

李子园 (605337.SH)

成本可控，盈利能力提升

2023年04月27日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

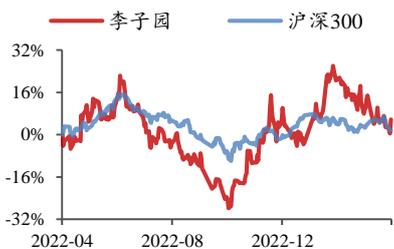
yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

日期	2023/4/26
当前股价(元)	23.93
一年最高最低(元)	36.00/16.16
总市值(亿元)	72.61
流通市值(亿元)	28.41
总股本(亿股)	3.03
流通股本(亿股)	1.19
近3个月换手率(%)	199.08

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《疫情短期扰动，稳步开拓全国市场——公司信息更新报告》-2022.10.28

《业绩短期受疫情扰动，产能陆续释放助力增长——公司信息更新报告》-2022.8.27

《疫情扰动，短期业绩承压，全国化战略持续推进——公司信息更新报告》-2022.4.29

● 成本可控，自华东向外扩张，维持“增持”评级

李子园 2022Q4 营收 3.42 亿元，同比降 17.47%；归母净利 0.66 亿元，同比降 2.4%。2022Q1 营收 3.45 亿元，同比增 1.11%；归母净利 0.59 亿元，同比增 44.97%。由于成本下行，我们上调 2023-2024 年盈利预测，预计 2023-2024 年归母净利为 3.1、3.7 亿元（前次为 2.8、3.6 亿元），新增 2025 年盈利预测 4.55 亿元，EPS 为 1.01、1.22、1.50 元，当前股价对应 PE 为 23.8、19.6、15.9 倍。李子园有品牌、渠道、规模优势，自华东向全国市场稳步拓张，维持“增持”评级。

● 外围市场稳步增长，积极开拓多样化渠道

分产品来看：含乳饮料 2023Q1 营收同比增 3.19%。由于 2023 年春节较早，公司部分渠道略受影响。但随着疫情管控放开，消费场景及人流量逐渐恢复，公司营收增长；（2）分渠道来看：2023Q1 经销渠道营收 3.38 亿元，同比增 1.96%；直销渠道有所下滑；（3）分区域来看：2023Q1 除华东同比下降 7.13% 外，其余两重点地区华中、西南同比分别增 11.55%、7.91%。外围市场仍保持较好的增长态势，华北、华南、西北地区营收分别同比增 18.72%、49.56%、2.95%。截止 2023Q1 公司经销商数量 2565 家，其中华东经销商净增加 7 家至 872 家，华中经销商增加 6 家至 598 家。展望 2023 年，公司持续推新，推出无蔗糖产品并加大果蔬等新品的推广力度。随着大单品及新品发力，成熟市场布局小餐饮、酒店、食堂、零食系统等渠道，新市场持续开拓下，预计公司营收仍可快速增长。

● 净利率提升主因毛利率提升

2023Q1 公司净利率提升 5.2pct 至 17.1%，主因毛利率增 5.3pct 至 36.6%。2023Q1 毛利率提升主因：（1）原材料成本下行；（2）提价效果逐渐显现。2023Q1 公司销售费用率降低 3.1pct 至 11.7%，主因广告费用同比减少。展望 2023 年，伴随旺季到来，产能利用率稳步提升，叠加公司持续推新、奶粉成本压力缓解，预计毛利率可环比持续提升。费用使用效率提升下预计销售费率较为稳定。

● 风险提示：产能扩张不及预期、渠道扩张不及预期、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,470	1,404	1,704	2,053	2,446
YOY(%)	35.1	-4.5	21.4	20.5	19.1
归母净利润(百万元)	262	221	305	371	455
YOY(%)	22.3	-15.8	38.1	21.6	22.6
毛利率(%)	35.9	32.5	35.8	36.3	36.8
净利率(%)	17.9	15.7	17.9	18.1	18.6
ROE(%)	16.4	12.8	15.7	16.7	17.8
EPS(摊薄/元)	0.87	0.73	1.01	1.22	1.50
P/E(倍)	27.7	32.8	23.8	19.6	15.9
P/B(倍)	4.5	4.2	3.7	3.3	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1005	1007	827	1295	1406
现金	528	553	351	690	744
应收票据及应收账款	1	1	2	1	2
其他应收款	1	2	0	2	1
预付账款	167	15	229	60	280
存货	182	290	107	399	232
其他流动资产	126	148	138	142	147
非流动资产	1097	1369	1446	1518	1599
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	632	673	761	821	890
无形资产	138	140	153	163	177
其他非流动资产	327	557	533	534	532
资产总计	2102	2377	2272	2813	3004
流动负债	423	566	430	694	548
短期借款	0	75	28	34	34
应付票据及应付账款	214	303	207	450	297
其他流动负债	210	188	195	210	217
非流动负债	73	82	82	82	82
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	82	82	82	82
负债合计	497	648	511	776	630
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	217	303	303	303	303
资本公积	747	660	478	478	478
留存收益	642	765	990	1239	1538
归属母公司股东权益	1605	1729	1761	2038	2374
负债和股东权益	2102	2377	2272	2813	3004

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	219	260	234	548	306
净利润	262	221	305	371	455
折旧摊销	54	68	67	79	92
财务费用	-27	-25	-25	-32	-40
投资损失	-1	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-133	-37	-120	133	-198
其他经营现金流	64	34	9	-2	-2
投资活动现金流	-487	-209	-140	-152	-174
资本支出	304	191	85	70	79
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-184	-18	-55	-82	-95
筹资活动现金流	587	-25	-296	-57	-78
短期借款	-33	75	-47	6	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	101	87	0	0	0
资本公积增加	590	-87	-182	0	0
其他筹资现金流	-70	-100	-67	-63	-78
现金净增加额	319	25	-202	339	54

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1470	1404	1704	2053	2446
营业成本	942	948	1094	1308	1546
营业税金及附加	14	14	16	20	23
营业费用	167	175	201	236	269
管理费用	61	58	72	87	104
研发费用	14	15	18	22	26
财务费用	-27	-25	-25	-32	-40
资产减值损失	-0	0	-0	-0	-0
其他收益	41	58	58	58	58
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	1	2	2	2	2
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	341	280	388	472	578
营业外收入	1	4	2	2	2
营业外支出	4	3	2	3	3
利润总额	338	280	387	471	578
所得税	76	59	82	100	122
净利润	262	221	305	371	455
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	262	221	305	371	455
EBITDA	376	336	444	537	650
EPS(元)	0.87	0.73	1.01	1.22	1.50

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	35.1	-4.5	21.4	20.5	19.1
营业利润(%)	22.8	-17.9	38.6	21.7	22.6
归属于母公司净利润(%)	22.3	-15.8	38.1	21.6	22.6
获利能力					
毛利率(%)	35.9	32.5	35.8	36.3	36.8
净利率(%)	17.9	15.7	17.9	18.1	18.6
ROE(%)	16.4	12.8	15.7	16.7	17.8
ROIC(%)	14.9	11.2	14.5	15.4	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	23.6	27.3	22.5	27.6	21.0
净负债比率(%)	-28.3	-22.9	-12.4	-25.9	-24.6
流动比率	2.4	1.8	1.9	1.9	2.6
速动比率	1.4	1.0	0.9	1.0	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	1571.6	1523.7	1400.8	1498.7	1474.4
应付账款周转率	4.9	3.7	4.3	4.0	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.73	1.01	1.22	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.86	0.77	1.81	1.01
每股净资产(最新摊薄)	5.29	5.70	6.40	7.32	8.43
估值比率					
P/E	27.7	32.8	23.8	19.6	15.9
P/B	4.5	4.2	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	17.9	20.3	15.8	12.4	10.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn