

乐惠国际(603076)

精酿啤酒业务战略明晰，第二主业即将腾飞

——乐惠国际深度报告

深度报告

行业公司研究——专用设备

证券研究报告

投资要点

□ **中国精酿啤酒渗透率 2.2%，2025 年提升至 6.7%，5 年行业 CAGR 为 26%**

2020 年中国精酿啤酒渗透率仅为 2.2%，对比美国 12.3% 的渗透率提升空间很大。2020 年中国精酿啤酒消费量 8.3 亿升，到 2025 年渗透率提升至 6.7%，对应消费量 26 亿升，CAGR 为 26%。2020 年中国精酿啤酒零售端市场规模 332 亿元，出厂端市场规模 92 亿元，预计 2025 年零售端可达 1040 亿元，CAGR 为 26%；出厂端可达 385 亿元，CAGR 为 33%。

□ **公司精酿啤酒短期产能规划 5.3 万吨，收入可达 9.3 亿元，CAGR 为 127%**

精酿啤酒短期产能规划 5.3 万吨，预计 2023 年建成，投产后可实现 9.3 亿元收入，四年 CAGR 为 127%。其中代工占比 55%，自有品牌占比 45%。预计到 2025 年实现净利润 1.5 亿元，精酿啤酒综合毛利率达到 44%，净利率达到 17%。

□ **公司自有品牌、产能规划和渠道开拓已经就绪，精酿啤酒业务蓄势待发**

自有品牌：与华与华合作创立“鲜啤 30 公里”自有品牌，目前采用“鲜啤 30 公里”包装的易拉罐产品、外观设计的鲜酒售卖机和打酒站均已开始运营。

产能规划：目前上海佘山工厂（3000 吨）在产，宁波大目湾工厂（1 万吨）于 9 月底投产，杭州工厂（1 万吨）已进入设计阶段，南京工厂（3 万吨）产能正有序推进。长期规划十年“百城百厂”，远期产能接近 100 万吨，成长空间很大。

渠道开拓：与盒马鲜生合作为其提供鲜啤 ODM 服务，自 3 月上市一直供不应求。已开始建立多元化销售渠道，包括对商超、餐饮、电商等进行了前期铺设。

□ **核心优势：依托母公司建厂和设备优势，可实现精酿鲜啤低成本配送**

产品定位“精酿+鲜啤”，与竞争对手以熟啤为主产品体系形成差异化；依托母公司生产设备和交钥匙建厂能力的优势，实现较低成本的精酿鲜啤配送和销售；通过基于阿里云的精酿啤酒管理软件，实现从采购、生产、销售等全流程管理。商业模式短期难以被模仿，既借鉴波斯顿啤酒成功经验，又进行本土化创新。

□ **盈利预测及估值**

预计 2021~2023 年净利润分别为 1.3/1.9/2.7 亿元，增速为 25%/43%/41%，对应 PE 为 31/22/16。采用分部估值法：给予设备业务 2023 年 20 倍 PE，对应估值为 38 亿元；给予精酿啤酒业务 2023 年 10 倍 PS，对应估值约为 48 亿元。预计公司 2023 年整体估值为 86 亿元，对应 PE 为 32 倍。维持买入评级。

风险提示：1) 亚非拉疫情控制不力；2) 精酿啤酒业务进展不及预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	852	1114	1592	2178
(+/-)	13.1%	30.7%	42.9%	36.8%
净利润	106	132	188	265
(+/-)	29.4%	24.7%	42.8%	40.8%
每股收益(元)	0.9	1.1	1.6	2.2
P/E	39	31	22	16
ROE	13.1%	13.9%	16.7%	19.5%
PB	5	4	3	3

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 34.17

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

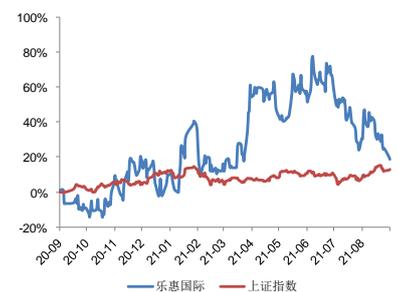
执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李锋

执业证书号：S1230517080001

lifeng1@stocke.com.cn



相关报告

1 《【乐惠国际】深度：啤酒酿造设备龙头，转型精酿啤酒打开成长空间》
2020.12.02

投资故事

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2021~2023 年公司营业收入 11/16/22 亿元,同比增长 31%/43%/37%。其中设备收入分别为 10.7/13.5/16.9 亿元,增速为 27%/26%/25%;精酿啤酒业务收入分别为 0.35/2.3/4.8 亿元,增速为 -/566%/105%。

预计 2021~2023 年公司净利润分别为 1.3/1.9/2.7 亿元,增速为 25%/43%/41%,对应 PE 为 31/22/16。其中设备业务净利润分别为 1.3/1.6/1.9 亿元,增速为 21%/24%/22%;精酿啤酒业务净利润为 377/2932/7142 万元,增速为 -/678%/144%。

采用分部估值法:给予乐惠设备业务 2023 年 20 倍 PE 估值,则 2023 年设备部分估值为 38 亿元。给予乐惠精酿啤酒业务 2023 年 10 倍 PS,则 2023 年公司精酿啤酒业务估值为 48 亿元。综合设备业务和精酿啤酒业务估值,预计公司 2023 年估值为 86 亿元,对应 PE 为 32 倍。维持买入评级。

● 关键假设

- 1) 预计啤酒设备/无菌灌装设备/白酒设备未来3年在手订单CAGR为5%/23%/132%
- 2) 宁波大目湾工厂9月底顺利投产;杭州工厂、南京工厂分别于2022年下半年、2023年上半年投产
- 3) 随着产能逐步投产,公司精酿啤酒业务中代工比例下降,自有品牌(包括中餐厅)比例提升

● 我们与市场的观点的差异

市场普遍认为公司从制造业转型消费品难度大,我们认为公司产品定位“精酿+鲜啤”,与竞争对手以熟啤为主产品体系形成差异化;能够依托母公司生产设备和交钥匙建厂能力的优势,实现较低成本的精酿鲜啤的配送和销售;通过基于阿里云的精酿啤酒管理软件,实现从采购、生产、销售和财务等全流程管理;渠道开拓上即饮和零售并重;代工和自有品牌齐头并进。公司目前的商业模式短期内难以被竞争对手模仿,假以时日成功可期;这些商业模式既借鉴了波斯顿啤酒等海外公司成功的经验,又做了本土化创新,成功也有迹可循。

市场普遍认为公司前期为盒马鲜生代工的盈利能力较低,我们认为公司代工渠道前期在消化产能,加速公司现金流周转方面有重要意义,未来可以通过自有品牌占比提升、原材料采购规模化效应和精益管理来提升净利率。公司携手华与华打造“鲜啤 30 公里”自有品牌,未来将在全国范围内进行推广;随着宁波、杭州和南京等工厂逐步投产,公司的产能有望从 3000 吨/年上升至 53000 吨,在原材料采购方面的规模效应将会更加明显。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 宁波、杭州、南京等城市体验工厂投产; 2) 即饮和零售重要渠道突破; 3) 自有品牌收入占比明显提升

● 投资风险

- 1) 亚非拉地区新冠疫情控制不力导致海外啤酒设备订单持续低于预期
- 2) 精酿啤酒业务处于前期开拓阶段,精酿啤酒业务发展可能低于预期。

正文目录

1. 精酿啤酒代表消费升级方向，国内有望成长为超千亿市场	6
1.1. 精酿啤酒具备高品质、多品种、个性化和社交属性，是消费升级方向	6
1.2. 全球啤酒量跌价升，啤酒消费向以精酿啤酒为代表高端产品升级	7
1.3. 中国精酿啤酒渗透率仅为 2.2%，预计五年行业 CAGR 为 33%	9
2. 精酿啤酒战略逐渐清晰，2021 年将成为公司精酿啤酒元年	13
2.1. 产品定位：“精酿+鲜啤”，携手华与华打造自有品牌“鲜啤 30 公里”	13
2.2. 产能布局：城市周边建设 1 万吨体验工厂，力争十年建成百城百厂	14
2.3. 渠道开拓：即饮与零售渠道并重，ODM 与自有品牌齐头并进	16
3. 依托母公司建厂和设备优势，商业模式短期内难被同行模仿	17
3.1. 母公司具备交钥匙建厂能力，可配合 ODM 客户全国扩张战略	17
3.2. 母公司具备设备生产能力，能够实现较低成本的精酿鲜啤销售	18
3.3. 与阿里云合作开发精酿啤酒管理软件，可实现全流程线上管理	19
4. 对比波斯顿啤酒，公司精酿啤酒业务的成功有迹可循	21
4.1. 波斯顿啤酒专注于精酿啤酒业务，2020 年收入超过百亿元	21
4.2. 与美国偏好家庭自饮相比，中国餐饮渠道啤酒消费量高于零售场景	23
4.3. 既有海外经验借鉴，又有本土化创新，乐惠国际精酿业务成功可期	24
5. 投资建议	27
5.1. 盈利预测	27
5.2. 估值分析	31
5.3. 投资建议	32
6. 风险提示	32
6.1. 亚非拉地区新冠疫情控制不利，导致设备订单增长不及预期	32
6.2. 精酿啤酒业务处于前期开拓阶段，精酿啤酒业务进展不及预期	32

图表目录

图 1: 艾尔工艺和拉格工艺酵母发酵方式不同	6
图 2: 2012-2020 年全球啤酒消费量 CAGR 为-0.1%	7
图 3: 2012-2020 年全球啤酒行业收入 CAGR 为 2.8%	7
图 4: 2012-2019 年全球啤酒人均消费量 CAGR 为-0.1%	8
图 5: 2012-2019 年全球啤酒消费人均支出 CAGR 为 2.7%	8
图 6: 2012-2019 年中国啤酒均价 CAGR 约为 2%	8
图 7: 全球餐饮和居家渠道啤酒消费价格稳步上升	8
图 8: 2013 年中国高档啤酒占比约为 4%	9
图 9: 2018 年中国高档啤酒占比上升至 10%	9
图 10: 2020 年美国啤酒产量 220 亿升，同比下滑 2.9%	9

图 11: 2020 年美国精酿啤酒产量 27 亿升, 同比下滑 12.2%	9
图 12: 2020 年美国精酿啤酒消费量 27 亿升, 中国 8.3 亿升	10
图 13: 2020 年美国精酿啤酒渗透率 12.3%, 中国渗透率 2.2%	10
图 14: 1985-1994 年和 2010 年以后是美国精酿啤酒发展的两次提速期	10
图 15: 2018 年以后国内精酿啤酒新注册品牌呈现井喷式增长	11
图 16: 公司精酿啤酒业务整体发展战略逐渐清晰	13
图 17: 采用“鲜啤 30 公里”的包装的易拉罐产品	14
图 18: 采用“鲜啤 30 公里”的外观设计的鲜酒售卖机	14
图 19: “鲜啤 30 公里”的鲜啤打酒站已开始营业	14
图 20: “鲜啤 30 公里”品牌宣传海报	14
图 21: 上海 3000 吨城市精酿啤酒啤酒工厂	15
图 22: 宁波大目湾 1 万吨旗舰工厂	15
图 23: 公司上海、宁波、杭州和南京城市体验工厂厂址布局	15
图 24: 公司玻璃瓶包装线	17
图 25: 公司易拉罐热灌生产线	17
图 26: 一代圆形款智能售酒机	18
图 27: 二代“鲜啤 30 公里”鲜酒售卖机	18
图 28: 完整的啤酒酿造生产线流程复杂, 初始设备投资大	19
图 29: CuteBrew 仅包含形成啤酒风味的发酵环节	19
图 30: 高阻隔 pet 啤酒桶, 可最大程度保证鲜啤酒风味	19
图 31: 不锈钢 Keg 桶, 巴氏杀菌后会导致啤酒风味的变化	19
图 32: 基于阿里云 AIoT 的中国首家精酿啤酒工业互联网平台	20
图 33: 波士顿啤酒过去五年收入 CAGR 为 12.6%	21
图 34: 2020 年净利率、毛利率分别为 11%、47%	21
图 35: 四个主要啤酒厂位于美国东部	21
图 36: 五个较小的本地啤酒厂分散各地	21
图 37: 参与最新鲜啤酒计划分销商数不断扩大	22
图 38: 直接与啤酒工厂连接的 Taproom 酒吧	22
图 39: 2020 广告、促销和销售费用增长 26%	22
图 40: 美国消费者自饮比例更高	23
图 41: 中国消费者现饮渠道的消费场景偏好	23
图 42: 中国高端啤酒不同场景消费量 (单位: 亿升)	23
图 43: 中国餐饮细分市场规规模 (单位: 亿元)	23
图 44: 美国酒吧数量正在减少	24
图 45: 中国酒吧数量有望超过美国	24
图 46: 波士顿啤酒与乐惠酒厂设置	24
表 1: 精酿啤酒和工业啤酒的工艺区别	6
表 2: 常见精酿啤酒风格和代表品牌	7
表 3: 不同档次啤酒类别毛利率估算	9
表 4: 预计 2025 年中国精酿啤酒零售市场规模超千亿, CAGR 为 26%; 出厂端市场规模 385 亿元, CAGR 为 33%	11
表 5: 精酿啤酒与工业啤酒的区别	13
表 6: 鲜啤酒与熟啤酒的区别	13
表 7: 公司计划开拓的两大类渠道	16

表 8: 公司六类渠道与渠道性质对应关系	16
表 9: 公司是在啤酒装备领域全球少数几个具备整厂交钥匙能力的企业之一	17
表 10: 美国精酿品牌收入与分销范围	25
表 11: 预计 2021~2023 公司设备业务在手订单 CAGR 21%	27
表 12: 预计 2021~2023 设备业务净利润 CAGR 22%	28
表 13: 预计到 2025 年公司精酿啤酒产能 5.3 万吨, 收入 9.3 亿	29
表 14: 主要啤酒上市公司 2020 年和 2021 年上半年毛利率和净利率水平	29
表 15: 预计到 2025 年公司精酿啤酒业务实现净利润 1.5 亿元	30
表 16: 公司细分业务盈利预测拆分汇总	30
表 17: 乐惠国际与可比公司关键估值指标对比	31
表 18: 主要啤酒上市公司营收增速和 PS 情况	31
表附录: 三大报表预测值	33

1. 精酿啤酒代表消费升级方向，国内有望成长为超千亿市场

1.1. 精酿啤酒具备高品质、多品种、个性化和社交属性，是消费升级方向

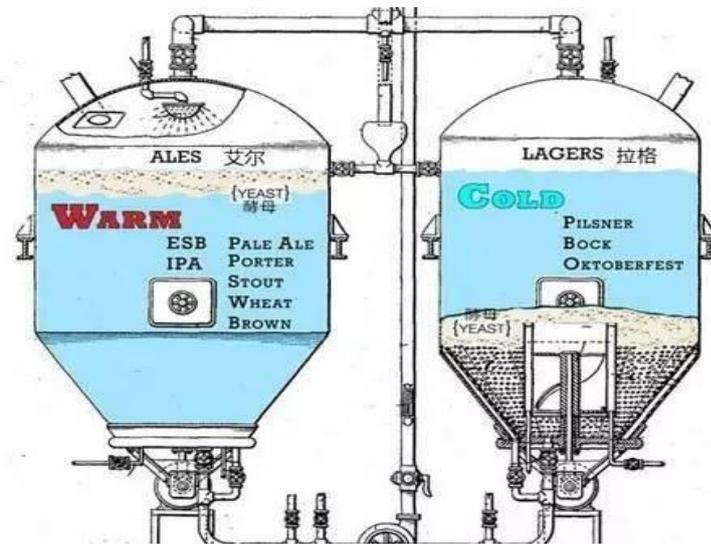
与工业啤酒相比，精酿啤酒用料严格、发酵时间长，口感浓郁厚重，品质更好。精酿啤酒一般只使用麦芽、啤酒花、酵母和水来酿造；工业啤酒中往往会添加成本较低玉米、大米等辅料，会使啤酒口味变淡；精酿啤酒一般采用上部发酵的艾尔工艺，发酵时间达到 1 个月左右，啤酒发酵充分，麦芽汁浓度更高，风味更为浓郁；工业啤酒一般采用下部发酵的拉格工艺，发酵时间 7 天左右，发酵不会特别充分，导致麦芽汁浓度含量低，风味也更为清淡。

表 1：精酿啤酒和工业啤酒的工艺区别

	精酿啤酒	工业啤酒
原材料	只使用麦芽、啤酒花、酵母和水	经常会添加玉米、大米等辅料
发酵工艺	艾尔工艺，上部发酵，发酵温度控制在 10-20℃	拉格工艺，下部发酵，发酵温度控制在 10℃ 以下
发酵时间	1-2 个月	7 天左右
产量不同	低产，年产量不超过 600 万	年产量是精酿啤酒十几倍或几十倍

资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

图 1：艾尔工艺和拉格工艺酵母发酵方式不同



资料来源：互联网公开资料、浙商证券研究所整理

精酿啤酒风格种类各异，全球有超过 100 多种风格的精酿啤酒。精酿啤酒厂至少从起步开始一定是超小型的，在保证高质量的同时也强调创新（在酿酒原料、酿酒方式上创新，如巧妙使用各种辅料、各种发酵微生物、用各种橡木桶陈酿啤酒等），强调多元化、小型化、特色化和本土化。

精酿啤酒在生产过程中会使用一些香料、水果、坚果等来增加啤酒的风格而不是为了降低成本。可酿造出来的风格种类各异，有香气袭人的小麦啤酒、厚重的黑啤酒、琥珀啤酒以及水果啤酒等。常见的精酿啤酒风格有小麦风味、艾尔风味、拉格风味和世涛风味等。

表 2：常见精酿啤酒风格和代表品牌

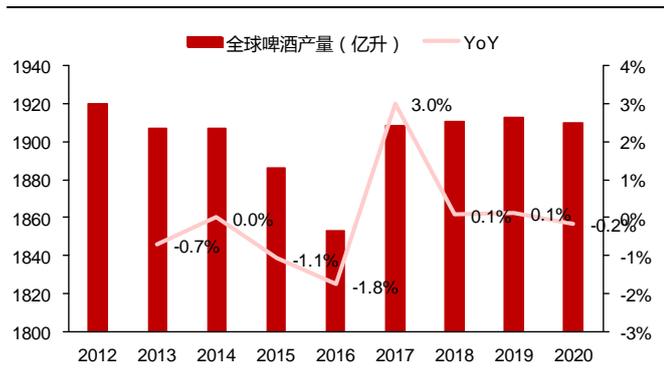
啤酒风味	工艺特征	代表品牌	种类	特点
小麦风味	啤酒花投放少、低酒精度和苦味度；大众口味，不宜存放	维森、福佳白、鹅岛城市 312 小麦	德式小麦	有强烈的香蕉或丁香香气
			比利时小麦	酒体略微浑浊，有比较明显的芫荽子、橙皮和蜂蜜香气
			美式小麦	浓郁的麦香香气
淡色拉格	口味淡，添加大米或玉米等辅料	科罗娜	美式淡色拉格	轻微的麦香味
艾尔风味	啤酒花投入多，酒精度和苦味度更高	艾尔史密斯	美式 IPA	有橙子、柚子等柑橘属香气，苦味高，香气比英式更浓郁
		大蜥蜴 IPA	英式 IPA	有橙子、柚子为主的柑橘属香气，苦味度高
		树屋朱利叶斯	混浊 IPA	香气更加浓郁，苦味度低
修道院风味	口味比较清爽、酒精度低、	罗斯福 6 号	双料	深红铜色酒体，麦芽甜香，有巧克力、焦糖和水果香气
		西麦尔	三料	深黄或金黄酒体，复杂而明显辛香、花果香
		罗斯福 10 号	四料	深棕色，伴有烘烤面包、焦香、黑色浆果的香气
水果风味	添加水果或果汁	摩西亚、皇家尼布鲁	西打	苹果及其他水果风味明显，低酒精度
世涛风味	使用烘烤后大麦酿造	迷失海岸、BREWDOG	牛奶世涛	酒体浅棕色或浅褐色，有烘焙咖啡、焦糖和深色巧克力香气
酸啤风味	非封闭发酵或增加酸味发酵物，	兰比克、贵兹、柏林酸小麦、古斯	欧洲酸艾尔 美国野菌艾尔	发酵程度高，气泡感明显，味道中带有明显酸味

资料来源：互联网公开资料、浙商证券研究所整理

1.2. 全球啤酒量跌价升，啤酒消费向以精酿啤酒为代表高端产品升级

过去 8 年全球啤酒消费量持续下跌，CAGR 为 -0.1%；啤酒行业收入继续增长，CAGR 为 2.8%。2020 年全球啤酒行业产量约为 1910 亿升，同比下降 0.2%，啤酒行业下行压力明显，过去 8 年 CAGR 为 -0.1%。而 2020 年全球啤酒行业收入为 6232 亿美元，过去 8 年 CAGR 为 2.8%。以精酿啤酒为主的高端啤酒提供了收入增长，预计 2020-2025 年 CAGR 为 8.1%。

图 2：2012-2020 年全球啤酒消费量 CAGR 为 -0.1%



资料来源：Statista、浙商证券研究所

图 3：2012-2020 年全球啤酒行业收入 CAGR 为 2.8%



资料来源：Statista、浙商证券研究所

全球啤酒人均消费量下降而人均支出总体逆势上升，啤酒产品高端化趋势显现。根据 Statista 数据，2019 年全球人均啤酒支出为 88.3 美元，同比增长 4.4%，为近年最大增长，过去七年 CAGR 约为 2.7%。啤酒每升价格从 2012 年的 2.56 美元上升至 3.32 美元。

在全球啤酒产量下降的背景下，全球啤酒价格稳定增长，高端啤酒消费趋势明显，且增速十分稳定。

2020年受新冠疫情影响，全球啤酒人均消费量24.21升，同比下滑7.8%；全球人均啤酒消费支出78.9美元，同比下滑11%。

图 4：2012-2019 年全球啤酒人均消费量 CAGR 为-0.1%



资料来源：Statista、浙商证券研究所

图 5：2012-2019 年全球啤酒消费人均支出 CAGR 为 2.7%



资料来源：Statista、浙商证券研究所

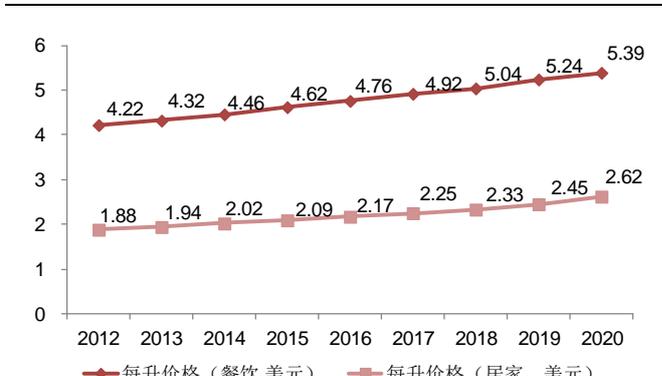
中国啤酒每升价格总体保持增长，消费升级初见端倪。根据中国酒业协会发布的啤酒销售收入和产量数据，我们测算出中国啤酒每升价格顺应了全球啤酒价格的上升趋势，2018年由于受到果汁饮料、果味啤酒、预调酒等替代品大力冲击，加之国内啤酒商减产提价，2018年啤酒销售收入有所下滑，但啤酒价格整体仍旧保持上升趋势，从2012年的每升3.5元/升，上升至2019年4.0元/升，CAGR约为2%。

图 6：2012-2019 年中国啤酒均价 CAGR 约为 2%



资料来源：中国酒业协会、浙商证券研究所

图 7：全球餐饮和居家渠道啤酒消费价格稳步上升

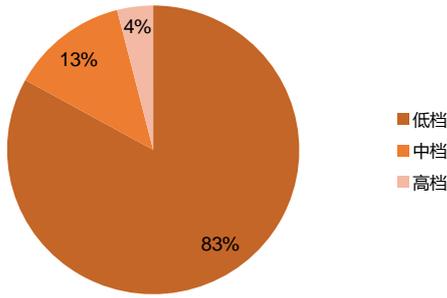


资料来源：Statista、浙商证券研究所

国内啤酒消费结构正趋于高端化。中国啤酒产量逐年下滑，一定程度上由于中国人均收入和消费者健康意识的提高，而这也为中国高端啤酒发展提供了机遇。根据欧睿数据显示，中国高端啤酒消费比重正不断攀升，从13年的3.79%提升至18年的10.01%，5年CAGR为21.4%。

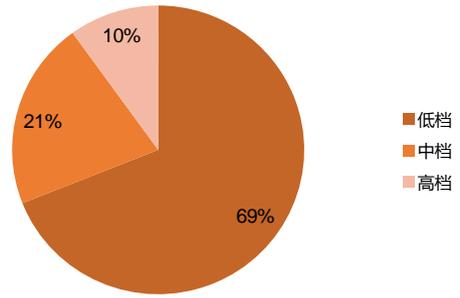
精酿啤酒品质高、风格多样，价格相比传统工业啤酒的更贵，代表啤酒行业消费升级方向。传统工业啤酒走薄利多销的商业模式，采取价格竞争。精酿啤酒以质取胜，不以规模化生产以降低成本，因而高定价带来更高的利润率。2020年美国啤酒利润率为2.7%，精酿啤酒利润率为4%。根据BCG的研究，超高档/高档/中档啤酒单位销量产生的毛利润分别为低档啤酒利润率的9倍/5倍/1.6倍。

图 8：2013 年中国高档啤酒占比约为 4%



资料来源：欧睿、浙商证券研究所

图 9：2018 年中国高档啤酒占比上升至 10%



资料来源：欧睿、浙商证券研究所

表 3：不同档次啤酒类别毛利率估算

啤酒类别	价格	毛利率	占比
低档	3-4 元	35%	54.5%
中档	4-6 元	低档*1.6	35.4%
高档	8-10 元	中档*5	9.6%
超高档	15 元以上	高档*9	0.5%

资料来源：BCG，浙商证券研究所

1.3. 中国精酿啤酒渗透率仅为 2.2%，预计五年行业 CAGR 为 26%

2019 年美国精酿啤酒消费量占比 13.7%，销售收入占比 25%。根据美国酿酒协会数据，2019 年美国精酿啤酒销量约为 31 亿升，约占啤酒整体消费量 227 亿升的 13.7%；2019 年精酿啤酒销售额为 244 亿美元，约占啤酒整体销售额 968 亿美元的 25.2%。

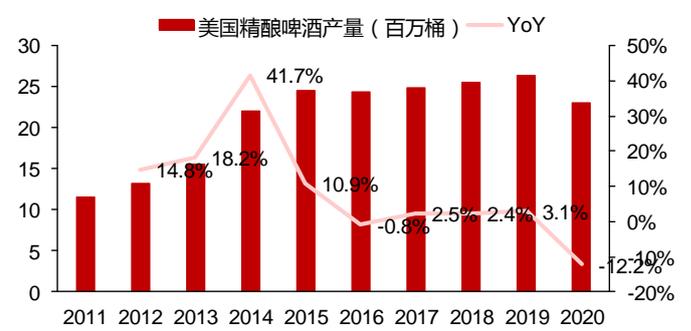
2020 年受新冠疫情的不利影响，美国精酿啤酒销量约为 27 亿升，约占啤酒整体消费量 220 亿升的 12.30%；2020 年精酿啤酒销售额为 222 亿美元，约占啤酒整体销售额 941 亿美元的 23.6%。

图 10：2020 年美国啤酒产量 220 亿升，同比下滑 2.9%



资料来源：Brewers association、浙商证券研究所

图 11：2020 年美国精酿啤酒产量 27 亿升，同比下滑 12.2%

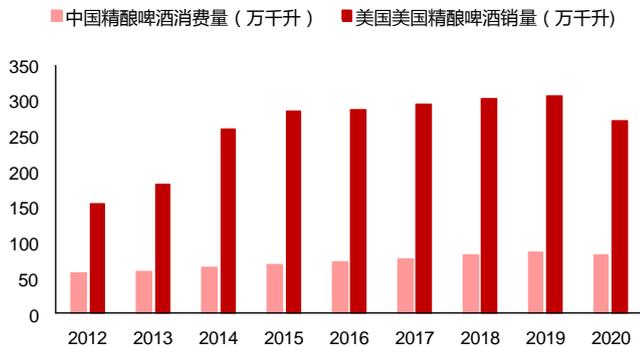


资料来源：Brewers association、浙商证券研究所

2019 年中国精酿啤酒消费量占比仅为 2.2%，2020 年受新冠疫情影响，精酿啤酒消费量占比维持在 2.2%。根据前瞻产业研究院和中国酒业协会数据的数据，2019 年中国精

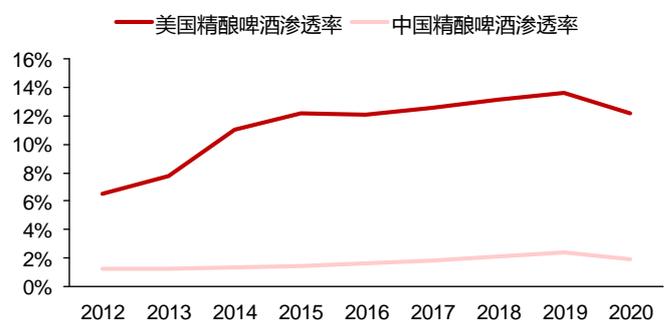
酿啤酒销量约为 8.7 亿升，约占啤酒整体消费量 392 亿升的 2.23%。2020 年受新冠疫情的不利影响，中国精酿啤酒销量约为 8.3 亿升，约占啤酒整体消费量 383 亿升的 2.17%。

图 12：2020 年美国精酿啤酒消费量 27 亿升，中国 8.3 亿升



资料来源：BA、前瞻产业研究院、浙商证券研究所

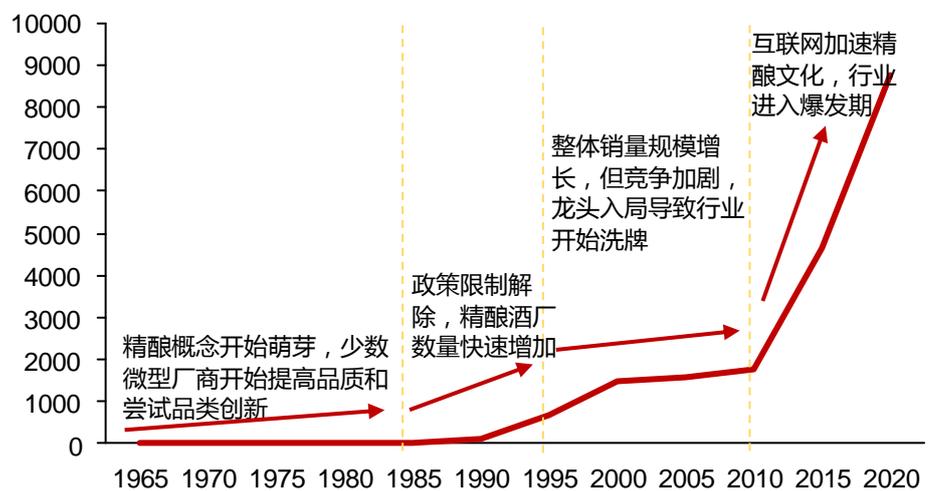
图 13：2020 年美国精酿啤酒渗透率 12.3%，中国渗透率 2.2%



资料来源：BA、前瞻产业研究院、浙商证券研究所

1985-1994 年和 2010 年以后是美国精酿啤酒发展的两次提速期。美国精酿啤酒自 1968 年以来已有 56 年发展历史，其中 1985-1994 年和 2010 年以后是其精酿啤酒发展的提速期。1985 年-1994 年美国政府对精酿啤酒限制，酒厂数量短短 10 年翻了 10 倍，波士顿啤酒、鹅岛、布鲁克林等日后精酿啤酒龙头也诞生于这一时期；2010 年后互联网和手机的快速普及有利于精酿啤酒文化加速传播，美国精酿啤酒市场进入二次爆发期。独立精酿啤酒厂家数量由 2010 年 1758 家上升至 2020 年 8764 家，精酿啤酒的产量也从 10 亿升上升至 23 亿升，翻了 1 倍多。

图 14：1985-1994 年和 2010 年以后是美国精酿啤酒发展的两次提速期



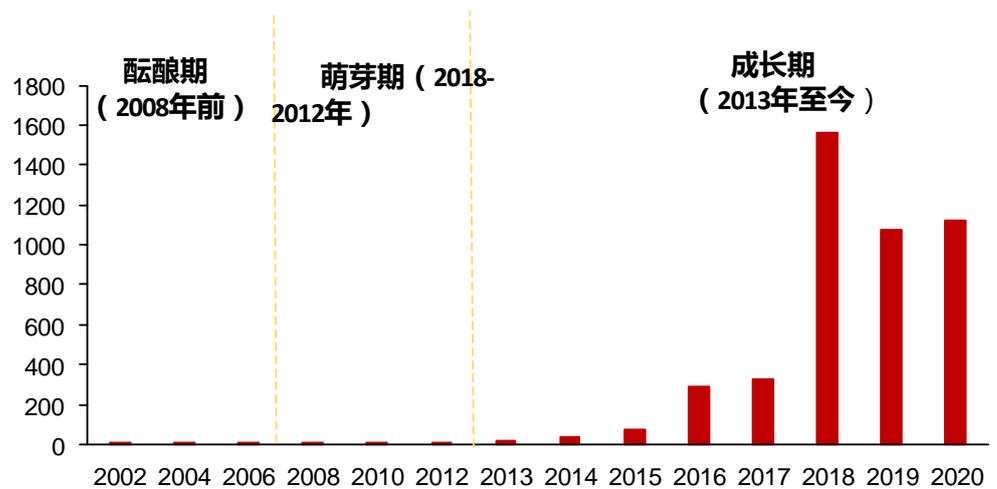
资料来源：美国酿酒协会、浙商证券研究所整理

政策限制放松叠加互联网红利释放，中国精酿啤酒渗透率有望快速提升。2019 年 5 月，由中国酒业协会发布的《工坊啤酒及其生产规范》团体标准正式发布，并于 2019 年 10 月正式开始实施，精酿啤酒开始有了行业标准；2019 年 11 月，国家发改委修订发布《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，取消了啤酒行业“生产能力小于 18000 瓶/小时的啤酒灌装生产线”（属限制类）和“生产能力 12000 瓶/小时以下的玻璃瓶啤酒灌装生产

线”(属淘汰类)的规定,为小型精酿啤酒作坊的运营打开了空间。2015年我国仅有拥有精酿啤酒企业74家,2016年增长到293家,截止2020年,我国精酿啤酒企业数量已接近5000家。

中国线上啤酒消费呈现爆发式增长。根据阿里平台数据,2020年1-6月啤酒线上销售额11.5亿元,同比增长63.2%;盒马鲜生数据显示,2021年6月其主打30分钟冷链到家的鲜啤销售额比去年同期增长了600%。而青岛啤酒2020年现饮渠道销量比重已从60%降低到45%,非现饮渠道的比重则提升了15%。

图 15: 2018 年以后国内精酿啤酒新注册品牌呈现井喷式增长



资料来源: 观研天下、浙商证券研究所整理

预计到2025年中国精酿啤酒消费量可达26亿升,渗透率为6.7%;精酿啤酒零售市场规模可达1040亿元,五年CAGR为26%;精酿啤酒出厂市场规模可达385亿元,五年CAGR为33%。

预计中国啤酒整体消费量受新冠疫情的不利影响逐渐消退,2021/2022年会迎来小幅反弹,但长期来看仍处于下降通道。考虑到政策限制放松叠加互联网红利释放,我们预计中国精酿啤酒渗透率将由2020年的2.2%快速上升至2025年6.7%。假设精酿啤酒零售价为40元/升,预计到2025年精酿啤酒零售端市场规模为1040亿元,五年CAGR为26%;如果按照3-4倍的零售加价率计算,则对应出厂端精酿啤酒市场规模为385亿元,五年CAGR为33%。

表 4: 预计 2025 年中国精酿啤酒零售市场规模超千亿, CAGR 为 26%; 出厂端市场规模 385 亿元, CAGR 为 33%

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
啤酒消费量 (亿升)	394	392	383	386	392	391	390	388
yoy	-1.9%	-0.4%	-2.4%	1%	1.50%	-0.20%	-0.40%	-0.50%
精酿啤酒消费量 (亿升)	8.3	8.7	8.3	9.7	11.8	15.7	20.3	26.0
yoy	6.7%	5.3%	-5.0%	16.5%	21.8%	33.1%	29.5%	28.2%
精酿啤酒渗透率	2.1%	2.2%	2.2%	2.5%	3.0%	4.0%	5.2%	6.7%
啤酒零售单价 (元/升)	13.4	14.2	14.4	15	15.6	16.4	17.4	18.4
yoy		6.0%	1.4%	4.2%	4.0%	5.1%	6.1%	5.7%

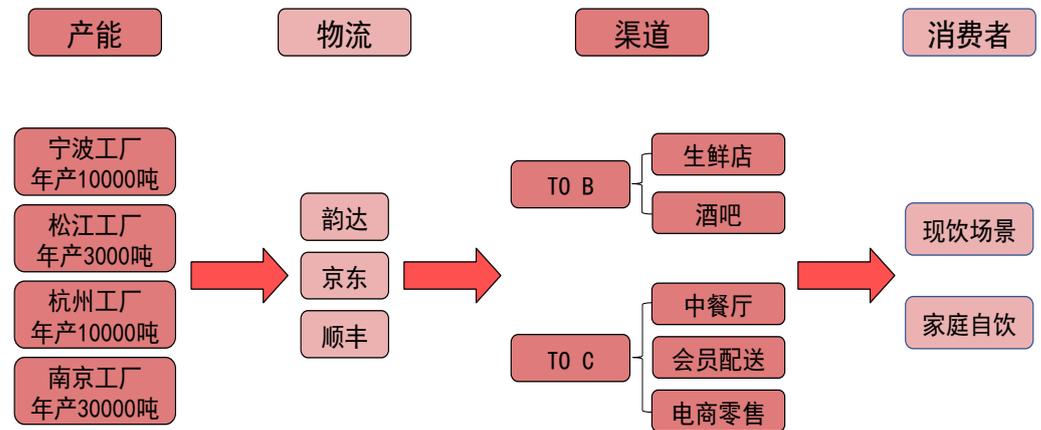
啤酒市场规模(亿元)	5275	5569	5509	5796	6119	6420	6784	7138
yoy		5.6%	-1.1%	5.2%	5.6%	4.9%	5.7%	5.2%
精酿啤酒零售单价(元/升)	40	40	40	40	40	40	40	40
精酿啤酒市场规模-零售(亿元)	332	349	332	386	471	626	811	1040
yoy		5.3%	-5.0%	16.5%	21.8%	33.1%	29.5%	28.2%
精酿啤酒加价倍数	4.0	3.8	3.6	3.4	3.2	3.0	2.8	2.7
精酿啤酒市场规模-出厂(亿元)	83	92	92	114	147	209	290	385
yoy		10.9%	0.2%	23.4%	29.4%	41.9%	38.7%	33.0%

资料来源：中国酒业协会、前瞻产业研究院、浙商证券研究所

2. 精酿啤酒战略逐渐清晰，2021 年将成为公司精酿啤酒元年

公司精酿啤酒业务产品定位为精酿鲜啤，产能布局以 1 万吨城市体验工厂为主，力争 10 年达成百城百厂，渠道开拓时即饮和零售渠道并重，ODM 与自有品牌齐头并进。

图 16：公司精酿啤酒业务整体发展战略逐渐清晰



资料来源：华与华公众号、浙商证券研究所整理

2.1. 产品定位：“精酿+鲜啤”，携手华与华打造自有品牌“鲜啤 30 公里”

产品定位最高端：“精酿+鲜啤”。 啤酒中鲜啤优于熟啤，精酿啤酒优于工业啤酒。鲜啤酒是指包装后不经巴氏灭菌的啤酒，其味道鲜美，但容易变质，不易保存。熟啤酒是指经过巴氏灭菌、过滤后的啤酒，酒中的酵母已被加温杀死，不会继续发酵，因而稳定行好，可存放较长时间或与外地销售。精酿啤酒从原材料的选择和发酵时间上相比工业啤酒更加严格，其风格多样，香气浓郁，品质好于大多数工业啤酒。

公司黄总对好啤酒有自己的坚持：“我们要生产真正用麦芽、酵母、水、啤酒花酿造出来的啤酒，不经过巴氏杀菌或瞬时高温杀菌，保留活性酵母和啤酒最完整的营养；好啤酒的本质是新鲜，保证在口感最好的时候，让顾客喝到，因为啤酒好喝不好喝，顾客一口就能喝出来”。

表 5：精酿啤酒与工业啤酒的区别

啤酒类别	原材料	发酵时间及产量	风味
工业啤酒	添加大米、玉米等辅料	一般 7 天左右，年产量往往是一个精酿口感淡、气泡多、麦芽汁浓度低、啤酒花啤酒厂的十几倍或几十倍。	含量少，酒精度低，风格单一
精酿啤酒	纯麦芽、啤酒花、酵母和水，时间长达 2 个月。 不添加辅料	一般超过 20 天，最传统的精酿啤酒发酵香气浓郁，高含量麦芽汁，厚重饱满的口感，酒精度高，可以在啤酒中加入很多不同产量的原料，让啤酒的口味出现无限多的可能性。 产量小。美国要求精酿啤酒年产量不超过 600 万桶。	

资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

表 6：鲜啤酒与熟啤酒的区别

啤酒类别	生产工艺区别	保质期	风味
鲜啤酒	酒液不经过巴氏灭菌法处	鲜啤酒常温保质期只有 7 天低温下可保 鲜啤酒营养丰富，除含有酒精和二氧化碳理，保存了一部分营养丰富存 3 天左右，0℃-5℃冷藏可保存一个月外，还含有多种氨基酸，维生素，糖类，	

	的酵母菌	左右。	无机盐等成分，可成为菜和水果的代用品
熟啤酒	经过巴氏灭菌法处理，酵母熟啤酒一般保质期在 120 天左右，稳定被加温杀死，不会继续发酵性好		高温灭菌多使啤酒在色泽、澄清度、口味、营养性等方面都发生变化，最明显的是失去了啤酒新鲜口味

资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

与华与华合作，打造全国性自有品牌“鲜啤 30 公里”。根据华与华官方微信公众号消息：为乐惠国际精酿啤酒业务量身打造的全国品牌“鲜啤 30 公里”已经正式推出。该品牌旨在以 30 公里为半径建城市酒厂，把酒厂酿造的新鲜啤酒通过最近距离的送到消费者桌上，让其能够喝到新鲜的精酿啤酒，并创造了“酒厂越近越新鲜，30 公里硬指标”的品牌谚语。其核心是以距离来定义新鲜。

“鲜啤 30 公里”品牌于 5 月 12 日已在亚洲国际精酿啤酒展览会上首次亮相，相关的三款易拉罐产品也已经在自有品牌渠道上市，采用“鲜啤 30 公里”外观设计的二代鲜酒售卖机已经开始投放，位于上海永康路“鲜啤 30 公里”城市中心打酒站已经正式营业，后续公司与华与华合作的其他经营活动的落地。

图 17：采用“鲜啤 30 公里”的包装的易拉罐产品



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 18：采用“鲜啤 30 公里”的外观设计的鲜酒售卖机



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 19：“鲜啤 30 公里”的鲜啤打酒站已开始营业



资料来源：鲜啤 30 公里微信公众号、浙商证券研究所

图 20：“鲜啤 30 公里”品牌宣传海报



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

2.2. 产能布局：城市周边建设 1 万吨体验工厂，力争十年建成百城百厂

旗舰工厂+体验工厂，品牌宣传和产能投放融合一体。2018 年公司开始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。目前上海松江工厂 3000 吨产能已经

投产，宁波大目湾 1 万吨产能预计于 9 月底投产，未来公司还将逐步完成杭州、南京、无锡等长三角核心城市的精酿体验工厂布局工作。

宁波大目湾工厂为旗舰工厂，也是未来异地拓展的标准工厂模板。工厂参照工业 4.0 标准建设，具备柔性生产能力，可年产精酿啤酒 1 万吨。同时配备玻璃瓶、易拉罐、keg 桶三条无菌级包装线。未来建有低温浓缩配方麦汁生产线，供应当日鲜项目的原料。工厂位于国家 4A 级景区，拥有工厂互动体验、酒吧现场品尝、商业街购物等体验精酿文化，也可以为消费者提供定制化服务。宁波大目湾工厂顺利投产后可在全国范围内快速复制。

上海松江工厂是第一家城市体验型精酿工厂，通过精酿云服务平台打造新鲜精酿啤酒供应链生态圈，配有参观体验、场景消费，用先进的技术和高品质产品创造品牌。

图 20：上海 3000 吨城市精酿啤酒啤酒工厂



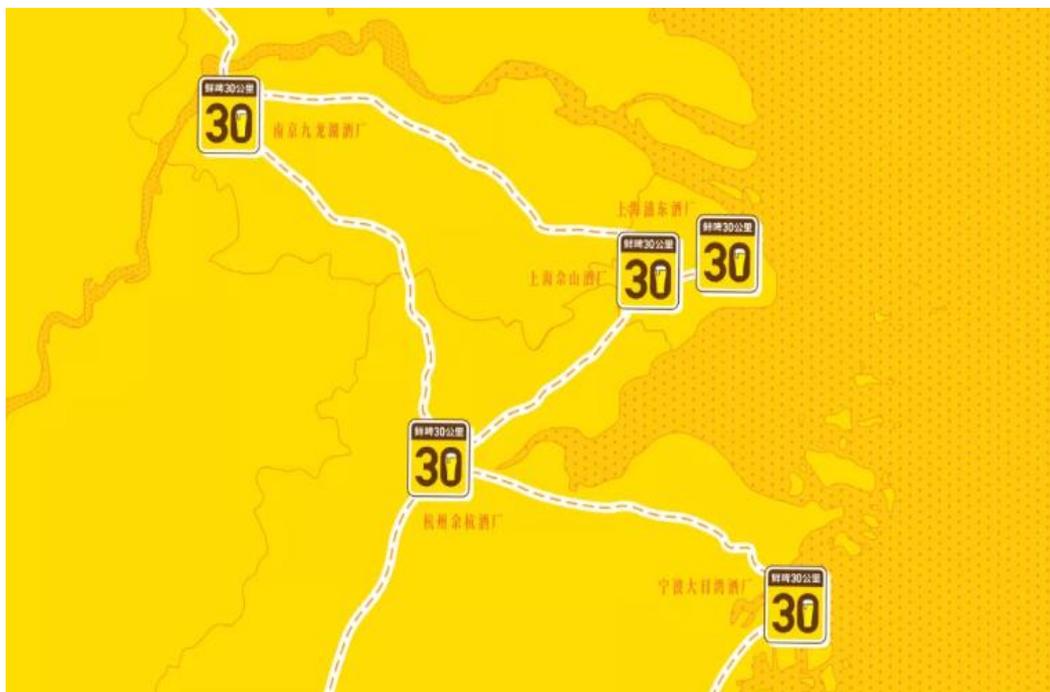
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 21：宁波大目湾 1 万吨旗舰工厂



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 23：公司上海、宁波、杭州和南京城市体验工厂厂址布局



资料来源：鲜啤 30 公里微信公众号、浙商证券研究所整理

到 2023 年公司精酿啤酒产能预计可到 5.3 万吨，长三角异地扩张序幕已经拉开。上海松江工厂（已经投产）产能 3000 吨，宁波大目湾旗舰工厂（2021 年 9 月底投产）产能 1 万吨，明年拟投建杭州工厂 1 万吨和南京工厂 3 万吨产能，短期预计到 2023 年公司产能可达 5.3 万吨。

未来十年：百城百厂。公司精酿啤酒总体规划：以宁波精酿谷为主体的精酿产业平台。立足长三角，规划十年百城，建设城市体验工厂。

2.3. 渠道开拓：即饮与零售渠道并重，ODM 与自有品牌齐头并进

公司与国内新零售领军品牌盒马鲜生达成战略合作协议。2021 年 2 月公司旗下精酿谷与盒马鲜生就鲜精酿啤酒业务达成合作协议。盒马目前在全国拥有近 300 家门店，年活跃消费者超过 2600 万。目前上海工厂 90% 产能供给了盒马鲜生。公司罐装鲜啤上市以来产品销售在盒马精酿啤酒销售中排名前三，大目湾产能落地后，能加速推动公司长三角布局，进入盒马更多门店。

此外公司不断探寻拓展自有品牌渠道，京东、天猫等线上电商平台已经在开发过程当中，线下便利店、精品超市也在沟通扩展，未来有望入住全家、7-11 等知名便利店，建立全方位的精酿啤酒营销渠道。

表 7：公司计划开拓的两大类渠道

渠道	推广方式	内容
即饮（餐饮）渠道	传统啤酒推广方式	酒吧、KTV、烧烤、小龙虾、火锅、西式简餐
零售渠道	线上	京东、盒马、天猫等平台，余山精酿小程序
	线下	新零售、精品超市：食和家、全家、7-11

资料来源：公司公告、浙商证券研究所整理

表 8：公司六类渠道与渠道性质对应关系

渠道	提供产品	渠道性质与代表合作商
ODM	易拉罐产品（500ml、1L）	代工，盒马鲜生（已供货）
中餐厅	鲜酒售卖机、Keg 桶（20L）、易拉罐产品	自有品牌；杭州黄龙饭店、上海世纪汇食和家（已供货）
有吧台场景	CuteBrew、半成品麦芽汁	前店后厂的酒吧、星巴克臻选®咖啡·酒坊（未供货）
线上零售	易拉罐产品（500ml、1L）	自有品牌，京东、天猫等线上电商平台（未供货）
线下零售	易拉罐产品（500ml、1L）	自有品牌，全家、7-11 等知名便利店（未供货）
福袋会员	易拉罐产品（500ml、1L）	自有品牌，会员年费 1999 元，每月、节假日、生日配送一定数量啤酒，可享受一定次数的免费参观工厂、免费住宿和到厂免费饮酒

资料来源：公司公告、公司官网、浙商证券研究所整理

3. 依托母公司建厂和设备优势，商业模式短期内难被同行模仿

3.1. 母公司具备交钥匙建厂能力，可配合 ODM 客户全国扩张战略

母公司——乐惠国际是全球少数能够提供整厂交钥匙服务的公司之一。整厂交钥匙服务是对设备企业综合能力的考验。这种模式对业主来说，建厂成本低、时间短，尤其是系统耦合性好、设备供应商后期服务更便捷、全面，目前已经逐步成为趋势。乐惠国际在啤酒生产设备方面，产品涵盖原料处理系统、糖化系统、发酵系统和灌装系统。

乐惠国际已为喜力啤酒东帝汶项目、百威英博越南项目，以及埃塞俄比亚 Habesha 啤酒等国际客户提供了整厂交钥匙服务。国内如珠江啤酒南宁及石家庄的项目，公司也提供了除土建外的全部服务。上海工厂、宁波大目湾工厂以及后续将建造的工厂都由公司亲自设计建造，相应设备也可由公司供应。

表 9：公司是在啤酒装备领域全球少数几个具备整厂交钥匙能力的企业之一

公司	主要产品及服务
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
KHS	包装系统交钥匙
永创智能（广东轻二厂）	包装系统交钥匙
乐惠国际	原料系统、酿造系统、包装系统、整厂交钥匙

资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

图 22：公司玻璃瓶包装线



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 23：公司易拉罐热灌生产线



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

公司“精酿+鲜啤”的产品定位与盒马鲜生的经营理念高度契合，其与盒马鲜生将在全国范围内进行战略合作，未来可配合盒马鲜生在全国门店扩张计划进行 1 万吨的城市体验工厂建设。一方面公司可以通过在当地体验工厂为盒马门店提供新鲜的精酿啤酒；另一方面与盒马的合作可以帮助公司快速消化新建产能，加速公司现金流的流转。

竞争对手短期难以复制公司的商业模式。公司建设精酿啤酒工厂由母公司设计建造，设备也采购于母公司，具备成本优势。1) 百威、青岛等传统工业啤酒巨头建设 1 万吨的精酿啤酒工厂并不具备经济性；2) 熊猫、优布劳等能精酿啤酒商并不具备建厂能力。

3.2. 母公司具备设备生产能力，能够实现较低成本的精酿鲜啤销售

精酿鲜啤没有经过杀菌，需要全程冷链运输、储存。母公司乐惠国际通过鲜酒售卖机、Cutebrew 和一次性 Keg 桶等设备研发生产优势，可以将精酿鲜啤从最近的城市工厂以较低的成本运送到即饮和零售等各种渠道。

二代（鲜啤 30 公里）鲜酒售卖机已在食和家（DeliLife）上海陆家嘴世嘴世汇店投放运营，智能售酒机占地空间非常小、可实现共用一个出酒阀出酒不串味、可自动清洗和制冷保鲜的功能，方便更换扎啤桶等优点。

智能售酒机：

- (1) 专门针对中餐厅没有啤酒吧台而研发设计，解决了精酿鲜啤酒无法进入中餐领域的行业痛点。
- (2) 通过波纹管无菌多通道酒分配器，使多个扎啤桶内不同品种的鲜啤酒可以共用一个出酒阀出酒，不会串味。
- (3) 机器可以整体双层旋转做到自动清洗和制冷保鲜的功能，方便更换扎啤桶。解决可能出现的餐厅疏于清理而导致的细菌残留变味问题。
- (4) 智能售酒机直径不到 1.2m，对占地空间的要求非常小，对寸土寸金的餐饮店非常实用。且可以投放在办公室、健身房、俱乐部等扩展场景，解决精酿鲜啤酒的终端场景销售问题。
- (5) 极大的丰富了餐厅的酒水单，提升顾客体验感，为餐厅引流。

图 26：一代圆形款智能售酒机



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 27：二代“鲜啤 30 公里”鲜酒售卖机



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

CuteBrew 设备利用精酿啤酒云平台进行智能化管理和控制，依据大数据分析消费者喜好进行精准的产品定位和生产规划，啤酒工坊现场只需要普通的操作员，就可以完成酿酒和包装工作。

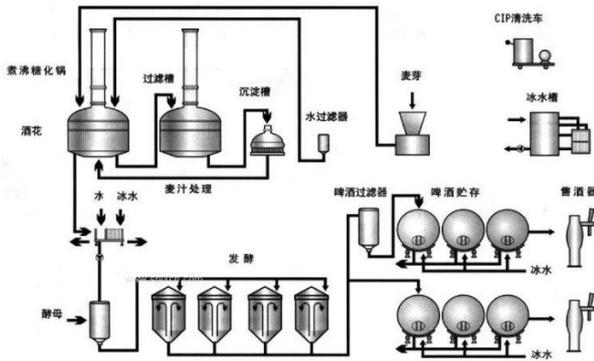
CuteBrew 精酿鲜啤酿造设备：

- (1) Cutebrew 可实现当日在现场直接进行精酿啤酒的制作、包装和配送，避免精酿啤酒经过灌装环节和巴氏杀菌损失香味和新鲜度。
- (2) 当日鲜分布式供应链系统，现场只投放具备酿酒和包装功能的 Cutebrew 设备，浓缩麦汁在当地精酿工厂统一生产并实现当日配送，省去了现场的糖化环节。原料只需配方麦汁和酒花，大幅节约了投资和租金成本。

(3) Cutebrew 具备全智能酿造技术和高集成度特点, 啤酒工坊现场无需专业的酿酒师, 只需要一个普通员工可以完成酿酒和包装工作, 既有利于最终成品的稳定, 也节约了人工成本。

(4) 注重精酿啤酒新鲜度的精酿啤酒厂商, 多采用冷链运输和 keg 啤酒桶包装销售精酿啤酒, 其运输和空桶回收等成本很高。Cutebrew 设备可实现当地生产和终端直销, 即节约了包装成本也最能保证精酿啤酒的新鲜度。

图 28: 完整的啤酒酿造生产线流程复杂, 初始设备投资大



资料来源: 上海科劳、浙商证券研究所

图 29: CuteBrew 仅包含形成啤酒风味的发酵环节



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

创新性一次性啤酒桶, 解决冷链运输和空桶回收痛点, 每桶 (20 升) 啤酒包装成本控制在 20 元左右。公司发明的单层一次性 pet 啤酒桶+吹瓶灌装组合机+售酒机的模式, 将彻底解决中国鲜啤酒销售的痛点。公司采取集中大批量生产桶胚, 城市体验工厂再吹瓶灌装的新商业模式, 大幅度节省运输成本好提升桶的卫生性能。预计每升啤酒的包装成本可以控制在 20 元左右, 将明显低于工业啤酒的玻璃瓶和易拉罐的包装总成本。

图 30: 高阻隔 pet 啤酒桶, 可最大程度保证鲜啤酒风味



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图 31: 不锈钢 Keg 桶, 巴氏杀菌后会导致啤酒风味的变化



资料来源: 百度图片、浙商证券研究所

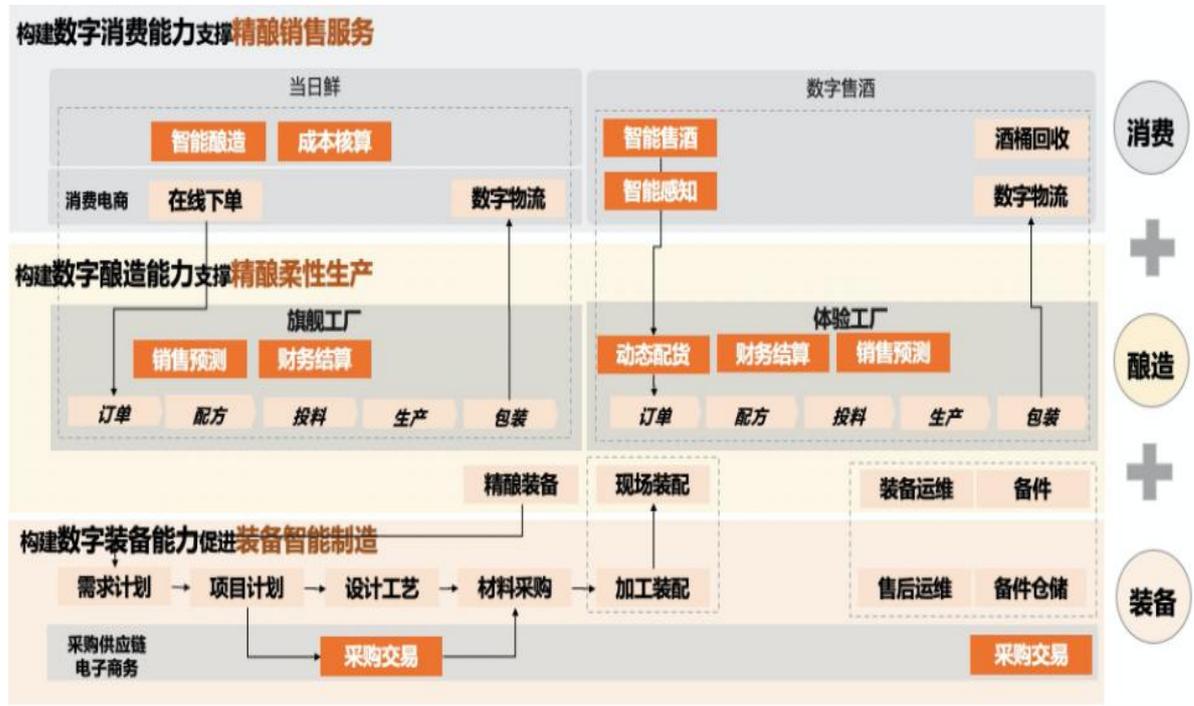
3.3. 与阿里云合作开发精酿啤酒管理软件, 可实现全流程线上管理

精酿行业拥有很多特殊的需求和运营特点, 例如涉及从原辅材料采购、大量的产品配方和长过程的酿造工艺、复杂的品质控制、与众多直销终端和经销商沟通洽谈、财务和生产管理等等, 需要具备信息化、数字化和智能化的能力, 以打通整个生产环节——覆盖仓库、生产、质量、设备、工艺、追溯与防错管控。

乐惠国际借鉴美国精酿啤酒工厂管理软件的成功经验和商业模式, 联合阿里云 AIoT 打造了中国首家精酿啤酒工业互联网平台, 基于阿里云 AIoT 工业互联网底座, 为精酿生

产线提供一整套数字化工厂系统。通过此平台，乐惠国际能够更好地为终端客户提供备品备件和设备运维服务。同时乐惠国际为接入其工业互联网的企业，提供阿里云数字工厂运营中心，包括为精酿行业量身打造的生产管理、仓储管理、供应商管理等云上应用，提升装备工厂运营效率、降低运营成本。

图 32：基于阿里云 AIoT 的中国首家精酿啤酒工业互联网平台



资料来源：阿里云官网、浙商证券研究所整理

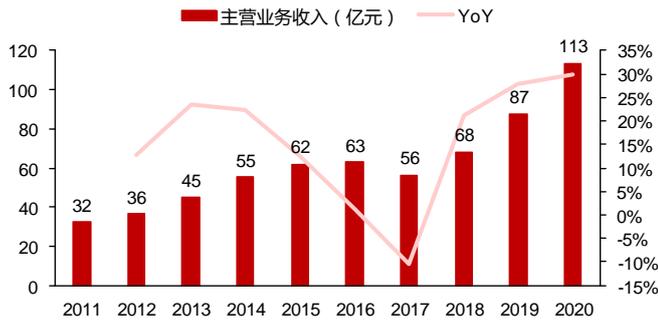
精酿啤酒管理软件不仅方便公司生产运营和管理精酿啤酒业务，而且可以通过对外租赁带来额外收益。公司可以将精酿啤酒管理软件以租赁的方式开放给同行，每年收取一定的租赁费用。同行不仅可以直接和供应商对接买，还可以在平台上几家一起以统一的价格进行团购，降低采购成本、方便生产经营管理。

4. 对比波士顿啤酒，公司精酿啤酒业务的成功有迹可循

4.1. 波士顿啤酒专注于精酿啤酒业务，2020 年收入超过百亿元

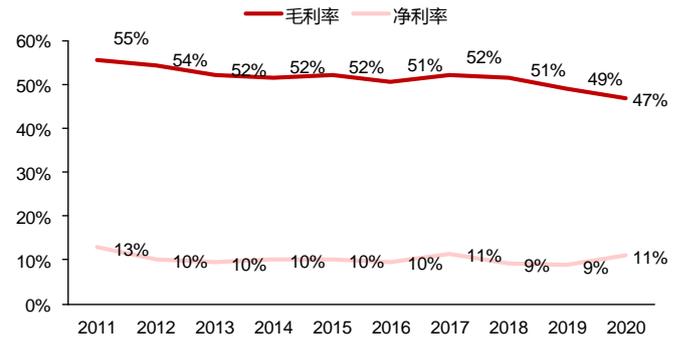
波士顿啤酒成立于 1984 年，是美国最大的精酿啤酒公司之一。2019 年公司收购精酿品牌角鲨头；2020 年营业收入折合人民币 113 亿元，同比增长 39%，过去五年 CAGR 为 12.6%。公司近十年毛利率稳定保持在 50%，净利率维持在 10% 左右。2020 年公司毛利率为 47%，净利率为 11%。

图 33：波士顿啤酒过去五年收入 CAGR 为 12.6%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 34：2020 年净利率、毛利率分别为 11%、47%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

