

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0039号

浙江李子园食品股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“李子转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“李子转债”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二四年六月六日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年6月6日至2025年6月5日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2024年6月6日

浙江李子园食品股份有限公司

主体及“李子转债”2024年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2024/6/6	AA/稳定	卢宏亮	宋馨

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
李子转债	AA	AA

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

浙江李子园食品股份有限公司（以下简称“李子园”或“公司”）主要从事“李子园”品牌甜牛奶奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，控股股东为浙江丽水水滴泉投资发展有限公司（以下简称“水滴泉投资”），实际控制人为自然人李国平、王旭斌。

评级模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	营业收入	15.00	2.79
	多样性	12.50	6.25
市场竞争力	市场地位	12.50	9.38
	利润总额	12.00	7.26
盈利能力和运营效率	净资产收益率	5.00	4.82
	存货周转次数	5.00	4.40
	应收账款周转次数	5.00	5.00
债务负担与保障程度	流动比率	6.00	5.30
	资产负债率	10.00	8.80
	经营现金流动负债比	8.00	7.04
	EBITDA 利息倍数	9.00	9.00

基础评分输出结果

aa

调整因素

无

个体信用状况

aa

外部支持

无

评级模型结果

AA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

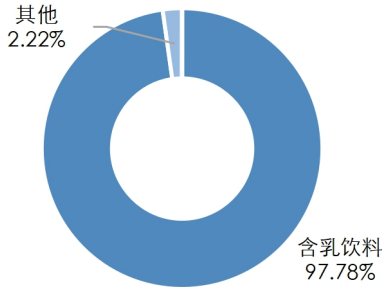
评级观点

公司主要从事含乳饮料及其他饮料的生产、销售，“李子园”牌甜牛奶为销售 20 多年的经典产品，细分市场知名度较高，仍保持市场竞争力；拥有位于浙江、江西、云南、河南等生产基地共 5 个，有助于贴近区域消费市场、降低物流成本，跟踪期内，公司继续细化、精耕市场；受益于原料价格下降及产品均价提升等因素，跟踪期内公司毛利率及利润总额有所上升，经营性净现金流有所增加。同时，东方金诚关注到，公司营业收入对含乳饮料产品依赖度仍较高，产能利用率有所下降，未来产能释放存在一定压力；公司在建项目拟投资资金规模仍较大，仍面临资本支出压力及投资回报不及预期的风险；受可转债发行等影响，跟踪期内公司债务负担和资产负债率有所提高。

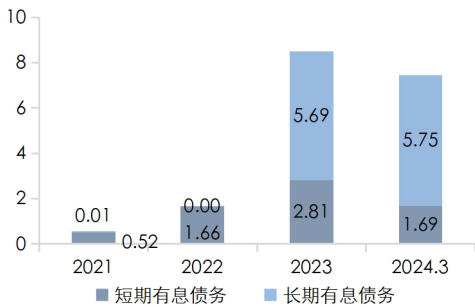
综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“李子转债”的信用等级为 AA。

主要指标及依据

2023 年营业收入构成



公司债务期限结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额 (亿元)	21.02	23.77	30.59	29.29
所有者权益 (亿元)	16.05	17.29	17.05	17.62
全部债务 (亿元)	0.53	1.66	8.50	7.44
营业收入 (亿元)	14.70	14.04	14.12	3.34
利润总额 (亿元)	3.38	2.80	3.04	0.75
经营性净现金流 (亿元)	2.19	2.60	4.14	0.81
营业利润率 (%)	34.93	31.51	34.65	37.23
资产负债率 (%)	23.64	27.26	44.24	39.84
流动比率 (%)	237.44	177.94	226.84	293.90
全部债务/EBITDA (倍)	0.14	0.47	2.14	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2877.65	145.61	29.11	-

注：数据来源于公司 2021 年~2023 年的审计报告及 2024 年 1~3 月财务报表。

优势

- 公司主要从事甜牛奶乳饮料及其他饮料的生产销售，质量控制体系覆盖采购、生产、仓储、销售各个环节，“李子园”牌甜牛奶市场知名度仍较高，跟踪期内公司发明专利及研发投入有所增加，在细分市场仍保持较强竞争力；
- 公司 5 个生产基地位于浙江、江西、云南、河南等地，贴近华东、华中、西南等主要消费区域市场，有助于降低物流成本，跟踪期内，公司继续加强品牌建设和宣传投入，细化、精耕市场；
- 公司建立了完善的市场营销和服务体系，受益于奶粉、生鲜乳等原料价格下降及产品均价提升等因素，跟踪期内公司毛利率及利润总额有所上升，经营性净现金流有所增加。

关注

- 公司营业收入对含乳饮料产品依赖度仍较高，跟踪期内产能利用率有所下降，未来产能释放存在一定压力；
- 公司在建项目投资规模仍较大，面临资本支出压力及投资回报不及预期的风险；
- 受可转债发行等影响，公司债务规模增长较快，资产负债率有所提高。

评级展望

公司评级展望为稳定。未来，随着公司现有产品的销售持续发力及新产品的开发，市场拓展力度加大，预计公司市场竞争力将保持稳定。

评级方法及模型

《食品饮料企业信用评级方法及模型 (RTFC005202403)》

历史评级信息

主体信用等级	债项名称	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	李子转债	AA	2022/11/10	卢宏亮、宋馨	《食品饮料企业信用评级方法及模型 (RTFC005202208)》	阅读全文
AA/稳定	李子转债	AA	2023/8/18	卢宏亮、宋馨	《食品饮料企业信用评级方法及模型 (RTFC005202208)》	阅读全文

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
李子转债	2023/8/18	6.00	2023/6/20~2029/6/19	无	-

跟踪评级说明

根据监管相关要求及浙江李子园食品股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“李子转债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

公司主营“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，实际控制人为自然人李国平、王旭斌

浙江李子园食品股份有限公司（以下简称“李子园”或“公司”）主要从事“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，控股股东为浙江丽水水滴泉投资发展有限公司（以下简称“水滴泉投资”），实际控制人为自然人李国平、王旭斌¹。

公司前身为金华市李子园食品有限公司（以下简称“李子园食品”），由李国平、王旭斌于1994年10月共同出资设立，初始注册资本88.00万元人民币，其中李国平持股80.00%，王旭斌持股20.00%。2021年2月，公司股票在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“李子园”，股票代码“605337.SH”。截至2023年末，公司总股本3.94亿股，其中水滴泉投资持股32.22%，为公司控股股东；李国平、王旭斌夫妇直接持有公司1.07亿股，占公司股份总数的27.17%，并通过持有水滴泉投资100%出资份额间接控制公司32.22%的股份，通过持有衢州市誉诚股权投资合伙企业(有限合伙)57.51%出资份额并担任执行事务合伙人间接控制公司1.87%的股份，共计控制公司61.26%的股份，为公司实际控制人。

公司主营“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，主要产品包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等，截至2023年末，公司建有浙江金华、浙江龙游、江西上高、云南曲靖、河南鹤壁5个生产基地，在全国30多个省份都建立了销售网络，具有一定市场竞争力。

截至2024年3月末，公司资产总额29.29亿元，所有者权益17.62亿元，资产负债率为39.84%。2023年及2024年1~3月，公司分别实现营业收入14.12亿元和3.34亿元，利润总额分别为3.04亿元和0.75亿元。

债项本息兑付及募集资金使用情况

公司于2023年6月在上海证券交易所公开发行6.00亿元的“李子转债”，起息日为2023年6月20日，到期日为2029年6月19日，期限为6年，第一年至第六年的利率分别为0.3%、0.5%、1%、1.5%、1.8%和2%，每年付息一次，到期一次性还本付息。“李子转债”无担保。

“李子转债”募集资金总额为人民币6.00亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额5.98亿元，募集资金拟全部用于“年产15万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目”（以下简称“本期债券募投项目”）和补充流动资金。截至2024年3月末，“李子转债”募集资金已投入本期债券募投项目0.09亿元，投资项目建设进度为1.80%。

¹李国平与王旭斌拥有澳门特别行政区永久居留权。

图表 1：截至 2024 年 3 月末“李子转债”募集资金使用情况（亿元）

序号	项目	预计总投资	实施期	拟投入本次募 集资金金额	已投入募集 资金
1	年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目	4.86	3.5 年	4.86	0.09
2	补充流动资金	1.14	-	1.14	0.00
合计		6.00		6.00	0.09

资料来源：公司提供，东方金诚整理

“李子转债”设转股权，转股期为 2023 年 12 月 28 日至 2029 年 6 月 19 日，初始转股价格为 19.47 元/股。转股价格的调整方式：若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况时，则转股价格相应调整。截至 2024 年 3 月 31 日，“李子转债”未转股余额 59996.60 万元，已转成股份数 1743 股。

截至本报告出具日，“李子转债”未到本金及利息兑付日。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，增速高于去年四季度的 5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供强需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，

政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的1万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

行业分析

公司收入及毛利润来源于含乳饮料的销售，属于含乳饮料行业。

含乳饮料

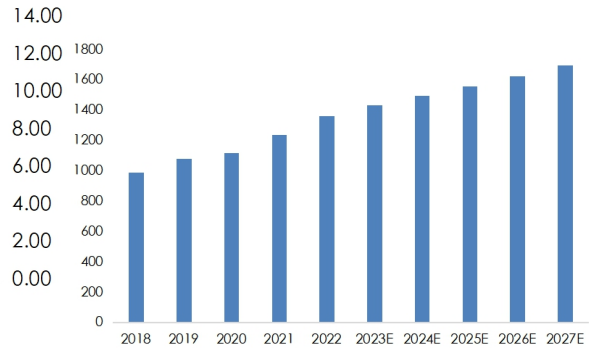
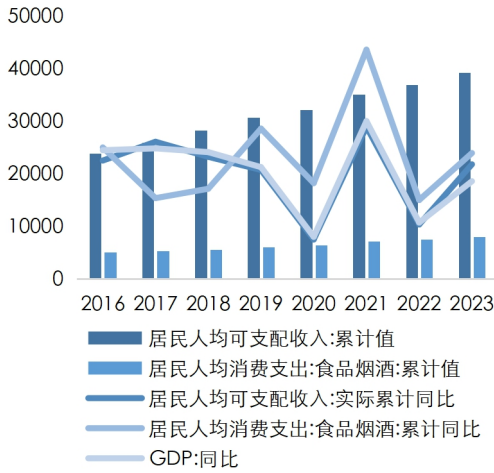
伴随国民经济的发展，我国人民收入水平和生活消费需求不断提高，食品消费支出持续增加，未来含乳饮料市场仍存在较大发展空间和增长潜力

含乳饮料是以乳或乳制品为原料，加入水及适量辅料经配制或发酵而成的饮料制品，包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料和乳酸菌饮料。

近年来，伴随国民经济的发展，我国人民收入水平和生活消费需求不断提高，食品消费支出持续增加。2016年至2023年，我国居民人均可支配收入从2.38万元增加至3.92万元，其中，人均食品烟酒支出占人均可支配收入的比重约20%左右，居民人均可支配收入的快速增长带动了食品饮料消费支出的不断增加，同期，人均食品烟酒支出从0.52万元增加至0.80万元。随着人们消费水平提高以及对口味型饮料的需求增长，我国含乳饮料市场历经近10年的快速增长阶段，根据头豹研究院预计，2023年中国含乳饮料行业市场规模将达到约1414.6亿元，而2021~2026年行业市场规模CAGR预计约为5.4%。整体来看，目前国内含乳饮料行业仍处于扩张阶段，随着居民消费水平提升，多元化需求将带动含乳饮料行业产量增长。

此外，消费者对饮食健康的关注不断加强，口味、营养、健康、包装逐渐成为影响消费意愿的重要因素，相比于一般饮料和乳制品，含乳饮料赛道兼具乳制品与软饮料双重属性，产品符合现下消费者对品类、品质、体验、健康等多元化需求趋势。未来，随着我国经济的发展、人民生活水平的进一步提高，含乳饮料市场存在巨大的发展空间和增长潜力。

图表 2: 近年我国居民人均收入、支出情况(万元、%) 图表 3: 中国含乳饮料行业市场规模²(单位: 亿元, 统计口径: 营收额)



资料来源: 同花顺、东方金诚整理

资料来源: 头豹研究院、东方金诚整理

含乳饮料主要原材料是奶粉、生鲜乳、白糖等, 受市场阶段性供给过剩影响, 2023 年以来, 奶粉、生鲜乳价格均呈下降趋势, 2024 年以来, 白糖价格有一定回落, 为下游企业释放更多盈利空间, 但仍需关注成本波动风险

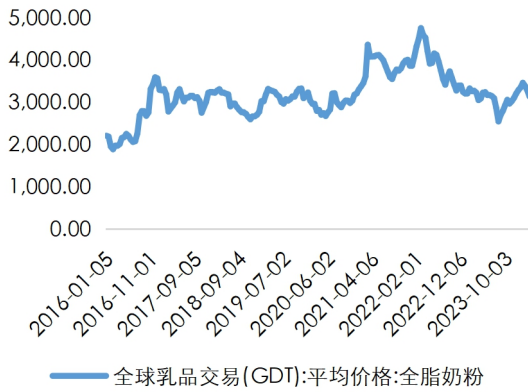
含乳饮料的主要原材料是奶粉、生牛乳、白糖等。其中, 白糖、奶粉是大宗期货商品。奶粉方面, 2023 年价格持续走低。2021 年下半年新西兰遭遇了拉尼娜现象, 不利天气大大减少了新西兰新产季的奶产量; 同时, 近年全球粮食、化肥、能源等大宗商品价格普遍上涨, 推升全球奶业成本, 叠加全球通胀压力影响, 奶粉价格呈现上涨趋势。2022 年下半年以来, 原奶供应进入阶段性供给过剩周期, 奶粉价格下行趋势明显; 2023 年以来, 国际市场供给略增长, 需求除中国外有所回升, 但国际奶价受中国出生率持续走低及需求偏弱影响持续地位; 2024 年为甲辰龙年, 往年来看龙年通常为生育小高峰, 奶粉需求量有所回暖, 2024 年上半年, 奶粉价格小幅回升。

国内生鲜乳价格方面, 2015 年后, 由于行业集体进入大包奶粉³去库存周期, 压制对国内生鲜乳的需求, 生鲜乳价格呈现下行趋势。2018 年, 大包粉库存增速放缓, 库存不断减少, 生鲜乳需求恢复, 价格进入稳步上行阶段, 且乳牛存在特定成长期, 短期内生鲜乳供不应求, 生鲜乳价格持续上涨。2020 年, 玉米等乳牛饲料价格上涨, 同时下游需求增长, 带动生鲜乳价格进一步提升。2022 年下半年以来, 由于需求疲弱而供给持续增加导致市场阶段性供过于求, 生鲜乳价格持续下行, 为下游企业提供盈利空间。

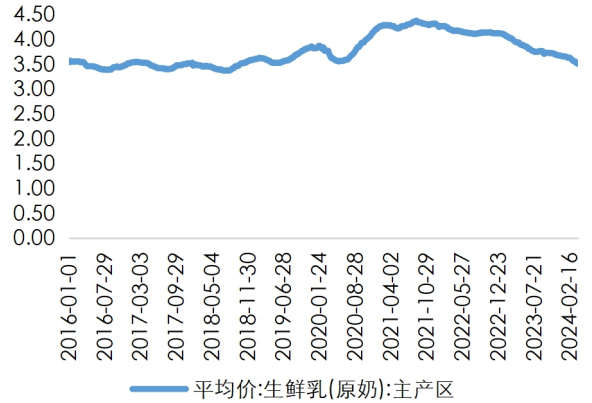
²中国含乳饮料市场规模=含乳饮料在饮料市场规模中占比*饮料市场规模

³生鲜乳喷粉形成的工业奶粉。

图表 4: 全脂奶粉价格情况 (美元/吨)



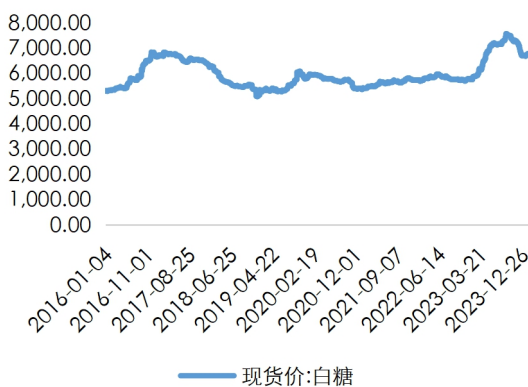
图表 5: 近年生鲜乳价格情况 (元/公斤)



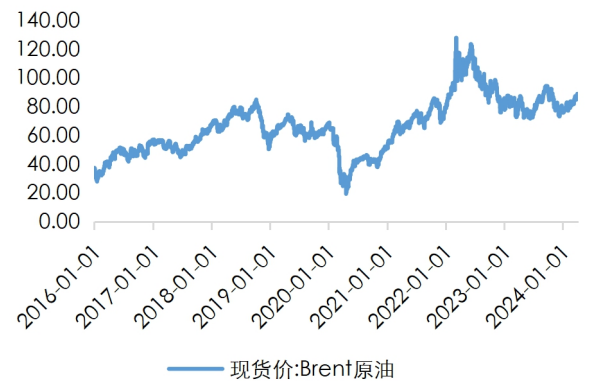
资料来源: 同花顺、国家统计局、东方金诚整理

白糖价格方面, 2019年, 白糖价格受全球供给、需求变化影响波动较大; 2020年, 受市场环境影 响, 下游消费需求减弱, 价格整体有所下降; 2021年, 巴西干旱及霜冻导致甘蔗减产, 支撑原糖价格上行, 白糖市场跟随大宗商品和原糖反弹; 2022年上半年, 俄乌冲突开启, 国际能源价格飙升, 主产国巴西在榨季初期大幅增加甘蔗制乙醇比例, 降低糖产量, 白糖价格有所 上涨; 2022年下半年小幅回落。2023年上半年, 厄尔尼诺现象对印度和泰国甘蔗主产区造成 持续降水不足, 叠加国际能源价格高位震荡, 白糖价格强势上涨, 替代品糖浆、预拌粉需求增 大。2023年12月至2024年以来, 全球食糖供应缺口大幅缩小, 白糖价格自高点回落, 白糖 进入下跌周期。

图表 6: 近年白糖价格情况 (元/吨)



图表 7: 近年原油价格情况 (美元/桶)



资料来源: 同花顺、国家统计局、东方金诚整理

总体来看, 2023年主要原料奶粉、生牛乳等价格呈下降态势, 为下游企业提供一定成本优 势, 2024年以来, 白糖价格有一定回落, 但仍需关注原奶等原材料价格反弹的风险。

含乳饮料行业集中度较为稳定, 呈现全国性和区域性品牌共同竞争的格局, 具有品牌与渠 道优势的企业在竞争中具有优势

含乳饮料行业因其产品特性, 区域性销售特点明显, 行业集中度较为稳定, 呈现全国性和 区域性品牌共同竞争的格局。

按市场规模、经营范围可分为全国性大型企业、全国性布局区域型企业、地方性中小企业等。全国性大型含乳饮料企业，例如伊利股份、蒙牛乳业、娃哈哈等，产品线覆盖各类乳制品、含乳饮料，通过全国布局的经销网络和营销推广形成了强大的品牌力，占据绝对的龙头地位。全国性布局区域型企业在品牌发源地或部分重点地区具备区域优势，并在全国布局了销售、生产网络，凭借产品差异化开拓市场，但业绩贡献主要集中在重点区域，包括李子园、光明乳业、新乳业、夏进乳业、燕塘乳业等。地方性中小企业布局单一省份甚至是单一城市，在其优势区域品牌知名度高、渠道完善，但难以全国化扩张。整体来看，具有品牌与渠道优势的企业在竞争中具有优势。

图表 8：主要上市含乳饮料企业情况（亿元、%）

企业名称	主要含乳饮料类型	2023 年主要财务数据			
		总资产	营业收入	毛利率	利润总额
伊利股份	优酸乳、果粒多、谷粒多、畅意乳酸菌饮品、QQ 星儿童酸奶	1516.20	1257.58	32.58	117.21
蒙牛乳业	酸酸乳、优益 C、真果粒等	1152.20	986.24	37.15	63.12
光明乳业	巧风、萌小团牛奶饮品、酸牛奶饮品	242.27	264.85	19.66	8.16
新乳业	活润乳酸菌饮品、成长记忆乳酸菌含乳饮料、凉山雪乳酸菌饮料	93.80	87.22	17.39	4.60
燕塘乳业	甜牛奶、食膳养生奶、乳酸菌乳饮料	19.40	19.50	26.04	1.99
李子园	风味奶饮品、酸味奶饮品、乳酸菌饮品	30.59	14.12	35.85	3.04
均瑶健康	“味动力”系列饮料、奇梦星乳酸菌饮品	25.03	16.34	24.43	0.84

资料来源：公开资料、东方金诚整理

食品安全是食品相关行业的基石，较高的食品质量安全控制水平是食品生产企业稳健、持续发展的关键因素

食品安全是食品饮料行业的基石及稳定发展的关键因素，2008 年三鹿三聚氰胺事件、2011 年瘦肉精事件和 2012 年塑化剂事件等不仅对涉事企业造成重大影响，同时波及到整个行业，造成市场信心受挫、需求断崖式下跌。

近年来，我国政府出台相关法律法规规范食品相关行业的发展。《中华人民共和国食品安全法》规定，从事食品生产应当依法取得食品生产许可证；《食品经营许可管理办法（2017 年修订）》规定食品经营许可实行一地一证原则。同时，社会大众、新闻媒体等对食品安全的关注度也不断上升。

随着行业监管力度日趋严格，消费者对食品安全及维权意识的日益增强，食品质量安全控制水平已经成为食品生产企业是否能够稳健、持续发展的关键因素，促进行业内企业重视食品安全，建立完善的食品安全管理制度，但若未来发生食品安全事件，将对行业内企业经营造成一定影响。

业务运营

经营概况

公司主要从事“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销

售，2023 年公司营业收入变化不大，受原料价格因素影响毛利润和毛利率有所上升

公司主要从事“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，2023 年公司营业收入为 14.12 亿元，同比微升 0.60%；受原材料、能源价格下降及产品均价提升等因素影响，毛利润和毛利率均同比有所上升，2023 年公司毛利润 5.06 亿元，同比上升 10.99%；毛利率 35.85%，同比提升 3.38 个百分点。

2024 年 1~3 月，公司营业总收入 3.34 亿元，同比下降 3.17%，毛利率为 38.19%，较上年继续上升 2.34 个百分点。

图表 9：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况⁴（亿元、%）



类别	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
含乳饮料	14.27	97.12	13.59	96.79	13.81	97.78
其他	0.42	2.88	0.45	3.21	0.31	2.22
合计	14.70	100.00	14.04	100.00	14.12	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
含乳饮料	5.21	36.50	4.53	33.34	5.02	36.34
其他	0.06	14.88	0.03	6.67	0.04	14.01
合计	5.27	35.88	4.56	32.47	5.06	35.85

资料来源：公司提供，东方金诚整理

含乳饮料

公司仍主要从事含乳饮料及其他饮料的生产、销售，形成了覆盖采购、生产、仓储、销售各个环节的质量控制体系，跟踪期内发明专利及研发投入有所增加，“李子园”牌甜牛奶市场知名度仍较高，在细分市场仍保持一定竞争力

公司主要从事含乳饮料及其他饮料的生产、销售，“李子园”牌甜牛奶为销售 20 多年的经典产品，市场知名度较高。截至 2023 年末，公司建有浙江金华、浙江龙游、江西上高、云南曲靖、河南鹤壁 5 个生产基地，在全国 30 多个省份都建立了销售网络，在含乳饮料细分领域具有一定市场竞争力。

跟踪期内，公司继续注重研发和创新、增加研发投入。公司建有省级技术研发中心、院士团队专家工作站、省级博士后科研工作站，并联合江南大学、浙江工商大学等学府积极开展产品创新研究。与河北省食品检验研究院、浙江工商大学、中国标准化研究院等单位共同起草并发布了《生物产品中功能性微生物检测》（GB/T34224-2017）国家标准；还起草发布了《限制商品过度包装要求—食品和化妆品 GB23350-2022》、《食品包装评价技术通则 GB/T40001-2022》等 5 项国家标准。跟踪期内，公司各项专利、注册商标、著作权等均有所增加，截至 2023 年末，公司共有有效专利 191 项（其中发明专利 20 项，实用新型专利 130 项，外观设计专利 41 项），注册商标 452 个；著作权 64 项。公司加强对新产品的研发投入，2023 年，公司研发费用 0.19 亿元，同比上升 25.36%。

⁴由于四舍五入问题，存在一定尾差，下同。

同时，公司重视产品质量与安全，建立了覆盖供应商管理、采购、生产、仓储到销售各环节的质量控制体系。公司建立了《供应商管理制度》，定期对合格供应商资质、技术能力、安全质保情况进行评审。公司与供应商形成长期合作关系，日常采购过程中，根据国家标准对采购的原材料及包装材料等进行质量检测。在生产环节中，公司严格按照 ISO9001 质量管理体系、ISO22000 食品安全管理体系要求，对生产过程进行监控、记录。公司产成品入库前，进行逐批抽检、存样、记录，确保每批次入库产品质量合格。在仓储环节，公司制定了《仓库管理规定》等一系列仓储管理制度。在销售环节，公司销售管理人员监督经销商将到期产品及时下架，杜绝过期产品销售。此外，公司在生产及流通环节中建立了标识管理、卫生控制、仓储记录的管理措施及产品追溯体系，保障产品质量安全且可追溯。

公司采用以销定产、自主生产为主的生产模式，拥有位于浙江、江西、云南、河南等生产基地共 5 个，跟踪期内，公司产能持续增长，但产能利用率继续下降

公司含乳饮料以“李子园”品牌甜牛奶为主，采用“以销定产”、自主生产为主的生产模式，同时，为保证公司供货的及时性和生产效率最大化，公司将适量甜牛奶乳饮料系列及其他小品类产品由委托加工企业生产，但近年委托加工产能占比逐渐下降。近年来，为了及时满足不断扩大的市场需求，节约运输成本，提高产品供应的及时和稳定性，公司在全国范围内多点布局生产基地，截至 2023 年末，公司在浙江金华、江西上高、浙江龙游、云南曲靖、河南鹤壁拥有五大生产基地，其中浙江龙游二期项目在 2023 年上半年完成验收并试投产，2023 年公司自有产能增长至 35.75 万吨，产品供应的及时性和稳定性提升。截至 2023 年末，江西李子园二期已完成厂房建设和设备的安装，预计 2024 年度投产使用，预计未来公司产能将进一步增加。

跟踪期内，公司持续提升智能化生产管理水平，实施 ERP 全面信息化管理系统；持续开展质量控制，引入先进质量检测设备履行检测程序，加强质检和品控；继续建立健全生产管理体系，对生产全流程进行监控记录，提升生产系统食品安全全程风险管控能力；完善生产流通环节标识管理、卫生控制、仓储记录的管理措施及产品追溯体系，保证生产经营正常有序进行。

2023 年，随着公司自有产能的增长，委托加工产量及占比有所降低，自有产量占比上升，但总产量有所下降，同时，公司自有产能利用率下降 7.21 个百分点至 71.31%，主要原因一方面系浙江龙游二期项目试投产带动公司自有产能增长；另一方面由于公司按需定产，调整销售预期的同时对产品产量有所控制。预计未来公司含乳饮料产能将进一步提升，若下游需求增速不及公司产能扩张速度，新增产能或将继续面临无法及时消化的风险。

图表 10：近年公司产品生产情况⁵（万吨、%）

	2021 年	2022 年	2023 年
自有产能	26.20	32.32	35.75
自有产量	26.31	25.38	25.50
自有产能利用率	100.43	78.52	71.31
委托加工产量	2.36	0.96	0.35
合计产量	28.68	26.34	25.86

资料来源：公司提供、东方金诚整理

⁵为公司全部产品生产情况，不包括外购情况，其中含乳饮料产量占比约为 95%左右。

公司建立了完善的市场营销和服务体系，跟踪期内，公司继续加强品牌建设，拓展销售区域，深耕细化重点市场，开发新兴市场，受益于均价上升和成本下降，公司乳饮料毛利润及毛利率有所上升，但销量有所下滑，公司营业收入对含乳饮料产品依赖度仍较高

公司将主要精力投向于甜味含乳饮料细分领域，集中力量打造“李子园”含乳饮料品牌，拥有多种口味，在甜味含乳饮料细分领域建立了强大的品牌优势。

公司销售模式以经销模式为主，直销模式为辅；经销模式下，公司深耕重点核心市场，并逐步辐射带动周边区域市场，2023年以来，公司通过渠道客户专业性的服务，细化网络布局，销售模式从区域经销转为区域经销加工渠道相结合的方式，截至2023年末，在全国30多个省份建立了销售网络。

公司继续加强销售区域多样性提升及市场细化。2023年，公司销售占比前三大的销售区域为华东地区、华中地区、西南地区，销售占比分别为50.02%、19.28%、18.99%，公司在开拓深挖传统市场的同时，在华北、华南、西北、东北地区进一步拓展市场。公司还通过天猫超市、京东超市、天猫旗舰店、京东旗舰店、淘宝企业店和拼多多等网络平台直销产品。跟踪期内，公司继续细化、精耕市场，快速进行全渠道开发及终端网点建设，在向包括大型商超卖场、连锁系统以及批发部、中小型商场超市等传统渠道供货的基础上，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。在新兴市场或新开发市场区域，公司重点搭建客户框架及重点渠道框架，推进新客户的招商工作，快速建立渠道网络，以点带面，培育市场，为下一步市场发展与销售增长奠定基础。

跟踪期内，公司继续加强品牌建设和宣传投入，对“甜牛奶饮品系列”和“280ml 无菌罐装系列”等产品进行了包装换新，加强媒体营销宣传，推进品牌年轻化、多样化，推出“青春甜不甜，喝瓶李子园”新广告语，并举行第一届“李子园甜美女生”大赛。公司覆盖重点市场城市，通过央视、高铁媒体、新媒体、区域性广告投放及店招等多种形式，软硬广告结合投放，进一步提升产品品牌效应。

销售价格确定方面，公司采用市场定价法。公司根据市场行情进行调价，产品销售均价保持增长。2023年，公司含乳饮料销售价格有所增长，销售收入及毛利润有所上升，但销量有所下降，公司全部产品销售量同比下滑3.14%，其中含乳饮料销量同比下降1.67%；同时毛利率同比上升3.00个百分点至36.34%，主要是原料成本下降所致。

近年含乳饮料产品销售收入占营业收入比重95.00%以上，公司销售收入对含乳饮料产品依赖度仍较高，消费者偏好、市场环境等因素变化或对公司业绩造成不利影响。

图表 11：近年公司产品销售情况

	2021年	2022年	2023年
销量 ⁶ (万吨)	28.51	26.37	25.54
产销率 ⁷ (%)	99.42	100.12	98.76
含乳饮料销售均价 (元/公斤)	5.15	5.33	5.51
含乳饮料销售收入 (亿元)	14.27	13.59	13.81
含乳饮料毛利润 (亿元)	5.21	4.53	5.02
含乳饮料毛利率 (%)	36.50	33.34	36.34

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司对经销商施行扁平化管理，款到发货，客户较为分散，成熟市场客户较为稳定

在经销商选择方面，成熟市场会考虑渠道、配送、资金、团队力量等，新进市场主要考虑经销商对渠道的了解程度、对当地市场业务的成熟度等。公司对经销商施行扁平化管理，直接与经销商对接，合同一般一年一签，并通过销售指导价、经销区域管理、经销商库存管理、经销商考核、销售督导等多个方面对经销商购销业务进行指导规范，对于达到销售目标的经销商会给予奖励。

为了保证市场价格公平，避免周边区域窜货现象，公司会对经销商收取一定保证金，日常销售为款到发货，结算方式有银行承兑汇票、银行转账等。经销商通过线上订货系统输入所需产品品类、数量并下订单，公司销售部门根据销售订单及全年销售计划编制月度销售计划，生产部和对外合作中心安排生产。同时，财务部对经销商汇款情况进行核对，对已付款销售订单予以安排物流运输。

公司成熟市场客户较为稳定，非成熟市场流动性较高，但这部分市场销售占比不高。2023年及2024年1~3月，公司前五名客户销售收入合计占营业收入的比重分别为5.70%和5.21%，公司主要采用分区域经销及特通渠道相结合的特有买断式经销商模式，对经销渠道采取“扁平化”管理，单个经销商销售收入占比较小，客户集中度较低。

图表 12：2023 年公司前五大客户销售情况⁸ (亿元、%)

序号	客户名称	销售收入	占营业收入的比例
1	第一名	0.23	1.60
2	第二名	0.16	1.17
3	第三名	0.15	1.10
4	第四名	0.13	0.95
5	第五名	0.12	0.88
合计		0.80	5.70

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司主要原材料以奶粉、白砂糖及高密度聚乙烯等大宗原料为主，供应商集中度较高，2023

⁶销量为公司全部产品销量。

⁷产销率 = 销量/产量 (包括委托加工量)

⁸为公司全部业务的前五大客户。

年采购价格有所下降，毛利率有所上升

公司主营业务成本中，直接材料占比接近 70%，主要原材料包括奶粉、白砂糖以及高密度聚乙烯、纸箱等包装材料。公司主要采取“以产定购、兼顾库存和采购成本”的模式进行采购。奶粉、生牛乳等主要原辅料由总部集中采购后在全国生产基地间进行调配，而外包装材料及部分低值易耗品等由子公司及委托加工企业自行采购。公司与主要供应商签订年度框架协议，根据采购计划向供应商下达采购订单。奶粉、白砂糖、高密度聚乙烯等大宗商品，公司会根据市场价格波动、运输时间、供应周期等因素提前储备半年到一年的用料，其他辅料通常预备 15~30 天的量。

公司与主要供应商合作较为稳定，2023 年及 2024 年 1~3 月，公司前五大供应商采购金额合计占采购总金额的比重分别为 39.27%和 40.03%，集中度有所下降。

图表 13：2023 年公司前五大供应商⁹（亿元、%）

序号	供应商名称	采购金额	占采购金额比例
1	第一名	0.65	11.29
2	第二名	0.63	11.00
3	第三名	0.36	6.33
4	第四名	0.32	5.55
5	第五名	0.29	5.10
	合计	2.24	39.27

资料来源：公司提供、东方金诚整理

采购价格方面，奶粉、白砂糖、高密度聚乙烯为大宗产品，价格随行就市，2023 年，奶粉、高密度聚乙烯价格均有所下降，2023 年公司毛利率有所上升。2024 年年初以来，奶粉、鲜牛乳等价格仍维持较低水平，预计将为公司带来一定的盈利空间。

公司通过适时适当提高奶粉储备量、签订奶粉远期合同锁定采购价格、提高国产奶粉奶源比例等方法控制成本。结算方面，大宗产品原料到库后，一般 10~15 天付款；其他原料验收合格后 1 个月付款。付款方式有银行承兑汇票或银行转账。

⁹为公司合并口径的前五大供应商。

图表 14：近年公司各类主要原材料的采购金额、数量、单价

		2021年	2022年	2023年
奶粉	采购量（吨）	12984.65	14746.12	8534.55
	单价（元/公斤）	24.42	27.48	21.69
	金额（亿元）	3.17	4.05	1.85
白砂糖	采购量（吨）	10006.20	7569.20	8875.40
	单价（元/公斤）	5.07	5.47	6.42
	金额（亿元）	0.51	0.41	0.57
高密度聚乙烯	采购量（吨）	15330.83	12460.71	10944.65
	单价（元/公斤）	7.99	8.15	7.94
	金额（亿元）	1.23	1.02	0.87

资料来源：公司提供、东方金诚整理

未来发展

公司主要在建项目有江西李子园年产 10 万吨食品饮料生产线扩建项目、年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目等，项目完成后有助于公司业务规模的提升，但在建项目未来投资规模仍较大，公司仍面临资本支出压力及投入回报不及预期的风险

截至 2024 年 3 月末，公司主要在建产能有江西李子园年产 10 万吨食品饮料生产线扩建项目、浙江李子园科创大楼项目及本期债券募投项目“年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目”等，预计总投资 8.28 亿元，累计已投入 2.80 亿元，尚需投入 5.48 亿元，投入资金来源为 IPO 募集资金、转债募投基金及自筹资金。从生产项目建设进度看，目前江西李子园二期已完成厂房建设和设备的安装，预计 2024 年度投产使用；科创大楼项目建设已基本完成，预计 2024 年 12 月可以全部完工并投入使用；本期募投项目已开始投入建设，预计 2027 年完工。

总体来看，在建项目与公司全国化产业布局相契合，项目有产后有助于自有产能及业务规模的扩张，但在建项目未来投资规模较大，公司面临资本支出压力及投入回报不及预期的风险。

图表 15：截至 2024 年 3 月末主要在建项目（亿元）

项目名称	总投资	工程周期	已投资	资金来源
江西李子园年产 10 万吨食品饮料生产线扩建项目	2.65	2022 年 11 月~2024 年底	1.43	自筹+IPO 募集资金
浙江李子园公司在建工程及设备（科创大楼）	1.33	2021 年 10 月~2024 年底	1.20	自筹+IPO 募集资金
年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目	4.30	2023 年 11 月~2027 年	0.16	自筹+可转债募集资金
合计	8.28	-	2.80	-

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司治理与战略

公司根据《公司法》等相关法律法规，建立了较为完善的法人治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》等相关法律法规及规范性文件的要求，建立了股东大会、董事会、监事会等较为完善的公司法人治理结构，根据公司章程履行各自职责，作为上市企业，管理层级清晰。公司根据自身实际情况和经营管理需求，设立了生产部、供应中心等职能部门，明确相关职责权限及各条线业务运作流程。整体来看，公司法人治理结构较为完善，能够满足公司日常发展需求。

未来，公司将以含乳饮料为基础，丰富产品结构，通过销售、研发、生产联动并重，加速公司全国化战略布局，同时高度重视环境、社会责任和其他公司治理，重视产品质量与安全

未来，公司将依靠品牌效应、营销网络、生产工艺等优势，通过销售、研发、生产联动并重，积极借力资本市场，加速公司全国化战略布局。

产品方面，公司将在巩固含乳饮料行业地位的基础上，探索研发与公司现有产品生产工艺、销售渠道具有协同效应的新产品，丰富产品结构，拓宽收入来源。产业布局方面，公司将根据市场发展和消费者的需求，围绕主营业务适时适地做好产业布局，完善全国化产业战略布局，提升产业装备水平和产业技术水平，提升自有产能和产品品质。销售方面，公司将持续以“区域经销模式”为主要销售模式，以“年轻消费群体和青春休闲、营养便利”为品牌市场定位和导向，以江浙沪、云贵川、鲁豫皖为重点核心市场，市场管理精细化，渠道拓展下沉，并逐步辐射带动周边区域；积极开发网络销售、新零售、便利店等通路，实现线上线下、传统现代渠道全覆盖，不断探索潜在消费市场和潜在消费人群。跟踪期内，公司与行业资深营销咨询公司“华与华”开展年度战略合作，通过全域消费者洞察和深度市场分析，全面提升品牌力，建设和优化品牌资产。

同时，公司高度重视环境、社会责任和其他公司治理，重视产品质量与安全，建立了从供应商管理、采购、生产、仓储到销售各环节的质量控制体系。公司建立健全了环境安全应急体系，制定了《李子园突发环境事件应急预案》并在金华市生态环境局金东分局备案（备案号330703-2021-013-L）。排污方面，公司废水处理采用“厌氧+好氧+沉淀”处理工艺，废水处理设施全天候稳定运行；锅炉使用清洁能源天然气为原料，锅炉烟气经烟囱收集后高空排放；安装了环境在线监测系统，与当地生态环境部门进行联网。节能减排方面，跟踪期内，公司对节能减排效果明显的项目进行了各公司推广，例如，因排污标准远优于排放标准，公司将浙江厂污水池曝气调节为变频控制模式以降低电力消耗；云南厂在生产过程中发现了套标机收缩炉技改方案，将收缩炉进行改造以减少蒸汽耗量，改进之后每台套标机可以减少60kg/小时的蒸汽耗量。同时，公司承担社会责任，积极参与民生保障工作。产品质量控制方面，公司在生产及流通环节中建立了标识管理、卫生控制、仓储记录的管理措施及产品追溯体系，保障产品质量安全且可追溯。

财务分析

财务质量

公司提供了2023年的审计报告和2024年1~3月的财务报表。中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2024年1~3月财务报表未经审计。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共9家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，随着可转债发行和在建工程转固，公司货币资金、固定资产大幅增加，带动资产规模进一步增长，资产结构转为以流动资产为主

跟踪期内公司资产规模保持增长，主要系2023年可转债发行增加了银行存款，带动流动资产增加所致。截至2024年3月末，公司资产总额29.29亿元，其中流动资产15.07亿元，占比51.46%，资产结构转为以流动资产为主，但流动资产与非流动资产占比相当。

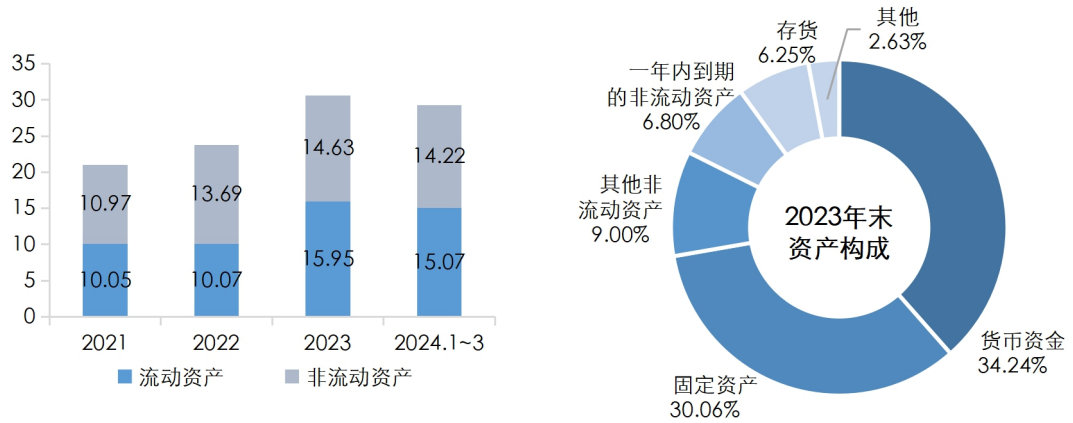
公司流动资产有所增长，主要由货币资金、存货、其他流动资产和一年内到期的非流动资产构成。近年公司货币资金规模保持增长，2023年末公司货币资金10.47亿元，同比增长89.57%，主要系“李子转债”发行增加了银行存款，其中受限货币资金80万元，受限原因为保函保证金和天猫旗舰店保证金；2024年3月末公司货币资金进一步增长至10.57亿元。公司存货主要为奶粉、白糖等原材料及库存商品，随着生产销售减少库存，2023年存货同比下降33.97%至1.91亿元，主要包括原材料1.52亿元、库存商品0.36亿元等，库存商品计提存货跌价准备26.12万元；2024年3月末，存货变化不大。2021年~2023年，公司存货周转率分别为5.96次、4.02次和3.77次，存货周转速度有所下降。其他流动资产主要是待抵扣进项税和预缴企业所得税，近年由于设备采购增多，待抵扣进项税有所增长。2023年末，公司一年内到期的非流动资产2.08亿元，均为一年内到期的大额存单；2024年3月末，公司一年内到期的非流动资产0.97亿元，较上年末有所下降，主要系大额存单部分到期所致。

跟踪期内公司非流动资产规模保持增长，截至2024年3月末，公司非流动资产14.22亿元，主要由固定资产、其他非流动资产、无形资产和在建工程等构成。

公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和运输工具等，2023年末，随着公司部分在建工程转为固定资产增长至9.19亿元，同比增长36.59%，其中浙江李子园科创大楼、江西李子园二期公司房屋建筑物及龙游李子园公司13#、14#厂房达到预定可使用状态，但尚未办理竣工结算，待办妥产权证书；2024年3月末公司固定资产小幅下降至8.93亿元。其他非流动资产主要是大额存单及预付设备、工程款等，跟踪期内小幅减少。无形资产主要是土地使用权等，跟踪期内变化不大。随着在建工程转为固定资产，2023年末公司在建工程同比下降60.00%至0.89亿元，主要在建工程有江西李子园公司二期在建工程、龙游李子园公司二期设备等；2024年3月末增长至1.03亿元。

截至2023年末，公司受限资产规模为3.11亿元，其中受限一年内到期的非流动资产、其他非流动资产和货币资金分别为1.56亿元、1.54亿元和80.00万元，受限原因为存单抵质押及应收利息、保函保证金等，占资产总额比重为10.16%，占净资产比重为18.22%。

图表 16：公司资产构成及质量情况（亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
货币资金	5.28	5.53	10.47	10.57
存货	1.82	2.90	1.91	1.90
其他流动资产	0.56	0.98	1.12	1.04
一年内到期的非流动资产	0.00	0.20	2.08	0.97
流动资产合计	10.05	10.07	15.95	15.07
固定资产	6.32	6.73	9.19	8.93
其他非流动资产	1.88	2.90	2.75	2.48
无形资产	1.38	1.40	1.36	1.35
在建工程	1.04	2.22	0.89	1.03
非流动资产合计	10.97	13.69	14.63	14.22
资产总额	21.02	23.77	30.59	29.29

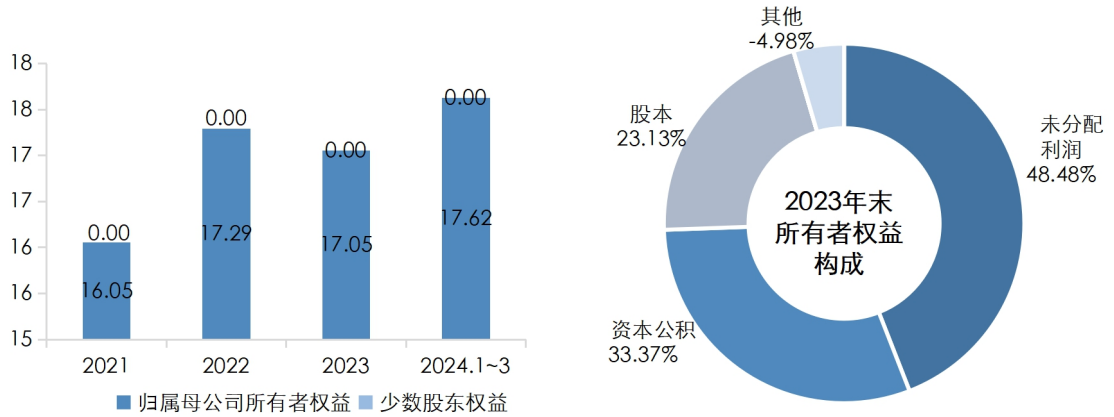
资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变化不大，未分配利润有所增加

跟踪期内，公司所有者权益变化不大，截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益为 17.62 亿元，主要由资本公积、未分配利润和股本等构成。受益于经营积累，公司未分配利润逐年增长，2023 年末，公司未分配利润 8.27 亿元，同比增长 17.88%；2024 年 3 月末，公司未分配利润进一步增加至 8.84 亿元。公司资本公积由股本溢价构成，2023 年末，由于公司以资本公积向全体股东每 10 股转增 3 股，公司资本公积有所减少，同时股本增加至 3.94 亿元；2024 年 3 月末，公司股本保持不变。

图表 17：公司所有者权益情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，受可转债发行影响，公司负债总额显著增长，非流动负债占比有所提升，债务以应付债券为主

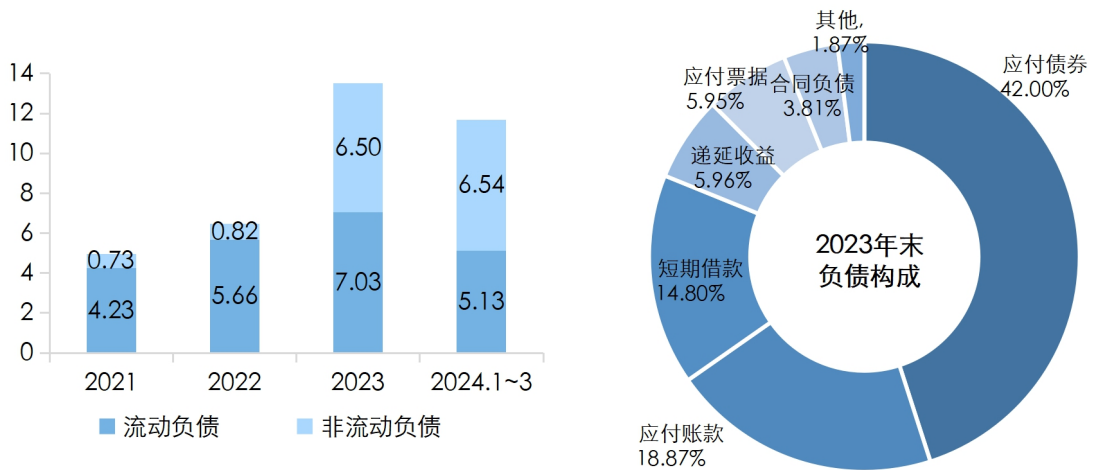
跟踪期内，受可转债发行影响，公司负债规模大幅增长，2023年末，公司负债总额13.53亿元，同比增长108.84%，其中流动负债占比51.98%，非流动负债占比48.02%，非流动负债占比有所提升；截至2024年3月末，随着短期借款偿还，公司负债总额下降至11.67亿元，其中非流动负债占比上升至56.05%。

2023年公司流动负债保持增长，主要系银行短期借款增加所致，截至2024年3月末，流动负债规模5.13亿元，主要由应付账款、应付票据、短期借款和合同负债等构成。

公司应付账款主要为应付工程款和应付货款等，2023年末，应付账款为2.55亿元，同比增长20.19%，主要系应付建筑及设备款项增加所致；2024年3月末，应付账款规模有所下降。2023年末，公司短期借款2.00亿元，同比增长167.03%，主要系公司进行票据贴现增加所致；2024年3月末，随着借款偿还公司短期借款下降至0.69亿元。公司应付票据主要是银行承兑汇票，2023年末规模有所下降；2024年3月末增长至0.99亿元。合同负债为公司预收货款，2023年末规模变动不大；2024年3月末，公司合同负债进一步下降至0.40亿元。

公司非流动负债主要为应付债券和递延收益等。受可转债发行影响，2023年末，公司应付债券5.68亿元，其中“李子转债”债券面值6.00亿元，利息调整-0.32亿元，截至2023年末，可转债累计转股3.2万元，其中0.16万元转增公司股本，3.08万元调增资本公积；2024年3月末，公司应付债券余额5.74亿元。公司递延收益主要是技改等项目受到政府补助形成的递延收益，跟踪期内规模变化不大。

图表 18：公司负债情况（亿元）



项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
应付账款	1.61	2.12	2.55	1.95
应付票据	0.52	0.90	0.81	0.99
短期借款	0.00	0.75	2.00	0.69
合同负债	0.85	0.55	0.52	0.40
流动负债合计	4.23	5.66	7.03	5.13
应付债券	0.00	0.00	5.68	5.74
递延收益	0.73	0.81	0.81	0.79
非流动负债合计	0.73	0.82	6.50	6.54
负债总额	4.97	6.48	13.53	11.67

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司债务主要由应付债券、短期借款、应付票据和租赁负债构成，跟踪期内，受可转债发行影响规模显著增长。截至 2024 年 3 月末，公司全部债务¹⁰规模 7.44 亿元。受可转债发行及短期借款上升影响，公司资产负债率有所上升，2023 年末为 44.24%，同比上升 16.98 个百分点，2024 年 3 月末随着部分短期借款偿还下降至 39.84%。公司长期债务资本化比率及全部债务资本化比率亦大幅提升，2023 年末分别为 25.02%和 33.37%；2024 年 3 月末分别为 24.58%和 29.67%。

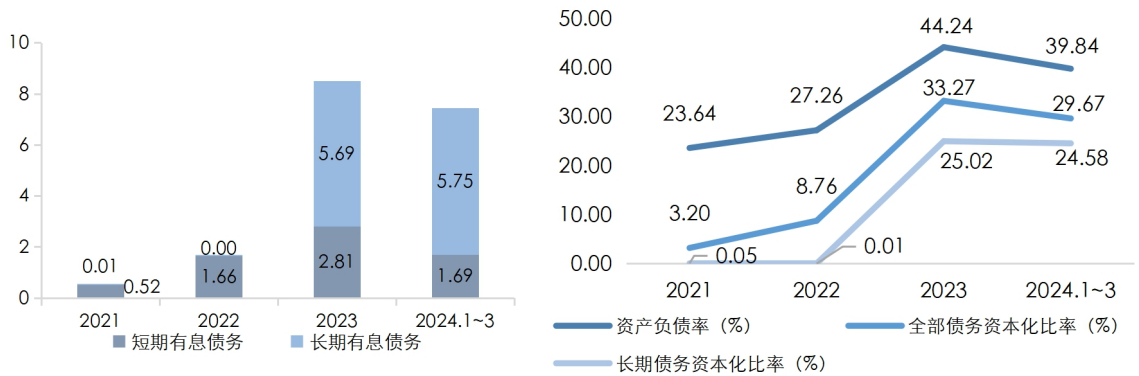
对外担保方面，截至 2024 年 3 月末，公司无对外担保。

¹⁰长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

全部债务=长期债务+短期债务

图表 19：公司债务情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

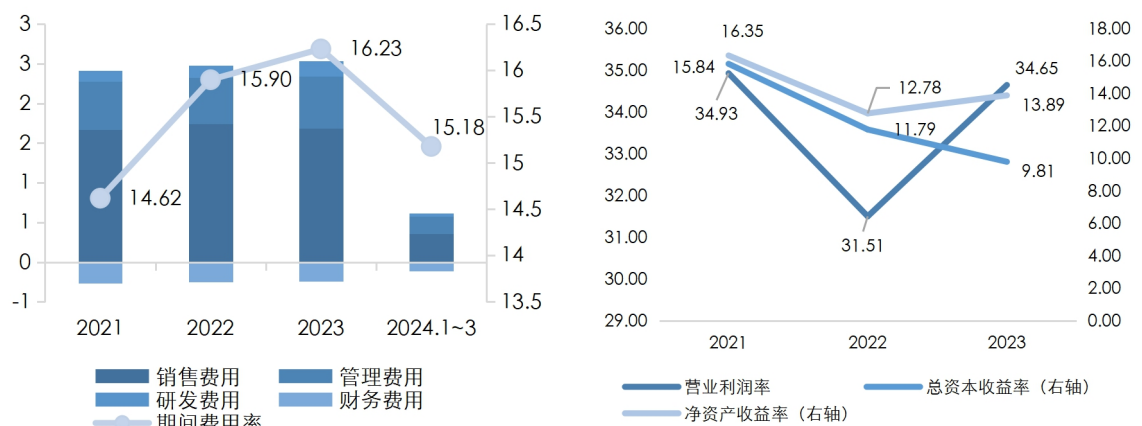
2023年，公司营业收入变动不大，受原材料、能源价格下降及产品均价上升等因素影响，公司利润总额有所上升

2023年，公司营业收入14.12亿元，同比微增0.60%；受原材料、能源价格下降等因素影响，2023年，公司毛利率35.85%，较上年上升3.38个百分点。公司期间费用以销售费用和管理费用为主，同比变化不大，研发费用同比增长25.36%至0.19亿元，主要系公司研发投入增加所致；2023年，公司期间费用率整体有所增加。同年，受原料价格下降影响，公司营业利润同比上升9.17%至3.05亿元，利润总额同比上升8.33%至3.04亿元。

公司非经常性损益以其他收益为主，2023年公司其他收益0.44亿元，同比下降23.84%，主要系公司政府补助减少所致。2023年和2024年一季度，其他收益占利润总额比重分别为14.63%和8.93%，非经营性损益对利润总额具有一定贡献。

2023年，受原料成本下降及产品均价提升等影响，公司营业利润率及净资产收益率有所上升，但受可转债发行等导致公司总资产规模上升影响，总资本收益率有所下降。

图表 20：公司盈利能力情况（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2024年1~3月，公司营业总收入3.34亿元，同比下降3.17%，毛利率38.19%，较上年

末上升 2.34 个百分点，利润总额 0.75 亿元，同比下降 1.59%。

现金流

2023 年，由于采购原料支出减少等，公司经营性现金流净流入规模有所上升，同时投资活动现金流净流出规模有所上升，受可转债发行影响筹资活动现金流转为大幅净流入

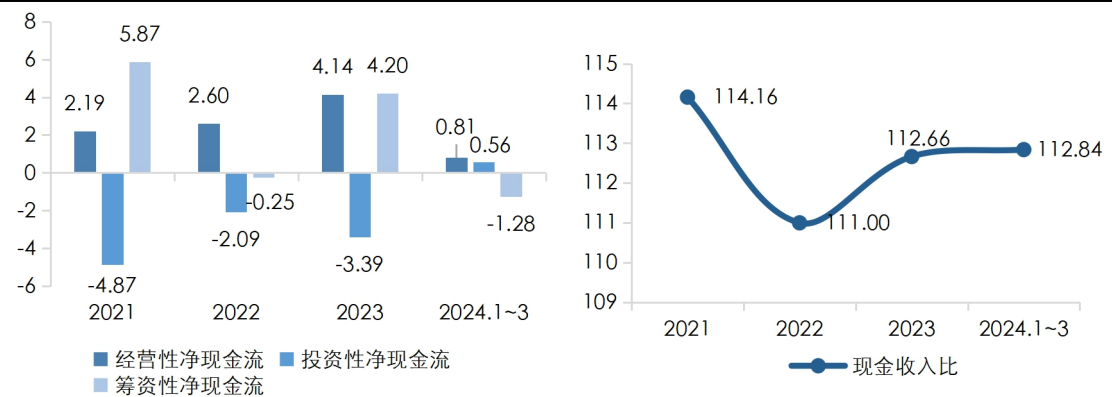
2023 年，公司经营性净现金流保持净流入，为 4.14 亿元，同比上升 59.47%，主要系购买原材料等商品现金流出比去年减少所致。2023 年及 2024 年 1~3 月，公司现金收入比分别为 112.66%和 112.84%，收入获现能力较好。

公司投资活动现金流入主要为理财产品赎回及其收益、大额存单到期赎回；投资活动现金流出主要系购建房屋、设备的资金支出，以及购买大额存单以及理财产品支付的现金；2023 年，公司投资活动产生的现金流量净额持续为负，但净流出规模有所上升，主要系跟踪期内公司购买大额存单大幅增加所致。

2023 年末，筹资活动产生的现金流量净额转为净流入，规模为 4.20 亿元，主要系可转债发行及银行短期借款增加导致筹资活动现金流入大幅增加所致。公司筹资活动现金流出主要是股份回购以及偿还债务、利息及分红导致的流出，其中 2023 年，公司股份回购现金支出 2.10 亿元。

2024 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额和投资活动产生的现金流量净额分别为 0.81 亿元和 0.56 亿元。

图表 21：公司现金流情况（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内公司流动比率和速动比率均有所上升，主要系可转债发行导致公司货币资金上升等所致，2023 年末，公司流动比率和速动比率分别为 226.84%和 199.65%；同期末，公司经营现金流流动负债比为 58.84%，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度亦有所上升。2024 年 3 月末，公司流动比率和速动比率分别为 293.90%和 256.91%。2023 年末，EBITDA 有所增加，但利息费用和全部债务增幅较大，EBITDA 利息倍数下降较多，全部债务/EBITDA 上升较大。

截至 2024 年 3 月末，公司全部债务 7.44 亿元，主要为可转债及应付票据、短期借款等，

公司无未来一年到期的债券（含回售），2023年公司支付现金股利0.91亿元。2023年公司经营性净现金流为4.14亿元，投资性净现金流为-3.39亿元，筹资活动前净现金流0.75亿元，仍为净流出；在建、拟建项目的投入使得公司需要一定外部融资支持。截至2024年3月末，公司获得银行授信总额¹¹为5.80亿元，其中未使用额度3.95亿元。公司作为A股上市公司，直接融资渠道畅通，备用流动性较好。

图表 22：公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2021年末	2022年末	2023年末	2024年3月末
流动比率	237.44	177.94	226.84	293.90
速动比率	194.41	126.79	199.65	256.91
经营现金 ¹² 流动负债比	51.83	45.84	58.84	-
EBITDA 利息倍数	2877.65	145.61	29.11	-
全部债务/EBITDA	0.14	0.47	2.14	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（自主查询版），截至2024年5月7日，公司本部未结清贷款中不存在关注及不良类记录。

截至本报告出具日，“李子转债”未到本金及利息兑付日，公司无其他存续债券。

抗风险能力及结论

公司主要从事含乳饮料及其他饮料的生产、销售，“李子园”牌甜牛奶为销售20多年的经典产品，跟踪期内，公司发明专利及研发投入有所增加，在细分市场仍保持较强的市场竞争力；公司5个生产基地位于浙江、江西、云南、河南等地，贴近消费市场，公司继续加强品牌建设和宣传投入，深耕细化重点市场；公司建立了完善的市场营销和服务体系，跟踪期内受益于奶粉、生鲜乳等原料价格下降及产品均价提升等因素，公司毛利率及利润总额有所上升，经营性净现金流有所增加。

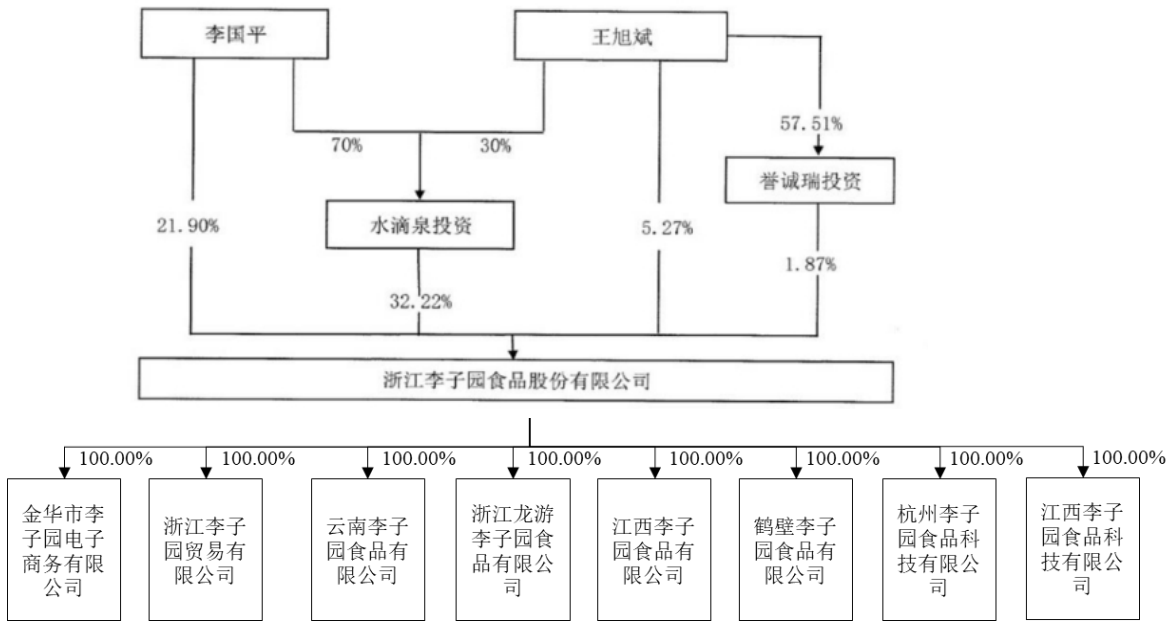
同时，东方金诚关注到，公司对含乳饮料产品依赖度仍较高，跟踪期内产能利用率有所下降，未来产能释放存在一定压力；受可转债发行等影响，公司负债水平和资产负债率有所提高；公司在建项目规模较大，仍面临资本支出压力及投资回报不及预期的风险。

综合分析，东方金诚维持李子园主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“李子转债”信用等级为AA。

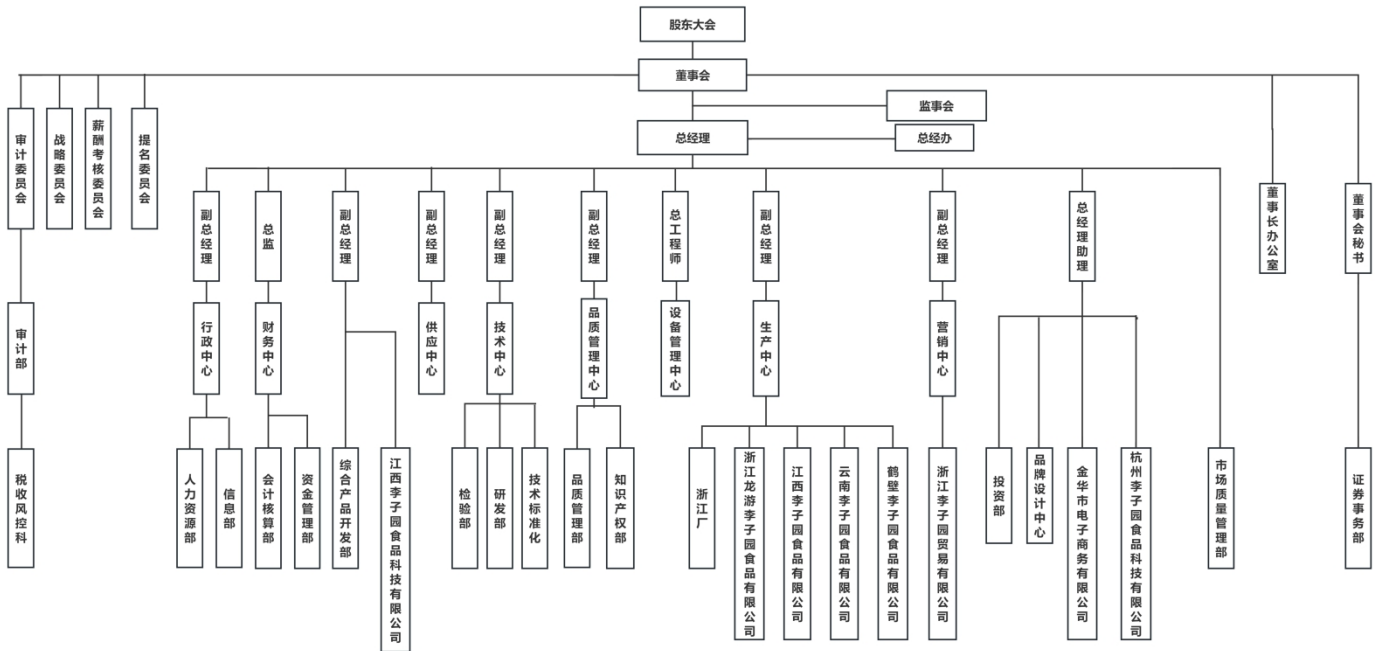
¹¹为有授信合同的银行授信。

¹²由于经营现金流、EBITDA为2024年第一季度数据，此处不做计算。

附件一：截至 2024 年 3 月末公司股权结构图及对子公司的持股架构图



附件二：截至 2024 年 3 月末公司组织结构图



附件三：李子园主要财务数据和财务指标

项目名称	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	21.02	23.77	30.59	29.29
所有者权益 (亿元)	16.05	17.29	17.05	17.62
负债总额 (亿元)	4.97	6.48	13.53	11.67
短期债务 (亿元)	0.52	1.66	2.81	1.69
长期债务 (亿元)	0.01	0.00	5.69	5.75
全部债务 (亿元)	0.53	1.66	8.50	7.44
营业收入 (亿元)	14.70	14.04	14.12	3.34
利润总额 (亿元)	3.38	2.80	3.04	0.75
净利润 (亿元)	2.62	2.21	2.37	0.57
EBITDA (亿元)	3.93	3.51	3.98	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.19	2.60	4.14	0.81
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-4.87	-2.09	-3.39	0.56
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	5.87	-0.25	4.20	-1.28
毛利率 (%)	35.88	32.47	35.85	38.19
营业利润率 (%)	34.93	31.51	34.65	37.23
销售净利率 (%)	17.86	15.75	16.78	17.03
总资本收益率 (%)	15.84	11.79	9.81	-
净资产收益率 (%)	16.35	12.78	13.89	-
总资产收益率 (%)	12.49	9.30	7.75	-
资产负债率 (%)	23.64	27.26	44.24	39.84
长期债务资本化比率 (%)	0.05	0.01	25.02	24.58
全部债务资本化比率 (%)	3.20	8.76	33.27	29.67
货币资金/短期债务 (%)	1010.60	333.26	372.41	625.39
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-504.59	30.43	8.78	-
流动比率 (%)	237.44	177.94	226.84	293.90
速动比率 (%)	194.41	126.79	199.65	256.91
经营现金流动负债比 (%)	51.83	45.84	58.84	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2877.65	145.61	29.11	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.14	0.47	2.14	-
应收账款周转率 (次)	1571.60	1523.75	2322.24	-
销售债权周转率 (次)	1571.60	1523.75	2322.24	-
存货周转率 (次)	5.96	4.02	3.77	-
总资产周转率 (次)	0.91	0.63	0.52	-
现金收入比 (%)	114.16	111.00	112.66	112.84

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。