

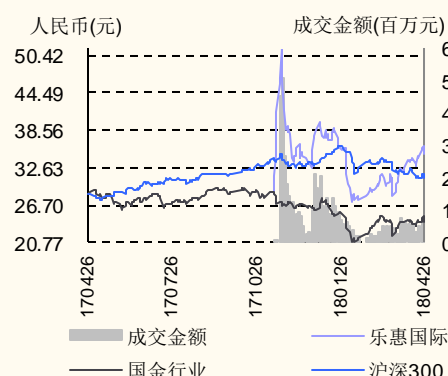
## 乐惠国际 (603076.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 34.87 元  
目标价格 (人民币): 40.00-40.00 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 18.65  
总市值(百万元) 2,597.82  
年内股价最高最低(元) 51.50/27.13  
沪深 300 指数 3755.49  
上证指数 3075.03



## 汇兑损益影响业绩，看好精酿设备巨大空间

## 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.373	0.902	1.325	1.616	1.961
每股净资产(元)	6.72	10.35	14.53	16.00	17.74
每股经营性现金流(元)	2.44	0.98	1.34	0.79	2.39
市盈率(倍)	0.00	42.78	26.32	21.57	17.78
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	19.06%	-12.38%	46.93%	21.98%	21.33%
净资产收益率(%)	20.44%	8.71%	9.12%	10.10%	11.05%
总股本(百万股)	55.85	74.50	74.50	74.50	74.50

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 乐惠国际披露 2017 年报，公司 2017 全年实现营收 8.32 亿元，同比-12.57%；归母净利润 0.67 亿元，同比-12.38%；拟每 10 股派发现金红利 3 元。汇率及成本双重压力下，公司去年业绩小幅下滑，符合此前预期。

## 经营分析

- 国内啤酒设备减少，海外业务占比持续提升：公司 2017 年收入、利润出现同向下降，主因国内啤酒设备需求减少、海外销售汇兑损益增加，同时过去一年直接材料成本占比提升，但公司通过合理管控承接合同质量、及时优化管理，实现销售毛利率+3.75ppt 的提升。公司是全球少数具备啤酒整厂交钥匙能力的供应商，海外业务为公司战略布局重点。2017 年，公司海外收入占比达到 43.72%，实现持续提升。
- 国内啤酒市场企稳，精酿市场正在打开：我国啤酒饮料行业经过四年的低迷，2017 年全行业销售收入同比增长 2.3%，并开启价格普涨，显示啤酒行业触底回稳，预计将带动下游装备市场的需求恢复性增长。此外，精酿啤酒作为消费升级新风向，在我国正以超 40% CAGR 速度增长。目前精酿啤酒在国内啤酒行业销售渗透率不足 1%，对标欧美 15%-25% 的销售占比提升空间巨大，从而创造新的设备需求蓝海。
- 看好公司龙头地位，三大消费升级领域布局潜力巨大：公司是我国啤酒酿造设备龙头，重点布局海外工业啤酒整厂工程、国内精酿啤酒市场、乳品无菌包装三大消费升级下游领域。公司此前产能受限，2017 年底通过上市募资解决啤酒酿造设备产能瓶颈问题，有望于近两年建成投产，为公司带来近 50% 的产值提升空间。此外，公司于 2018 年 3 月公告将投资近 2 亿元，在浙江象山大目湾新城打造国内首个大型精酿啤酒智能制造中心及服务平台，有望加速国内精酿啤酒渗透，为公司设备销售打开巨大市场空间。

## 盈利调整与投资建议

- 我们预计公司 2018-2020 年有望实现营收 9.77/11.91/14.50 亿元，归母净利润 0.99/1.20/1.46 亿元，同比+46.93%/+21.98%/+21.33%。我们看好公司在啤酒装备市场的龙头地位及在消费升级领域的积极布局，维持对公司的买入评级，6-12 个月目标价 40 元，当前股价对应 26X18PE、22X19PE。

## 风险提示

- 国内精酿啤酒设备竞争加剧；国际进出口政策变化；汇兑损失风险。

## 相关报告

- 1.《斥资 2 亿打造国内精酿啤酒文化圣地-乐惠国际公司点评》，2018.3.27
- 2.《消费升级装备系列报告之一：乐惠国际——国内啤酒设备龙头，精...》，2018.3.18

