

2024年08月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

费投力度加大，利润承压明显

—李子园（605337.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：肖燕南 S1050123060024
xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年8月26日，李子园发布2024年中报。

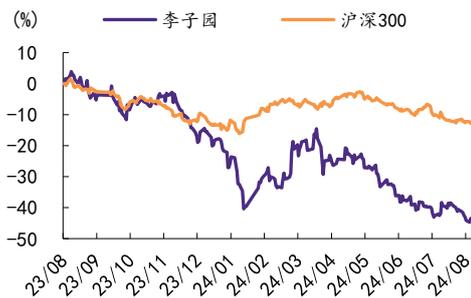
投资要点

基本数据

2024-08-27

当前股价(元)	8.55
总市值(亿元)	34
总股本(百万股)	394
流通股本(百万股)	394
52周价格范围(元)	8.55-17.11
日均成交额(百万元)	44.54

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《李子园（605337）：利润略不及预期，直销渠道发力明显》2024-04-30
- 《李子园（605337）：业绩符合预期，期待渠道发力》2024-04-10
- 《李子园（605337）：发布员工持股计划草案，考核目标彰显信心》2024-02-06

收入符合预期，多重因素致利润承压

收入符合预期，利润不及预期。2024H1 总营收 6.79 亿元（同减 3.08%），归母净利润 0.95 亿元（同减 29.29%），扣非净利润 0.89 亿元（同减 31.24%）。2024Q2 总营收 3.45 亿元（同减 2.99%），归母净利润 0.38 亿元（同减 49.33%），扣非净利润 0.31 亿元（同减 57.59%）。毛利率同比提升，多重因素致净利率同比下降。2024H1 毛利率/净利率分别为 38.26%/14.00%，分别同比+1.52/-5.19pcts；2024Q2 为 38.33%/11.06%，分别同比+1.48/-10.12pcts，成本利好带来毛利率同比略提升。2024H1 销售/管理费用率分别为 14.75%/6.37%，分别同比+5.04/+1.92pcts；2024Q2 为 18.60%/6.25%，分别同比+10.81/+1.76pcts，公司加大费用投放力度叠加去年同期基数较低，市场推广费用同比提升幅度较大；折旧费用增加与员工持股计划分摊费用致销售与管理费用率同比提升；Q2 财务费用率同比+3.51pcts 主要系计提可转债利息费用增加及利息收入减少所致。现金流表现较好，销售回款较稳定。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为 1.97/1.17 亿元，分别同增 1.27%/29.20%；销售回款分别为 7.55/3.77 亿元，分别同减 2.31%/1.29%。截至 2024H1 末，合同负债 0.46 亿元（环比增加 0.08 亿元）。

电商增速较高，着力开发新渠道

分产品看，2024H1 含乳饮料/其他营收分别为 6.56/0.20 亿元，分别同比-4.87%/+139.46%；2024Q2 营收分别为 3.32/0.11 亿元，分别同比-5.36%/+227.31%，公司上半年推出五黑新品上榜天猫植物蛋白饮新品第一；主品仍为公司核心产品，受大环境影响销售略承压。分区域看，2024H1 华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北/电商营收为 3.37/1.19/1.30/0.10/0.37/0.03/0.04/0.36 亿元，同比-3.14%/-15.93%/+2.73%/-10.85%/-8.08%/-45.13%/-19.71%/+84.09%，华东作为基本盘市场表现较稳健；2024Q2 营收为 1.68/0.53/0.68/0.05/0.19/0.01/0.02/0.27 亿元，分别同比-7.60%/-17.37%/+1.55%/-8.96%/-5.41%/-47.81%/-

0.14%/+136.16%，2024 年公司重新整合电商渠道，搭建电商团队，梳理线上价格体系，3 月启动直播业务，对兴趣电商重点发展。分渠道看，2024H1 经销/直销营收分别为 6.45/0.31 亿元，分别同比-5.41%/+93.82%；2024Q2 营收分别为 3.20/0.24 亿元，分别同比-7.25%/+146.90%。截至 2024H1 末，总经销商 2679 家，较 2024 年年初增加 94 家。

盈利预测

我们看好公司作为甜牛奶龙头进行品牌焕新，早餐及小餐饮渠道招商提高占有率，全国化扩张贡献增量，员工持股计划提振信心，长期增长动力足。短期新渠道开拓承压，根据中报，我们调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.57/0.61/0.70（前值为 0.69/0.78/0.91）元，当前股价对应 PE 分别为 15/14/12 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	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,412	1,426	1,513	1,650
增长率（%）	0.6%	1.0%	6.1%	9.1%
归母净利润（百万元）	237	223	241	274
增长率（%）	7.2%	-5.9%	8.3%	13.6%
摊薄每股收益（元）	0.60	0.57	0.61	0.70
ROE（%）	13.9%	12.0%	11.8%	12.1%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,047	1,204	1,456	1,739
应收款	2	2	2	2
存货	191	250	237	228
其他流动资产	355	308	297	297
流动资产合计	1,595	1,764	1,993	2,267
非流动资产:				
金融类资产	228	208	198	198
固定资产	919	911	872	822
在建工程	89	36	14	6
无形资产	136	129	122	116
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	319	319	319	319
非流动资产合计	1,463	1,395	1,328	1,263
资产总计	3,059	3,159	3,320	3,530
流动负债:				
短期借款	200	210	218	223
应付账款、票据	336	262	237	228
其他流动负债	116	116	116	116
流动负债合计	703	643	621	617
非流动负债:				
长期借款	568	568	568	568
其他非流动负债	81	81	81	81
非流动负债合计	650	650	650	650
负债合计	1,353	1,293	1,271	1,267
所有者权益				
股本	394	394	394	394
股东权益	1,705	1,866	2,050	2,263
负债和所有者权益	3,059	3,159	3,320	3,530

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	237	223	241	274
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	79	68	67	64
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	98	-102	-16	0
经营活动现金净流量	414	189	292	338
投资活动现金净流量	-339	81	71	58
筹资活动现金净流量	82	-52	-50	-55
现金流量净额	156	218	313	341

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,412	1,426	1,513	1,650
营业成本	906	898	950	1,029
营业税金及附加	17	13	13	13
销售费用	168	191	197	206
管理费用	66	73	76	79
财务费用	-25	0	-6	-14
研发费用	19	19	20	21
费用合计	229	283	285	293
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	305	278	301	341
加:营业外收入	1	3	2	1
减:营业外支出	3	2	1	0
利润总额	304	279	302	342
所得税费用	67	56	60	68
净利润	237	223	241	274
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	237	223	241	274

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	0.6%	1.0%	6.1%	9.1%
归母净利润增长率	7.2%	-5.9%	8.3%	13.6%
盈利能力				
毛利率	35.8%	37.0%	37.2%	37.6%
四项费用/营收	16.2%	19.8%	18.9%	17.7%
净利率	16.8%	15.6%	16.0%	16.6%
ROE	13.9%	12.0%	11.8%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	44.2%	40.9%	38.3%	35.9%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	678.9	730.0	608.3	730.0
存货周转率	4.7	3.6	4.1	4.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.60	0.57	0.61	0.70
P/E	14.2	15.1	14.0	12.3
P/S	2.4	2.4	2.2	2.0
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5

资料来源: Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6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。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

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。