

2023年04月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一季度符合预期，二季度望加速

—李子园（605337.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

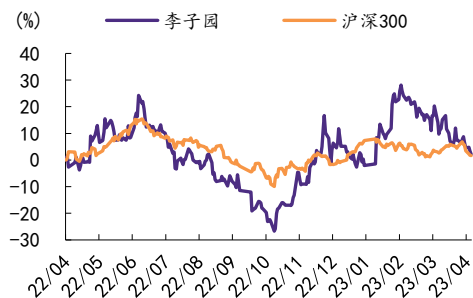
2023年4月26日，李子园发布2022年年报和2023年一季度报。

基本数据

2023-04-26

当前股价(元)	23.93
总市值(亿元)	73
总股本(百万股)	303
流通股本(百万股)	119
52周价格范围(元)	16.33-35.01
日均成交额(百万元)	89.2

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《李子园（605337）：产品渠道双管齐下，全国化扩张加速》2023-02-18
- 2、《李子园（605337）：业绩符合预期，有望加快修复》2023-02-02
- 3、《李子园（605337）：业绩符合预期，四季度望持续改善》2022-10-28

投资要点

■ 一季度符合预期，二季度望加速

2022年营收14.04亿元（同减5%），归母净利润2.21亿元（同减16%）。2022Q4总营业收入3.42亿元（同减17%），归母净利润0.66亿元（同减2%）。2023Q1营收3.45亿元（同增1%），归母净利润0.59亿元（同增45%），业绩符合预期。2022年毛利率32.47%（同减3pct），系原材料价格上涨所致，2023Q1毛利率36.6%（同增5pct）。2022年净利率15.75%（同减2pct），2023Q1净利率17.41%（同增5pct）。2022年销售费用率为12.43%（同增1pct），2023Q1为11.70%（同减3pct）。2022年管理费用率为4.14%（同增0.02pct），2023Q1为4.42%（同增0.2pct）。2022年经营活动现金流净额为2.60亿元（同增18%），2023Q1为1.04亿元（同增8%）。2022年销售回款15.58亿元（同减7%），2023Q1为3.90亿元（同增0.2%）。截至2023Q1末，合同负债0.47亿元，环比-0.09亿元。

■ 新品加速推广，品牌渠道同发力

分产品看，2022年饮料营收14亿元（同减5%），其中含乳饮料/乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其他营收分别为13.6/0.2/0.1/0.1亿元，分别同比-5%/-2%/+42%/+3%，分别占比97%/1%/1%/1%。2023Q1含乳饮料/其他营收分别为3.4/0.1亿元，分别同比+3%/-58%。公司在传承经典“甜牛奶”的基础上，开发多款新品，其中核桃花生复合蛋白饮料获得较好增长，今年加速280系列放量。分渠道看，2022年经销/直销营收分别为13.7/0.3亿元，分别同比-5%/-8%，分别占比98%/2%。2023Q1经销/直销营收分别为3.4/0.1亿元，分别同比+2%/-30%，分别占比98%/2%。公司注重市场精耕，重点拓展小餐饮、厂矿企业、办公楼等渠道。分区域看，2022年华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北/电商营收分别为7.3/2.6/2.6/0.2/0.7/0.2/0.1/0.4亿元，分别同比-7%/-10%/+5%/-21%/+34%/+10%/+7%/-20%，分别占比52%/18%/18%/2%/5%/1%/1%/3%。2023Q1华东地区/华中地区/西南地区/华北地区/华南地区/东北地区/西北地区/电商营收

分别 1.7/0.8/0.6/0.1/0.2/0.04/0.03/0.1 亿元，分别同比-7%/+12%/+8%/+19%/+50%/-14%/+3%/-28%，分别占比 48%/23%/17%/2%/6%/1%/1%/2%，区域扩张持续推进，深化优势市场的同时空白市场空间仍足。量价拆分来看，2022 年含乳饮料/乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其他销量分别为 25.5/0.4/0.2/0.3 万吨，同比-8%/-1%/+30%/+21%；吨价分别为 0.5/0.5/0.4/0.5 万元/吨，分别同比+4%/-1%/+10%/-15%。截至 2023Q1，经销商 2565 家。公司今年与“华与华”咨询公司战略合作，预计加强品牌投放，有望深化消费者教育，全面提高品牌势能。

■ 盈利预测

预计 2023-2025 年 EPS 为 1.02/1.22/1.46 元，当前股价对应 PE 分别为 24/20/16 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、新品推广不及预期、原材料大幅上涨风险、产能投放不及预期、产品单一风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,404	1,719	2,071	2,453
增长率（%）	-4.5%	22.5%	20.5%	18.4%
归母净利润（百万元）	221	309	371	443
增长率（%）	-15.8%	39.6%	20.1%	19.5%
摊薄每股收益（元）	0.73	1.02	1.22	1.46
ROE（%）	12.8%	15.8%	16.6%	17.2%

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	553	861	1,190	1,592
应收款	2	2	3	3
存货	290	303	327	341
其他流动资产	163	151	155	168
流动资产合计	1,007	1,318	1,675	2,104
非流动资产:				
金融类资产	51	31	21	21
固定资产	673	762	764	735
在建工程	222	89	36	14
无形资产	140	133	126	119
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	334	334	334	334
非流动资产合计	1,369	1,318	1,260	1,202
资产总计	2,377	2,635	2,935	3,307
流动负债:				
短期借款	75	85	93	98
应付账款、票据	303	318	327	341
其他流动负债	133	133	133	133
流动负债合计	566	602	621	646
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	82	82	82	82
非流动负债合计	82	82	82	82
负债合计	648	684	702	728
所有者权益				
股本	303	303	303	303
股东权益	1,729	1,951	2,233	2,578
负债和所有者权益	2,377	2,635	2,935	3,307

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	221	309	371	443
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	68	52	57	57
公允价值变动	1	0	0	0
营运资金变动	-30	5	-28	-7
经营活动现金净流量	260	365	400	494
投资活动现金净流量	-209	65	61	51
筹资活动现金净流量	258	-76	-81	-92
现金流量净额	309	353	380	452

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,404	1,719	2,071	2,453
营业成本	948	1,091	1,307	1,538
营业税金及附加	14	15	18	20
销售费用	175	206	246	289
管理费用	58	69	81	93
财务费用	-25	-21	-30	-41
研发费用	15	19	23	27
费用合计	223	273	320	369
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	1	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	280	385	462	552
加:营业外收入	4	3	2	1
减:营业外支出	3	2	1	0
利润总额	280	386	463	553
所得税费用	59	78	93	110
净利润	221	309	371	443
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	221	309	371	443

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-4.5%	22.5%	20.5%	18.4%
归母净利润增长率	-15.8%	39.6%	20.1%	19.5%
盈利能力				
毛利率	32.5%	36.5%	36.9%	37.3%
四项费用/营收	15.9%	15.9%	15.5%	15.0%
净利率	15.7%	18.0%	17.9%	18.1%
ROE	12.8%	15.8%	16.6%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	27.3%	26.0%	23.9%	22.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	590.4	730.0	608.3	730.0
存货周转率	3.3	3.6	4.1	4.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.73	1.02	1.22	1.46
P/E	32.8	23.5	19.6	16.4
P/S	5.2	4.2	3.5	3.0
P/B	4.2	3.7	3.3	2.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 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。