

盈利率先显著修复，期待动销逐季改善 ——2023 年半年报点评

李子园(605337)

推荐 (维持)

核心观点:

- **事件:** 8 月 24 日, 公司发布 2023 年半年度报告, 23H1 实现收入 7.0 亿元 (同比+0.1%, 下同); 归母净利润 1.3 亿元 (+30.6%); 扣非归母净利润 1.3 亿元 (+56.0%); 折合 23Q2 实现收入 3.6 亿元 (-0.9%); 归母净利润 0.8 亿元 (+21.1%); 扣非归母净利润 0.7 亿元 (+47.2%)。
- **需求弱复苏叠加白奶促销冲击致动销恢复偏慢, 23Q2 季末主动控货清库存以备新品上市。**总体看, 二季度收入端同比仍略有承压, 但同比增速好于 22Q4 与 23Q1 二个季度的均值, 反映动销复苏仍在途中, 但节奏偏慢, 预计主要归因于: 1) 宏观需求改善偏慢, 尤其是华东沿海人口回流速度较慢对现代渠道有所冲击; 2) 原奶价格下行致白奶产品促销较多, 对公司动销有所冲击, 这在奶源丰富且公司品牌力稍弱的北方市场体现的更明显; 3) 22 年 6 月底提价后渠道补库致基数偏高; 4) 公司主动控货以备 7 月新品上市。**分产品看,** 23Q2 含乳饮料/其他饮料收入分别为 3.5/0.08 亿元, 分别同比-0.2%/-44.9%, 主业所受冲击相对更小。**分区域看,** 23Q2 华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北/电商收入分别为 1.8/0.6/0.7/0.1/0.2/ 0.02/ 0.02/ 0.1 亿元, 分别同比-5.6%/ +0.1%/ +10.4%/ -8.5%/ +11.4%/ -43.7%/ -39.1%/ +29.1%, 西南、华南与电商市场表现相对稳健。**渠道下沉,** 23Q2 末经销商数量为 2568 家, 环比+0.1%, 北方地区属于新开拓市场, 经销商数量略有波动, 但南方优势市场稳健。
- **产品提价红利+成本压力减弱+费用投放节奏后置, 23Q2 盈利能力延续显著修复态势。**归母净利率: 23H1/23Q2 分别为 19.2%/21.2%, 同比+4.5/3.9pcts, 剔除政府补助等因素后, 23Q2 扣非归母净利率为 20.3%, 同比+6.6pcts, 盈利能力显著改善, 主要归因于提价+成本压力减弱+缩减广告费用。具体拆分, **毛利率:** 23H1/23Q2 分别为 36.7%/36.8%, 同比+5.5/5.7pcts, 主要得益于提价红利持续释放, 同时大包粉与包材等价格同比下降。**销售费用率:** 23H1/23Q2 分别为 9.7%/7.8%, 同比-3.5/-4pcts, 主要系公司控制费用投放节奏, 7 月品牌升级与包装换新, 23H2 将是费用投入窗口期。**管理费用率:** 23H1/23Q2 分别为 4.5%/4.5%, 同比+0.5/0.8pcts, 主要归因于销售增速偏慢导致单位折旧摊销费用增加。
- **低基数背景下渠道补库叠加费用投放力度加大, 23H2 动销恢复速度的中枢有望抬升。**展望 23H2, 相较于 23H1 利润端率先显著修复, 23H2 收入端有望接力, 主要得益于: 1) 22 年 8 月金华疫情与年底疫情达峰致收入低基数; 2) 新品上市后渠道在低库存状态下积极备货; 3) 品牌升级与费用投放拉动终端动销。此外, 考虑到大包粉、包材成本压力同比下降, 叠加政府补助或计入报表, 利润端亦有望保持弹性。
- **投资建议:** 小幅调整盈利预测, 预计 2023~2025 年归母净利润为 3.0/3.66/4.40 亿元, 同比+35.9%/21.8%/20.4%, EPS 为 0.76/0.93/1.12 元, 对应 PE 为 22/18/15X, 公司 23 年 PE 略低于饮料可比公司均值 23X, 考虑到 23H2 业绩有望持续修复叠加董事长增持股票彰显信心, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 需求恢复不及预期, 新品不及预期, 政府补助的不确定性等。

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

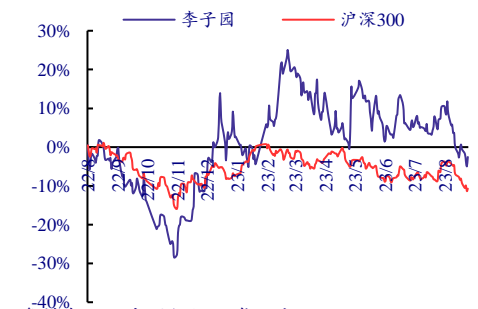
分析师登记编号: S0130522070002

市场数据

2023-08-24

A 股收盘价(元)	16.89
股票代码	605337
A 股一年内最高价/最低价(元)	22.32/12.27
上证指数	3082.24
总股本实际流通 A 股(亿股)	3.94/1.54
流通 A 股市值(亿元)	26

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料】李子园 22 年报与 23 年一季报点评: 盈利显著修复, 旺季有望延续

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1403.54	1594.00	1947.71	2358.68
增长率	-4.50%	13.57%	22.19%	21.10%
净利润(百万元)	221.03	300.32	365.74	440.38
增长率	-15.80%	35.87%	21.78%	20.41%
摊薄 EPS(元)	0.56	0.76	0.93	1.12
PE	41.81	22.18	18.21	15.13

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表					资产负债表				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1403.54	1594.00	1947.71	2358.68	流动资产	1007.40	1018.76	1328.60	1687.94
营业成本	947.77	1002.63	1227.06	1488.32	现金	552.51	521.44	768.11	1030.58
营业税金及附加	13.58	14.46	18.31	22.13	应收账款	0.78	1.02	1.16	1.46
营业费用	174.53	191.28	232.40	285.92	其它应收款	1.60	1.41	1.97	2.23
管理费用	58.11	66.15	80.57	97.70	预付账款	14.73	96.60	68.65	113.33
财务费用	-24.93	-6.62	-9.82	-13.69	存货	289.60	250.12	340.53	392.16
资产减值损失	0.00	-0.09	-0.05	-0.07	其他	148.18	148.18	148.18	148.18
公允价值变动收益	0.52	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1369.43	1581.60	1767.88	1967.10
投资净收益	1.52	1.20	1.83	2.19	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	279.64	382.27	465.14	559.48	固定资产	673.05	790.26	869.35	967.50
营业外收入	3.55	3.00	3.00	3.00	无形资产	139.68	171.06	187.45	211.34
营业外支出	2.70	0.00	0.00	0.00	其他	556.71	620.28	711.08	788.26
利润总额	280.49	385.27	468.14	562.48	资产总计	2376.83	2600.36	3096.48	3655.04
所得税	59.46	84.95	102.40	122.10	流动负债	566.14	489.35	619.72	737.90
净利润	221.03	300.32	365.74	440.38	短期借款	75.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	212.46	198.20	258.82	304.07
归属母公司净利润	221.03	300.32	365.74	440.38	其他	278.68	291.14	360.90	433.83
EBITDA	262.53	362.55	431.09	500.35	非流动负债	81.80	81.80	81.80	81.80
EPS (元)	0.56	0.76	0.93	1.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他	81.80	81.80	81.80	81.80
					负债合计	647.93	571.14	701.51	819.70
					少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
					归母股东权益	1728.90	2029.22	2394.96	2835.35
					负债和股东权益	2376.83	2600.36	3096.48	3655.04
现金流量表					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	259.52	312.75	489.76	516.85	营业收入	-4.50%	13.57%	22.19%	21.10%
净利润	221.03	300.32	365.74	440.38	营业利润	-17.90%	36.70%	21.68%	20.28%
折旧摊销	68.39	58.63	61.44	60.03	归母净利润	-15.80%	35.87%	21.78%	20.41%
财务费用	1.91	1.50	0.00	0.00	毛利率	32.47%	37.10%	37.00%	36.90%
投资损失	-1.52	-1.20	-1.83	-2.19	净利率	15.75%	18.84%	18.78%	18.67%
营运资金变动	-27.50	-44.23	67.22	21.31	ROE	12.78%	14.80%	15.27%	15.53%
其它	-2.79	-2.27	-2.80	-2.69	ROIC	8.48%	11.67%	12.06%	12.16%
投资活动现金流	-209.02	-267.33	-243.08	-254.38	资产负债率	27.26%	21.96%	22.66%	22.43%
资本支出	-190.55	-268.53	-244.91	-256.57	每股收益	0.56	0.76	0.93	1.12
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.66	0.79	1.24	1.31
其他	-18.47	1.20	1.83	2.19	每股净资产	4.38	5.14	6.07	7.19
筹资活动现金流	-25.19	-76.50	0.00	0.00	P/E	41.81	22.18	18.21	15.13
短期借款	75.00	-75.00	0.00	0.00	P/B	5.35	3.28	2.78	2.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	25.26	12.70	10.11	8.18
其他	-100.19	-1.50	0.00	0.00	PS	3.65	3.21	2.63	2.17
现金净增加额	25.31	-31.08	246.68	262.47					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘光意：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn