

乐惠国际(603076)

报告日期: 2022年09月13日

积极开拓山姆、永辉、Ole 等, 商超渠道大规模复制中

——乐惠国际点评报告

事件

根据9月12日, 公司披露的投资者关系活动记录表称, 公司自有品牌在麦德龙、大润发等保持着不错的动销水平。且在同山姆会员店、永辉、Ole 等系统积极洽谈合作事宜。

投资要点

商超系统: 同山姆会员店、永辉、Ole 等系统积极洽谈, 商超渠道大规模复制进行中

根据公司披露的投资者关系活动记录表, 公司正在同山姆会员店、永辉、Ole 等系统积极洽谈合作事宜。前期自有品牌已进入的麦德龙、大润发系统保持着不错的动销水平。大润发系统: 在近期扩大了华东的合作门店数量, 从最开始的 58 家增加到 73 家, 后续还会积极拓展其中华中和华南系统。麦德龙系统: 公司与麦德龙第二款联名产品“鲜啤 30 公里 × 麦甄选 IPA 鲜啤”已经上线, 目前也在策划一款果味啤酒, 预计近期会上线, 进一步刺激该系统内的销量。

餐饮系统: 在海底捞、丰茂烤串等系统内持续扩店, 西贝等重点客户正积极接洽

海底捞: 公司在8月初进入海底捞上海5家门店后, 目前已经完成第二批的进店工作, 并且计划进入上海之外的第二个城市。丰茂烤串: 7月以来, 公司在丰茂烤串系统内持续扩张, 目前已进入上海、苏州、北京、延吉共16家门店。公司积极争取后续覆盖其全国55家门店。除此之外, 如西贝等重点餐饮客户的合作, 公司也在积极推进中。公司在餐饮渠道坚持3个主要策略: 1) 先进优势品类(烧烤、火锅等), 2) 先进头部品牌, 3) 战略客户深度服务。

公司接连进驻海底捞、麦德龙、大润发、丰茂烤串等全国性大型连锁系统体现出终端渠道对公司“鲜啤+精酿”的产品定位的不断认可, 精酿鲜啤有望成为未来啤酒市场重要的细分品类。公司渠道全国性扩张不断加速, 我们从“1-N”大规模复制逻辑不断兑现, 看好公司渠道端持续突破, 鲜啤销售大幅提升, 成为鲜啤领域的第一品牌。

从“1 到 N”大规模拓展开启, 全国性渠道进展&工厂复制驶入快车道

我们认为公司已开启从“1 到 N”大规模复制阶段, 全国性渠道进展和工厂端的复制将驶入快车道。战略大客户: 已与盒马、麦德龙、大润发、丰茂烤串、海底捞等全国连锁系统合作。经销合作: 已在长三角重点城市设立销售团队, 总计开发终端达3,000余家; 直销渠道: 疫情影响下, 目前全国范围内仍有超过80家营业终端(鲜啤酒馆&打酒站); 线上业务: 在京东、天猫、抖音等渠道开设店铺, 并积极探索私域体系搭建。工厂复制: 上海松江及宁波酒厂运营中(合计1.3万吨/年), 沈阳酒厂(年产5000吨)、长沙酒厂(年产1万吨)出酒在即, 年产2万吨武汉工厂选址立项, 全国“百城百厂”战略加速推进。

盈利预测与估值

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50/29/16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%	52%	40%	41%
归母净利润	46	101	175	306
(+/-) (%)	-56%	119%	73%	75%
每股收益(元)	0.38	0.84	1.45	2.53
P/E	108	50	29	16
ROE	4%	8%	12%	18%

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

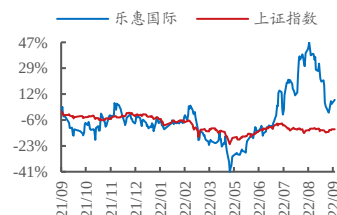
研究助理: 何家恺

hejiakai@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥41.49
总市值(百万元)	5,007.90
总股本(百万股)	120.70

股票走势图



相关报告

- 1 《自有品牌鲜啤进驻海底捞, 餐饮渠道再获重大突破——乐惠国际点评报告》 2022.09.08
- 2 《中报营收同比大增 89%, 全国性渠道及工厂大规模开拓加速——乐惠国际点评报告》 2022.08.30
- 3 《【乐惠国际】“百城百厂”战略开启全国复制之路; 武汉精酿酒厂即将投建【浙商机械】- 20220802》 2022.08.03

附录一：“鲜啤 30 公里”入驻海底捞，餐饮渠道再获重大突破

图 1：“鲜啤 30 公里”入驻上海海底捞



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

图 2：“鲜啤 30 公里”海底捞店内用餐区吊旗



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

图 5：海底捞店内“鲜啤 30 公里”打酒机



资料来源：公司公众号、浙商证券研究所

附录二：沈阳酒厂正式投产，“百城百厂”规划新增武汉、大连酒厂筹建

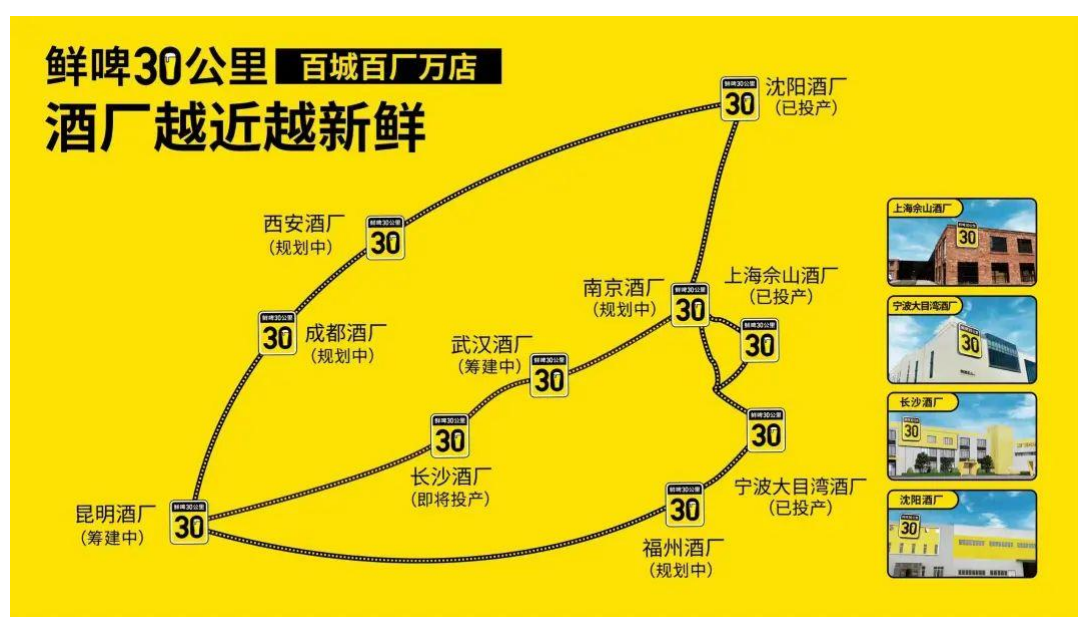
根据公司公告和鲜啤 30 公里公众号消息：公司沈阳工厂正式投产，大连工厂有望下半年开建。“百城百厂”战略规划新增长沙、武汉、大连、成都、南通、昆明、西安、厦门八处酒厂筹建，其中长沙酒厂已经进入即将投产状态。

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
武汉	精酿体验工厂	2 万吨	公告筹建中
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
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，新增武汉酒厂筹建，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

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(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
归属母公司股东权益	1291	1392	1567	1873
负债和股东权益	2798	3123	3756	4833

现金流量表

(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

利润表

(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)	0.38	0.84	1.45	2.53

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	16.10%	52.77%	39.47%	40.47%
营业利润	-36.43%	50.58%	76.93%	78.65%
归属母公司净利润	-56.23%	118.89%	72.58%	74.94%
获利能力				
毛利率	23.67%	27.21%	32.87%	38.93%
净利率	4.68%	6.70%	8.29%	10.32%
ROE	4.31%	7.55%	11.81%	17.77%
ROIC	3.55%	6.25%	7.92%	10.68%
偿债能力				
资产负债率	53.86%	55.42%	58.28%	61.25%
净负债比率	36.69%	28.55%	44.92%	48.16%
流动比率	1.53	1.51	1.40	1.28
速动比率	0.80	0.58	0.50	0.40
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.51	0.61	0.69
应收账款周转率	5.91	7.59	9.64	16.50
应付账款周转率	5.68	5.71	5.50	5.53
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.84	1.45	2.53
每股经营现金	(2.09)	(0.81)	(1.91)	0.50
每股净资产	10.70	11.53	12.98	15.51
估值比率				
P/E	108.3	49.5	28.7	16.4
P/B	3.9	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	45.8	31.4	21.0	13.2

资料来源：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>