设备采购。全球啤酒行业集中度较高，公司为主要啤酒商提供设备，因此客户的集中度相对较高，近些年前 5 大客户集中度均保持在 50%以上，可见大客户对于公司设备和服务的认

可。

表 1: 公司 2015-2017 年前五名客户名称及采购额

	客户名称	金额 (万元)	占公司主营收入 比例 (%)
2017H1	荷兰喜力啤酒有限公司	8,776	20.71
	百威英博啤酒集团	8,642	20.39
	UNION CAMEROUNAISE DE BRASSERIES	5,687	13.42
	Habesha Breweries Share Company	3,118	7.36
	北京燕京啤酒集团公司	2,463	5.81
2016	荷兰喜力啤酒有限公司	36,138	38.23
	百威英博啤酒集团	15,104	15.98
	广州珠江啤酒集团有限公司	13,934	14.74
	华润雪花啤酒(中国)有限公司	4,687	4.96
	青岛啤酒股份有限公司	4,584	4.85
2015	广州珠江啤酒集团有限公司	11,274	15.88
	百威英博啤酒集团	8,575	12.08
	荷兰喜力啤酒有限公司	7,541	10.62
	康师傅控股有限公司	5,592	7.88
	缅甸啤酒公司	4,126	5.81

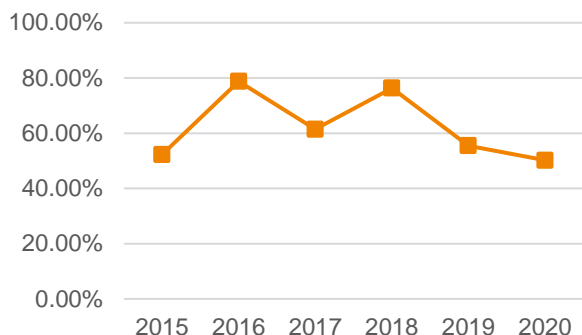
资料来源: 乐惠国际招股书, 天风证券研究所

上市之后, 公司加强为客户服务能力, 近两年相关项目在欧洲、非洲、美洲等地加速拓展:

- 2019 年 4 月, 公司为喜力莫桑比克提供的 15000BPH 新瓶线、15000BPH 易拉罐线成功通过验收;
- 2019 年 9 月, 公司与百威英博墨西哥发酵罐项目近百台罐全部完工并验收, 是乐惠从创立至 2019 年为止最大单体合同, 并给美洲市场树立了很好的样板工程;
- 2019 年 10 月, 公司获得百威英国的大发酵罐业务, 是乐惠大罐首次进入英国市场;
- 2019 年 11 月, 公司获得百威宿迁从原料车间、糖化车间到发酵罐群、发酵车间的绝大部分酿造系统订单;
- 2019 年 12 月, 公司为嘉士佰+京 A 提供的精酿智能交钥匙项目成功剪彩, 这是嘉士佰全球首个厂中厂精酿生产线;
- 2020 年 6 月, 公司在巴西设立宁波乐惠巴西埃雷利公司, 在尼日利亚设立乐惠工程设备西非公司, 关注非洲、拉丁美洲等新兴市场, 完成了国际化布局;
- 2020 年 7 月, 公司在华润雪花啤酒(运城)项目易拉罐整线顺利完工;
- 2020 年 11 月, 公司在南美洲的巴西喜力项目现场动工, 该项目包括 44 台大型发酵罐, 订单金额近 2 亿人民币, 是 2020 的最大型项目之一;
- 2020 年 12 月, 公司在欧洲的第一个大型项目百威英博英国发酵罐项目, 顺利完工;

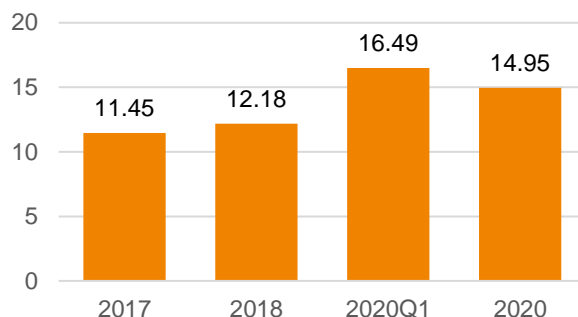
在手订单可在一定程度上反映公司未来 1-2 年的收入和业绩情况, 近些年, 公司在手订单数额总体呈上升趋势, 公司在手订单充足, 为未来的业绩增长奠定扎实的基础。

