

李子园 (605337)

公司研究/点评报告

快速全国化营收高增，甜牛奶迈向十亿级

——李子园 (605337.SH) 季报点评报告

点评报告/食品饮料

2021年10月26日

一、事件概述

10月26日公司发布2021年三季报,2021年前三季度实现营收10.55亿元,同比+45.21%,实现归母净利润1.95亿元,同比+35.42%,实现扣非归母净利润1.81亿元,同比+39.98%。

二、分析与判断

➤ 营收延续高增，全国化布局加快推进

2021年前三季度公司实现营收10.55亿元,同比+45.21%,其中Q3实现营收3.75亿元,同比+26.39%。营收高增主因渠道快速扩张,公司已基本覆盖华东、华中、西南市场,此区域收入占比90.33%,正积极开拓华南、东北、华北、西北等市场,此区域同比增长195.97%。公司97.69%的营收来自于经销渠道,前三季度经销模式实现营收10.27亿元,同比+46.15%,截至9月末公司拥有2649家经销商,第三季度净增231家。

➤ 甜牛奶稳步成长迈向十亿级大单品

产品端,2021年前三季度公司含乳饮料营收10.25亿,第一增长曲线甜牛奶迈向十亿级大单品,其他品类营收0.26亿元,新推果蔬酸奶、咖啡牛奶、椰汁牛奶等新品市场反馈良好。**渠道端**,公司以经销模式覆盖全国市场,并重点开拓场景化特通渠道。未来公司将对成熟市场及第二梯队市场通过全渠道覆盖做细市场,提高消费者上市新品复购率;新兴市场通过样板市场打造,逐步做大区域、做深渠道。**生产端**:积极建设河南鹤壁10.4万吨产能及云南曲靖7万吨产能,以应对快速增长的市场需求。

➤ 原材料提前备货锁定部分成本，净利率小幅下降

毛利率:前三季度公司毛利率36.78%,同比-0.43pct;第三季度毛利率36.41%,同比-1.83pct。毛利率的下滑来自于原材料成本压力,而公司成本波动幅度较小,主因公司在去年下半年提前储备大包粉以锁定部分成本。**期间费用率**:前三季度期间费用率14.68%,同比+0.19pct,其中销售/管理/研发/财务费用率分别为11.32%/4.34%/0.85%/-1.83%,分别同比+1.94/+0.17/+0.04/-1.97pct,公司费用率基本保持稳定,销售费用率增长主因配合全国渠道拓展及新品推广,加大市场营销活动。**净利率**:前三季度公司净利率18.48%,同比-1.34pct;第三季度净利率为17.60%,同比-3.17pct,净利率的下滑主因成本上升挤压利润空间。

三、投资建议

预计2021-2023年公司实现收入14.25/17.85/21.80亿元,同比+31.0%/+25.3%/+22.2%;实现归母净利润2.89/3.77/4.63亿元,同比+34.8%/+30.2%/+22.8%,EPS分别为1.33/1.74/2.13元,对应PE分别为34X/26X/21X。公司估值水平略高于目前CS非乳饮料板块2021年预期估值29倍(Wind一致预期,算术平均法),但考虑到公司全渠道布局、子品牌扩张所带来的成长空间,仍维持“推荐”评级。

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	33.7	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

推荐

维持评级

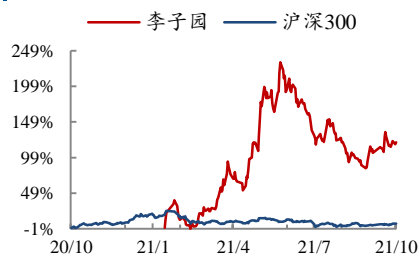
当前价格: 45.0元

交易数据

2021-10-26

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: 王言海

执业证号: S0100521090002

电话: 18956494422

邮箱: wangyanhai@mszq.com

相关研究

- 1.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
- 2.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

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	33.7	25.9	21.1
PB	13.4	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	32.6	20.6	15.6	11.8
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

王言海，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销管理咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

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。