

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2025】0152 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

二〇二五年六月十九日

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，但不对资料提供方和/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2025年6月19日至2026年6月18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

2025年6月19日

浙江李子园食品股份有限公司 主体及“李子转债”2025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	2025/6/19	AA/稳定	熊璘	于易含

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	营业总收入		15.00	4.98
	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	7.17
盈利能力和运营效率	净资产收益率		5.00	4.59
	存货周转次数		5.00	4.56
	应收账款周转次数		5.00	5.00
债务负担和保障程度	资产负债率		10.00	7.71
	流动比率		6.00	5.20
	EBITDA 利息倍数		9.00	9.00
	经营现金流动负债比		8.00	7.02
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。				

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。

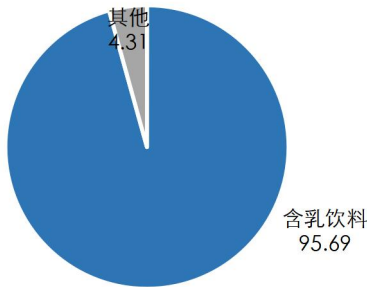
评级观点

公司主要从事甜牛乳饮料及其他饮料的生产销售，跟踪期内，公司持续提升智能化生产管理水平，进一步丰富产品矩阵，在细分市场仍保持较强竞争力；产品销售主要集中于华东、西南及华中地区，公司继续细化对传统、特通及线上多方位的渠道管理，持续加强品牌建设，“李子园”牌甜牛奶保持较高市场知名度；受益于主要原料价格下降，毛利润及毛利率有所上升。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；销售及管理期间费用对利润总额及净利润产生侵蚀；产能利用率有所下降，未来产能释放存在一定压力，在建募投项目面临市场竞争压力及投资回报不及预期的风险。

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。

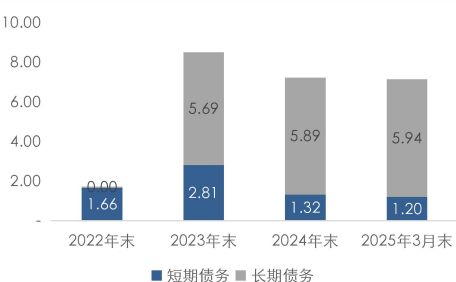
主要指标及依据

2024 年营业收入构成 (%)



类别	占比 (%)
含乳饮料	95.69
其他	4.31

公司债务期限结构 (亿元)

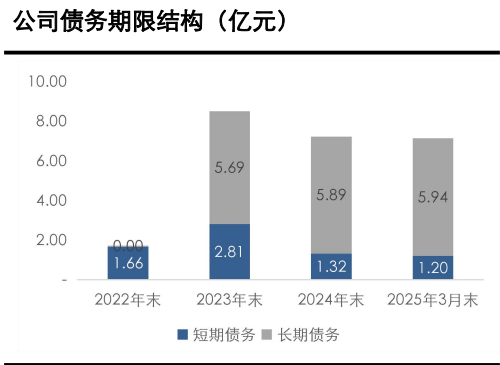


年份	短期债务 (亿元)	长期债务 (亿元)
2022年末	1.66	0.00
2023年末	2.81	5.69
2024年末	1.32	5.89
2025年3月末	1.20	5.94

主要数据和指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额 (亿元)	23.77	30.59	29.88	30.12
所有者权益 (亿元)	17.29	17.05	17.30	17.98
全部债务 (亿元)	1.66	8.50	7.22	7.14
营业收入 (亿元)	14.04	14.12	14.15	3.20
利润总额 (亿元)	2.80	3.04	2.87	0.83
经营性净现金流 (亿元)	2.60	4.14	3.60	1.31
营业利润率 (%)	31.51	34.65	37.93	41.71
资产负债率 (%)	27.26	44.24	42.11	40.31
流动比率 (%)	177.94	226.84	196.52	213.24
全部债务/EBITDA (倍)	0.47	2.14	1.85	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	145.61	29.11	32.85	-

注：数据来源于公司 2022 年~2024 年的审计报告及 2025 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，跟踪期内，公司持续提升智能化生产管理水平，进一步丰富产品矩阵，在细分市场依然具备较强竞争力；
 - 公司在全国范围内多点布局生产基地，销售网络畅通，产品销售主要集中于华东、西南及华中地区，跟踪期内，继续细化对传统、特通及线上多方位的渠道管理，持续加强品牌建设，“李子园”牌甜牛奶保持较高市场知名度；
 - 受益于奶粉、生鲜乳、白糖等原料价格下降，跟踪期内，公司毛利润及毛利率有所上升。
- 关注
- 公司营业收入对含乳饮料产品依赖度仍较高，易受消费者偏好、市场环境等因素变化影响；
 - 销售及管理期间费用有所增加，对利润总额及净利润产生侵蚀；
 - 公司产能利用率持续下降，未来产能释放存在一定压力，同时在建募投项目面临市场竞争压力及投资回报不及预期的风险。

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 (RTFC005202504) 》

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	2024/6/6	卢宏亮、宋馨	《食品饮料企业信用评级方法及模型（RTFC005202403）》	阅读全文
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

注：自 2022 年 11 月 10 日（首次评级）以来，李子园主体信用等级未发生变化，均为 AA/稳定。

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	2024/6/6	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，实际控制人仍为自然人李国平、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，控股股东为丽水水滴泉投资发展有限公司¹（以下简称“水滴泉投资”），实际控制人为自然人李国平、王旭斌²。

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2025年3月末，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1.11亿股，占公司股份总数的28.24%，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，共计控制公司60.46%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2024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2025年3月末，公司资产总额30.12亿元，所有者权益17.98亿元，资产负债率为40.31%。2024年及2025年1~3月，公司分别实现营业收入14.15亿元和3.20亿元，利润总额分别为2.87亿元和0.83亿元。

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20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。“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。据公司披露的《浙江李子园食品股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》（以下简称“募集说明书”），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”和补充流动资金。截至2024年末，“李子转债”募集资金已使用0.16亿元。

¹ 曾用名浙江丽水水滴泉投资发展有限公司。

² 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	0.16
2	补充流动资金	1.14	-	1.14	0.00
合计		6.00		6.00	0.16

资料来源：公司提供，东方金诚整理

鉴于目前产能暂可满足市场需求，公司进行募投项目变更，新项目布局于上游供应链。2025 年 6 月 16 日，公司召开了浙江李子园食品股份有限公司“李子转债”2025 年第二次债券持有人会议，审议通过了《关于变更部分募集资金投资项目的议案》（以下简称“《议案》”）。

《议案》拟对募集说明书中部分募集资金用途进行变更，将“年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目”部分募集资金用于实施新增的募集资金投资项目“李子园日处理 1000 吨生乳深加工项目”。

图表 2：“李子转债”调整后募集资金用途（万元）

序号	项目名称	调整前拟使用募集资金	调整后拟使用募集资金
1	年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目	48557.00	25000.00
2	补充流动资金	11353.00	11353.00
3	李子园日处理 1000 吨生乳深加工项目	-	23557.00
合计		59910.00	59910.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

“李子园日处理 1000 吨生乳深加工项目”主要建设内容包括全脂脱脂奶粉、浓缩奶、稀奶油、奶酪、奶制品深加工生产及研发设施，拟在宁夏银川实施，整体建设期限预计 18 个月，项目建成后有利于保障奶粉原料供应稳定及质量、进一步降低原料成本、提升盈利及市场竞争力。目前奶粉行业竞争激烈，公司此前暂未进行相关产线建设及布局，新项目可能面临市场竞争加剧、品牌建设周期长、产品质量及食品安全控制以及需求环境变化导致盈利不及预期的风险。

“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 2025 年 3 月 31 日，“李子转债”未转股余额 59994.90 万元，已转成股份数 2636 股。

截至本报告出具日，“李子转债”付息正常，未到本金兑付日。

宏观经济和政策环境

一揽子增量政策效果持续显现，2025 年一季度 GDP 延续较快增长，二季度外部经贸环境变数骤然加大，可能给宏观经济运行带来较大冲击

2025 年一季度 GDP 同比增长 5.4%，增速与去年四季度持平，超出市场普遍预期。一季度

内需全面发力，是推动经济实现“开门红”的主要动力。其中，受耐用消费品以旧换新政策扩围加力提振，一季度商品消费增速持续加快；财政稳增长靠前发力，一季度基建投资提速，大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高增长水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也略有收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

不过，一季度经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产市场止跌回稳基础尚不牢固，房地产投资仍有接近两位数的较大降幅，居民消费和民间投资信心总体偏弱，以及物价水平偏低等。往后看，外部经贸环境变数加大，二季度我国出口将出现较大幅度下滑，宏观经济运行面临较为明显的下行波动。

宏观政策将实施超常规逆周期调节，财政、货币和房地产支持政策有望全面加码

外部经贸环境变数加大，将加快国内宏观政策对冲步伐。综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机趋于成熟。这能有效激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，是当前对冲外部波动最有力的手段。财政政策方面，接下来促消费政策力度会进一步加大，政策节奏也将显著加快，以消化可能出现的“出口转内销”。除了3000亿元超长期特别国债资金支持耐用消费品以旧换新外，不排除各地将加大促消费支持范围，将更多普通消费品和服务消费纳入支持范围的可能。外部经贸环境急剧变化的背景下，稳楼市的迫切性显著上升。考虑到计入物价因素后，当前实际居民房贷利率仍处于较高水平，后期稳楼市政策空间充裕。总体上看，二季度宏观政策有望启动超常规逆周期调节。

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

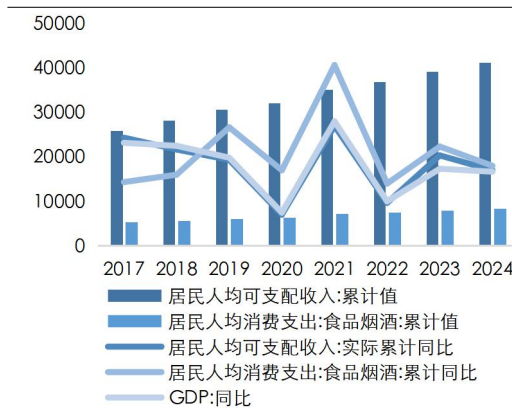
含乳饮料是以乳或乳制品为原料，加入水及适量辅料经配制或发酵而成的饮料制品，包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料和乳酸菌饮料。

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。2024年，我国居民人均可支配收入4.13万元，同比增长5.1%，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0.84万元，同比增长5.4%。2024年中国酒、饮料和精制茶制造业规模以上工业企业营收15881亿元，同比增长2.8%；利润总额为3287亿元，同比增长7.1%。食品饮料行业继续保持较快速度增长。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，根据弗若斯特沙利文的研究，中国含乳饮料行业的市场规模由2018年的988.6亿元增长到2023年的1432.1亿元，年复合增长率为7.7%。预计中国含乳饮料行业2027年市场规模为1696.6亿元，2023年至2027年的年复合增长率为4.3%。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。

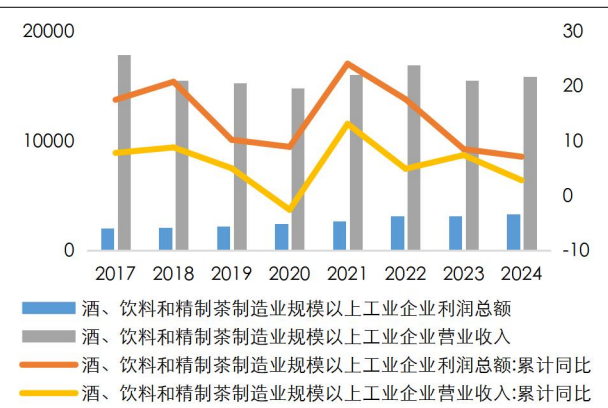
此外，消费者对饮食健康的关注不断加强，口味、营养、健康、包装逐渐成为影响消费意愿的重要因素，相比于一般饮料和乳制品，含乳饮料赛道兼具乳制品与软饮料双重属性，产品符合现下消费者对品类、品质、体验、健康等多元化需求趋势。未来，随着我国经济的发展、人民生活水平的进一步提高，含乳饮料市场存在巨大的发展空间和增长潜力。

图表 3：近年我国居民人均收入、支出情况
(万元、%)



资料来源：同花顺、东方金诚整理

图表 4：近年我国酒、饮料和精制茶制造业规模以上工业企业经营情况 (单位：亿元、%)



资料来源：同花顺、东方金诚整理

含乳饮料主要原材料是奶粉、生鲜乳、白糖等，2024 年乳制品的主要原料均处于低位，为下游企业提供一定成本优势，2025 年以来，白糖及生鲜乳价格保持低位，全脂奶粉价格呈上行趋势

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，2021 年下半年至 2022 年下半年，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 年至 2024 年下半年，奶粉价格低位波动；从 2024 年下半年开始，受供需波动及成本推升影响，奶粉价格震荡回升。

国内生鲜乳价格方面，2018 年至 2020 年，生鲜乳供不应求，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 年下半年开始，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，为乳制品企业带来成本优势；2023 年及 2024 年，市场需求尚未恢复，生鲜乳价格持续走低，2025 年以来保持低位。

图表 5：全脂奶粉价格情况（美元/吨）



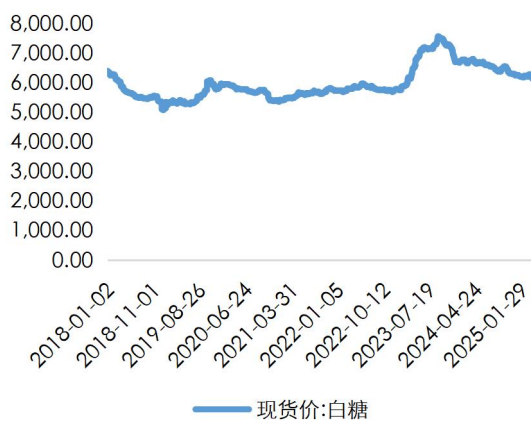
图表 6：近年生鲜乳价格情况（元/公斤）



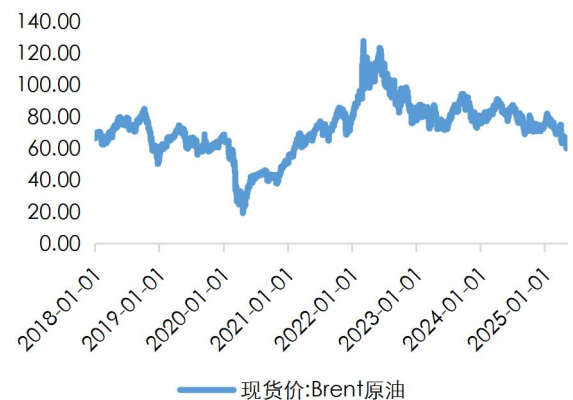
资料来源：同花顺、国家统计局、东方金诚整理

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。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 7：近年白糖价格情况（元/吨）



图表 8：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，2024 年乳制品的主要原料均处于低位，为下游企业提供一定成本优势，行业内主要企业盈利有所提升；2025 年以来，白糖及原奶价格保持低位，全脂奶粉价格呈上行趋势。

图表 9：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	2024 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	1537.18	1153.93	33.88	101.27
蒙牛乳业	酸酸乳、优益 C、真果粒等	1062.93	886.75	39.57	9.99
光明乳业	巧风、萌小团牛奶饮品、酸牛奶饮品	229.31	242.78	19.23	4.42
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	83.64	71.36	18.09	6.42
燕塘乳业	甜牛奶、食膳养生奶、乳酸菌乳饮料	19.44	17.32	25.31	1.20
李子园	风味奶饮品、酸味奶饮品、乳酸菌饮品	29.88	14.15	39.08	2.87
均瑶健康	“味动力”系列饮料、奇梦星乳酸菌饮品	23.13	14.58	30.31	-0.32

资料来源：公开资料、东方金诚整理

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。

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》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。2024 年是“十四五”规划深入实施的关键之年，在食品安全标准制修订方面做了较多工作，共完成食品安全国家标准立项 35 项、征求意见 78 项、发布 47 项，此外，各地卫生行政部门，还发布了 51 项食品安全地方标准。

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，建立完善的食物安全管理制皮，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，2024 年营业收入变化不大，受益于原料价格下降，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，2024 年公司营业收入为 14.15 亿元，同比增长 0.22%，变化不大；受益于原材料价格下降，毛利润同比上升 9.28%，毛利率同比提升 3.24 个百分点。

2025 年 1~3 月，公司营业总收入 3.20 亿元，同比下降 4.30%，毛利率 42.83%，同比上升 4.64 个百分点。

图表 10：公司 2024 年营业收入构成及毛利润、毛利率情况³（亿元、%）



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，“李子园”牌甜牛奶市场知名度较高，跟踪期内丰富产品矩阵，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 30 多年的经典产品，市场知名度较高。2025 年 2 月，李子园“甜牛奶乳饮料”被浙江省食品工业协会评为“2024 年度浙江省名特优食品”。截至 2024 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。

³由于四舍五入问题，存在一定尾差，下同。

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《食品包装选择及设计》（GB/T 39947-2021）、《食品包装评价技术通则》（GB/T40001-2021）等5项国家标准。跟踪期内，公司各项专利、著作权等均有所增加，截至2024年末，公司共有有效专利197项（其中发明专利21项，实用新型专利121项，外观设计专利55项），注册商标452个；著作权78项。公司持续重视对新产品的研发投入，2024年，公司研发费用0.20亿元。针对消费渐进式转向更理性、更健康、零添加等新趋势，公司陆续推出了粗粮系列（五红、五黑）饮品及六零系列的维生素水系列等大健康产品线，丰富产品矩阵。

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、安全质保情况等进行评审。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，公司持续提升智能化生产管理水平，江西李子园二期工程投产带动产能增加，但产能利用率下降

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”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2024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，其中江西李子园的二期工程于2024年底完工并投入使用，2024年公司自有产能增长至37.59万吨，产品供应的及时性和稳定性提升。跟踪期内，公司在浙江金华总部生产基地增设了年产15万吨的含乳饮料生产线，并进行智慧化工厂升级改造，预计建成并投入使用后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，完善数字化分析架构，促进生产与销售的无缝对接；对现有产线进行智能化改造，龙游李子园获得“浙江省智能工厂”的称号。

2024年，公司自有产能有所增长，但自有产量有所下降，委托加工产量有所上升，总产量有所下降，同时，公司自有产能利用率继续下降，主要原因一方面系江西李子园的二期工程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。预计未来随着在建项目建成投产，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 11：近年公司产品生产情况⁴（万吨、%）

	2022 年	2023 年	2024 年
自有产能	32.32	35.75	37.59
自有产量	25.38	25.50	24.88
自有产能利用率	78.52	71.31	66.19
委托加工产量	0.96	0.35	0.49
合计产量	26.34	25.86	26.00

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司销售网络畅通，产品销售主要集中于华东、西南及华中地区，跟踪期内，公司继续细化对传统、特通及线上多方位的渠道管理，并持续加强品牌建设和宣传投入；受益于原料成本下降，含乳饮料毛利润及毛利率有所上升，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，深耕重点核心市场，并逐步辐射带动周边区域市场，建立了以甜牛奶乳饮料系列为主打产品、以区域销售渠道推广和特通销售渠道推广相结合的全方位市场营销管理体系，销售渠道网络覆盖全国大部分地区。跟踪期内，公司核心产品甜牛奶已基本覆盖全国地级市以上市场，与公司合作的经销商数量超过 2600 家。2024 年，公司销售占比前三大的销售区域为华东地区、西南地区、华中地区，销售占比分别为 49.60%、19.60%、16.88%；同时，在华北、华南、西北、东北地区进一步拓展市场。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，重点开拓学校、早餐店、单位食堂、酒店、网吧等具有场景化消费需求的特通渠道。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，注重兴趣电商的培育和发展。

2025 年，公司对销售体系进行改革，新架构中各大流通销售大区负责市场调研及信息整理，经销商搜寻、筛选、管理及具体市场推广计划；餐饮大区负责餐饮类产品、渠道、销售体系的建立与执行；商务部对接大型商超连锁、零食系统、自贩机、集团业务等全国重点规模单位的集中化运作；李子园电子商务负责天猫、京东、淘宝、抖音直播等线上平台的运营及产品销售。销售体系改革侧重对不同销售渠道市场的精细化管理和推广，有助于公司及时分析市场需求变化并制定相应的营销策略，实现精准营销及费用控制。

跟踪期内，公司继续加强品牌建设和宣传投入。围绕满足年轻消费群体需求打造多品类综合性饮料集团的战略目标，邀请形象代言人，并将广告投放覆盖大部分重点市场城市，通过央视、高铁媒体、新媒体平台、区域性广告及店铺招牌等多种渠道，实现软硬广告结合投放，进一步提升品牌效应。

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

⁴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。

持增长。2024 年，公司含乳饮料销售价格随打折促销有所下降，销量及销售收入有所上升；同时由于原材料价格下降毛利润及毛利率有所上升。

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 12：近年公司产品销售情况

	2022 年	2023 年	2024 年
销量 ⁵ （万吨）	26.37	25.54	26.29
产销率 ⁶ （%）	100.12	98.76	101.11
含乳饮料销售均价（元/公斤）	5.33	5.51	5.38
含乳饮料销售收入（亿元）	13.59	13.81	13.54
含乳饮料毛利润（亿元）	4.53	5.02	5.39
含乳饮料毛利率（%）	33.34	36.34	39.83

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。2024 年，公司前五名客户销售收入合计占营业收入的比重为 6.35%，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。

⁵销量为公司全部产品销量。

⁶产销率 = 销量/产量（包括委托加工量）。

图表 13：2024 年公司前五大客户销售情况⁷（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	1.62
2 第二名		0.22	1.53
3 第三名		0.16	1.16
4 第四名		0.16	1.14
5 第五名		0.13	0.91
合计		0.90	6.35

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，主要为外采，2024 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。产业布局方面，公司计划建设“李子园日处理 1000 吨生乳深加工项目”，主要建设内容包括全脂脱脂奶粉、浓缩奶、稀奶油、奶酪、奶制品深加工生产及研发设施，通过向上游产业链延伸，保障奶粉原料供应稳定及质量、进一步降低原料成本、提升盈利及市场竞争力。

公司与主要供应商合作较为稳定，2024 年，公司前五大供应商采购金额合计占采购总金额的比重为 30.87%，集中度有所下降。

图表 14：2024 年公司前五大供应商⁸（亿元、%）

序号	供应商名称	采购金额	占采购金额比例
1 第一名		0.44	7.07
2 第二名		0.44	7.05
3 第三名		0.39	6.24
4 第四名		0.33	5.37
5 第五名		0.32	5.14
合计		1.92	30.87

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，2024 年，主要原材料价格均有所下降，公司毛利率有所上升。2025 年年初以来，奶粉价格有所上涨，白砂糖

⁷为公司全部业务的前五大客户。

⁸为公司合并口径的前五大供应商。

及高密度聚乙烯价格有所下降，主要原料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。

图表 15：近年公司各类主要原材料的采购金额、数量、单价

		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
奶粉	采购量（吨）	14746.12	8534.55	10698.39	2083.10
	单价（元/公斤）	27.48	21.69	18.05	18.68
	金额（亿元）	4.05	1.85	1.93	0.39
白砂糖	采购量（吨）	7569.20	8875.40	10735.70	1860.85
	单价（元/公斤）	5.47	6.42	6.16	5.62
	金额（亿元）	0.41	0.57	0.66	0.10
高密度聚乙烯	采购量（吨）	12460.71	10944.65	12603.30	2041.98
	单价（元/公斤）	8.15	7.94	7.53	7.45
	金额（亿元）	1.02	0.87	0.95	0.15

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，跟踪期内治理结构方面变化不大

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。跟踪期内，公司实际控制人、公司治理结构未发生重大变化。

ESG 方面，跟踪期内公司持续重视环境、社会责任和其他公司治理，重视产品质量与安全

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，建立了从供应链管理、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。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。同时，公司承担社会责任，积极参与民生保障工作。跟踪期内，持续建立、深化适应公司发展的人力资源发展战略，落实部门架构的组织体系建设工作，自上而下全面推行组织绩效考核，强化内部管理，持续提升员工薪酬福利。公司主要管理人员、核心技术人员持有数量不等的公司股份，进一步提升了管理人员和核心技术人员的工作积极性。

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，不断提升“李子园”品牌的知名度和美誉度，推动公司跻身全国含乳饮料行业领军企业

战略方面，公司将在巩固含乳饮料行业优势地位的基础上，积极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，不断提升“李子园”品牌的知名度和美誉度，推动公司跻身全国含乳饮料行业领军企业。

2025年，公司将持续探索产品创新，提升研发资金投入，致力于新产品的研发与推广。产品方面，推出符合消费者健康需求的创新产品，优化产品结构，提升产品竞争力。市场拓展与渠道建设方面，公司将紧跟消费者对健康、便捷、个性化食品不断上升的需求趋势，着重开发广东、深圳、上海、浙江、江苏等地区的便利连锁和零食渠道，细致研究目标市场的需求特征、消费者习惯、竞争格局、政策法规等方面，为制定针对性市场策略提供坚实的数据基础。品牌建设方面，公司将围绕“年轻化、多元化、多样化”三大核心战略，通过多维度整合营销策略，全面提升品牌影响力，顺应未来消费市场的发展趋势。

财务分析

财务质量

公司披露了2024年的审计报告和2025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2024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。2025年1~3月财务报表未经审计。截至2024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，由于派发现金红利及购买大额存单，公司货币资金有所下降，资产规模整体变化不大，资产结构转为以非流动资产为主

2024年末，公司资产总额同比小幅下降，资产结构转为以非流动资产为主，占比61.51%。公司流动资产同比下降27.91%，主要由货币资金、存货、交易性金融资产、其他流动资产和一年内到期的非流动资产构成。公司货币资金同比下降40.35%，主要系派发2023年度现金红利款1.94亿元及购买银行大额存单所致。公司存货仍主要为奶粉、白糖等原材料及库存商品，跟踪期内原材料账面余额有所增加，库存商品账面余额有所下降，其中库存商品计提存货跌价准备69.33万元。存货周转率4.56次，存货周转速度有所上升。交易性金融资产有所增加，主要系购买理财产品所致。其他流动资产仍主要是待抵扣进项税和预缴企业所得税，跟踪期内变化不大。一年内到期的非流动资产仍均为一年内到期的大额存单，较上年末有所下降，主要系部分大额存单到期所致。

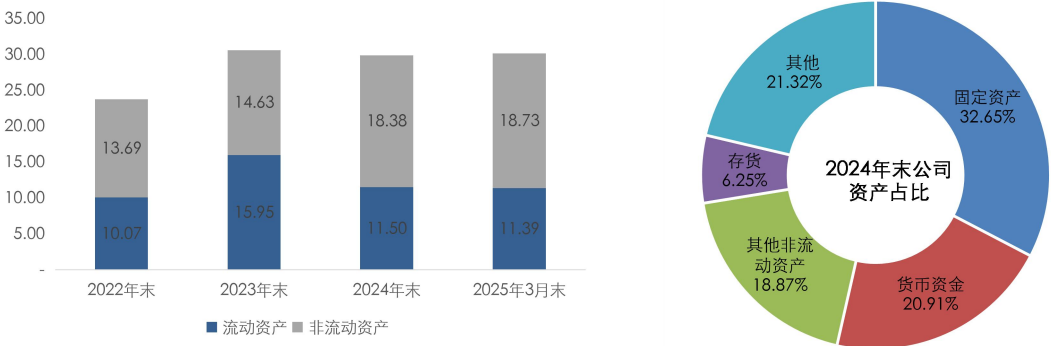
同期末，公司非流动资产同比增长25.62%，主要由固定资产、其他非流动资产、无形资产和其他权益工具投资等构成。公司固定资产仍主要为房屋及建筑物、机器设备和运输工具等，随着部分在建工程转为固定资产有所增长。其他非流动资产主要是大额存单及预付设备、工程款等，2024年末有所增加，主要系购买大额存单所致。无形资产主要是土地使用权等，跟踪期内变化不大。其他权益工具投资主要系增加广东润惠科技发展有限公司的投资。随着在建工程转为固定资产，在建工程期末余额有所下降，主要在建工程为浙江李子园公司在建工程及设备（曹宅）等。

2025年3月末，公司资产总额、资产结构与2024年末相比变化不大。

截至2024年末，公司受限资产规模为2.63亿元，其中受限一年内到期的非流动资产、其

他非流动资产和交易性金融资产分别为 0.66 亿元、1.43 亿元和 0.53 亿元，受限原因为存单质押及应收利息等，占资产总额比重为 8.79%，占净资产比重为 15.18%。

图表 16：公司资产构成及质量情况（亿元）



项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
货币资金	5.53	10.47	6.25	6.98
存货	2.90	1.91	1.87	1.92
交易性金融资产	0.31	0.20	1.16	0.97
其他流动资产	0.98	1.12	1.10	0.95
一年内到期的非流动资产	0.20	2.08	0.99	0.44
流动资产合计	10.07	15.95	11.50	11.39
固定资产	6.73	9.19	9.75	9.45
其他非流动资产	2.90	2.75	5.64	6.11
无形资产	1.40	1.36	1.32	1.29
其他权益工具投资	-	-	1.00	1.00
非流动资产合计	13.69	14.63	18.38	18.73
资产总额	23.77	30.59	29.88	30.12

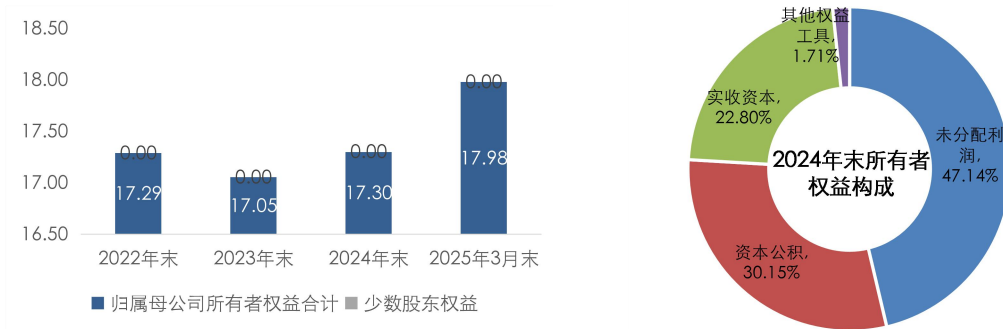
资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅上升，仍主要由未分配利润、资本公积和股本等构成

跟踪期内，公司所有者权益小幅上升，仍主要由未分配利润、资本公积和股本等构成。2024 年末，由于分配普通股股利 1.94 亿元，未分配利润小幅下降；2025 年 3 月末未分配利润有所增长。公司资本公积由股本溢价构成，2024 年末小幅下降主要系对职工股份支付所致；2025 年 3 月末有所增长。

图表 17：公司所有者权益情况（亿元）

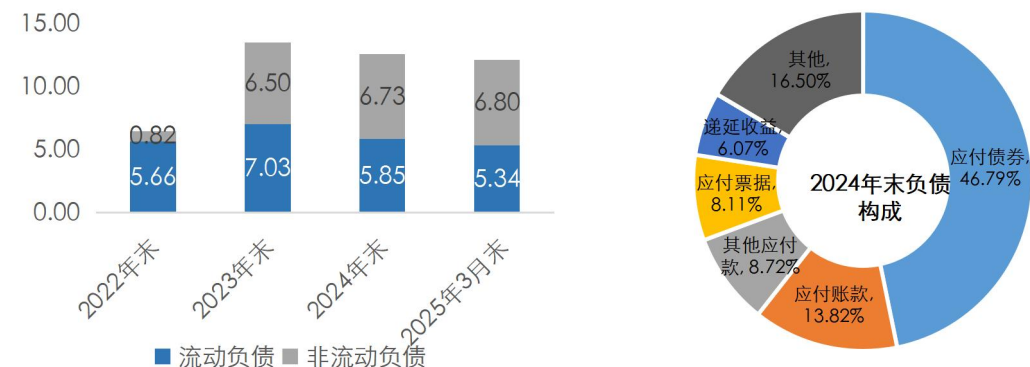


资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，由于偿还短期借款，公司债务规模有所下降，仍以长期债务为主

跟踪期内，公司负债总额有所下降，以非流动负债为主。公司流动负债有所减少，主要由应付账款、其他应付款、应付票据和合同负债等构成。2024 年末公司应付账款有所下降，主要系应付工程及设备款项下降所致。公司其他应付款有所增加，主要是根据员工持股计划，公司限制性股票回购义务增加所致。2025 年 3 月末，公司流动负债总额、结构与 2024 年末相比变化不大。公司非流动负债仍主要为应付债券“李子转债”和递延收益等，跟踪期内变化不大。

图表 18：公司负债情况（亿元）



项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
应付账款	2.12	2.55	1.74	1.56
其他应付款	0.45	0.51	1.10	1.13
应付票据	0.90	0.81	1.02	0.89
合同负债	0.55	0.52	0.59	0.49
流动负债合计	5.66	7.03	5.85	5.34
应付债券	-	5.68	5.89	5.94
递延收益	0.81	0.81	0.76	0.78
非流动负债合计	0.82	6.50	6.73	6.80
负债总额	6.48	13.53	12.58	12.14

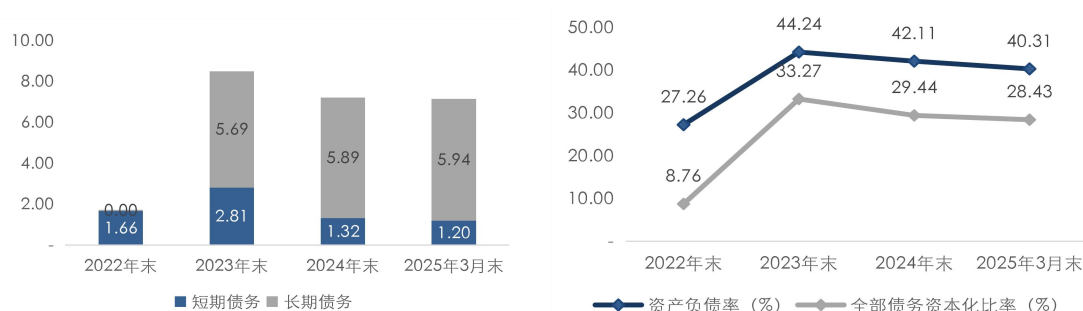
资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司全部债务主要由应付债券、应付票据、短期借款和租赁负债构成，跟踪期内，由于偿

还短期借款，公司全部债务规模有所下降。截至 2025 年 3 月末，公司全部债务⁹规模 7.14 亿元。2024 年末，随着部分短期借款偿还，公司资产负债率同比下降 2.14 个百分点；长期债务资本化比率变化不大，全部债务资本化比率同比下降 3.83 个百分点。2025 年 3 月末，公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率均有所下降。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月末，公司无对外担保。

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

2024 年，公司营业收入变动不大，受益于原材料下降等因素影响，营业利润率有所上升，但受期间费用增加影响，利润总额及净利润有所下降

2024 年，公司营业收入同比小幅上升 0.22%；受原材料价格下降等因素影响，2024 年，公司毛利率和营业利润率分别为 39.08%和 37.93%，较上年分别上升 3.24 个百分点和 3.28 个百分点。公司期间费用增加，期间费用率提升。期间费用仍以销售费用和管理费用为主，其中销售费用增加主要系广告费和市场推广费用投入增加以及员工持股计划费用分摊增加所致；管理费用增加主要系折旧费用增加和员工持股计划分摊费用增加所致。受期间费用上升影响，公司营业利润同比下降 4.12%至 2.93 亿元，利润总额同比下降 5.60%至 2.87 亿元，净利润同比下降 5.55%至 2.24 亿元，净资产收益率及总资产收益率均有所下降。公司非经常性损益以其他收益为主，2024 年公司其他收益 0.45 亿元，主要为政府补助，对利润总额具有一定贡献。

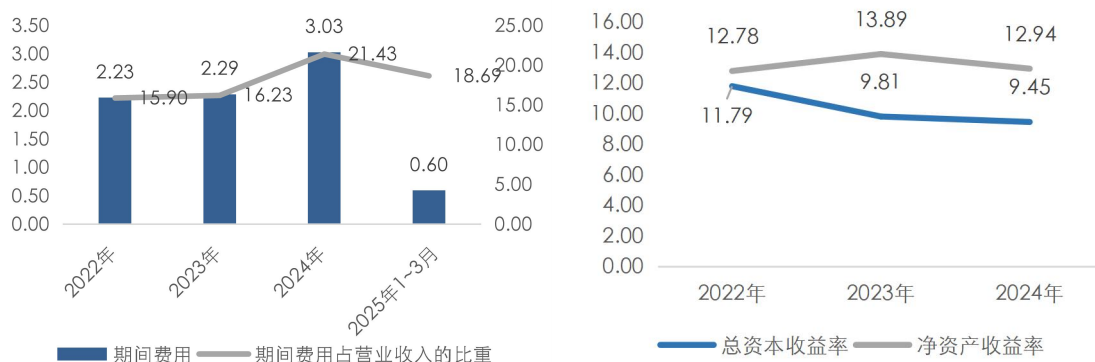
2025 年 1~3 月，公司营业总收入 3.20 亿元，同比下降 4.30%，毛利率 42.83%，同比上升 4.64 个百分点，利润总额 0.83 亿元，同比上升 10.15%。

⁹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 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

现金流

2024 年，公司经营性现金流保持净流入，但规模有所下降，投资活动现金流净流出规模有所上升，筹资活动现金流转为净流出

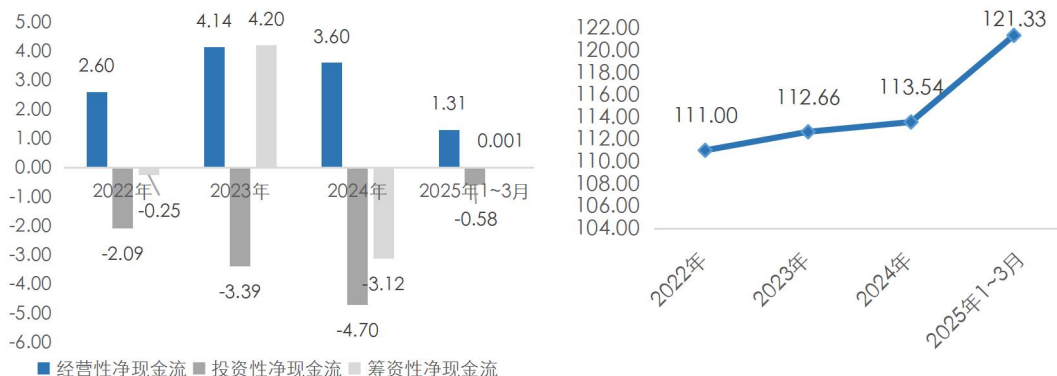
2024 年，公司经营性净现金流保持净流入，净流入规模有所下降，主要系购买商品、接受劳务支付的现金及费用付现支出同比上升所致。2024 年及 2025 年 1~3 月，公司现金收入比均同比有所提升，收入获现能力较好。

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买大额存单、理财产品以及债券投资交易支付的现金；2024 年，公司投资活动现金流保持净流出，且规模有所上升，主要系购买大额存单增加所致。

2024 年，筹资活动产生的现金流量净额转为净流出，主要为偿还短期借款及分配股利、利润或偿付利息支付现金所致。2024 年，公司派发现金红利 1.94 亿元。

2025 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流保持净流入，投资活动产生的现金流保持净流出，筹资活动产生的现金转为净流入。

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下降，主要系派发现金红利及购买大额存单等导致公司货币资金下降所致；同期末，公司经营现金流动负债比有所提升，主要系短期借款偿还导致流动负债下降所致，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度有所上升。2024年末，公司全部债务规模有所下降，EBITDA 利息倍数有所上升，全部债务/EBITDA 有所下降。

截至 2025 年 3 月末，公司全部债务 7.14 亿元，主要为可转债及应付票据，公司无未来一年到期的债券（含回售），2024 年公司支付现金股利 1.94 亿元。2024 年公司经营性净现金流为 3.60 亿元，投资性净现金流为-4.70 亿元，筹资活动前净现金流-1.10 亿元；预计 2025 年，公司盈利较为稳定，投资性现金流支出主要为购买大额存单及在建项目的投资，预计公司仍需要一定外部融资支持。截至 2025 年 3 月末，公司获得银行授信总额¹⁰为 7.10 亿元，其中未使用额度 5.49 亿元。公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

图表 22：公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率	177.94	226.84	196.52	213.24
速动比率	126.79	199.65	164.60	177.35
经营现金 ¹¹ 流动负债比	45.84	58.84	61.58	-
EBITDA 利息倍数	145.61	29.11	32.85	-
全部债务/EBITDA	0.47	2.14	1.85	-

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 2025 年 5 月 20 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，跟踪期内，公司持续提升智能化生产管理水平，进一步丰富产品矩阵，在细分市场依然具备较强竞争力；公司在全国范围内多点布局生产基地，销售网络畅通，产品销售主要集中于华东、西南及华中地区，跟踪期内，公司继续细化对传统、特通及线上多方位的渠道管理，持续加强品牌建设，“李子园”牌甜牛奶保持较高市场知名度；受益于奶粉、生鲜乳、白糖等原料价格下降，跟踪期内，公司毛利润及毛利率有所上升。

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，易受消费者偏好、市场环境等因素变化影响；销售及管理期间费用有所增加，对利润总额及净利润产生侵蚀；

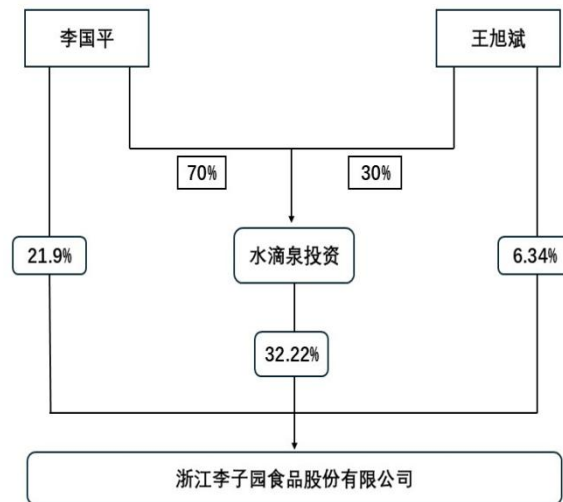
¹⁰为有授信合同的银行授信。

¹¹由于经营现金流、EBITDA 为 2024 年第一季度数据，此处不做计算。

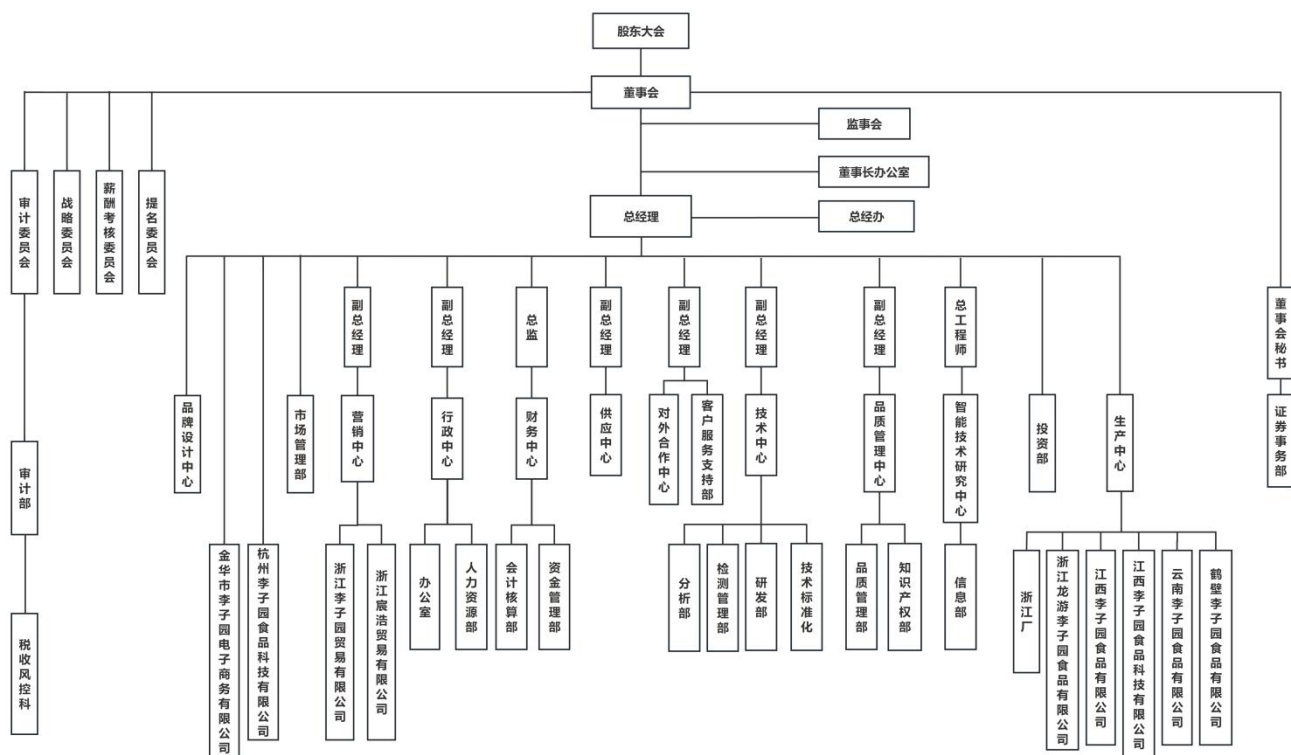
公司产能利用率持续下降，未来产能释放存在一定压力，同时在建募投项目面临一定市场竞争压力及投资回报不及预期的风险。

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。

附件一：截至 2025 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2025 年 3 月末公司组织结构图



附件三：截至 2025 年 3 月末公司合并范围内子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册资本	注册地	主要业务	持股比例(%)	
					直接	间接
浙江李子园贸易有限公司	浙江	1000.00	浙江	含乳饮料的销售;公司经销渠道销售中心	100.00	
金华市李子园电子商务有限公司	浙江	1000.00	浙江	含乳饮料的生产;公司生产基地之一	100.00	
江西李子园食品有限公司	江西	5000.00	江西	含乳饮料的销售;公司电商直销平台	100.00	
浙江龙游李子园食品有限公司	浙江	6000.00	浙江	含乳饮料的生产;公司生产基地之一	100.00	
鹤壁李子园食品有限公司	河南	6000.00	河南	含乳饮料及乳制品的生产;公司生产基地之一	100.00	
云南李子园食品有限公司	云南	8000.00	云南	含乳饮料的生产;公司生产基地之一	100.00	
杭州李子园食品科技有限公司	浙江	1000.00	浙江	食品生产,食品互联网销售	100.00	
江西李子园食品科技有限公司	江西	500.00	江西	食品销售	100.00	
浙江宸浩贸易有限公司	浙江	1000.00	浙江	食品生产,食品互联网销售	100.00	

附件四：主要财务数据和财务指标

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	23.77	30.59	29.88	30.12
所有者权益 (亿元)	17.29	17.05	17.30	17.98
负债总额 (亿元)	6.48	13.53	12.58	12.14
短期债务 (亿元)	1.66	2.81	1.32	1.20
长期债务 (亿元)	-	5.69	5.89	5.94
全部债务 (亿元)	1.66	8.50	7.22	7.14
营业收入 (亿元)	14.04	14.12	14.15	3.20
利润总额 (亿元)	2.80	3.04	2.87	0.83
净利润 (亿元)	2.21	2.37	2.24	0.66
EBITDA (亿元)	3.51	3.98	3.90	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.60	4.14	3.60	1.31
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-2.09	-3.39	-4.70	-0.58
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.25	4.20	-3.12	0.001
毛利率 (%)	32.47	35.85	39.08	42.83
营业利润率 (%)	31.51	34.65	37.93	41.71
销售净利率 (%)	15.75	16.78	15.82	20.68
总资本收益率 (%)	11.79	9.81	9.45	-
净资产收益率 (%)	12.78	13.89	12.94	-
总资产收益率 (%)	9.30	7.75	7.49	-
资产负债率 (%)	27.26	44.24	42.11	40.31
长期债务资本化比率 (%)	0.01	25.02	25.41	24.84
全部债务资本化比率 (%)	8.76	33.27	29.44	28.43
货币资金/短期债务 (%)	333.26	372.41	471.83	582.05
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	30.43	8.78	-15.25	10.20
流动比率 (%)	177.94	226.84	196.52	213.24
速动比率 (%)	126.79	199.65	164.60	177.35
经营现金流动负债比 (%)	45.84	58.84	61.58	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	145.61	29.11	32.85	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.47	2.14	1.85	-
应收账款周转率 (次)	-	2322.24	1637.17	-
销售债权周转率 (次)	-	2322.24	1637.17	-
存货周转率 (次)	-	3.77	4.56	-
总资产周转率 (次)	-	0.52	0.47	-
现金收入比 (%)	111.00	112.66	113.54	121.33

附件五：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 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金短债比 (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 (%)	$\text{流动资产} / \text{流动负债} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债} \times 100\%$
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+折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+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

附件六：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。