波士顿啤酒产能分散式布局。拥有的四个主要啤酒厂专注于生产和研发，集中分布在美国东部；还拥有五个较小的本地啤酒厂，主要专注于酿造和包装啤酒，开发创新啤酒，分布在各大城市。公司还拥有位于纽约沃尔登的苹果园和苹果酒酿酒厂，自种自酿其苹果酒品牌 Angry Orchard。

图 35：四个主要啤酒厂位于美国东部



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 36：五个较小的本地啤酒厂分散各地



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

波士顿啤酒销售模式以分销为主、直销为辅。

B2B 的分销模式是最主要销售模式。美国啤酒有着特殊的三段式分销规定：酒厂→分销商→零售商→消费者。2020 年公司在全美的分销商数大约有 400 家。桶装产品主要面向本地零售商销售，如酒吧、餐厅、体育场和其他场所。瓶子、传统易拉罐和圆滑易拉罐主要面向场外零售商销售，如杂货店、俱乐部商店、便利店和酒类商店。

2010年推出最新鲜啤酒计划，互利共赢，扩大分销渠道。最新鲜啤酒计划目的是与分销商合作，提供更好的准时服务和生产计划，大幅降低分销商库存水平。最新鲜啤酒计划已吸引150多家分销商的加入，且规模仍在扩大。这项计划提升了公司啤酒销量，提供了公司超过70%的总销量。

前店后厂是主要的直销模式——美国典型 Taproom 酒吧。美国部分州允许酒厂不用通过分销商和零售商，直接将酒售卖给顾客，也就是前店后厂销售模式。Taproom 酒吧是指在酒厂旁开设一家酒吧，将水龙头管直接连至酒厂内，以便喝到第一口最新鲜的啤酒，在美国十分常见。除宾夕法尼亚啤酒厂外，其余啤酒厂均设有 Taproom 酒吧供零售，但主打体验功能，销量占比十分小。

图 37：参与最新鲜啤酒计划分销商数不断扩大



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

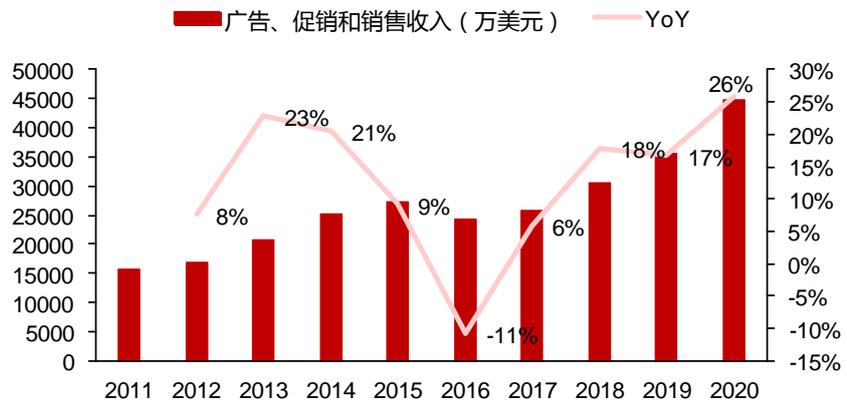
图 38：直接与啤酒工厂连接的 Taproom 酒吧



资料来源：互联网公开资料、浙商证券研究所

营销上注重广告投入、着力培养啤酒文化。2020年公司广告、促销和销售费用为44757万美元，同比增长26%，2011-2020CAGR为12.3%。公司每年的广告、促销和销售费用占净收入保持在28%左右。2017年Samuel Adams品牌与美国职业棒球大联盟波士顿红袜队签订协议，成为其2018-2025赛季官方啤酒，2019年Truly品牌与北美职业冰球联赛达成多年合作伙伴关系。

图 39：2020 广告、促销和销售费用增长 26%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

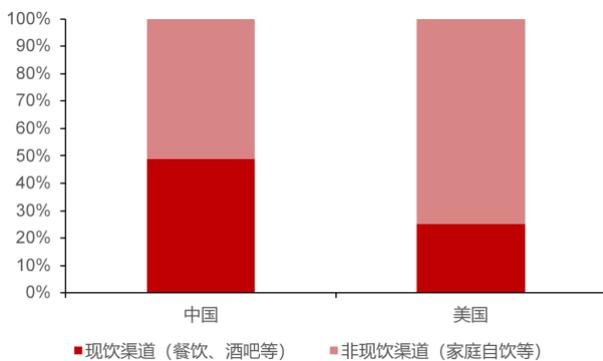
培养啤酒文化，举办酿造比赛。1996年，波士顿啤酒公司创办了每年一届的LongShot美国家庭酿造比赛，比赛面向业余的家庭酿造师。波士顿啤酒公司会将每次比赛的获胜

啤酒大规模生产，并在下一年将其加入 Samuel Adams 啤酒六罐装进行销售。除此之外，公司也积极参加各类比赛，其产品多次获得国际质量研究所金奖，在一年一度的世界啤酒奖中总共获得 100 多个奖项；波士顿啤酒公司常年在美国酿酒师协会精酿啤酒厂排名中位列前三，在 2019 年位列第二。

4.2. 与美国偏好家庭自饮相比，中国餐饮渠道啤酒消费量高于零售场景

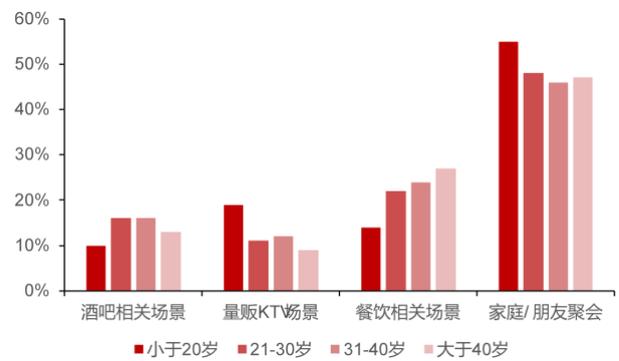
美国啤酒消费者偏好家庭自饮，而中国啤酒消费者更喜欢现饮场景。美国消费者中家庭自饮占比高达 75%，而中国消费者中家庭自饮占比仅 51%。根据罗兰贝格市场调研结果，在现饮渠道中，中国各年龄段的消费者都偏好家庭/朋友聚会时饮用啤酒，酒精饮料在中国消费者中的社交属性更加明显。

图 40：美国消费者自饮比例更高



资料来源：GlobalData、浙商证券研究所

图 41：中国消费者现饮渠道的消费场景偏好

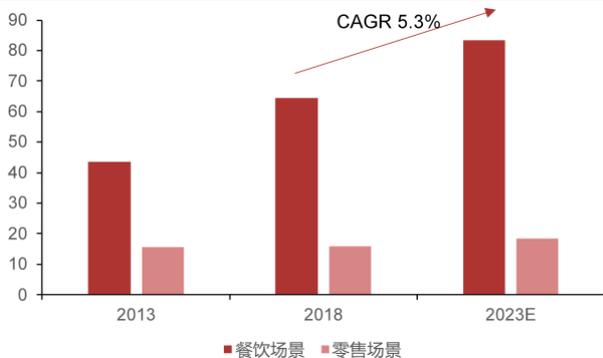


资料来源：罗兰贝格市场调研、浙商证券研究所

中国餐饮场景的啤酒消费量高于零售场景。2018 年餐饮场景高端啤酒消费量为 64.5 亿升，零售场景啤酒消费量为 15.8 亿升，线下餐饮渠道在整体销售中的占比高达 80%，精酿作为高端啤酒的代表，在中国的餐饮市场潜力更大。

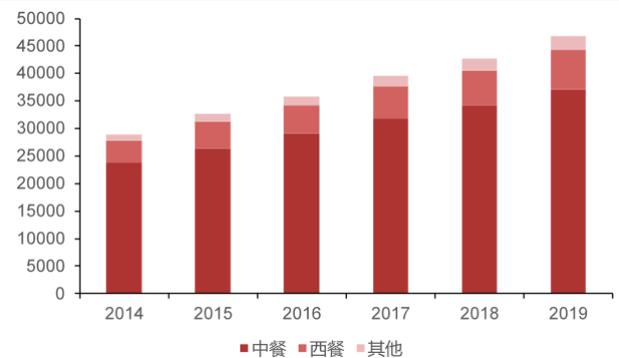
餐饮场景中，中餐厅占大多数，酒吧规模正在增长。2019 年中国餐饮市场规模达到 4281 亿元，其中中餐市场规模 37108 亿元，占比 79%。过去六年增长稳定，5 年复合增长率为 9.2%。精酿作为高端啤酒的代表，线下餐饮渠道在整体销售中的占比高达 80%。中餐厅作为中国餐饮业主体，将精酿啤酒带入中餐厅就可以获得近 600 亿的巨大市场。

图 42：中国高端啤酒不同场景消费量（单位：亿升）



资料来源：GlobalData、浙商证券研究所

图 43：中国餐饮细分市场规模（单位：亿元）

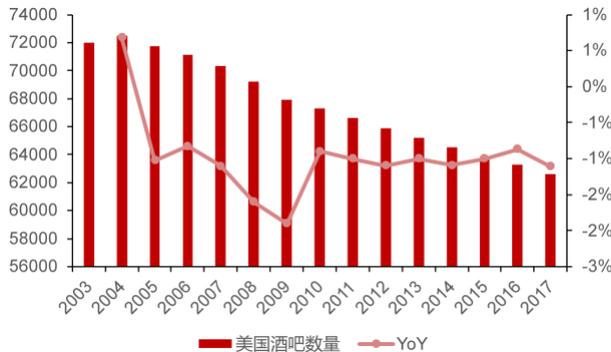


资料来源：GlobalData、浙商证券研究所

美国酒吧文化繁荣，中国酒吧行业正迅速追赶。美国酒吧数量在 2004 年达到顶峰，但由于美国人越来越偏好家庭自饮，酒吧数量不断减少，直至 2017 年美国有 6.3 万家酒

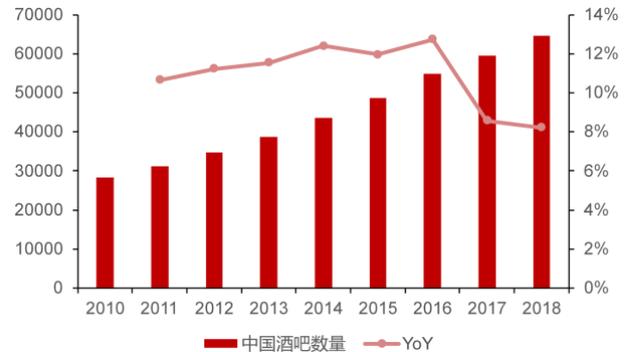
吧，总数一直多于中国。但是中国近几年酒吧数量与市场规模都迅速增长，2010-2018年CAGR为11%，2018年中国有约6.5万家酒吧，中国现今酒吧数量已经赶超美国，为精酿啤酒销售渠道拓宽了道路。

图 44：美国酒吧数量正在减少



资料来源：Statista、浙商证券研究所

图 45：中国酒吧数量有望超过美国



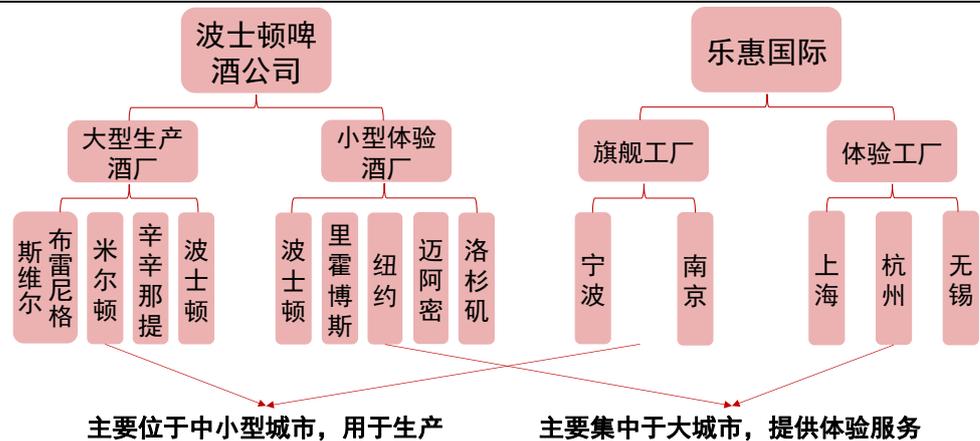
资料来源：华经研究所、浙商证券研究所

4.3. 既有海外经验借鉴，又有本土化创新，乐惠国际精酿业务成功可期

1) 乐惠国际在工厂建设、营销方式等方面借鉴了波士顿啤酒的成功经验。

采用与波士顿啤酒公司类似的“旗舰工厂+体验工厂”模式。波士顿啤酒公司的酿酒厂主要分为两类：1) 四个大型酒厂集中于美国东北部小城市，专注于生产和研发。2) 五个小型酒厂位于美国各大城市中，专注于酿造、包装和体验服务。乐惠国际则将自己的酒厂分为旗舰工厂和体验工厂。其中旗舰工厂未来除了生产之外还将承担更多的研发功能。

图 46：波士顿啤酒与乐惠酒厂设置



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

学习精酿啤酒本地化建厂的模式。精酿啤酒以其具有本地化特色著称，为保证其新鲜度不易长时间运送，因此国内外精酿啤酒厂都注重在当地范围内的营销，打造具有当地文化特色的品牌。乐惠的每个工厂都集中为特定区域生产当地特色的产品，长三角布局之后，珠三角、长江流域都会紧接着布局。未来计划建立100个本地化工厂，每个工厂都为当地供应啤酒。

借鉴了体验式营销，提供游览参观，培养精酿文化。每周一至周六，波士顿啤酒公司都会开放酒厂供游客进行45分钟的游览。游客参观的同时，酒厂往往会介绍其历史沿革，做一些精酿啤酒的知识普及，也是营销的一种方式。根据美国精酿协会公布的数据，每年保守估算有1000多万人在美国参观游览精酿啤酒厂。这种参观游览几乎已经成为美国精酿啤酒厂必备的项目之一。乐惠国际也将开放酒厂参观项目，让消费者亲身体验酿酒工艺，创立中国的精酿文化。

学习国外精酿公司，推出会员模式。美国精酿品牌如新比利时与Deschutes都拥有会员俱乐部，会员每个月都可以收到酒厂送出的一箱精酿啤酒，还可以享受工厂游览优惠等福利。乐惠精酿谷推出类似的福袋产品，购买福袋者可以享受每个月一箱啤酒送货上门、节假日加送、工厂参观住宿等服务。计划2021年拥有30000个福袋会员。这一模式不仅去掉了所有的中间费用，还可以让顾客喝到不同产品。

2) 立足中国啤酒消费集中在餐饮渠道的现实，乐惠在渠道开拓做了本土化创新。

精酿啤酒渠道为王，渠道广销量好。美国龙头酒厂这几年销售额被新厂挤占，进入了整合期，无论是被大酒厂收购注资或者和别的精酿酒厂合并，都是为了获得更多的经销商资源，在此基础上研发的新产品，就能更好销售，维持增长。国内如熊猫精酿、高大师实现全国分销，餐饮商超占比70%，规模相对较大；牛啤堂、楚门主要营收在门店，规模就相对较小。乐惠拥有上市公司的资金和资源，在传统渠道发展上有巨大优势。

传统经销渠道易于复制，乐惠根据中美啤酒消费场景差异，开拓新渠道。据Statista数据，便利店在2019年占据了美国最大的啤酒销售份额，约占啤酒销售的69%。美国龙头精酿品牌的分销渠道集中在零售便利店，渠道单一容易被复制。而在中国，餐厅则占了大部分啤酒的销售份额。针对这一情况，乐惠研发了独特的设备，打通了精酿啤酒进入新消费场景的通道。

表 10：美国精酿品牌收入与分销范围

美国酿酒师协会 2019年排名	品牌名称	年收入(美元)	分销范围
1	云岭(D. G. Yuengling and Son Inc)	1.62 亿	22 个州，每年扩展一两个州
2	波士顿啤酒(Boston Beer Co)	10 亿	所有州，出口
3	内华达山脉(Sierra Nevada Brewing Co)	2.5 亿	所有州，出口
4	督威摩盖特(Duvel Moortgat)	5 亿	全球
6	CANarchy	2000 万	7 个品牌，每个品牌覆盖部分州，出口
7	贝尔斯(Bell's Brewery Inc.)	1.13 亿	美国 45 个州
9	巨石酒厂(Stone Brewing)	6.3 亿	所有州，出口
10	Deschutes	1.03 亿	美国 28 州
-	鹅岛(Goose Island)	2300 万	全球

资料来源：Zoominfo、美国酿酒师协会、浙商证券研究所

B to C 渠道：

1) 与连锁餐厅合作，并创新性的推出智能售酒机，布局中餐精酿/鲜啤市场。目前国内精酿啤酒品牌，销售模式仍多以终端零售渠道的灌装销售辅以一定数量的工坊酒屋的

生啤现饮为主。前者难以保证精酿啤酒的新鲜度和口感；后者数量有限难以创造大规模的销售收入。智能售酒机专为中餐厅打造，使精酿啤酒进入中餐这一 600 亿规模的市场。

2) 在大型商业综合体内布局快闪店，零售、配送与推广三种功能同时满足。快闪店配备一个售酒机售卖新鲜啤酒，一个冰箱售卖灌装啤酒。客人可以免费品尝，将新鲜啤酒带入商场的餐厅，也可以购买罐装啤酒带回家。同时，快闪店还可以起到推广品牌，为工厂引流，负责合作餐厅的配送服务等作用。乐惠计划在上海的大部分商业综合体都会投放一个快闪店。

B to B 渠道:

与新零售生鲜平台门店及酒吧合作，运用自己研发的 Cutebrew 设备为其代工。目前国内可以提供当日鲜精酿啤酒的市场几乎处于空白。精酿啤酒或者采用灌装销售的模式，其中的佼佼者泰山精酿也只能提供 7 日的鲜啤配送；或者是酒吧、餐厅、生鲜超市等采用自购设备进行生啤酿造的前店后厂模式，但占地面积和设备投入都很大。

公司利用 Cutebrew 设备，通过与新零售生鲜平台（如盒马、京东、永辉、苏宁等）门店和物流中心合作，消费场景可以覆盖大型商业综合体、自营酒吧和具有精酿啤酒消费场景的餐厅等。拥有 Cutebrew 设备的商家，既可以在门店内即买即饮；也可通过门店配送渠道，将鲜啤迅速送至消费者，实现线上线下双线融合。

5. 投资建议

5.1. 盈利预测

设备业务在手订单情况预测:

啤酒设备国际化: 全球啤酒酿造设备市场空间 90 亿以上, 增量市场主要在亚非拉。公司已经完成亚非拉目标市场全覆盖, 预计未来 3 年啤酒酿造设备订单 CAGR 为 5%;

无菌灌装设备品类扩张: 由啤酒向饮料、乳制品等领域扩张。国内液态食品包装市场规模超 100 亿/年, 公司目前市占率仅 3% 左右。预计未来 3 年无菌灌装设备在手订单 CAGR 为 23% 左右;

白酒设备提供新增量: 白酒自动化智能化酿造装备已经开始进入大规模应用阶段, 过去 2-3 年国内主要白酒企业普遍开始了新建或者改造智能酿造工厂或者车间的步伐。主要白酒公司公告项目中涉及包装相关技改的项目合计规划投资金额已超过 400 亿元, 项目周期涵盖未来 5 年; 平均每年技改带来的市场空间约每年 50-60 亿元。公司 5 月新签白酒设备订单 3.3 亿元。预计未来 3 年白酒设备在手订单 CAGR 为 132% 左右;

截至 2021 年 6 月底, 公司新签订单 8 亿元, 同比增长 76%; 在手订单 18 亿元, 同比增长 26%。

表 11: 预计 2021~2023 年公司设备业务在手订单 CAGR 21%

年份	2019	2020	2021E	2022E	2023E
啤酒酿造设备 (亿元)	10.7	10.5	9.4	10.5	12.0
yoy		-1.9%	-10.1%	11.2%	14.3%
国内 (亿元)	4.3	4.7	4.4	5.0	5.5
出口 (亿元)	6.4	5.8	5.0	5.5	6.5
无菌灌装设备 (亿元)	3.5	4.2	5.0	6.4	7.8
yoy		20.0%	19.0%	28.0%	21.9%
白酒装备 (亿元)		0.4	3.3	4.0	5.0
yoy			725.0%	21.2%	25.0%
在手订单合计 (亿元)	14.9	15.9	18.9	22.9	27.8
yoy		6.7%	19.1%	20.9%	21.4%

资料来源: 浙商证券研究所

由于在手订单交付周期较长, 收入确认一般滞后在手订单 1-1.5 年。其中一般无菌灌装设备生产周期在 6~8 个月, 安装调试 3~4 个月; 中小型啤酒酿造设备及其他过程设备的生产周期 (从设计到安装调试完成) 一般为 9~12 个月; 较大型的啤酒酿造设备生产周期 (从计到安装调试完成) 为 12~14 个月, 海外项目由于运、安装调试周期长以及出现问题备件更换和维修周期长生产一般为 18~20 个月。

考虑到公司无菌灌装设备收入占比提高, 在手订单转化周期将逐渐缩短, 预计 2021-2023 年在手订单转化率 (在手订单/销售收入) 分别为 1.5/1.4/1.36, 分别对应收入为 10.7 亿元、13.5 亿元和 16.9 亿元, 同比增长 27%、26% 和 25%。

1) **啤酒白酒设备收入假设:** 根据在手订单及转化率, 预计 2021~2023 年啤酒白酒设备收入分别为 584/733/909 百万元, 对应增速分别为 29%/26%/24%。

- 2) **无菌罐装设备收入假设:** 根据在手订单及转化率, 预计 2021~2023 年无菌罐装设备收入分别为 400/500/630 百万元, 对应增速分别为 22%、25%、26%。
- 3) 由于公司一般在项目报价会对原材料的价格锁价, 原材料对公司毛利率的冲击较小, 随着毛利率较低无菌灌装设备和其他过程设备收入占比逐步提高, 预计公司设备业务毛利率维持小幅下滑, 2021~2023 年设备毛利率 28.8%/28.2%/27.6%, 净利率分别为 12%、11.8%、11.5%。

根据以上假设, 预计 2021~2023 年设备业务收入分别为 1069/1348/1688 百万元, 增速为 27%/26%/25%; 设备业务净利润分别为 128/159/194 百万元, 增速为 21%/24%/22%;

表 12: 预计 2021~2023 设备业务净利润 CAGR 22%

年份	2019	2020	2021E	2022E	2023E
啤酒+白酒酿造设备(百万元)	477	452	584	733	909
毛利率	29.3%	34.0%	32.0%	31.0%	30.0%
无菌灌装设备(百万元)	217	327	400	500	630
毛利率	26.7%	26.1%	26.0%	26.0%	26.0%
其他过程设备(百万元)	52	65	85	115	149
毛利率	27.8%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
设备收入合计(百万元)	746	844	1069	1348	1688
毛利率	28.4%	29.8%	28.8%	28.2%	27.6%
增速(%)	-22%	13%	27%	26%	25%
净利率	-3.29%	12.6%	12.0%	11.8%	11.5%
净利润(百万元)	-25	106	128	159	194
增速(%)	---	---	21.0%	24.0%	22.1%

资料来源: 浙商证券研究所

精酿啤酒收入假设:

- 1) **精酿啤酒产能假设:** 根据公司产能规划, 逐步推进长三角地区产能扩张, 宁波大目湾工厂预计 2021 年 9 月底投产, 未来两年杭州、南京等产能也将相继落地, 我们预计 2021~2025 年公司实际有效产能分别达到 4500 吨、18000 吨、30000 吨、38000 吨、53000 吨; 2021 年上海松江工厂、宁波大目湾工厂处于前期探索阶段, 假设产能利用率只有 60%, 宁波大目湾工程运营成熟以后假设其他工程年产能利用率达到 80%。
- 2) **渠道占比假设:** 随着公司自有品牌的推广, 代工比例逐步下降, 预计 2021~2025 年代工比例为 95%/80%/65%/60%/55%, 自有品牌销售占比逐步提高, 其他自有品牌占比预计为 0%/10%/15%/17%/20%, 中餐厅占比预计为 5%/10%/20%/23%/25%。
- 3) **单价假设:** 随着精酿啤酒市场渗透率的提升, 公司在实现自有品牌替代过程中, 分渠道出厂价格基本维持稳定, 预计 2021~2025 年代工/中餐厅(终端零售价)/直销渠道单价基本保持 1.2/4.5/2 万元/吨。

根据以上测算, 我们预计 2021~2025 年代工收入为 2907, 13824, 18720, 21888, 27984 万元; 中餐厅收入分别为 574, 6480, 21600, 31464, 47700 万元; 直销

收入为 0, 2880, 7200, 10336, 16960 万元。2021~2025 年精酿啤酒业务收入合计分别为 3481, 23184, 47520, 63688, 92644 万元。

表 13: 预计到 2025 年公司精酿啤酒产能 5.3 万吨, 收入 9.3 亿

年份	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
上海工厂	2250	3000	3000	3000	3000
宁波工厂	2000	10000	10000	10000	10000
杭州工厂		5000	10000	10000	10000
南京工厂			7000	15000	30000
产能合计(吨)	4250	18000	30000	38000	53000
代工占比	95%	80%	65%	60%	55%
中餐厅占比	5%	10%	20%	23%	25%
其他自有品牌占比	0%	10%	15%	17%	20%
代工单价(万元/吨)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
中餐厅单价(万元/吨)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
其他自有品牌单价(万元/吨) ²	2	2	2	2	2
代工收入	2907	13824	18720	21888	27984
中餐厅收入	574	6480	21600	31464	47700
其他自有品牌收入	0	2880	7200	10336	16960
收入合计(万元)	3481	23184	47520	63688	92644

资料来源: 浙商证券研究所

- 1) **毛利率假设:** 代工渠道毛利率最低, 前期产能较小, 预计毛利率约为 15%, 后续随着产能逐步扩大, 毛利率稳定在 20% 左右; 中餐厅终端销售价格高, 毛利率最高, 预计维持在 60% 左右; 其他自有品牌主要包括线上渠道, 薄利多销, 毛利率低于中餐厅, 预计约为 40%。
- 2) **净利率假设:** 代工渠道虽然毛利率较低, 但是没有渠道费用, 仅有少数物流费用, 预计净利率前期可达 10%, 后续可以稳定在 12% 左右水平; 中餐厅销售自有品牌, 单价高, 毛利率最高, 同时也有比较高的渠道费用, 预计净利率将从前期 15% 逐步提升 20%; 其他自有品牌渠道预计净利率将从前期 12% 逐步提高至 15%。

表 14: 主要啤酒上市公司 2020 年和 2021 年上半年毛利率和净利率水平

年份	营业收入(亿元)		净利润(亿元)		毛利率		净利率	
	2020 年	2021 年 H1	2020 年	2021 年 H1	2020 年	2021 年 H1	2020 年	2021 年 H1
百威亚太	367	226	33.5	32.5	52%	54%	10%	15%
青岛啤酒	278	183	23.3	24.9	40%	44%	8%	14%
华润啤酒	325	201	20.9	42.9	38%	42%	6%	21%
重庆啤酒	109	71	17.5	13.0	51%	52%	16%	18%
波斯頓啤酒	113	74	12.5	8.1	47%	46%	11%	11%
珠江啤酒	42	22	5.9	3.2	50%	48%	14%	14%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

根据以上假设, 预计 2021~2025 年公司精酿啤酒业务净利润分别为 377/2923/7142/10155/15442 万元, 分别增长-678%/144%/42%/52%。

表 15：预计到 2025 年公司精酿啤酒业务实现净利润 1.5 亿元

年份	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
代工毛利率	15%	20%	20%	20%	20%
中餐厅毛利率	60%	60%	60%	60%	60%
直销毛利率	40%	40%	40%	40%	40%
综合毛利率	22%	34%	41%	43%	44%
代工净利率	10%	11%	12%	12%	12%
中餐厅净利率	15%	16%	18%	19%	20%
直销净利率	12%	13%	14%	15%	15%
代工净利润	291	1521	2246	2627	3358
中餐厅净利润	86	1037	3888	5978	9540
直销净利润	0	374	1008	1550	2544
净利润合计(万元)	377	2932	7142	10155	15442
增速	—	678%	144%	42%	52%

资料来源：浙商证券研究所

根据以上关键假设，我们预计 2021~2023 年公司营业收入 11/16/22 亿元，同比增长 31%/43%/37%；净利润分别为 1.3/1.9/2.7 亿元，增速为 25%/43%/41%，对应 PE 为 31/22/16。

表 16：公司细分业务盈利预测拆分汇总

业务类型	财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
设备业务	营业收入（百万元）	844	1069	1348	1688
	增长率	13%	27%	26%	25%
	毛利率	28.4%	29.8%	28.8%	28.2%
	营收占比	99%	96%	85%	78%
	毛利占比	93%	99%	84%	71%
精酿啤酒	营业收入（百万元）	n/a	35	232	475
	增长率	n/a	n/a	566%	105%
	毛利率	n/a	22.4%	33.7%	41.2%
	营收占比	n/a	3%	15%	22%
	毛利占比	n/a	2%	17%	29%
其他	营业收入（百万元）	8	10	12	14.40
	增长率	0%	31%	20%	20%
	毛利率	62.4%	50.0%	50.0%	50.0%
	营收占比	1%	1%	1%	1%
	毛利占比	2%	2%	1%	1%
公司整体	营业收入（百万元）	852	1114	1592	2178
	增长率	13%	31%	43%	37%
	毛利率	30.1%	28.8%	29.2%	30.7%

资料来源：浙商证券研究所

5.2. 估值分析

设备业务估值: 设备业务中可比公司中集安瑞科、永创智能 2021-2022 年净利润平均增速分别为 52%、31%，对应 PE 分别为 24 倍和 18 倍；乐惠国际设备业务 2021-2023 年净利润分别为 1.3 亿、1.6 和 1.9 亿元，对应增速分别为 21%、24%和 22%，三年净利润 CAGR 为 22%。给予乐惠国际设备业务 2023 年 20 倍 PE 估值，则 2023 年设备部分估值为 38 亿元。

精酿啤酒业务估值: 由于 2021-2023 年公司精酿啤酒业务仍然处于前期投入阶段，公司盈利能力还未到规模化阶段，PE 估值不能准确反映估值。我们采用 PS 估值方法，参考啤酒业务进入成熟期百威亚太、青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒、波斯顿啤酒和珠江啤酒的平均 PS (TTM) 为 6 倍。与主要上市啤酒公司收入低增长不同，公司精酿啤酒业务处于快速增阶段，预计未来四年收入 CAGR 为 127%，即便剔除 2021 年较低基数，2022~2025 年精酿啤酒业务收入 CAGR 为 59%。因此给予乐惠精酿啤酒业务 2023 年 10 倍 PS, 预计公司 2021~2023 年精酿啤酒业务收入分别为 0.35 亿元、2.32 亿元和 4.75 亿元，则 2023 年公司精酿啤酒业务估值约为 48 亿元。

综合设备业务和精酿啤酒业务估值，预计公司 2023 年估值为 86 亿元，对应 PE 为 32 倍。维持公司买入评级。

表 17: 乐惠国际与可比公司关键估值指标对比

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	2021 年 利润增速	2022 年 利润增速	2023 年 利润增速	2021PE (TTM)	2021 PE	2022 PE	2023 PE	PS (TTM)
KRN.DF	KRONES	209								0.7
3899	中集安瑞科	172	48%	25%		24	20	16		1.1
603901	永创智能	73	56%	36%	30%	43	28	20	16	3.9
设备可比公司均值(不含 KRN)			52%	31%		34	24	18		2.5
01876	百威亚太	2115	98%	24%		53	32	26		6.6
600600	青岛啤酒	1078	28%	21%	19%	59	38	32	27	5.2
0291	华润啤酒	1509	98%	8%		91	36	34		5.9
600132	重庆啤酒	630	4%	26%	22%	72	56	45	36	7
SAM.N	波斯顿啤酒	418				66				6.5
002461	珠江啤酒	199	21%	10%		39	29	25		5.4
啤酒可比公司均值(不含 SAM)			50%	18%	21%	63	38	32		6
603076	乐惠国际	43	25%	43%	41%	61	33	23	16	7.4

资料来源: Wind、浙商证券研究所(注: 乐惠国际为浙商机械预测, 其余公司为 Wind 一致预期市值, 截止 2021 年 9 月 23 日收盘)

表 18: 主要啤酒上市公司营收增速和 PS 情况

年份	营业收入增速				PS (TTM)		PS (预期)	
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
百威亚太	-2.5%	-14.7%	19.0%	9.8%	6.6	7.8	4.9	4.5
青岛啤酒	5.3%	-0.8%	10.0%	6.4%	4.9	5.2	3.5	3.3

华润啤酒	4.0%	-3.9%	11.8%	8.3%	3.6	6.5	4.3	4.0
重庆啤酒	3.3%	7.1%	21.1%	15.6%	7.1	15.7	4.8	4.1
波斯頓啤酒	25.5%	38.9%			3.9	7.9		
珠江啤酒	5.1%	0.1%	8.6%	7%	3.7	5.6	4.3	4.0

资料来源: Wind、浙商证券研究所

5.3. 投资建议

预计 2021~2023 年公司营业收入 11/16/22 亿元, 同比增长 31%/43%/37%; 净利润分别为 1.3/1.9/2.7 亿元, 增速为 25%/43%/41%, 对应 PE 为 31/22/16。

采用分部估值法: 给予乐惠设备业务 2023 年 20 倍 PE 估值, 则 2023 年设备部分估值为 38 亿元。给予乐惠精酿啤酒业务 2023 年 10 倍 PS, 则 2023 年公司精酿啤酒业务估值约为 48 亿元。综合设备业务和精酿啤酒业务估值, 预计公司 2023 年估值为 86 亿元, 对应 PE 为 32 倍。维持公司买入评级。

6. 风险提示

6.1. 亚非拉地区新冠疫情控制不利, 导致设备订单增长不及预期

亚非拉地区是过去 10 年全球啤酒产量主要增量市场, 也是啤酒装备的主要增量市场。公司近些年加大海外业务拓展, 通过不断完善埃塞、印度、墨西哥等海外(分)子公司的运行, 海外市场竞争力不断加强; 通过德国公司覆盖了欧洲和北美等市场, 进一步完善了公司的海外市场网络。海外收入占比呈现逐年提高态势, 从 2013 年的 25% 提升至 2020 年的 51%。如果亚非拉地区新冠疫情不能得到有效控制, 公司在这些目标市场获取的订单很可能会低于预期。

6.2. 精酿啤酒业务处于前期开拓阶段, 精酿啤酒业务进展不及预期

精酿啤酒目前在国内渗透率很低, 公司在精酿啤酒业务发展目前仍处于探索学习阶段。未来如果宏观环境发生不利变化、或者公司在精酿啤酒产能建设、渠道开拓以及经营管理等方面不能如预期方式和目标推进, 精酿啤酒业务的进展有可能会低于预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1449	1911	2353	2770	营业收入	852	1114	1592	2178
现金	208	436	273	256	营业成本	595	793	1127	1508
交易性金融资产	95	33	43	57	营业税金及附加	6	8	10	16
应收账款	165	166	154	97	营业费用	16	33	75	152
其它应收款	14	16	24	34	管理费用	80	89	111	131
预付账款	73	108	168	205	研发费用	37	45	45	44
存货	749	1043	1585	2001	财务费用	16	16	24	39
其他	145	108	106	120	资产减值损失	7	6	8	11
非流动资产	367	426	593	961	公允价值变动损益	5	3	3	4
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	13	13	13	13
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	(0)	0	0	0
固定资产	226	258	370	604	营业利润	114	145	208	294
无形资产	70	74	70	69	营业外收支	7	7	9	11
在建工程	55	68	134	268	利润总额	120	151	216	305
其他	15	27	19	21	所得税	15	20	28	40
资产总计	1816	2337	2946	3731	净利润	105	132	188	265
流动负债	948	1294	1714	2234	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	205	326	377	784	归属母公司净利润	106	132	188	265
应付款项	112	159	235	300	EBITDA	150	179	253	366
预收账款	0	524	727	673	EPS (最新摊薄)	0.9	1.1	1.6	2.2
其他	632	285	375	477	主要财务比率				
非流动负债	11	8	9	10	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	11	8	9	10	营业收入增长率	13.1%	30.7%	42.9%	36.8%
负债合计	959	1302	1724	2243	营业利润增长率	28.3%	27.4%	43.5%	41.5%
少数股东权益	0	0	0	0	归属于母公司净利润	29.4%	24.7%	42.8%	40.8%
归属母公司股东权益	857	1035	1223	1488	获利能力				
负债和股东权益	1816	2337	2946	3731	毛利率	30.1%	28.8%	29.2%	30.7%
					净利率	12.4%	11.8%	11.8%	12.2%
					ROE	13.1%	13.9%	16.7%	19.5%
					ROIC	10.5%	10.2%	12.4%	12.6%
					偿债能力				
					资产负债率	52.8%	55.7%	58.5%	60.1%
					净负债比率	21.3%	25.0%	21.9%	34.9%
					流动比率	1.5	1.5	1.4	1.2
					速动比率	0.7	0.7	0.4	0.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
					应收账款周转率	3.8	6.7	9.8	16.2
					应付账款周转率	5.0	5.9	5.7	5.6
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.9	1.1	1.6	2.2
					每股经营现金流(最	1.4	0.7	0.0	0.1
					每股净资产(最新摊	11.5	8.6	10.1	12.3
					估值比率				
					P/E	39	31	22	16
					P/B	5	4	3	3
					EV/EBITDA	23	22	17	13

现金流量表				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	163	85	0	18
净利润	105	132	188	265
折旧摊销	23	19	25	37
财务费用	16	16	24	39
投资损失	(13)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(96)	223	313	99
其它	128	(291)	(537)	(409)
投资活动现金流	(127)	(9)	(190)	(402)
资本支出	(63)	(60)	(200)	(400)
长期投资	0	0	0	0
其他	(65)	51	10	(2)
筹资活动现金流	(123)	152	27	368
短期借款	(111)	121	51	407
长期借款	0	0	0	0
其他	(12)	30	(24)	(39)
现金净增加额	(87)	228	(163)	(16)

资料来源：Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>