

李子园 (605337.SH)

2022 年 08 月 27 日

业绩短期受疫情扰动，产能陆续释放助力增长

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

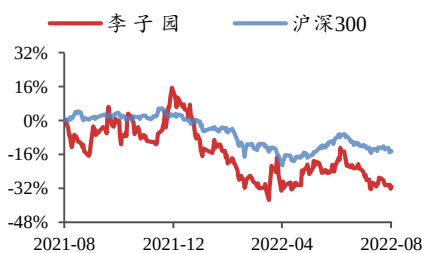
yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

日期	2022/8/26
当前股价(元)	21.86
一年最高最低(元)	53.00/21.15
总市值(亿元)	66.32
流通市值(亿元)	25.95
总股本(亿股)	3.03
流通股本(亿股)	1.19
近 3 个月换手率(%)	188.17

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《疫情扰动，短期业绩承压，全国化战略持续推进——公司信息更新报告》-2022.4.29

《业绩符合快报，稳步推进全国扩张——公司信息更新报告》-2022.4.20

《业绩稳步增长，持续推进全国化——公司信息更新报告》-2021.10.27

● 业绩短期受疫情扰动，维持“增持”评级

李子园 2022Q2 营收 3.59 亿元，同比增 2.73%；归母净利 0.62 亿元，同比降 17.62%。由于疫情影响，我们下调 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利为 2.5（-0.5）、3.2（-0.5）、4.1（-0.5）亿元，EPS 为 0.83（-0.53）、1.05（-0.69）、1.34（-0.77）元，当前股价对应 PE 为 26.3、20.7、16.3 倍。李子园在现有重点区域有品牌、渠道、规模优势，自华东向全国市场稳步拓张，维持“增持”评级。

● 疫情多点发生，营收增速放缓

（1）分产品来看：含乳饮料 2022Q2 营收同比增 4.31%，2022Q2 疫情多点发生，主要市场物流配送受疫情影响较大，但 5 月中下旬开始市场回暖，且 6 月底提价下渠道积极补库，营收仍略增；（2）分渠道来看：2022Q2 经销渠道同比增 2.3%；直销渠道同比增 22.98%；（3）分区域来看：2022Q2 大本营华东同比增 3.19%，华中、西南同比分别降 3.18%、1.93%。外围市场保持较好的增长态势，除华北、电子商务渠道同比分别降 4.49%、6.12%，华南、东北、西北地区营收分别同比增 46.53%、20.12%、33.59%。2022H1 公司经销商增 26 家至 2676 家，公司进一步加强建设原有客户的渠道和终端网络，提升单体销量。5 月中下旬以来，随着各地区物流配送恢复，市场需求回暖，产品动销较好。展望 2022H2，随着大单品及新品发力、渠道布局完善，公司营收仍可稳步增长。

● 净利率下滑主因毛利率下降、销售费率提升

2022Q2 公司净利率降 4.3pct 至 17.3%，下降主因原材料成本上涨导致毛利率降 5.0pct 至 31.2%。2022Q2 公司销售费用率增 1.6pct 至 11.8%，主因广告费用及人员薪酬增加。展望 2022H2，公司已通过提前锁定大包粉用量和产品直接提价降低成本端压力，预计毛利率可改善；费用投放预计环比减少。展望未来，浙江龙游二期预计 2022H2 投产、江西二期项目持续建设。随着产能持续释放，可支撑公司自华东向全国市场扩张，发展潜力仍较大。

● 风险提示：产能扩张不及预期、渠道扩张不及预期、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,088	1,470	1,617	2,026	2,513
YOY(%)	11.6	35.1	10.0	25.3	24.1
归母净利润(百万元)	215	262	252	320	408
YOY(%)	18.1	22.3	-4.1	27.1	27.4
毛利率(%)	37.2	35.9	33.6	34.3	35.3
净利率(%)	19.7	17.9	15.6	15.8	16.2
ROE(%)	29.4	16.4	14.3	15.9	17.5
EPS(摊薄/元)	0.71	0.87	0.83	1.05	1.34
P/E(倍)	30.9	25.3	26.3	20.7	16.3
P/B(倍)	9.1	4.1	3.8	3.3	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	464	1005	797	918	1192
现金	244	528	574	572	784
应收票据及应收账款	1	1	2	1	3
其他应收款	0	1	1	1	1
预付账款	45	167	0	140	89
存货	134	182	158	141	250
其他流动资产	40	126	62	63	64
非流动资产	671	1097	1488	1752	1882
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	439	632	854	1078	1238
无形资产	77	138	159	176	191
其他非流动资产	156	327	475	499	454
资产总计	1136	2102	2285	2670	3075
流动负债	342	423	452	589	676
短期借款	33	0	35	97	24
应付票据及应付账款	170	214	263	291	465
其他流动负债	139	210	153	201	187
非流动负债	64	73	73	73	73
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	64	73	73	73	73
负债合计	406	497	525	663	749
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	116	217	303	303	303
资本公积	157	747	660	660	660
留存收益	457	642	853	1109	1415
归属母公司股东权益	730	1605	1760	2008	2325
负债和股东权益	1136	2102	2285	2670	3075

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	297	219	486	329	582
净利润	215	262	252	320	408
折旧摊销	41	54	59	80	100
财务费用	0	-27	-17	-22	-24
投资损失	-0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	46	-133	184	-47	99
其他经营现金流	-4	64	10	-0	-0
投资活动现金流	-159	-487	-395	-344	-230
资本支出	165	304	401	264	129
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	6	-184	6	-80	-101
筹资活动现金流	13	587	-45	12	-140
短期借款	30	-33	35	62	-73
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	101	87	0	0
资本公积增加	0	590	-87	0	0
其他筹资现金流	-18	-70	-80	-50	-66
现金净增加额	151	319	47	-3	213

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1088	1470	1617	2026	2513
营业成本	683	942	1073	1330	1626
营业税金及附加	9	14	14	18	22
营业费用	101	167	184	229	283
管理费用	43	61	65	80	98
研发费用	9	14	15	19	23
财务费用	0	-27	-17	-22	-24
资产减值损失	0	-0	-0	-0	-0
其他收益	36	41	41	41	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
资产处置收益	-1	-0	-1	-1	-1
营业利润	277	341	325	413	526
营业外收入	2	1	1	2	2
营业外支出	2	4	2	2	3
利润总额	277	338	324	412	525
所得税	63	76	73	92	118
净利润	215	262	252	320	408
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	215	262	252	320	408
EBITDA	312	376	368	479	609
EPS(元)	0.71	0.87	0.83	1.05	1.34

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	11.6	35.1	10.0	25.3	24.1
营业利润(%)	18.9	22.8	-4.7	27.2	27.5
归属于母公司净利润(%)	18.1	22.3	-4.1	27.1	27.4
获利能力					
毛利率(%)	37.2	35.9	33.6	34.3	35.3
净利率(%)	19.7	17.9	15.6	15.8	16.2
ROE(%)	29.4	16.4	14.3	15.9	17.5
ROIC(%)	25.4	14.9	12.8	14.2	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	35.8	23.6	23.0	24.8	24.4
净负债比率(%)	-20.1	-28.3	-26.5	-20.0	-29.5
流动比率	1.4	2.4	1.8	1.6	1.8
速动比率	0.7	1.4	1.3	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	1107.1	1571.6	1106.9	1209.4	1123.4
应付账款周转率	4.5	4.9	4.5	4.8	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.87	0.83	1.05	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.72	1.60	1.09	1.92
每股净资产(最新摊薄)	2.40	5.29	5.80	6.62	7.66
估值比率					
P/E	30.9	25.3	26.3	20.7	16.3
P/B	9.1	4.1	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	20.8	16.2	16.7	13.0	9.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn