

乐惠国际(603076)

报告日期: 2021年10月11日

宁波工厂已获食品许可证; 精酿鲜啤业务驶入快车道

——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

□ 宁波大目湾工厂已获得食品卫生许可证, 产能释放助力精酿业务腾飞

根据公司与投资者在投资者互动平台交流的回复: 宁波大目湾工厂已经获得食品生产许可证。公司精酿旗舰工厂落地, 产能释放助力公司鲜啤第二主业腾飞。我们认为: 宁波工厂是公司精酿鲜啤业务从1到N的重要里程碑。通过宁波1万吨产能的释放, 自有品牌“鲜啤30公里”将快速放量。销售结构持续优化。

□ 上半年装备新签订单同比增长76%; 精酿啤酒首次实现收入319万元

装备业务: 上半年收入5亿元(+15%); 扣非净利润5556万元(+6%)。其中酒类酿造等营收为3.7亿元, 占比75%。截至6月底, 新签订单8亿元, 同比增长76%; 在手订单18亿元, 同比增长26%。5月新接白酒装备订单3.3亿元。
精酿啤酒: 上半年仅上海佘山工厂在产, 共实现销售收入319万元。宁波大目湾工厂获得食品许可证后, 产能将快速释放。杭州、南京等地工厂正推进中。

□ 自有品牌、产能规划和渠道开拓齐头并进, 精酿啤酒业务进入快车道

自有品牌: 与华与华合作创立“鲜啤30公里”新品牌, 建立“酒厂越近越新鲜”的啤酒消费价值观, 在上海和杭州等市场试水获得终端消费者肯定。
产能规划: 目前除上海佘山工厂在产外, 宁波大目湾工厂已正式落地投产, 杭州工厂进入设计阶段。公司“百城百厂”规划正在持续推进中, 成长空间巨大。
渠道开拓: 公司已建立多元销售渠道。除持续为盒马鲜生提供鲜啤ODM服务外, 公司自有品牌正式登入京东线上商城销售。“30公里鲜啤酒馆”品牌连锁体系正在筹划中, 第一家“打酒站”已经在上海永康路开业; “小酒馆”模式首家直营店铺即将于上海市闵行区开业; 第二家店铺预计于十月底在上海浦东开业。

□ 精酿啤酒代表消费升级方向, 未来五年行业市场规模CAGR约为26%

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1040亿, 渗透率达到14.6%, 5年CAGR约为26%。

□ 盈利预测及估值

预计2021~2023年归母净利润分别为1.3/1.9/2.7亿元, 增速为25%/43%/41%, 对应PE为31/22/16, 维持买入评级。

风险提示: 疫情影响需求; 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	1114	1592	2178
(+/-)	13.1%	30.7%	42.9%	36.8%
归母净利润	106	132	188	265
(+/-)	29.4%	24.7%	42.8%	40.8%
每股收益(元)	0.9	1.1	1.6	2.2
P/E	39	31	22	16
ROE	13.1%	13.9%	16.7%	19.5%
PB	5	4	3	3

评级

上次评级
当前价格

买入

买入
¥32.79

分析师: 王华君

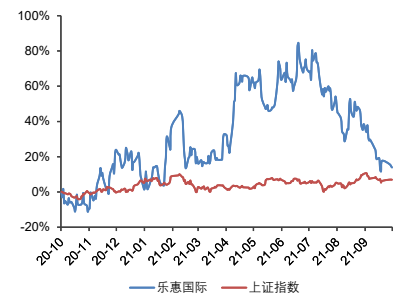
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李锋

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

联系人: 何家恺

hejiakai@stocke.com.cn



相关报告

- 1 《【乐惠国际】深度报告一: 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
- 2 《【乐惠国际】牵手盒马鲜生, 精酿啤酒渠道开拓获重大突破》2021.02.04
- 3 《【乐惠国际】“鲜啤30公里”迈向全国: 自有品牌与代工模式两翼齐飞》2021.08.23
- 4 《【乐惠国际】宁波工厂重大节点通过, 即将投产; 自主品牌将提升》2021.09.08
- 5 《【乐惠国际】深度报告二: 精酿啤酒业务战略明晰, 第二主业即将腾飞》2021.09.26

附录一：乐惠国际中报主要业务与财务数据变化

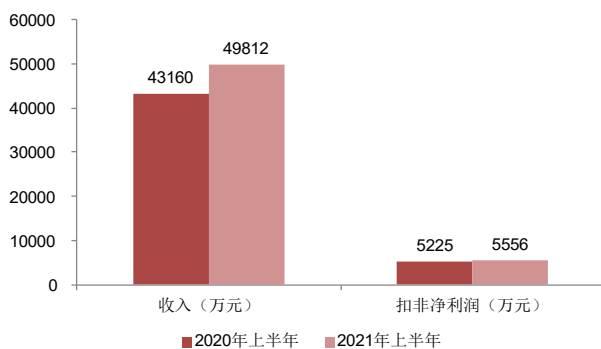
整体经营情况：2021年上半年实现营业收入5亿元，较上年同期增加16%；其中海外收入3.2亿元，营收占比60%。受上半年主要原材料不锈钢和海外运费大幅度涨价等因素影响，营业成本3.5亿元，较上年同期增加17%；毛利率下降0.8个百分点。公司实现归属于上市公司股东的净利润5607万元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润4633万元。其中，装备业务收入同比增长15%，扣非净利润为5556万元，较上年同期增长6%；第二主业精酿业务刚刚起步，处于前期投入阶段，报告期内产生亏损924万元。

装备业务：收入约5亿元，较去年同比增长15%，扣非净利润5556万元，同比增长6%。其中酒类酿造及相关设备营业收入为3.7亿元，无菌灌装设备1亿元，其他生物过程装备2240万元。酒类酿造及相关设备仍是公司主要的营业收入，占装备业务收入的75%。

截至2021年6月底，公司装备业务新签订单8.1亿元，同比增长76%。在手订单17.9亿元，同比增长26%。其中5月份新接白酒装备订单金额3.3亿元。

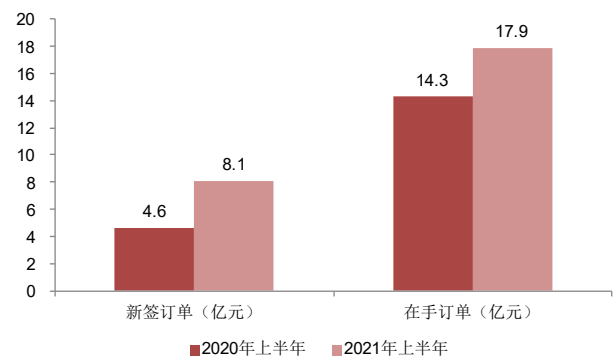
公司在从两个维度拓展专业设备制造领域收入，**横向上加快白酒、乳制品罐装等新领域的市场及技术投入**。纵向上进一步提升生产交付效率，随着小蔚庄工厂进入成熟生产状态，公司总体产能将进一步提升。

图 1：2021 年上半年装备收入增长 15%，扣非净利润增长 6%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 2：2021 年上半年新签订单增长 76%，在手订单增长 26%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

精酿啤酒：公司上半年仅有上海佘山工厂在产，共实现销售收入319.34万元。宁波大目湾工厂已正式获得食品许可证。未来公司将以宁波大目湾工厂的产能作保障，利用鲜啤售酒机、鲜啤无菌包装等先进的技术作依托，大力加强自有品牌的露出，深度切入消费端市场。

自有品牌：2021年1月和中国著名的品牌及市场营销咨询公司华与华签署了为期3年的战略合作协议。在华与华的帮助下，公司确定了精酿鲜啤的产品定位，创立了新品牌“鲜啤30公里”，建立“酒厂越近越新鲜”的啤酒消费价值观。自有品牌产品开始试水上海、杭州等市场，获得终端消费者的肯定。

产能规划：公司目前除上海佘山工厂在产外，宁波大目湾工厂已正式落地投产。公司成立了拓展部，负责其他城市工厂项目的拓展工作。目前杭州工厂项目已进入设计阶段，并结合自主投资和合作建厂方式计划在其他城市筹建新的项目。公司长期战略规划“百城百厂”，未来成长空间巨大。

渠道开拓：2021年初同盒马鲜生签订合作协议，为其提供鲜啤ODM服务。自3月份开始由上海佘山工厂供应其上海市场，产品端收获了终端消费者的高度认可，上市以来一直供不应求。公司已建立多元销售渠道，自有品牌正式登入京东线上商城销售。“30公里鲜啤酒馆”品牌连锁体系正在筹划中，第一家“打酒站”已经在上海永康路开业；“小酒馆”模式首家直营店铺即将于上海市闵行区开业；第二家店铺预计于十月底在上海浦东开业。

鲜啤属于短保冷链的新产品，与现在的消费升级和消费者认知非常吻合，与公司“百城百厂”、“酒厂越近越新鲜”的战略理念一致，可以充分发挥公司城市工厂布局的优势。鲜啤市场是啤酒行业的新蓝海，公司的目标是让“鲜啤30公里”品牌成为消费者心目中鲜啤的代表。

运营指标：1) 预付款同比增长 98%，存货同比增长 30%，主要系本期为国内外大项目备货所致；2) 经营性净现金流为-3.1亿元，主要因为：1) 5 月份新接白酒装备订单金额 3.3 亿元，考虑到不锈钢处于价格上涨阶段，支出资金用于购买不锈钢等材料，对经营性现金流的影响为-1.7 亿元；2) 受疫情影响，部分海外项目执行和验收延误，导致项目回款推后，对经营现金流的影响约为-0.9 亿元。

附录二：“鲜啤 30 公里”命名逻辑

根据华与华微信公众号消息：

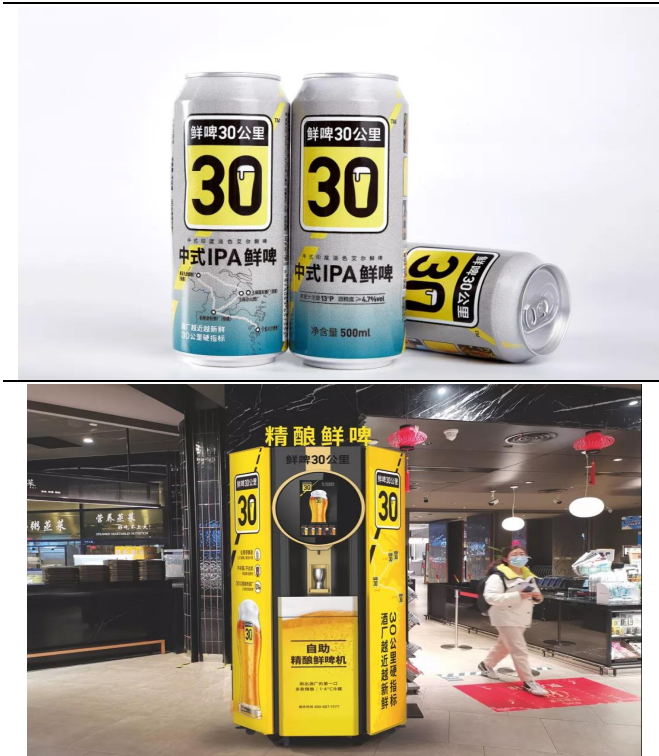
产品设计：“鲜啤 30 公里”易拉罐产品

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) **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。

购

图 3：“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 4：“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 5：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	1911	2353	2770
现金	208	436	273	256
交易性金融资产	95	33	43	57
应收账款	165	166	154	97
其它应收款	14	16	24	34
预付账款	73	108	168	205
存货	749	1043	1585	2001
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	2337	2946	3731
流动负债	948	1294	1714	2234
短期借款	205	326	377	784
应付款项	112	159	235	300
预收账款	0	524	727	673
其他	632	285	375	477
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	1302	1724	2243
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	857	1035	1223	1488
负债和股东权益	1816	2337	2946	3731
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	163	85	0	18
净利润	105	132	188	265
折旧摊销	23	19	25	37
财务费用	16	16	24	39
投资损失	(13)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(96)	223	313	99
其它	128	(291)	(537)	(409)
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)	152	27	368
短期借款	(111)	121	51	407
长期借款	0	0	0	0
其他	(12)	30	(24)	(39)
现金净增加额	(87)	228	(163)	(16)

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	852	1114	1592	2178
营业成本	595	793	1127	1508
营业税金及附加	6	8	10	16
营业费用	16	33	75	152
管理费用	80	89	111	131
研发费用	37	45	45	44
财务费用	16	16	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	145	208	294
营业外收支	7	7	9	11
利润总额	120	151	216	305
所得税	15	20	28	40
净利润	105	132	188	265
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	106	132	188	265
EBITDA	150	179	253	366
EPS (最新摊薄)	0.9	1.1	1.6	2.2
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	13.1%	30.7%	42.9%	36.8%
营业利润	28.3%	27.4%	43.5%	41.5%
归属母公司净利润	29.4%	24.7%	42.8%	40.8%
获利能力				
毛利率	30.1%	28.8%	29.2%	30.7%
净利率	12.4%	11.8%	11.8%	12.2%
ROE	13.1%	13.9%	16.7%	19.5%
ROIC	10.5%	10.2%	12.4%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	52.8%	55.7%	58.5%	60.1%
净负债比率	21.3%	25.0%	21.9%	34.9%
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.4	0.3
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
应收帐款周转率	3.8	6.7	9.8	16.2
应付帐款周转率	5.0	5.9	5.7	5.6
每股指标(元)				
每股收益	0.9	1.1	1.6	2.2
每股经营现金	1.4	0.7	0.0	0.1
每股净资产	11.5	8.6	10.1	12.3
估值比率				
P/E	39	31	22	16
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	23	22	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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>