

乐惠国际(603076)

报告日期: 2023年08月10日

发 4.6 亿定增预案, 拟建 445 家自营小酒馆、鲜啤业务大幅提速 ——乐惠国际点评报告

事件

2023年8月9日, 公司发布向特定对象发行A股股票预案

投资要点

发布定增预案, 加速全国鲜啤 30 公里自营小酒馆开拓及昆明、长春酒厂布局

本次定增项目: 公司拟向特定对象发行拟募集资金总额(含发行费用)不超过 46,350.43 万元, 扣除发行费用后的募集资金净额拟用于: 鲜啤零售终端项目建设、过程装备产能扩充建设以及补充流动资金。其中鲜啤零售终端项目, 计划在 3 年建设期内在全国 10 个城市新增 445 家自营精酿鲜啤小酒馆, 新增门店营业面积合计 17,800 平方米。进一步提升自营门店的运营规模, 完善鲜啤零售终端营销网络体系, 提升公司产品市场形象和品牌知名度。公司近期在东北、上海、浙江、湖北、江苏和湖南等多地联开 40 多家小酒馆, 全国小酒馆建设不断提速。

新设昆明、长春鲜啤酒厂投建, 全国酒厂布局不断完善。 为进一步提高公司募集资金的使用效率, 公司拟终止“鲜啤酒售卖机运营项目”, 并将募集资金 15,450 万元投入至“昆明鲜啤三十公里城市酒厂项目”和“长春鲜啤三十公里城市酒厂项目”。本次昆明、长春酒厂建设是公司继上海、宁波、沈阳、长沙、武汉后, 又新增的两处精酿工厂。公司鲜啤全国工厂网络不断完善, 协同效应将进一步加强, 增强公司鲜啤业务护城河和先发优势。

从“产品好”到“卖的好”, 看好公司鲜啤业务模式、销量及业绩突破式发展

公司作为啤酒设备龙头转型精酿鲜啤, 鲜啤业务 2022 年已从“0-1”过渡到从“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。主要原因: 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。战略: 深耕当地市场, 战略聚焦, 战略方向正确。2) 2022 年在宏观环境不利情况下, 鲜啤销售仍有不俗成绩, 证明其产品力已受到消费者认可, 今年加大渠道布局及销售力度后, 销量有望大幅提升。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、南京、昆明、长春、西安工厂等在建及规划中, 全国性鲜啤工厂网络初步形成, 有望发挥协同效应, 深耕本地市场、缩短运输半径, 带动鲜啤收入及盈利能力提升。

从“1 到 N”大规模拓展开启, 全国性渠道进展&工厂复制驶入快车道

我们认为公司已开启从“1 到 N”大规模复制阶段, 全国性渠道进展和工厂端的复制将驶入快车道。**战略大客户:** 已与山姆会员店、重庆百货、罗森、新佳宜、麦德龙、大润发、丰茂烤串、海底捞、Ole 等全国连锁系统合作, 其他全国性重点客户合作也在积极推进中。**经销合作:** 全国各重点区域累计开发终端持续提升; **直销渠道:** 全国范围内小酒馆、打酒站等终端数量持续提升, 近期全国多地数店齐开; **线上业务:** 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。**工厂复制:** 沈阳酒厂(年产 5000 吨)和长沙酒厂(年产 1 万吨)已正式投产, 上海松江及宁波酒厂运营中(合计 1.3 万吨/年), 年产 2 万吨武汉工厂建设中, 新增昆明、长春酒厂拟建, 全国“百城百厂”战略加速推进。**看好公司成为鲜啤领域的第一品牌。**

盈利预测与估值

考虑公司前期精酿业务处于投入期, 我们预计 2023~2025 年归母净利润分别为 1.1、2.0、3.2 亿元, 增速为 419%、78%、60%, 2022-2025 年三年复合增速 145%, PE 43、24、15 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, 销量高增, 维持“买入”评级。

风险提示

居民消费需求疲软; 自主品牌鲜啤销售、精酿啤酒项目落地不及预期

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1204	1598	2125	2973
(+/-) (%)	21.7%	32.7%	33.0%	39.9%
归母净利润	22	114	202	323
(+/-) (%)	-52.7%	419.4%	77.7%	60.0%
每股收益(元)	0.2	0.9	1.7	2.7
P/E	225	43	24	15

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 何家恺

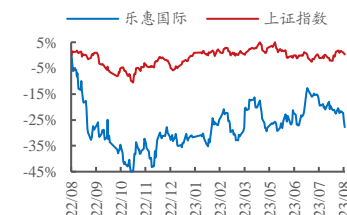
执业证书号: S1230523080007

hejiakai@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 40.85
总市值(百万元)	4,930.65
总股本(百万股)	120.70

股票走势图



相关报告

- 《小酒馆 40+店联开, 大规模扩张逐步开启》 2023.07.18
- 《沈阳小酒馆十店齐开; 公司精酿鲜啤全国开拓提速》 2023.07.14
- 《拟建昆明、长春酒厂; 公司精酿鲜啤全国开拓提速》 2023.07.02

附录一：公司发布定增预案

本次向特定对象发行拟募集资金总额（含发行费用）不超过 46,350.43 万元，扣除发行费用后，募集资金拟分别用于以下项目：

其中鲜啤零售终端项目，计划在 3 年建设期内在全国 10 个城市新增 445 家自营精酿鲜啤小酒馆，新增门店营业面积合计 17,800 平方米。通过本项目的建设，进一步提升自营门店的运营规模，完善鲜啤零售终端营销网络体系，提升公司产品市场形象和品牌知名度，有助于促进公司精酿鲜啤业务营业收入规模的进一步扩大。

表1：公司募集资金拟用于以下项目

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	鲜啤零售终端建设项目	22,410.95	17,501.25
2	过程装备产能扩充项目	19,497.77	14,949.18
3	补充流动资金	13,900.00	13,900.00
	合计	55,808.72	46,350.43

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

附录二：公司变更部分非公开发行股票募集资金投资项目

为进一步提高公司募集资金的使用效率，公司拟终止“鲜啤酒售卖机运营项目”，并将募集资金 15,450.00 万元投入至“昆明鲜啤三十公里城市酒厂项目”和“长春鲜啤三十公里城市酒厂项目”。该项目分别由昆明鲜啤三十公里科技有限公司和长春鲜啤三十公里科技有限公司实施。

表2：本次项目变更基本情况

项目名称	投资总额（万元）	变更前拟投入募集资金（万元）	变更后拟投入募集资金（万元）
昆明鲜啤三十公里城市酒厂项目	15,230.54	/	10,445.53
长春鲜啤三十公里城市酒厂项目	7,851.28	/	5,004.47
合计	23,081.82	/	15,450.00

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

附录三：鲜啤 30 公里全国 40+店联开

图 1：鲜啤 30 公里全国联开 40+店



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

图 2：鲜啤 30 公里新开店地址

序号	店名	城市	地址
1	崂山路店	上海	上海市浦东新区崂山路607号-2号
2	FOUND158	上海	上海市黄浦区瑞金二路街道巨鹿路158号地下一层5182, 5184 (30公里鲜啤酒馆)
3	大世界	上海	上海市黄浦区大世界宁海路294号商舖30公里鲜啤馆
4	嘉定宝龙	上海	上海市嘉定区阿克苏路1099号 1008室30公里鲜啤酒馆
5	恒生商业广场	上海	上海浦东新区唐镇恒生商业广场虹盛路227弄29号鲜啤30公里
6	集社	上海	上海市黄浦区长乐路462号东楼203-204号
7	曼度泛乐城	上海	上海市嘉定区安亭镇皇王南路1080号三德广场
8	仓汇路店	上海	上海市松江区仓汇路422号
9	叶家宅路店	上海	上海市普陀区叶家宅路63号-4
10	浦东凌河路店	上海	上海市浦东凌河路811号
11	虹梅路店	上海	上海市闵行区虹梅路2959-3号
12	苏州观前街	江苏	苏州市姑苏区观前街德凤坊 凤坊商业广场 鲜啤30公里
13	苏州月苑街	江苏	苏州市吴中区月苑街73号
14	苏州曼哈顿广场	江苏	苏州工业园区跨塘青剑湖曼哈顿广场9栋102室
15	凯越路店	江苏	南京玄武区北京东路1号
16	皇册家园店	江苏	南京市秦淮区双塘路5号
17	鼓楼店	浙江	杭州市上城区, 中山南路493号一层101号
18	城西银泰店	浙江	杭州市拱墅区, 祥符街道方家花园商舖4号一层
19	滨江天街店	浙江	杭州市滨江区, 月明路1174号
20	丁桥明珠街店	浙江	杭州市上城区, 夏湾时代中心3幢1楼109-1, 116-1号
21	西田城店	浙江	杭州市余杭区, 良渚街道莫干山路1509号西田商业中心一期一层A1F-008-2号商舖
22	良渚店	浙江	杭州市余杭区, 良渚街道玉鸟流苏苑一区玉鸟街1474-1号F03铺位
23	康康谷店	浙江	杭州市滨江区, 长河街道春晓路61号康康谷商业中心3幢136-3室
24	四明中路店	浙江	宁波鄞州四明中路688号
25	天伦广场店	浙江	宁波市鄞州区中兴路天伦时代广场85号1-85
26	大目湾工厂店	浙江	宁波市象山县大目湾丽湾路388-3号
27	沙湖店	湖北	武汉市武昌区徐东大街150号
28	首地云梦台店	湖北	武汉市江岸区塔子湖街华岭路66号
29	金地京汉1903店	湖北	武汉市江岸区京汉大道869号
30	东立国际店	湖北	武汉市江岸区二七路188号
31	红坊里店	湖北	武汉市青山区八大家红坊里项目42街区
32	东园时光店	湖北	洪山区和平街道沙湖湖北路150号
33	文和友海信店	湖南	长沙市天心区湘江中路36号海信广场文和友3楼
34	四方坪店	湖南	长沙市开福区四方坪商贸城A22栋106号门面
35	桂花公园店	湖南	长沙市雨花区赤岗路双银花园南康南栋101
36	阳光100店	湖南	长沙市岳麓区南二环一段518号阳光壹佰新城五期19栋
37	泛华广场店	东北	沈阳市浑南区沈营大街24-2号
38	柳州街店	东北	沈阳市和平区柳州街9号红塔社区东区9号楼
39	长白店	东北	沈阳市和平区长白二街68号艺术工厂院内长白小酒房
40	佳兆业店	东北	沈阳市沈河区文萃路23号
41	花园城店	东北	沈阳市浑南区营盘北街7-2号B1层鲜啤30公里花园城店
42	总店	东北	沈阳市沈河区惠工街227-15号 辽宁省法院南门正对面
43	彩塔店	东北	沈阳市沈河区十三纬路山东商巷211号 (A-C 2-7轴)
44	欧尚一品	东北	沈阳市铁西区北三东路24号 (5门)
45	铁百店	东北	沈阳市铁西区小六路63号6门
46	兴顺店	东北	沈阳市铁西区兴顺街242号
47	音乐学院店	东北	沈阳市浑南区学城路2-21号 (6门)

资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

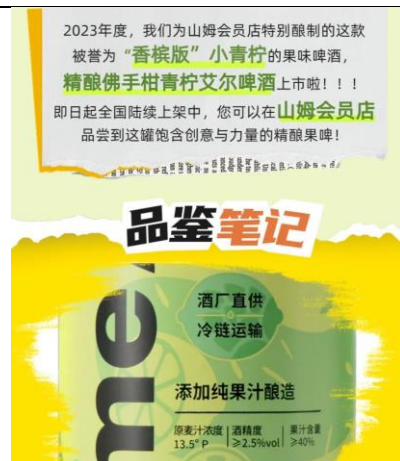
附录四：“鲜啤 30 公里” 登入山姆会员店

图 1：“鲜啤 30 公里” 登入山姆会员店



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

图 2：“鲜啤 30 公里” 登入山姆会员店



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

附录五：“鲜啤 30 公里”与重庆百货开启战略合作

图 3：“鲜啤 30 公里”联名重百优选



资料来源：新世纪超市与重百超市公众号、浙商证券研究所

图 4：“鲜啤 30 公里”与重百开启战略合作



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

附录六：“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 5：“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 6：“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 7：“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 8：“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 11：长沙鲜啤 30 公里酒厂



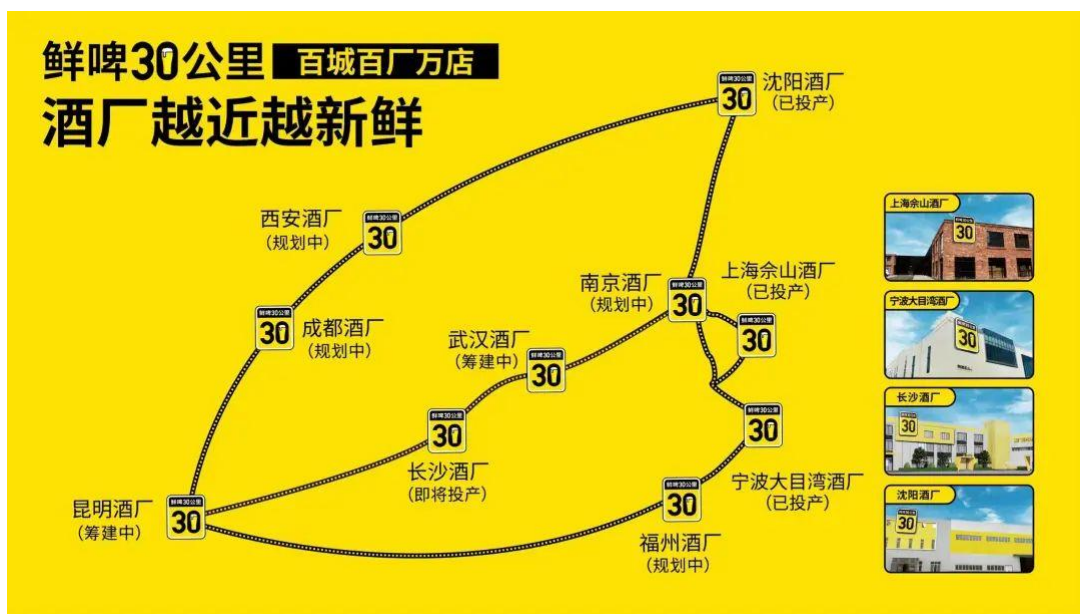
资料来源：望城经济开发区公众号、浙商证券研究所

附录七：长沙酒厂、沈阳酒厂正式投产，“百城百厂”规划新增昆明、长春、武汉等酒厂筹建

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，武汉酒厂在建中。“百城百厂”战略规划新增昆明、长春、成都、西安、厦门、福州多处酒厂筹建。

本次拟投建的昆明、长春酒厂建设是公司继上海、宁波、沈阳、长沙、武汉后，又新增的两处精酿工厂。公司鲜啤全国工厂网络不断完善，协同效应将进一步增强，增强公司鲜啤业务护城河和先发优势。

图 12：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)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2691	2842	3456	4127
现金	576	449	529	518
交易性金融资产	24	73	66	54
应收账款	439	316	322	383
其它应收款	27	25	32	52
预付账款	187	209	286	362
存货	1240	1593	2032	2569
其他	198	178	189	188
非流动资产	670	661	844	1218
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	421	441	542	764
无形资产	71	68	66	64
在建工程	59	71	137	270
其他	119	81	99	120
资产总计	3360	3503	4300	5344
流动负债	1855	1898	2490	3208
短期借款	522	771	1176	1687
应付款项	281	273	362	493
预收账款	0	0	0	0
其他	1052	854	952	1028
非流动负债	170	156	159	162
长期借款	137	137	137	137
其他	33	19	22	25
负债合计	2025	2054	2649	3370
少数股东权益	26	26	26	26
归属母公司股东权益	1309	1423	1625	1948
负债和股东权益	3360	3503	4300	5344

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(185)	(126)	(104)	(86)
净利润	18	114	202	323
折旧摊销	37	32	38	50
财务费用	14	45	63	86
投资损失	(18)	(17)	(18)	(18)
营运资金变动	(98)	39	77	27
其它	(138)	(339)	(465)	(556)
投资活动现金流	(62)	(91)	(177)	(375)
资本支出	(91)	(60)	(200)	(400)
长期投资	0	0	0	0
其他	29	(31)	23	25
筹资活动现金流	257	90	361	450
短期借款	(30)	249	405	511
长期借款	137	0	0	0
其他	150	(159)	(44)	(61)
现金净增加额	10	(127)	80	(11)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1204	1598	2125	2973
营业成本	928	1180	1472	1895
营业税金及附加	9	12	16	22
营业费用	72	56	90	175
管理费用	99	149	202	327
研发费用	52	66	86	122
财务费用	14	45	63	86
资产减值损失	1	(7)	(6)	(6)
公允价值变动损益	(25)	3	5	(6)
投资净收益	18	17	18	18
其他经营收益	2	1	1	1
营业利润	2	123	225	364
营业外收支	4	8	7	7
利润总额	6	131	232	372
所得税	(12)	17	30	48
净利润	18	114	202	323
少数股东损益	(4)	0	0	0
归属母公司净利润	22	114	202	323
EBITDA	68	205	329	503
EPS (最新摊薄)	0.18	0.94	1.67	2.68

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	21.71%	32.70%	32.95%	39.95%
营业利润	-97.61%	6997.05%	83.57%	61.88%
归属母公司净利润	-52.66%	419.37%	77.69%	60.00%
获利能力				
毛利率	22.92%	26.15%	30.73%	36.27%
净利率	1.49%	7.12%	9.51%	10.87%
ROE	1.67%	8.17%	13.04%	17.84%
ROIC	4.66%	6.28%	8.37%	10.14%
偿债能力				
资产负债率	60.27%	58.64%	61.61%	63.06%
净负债比率	40.44%	46.83%	52.28%	56.94%
流动比率	1.45	1.50	1.39	1.29
速动比率	0.78	0.66	0.57	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.47	0.54	0.62
应收账款周转率	3.96	4.32	7.07	9.09
应付账款周转率	4.26	4.26	4.63	4.43
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.94	1.67	2.68
每股经营现金	(1.54)	(1.04)	(0.86)	(0.72)
每股净资产	10.85	11.79	13.46	16.14
估值比率				
P/E	225.2	43.4	24.4	15.3
P/B	3.8	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	68.9	26.4	17.5	12.6

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>