图 31: 公司前五大客户占比



资料来源: 乐惠国际年报, 乐惠国际招股书, 天风证券研究所

图 32: 公司历年在手订单数额 (亿元)



资料来源: 乐惠国际年报, 天风证券研究所 注: 2019 年报披露截至 2020Q1 数据

除了啤酒设备, 公司在其他领域的拓展正在加速:

- 2020 年 8 月, 公司参与中国白酒蒸馏技术创新研究开发, 在白酒行业获得超亿元订单; 公司承接的第一个大型鸡尾酒项目在非洲埃塞俄比亚启动现场安装。
- 2020 年 9 月, 公司为杉杉集团旗下的永杉锂业提供设备, 成功进入锂电池新能源装备行业。
- 2020 年 11 月, 乐惠助力伊利产业园, 承接产业园地标建筑室外奶仓群。
- 2020 年 11 月, 公司给嘉利达集团巴西子公司提供的一套明胶错流过滤系统开始发货, 乐惠第一套明胶错流过滤系统走出国门。

3.1.2. 核心技术为王, 提供一体化解决方案

公司何以开拓并稳固全球知名饮料商? 核心还是在于产品技术优势。公司数十年扎根在啤酒为代表的饮料设备制造领域, 具备一系列开创性的产品创新, 例如公司研制的激光焊接蜂窝夹套不锈钢啤酒发酵罐和清酒罐、麦汁闪蒸煮沸系统等。

表 2: 公司研制技术及其作用举例

技术	作用	意义
激光焊接蜂窝夹套不锈钢啤酒发酵罐和清酒罐	满足氨直接冷却技术要求, 使啤酒发酵冷耗大幅节省 25%以上	填补了国内空白, 科学技术成果被中国轻工联合会鉴定为国内领先
麦汁闪蒸煮沸系统	节约冰水消耗, 驱除 DMS, 提升啤酒质量	打破了德国 Ziemann 等国外公司对技术的垄断, 填补了国内空白, 科学技术成果被中国轻工联合会鉴定为国际先进
煮沸系统热能回收装置	使啤酒生产的蒸汽消耗平均下降 40%左右, 节能降耗	被中国轻工联合会鉴定为国内先进
错流过滤设备	极大的降低了啤酒厂的吨酒耗粮, 可降低 1%-1.5%的酒损	获得“国家火炬计划项目证书”, 科学技术成果被中国轻工联合会鉴定为国内先进
纯生啤酒玻璃瓶自动智能灌装线 (36000 瓶/时)	无菌灌装	获国家科技部等四部委颁发的《国家战略性新兴产业创新产品》证书
啤酒酿造成套装备		荣获第五批国家级制造业单线冠军产品
智能陶瓷膜啤酒无土过滤设备	利用耐久度好、可重复利用的陶瓷膜, 代替使用时间短、不可回收利用的“硅藻土”、“有机膜”等传统滤芯, 结合智能化反冲洗	实现了环境效益、经济效益的良好结合, 属于国际首创

装置，实现了对啤酒原液的高质量、不间断

资料来源：天风证券研究所过滤

资料来源：乐惠国际招股书，凤凰网，象山市人民政府网，天风证券研究所

2020 年公司直接材料占成本比重为 56%。公司设备制造的原材料包括板材、管材、锻件、封头、型材、联接件及管件、非金属材料、仪表阀门等机电类产品，其中，板材类为主要原材料，主要包括不锈钢及碳钢板材。为了平抑原材料价格的波动，公司于 2020 年 3 月 30 日审议通过了《关于公司开展衍生品投资业务的议案》，同意公司开展衍生品投资业务，交易品种为不锈钢材料等衍生品的现货仓单交易及交收业务，衍生品投资业务的投资总额不超过人民币 3000 万元(含等额外币)，公司借此有望规避和转移生产经营中不锈钢材料价格波动风险，稳定公司生产运营，同时可以减轻公司不锈钢材料库存和资金压力。

3.2. 鲜啤：盒马平台率先打出知名度，“鲜啤 30 公里”品牌强势出击

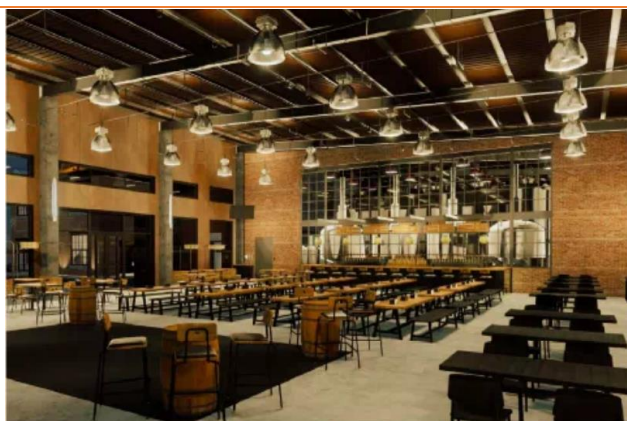
公司秉承“专业、专注、办实事、凭实力”的理念，在啤酒装备行业精耕 30 年，成为该行业的隐形冠军。但公司步履不停，将目光投向具有千亿潜力的精酿啤酒市场，积极开拓第二主业。在啤酒产业方面通过 C2M 云制造工厂等数字工业，本地啤酒文化节，餐饮酒吧，精酿酒店等文旅项目，精酿啤酒大赛，精酿研讨会等技术研讨，智能售酒机，当日鲜移动工坊，包装艺术市场等为本地精酿啤酒终端赋能。

3.2.1. 上海松江 3000 吨产能满负荷生产，城市产能拓展进行时

2020 年 9 月，公司实现了精酿谷平台雏形的目标，上海松江城市体验工厂年产 3000 吨精酿啤酒项目已经投入使用，目前处于满负荷生产状态。

目前还在建设期的宁波大目湾精酿谷项目是公司募投项目之一，利用公司酿造设备行业的竞争优势，将其打造成为精酿主题文旅综合体和城市精酿体验工厂，项目定位在中国消费能力最好的长三角的城市群。该核心项目主体工程已经完工，尚有后续辅助工程和装修工程待完成，已经在 2020 年 12 月达到预期可使用状态，预计 2021 年夏天可以生产精酿啤酒。

图 33：精酿谷上海松江城市体验工厂



资料来源：精酿谷官方公众号，天风证券研究所

图 34：大目湾精酿谷项目概念图



资料来源：乐惠官方公众号，天风证券研究所

此外，公司还在积极推进“酿造与无菌灌装实验室募投项目”，今年 4 月安装完成并投料试车，接下来开始办理食品经营许可证，预计今年夏天可以销售精酿啤酒。公司同时拟在杭州和南京分别投资建设 1 万吨和 3 万吨的城市精酿体验工厂，以文旅体验为主题、包含手工烘焙坊、运动健身、餐厅酒吧、音乐演出、主题商场等多种文旅项目。

图 35：公司鲜啤产能布局图



资料来源：余山精酿商城，天风证券研究所

乐惠国际将于 2021 年根据市场情况积极推进非公开发行的两个募投项目：鲜啤酒售卖机运营项目和当日鲜精酿（啤酒工坊）项目。2020 年 3 月发布的《2020 年非公开发行 A 股股票预案》中，拟募集资金 4.18 亿元，投入当日鲜精酿（啤酒工坊）项目和鲜啤酒售卖机运营等项目，拟以创新技术打造精酿啤酒（工坊啤酒）的新零售渠道等新商业模式，是精酿谷产业平台的重要组成部分之一。目前啤酒售卖机已经在市场进行少量测试投放，根据市场投放和反馈情况，公司及时整改了售酒机，第二代售酒机预计在 2021 年 5 月完成，将根据市场上的销售情况进行投放。

今年的 CBCE 精酿展中，乐惠国际展出了“鲜啤 30 公里”自动售酒机，机身设计了足够的存酒空间，可存放 10 桶 20L 桶啤，有多款啤酒可供选择。在疫情之下，这无疑是为消费者极致便利的购买渠道提供了一种新的可能。未来公司将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。

图 36：2020 年 10 月第一台绿金刚鲜啤酒售卖机正式落地



资料来源：乐惠官方公众号，天风证券研究所

图 37：2021 上海 CBCE 精酿展中展出的“鲜啤 30 公里”售酒机



资料来源：啤酒日报公众号，天风证券研究所

3.2.2. 与华与华签订合作协议，推出“鲜啤 30 公里”品牌

华与华是中国独树一帜的战略营销品牌咨询公司，以“所有的事都是一件事”为理念，开创了企业战略、产品战略、品牌战略三位一体的策略和创意服务。用“超级符号就是超级创意”的华与华方法，服务了包括“厨邦、西贝、恰恰、华莱士、海底捞、汉庭”等众多

著名消费品品牌。

图 38：华与华“超级符号”部分案例展示



资料来源：华与华官网，天风证券研究所

图 39：精酿谷与华与华品牌战略合作签约仪式



资料来源：乐惠国际官网，天风证券研究所

2021 年 1 月 6 日，乐惠国际精酿谷与华与华正式合作签约。华与华从企业经营活动入手，梳理精酿谷项目的业务组合，用独特的华与华方法，帮助精酿谷建立品牌资产，打造属于精酿谷的“超级符号”，打造精酿啤酒行业的超级品牌。

2021 年 5 月，公司“鲜啤 30 公里”品牌正式亮相，主打“酒厂越近越新鲜，30 公里硬指标”的理念，突出鲜啤的“新鲜”特色，已经在线上商城、线下展会等多个渠道展示。

图 40：公司“鲜啤 30 公里”超级符号



资料来源：佘山精酿商城，鲜啤 30 公里，天风证券研究所

3.2.3. 与盒马等客户深度合作，火爆产品已经显现

盒马鲜生：

盒马鲜生目前在全国共拥有近 300 家门店，年活跃消费者超过 2600 万。是中国新零售领域的标杆企业和国内时尚消费的风向标。精酿啤酒是国内酒饮市场消费升级的产物，盒马鲜生在业内是最早做产品引进和创新的零售企业之一，近年来精酿啤酒在其系统内的销量快速增长。

2021 年 2 月，盒马鲜生与乐惠国际——精酿谷就鲜精酿啤酒业务达成合作协议。公司供应链优势，不仅能够满足盒马鲜生对高品质精酿啤酒的要求，也能实现就近生产新鲜精酿啤酒，满足盒马鲜生遍布全国的线上线下网点对生鲜的极致追求。精酿谷上海松江城市体验工厂出产的首批罐装鲜啤在盒马鲜生上海及全国门店陆续上线，其他包装和品类的产品也将陆续推出。

图 41：盒马鲜生与松江工厂合作鲜啤产品系列图



28天德式小麦白精酿原浆鲜啤酒

28天印度淡色艾尔精酿原浆鲜啤酒

资料来源：盒马 APP，天风证券研究所

图 42：盒马 APP 上海松江工厂鲜啤售卖页面



资料来源：盒马 APP，天风证券研究所

根据盒马统计，公司参与生产的两款鲜啤位列盒马精酿啤酒热卖榜的前三名，热卖指数分别达 100 和 98，体现出消费者对于公司精酿啤酒的认可。

图 43：盒马精酿啤酒热卖榜



资料来源：盒马 APP，天风证券研究所

木屋烧烤：

木屋烧烤是中国著名烧烤连锁品牌,秉承坚持 5 年发展百城千店的发展战略,已经在深圳、北京、上海等地拥有 170 多家门店。烧烤和啤酒是餐饮的绝佳搭配,吃烧烤离不开啤酒,精酿啤酒是啤酒的消费升级产品,木屋烧烤是中国优秀的烧烤餐厅,高质量的新鲜精酿啤酒可以帮助烧烤餐饮门店吸引更多的消费者好提升客单价。木屋烧烤在全国范围快速扩张和发展,乐惠国际拥有能够与之发展相匹配的新鲜精酿啤酒分布式供应链,两者优势互补明显。

一兆韦德：

自首家一兆韦德健身会所开立十多年来,一兆韦德健身现已发展成为国内著名的健身连锁品牌之一。一兆韦德基于自身营业场所,为宁波精酿谷提供鲜啤产品销售场地和销售支持。宁波精酿谷利用其在啤酒行业的优势,为一兆韦德提供鲜啤产品以及相关配套设施和服务。2021 年 3 月 5 日精酿谷与一兆韦德签订战略合作协议,从体育赛事赞助、健康食品研发、啤酒品牌推广三个方面进行合作。宁波精酿谷以啤酒麦芽为原料开发了一种高纤维无糖运动代餐食品,双方同意利用一兆韦德在健身运动等方面的品牌和影响力,共同合作,为健身运动人士提供高品质的健康产品。

3.3. 设备制造和啤酒产品产生强业务协同

公司在啤酒装备行业精耕 30 年为其新开展的鲜啤业务提供了有力的设备与技术支持,鲜啤需要公司本身的设备制造支持,为公司设备收入提供贡献,并且扩大乐惠在精酿设备方面的行业影响力。

➢ **鲜啤带动公司设备制造：**

公司宁波、南京、杭州等地的项目开展精酿啤酒项目,带动公司精酿设备的制造。

➢ **公司具备智能精酿啤酒设备,为精酿项目提供一体化解决方案：**

在过去的 30 年里,乐惠为百威英博,喜力,SAB,嘉士伯,青岛,雪花,燕京,狮王,麒麟,朝日等客户在全球范围提供了 130 多个交钥匙工程项目,成为亚太最大的啤酒装备供应商。近五年世界精酿啤酒蓬勃发展,乐惠利用多年丰富的啤酒整厂解决方案经验开发了精酿交钥匙工程服务项目,可以为酒吧和中小型精酿工厂客户提供专业的整厂设计,设备制造,安装调试,人员培训等服务。并成功完成了爱尔兰 C&C,英国 Kirkstall,东帝汶 Heineken,美国 CBA,中国燕京,珠江,熊猫精酿等交钥匙工程。年产 100 套精酿糖化,1000 台精酿发酵罐的精酿车间在乐惠宁波工厂投产,专业灌装精酿啤酒的 Craftbottle 和 Craftcan 玻璃瓶易拉罐包装线以及 Keg, Cask 桶装线在乐惠南京工厂批量生产,产品发往世界各地。

图 44：精酿啤酒冲瓶灌装压盖模块机



资料来源：乐惠国际官方公众号,天风证券研究所

图 45：乐惠国际酿酒设备合作方



资料来源：乐惠国际官方公众号,天风证券研究所

乐惠精酿模块化设计制造，节省成本，提高效率。乐惠精酿分为原料处理，糖化，发酵，包装以及配套的公用工程模块，精酿体验工厂还有顾客体验模块，各种规格的产品全部采用 3D 设计，并可以根据客户的要求进行定制化设计。所有产品在工厂进行模块化预组装，在出厂前进行测试后分拆运输至客户现场，然后根据预组装编码进行再组装，一般项目一周内就可以完成现场的安装调试，为客户节省时间和资金。

乐惠与阿里云合作共同打造精酿行业级工业互联网平台。乐惠上云，是制造业企业的一次新尝试，双方将发挥各自领域的优势，推进乐惠国际装备、精酿双主业发展战略。在装备端，依托机械化、自动化、智能化设备，采集过程数据，通过大数据分析技术，打造柔性生产数字孪生系统。在精酿端，推进精酿行业工业互联网平台建设，通过数字化实现行业全面重构，打造精酿行业“云上数字工厂”，创造全新的消费体验方式，真正打通消费者和生产者之间的价值链条，有效解决市场中需求端和供给端的有效平衡问题，更好地服务精酿行业客户及合作伙伴。

图 46：2020 年 6 月乐惠国际精酿啤酒工业互联网平台项目合作签约仪式



资料来源：乐惠国际官方公众号，天风证券研究所

公司在精酿设备领域的充足经验有望为公司啤酒业务提供保障，例如提供更为充足的产能、更低的制造成本、更为高效的酿造效率等。

4. 盈利预测和投资建议

我们预计：

- 1、近两年公司在手订单保持较快增长，在此基础上，公司未来三年的公司啤酒酿造设备和无菌灌装设备收入增速有望和订单增长速度匹配。
- 2、公司精酿啤酒业务产能逐步放量，2021 年公司上海和宁波项目投入生产，2022 年另有南京和杭州的项目投产，精酿啤酒业务有望成为公司业绩新的增长点。

表 3：公司啤酒酿造产能建设和收入预测

		2021E	2022E	2023E
上海	产能（吨）	1800	3000	3000
	收入（百万）	30.6	51	51
宁波	产能（吨）	3000	8000	10000
	收入（百万）	51	136	170
南京	产能（吨）	0	5000	20000
	收入（百万）	0	85	340

杭州	产能 (吨)	0	3000	10000
	收入 (百万)	0	51	170
其他	产能 (吨)	0	5000	10000
	收入 (百万)	0	85	170
合计	产能 (吨)	4800	24000	53000
	收入 (百万)	81.60	408.00	901.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：公司主营业务收入拆分预测 (百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
啤酒酿造设备	749.74	476.99	451.99	488.15	536.96	590.66
YOY	46.97%	-36.38%	-5.24%	8%	10%	10%
无菌灌装设备	190.31	217.34	327.11	425.24	531.55	558.13
YOY	-19.48%	14.20%	50.51%	30%	25%	5%
其他过程设备	23.72	51.77	65.38	71.92	79.11	83.07
YOY	-68.83%	118.25%	26.29%	10%	10%	5%
其他业务	7.11	7.67	7.66	8.04	8.45	8.87
YOY	-20.20%	7.88%	-0.13%	5%	5%	5%
啤酒酿造业务	0	0	0	81.60	408.00	901.00
YOY					400.00%	120.83%
合计	970.88	753.77	852.15	1,074.96	1,564.09	2,141.75
YOY	16.76%	-22.36%	13.05%	26.15%	45.50%	36.93%

资料来源：wind，天风证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年主营收入将实现 10.75、15.64、21.42 亿元，同比增速达 26.15%、45.50%、36.93%。其中：

- 公司以机械设备为主的主业部分有望实现收入 9.93、11.56、12.41 亿元，归母净利润 1.40、2.06、2.74 亿元。
- 公司啤酒酿造业务有望实现收入 8160 万、4.08 亿元、9.01 亿元。

我们按照分部估值法对公司业务进行估值：

1、机械设备为主的业务：公司机械设备所属板块为工业机械，我们对比了该板块与公司营收规模相近的 10 家公司的 PE 估值，2022 年最高为 69 倍，最低为 10 倍，平均值为 23.1 倍。参考可比公司平均 PE 值，公司 2022 年机械设备业务的 2.06 亿利润对应 48 亿市值。

表 5：工业机械板块可比公司估值

代码	名称	2022 年 PE 估值
300604.SZ	长川科技	68.85
300382.SZ	斯莱克	24.83
688518.SH	联赢激光	24.83
300470.SZ	中密控股	21.26
002860.SZ	星帅尔	18.44
002651.SZ	利君股份	18.21
300066.SZ	三川智慧	15.93
300503.SZ	昊志机电	15.48
300421.SZ	力星股份	13.51
688090.SH	瑞松科技	9.68
	平均值	23.10

资料来源：wind，天风证券研究所

2、啤酒酿造业务：我们认为精酿鲜啤产品属于啤酒产品中的消费升级，目前精酿啤酒在啤酒中的比例仍较低，但是发展迅猛，增长空间较大。

我们选取了同样在食品板块属于消费升级的标的妙可蓝多进行比较，我们认为妙可蓝多和乐惠国际具备一定相似性。

- 奶酪浓缩了牛奶中丰富的蛋白质、钙、不饱和脂肪酸、矿物质和维生素等营养成分，奶酪的营养价值高，属于奶制品的消费升级；精酿啤酒口感醇厚，风格复杂多样，香味丰富，营养价值高，相比普通工业啤酒有独特优势。
- 在奶业发达国家，奶酪属于日常饮食，人均年消费量在 15 公斤左右，占乳制品消费量的 70%，甚至同为亚洲国家的日韩，其奶酪人均消费量也分别达到了 2.4 公斤和 3.1 公斤，但是中国人均奶酪消费量仅 0.1 公斤。2018 年，我国精酿啤酒销量为 82.9 万千升左右，占国内啤酒销量的 2.1%；2019 年，精酿啤酒销量占比为 2.4%；相比于美国精酿啤酒占其国内 13% 的销量占比，中国的精酿啤酒市场仍有巨大的发展空间。

妙可蓝多在原先传统奶酪和奶制品业务上推陈出新，拳头零售产品奶酪棒的推出，助力公司在奶酪零售渠道的突破发展。2018 年 1-12 月份，公司奶酪板块实现收入 4.56 亿元，同比增长 135.85%。公司估值在零售端产品取得成果时开始提升。2018-2021 年公司平均 PS 达 5.29 倍，2018-2020 年公司平均 PS 达 4.61 倍。

参考妙可蓝多在零售新品（奶酪棒）推出 3 年内的 PS 估值，我们给予公司 2022 年 4.61 倍 PS，公司 2022 年 4.08 亿精酿啤酒收入对应 19 亿市值。

综上，我们认为公司合理市值为 67 亿元，目标价为 55 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 1、市场需求不及预期。由于文化背景等多种因素的差异，国内精酿啤酒的推广和消费者接受程度达不到欧美国家水平，行业增速放缓。
- 2、原材料成本上升风险。公司机械设备原材料主要为不锈钢，或存在原材料价格持续上涨的风险。精酿啤酒以大麦为原料生产，而大麦主要依靠进口，市场价格波动和汇率波动会一定程度上影响精酿啤酒的成本。
- 3、疫情持续风险。疫情的再次爆发或蔓延会导致精酿酒馆关闭停业，无法创造经营收入，而且精酿酒保质期短，无法堆积库存。
- 4、行业竞争风险。精酿行业作为新兴产业，在初期由于市场不成熟、行业竞争激烈等原因淘汰了一大批创业企业，另一方面随着啤酒龙头企业与国外精酿啤酒企业的加入，该行业将加剧竞争。
- 5、啤酒产能投放不及预期风险。我们预计 2021 年公司上海和宁波项目投入生产，2022 年另有南京和杭州的项目投产，但因公司资金、销售计划等原因，产能投放时间或存在不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	320.73	208.02	88.63	125.13	171.34	营业收入	753.77	852.15	1,074.96	1,564.09	2,141.75
应收票据及应收账款	282.15	164.65	571.44	520.63	841.02	营业成本	537.77	595.33	741.65	1,060.49	1,417.62
预付账款	100.81	73.37	118.23	189.07	208.20	营业税金及附加	7.90	6.35	9.37	13.89	21.42
存货	884.62	748.67	1,023.04	1,215.77	1,540.72	营业费用	29.67	16.37	25.80	41.45	64.25
其他	60.45	254.36	209.17	219.34	238.94	管理费用	100.40	79.75	96.75	140.77	192.76
流动资产合计	1,648.76	1,449.08	2,010.52	2,269.94	3,000.22	研发费用	34.30	36.81	43.00	64.13	89.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	16.09	16.04	13.79	15.31	15.05
固定资产	149.26	226.23	262.49	309.36	349.59	资产减值损失	(48.54)	(7.06)	0.00	0.00	0.00
在建工程	69.21	55.06	69.04	89.42	83.65	公允价值变动收益	(3.74)	5.42	(4.88)	(0.55)	2.00
无形资产	70.61	69.99	67.37	64.74	62.12	投资净收益	11.40	12.93	13.00	12.44	12.79
其他	14.42	15.35	15.06	14.54	14.67	其他	86.47	(23.37)	(16.24)	(23.78)	(29.57)
非流动资产合计	303.51	366.63	413.95	478.07	510.04	营业利润	(17.95)	113.58	152.72	239.94	355.48
资产总计	1,967.74	1,815.70	2,429.62	2,754.88	3,514.27	营业外收入	8.18	13.84	14.00	12.01	10.00
短期借款	315.24	204.62	104.62	110.18	171.07	营业外支出	0.43	7.25	5.00	4.23	5.49
应付票据及应付账款	128.18	111.62	186.21	265.46	315.90	利润总额	(10.19)	120.17	161.72	247.73	359.99
其他	758.61	631.90	1,098.88	1,141.28	1,507.34	所得税	14.62	14.70	19.41	29.73	43.20
流动负债合计	1,202.04	948.13	1,389.71	1,516.91	1,994.31	净利润	(24.81)	105.47	142.32	218.00	316.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	2.13	少数股东损益	0.00	(0.21)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(24.81)	105.67	142.32	218.00	316.79
