

盈利显著修复，旺季有望延续 ——22年报与23年一季度点评

李子园(605337)

推荐(首次)

核心观点:

事件: 4月26日, 公司发布2022年年报和2023年一季度报。

提价+动销回暖+下游补库, 23Q1收入逐月环比改善。 22年营收为14亿元, 同比-4.5%; 折合22Q4为3.42亿元, 同比-17.5%; 23Q1营收3.45亿元, 同比+1.1%。**总体看,** 22年底与23年春节前后收入端承压, 主要归因于疫情快速达峰+江浙地区人流提前返乡, 但节后人口回流与下游补库存推动收入端在2~3月环比持续改善。**分产品看,** 22Q4含乳饮料/其他饮料收入分别同比-18%/-3.1%, 23Q1分别同比+3.2%/-57.7%, 疫情高峰后主业呈现边际修复态势。**分区域看,** 22Q4华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北/电商收入分别同比-19.8%/-30%/+9.4%/-49.2%/+6.6%/-24.7%/-50.9%/-62.5%, 23Q1分别同比-7.1%/+11.6%/+7.9%/+18.7%/+50%/-14.2%/+3%/-27.8%, 23Q1华东市场恢复节奏偏慢主要系春节前人口外流所致。**渠道下沉,** 22Q4/23Q1经销商数量分别为2550/2565家, 分别环比-4.7%/+0.6%, 招商工作在23年春节后有序开启。

产品提价+原料价格回落, 盈利能力显著修复。 **净利率:** 22Q4/23Q1归母净利率分别为19.3%/17.1%, 分别同比+2.9/5.1pcts, 主要由毛利改善贡献。拆分来看, **毛利率:** 22Q4/23Q1分别为35.5%/36.6%, 分别同比+1.9/5.3pct, 主要得益于产品提价+奶粉与包材成本回落。**费用率:** 22Q4/23Q1销售费用率分别为10.8%/11.7%, 分别同比-0.7/-3pct, 23Q1下降较多主要系基数偏高+费用投放节奏偏慢所致; 22Q4/23Q1管理费用率为4.7%/4.4%, 分别同比+0.2/1.1pct。

旺季+新品+成本回落, 23Q2~3有望持续改善。 23全年来看, 预计公司步入基本面改善通道, 并且23Q2~3业绩有望加速修复, 主要得益于: 1) 收入端, 低基数背景下消费场景修复, 叠加今年夏季或出现历史性高温天气提振动销, 同时无蔗糖新品短期铺货贡献收入; 2) 成本端, 年初至今包材、奶粉价格下降较多, 有望贡献利润弹性, 虽然白糖价格自4月以来涨幅过快, 但其在成本中占比相对较低。**中长期来看,** 公司可通过差异化竞争与渠道红利推动大单品泛全国化扩张, 同时积极探索第二增长曲线与推动品牌形象升级, 进而打开成长空间。

投资建议: 预计2023~2025年归母净利润为3.04/3.77/4.52亿元, 分别同比+37.5%/24.0%/19.8%, EPS为1.00/1.24/1.49元, 对应PE为24/19/16X, 公司23年PE接近饮料可比公司均值24X, 考虑到短期步入旺季叠加新品推出, 业绩有望持续修复, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 需求恢复不及预期, 成本压力超预期, 食品安全问题等。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1403.54	1701.00	2078.45	2517.01
增长率	-4.50%	21.19%	22.19%	21.10%
归母净利润(百万元)	221.03	303.96	377.21	451.99
增长率	-15.80%	37.52%	24.10%	19.82%
摊薄EPS(元)	0.73	1.00	1.24	1.49
PE	32.16	23.89	19.25	16.06

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070002

市场数据

2023-04-26

A股收盘价(元)	23.93
股票代码	605337
A股一年内最高价(元)	35.01
A股一年内最低价(元)	16.33
上证指数	3,264.10
市盈率(2023E)	25.6
总股本(万股)	30,341
实际流通A股(万股)	11,873
流通A股市值(亿元)	28

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1403.54	1701.00	2078.45	2517.01	流动资产	1007.40	1059.37	1388.73	1767.23
营业成本	947.77	1080.14	1317.74	1595.78	现金	552.51	535.07	797.80	1073.13
营业税金及附加	13.58	15.43	19.54	23.62	应收账款	0.78	1.09	1.24	1.56
营业费用	174.53	199.02	245.92	301.76	其它应收款	1.60	1.50	2.10	2.38
管理费用	58.11	69.04	85.34	103.24	预付账款	14.73	104.07	73.72	121.51
财务费用	-24.93	-6.62	-9.92	-13.91	存货	289.60	269.46	365.69	420.47
资产减值损失	0.00	-0.09	-0.05	-0.07	其他	148.18	148.18	148.18	148.18
公允价值变动收益	0.52	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1369.43	1581.60	1767.88	1967.10
投资净收益	1.52	1.28	1.95	2.33	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	279.64	386.94	479.82	574.30	固定资产	673.05	790.26	869.35	967.50
营业外收入	3.55	3.00	3.00	3.00	无形资产	139.68	171.06	187.45	211.34
营业外支出	2.70	0.00	0.00	0.00	其他	556.71	620.28	711.08	788.26
利润总额	280.49	389.94	482.82	577.30	资产总计	2376.83	2640.97	3156.61	3734.33
所得税	59.46	85.98	105.61	125.31	流动负债	566.14	526.31	664.75	790.48
净利润	221.03	303.96	377.21	451.99	短期借款	75.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	212.46	213.53	277.95	326.03
归属母公司净利润	221.03	303.96	377.21	451.99	其他	278.68	312.79	386.80	464.45
EBITDA	262.53	379.40	450.30	526.74	非流动负债	81.80	81.80	81.80	81.80
EPS (元)	0.73	1.00	1.24	1.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他	81.80	81.80	81.80	81.80
					负债合计	647.93	608.11	746.54	872.28
					少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
					归母股东权益	1728.90	2032.86	2410.07	2862.06
					负债和股东权益	2376.83	2640.97	3156.61	3734.33
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	259.52	326.35	505.69	529.58	营业收入	-4.50%	21.19%	22.19%	21.10%
净利润	221.03	303.96	377.21	451.99	营业利润	-17.90%	38.37%	24.00%	19.69%
折旧摊销	68.39	58.63	61.44	60.03	归母净利润	-15.80%	37.52%	24.10%	19.82%
财务费用	1.91	1.50	0.00	0.00	毛利率	32.47%	36.50%	36.60%	36.60%
投资损失	-1.52	-1.28	-1.95	-2.33	净利率	15.75%	17.87%	18.15%	17.96%
营运资金变动	-27.50	-34.23	71.79	22.57	ROE	12.78%	14.95%	15.65%	15.79%
其它	-2.79	-2.23	-2.79	-2.68	ROIC	8.48%	12.30%	12.60%	12.76%
投资活动现金流	-209.02	-267.29	-242.97	-254.25	资产负债率	27.26%	23.03%	23.65%	23.36%
资本支出	-190.55	-268.57	-244.92	-256.58	每股收益	0.73	1.00	1.24	1.49
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.86	1.08	1.67	1.75
其他	-18.47	1.28	1.95	2.33	每股净资产	5.70	6.70	7.94	9.43
筹资活动现金流	-25.19	-76.50	0.00	0.00	P/E	32.16	23.89	19.25	16.06
短期借款	75.00	-75.00	0.00	0.00	P/B	4.11	3.57	3.01	2.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	25.26	17.73	14.35	11.75
其他	-100.19	-1.50	0.00	0.00	PS	5.17	4.27	3.49	2.88
现金净增加额	25.31	-17.44	262.72	275.33					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘光意：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、休闲食品等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn