

乐惠国际(603076)

报告日期: 2021 年 2 月 4 日

牵手盒马鲜生，精酿啤酒渠道开拓获重大突破！

——乐惠国际点评报告

公司点评

行业公司研究——机械设备行业——证券研究

证券研究报告

□ 牵手盒马鲜生，精酿啤酒渠道开拓取得重大突破

近日乐惠国际旗下精酿谷与盒马鲜生就鲜精酿啤酒业务达成合作协议。精酿谷松江工厂出产的首批罐装鲜啤即将在盒马鲜生上海及全国门店陆续上线，其他包装和品类的产品也将陆续推出。盒马鲜生目前在全国共拥有近 300 家门店，年活跃消费者超过 2600 万，是中国新零售领域的标杆企业和国内时尚消费的风向标。与盒马鲜生的合作标志着公司精酿啤酒业务在渠道开拓上取得重大突破。

□ 精酿啤酒商业化运营在即，2021 年将是公司精酿啤酒元年

2020 年 9 月上海松江体验工厂投料生产；2020 年底鲜酒售卖机在陆家嘴首秀；2021 年 1 月公司与华与华（知名品牌咨询公司，成功策划“厨邦、西贝、恰恰、华莱士、海底捞和汉庭等著名消费品品牌”）就精酿啤酒品牌策划正式签约；2021 年 2 月公司公告将在杭州和南京分别建设 1 万吨和 3 万吨城市体验工厂，未来精酿啤酒产能有望增至 5.3 万吨；2021 年 3 月宁波大目湾旗舰工厂也将投入生产。精酿啤酒商业化运营在即，2021 年将成为公司精酿啤酒业务元年。

□ 切入近千亿精酿啤酒赛道，打开成长空间；对标美国波士顿啤酒

2019 年国内精酿啤酒渗透率 2.4%，与美国 25% 的渗透率相比提升空间很大。预计到 2025 年国内精酿啤酒市场规模约为 875 亿（125 亿美金），渗透率达到 11%，5 年 CAGR 约为 22%。对标公司美国波士顿啤酒（SAM.N）市值接近 850 亿人民币，2019 年营收和净利润达到 87 亿人民币和 7.7 亿人民币，过去 10 年收入和净利润 CAGR 分别为 12% 和 14%。公司转型精酿啤酒打开成长空间。

□ “国际化+品类扩张”，设备业务外延边界不断拓宽

全球啤酒酿造设备市场空间 90 亿以上，增量市场主要在亚非拉，走国际化是必由之路。公司目前已经完成完成亚非拉目标市场全覆盖。2019 年海外收入占比 58%。无菌灌装设备由啤酒领域向饮料、乳品和白酒等领域扩展，国内液态食品包装市场规模超 100 亿，设备业务外延边界不断拓宽。

□ 盈利预测及估值

预计 2020-2022 年营业收入为 9.1/18.7/33.8 亿元，同比增长 21%/106%/81%；净利润为 1.0/1.4/2.5 亿元，同比增长 -40%/78%，PE 为 35/25/14 倍。给予公司 2021 年 30 倍 PE，6-12 月目标市值为 42 亿元。维持“买入”评级。2022 年设备业务 1.2 亿净利润，精酿啤酒业务 1.3 亿净利润，给予设备业务 15 倍 PE，精酿啤酒 40 倍 PE，分部估值，公司 2022 年目标市值为 77 亿元。

风险提示：新冠疫情风险；汇率波动风险；精酿啤酒项目推进不及预期

财务摘要

（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	754	909	1869	3384
(+/-)	-22.4%	20.6%	105.6%	81.1%
净利润	-25	101	142	253
(+/-)	-	-	40.1%	78.2%
每股收益（元）	-0.3	1.4	1.9	3.4
P/E	-145	35	25	14
ROE	-3.2%	12.6%	15.3%	22.5%
PB	4.8	4.2	3.6	2.9

评级

上次评级

当前价格

买入

买入

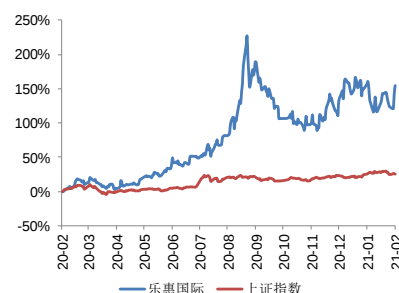
¥ 48.25

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李锋

执业证书号：S1230517080001
lifeng1@stocke.com.cn



相关报告

- 1 《【乐惠国际】精酿啤酒布局杭州、南京，开始大幅扩张-乐惠国际点评报告》2021.02.02
- 2 《【乐惠国际】年度业绩迎来拐点，精酿啤酒即将进入商业化运营-乐惠国际点评报告》2021.01.17
- 3 《【乐惠国际】鲜酒售卖机首秀上海陆家嘴，精酿啤酒迈出重要一步-乐惠国际点评报告》2021.01.11
- 4 《【乐惠国际】深度：啤酒酿造设备龙头，转型精酿啤酒打开成长空间-乐惠国际首次覆盖报告》2020.12.02

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1664	1593	2431	3712	营业收入	754	909	1869	3384
现金	321	516	642	918	营业成本	538	647	1048	1656
交易性金融资产	0	2	2	1	营业税金及附加	8	7	12	25
应收账款	282	136	181	155	营业费用	30	21	467	1184
其它应收款	11	12	25	46	管理费用	100	82	131	152
预付账款	101	79	142	245	研发费用	34	38	41	54
存货	885	757	1348	2263	财务费用	16	19	16	17
其他	65	92	91	83	资产减值损失	49	5	9	17
非流动资产	304	369	563	927	公允价值变动损益	-4	3	3	4
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	11	11	11	11
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	0	0	0	0
固定资产	149	188	308	548	营业利润	-18	110	159	293
无形资产	71	74	80	80	营业外收支	8	14	15	16
在建工程	69	79	143	275	利润总额	-10	124	173	309
其他	14	27	31	25	所得税	15	22	31	56
资产总计	1968	1961	2993	4639	净利润	-25	101	142	253
流动负债	1202	1097	1986	3378	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	315	373	382	357	归属母公司净利润	-25	101	142	253
应付款项	128	129	214	354	EBITDA	24	149	204	348
预收账款	679	523	1238	2411	EPS (最新摊薄)	-0.3	1.4	1.9	3.4
其他	80	72	152	256	主要财务比率				
非流动负债	9	6	7	7		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	9	6	7	7	营业收入	-22.4%	20.6%	105.6%	81.1%
负债合计	1211	1103	1993	3385	营业利润	-133.2%	714.0%	44.1%	84.7%
少数股东权益	2	2	2	2	归属母公司净利润	-	-	40.1%	78.2%
归属母公司股东权益	755	856	998	1252	获利能力				
负债和股东权益	1968	1961	2993	4639	毛利率	28.7%	28.8%	43.9%	51.1%
					净利率	-3.3%	11.2%	7.6%	7.5%
现金流量表					ROE	-3.2%	12.6%	15.3%	22.5%
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	ROIC	0.2%	9.0%	10.9%	16.1%
经营活动现金流	172	215	338	705	偿债能力				
净利润	(25)	101	142	253	资产负债率	61.6%	56.3%	66.6%	73.0%
折旧摊销	23	14	20	33	净负债比率	26.0%	33.8%	19.2%	10.5%
财务费用	16	19	16	17	流动比率	1.4	1.5	1.2	1.1
投资损失	(11)	(11)	(11)	(11)	速动比率	0.6	0.8	0.5	0.4
营运资金变动	318	(39)	755	1317	营运能力				
其它	(149)	130	(585)	(904)	总资产周转率	0.4	0.5	0.8	0.9
投资活动现金流	(7)	(60)	(204)	(387)	应收帐款周转率	2.3	4.4	11.6	19.0
资本支出	(56)	(60)	(200)	(400)	应付帐款周转率	4.2	5.0	6.1	5.8
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他	49	0	(4)	13	每股收益	-0.3	1.4	1.9	3.4
筹资活动现金流	(171)	40	(7)	(43)	每股经营现金	2.3	2.9	4.5	9.5
短期借款	(143)	58	9	(25)	每股净资产	10.1	11.5	13.4	16.8
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
其他	(29)	(18)	(16)	(17)	P/E	-145	35	25	14
现金净增加额	(7)	195	126	276	P/B	5	4	4	3
					EV/EBITDA	75	23	16	9

资料来源: Wind、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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>