司景喆 分析师 SAC 执业编号: S1130517080001  
(8621)60870938  
sijz@gjzq.com.cn

申晟 分析师 SAC 执业编号: S1130517080003  
(8621)60230204  
shensheng@gjzq.com.cn

时代 联系人  
(8621)60893123  
shidai@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>724</b>	<b>951</b>	<b>832</b>	<b>977</b>	<b>1,191</b>	<b>1,450</b>
增长率		31.3%	-12.6%	17.5%	21.9%	21.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-517</b>	<b>-722</b>	<b>-600</b>	<b>-706</b>	<b>-858</b>	<b>-1,041</b>
<b>%销售收入</b>	<b>71.3%</b>	<b>75.9%</b>	<b>72.1%</b>	<b>72.3%</b>	<b>72.0%</b>	<b>71.8%</b>
<b>毛利</b>	<b>208</b>	<b>229</b>	<b>232</b>	<b>271</b>	<b>333</b>	<b>409</b>
<b>%销售收入</b>	<b>28.7%</b>	<b>24.1%</b>	<b>27.9%</b>	<b>27.7%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.2%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-38</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.6%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-83</b>	<b>-103</b>	<b>-106</b>	<b>-117</b>	<b>-137</b>	<b>-159</b>
<b>%销售收入</b>	<b>11.5%</b>	<b>10.8%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.0%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>105</b>	<b>107</b>	<b>99</b>	<b>121</b>	<b>155</b>	<b>198</b>
<b>%销售收入</b>	<b>14.4%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.4%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.7%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-35</b>	<b>-11</b>	<b>-22</b>	<b>-6</b>	<b>-19</b>	<b>-34</b>
<b>%销售收入</b>	<b>4.9%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>2.4%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>%税前利润</b>	<b>0.8%</b>	<b>n.a</b>	<b>n.a</b>	<b>n.a</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.6%</b>
<b>营业利润</b>	<b>67</b>	<b>87</b>	<b>73</b>	<b>111</b>	<b>135</b>	<b>164</b>
<b>营业利润率</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.8%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.3%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>15</b>
<b>税前利润</b>	<b>79</b>	<b>103</b>	<b>82</b>	<b>121</b>	<b>147</b>	<b>179</b>
<b>利润率</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.8%</b>	<b>9.9%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.3%</b>
<b>所得税</b>	<b>-15</b>	<b>-25</b>	<b>-15</b>	<b>-22</b>	<b>-27</b>	<b>-33</b>
<b>所得税率</b>	<b>19.2%</b>	<b>24.1%</b>	<b>18.2%</b>	<b>18.2%</b>	<b>18.2%</b>	<b>18.2%</b>
<b>净利润</b>	<b>64</b>	<b>78</b>	<b>67</b>	<b>99</b>	<b>120</b>	<b>146</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>64</b>	<b>77</b>	<b>67</b>	<b>99</b>	<b>120</b>	<b>146</b>
<b>净利率</b>	<b>8.9%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.1%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>64</b>	<b>78</b>	<b>67</b>	<b>99</b>	<b>120</b>	<b>146</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>48</b>	<b>77</b>
<b>非经营收益</b>	<b>45</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>19</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-34</b>	<b>11</b>	<b>-45</b>	<b>-27</b>	<b>-116</b>	<b>-65</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>95</b>	<b>136</b>	<b>73</b>	<b>100</b>	<b>59</b>	<b>178</b>
<b>资本开支</b>	<b>-8</b>	<b>-40</b>	<b>-12</b>	<b>-343</b>	<b>-548</b>	<b>-295</b>
<b>投资</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-90</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-7</b>	<b>-40</b>	<b>-102</b>	<b>-344</b>	<b>-548</b>	<b>-294</b>
<b>股权募资</b>	<b>117</b>	<b>0</b>	<b>330</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-178</b>	<b>-48</b>	<b>-27</b>	<b>-184</b>	<b>550</b>	<b>179</b>
<b>其他</b>	<b>-83</b>	<b>-13</b>	<b>-29</b>	<b>201</b>	<b>-31</b>	<b>-53</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-143</b>	<b>-61</b>	<b>275</b>	<b>17</b>	<b>519</b>	<b>126</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-55</b>	<b>35</b>	<b>246</b>	<b>-227</b>	<b>30</b>	<b>10</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>152</b>	<b>180</b>	<b>427</b>	<b>200</b>	<b>230</b>	<b>240</b>
<b>应收款项</b>	<b>225</b>	<b>303</b>	<b>249</b>	<b>330</b>	<b>418</b>	<b>528</b>
<b>存货</b>	<b>639</b>	<b>478</b>	<b>491</b>	<b>580</b>	<b>705</b>	<b>855</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>122</b>	<b>62</b>	<b>147</b>	<b>118</b>	<b>136</b>	<b>155</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,137</b>	<b>1,023</b>	<b>1,314</b>	<b>1,229</b>	<b>1,489</b>	<b>1,779</b>
<b>%总资产</b>	<b>84.0%</b>	<b>82.0%</b>	<b>85.9%</b>	<b>69.2%</b>	<b>58.4%</b>	<b>57.9%</b>
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>161</b>	<b>161</b>	<b>153</b>	<b>480</b>	<b>983</b>	<b>1,208</b>
<b>%总资产</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>10.0%</b>	<b>27.0%</b>	<b>38.6%</b>	<b>39.3%</b>
<b>无形资产</b>	<b>36</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>67</b>	<b>76</b>
<b>非流动资产</b>	<b>217</b>	<b>225</b>	<b>216</b>	<b>546</b>	<b>1,060</b>	<b>1,294</b>
<b>%总资产</b>	<b>16.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>14.1%</b>	<b>30.8%</b>	<b>41.6%</b>	<b>42.1%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,354</b>	<b>1,247</b>	<b>1,530</b>	<b>1,775</b>	<b>2,548</b>	<b>3,073</b>
<b>短期借款</b>	<b>422</b>	<b>374</b>	<b>347</b>	<b>163</b>	<b>713</b>	<b>891</b>
<b>应付款项</b>	<b>596</b>	<b>456</b>	<b>375</b>	<b>462</b>	<b>562</b>	<b>684</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>35</b>	<b>43</b>	<b>130</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,052</b>	<b>866</b>	<b>752</b>	<b>660</b>	<b>1,318</b>	<b>1,705</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>44</b>
<b>负债</b>	<b>1,055</b>	<b>870</b>	<b>756</b>	<b>690</b>	<b>1,355</b>	<b>1,750</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>298</b>	<b>375</b>	<b>771</b>	<b>1,083</b>	<b>1,192</b>	<b>1,322</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,354</b>	<b>1,247</b>	<b>1,530</b>	<b>1,775</b>	<b>2,548</b>	<b>3,073</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.153	1.373	0.902	1.325	1.616	1.961
每股净资产	5.342	6.716	10.354	14.532	15.998	17.740
每股经营现金净流	1.702	2.436	0.978	1.342	0.793	2.387
每股股利	0.000	0.000	0.030	0.100	0.150	0.220
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.59%	20.44%	8.71%	9.12%	10.10%	11.05%
总资产收益率	4.76%	6.15%	4.39%	5.56%	4.73%	4.75%
投入资本收益率	11.74%	10.80%	7.21%	7.91%	6.65%	7.31%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-1.16%	31.29%	-12.57%	17.48%	21.93%	21.71%
EBIT增长率	10.92%	2.10%	-7.49%	22.05%	28.57%	27.75%
净利润增长率	27.46%	19.06%	-12.38%	46.93%	21.98%	21.33%
总资产增长率	-7.69%	-7.89%	22.63%	16.02%	43.61%	20.59%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	91.6	95.6	115.8	120.0	125.0	130.0
存货周转天数	440.6	282.4	294.6	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	115.6	70.0	75.8	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	80.7	61.7	67.0	85.7	148.0	153.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	90.27%	51.22%	-10.59%	-3.58%	40.30%	49.10%
EBIT利息保障倍数	3.0	10.1	4.4	20.8	8.2	5.8
资产负债率	77.91%	69.77%	49.46%	38.90%	53.17%	56.94%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	1	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	1.67

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-18	买入	29.95	40.00~40.00
2	2018-03-27	买入	28.79	40.00~40.00

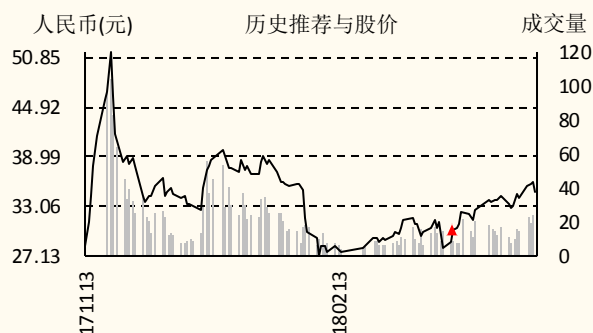
来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH