

2022 年 10 月 13 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 二次创业新篇章，第二主业扬帆起航

## —乐惠国际（603076.SH）公司深度报告 买入（首次）

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

### 基本数据

2022-10-12

当前股价（元）	35.8
总市值（亿元）	43
总股本（百万股）	121
流通股本（百万股）	121
52 周价格范围（元）	22.72-56.51
日均成交额（百万元）	83.99

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

### 国际啤酒设备龙头，第二主业扬帆起航

总部位于浙江宁波的公司是啤酒设备龙头，其营收、归母净利润分别从 2013 年 7.2/0.48 亿元增至 2021 年 9.89/0.46 亿元，过去 8 年 CAGR 为 4.05%/-0.53%。2022H1 营收/归母净利润 9.46/0.41 亿元，同比+89%/-27%，其中第二主业精酿鲜啤取得重大进展，营收/归母净利润 0.20/-0.14 亿元，同比+518%/-45%，亏损主要系业务处早期投入阶段，品牌营销、团队扩张等投入较大。

### 啤酒高端化趋势明确，包装机械潜力大

当前啤酒行业量跌价升，产量从 2013 年 4982.79 万吨降至 2021 年 3562.40 万吨，8 年 CAGR 为 -4.11%；吨价从 2013 年 3641 元升至 2021 年 4449 元，8 年 CAGR 为 2.54%。2021 年精酿啤酒销售额 785 亿元，预计 2026 年将增至 2103 亿元，5 年 CAGR 达 22%。2015-2021 年我国高端/中端啤酒市场规模占比由 25%/28%升至 36%/33%，预计 2024 年高端/中端/大众啤酒市场规模占比 40.1%/34.5%/25.3%，高端化趋势明确。目前全球包装机械销售额以每年 4.1% 保持增长，预计到 2028 年达 592 亿美元；国内包装机械销售额超 400 亿，包装专用设备产量大增，2019-2021 年我国包装专用设备产量分别为 21.04/26.34/75.43 万台，同增 112%/25%/186%。

### 多因素筑优势，转型 C 端渐入佳境

**品牌：**装备制造国际一流，自有品牌“鲜啤 30 公里”运营加速，是“国家级制造业单项冠军”，“中国液态食品机械十强”位列第一。**产品：**啤酒酿造设备营收从 2013 年 4.01 亿元增至 2021 年 6.65 亿元，8 年 CAGR 为 6.53%；精酿产品定位“精酿+鲜啤”，高品质差异化优势突出。**渠道：**战略合作客户/经销合作/直销渠道/线上业务四大板块占比约 40%/30%/10%/10%。经销终端 4000 余家，分布在宁波（2000 余家）、温州、杭州、苏州等地，经销商约 100 个。“打酒站+鲜啤酒馆”营业终端 80 家。**产能：**上海松江、宁波大目湾已投产（1.3 万吨/年）、沈阳（5000 吨/年）、长沙（1 万吨/年）出酒在即，武汉（2 万吨/年）选址立项，预计年底/3 年内/5 年内产能将达 2.8/5/10 万吨，“百城百厂”战略加速推进中。**成本：**“以销定购+销地产+两大业务协同发展”，成本管控良好，2022H1 销售费用率/管理费用率 2.6%/6.4%，同比+0.1/-6pct，毛利率 25%左右。**区域扩张：**华东为优势区域，其 2020 年占比 28.5%；国际化布局日益完善，海外营收占比由 2013 年 25%增至 2021 年 54%；酒厂复制开启“1 到 N”的全国化布局。

盈利预测

我们看好公司切入精酿+鲜啤赛道，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.74/1.37/2.25 元，当前股价对应 PE 分别为 48/26/16 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费，精酿产业链延伸项目投资风险、客户相对集中风险、汇率波动风险等

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	989	1,531	2,032	2,641
增长率（%）	16.1%	54.8%	32.7%	30.0%
归母净利润（百万元）	46	90	165	272
增长率（%）	-56.2%	94.3%	83.4%	65.0%
摊薄每股收益（元）	0.38	0.74	1.37	2.25
ROE（%）	3.6%	6.8%	11.9%	17.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、 国际啤酒设备龙头，第二主业扬帆起航.....	8
1.1、 专注啤酒设备三十余年，鲜啤开启第二增长曲线 .....	8
1.2、 股权结构集中，管理层经验丰富 .....	9
1.3、 聚焦啤酒设备，营收稳健向好 .....	11
2、 啤酒高端化趋势明确，包装机械潜力大.....	14
2.1、 下游行业需求稳定，包装机械市场发展潜力大 .....	14
2.2、 啤酒行业量跌价升，精酿鲜啤景气上升 .....	19
3、 多因素筑优势，转型 C 端渐入佳境.....	29
3.1、 装备制造国际一流，自有品牌运营加速 .....	29
3.2、 “装备制造+精酿啤酒”双主业，产品力突出 .....	37
3.3、 多渠道共蓄力，客户有望持续放量 .....	44
3.4、 “百城百厂”筑核心壁垒，国际化布局日益完善 .....	49
3.5、 两大业务协同，彰显成本优势 .....	52
4、 盈利预测评级.....	56
5、 风险提示.....	57

## 图表目录

图表 1：乐惠国际 1996 年成立，2017 年登录 A 股上市，2021 年打造“鲜啤 30 公里” .....	8
图表 2：乐惠国际全方位服务 .....	8
图表 3：股权集中，创始人即为实控人 .....	9
图表 4：管理层从业经验丰富 .....	10
图表 5：营收从 2013 年 7.2 亿元增至 2021 年 9.9 亿元，8 年 CAGR 为 4% .....	11
图表 6：净利润从 2013 年 0.48 亿元降至 2021 年 0.46 亿元 .....	11
图表 7：啤酒酿造设备营收占比大多数年份超 60% .....	11
图表 8：海外收入占比逐年提升 .....	11
图表 9：2021 年啤酒酿造设备/无菌罐装设备/其他过程设备营收占比分别为 67%/23%/9% .....	12
图表 10：2022H1 毛利率/净利率分别 15%/4% .....	12
图表 11：2022H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别 3%/6%/1% .....	12
图表 12：乐惠国际毛利率位于行业中游 .....	13
图表 13：乐惠国际净利率波动较大 .....	13
图表 14：乐惠国际 2021 年 ROE 为 4.3% .....	13
图表 15：ROE 主要受销售净利率和权益乘数的影响 .....	13
图表 16：包装设备在生产应用中的必要性 .....	14
图表 17：全球包装机械主要分布国家 .....	15
图表 18：预计 2020-2028 年全球包装机械市场 CAGR=4.1% .....	15

图表 19: 食品部门将引领全球包装机械市场未来发展 .....	15
图表 20: 中国包装机械行业规模 .....	16
图表 21: 2015-2022H1 包装专用设备产量及增长情况 .....	16
图表 22: 2021 年中国部分省市包装专用设备产量 (单位: 台) .....	16
图表 23: 广东省 2021 年包装专用设备产量占比 60.64% .....	16
图表 24: 包装机械行业下游主要包括食品、饮料、日用品、化工、医药等行业 .....	17
图表 25: 超市满货架的罐装啤酒 .....	17
图表 26: 我国城镇化率逐年上升 .....	17
图表 27: 啤酒企业掀起罐装啤酒生产线军备赛 .....	18
图表 28: 2021 年中国在线外卖行业市场规模为 8117 亿元, 5 年 CAGR=37.31% .....	18
图表 29: 啤酒企业纷纷推出小瓶包装 .....	18
图表 30: 酒、饮料和精制茶制造业固定资产投资完成额自 2008 年后先升后降 .....	19
图表 31: 国内主要啤酒企业资本开支情况 (单位: 亿元) .....	19
图表 32: 2017-2020 年中国包装机械进出口数量 (万台) .....	19
图表 33: 2017-2020 年中国包装机械进出口金额 (亿美元) .....	19
图表 34: 我国啤酒产量 2013 年达到顶峰, 2014-2021 年间持续下滑 .....	20
图表 35: 2016-2021 年我国啤酒表观消费量整体下降 .....	20
图表 36: 2020 年啤酒行业 CR5 为 92.0% .....	20
图表 37: 2019 年与 2021 年啤酒市场产量、销售收入及利润对比图 .....	20
图表 38: 2020 年我国啤酒行业竞争格局 (按销量计) .....	21
图表 39: 啤酒吨价从 2013 年 3641 元/吨增至 2021 年 4449 元/吨, 8 年 CAGR 为 2.5% .....	21
图表 40: 2013-2018 年进口啤酒数量上升 .....	21
图表 41: 2015-2024 年中高端啤酒市场规模占比持续提升 .....	22
图表 42: 2021 年天猫平台不同价格段啤酒销售金额同比增速 .....	22
图表 43: 口感和品质已超越价格成为更重要的因素 .....	22
图表 44: 国内各啤酒企业均推出高端产品类别 .....	22
图表 45: 我国精酿啤酒发展历程 .....	23
图表 46: 精酿啤酒产业链 .....	23
图表 47: 精酿啤酒与工业啤酒的区别 .....	24
图表 48: 艾尔工艺和拉格工艺发酵方式不同 .....	24
图表 49: 精酿啤酒常见风味及品牌 .....	25
图表 50: 2021 年美国精酿啤酒消费量 29.1 亿升 .....	25
图表 51: 2021 年美国精酿啤酒消费量占比 (渗透率) 13.1% .....	25
图表 52: 2021 年中国精酿啤酒消费量 10.0 亿升, 渗透率 2.8% .....	26
图表 53: 2018-2026 年中国精酿啤酒市场规模及增速 .....	26
图表 54: 2022 年值得关注的 25 家中国精酿品牌 .....	26



图表 55: 2020/2021 年精酿啤酒 CR5 占比为 67%/47%	26
图表 56: 政策利好精酿啤酒行业发展	27
图表 57: 2010-2021 年我国新增精酿啤酒相关企业数量	27
图表 58: “十四五”我国啤酒产业发展目标	27
图表 59: 国内部分精酿啤酒公司融资情况	28
图表 60: 主要啤酒厂商加紧布局精酿市场	28
图表 61: 精酿啤酒行业发展驱动因素	29
图表 62: 公司整厂交钥匙服务	30
图表 63: 啤酒装备领域仅有少数企业具备整厂交钥匙的能力	30
图表 64: 公司交钥匙工程服务案例	31
图表 65: 乐惠国际获多项荣誉	31
图表 66: 乐惠国际拥有多项资质证书	32
图表 67: 2021 年公司销售费用/广告宣传费分别为 2749.43/462.48 万元, 同增 67.94%/62.92%	32
图表 68: 销售费用率从 2013 年的 2.18% 增至 2021 年的 2.78%	32
图表 69: 打造“精酿谷”品牌, 建立自有品牌“鲜啤 30 公里”	33
图表 70: 2021 年 1 月乐惠国际精酿谷&华与华正式签约	33
图表 71: 公司品牌从“精酿谷”到“鲜啤 30 公里”	33
图表 72: 事业理论: “啤酒越鲜越好喝, 酒厂越近越新鲜”	34
图表 73: 产品科学: “内有活酵母, 才敢叫鲜啤”	34
图表 74: 品牌谚语: “酒厂越近越新鲜, 30 公里硬指标”	34
图表 75: 鲜啤 30 公里品牌三角形	34
图表 76: 华与华经典案例众多	35
图表 77: 30 公里鲜啤酒馆	35
图表 78: 30 公里鲜啤打酒站	35
图表 79: 鲜啤 30 公里上刊航机杂志	35
图表 80: 鲜啤 30 公里参加 2021 年天津秋季糖酒会	35
图表 81: 供情侣、小朋友们等打卡拍照	36
图表 82: “鲜啤 30 公里 X 麦臻选”联名款	36
图表 83: 国内首款全开盖鲜啤	36
图表 84: 鲜啤 30 公里包装设计 8 大机关	36
图表 85: 乐惠国际啤酒酿造设备产品矩阵	37
图表 86: 乐惠国际无菌灌装设备产品矩阵	38
图表 87: 啤酒酿造设备 2021 年营收 6.7 亿元, 8 年 CAGR 为 6.5%	38
图表 88: 啤酒酿造设备营收占比大多数年份超过 60%	38
图表 89: 啤酒酿造设备/无菌罐装设备/其他过程设备 2021 年毛利率为 23.87%/21.41%/32.32%	39
图表 90: 啤酒酿造设备贡献主要毛利, 2021 年达 67.4%	39

图表 91: 乐惠国际 2021 年新签订单 17.5 亿元, 在手订单 21.3 亿元, 创历史新高 .....	39
图表 92: 2021 年乐惠国际研发人员 131 人 .....	40
图表 93: 2021 年乐惠国际研发人员占比 12.5% .....	40
图表 94: 2021 年乐惠国际研发支出 3829.9 万元 .....	40
图表 95: 2021 年乐惠国际研发支出占比 3.9% .....	40
图表 96: 乐惠国际已建立较为完善的研发制度 .....	40
图表 97: 研发费用中工资薪酬占比较大 .....	41
图表 98: 乐惠国际 2021 年研发人员人均薪酬 15 万元 .....	41
图表 99: 乐惠国际积极探索拓展新领域 .....	41
图表 100: 2022H1 白酒类及相关设备营收 3.5 亿元, 占比 38.3% .....	41
图表 101: 精酿鲜啤具有高品质 .....	42
图表 102: 各类型啤酒代表产品举例 .....	42
图表 103: 产品包括 330ml、500ml、1L、2L 等不同规格 .....	42
图表 104: 产品包括德式小麦、美式 IPA 等多种口味 .....	43
图表 105: 公司产品具备性价比优势 .....	43
图表 106: 智能售酒机 .....	44
图表 107: 世界首条易拉罐无菌灌装线 .....	44
图表 108: Cutebrw 当日鲜 .....	44
图表 109: 世界首台 keg 桶无菌灌装机 .....	44
图表 110: 公司已确立战略合作客户、经销合作、直销渠道、线上业务四大渠道 .....	45
图表 111: 鲜啤 30 公里入驻每一天便利店 .....	46
图表 112: 鲜啤 30 公里蜀大侠火锅热卖现场 .....	46
图表 113: 鲜啤 30 公里入驻上海高端超市久光百货 .....	46
图表 114: 公司打酒站、鲜啤酒馆模式 .....	47
图表 115: 鲜啤 30 公里微信/天猫商城 .....	47
图表 116: 鲜啤 30 公里抖音商城/小红书种草 .....	47
图表 117: 乐惠国际渠道覆盖情况一览 .....	48
图表 118: 鲜啤 30 公里私域运营思路 .....	49
图表 119: 会员日/周期购福袋/拼团/鲜啤星推官活动 .....	49
图表 120: 华东 2020 年营收 2.43 亿元, 同+44.8% .....	49
图表 121: 华东营收占比从 2014 年 19.6% 增至 2020 年 28.5% .....	49
图表 122: 海外业务营收由 2013 年 1.78 亿元增至 2021 年 5.34 亿元, 8 年 CAGR 为 14.75% .....	50
图表 123: 海外业务营收占比由 2013 年 25% 增至 2021 年 54% .....	50
图表 124: 公司持续推进海外业务布局 .....	50
图表 125: 公司“百城百厂”布局规划 .....	51
图表 126: 公司“百城百厂”战略愿景 .....	51

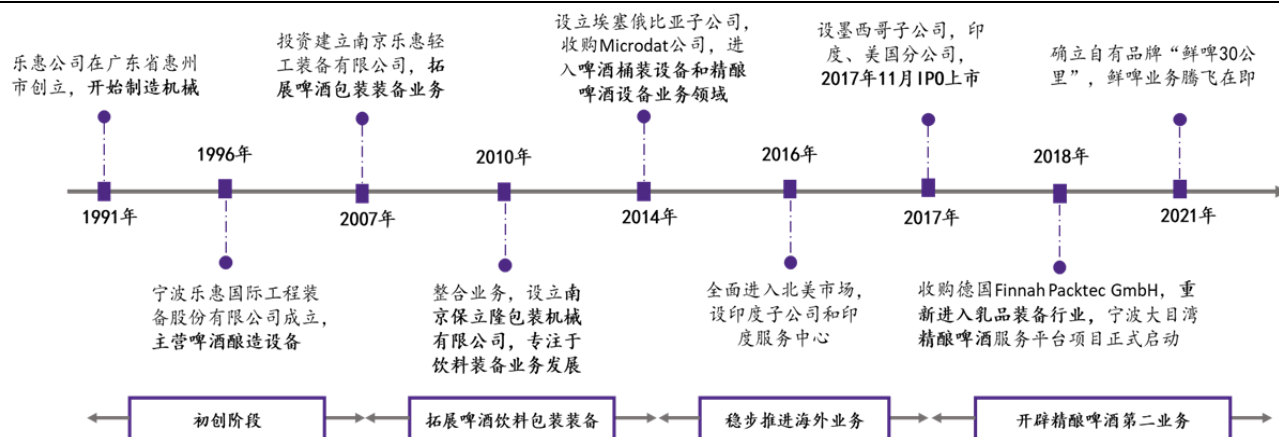
图表 127: 上海佘山 3000 吨城市精酿体验工厂 .....	51
图表 128: 宁波大目湾 1 万吨旗舰工厂 .....	51
图表 129: 长沙 1 万吨旗舰工厂即将投产 .....	51
图表 130: 原材料为乐惠国际主要营业成本 .....	52
图表 131: 2014-2016 年各类原材料占生产成本比例平均值 .....	52
图表 132: 公司“以销定购”采购模式 .....	52
图表 133: 板材平均价 (元/吨) 一览 .....	53
图表 134: 管材平均价 (元/吨) 一览 .....	53
图表 135: PET 切片 (纤维级) 国内现货价 (元/吨) 一览 .....	53
图表 136: 乐惠国际 2013-2021 年毛利率下滑幅度 (%) 小于行业可比公司 .....	53
图表 137: 包材铝价格 (美元/吨) 一览 .....	54
图表 138: 大麦进口平均单价 (美元/吨) .....	54
图表 139: 母公司乐惠国际具备较强设备生产能力 .....	54
图表 140: 模块式智能化精酿啤酒整厂技术 .....	55
图表 141: 智能鲜啤售酒机 .....	55
图表 142: 公司 2L 装产品为 PET 酒桶 .....	55
图表 143: 基于阿里云 AIoT 的中国首家精酿啤酒工业互联网平台 .....	56

# 1、国际啤酒设备龙头，第二主业扬帆起航

## 1.1、专注啤酒设备三十余年，鲜啤开启第二增长曲线

乐惠国际为全球啤酒设备行业少数具备整厂交钥匙能力的专业供应商。公司 1996 年成立，2017 年上市，专注“装备板块”和“精酿板块”两大业务。“装备板块”主营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、饮料前处理和包装设备，以及乳品包装设备等。公司在装备领域积累了多年的品牌、技术优势，在规划、设计、装备制造、安装调试、公用工程等各个相关环节都进行了大量的研发投入及交付案例，是全球少数具备整厂交钥匙能力的企业之一，产品远销亚非拉等新兴国家市场。

图表 1：乐惠国际 1996 年成立，2017 年登录 A 股上市，2021 年打造“鲜啤 30 公里”



资料来源：乐惠国际官网，公司微信公众号，华鑫证券研究

精酿啤酒为公司第二主业，公司通过延伸产业链，在国内精酿产业发达地区建设城市酒厂，打造全国性分布式精酿鲜啤供应链网络，并创立“鲜啤 30 公里”精酿啤酒品牌。公司发展历程可分成以下几个阶段：1991-2006 年，乐惠集团初创，主营啤酒酿造设备；2007-2013 年，公司拓展啤酒和饮料包装装备业务；2014-2017 年，公司开始开拓海外市场；2017 年公司 IPO 上市，进军乳品装备行业；2018 年公司开辟第二主营业务，切入精酿啤酒酿造领域；2021 年至今，打造“鲜啤 30 公里”，设立合资公司开展白酒设备业务。

图表 2：乐惠国际全方位服务

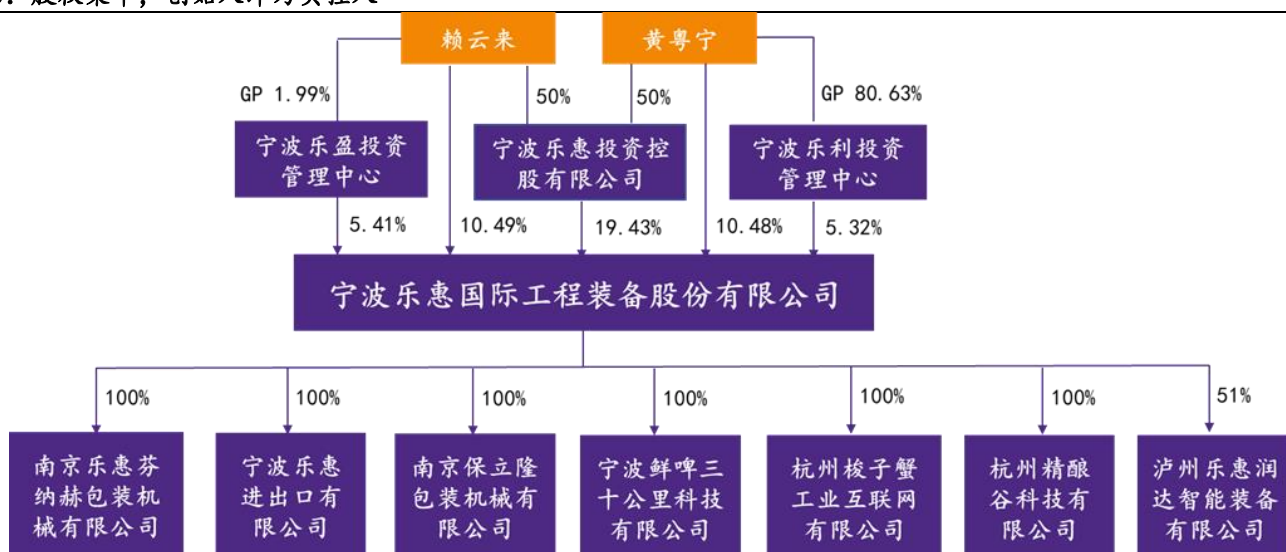


资料来源：鲜啤 30 公里微信公众号，华鑫证券研究

### 1.2、股权结构集中，管理层经验丰富

**公司股权集中，创始人即为实控人。**公司创始人赖来云、黄粤宁系公司实际控制人，二人签署有一致行动协议，对公司共同控制。赖来云、黄粤宁二人直接持股 20.97%，通过乐惠投资、乐盈投资以及乐利投资间接持股 20.45%。二人合计享有公司 41.42%的股份。设立员工持股平台，激励充分。宁波乐惠、宁波乐盈、宁波乐利三大员工持股平台合计持股 30.16%，覆盖面广，员工激励充分，充分释放内部经营活力。

图表 3：股权集中，创始人即为实控人



资料来源：Wind，华鑫证券研究

**管理层从业多年，行业经验丰富。**主要管理层从业年限均超 20 年，从业经验丰富。董事长赖云来毕业于北京大学光华管理学院，具备扎实的经营管理功底，总经理黄粤宁担任全国啤酒标准化技术委员会委员，与公司精酿鲜啤业务达成战略配合。公司积极吸纳管理人员和核心技术人才，采用薪酬激励深度绑定公司和核心团队团队利益，充分激发了中高层管理人员积极性。



图表 4：管理层从业经验丰富

姓名	职务	学历	年龄	薪酬(万元)	个人简介
赖云来	董事长、董事	硕士	64	60.44	毕业于北大光华管理学院，历任惠州市乐惠实业董事长，宁波乐惠食品设备制造有限公司董事长，公司第一届董事会董事长。现任公司第二届董事会董事长，南京保立隆董事，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	副董事长、总经理	硕士	59	60.44	历任惠州市乐惠实业总经理，宁波乐惠食品设备制造有限公司总经理，公司第一届董事会副董事长兼总经理，杭州精酿谷科技有限公司执行董事兼总经理。现任第二届董事会副董事长兼总经理，宁波鲜啤三十公里科技有限公司执行董事，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，梭子蟹精酿啤酒(上海)有限公司执行董事，总经理。同时还担任全国啤酒标准化技术委员会委员。
陈小平	董事	本科	59	72.51	历任中国轻工业部杭州轻工机械研究所日用化工室工程师；惠州市乐惠实业总工程师；公司第一届董事会董事。现任南京乐惠芬纳赫总工程师及南京保立隆监事，公司第二届董事会董事。
申林	董事	本科	50	50.91	历任宁波乐惠食品设备制造有限公司自动化事业部总经理；集团销售副总监；公司第一届董事会董事。现任本公司第二届董事会董事，过程装备事业部总经理。
万财飞	董事、副总经理	专科	41	50.73	历任南京日立产机有限公司财务课长/内部实施顾问；鼎捷软件股份有限公司咨询总监；杭州精酿谷科技有限公司监事。2018 年 8 月起任本公司副总经理，2021 年 2 月起任杭州梭子蟹工业互联网有限公司执行董事，2021 年 7 月起任杭州精酿谷科技有限公司执行董事，宁波鲜啤三十公里科技有限公司经理。
于化和	董事、副总经理、战略委员会委员	专科	59	138.71	历任宁波乐惠食品设备制造有限公司副总经理，宁波乐惠西蒙子机械制造有限公司执行董事。现任公司副总经理，宁波乐惠进出口有限公司经理。
王延才	独立董事	本科	67	0.12	历任轻工业部食品工业局干部，中国酒业协会秘书长，理事长，中轻食品管理中心主任。
王占龙	独立董事	本科	51	0.12	历任宁波柯力传感器制造有限公司财务经理，宁波赛尔富电子有限公司财务负责人，现任均胜集团有限公司财务副总监。
许凌	独立董事	硕士	40	0.12	2013 年 9 月至 2021 年 9 月任京东集团副总裁，历任金融科技事业群负责人，集团战略部负责人。在此之前先后在中国工商银行，荷兰银行(中国)，华夏银行等多家金融机构总部从事风险管理工作。历任网联清算有限公司董事，招商拓朴银行(筹)董事，朴道征信有限公司监事。现任中国红十字会第十一届理事。
蔡经纬	监事会主席，监事	硕士	32	36.24	2011 年 6 月至 2013 年 8 月任公司项目工程师；2013 年 9 月至 2017 年 9 月任公司项目经理；2017 年 10 月至今任公司 PMO 经理职务。
张永激	监事	—	49	32.26	1998 年 9 月至 2003 年 11 月，任宁波乐惠食品设备制造有限公司电气设计师；2003 年 11 月至 2010 年 4 月，任宁波乐惠食品设备制造有限公司自动化事业部工程二部经理；2010 年 4 月至 2012 年 4 月，任宁波乐维自动化科技有限公司工程二部经理；2012 年 4 月至 2016 年 2 月，任宁波乐维自动化科技有限公司副总经理；2012 年 10 月至今任南京乐惠芬纳赫包装机械有限公司副总工程师及电气总工程师职务。
蔡亮亮	职工监事	中职	41	21.70	1999 年 7 月进入公司，2002 年 7 月至 2015 年 8 月，任公司车间班组长职务；2015 年 8 月至今任公司精酿制造部经理。
董向阳	副总经理	硕士	52	54.02	历任华锦建设股份有限公司副总经理；浙江欧文控股有限公司财务资金部总经理；世纪华丰控股有限公司总会计师；宁波荣山新型材料有限公司财务总监兼董事会秘书；乐惠有限财务负责人，乐惠国际董事会秘书。现任本公司副总经理。
舒思晨	财务总监	本科	32	28.33	历任众华会计师事务所(特殊普通合伙)高级审计员；毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计经理；深圳前海兴旺投资管理有限公司投资经理；上海墙尚环保科技有限公司财务总监。现任本公司财务总监。
侯懿钊	董事会秘书	硕士	37	48.00	历任金泰富资本管理有限责任公司投资总监，福建亲爱股份有限公司战略投资部总经理，现任公司董事会秘书，乐惠国际子公司宁波精酿谷科技有限公司副总经理。

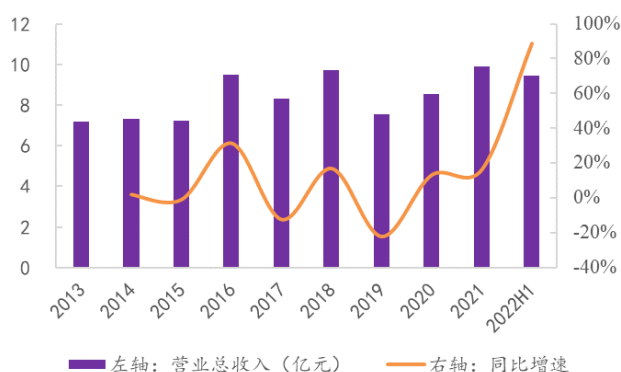
资料来源：乐惠国际招股说明书，Wind，华鑫证券研究



### 1.3、聚焦啤酒设备，营收稳健向好

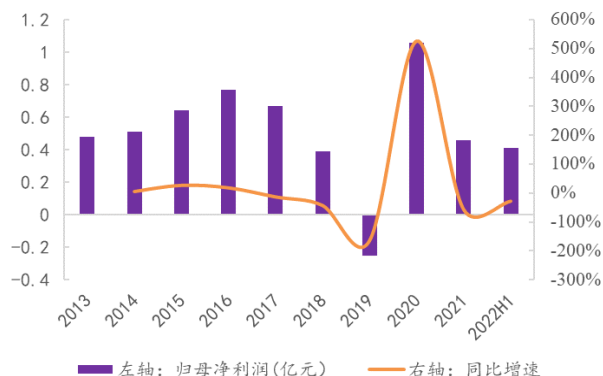
收入表现稳健，净利波动较大。营收从 2013 年 7.20 亿元增至 2021 年 9.89 亿元，8 年 CAGR 为 4.05%，表现稳健。公司归母净利润波动较大，自 2017 年上市以来，业绩连年下滑，2020 年有所回升。其中 2018 年系公司加大海外扩张，销售费用、薪酬及咨询费、商誉减值准备、存货跌价增加所致；2019 年归母净利润创历史最低-0.25 亿元，主要系德国子公司破产、海外市场收入腰斩；2021 年净利润同比下降 56.23%，主要系德国仲裁案赔付及精酿业务亏损。2022H1 实现营收、归母净利润 9.46、0.41 亿元，分别同比+88.64%、-27.20%，主要系原材料、海运费涨价以及海外施工成本的增加导致毛利减少；汇率波动导致汇兑损失增加。

图表 5：营收从 2013 年 7.2 亿元增至 2021 年 9.9 亿元，8 年 CAGR 为 4%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

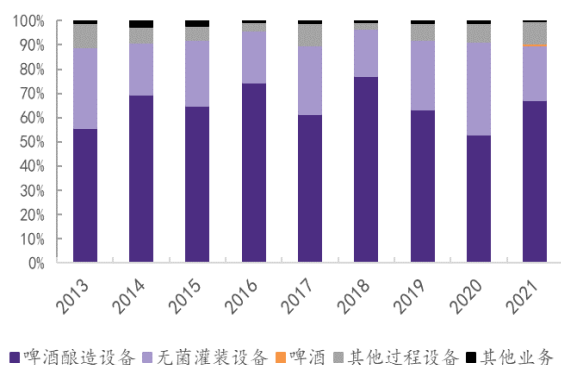
图表 6：净利润从 2013 年 0.48 亿元降至 2021 年 0.46 亿元



资料来源：Wind，华鑫证券研究

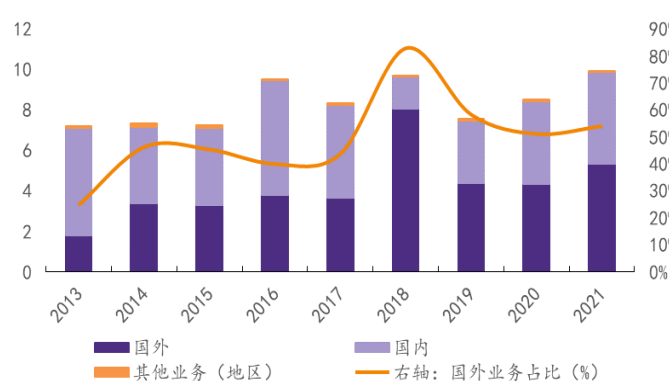
啤酒酿造设备贡献主要业绩增量，海外业务占比逐年提高。从产品结构来看，设备业务作为公司的第一主业，在营收中占比最高。除 2013 年和 2020 年外，啤酒酿造设备营收占比均超 60%。无菌灌装设备占比次之，基本维持在 20%-30%。2021 年公司实现营收 9.89 亿元，其中啤酒酿造设备/无菌罐装设备/其他过程设备占比分别为 67.20%/22.71%/9.02%，精酿啤酒作为公司 2021 年的新兴业务，贡献了 0.75% 的业绩增量。

图表 7：啤酒酿造设备营收占比大多数年份超 60%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

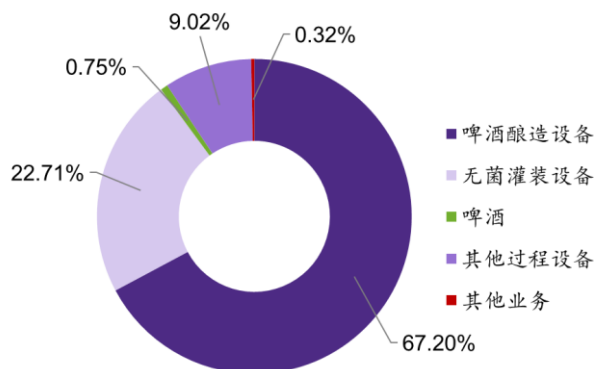
图表 8：海外收入占比逐年提升



资料来源：Wind，华鑫证券研究

从区域结构来看，公司不断拓展海外业务，公司目前已经拥有覆盖亚非拉等新兴国家市场的海外销售及服务体系，海外收入占比逐年提高，从 2013 年的 24.67% 提升至 2021 年的 53.98%，其中 2018 年占比达 82.82%。

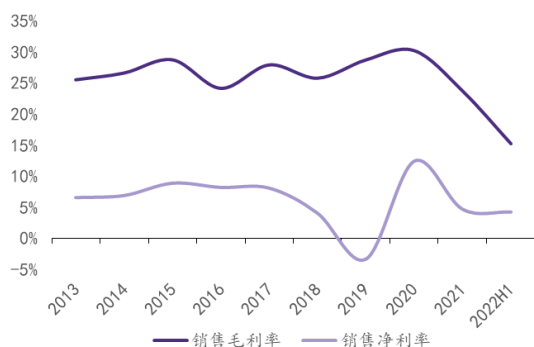
图表 9：2021 年啤酒酿造设备/无菌灌装设备/其他过程设备营收占比分别为 67%/23%/9%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

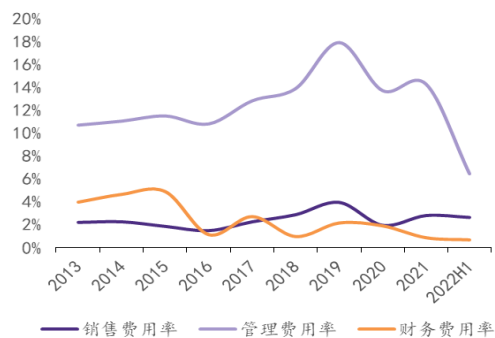
**毛利基本稳定，管理费用维持高位。**毛利率从 2013 年 25.48% 降至 2021 年 23.67%，除 2020 年略有增长达 30.14% 外，其余年份均稳定在 25% 左右，处于行业中游水平；净利率从 2013 年 6.55% 降至 2021 年 4.68%，2019 年由于德国子公司 Finnah 破产，公司对其足额计提了资产减值准备，导致第 4 季度大幅亏损以及当期收入下降，净利率首次出现了负值。2013 年-2018 年，公司净利率基本维持在 7% 左右。2022H1 毛利率、净利率分别为 15.23%、4.25%，毛利率较上年同期下滑 9.62pcts，主要系白酒装备项目毛利率较低所致。从费用情况看，管理费用率一直维持高位，主要系阿米巴咨询服务费以及人员薪酬等，2020 年后管理费用率开始下降，主要系公司经营管理提升及原德国子公司 Finnah 不再并表所致。销售费用率整体呈上升趋势，主要系公司加大海外销售力度、销售人员薪酬增加以及新增精酿啤酒业务的前期宣传。2022H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.61%、6.42%、0.66%。

图表 10：2022H1 毛利率/净利率分别 15%/4%



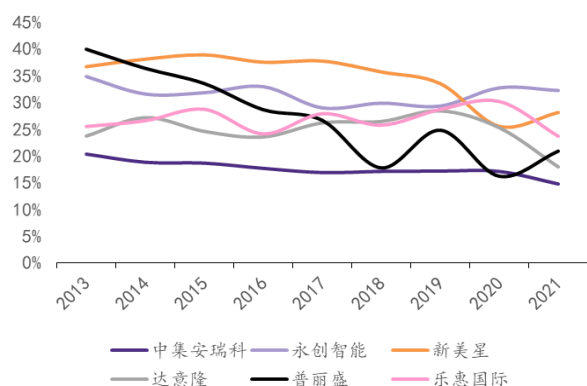
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 11：2022H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别 3%/6%/1%



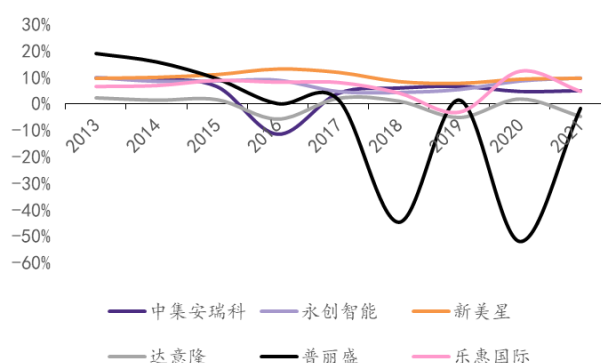
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 12：乐惠国际毛利率位于行业中游



资料来源：Wind，华鑫证券研究

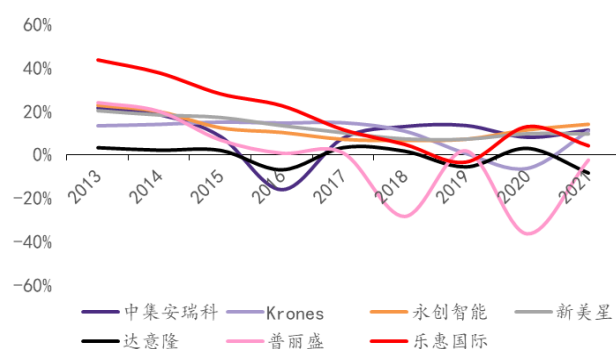
图表 13：乐惠国际净利率波动较大



资料来源：Wind，华鑫证券研究

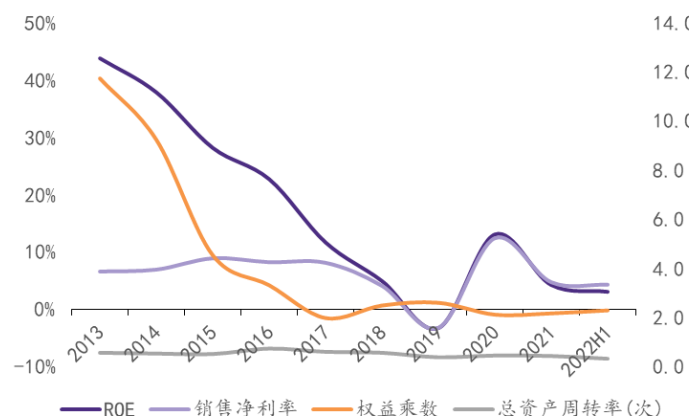
2021 年 ROE 为 4.31%，主要受净利率和权乘数的影响。公司 ROE 水平在行业中长期处于较高水平，2013、2014 年分别高达 43.85%、37.92%，但长期来看，公司 ROE 水平呈下降的趋势，从 2013 年的 43.85% 降至 2021 年的 4.31%，杜邦拆分来看，公司 ROE 主要受净利率水平和权益乘数的影响。2018 年之前，公司 ROE 主要受权益乘数影响，较高的权益乘数使得 ROE 维持较高水平，但同时也意味着公司具有较高的杠杆率，财务风险相应较高。2018 年之后，公司 ROE 水平与销售净利率走势基本一致，在此期间，权益乘数一直维持在 2.5 左右。总资产周转率历年来基本保持在 0.4-0.5 区间。

图表 14：乐惠国际 2021 年 ROE 为 4.3%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 15：ROE 主要受销售净利率和权益乘数的影响



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 2、啤酒高端化趋势明确，包装机械潜力大

### 2.1、下游行业需求稳定，包装机械市场发展潜力大

#### 2.1.1、包装机械市场规模超 400 亿，包装专用设备产量大增

包装是商品进入流通领域的必要条件，而包装设备是实现产品包装的主要手段。包装设备行业起源于欧洲，国内起步较晚，逐步追赶。1861 年，德国建立了世界上第一个包装机械厂，并于 1911 年生产出成型填充封口机，20 世纪 60 年代以来，随着包装新材料、新工艺、新技术的不断出现，以及下游行业包装需求的更新，全球包装机械行业得到了持续发展。从国内来看，上世纪 70 年代，通过对国外技术的引进消化吸收，中国制造完成第一台包装机，经过 30 多年技术革新，包装机械行业现已成为机械工业的十大行业之一。

图表 16：包装设备在生产应用中的必要性



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

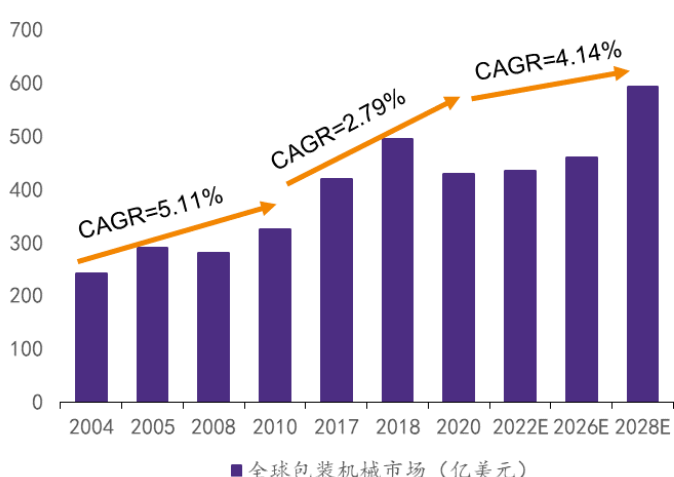
全球包装机械将以 4.1% 的 CAGR 进行增长，预计到 2028 年市场空间达 592.4 亿美元。美国市场调研公司 The Freedonia Group, Inc 发布的《Global Packaging Machinery》显示 2020 年全球包装机械市场空间达 428 亿美元，未来将以 4.1% 的年化率增长，到 2028 年达 592.4 亿美元。未来食品部门和亚太地区将会引领市场，其中食品占 2020 年全球包装机械收入的 36.2%，亚太地区占 2021 年全球包装机械市场收入超 36.5%，未来 55% 的新需求将集中在亚太地区。

图表 17：全球包装机械主要分布国家



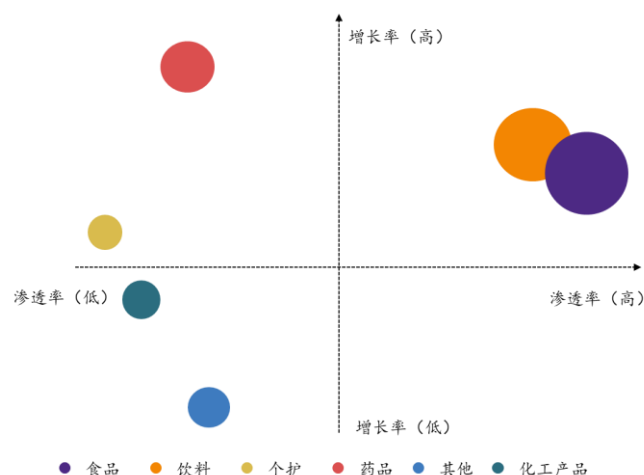
资料来源：《Packaging Machinery Market Analysis, 2021》，华鑫证券研究

图表 18：预计 2020-2028 年全球包装机械市场 CAGR=4.1%



资料来源：立鼎产业研究院，观研报告网，prnewswire，未来智库，华强电子网，中国传动网，《Packaging Machinery Market Analysis, 2021》，华鑫证券研究

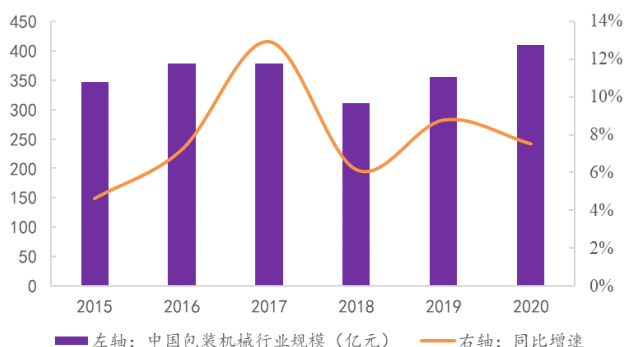
图表 19：食品部门将引领全球包装机械市场未来发展



资料来源：《Packaging Machinery Market Analysis, 2021》，华鑫证券研究

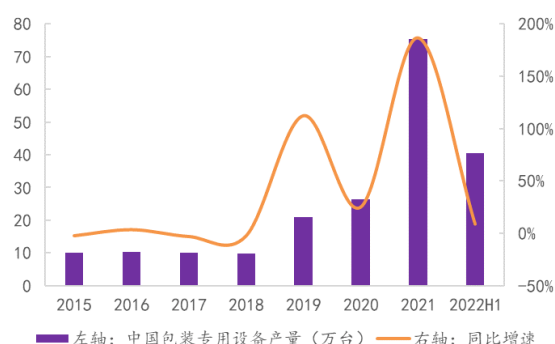
国内包装机械市场规模超 400 亿，包装专用设备产量大增。根据《中国工业机械年鉴 2021》，2020 年我国包装专用设备制造行业规模以上企业有 386 家，主营业务收入达 410.08 亿元，同比+7.51%。2019 年以来，在下游食品、药品、日化等行业新增长点拉动下，我国包装专用设备产量逐年增长。2019/2020/2021 年我国包装专用设备产量分别为 21.04/26.34/75.43 万台，同比+112.27%/+25.18%/+186.40%。2022H1 我国包装专用设备产量 40.61 万台，较 2021 年同期增长 9.02%。

图表 20：中国包装机械行业规模



资料来源：《中国机械工业年鉴 2016-2021》，华鑫证券研究

图表 21：2015-2022H1 包装专用设备产量及增长情况



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

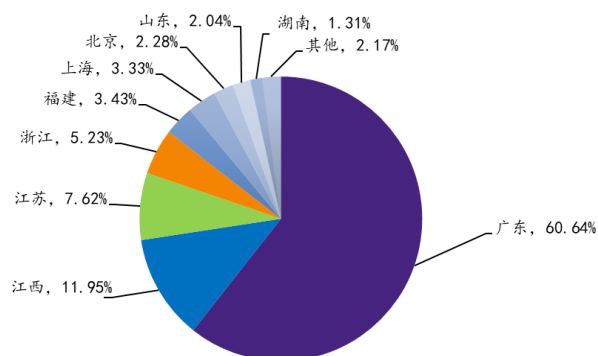
分省市来看，2021 年我国包装专用设备产量 TOP5 分别为广东、江西、江苏、浙江和福建，其中广东一马当先，产量达 45.75 万台，占全国总产量的 60.64%。

图表 22：2021 年中国部分省市包装专用设备产量（单位：台）



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

图表 23：广东省 2021 年包装专用设备产量占比 60.64%



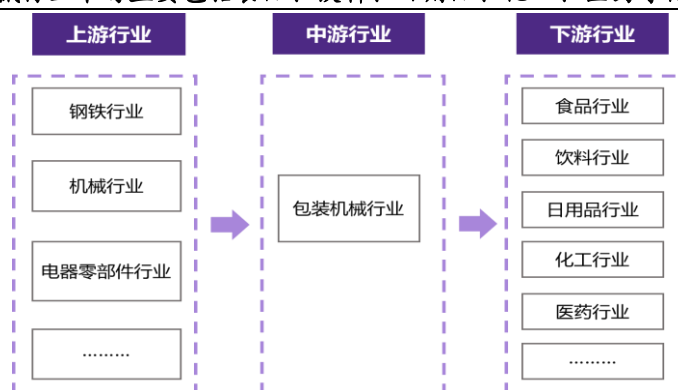
资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

## 2.1.2、下游行业快速发展，行业需求空间广阔

作为需求导向型行业，替代人工、实现自动化的包装机械行业的市场容量与下游行业发展状况及固定资产投资呈明显的正向相关趋势。酒类、饮料和乳品等液体食品的高端化发展趋势将对装备的技术和质量水平提出更高的要求，特别是无菌包装和高自动化包装整线等设备的需求将有较大增长。



图表 24：包装机械行业下游主要包括食品、饮料、日用品、化工、医药等行业



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

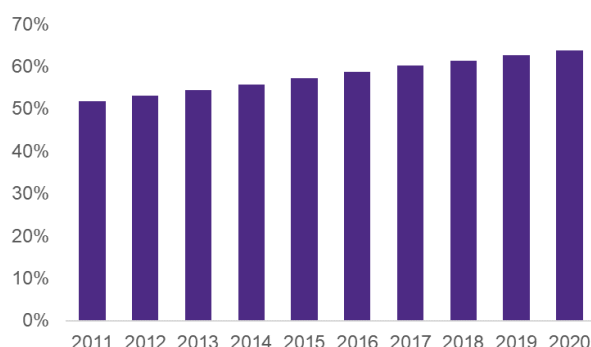
城镇化率提高带来消费升级，罐装、小瓶引领啤酒消费热潮。根据《中国统计年鉴 2021》，我国城镇化率已由 2011 年的 51.83% 提升至 2020 年的 63.89%，带来新兴消费群体引领消费升级，啤酒罐装率将不断提高，带来包装机械新需求。2020 年，国产啤酒销量整体下滑 7.04%，但近年来，国内罐装啤酒增速维持在 10%-15%，远高于啤酒行业整体发展水平。

图表 25：超市满货架的罐装啤酒



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

图表 26：我国城镇化率逐年上升



资料来源：《中国统计年鉴，2021》，华鑫证券研究

根据欧睿数据，2004-2018 年期间中国啤酒罐化率已从 15% 提升至 26%。对标国外，中国啤酒罐化率目前约为 28%，低于全球啤酒罐化率 50%，且远低于美日啤酒罐化率水平 67%、89%，未来发展潜力巨大。宅经济推动罐化率提升，中国外卖市场规模快速发展，进一步推动“宅饮”发展，罐装啤酒更加契合此消费场景，毛利率更高的罐装产品也吸引企业布局罐装线，需求供给双侧推动下中国啤酒的罐化率有望继续提升。

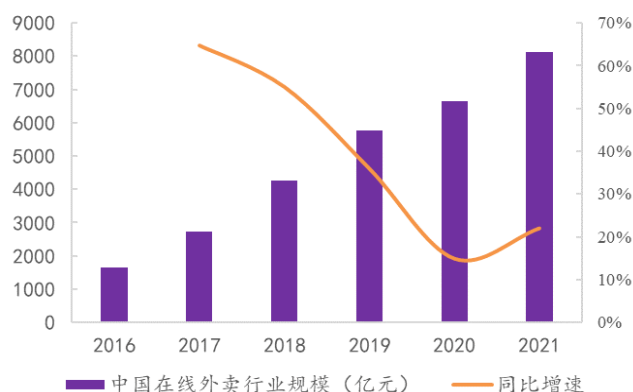
图表 27：啤酒企业掀起罐装啤酒生产线军备赛

公司名称	项目
雪花啤酒	2017 年，杭州工厂斥资 1 亿余元进口听酒设备自动生产线
嘉士伯	2020 年 1 月，在云南大理投资新建一条 9 万罐/小时的进口智能化高速罐线，项目总投资约 1.6 亿元人民币 2020 年 9 月，计划投资超 1.8 亿元新增易拉罐灌装线
重庆啤酒	2020 年 4 月，宜宾开工新建一条最高设计产能年产 15 万千升的啤酒拉罐生产线，2021 年 5 月开始试生产
华润啤酒	2021 年 1 月，“华润雪花啤酒公司新增 6 万听装啤酒生产线项目”在成都签约，预计实现新增听装线产能达 10 万吨
青岛啤酒	2021 年 5 月，青岛啤酒表示其近年依托现有生产基地的改扩建和老厂的搬迁，新增多条听装啤酒生产线，青岛啤酒的罐化率不断提升
安海斯-布希	2021 年年初，有行业媒体报道，在未来两年内，安海斯-布希公司将在其美国工厂投资 1 亿多美元用于新的罐装生产线

资料来源：云酒头条，啤酒板，华鑫证券研究

330ml 装的小瓶啤酒，便捷性和包装的吸引力都更强。随着年轻消费者的增多，这一潮流也逐渐被引领到了非即饮的零售渠道，各大啤酒企业纷纷推出小瓶包装啤酒，迎合消费新趋势，带来包装机械的新增市场。乐惠国际作为业内领先的啤酒包装设备提供商，将充分受益于此。

图表 28：2021 年中国在线外卖行业市场规模为 8117 亿元，5 年 CAGR=37.31%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

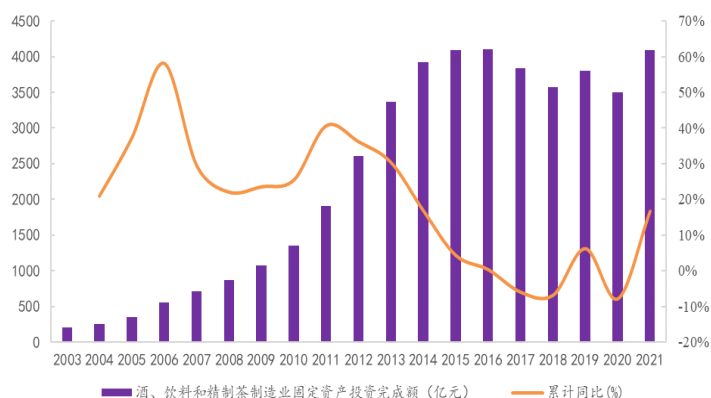
图表 29：啤酒企业纷纷推出小瓶包装



资料来源：京东，华鑫证券研究

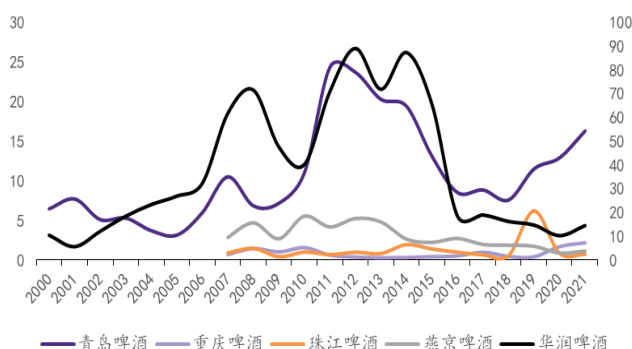
**存量设备进入更新周期。**2021 年我国酒、饮料和精制茶制造业固定资产投资完成额 4090 亿元，累计增速达 16.80%。纵观 2003-2021 年我国酒、饮料和精制茶制造业固定资产投资完成额，自 2008 年后，固定资产投资先升后降，经过 10 年左右的发展，进入新一轮设备更新周期，带来上游包装机械市场需求的增加。于此同时，观察青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒以及华润啤酒五大啤酒商的资本开支发现 2008 年经济危机后，啤机行业经过洗牌和并购加速开启了新一轮资本开支，资本开支高点出现在 2012、2013 年前后，目前进入设备更新周期。2021 年青岛啤酒资本开支总额 16.35 亿元，较去年同期增加 26.24%。

图表 30：酒、饮料和精制茶制造业固定资产投资完成额自 2008 年后先升后降



资料来源：Wind，华鑫证券研究

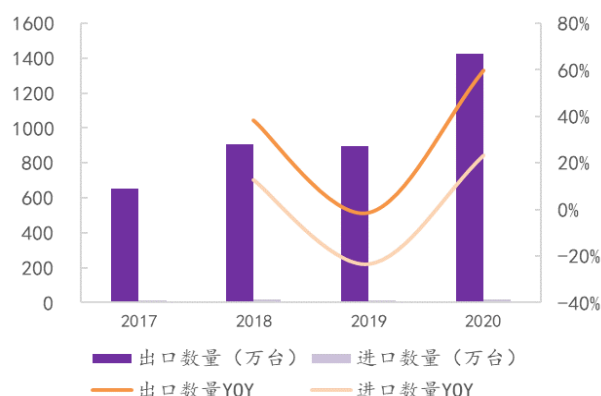
图表 31：国内主要啤酒企业资本开支情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

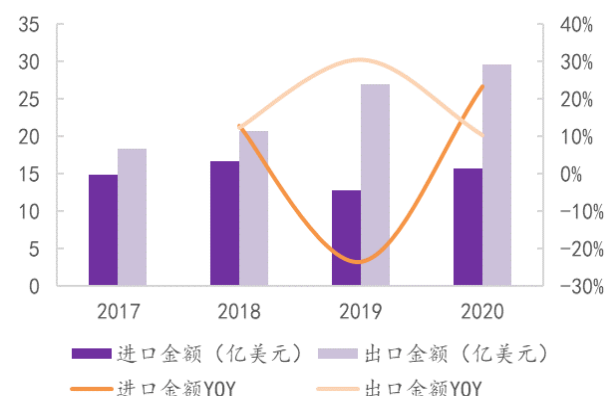
Freedonia 数据显示我国软饮包装机械市场规模从 2001 年的 3.3 亿元升至 2021 年的 53 亿元，20 年 CAGR 达 14.89%，已进入更新换代时期。再观啤酒行业，随着国内包装机械技术的日趋完善，目前国内大型啤酒厂商的采购目标已由进口包装转向性价比更高的国内高端包装，据中国海关总署统计，我国进口包装机械数量和金额远低于出口，国内包装市场需求得以增长。

图表 32：2017-2020 年中国包装机械进出口数量（万台）



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 33：2017-2020 年中国包装机械进出口金额（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

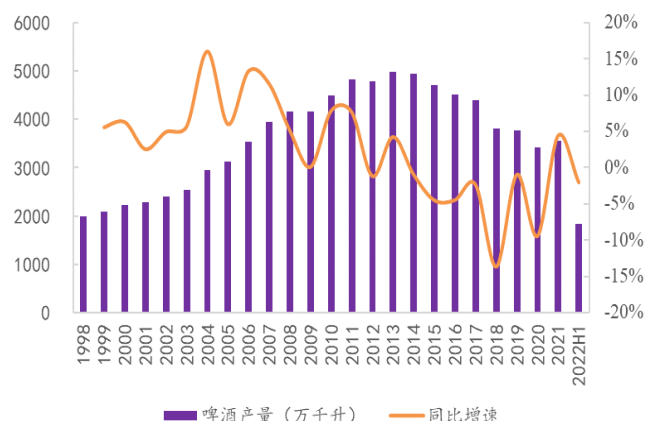
## 2.2、啤酒行业量跌价升，精酿鲜啤景气上升

### 2.2.1、啤酒高端化趋势明确，消费升级正当时

啤酒产销量连年下降。一直以来价格低廉的工业啤酒占据人们的家庭餐桌、大排档、烧烤摊和夜市摊。根据国家统计局数据，2013 年我国规模以上啤酒企业产量达到顶峰，

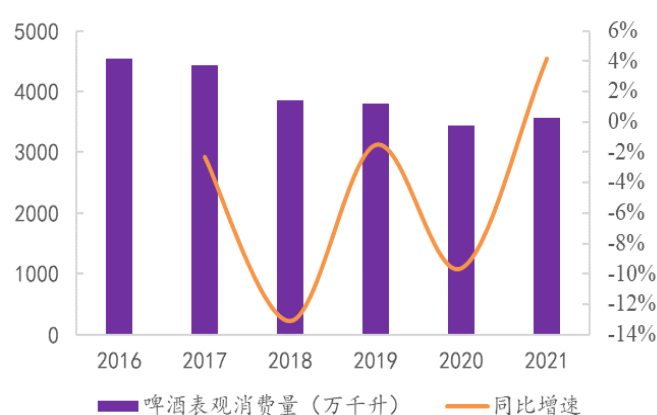
2014-2021 年间产量持续下降，全国规模以上企业啤酒产量从 2013 年 4982.79 万吨降至 2021 年 3562.40 万吨，8 年 CAGR 为-4.11%。2016-2021 年我国啤酒表观消费量也整体下降，由 2016 年的 4541.97 万千升降至 2021 年的 3572.46 万千升，5 年 CAGR 为-4.69%。

图表 34：我国啤酒产量 2013 年达到顶峰，2014-2021 年间持续下滑



资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

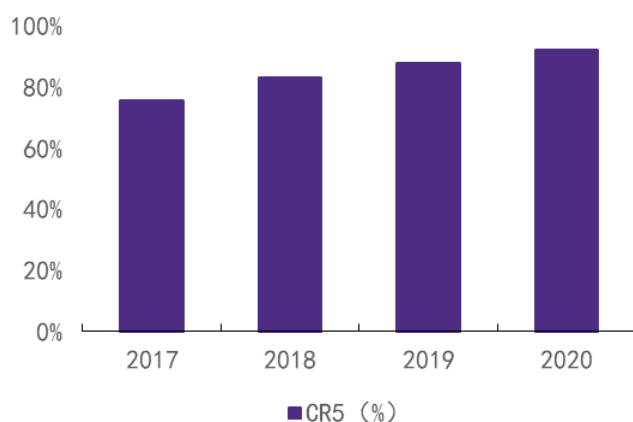
图表 35：2016-2021 年我国啤酒表观消费量整体下降



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

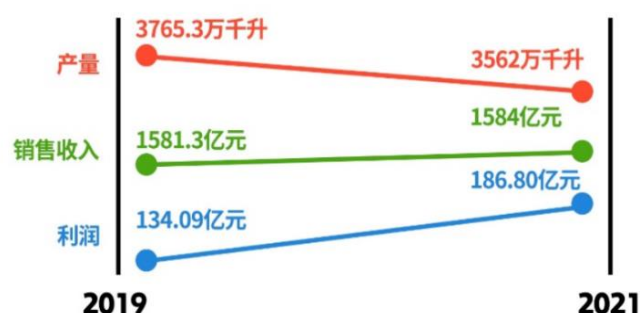
行业集中度较高，CR5 超 70%。我国啤酒行业整体格局稳定，市场集中度较高，前五名市场份额不断增长，龙头效应显著。2017 年，前五名市占率(CR5)约为 75.6%；2020 年，整个中国啤酒市场被五大集团牢牢占据，CR5 高达 92%，其中润啤/青啤/百威/燕啤/重啤分别占比 31.9%/22.9%/19.5%/10.3%/7.4%。就五大啤酒厂商的优势市场而言，目前也已形成区域性平衡。

图表 36：2020 年啤酒行业 CR5 为 92.0%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 37：2019 年与 2021 年啤酒市场产量、销售收入及利润对比图

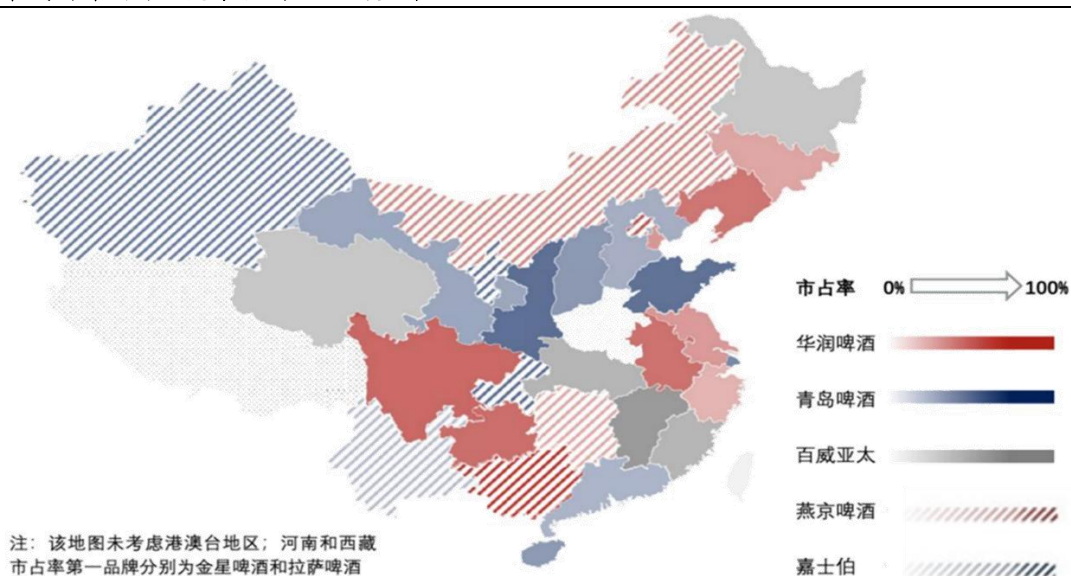


资料来源：中国酒业协会，华鑫证券研究



**客单价和利润同频拔高，凸显转型趋势。**一个行业的下滑，要么是消费者的需求出现了更好的解决方案，要么是这个行业正在进行转型，产品附加值更高，使得单位产品能够产生更高的价值，啤酒正是处于这个阶段。啤酒行业利润在产销量下降的情况下连年上升。2021 年啤酒市场销售收入/利润分别为 1584/186.80 亿元，相较 2019 年的 1581/134 亿元，在产量减少的情况下，实现了销售收入和利润的双升，这意味着整个啤酒市场正在发生着客单价和利润空间的同频拔高。

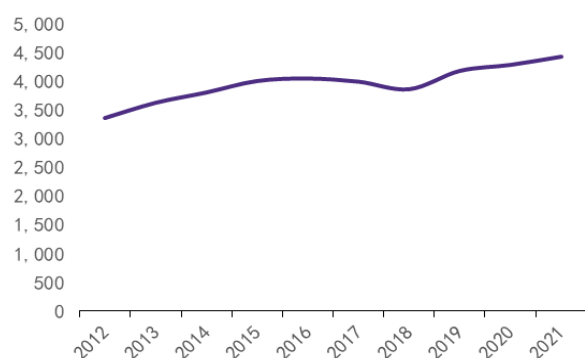
图表 38：2020 年我国啤酒行业竞争格局（按销量计）



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

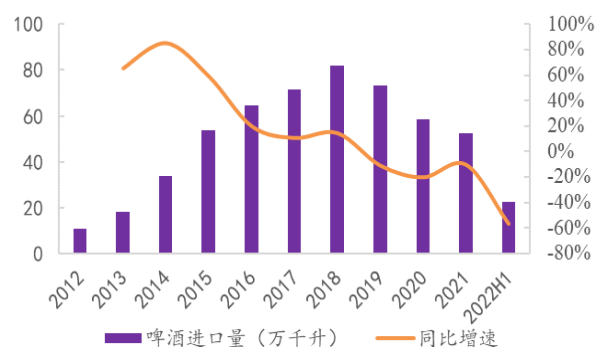
**吨酒价持续上行，高端市场扩容。**在啤酒产销量下滑的同时吨酒价明显提升，从 2013 年的 3641 元提升至 2021 年的 4449 元，8 年 CAGR 为 2.54%。吨酒价的提升一方面系成本上涨推动，一方面体现出消费升级趋势。进口啤酒吨价远高于国产啤酒，2013-2018 年国产啤酒数量下滑而进口啤酒数量却快速由 18.23 万千升增至 82.11 万千升，5 年 CAGR 达 35.12%，印证高端啤酒需求存在，2018 年后进口啤酒数量出现下滑主要系国内啤酒厂开启高端化进程。

图表 39：啤酒吨价从 2013 年 3641 元/吨增至 2021 年 4449 元/吨，8 年 CAGR 为 2.5%



资料来源：立鼎产业研究院，华鑫证券研究

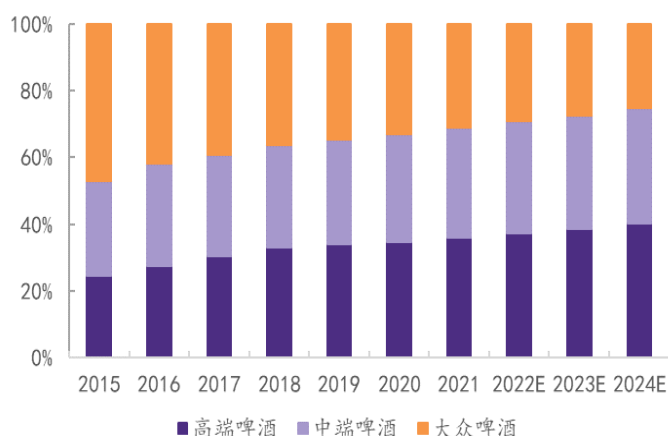
图表 40：2013-2018 年进口啤酒数量上升



资料来源：华经产业研究院，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

**啤酒消费结构高端化，品质诉求趋高。**2015-2021 年，我国高端啤酒市场规模占比由 24.60%提升至 35.90%，中端啤酒占比由 28.30%提升至 33.00%，我们预测到 2024 年，高端/中端/大众啤酒市场规模占比分别为 40.10%/34.50%/25.30%，啤酒消费结构呈现高端化趋势。

图表 41：2015-2024 年中高端啤酒市场规模占比持续提升



图表 42：2021 年天猫平台不同价格段啤酒销售金额同比增速



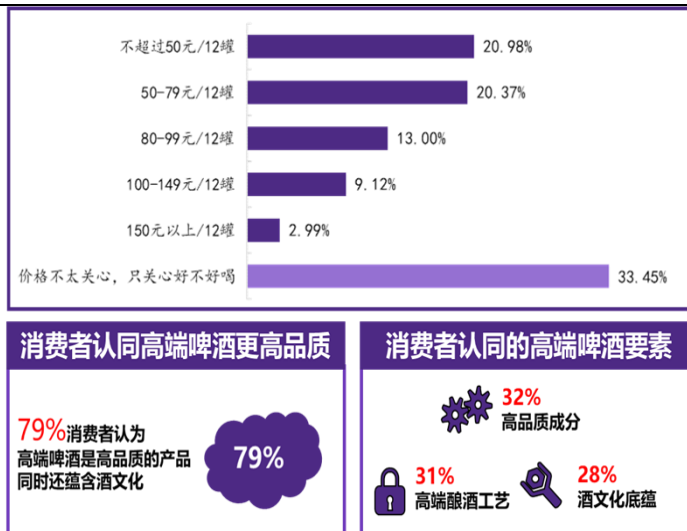
定义：低端-每500ml到手价0-3元，中端-每500ml到手价3-5元，高端-每500ml到手价5-8元，超高端-每500ml到手价8-12元，奢华-每500ml到手价12元以上，增速已做脱敏处理保留整数。

资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

资料来源：天猫啤酒消费趋势白皮书，华鑫证券研究

天猫啤酒消费趋势白皮书显示消费者对高端啤酒的需求逐年增长，2021 年天猫平台高端/超高端/奢华价格段的啤酒销售金额同比增速分别达 20%/15%/40%，远超中低端的 10%/5%。根据 2021 年天猫啤酒价格接受度调研数据，33.45%的消费者在调查中表示“不太关心价格，只关心啤酒是否好喝”，啤酒的口感和品质已超越价格成为消费者更看重的因素，进一步印证了啤酒行业的高端化趋势。

图表 43：口感和品质已超越价格成为更重要的因素



图表 44：国内各啤酒企业均推出高端产品类别



资料来源：京东，华鑫证券研究

资料来源：天猫啤酒消费趋势白皮书，华鑫证券研究



## 2.2.2、精酿啤酒代表消费升级方向，渗透率提升空间大

精酿啤酒即“craft beer”，这一概念源自美国，美国酿造商协会（BA）对精酿的定义为：**小型，独立和传统**。

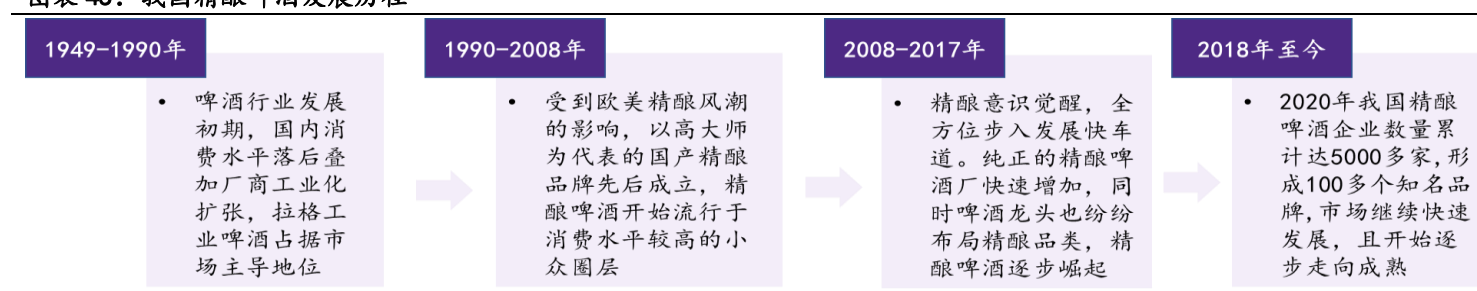
(1) 小型:年产量在 600 万及 600 万桶以下；

(2) 独立:精酿酒厂本身要拥有、控制或等同拥有酒厂至少 75%的产权；

(3) 传统:精酿酒厂要使用传统或创新的原材料，遵循传统或创新的酿造方法来实现其酿造出啤酒的口味。

我国精酿啤酒行业发展历经四个阶段：1949-1990 年，啤酒行业发展初期，国内消费水平落后叠加厂商工业化扩张，经济型淡啤主导市场。1990-2008 年，受到欧美精酿风潮的影响，以高大师为代表的国产精酿品牌先后成立，精酿啤酒开始流行于消费水平较高的小众圈层。2008 年以来，进口啤酒的快速扩容促进了国内啤酒厂商精酿意识的觉醒，行业快速发展起来。2018 年以来，精酿企业和品牌迅速增多，市场快速发展且开始逐步走向成熟。

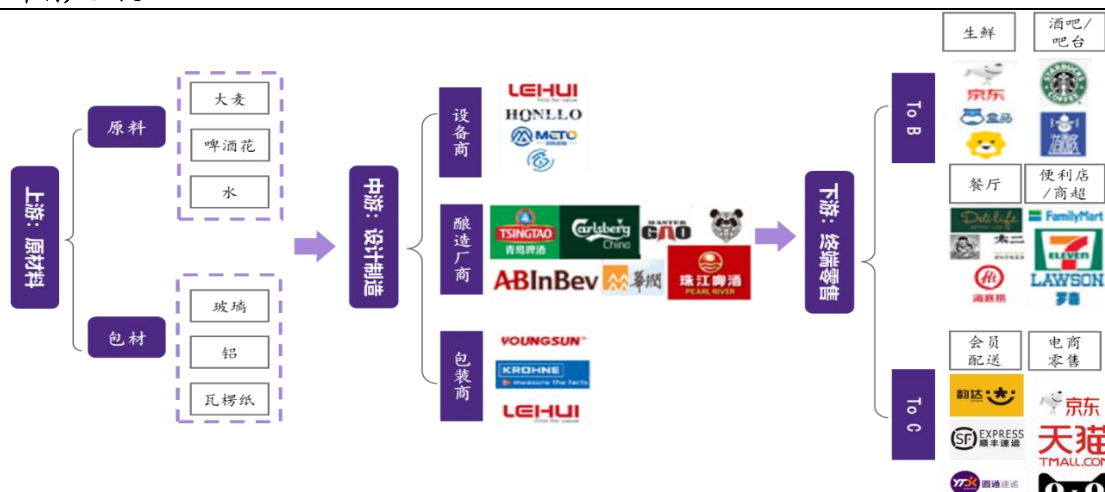
图表 45：我国精酿啤酒发展历程



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

精酿啤酒产业链上游主要包括原材料、包材供应商等，中游参与者主要是设备制造商、酿造厂商和包装商，下游主体为分销商和消费者。

图表 46：精酿啤酒产业链



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

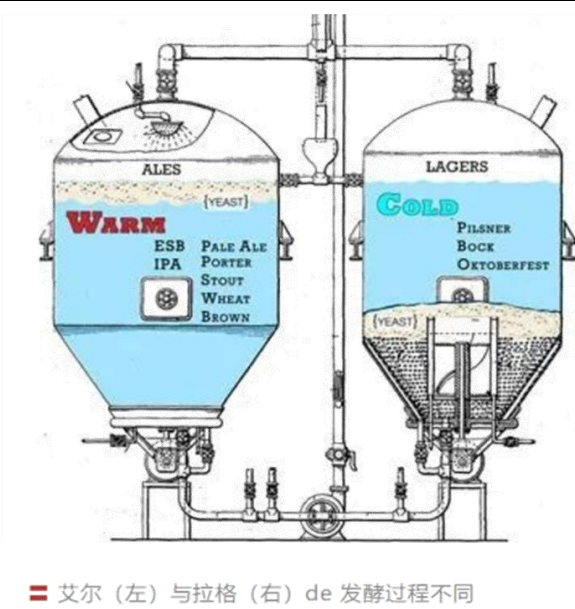
精酿啤酒高品质、多品种，是消费升级方向。区别于常见的工业啤酒，精酿在原料上只保留水、麦芽、酵母和酒花，并采用 Ale 艾尔工艺，酿造出来的啤酒口感更为醇厚且风味多变。

图表 47：精酿啤酒与工业啤酒的区别



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 48：艾尔工艺和拉格工艺发酵方式不同



资料来源：世界知识局，华鑫证券研究

精酿啤酒是啤酒进入存量市场后的自然进化，工业啤酒产量自 2013 年达到巅峰之后连年下降，精酿啤酒便应运而生。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，可酿造出来的风格种类各异，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。

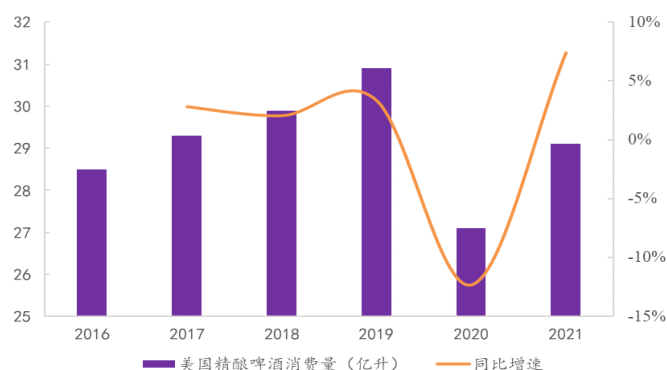
图表 49：精酿啤酒常见风味及品牌

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、鹤岛城市 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：观研报告，华鑫证券研究

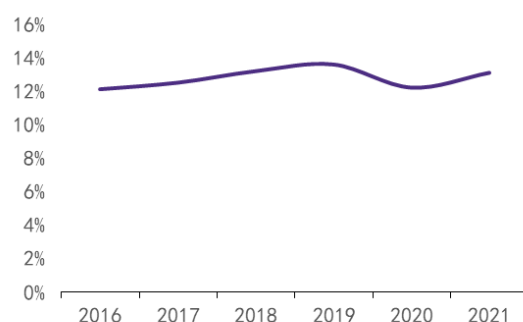
对标美国，中国精酿啤酒市场成长空间大。精酿啤酒在美国的发展较为成熟，据统计，截至 2021 年美国精酿啤酒消费量为 29.1 亿升，同比增长 7.38%。2021 年美国精酿啤酒零售额为 269 亿美元，同比增长 21%，约占美国整体啤酒零售市场的 26.8%，消费量约占 13.1%。相比普通啤酒，精酿啤酒选取啤酒花、麦芽、酵母和纯净水等作为原料，生产周期更长，口味也更加丰富。在工业啤酒产量连年下降的情况下，2021 年，我国精酿啤酒的消费增速远高于整个啤酒市场，渗透率呈快速增长态势，分别为 10.0 亿升/2.8%，对比美国的 29.1 亿升/13.1% 仍存在较大的提升空间。从规模来看，2021 年我国精酿啤酒市场规模达到 785 亿元，预计到 2026 年增长至 2103 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 21.79%。

图表 50：2021 年美国精酿啤酒消费量 29.1 亿升



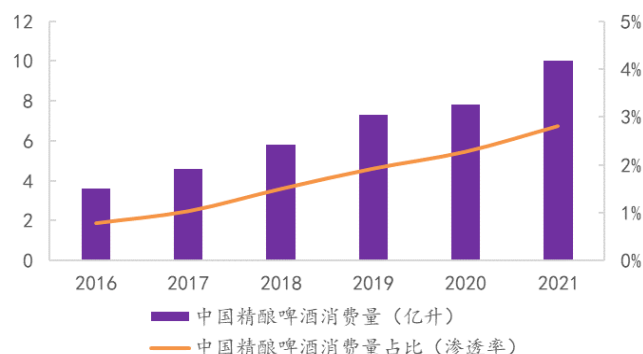
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 51：2021 年美国精酿啤酒消费量占比（渗透率）13.1%



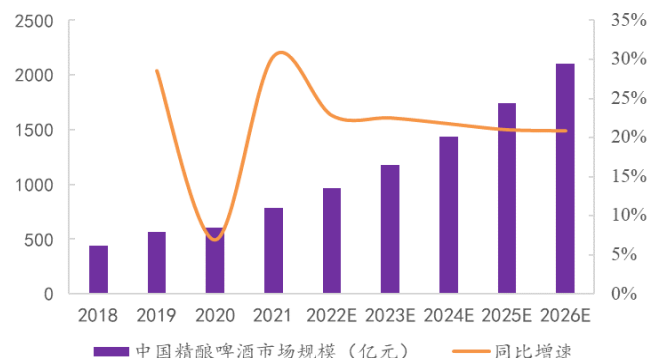
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 52：2021 年中国精酿啤酒消费量 10.0 亿升，渗透率 2.8%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 53：2018-2026 年中国精酿啤酒市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

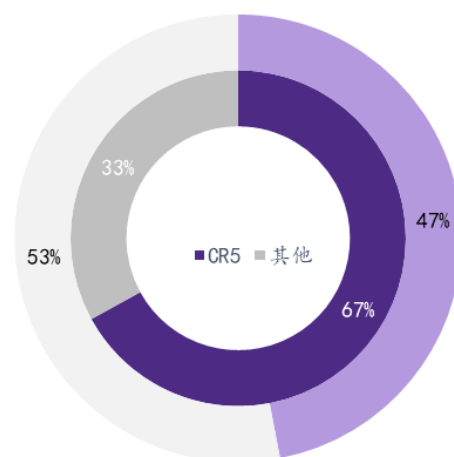
行业尚未形成领军品牌，处于快速洗牌阶段。精酿啤酒企业主要包括三类：一是前店后厂、生产即产即售的自酿啤酒的啤酒工坊；二是工坊啤酒厂，即专业精酿啤酒厂；三是部分大型啤酒企业的精酿啤酒子品牌及其生产线。从市场竞争格局来看，传统啤酒龙头和国外啤酒厂商纷纷入场，专业精酿啤酒厂、啤酒龙头的精酿子品牌占据市场主导地位，但由于精酿品类在啤酒中占比很小，无法滋养巨头，目前尚未形成领军品牌，处于快速洗牌阶段。行业竞争随着入局者的不断增多呈现加剧态势，竞争模式也不再局限于价格战，逐渐转向品质竞赛。2020 年、2021 年精酿啤酒行业 CR5 占比分别为 67%、47%。

图表 54：2022 年值得关注的 25 家中国精酿品牌

S/N	品牌	地区	创始时间	产品
1	大跃啤酒	北京	2003	甫子啤酒、淡啤六号、香蕉小麦
2	蜂狂精酿	北京	2015	桂花小麦、车厘子小麦
3	京A啤酒	北京	2012	飞拳 IPA、阿白小麦啤酒、工人淡色啤酒
4	牛啤堂	北京	2014	非黑记、芒果海盐酸啤、布达拉藏红艾尔
5	问山麦酒	北京	2016	小麦博克、烈性艾尔、橘香小麦
6	熊猫精酿	北京	2015	熊猫眼蜂蜜艾尔、杀马特陈皮小麦
7	悠航鲜啤	北京	2012	浑酌 IPA、摇掌小麦
8	莱宝精酿	上海	2008	酒花皮尔森黄啤、血橙小麦
9	明日酿造	上海	2019	椰子糖波特、白世涛、明日塞松
10	拳击猫	上海	2008	清爽黄啤、行家艾尔、金皮尔森
11	废墟精酿	成都	2014	废墟 Double VI、废墟精酿世涛
12	丰收道酿	成都	2014	道酿腾云、荔枝 Gose、伏魔 IPA
13	美西啤酒	成都	2016	天府小麦、九重云 IPA、金发女郎
14	Tasteroom	杭州	2016	桂花小麦、酒花橙子
15	或不凡	杭州	2017	黄河水、天上来、倾耳听
16	水猴子精酿	芜湖	2015	橘十四、套路 IPA、思春小麦
17	梦想酿造	苏州	2016	小目标淡色艾尔、老司机 IPA
18	高大师	南京	2008	婴儿肥、猛丁、茉莉花
19	楚门精酿	天津	2019	深喉双倍 IPA、海河 Gose、入迷巧克力牛奶世涛
20	保霖精酿	广州	2016	ofo之光、楚歌、白骑士
21	拾捌精酿	武汉	2013	跳东湖、咖啡塞松、胶片机牛奶世涛
22	帽纹啤酒	益阳	2020	九品、八品、七品、六品
23	锦鲤精酿	济南	2016	唐卡小麦
24	醉厦门	厦门	2015	PAIOKE IPA、醉不二、西海岸
25	大九酿造	呼和浩特	2018	草原白啤、浑玉

资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 55：2020/2021 年精酿啤酒 CR5 占比为 67%/47%

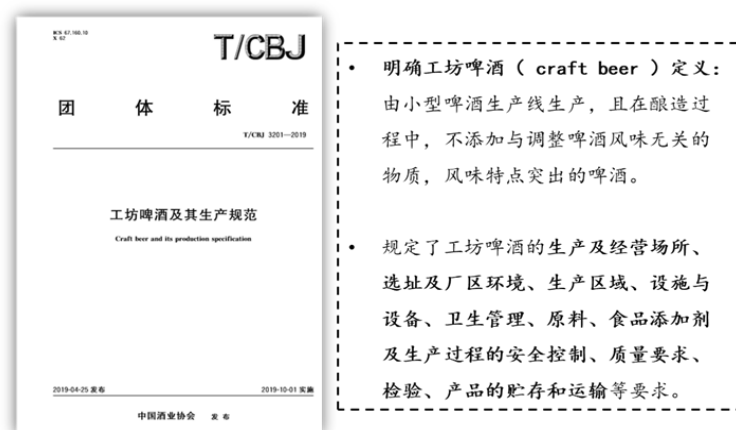


注：内圈为2020年，外圈为2021年

资料来源：酒谷号，华鑫证券研究

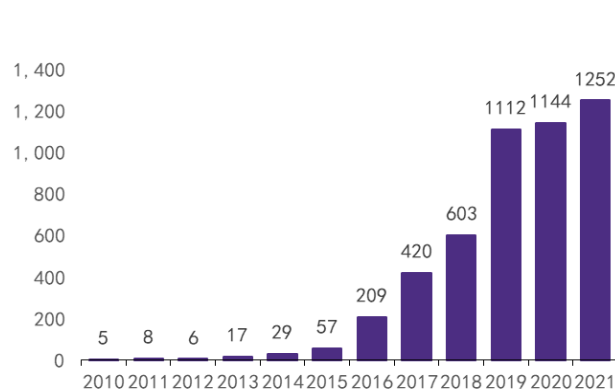
**新增企业带动精酿啤酒可及性提升。**2013 年精酿啤酒领域开始受到资本关注，行业步入高速成长期，全国精酿啤酒相关企业成立数量快速增长，各地精酿酒吧、餐吧数量大增，头部独立精酿厂商开始连锁运营并将业务由扎啤拓展到瓶啤，同时大厂纷纷推出以白啤为代表的精酿啤酒产品，精酿开始进入传统渠道。随着独立精酿厂商获得多轮融资和龙头公司不断加码精酿，精酿啤酒已经由一群啤酒爱好者的圈层生意转变为商业化、品牌化运营的消费品类，行业竞争加剧。我国新成立精酿啤酒相关企业数量从 2010 年的 5 家增长至 2021 年的 1252 家。

图表 56：政策利好精酿啤酒行业发展



资料来源：中国酒业协会，发展改革委网，华鑫证券研究

图表 57：2010-2021 年我国新增精酿啤酒相关企业数量



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

**政策的限制放松进一步促进精酿啤酒行业发展。**2019 年 4 月 25 日，中国酒业协会正式发布《工坊啤酒及其生产规范》团体标准，并于 2019 年 10 月正式实施，该标准将“craft beer”定义为更加中性的“工坊啤酒”，并对从事工坊啤酒业生产和经营的基础设施、场所、从业人员、工艺技术、生产过程、质量控制等方面进行了规范，为行业规范化管理建立了基础保障；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。

图表 58：“十四五”我国啤酒产业发展目标

指标	2025 年	较“十三五”末同比增长	年均递增
总产量（万千升）	3800	11.4%	2.2%
销售收入（亿元）	2400	63.4%	10.3%
利润（亿元）	300	124.0%	17.5%

资料来源：中国酒业协会，华鑫证券研究

**消费者对传统品牌接受度低，新品进入机会大。**芝加哥大学商学院 Dub é 等教授提出的替代性消费资本理论表示：由于美国千禧一代相较于老一代在开始养成购物习惯时，可以



经常接触手工艺品和小众品牌，因此更重视保留真实性、小规模生产的商品。精酿啤酒市场的这一特点使得新品牌进入自带天然优势。

图表 59：国内部分精酿啤酒公司融资情况

品牌	时间	融资情况	融资金额	投资机构
泰山原浆啤酒	2021/3/22	战略融资	超 6 亿元	CMC 资本
	2021/5/28	股权融资	未披露	顺致投资
	2021/7/27	战略融资	未披露	信金资本
轩博啤酒	2020/10/19	天使轮	600 万元	蓝海众力资本
	2021/7/23	Pre-A 轮	近 5000 万元	梅花创投, 盘古创富, 宇泽资本, 光合创投, 凯盈资本等
	2021/11/15	A 轮	数千万元	野草创投, 星烛资本
熊猫精酿	2020/9/10	C 轮	未披露	中融盈通
AB 艺术精酿	2021/3/4	天使轮	数百万元	威信资本
	2021/4/27	天使+轮	未披露	威信资本, 临云资本
Vanbeer 梵波精酿	2021/1/8	种子轮	未披露	建裕资本
	2022/2/10	天使轮	数百万元	氩基金, 嘉悦资本
怂人胆	2021/7/6	战略融资	未披露	王晓磊
猫员外	2021/8/24	A 轮	过亿元	国中资本
太空精酿	2021/9/15	天使轮	500 万元	未披露
新零啤酒	2021/9/23	天使轮	数千万元	高親创投, 沧澜资本
Taste Room	2021/12/7	Pre-A 轮	千万级别	亲亲食品
锐恩精酿	2022/1/29	天使轮	数百万元	蓝海众力资本

资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

国外市场方面，老牌啤酒公司往往选择收购新品牌的方式来打开精酿啤酒市场。百威曾收购鹤岛，并购开巴和拳击猫；美国第二大啤酒公司米勒康胜收购了 Revolver、Terrapin 等精酿啤酒品牌。国内部分精酿啤酒公司融资情况如下。此外，国内不少大型酒厂也开始布局精酿市场，推出个性化精酿啤酒市场。

图表 60：主要啤酒厂商加紧布局精酿市场

公司	布局精酿啤酒举措
百威英博	百威英博主打鹤岛 IPA、312 小麦艾尔和 Honker 艾尔三款精酿啤酒； 2017 年百威旗下(Zx Ventures)先后收购比利时风味的精酿啤酒酒吧开巴、上海精酿啤酒餐吧拳击猫(Boxing Cat)； 2018 年在武汉设立先进的精酿啤酒酿造厂
华润雪花	借助与喜力的联手，华润雪花拿到了多个精酿品牌资源
青岛啤酒	推出 IPA 精酿啤酒和经典 1903 等
燕京啤酒	推出燕京八景精酿啤酒
珠江啤酒	全新研发 IPA、皮尔森、红色艾尔、果汁啤酒等多款特色精酿啤酒
嘉士伯、重庆啤酒	2019 年嘉士伯宣布入股精酿啤酒企业京 A

资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

未来，随着我国精酿啤酒消费群体持续渗透、消费场景不断增多，精酿啤酒体量将持

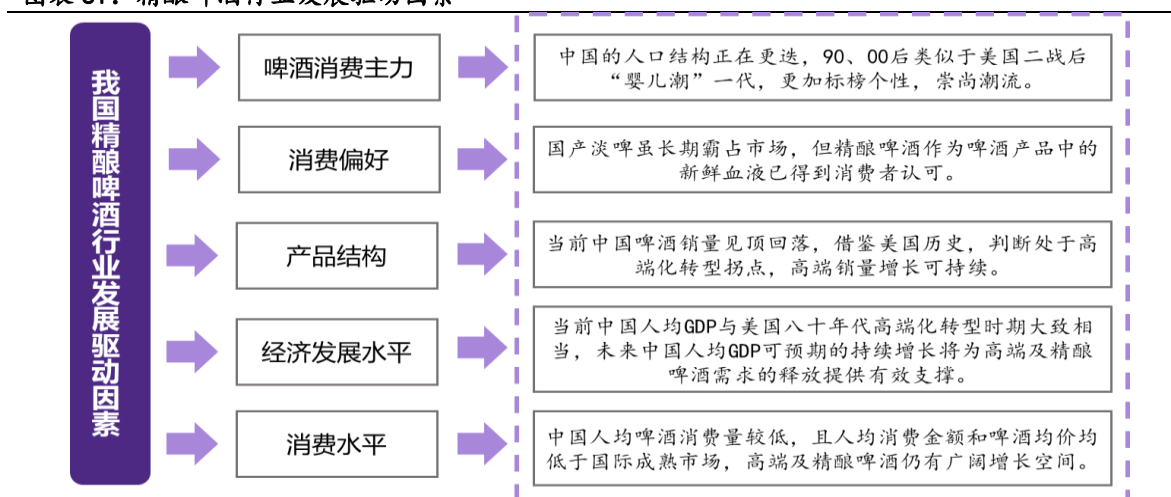


续扩容。啤酒行业竞争将上升至高层次：

(1) 市场竞争回归原点，以产品为核心竞争力、以消费者需求为导向的企业将赢得胜利。由于啤酒同质化、低质化严重，我国啤酒市场销量已持续下行多年，五大啤酒巨头的大肆收购与兼并并未给消费者带来更好的产品，反而逐步显现出各种弊端，各啤酒产品风味越来越接近，口味难以满足消费者日益增长的需求。

(2) 竞争层次逐渐提升，将从规模向效益倾斜，从单一化向精细化转移。近十年间，进口啤酒的快速增长与国内啤酒销售不断萎缩形成了鲜明对比。2011-2016 年中国进口啤酒从 6.4 万千升增至 64.6 万千升，五年增长了十倍，越来越多的消费者开始逐渐告别低价无特色的工业啤酒，而成为精酿啤酒、高档啤酒的拥趸。同时，随着精酿啤酒产业规模下限的解禁，凭借工坊啤酒产业规范的施行，精酿啤酒将进入一个万马奔腾的时代。2021 年我国精酿啤酒市场规模达到 785 亿元，预计到 2026 年增长至 2103 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 21.79%。

图表 61：精酿啤酒行业发展驱动因素



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

### 3、多因素筑优势，转型 C 端渐入佳境

#### 3.1、装备制造国际一流，自有品牌运营加速

“乐惠 LHEHUI”已成为行业内的全球著名品牌，拥有优秀的口碑和美誉度。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，以“First for value—创造价值”为定位，坚持“欧洲质量、中国价格”的经营理念，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。

图表 62：公司整厂交钥匙服务



资料来源：乐惠国际官网，华鑫证券研究

公司专注于啤酒、饮料和乳品装备及无菌灌装设备的设计、制造、安装和服务，通过并购德国 FinnahPacktec 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。经过近 30 年的努力，公司主要产品的技术水平都达到和接近欧洲水平，拥有众多成功项目案例，成为大部分世界著名客户包括喜力、百威等的合格供应商，积累了国内外大量优质客户资源，是行业内的全球知名品牌，拥有非常好的口碑和美誉度。

图表 63：啤酒装备领域仅有少数企业具备整厂交钥匙的能力

公司	主要产品
Krones	原料系统、酿造系统、包装系统、整厂交钥匙
GEA	酿造系统交钥匙
中集安瑞科	酿造系统交钥匙
德国 KHS	包装系统交钥匙
远航科技（830772）	原料系统交钥匙
永创智能	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：乐惠国际招股说明书，华鑫证券研究

图表 64：公司交钥匙工程服务案例

 <b>梅河口海龙啤酒乐园有限公司</b> 年产2000kl精酿啤酒整厂酿造设备	 <b>梭子蟹精酿啤酒（上海）有限公司</b> 3.5立方精酿设备整厂	 <b>滕州爱啤士精酿啤酒有限公司</b> 年产30000KL精酿啤酒厂酿造设备系统
 <b>埃塞俄比亚哈比沙啤酒厂</b> 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	 <b>埃塞俄比亚哈比沙</b> 一期300,000hl，二期500,000hl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(2012)	 <b>嘉士伯</b> 糖化二期扩建交钥匙工程
 <b>金威啤酒</b> 1000hl糖化系统交钥匙工程，20万升发酵车间交钥匙工程，酵母扩培系统	 <b>珠江啤酒股份有限公司</b> 1000hl糖化车间交钥匙工程	 <b>湛江珠江啤酒有限公司</b> 20万升啤酒整厂交钥匙工程
 <b>河北珠江啤酒(石家庄)有限公司</b> 糖化发酵整体交钥匙工程及BrewTech控制系统	 <b>燕京啤酒（桂林漓泉）股份有限公司</b> 糖化车间系统交钥匙工程	 <b>喜力东帝汶</b> 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
 <b>金威啤酒集团(成都)有限公司</b> 20万升啤酒整厂交钥匙工程	 <b>金威啤酒(佛山)有限公司</b> 糖化及发酵交钥匙系统、酵母扩培系统	 <b>波罗的海饮料控股有限公司-BBH塔什干</b> 糖化交钥匙工程、发酵罐、清酒罐
 <b>百威英博（唐山）啤酒有限公司</b> 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	 <b>百威英博（大连）啤酒有限公司</b> 糖化交钥匙工程	 <b>百威英博（哈尔滨）啤酒有限公司</b> 糖化系统交钥匙工程一套

资料来源：乐惠国际官网，华鑫证券研究

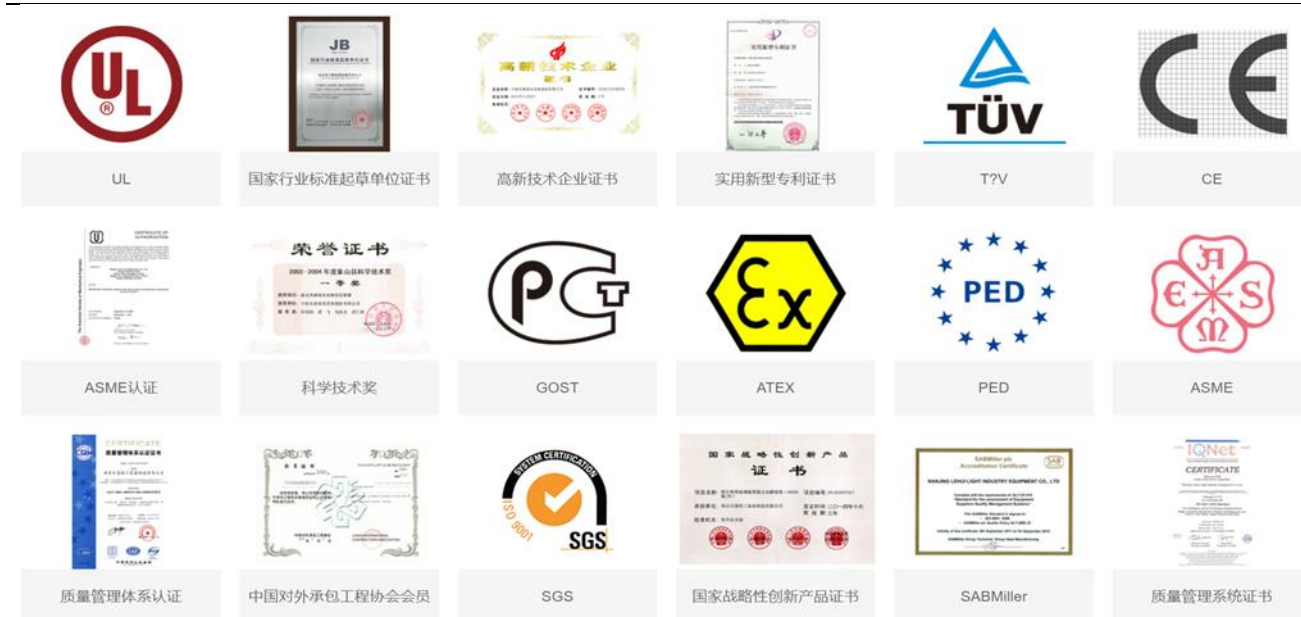
乐惠国际获得多项荣誉，具备较强品牌力。乐惠国际作为啤酒饮料装备的国际一流品牌，在其发展阶段中获得多项荣誉，是“国家级制造业单项冠军”企业、江苏省制造类“专精特新”小巨人企业。产品质量优异，曾荣获国家技术监督局授予的“中华人民共和国国家质量奖”，不仅拥有 ISO9001、美国 ASME、欧盟 PED、俄罗斯 GOST、澳大利亚 AS1210 等质量管理体系认证和 ATEX 防爆认证，还拥有发明专利和实用新型专利超 100 项。

图表 65：乐惠国际获多项荣誉

时间	获得荣誉
2016 年	“中国液态食品机械十强”第 1 名、“中国轻工装备制造三十强”第 2 名、“中国轻工业成长百强企业”第 96 名、中国酒业协会科学技术奖一等奖
2019 年	“中国精酿啤酒机械行业十强企业”第 1 名
2020 年 7 月	“中国轻工业装备制造行业五十强企业”第 7 名、“中国液态食品机械行业十强企业”第 1 名、“中国精酿啤酒装备行业十强”第 1 名
2020 年 12 月	入围 2020 年度全国制造业单项冠军企业(产品)名单、《BCMF 智能陶瓷膜啤酒无土过滤设备》获国家级高端装备制造业重点领域国内首台(套)产品
2021 年 1 月	“啤酒酿造成套装备”获国家级制造业单项冠军示范企业
2021 年 5 月	“电子式液体灌装装置”入选第二十二届中国专利奖，是国内啤酒、饮料和乳品灌装行业唯一获此殊荣的企业
2021 年 7 月	获“中国轻工业装备制造行业五十强企业”称号、“中国液态食品机械行业十强企业”称号、“中国精酿啤酒酿造装备十强企业”称号
2021 年 9 月	获“嘉士伯啤酒（江苏）有限公司复产项目项目安全管理优秀供应商”称号
2021 年 10 月	获宁波市颁发的“世界数字经济大会新智能制造潜力奖”
2021 年 11 月	起草的《工坊啤酒机械糖化过滤锅》标准批准成为“品字标”团体标准、获得 VSA 技术创新奖和百威亚太 VSA 会员会授予最佳战略合作伙伴称号
2021 年 12 月	宁波乐惠被评为（第 28 批）浙江省企业技术中心、南京乐惠获得“江苏省专精特新小巨人企业（制造类）”称号

资料来源：公司微信公众号，华鑫证券研究

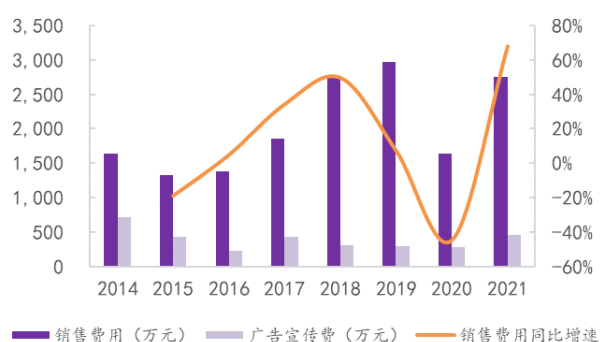
图表 66：乐惠国际拥有多项资质证书



资料来源：乐惠国际官网，华鑫证券研究

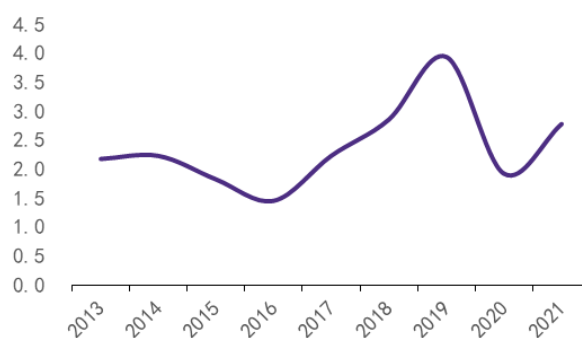
加大广告宣传，费用投放持续增长。公司十分注重品牌宣传和广告营销，销售费用率从 2013 年的 2.18% 增至 2021 年的 2.78%。从费用来看，自 2017 年公司 IPO 上市以来，销售费用一直呈增长态势，2020 年有所下降主要系疫情影响，2021 年公司销售费用/广告宣传费分别为 2749.43/462.48 万元，同比增长 67.94%/62.92%。持续的费用投放也让公司品牌建设深入人心，提升了品牌的知名度和美誉度。

图表 67：2021 年公司销售费用/广告宣传费分别为 2749.43/462.48 万元，同增 67.94%/62.92%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 68：销售费用率从 2013 年的 2.18% 增至 2021 年的 2.78%



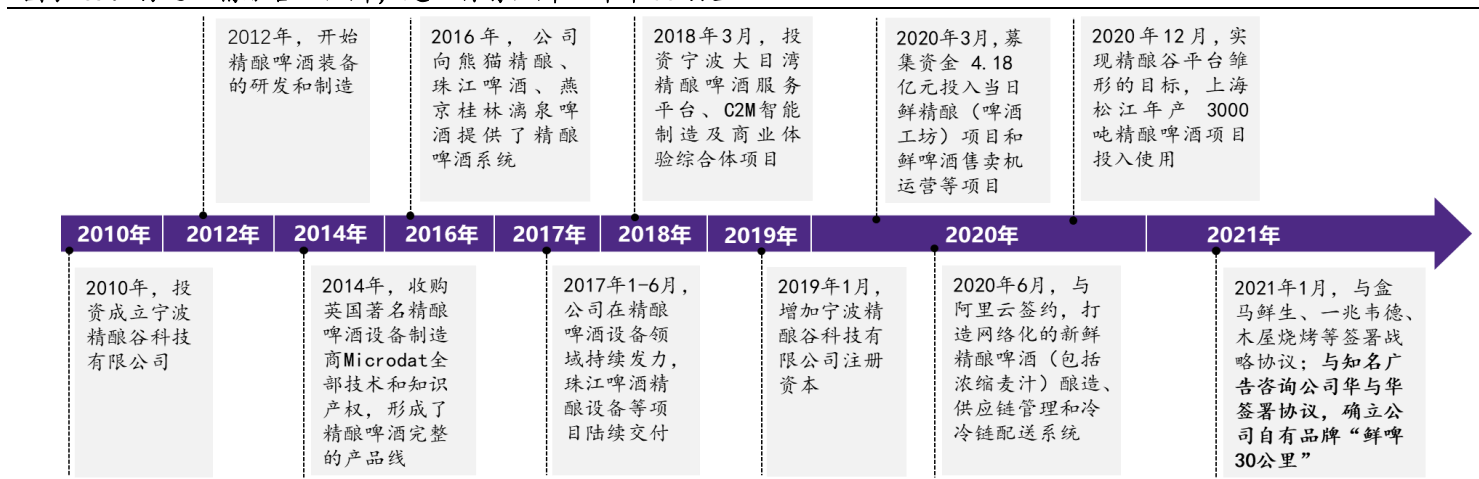
资料来源：Wind，华鑫证券研究

发展自有品牌，打造“鲜啤 30 公里”超级符号。2018 年起，乐惠国际开始布局精酿啤酒业务，依托公司建厂及设备优势，完成“卖铲子”到卖“产品”的转型。公司原有品牌为精酿谷，但“精酿”一词不受法律保护，任何啤酒都可以自称“精酿”，存在劣币驱逐良币。2021 年公司引入中国著名的品牌及市场营销咨询公司华与华，与其签署了为期 3 年



的战略合作协议，在华与华的帮助下，公司确定了精酿鲜啤的产品定位，创立了自有品牌“鲜啤 30 公里”，建立并推广“酒厂越近越新鲜”、“内有活酵母，才敢叫鲜啤”的啤酒消费价值观。

图表 69：打造“精酿谷”品牌，建立自有品牌“鲜啤 30 公里”



资料来源：乐惠国际招股说明书，公司公告，华鑫证券研究

### “鲜啤 30 公里”产品结构、话语体系、符号系统的内在统一：

“鲜啤”——确立品类，凸显品类价值，相较“精酿”受法律保护，国标 GB4927-2008 对“鲜啤”有明确定义；

“30 公里”——用距离维度来衡量新鲜程度，相较时间维度不易被模仿，配合公司“百城百厂”长期远景，意指在酒厂 30 公里范围内让消费者喝到刚出厂的新鲜啤酒；

品牌谚语——“酒厂越近越新鲜，30 公里硬指标”；

事业理论——“啤酒越鲜越好喝，酒厂越近越新鲜”；

产品科学——“内有活酵母，才敢叫鲜啤”。

图表 70：2021 年 1 月乐惠国际精酿谷&华与华正式签约



资料来源：乐惠国际官网，华鑫证券研究

图表 71：公司品牌从“精酿谷”到“鲜啤 30 公里”



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究

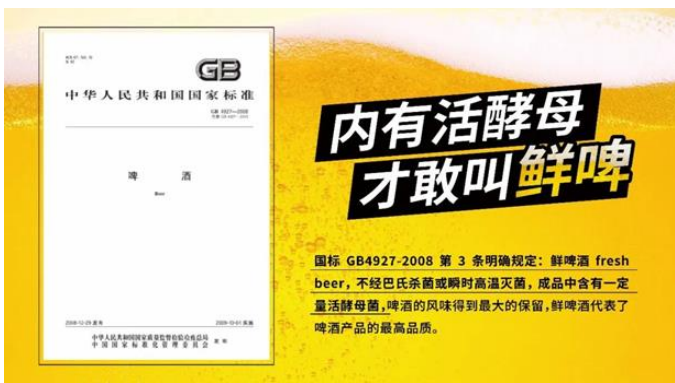


图表 72：事业理论：“啤酒越鲜越好喝，酒厂越近越新鲜”



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究

图表 73：产品科学：“内有活酵母，才敢叫鲜啤”



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究

图表 74：品牌谚语：“酒厂越近越新鲜，30 公里硬指标”



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究

图表 75：鲜啤 30 公里品牌三角形



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究

华与华为国内知名品牌咨询公司，经典案例众多。华与华以品牌三角形，即“产品结构”、“话语体系”和“符号系统”作为品牌理论。创办 20 年来，为中国市场持续创造了一连串品牌营销奇迹。华与华定位为有创意的战略家和懂战略的创意人，以“超级符号就是超级品牌”为核心的华与华方法为品牌做顶层设计，开创了企业战略、产品战略、品牌战略三位一体的全案策略和创意服务。在诸多不同行业内都做出了影响行业的成功案例，今天在全中国的任何一个超市、药店、书店、小卖部、大卖场和互联网，都能看到华与华设计的包装和推广的畅销产品。

图表 76：华与华经典案例众多



资料来源：华与华官网，华鑫证券研究

多渠道多媒介，全方位品牌建设。1) 公司积极发展小酒馆和打酒站业务，通过在餐厅铺设自助打酒设备、上刊航机杂志等方式提升线下餐饮端的品牌曝光度。多场景全覆盖的营销与销售一体化模式使产品出镜率提高，便于打造品牌效应。此外，公司参加 2021 年秋季糖酒会，全程冷链运送鲜啤酒，现场咨询过万人，进一步提高品牌曝光度。销售终端布局已初见成效：主打社交氛围场所的鲜啤概念小酒馆，已在上海、宁波、杭州三地实现 9 店同开；以现场打酒、外卖外带为特色的打酒站，正在上海人流密集地段网格状铺开。

图表 77：30 公里鲜啤酒馆



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究

图表 78：30 公里鲜啤打酒站



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究

图表 79：鲜啤 30 公里上刊航机杂志



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究

图表 80：鲜啤 30 公里参加 2021 年天津秋季糖酒会



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究



2) 创新营销玩法，与麦德龙、小红书等头部渠道联动共创。与麦德龙推出联名款产品 1L 鲜啤小熊罐，举办与麦臻选的惊喜联名跨界活动。线下“鲜啤车”登陆北京海淀门店，既带来了全新鲜啤产品品尝，又设置了公路牌、试饮台等供情侣、小朋友们打卡拍照，还有新奇的麦麦熊醉酒表演等。吸引了不少线上小红书、微博的 KOL、KOC 前往探店打卡，与优质渠道的联动性玩法带来了更多品牌声量和产品热度，也更好地打动了中产高端酒饮爱好者和年轻新式酒饮爱好者等核心大众群体。

图表 81：供情侣、小朋友们等打卡拍照



资料来源：鲜啤 30 公里微信公众号，华鑫证券研究

图表 82：“鲜啤 30 公里 X 麦臻选”联名款



资料来源：鲜啤 30 公里微信公众号，华鑫证券研究

3) 全开盖鲜啤突破品类价值，创造用户新体验。传统易拉罐啤酒拉口小，喝酒时闻不到酒液香气，华与华经过 9 个月的内部打磨为鲜啤 30 公里创新开发 330ml 国内首款全开盖鲜啤，在喝酒的同时，还能闻见麦芽香，在 2022 年 1 月进行内部测试，3 月开始线上开售。此外，鲜啤 30 公里包装蕴含 8 大机关，最大化吸引消费者注意力，其中包括 LOGO 放最大，让视觉冲击最大化；购买理由放正面，“包装自己会说话”；产品名称放 C 位加速消费者购买决策；酒厂地图上包装来加强品牌硬实力等。

图表 83：国内首款全开盖鲜啤



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究

图表 84：鲜啤 30 公里包装设计 8 大机关



资料来源：华与华微信公众号，华鑫证券研究

3.2、“装备制造+精酿啤酒”双主业，产品力突出

3.2.1、装备板块：啤酒酿造设备为主，产品种类齐全

公司产品体系丰富。目前公司装备板块已形成了啤酒酿造设备及无菌灌装设备两大产品体系。啤酒酿造设备涵盖啤酒生产全过程所需的主要设备，包括单机设备、啤酒酿造交钥匙服务及其他过程设备三类。无菌灌装设备主要包括啤酒纯生灌装设备及饮料无菌冷灌装设备，适用于玻璃瓶、易拉罐、PET 瓶等多种包装形态。既可以提供灌装线的关键单机设备，也可以为客户提供“一站式”的整体解决方案。齐全的产品矩阵使得公司在装备领域做到了国内领先、全球第一梯队，是不折不扣的“隐形冠军”。

图表 85：乐惠国际啤酒酿造设备产品矩阵

类别	产品	用途	产品示例
单机设备	原料处理设备	原料输送、储存、清理、粉碎等	 高效振动筛组  筒仓及提升装置  高效除尘系统  麦芽湿粉碎机及大米湿粉碎机
	糖化设备	获得含有一定量可发酵性糖、酵母营养物质和啤酒风味物质的麦汁	 糖化锅及糊化锅  过滤槽  糖化 CIP 清洗系统  煮沸系统  热能回收系统  真空蒸发系统  麦汁冷却及麦汁充氧系统  压滤机
	发酵系统	利用麦汁中的可发酵性物质转化为酒精和二氧化碳，生产出啤酒以及代谢副产物如双乙酰、高级醇、酯类等风味物质	 啤酒发酵罐和清酒罐  酵母扩培系统  错流过滤系统  Brewtech 啤酒配方管理和酿造工艺自动化控制系统
交钥匙服务	原料系统、糖化系统、发酵系统乃至整厂的交钥匙工程服务	对啤酒厂的细节进行优化设计，综合应用各种节能、节水等新技术。使啤酒厂具有最少的占地、合理的车间布局、优化的物流设计，并且缩短啤酒厂的建设时间	以工程总承包的方式为埃塞俄比亚 Habesha 啤酒提供由年产 3 万吨啤酒扩建到年产 5 万吨的工程建设
其他过程设备	发酵罐 反应罐	生产应用于饮料、食品、生物、化工、医药等行业的过程设备	/

资料来源：乐惠国际招股说明书，华鑫证券研究



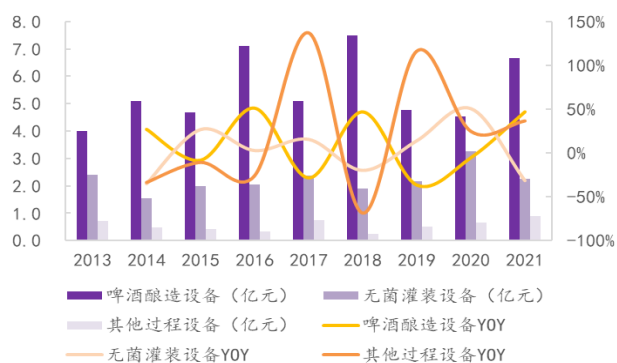
图表 86：乐惠国际无菌灌装设备产品矩阵

类别	产品	用途	产品示例
啤酒纯生灌装单机设备	洗瓶机	可应用于玻璃瓶、易拉罐、不锈钢桶等多种包装材料	 双端洗瓶机  玻璃瓶 EP 电子阀灌装机  玻璃瓶集中加热杀菌机  易拉罐杀菌机
	灌装机		 易拉罐流量计电子阀灌装机  整线智能控制和管理系统
	杀菌机		 Keg 清洗灌装机  Cask 灌装机
饮料无菌灌装设备	玻璃瓶线所需关键设备	满足各类灌装工艺，提供以无菌灌装机组为核心的整个无菌灌装系统	 物料萃取及调配设备  UHT 设备  饮料无菌缓存储存系统
	易拉罐线所需关键设备		 瓶盖理盖和杀菌处理系统  无菌冷灌装主机系统
	PET线所需关键设备		 尾气处理系统
啤酒、饮料无菌灌装整线交钥匙	提供整个包装间的工程设计、系统集成、安装调试等一体化全面解决方案	为客户提供“一站式”的交钥匙服务，提升客户体验，解决下游客户的痛点	/

资料来源：乐惠国际招股说明书，华鑫证券研究

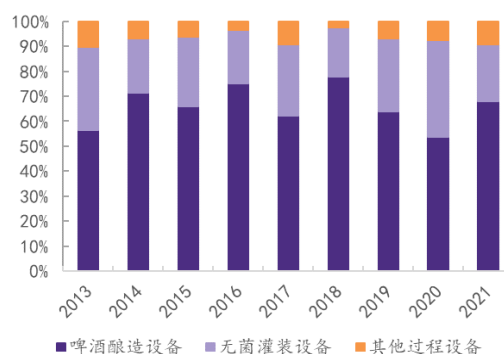
啤酒酿造设备为装备板块主要产品，贡献主要毛利。啤酒酿造设备是公司装备板块主要产品，营收占比大多数年份超过 60%。啤酒酿造设备/无菌罐装设备/其他过程设备营收分别从 2013 年的 4.01/2.39/0.72 亿元增（降）至 2021 年的 6.65/2.25/0.89 亿元，8 年 CAGR 分别为 6.53%/ -0.75%/2.69%。啤酒酿造设备毛利率稳定在 25%以上，2021 年由于跨境运费上升，公司海外业务毛利率大幅下降，导致啤酒酿造设备毛利率略下滑至 23.87%。2021 年啤酒酿造设备/无菌罐装设备/其他过程设备毛利占比分别为 67.37%/20.34%/12.29%，啤酒酿造设备贡献了公司装备领域的主要毛利。

图表 87：啤酒酿造设备 2021 年营收 6.7 亿元，8 年 CAGR 为 6.5%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

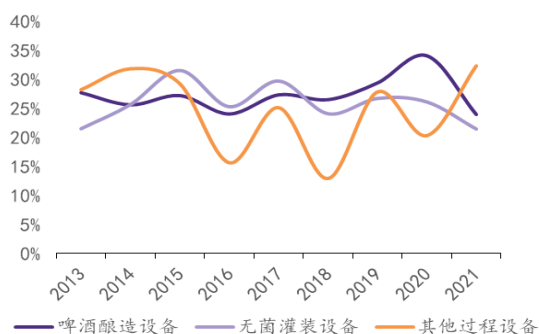
图表 88：啤酒酿造设备营收占比大多数年份超过 60%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

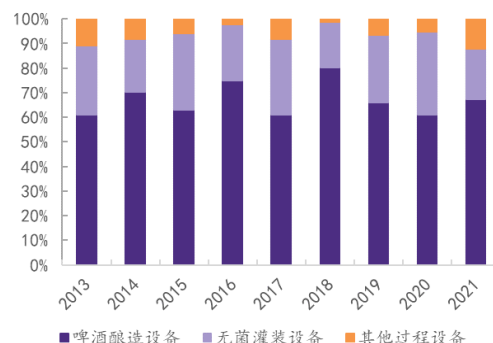


图表 89：啤酒酿造设备/无菌灌装设备/其他过程设备 2021 年毛利率为 23.87%/21.41%/32.32%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

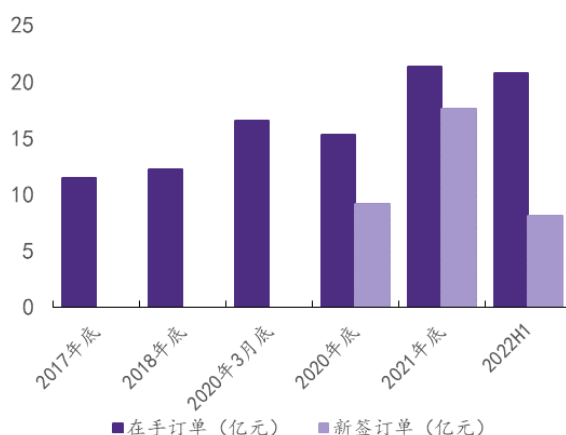
图表 90：啤酒酿造设备贡献主要毛利，2021 年达 67.4%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

**在手订单充足保障装备业务收入稳健增长。**2021 年公司装备业务新签订单 17.54 亿元，同比增长 91.69%；截至 2021 年末，公司拥有在手订单 21.25 亿元，同比增长 39.34%。公司产品从投料到交付的周期较长，装备业务收入增速同期初在手订单规模增速高度相关，约滞后订单增速 1 年左右。2022H1 公司在手订单 20.74 亿元，同增 15.67%，公司目前订单储备充分、订单质量提升，装备业务收入稳定增长可期。

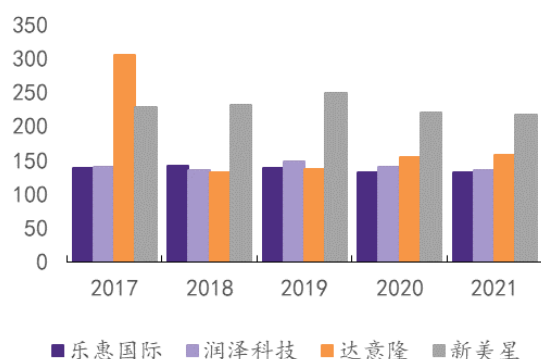
图表 91：乐惠国际 2021 年新签订单 17.5 亿元，在手订单 21.3 亿元，创历史新高



资料来源：乐惠国际公告，华鑫证券研究

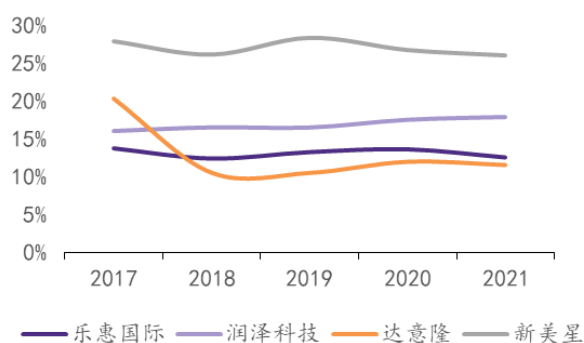
**高研发投入，提供技术和产品支持。**公司以客户和市场需求为导向，坚持走自主创新的道路，自成立以来一直重视研发投入和新产品的研究开发，通过建立完善的研究制度，包括技术交流与合作、研发人员聘任与管理制度、绩效考核制度、薪酬及奖励制度以及人才储备机制，内部培训与聘请国外权威专家进行专业技术指导相结合等方式加速人才梯队建设，提升公司产品制造技术和工艺水平。2021 年公司拥有研发人员 131 名，占员工总数的 12.52%。2021 年公司研发支出、研发支出占比分别为 3829.87 万元、3.87%，在行业中处于较高位置。

图表 92：2021 年乐惠国际研发人员 131 人



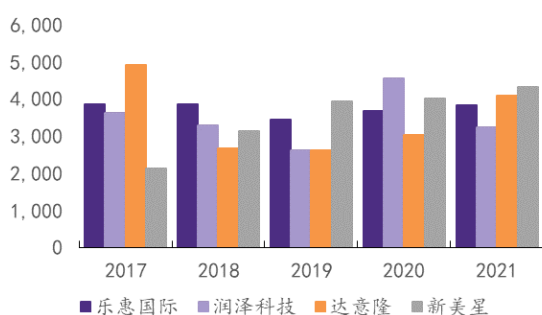
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 93：2021 年乐惠国际研发人员占比 12.5%



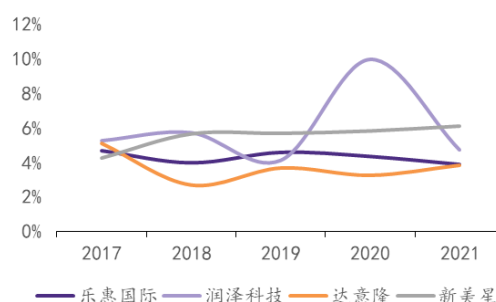
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 94：2021 年乐惠国际研发支出 3829.9 万元



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 95：2021 年乐惠国际研发支出占比 3.9%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 96：乐惠国际已建立较为完善的研发制度

制度	具体内容
技术交流与合作	走产学研相结合的科研道路，与浙江大学化机研究所、华东理工大学、江南大学、广州轻工设计院、北京轻工设计院等建立合作，共同研发新一代啤酒酿造设备、生物发酵设备、啤酒发酵工艺等；与国内外各啤酒厂合作，开展啤酒酿造工艺、设备的应用性研究。
研发人员聘任与管理制度	公司成立技术革新委员会，负责技术人员聘用、成果评审、技术管理的具体工作。公司所有技术类员工采取职称聘任制，达到规定要求的予以聘任。制定了《工程（技术）中心研发人员聘任与管理制度》，对组织机构及职责、技术类员工聘任级别标准及要求、评审程序等做了明确规定。
绩效考核制度	公司制定了完善的绩效考核制度，对职业道德、知识、技能、工作绩效等设定了考核考评指标，并根据该指标的实现程度经考核考评后给予奖励。
薪酬及奖励制度	通过提高专业技术人才收入待遇、给予补贴、增加培训机会等有效措施充分调动专业人才的研发积极性。制定《研发人员绩效考核奖励办法》，除岗位职级工资之外对科技人员所做出的创造性劳动成果进行激励。根据项目的技术含量及技术指标的先进性、项目开发工作量和自主开发难度等多个方面对项目进行评分，划分研发绩效奖励资金标准。根据进度考核、质量考核、成本控制考核，确定项目考核总分，最终确定奖励的发放额度。
人才储备机制	老中青传帮带，开展丰富的培训。对每个关键技术岗位和管理岗位，后备储备人才达到 2-3 人。并和各大专业院校维持常年合作关系，及时补充优秀人才。

资料来源：乐惠国际招股说明书，华鑫证券研究

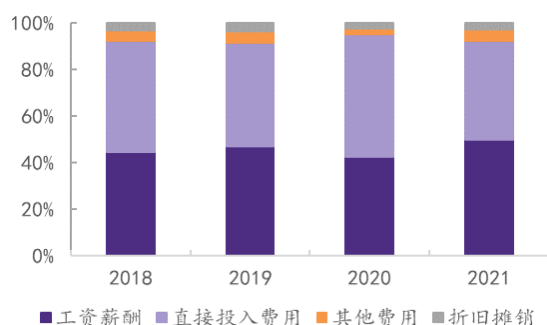
研发人员人均薪酬高，具备较强竞争力。研发费用中职工薪酬和直接投入费用占比较大，直接投入费用主要系公司属于装备制造行业，原材料费用较高所致，2021 年公司工资

请阅读最后一页重要免责声明

40

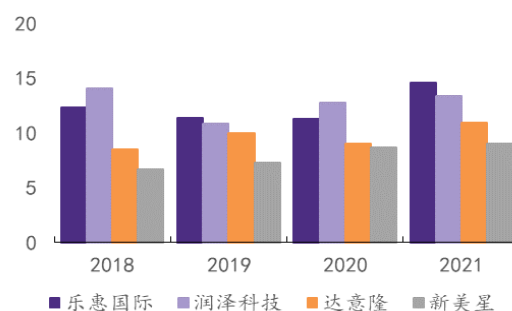
薪酬/直接投入费用/其他费用/折旧摊销费用占研发费用比重分别为 49.79%/42.34%/4.79%/3.09%。公司通过提高专业技术人才收入待遇、给予补贴、增加培训机会等有效措施充分调动专业人才的研发积极性，提供了具有一定竞争力的薪资待遇，研发人员人均薪酬呈上涨趋势，2021 年达到 14.56 万元，高于同行业其他企业。

图表 97：研发费用中工资薪酬占比较大



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 98：乐惠国际 2021 年研发人员人均薪酬 15 万元



资料来源：Wind，华鑫证券研究

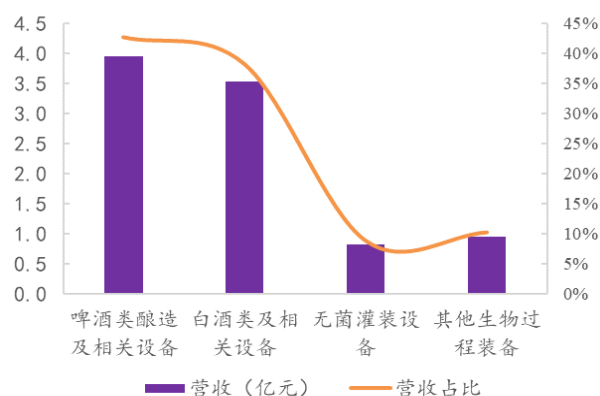
**积极探索拓展新领域，白酒装备实现重大突破。**公司积极拓展涉及不锈钢制造的其他领域，在乳品灌装、新能源领域均已有成功的订单及交付成果。2021 年与泸州市润达机械设备有限公司合资成立泸州润达，开启了白酒装备领域新业务，并很快取得不小的突破，在酿造、灌装环节均获取了大额订单。2022H1 乐惠国际白酒类及相关设备营收 3.54 亿元，占装备业务营收的 38.27%，直逼啤酒类酿造及相关设备的 3.95 亿元、42.77%，成为驱动乐惠国际当前和未来发展的重要业务推手。

图表 99：乐惠国际积极探索拓展新领域

时间	事件	产品类型
2020年7月	华润雪花啤酒（运城）项目60000CPM（330ML）易拉罐整线顺利完工	啤酒灌装
2020年7月	完成远程调试喜力莫桑比克工厂包装设备	啤酒包装
2020年8月	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	白酒
2020年8月	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	鸡尾酒
2020年9月	为杉杉集团旗下的永杉锂业提供设备	电池新能源
2020年11月	承接伊利产业园地标建筑室外奶仓群	乳制品
2021年7月	获郎酒24000bph顺品郎包装高速自动线项目订单	白酒
2021年10月	在白酒行业硕果累累，获得五粮液扩建、泸州老窖调味酒生产线、水井坊邛崃基地储酒罐及工艺管路系统、酒鬼酒扩建酿酒车间工程、江小白露酒分厂扩建等订单合同额超4亿	白酒、调味酒
2021年12月	投资成立专注白酒装备研发制造的子公司	白酒

资料来源：公司官方公众号，华鑫证券研究

图表 100：2022H1 白酒类及相关设备营收 3.5 亿元，占比 38.3%



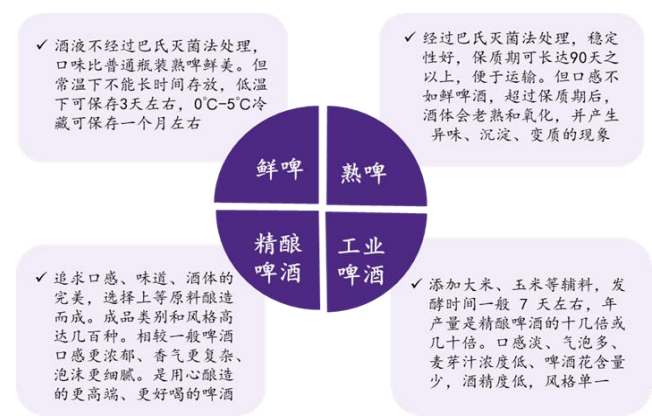
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 3.2.2 精酿板块：精酿+鲜啤双重定位，高品质差异化优势突出

**产品定位“精酿+鲜啤”组合，形成差异化竞争。**公司产品具备极致差异性，定位精酿鲜啤，在原料、发酵时间和发酵方式上优于工业水啤，在杀菌工艺上优于精酿熟啤，产品

不杀菌、不过滤、不稀释，能更好的保留啤酒的原始风味。目前传统头部啤酒厂商高端化的主战场是升级工业啤酒，精酿玩家则大部分聚焦于精酿熟啤，精酿鲜啤赛道目前仍是差异化的蓝海市场。公司啤酒产品定位精酿鲜啤，同传统啤酒大厂的高端化战略形成错位竞争。同时，公司只做短保产品，需要冷链运输，形成了极具差异性的卖点：只有冷链运输的啤酒才是好啤酒。

图表 101：精酿鲜啤具有高品质



资料来源：WoodenBrew，华鑫证券研究

图表 102：各类型啤酒代表产品举例



资料来源：华鑫证券研究所整理

多种规格口味，覆盖各类场景和消费者。公司产品规格包括 330ml 全开盖、500ml 易拉罐、1L、2L 以及 20L 的桶啤五类，分别针对一人小酌、朋友聚会、多人共饮以及餐厅等不同消费场景，国内首创全开盖设计方便携带与分享，适合多种饮用场景。产品包括德式小麦、美式 IPA、社交皮尔森、牛奶世涛等多种主流口味，并在此基础上推出了精酿白桃艾尔、精酿草莓小麦等新品，可同时满足普通啤酒消费者、精酿爱好者、女性等精酿入门群体的多种需求。目前德式小麦占到 70% 的份额，白桃艾尔正快速起量，目前占比 20~30%，美式 IPA 和牛奶世涛是可以对标硬核精酿圈的产品。

图表 103：产品包括 330ml、500ml、1L、2L 等不同规格



资料来源：鲜啤 30 公里官网，渠道调研，华与华公众号，华鑫证券研究

图表 104：产品包括德式小麦、美式 IPA 等多种口味

产品名	酒精度 (V%)	麦汁浓度 (° P)	苦度 (IBU)	价格 (元 /500ml)	风味	适用客群	图示
德式小麦	≥4.1	11.5	9	18.3	麦香浓郁	普适，受众面广	
社交皮尔森	≥3.7	10.5	10	19.8	清冽干爽	普适，受众面广	
美式 IPA	≥5.2	14.5	35	27.3	苦香兼具	适合精酿爱好者	
牛奶世涛	≥4.5	14	19	24.8	顺滑圆润	适合偏爱烘焙咖啡口感的精酿老炮	
草莓小麦	≥2.8	12	13	/	草莓醇甜	适合女性及入门群体	
白桃艾尔	≥2.5	11.5	6	25	桃香清新	适合女性及入门群体	
杨梅小麦	≥2.8	12	12	/	酸甜适宜	适合女性及入门群体	

资料来源：鲜啤 30 公里官网，渠道调研，大众点评，华鑫证券研究

公司产品具备性价比优势。以德式小麦为例，官方天猫旗舰店价格为 18.3 元/500ml，低于工业鲜啤的 27.8 元/500ml，同时受益于公司的无菌冷灌技术，保质期可达 60 天，远高于工业鲜啤的 7 天，货架期更长。对比精酿熟啤和工业熟啤，公司作为鲜啤，产品不经过巴氏杀菌、高温灭菌且不过滤和稀释，风味物质能够得到更好的保留，享有口感优势。综合来看，公司产品同时具备精酿属性和鲜啤属性，口感优质且溢价相对较低，具备较高的性价比。

图表 105：公司产品具备性价比优势

品类	产品	电商价格 (元 /500ml 罐)	配料表	酒精度数	麦芽浓度	保质期
精酿鲜啤	鲜啤30公里德式小麦	18.3	水、大麦芽、啤酒花、酵母	4.1	11.5	60天
工业鲜啤	青岛原浆	27.8	水、麦芽、大米啤酒花及制品、酵母	5.4	13	7天
精酿熟啤	凯旋1664白啤	10.8	水，啤酒花，麦芽等	4.8	11.8	365天
工业熟啤	喜力经典	10.4	水、麦芽、啤酒花	5	11.4	365天

资料来源：天猫商城，京东商城，华鑫证券研究（2022 年 10 月 2 日价格）



**四大核心技术保证产品最佳口感。**母公司乐惠国际领先啤酒行业，创新了 4 大核心技术：1) 智能售酒机：开发鲜啤售酒机，获得 8 项专利技术。1 平米占地，供应 10 种精酿鲜啤；冷藏保鲜，一键出酒。2) 世界首条易拉罐无菌灌装线：实现用易拉罐来包装鲜啤酒，无菌罐装，保证酒体内的酵母活性，口感更好。3) Cutebrw 当日鲜：只需配方麦汁、好酒花，自主发酵即可。无需专业酿酒师，只要一个普通员工，就保证能够酿造出一杯新鲜的精酿啤酒。4) 世界首台 keg 桶无菌灌装机：吹灌旋和无菌包装技术，首次应用到鲜啤酒领域，提升桶装鲜啤酒保质期和口感。

图表 106：智能售酒机



资料来源：华与华公众号，华鑫证券研究

图表 107：世界首条易拉罐无菌灌装线



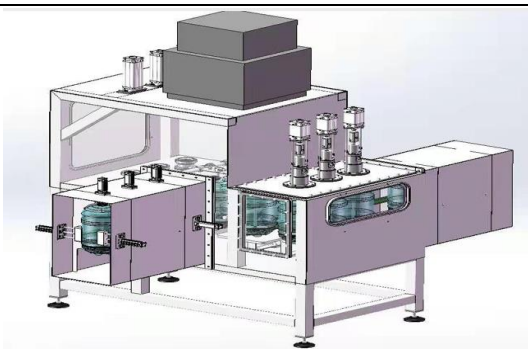
资料来源：华与华公众号，华鑫证券研究

图表 108：Cutebrw 当日鲜



资料来源：华与华公众号，华鑫证券研究

图表 109：世界首台 keg 桶无菌灌装机



资料来源：华与华公众号，华鑫证券研究

### 3.3、多渠道共蓄力，客户有望持续放量

**全渠道布局稳步推进，量增可期。**公司目前已确立了战略合作客户、经销合作、直销渠道及线上业务四大销售板块。截至目前，战略合作客户方面，公司已与盒马、麦德龙、大润发、丰茂烤串、海底捞等全国连锁系统开展合作；经销合作方面，公司已在长三角区域的重点城市设立销售团队，并积极开发当地经销商，总计开发终端达 3000 余家；直销渠道方面，公司在酒厂所在城市及区域，开拓打酒站和鲜啤酒馆两种创新业态，截止目前全国范围内已经有超过 80 家营业终端；线上业务方面，公司在京东、天猫、抖音等渠道开设店铺，并积极探索私域体系搭建。

图表 110：公司已确立战略合作客户、经销合作、直销渠道、线上业务四大渠道



资料来源：公司公告，鲜啤 30 公里公众号，华鑫证券研究

**战略合作客户渠道发展迅猛，进驻表现抢眼。**渠道占比约 40%，分为代工、联名和自有品牌入驻三类，公司自有品牌目前已入驻丰茂烤串、蜀大侠火锅、不二君川菜、海底捞、西安碎总烤肉、小酒鸭货和每一天便利店，销售额一直保持较快的增速。

**餐饮系统：**

**丰茂烤串：**7 月以来，公司在丰茂烤串内部持续扩张，目前已进入到 16 家门店，从上海一城拓展到苏州、北京、延吉、无锡，并积极争取早日覆盖其全国 55 家门店。**海底捞：**8 月初入驻海底捞上海 5 家门店，在此基础上已完成第二批进店工作，并计划进入到上海之外的第二个城市。此外，公司正在积极洽谈与西贝的合作。公司在餐饮渠道坚持 3 个主要策略：1) 先进优势品类（烧烤、火锅等）；2) 先进头部品牌；3) 战略客户深度服务。

**商超系统：**

**麦德龙：**第一款联名产品小熊罐在其系统内部一直占据啤酒品类销量冠军的位置，第二款联名产品“鲜啤 30 公里×麦甄选 IPA 鲜啤”已上线；武汉新开麦德龙旗舰店，上架了第三款联名产品白桃 460ml，目前已发往全国各家麦德龙门店，进展顺利。**大润发：**华东区域合作门店数量已从最开始的 58 家增加到 73 家，后续会筹备进入华中和华南区。此外，公司正在同山姆会员店、永辉、Ole 等系统积极洽谈合作事宜。



图表 111：鲜啤 30 公里入驻每一天便利店



资料来源：鲜啤 30 公里公众号，华鑫证券研究

图表 112：鲜啤 30 公里蜀大侠火锅热卖现场



资料来源：鲜啤 30 公里官网，华鑫证券研究

经销合作终端网点覆盖已超数千家。传统经销渠道占比约 30%，覆盖客户 80% 为非连锁餐饮渠道，20% 为商超（社区超市、夫妻店等），主要包括餐饮酒吧、KA 超市、便利店等，提供 330ml、500ml、1L 易拉罐、2/3Lpet 桶装，再到主打现打场景（主要是餐饮）的 20L 等不同规格的产品，重点布局长三角一二线城市，目前鲜啤 30 公里已在长三角区域的重点城市设立销售团队，开发终端 3000 余家，经销商约 100 多个，其中宁波 2000 余家，其余在温州、杭州、苏州等地；以 BC 渠道为主，还有一些大排档、烧烤等餐饮。

图表 113：鲜啤 30 公里入驻上海高端超市久光百货



资料来源：鲜啤 30 公里公众号，华鑫证券研究

直销渠道开拓“鲜啤酒馆+打酒站”创新业态。渠道占比约 10%，打酒站：类似奶茶店经营模式，以吧台即饮、打酒外带、线上外卖的微店形式为周边 30 公里居民提供新鲜啤酒，占地面积很小，3-5m<sup>2</sup>。公司打酒站是利用超市、商店、餐厅现有的门面，公司装修并投入机器设备，不需要公司派人运营，大幅降低运营成本。对应公司提出的“百城万店”计划、“十年万店”战略目标。**鲜啤酒馆**：以社区酒馆为定位，以 30-50 平米为标准模型，提供工厂直送、亲民价格的精酿鲜啤和简单可口的轻餐，出餐内容包括鲜啤与小食，啤酒提供杯卖及外带两种形式。杯卖啤酒的常规规格为 500 毫升，价格范围普遍在 20 元至 40 元区间之内；小食价格大致在 15 元至 50 元不等。打酒站毛利在 50%-60%，小酒馆略高，约 60%-70%。目前全国范围内已经有超过 80 家营业终端，其中上海已建立近 30 家打酒站，密集度仍不够高，正在加快投入。小酒馆主要聚焦于华东市场，包括上海、杭州、南京、

沈阳等，辽宁区域目前已有 13 家小酒馆，上海已开业 9 家，杭州、宁波、西安已开业 5 家，公司将持续促进服务和管理，推进全国化布局。

图表 114：公司打酒站、鲜啤酒馆模式



酒馆加盟  
开一间酒馆,自己当老板

要求资质齐全，并亲自参与门店经营  
20-50m² 门店，2 个人就能经营，做 3 门生意：  
即饮、外带、线上外卖；相对较低的投资，更容易掌控经营情况。  
上海爱琴海购物中心店、上海蓝村路店、上海崂山路店、上海松东路店、宁波鄞州利时店已开业。

30公里鲜啤打酒站

占地小、3 门生意、3 份收入

吧台即饮

打酒外带

线上外卖

- 原有店铺形象升级：  
多元化经营，提高坪效。自带流量，提升客户体验感，提高复购率。  
品牌加持赋能，呈现了“1+1>2”叠加效应，实现双赢。
- 供应链强大且完善  
专业小程序可实现一键下单，1 小时速达，解决最后一公里配送问题。
- 产品研发持续稳定  
既满足喜欢传统啤酒的人群，也覆盖喜欢尝新品类的年轻人的人群。



资料来源：鲜啤 30 公里官网，华鑫证券研究

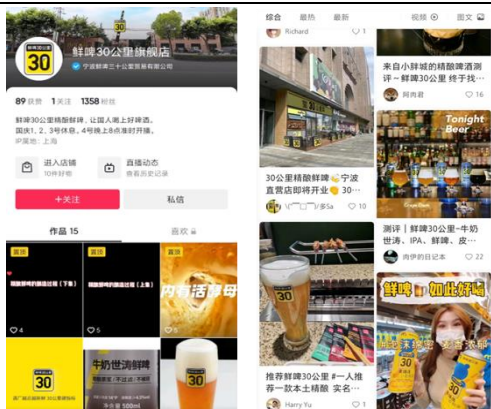
积极布局线上渠道，线下渠道仍占主导。公司线上/线下渠道占比为 10%/90%。线上渠道方面，公司目前已入驻抖音、淘宝/天猫、京东、微信小程序，消费者可以通过电商、鲜啤 30 公里小程序等平台下单配送。并针对抖音、小红书的酒类 KOC 进行投放，抖音直播+头部 KOC、KOL 带货将成为下一阶段营销重点；产品方面，“大黄罐”系列，牛奶世涛等产品已上线售卖，受到 B 端和 C 端客户的充分肯定，蓝莓古思等多种新口味也即将上线。疫情期间，上海社区团购表现活跃。

图表 115：鲜啤 30 公里微信/天猫商城



资料来源：微信，天猫商城，华鑫证券研究

图表 116：鲜啤 30 公里抖音商城/小红书种草



资料来源：抖音，小红书，华鑫证券研究



图表 117：乐惠国际渠道覆盖情况一览

渠道	渠道模式	主要客户	渠道表现
战略合作客户 (40%-50%)	自有品牌入驻	丰茂烤串、蜀大侠火锅、不二君川菜、海底捞、西安碑怂烤肉、小酒鸭货、每一天便利店等	丰茂烤串：目前已进入到16家门店，从上海一城拓展到苏州、北京、延吉、无锡，并积极争取早日覆盖其全国55家门店。海底捞：8月初入驻海底捞上海5家门店，已完成第二批进店工作，计划进入到上海之外的第二个城市
	联名	麦德龙	全国10多个城市100多家店，第一款联名产品小熊罐占据啤酒品类销量冠军的位置；第二款联名产品“鲜啤30公里X麦甄选IPA鲜啤”已上线；第三款联名产品白桃460ml目前已发往全国各家麦德龙门店
	代工	盒马	全国20多个城市300多家门店，鲜啤已成为卖场业内标杆
经销合作 (30%-40%)	非连锁餐饮渠道 (80%)	餐饮酒吧、KA超市、夫妻店、便利店等	全国开发终端4000余家，经销商100多个，其中宁波2000余家，其余分布在温州、杭州、苏州等地；以BC渠道为主，还有一些大排档、烧烤等餐饮
	商超 (20%)		
直销渠道 (10%)	打酒站	/	以外卖为主，占地面积3-5m²，目前上海建立近30家打酒站；渠道毛利为50%-60%
	小酒馆		全国约30家，直营的浦东2家，其余为加盟；渠道毛利为60-70%，布局聚焦于华东市场，未来将推进全国化布局
线上业务 (10%)	/	/	入驻抖音、淘宝、天猫、京东、微信小程序，“大黄罐”系列、牛奶世涛等产品已上线售卖，受到B端和C端客户的充分肯定，蓝莓古思等多种新口味也即将上线；疫情期间上海社区团购表现活跃；老客户占比约40%，公司通过深耕私域会员运营，提升老客复购率

资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

**深耕私域会员运营，提升老客复购。**目前老客户占比约 40%，公司通过设置完善的会员机制，通过付费会员筛选高价值客户，同时通过会员周期购产品绑定全年消费，实现会员增值。

**第一，通过微信私域承接公域和线下流量，建立私域用户池。**公域引流：通过包裹卡、短信、客服等方式盘活公域电商平台的老客户，吸引其关注微信公众号、添加微信客服，从而沉淀至微信私域。在小红书、抖音等平台进行社交内容种草，吸引粉丝关注，引流到微信公众号，从而沉淀到微信私域用户池。线下引流：参加线下展会、举办品牌线下活动，通过现场产品体验和有趣的互动游戏，吸引更多客户关注微信公众号。

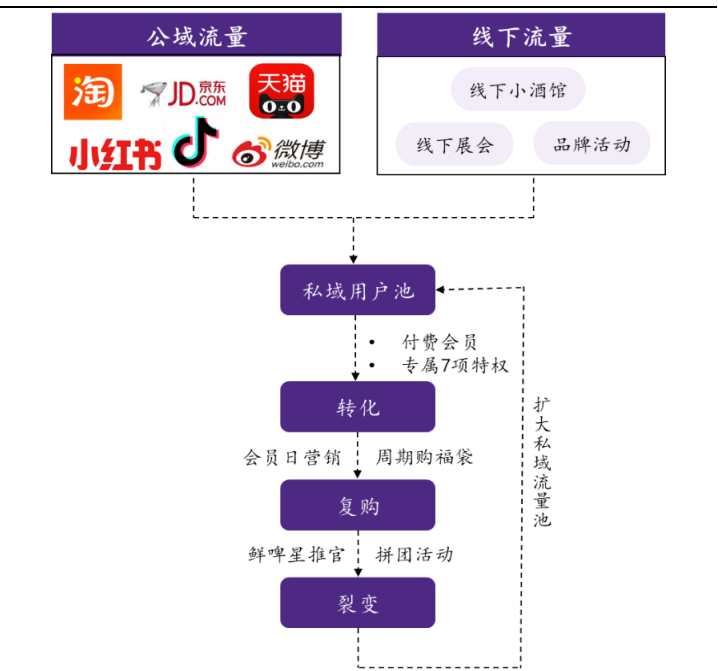
**第二，设置付费会员，实现私域高效转化。**付费会员制分为季度会员和年度会员。季度会员 29 元/季，享有 6 项会员特权，年度会员 99 元/年，享有 7 项会员特权。会员特权包括会员价、优惠券、全国包邮等，相比公域平台，私域会员享受的权益更加丰富，私域会员的转化也就更高效。

**第三，会员日营销+周期购福袋，每月提升销售额近 50%。**每月 9 日为鲜啤 30 公里的“全民爱酒日”，会员可在原有 9 折的权益基础上再享 9 折。折上折吸引会员下单购买，每月会员日订单量占月总订单 21%以上。推出仅供付费会员购买的周期购福袋产品，通过优质的周期配送服务和较大幅度的优惠让利，一次锁定会员全年消费。

**第四，裂变营销和分销运营寻找更多生意增量。**开展各类有趣的拉新活动，如 3 人拼团，设置 3 人拼团价，以折扣吸引老客拉新客，拼团享优惠。发布鲜啤星推官计划，对外招募星推官，进一步拓宽了销售渠道，提升了产品销量。



图表 118：鲜啤 30 公里私域运营思路



资料来源：有赞微信公众号，华鑫证券研究

图表 119：会员日/周期购福袋/拼团/鲜啤星推官活动

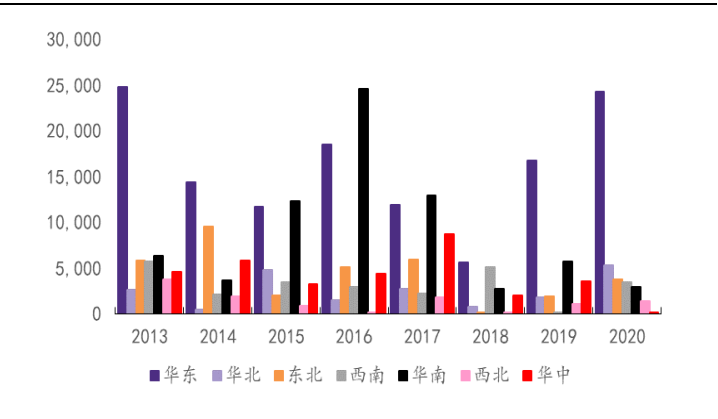


资料来源：有赞微信公众号，华鑫证券研究

### 3.4、“百城百厂”筑核心壁垒，国际化布局日益完善

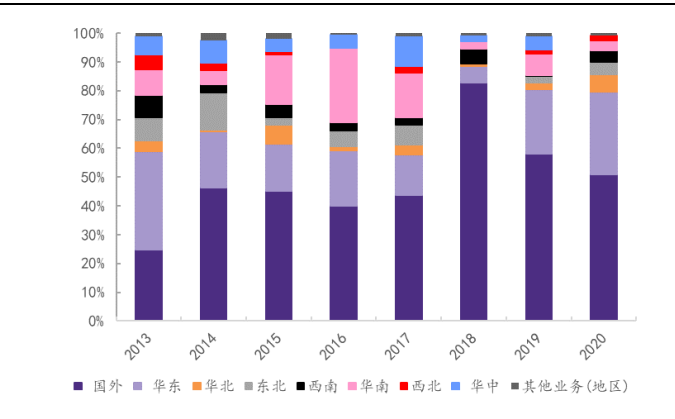
华东为国内主要销售区域。分区域看，华东是公司国内最主要销售区域，营收从 2014 年 1.43 亿元增至 2020 年 2.43 亿元，6 年 CAGR 为 9.18%，营收占比从 2014 年 19.55% 增至 2020 年 28.47%。2020 年华东/华北/东北/西南/华南/西北营收分别为 2.43/0.53/0.37/0.34/0.29/0.14 亿元，占比 28.47%/6.19%/4.37%/4.02%/3.41%/1.59%。华东占比较高主要系公司坚持深耕江浙沪区域。百城百厂战略以宁波大目湾工厂为基点，逐渐向全国辐射，未来公司会持续推进全国市场布局。

图表 120：华东 2020 年营收 2.43 亿元，同+44.8%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

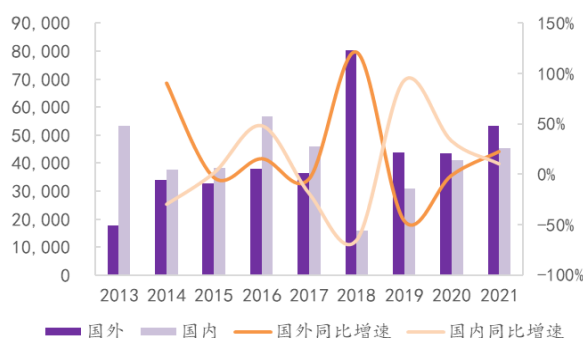
图表 121：华东营收占比从 2014 年 19.6% 增至 2020 年 28.5%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

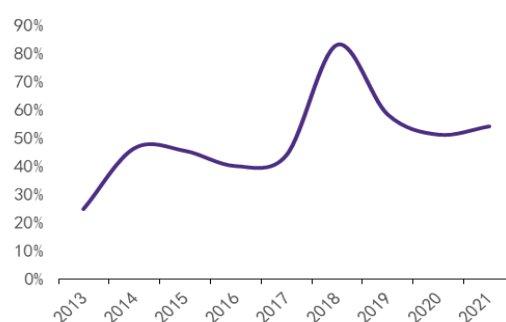
**海外业务逐年提升，国际化布局日益完善。**公司海外市场竞争力不断加强，目前已拥有覆盖亚非拉等新兴国家市场的海外销售及服务体系，受益于非洲、拉丁美洲、亚洲啤酒装备需求的增长，公司海外业务营收由 2013 年 1.78 亿元增至 2021 年 5.34 亿元，8 年 CAGR 为 14.75%，营收占比由 24.67% 增至 53.98%。2021 年公司海外/国内营收为 5.34/4.52 亿元，同比+22.76%/+10.42%。我们预计疫情后海外装备需求会有恢复性的增长。从中长期看，公司国际竞争力在历经整个疫情周期后将有明显提升，坚持推进装备业务的国际化将成为公司的发展重点。

图表 122：海外业务营收由 2013 年 1.78 亿元增至 2021 年 5.34 亿元，8 年 CAGR 为 14.75%



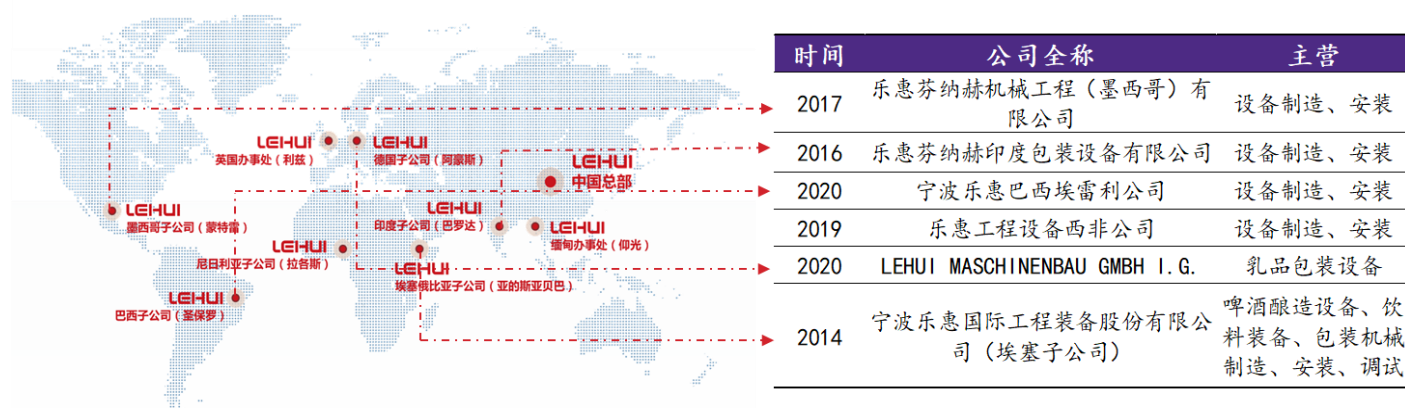
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 123：海外业务营收占比由 2013 年 25% 增至 2021 年 54%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 124：公司持续推进海外业务布局



资料来源：公司官网，公司公告，华鑫证券研究

**“百城百厂”战略加速推进，产能持续扩张。**“百城百厂”是公司精酿啤酒总体规划：围绕重点城市建设旗舰工厂+周边卫星工厂，力争用十年时间做到百城厂的全国布局。2020 年，鲜啤 30 公里首个啤酒工厂——上海佘山城市体验酒厂成功投产，表明乐惠国际正式开始了十年百城百厂战略。战略规划为率先布局经济相对发达、精酿文化起步较早的长三角地区，以长沙酒厂开始渗透沿江经济带，以沈阳工厂开拓大北方市场，随后广泛布局重点城市。截至目前，上海松江及宁波工厂已建成投产，产能合计 1.3 万吨/年；控股孙公司沈阳工厂（产能 5000 吨/年）已达到预投产状态；长沙工厂（产能 1 万吨/年）已完成设备安装，

并在上述区域开始铺设销售渠道；武汉工厂(产能 2 万吨/年)已选址立项，接下来公司会重点拓展珠三角地区，如昆明、厦门、福建等，下半年昆明、南京(句容)等多地酒厂有望陆续开建，预计到 2022 年底，公司将拥有 2.8 万吨的年产能，3 年之内可达 5 万吨，5 年之内可达 10 万吨；按照长沙模式，产能利用率三年内能达到 70-80%。

图表 125：公司“百城百厂”布局规划

工厂	工厂定位	产能	工厂进度
上海佘山	精酿体验工厂	3000 吨/年	已投产
宁波大目湾	旗舰工厂	1 万吨/年	已投产
沈阳	精酿体验工厂	5000 吨/年	预投产
长沙	旗舰工厂	1 万吨/年	已完成设备安装
武汉	/	2 万吨/年	选址立项
杭州余杭	/	/	筹备中
南京句容	/	/	即将投产
成都	/	/	筹备中
昆明	/	/	筹备中
西安	/	/	筹备中
厦门	/	/	筹备中
福建	/	/	筹备中

资料来源：鲜啤 30 公里公众号，公司公告，华鑫证券研究

图表 126：公司“百城百厂”战略愿景



资料来源：鲜啤 30 公里公众号，华鑫证券研究

图表 127：上海佘山 3000 吨城市精酿体验工厂



资料来源：鲜啤 30 公里官网，华鑫证券研究

图表 128：宁波大目湾 1 万吨旗舰工厂



资料来源：鲜啤 30 公里官网，华鑫证券研究

图表 129：长沙 1 万吨旗舰工厂即将投产



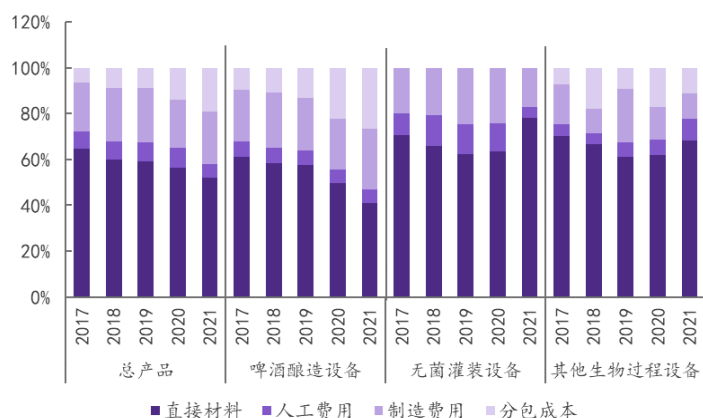
资料来源：鲜啤 30 公里公众号，华鑫证券研究



### 3.5、两大业务协同，彰显成本优势

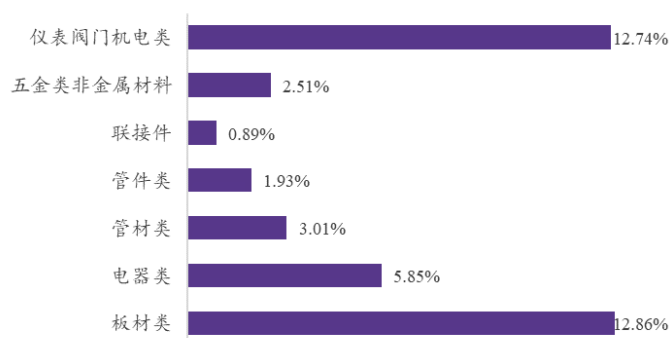
原材料为乐惠国际主要成本构成。从成本结构看，原材料成本占比最高，近 5 年均维持在 50%-60% 区间，其次是制造费用，2021 年直接材料/人工费用/制造费用/分包成本占比分别为 52.07%/5.94%/23.00%/18.99%。分产品来看，无菌罐装设备中原材料成本占比最高，维持在 70% 左右，2021 年啤酒酿造设备/无菌罐装设备/其他生物过程设备原材料成本占比分别为 41.05%/78.14%/68.30%。其中仪表阀门机电类、板材类为公司主要原材料，占总成本比例分别为 12.74%、12.86%。

图表 130：原材料为乐惠国际主要营业成本



资料来源：乐惠国际公告，华鑫证券研究

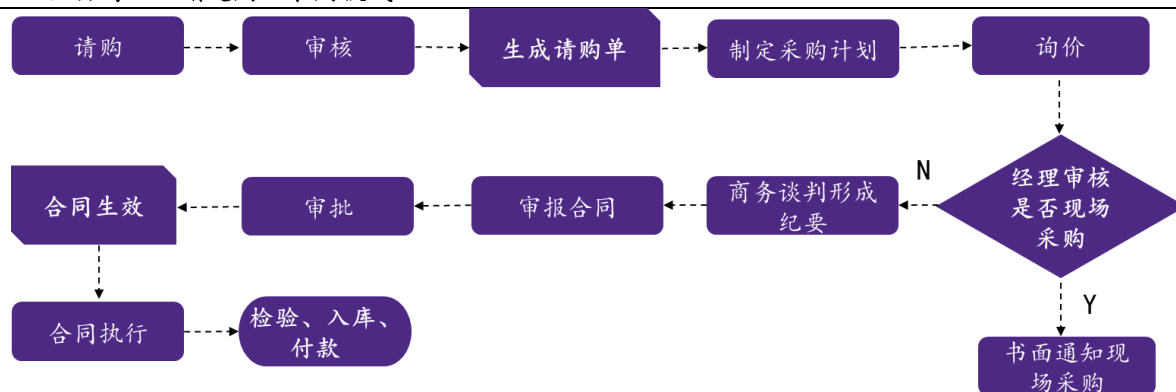
图表 131：2014-2016 年各类原材料占生产成本比例平均值



资料来源：乐惠国际招股说明书，华鑫证券研究（注：公司 2017 年上市之后未发布各项原材料占比情况，故按照公司 IPO 上市前三年的占比均值代替）

**“以销定购”保障盈利水平稳定。**公司采用“以销定购”的采购模式，即按订单组织生产并制定采购计划。具体做法为：为降低原材料价格波动的风险，在签订销售合同或订单确定后，同步签订主要原材料采购合同，以此锁定原材料成本，因此合同签订后主要原材料价格波动不会对公司盈利造成重大不利影响，保证了公司盈利水平的稳定性。

图表 132：公司“以销定购”采购模式

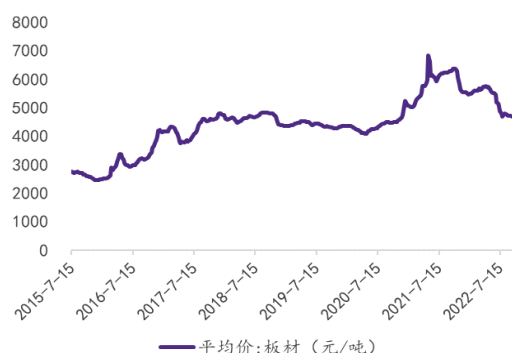


资料来源：乐惠国际招股说明书，华鑫证券研究



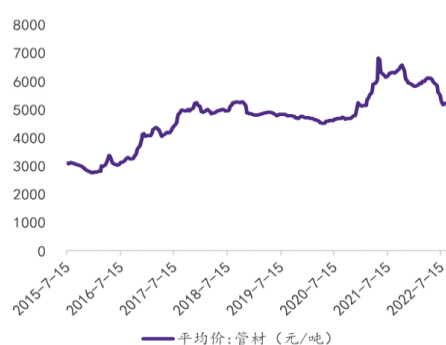
毛利率受原材料价格波动影响小，公司成本管控能力优秀。近年来板材、管材以及 PET 切片等原材料价格均有不同程度的波动，2020 年疫情后波动更为明显，板材、管材、PET 切片价格整体均呈上升趋势。受原材料价格上涨影响，同行业公司毛利率均下滑，得益于优秀成本管理能力和乐惠国际毛利率稳定保持在 25% 左右，2013-2021 年毛利率仅下滑 1.81%，下滑幅度小于勇创智能/中集安瑞科/达意隆/新美星的 2.61%/5.60%/5.75%/8.53%。

图表 133：板材平均价（元/吨）一览



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 134：管材平均价（元/吨）一览



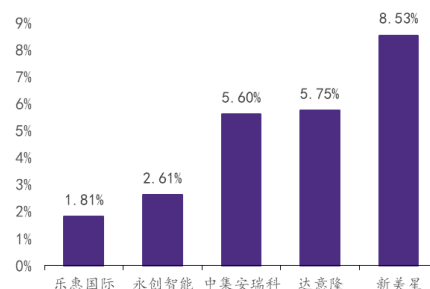
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 135：PET 切片(纤维级)国内现货价（元/吨）一览



资料来源：Wind，华鑫证券研究

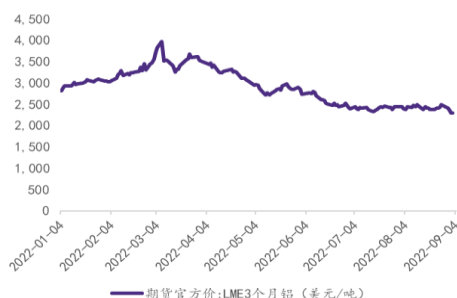
图表 136：乐惠国际 2013-2021 年毛利率下滑幅度（%）小于行业可比公司



资料来源：Wind，华鑫证券研究

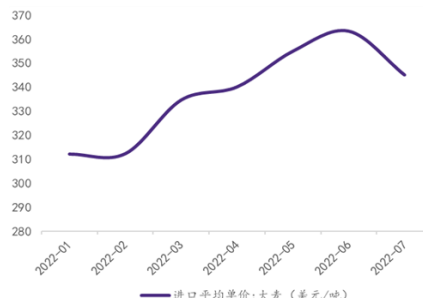
精酿业务方面，Q2 成本端压力趋缓，下半年业绩有望提升。2022Q1 以来，包材价格进入下行通道，成本持续下降，2022 年 1 月 4 日至 9 月 30 日，铝价格下降 22.2% 至 2195 美元/吨。受俄乌冲突等因素影响，大麦进口平均单价 2022 年 1-7 月上升 10.6% 至 345 美元/吨，近期俄乌冲突因素弱化，大麦价格较年初虽有上涨但已从 6 月最高点回落，由于啤酒行业在年末及年初采购大麦，今年预计锁价到 10 月份，原材料成本目前影响不大，包材 3-4 个月采购一次，Q2 以来包材价格不断下降，整体成本压力有望在下半年得到缓解，叠加下半年欧冠、世界杯开幕，体育赛事有望带动啤酒销量，低基数下高增长可期。

图表 137：包材铝价格（美元/吨）一览



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 138：大麦进口平均单价（美元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 设备制造和精酿业务产生强业务协同，节省成本，提高效率。

1) 母公司乐惠国际具备设备生产能力，能够实现较低成本的精酿鲜啤销售，涵盖啤酒生产过程所需的核心设备，可提供原料处理系统、糖化系统、发酵系统、精酿啤酒系统等，包装设备可提供玻璃瓶、易拉罐、PET 瓶无菌灌装、KEG 桶等各类产品包装线，公司精酿啤酒工厂由母公司设计建造、设备也采购于母公司，交货周期大大缩短，也更为便捷，成本优势明显。

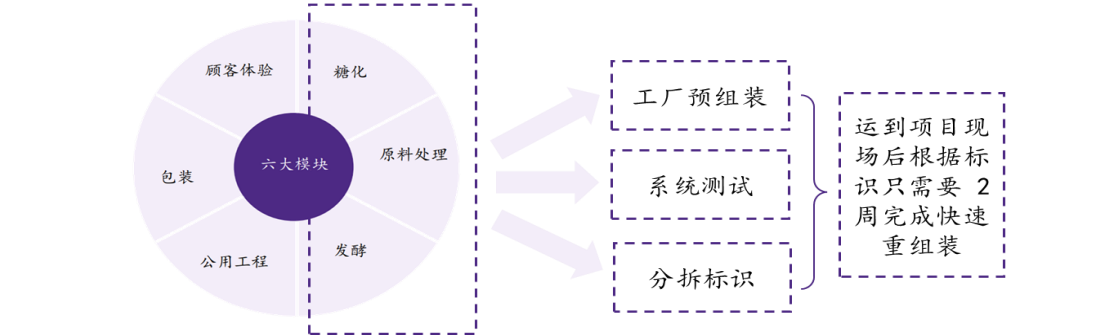
图表 139：母公司乐惠国际具备较强设备生产能力

全范围灌装线设备	覆盖啤酒、白酒、红酒、鸡尾酒、保健酒等多种产品
湿区三大主机	设备加工制造，整线输送集成交钥匙工程
瓶装线能力	6000/12,000/24,000/36,000/40,000/50,000/60,000/90,000
易拉罐线能力	100cpm/300cpm/600cpm/1200cpm/1500cpm
桶啤线能力	35桶/时、60桶/时、120桶/时
PET线能力	6,000~36,000bph

资料来源：公司公众号，华鑫证券研究

2) 乐惠精酿模块化设计制造，节省成本，提高效率。母公司乐惠国际掌握模块式智能化精酿啤酒整厂技术，将精酿啤酒整厂分为原料处理，糖化，发酵，包装，公用工程，顾客体验六大模块。其中原料，糖化，发酵三个模块在工厂预组装，并进行系统测试，然后分拆标识，发运到项目现场后根据标识只需要 2 周完成快速重组装，该项技术可节省 50% 的现场安装费用，同时可以实现不同规格啤酒厂的标准模块化制造，降低制造成本 20%，缩短交货时间 30%。

图表 140：模块式智能化精酿啤酒整厂技术



资料来源：乐惠国际招股说明书，华鑫证券研究

3) 创新性“一次性 PET 酒桶+吹瓶灌装组合机+鲜啤售酒机”模式，解决行业痛点。目前中国精酿啤酒行业的痛点在于，为保证啤酒新鲜度，精酿厂商多采用冷链运输和 keg 啤酒桶包装销售精酿啤酒，运输和空桶回收等成本很高。公司利用自身啤酒高端装备制造的优势，创造性的研发了鲜啤售酒机、Cutebrew 和一次性 PET 桶等设备，可以实现以较低的成本将精酿鲜啤从最近的城市工厂运送到即饮和零售等各种渠道，公司采取集中大批量生产桶胚，运输成本大幅节省，每升啤酒的包装成本可控制在 20 元左右，明显低于工业啤酒玻璃瓶和易拉罐的包装总成本。

图表 141：智能鲜啤售酒机

中国首创智能鲜啤售酒机（8项发明专利）

鲜啤30公里 30

绿金刚款



- 存放10桶20升啤酒桶（美标桶）。
- 具备餐厅版与自助版两种打酒功能。
- 高度2000\*直径1000mm。
- 主要使用为精酿啤酒。

小蛮腰款



- 存放10桶20升啤酒桶（美标桶）。
- 具备餐厅版与自助版两种打酒功能。
- 高度2050\*直径1150mm。
- 主要使用为鸡尾酒。

桌面台式款



- 存放3桶20升啤酒桶（美标桶）。
- 另附气炮水制备和售卖功能。
- 具备餐厅版与自助版两种打酒功能。
- 长度1030\*宽度550\*高度750mm。
- 主要使用为精酿啤酒

资料来源：匠群空间，华鑫证券研究

图表 142：公司 2L 装产品为 PET 酒桶



2L

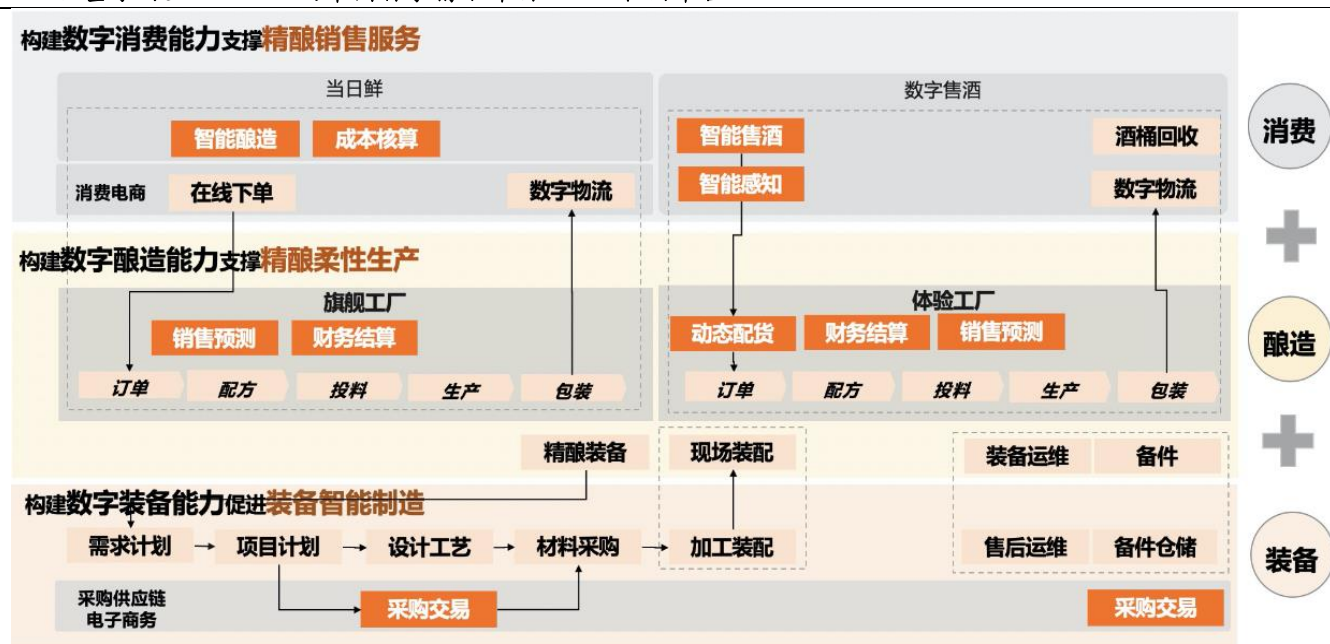
德式小麦鲜啤/皮尔森鲜啤/美式 IPA 鲜啤

资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

4) 携手阿里云打造精酿行业级工业互联网平台，实现全流程线上管理。乐惠-阿里云精酿行业级工业互联网平台，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，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，用云边应用的方式沉淀成为生产信息化能力；通过升级装备产线，打造核心数字化产品和生产中台，包括客户管理、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。公司在精酿设备领域的充足经验有望为啤酒业务提供更充足的产能、更低的制造成本、更高效的酿造效

率，精酿啤酒业务则将进一步拉动公司装备制造需求，未来两大主业有望协同发展，相互促进。

图表 143：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：阿里云公众号，华鑫证券研究

## 4、盈利预测评级

我们看好公司切入精酿+鲜啤赛道，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.74/1.37/2.25 元，当前股价对应 PE 分别为 48/26/16 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	989	1,531	2,032	2,641
增长率（%）	16.1%	54.8%	32.7%	30.0%
归母净利润（百万元）	46	90	165	272
增长率（%）	-56.2%	94.3%	83.4%	65.0%
摊薄每股收益（元）	0.38	0.74	1.37	2.25
ROE（%）	3.6%	6.8%	11.9%	17.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究



## 5、风险提示

- (1) 宏观经济下行风险；
- (2) 疫情拖累消费；
- (3) 精酿产业链延伸项目投资风险；
- (4) 客户相对集中风险；
- (5) 汇率波动风险。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>989</b>	<b>1,531</b>	<b>2,032</b>	<b>2,641</b>
现金及现金等价物	563	1,088	1,158	1,230	营业成本	755	1,192	1,527	1,889
应收款	180	197	223	253	营业税金及附加	8	9	11	13
存货	1,100	658	716	782	销售费用	27	77	142	238
其他流动资产	446	508	545	599	管理费用	103	107	112	132
流动资产合计	2,289	2,452	2,642	2,864	财务费用	8	-8	-10	-12
<b>非流动资产：</b>					研发费用	38	54	69	87
金融类资产	100	110	118	123	费用合计	177	229	313	445
固定资产	340	346	335	317	资产减值损失	1	-10	-8	-3
在建工程	48	19	8	3	公允价值变动	8	-1	1	2
无形资产	68	65	61	58	投资收益	19	9	7	6
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>72</b>	<b>99</b>	<b>181</b>	<b>299</b>
其他非流动资产	53	53	53	53	加：营业外收入	10	12	15	17
非流动资产合计	509	483	456	431	减：营业外支出	37	5	4	3
资产总计	2,798	2,935	3,099	3,295	<b>利润总额</b>	<b>46</b>	<b>106</b>	<b>192</b>	<b>313</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	-1	16	27	41
短期借款	551	559	564	567	<b>净利润</b>	<b>46</b>	<b>90</b>	<b>165</b>	<b>272</b>
应付账款、票据	154	197	211	235	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	91	91	91	91	<b>归母净利润</b>	<b>46</b>	<b>90</b>	<b>165</b>	<b>272</b>
流动负债合计	1,494	1,603	1,701	1,761					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	14	14	14	14	营业收入增长率	16.1%	54.8%	32.7%	30.0%
非流动负债合计	14	14	14	14	归母净利润增长率	-56.2%	94.3%	83.4%	65.0%
负债合计	1,507	1,617	1,715	1,775	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	23.7%	22.1%	24.9%	28.5%
股本	121	121	121	121	四项费用/营收	17.9%	15.0%	15.4%	16.9%
股东权益	1,291	1,318	1,384	1,520	净利率	4.7%	5.9%	8.1%	10.3%
负债和所有者权益	2,798	2,935	3,099	3,295	ROE	3.6%	6.8%	11.9%	17.9%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	53.9%	55.1%	55.3%	53.9%
净利润	46	90	165	272	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.8
折旧摊销	28	26	26	25	应收账款周转率	5.5	7.8	9.1	10.4
公允价值变动	8	-1	1	2	存货周转率	0.7	1.8	2.1	2.4
营运资金变动	-336	474	-19	-88	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	-253	589	173	212	EPS	0.38	0.74	1.37	2.25
投资活动现金净流量	-121	13	15	17	P/E	93.4	48.1	26.2	15.9
筹资活动现金净流量	899	-55	-94	-133	P/S	4.4	2.8	2.1	1.6
现金流量净额	525	546	94	96	P/B	3.3	3.3	3.1	2.8

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**何宇航：**山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。