其他	9.12	10.83	11.00	10.32	10.72	每股收益(元)	(0.21)	0.88	1.18	1.81	2.62
非流动负债合计	9.12	10.83	11.00	10.32	12.85						
负债合计	1,211.16	958.97	1,400.71	1,527.23	2,007.16						
少数股东权益	2.05	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	74.50	74.50	120.70	120.70	120.70	成长能力					
资本公积	510.82	510.82	510.82	510.82	510.82	营业收入	-22.36%	13.05%	26.15%	45.50%	36.93%
留存收益	678.55	786.21	908.21	1,106.95	1,386.41	营业利润	-133.15%	-732.83%	34.47%	57.11%	48.15%
其他	(509.34)	(514.79)	(510.82)	(510.82)	(510.82)	归属于母公司净利润	-163.66%	-525.87%	34.68%	53.18%	45.32%
股东权益合计	756.58	856.73	1,028.91	1,227.65	1,507.11	获利能力					
负债和股东权益总计	1,967.74	1,815.70	2,429.62	2,754.88	3,514.27	毛利率	28.66%	30.14%	31.01%	32.20%	33.81%
						净利率	-3.29%	12.40%	13.24%	13.94%	14.79%
						ROE	-3.29%	12.33%	13.83%	17.76%	21.02%
						ROIC	-0.50%	15.63%	19.56%	23.87%	29.43%
						偿债能力					
						资产负债率	61.55%	52.82%	57.65%	55.44%	57.11%
						净负债率	-0.73%	-0.40%	1.55%	-1.22%	0.12%
						流动比率	1.38	1.53	1.45	1.50	1.51
						速动比率	0.65	0.74	0.71	0.70	0.73
						营运能力					
						应收账款周转率	2.26	3.81	2.92	2.86	3.15
						存货周转率	0.92	1.04	1.21	1.40	1.55
						总资产周转率	0.38	0.45	0.51	0.60	0.68
						每股指标(元)					
						每股收益	-0.21	0.88	1.18	1.81	2.62
						每股经营现金流	1.42	1.35	0.06	1.11	0.61
						每股净资产	6.25	7.10	8.52	10.17	12.49
						估值比率					
						市盈率	-232.37	54.56	40.51	26.45	18.20
						市净率	7.64	6.73	5.60	4.70	3.83
						EV/EBITDA	11.34	16.86	31.74	20.86	14.57
						EV/EBIT	13.31	18.98	34.10	22.12	15.29

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(24.81)	105.47	142.32	218.00	316.79
折旧摊销	23.40	22.79	12.39	15.37	18.15
财务费用	18.53	19.17	13.79	15.31	15.05
投资损失	(3.79)	(12.93)	(13.00)	(12.44)	(12.79)
营运资金变动	173.28	531.06	(143.84)	(101.89)	(265.31)
其它	(15.03)	(502.26)	(4.88)	(0.55)	2.00
经营活动现金流	171.59	163.31	6.78	133.79	73.89
资本支出	31.96	83.03	59.83	80.68	49.60
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(38.70)	(210.47)	(102.07)	(148.96)	(87.92)
投资活动现金流	(6.73)	(127.44)	(42.24)	(68.28)	(38.32)
债权融资	315.24	204.62	104.62	110.18	173.20
股权融资	(14.19)	(21.49)	36.38	(15.31)	(15.05)
其他	(472.53)	(306.12)	(224.93)	(123.88)	(147.51)
筹资活动现金流	(171.48)	(122.99)	(83.93)	(29.01)	10.65
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(6.62)	(87.12)	(119.39)	36.50	46.21

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com