

李子园 (605337.SH)

前三季度业绩同比增长 21.9%，回购彰显长期发展信心

买入

核心观点

公司公布三季报业绩：2023 年前三季度公司实现营业总收入 10.69 亿元，同比+0.72%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比+21.87%；实现扣非归母净利润 1.78 亿元，同比+34.85%。其中 2023 年第三季度公司实现营业总收入 3.68 亿元，同比+1.99%；实现归母净利润 5453 万元，同比+4.70%；实现扣非归母净利润 4798 万元，同比-1.33%。

基地市场需求复苏慢于预期，华南市场延续高增趋势。分产品看，2023 年第三季度含乳饮料/其他业务收入分别为 3.6/0.1 亿元，同比+3.1%/-48.8%。分区域看，2023 年第三季度华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北收入分别同比-0.7%/+2.4%/+4.6%/+1.5%/+24.8%/-54.1%/+1.7%，华南市场作为重点开拓市场增长势头良好，而基本盘华东市场需求恢复弱于预期，后续随着餐饮及特通渠道恢复有望恢复增长。

成本同比回落明显但费用投放有所增加，综合看盈利能力略有改善。2023 年第三季度实现毛利率 35.71%，同比+3.72pcts，毛利率大幅改善主要系大包粉、包材 PET 瓶采购价格回落。2023 年第三季度销售/管理/研发费用率分别同比+0.82/+1.04/+0.15pcts，销售费用率有所增加主要系公司 7 月开启品牌升级活动，在线上广告、线下地推宣传方面投入较多费用，全年拉平后销售费用率或将同比持平。综上，公司第三季度归母净利率为 14.8%，同比+0.4pcts，盈利能力有所改善。

回购彰显长期信心，全国化扩张有望提速。公司 10 月初公布股份回购方案，拟使用自有资金回购 1.5-3 亿元用于公司实施员工持股计划或股权激励，回购彰显公司管理层对于长期发展信心，后续激励推出有望激活销售团队积极性。目前公司正处于全国化拓展的关键阶段，今年公司与知名营销策划公司“华与华”开展合作后，品牌形象与定位全新升级，加强与“青春”的关联并强化“甜”的产品属性，下半年加大广告投放力度，借助权威平台和超强覆盖率，配合以新媒体渠道新玩法，拉升品牌高度，看好未来李子园持续提升品牌知名度并加快全国化拓展。

风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期等。

投资建议：考虑到需求恢复不及预期，我们下调盈利预测，预计 2023/2024 年营收 14.5/16.4 亿元（前次为 17.0/20.0 亿元），同比+3.2%/+13.0%，归母净利润 2.8/3.2 亿元（前次为 3.0/3.7 亿元），同比+24.6%/+15.4%，当前股价对应 2023/2024 年 17/15 倍 P/E，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,470	1,404	1,448	1,637	1,850
(+/-%)	35.1%	-4.5%	3.2%	13.0%	13.1%
净利润(百万元)	262	221	275	318	365
(+/-%)	22.3%	-15.8%	24.6%	15.4%	14.9%
每股收益(元)	1.21	0.73	0.70	0.81	0.93
EBIT Margin	18.5%	13.8%	18.3%	19.0%	19.9%
净资产收益率 (ROE)	16.4%	12.8%	14.3%	14.8%	15.2%
市盈率 (PE)	12.8	21.3	22.2	19.3	16.8
EV/EBITDA	11.8	20.5	19.0	16.0	13.6
市净率 (PB)	2.10	2.72	3.19	2.86	2.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·饮料乳品

证券分析师：张向伟

证券分析师：刘匀召

0755-81981072

zhangxiangwei@guosen.com.cn liuyunzhao@guosen.com.cn

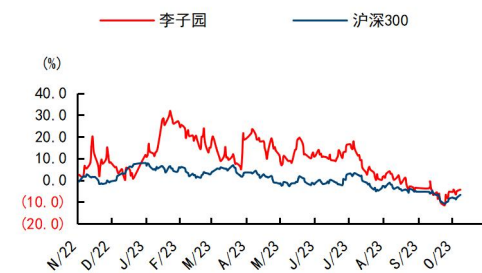
S0980523090001

S0980523070005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.73 元
总市值/流通市值	6204/2428 百万元
52 周最高价/最低价	29.38/14.40 元
近 3 个月日均成交额	46.81 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《李子园 (605337.SH) - 品牌与渠道势头向好，甜牛奶龙头开启全国化之路》——2023-03-20

公司公布三季报业绩：2023 年前三季度公司实现营业总收入 10.69 亿元，同比+0.72%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比+21.87%；实现扣非归母净利润 1.78 亿元，同比+34.85%。其中 2023 年第三季度公司实现营业总收入 3.68 亿元，同比+1.99%；实现归母净利润 5453 万元，同比+4.70%；实现扣非归母净利润 4798 万元，同比-1.33%。

基地市场需求复苏慢于预期，华南市场延续高增趋势。分产品看，2023 年第三季度含乳饮料/其他业务收入分别为 3.6/0.1 亿元，同比+3.1%/-48.8%。分区域看，2023 年第三季度华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北收入分别同比-0.7%/+2.4%/+4.6%/+1.5%/+24.8%/-54.1%/+1.7%，华南市场作为重点开拓市场增长势头良好，而基本盘华东市场需求恢复弱于预期，后续随着餐饮及特通渠道恢复有望恢复增长。

成本同比回落明显但费用投放有所增加，综合刊盈利能力略有改善。2023 年第三季度实现毛利率 35.71%，同比+3.72pcts，毛利率大幅改善主要系大包粉、包材 PET 瓶采购价格回落。2023 年第三季度销售/管理/研发费用率分别同比+0.82/+1.04/+0.15pcts，销售费用率有所增加主要系公司 7 月开启品牌升级活动，在线上广告、线下地推宣传方面投入较多费用，全年拉平后销售费用率或将同比持平。综上，公司第三季度归母净利率为 14.8%，同比+0.4pcts，盈利能力有所改善。

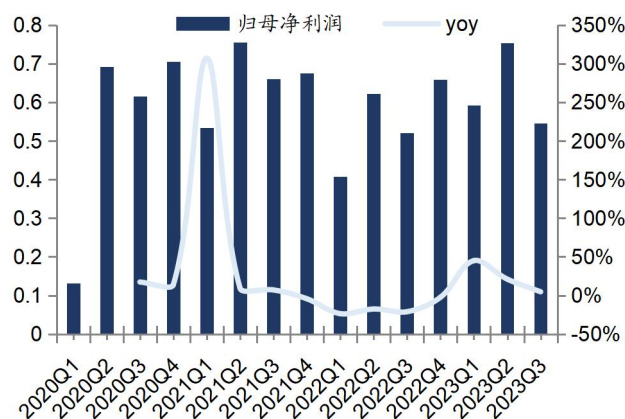
回购彰显长期信心，全国化扩张有望提速。公司 10 月初公布股份回购方案，拟使用自有资金回购 1.5-3 亿元用于公司实施员工持股计划或股权激励，回购彰显公司管理层对于长期发展信心，后续激励推出有望激活销售团队积极性。目前公司正处于全国化拓展的关键阶段，今年公司与知名营销策划公司“华与华”开展合作后，品牌形象与定位全新升级，加强与“青春”的关联并强化“甜”的产品属性，下半年加大广告投放力度，借助权威平台和超强覆盖率，配合以新媒体渠道新玩法，拉升品牌高度，看好未来李子园持续提升品牌知名度并加快全国化拓展。

图1：李子园分季度营业收入及增速（单位：百万元、%）

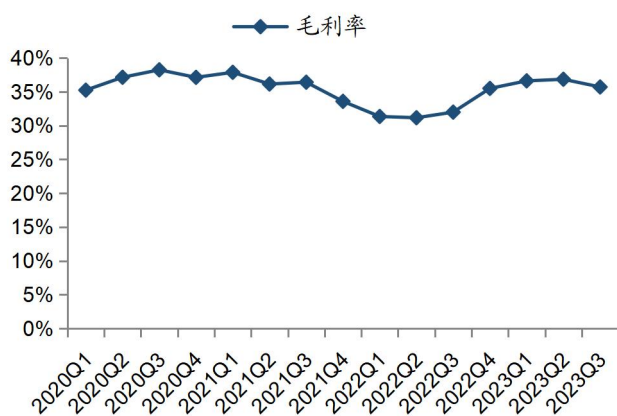


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

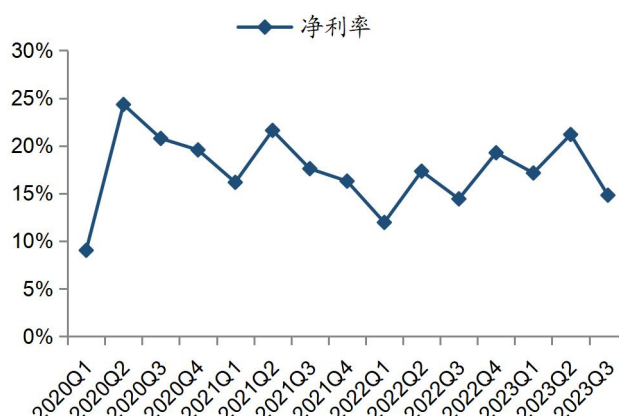
图2：李子园分季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：李子园分季度毛利率变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：李子园分季度净利率变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑到需求恢复不及预期，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.5/16.4/18.5 亿元（此前为 17.0/20.3/24.2 亿元）。23-25 年毛利率预测调整至 36.3%/36.8%/37.5%（此前为 35.9%/36.7%/37.4%）。综上，预计公司 23-25 年归母净利润为 2.8/3.2/3.7 亿元（此前为 3.0/3.7/4.5 亿元），同比 24.6%/+15.4%/+14.9%。

表1：李子园股份业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10.88	14.70	14.04	14.48	16.37	18.50
增速	11.6%	35.1%	-4.5%	3.2%	13.0%	13.1%
毛利率	37.2%	35.9%	32.5%	36.3%	36.8%	37.5%
含乳饮料（亿元）						
收入	10.45	14.27	13.59	14.15	15.99	18.07
增速	12.4%	36.6%	-4.8%	4.1%	13.0%	13.0%
毛利率(%)	38.0%	36.5%	33.3%	36.9%	37.4%	38.2%
复合蛋白饮料（亿元）						
收入	0.04	0.05	0.07	0.05	0.06	0.07
增速	-34.0%	12.3%	42.4%	-29.3%	15.0%	15.0%
毛利率(%)	0.0%	-2.6%	2.0%	6.7%	6.7%	7.5%
乳味风味饮料（亿元）						
收入	0.07	0.20	0.20	0.14	0.17	0.20
增速	-49.4%	173.6%	-2.2%	-29.3%	20.0%	20.0%
毛利率(%)	11.4%	7.4%	0.8%	8.5%	8.7%	8.9%
其他主营业务（亿元）						
收入	0.31	0.12	0.13	0.10	0.11	0.12
增速	29.1%	-60.4%	3.0%	-20.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	21.4%	14.9%	-8.2%	-6.4%	-4.3%	-3.1%
其他业务（亿元）						
收入	0.45	0.51	0.06	0.04	0.04	0.05
增速	58.7%	12.0%	-89.2%	-30.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	38.4%	40.4%	63.8%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表2: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1702	2034	2420	1448	1637	1850	-254	-397	-570
收入同比增速%	21.30%	19.50%	19.00%	3.20%	13.00%	13.10%	-18.10%	-6.50%	-5.90%
毛利率%	35.90%	36.70%	37.40%	36.30%	36.80%	37.50%	0.40%	0.10%	0.10%
销售费用率%	12.80%	12.60%	12.50%	11.70%	11.50%	11.40%	-1.10%	-1.10%	-1.10%
净利率%	17.70%	18.00%	18.60%	19.0%	19.4%	19.7%	1.30%	1.40%	1.10%
归母净利润（百万元）	301	365	450	275	318	365	-26	-47	-85
归母净利润同比增速%	35.50%	21.50%	23.10%	24.60%	15.40%	14.90%	-10.90%	-6.10%	-8.20%
EPS（元）	0.99	1.20	1.48	0.91	1.05	1.20	-0.08	-0.15	-0.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				23E	24E	23E	24E		
000848	承德露露	14.2	8.44	0.61	0.71	13.6	11.9	89	买入
603156	养元饮品	17.8	24.68	1.43	1.59	17.3	15.5	312	买入
603711	香飘飘	22.4	15.95	0.66	0.88	24.2	18.2	66	买入
605337	李子园	23.8	15.37	0.70	0.81	22.2	19.3	61	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	528	553	547	587	705	营业收入	1470	1404	1448	1637	1850
应收款项	2	2	2	2	3	营业成本	942	948	923	1034	1156
存货净额	182	290	176	189	210	营业税金及附加	14	14	14	16	18
其他流动资产	293	143	116	164	185	销售费用	167	175	169	189	212
流动资产合计	1005	1007	861	962	1123	管理费用	61	58	62	69	76
固定资产	736	895	1116	1312	1488	研发费用	14	15	16	18	20
无形资产及其他	138	140	134	129	123	财务费用	(27)	(25)	(12)	(14)	(16)
投资性房地产	223	334	334	334	334	投资收益	1	2	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	1	0	0	0
资产总计	2102	2377	2445	2737	3068	其他收入	26	43	49	52	50
短期借款及交易性金融负债	0	75	0	0	0	营业利润	341	280	344	398	458
应付款项	214	303	199	220	244	营业外净收支	(2)	1	5	5	5
其他流动负债	210	188	216	240	266	利润总额	338	280	349	403	463
流动负债合计	423	566	416	460	510	所得税费用	76	59	74	85	98
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	73	82	108	133	158	归属于母公司净利润	262	221	275	318	365
长期负债合计	73	82	108	133	158	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	497	648	524	593	668	净利润	262	221	275	318	365
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	1605	1729	1922	2144	2400	折旧摊销	54	68	85	109	130
负债和股东权益总计	2102	2377	2445	2737	3068	公允价值变动损失	0	(1)	0	0	0
						财务费用	(27)	(25)	(12)	(14)	(16)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(294)	7	92	8	33
每股收益	1.21	0.73	0.70	0.81	0.93	其它	(0)	0	0	0	0
每股红利	0.36	0.33	0.21	0.24	0.28	经营活动现金流	22	295	453	434	528
每股净资产	7.41	5.70	4.87	5.44	6.08	资本开支	0	(225)	(300)	(300)	(300)
ROIC	20%	10%	13%	16%	17%	其它投资现金流	0	(20)	0	0	0
ROE	16%	13%	14%	15%	15%	投资活动现金流	0	(245)	(300)	(300)	(300)
毛利率	36%	32%	36%	37%	38%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	14%	18%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	19%	24%	26%	27%	支付股利、利息	(77)	(99)	(83)	(95)	(110)
收入增长	35%	-5%	3%	13%	13%	其它融资现金流	416	173	(75)	0	0
净利润增长率	22%	-16%	25%	15%	15%	融资活动现金流	261	(26)	(158)	(95)	(110)
资产负债率	24%	27%	21%	22%	22%	现金净变动	284	25	(5)	39	119
股息率	1.6%	2.1%	1.8%	2.0%	2.3%	货币资金的期初余额	244	528	553	547	587
P/E	12.8	21.3	22.2	19.3	16.8	货币资金的期末余额	528	553	547	587	705
P/B	2.1	2.7	3.2	2.9	2.6	企业自由现金流	0	3	86	62	154
EV/EBITDA	11.8	20.5	19.0	16.0	13.6	权益自由现金流	0	176	20	73	167

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032