

## 短期调整过渡，期待旺季改善

### --2023 年报点评

#### 核心观点：

- 事件：**4月9日，公司发布公告，2023年全年实现营收14.1亿元（同比+0.6%，下同），归母净利润2.4亿元（+7.2%），扣非归母净利润2.2亿元（+16.7%）。折合23Q4实现收入3.4亿元（+0.2%），归母净利润0.5亿元（-27.3%），扣非归母净利润0.4亿元（-26.6%）。
- 动销偏弱叠加渠道结构变化，23Q4仍在调整过渡期。**23Q4收入端增速环比略有放缓，预计主要系：1）宏观需求复苏节奏偏慢叠加液奶促销持续对终端动销形成冲击；2）零食折扣店兴起导致部分渠道需求被分流。**分产品看**，23Q4含乳饮料/其他饮料收入分别为3.3/0.1亿元，分别同比+0.4%/-8.6%，主业乳饮料所受冲击相对更小。**分区域看**，23Q4华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北/电商收入分别为1.7/0.6/0.7/0.07/0.2/0.03/0.02/0.1亿元，分别同比-0.8%/+5.9%/-6.3%/+35.0%/+8.9%/-28.5%/+37.2%/+1.6%，核心市场华东表现疲弱，新兴市场华北与西北实现较快增长。**渠道下沉**，23Q4末经销商数量为2585家，环比三季度末增长0.2%，新兴市场北方地区经销商数量略有波动，但华东、华中与西南市场实现环比增长。
- 营销费用投放力度较大，23Q4净利率有所下滑。****毛利率：**23Q4为34.2%，同比-1.3pcts，预计主要系产能利用率下降导致单位制造费用增加，以及白糖等原材料与能源价格上涨所致。**销售费用率：**23Q4为14.9%，同比+4.2pcts，主要归因于公司开启品牌升级活动，在线上广告、线下地推宣传方面投入较多费用，此外22Q4提价过渡费用在年末冲回导致销售费用率基数偏低。**管理费用率：**23Q4为5.0%，同比+0.3pcts，保持相对平稳。**归母净利率：**23Q4为14.0%，同比-5.3pcts，主要系毛利率下滑叠加销售费用率增幅较大所致。
- 期待2024年旺季改善，长期关注品牌焕新与渠道变革。****短期看**，预计24Q1业绩有望实现平稳过渡，建议关注24Q2旺季渠道变革进展与营销端的催化。**长期看**，1）品类维度，公司甜牛奶经过多年培育已成长为十亿级单品，对标头部品牌仍有较大增长空间；2）渠道维度，公司计划针对不同渠道类型推出不同规格产品，传统优势渠道继续下沉与裂变（分为流通渠道+早餐渠道+小餐饮渠道），新渠道亦积极布局，通过无蔗糖等产品布局现代渠道，通过定制产品布局零食折扣店，同时推出气泡奶新品布局餐饮渠道；3）品牌维度，公司与华与华合作，通过打造“李子园同学”logo以实现品牌年轻化，同时积极开展“腾讯音乐甜美女生大赛”线下活动，长期来看品牌升级红利或逐渐释放。
- 投资建议：**引入2026年盈利预测，预计2024~2026年归母净利润分别为2.8/3.3/3.8亿元，分别同比+18.3%/18.8%/15.5%，PE为19/16/14X，考虑到新战略计划的实施叠加员工持股计划有利于激发团队积极性，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**动销恢复不及预期的风险，渠道下沉不及预期的风险，新品表现不及预期的风险，食品安全风险。

李子园(605337)

推荐 (维持)

#### 分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

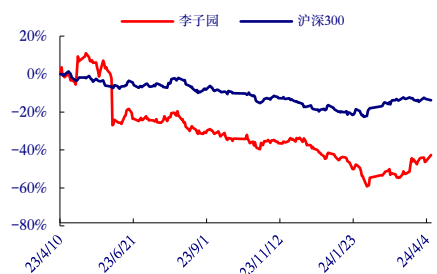
分析师登记编码：S0130522070002

#### 市场数据

2024-04-09

股票代码	605337
A股收盘价(元)	13.64
上证指数	3,048.54
总股本万股	39,443
实际流通A股万股	39,443
流通A股市值(亿元)	54

#### 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河食饮】李子园2024年员工持股计划（草案）点评：激发员工积极性，助力新战略目标

表1: 主要财务指标预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1411.90	1670.66	1972.07	2258.02
收入增长率 (%)	0.60	18.33	18.04	14.50
净利润 (百万元)	236.96	280.23	332.84	384.33
利润增速 (%)	7.20	18.26	18.78	15.47
摊薄 EPS(元)	0.60	0.71	0.84	0.97
PE	22.70	19.20	16.16	14.00
PB	3.15	2.74	2.35	2.01

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1595.40</b>	<b>1616.77</b>	<b>2199.76</b>	<b>2386.48</b>	营业收入	1411.90	1670.66	1972.07	2258.02
现金	1047.41	824.03	1515.88	1556.20	营业成本	905.79	1069.22	1256.21	1436.10
应收账款	0.44	1.70	0.82	2.06	营业税金及附加	16.87	15.16	18.54	21.19
其它应收款	1.64	0.21	1.98	0.53	营业费用	168.19	208.83	244.54	279.99
预付账款	14.17	106.92	125.62	143.61	管理费用	66.16	68.50	80.85	92.58
存货	191.23	343.38	214.93	343.55	财务费用	-24.52	11.42	11.48	11.48
其他	340.52	340.52	340.52	340.52	资产减值损失	-0.26	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>1463.18</b>	<b>1524.48</b>	<b>1574.54</b>	<b>1613.35</b>	公允价值变动收益	-0.08	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1.15	1.26	1.85	2.09
固定资产	919.33	961.24	991.89	1011.30	营业利润	305.28	356.50	423.04	487.88
无形资产	135.95	152.95	169.95	186.95	营业外收入	1.22	3.00	3.00	3.00
其他	407.90	410.30	412.70	415.10	营业外支出	2.64	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>3058.58</b>	<b>3141.25</b>	<b>3774.30</b>	<b>3999.82</b>	利润总额	303.86	359.50	426.04	490.88
<b>流动负债</b>	<b>703.32</b>	<b>524.98</b>	<b>825.19</b>	<b>666.38</b>	所得税	66.90	79.27	93.19	106.56
短期借款	200.27	200.27	200.27	200.27	净利润	236.96	280.23	332.84	384.33
应付账款	255.35	101.06	317.68	161.02	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	247.70	223.65	307.24	305.09	归属母公司净利润	236.96	280.23	332.84	384.33
<b>非流动负债</b>	<b>649.84</b>	<b>655.47</b>	<b>655.47</b>	<b>655.47</b>	EBITDA	359.74	482.02	558.76	634.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.60	0.71	0.84	0.97
其他	649.84	655.47	655.47	655.47					
<b>负债合计</b>	<b>1353.16</b>	<b>1180.45</b>	<b>1480.66</b>	<b>1321.86</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	0.60%	18.33%	18.04%	14.50%
归属母公司股东权益	1705.42	1960.79	2293.64	2677.97	营业利润	9.17%	16.78%	18.67%	15.33%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3058.58</b>	<b>3141.25</b>	<b>3774.30</b>	<b>3999.82</b>	归属母公司净利润	7.20%	18.26%	18.78%	15.47%
					毛利率	35.85%	36.00%	36.30%	36.40%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	净利率	16.78%	16.77%	16.88%	17.02%
<b>经营活动现金流</b>	<b>413.87</b>	<b>-20.33</b>	<b>874.64</b>	<b>222.93</b>	ROE	13.89%	14.29%	14.51%	14.35%
净利润	236.96	280.23	332.84	384.33	ROIC	8.81%	10.47%	11.02%	11.28%
折旧摊销	80.06	114.69	125.94	137.19	资产负债率	44.24%	37.58%	39.23%	33.05%
财务费用	13.29	11.42	11.48	11.48	净负债比率	-16.29%	-2.48%	-32.29%	-29.16%
投资损失	-1.15	-1.26	-1.85	-2.09	流动比率	2.27	3.08	2.67	3.58
营运资金变动	82.69	-423.08	409.07	-305.21	速动比率	1.52	1.61	1.87	2.37
其它	2.02	-2.33	-2.85	-2.77	总资产周转率	0.46	0.53	0.52	0.56
<b>投资活动现金流</b>	<b>-339.20</b>	<b>-172.41</b>	<b>-171.30</b>	<b>-171.14</b>	应收帐款周转率	3242.23	983.17	2403.17	1093.67
资本支出	-201.23	-168.67	-168.15	-168.23	应付帐款周转率	5.53	16.53	6.21	14.02
长期投资	0.00	-5.00	-5.00	-5.00	每股收益	0.60	0.71	0.84	0.97
其他	-137.97	1.26	1.85	2.09	每股经营现金	1.05	-0.05	2.22	0.57
<b>筹资活动现金流</b>	<b>420.22</b>	<b>-30.65</b>	<b>-11.48</b>	<b>-11.48</b>	每股净资产	4.32	4.97	5.82	6.79
短期借款	125.27	0.00	0.00	0.00	P/E	22.70	19.20	16.16	14.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.15	2.74	2.35	2.01
其他	294.95	-30.65	-11.48	-11.48	EV/EBITDA	14.68	11.06	8.30	7.25
<b>现金净增加额</b>	<b>494.89</b>	<b>-223.38</b>	<b>691.86</b>	<b>40.31</b>	P/S	3.81	3.21	2.72	2.37

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘光意，经济学硕士**，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 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 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚玲	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn