

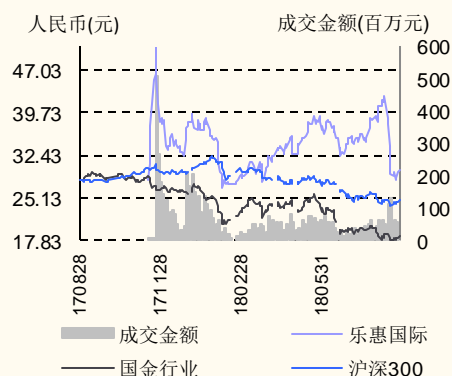
## 乐惠国际 (603076.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 29.98 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)	2,233.51
年内股价最高最低 (元)	51.07/26.90
沪深 300 指数	3406.57
上证指数	2780.90



## 相关报告

- 1.《汇兑损益影响业绩,看好精酿设备巨大空间-乐惠国际公司点评》,2018.4.27
- 2.《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
- 3.《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

## 海外业务成贡献主力,精酿设备发展前景巨大

## 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	22.63	18.55	15.29
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 2018 年半年报,公司 2018 年上半年实现营收 4.73 亿元,同比 10.04%;归母净利润 0.41 亿元,同比 11.09%。在大力拓展海外业务致使费用增加情况下,公司业绩仍同比上升,符合此前预期。

## 经营分析

- **海外业务成业绩贡献主力,投入获取初步回报:**公司 2018H1 实现收入、利润双双增长,主因海外啤酒设备业务贡献及汇兑收益增加。作为全球少数具备啤酒整厂交钥匙能力的供应商,报告期内,公司加大海外布局,海外业务收入占主营收入近 80%;销售费用与管理费用有所增加,同比+49.62%、+24.09%,影响扣非归母净利润。目前,国际市场的投入开始逐步进入回报期,公司产品销售至超过 40 个国家和地区,于 2017 年设立的印度、墨西哥子公司市场拓展顺利,均获数百万美元订单,订单份额已增长近 80%。
- **国内啤酒市场开始企稳,精酿设备迎来发展机遇:**经过四年的低迷,2017 年底开始我国啤酒产量逐步开始企稳,2018 年 1—6 月,中国规模以上啤酒企业累计产量 2064.2 万千升,同比+1.2% (国家统计局),并开启价格普涨,有望带动下游装备市场的需求恢复性增长。此外,代表消费升级趋势的精酿啤酒正以 45% 的复合增速快速成长。目前,我国精酿啤酒在整体啤酒市场的渗透率不足 1%,我们测算,平均每年增加 1 个百分点渗透率将对应超 50 亿元精酿啤酒设备的国内市场规模,迎来新需求蓝海。
- **布局消费升级高增长赛道,募投项目确保成长能力:**公司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增长快速,产能瓶颈已成为制约公司规模扩张的重要因素。2017 年底的募投项目将解决产能瓶颈问题,投产后将为公司带来近 50% 的产值提升空间,且有望通过智能制造与物流等优化实现降本增效。此外,公司正在投资打造精酿啤酒 OEM 共享平台,有望成为公司未来的新盈利增长点。

## 盈利调整及投资建议

- 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%。我们维持对公司的买入评级及 40 元目标价,当前股价对应 23X18PE、19X19PE。

## 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;解禁风险 (2018.11.13)

申晟

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

赵玥炜

联系人  
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		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>	货币资金	152	180	427	200	230	240
增长率		31.3%	-12.6%	17.5%	21.9%	21.7%	应收款项	225	303	249	330	418	528
<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>	存货	639	478	491	580	705	855
%销售收入	71.3%	75.9%	72.1%	72.3%	72.0%	71.8%	其他流动资产	122	62	147	118	136	155
<b>毛利</b>	<b>208</b>	<b>229</b>	<b>232</b>	<b>271</b>	<b>333</b>	<b>409</b>	流动资产	1,137	1,023	1,314	1,229	1,489	1,779
%销售收入	28.7%	24.1%	27.9%	27.7%	28.0%	28.2%	%总资产	84.0%	82.0%	85.9%	69.2%	58.4%	57.9%
营业税金及附加	-7	-6	-8	-9	-11	-14	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.9%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	161	161	153	480	983	1,208
营业费用	-13	-14	-19	-23	-30	-38	%总资产	11.9%	12.9%	10.0%	27.0%	38.6%	39.3%
%销售收入	1.8%	1.5%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	无形资产	36	57	56	58	67	76
管理费用	-83	-103	-106	-117	-137	-159	非流动资产	217	225	216	546	1,060	1,294
%销售收入	11.5%	10.8%	12.8%	12.0%	11.5%	11.0%	%总资产	16.0%	18.0%	14.1%	30.8%	41.6%	42.1%
<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>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>
%销售收入	14.4%	11.2%	11.9%	12.4%	13.0%	13.7%	短期借款	422	374	347	163	713	891
财务费用	-35	-11	-22	-6	-19	-34	应付款项	596	456	375	462	562	684
%销售收入	4.9%	1.1%	2.7%	0.6%	1.6%	2.4%	其他流动负债	34	36	31	35	43	130
资产减值损失	-1	-6	-3	-3	-1	-1	流动负债	1,052	866	752	660	1,318	1,705
公允价值变动收益	-3	3	2	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	1	-6	-1	-1	0	1	其他长期负债	3	5	4	30	36	44
%税前利润	0.8%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.6%	<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>营业利润</b>	<b>67</b>	<b>87</b>	<b>73</b>	<b>111</b>	<b>135</b>	<b>164</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>
营业利润率	9.2%	9.2%	8.8%	11.3%	11.4%	11.3%	少数股东权益	1	2	2	2	2	2
营业外收支	13	15	9	10	12	15	<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>
税前利润	79	103	82	121	147	179	<b>比率分析</b>						
利润率	11.0%	10.8%	9.9%	12.3%	12.4%	12.3%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-15	-25	-15	-22	-27	-33	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.2%	24.1%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%	每股收益	1.153	1.373	0.902	1.325	1.616	1.961
净利润	64	78	67	99	120	146	每股净资产	5.342	6.716	10.354	14.532	15.998	17.740
少数股东损益	0	1	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.702	2.436	0.978	1.342	0.793	2.387
<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>	每股股利	0.000	0.000	0.030	0.100	0.150	0.220
净利率	8.9%	8.1%	8.1%	10.1%	10.1%	10.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	21.59%	20.44%	8.71%	9.12%	10.10%	11.05%
净利润	64	78	67	99	120	146	总资产收益率	4.76%	6.15%	4.39%	5.56%	4.73%	4.75%
少数股东损益	0	1	0	0	0	0	投入资本收益率	11.74%	10.80%	7.21%	7.91%	6.65%	7.31%
非现金支出	20	25	23	27	48	77	<b>增长率</b>						
非经营收益	45	23	28	1	7	19	主营业务收入增长率	-1.16%	31.29%	-12.57%	17.48%	21.93%	21.71%
营运资金变动	-34	11	-45	-27	-116	-65	EBIT增长率	10.92%	2.10%	-7.49%	22.05%	28.57%	27.75%
<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>	净利润增长率	27.46%	19.06%	-12.38%	46.93%	21.98%	21.33%
资本开支	-8	-40	-12	-343	-548	-295	总资产增长率	-7.69%	-7.89%	22.63%	16.02%	43.61%	20.59%
投资	1	0	-90	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	0	0	0	-1	0	1	应收账款周转天数	91.6	95.6	115.8	120.0	125.0	130.0
<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>	存货周转天数	440.6	282.4	294.6	300.0	300.0	300.0
股权募资	117	0	330	0	0	0	应付账款周转天数	115.6	70.0	75.8	75.0	75.0	75.0
债权募资	-178	-48	-27	-184	550	179	固定资产周转天数	80.7	61.7	67.0	85.7	148.0	153.0
其他	-83	-13	-29	201	-31	-53	<b>偿债能力</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>	净负债/股东权益	90.27%	51.22%	-10.59%	-3.58%	40.30%	49.10%
<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>	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%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0
增持	0	0	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

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。

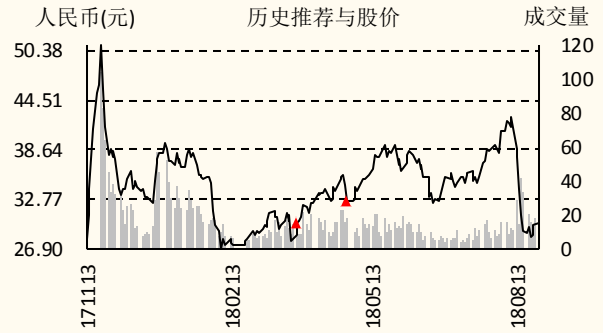
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
3	2018-04-27	买入	34.87	40.00~40.00

来源：国金证券研究所



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH