

李子园 (605337)

公司研究/点评报告

渠道全国化布局叠加产能释放推动业绩大幅增长

—李子园 (605337) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 27 日

一、事件概述

8 月 26 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内公司实现营业收入 6.80 亿元，同比+58.20%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比+56.63%；基本 EPS 为 0.62 元。

二、分析与判断

➤ 产能渠道全国化布局，推动收入高速增长

21H1 公司实现营收 6.80 亿元，同比+58.20%，折合 21Q2 单季度实现营收 3.49 亿元，同比+22.86%。收入高增主因产能及渠道积极扩张，公司在浙江金华产能基础上陆续建设江西上高、浙江龙游、云南曲靖生产基地，目前河南鹤壁产能即将建成投产，结合多个委外生产基地，初步形成全国化产能布局。2017 年起公司加速推动全国渠道扩张，目前已基本覆盖华东、华中、西南，正积极开拓华南、东北、华北、西北等市场，通过空白市场覆盖及渠道深耕实现快速量增。21H1 公司在华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北分别实现收入 3.84/1.34/1.19/0.11/0.20/0.06/0.04 亿元，分别同比+46.35%/+70.97%/+59.68%/+195.73%/+240.56%/+186.58%/+352.28%。同时公司在甜牛奶大单品战略之外新推果蔬酸奶、电解质水等新品，覆盖更广阔市场空间。

➤ 提前囤货大包粉锁定成本，利润水平基本稳定

利润端：21H1 公司实现归母净利润 1.29 亿元，同比+56.63%，折合 Q2 单季度实现归母净利润 0.76 亿元，同比+9.14%。整体看上半年公司利润端同步实现高速增长，Q2 利润增速稍有下滑主因成本端稍有承压，叠加市场扩张销售费用投放延续，挤压利润空间。

毛利率：21H1 公司毛利率 36.99%，同比+0.49ppt，单 Q2 毛利率 36.14%，同比-1.00ppt。在原奶成本高位水平下，公司毛利率仍维持相对稳定，主因公司在 1 月对部分甜牛奶产品进行提价，同时在去年低位时储存较多大包粉以锁定成本。**期间费用率：**21H1 期间费用率 14.96%，同比-0.69ppt，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.75%/4.28%/0.67%/-1.75%，分别同比+1.60ppt/-0.09ppt/-0.20ppt/-2.01ppt。报告期内公司费用率基本保持稳定，配合全国渠道拓展，销售活动有所增加，小幅推升销售费用率。**净利率：**21H1 公司净利率 18.96%，同比-0.19ppt，单 Q2 净利率 21.61%，同比-2.72ppt。

➤ 全国化渠道布局叠加产能加码，奠定未来成长确定性

产品端：公司大单品甜牛奶已发展为十亿级大单品，公司新推出的果蔬酸奶、咖啡牛奶、椰汁牛奶等新品市场反馈良好，有望培育为第二增长曲线。**渠道端：**公司以经销模式覆盖全国市场，华东区域目前为核心市场，21H1 收入占比 56.62%，同比+46.35%，增长动能仍然充足；而华东以外市场体现出更高的成长性，21H1 同比+77.6%。未来公司将成熟市场及第二梯队市场通过全渠道覆盖做细市场，通过新品上市提高消费者复购率；新兴市场通过打造样本市场逐步进行区域扩张及渠道下沉。**生产端：**随着公司覆盖区域增加，市场需求提升，公司产能瓶颈凸显。2019 年公司拥有产能 16.85 万吨，较 2017 年 4.44 万吨大幅增加，但依然有 27% 产量依赖委外生产，目前鹤壁产能即将投产，未来仍将扩建曲靖及鹤壁产能，支持公司市场扩张。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现收入 14.25/17.85/21.80 亿元，分别同比+31.0%/+25.3%/+22.2%，实现归母净利润 2.89/3.77/4.63 亿元，分别同比+34.8%/+30.2%/+22.8%，EPS 分别为 1.33/1.74/2.13 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 34X/26X/21X。公司目前估值略高于软饮料行业平均估值 30X，略低于乳制品行业平均估值 37X，考虑到公司具备优秀的品牌基础与产品实力，同时积极推进产能放量及渠道扩张，维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

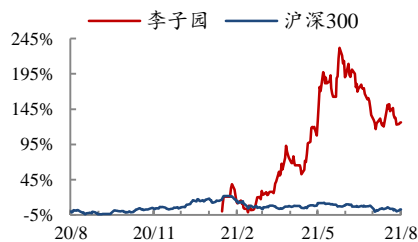
当前价格： 45.05 元

交易数据

2021-8-26

近 12 个月最高/最低(元)	72.6/28.45
总股本(百万股)	217
流通股本(百万股)	54
流通股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	98
流通市值(亿元)	24

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话：

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

- 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
- 李子园 (605337.SH) 公司深度报告：大单品战略下，产能、渠道持续扩张

四、风险提示:

市场竞争加剧, 新品推广不及预期, 原材料价格波动风险, 食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,088	1,425	1,785	2,180
增长率 (%)	11.6%	31.0%	25.3%	22.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	215	289	377	463
增长率 (%)	18.1%	34.8%	30.2%	22.8%
每股收益 (元)	0.99	1.33	1.74	2.13
PE (现价)	45.5	33.8	25.9	21.1
PB	13.4	5.4	4.5	3.7

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,088	1,425	1,785	2,180
营业成本	683	836	1,040	1,262
营业税金及附加	9	12	14	18
销售费用	101	152	194	240
管理费用	43	65	69	80
研发费用	9	14	20	26
EBIT	243	347	447	555
财务费用	0	0	(11)	(14)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
营业利润	277	373	486	597
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	277	373	486	597
所得税	63	84	110	135
净利润	215	289	377	463
归属于母公司净利润	215	289	377	463
EBITDA	284	395	503	618
资产负债表 (百万元)				
货币资金	244	1362	1637	2165
应收账款及票据	1	1	2	2
预付款项	45	93	115	131
存货	134	92	196	156
其他流动资产	40	40	40	40
流动资产合计	464	1589	1991	2495
长期股权投资	0	1	1	2
固定资产	439	514	584	662
无形资产	77	75	72	70
非流动资产合计	671	727	774	819
资产合计	1136	2316	2765	3314
短期借款	33	33	33	33
应付账款及票据	170	209	257	313
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	342	458	530	616
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	64	64	64	64
非流动负债合计	64	64	64	64
负债合计	406	522	594	680
股本	116	217	217	217
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	730	1794	2171	2633
负债和股东权益合计	1136	2316	2765	3314

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	11.6%	31.0%	25.3%	22.2%
EBIT 增长率	15.0%	42.6%	29.0%	24.1%
净利润增长率	18.1%	34.8%	30.2%	22.8%
盈利能力				
毛利率	37.2%	41.3%	41.7%	42.1%
净利润率	19.7%	20.3%	21.1%	21.2%
总资产收益率 ROA	18.9%	12.5%	13.6%	14.0%
净资产收益率 ROE	29.4%	16.1%	17.3%	17.6%
偿债能力				
流动比率	1.4	3.5	3.8	4.0
速动比率	1.0	3.3	3.4	3.8
现金比率	0.7	3.0	3.1	3.5
资产负债率	0.4	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	54.7	48.6	49.7	50.2
总资产周转率	1.1	0.8	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.3	1.7	2.1
每股净资产	3.4	8.3	10.0	12.2
每股经营现金流	1.4	2.1	1.8	2.9
每股股利	0.5	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	45.5	33.8	25.9	21.1
PB	13.4	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	32.6	20.6	15.6	11.9
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	215	289	377	463
折旧和摊销	41	49	56	63
营运资金变动	46	109	(55)	110
经营活动现金流	297	448	380	638
资本开支	161	103	102	107
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(159)	(103)	(102)	(107)
股权募资	0	776	0	0
债务募资	30	0	0	0
筹资活动现金流	13	773	(3)	(3)
现金净流量	151	1,118	275	528

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、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。

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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。