

基地市场降幅收窄 股权回购彰显信心

2023 年 10 月 17 日

► **公司于 10 月 16 日发布 23 年三季报：**23Q1-3 累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 10.69/1.89/1.78 亿元，同比+0.72%/+21.87%/+34.85%。其中 23Q3 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 3.68/0.55/0.48 亿元，同比+1.99%/+4.70%/-1.33%。

► **基地市场降幅收窄 外围市场突破乏力。分产品看：**23Q3 含乳饮料/其他产品实现营收 3.60/0.05 亿元，同比 3.12%/-48.81%，占比 98.51%/1.49%。**分区域看：**23Q3 华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北/电子商务分别实现同比-0.74%/+2.43%/+4.63%/+1.55%/+24.78%/-54.12%/+1.72%/-2.26%，占比 50.85%/18.37%/19.21%/1.51%/6.12%/0.44%/0.50%/3.01%；华东作为公司营收占比过半的基地市场，因夏季乳饮料口感甜腻非解渴单品及渠道高库存拖累，23Q3 虽未扭转同比下滑态势，但较 Q2 降幅收窄。23H2 核心市场率先发力小餐饮和学生奶业务恢复后，华东区域有望恢复增长。**分渠道看：**23Q3 经销/直销收入分别为 3.57/0.08 亿元，同比 +0.91%/+47.44%，占比 97.88%/2.12%。**经销商数量上：**截至 23Q3 末，公司华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北/电子商务经销商数量分别为 899/607/423/279/202/107/38/26 个，较 23Q2 末分别净增加+12/+3/-4/持平/+3/-2/+1/持平。

► **提价效应结束、成本红利仍在，为配合品牌发布费用后置。**23Q1-3 公司累计毛利率/归母净利率 36.38%/17.68%，同比+4.88/+3.07pcts，其中 23Q3 毛利率/归母净利率 35.71%/14.81%，同比+3.72/+0.38pcts。毛利提升显著系受益于 23 年初至今大包粉、包材 PET 瓶采购价格回落，释放利润弹性。费用方面：23Q1-3 销售/管理/研发费用率分别为 10.94%/4.58%/1.30%，同比-2.03/+0.79/+0.17pcts，23Q3 销售/管理/研发费用率分别为 13.27%/4.82%/1.39%，同比+0.82/+1.04/+0.15pcts。23 年 7 月公司配合新品牌推广加大费用投放力度，全年拉平后销售费用率或将同比持平。

► **自有资金回购彰显管理层信心 股权激励在途激发团队效能。**公司于 10 月 10 日公布股份回购方案，拟在未来 12 个月内用自有资金通过集中竞价回购，用于公司实施员工持股计划或股权激励。公司拟回购价格不超过人民币 24.66 元/股，拟用于回购的资金总额 1.5-3 亿元。

► **投资建议：华东基本盘有望恢复增长，外围市场四线及县城市场粗放扩张，学生奶和小餐饮渠道发力。**预计 23-25 归母净利润分别为 2.69/3.08/3.68 亿元，同比 21.9%/14.5%/19.6%，当前股价对应 PE 分别 23/20/17 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧，新品销售及品牌建设不及预期，原材料价格上涨

推荐

维持评级

当前价格：

15.52 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 1.李子园 (605337.SH) 2023 年半年报点评：品牌焕新 静待花开-2023/08/28
- 2.李子园 (605337.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评：盈利能力向好，全国化布局有序推进-2023/05/04
- 3.李子园 (605337.SH) 2021 年年报点评：上市首年营收稳健 全国化布局加速中-2022/04/20
- 4.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-2022/03/07
- 5.【民生食饮】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-2021/10/27

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,404	1,446	1,730	2,069
增长率 (%)	-4.5	3.0	19.6	19.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	221	269	308	368
增长率 (%)	-15.8	21.9	14.5	19.3
每股收益 (元)	0.56	0.68	0.78	0.93
PE	28	23	20	17
PB	3.5	3.1	2.9	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 16 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,404	1,446	1,730	2,069
营业成本	948	887	1,071	1,296
营业税金及附加	14	13	14	17
销售费用	175	179	214	252
管理费用	58	56	69	81
研发费用	15	14	16	17
EBIT	252	339	389	459
财务费用	-25	-4	-4	-9
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	280	344	394	469
营业外收支	1	-1	-1	0
利润总额	280	343	393	469
所得税	59	74	84	101
净利润	221	269	308	368
归属于母公司净利润	221	269	308	368
EBITDA	321	415	474	554

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	553	553	961	1,245
应收账款及票据	1	1	1	1
预付款项	15	76	92	112
存货	290	205	248	300
其他流动资产	150	302	128	128
流动资产合计	1,007	1,138	1,431	1,787
长期股权投资	0	1	2	3
固定资产	673	740	804	868
无形资产	140	140	139	139
非流动资产合计	1,369	1,391	1,382	1,373
资产合计	2,377	2,529	2,813	3,160
短期借款	75	75	75	75
应付账款及票据	303	235	284	343
其他流动负债	188	190	228	275
流动负债合计	566	500	587	693
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	82	81	82	82
非流动负债合计	82	81	82	82
负债合计	648	581	669	774
股本	303	394	394	394
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,729	1,947	2,145	2,386
负债和股东权益合计	2,377	2,529	2,813	3,160

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.50	3.00	19.64	19.63
EBIT 增长率	-19.24	34.36	14.65	18.04
净利润增长率	-15.80	21.88	14.48	19.29
盈利能力 (%)				
毛利率	32.47	38.66	38.08	37.38
净利率	15.75	18.63	17.83	17.78
总资产收益率 ROA	9.30	10.65	10.96	11.64
净资产收益率 ROE	12.78	13.83	14.38	15.42
偿债能力				
流动比率	1.78	2.28	2.44	2.58
速动比率	1.03	1.17	1.69	1.85
现金比率	0.98	1.11	1.64	1.80
资产负债率 (%)	27.26	22.98	23.76	24.50
经营效率				
应收账款周转天数	0.20	0.25	0.25	0.25
存货周转天数	111.53	84.55	84.55	84.55
总资产周转率	0.63	0.59	0.65	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.68	0.78	0.93
每股净资产	4.38	4.94	5.44	6.05
每股经营现金流	0.66	0.78	1.08	1.26
每股股利	0.30	0.28	0.32	0.38
估值分析				
PE	28	23	20	17
PB	3.5	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	17.65	13.64	11.95	10.22
股息收益率 (%)	1.93	1.81	2.07	2.47

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	221	269	308	368
折旧和摊销	68	76	85	95
营运资金变动	-27	-42	28	34
经营活动现金流	260	309	424	499
资本开支	-191	-68	-76	-85
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-209	-253	98	-85
股权募资	0	0	0	0
债务募资	75	0	0	0
筹资活动现金流	-25	-56	-114	-130
现金净流量	25	0	408	284

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。	公司评级	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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026