

2025 年 09 月 19 日

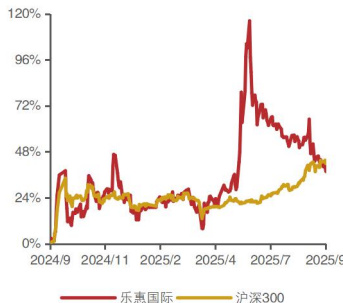
投资评级：增持（首次）

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com
周翔
SAC: S1350525070003
zhouxiang@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 18 日

收盘价（元） 25.31
一年内最高/最低（元） 41.00/18.58
总市值（百万元） 3,054.95
流通市值（百万元） 3,054.95
总股本（百万股） 120.70
资产负债率（%） 60.61
每股净资产（元/股） 10.67

资料来源：聚源数据

乐惠国际(603076.SH)

——设备业务行业领先，鲜啤业务势头正盛

投资要点：

- **啤酒设备领军企业，“整厂交钥匙”能力突出。**公司作为啤酒装备行业龙头，凭借深厚的技术积累与成本优势，在全球市场竞争中脱颖而出。其“整厂交钥匙”服务能力独树一帜，能为客户提供全流程一站式解决方案，涵盖设计、制造、安装及调试等环节，极大增强了客户粘性。
- **公司装备业务内生外延，拓宽产业营收渠道。**在“整厂交钥匙”能力上，公司优势较为突出。于啤酒企业而言，选择整厂交钥匙模式可大幅降低建厂成本与时间成本，确保系统各环节紧密耦合、高效运行，且在设备后期维护方面提供便捷服务。客户资源层面，公司成绩斐然。经长期积累，在众多领域与各行业龙头企业建立起稳固合作关系，如在啤酒行业与国际巨头紧密协作，在饮料、乳品等领域也收获颇丰。这些龙头企业对供应商要求严苛，公司持续获得其认可并保持长期合作，充分彰显自身实力。此类合作不仅为公司带来稳定订单流，更在行业内树立起优质品牌形象与口碑，有力增强客户粘性，为收入持续增长提供有力保障。
- **啤酒升级进行时，公司鲜酿业务蓄势待发。**公司啤酒业务产品聚焦“鲜啤”，打造差异化。渠道端，鲜啤 30 公里产品已进入诸多连锁 KA，在啤酒品类中销量亮眼。据公司 2024 年年报，小酒馆业务完成从直营到加盟体系的转变，进一步赋能公司盈利能力增长，而扎啤业务的开辟则带来了新的增量空间，预计将赋能公司销量规模快速提升，进而提升产能利用率水平，释放盈利空间。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 0.79/0.98/1.23 亿元，同比增速分别为+273.29%/+23.98%/+26.45%，对应 PE 分别为 39/31/25 倍。我们选取可经营范围同类别公司如设备业务公司永创智能，和啤酒公司燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒作为可比公司，考虑到公司鲜啤业务当前处于快速增长期，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**原材料成本重回增势、食品安全问题、市场竞争加剧、国外进出口政策、汇率波动风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,652	1,490	1,701	1,887	2,012
同比增长率（%）	37.17%	-9.77%	14.12%	10.97%	6.62%
归母净利润（百万元）	20	21	79	98	123
同比增长率（%）	-10.07%	7.16%	273.29%	23.98%	26.45%
每股收益（元/股）	0.16	0.17	0.65	0.81	1.02
ROE（%）	1.49%	1.61%	6.02%	7.52%	9.66%
市盈率（P/E）	155.15	144.78	38.79	31.28	24.74

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计我国精酿啤酒需求和酒类装备需求未来或将继续增长,且短时间内无序价格战开展可能性较低,公司有望保持良好的利润空间。我们预计公司收入 25-27 年分别为 17.01/18.87/20.12 亿元,分别同比+14.12%/+10.97%/+6.62%。

利润端来看,我们预计费用率水平整体稳定,由于公司鲜啤业务销量预期提升,预计盈利能力将快速释放,利润增速趋势预计显著快于收入端增速,预计 25-27 年归母净利润分别为 0.79/0.98/1.23 亿元,同比增速分别为 +273.29%/+23.98%/+26.45%。

我们选取经营范围同类别公司如设备业务公司永创智能,和啤酒公司燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒作为可比公司,考虑到在精酿啤酒渗透率不断提升的背景下,公司未来业绩增长预计将维持较高水平,首次覆盖,给予“增持”评级。

关键假设

精酿产品市场景气度高,公司作为具备较强技术实力背景的企业预计也将享受行业发展红利,我们预计公司酒制造业务 25-27 年营收增速+25%/20%/20%。装备业务方面,我们预计海外订单将成为公司新的增长点,我们预计公司装备制造业务 25-27 年营收增速 13%/10%/5%。

投资逻辑要点

公司酒类装备业务具备整厂交钥匙能力,技术实力雄厚,在手订单充足,未来在海外收入有望进一步提升,精酿啤酒产能储备充足,风冷扎啤机设备研发成功,渠道建设中经销与即饮同步推进,随着中国啤酒高端化趋势不断推进,公司酒制造业务板块有望享受行业增长红利,预计后续业绩增速持续性较强。

核心风险提示

原材料成本重回增势、食品安全问题、市场竞争加剧、国外进出口政策、汇率波动风险。

内容目录

1. 啤酒设备领军行业，“整厂交钥匙”能力突出	5
2. 公司装备业务内生外延，拓宽产业营收渠道	7
3. 新装备风冷扎啤机完成研发，鲜啤业务高增可期	9
3.1. 啤酒行业品质升级，带动精酿行业渗透率持续提升	9
3.2. 传统四大板块稳健增长，扎啤业务或贡献较大增量	11
3.2.1. 扎啤机研发成功，有望带来鲜啤板块新增量	12
4. 盈利预测与评级	15
4.1. 盈利预测拆分	15
4.2. 相对估值	16
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1： 公司发展历程	5
图表 2： 公司股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）	5
图表 3： 直接控股全资子公司情况（截至 2025 年 6 月 30 日）	6
图表 4： 公司营收及增速	6
图表 5： 公司归母净利润及增速	6
图表 6： 公司海外收入（亿元）	7
图表 7： 在手订单金额（亿元）	7
图表 8： 公司装备板块涵盖业务种类较为全面	7
图表 9： 啤酒装备领域全球仅少数企业具备整厂交钥匙能力	8
图表 10： 公司客户资源储备丰富	9
图表 11： 2023 年各大区域啤酒销售量（百万升）	9
图表 12： 中国啤酒销售额与产量	10
图表 13： 精酿啤酒与工业啤酒的差别	10
图表 14： 中国精酿啤酒消费量及占比	11
图表 15： 熟啤、生啤、鲜啤的区别	11
图表 16： 多渠道蓄力，销售前景值得期待	12
图表 17： 鲜啤 30 公里打酒站	12
图表 18： 鲜啤 30 公里小酒馆	12
图表 19： 扎啤与瓶装啤酒的区别	13
图表 20： 新型扎啤机	13
图表 21： 公司首创啤酒易拉罐无菌包装技术、自主研发“大目湾 4 号”配方技术	14
图表 22： 公司精酿啤酒产能情况	14
图表 23： 盈利预测拆分（百万元）	15
图表 24： 可比公司估值表	16

1. 啤酒设备领军行业，“整厂交钥匙”能力突出

国内啤酒设备领先企业，精酿业务打造第二增长曲线。公司是啤酒酿造设备制造商和整厂交钥匙服务商，拥有专业的工程设计、装备制造、项目管理和安装调试等综合服务能力。公司 1991 年成立，2017 年上市，2021 年公司正式运营“鲜啤三十公里”品牌，形成目前装备制造业务+精酿业务双轮驱动的格局。

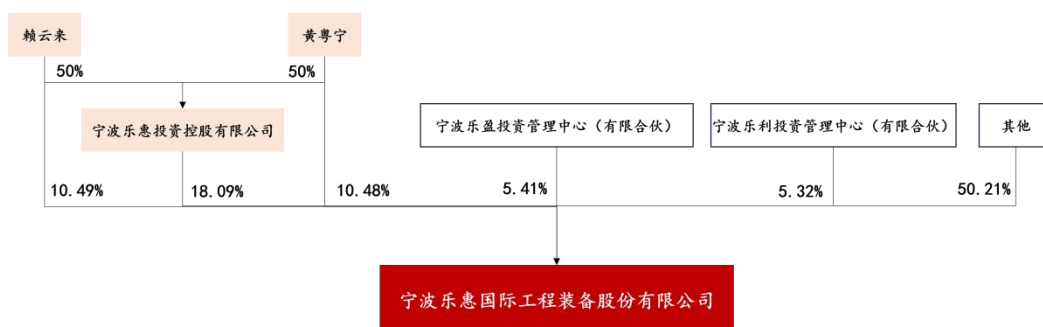
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

管理层持股集中，赋能战略一致性。公司股权结构集中，两大股东赖云来、黄粤宁为一致行动人，截至 2025 年 6 月 30 日，分别直接持股 10.49%/10.48%，同时通过宁波乐惠投资控股、宁波乐盈投资管理中心（有限合伙）、宁波乐利投资管理中心（有限合伙）进行间接持股，公司股权结构较为稳定，对公司经营管理层面一致性有较好的保障。

图表 2：公司股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：ifind，华源证券研究所

公司业务架构全面，在各个生产链步骤上均有不同子公司满足经营需求。在设备生产制造方面，南京保立隆和南京芬纳赫分别覆盖了从原料、糖化、发酵到灌装的设备生产业务；在软件开发服务上，公司设有上海源麦谷网络科技有限公司；在鲜啤产品销售方面，长沙、昆明、上海、大连等子公司覆盖了全国的主要销售网络；在海外业务上，德、印、墨、埃塞俄比亚、尼日利亚子公司以及乐惠进出口服务于海外市场的销售和配套服务。

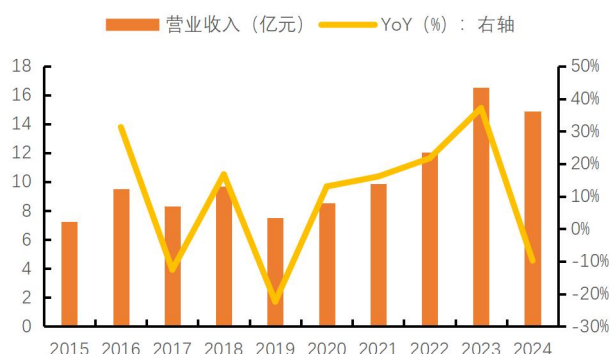
图表 3：直接控股全资子公司情况（截至 2025 年 6 月 30 日）

公司名称	直接持股比例	主要经营地	主营业务
宁波鲜啤三十公里科技有限公司	100%	浙江省象山县	生产及销售精酿啤酒
武汉鲜啤三十公里科技有限公司	100%	湖北省武汉市	生产及销售精酿啤酒
长沙鲜啤三十公里科技有限公司	100%	湖南省长沙市	生产及销售精酿啤酒
南京鲜啤三十公里科技有限公司	100%	江苏省南京市	生产及销售精酿啤酒
昆明鲜啤三十公里科技有限公司	100%	云南省昆明市	生产及销售精酿啤酒
梭子蟹精酿啤酒（上海）有限公司	100%	上海市	生产及销售精酿啤酒
宁波鲜啤三十公里贸易有限公司	100%	浙江省宁波市	销售精酿啤酒
上海黄浦三十公里餐饮服务有限公司	100%	上海市	销售精酿啤酒
大连鲜啤三十公里酒水销售有限公司	100%	辽宁省大连市	销售精酿啤酒及食品
上海鲜啤三十公里餐饮服务有限公司	100%	上海市	销售精酿啤酒及食品
苏州鲜啤三十公里餐饮服务有限公司	100%	江苏省苏州市	销售精酿啤酒及食品
宁波乐惠进出口有限公司	100%	浙江省象山县	自营和代理酒类酿造设备、无菌灌装设备、其他生物过程设备和技术的进出口、转口贸易、进料加工贸易
南京乐惠纳赫包装机械有限公司	100%	江苏省南京市	研发、生产和销售无菌灌装设备
南京保立隆包装机械有限公司	100%	江苏省南京市	研发、生产和销售无菌灌装设备
乐惠芬纳赫机械工程（墨西哥）有限公司	100%	墨西哥新莱昂州蒙特雷市	安装及调试酒类酿造设备、无菌灌装设备和其他生物过程设备
乐惠芬纳赫印度包装设备有限公司	100%	印度古吉拉特邦爱默达巴市	安装及调试酒类酿造设备、无菌灌装设备和其他生物过程设备
LEHUI ENGINEERING WEST AFRICA	100%	尼日利亚	安装及调试酒类酿造设备、无菌灌装设备和其他生物过程设备
宁波乐惠国际工程装备股份有限公司（埃塞子公司）	100%	埃塞俄比亚	安装及调试酒类酿造设备、无菌灌装设备和其他生物过程设备
Lehui Maschinenbau GmbH	100%	德国阿蒙斯	安装及调试酒类酿造设备、无菌灌装设备和其他生物过程设备
丹江口市乐惠智能装备有限公司	100%	湖北省十堰市	专用设备制造
上海惠友谷网络科技有限公司	100%	浙江省杭州市	软件开发
上海三十公里餐饮管理有限公司	100%	上海市	餐饮服务
宁波三十公里投资有限公司	100%	浙江省宁波市	从事投资服务及资产管理服务
Pacific Maritime Limited	100%	中国香港	进出口贸易、机械设备安装服务、软件技术开发服务、啤酒装备销售

资料来源：公司公告，华源证券研究所

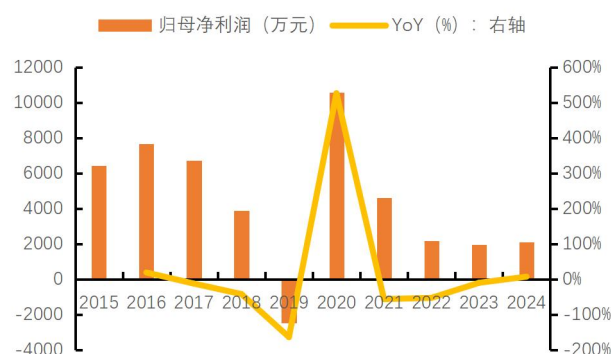
近年来收入增速出现波动，归母净利润增速由负转正。公司 2021 年至 2024 年分别实现营收 9.89/12.04/16.52/14.90 亿元，实现营收增速分别为 16.10%/21.71%/37.17%/-9.77%。公司 2024 年归母净利润 0.21 亿元，同比增长 7.16%，增速由负转正。

图表 4：公司营收及增速



资料来源：ifind，华源证券研究所

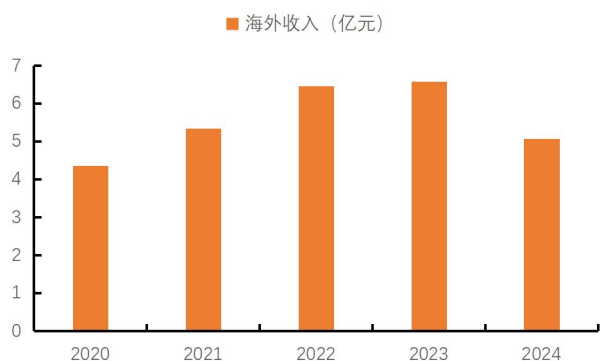
图表 5：公司归母净利润及增速



资料来源：ifind，华源证券研究所

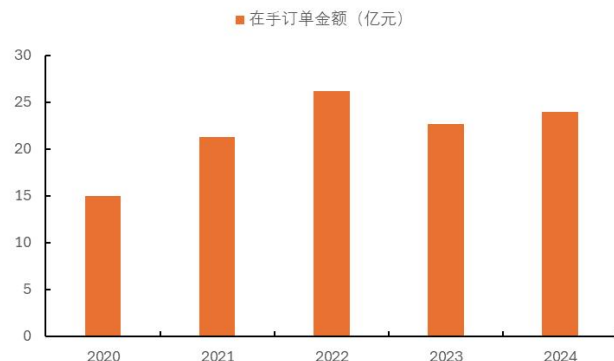
海外市场收入表现亮眼，在手订单充沛。公司长期坚持国际化战略，海外收入占公司收入的重要部分。2020 年海外收入占比超 50%，近两年出现下滑，但仍保持在 30% 以上。截至 2024 年 12 月底，公司在手订单 23.97 亿元。在白酒装备制造板块，自公司 2019 年进入以来，截至 2024 年年底，共收获白酒装备订单 12.65 亿元，2024 年实现盈利 1256.88 万元，中国前十大著名白酒企业大部分都已经成为公司客户。同时，公司在威士忌、白兰地、伏特加等国际烈酒装备制造方面进行了业务拓展，努力进入国内和国外烈酒装备制造的细分赛道。

图表 6：公司海外收入（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：在手订单金额（亿元）

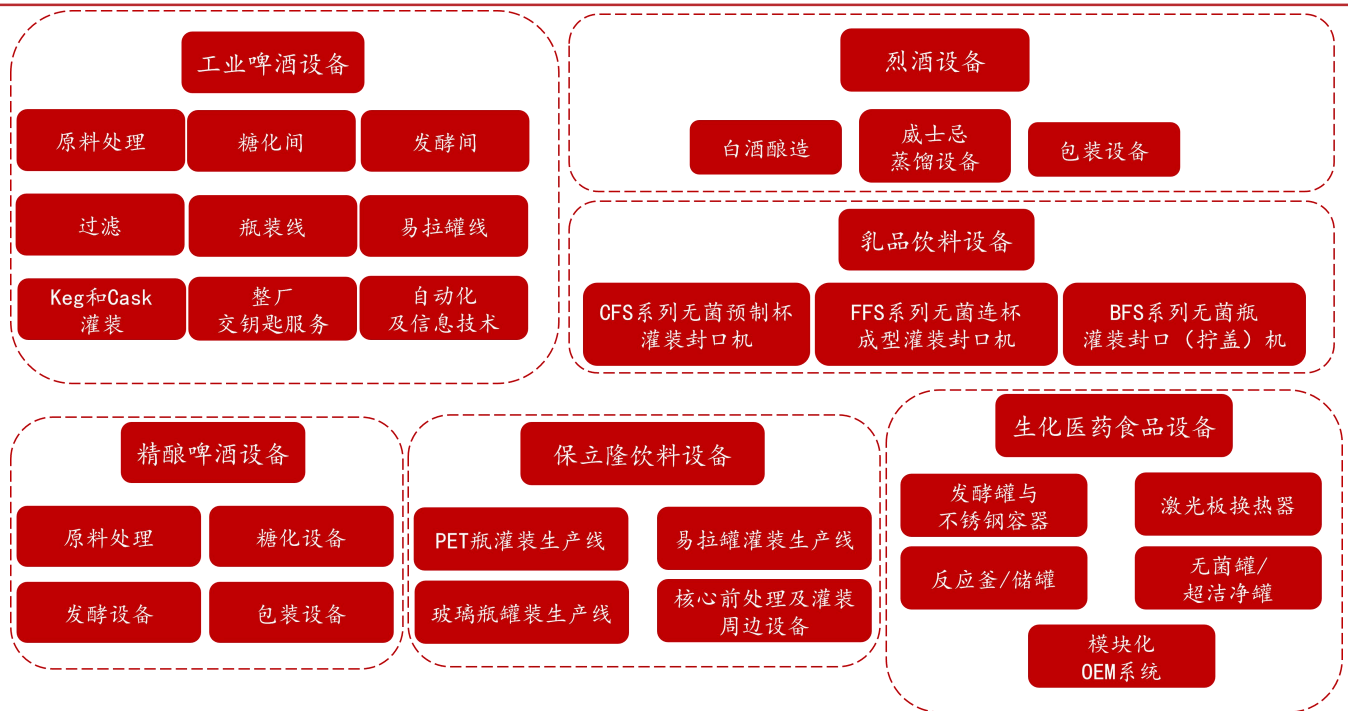


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 公司装备业务内生外延，拓宽产业营收渠道

公司聚焦啤酒、饮料和乳品装备及无菌灌装设备的设计、制造、安装和服务，拥有啤酒酿造设备和无菌灌装设备两大主要产品体系。其中啤酒酿造设备涵盖啤酒生产过程所需的主要设备，包括原料处理系统、糖化系统、发酵系统等；无菌灌装设备主要包括啤酒纯生灌装设备及饮料无菌冷灌装的设备和技术，适用于玻璃瓶、易拉罐、PET 瓶、不锈钢桶等多种包装形式。既可以生产销售灌装线的关键单机设备，也可以为客户提供“一站式”的整体包装解决方案。

图表 8：公司装备板块涵盖业务种类较为全面



资料来源：乐惠国际官网，华源证券研究所

啤酒企业倾向于选择整厂交钥匙模式。在越来越强调专业化分工以提升效率的时代，啤酒企业倾向于专注于啤酒的生产和产品的市场营销，而将工厂建设、项目管理等非常规职能逐步外包，以降低成本、集中资源培育独特工艺和品牌优势，通过与设备供应商的良性互动，保持其产品的市场竞争力。整厂交钥匙模式对业主来说，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。

整厂交钥匙对装备企业有着非常高的要求。1) 需具备核心装备制造能力和高度整合能力。由于啤酒生产流程较长，也较为复杂，涉及原料处理、糖化、发酵、灌装等多个环节，每个生产环节所需的设备数量众多，且联系紧密，产品体系不完整的供应商，尤其是缺乏核心装备制造能力的企业难以形成整厂交钥匙的竞争力。2) 需建立可靠的供应商及分包商体系。其次整厂交钥匙包含规划设计、土建和钢构、设备与公用工程等各个环节，这就要求总承包的交钥匙服务商不仅自产设备稳定可靠，外购设备的质量和交货时间等也有较高要求。总包商必须通过较长时间积累才能建立可靠的供应商及分包商体系。3) 需要丰富的项目经验。供应商必须有较强的现场施工管理能力，尤其是海外项目对项目管理团队的组织、合作、技术能力及语言沟通等方面有较高的要求。

图表 9：啤酒装备领域全球仅少数企业具备整厂交钥匙能力

公司	主要产品
Krones	整厂交钥匙
GEA	主要为工业冷冻和食品冷冻提供解决方案，整厂交钥匙
ZIEMANN HOLVRIEKA	糖化车间技术领先供应商、整厂交钥匙
Talos	为液态食品、啤酒提供包装设计和分发系统解决方案，整厂交钥匙
远航科技	原料系统、糖化、生物罐体交钥匙
乐惠国际	酿造设备制造商、整厂交钥匙

资料来源：中国报告大厅，新浪新闻，华源证券研究所

公司技术实力雄厚，项目经验丰富，“整厂交钥匙”形成客户粘性。公司专注于啤酒装备领域，通过长时间的积累，具备较强的综合能力，通过整厂交钥匙服务提高了全系统的运行效率，实现更节能、更安全、更环保的运行效果，同时有效解决下游客户分散采购造成的缺陷。在工信部、中国工业经济联合会公布的第五批国家级制造业单项冠军示范企业和产品名单中，公司的啤酒酿造装备、过滤设备两次荣获国家级单项冠军产品。公司作为行业内的全球知名品牌，拥有优秀的口碑和美誉度。截至 2024 年报公司积累超 150 家啤酒客户、500 余家全行业客户服务经验，完成 300 余个大型项目。

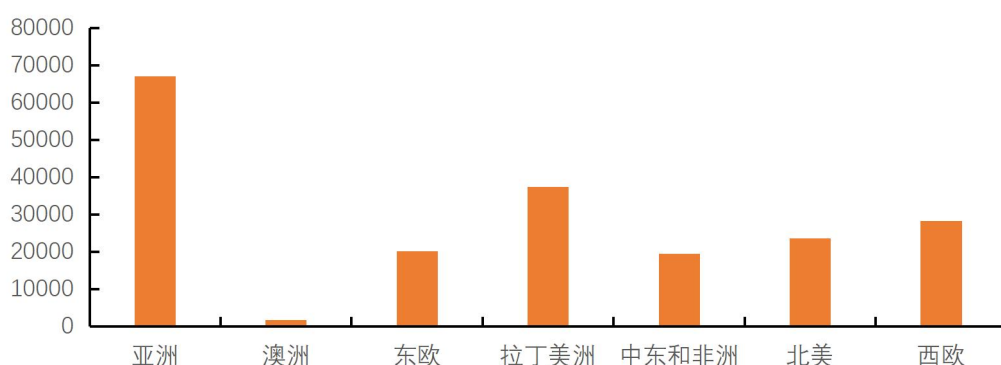
图表 10：公司客户资源储备丰富

行业	主要客户
啤酒	喜力啤酒、百威英博啤酒、嘉士伯啤酒、狮王啤酒、金威啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、生力啤酒、朝日啤酒、麒麟啤酒、三得利啤酒、青岛啤酒、BBH（波罗的海）啤酒、华润啤酒、SAB南非啤酒、英国迪亚杰奥（Diageo）、荷兰Bavaria、缅甸MBL、缅甸Dagon、印度UB、喀麦隆UCB啤酒、台湾啤酒
饮料	百事可乐、可口可乐、康师傅、伊利、蒙牛、汇源、顶新国际等

资料来源：每日经济新闻，华源证券研究所

海外市场增长空间广阔，公司海外收入有望进一步提升。据公司公告，东南亚、南美洲以及撒哈拉以南的非洲地区是目前全球啤酒消费量主要增量市场，其中 2018–2023 年啤酒消费量表现亮眼的区域包括东盟地区和南美州，其 2018–2023 年啤酒消费量累计增长分别为 2.54%、11.93%。公司 2003 年开始布局海外市场，2024 年海外市场营业额达到 5.08 亿元，主要市场集中在东南亚、南美和非洲等市场区域，近年来也重点拓展中亚、俄罗斯等一带一路市场，我们预计伴随着公司在核心技术，例如无土过滤、麦汁压滤上的突破，公司的装备产品或将得到越来越多海外用户的认可，海外收入有望实现进一步增长。

图表 11：2023 年各大区域啤酒销售量（百万升）



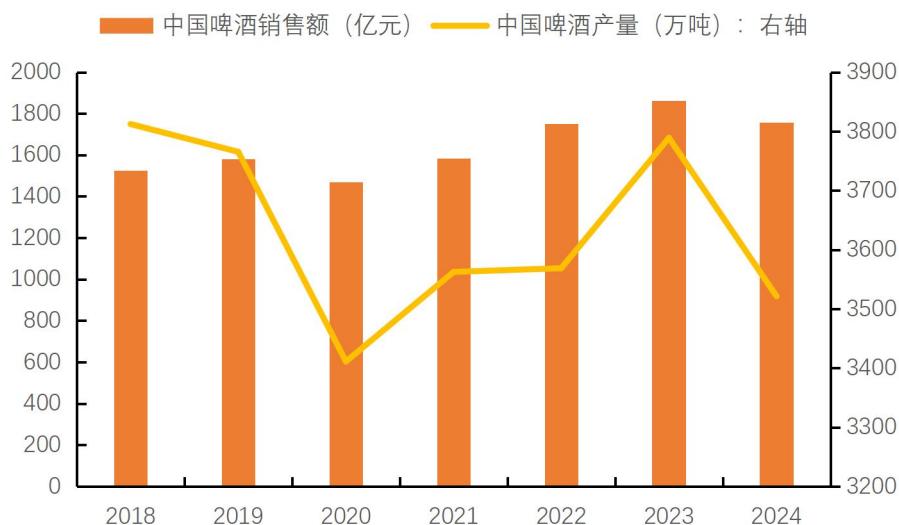
资料来源：欧睿国际，华源证券研究所

3. 新装备风冷扎啤机完成研发，鲜啤业务高增可期

3.1. 啤酒行业品质升级，带动精酿行业渗透率持续提升

中国啤酒行业量跌价升进程持续。据公司公告，中国啤酒市场消费量 2013–2023 年从 5394 万吨降至 3789 万吨，CAGR 约–3.47%。从结构上看，产品升级成为行业规模主要推力，吨价上行趋势较为明显，从 2018 年的 0.4 万元/吨上涨到 2024 年的 0.5 万元/吨，平均吨价 6 年间上涨了 24.73%，CAGR 达 3.75%，体现了消费者对于高品质啤酒的追求以及支付意愿的提高，中国啤酒市场高端化进程持续推进。

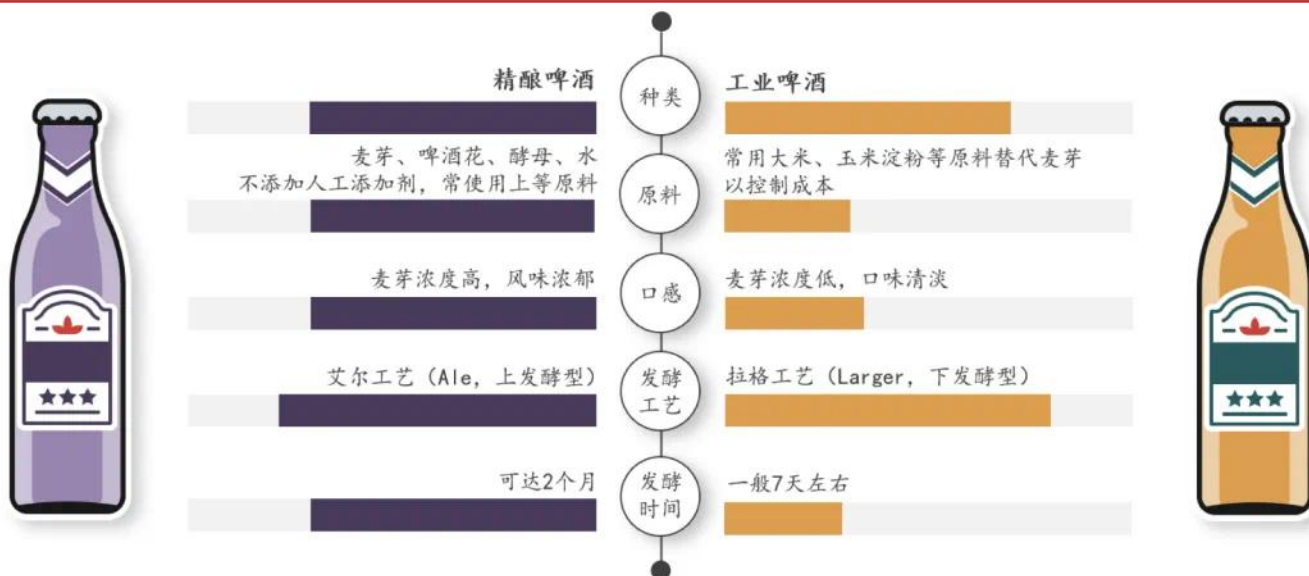
图表 12：中国啤酒销售额与产量



资料来源：公司公告，国家统计局，欧睿国际，华源证券研究所

我国精酿啤酒有望承接中高端需求。精酿啤酒强调品质，具有麦芽浓度高，风味浓郁，使用上等原料等特点，满足对于啤酒品质有较高追求的消费者喜爱。

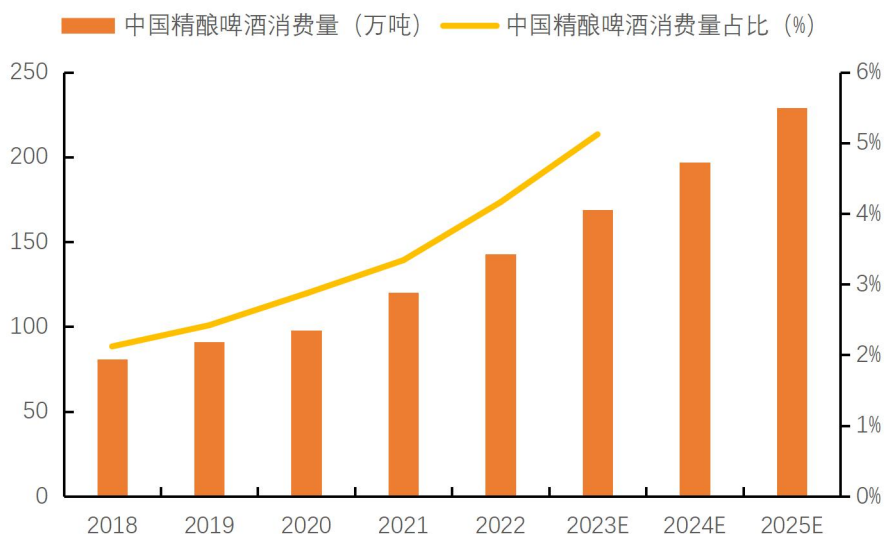
图表 13：精酿啤酒与工业啤酒的差别



资料来源：21 经济网，千际投行，资产信息网，国际发酵协会，华源证券研究所

精酿啤酒行业景气上升。根据灼鼎咨询发布的《2023 精酿啤酒行业研究报告》预计，2025 年中国的精酿啤酒消费量有望达到 229 万吨，2018–2025 年 CAGR 预计可达 16.01%。公司预计 2025–2029 的 5 年内，精酿啤酒将占据啤酒高端市场份额的近 40%，总啤酒市场份额的 15%–20%，成为啤酒行业新的风口。公司鲜啤 30 公里产品作为公司成功开拓的精酿啤酒中的新细分品类，在未来随着消费者认知的不断提升，有望成为啤酒市场主要的高端产品。

图表 14：中国精酿啤酒消费量及占比



资料来源：国家统计局，海关总署，灼鼎咨询，华源证券研究所

3.2. 传统四大板块稳健增长，扎啤业务或贡献较大增量

公司鲜啤业务积淀深厚，产品聚焦“鲜啤”，差异化属性明显。熟啤、生啤和鲜啤在生产方式，产品标准方面有明显差异，鲜啤为酿造完成后，不经过巴氏灭菌或瞬时高温灭菌，允许保留活酵母菌，保持一定生物稳定性的啤酒，口感新鲜丰富优于普通啤酒，但相较于熟啤，保存期限较短。公司 2024 年鲜啤业务板块销售收入 1.4 亿元，同比提升 33.36%，在 2024 年中国冷链鲜啤销量中排名第一。

图表 15：熟啤、生啤、鲜啤的区别

熟啤	生啤	鲜啤
- 经过巴氏灭菌、过滤 - 酒体中不存在活酵母 - 酒体便于长期保存	- 不经过巴氏灭菌或瞬时高温灭菌 - 采用其他方式物理方式除菌 - 达到一定生物稳定性	- 不经过巴氏灭菌或瞬时高温灭菌 - 成品中允许含有一定活酵母菌 - 达到一定生物稳定性

资料来源：torresbeer 官网，广东省食品检验所，华源证券研究所

公司经销/即饮业务同步推进，势能良好。公司鲜啤业务主要有四大经营渠道贡献，分别为传统经销渠道、战略大客户、线上渠道、终端直营。公司除了传统经销模式外，与众多大型 KA 都建立了良好的合作关系，如大润发以及麦德龙等。公司为部分战略大客户推出定制产品，如青提艾尔鲜酿啤酒产品在山姆一经推出，就入选山姆啤酒热销榜，产品力突出。同时，公司同步推进线上与线下渠道建设，部分主流平台官方旗舰店产品销量以及店铺关注人

数都处于行业领先水平，线下终端则自建渠道，通过鲜啤 30 公里小酒馆以及鲜啤 30 公里打酒站，直接触达消费人群，为消费者提供便捷、良好的饮用体验，丰富公司产品的消费场景。

图表 16：多渠道蓄力，销售前景值得期待



资料来源：中国日报中文网，天猫，京东，抖音，鲜啤 30 公里官网等，华源证券研究所

公司小酒馆完成直营转经销，预计贡献更多收入端增量。公司小酒馆作为自有渠道，2024 年完成了直营体系向加盟体系的转变，共开设 150 余家“鲜啤 30 公里酒馆”体验门店，2025 年公司将进一步加强运营团队和招商团队建设，将寻找优质加盟商和服务好加盟商作为工作重点。我们认为，随着小酒馆逐步由直营转加盟，或为门店带来加盟商的私域流量，有望帮助公司鲜酿啤酒渗透率实现进一步提升，贡献更多收入端增量。

图表 17：鲜啤 30 公里打酒站



资料来源：鲜啤 30 公里官网，华源证券研究所

图表 18：鲜啤 30 公里小酒馆



资料来源：鲜啤 30 公里官网，华源证券研究所

3.2.1. 扎啤机研发成功，有望带来鲜啤板块新增量

扎啤有望成为公司即饮渠道的重要增长点。扎啤相较于瓶装啤酒，口感丰富香味更好，保质期更短。因其对保存条件、设备要求较瓶装啤酒更高，所以主要的消费场景是酒吧、餐厅等固定场所。在国内经济活动进一步恢复，以及即饮消费场景复苏回暖的背景下，我们预计扎啤或将成为公司鲜啤销量提升的重要增长点。

图表 19：扎啤与瓶装啤酒的区别

	瓶装啤酒	扎啤
风味与新鲜度	可能因氧气、光线和热量暴露而新鲜度降低，但现代包装技术有助于保持新鲜	通常更新鲜、风味更浓郁，因桶装储存减少了氧气和光线的影响
碳酸化	由于发酵过程中的自然碳酸化，可能具有更高的碳酸化水平，口感更刺激	通常碳酸化水平较低，口感更顺滑、更细腻
适饮温度	通常在室温下储存，饮用前冷藏，适饮温度可能略高	通常在冷藏环境中储存，适饮温度更低
风味一致性	酿酒厂有严格的质量控制措施，风味和质量更一致	可能因龙头清洁、桶储存条件和酒吧员工处理不当而出现不一致
环境友好	生产外包装会产生更多废物和消耗更多资源	桶可重复使用，运输效率更高，对环境更友好
便携性	更便于携带	需要桶和扎啤机才能供应，便携性较差
可获得性	选择范围更广，包括限量版和特色啤酒	选择范围可能更有限，酒吧和餐厅的龙头数量有限

资料来源：expertbrewing 网，华源证券研究所

风冷扎啤机是提升啤酒即饮渠道销售量的关键设备。2024 年公司成功研发新型风冷扎啤机，该机器解决了传统风冷扎啤机的一系列痛点包括打酒时间长、容易起泡、酒损高和需要经常清洗。这些传统扎啤机的痛点制约了鲜啤即饮渠道销量的上升。随着 2025 年新型扎啤机投放力度不断加大，结合公司自研的鲜啤无菌灌装技术和高阻隔 PET 材料技术，公司有望实现鲜啤产品在即饮渠道消费量的大规模提升。

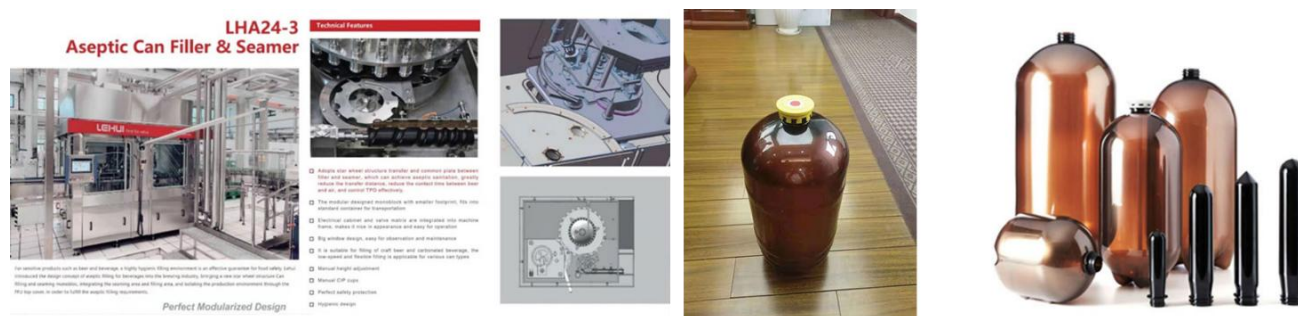
图表 20：新型扎啤机



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司自研技术助力提升啤酒品质。公司成功研发 PET 吹桶，研制“大目湾 4 号”配方，使用碳酸饮料专用改性 PET，添加阻隔剂和吸氧剂等材料，实现了酒桶高强度，以及隔光、吸氧和阻隔二氧化碳等功能，满足啤酒超过 6 个月的保质期要求。

图表 21：公司首创啤酒易拉罐无菌包装技术、自主研发“大目湾 4 号”配方技术



资料来源：鲜啤 30 公里官网，华源证券研究所

产能利用率处于爬坡阶段，完全投产或将打开公司利润空间。公司已经建成上海、宁波、长沙、沈阳、武汉五家工厂，现拥有精酿啤酒设计产能 38000 吨，产能规模初步形成，跨区域供应链体系初步完成布局。武汉二期工厂、昆明工厂以及长春工厂建设亦在储备中，产能方面的保障给公司业务扩张提供了较强的支撑，整体供应链布局完善，我们预计随着各个工厂产能利用率的不断提升，公司盈利能力有望快速增长。

图表 22：公司精酿啤酒产能情况

状态	时间	工厂地点	产能
已投产	2020 年	上海松江佘山	3000 吨
	2021 年	宁波大目湾	10000 吨
	2022 年	长沙	10000 吨
	2022 年	沈阳	5000 吨
	2024 年	武汉（一期）	10000 吨
建设中	预计 2027 年投产	武汉（二期）	10000 吨
	预计 2027 年投产	昆明	10000 吨
	预计 2027 年投产	长春	10000 吨
远期规划		百城百厂	

资料来源：公司公告，采招网，寻标宝，澎湃，鲜啤 30 公里官网等，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测拆分

我们预计公司收入 25-27 年分别为 17.01/18.87/20.12 亿元，分别同比 +14.12%/+10.97%/+6.62%。其中：1) 鲜啤业务或伴随扎啤业务发展，进一步打开增长空间。我们预计 25-27 年公司啤酒业务营收分别为 1.73/2.08/2.49 亿元，同比增速分别为 25%/20%/20%；2) 装备制造业务方面，公司技术领先，具备少有的“整厂交钥匙”能力，预计后续订单将维持稳健增长，预计 25-27 年公司装备制造业务营收分别为 15.23/16.76/17.6 亿元，同比增速分别为 13%/10%/5%；

利润端来看，我们预计费用率水平整体稳定，由于公司鲜啤业务销量预期提升，预计盈利能力将快速释放，利润增速趋势预计显著快于收入端增速，预计 25-27 年归母净利润分别为 0.79/0.98/1.23 亿元，同比增速分别为 +273.29%/+23.98%/+26.45%。

图表 23：盈利预测拆分（百万元）		2024	2025E	2026E	2027E
	营业总收入	1490.38	1700.79	1887.41	2012.44
	YoY	-9.77%	14.12%	10.97%	6.62%
	营业总成本	1124.49	1249.57	1367.85	1445.99
	YoY	-12.37%	11.12%	9.47%	5.71%
	毛利率	24.55%	26.53%	27.53%	28.15%
	营业成本/收入	75.45%	73.47%	72.47%	71.85%
分业务拆分：					
酒制造行业					
	收入	138.46	173.07	207.69	249.23
	YoY	35.86%	25.00%	20.00%	20.00%
	成本	94.48	104.26	116.80	132.69
	yoy	29.50%	10.35%	12.03%	13.60%
	毛利率	31.76%	39.76%	43.76%	46.76%
	业务收入比例	9.29%	10.18%	11.00%	12.38%
装备制造行业					
	收入	1348.16	1523.42	1675.77	1759.55
	YoY	-12.72%	13.00%	10.00%	5.00%
	成本	1027.21	1142.46	1248.33	1310.75
	yoy	-14.89%	11.22%	9.27%	5.00%
	毛利率	23.81%	25.01%	25.51%	25.51%
	业务收入比例	90.46%	89.57%	88.79%	87.43%
其他（补充）					
	收入	3.76	4.3	4.0	3.7
	YoY	-28.72%	14.39%	-7.93%	-7.42%
	成本	2.80	2.85	2.72	2.56
	yoy	-18.29%	1.67%	-4.66%	-5.81%
	毛利率	25.37%	33.67%	31.31%	30.12%
	业务收入比例	0.25%	0.25%	0.21%	0.18%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 相对估值

我们选取经营范围同类别公司包括设备业务的永创智能，和啤酒公司燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒作为可比公司，考虑到公司业绩增长预计将维持较高水平，且伴随精酿行业渗透率不断提升，预计未来鲜啤业务发展势头较为持续，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 24：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE			PEG
			25E	26E	27E	25E	26E	27E	
设备									
603901.SH	永创智能	11.08	0.37	0.49	0.63	29.71	22.61	17.70	0.03
啤酒									
000729.SZ	燕京啤酒	11.86	0.53	0.64	0.73	22.28	18.61	16.17	0.53
002461.SZ	珠江啤酒	10.35	0.44	0.51	0.57	23.32	20.47	18.31	1.10
600600.SH	青岛啤酒	67.15	3.50	3.79	4.06	19.17	17.74	16.56	1.92
603076.SH	乐惠国际	25.31	0.65	0.81	1.02	38.79	31.28	24.74	0.14

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，乐惠国际盈利预测来自华源证券研究所（截至 2025 年 9 月 18 日收盘价）。

5. 风险提示

- 1) 原材料成本重回增势：如果啤酒包材、大麦等原材料成本上涨，可能会对公司盈利能力造成一定压制；
- 2) 食品安全问题：食品安全问题会大幅冲击消费者对公司产品的信心，进而影响公司品牌价值和渠道信心；
- 3) 市场竞争加剧：食品部分行业需求增速放缓，公司或被动投入更多费用以应对竞争，影响利润表现；
- 4) 国外进出口政策：公司装备业务一部分来自海外订单营收，若国外实行进口限制政策，可能会对公司海外订单造成一定影响，降低利润来源；
- 5) 汇率波动风险：汇率波动影响公司出口产品价格，长远来看影响公司海外订单所收回款，造成业绩波动。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	442	510	566	604
应收票据及账款	723	830	921	983
预付账款	96	181	201	214
其他应收款	23	35	38	41
存货	1,184	1,389	1,521	1,608
其他流动资产	194	199	204	206
流动资产总计	2,662	3,144	3,451	3,655
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	544	536	572	601
在建工程	10	58	56	54
无形资产	96	94	93	94
长期待摊费用	52	47	40	30
其他非流动资产	111	159	205	250
非流动资产合计	813	894	967	1,030
资产总计	3,475	4,038	4,418	4,685
短期借款	556	939	1,176	1,374
应付票据及账款	295	321	352	372
其他流动负债	1,161	1,330	1,469	1,561
流动负债合计	2,012	2,590	2,997	3,307
长期借款	108	93	74	52
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	120	105	86	64
负债合计	2,133	2,695	3,083	3,371
股本	121	121	121	121
资本公积	869	869	869	869
留存收益	318	318	309	288
归属母公司权益	1,308	1,308	1,299	1,278
少数股东权益	35	35	36	37
股东权益合计	1,343	1,343	1,335	1,315
负债和股东权益合计	3,475	4,038	4,418	4,685

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	21	68	82	107
折旧与摊销	75	78	87	96
财务费用	19	22	32	39
投资损失	5	0	0	0
营运资金变动	184	-219	-81	-54
其他经营现金流	28	20	22	22
经营性现金净流量	334	-31	142	211
投资性现金净流量	-276	-169	-165	-165
筹资性现金净流量	-146	267	79	-8
现金流量净额	-86	68	56	38

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,490	1,701	1,887	2,012
营业成本	1,124	1,250	1,368	1,446
税金及附加	15	15	17	18
销售费用	105	111	118	121
管理费用	134	144	154	160
研发费用	57	62	65	65
财务费用	19	22	32	39
资产减值损失	-3	-9	-10	-9
信用减值损失	-23	-27	-30	-32
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-5	0	0	0
公允价值变动损益	9	0	0	0
资产处置收益	-6	-2	-2	-2
其他收益	8	4	4	4
营业利润	16	63	96	123
营业外收入	30	20	22	23
营业外支出	4	4	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	43	79	114	141
所得税	22	0	15	17
净利润	21	79	98	124
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司股东净利润	21	79	98	123
EPS(元)	0.17	0.65	0.81	1.02

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-9.77%	14.12%	10.97%	6.62%
营业利润增长率	47.78%	288.39%	51.29%	28.10%
归母净利润增长率	7.16%	273.29%	23.98%	26.45%
经营现金流增长率	5,321.62%	-109.18%	563.77%	48.47%
盈利能力				
毛利率	24.55%	26.53%	27.53%	28.15%
净利率	1.43%	4.66%	5.21%	6.18%
ROE	1.61%	6.02%	7.52%	9.66%
ROA	0.61%	1.95%	2.21%	2.64%
估值倍数				
P/E	144.78	38.79	31.28	24.74
P/S	2.05	1.80	1.62	1.52
P/B	2.34	2.34	2.35	2.39
股息率	1.58%	2.57%	3.50%	4.73%
EV/EBITDA	24	22	18	16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。