

乐惠国际(603076)

从“1-N”大规模复制开启；鲜啤业务渠道再突破&鲜酿工坊开业
——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

事件

根据7月21日公司微信公众号消息，公司自有品牌入驻西安碎怂烤肉。根据一尺花园公众号消息：7月21日，一尺花园与公司合作的上海鲜酿工坊正式开业。

投资要点

自有品牌入驻西安碎怂烤肉，公司渠道全国开拓再下一城

根据公司旗下微信公众号消息，公司自有品牌-鲜啤 30 公里入驻西安知名烤肉连锁店-碎怂烤肉。碎怂烤肉专注于各类烧烤串，融合东北、四川烧烤串优势，致力于打造陕西特色品牌。目前已有 10 余家门店，广受消费者好评。

公司近期接连进驻西安碎怂烤肉、小酒鸭及每一天便利店，体现出终端渠道对公司“鲜啤+精酿”的产品定位的不断认可，未来精酿鲜啤有望成为啤酒市场重要的细分品类。公司渠道已开启全国性扩张，加快从“1-N”的开拓复制速度，期待后续公司持续突破其他全国性的大型超商系统，成为鲜啤领域的重要品牌。

一尺花园鲜酿工坊开业；双方合作再深化

7月21日，一尺花园与公司合作的上海鲜酿工坊正式开业。合作门店就位于公司上海佘山精酿工厂内，合力打造日咖夜吧的创新业态。这次鲜酿工坊开业是公司前一尺花园之前合作的再深化，双方此前联名推出的鲜酿啤酒已经在一尺花园全国门店内进行售卖。公司从“1到N”大规模复制逻辑不断兑现。

从“1到N”大规模拓展开启，看好啤酒旺季公司渠道进展、鲜啤销售大幅提升

我们认为公司已正式开启从“1到N”大规模复制阶段，看好啤酒旺季期间公司产能投放、渠道进展、鲜啤销售大幅提升。餐饮连锁：自有品牌已进入丰茂烤串、不二君川菜等餐饮连锁体系，后续有望持续突破全国性餐饮连锁品牌。大型商超系统：麦德龙联名款德式小麦、盒马独家供货果啤等日常位居系统内啤酒热销榜第一。电商渠道：已在抖音、京东、天猫、微信商城等平台售卖。预计后续广告投放力度将大幅提升。C端小酒馆/打酒站业态：近期沈阳、苏州、南京、上海等多地酒馆/酒站相继落地，进入加速导入期。直销/经销商网络：预计终端网点预计已超数千家，将成为公司重要终端渠道。

盈利预测及估值

预计2022~2024年归母净利润分别为1.0/1.8/3.1亿元，增速为119%/73%/75%，复合增速88%，PE为51/29/17倍。采用分部估值法：给予设备业务2023年20倍PE，合理市值约27亿元；给予精酿啤酒业务2023年10倍PS，合理市值约为54亿元。预计公司2023年合理市值为81亿元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响需求；自主品牌鲜啤销售、精酿啤酒项目落地不及预期

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	989	1512	2108	2961
(+/-)	16%	53%	40%	41%
归母净利润	46	101	175	306
(+/-)	-56%	119%	73%	75%
每股收益(元)	0.4	0.8	1.4	2.5
P/E	111	51	29	17
ROE	4.3%	7.5%	11.8%	17.8%
PB	4	4	3	3

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

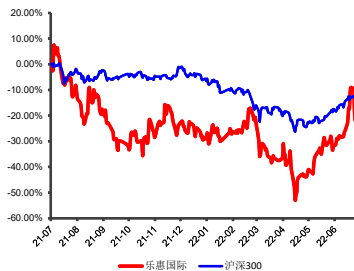
¥42.61

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@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】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
- 3 《【乐惠国际】全年营收同比增长16%，期待疫情缓和后渠道进展、鲜啤销量向好》2022.04.20
- 4 《【乐惠国际】一季度营收大增41%，看好疫情缓和后渠道进展、鲜啤销量提升》2022.04.28
- 5 《【乐惠国际】自有品牌进驻麦德龙，商超渠道再获大突破》2022.05.17
- 6 《【乐惠国际】从“1到N”大规模拓展开启：沈阳工厂投产、进驻每一天便利店》2022.07.10
- 7 《【乐惠国际】渠道开拓再下一城：鲜啤30公里入驻西安小酒鸭》2022.07.14

附录一：“鲜啤 30 公里”入驻西安碎怂烤肉、小酒鸭及每一天便利店等

图 1：“鲜啤 30 公里”入驻西安碎怂烤肉



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

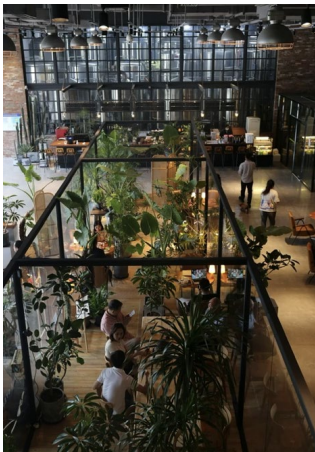
图 2：“鲜啤 30 公里”登入西安每一天便利店



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

附录二：与一尺花园合作鲜酿工坊正式开业

图 3：一尺花园合作鲜酿工坊



资料来源：一尺花园公众号、浙商证券研究所

图 4：一尺花园合作鲜酿工坊



资料来源：一尺花园公众号、浙商证券研究所

附录二：行业可比公司关键指标对比

表 1：乐惠国际与可比公司关键估值指标对比

代码	证券简称	股价	总市值	归母净利润(亿元)				PE				2021年		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	PS(TTM)	PB	ROE(%)
KRN.DF	KRONES	82	179	1.4				17				1	2	11
3899.HK	中集安瑞科	8	133	8.8	10.5	12.8	15.8	21	13	10	8	1	2	11
603901.SH	永创智能	12	59	2.6	3.5	4.6	5.9	23	17	13	10	2	3	14
	平均值			4.3	7.0	8.7	10.9	20.0	15.1	11.6	9.0	1.5	2.5	12.5
1876.HK	百威亚太	23	2602	6.0	7.6	8.9	10.1	37	14	13	26	6	3	9
600600.SH	青岛啤酒	96	1106	31.6	34.0	40.7	47.8	42	39	32	27	4	6	14
0291.HK	华润啤酒	53	1732	45.9	41.2	52.5	63.4	37	35	28	23	4	6	20
600132.SH	重庆啤酒	124	600	11.7	14.4	17.8	21.4	51	42	34	28	5		
SAM.N	波斯頓啤酒	357	298	0.1				537				2	4	2
	平均值			23.8	24.3	30.0	35.7	41.8	32.4	26.7	26.1	4.8	5.1	14.4
002568.SZ	百润股份	27	285	6.7	8.0	10.2	12.6	43	36	28	23	11	8	19
600882.SH	妙可蓝多	40	209	1.5	4.6	7.8	11.1	135	46	27	19	5	5	5
	平均值			4.1	6.3	9.0	11.8	89.0	40.9	27.6	20.9	8.0	6.5	12.0
603076.SH	乐惠国际	43	51	0.5	1.0	1.8	3.1	111	51	29	17	5	4	4.3

资料来源：Wind、浙商证券研究所（注：乐惠国际为浙商机械预测，其余公司为 Wind 一致预期市值，截止 2022 年 7 月 24 日收盘）

附录三：沈阳酒厂正式投产，“百城百厂”规划新增大连酒厂筹建

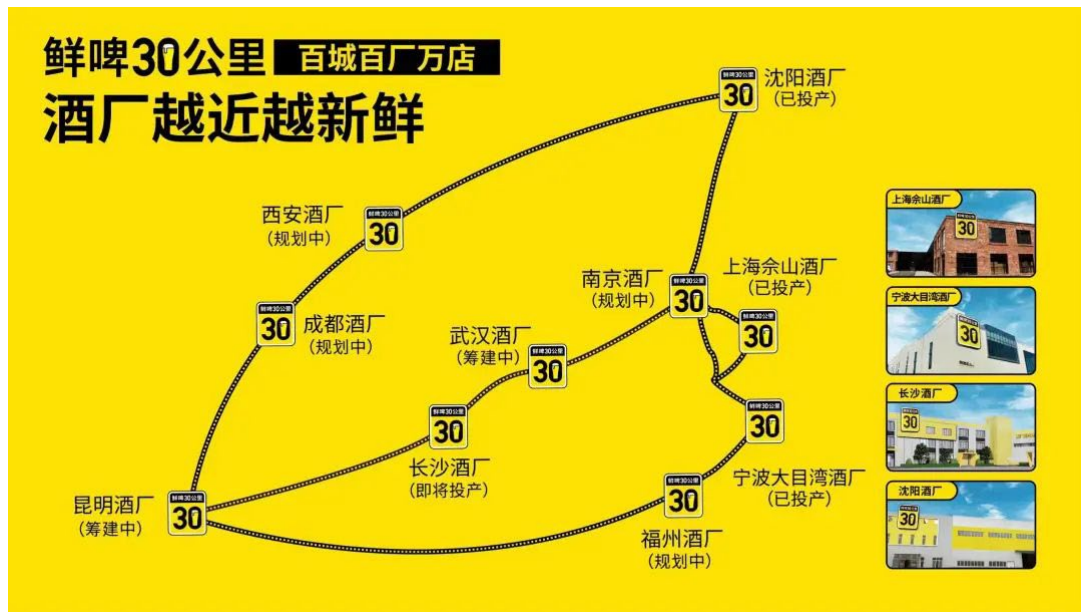
根据公司公告和鲜啤 30 公里公众号消息：公司沈阳工厂正式投产，大连工厂有望下半年开建。“百城百厂”战略规划新增长沙、大连、成都、南通、昆明、西安、武汉、厦门八处酒厂筹建，其中长沙、南京（句容）鲜啤 30 公里工厂已经进入即将投产状态。

表 2：公司沈阳工厂正式投产，规划新增大连工厂今年下半年有望开建

工厂地址	工厂定位	产能规划	工厂进度
宁波	旗舰工厂	1 万吨	运营中
上海	精酿体验工厂	3 千吨	运营中
长沙	精酿体验工厂	1 万吨	即将投产
沈阳	精酿体验工厂	5 千吨	已投产
杭州	标准工厂	1 万吨	规划设计中
南京（句容）	-	-	即将投产
大连	-	-	筹备中
成都	-	-	筹备中
南通	-	-	筹备中
昆明	-	-	筹备中
武汉	-	-	筹备中
西安	-	-	筹备中
厦门	-	-	筹备中

资料来源：公司公告、公司微信公众号、浙商证券研究所

图 5：沈阳工厂正式投产，公司“百城百厂”开启全国性扩张



资料来源：公司微信公众号、浙商证券研究所

附录三：六大销售渠道，千亿鲜啤生意

根据公众号消息，公司拓展六大渠道：

1) **30 公里城市酒厂**：精酿啤酒以其具有本地化特色著称，为保证其新鲜度不易长时间运送，因此国内外精酿啤酒厂都注重在当地范围内的营销，打造具有当地文化特色的品牌。乐惠的每个工厂都集中为特定区域生产当地特色的产品，长三角布局之后，珠三角、长江流域都会紧接着布局。未来计划建立 100 个本地化工厂，每个工厂都为当地供应啤酒。

2) **30 公里鲜啤酒馆**：鲜啤 30 公里，开发“30 公里鲜啤酒馆”连锁店业务，凭借“百城百厂”的密集供应网络，酒厂直供新鲜精酿，兼具散装鲜啤打酒站、外卖前置仓、堂食三大经营范围，搭配各式下酒菜及灌装鲜啤售卖，围绕社区圈，打造万店级连锁酒馆。

3) **30 公里鲜啤打酒站**：门店采取店中店或者外卖店的形式，兼具吧台即饮、打酒外带、线上外卖三种形式，通过 15 平方米左右的门店，投入预算低，紧扣“鲜啤 30 公里主题”。

图 6：乐惠国际 30 公里鲜啤打酒站



资料来源：公司微信公众号、浙商证券研究所

4) **30 公里鲜啤工坊**：30 公里鲜啤工坊，是一个微缩的小型精酿工厂，只需把浓缩麦汁加入设备即可开始发酵，21-28 天出酒，实现新鲜啤酒的 0 距离供应，保证时时新鲜。具备多种优势：智能化程度高，全程云端控制，门店不需专业酿酒师；配方浓缩麦汁可以长期保存，门店只要水和电，一键式解决供应链烦恼；低成本酿造高品质啤酒，解决了口味一致性的精酿难题；模块化设计，4 罐为一组，根据所需要的产能定制；小而全，只需 20 平米和 4 米高的空间。

图 7：乐惠国际 30 公里鲜啤工坊



资料来源：公司微信公众号、浙商证券研究所

5) **30 公里鲜啤售酒机**：30 公里鲜啤售酒机已于 2021 年 5 月亮相亚洲国际精酿啤酒会议暨展览会，是国内第一台自助精酿售卖机，10 种精酿一键出酒，成为展会焦点。鲜啤售酒机具备 5 大优势：占地仅需 1 平米；提供 10 种精

酿啤酒或者鸡尾酒、气泡水等产品，自由选择搭配；自清洁，确保啤酒新鲜；智能售酒，用深度销售数据指导售卖策略；高效冷藏，始终保持最佳适饮温度。

6) 30公里灌装鲜啤：根据不同渠道资源，提供不同规格。包括2-3L“一桶鲜”，适合3-5人饮用，更为高端、方便，适合餐厅、社团团购、卖场等多种场合售卖；还有1L“大黄蜂”酒厂酿造新鲜灌装，本着“只做短保鲜啤”的产品开发原则，实现30公里硬指标。

图 8：乐惠国际 30 公里灌装鲜啤

根据您的渠道资源,不同规格,可以选择在不同终端售卖。



2-3L“一桶鲜”

适合 3-5 人饮用
加个打酒头就能喝,比酒吧更高端、更方便
餐厅 / 社区团购 / 卖场,售卖都适合



1L“大黄罐”

本着“只做短保鲜啤”的产品开发原则,开发 1L 大黄罐
酒厂酿造新鲜灌装

资料来源：公司微信公众号、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2289	2595	3054	3766
现金	563	364	378	435
交易性金融资产	100	65	87	84
应收账款	173	225	205	134
其它应收款	8	20	26	33
预付账款	155	189	236	328
存货	1100	1599	1965	2591
其他	190	133	156	160
非流动资产	509	527	701	1067
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	340	363	467	693
无形资产	68	61	56	51
在建工程	48	63	130	264
其他	53	40	47	59
资产总计	2798	3123	3756	4833
流动负债	1494	1719	2177	2948
短期借款	551	494	982	1425
应付款项	154	231	284	371
预收账款	0	454	211	395
其他	788	541	700	758
非流动负债	14	11	12	12
长期借款	0	0	0	0
其他	14	11	12	12
负债合计	1507	1731	2189	2960
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1291	1392	1567	1873
负债和股东权益	2798	3123	3756	4833
现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(253)	(97)	(230)	60
净利润	46	101	175	306
折旧摊销	29	26	31	43
财务费用	8	30	43	67
投资损失	(19)	(14)	(16)	(16)
营运资金变动	63	247	(96)	287
其它	(380)	(487)	(368)	(627)
投资活动现金流	(121)	(13)	(201)	(379)
资本支出	(107)	(60)	(200)	(400)
长期投资	0	0	0	0
其他	(14)	47	(1)	21
筹资活动现金流	726	(89)	446	376
短期借款	347	(58)	489	442
长期借款	0	0	0	0
其他	379	(31)	(43)	(67)
现金净增加额	352	(199)	14	57
	(253)	(97)	(230)	60

利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	989	1512	2108	2961
营业成本	755	1100	1415	1808
营业税金及附加	8	13	17	24
营业费用	27	50	105	207
管理费用	103	166	264	400
研发费用	38	59	82	118
财务费用	8	30	43	67
资产减值损失	5	8	11	15
公允价值变动损益	8	3	6	6
投资净收益	19	14	16	16
其他经营收益	(0)	0	0	0
营业利润	72	109	192	344
营业外收支	(27)	8	8	8
利润总额	46	116	201	351
所得税	(1)	15	26	46
净利润	46	101	175	306
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	101	175	306
EBITDA	93	162	264	449
EPS (最新摊薄)	0.4	0.8	1.4	2.5
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	16.1%	52.8%	39.5%	40.5%
营业利润	-36.4%	50.6%	76.9%	78.7%
归属母公司净利润	-56.2%	118.9%	72.6%	74.9%
获利能力				
毛利率	23.7%	27.2%	32.9%	38.9%
净利率	4.7%	6.7%	8.3%	10.3%
ROE	4.3%	7.5%	11.8%	17.8%
ROIC	3.5%	6.2%	7.9%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	53.9%	55.4%	58.3%	61.3%
净负债比率	36.7%	28.5%	44.9%	48.2%
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.8	0.6	0.5	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7
应收帐款周转率	5.9	7.6	9.6	16.5
应付帐款周转率	5.7	5.7	5.5	5.5
每股指标(元)				
每股收益	0.4	0.8	1.4	2.5
每股经营现金	-2.1	-0.8	-1.9	0.5
每股净资产	10.7	11.5	13.0	15.5
估值比率				
P/E	111	51	29	17
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	46	32	21	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>