

李子园 (605337.SH)
2024H1 业绩承压，毛利率持续改善

2024年08月29日

——公司信息更新报告
投资评级：增持（维持）
张宇光（分析师）
张思敏（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790123070080

日期	2024/8/29
当前股价(元)	8.60
一年最高最低(元)	17.16/8.36
总市值(亿元)	33.92
流通市值(亿元)	33.92
总股本(亿股)	3.94
流通股本(亿股)	3.94
近3个月换手率(%)	31.08

● 2024H1 业绩承压，全国化稳步开拓，维持“增持”评级

李子园 2024H1 实现营收 6.79 亿元，同比降 3.1%；归母净利润 0.95 亿元，同比降 29.3%。单 2024Q2 实现营收 3.45 亿元，同比降 3.0%；归母净利润 0.38 亿元，同比降 49.3%。由于行业终端需求较弱、公司终端开拓费用投放增加，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利为 2.38、2.74、3.23 亿元（前值为 2.80、3.31、3.81 亿元），EPS 为 0.60、0.70、0.82 元，当前股价对应 PE 为 14.2、12.4、10.5 倍。李子园在现有重点区域有品牌、渠道、规模优势，自华东向全国市场稳步拓张，维持“增持”评级。

● 2024Q2 需求相对较弱，电商渠道表现亮眼

(1) 分产品来看，2024Q2 含乳饮料实现营收 3.32 亿元，同比降 5.36%，终端需求仍然较弱。(2) 分区域来看，核心的华东区域同比-7.60%，占比较高的华中和西南区域分别同比-17.37%/+1.55%，西南区域表现相对较好，其他区域同比均下降；随着重新整合电商渠道成效显著，Q2 电商渠道同比增 136.16%表现亮眼。截至 2024 年上半年，公司经销商增 94 家至 2679 家，其中核心的华东区域增 50 家至 953 家。展望全年，公司重点拓展小餐饮、单位食堂渠道，同时针对不同渠道开发不同规格产品，更好适应渠道多元化发展趋势。下半年旺季预计需求可恢复，叠加公司持续加强品宣投入，预计营收可实现较好增长。

● 原材料价格下降推升毛利率，净利率下降主因销售费率提升

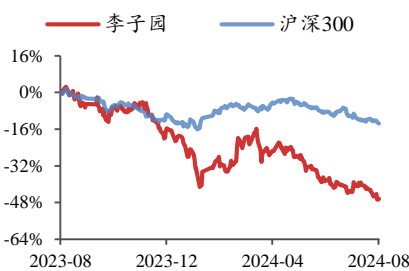
2024Q2 公司净利率同比下降 10.12pct 至 11.06%，毛利率同比提升 1.48pct 至 38.33%，毛利率提升主因优化产品结构及原材料价格下降。2024Q2 销售费用率同增 10.81pct，主因公司为促进销售投入较多广宣费用，拖累利润表现。展望下半年，预计原材料价格仍有小幅度下降，叠加持续优化产品结构，公司毛利率有望保持稳定；费用端来看，随着品牌力加强、终端需求恢复，有望优化销售费用率。公司深耕基地市场，自华东向外开拓新市场，发展潜力仍较大。

● 风险提示：产能扩张不及预期、渠道扩张不及预期、原材料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,404	1,412	1,488	1,731	2,007
YOY(%)	-4.5	0.6	5.4	16.4	16.0
归母净利润(百万元)	221	237	238	274	323
YOY(%)	-15.8	7.2	0.5	15.1	17.8
毛利率(%)	32.5	35.8	36.8	36.7	36.8
净利率(%)	15.7	16.8	16.0	15.8	16.1
ROE(%)	12.8	13.9	13.6	14.8	16.1
EPS(摊薄/元)	0.56	0.60	0.60	0.70	0.82
P/E(倍)	15.3	14.3	14.2	12.4	10.5
P/B(倍)	2.0	2.0	2.0	1.9	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《品牌持续焕新，新渠道发力可期——公司信息更新报告》-2024.4.11

《行业弱复苏，静待品牌焕新——公司信息更新报告》-2023.10.18

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1007	1595	1770	1919	2254
现金	553	1047	1104	1284	1489
应收票据及应收账款	1	0	0	0	0
其他应收款	2	2	2	2	2
预付账款	15	14	16	19	22
存货	290	191	308	273	400
其他流动资产	148	341	341	341	341
非流动资产	1369	1463	1455	1537	1630
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	673	919	903	965	1038
无形资产	140	136	143	152	164
其他非流动资产	557	408	409	420	428
资产总计	2377	3059	3225	3457	3884
流动负债	566	703	944	1180	1558
短期借款	75	200	665	882	1258
应付票据及应付账款	303	336	0	0	0
其他流动负债	188	167	278	298	300
非流动负债	82	650	536	428	322
长期借款	0	568	454	347	240
其他非流动负债	82	81	81	81	81
负债合计	648	1353	1479	1609	1880
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	303	394	394	394	394
资本公积	660	569	569	569	569
留存收益	765	911	1037	1168	1311
归属母公司股东权益	1729	1705	1746	1848	2005
负债和股东权益	2377	3059	3225	3457	3884

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	260	414	-169	387	269
净利润	221	237	238	274	323
折旧摊销	68	79	77	86	98
财务费用	-25	-25	-27	-21	-21
投资损失	-2	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-37	84	-457	50	-130
其他经营现金流	34	40	0	0	0
投资活动现金流	-209	-339	-69	-167	-190
资本支出	191	201	69	168	191
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-18	-138	1	1	1
筹资活动现金流	-25	420	-171	-257	-250
短期借款	75	125	465	217	376
长期借款	0	568	-114	-107	-107
普通股增加	87	91	0	0	0
资本公积增加	-87	-91	0	0	0
其他筹资现金流	-100	-273	-522	-366	-519
现金净增加额	25	495	-409	-36	-171

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1404	1412	1488	1731	2007
营业成本	948	906	941	1096	1268
营业税金及附加	14	17	16	20	22
营业费用	175	168	208	234	261
管理费用	58	66	70	76	84
研发费用	15	19	18	19	22
财务费用	-25	-25	-27	-21	-21
资产减值损失	0	-0	-0	-0	-0
其他收益	58	44	44	44	44
公允价值变动收益	1	-0	-0	-0	-0
投资净收益	2	1	1	1	1
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	280	305	307	353	416
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	280	304	305	352	414
所得税	59	67	67	77	91
净利润	221	237	238	274	323
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	221	237	238	274	323
EBITDA	336	401	401	468	552
EPS(元)	0.56	0.60	0.60	0.70	0.82

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-4.5	0.6	5.4	16.4	16.0
营业利润(%)	-17.9	9.2	0.6	15.1	17.7
归属于母公司净利润(%)	-15.8	7.2	0.5	15.1	17.8
获利能力					
毛利率(%)	32.5	35.8	36.8	36.7	36.8
净利率(%)	15.7	16.8	16.0	15.8	16.1
ROE(%)	12.8	13.9	13.6	14.8	16.1
ROIC(%)	11.2	9.8	8.2	9.1	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	27.3	44.2	45.9	46.5	48.4
净负债比率(%)	-22.9	-11.6	12.0	7.6	10.3
流动比率	1.8	2.3	1.9	1.6	1.4
速动比率	1.0	1.5	1.2	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1523.7	2322.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	3.9	7.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.60	0.60	0.70	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.05	-0.43	0.98	0.68
每股净资产(最新摊薄)	4.38	4.22	4.33	4.58	4.98
估值比率					
P/E	15.3	14.3	14.2	12.4	10.5
P/B	2.0	2.0	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	8.8	7.9	8.9	7.5	6.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn