

乐惠国际(603076)

报告日期: 2021 年 2 月 9 日

# 携手木屋烧烤，精酿啤酒渠道开拓又下一城

——乐惠国际点评报告

## □ 携手木屋烧烤，精酿啤酒渠道开拓又下一城

根据公司官方微信公众号消息：子公司精酿谷近日与木屋烧烤签订战略合作协议。木屋烧烤是中国著名烧烤连锁品牌，已经在深圳、北京、上海等地拥有 170 多家门店。烧烤和啤酒是餐饮的绝佳搭配，高质量的新鲜精酿啤酒可以帮助烧烤餐饮门店吸引更多的消费者和提升客单价。木屋烧烤计划 5 年发展百城千店，精酿谷拥有能与之发展相匹配的新鲜精酿啤酒分布式供应链，双方可优势互补。近期公司在精酿啤酒销售渠道开拓连续取得重大突破，先后与盒马鲜生、木屋烧烤成功签约，后续还将与乐惠控股旗下乐鹰商用厨房设备公司展开合作，开拓餐饮和便利店等渠道。乐鹰拥有 7-11、全家、乐蜂等超市便利店客户、西贝、五芳斋、金龙鱼、永和大王等数百家餐饮客户，以及中兴、科大讯飞和申洲国际等大型企业客户，其为精酿谷潜在的导流空间巨大。

## □ 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产生产；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）市值已超 900 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。

## □ 盈利预测及估值

公司从啤酒酿造设备转型精酿啤酒销售，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 37/26/15 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     | -151   | 37    | 26     | 15    |
| ROE     | -3.2%  | 12.6% | 15.3%  | 22.5% |
| PB      | 5      | 4     | 4      | 3     |

## 评级

上次评级

## 买入

买入

当前价格

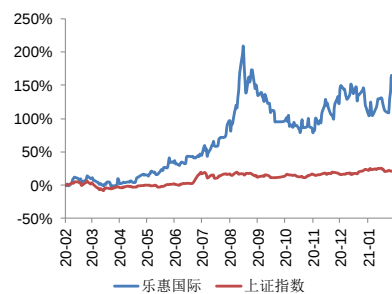
¥ 50.18

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】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》2021.02.04
- 2 《【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
- 3 《【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
- 4 《【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
- 5 《【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**

| <b>资产负债表</b>   |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元        | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>流动资产</b>    | 1664  | 1593  | 2431  | 3712  |
| 现金             | 321   | 516   | 642   | 918   |
| 交易性金融资产        | 0     | 2     | 2     | 1     |
| 应收账款           | 282   | 136   | 181   | 155   |
| 其它应收款          | 11    | 12    | 25    | 46    |
| 预付账款           | 101   | 79    | 142   | 245   |
| 存货             | 885   | 757   | 1348  | 2263  |
| 其他             | 65    | 92    | 91    | 83    |
| <b>非流动资产</b>   | 304   | 369   | 563   | 927   |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 149   | 188   | 308   | 548   |
| 无形资产           | 71    | 74    | 80    | 80    |
| 在建工程           | 69    | 79    | 143   | 275   |
| 其他             | 14    | 27    | 31    | 25    |
| <b>资产总计</b>    | 1968  | 1961  | 2993  | 4639  |
| <b>流动负债</b>    | 1202  | 1097  | 1986  | 3378  |
| 短期借款           | 315   | 373   | 382   | 357   |
| 应付款项           | 128   | 129   | 214   | 354   |
| 预收账款           | 679   | 523   | 1238  | 2411  |
| 其他             | 80    | 72    | 152   | 256   |
| <b>非流动负债</b>   | 9     | 6     | 7     | 7     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 9     | 6     | 7     | 7     |
| <b>负债合计</b>    | 1211  | 1103  | 1993  | 3385  |
| 少数股东权益         | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 归属母公司股东权益      | 755   | 856   | 998   | 1252  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1968  | 1961  | 2993  | 4639  |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       |
| 单位: 百万元        | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>经营活动现金流</b> | 172   | 215   | 338   | 705   |
| 净利润            | (25)  | 101   | 142   | 253   |
| 折旧摊销           | 23    | 14    | 20    | 33    |
| 财务费用           | 16    | 19    | 16    | 17    |
| 投资损失           | (11)  | (11)  | (11)  | (11)  |
| 营运资金变动         | 318   | (39)  | 755   | 1317  |
| 其它             | (149) | 130   | (585) | (904) |
| <b>投资活动现金流</b> | (7)   | (60)  | (204) | (387) |
| 资本支出           | (56)  | (60)  | (200) | (400) |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 49    | 0     | (4)   | 13    |
| <b>筹资活动现金流</b> | (171) | 40    | (7)   | (43)  |
| 短期借款           | (143) | 58    | 9     | (25)  |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (29)  | (18)  | (16)  | (17)  |
| <b>现金净增加额</b>  | (7)   | 195   | 126   | 276   |

| <b>利润表</b>      |         |        |        |       |
|-----------------|---------|--------|--------|-------|
| 单位: 百万元         | 2019    | 2020E  | 2021E  | 2022E |
| <b>营业收入</b>     | 754     | 909    | 1869   | 3384  |
| 营业成本            | 538     | 647    | 1048   | 1656  |
| 营业税金及附加         | 8       | 7      | 12     | 25    |
| 营业费用            | 30      | 21     | 467    | 1184  |
| 管理费用            | 100     | 82     | 131    | 152   |
| 研发费用            | 34      | 38     | 41     | 54    |
| 财务费用            | 16      | 19     | 16     | 17    |
| 资产减值损失          | 49      | 5      | 9      | 17    |
| 公允价值变动损益        | -4      | 3      | 3      | 4     |
| 投资净收益           | 11      | 11     | 11     | 11    |
| 其他经营收益          | 0       | 0      | 0      | 0     |
| <b>营业利润</b>     | -18     | 110    | 159    | 293   |
| 营业外收支           | 8       | 14     | 15     | 16    |
| <b>利润总额</b>     | -10     | 124    | 173    | 309   |
| 所得税             | 15      | 22     | 31     | 56    |
| <b>净利润</b>      | -25     | 101    | 142    | 253   |
| 少数股东损益          | 0       | 0      | 0      | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | -25     | 101    | 142    | 253   |
| EBITDA          | 24      | 149    | 204    | 348   |
| EPS (最新摊薄)      | -0.3    | 1.4    | 1.9    | 3.4   |
| <b>主要财务比率</b>   |         |        |        |       |
|                 | 2019    | 2020E  | 2021E  | 2022E |
| <b>成长能力</b>     |         |        |        |       |
| 营业收入            | -22.4%  | 20.6%  | 105.6% | 81.1% |
| 营业利润            | -133.2% | 714.0% | 44.1%  | 84.7% |
| 归属母公司净利润        | -       | -      | 40.1%  | 78.2% |
| <b>获利能力</b>     |         |        |        |       |
| 毛利率             | 28.7%   | 28.8%  | 43.9%  | 51.1% |
| 净利率             | -3.3%   | 11.2%  | 7.6%   | 7.5%  |
| ROE             | -3.2%   | 12.6%  | 15.3%  | 22.5% |
| ROIC            | 0.2%    | 9.0%   | 10.9%  | 16.1% |
| <b>偿债能力</b>     |         |        |        |       |
| 资产负债率           | 61.6%   | 56.3%  | 66.6%  | 73.0% |
| 净负债比率           | 26.0%   | 33.8%  | 19.2%  | 10.5% |
| 流动比率            | 1.4     | 1.5    | 1.2    | 1.1   |
| 速动比率            | 0.6     | 0.8    | 0.5    | 0.4   |
| <b>营运能力</b>     |         |        |        |       |
| 总资产周转率          | 0.4     | 0.5    | 0.8    | 0.9   |
| 应收账款周转率         | 2.3     | 4.4    | 11.6   | 19.0  |
| 应付账款周转率         | 4.2     | 5.0    | 6.1    | 5.8   |
| <b>每股指标(元)</b>  |         |        |        |       |
| 每股收益            | -0.3    | 1.4    | 1.9    | 3.4   |
| 每股经营现金          | 2.3     | 2.9    | 4.5    | 9.5   |
| 每股净资产           | 10.1    | 11.5   | 13.4   | 16.8  |
| <b>估值比率</b>     |         |        |        |       |
| P/E             | -151    | 37     | 26     | 15    |
| P/B             | 5       | 4      | 4      | 3     |
| EV/EBITDA       | 75      | 24     | 17     | 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