

分红率大幅提升 激励目标彰显信心

2024 年 04 月 11 日

➤ **事件:** 公司 4 月 9 日发布 2023 年年报, 2023 年全年实现营业收入 14.12 亿元, 同比+0.60%; 归母净利润 2.37 亿元, 同比+7.20%; 扣非归母净利润 2.19 亿元, 同比+16.65%。其中, 单 23Q4 实现营业收入 3.43 亿元, 同比+0.22%; 归母净利润 0.48 亿元, 同比-27.32%; 扣非归母净利润 0.41 亿元, 同比-26.61%。

➤ **含乳饮料增长稳定, 市场开拓持续推进。**分产品看, 23 年公司含乳饮料/乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其他品类分别实现营收 13.81/0.08/0.05/0.10 亿元, 同比+1.62%/-56.70%/-24.39%/-22.21%, 占比 98.31%的基本盘含乳饮料平稳增长, 其他品类均有双位数下滑。其中单 23Q4 公司含乳饮料/其他品类收入分别为 3.31/0.10 亿元, 分别同比+2.02%/-51.58%。分地区看, 23 年基地市场华东/华中/西南合计占比 88.28%, 23 年营收分别同比-3.61%/+5.10%/+3.51%。核心市场开展全渠道的持续精耕, 加强终端网点建设, 重点拓展小餐饮、厂矿企业、办公大楼、单位食堂渠道, 通过针对性的产品, 提高该渠道的市场铺市率。同时针对华北/华南/西北/东北等新兴外围市场, 通过搭建渠道框架推进招商工作, 重点培育点状市场。分销售模式看, 22 年公司在经销/直销同比+0.57%/-4.41%。经销商数量上: 23 年末公司共有经销商 2,585 家, 全年净增加 35 家。其中核心市场净增加 60 家, 外围市场减少 25 家。

➤ **Q4 利润率水平短期承压, 全年提价叠加奶价下行显著提升盈利能力。**23 年毛利率 35.85%, 同比+3.37pcts, 其中含乳饮料毛利率 36.34%, 同比+3.00pcts; 毛利率的提升主要系销售单价上升及原材料价格下降所致。其中单 23Q4 毛利率 34.18%, 同比-1.31pcts, 或因年底货折兑付所致。费用端 23 年公司销售/管理费用率 11.91%/4.69%, 同比-0.52pcts/+0.55pcts。其中单 Q4 分别为 14.94%/5.01%, 同比+4.18pcts/+0.31pcts。23 年归母净利率 16.78%, 同比+1.03pcts, 其中 23Q4 归母净利润 0.48 亿元, 同比-27.32%。

➤ **分红率大幅提升, 股权激励目标积极。**公司 2023 年利润分配显示分红率达 80.32%, 分红率较 22 年的 41.18%有较大幅度提升。对应年报披露日收盘价股息率 3.54%。同时公司于 2024 年 2 月 22 日推出股权激励计划, 首次受让部分参与人数不超过 379 人, 参与对象为董监高、中层及核心技术骨干, 人数不超过 379 人, 本次员工持股计划合计受让不超过 850 万股, 占总股本的 2.15%, 拟首次受让 88.26%, 员工购买价格为 7.5 元/股, 分两期解锁, 目标设定为以 23 年营收为基数, 24 年、25 年的营收复合增速不低于 18%。

➤ **投资建议:** 餐饮渠道贡献增量, 全国化布局持续推进, 预计公司 24-26 年归母净利润分别为 2.7/3.1/3.5 亿元, 同比+15.6%/13.7%/13.8%, 当前股价对应 P/E 分别为 20/18/16X, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 食品安全问题, 单一产品依赖程度较高, 主要原材料价格波动, 动销恢复不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,412	1,671	1,963	2,254
增长率 (%)	0.6	18.3	17.5	14.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	237	274	311	354
增长率 (%)	7.2	15.6	13.7	13.8
每股收益 (元)	0.60	0.69	0.79	0.90
PE	23	20	18	16
PB	3.3	3.1	3.0	2.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 10 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

14.07 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

- 李子园 (605337.SH) 2023 年三季报点评: 基地市场降幅收窄 股权回购彰显信心-2023/10/17
- 李子园 (605337.SH) 2023 年半年报点评: 品牌焕新 静待花开-2023/08/28
- 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
- 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,412	1,671	1,963	2,254
营业成本	906	1,060	1,264	1,461
营业税金及附加	17	17	20	23
销售费用	168	206	239	273
管理费用	66	75	84	97
研发费用	19	20	24	25
EBIT	280	344	391	443
财务费用	-25	-6	-6	-9
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	2	2	2
营业利润	305	351	399	454
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	304	351	399	454
所得税	67	77	88	100
净利润	237	274	311	354
归属于母公司净利润	237	274	311	354
EBITDA	360	425	474	527

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,047	1,100	1,306	1,514
应收账款及票据	0	0	0	0
预付款项	14	14	14	15
存货	191	206	176	162
其他流动资产	342	341	341	341
流动资产合计	1,595	1,660	1,836	2,032
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	919	949	969	982
无形资产	136	136	136	136
非流动资产合计	1,463	1,463	1,463	1,463
资产合计	3,059	3,123	3,300	3,495
短期借款	200	200	200	200
应付账款及票据	336	318	369	426
其他流动负债	167	191	225	259
流动负债合计	703	709	794	886
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	650	650	650	650
非流动负债合计	650	650	650	650
负债合计	1,353	1,359	1,444	1,535
股本	394	394	394	394
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,705	1,764	1,856	1,960
负债和股东权益合计	3,059	3,123	3,300	3,495

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.60	18.35	17.48	14.83
EBIT 增长率	10.80	22.96	13.72	13.35
净利润增长率	7.20	15.60	13.69	13.77
盈利能力 (%)				
毛利率	35.85	36.58	35.62	35.16
净利润率	16.78	16.39	15.87	15.72
总资产收益率 ROA	7.75	8.77	9.44	10.14
净资产收益率 ROE	13.89	15.53	16.78	18.08
偿债能力				
流动比率	2.27	2.34	2.31	2.29
速动比率	1.52	1.58	1.67	1.73
现金比率	1.49	1.55	1.64	1.71
资产负债率 (%)	44.24	43.52	43.76	43.93
经营效率				
应收账款周转天数	0.16	0.07	0.05	0.05
存货周转天数	95.55	67.48	54.35	41.62
总资产周转率	0.52	0.54	0.61	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.69	0.79	0.90
每股净资产	4.32	4.47	4.70	4.97
每股经营现金流	1.05	0.90	1.30	1.39
每股股利	0.50	0.56	0.63	0.72
估值分析				
PE	23	20	18	16
PB	3.3	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA	14.65	12.41	11.13	10.00
股息收益率 (%)	3.55	3.96	4.51	5.13

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	237	274	311	354
折旧和摊销	80	81	83	84
营运资金变动	83	-7	115	104
经营活动现金流	414	354	514	547
资本开支	-201	-80	-82	-83
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-339	-79	-80	-81
股权募资	599	0	0	0
债务募资	125	0	0	0
筹资活动现金流	420	-223	-228	-258
现金净流量	495	52	207	208

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。	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