

# 乐惠国际 (603076)

## 设备主业恢复稳健，鲜啤第二曲线韧性成长 买入 (首次)

2026年06月30日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书: S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,490	1,576	1,749	1,962	2,155
同比 (%)	(9.77)	5.78	10.95	12.15	9.84
归母净利润 (百万元)	21.10	26.45	34.76	81.59	101.40
同比 (%)	7.16	25.36	31.39	134.76	24.28
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.17	0.22	0.29	0.68	0.84
P/E (现价&最新摊薄)	114.41	91.26	69.46	29.59	23.81

### 股价走势



### 投资要点

■ **主营装备制造业务，恒心打造精酿鲜啤第二曲线。**乐惠国际主业是啤酒设备等细分领域装备制造，通过不断拓展海外市场保持业务稳健增长。公司从2020年开始投资“鲜啤30公里”第二曲线，当前分别在上海、宁波、长沙、武汉建成4家规模鲜啤工厂。董事长赖云来、副董事长兼总经理黄粤宁为公司实际控制人，具有丰富的从业经验和良好的公司战略配合。2025年装备制造板块、鲜啤30公里板块收入占比分别为90.57%、9.12%，装备制造板块仍为收入主要贡献，第二曲线鲜啤收入占比快速提升。

■ **装备制造业务板块：稳健增长，格局明朗。**根据 Technavio 数据显示，全球包装设备市场规模预计将从2024年的613亿美元增加至2029年的769亿美元，24-29年CAGR约为4.6%。此外 Precedence Research 数据显示，全球啤酒加工设备市场规模预计将从2024年的185.2亿美元增加至2034年的329.4亿美元，2024-2034年CAGR约为5.9%。而乐惠已形成完整的产品体系，在酒类酿造设备方面成为全球少数能够提供整厂交钥匙的公司之一。对比德国 Krones 来看，乐惠未来在国际方面仍具备较强成长潜力。

■ **鲜啤30公里业务板块：蓝海市场，快速成长。**中国精酿啤酒市场规模从2022年的428亿元增加至2024年的680亿元，22-24年CAGR达到26%，中研普华研究院预计到2030年将达到2000亿元，24-30年CAGR约为18.5%。同时中国精酿啤酒渗透率已从2016年的0.8%提升至2021年的2.8%，但对比来看，2021年美国精酿啤酒渗透率为13.1%，中国精酿啤酒行业仍属于蓝海市场。公司坚持以城市酒厂为核心的本地化运营商业逻辑，将设有酒厂的城市运营团队独立为子公司并全面负责本地化经营的策略，当前战略大客户直营、经销分别占比四成左右，线上渠道、小酒馆合计占比接近两成。短期来看，2025年鲜啤30公里业务收入1.44亿元，同比+3.85%，归母净利润-0.39亿元，同比减亏49%，并实现经营性现金流扭亏为盈的阶段性战略目标。中长期来看，鲜啤30公里已建成上海、宁波、长沙、武汉4家工厂，设计产能3.3万吨/年，形成合理的全国性供应链体系，并将持续推进“百城百厂”战略。

■ **盈利预测与投资评级：**公司装备制造主业兼顾国内外市场拓展，并在巩固啤酒设备优势基础上，加大培育烈酒设备等新业务，致力于未来装备板块更加平衡和稳健。同时将精酿鲜啤作为第二主业，当前鲜啤30公里业务进入复制和韧性成长阶段，看好未来成长潜力。我们预计2026-2028年营收分别为17.49、19.62、21.55亿元，分别同比+11%、+12%、+10%，归母净利润分别为0.35、0.82、1.01亿元，分别同比+31%、+135%、+24%，对应PE为69、30、24x，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**精酿产业的投资风险和市场风险，全球化业务布局引致的管理风险，经营风险，汇率风险。

### 市场数据

收盘价(元)	20.00
一年最低/最高价	19.11/33.47
市净率(倍)	1.87
流通A股市值(百万元)	2,414.03
总市值(百万元)	2,414.03

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.70
资产负债率(% ,LF)	60.65
总股本(百万股)	120.70
流通A股(百万股)	120.70

### 相关研究

## 内容目录

1. 主营装备制造，恒心打造精酿啤酒第二曲线 .....	4
1.1. 以装备业务起家，进军精酿啤酒 .....	4
1.2. 创始人集中持股，核心团队保障高效运营 .....	5
1.3. 装备制造阶段性承压，精酿啤酒持续增长 .....	6
2. 装备制造板块：稳健增长，格局明朗 .....	8
2.1. 消费类设备权重高，呈现稳健增长 .....	8
2.2. 强者恒强格局明朗，乐惠为本土代表性龙头 .....	9
3. 精酿啤酒板块：蓝海市场，快速成长 .....	12
3.1. 精酿赛道高速增长，渗透率提升潜力巨大 .....	12
3.2. 高度分散竞争激烈，赛道仍处于洗牌阶段 .....	13
3.3. 乐惠鲜啤现金流拐点已现，持续推进百城百厂战略 .....	14
4. 盈利预测与投资建议 .....	19
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1:	乐惠国际发展历程大致经历三个阶段.....	4
图 2:	乐惠国际股权结构图 (截至 2025A) .....	5
图 3:	乐惠国际营收、归母净利润及增速一览.....	6
图 4:	2017-2025 年分业务收入一览 .....	7
图 5:	2017-2025 年分业务收入占比一览 .....	7
图 6:	2013-2025 年细分业务收入占比一览 .....	7
图 7:	2013-2025 年分区域收入占比一览 .....	7
图 8:	全球包装设备市场规模及增速.....	8
图 9:	2024 年全球包装设备行业各细分领域收入构成.....	8
图 10:	全球食品和饮料加工设备市场规模及增速.....	8
图 11:	全球啤酒加工设备市场规模及增速.....	8
图 12:	乐惠装备产品矩阵一览.....	10
图 13:	2006-2025 年 Krones 营收及同比增速.....	11
图 14:	2006-2025 年 Krones 净利润.....	11
图 15:	2020-2025 年 Krones 分业务拆分一览.....	11
图 16:	2020-2025 年 Krones 分区域拆分一览.....	11
图 17:	中国精酿啤酒市场规模及增速一览.....	12
图 18:	中国啤酒单价仍处于全球较低位置.....	12
图 19:	中美精酿啤酒市场渗透率对比.....	12
图 20:	鲜啤 30 公里品牌发展历程一览.....	14
图 21:	鲜啤 30 公里品牌荣誉梳理一览.....	14
图 22:	鲜啤 30 公里业务收入、归母净利润一览.....	14
图 23:	乐惠自研专利风冷扎啤机.....	16
图 24:	乐惠开发高阻隔 pet 材料技术生产扎啤桶.....	16
图 25:	2025 年鲜啤 30 公里收入各渠道占比一览.....	17
图 26:	鲜啤 30 公里核心渠道梳理一览.....	17
图 27:	鲜啤 30 公里四大合作方案一览.....	17
图 28:	鲜啤 30 公里工厂规划及分布.....	18
表 1:	乐惠国际高管团队简介一览.....	5
表 2:	酒类酿造设备龙头梳理一览.....	9
表 3:	无菌灌装设备龙头梳理一览.....	9
表 4:	乐惠客户资源储备丰富.....	10
表 5:	中国精酿啤酒赛道主要参与者一览.....	13
表 6:	鲜啤 30 公里产品矩阵一览.....	15
表 7:	扎啤与瓶装啤酒区别一览.....	16
表 8:	鲜啤 30 公里设计产能及未来规划一览.....	18
表 9:	乐惠国际业绩拆分及预测一览.....	19
表 10:	可比公司估值对比一览.....	20

## 1. 主营装备制造，恒心打造精酿啤酒第二曲线

### 1.1. 以装备业务起家，进军精酿啤酒

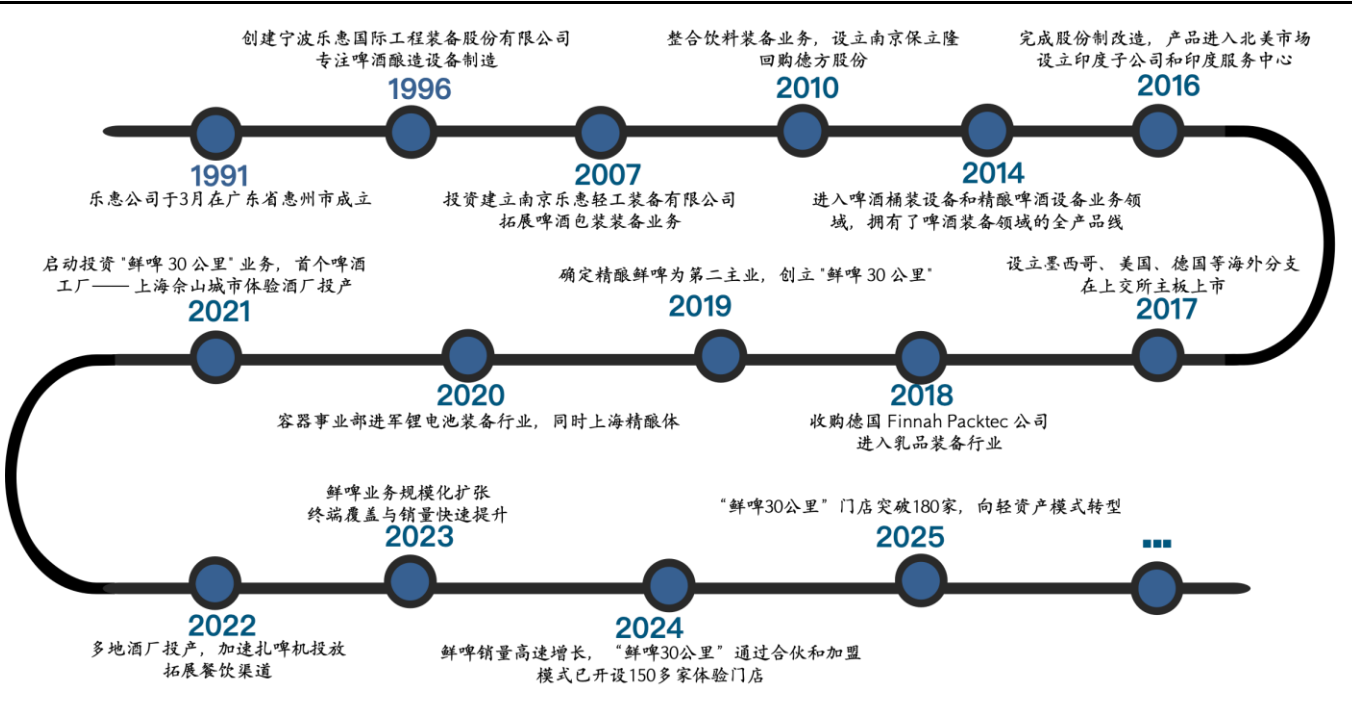
乐惠国际主业是啤酒设备等细分领域的装备制造，同时依托“鲜啤 30 公里”打开第二增长曲线，当前精酿鲜啤第二主业分别在上海、宁波、长沙、武汉建成 4 家规模鲜啤工厂。

**创立初始期(1991-2016):** 乐惠公司于 1991 年 3 月在广东省惠州市成立，1996 年创建宁波乐惠国际工程装备股份有限公司，此后专注啤酒酿造设备业务、整合饮料装备业务，2015 年股份制改造完成。综合来看，这一阶段公司专注于啤酒酿造设备和无菌灌装设备的研发、制造与销售，逐步从单一设备供应商升级为能够提供“整厂交钥匙”服务的综合解决方案提供商。

**装备出海期(2017-2020):** 乐惠国际于 2017 年 11 月 13 日在上交所成功上市，2018 年 3 月收购德国 Finnah Packtec GmbH 重新进入乳品装备行业，2020 年容器事业部进入锂电池新能源装备行业。综合来看，这一阶段公司将海外业务提升至战略高度，以平衡国内周期性风险，海外营收占比从 2017 年的 44% 进一步提升至 2020 年的 51%。

**多元发展期(2021 年至今):** 2019 年即确定精酿啤酒为第二主业，创立“鲜啤 30 公里”。2021 年以来鲜啤业务逐步放量，2025 年鲜啤业务收入 1.44 亿元，销量约 8500 吨，销售渠道以 KA、经销渠道为主，小酒馆电商渠道亦加大拓展。

图1：乐惠国际发展历程大致经历三个阶段

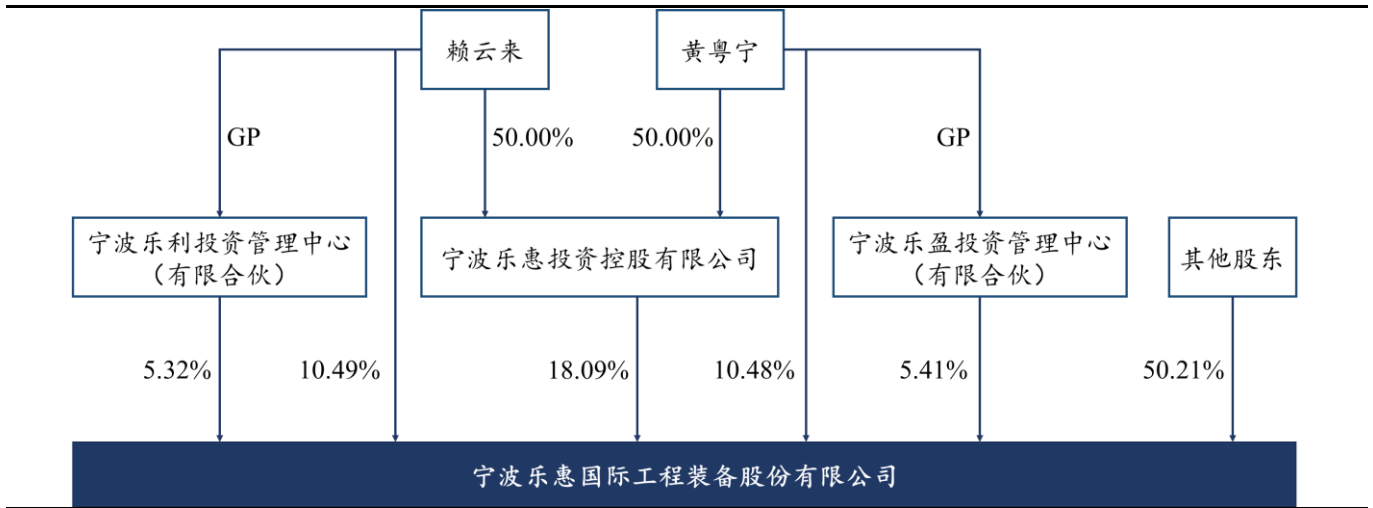


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 创始人集中持股，核心团队保障高效运营

赖云来、黄粤宁为公司实际控制人，核心团队产业经验丰富。公司创始人赖云来、黄粤宁为一致行动人，截至 2025 年分别直接持股 10.49%、10.48%，并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)间接持股 18.09%、5.41%、5.32%，合计控股 49.79%为公司实际控制人。赖云来、黄粤宁共同创业，具有丰富的从业经验和良好的公司战略配合。

图2：乐惠国际股权结构图（截至 2025A）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1：乐惠国际高管团队简介一览

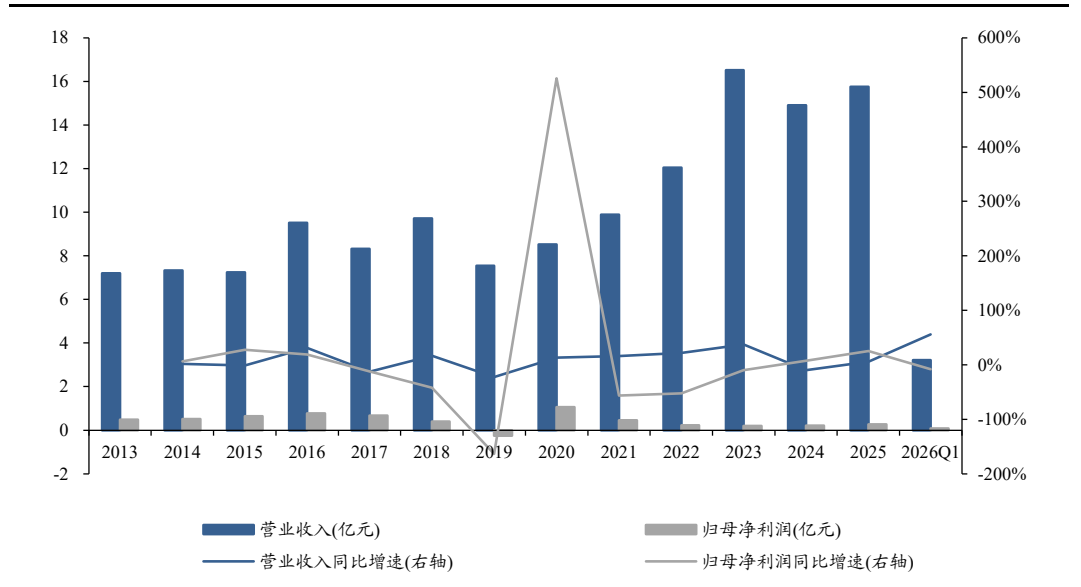
姓名	职务	任职日期	个人履历
赖云来	董事长, 董事	2015/11至今	经济师，北大光华管理学院研究生结业。现任宁波乐惠国际工程装备股份有限公司董事长、南京保立隆董事、宁波乐惠控股执行董事兼总经理等。历任惠州市乐惠实业董事长、宁波乐惠食品设备制造有限公司董事长。
黄粤宁	副董事长, 董事, 总经理	2015/11至今	硕士，华南理工大学毕业。现任宁波乐惠国际工程装备股份有限公司副董事长兼总经理，宁波鲜啤三十公里科技执行董事，南京乐惠芬纳赫执行董事兼经理等。全国啤酒标准化技术委员会委员。历任惠州市乐惠实业总经理、梭子蟹精酿啤酒(上海)有限公司执行董事兼总经理等。
万财飞	董事, 副总经理	2021/11至今	大专学历。现任宁波乐惠国际工程装备股份有限公司董事兼副总经理，宁波鲜啤三十公里科技经理及多家鲜啤科技公司执行董事兼总经理。历任南京日立产机有限公司财务课长、鼎捷软件咨询总监。
于化和	董事, 副总经理	2021/11至今	大专学历。现任宁波乐惠国际工程装备股份有限公司董事兼常务副总经理，宁波乐惠进出口有限公司经理。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。
董向阳	副总经理	2018/4至今	硕士，正高级会计师。现任宁波乐惠国际工程装备股份有限公司副总经理，浙江钰烯、宁波市水务环境集团、博汇股份独立董事。历任华锦建设副总经理，世纪华丰总会计师，宁波乐惠国际财务负责人、董秘等。
舒思晨	财务总监	2021/7至今	本科，上海财经大学毕业。现任乐惠国际财务总监，昆明鲜啤三十公里科技等多家执行董事实兼法定代表人，多家乐惠润达公司董事。历任众华会计师事务所高级审计员，毕马威审计经理，深圳前海兴旺投资经理等。
徐力韬	董事会秘书	2023/6至今	硕士，英国肯特大学应用精算科学专业。现任宁波乐惠国际工程装备股份有限公司董事会秘书，子公司梭子蟹精酿啤酒(上海)有限公司高级投资经理。历任上海慧水资产投资总监，福建亲亲股份战略投资部投资经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 装备制造阶段性承压，精酿啤酒持续增长

公司收入规模逐步恢复平稳，利润仍阶段性承压。公司营收从 2019 年的 7.54 亿元增加至 2025 年的 15.76 亿元，期间 CAGR 约为 13%，同期归母净利润从 -0.25 亿元增加至 0.26 亿元，波动相对较大。2026Q1 营收、归母净利润分别为 3.21 亿元、0.08 亿元，分别同比+55.73%、-8.19%。

图3：乐惠国际营收、归母净利润及增速一览



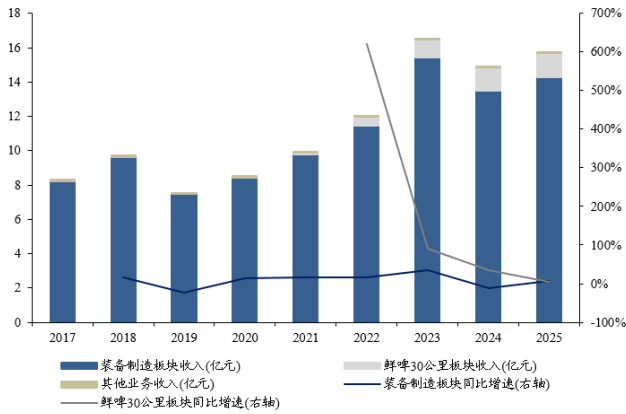
数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司收入规模仍以装备制造板块为主，同时鲜啤 30 公里板块占比逐步提升，当前国内、国外收入表现相对均衡。

分业务来看，装备制造板块仍是收入的主要贡献，该板块收入从 2019 年的 7.46 亿元增加至 2023 年的 15.45 亿元，期间 CAGR 高达 19.95%，2024 年收入同比-12.72%至 13.48 亿元，2025 年收入同比+5.91%至 14.28 亿元，2024 年、2025 年装备制造板块占总营收比重分别为 90.46%、90.57%。细拆装备制造板块来看，2025 年酒类酿造设备、无菌灌装设备、其他生物过程设备占总营收比重分别为 68.88%、15.14%、6.55%。同时鲜啤 30 公里板块收入逐步贡献增量，2021-2025 年鲜啤收入分别为 0.07、0.54、1.02、1.38、1.44 亿元，占总营收比重分别为 0.75%、4.46%、6.17%、9.29%、9.12%。

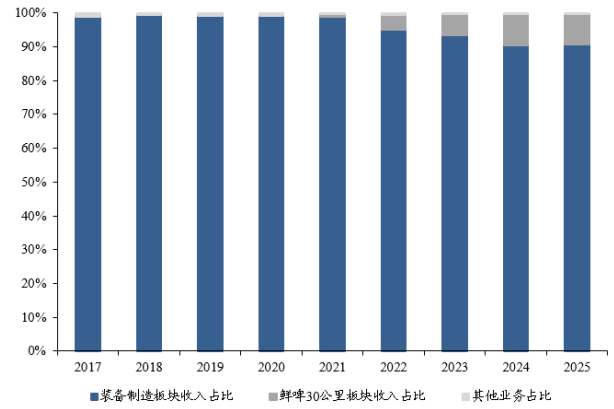
分区域来看，国外收入占比从 2013 年的 24.67%提升至 2018 年的 82.82%，之后逐步下降至 2025 年的 36.30%，经历过动态变化后，当前国内外收入规模相对均衡。最新 2025 年国内、国外收入分别为 9.99、5.72 亿元。

图4：2017-2025 年分业务收入一览



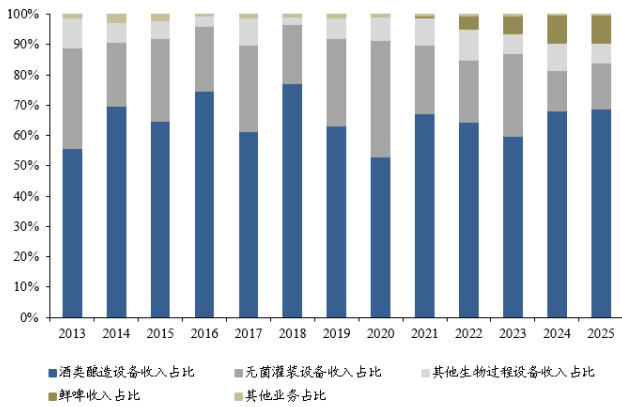
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2017-2025 年分业务收入占比一览



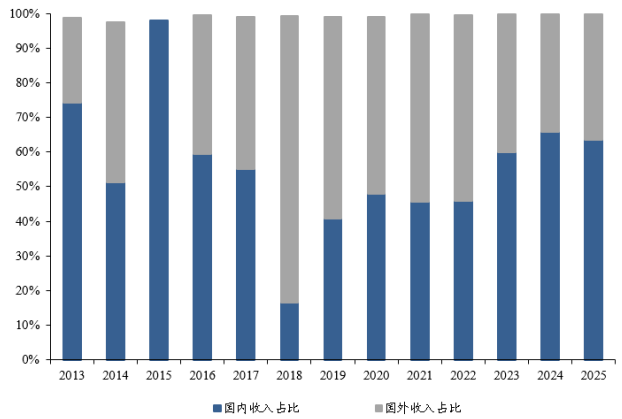
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2013-2025 年细分业务收入占比一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2013-2025 年分区域收入占比一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 装备制造板块：稳健增长，格局明朗

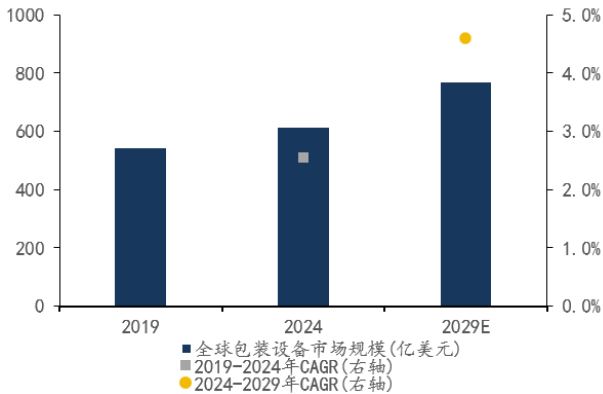
### 2.1. 消费类设备权重高，呈现稳健增长

装备制造业务在食品饮料、制药、化工等下游领域存在多元化应用场景，其中消费类设备权重高，呈现稳健增长态势。

根据 Technavio 数据显示，全球包装设备市场规模从 2019 年的 541 亿美元增加至 2024 年的 613 亿美元，19-24 年 CAGR 约为 2.6%；预计到 2029 年达到 769 亿美元，24-29 年 CAGR 约为 4.6%。同时从包装设备下游应用结构来看，2024 年食品行业占比达到 35.66%，饮料行业占比为 22.68%。

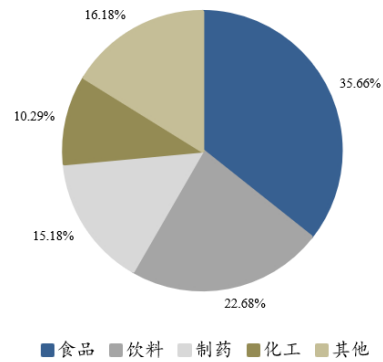
根据 Precedence Research 数据显示，2024 年全球食品和饮料加工设备市场规模为 657.9 亿美元，预计到 2034 年达到 983.3 亿美元，24-34 年 CAGR 约为 4.1%。全球啤酒加工设备市场规模预计将从 2024 年的 185.2 亿美元增加至 2034 年的 329.4 亿美元，2024-2034 年 CAGR 约为 5.9%。

图8：全球包装设备市场规模及增速



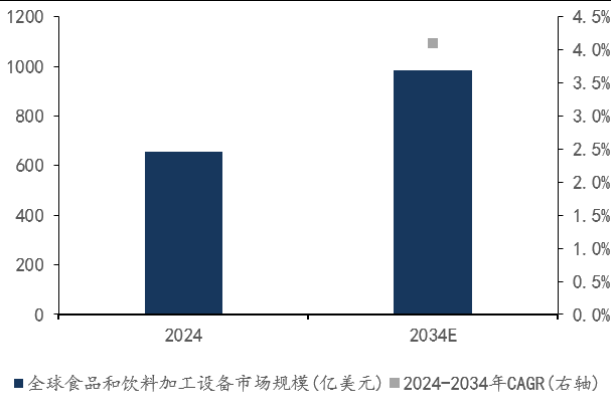
数据来源：Technavio，东吴证券研究所

图9：2024年全球包装设备行业各细分领域收入构成



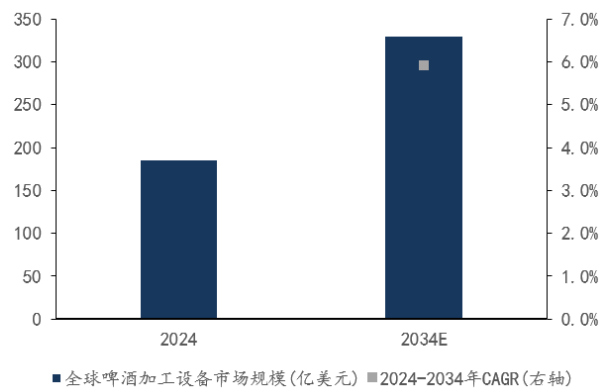
数据来源：Technavio，东吴证券研究所

图10：全球食品和饮料加工设备市场规模及增速



数据来源：Precedence Research，东吴证券研究所

图11：全球啤酒加工设备市场规模及增速



数据来源：Precedence Research，东吴证券研究所

## 2.2. 强者恒强格局明朗，乐惠为本土代表性龙头

啤酒装备一直是乐惠的核心业务，并以啤酒设备为基础向下游拓展精酿鲜啤业务，实行“装备制造+精酿啤酒”双主业发展战略。公司装备制造板块已形成酒类酿造设备、无菌灌装设备、其他过程设备三大产品体系。

从全球市场来看，酒类酿造设备主要供应工业啤酒生产，当前啤酒行业已呈现寡头竞争格局，受此影响啤酒酿造设备集中度亦相对较高。全球啤酒酿造设备主要生产商为德国 Krones、德国 GEA、中集安瑞科、乐惠国际。而从国内市场来看，啤酒酿造设备生产商数量众多并呈现显著分层化特征，其中中集安瑞科、乐惠国际是国内供应啤酒酿造设备的两家最大供应商，其他主要为微型酿造设备或设备配件。

无菌灌装设备以德国 Krones、德国 KHS 等为代表，通过提供大型、成套、高精度的单机设备和智能包装生产线，占据世界灌装设备市场的主导地位。以乐惠国际、新美星、达意隆、永创智能为代表的少数国内企业，凭借多年积累逐步具备较强的市场竞争力，主要服务于中高端包装设备市场。

表2：酒类酿造设备龙头梳理一览

公司名称	酿造业务
Krones	德国Krones是提供灌装及包装设备与过程技术的大型企业集团，销售产品覆盖啤酒、饮料、食品、化工、医药和化妆品行业。灌装及包装设备由定制化的设备和系统组成，产品覆盖灌装包装全生产线，过程技术业务包括提供啤酒酿造所需要的全部设备。该公司拥有整体生产厂房规划能力，可为客户提供整体解决方案。
GEA	德国GEA集团是全球领先的能源和食品领域内机械与过程技术供应商之一，它专注于高标准复杂的生产流程，并且为用户提供高效可持续的解决方案。GEA业务分为设备和解决方案两大类，设备涵盖乳品、饮料、食品、公共工程、药品及化工，是该领域内市场与技术领跑者。
中集安瑞科	中集安瑞科，主要从事应用于能源、化工及液态食品三个行业的各类型运输、储存、加工装备的设计、开发、制造、工程及销售，啤酒装备制造为其液态食品板块最核心的业务。中集安瑞科2012年收购全球知名的啤酒糖化车间技术供应商德国Ziemann；2016年收购英国啤酒装备公司Briggs Group Limited；2019年收购了加拿大知名酿酒装备制造制造商Diversified Metal Engineering集团旗下精酿啤酒业务相关资产。
乐惠国际	乐惠国际是全球领先的液态食品装备制造制造商，其核心业务是为啤酒、饮料、乳品及白酒等行业提供整厂交钥匙一站式解决方案。作为全球第二大、中国第一大的啤酒装备供应商，公司凭借“欧洲品质，中国价格”的优势与百威、喜力、茅台等国内外头部企业建立了深度合作。近年来公司成功切入白酒、新能源等新兴装备领域，并实现全球化布局。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3：无菌灌装设备龙头梳理一览

公司名称	酿造业务
Krones	德国Krones是提供灌装及包装设备与过程技术的大型企业集团，销售产品覆盖啤酒、饮料、食品、化工、医药和化妆品行业。灌装及包装设备由定制化的设备和系统组成，产品覆盖灌装包装全生产线，过程技术业务包括提供啤酒酿造所需要的全部设备。该公司拥有整体生产厂房规划能力，可为客户提供整体解决方案。
KHS	德国KHS公司从事全套过滤系统和灌装生产线设计、制造和安装的专业公司，主要产品有纯生啤酒灌装系统、机械阀灌装设备、容量灌装设备、各种贴标设备、啤酒加工设备。德国KHS公司现有拥有创新的模块化设计能力、先进的灌装系统、高性能贴标技术、尖端的通信和诊断技术。
新美星	江苏新美星包装机械股份有限公司于2012年6月28日由江苏新美星包装机械有限公司整体变更设立，主营业务为液态食品包装机械的研发、生产与销售。目前主要产品为前处理系统、吹灌旋一体机、吹瓶系统、灌装系统以及二次包装系列设备
达意隆	广州达意隆包装机械股份有限公司是液态产品包装全面解决方案的综合提供商，从前处理、吹瓶、灌装、到二次包装整线及单机设备，主要产品包括灌装生产线、全自动PET瓶吹瓶机、二次包装设备、代加工等。
永创智能	杭州永创智能设备股份有限公司主营业务可分为包装设备、标准单件设备、包装材料以及其他业务。公司产品包含液态食品（牛奶、饮料、啤酒、白酒、调味品等）智能包装生产线。
乐惠国际	乐惠国际是全球领先的液态食品装备制造制造商，其核心业务是为啤酒、饮料、乳品及白酒等行业提供整厂交钥匙一站式解决方案。作为全球第二大、中国第一大的啤酒装备供应商，公司凭借“欧洲品质，中国价格”的优势与百威、喜力、茅台等国内外头部企业建立了深度合作。近年来公司成功切入白酒、新能源等新兴装备领域，并实现全球化布局。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

乐惠在啤酒、饮料、食品、生物、化工、医药等众多行业领域中积累大量优质客户资源，在行业内具有较高的知名度和良好的声誉。公司已形成了完整的产品体系，在酒类酿造设备方面，产品涵盖原料处理系统、糖化系统、发酵系统，成为全球少数能够提供整厂交钥匙的公司之一。当前公司已为重要国际客户提供整厂交钥匙服务，比如喜力 Kudenta 项目、印尼喜力泗水糖化发酵整体交钥匙升级项目、英国喜力 Beavertown 交钥匙工程等；同时为珠江啤酒、燕京精酿、中国食品发酵院等国内核心客户提供整厂交钥匙服务。

表4: 乐惠客户资源储备丰富

公司名称	酿造业务
酒类酿造行业	荷兰喜力啤酒、百威英博啤酒、嘉士伯啤酒、日本麒麟啤酒、英国迪拉杰奥 (Diageo)、燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒、华润啤酒、泰山啤酒、埃塞俄比亚Habesha、智利CCU、MUBEX (尼日利亚)、印度UB、泸州老窖、五粮液、熊猫精酿、优布劳精酿等
饮料行业	伊利、娃哈哈、康师傅、百事、大窑饮品、东洋饮料
食品行业	利乐、SPX、GEA、小洋人生物、优诺乳业

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12: 乐惠装备产品矩阵一览

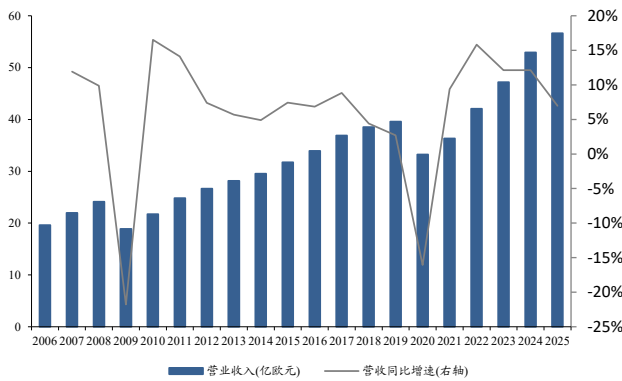


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

Krones 公司营收从 2020 年的 33.23 亿欧元增加至 2025 年的 56.64 亿欧元，期间 CAGR 为 11.3%，但盈利波动仍较大，其中 2020 年净利润为-0.8 亿欧元，此后扭亏为盈，到 2025 年净利润为 2.99 亿欧元，2025 年净利率/EBITDA 率分别为 5.3%/10.7%。

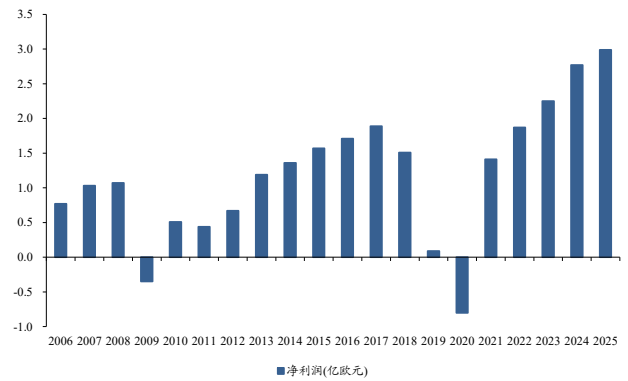
分业务来看,2025 年 Krones 公司灌装&包装、过程装备、内部物流收入分别为 47.7、5.1、3.8 亿欧元，占总营收比重分别为 84.3%、9.1%、6.6%。分区域来看，2025 年 Krones 公司德国、中欧&西欧、东欧、中亚、中东&非洲、亚太、中国、北美&中美、南美&墨西哥收入分别为 5.3、11.7、3.1、1.0、7.2、6.6、3.6、12.0、6.1 亿欧元，占总营收比重分别为 9.3%、20.8%、5.5%、1.8%、12.7%、11.6%、6.3%、21.2%、10.8%。

图13: 2006-2025 年 Krones 营收及同比增速



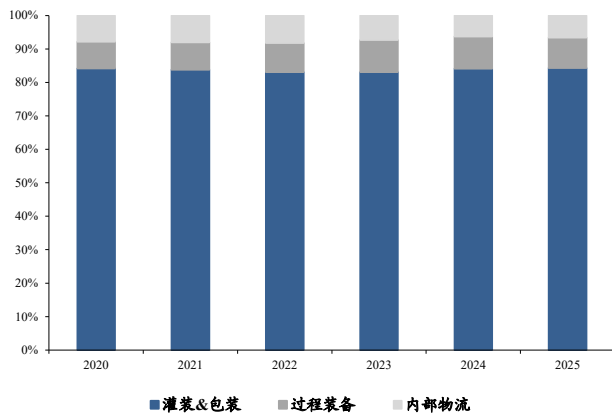
数据来源: Krones 公司年报, 东吴证券研究所

图14: 2006-2025 年 Krones 净利润



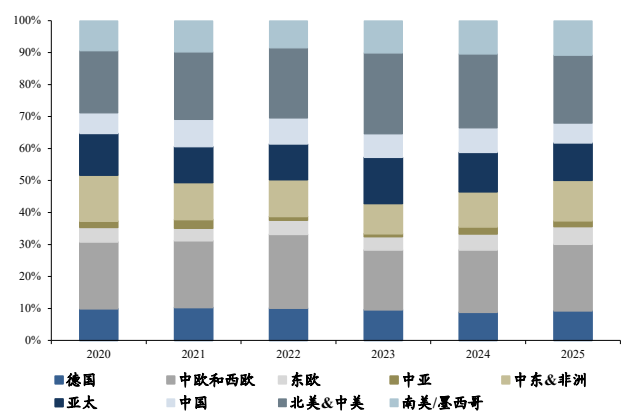
数据来源: Krones 公司年报, 东吴证券研究所

图15: 2020-2025 年 Krones 分业务拆分一览



数据来源: Krones 公司年报, 东吴证券研究所

图16: 2020-2025 年 Krones 分区域拆分一览



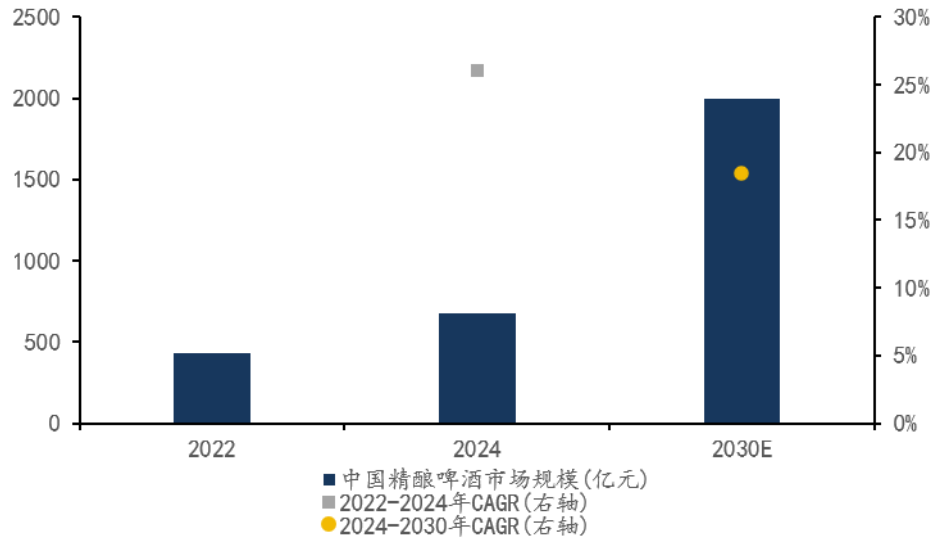
数据来源: Krones 公司年报, 东吴证券研究所

### 3. 精酿啤酒板块：蓝海市场，快速成长

#### 3.1. 精酿赛道高速增长，渗透率提升潜力巨大

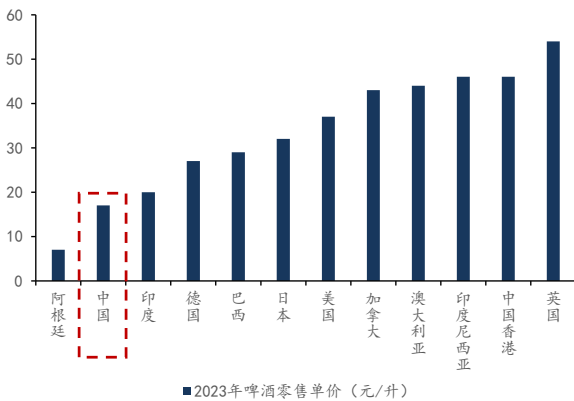
中国啤酒市场整体已进入成熟阶段，未来量稳价增是核心驱动。但中国精酿啤酒细分市场却保持高速增长，根据中研普华研究院数据显示，中国精酿啤酒市场规模从2022年的428亿元增加至2024年的680亿元，22-24年CAGR达到26%，预计到2030年将达到2000亿元，24-30年CAGR约为18.5%。同时中国精酿啤酒渗透率已从2016年的0.8%提升至2021年的2.8%，但对比来看，2021年美国精酿啤酒渗透率为13.1%，中国精酿啤酒行业仍属于蓝海市场，拥有巨大发展空间及潜力。

图17：中国精酿啤酒市场规模及增速一览



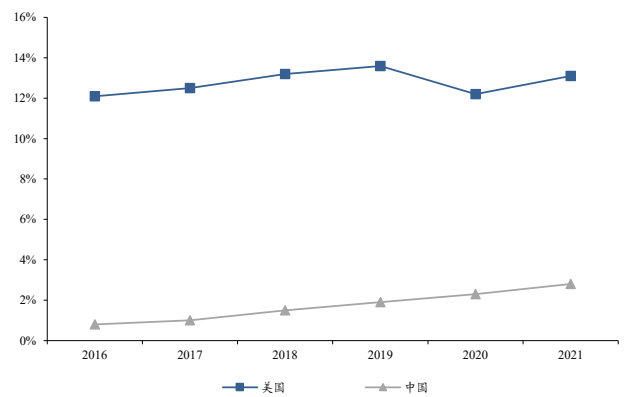
数据来源：中研普华研究院，东吴证券研究所

图18：中国啤酒单价仍处于全球较低位置



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图19：中美精酿啤酒市场渗透率对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

### 3.2. 高度分散竞争激烈，赛道仍处于洗牌阶段

目前精酿行业竞争格局高度分散，仍处于洗牌阶段。在精酿啤酒市场消费量快速增长背景下，本土企业近年来加快进入步伐，在品牌塑造上积极借助国潮文化提高辨识度、在产品研发上深入挖掘本地化口味、在产品品质上推动酿造工艺与供应链能力的优化升级，市场竞争力逐步增强。据云酒头条数据显示，2025年国内累计新增注册2065家精酿啤酒相关企业，同时2026年1-5月新注册企业已达761家，现存企业总量突破7800家，国内精酿啤酒新注册品牌呈现井喷式增长。

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。本土精酿啤酒龙头包括熊猫精酿、高大师、优布劳、金星啤酒、乐惠鲜啤30公里等，工业啤酒巨头百威亚太、嘉士伯、青啤、华润、燕京等均加大精酿产品布局。

表5: 中国精酿啤酒赛道主要参与者一览

品牌名称	成立时间	2025年精酿啤酒收入	市场定位	核心价格带	核心大单品	关键特征与优势	2025年资本背景
熊猫精酿	2013	3-5亿元	中式精酿开创者	18-45元/瓶	蜂蜜艾尔、杀马特陈皮小麦、暗黑系黑啤	性价比高，渠道下沉深，覆盖便利店/餐饮，西南市场占有率高	完成C轮融资，华通集团等领投
优布劳	2013	5-8亿元	全渠道精酿龙头，连锁酒馆标杆	15-40元/瓶	头道小麦、荔枝海盐、冠军啤酒(高端)	鲜打模式领导者，2000+家酒馆网络，即时零售能力强，产能巨大	主要靠自身造血和加盟扩张
京A	2012	2-4亿元	国际化风格引领者	25-60元/瓶	工人淡色艾尔、飞拳IPA、阿白小麦	国际化基因，嘉士伯战略支持，直营酒吧盈利能力强，品质稳定	获嘉士伯旗下公司收购
高大师	2008	0.5-1亿元	中国精酿奠基者，新中国IPA开创者	18-45元/瓶	婴儿肥(IPA/茉莉花茶)、乌岛浑浊IPA	行业鼻祖，文化属性强，品牌溢价高	早期获天使/A轮融资，后相对独立
牛啤堂	2013	1-2亿元	精酿文化引领者，赛事获奖专业户	20-50元/瓶	帝都海盐古斯、银鲨金标拉格	技术流，国际获奖多，风格极其丰富	相对独立运营
大跃啤酒	2010	0.5-1亿元	北京精酿开创者，本土原料探索者	20-50元/瓶	少马IPA、桂花艾尔	本土化原料运用(如四川花椒、茶叶)，深耕京津冀	相对独立运营
金星啤酒	1982	10-15亿元	中式精酿创新者，大众精酿领导者	8-25元/瓶	金星毛尖茶啤、冰糖葫芦啤酒	中国最大的风味精酿啤酒企业	家族企业(张铁山、张峰父子控股)，2026年申请港股IPO
泰山原浆	2000	约5亿元	短保原浆标杆，7天鲜活开创者	12-30元/瓶	7天鲜活原浆、28天鲜活原浆	短保原浆赛道领军者，专营模式形成壁垒	进入破产重整程序
鲜啤30公里	2019	1.5亿-2亿元	短保鲜啤专家，冷链鲜啤领导者	10-25元/瓶	德式小麦、美式淡色艾尔、百香果艾尔	装备+鲜啤双主业协同，供应链完善	上市公司，稳健扩张
传统酒企精酿线(青岛/华润/燕京)	-	数十亿元(整体精酿板块)	高端精酿	10-45元/瓶	青岛百年之旅、华润脸谱/醴、燕京狮王精酿	渠道垄断力强，产能巨大，通过并购或自建切入高端	上市公司，资金雄厚

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 乐惠鲜啤现金流拐点已现，持续推进百城百厂战略

乐惠国际从 2020 年开始迈出战略关键一步，位于上海松江的“精酿谷”城市体验工厂正式投产，成为首个生产基地。2021 年公司联手“华与华”将原有品牌“精酿谷”升级为“鲜啤 30 公里”，在上海、宁波、杭州等开设“鲜啤 30 公里”小酒馆和打酒站。2022 年与麦德龙、海底捞、丰茂烧烤等合作拓展即饮和非即饮渠道。2023 年与山姆会员店、永辉、罗森、全家等众多连锁渠道建立合作。2024 年以来上海、宁波、长沙、沈阳、武汉五大工厂跨区域供应链布局基本形成。2025 年鲜啤 30 公里业务收入 1.44 亿元、同比+3.85%，归母净利润-0.39 亿元、同比减亏 49%，并实现经营性现金流扭亏为盈的阶段性战略目标。

图20：鲜啤 30 公里品牌发展历程一览



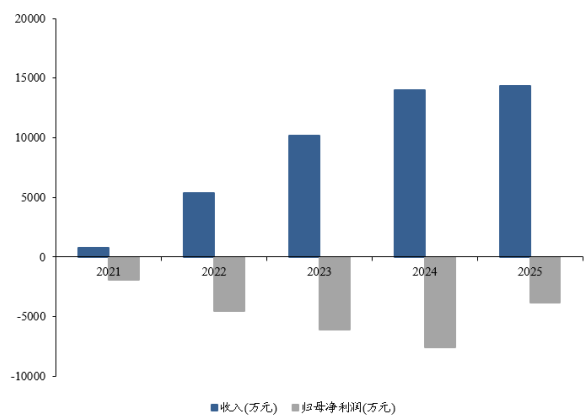
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：鲜啤 30 公里品牌荣誉梳理一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：鲜啤 30 公里业务收入、归母净利润一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“鲜啤 30 公里”业务以艾尔工艺路线为主、采取优质原材料酿造高质量的精酿鲜啤，同时通过冷链物流系统保证啤酒新鲜度。当前公司已推出德式小麦、美式 IPA、社交皮尔森、白桃艾尔为代表的多种口味种类，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等多元化需求。

鲜啤 30 公里首创 1L 马口铁鲜啤产品，现已成为精酿行业最流行的产品品类之一，比如 2024 年鲜啤 30 公里的大黄罐包装共销售超过 450 万罐，已经成为鲜啤大单品。此外开发的“Minikeg”PET 一桶鲜产品大包装鲜啤，该产品正在引领精酿啤酒向 3L 等大规模包装趋势发展。

表6: 鲜啤 30 公里产品矩阵一览

	大黄罐(马口铁罐)	小型易拉罐	现打鲜扎桶装	果味瓶装
产品规格	25元/1L/罐	20元/500ml/罐 10元/330ml/罐	90元/3L桶装	22.5元/460ml/罐
核心风味	德式小麦、美式IPA	德式小麦、社交皮尔森、美式IPA	德式小麦、社交皮尔森	白桃艾尔、青提艾尔、青柚小麦、杨梅小麦
适用场景	家庭分享、朋友小聚	单人饮用、便携外带	餐饮门店、多人派对	低度微醺、颜值场景
产品创新与行业价值	首创1升马口铁鲜啤产品，现已成为行业最流行的产品品类之一，引领鲜啤包装升级方向。	轻量化便携设计适配单人即时消费场景，填补精酿啤酒便携细分市场空白。	自主研发“Minikeg”PET一桶鲜产品大包装鲜啤，三次获得国家知识产权局外观专利确权，正引领精酿啤酒向 3L 等大规模包装发展。	主打低度果味与高颜值设计，精准覆盖年轻女性与微醺消费群体，拓展精酿场景边界。

核心产品图



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

乐惠国际的扎啤机业务，是从啤酒装备制造制造商向下游精酿鲜啤消费赛道延伸战略的关键一环。其扎啤机业务发展大致可分为两个阶段，第一阶段是技术储备期，2014 年收购英国 Microdat 公司，从而获得啤酒桶装设备的核心技术，为其日后进入精酿啤酒设备乃至消费市场进行铺垫；第二阶段是产品创新期，自 2020 年启动“鲜啤 30 公里”精酿啤酒业务后，公司开启“装备制造+消费终端”双轮驱动模式。扎啤机业务也进入全新的发展阶段，从后台技术储备走向前台，成为支撑其 C 端品牌的重要一环。

2024 年公司成功研发出专利风冷扎啤机。这款产品直接针对传统设备打酒时间长、易起泡、酒损高、需频繁清洗等行业痛点，是其装备技术反哺消费业务的具体体现。与此同时，公司还开发了高阻隔 PET 材料技术，实现大规模生产一次性扎啤桶。这一创新解决了传统扎啤无法远距离销售、储存场地要求高以及清洗不彻底的风险，极大地拓展了鲜啤的销售半径和场景。2025 年公司新增投放扎啤机，覆盖餐饮、大排档、小酒馆等多种现饮场景。

图23: 乐惠自研专利风冷扎啤机



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24: 乐惠开发高阻隔 pet 材料技术生产扎啤桶



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

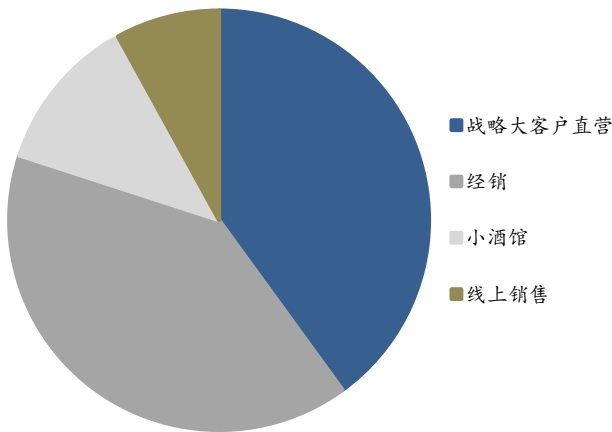
表7: 扎啤与瓶装啤酒区别一览

对比维度	扎啤	瓶装啤酒
杀菌工艺	未经高温巴氏杀菌，保留活性酵母	经巴氏杀菌/无菌冷灌装，无活酵母
口感风味	口感鲜活醇厚、香气浓郁饱满，泡沫细腻	风味稳定标准化，鲜爽度弱，香气层次单一
保质期	短，仅数天至数周，需全程低温冷链	长，6-12个月，可常温储运
设备依赖	需专业扎啤机控温稳压，对设备要求高	无专用设备要求，开瓶即饮
消费定位	主打新鲜体验，偏中高端即饮消费	标准化大众消费，价格带覆盖更广
运营成本	设备投入、冷链及维护成本较高	储运便捷，运营门槛与成本更低

数据来源：东吴证券研究所整理

公司坚持以城市酒厂为核心的本地化运营的商业逻辑，将设有酒厂的城市运营团队独立为子公司并全面负责本地化经营的策略，通过战略大客户直营、经销、线上销售、小酒馆等四种销售渠道快速触达消费者，其中战略大客户直营、经销分别占比四成左右，线上渠道、小酒馆合计占比接近两成。2022-2023 年公司主推直营小酒馆销售模式，但直营小酒馆在当前消费环境下表现承压；2024 年公司小酒馆业务从直营到加盟体系的转变，整体业务模式转化为以轻资产的加盟模式运营，“鲜啤 30 公里”已经成为麦德龙、大润发、全家等连锁渠道的热销产品。同时与全家便利店深度合作探索便利店体系鲜啤销售模式，2025 年已经进入全国 1700 余家全家便利店。

图25：2025 年鲜啤 30 公里收入各渠道占比一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：鲜啤 30 公里核心渠道梳理一览

**（传统经销渠道）**  
产品规格多样，覆盖 330ml、500ml、1L、2L/3L、20L 等多种包装，适配不同场景需求

**（战略大客户）**  
合作麦德龙、大润发、Ole' 等大型商超及精品超市，拓展线下零售与B端渠道

**（线上渠道）**  
布局天猫旗舰店、京东自营旗舰店、抖音店铺，覆盖主流电商与内容电商平台

**（终端消费场景）**  
落地鲜啤30公里小酒馆、鲜啤30公里打酒站，打造线下即时消费与体验场景

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图27：鲜啤 30 公里四大合作方案一览

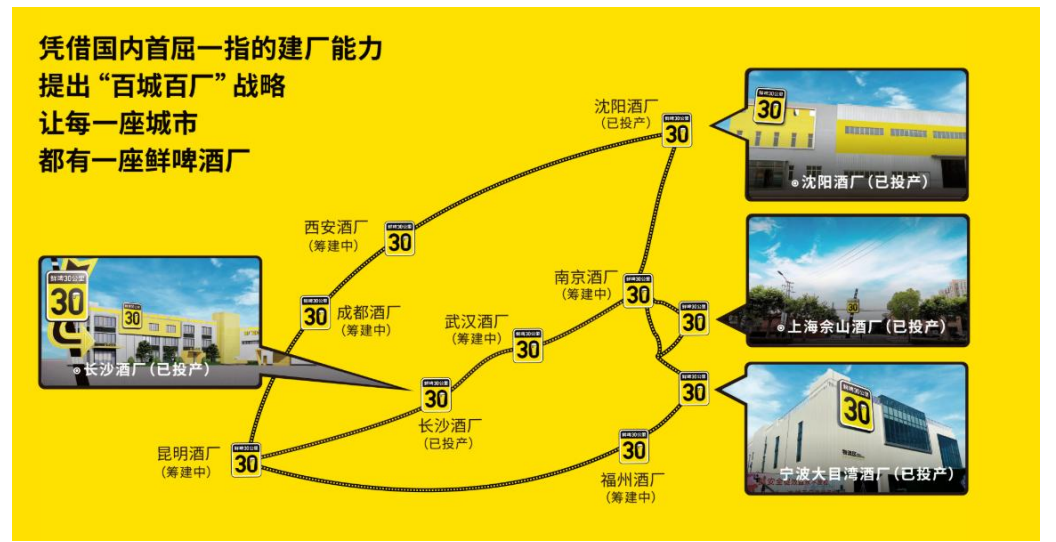
城市合伙人	酒馆加盟	打酒站合作	招募经销商
<p>要求具备厂房和当地经销资源</p> <p>鲜啤30公里布局“百城百厂万店”战略，寻找各个城市当地合作伙伴。预算1000万+，合资建酒厂，从建厂，设备到酿造，整厂交付，落地周期预计8-12个月，派驻专业团队。</p>	<p>要求资质齐全，并亲自参与门店经营</p> <p>20-50㎡门店，2个人就能经营，做3门生意，即饮、外带、线上外卖；上海爱琴海购物中心店、上海蓝村路店、上海崂山路店、上海松东路店、宁波鄞州利时店已开业。</p>	<p>店中店模式，风险低、回报快</p> <p>不限业态，只需5-10㎡，就可轻松拥有一个精酿鲜啤打酒站，“以饮引流”，快速提升门店营业额。原有店铺形象升级、供应链强大且完善、产品研发持续稳定。</p>	<p>桶装鲜啤、罐装鲜啤</p> <p>桶装啤酒已进驻蜀大侠火锅、丰茂烤串、不二君等餐饮连锁店，逸刻便利店、高端酒吧等。罐装鲜啤已进驻上海Delilife食和家、久光百货等，淘宝、京东商城等</p>

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

鲜啤 30 公里酒厂布局已形成上海、宁波、长沙、武汉等工厂的跨区域供应链布局，长春和昆明工厂也已经开始建设。

最新 2025 年鲜啤 30 公里设计产能 3.3 万吨/年，其中上海佘山工厂 3000 吨/年、宁波大目湾工厂 1 万吨/年、长沙工厂 1 万吨/年、武汉工厂一期 1 万吨/年。中长期提出“百城百厂”战略，让每一座城市都有一座鲜啤酒厂。

图28: 鲜啤 30 公里工厂规划及分布



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表8: 鲜啤 30 公里设计产能及未来规划一览

状态	时间	工厂地点	设计产能
已投产	2020年	上海佘山工厂	3000吨/年
	2021年	宁波大目湾工厂	1万吨/年
	2022年	长沙工厂	1万吨/年
	2024年	武汉工厂一期	1万吨/年
建设中	2027年	武汉工厂二期	1万吨啤酒/年+1万吨麦汁/年
	2027年	昆明工厂	1万吨/年
	2027年	长春工厂	2万吨/年
远期规划		百城百厂	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

**收入预测:** 2026-2028 年收入保持稳健增长, 预计 2026-2028 年公司营收分别为 17.49、19.62、21.55 亿元, 分别同比+11%、+12%、+10%。1) 酒类酿造设备: 作为公司装备制造板块核心业务, 经营韧性更强, 预计将逐步恢复较好增长; 2) 无菌灌装设备: 受益相关赛道资本开支维持高位, 预计保持较好增势; 3) 其他生物过程设备: 预计保持相对稳健节奏; 4) 鲜啤 30 公里板块: 精酿啤酒赛道高速增长, 具备全国化产能布局优势, 预计增速优于行业  $\beta$ , 市占率稳步提升。

**利润预测:** 受益于装备制造主业逐步恢复、精酿啤酒第二曲线维持高增, 预计毛利率仍将稳步抬升, 同时收入恢复增长带来的规模效应将使得费用率稳中有降。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 0.35、0.82、1.01 亿元, 分别同比+31%、+135%、+24%。

表9: 乐惠国际业绩拆分及预测一览

	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入(百万元)</b>	<b>1204</b>	<b>1652</b>	<b>1490</b>	<b>1576</b>	<b>1749</b>	<b>1962</b>	<b>2155</b>
yoy	21.71%	37.17%	-9.77%	5.78%	10.95%	12.15%	9.84%
毛利率	22.9%	22.3%	24.5%	22.0%	22.7%	23.6%	24.2%
<b>业务拆分一览</b>							
<b>装备制造板块收入(百万元)</b>	<b>1145</b>	<b>1545</b>	<b>1348</b>	<b>1428</b>	<b>1571</b>	<b>1723</b>	<b>1857</b>
yoy	17.0%	34.9%	-12.7%	5.9%	10.0%	9.7%	7.8%
——酒类酿造设备(百万元)	778	988	1015	1086	1194	1314	1419
yoy	17.0%	27.0%	2.8%	6.9%	10.0%	10.0%	8.0%
——无菌灌装设备(百万元)	245	454	202	239	267	294	318
yoy	9.0%	85.2%	-55.5%	18.3%	12.0%	10.0%	8.0%
——其他生物过程设备(百万元)	122	103	131	103	109	115	121
yoy	36.8%	-15.5%	27.1%	-21.3%	6.0%	5.0%	5.0%
<b>鲜啤30公里板块收入(百万元)</b>	<b>54</b>	<b>102</b>	<b>138</b>	<b>144</b>	<b>173</b>	<b>233</b>	<b>291</b>
yoy	620.7%	89.9%	35.9%	3.9%	20.0%	35.0%	25.0%
<b>其他收入(百万元)</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
yoy	81.4%	-9.5%	-28.7%	29.3%	8.0%	8.0%	8.0%

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

我们采取可比公司估值法, 选取啤酒行业龙头青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒作为可比公司, 2026-2028 年可比公司平均 PE 分别为 16x、15x、14x, 乐惠国际同期 PE 高于行业中枢, 主要系公司将精酿鲜啤作为第二主业, 当前鲜啤 30 公里业务进入复制和韧性成长阶段, 看好未来成长潜力, 首次覆盖给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值对比一览

日期	2026/6/29	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				26E	27E	28E	26E	27E	28E
600600.SH	青岛啤酒	53.0	644.7	3.6	3.7	3.9	15	14	13
000729.SZ	燕京啤酒	10.3	289.7	0.7	0.8	0.9	14	13	11
002461.SZ	珠江啤酒	7.8	172.0	0.4	0.5	0.5	17	16	15
600132.SH	重庆啤酒	42.3	204.7	2.6	2.8	2.9	16	15	15
<b>平均值</b>							<b>16</b>	<b>15</b>	<b>14</b>
603076.SH	乐惠国际	20.0	24.1	0.3	0.7	0.8	69	30	24

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 乐惠国际盈利预测参考东吴证券预测, 可比公司盈利预测取 wind 一致预测数据, 数据时间截至 2026 年 6 月 29 日

## 5、风险提示

**精酿产业的投资风险和市场风险:** 公司正逐步加大和加快精酿业务的投资和拓展。由于中国的啤酒消费升级和精酿业务仍处在发展起步阶段, 该业务拥有高速发展潜质的同时, 具有一定的市场不确定性及投资风险。

**全球化业务布局引致的管理风险:** 随着公司不断开展并购及各海外子公司的设立, 海外(分)子公司在法律法规、会计税收制度、商业惯例、经营理念、企业文化等方面存在一定差异。特别是近来西方国家对中国的歧视和不平等的政治经济政策等, 如果公司的管理水平无法适应, 将会给公司带来一定的管理风险。

**经营风险:** 市场变化的风险: 啤酒作为传统饮品, 在很多国家为生活必需品, 市场消费需求相对稳定, 但啤酒饮料行业的景气度变化仍然对公司业绩有较大的影响。受到经济周期的影响, 上游啤酒消费市场可能发生变化, 导致啤酒装备需求减少的风险。

**汇率风险:** 虽然公司采取了远期汇率锁定等方式避免汇率风险, 但如果未来汇率发生大幅波动, 仍将使得公司盈利受到不确定影响。目前国际局势复杂, 未来汇率不确定性较大。

## 乐惠国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>2,590</b>	<b>2,545</b>	<b>2,597</b>	<b>2,671</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,576</b>	<b>1,749</b>	<b>1,962</b>	<b>2,155</b>
货币资金及交易性金融资产	584	371	192	58	营业成本(含金融类)	1,230	1,351	1,499	1,633
经营性应收款项	482	535	605	670	税金及附加	16	17	20	22
存货	1,157	1,249	1,383	1,502	销售费用	92	126	127	134
合同资产	155	175	196	215	管理费用	126	138	141	155
其他流动资产	213	216	221	226	研发费用	66	70	69	75
<b>非流动资产</b>	<b>813</b>	<b>1,018</b>	<b>1,217</b>	<b>1,410</b>	财务费用	12	3	6	9
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	6	7	8
固定资产及使用权资产	523	533	537	534	投资净收益	5	5	6	6
在建工程	24	224	424	624	公允价值变动	(3)	0	0	0
无形资产	94	92	91	89	减值损失	(16)	(12)	(11)	(11)
商誉	7	7	7	7	资产处置收益	2	2	2	2
长期待摊费用	56	56	56	56	<b>营业利润</b>	<b>28</b>	<b>44</b>	<b>102</b>	<b>132</b>
其他非流动资产	109	106	103	100	营业外净收支	13	14	15	14
<b>资产总计</b>	<b>3,403</b>	<b>3,563</b>	<b>3,814</b>	<b>4,081</b>	<b>利润总额</b>	<b>41</b>	<b>58</b>	<b>117</b>	<b>146</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,042</b>	<b>2,168</b>	<b>2,336</b>	<b>2,501</b>	减:所得税	21	23	35	44
短期借款及一年内到期的非流动负债	561	561	561	561	<b>净利润</b>	<b>20</b>	<b>35</b>	<b>82</b>	<b>102</b>
经营性应付款项	294	333	370	403	减:少数股东损益	(6)	0	1	1
合同负债	1,079	1,148	1,260	1,372	<b>归属母公司净利润</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>82</b>	<b>101</b>
其他流动负债	109	125	146	166	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.22	0.29	0.68	0.84
<b>非流动负债</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	EBIT	34	46	105	136
长期借款	27	27	27	27	EBITDA	110	93	154	186
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.98	22.75	23.56	24.21
租赁负债	15	15	15	15	归母净利率(%)	1.68	1.99	4.16	4.71
其他非流动负债	12	12	12	12	收入增长率(%)	5.78	10.95	12.15	9.84
<b>负债合计</b>	<b>2,096</b>	<b>2,221</b>	<b>2,390</b>	<b>2,554</b>	归母净利润增长率(%)	25.36	31.39	134.76	24.28
归属母公司股东权益	1,285	1,320	1,401	1,503					
少数股东权益	22	22	23	24					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,307</b>	<b>1,342</b>	<b>1,424</b>	<b>1,526</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,403</b>	<b>3,563</b>	<b>3,814</b>	<b>4,081</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	482	29	56	96	每股净资产(元)	10.65	10.93	11.61	12.45
投资活动现金流	(171)	(231)	(225)	(220)	最新发行在外股份(百万股)	121	121	121	121
筹资活动现金流	(314)	(10)	(10)	(10)	ROIC(%)	0.81	1.44	3.70	4.58
现金净增加额	1	(213)	(179)	(134)	ROE-摊薄(%)	2.06	2.63	5.82	6.75
折旧和摊销	75	47	48	50	资产负债率(%)	61.58	62.33	62.65	62.59
资本开支	(100)	(236)	(229)	(225)	P/E(现价&最新股本摊薄)	91.26	69.46	29.59	23.81
营运资本变动	357	(54)	(73)	(54)	P/B(现价)	1.88	1.83	1.72	1.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>