

乐惠国际(603076)

业绩符合预期，精酿啤酒已经开始商业化运营

——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

□ 业绩符合预期；2020 年轻装上阵，净利润同比大幅扭亏

公司公告：2020 年实现营收 8.5 亿元，同比增长 13%；实现净利润 1.06 亿元，同比大幅扭亏；实现经营活动现金净额 1.6 亿元，同比减少 5%。加权平均 ROE 为 13.10%，同比提升 16pct，主要是因为德国子公司 Finnah 不再并表。

2019 年因德国子公司 Finnah 破产而计提资产减值损失对净利润的影响为 6320 万元，剔除这一因素影响 2019 年实际净利润为 3838 万元。因此 2020 年净利润实际同比增长 176%。

□ 啤酒酿造设备受海外疫情影响略有下滑，品类扩张取得积极效果

2020 年啤酒酿造设备 4.5 亿元，同比减少 5%；无菌灌装设备 3.3 亿元，同比增长 51%；其他生物过程设备（主要为卫生容器）6538 万元，同比增长 26%，公司品类扩展战略取得积极效果。2020 年海外业务受疫情影响，收入为 4.4 亿元，同比减少约 1%。

2020 年啤酒酿造设备毛利率 34%，同比提升 5pct；无菌灌装设备毛利率 26%，同比下滑 0.6pct；其他生物过程设备毛利率 20%，同比下滑约 8pct。2020 年海外业务毛利率 41%，同比提升 9pct。

□ 德国子公司 Finnah 不再并表，公司期间费用率大幅下降 6.5pct

2020 年由于德国子公司已经申请破产不再并表，公司期间费用率从 2019 年 23.9% 下降至 2020 年 17.5%。其中销售费用率下降 2pct，管理费用率下降 4pct。

□ 精酿啤酒已经实现商业化运营，2021 年将是公司精酿啤酒元年

上海松江体验工厂目前处于满负荷生产状态，2021 年 4 月宁波大目湾旗舰工厂完成并投料生产，后续办完食品经营许可证后预计今年夏天可以销售精酿啤酒。计划在杭州和南京分别建设 1 万吨和 3 万吨体验工厂；2021 年年初公司与盒马鲜生、一兆韦德、木屋烧烤等签署战略合作协议，同时也正在与其他电商、物流等企业洽谈，建立全方位的精酿啤酒营销渠道；第二代售酒机预计在今年 5 月份完成，将根据市场上的销售情况进行投放；Cutbrew 设备将根据象山大目湾项目的完工情况适时投放市场。2021 年将是公司精酿啤酒元年。

□ 盈利预测及估值

预计 2021-2023 年净利润为 1.3/2.0/2.8 亿元，同比增长 26%/51%/39%，对应 PE 为 32/21/15 倍。维持买入评级。

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)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	852	1188	1691	2243
(+/-)	13.1%	39.4%	42.4%	32.6%
净利润	106	133	201	278
(+/-)	29.4%	25.8%	50.8%	38.5%
每股收益(元)	1.4	1.5	2.3	3.2
P/E	35	32	21	15
ROE	13.1%	14.3%	18.2%	20.7%
PB	4.3	4.2	3.5	2.9

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

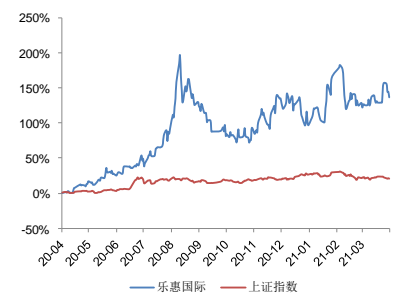
¥ 49.35

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】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	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1449	1925	2404	2763
现金	208	380	273	256
交易性金融资产	95	33	43	57
应收账款	165	177	164	100
其它应收款	14	17	26	35
预付账款	73	113	172	204
存货	749	1096	1621	1991
其他	145	108	106	120
<b>非流动资产</b>	367	426	593	961
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	226	258	370	604
无形资产	70	74	70	69
在建工程	55	68	134	268
其他	15	27	19	21
<b>资产总计</b>	1816	2351	2997	3724
<b>流动负债</b>	948	1341	1786	2235
短期借款	205	326	393	765
应付款项	112	167	241	299
预收账款	0	559	773	693
其他	632	289	379	478
<b>非流动负债</b>	11	8	9	10
长期借款	0	0	0	0
其他	11	8	9	10
<b>负债合计</b>	959	1350	1795	2244
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	857	1001	1202	1480
<b>负债和股东权益</b>	1816	2351	2997	3724
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	163	64	40	53
净利润	105	133	201	278
折旧摊销	23	19	25	37
财务费用	16	17	24	39
投资损失	(13)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(96)	252	324	76
其它	128	(344)	(520)	(363)
<b>投资活动现金流</b>	(127)	(9)	(190)	(402)
资本支出	(63)	(60)	(200)	(400)
长期投资	0	0	0	0
其他	(65)	51	10	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	(123)	117	42	333
短期借款	(111)	121	67	372
长期借款	0	0	0	0
其他	(12)	(4)	(25)	(39)
<b>现金净增加额</b>	(87)	172	(107)	(16)

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	852	1188	1691	2243
营业成本	595	833	1153	1501
营业税金及附加	6	9	11	17
营业费用	16	42	118	202
管理费用	80	107	118	135
研发费用	37	50	51	45
财务费用	16	17	24	39
资产减值损失	7	6	8	11
公允价值变动损益	5	3	3	4
投资净收益	13	13	13	13
其他经营收益	(0)	0	0	0
<b>营业利润</b>	114	146	223	310
营业外收支	7	7	8	9
<b>利润总额</b>	120	153	230	319
所得税	15	20	30	42
<b>净利润</b>	105	133	201	278
少数股东损益	(0)	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	106	133	201	278
<b>EBITDA</b>	150	181	268	381
<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.4	1.5	2.3	3.2
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.1%	39.4%	42.4%	32.6%
营业利润	28.3%	28.6%	52.5%	39.4%
归属母公司净利润	29.4%	25.8%	50.8%	38.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.1%	29.9%	31.8%	33.1%
净利率	12.4%	11.2%	11.9%	12.4%
ROE	13.1%	14.3%	18.2%	20.7%
ROIC	10.5%	10.6%	13.3%	13.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.8%	57.4%	59.9%	60.3%
净负债比率	21.3%	24.2%	21.9%	34.1%
流动比率	1.5	1.4	1.3	1.2
速动比率	0.7	0.6	0.4	0.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收帐款周转率	3.8	7.0	9.7	15.9
应付帐款周转率	5.0	6.0	5.7	5.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.4	1.5	2.3	3.2
每股经营现金	1.9	0.7	0.5	0.6
每股净资产	11.5	11.6	13.9	17.2
<b>估值比率</b>				
P/E	35	32	21	15
P/B	4	4	4	3
EV/EBITDA	23	23	16	12

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>