


分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：孙冉

执业证号：S0100121100003

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

> **公司于 2022 年 4 月 18 日发布 2021 年年报。**2021 年度公司实现营业收入 14.7 亿元，同比增长 35.14%；归母净利润 2.62 亿元，同比增长 22.34%；扣非后归母净利润 2.43 亿元，同比增长 22.73%，上市首年业绩稳健。2021 年单四季度公司实现营业收入 4.15 亿元，同比增长 14.86%；归母净利润 0.68 亿元，同比下降 4.35%；扣非后归母净利润 0.63 亿元，同比下降 9.36%。

> **含乳饮料稳健增长 外围市场加速开拓。分产品看：**含乳饮料/乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其他品类分别实现营收 14.27/0.2/0.05/0.12 亿元，同比 +36.64%/+173.63%/12.29%/-43.15%。公司坚守含乳饮料基本盘，全年营收占比 97.45%，同比+0.55pct，其他品类占比 2.55%。**分区域看：**公司销量前三的**华东/华中/西南区域系成熟市场**，全年分别实现营收 7.82/2.87/2.45 亿元，同比+27.7%/+40.29%/+38.72%，高基数下仍保持良性增长。成熟市场多为我国经济较为发达或人口较为密集的省份，全年营收占比 90%，市场仍有较大的开拓深挖空间。此外，**华北/华南/西北/东北区域系外围市场**，全年营收 1 亿，同比+155.4%，占全年营收 10.3%。2021 年发力后增速迅猛，未来作为公司进一步拓展的目标区域，将为公司全国性布局提供发展动力。

> **成本端压力传导叠加渠道扩张初期费用增加 利润端承压。**公司 2021 全年毛利率 35.88%，同比降低 1.30pct。期间费用率 14.62%，同比增加 0.57pct。其中，销售/管理/财务费用率分别为 11.36%/5.08%/-1.82%，同比+2.12pct/+0.30pct/-1.84pct。净利率 17.86%，同比降低 1.87pct。**毛利、净利率双降主要受大包粉、白砂糖以及包材 PET 瓶的采购成本上涨压力传导和全国化扩张初期费用投入较大影响。**

> **产品矩阵多元化，全国化产能布局降本增效。**新品方面继 2021 年推出的 280ml 系列新品“果蔬酸奶”、“奶咖”及“椰奶”后，今年计划新增“桃味”，280 系列仍为主推新品；同时 2022 年将推出无菌灌装（杯装）大果粒酸奶乳饮料产品、运动营养食品等新产品系列，逐渐丰富产品口味和形式，拓展消费人群和场景，为营收贡献增量。**产能方面**公司目前五大生产基地现有产能 40 万吨，浙江龙游、江西上高、云南曲靖均有新基地在建，预计全部建成后将达 60 万吨。公司未来仍将按需、择机、择地规划新生产基地，**我们认为全国化的产能布局将有效缩短运输时间、节约运输成本，加强规模效应以降本增效。**

> **成熟市场特通渠道不断丰富，推出针对性产品重点拓展小餐饮渠道。**2022 年系公司全国化布局元年，我们认为**成熟市场未来增量来自在流通渠道的加速下沉以及特通渠道类型的拓展丰富**。公司在做好现有渠道终端细化及形象建设的同时，通过公司针对小餐饮开发的产品，拓展小餐饮渠道（如烧烤店、麻辣烫、饺子馆、大排档等）以提高铺市率，并通过各类促销拉升热度、提升规模及品牌影

推荐

维持评级
当前价格：
34.07 元

相关研究

- 1.李子园 2021 年业绩快报点评:全国化元年特通扩类与流通下沉并举助营收增长
- 2.【民生食品饮料】李子园 (605337.SH) 2021 年三季报点评:快速全国化营收高增,甜牛奶迈向十亿级
- 3.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
- 4.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
- 5.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

响力。外围市场采取先特通再流通的方式进入，并且配合一定的渠道费用倾斜。

➤ **投资建议：**预计 2022-2024 年公司实现收入 18.8/23.5/28.7 亿元，同比 +28.4%/+24.7%/+22%；实现归母净利润 3.31/4.24/5.22 亿元，同比 +25.9%/+28.4%/+23%，EPS 分别为 1.53/1.96/2.41 元，对应 PE 分别为 23X/18X/14X。考虑到公司短期成本压力可控，中期特通渠道类型不断丰富，长期全国化布局持续推进，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情影响消费，行业竞争加剧，原材料价格上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1470	1888	2353	2872
增长率（%）	35.1	28.4	24.7	22.0
归属母公司股东净利润（百万元）	262	331	424	522
增长率（%）	22.3	25.9	28.4	23.0
每股收益（元）	1.21	1.53	1.96	2.41
PE	29	23	18	14
PB	4.7	3.9	3.2	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 19 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1470	1888	2353	2872
营业成本	942	1209	1515	1830
营业税金及附加	14	17	21	26
销售费用	167	214	251	319
管理费用	61	75	94	116
研发费用	14	18	22	27
EBIT	313	355	451	554
财务费用	-27	-21	-28	-39
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	2
营业利润	341	427	548	674
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	338	426	548	673
所得税	76	96	123	151
净利润	262	331	424	522
归属于母公司净利润	262	331	424	522
EBITDA	367	433	558	677

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	528	658	947	1280
应收账款及票据	1	2	2	2
预付款项	167	179	197	278
存货	182	209	284	338
其他流动资产	127	127	128	128
流动资产合计	1005	1175	1558	2026
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	632	837	958	1089
无形资产	138	184	220	267
非流动资产合计	1097	1384	1559	1758
资产合计	2102	2558	3117	3784
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	214	285	359	427
其他流动负债	210	264	325	401
流动负债合计	423	549	683	827
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	73	73	73	73
非流动负债合计	73	73	73	73
负债合计	497	622	757	901
股本	217	217	217	217
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1605	1936	2360	2883
负债和股东权益合计	2102	2558	3117	3784

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	35.14	28.44	24.67	22.05
EBIT 增长率	12.09	13.64	27.11	22.64
净利润增长率	22.34	25.94	28.40	23.04
盈利能力 (%)				
毛利率	35.88	35.96	35.64	36.28
净利率	17.86	17.51	18.04	18.18
总资产收益率 ROA	12.49	12.92	13.62	13.80
净资产收益率 ROE	16.35	17.08	17.98	18.12
偿债能力				
流动比率	2.37	2.14	2.28	2.45
速动比率	1.55	1.43	1.58	1.70
现金比率	1.25	1.20	1.39	1.55
资产负债率 (%)	23.64	24.33	24.28	23.81
经营效率				
应收账款周转天数	0.26	0.32	0.29	0.29
存货周转天数	70.58	62.98	68.37	67.31
总资产周转率	0.70	0.74	0.75	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.53	1.96	2.41
每股净资产	7.41	8.93	10.89	13.30
每股经营现金流	1.01	2.28	2.64	3.02
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	29	23	18	14
PB	4.7	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	18.97	15.78	11.72	9.18
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	262	331	424	522
折旧和摊销	55	78	107	123
营运资金变动	-94	86	41	9
经营活动现金流	219	495	573	653
资本开支	-304	-363	-284	-322
投资	0	-3	-1	-1
投资活动现金流	-487	-365	-283	-321
股权募资	722	0	0	0
债务募资	-33	0	0	0
筹资活动现金流	587	0	0	0
现金净流量	319	130	290	332

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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