

➤ **事件：**公司发布 2022 年年报与 23 年一季报。22 年实现营收/归母净利润/扣非后归母净利率分别为 14.04/2.21/1.88 亿元，同比-4.5%/-15.8%/-22.95%；其中 22Q4 分别为 3.42/0.66/0.56 亿元，同比-17.47%/-2.4/-11.62%；23Q1 分别为 3.45/0.59/0.58 亿元，同比+1.11%/+44.97%/68.36%。

➤ **含乳饮料稳健增长，外围市场加速开拓。分产品看：**22 年公司乳饮料/乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其它品类实现营收 13.59/0.20/0.07/0.13 亿元，同比-4.82%/-2.19%/+42.43%/+3.01%。23Q1 公司含乳饮料/其他品类收入分别为 3.39/0.05 亿元，分别同比+3.19%/-57.70%。**分区域看：**华东/华中/西南区域系成熟市场，22 年分别实现营收 7.29/2.58/2.58 亿元，同比-6.82%/-10.20%/+5.13%，其中华东和华中市场受到疫情影响略有下降。成熟市场占比 88.62%。华北/华南/西北/东北区域系外围市场，全年营收 1.13 亿元，同比+13%，营收占比 8.05%，同比+1.05pcts。23Q1 公司在华东/华中/西南/区域分别实现营收 1.66/0.78/0.59 亿元，同比-7.13%/+11.55%/+7.91%，非成熟区域共计实现营收 0.33 亿元，同比+26.92%，其中华南地区营收 0.20 亿元，同比+49.56%，公司全国化进程的稳步推进。

➤ **成本端压力缓解，公司积极调整成本结构带动毛利率提升。**22 年毛利率 32.47%，同比-3.41pcts。期间费用率 15.90%，同比+1.28pcts。其中，销售/管理/研发费用率分别为 12.43%/26.29%/47.50%，同比+1.07/+3.23/+8.05pcts。净利率 15.75%，同比降低 2.11pct。毛利、净利率双降主要受大包粉、白砂糖以及包材 PET 瓶的采购成本上涨压力传导。23 年 Q1 毛利率 36.61%，同比+5.27pcts，净利率 17.14%，同比增加 5.19%。毛利率和净利率均大幅提升，一方面缘于原奶等价格下行，另一方面缘于公司积极调整成本结构，例如用成本更低的国产大包粉进行替代生产。

➤ **全国化产能布局降本增效，华与华助力公司品牌建设。新品方面**计划推出无菌灌装（杯装）大果粒酸奶乳饮料，新品零蔗糖甜牛奶产品重点拓区域与口味，逐渐丰富产品口味和形式，契合当下饮品健康化风潮。**产能方面**公司目前五大生产基地现有产能 32 万吨，浙江龙游、江西上高、河南鹤壁均有新基地在建，预计全部建成后将达 60 万吨。同时，公司通过发行可转债建设“年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目”，未来仍将按需、择机、择地规划新生产基地，我们认为全国化的产能布局将有效缩短运输时间、节约运输成本，加强规模效应以降本增效。**品牌建设方面**公司于 2022 年年末与战略营销品牌咨询公司华与华形成合作，有助于公司品牌力进一步提升。

➤ **投资建议：**考虑到公司短期成本压力可控，中期特通渠道类型不断丰富，长期全国化布局持续推进。预计公司 23-25 年分别实现营收 17.6/21.1/24.8 亿元，同比+25.5%/19.7%/17.7%，实现归母净利润 3.0/3.7/4.6 亿元，同比+36.1%/+23.9%/+22.4%，对应 PE 分别为 26/21/17 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情影响消费，行业竞争加剧，原材料价格上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1404	1762	2110	2484
增长率 (%)	-4.5	25.5	19.7	17.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	221	301	373	456
增长率 (%)	-15.8	36.1	23.9	22.4
每股收益 (元)	0.73	0.99	1.23	1.50
PE	35	26	21	17
PB	4.5	4.0	3.5	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
25.70 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 李子园 (605337.SH) 2021 年年报点评：上市首年营收稳健 全国化布局加速中-2022/04/20
- 李子园 2021 年业绩快报点评：全国化元年特通扩类与流通下沉并举助营收增长-2022/03/07
- 【民生食饮】李子园 (605337.SH) 2021 年三季报点评：快速全国化营收高增，甜牛奶迈向十亿级-2021/10/27
- 李子园 (605337.SH) 2021 年半年报点评：渠道全国化布局叠加产能释放推动业绩大幅增长-2021/08/26
- 李子园 (605337) 2021 年半年度业绩预告点评：产能加码叠加渠道扩张，21H1 业绩如期高增-2021/07/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1404	1762	2110	2484
营业成本	948	1096	1320	1553
营业税金及附加	14	16	17	20
销售费用	175	217	253	286
管理费用	58	72	84	97
研发费用	15	18	19	20
EBIT	252	379	468	570
财务费用	-25	-4	-6	-10
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	280	384	475	581
营业外收支	1	-1	-1	0
利润总额	280	383	475	581
所得税	59	82	102	125
净利润	221	301	373	456
归属于母公司净利润	221	301	373	456
EBITDA	321	455	553	666

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	553	721	1044	1407
应收账款及票据	1	1	1	2
预付款项	15	94	114	134
存货	290	254	306	360
其他流动资产	150	141	121	122
流动资产合计	1007	1211	1586	2023
长期股权投资	0	1	2	3
固定资产	673	740	804	868
无形资产	140	140	139	139
非流动资产合计	1369	1417	1409	1400
资产合计	2377	2628	2995	3424
短期借款	75	75	75	75
应付账款及票据	303	290	350	411
其他流动负债	188	235	281	330
流动负债合计	566	600	705	816
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	82	81	81	81
非流动负债合计	82	81	81	81
负债合计	648	680	787	897
股本	303	303	303	303
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1729	1948	2209	2526
负债和股东权益合计	2377	2628	2995	3424

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.50	25.53	19.74	17.75
EBIT 增长率	-19.24	50.19	23.58	21.75
净利润增长率	-15.80	36.12	23.86	22.44
盈利能力 (%)				
毛利率	32.47	37.82	37.41	37.46
净利润率	15.75	17.08	17.66	18.37
总资产收益率 ROA	9.30	11.45	12.44	13.33
净资产收益率 ROE	12.78	15.45	16.87	18.06
偿债能力				
流动比率	1.78	2.02	2.25	2.48
速动比率	1.03	1.26	1.53	1.77
现金比率	0.98	1.20	1.48	1.72
资产负债率 (%)	27.26	25.89	26.27	26.21
经营效率				
应收账款周转天数	0.20	0.25	0.25	0.25
存货周转天数	111.53	84.55	84.55	84.55
总资产周转率	0.63	0.70	0.75	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	0.99	1.23	1.50
每股净资产	5.70	6.42	7.28	8.33
每股经营现金流	0.86	1.25	1.63	1.94
每股股利	0.30	0.37	0.46	0.56
估值分析				
PE	35	26	21	17
PB	4.5	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	22.82	15.72	12.34	9.72
股息收益率 (%)	1.17	1.43	1.78	2.17

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	221	301	373	456
折旧和摊销	68	76	85	95
营运资金变动	-27	-2	34	36
经营活动现金流	260	379	494	589
资本开支	-191	-68	-76	-85
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-209	-125	-56	-85
股权募资	0	0	0	0
债务募资	75	0	0	0
筹资活动现金流	-25	-87	-115	-141
现金净流量	25	168	323	363

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026