

乐惠国际(603076)

报告日期: 2023年03月28日

啤酒设备龙头, 精酿鲜啤从“产品好”到“卖得好”

——乐惠国际点评报告

投资要点

乐惠国际核心逻辑

1、一句话逻辑

啤酒设备龙头, 转型精酿鲜啤; 精酿鲜啤将从“产品好”到“卖得好”。

2、超预期逻辑

(1) **市场预期:** 市场预期公司鲜啤业务呈现缓慢拓展态势; 认为公司由 To B 转型 To C 较为困难, 精酿鲜啤业务难以有爆发性增长。

(2) **我们预测:** 公司鲜啤业务 2022 年已从“0-1”过渡到“1-N”, 开启模式复制, 2023 年将进一步从“产品好”到“卖得好”, 带动公司鲜啤销量、收入及业绩超预期。原因为: 1) 公司转型 3 年至今, 鲜啤业务团队搭建、工厂布局及市场战略已逐渐成熟。当地总经理大多有极为丰富的啤酒业务经验。2) 重大战略调整: 定位“城市酒厂”, 当地总经理负责制, 深耕当地市场, 战略聚焦“本土化”, 战略方向正确。3) 全国性工厂布局, 已形成宁波、上海、长沙、沈阳四大基地, 另有武汉工厂等在建中, 规划在成都、昆明、西安、福州、南京等地筹建, 全国性鲜啤工厂网络逐步形成中。

3、检验与催化

(1) **检验的指标:** 鲜啤月度销售数据; 各主要酒厂(沈阳、长沙、上海、宁波)逐步盈利; 各地经销商终端、餐饮大客户、大型超商、小酒馆/打酒站等各渠道进展情况。

(2) **可能催化剂:** 重要渠道大规模突破、销量大幅提升(预计 4 月下旬开始, 5、6、7、8、9 月为销售旺季)。

4、研究的价值

(1) **与众不同的认识:** 市场低估了公司鲜啤业务从“1-N”的复制扩张速度。

(2) **与前不同的认识:** 随着常态化消费恢复, 公司发展外部最大制约因素解除, 预计今年鲜啤业务渠道、客户、销量提升趋势确定性大增; 大股东减持结束。原计划减持 3%, 实际减持 1.35%; 压制股价因素之一消除。

5、盈利预测与估值

我们预计 2022~2024 年归母净利润分别为 0.2/1.1/2.1 亿元, 增速为 -52%/402%/82%, 2022-2024 年三年复合增速 64%, PE 215/43/24 倍。看好公司装备业务迈上新台阶, 鲜啤业务从“1-N”大规模复制加速, 销量持续高增, 维持“买入”评级。

6、风险提示

疫情影响需求; 自主品牌鲜啤销售、精酿啤酒项目落地不及预期

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanguhujun@stocke.com.cn

研究助理: 何家恺

hejiakai@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 40.02
总市值(百万元)	4,830.47
总股本(百万股)	120.70

股票走势图



相关报告

- 《30 公里鲜啤登入罗森便利店, 自有品牌渠道建设再获突破》 2023.03.23
- 《受鲜啤开拓等影响业绩预减 46-61%, 看好公司鲜啤业务加速放量——乐惠国际点评报告》 2023.01.31
- 《有望受益消费复苏, 加快全国性渠道开拓&工厂布局——乐惠国际点评报告》 2022.12.08

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	989	1521	1989	2586
(+/-) (%)	16.1%	53.8%	30.7%	30.0%
归母净利润	46	22	113	205
(+/-) (%)	-56.2%	-51.5%	401.8%	81.9%
每股收益(元)	0.4	0.2	0.9	1.7
P/E	104	215	43	24

资料来源: 浙商证券研究所

附录一：“鲜啤 30 公里” 入驻罗森、新佳宜等，渠道端大规模开拓进行中

图 1：“鲜啤 30 公里” 入驻罗森便利店



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

图 2：“鲜啤 30 公里” 入驻罗森便利店



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

图 3：“鲜啤 30 公里” 入驻巴邑火锅



资料来源：巴邑火锅公众号、浙商证券研究所

图 4：“鲜啤 30 公里” 入驻新佳宜



资料来源：新佳宜公众号、浙商证券研究所

图 5：长沙鲜啤 30 公里酒厂



资料来源：望城经济开发区公众号、浙商证券研究所

附录二：长沙酒厂、沈阳酒厂正式投产，“百城百厂”规划新增武汉、大连酒厂筹建

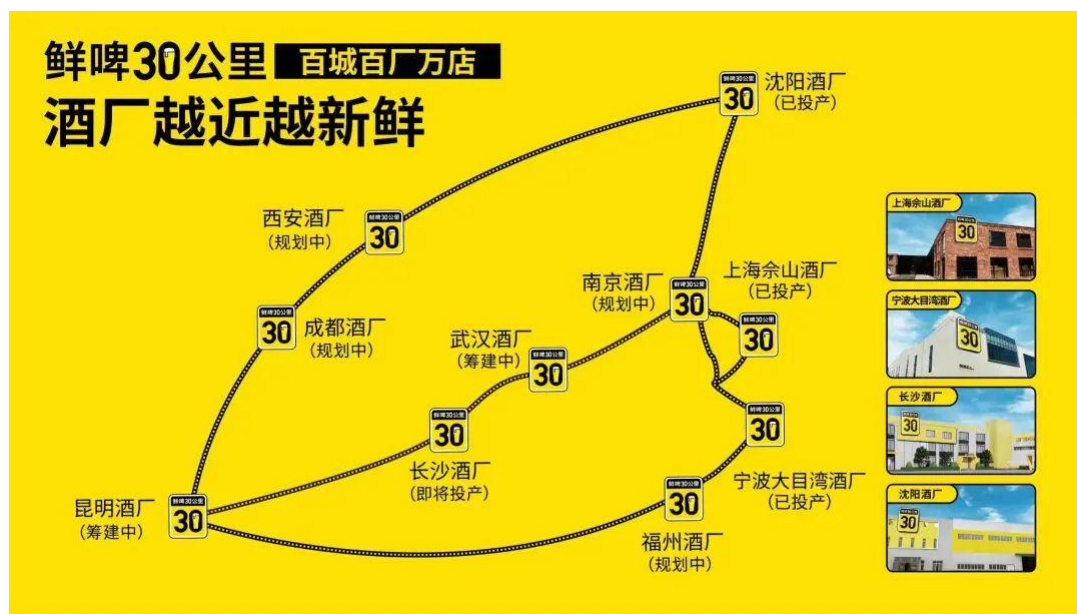
根据公司公告和鲜啤 30 公里公众号消息：公司长沙酒厂和沈阳工厂已正式投产，大连工厂有望下半年开建。“百城百厂”战略规划新增长沙、武汉、大连、成都、南通、昆明、西安、厦门八处酒厂筹建，其中长沙酒厂已经进入即将投产状态。

表 1：公司沈阳工厂正式投产，规划新增大连工厂今年下半年有望开建

工厂地址	工厂定位	产能规划	工厂进度
宁波	旗舰工厂	1 万吨	运营中
上海	精酿体验工厂	3 千吨	运营中
长沙	精酿体验工厂	1 万吨	运营中
沈阳	精酿体验工厂	5 千吨	运营中
杭州	标准工厂	1 万吨	规划设计中
武汉	精酿体验工厂	2 万吨	公告筹建中
南京（句容）	-	-	即将投产
大连	-	-	筹备中
成都	-	-	筹备中
南通	-	-	筹备中
昆明	-	-	筹备中
西安	-	-	筹备中
厦门	-	-	筹备中

资料来源：公司公告、公司微信公众号、浙商证券研究所

图 6：沈阳工厂正式投产，新增武汉酒厂筹建，公司“百城百厂”开启全国性扩张



资料来源：公司微信公众号、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2289	2757	3105	3695
现金	563	364	378	435
交易性金融资产	100	65	87	84
应收账款	173	219	184	106
其它应收款	8	20	25	29
预付账款	155	207	244	324
存货	1100	1749	2030	2558
其他	190	133	156	160
非流动资产	509	527	700	1063
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	340	363	467	693
无形资产	68	61	56	51
在建工程	48	63	130	264
其他	53	40	46	55
资产总计	2798	3284	3805	4759
流动负债	1494	1959	2367	3116
短期借款	551	705	1177	1663
应付款项	154	253	293	366
预收账款	0	457	199	345
其他	788	545	698	742
非流动负债	14	11	12	12
长期借款	0	0	0	0
其他	14	11	12	12
负债合计	1507	1971	2379	3128
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1291	1313	1426	1631
负债和股东权益	2798	3284	3805	4759

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(253)	(304)	(204)	28
净利润	46	22	113	205
折旧摊销	29	26	31	43
财务费用	8	35	53	78
投资损失	(19)	(14)	(16)	(16)
营运资金变动	63	256	(104)	244
其它	(380)	(629)	(281)	(525)
投资活动现金流	(121)	(13)	(201)	(379)
资本支出	(107)	(60)	(200)	(400)
长期投资	0	0	0	0
其他	(14)	47	(1)	21
筹资活动现金流	726	117	419	408
短期借款	347	154	472	485
长期借款	0	0	0	0
其他	379	(37)	(53)	(77)
现金净增加额	352	(199)	14	57

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	989	1521	1989	2586
营业成本	755	1203	1461	1785
营业税金及附加	8	13	16	21
营业费用	27	47	66	103
管理费用	103	163	217	292
研发费用	38	49	66	85
财务费用	8	35	53	78
资产减值损失	5	8	10	13
公允价值变动损益	8	-5	5	3
投资净收益	19	14	16	16
其他经营收益	(0)	0	0	0
营业利润	72	18	121	228
营业外收支	(27)	8	8	8
利润总额	46	26	129	235
所得税	(1)	3	17	31
净利润	46	22	113	205
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	22	113	205
EBITDA	93	77	202	344
EPS (最新摊薄)	0.38	0.19	0.93	1.70

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	16.10%	53.78%	30.74%	30.01%
营业利润	-36.43%	-74.89%	566.72%	88.26%
归属母公司净利润	-56.23%	-51.51%	401.76%	81.87%
获利能力				
毛利率	23.67%	20.90%	26.53%	30.98%
净利率	4.68%	1.47%	5.66%	7.91%
ROE	4.31%	1.72%	8.22%	13.39%
ROIC	3.55%	2.17%	5.71%	7.92%
偿债能力				
资产负债率	53.86%	60.00%	62.52%	65.73%
净负债比率	36.69%	35.81%	49.52%	53.19%
流动比率	1.53	1.41	1.31	1.19
速动比率	0.80	0.51	0.45	0.37
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.50	0.56	0.60
应收账款周转率	5.91	7.62	9.31	15.76
应付账款周转率	5.68	5.91	5.35	5.42
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.19	0.93	1.70
每股经营现金	(2.09)	(2.52)	(1.69)	0.23
每股净资产	10.70	10.88	11.81	13.51
估值比率				
P/E	104.4	215.4	42.9	23.6
P/B	3.7	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	45.8	66.7	27.4	17.4

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>