

2023年04月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，旺季有望放量

—乐惠国际（603076.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

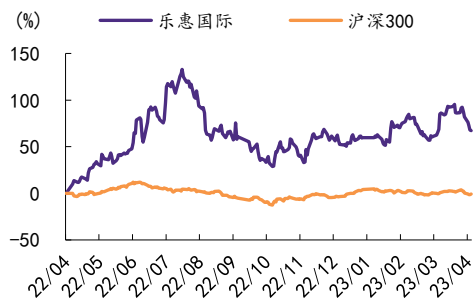
2023年4月27日，乐惠国际发布2022年年报及2023年一季度报。

基本数据

2023-04-27

当前股价（元）	40.02
总市值（亿元）	48
总股本（百万股）	121
流通股本（百万股）	121
52周价格范围（元）	26.73-56.51
日均成交额（百万元）	118.31

市场表现



相关研究

- 1、《乐惠国际（603076）：2022年可圈可点，2023年有望放量》2023-01-31
- 2、《乐惠国际（603076）：业绩符合预期，三季度可圈可点》2022-10-29
- 3、《乐惠国际（603076）：二次创业新篇章，第二主业扬帆起航》2022-10-13

投资要点

业绩符合预期，继续打造精酿第二主业

业绩端：1) 2022年营收/归母净利润/扣非归母净利润为12.04/0.22/0.23亿元，同比+21.71%/-52.66%/-50.12%。2) 2022Q4 营收/归母净利润/扣非为-0.39/-0.30/-0.24亿元，同比-114.88%/-46.46%/-271.12%。3) 2023 Q1 营收/归母净利润/扣非为3.20/0.07/0.07亿元，同比+2.97%/-62.72%/-30.14%，公司继续发力精酿板块，业绩符合预期。2022年鲜啤30公里精酿板块产生净亏损4535.60万元，主要系新业务处起步阶段，产能尚在布局中。**盈利端：**1) 2022年毛利率/净利率/销售费用率/管理费用率为22.92%/1.49%/5.98%/12.53%，同比-0.8/-3.2/+3.2/-1.7pct。2) 2022Q4 销售费用率/管理费用率为62.3%/80%，同比+59.8/+67.3pct。3) 2023Q1 毛利率/净利率/销售费用率/管理费用率22.20%/1.74%/5.92%/10.40%，同比+1.1/-4.2/+1.2/+1.5pct。

继续建设终端渠道，精酿加速百城百厂布局

分产品看，2022年装备制造/鲜啤营收11.45/0.54亿元，同比+16.96%/+620.75%，占比95.1%/4.5%，鲜啤业务开始起量，毛利率水平提升。**分区域看，**2022年国内/国外营收分别为5.53/6.46亿元，同增22%/21%，占比46%/54%。**渠道来看，**公司发力小酒馆及打酒站业务，建立品牌终端渠道，2022年开设36家小酒馆，40家打酒站。目前小酒馆已成居民休闲地标性小店，成功打造酒馆盈利模型，打酒站完成打磨，确定以店中店为主要形态。**产能来看，**2022年11月，鲜啤30公里长沙、沈阳工厂投入生产，新增鲜啤产能1.5万吨，全年产能2.8万吨。2022年完成对武汉工厂投建前期筹备工作，2023年3月份正式开工建设，产能2万吨，将进一步增加精酿鲜啤业务产能布局。

盈利预测

2022年是公司精酿啤酒元年，当前处于投产早期，固定成本

摊销影响业绩，我们认为旺季销售有望加速放量，整体继续看好公司切入精酿+鲜啤赛道。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.61/1.03/1.51 元，当前股价对应 PE 分别为 66/39/26 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、精酿产业链延伸项目投资风险、客户相对集中风险、汇率波动风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,204	1,508	1,865	2,264
增长率（%）	21.7%	25.3%	23.6%	21.4%
归母净利润（百万元）	22	73	124	183
增长率（%）	-52.7%	233.6%	70.1%	47.1%
摊薄每股收益（元）	0.18	0.61	1.03	1.51
ROE（%）	1.6%	5.4%	9.0%	12.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	576	640	665	711
应收款	465	496	511	558
存货	1,240	1,257	1,344	1,389
其他流动资产	410	426	452	500
流动资产合计	2,691	2,820	2,972	3,158
非流动资产:				
金融类资产	24	34	42	47
固定资产	421	428	414	392
在建工程	59	24	9	4
无形资产	71	67	64	60
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	119	119	119	119
非流动资产合计	670	638	606	575
资产总计	3,360	3,458	3,578	3,733
流动负债:				
短期借款	522	530	535	538
应付账款、票据	281	299	307	324
其他流动负债	289	289	289	289
流动负债合计	1,855	1,924	2,000	2,082
非流动负债:				
长期借款	137	157	172	182
其他非流动负债	33	33	33	33
非流动负债合计	170	190	205	215
负债合计	2,025	2,114	2,205	2,297
所有者权益				
股本	121	121	121	121
股东权益	1,335	1,344	1,373	1,436
负债和所有者权益	3,360	3,458	3,578	3,733

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	18	60	104	155
少数股东权益	-4	-13	-21	-28
折旧摊销	34	32	32	31
公允价值变动	-25	-20	-15	-10
营运资金变动	-208	6	-49	-56
经营活动现金净流量	-185	64	51	92
投资活动现金净流量	-62	18	21	23
筹资活动现金净流量	312	-23	-55	-78
现金流量净额	64	59	17	36

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,204	1,508	1,865	2,264
营业成本	928	1,138	1,391	1,679
营业税金及附加	9	9	10	11
销售费用	72	89	108	129
管理费用	99	122	149	179
财务费用	14	10	11	10
研发费用	52	60	73	86
费用合计	236	282	341	404
资产减值损失	-23	-10	-8	-3
公允价值变动	-25	-20	-15	-10
投资收益	18	12	8	6
营业利润	2	63	109	165
加:营业外收入	10	12	15	17
减:营业外支出	6	5	4	3
利润总额	6	70	120	179
所得税费用	-12	11	17	24
净利润	18	60	104	155
少数股东损益	-4	-13	-21	-28
归母净利润	22	73	124	183

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	21.7%	25.3%	23.6%	21.4%
归母净利润增长率	-52.7%	233.6%	70.1%	47.1%
盈利能力				
毛利率	22.9%	24.5%	25.4%	25.8%
四项费用/营收	19.6%	18.7%	18.3%	17.8%
净利率	1.5%	4.0%	5.6%	6.8%
ROE	1.6%	5.4%	9.0%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	60.3%	61.1%	61.6%	61.5%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	2.6	3.0	3.6	4.1
存货周转率	0.7	0.9	1.0	1.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.18	0.61	1.03	1.51
P/E	220.6	66.1	38.9	26.4
P/S	4.0	3.2	2.6	2.1
P/B	3.7	3.6	3.5	3.3

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。