

乐惠国际(603076)

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

“鲜啤 30 公里” 迈向全国：自有品牌与代工模式两翼齐飞

——乐惠国际点评报告

□ 全国品牌“鲜啤 30 公里”正式推出，相关易拉罐产品已经上市

根据华与华官方微信公众号消息：为乐惠国际精酿啤酒业务量身打造的全国品牌“鲜啤 30 公里”已经正式推出。该品牌旨在以 30 公里为半径建城市酒厂，把酒厂酿造的新鲜啤酒通过最近距离的送到消费者桌上，让其能够喝到新鲜的精酿啤酒，其核心是以距离来定义新鲜；“鲜啤 30 公里”品牌于 5 月 12 日已在亚洲国际精酿啤酒展览会上首次亮相，相关的三款易拉罐产品也已经在自有品牌渠道上市，后续公司与华与华合作的其他经营活动的落地。

□ 上海松江体验工厂已满产运行，产能主要供应盒马鲜生的代工渠道

根据公司官方公众号消息：上海松江工厂 3000 吨产能中 80%左右供给上海盒马，大目湾投产之后能够继续推进与盒马深度合作；公司是目前国内唯一有能力凭借灵活、全面的生产体系规划全力支持盒马鲜生精酿鲜啤产品布局全国门店的企业。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。

□ 宁波大目湾旗舰工厂即将投产，预计到 2023 年产能有望超过 5 万吨

根据公司官方公众号消息：公司目前已经/即将在长三角地区建成上海佘山、宁波大目湾两家酒厂，目前设计产能 13000 吨/年，杭州余杭酒厂、南京酒厂、上海浦东酒厂，正在规划建设中；公司目前在广州、长沙、成都、昆明等城市积极推进城市酒厂的落地，全力打造从长三角到全中国的新鲜精酿啤酒供应链。

□ 精酿啤酒代表消费升级方向，可孕育接近千亿市值的上市公司

2019 年国内精酿啤酒的消费量占比 2.4%，市场规模占比约 5%，与美国 13.6% 的消费量占比和 25% 的市场规模占比相比还有很大提升空间。预计到 2025 年国内精酿啤酒市场规模约为 875 亿，渗透率达到 11%，5 年 CAGR 约为 22%。对标公司美国波斯顿啤酒 (SAM.N)，2020 年营收和净利润达到 109 亿人民币和 12 亿人民币，过去 10 年收入和净利润 CAGR 分别为 13%和 11%。公司转型精酿啤酒打开长期成长空间。

□ 盈利预测及估值

预计 2021-2023 年收入为 12/17/22 亿元，同比增长 39%/42%/33%，净利润为 1.3/2.0/2.8 亿元，同比增长 26%/51%/39%，对应 PE 为 34/22/16 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)	0.9	1.1	1.7	2.3
P/E	42	34	22	16
ROE	13.1%	14.3%	18.2%	20.7%
PB	5.2	4.3	3.6	2.9

评级

上次评级

当前价格

买入

买入

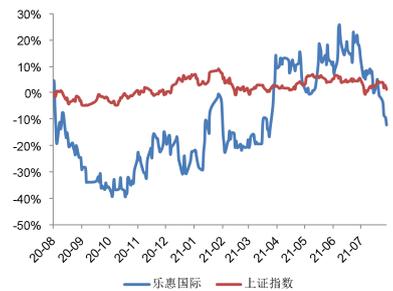
¥ 37.07

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】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
- 2 《【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
- 3 《【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

附录：“鲜啤 30 公里”命名逻辑

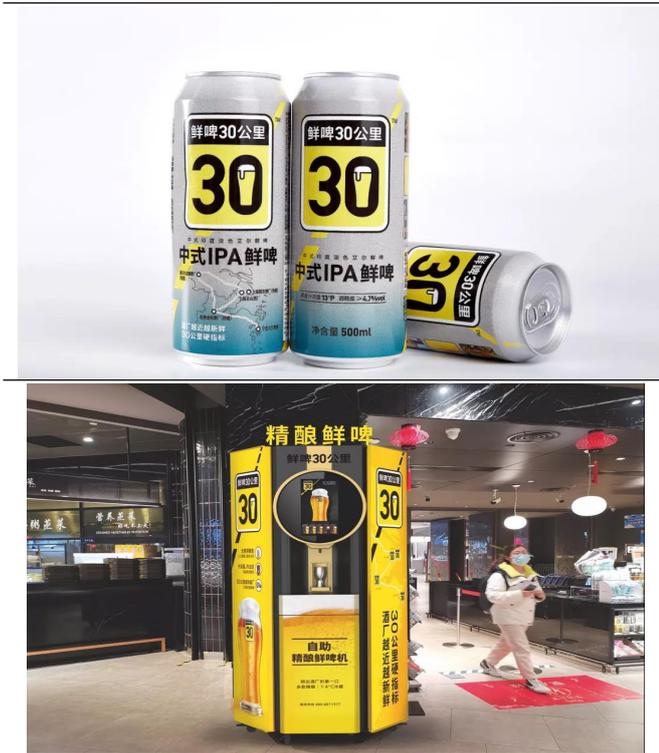
根据华与华微信公众号消息：

产品设计：“鲜啤 30 公里”易拉罐产品

华与华运用产品即信息，包装即媒体，让产品自己会说话，自己把自己卖出去的理念，包装设计包含 7 大设计机关：

- 1) 易拉罐原色做底色，避免干扰罐面信息。从市场上的易拉罐产品中，直接跳出来，减少色彩干扰，logo 及产品信息更突出
- 2) logo 放最大，视觉冲击最大化。在包装上把品牌信息放第一位，让产品第一眼被识别。同时在陈列时形成阵列感，在终端更容易被发现。
- 3) 罐口要当条幅用，寸土寸金不浪费。罐口突出本地酿造信息，包装每一处都得到利用。
- 4) 产品名称放 C 位，加速顾客购买决策。黑体设计更醒目，三米之外看得清。
- 5) 购买理由放正面，包装自己会说话。放大生产日期，瞬间进入选择逻辑。
- 6) 增加一个陈列面，每一面都是正面。罐子两面都是正面，增加一个广告位，无论怎么摆，顾客都能看到，终端最显眼。
- 7) 证据链上包装，有图有真相。佐证购买理由，加速消费者购买决策，看到就想买。

图 1：“鲜啤 30 公里”易拉罐、自助售酒机设计



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 2：“鲜啤 30 公里”产品设计



资料来源：华与华公众号、浙商证券研究所

打造超级品牌“鲜啤 30 公里”底层逻辑：华与华研究了啤酒市场的现状、企业禀赋及消费者趋势：

1) 行业史：中国啤酒经历了 3 个发展阶段，80 年代是普及期，啤酒实现国产化之后，需求迅速增长，各地开始兴建啤酒厂，燕京啤酒成为销量冠军。到 2002 年，中国成为世界最大啤酒消费市场，进入扩张期，形成华润、雪花、青啤、百威英博、嘉士伯的争霸

局面，用低价策略抢占渠道，部分地方啤酒厂退出舞台，在这样的竞争环境下，为了降低成本，厂家开始替换酿造原料；为了满足全国范围销售，通过高温杀菌的方式，拉长保质期，导致啤酒越来越淡，2014年起产量连续4年下滑；同时，中国酒吧开始出现“自酿”啤酒，2008年第一家专业啤酒工坊在南京创立，“精酿”越来越火，精酿啤酒品牌扎堆，这也证明，大家期待喝到更好的啤酒，“水啤”时代的上半场结束，亟待一场啤酒革命。

2) **产品**：乐惠黄总，对好啤酒有自己的坚持：“我们要生产真正用麦芽、酵母、水、啤酒花酿造出来的啤酒，不经过巴氏杀菌或瞬时高温杀菌，保留活性酵母和啤酒最完整的营养；好啤酒的本质是新鲜，保证在口感最好的时候，让顾客喝到，因为啤酒好喝不好喝，顾客一口就能喝出来”。

3) **消费者**：随着消费知识的提高，信息始终是从不对称走向对称。华与华通过选择信息对称来让消费者认识新鲜啤酒。消费者只要一口就能喝出来，而这也是消费者认识产品，甚至持续选择“鲜啤30公里”的理由。

基于华与华定位坐标系对行业史、产品、消费者的分析，华与华做出一个战略判断：乐惠要做大鲜啤市场，坚定做精酿鲜啤。

图：乐惠国际战略模型



资料来源：华与华微信公众号、浙商证券研究所

命名逻辑：利用简单的道理和字词，传达出鲜明正义、不容反驳、情绪充沛的立场，绕开了顾客心理防线，让顾客感到愉悦，并进一步影响其行为。

- 1) **命名里面一定要有品类名**：华与华把品类名“鲜啤”，直接放进命名里，目的是达成更低成本的传播，一看名字就知道这个牌子是卖什么的。
- 2) **命名就是购买理由**：品牌最大的价值是“新鲜”，但直接说“新鲜”，消费者会直接绕开这类信息，只有真实的、精准的数字，才能让人相信，让人感兴趣了解。衡量是否新鲜的两个单位：距离、时间，时间的本质其实是距离。我们根据乐惠国际的资源禀赋，定下一个坐标，测量上海佘山酒厂、未来浦东酒厂，到坐标位置的直线距离，提出30公里半径范围内建城市酒厂的设想。

- 3) **命名要口语化**：华与华《超级符号就是超级创意》中，提出传播是一种口语现象，广告要禁用书面语，因为口语相对于书面语，有更大的刺激信号能量，更能激发消费者的行为反射。就这样，华与华为精酿谷创意了一个新名字——“鲜啤 30 公里”，并创意了“酒厂越近越新鲜，30 公里硬指标”品牌谚语。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	1816	2351	2997	3724
流动负债	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
非流动负债	11	8	9	10
长期借款	0	0	0	0
其他	11	8	9	10
负债合计	959	1350	1795	2244
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	857	1001	1202	1480
负债和股东权益	1816	2351	2997	3724
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	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)
投资活动现金流	(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)
筹资活动现金流	(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)
现金净增加额	(87)	172	(107)	(16)

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	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
营业利润	114	146	223	310
营业外收支	7	7	8	9
利润总额	120	153	230	319
所得税	15	20	30	42
净利润	105	133	201	278
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	106	133	201	278
EBITDA	150	181	268	381
EPS (最新摊薄)	0.9	1.1	1.7	2.3
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标(元)				
每股收益	0.9	1.1	1.7	2.3
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
估值比率				
P/E	42	34	22	16
P/B	5	4	4	3
EV/EBITDA	23	24	17	13

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>