

李子园(605337)

报告日期: 2023年05月07日

## 23Q1 利润超预期, 盈利端弹性可期

### ——李子园 22 年&23Q1 业绩点评

#### 投资要点

□ **事件:** 公司发布业绩: 22 年公司收入/归母净利润分别为 14.04 /2.21 亿元 (-4.50%/-15.79%), 其中 22Q4 公司收入/归母净利润分别为 3.42 /0.66 亿元 (-17.47%/-2.40%)。23Q1 公司收入/归母净利润分别为 3.45/0.59 亿元 (+1.11%/+44.97%)。

□ **疫情影响下业绩表现平稳, 盈利端短期承压**

**产品端:** 提价红利推动吨价提升, 疫情影响下量降。22 年公司饮料业务收入为 13.98 亿元 (-4.56%), 受益于提价红利释放, 其中占收入比>90%的含乳饮料吨价/量分别变动+3.53%/-8.06%。

**渠道端:** 华东因疫情影响收入下降, 省外加速扩张。22 年成熟市场中, 华东/华中/西南收入占比分别 52.13%/18.43%/18.42%, 增速同比变动-6.82%/-10.20%/+5.12%, 省外其他部分区域实现高增长。

**财务端:** 盈利受疫情影响短期承压。22 年公司毛利率/净利率分别同比变动-3.41/-2.11 个百分点至 32.47%/15.75%; 销售费用率/管理费用率分别同比变动+1.07/+0.16 个百分点至 12.43%/5.24%; 经营性现金流同比变动+18.24%至 2.60 亿元。

□ **23Q1 利润表现超预期, 费用率下行推升盈利端表现**

**收入端:** 23Q1 含乳饮料产品、其他产品收入分别同比变动+3.19%/-57.70%至 3.39 /0.05 亿元, 收入占比分别较去年同期变动+1.99/-1.99 个百分点至 98.57%/1.43%。23Q1 公司收入略不及预期, 或主因 22Q1 收入基数较高。

**利润端:** 23Q1 利润端表现超预期。23Q1 公司毛利率/净利率分别同比变动+5.27/+5.19 个百分点至 36.61%/17.14%, 或主因: ①广告费用下行推动费用率下降, 23Q1 公司销售费用率/管理费用率分别同比变动-3.07/+0.54 个百分点至 11.70%/5.61%; ②奶粉等成本下行; ③提价红利释放等。考虑到 Q2 公司仍享受提价红利+成本下行红利, 盈利端弹性仍将延续。

**渠道端:** 23Q1 经销净增量少, 但经销商质量不断提升。23Q1 期内公司增加 15 个经销商至 2565 家, 主因公司淘汰了 193 家经营效益较差的经销商, Q1 经销渠道收入同比+1.96%, 平均经销商收入同比变动+5.10%; 市场方面, 占公司收入比较大的华东/华中/西南地区 Q1 收入分别同比变动-7.13/+11.55/+7.91 个百分点至 1.66/0.78/0.59 亿元。另外, Q1 公司经营性现金流同比变动+7.56%至 1.04 亿元, 表现优异。

□ **疫后规模扩张加速, 看好提价红利释放+全国化扩张下盈利端修复**

1) 行业  $\beta$ : 含乳饮料行业空间广阔, 孕育大单品土壤肥沃。随着居民消费水平提升, 多元化需求推动含乳饮料增速高于乳制品/软饮料大类增速, 当前乳饮料行业处于扩容阶段, 且行业竞争格局稳定, 拥有孕育甜牛奶单品的肥沃土壤。

2) 自身  $\alpha$ : 短期看, 公司有望通过享受提价/成本下行红利+提升费效比+加速全国扩张等方式实现利润端弹性表现; 中长期看, 在渠道量/质双升为全国化基础/亿级市场加速趋势显著为全国化结果/产能持续落地为全国化保障逻辑下, 规模效应下单位成本下降(自有产能提升+委外占比下降+产能利用率提升)+吨价提升(提价、高价新品推出)+费用率稳定=盈利端改善。

□ **盈利预测及估值**

预计 2023~2025 年公司收入增速为 22.85%、20.17%、18.37%; 归母净利润增速分别为 40.75%、22.57%、20.68%; EPS 分别为 1.03、1.26、1.52 元; PE 分别为 26、21、18 倍, 维持买入评级。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥

执业证书号: S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

分析师: 张潇倩

执业证书号: S1230520090001  
zhangxiaolian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 26.73
总市值(百万元)	8,110.10
总股本(百万股)	303.41

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《盈利能力短期承压, 提价+全国化下业绩有望改善——李子园 2022Q3 业绩点评报告》  
2022.10.30
- 《乳饮料核心单品增长稳健, 22H2 市场有望加速开拓——李子园 2022H1 业绩点评报告》  
2022.08.29
- 《【浙商食品饮料】李子园 2022Q1 业绩点评: 22Q1 利润不及预期, 期待疫后盈利端实现改善 (20220428)》  
2022.04.29

- **催化剂:** 终端动销表现超预期; 成本下行幅度超预期; 全国化加速超预期。
- **风险提示:** 1、消费恢复不及预期或影响动销恢复; 2、成本下行幅度不及预期;  
3、全国化速度不及预期。

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1404	1724	2072	2453
(+/-) (%)	-4.50%	22.85%	20.17%	18.37%
归母净利润	221	311	381	460
(+/-) (%)	-15.79%	40.75%	22.57%	20.68%
每股收益(元)	0.73	1.03	1.26	1.52
P/E	36.69	26.07	21.27	17.62

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1007	1259	1542	1965
现金	553	802	973	1338
交易性金融资产	31	34	45	36
应收账款	1	2	3	3
其它应收款	2	1	2	2
预付账款	15	95	121	99
存货	290	255	317	396
其他	118	71	82	90
<b>非流动资产</b>	1369	1375	1566	1708
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	673	782	873	980
无形资产	140	157	182	195
在建工程	222	229	257	268
其他	334	206	254	265
<b>资产总计</b>	2377	2634	3108	3673
<b>流动负债</b>	566	521	610	714
短期借款	75	36	37	49
应付款项	303	291	352	433
预收账款	0	0	0	0
其他	188	194	221	231
<b>非流动负债</b>	82	73	76	77
长期借款	0	0	0	0
其他	82	73	76	77
<b>负债合计</b>	648	594	686	791
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1729	2040	2421	2882
<b>负债和股东权益</b>	2377	2634	3108	3673

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1404	1724	2072	2453
营业成本	948	1099	1302	1521
营业税金及附加	14	16	19	23
营业费用	175	176	220	270
管理费用	58	71	83	93
研发费用	15	19	23	27
财务费用	(25)	(7)	(11)	(15)
资产减值损失	0	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	59	45	48	51
<b>营业利润</b>	280	398	487	587
营业外收支	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	280	399	488	588
所得税	59	88	107	128
<b>净利润</b>	221	311	381	460
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	221	311	381	460
EBITDA	344	442	536	641
EPS (最新摊薄)	0.73	1.03	1.26	1.52

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-4.50%	22.85%	20.17%	18.37%
营业利润	-18.03%	42.39%	22.34%	20.47%
归属母公司净利润	-15.79%	40.75%	22.57%	20.68%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.47%	36.28%	37.17%	38.00%
净利率	15.75%	18.04%	18.40%	18.76%
ROE	13.26%	16.51%	17.10%	17.36%
ROIC	12.05%	14.70%	15.14%	15.29%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.26%	22.55%	22.09%	21.54%
净负债比率	11.64%	6.11%	5.43%	6.28%
流动比率	1.78	2.42	2.53	2.75
速动比率	1.27	1.93	2.01	2.20
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.63	0.69	0.72	0.72
应收账款周转率	1523.75	1775.13	1650.58	1699.50
应付账款周转率	5.07	5.21	5.62	5.40
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.73	1.03	1.26	1.52
每股经营现金	0.86	1.48	1.23	1.75
每股净资产	5.70	6.72	7.98	9.50
<b>估值比率</b>				
P/E	36.69	26.07	21.27	17.62
P/B	4.69	3.98	3.35	2.81
EV/EBITDA	19.21	16.54	13.31	10.58

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	260	449	373	532
净利润	221	311	381	460
折旧摊销	68	50	59	69
财务费用	(25)	(7)	(11)	(15)
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	187	(62)	56	109
其它	(189)	158	(110)	(89)
<b>投资活动现金流</b>	(209)	(167)	(215)	(194)
资本支出	(160)	(163)	(175)	(183)
长期投资	(7)	5	(1)	(1)
其他	(42)	(9)	(40)	(10)
<b>筹资活动现金流</b>	(25)	4	49	77
短期借款	75	(39)	1	12
长期借款	0	0	0	0
其他	(100)	43	48	64
<b>现金净增加额</b>	25	286	208	415

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>