

李子园 (605337)

饮料乳品/食品饮料

发布时间: 2023-04-27

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

## 动销有望加速，盈利显著改善

--- 李子园 2022 年报及 2023 年一季报点评

**事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 14.0 亿元，同比-4.5%；归母净利润 2.2 亿元，同比-15.8%。22Q4 实现营收 3.4 亿元，同比-17.5%；归母净利润 0.7 亿元，同比-2.4%。23Q1 实现营收 3.5 亿元，同比+1.1%；归母净利润 0.6 亿元，同比+45.0%。

**22 年疫情扰动营收增速，原材料价格上涨使得盈利承压。** 受疫情反复影响，22 年公司营收同比-4.5%，含乳饮料销量同比-8.1%。受大包粉、包材等原材料价格上涨影响，22 年公司毛利率同比-3.4pct 至 32.5%，叠加广告费增加，销售费用率同比+1.1pct 至 12.4%，使得净利率同比-2.1pct 至 15.7%。由于政府补助增加，其他收益同比+42.8%至 5838 万元，缓解部分利润压力。

**提价红利释放叠加成本压力改善，23Q1 利润端表现超预期。** 由于 23 年春节来的较早，一月份发货时间较短，但二月份消费场景和人流逐渐恢复，动销开始回暖，23Q1 营收同比+1.1%。受益于去年 7 月份公司产品提价，以及大包粉价格下行、加大相对便宜的国产奶粉采购占比，23Q1 公司毛利率同比+5.3pct 至 36.6%，叠加广告费减少，销售费用率同比-3.1pct 至 11.7%，使得净利率同比+5.2pct 至 17.1%。

**动销有望加速，23 年势能向上。** 展望 23 年，随着消费场景复苏、渠道拓展及新品推广，预计收入增速从二季度开始改善，特别是下半年进入公司销售旺季后动销加速。一方面，公司核心市场仍有较大的开拓深挖空间，随着公司加速推进全国化进程，预计经销商数量将呈增长态势，外围市场拓展有望实现较好增长；另一方面，在深耕传统渠道的同时，加大对特通渠道、小餐饮渠道的开发，有望贡献业绩新增量。公司在产品端持续发力，加大 0 蔗糖等新品推广，与“华与华”合作有助于提升整体营销策划能力。随着大包粉价格下行以及加大国产采购占比，公司在成本端改善明显，加上去年提价传导较为顺利，提价红利有望继续释放，盈利水平有望持续提升。

**盈利预测:** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.01、1.24、1.48 元/股，对应 PE 分别为 24X、19X、16X，给予“买入”评级。

**风险提示:** 业务拓展不及预期；原材料价格波动。

财务摘要 (万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	146,972	140,354	170,501	206,001	245,001
(+/-)%	35.14%	-4.50%	21.48%	20.82%	18.93%
归属母公司净利润	26,249	22,103	30,559	37,564	44,762
(+/-)%	22.34%	-15.80%	38.26%	22.92%	19.16%
每股收益 (元)	1.24	0.73	1.01	1.24	1.48
市盈率	40.08	32.10	23.76	19.33	16.22
市净率	6.71	4.11	3.57	3.01	2.54
净资产收益率 (%)	18.12%	13.32%	15.02%	15.59%	15.66%
股息收益率 (%)	1.34%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
总股本 (百万股)	217	303	303	303	303

### 股票数据

2023/04/26

6 个月目标价 (元)	
收盘价 (元)	23.93
12 个月股价区间 (元)	16.33~35.01
总市值 (百万元)	7,260.55
总股本 (百万股)	303
A 股 (百万股)	303
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	9%	7%
相对收益	-4%	14%	3%

### 相关报告

《食品饮料行业周报：春节消费强劲复苏，食品饮料板块继续看多》

--20230201

《食品饮料行业周报：边际改善确定，继续全面看多》

--20230117

### 证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001  
021-61002252 liqiang@nesc.cn

### 证券分析师: 范林泉

执业证书编号: S0550523040002  
13122683585 fanlq@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	55,251	86,864	145,516	195,790
交易性金融资产	3,052	3,052	3,052	3,052
应收款项	78	149	125	201
存货	28,960	25,165	39,900	37,104
其他流动资产	9,761	8,961	8,961	8,961
<b>流动资产合计</b>	<b>100,740</b>	<b>129,588</b>	<b>203,686</b>	<b>251,946</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	67,305	64,035	58,288	50,805
无形资产	13,968	13,968	13,968	13,968
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>136,943</b>	<b>127,002</b>	<b>116,583</b>	<b>105,831</b>
<b>资产总计</b>	<b>237,683</b>	<b>256,589</b>	<b>320,270</b>	<b>357,777</b>
短期借款	7,500	7,500	7,500	7,500
应付款项	30,282	17,829	40,006	28,441
预收款项	20	17	21	25
一年内到期的非流动负债	43	43	43	43
<b>流动负债合计</b>	<b>56,614</b>	<b>44,943</b>	<b>71,060</b>	<b>63,805</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	8,180	8,197	8,197	8,197
<b>长期负债合计</b>	<b>8,180</b>	<b>8,197</b>	<b>8,197</b>	<b>8,197</b>
<b>负债合计</b>	<b>64,793</b>	<b>53,140</b>	<b>79,257</b>	<b>72,001</b>
归属于母公司股东权益合计	172,890	203,449	241,013	285,775
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>237,683</b>	<b>256,589</b>	<b>320,270</b>	<b>357,777</b>

利润表 (万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>140,354</b>	<b>170,501</b>	<b>206,001</b>	<b>245,001</b>
营业成本	94,777	108,251	130,131	154,008
营业税金及附加	1,358	1,330	1,648	1,960
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	17,453	19,949	23,896	28,420
管理费用	5,811	7,332	8,755	10,535
财务费用	-2,493	-2,536	-2,738	-2,899
公允价值变动净收益	52	0	0	0
投资净收益	152	85	206	245
<b>营业利润</b>	<b>27,964</b>	<b>39,347</b>	<b>48,140</b>	<b>57,411</b>
营业外收支净额	85	90	80	50
<b>利润总额</b>	<b>28,049</b>	<b>39,437</b>	<b>48,220</b>	<b>57,461</b>
所得税	5,946	8,877	10,657	12,699
净利润	22,103	30,559	37,564	44,762
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>22,103</b>	<b>30,559</b>	<b>37,564</b>	<b>44,762</b>
少数股东损益	0	0	0	0

资料来源：东北证券

现金流量表 (万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>22,103</b>	<b>30,559</b>	<b>37,564</b>	<b>44,762</b>
资产减值准备	9	0	0	0
折旧及摊销	6,839	9,941	10,418	10,752
公允价值变动损失	-52	0	0	0
财务费用	191	227	303	303
投资损失	-152	-85	-206	-245
运营资本变动	-2,750	-8,905	10,670	-5,241
其他	-236	-107	-101	-75
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>25,952</b>	<b>31,631</b>	<b>58,648</b>	<b>50,257</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-20,902</b>	<b>192</b>	<b>307</b>	<b>320</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-2,519</b>	<b>-210</b>	<b>-303</b>	<b>-303</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>16,711</b>	<b>29,589</b>	<b>56,381</b>	<b>47,841</b>

财务与估值指标				
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.73	1.01	1.24	1.48
每股净资产 (元)	5.70	6.71	7.94	9.42
每股经营性现金流量 (元)	0.86	1.04	1.93	1.66
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	-4.5	21.5	20.8	18.9
净利润增长率	-15.8	38.3	22.9	19.2
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	32.5	36.5	36.8	37.1
净利率	15.7	17.9	18.2	18.3
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	0.24	0.24	0.24	0.24
存货周转天数	89.61	90.00	90.00	90.00
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	27.3	20.7	24.7	20.1
流动比率	1.78	2.88	2.87	3.95
速动比率	1.03	2.01	2.10	3.12
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	12.4	11.7	11.6	11.6
管理费用率	4.1	4.3	4.3	4.3
财务费用率	-1.8	-1.5	-1.3	-1.2
<b>分红指标</b>				
股息收益率	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	32.10	23.76	19.33	16.22
P/B (倍)	4.11	3.57	3.01	2.54
P/S (倍)	5.06	0.04	0.04	0.03
净资产收益率	13.3	15.0	15.6	15.7

**研究团队简介:**

李强：西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员，南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历，荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析师团队第 1 名，2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名，2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名，2018 年投研社最受机构欢迎分析师，2018 年进门财经百佳分析师，2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名，2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名，2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名，“2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第 1 名。

范林泉：复旦大学经济学硕士，现任东北证券食品饮料行业分析师，曾就职于国泰君安证券研究所。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

