

2023年02月18日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

产品渠道双管齐下，全国化扩张加速

—李子园（605337.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-02-17

当前股价(元)	27.33
总市值(亿元)	83
总股本(百万股)	303
流通股本(百万股)	119
52周价格范围(元)	16.33-38.62
日均成交额(百万元)	92.01

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《李子园（605337）：业绩符合预期，有望加快修复》2023-02-02
- 2、《李子园（605337）：业绩符合预期，四季度望持续改善》2022-10-28
- 3、《李子园（605337）：利润短期承压，下半年望改善》2022-08-26

■ 加大推广新品，盈利能力逐步提升

当前公司以甜牛奶为基本盘，加大力度推广新品。甜牛奶继续下沉市场，加大薄弱区域覆盖力度。新品主要通过开拓渠道进行放量，包括280ml系列、0蔗糖甜牛奶乳饮料、杯装大果粒酸奶，其中280ml系列以果蔬饮品为主，目前已导入多数甜牛奶市场。成本端，今年公司大包粉已采购完毕，实现国产和进口五五开占比，而国产相比进口便宜10%左右，利于公司优化成本。考虑2022年7月1日对部分甜牛奶及风味乳饮料系列出厂价进行提价，幅度6%-9%不等，我们预计提价红利有望逐步释放。

■ 全国化扩张加速，拓新渠道添增量

公司推广策略以区域开拓、多渠道招商为主，预期加速放量。区域方面，目前以华东市场为基本盘，注重开发华南、华中及西南市场，1亿以下市场中广东地区潜力较大。招商方面，除针对新品进行招商、细化原有成熟市场渠道外，公司加快覆盖薄弱、空白市场；同时新增酒店渠道招商。当前公司有2500多家经销商，预计经销商数量持续增加。

■ 盈利预测

我们看好公司新品放量及全国化扩张加速，低基数下迎业绩弹性。我们略调整2022-2024年EPS为0.73/1.16/1.48元（前值分别为0.73/0.91/1.13元），当前股价对应PE分别为37/24/18倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、新品推广不及预期、原材料大幅上涨风险、产能投放不及预期、产品单一风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	1,470	1,404	1,804	2,247
增长率(%)	35.1%	-4.5%	28.5%	24.6%
归母净利润(百万元)	262	222	352	449
增长率(%)	22.3%	-15.3%	58.2%	27.7%
摊薄每股收益(元)	1.21	0.73	1.16	1.48
ROE(%)	16.4%	12.6%	17.3%	18.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	528	721	1,040	1,424
应收款	2	2	3	3
存货	182	157	160	177
其他流动资产	293	232	238	265
流动资产合计	1,005	1,112	1,442	1,869
非流动资产:				
金融类资产	70	50	40	40
固定资产	632	652	633	601
在建工程	104	41	17	7
无形资产	138	131	124	118
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	223	223	223	223
非流动资产合计	1,097	1,048	997	949
资产总计	2,102	2,160	2,439	2,817
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	214	196	208	236
其他流动负债	124	124	124	124
流动负债合计	423	321	333	361
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	73	73	73	73
非流动负债合计	73	73	73	73
负债合计	497	395	406	435
所有者权益				
股本	217	303	303	303
股东权益	1,605	1,765	2,033	2,383
负债和所有者权益	2,102	2,160	2,439	2,817

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	262	222	352	449
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	54	49	50	48
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-97	-36	-8	-15
经营活动现金净流量	219	235	393	482
投资活动现金净流量	-487	62	53	42
筹资活动现金净流量	461	-62	-84	-99
现金流量净额	193	235	363	426

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,470	1,404	1,804	2,247
营业成本	942	944	1,154	1,420
营业税金及附加	14	11	14	17
销售费用	167	161	177	218
管理费用	61	52	63	76
财务费用	-27	-20	-29	-40
研发费用	14	14	18	22
费用合计	215	207	229	277
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	341	278	438	559
加:营业外收入	1	3	2	1
减:营业外支出	4	2	1	0
利润总额	338	279	439	560
所得税费用	76	56	88	112
净利润	262	222	352	449
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	262	222	352	449

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	35.1%	-4.5%	28.5%	24.6%
归母净利润增长率	22.3%	-15.3%	58.2%	27.7%
盈利能力				
毛利率	35.9%	32.8%	36.0%	36.8%
四项费用/营收	14.6%	14.8%	12.7%	12.3%
净利率	17.9%	15.8%	19.5%	20.0%
ROE	16.4%	12.6%	17.3%	18.8%
偿债能力				
资产负债率	23.6%	18.3%	16.7%	15.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	740.7	730.0	608.3	730.0
存货周转率	5.2	6.1	7.3	8.1
每股数据(元/股)				
EPS	1.21	0.73	1.16	1.48
P/E	22.6	37.2	23.5	18.4
P/S	4.0	5.9	4.6	3.7
P/B	3.7	4.7	4.1	3.5

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。