

李子园（605337.SH）/食品饮料

证券研究报告/公司点评

2023年6月8日

评级：买入（维持）

市场价格：17.90元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,470	1,404	1,761	2,132	2,558
增长率 yoy%	35.14%	-4.50%	25.48%	21.03%	20.01%
净利润（百万元）	262	221	321	422	494
增长率 yoy%	22.34%	-15.80%	45.12%	31.54%	17.07%
每股收益（元）	0.67	0.56	0.81	1.07	1.25
每股现金流量	0.56	0.66	0.98	1.32	1.61
净资产收益率	16.35%	12.78%	16.13%	17.95%	17.74%
P/E	26.90	31.94	22.01	16.73	14.29
PEG	4.40	4.08	3.55	3.00	2.54
P/B	1,470	1,404	1,761	2,132	2,558

备注：股价数据更新截止2023年6月7日

基本状况

总股本(百万股)	394
流通股本(百万股)	154
市价(元)	17.90
市值(百万元)	7,060
流通市值(百万元)	2,763

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 李子园：净利润增速好于预期，看好增速和利润率双抬升

投资要点

- 事件：公司关于向不特定对象发行可转换公司债券申请获得中国证券监督管理委员会同意注册批复：一、同意你公司向不特定对象发行可转换公司债券的注册申请。二、你公司本次发行应严格按照报送上海证券交易所的申报文件和发行方案实施。三、本批复自同意注册之日起12个月内有效。四、自同意注册之日起至本次发行结束前，你公司如发生重大事项，应及时报告上海证券交易所并按有关规定处理。**
- 公司可转债已过会。**2023年6月2日，公司收到中国证券监督管理委员会关于向不特定对象发行可转债申请的同意注册批复公告，此举代表公司可转债发行项目预计在12个月内发布上市；根据此前公告，本次向不特定对象发行可转换公司债券募集资金总额不超过60,000万元，扣除发行费用后募集资金净额全部用于：（1）年产15万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目，（2）补充流动资金。转股价格方面，本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告之日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
- 新品铺货逻辑演绎顺利，看好二季度低基数下整体表现。**近期情况来看，二季度以来随着全国范围内气温逐步转暖，公司动销表现同比有所提升，根据渠道反馈，四月份公司动销表现同比提升20%，看好在去年二季度低基数下整体表现；产品方面，公司甜牛奶大单品整体动销表现良性，呈现稳中向好的趋势，新品方面，公司0糖产品自二月份上市以来，经过几个月的渠道铺货，终端及消费者反馈整体较好，公司通过增加渠道返利，让利经销商，同时辅助经销商进行新品推广，目前渠道反馈新品进度符合预期；展望全年来看，我们认为今年甜牛奶老品将实现稳定增长，在新品推广方面，果蔬系列产品经过22年推广后，看好今年贡献增量，0糖产品渠道铺货顺利。
- 渠道招商工作重启，看好拓店逻辑兑现。**在渠道推广方面，22年受到疫情影响导致渠道推广方面不及预期，截止到2022年底公司经销商数量为2550个，较前年同期净减少100个；随着疫情影响逐步消退后，公司渠道招商工作将重新启动，公司希望2023年经销商数目会继续保持增长态势，除了继续巩固精耕学校、早餐店等原有优势渠道外，公司将加强小餐饮网点和酒店渠道的拓展，我们预计23年公司将继续前几年经销商数量20%的复合增长率，看好今年公司渠道招商工作的顺利完成。
- 原材料成本下行，看好全年利润水平抬升。**成本方面，公司产品主要原材料大包粉自去年起就呈现下行趋势，公司去年底对于23年大包粉用量进行提前锁价，目前来看由于22年受到疫情影响导致全年产量未达预期，目前仍有部分22年高价大包粉库存；今年来看一方面大包粉价格较22年有所下行，同时公司加大国产粉使用比例，国产粉使用比例增加有利于全年利润水平；整体展望来看，公司全年成本下行确定性较强，看好全年利润水平抬升。
- 盈利预测：**随着公司全国化的持续推进，以及在产品端的不断发力，23年公司将加大对于新品市场的开发力度，公司新品在定价方面较经典产品相对更高，我们认为今年将在新品推动+全国化招商+渠道深耕逻辑下，公司营收将实现加速成长。我们维持盈利预测，预计公司2023-2025年实现营业收入17.61、21.32、25.58亿元，同比增长2

5.48%、21.03%、20.01%，实现净利润 3.21、4.22、4.94 亿元，同比增长 45.12%、31.54%、17.07%，2023-2025 年 EPS 分别为 0.81、1.07、1.25 元，对应 2023-2025 年 PE 为 22.01X、16.73X、14.29X，维持“买入”评级，重点推荐。

- 风险提示：食品安全风险、市场竞争风险、产品结构单一风险、原材料价格上涨风险、研究报告信息数据更新不及时的风险、第三方数据因统计方法、口径等导致的可信性风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	553	528	639	767	营业收入	1,404	1,761	2,132	2,558
应收票据	0	0	0	0	营业成本	948	1,135	1,362	1,634
应收账款	1	1	1	1	税金及附加	14	14	13	15
预付账款	15	18	21	25	销售费用	175	181	190	228
存货	290	347	416	499	管理费用	58	73	79	95
合同资产	0	0	0	0	研发费用	15	19	17	20
其他流动资产	150	180	212	248	财务费用	-25	-7	-3	0
流动资产合计	1,007	1,074	1,290	1,542	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	19	19	19	19	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	1	1	1
固定资产	673	1,017	1,386	1,779	投资收益	2	2	2	2
在建工程	222	322	322	222	其他收益	58	58	58	58
无形资产	140	130	122	114	营业利润	280	406	535	626
其他非流动资产	315	315	315	315	营业外收入	3	4	3	4
非流动资产合计	1,369	1,804	2,165	2,450	营业外支出	3	3	3	3
资产合计	2,377	2,878	3,454	3,992	利润总额	280	407	535	627
短期借款	75	236	362	357	所得税	59	86	113	133
应付票据	90	108	130	156	净利润	221	321	422	494
应付账款	212	255	305	366	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	221	321	422	494
合同负债	55	69	84	101	NOPLAT	201	315	420	494
其他应付款	45	45	45	45	EPS (按最新股本摊薄)	0.56	0.81	1.07	1.25
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	87	93	95	101	主要财务比率				
流动负债合计	566	807	1,022	1,126	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-4.5%	25.5%	21.0%	20.0%
其他非流动负债	82	82	82	82	EBIT增长率	-17.9%	56.4%	33.3%	17.7%
非流动负债合计	82	82	82	82	归母公司净利润增长率	-15.8%	45.1%	31.5%	17.1%
负债合计	648	889	1,104	1,208	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,729	1,989	2,350	2,783	毛利率	32.5%	35.5%	36.1%	36.1%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	15.7%	18.2%	19.8%	19.3%
所有者权益合计	1,729	1,989	2,350	2,783	ROE	12.8%	16.1%	18.0%	17.7%
负债和股东权益	2,377	2,878	3,454	3,992	ROIC	17.0%	20.8%	22.2%	22.2%
					偿债能力				
					资产负债率	27.3%	30.9%	32.0%	30.3%
					债务权益比	9.1%	16.0%	18.9%	15.8%
					流动比率	1.8	1.3	1.3	1.4
					速动比率	1.3	0.9	0.9	0.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	0	0	0	0
					应付账款周转天数	71	74	74	74
					存货周转天数	90	101	101	101
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.56	0.81	1.07	1.25
					每股经营现金流	0.86	1.27	1.72	2.09
					每股净资产	5.70	6.56	7.75	9.17
					估值比率				
					P/E	32	22	17	14
					P/B	4	4	3	3
					EV/EBITDA	80	54	40	33

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。