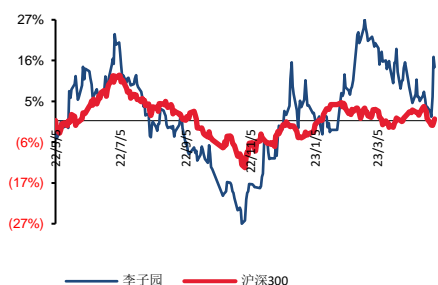


食品饮料 饮料乳品

李子园：盈利显著修复，期待旺季动销加速

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	303/119
总市值/流通(百万元)	7,798/3,051
12个月最高/最低(元)	35.01/16.33

相关研究报告:

证券分析师: 李鑫鑫

电话: 021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519100001

证券分析师: 李梦鹏

电话: 15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522080002

事件: 公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 全年公司营业收入 14.04 亿元 (-4.5%)，归母净利润 2.21 亿元 (-15.8%)，扣非归母净利润 1.8 亿元 (-22.9%)。单季度，2022Q4 实现营业收入 3.42 亿元 (-17.5%)，归母净利润 0.66 亿元 (-2.4%)，扣非归母净利润 0.56 亿元 (-11.6%)。23Q1 营业收入 3.45 亿元 (+1.1%)，归母净利润 0.59 亿元 (+45.0%)，扣非归母净利润 0.58 亿元 (+68.4%)，利润增长好于预期。

收入分析：一季度增长符合预期，旺季有望进一步提速。

2022 全年，公司实现营收 14.04 亿元，同比-4.5% (Q1: +3.3%; Q2: +2.7%, Q3: -3.8%, Q4: -17.5%)。2023Q1 公司实现营收 3.45 亿元，同比+1.1%。**1) 分产品:** 2022 全年含乳饮料收入 13.6 亿 (-4.8%); 乳味风味饮料收入 0.2 亿 (-2.2%); 复合蛋白饮料收入 0.1 亿 (+42.4%) / 其他收入 1.3 亿 (+3.0%)。2023Q1 含乳饮料收入 3.4 亿 (+3.2%) 其他合计收入为 0.1 亿 (-58%)。公司主营含乳饮料,22 年公司收入变动不大主要系产销量没有增加; 23Q1 相对属于销售淡季, 由于 2023 年春节后疫情管控放开和消费场景逐渐恢复, 公司营收开始增长。**2) 分地区:** 2022 年公司华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北/电商分别实现 7.3/2.6/2.6/0.2/0.7/0.2/0.1/0.4 亿, 同比增速分别为-6.8%/-10.2%/+5.1%/-21.0%/+34.1%/+10.4%/+6.8%/-20.0%。2023Q1 华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北/电商分别实现 1.7/0.8/0.6/0.1/0.2/0.04/0.03/0.1 亿, 同比增速分别为 7.1%/+11.6%/+7.9%/+18.7%/+49.6%/-14.2%/+3.0%/-27.8%。公司积极地进行区域扩张, 除了在深耕已有的优势市场, 还有许多未被开发的市场空间可以利用。截至 2023 年 3 月经销商数量 2565 家, 相较 2022 年底增加 15 家, 其中华东、华中、西南地区经销商数量增加较多。

本费利分析：提价、成本下行和销售费用下降助力公司单季度盈利能力提升。

1) 毛利率: 22 年公司毛利率为 32.5%，同比-3.4pct，净利率 15.7%，同比-2.1pct。2023Q1，公司毛利率为 36.6%，同比+5.3pct，净利率 17.1%，同比+5.2pct。**2) 费用率:** 2022 年销售费用率为 12.4%，同比+1.1pct，2023Q1 销售费用率为 11.7%，同比-3.1pct，销售费用变动主要系广告费用变动所致。2022 年管理费用率为 4.1%，同比+0.02pct，2023Q1 管

理费用率为 4.4%，同比+0.2pct。单季度盈利能力水平大幅提升，主因 1) 公司于去年对大部分产品提价。2) 成本端，公司主要原材料大包粉价格呈现下行趋势。3) 销售费用同比下降。

23 年展望：新市场持续开拓，成本改善释放利润弹性。

公司整体收入改善趋势显著，恢复态势维持良性。其中学校渠道伴随疫情放开有望加速复苏，伴随新市场持续开拓，全国人员流动性恢复以及消费场景改善也将助力公司复苏，预计营收将快速增长。产品端，2023 年公司计划继续推广三类新品，分别是 280ml 系列（包括椰奶、咖啡和果蔬口味）、零糖甜牛奶以及大果粒酸奶。成本端，公司通过下调大包粉价格和增加国产奶粉比例，价位优势显著，同时强化成本管理和费用控制。随着市场回暖和旺季到来，预计盈利水平将提升。同时，公司自有产能逐步达产，将推出新产品，享受规模效应和行业红利，保持良好的增长。

中长期展望：产品持续推新，渠道稳步推进。

1) **产品端**：一方面公司以甜牛奶乳饮为依托，巩固含乳饮料行业的优势地位，另一方面研发与现有产品生产工艺、销售渠道具有协同效应的新产品，如零脂肪乳酸菌饮品、榴莲牛奶、果蔬酸奶饮品等，丰富产品矩阵，拓宽收入来源。此外，通过升级包装和优化技术工艺提升产品品质和形象，满足多渠道多层次消费者的需求，提升品牌知名度。2) **渠道端**：公司通过精准定位和成熟的经销商体系，在重点核心市场和新兴市场快速进行全渠道开发和终端网点建设，不断探索潜在消费市场和潜在消费人群。同时，加强业务团队建设和经销商管理，提升经销商团队的力量和管理水平，进一步增强对零售终端的掌控能力，为下一步市场发展和销售增长奠定基础。3) **产能端**：公司通过自有产能的逐步达产和生产任务的合理配置资源，稳步提升已建项目的产能利用率。随着未来江西、龙游、鹤壁等地在建项目完工，释放产能，为公司销售放量，提高产品供应的及时性和稳定性，更好地满足市场需求提供支持。

盈利预测与估值：公司正在积极推进全国化战略，并不断加强产品研发力度。随着公司通过新品推广、全国化招商和深入渠道的策略，预计公司的营收将实现快速增长。我们预计公司 2023-2025 年收入增速 25.34%/20.15%/16.24%，归母净利润增速 37.89%/23.21%/24.11%，按照 2023 年业绩给 30 估值，一年目标价 30 元，给予公司“买入”评级。

风险提示：食品质量安全控制的风险，原材料价格波动的风险，产能扩张不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1404	1759	2114	2457
(+/-%)	-4.50%	25.34%	20.15%	16.24%
归母净利润(百万)	221	305	376	466
(+/-%)	-15.80%	37.89%	23.21%	24.11%
摊薄每股收益(元)	0.73	0.10	1.24	1.54
市盈率(PE)	36	26	21	17

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁赜	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。