

李子园 (605337)

公司研究/深度报告

大单品战略下，产能、渠道持续扩张

——李子园 (605337) 公司深度报告

深度研究报告/食品饮料

2021年06月08日

报告摘要：

● 乳饮料优势企业，业绩持续向好

李子园成立于1994年，持续深耕于乳饮料领域。公司经典产品李子园甜牛奶已建立稳固的产品优势与消费黏性，公司也在江浙沪核心市场的优势基础上，于近年来推动外围市场扩张，精耕云贵川、鲁豫皖等重点市场，布局全国化销售网络。2020年公司实现营收10.88亿元，4年收入CAGR达24.47%，实现归母净利润2.15亿元，4年净利润CAGR达20.30%，业绩持续保持高速增长态势，稳步向好发展。

● 含乳饮料领跑饮料行业，大单品逻辑稳固

含乳饮料行业稳定扩容，增速持续多年领跑饮料大行业。2018年含乳饮料规上企业总产值为898.60亿元，2014-2018年CAGR为+10.38%，远超饮料行业整体+0.70%复合增速。行业发展历程验证核心单品是优质发展路径。含乳饮料市场格局非常稳定，且头部市场份额更为集中，2018年CR5为34.15%，CR10为42.26%，2014-2018年期间变化仅在2ppt以内。从龙头品牌产品布局来看，各企业均依靠核心大单品占领市场空间，拥有大单品是长期稳固打法。

● 公司产品优势明确，渠道下沉+产能扩张带来边际改善

1.产品端：大单品优势明确。公司甜牛奶系列经过多年市场培育，已发展为全国化十亿级大单品，推动整体规模持续高速增长。**2.渠道端：外延扩张及渠道下沉带来量增驱动。**公司渠道布局以经销模式为主，覆盖全国市场，2020年华东区域收入占比56.81%，为公司核心市场，而华东以外市场具备高成长性，2017-2020年CAGR达35.30%，接下来公司将以快速发展的华中及西南为重点，进行区域扩张及渠道下沉。**3.生产端：产能扩张缓解生产瓶颈。**2019年公司已拥有三个生产基地16.85万吨产能，较2017年4.44万吨产能大幅提升，但仍有27%产量依赖委外生产。接下来公司将于华中及西南地区新建两个生产基地，缓解产能瓶颈的同时，近距离布局核心高增市场，实现渠道协同。

● 投资建议

预计2021-2023年公司实现收入14.25/17.85/21.80亿元，分别同比+31.0%/+25.3%/+22.2%，实现归母净利润2.89/3.77/4.63亿元，分别同比+34.8%/+30.2%/+22.8%。根据最新股本为基准计算2021-2023年EPS，全面摊薄后EPS分别为1.33/1.74/2.13元，对应2021-2023年PE分别为44X/34X/27X。公司目前估值高于可比公司及软饮料行业平均估值，基本持平于乳制品行业估值，但考虑到公司具备优秀的品牌基础与产品实力，同时积极推进产能放量及渠道扩张，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧，新品推广不及预期，原材料价格波动风险，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,088	1,425	1,785	2,180
增长率(%)	11.6%	31.0%	25.3%	22.2%
归属母公司股东净利润(百万元)	215	289	377	463
增长率(%)	18.1%	34.8%	30.2%	22.8%
每股收益(元)	0.99	1.33	1.74	2.13
PE(现价)	58.8	43.6	33.5	27.3
PB	17.3	7.0	5.8	4.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

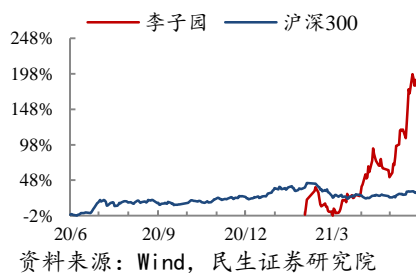
首次评级

当前价格：58.20元

交易数据 2021-6-7

近12个月最高/最低(元)	59.84/20.47
总股本(百万股)	217
流通股本(百万股)	54
流通股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	126
流通市值(亿元)	32

该股与沪深300走势比较



分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

目录

1 乳饮料优势企业，多年深耕发展强劲	3
1.1 多年深耕乳饮料行业，建立产品渠道多重优势	3
1.2 基本面稳固支撑，业绩持续向好	3
1.2.1 4年收入利润同步倍增，高业绩增速来源于公司基本面多层面向好	3
1.2.2 产品体系围绕乳饮料展开，华中市场贡献一半以上收入来源	4
1.3 股权结构稳定，管理层经验丰富	5
2 含乳饮料行业持续向好发展，大单品逻辑稳固	7
2.1 含乳饮料行业稳定向好发展，领跑饮料行业	7
2.2 行业竞争格局稳定，大单品优势突出	8
3 公司乳饮料优势明确，渠道下沉+产能扩张带来边际改善	10
3.1 产品端：大单品优势明确，量价齐升推动规模扩张	10
3.2 渠道端：经销模式布局全国，渠道下沉值得期待	12
3.3 生产端：产能瓶颈显著，扩产储备生产端潜力	14
4 盈利预测与估值分析	18
4.1 收入分拆与假设	18
4.2 毛利率及成本假设	18
4.3 期间费用率假设	19
4.4 相对估值	19
4.5 投资建议	20
5 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	23

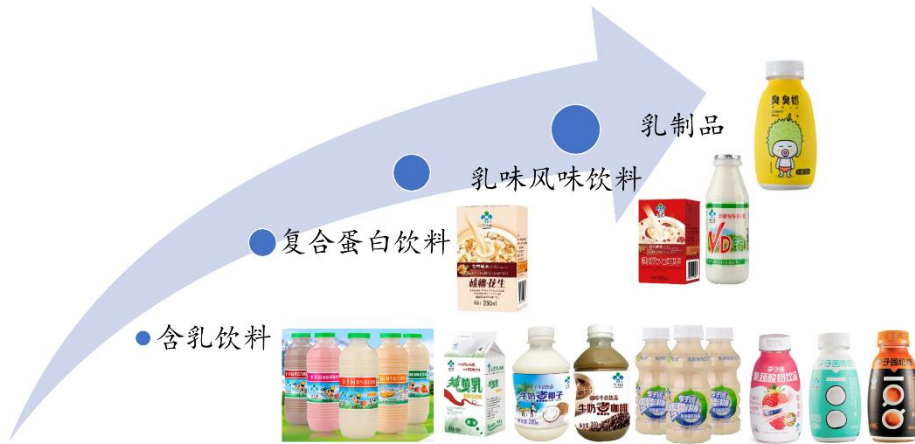
1 乳饮料优势企业，多年深耕发展强劲

1.1 多年深耕乳饮料行业，建立产品渠道多重优势

李子园成立于 1994 年，二十余年一直致力于乳饮料的研发、生产与销售。公司的经典产品甜牛奶具有特殊的甜味口感、丰富的口味体系、适中的产品定价，畅销二十余年。公司目前拥有浙江金华、江西上高、浙江龙游三大生产基地和多个委外生产基地。并通过精耕江浙沪、云贵川、鲁豫皖重点核心市场，辐射带动周边区域市场，形成区域经销模式，构建了全国化的经销布局网络。

公司的产品体系围绕乳饮料展开，包括含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等，其中甜牛奶乳饮料系列深受消费者喜爱，奠定了公司的优势市场地位，同时公司也不断进行研发创新，推出了“纯情乳”酸奶乳饮料、煮系列、“零脂肪”乳酸菌、榴莲牛奶等系列产品。

图1: 李子园产品体系



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.2 基本面稳固支撑，业绩持续向好

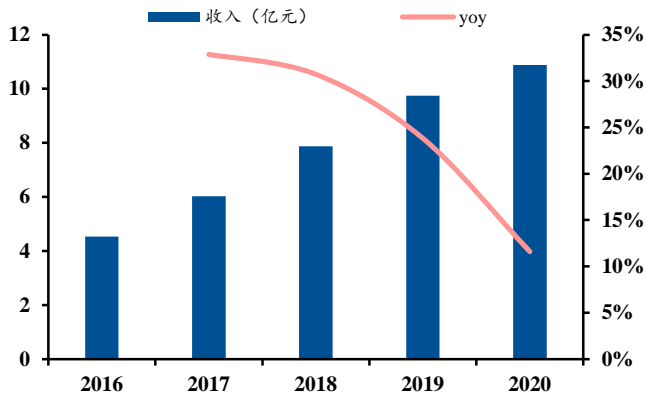
1.2.1. 4 年收入利润同步倍增，高业绩增速来源于公司基本面向好

2016-2020 年李子园实现了规模的稳定高速扩张,4 年时间营收由 4.53 亿元增长至 10.88 亿元, CAGR 达 24.47%, 归母净利润同步实现倍增, 由 1.02 亿元增长至 2.15 亿元, CAGR 达 20.30%。其中 20H1 受疫情影响, 线下终端客流量有所降低, 收入增速稍有下滑, H2 后重回高增速。收入的快速增长来自于:

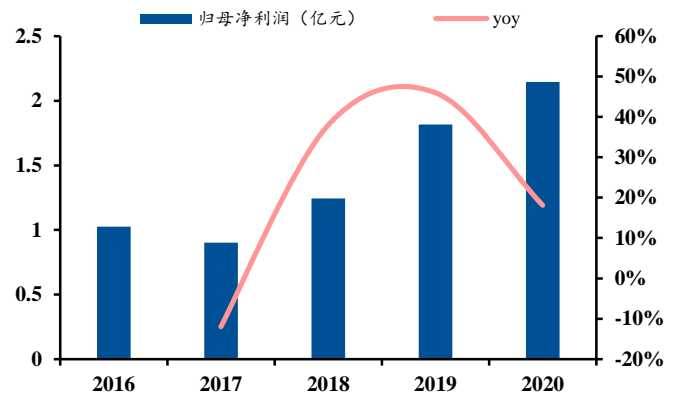
1.渠道下沉与精细化建设, 公司在成熟市场打开特通渠道、下沉至乡镇市场; 半成熟市场以样板工程带动周边市场传统渠道、便利店、地区连锁超市等开发, 加大铺货面、提升品牌覆盖度。

2.坚实的品牌力支撑, 公司在甜味含乳饮料细分领域已建立强大的品牌优势和产品黏性, 能有效支持公司销量扩张。

3.公司产能扩充, 2018 年江西上高及浙江龙游生产基地先后投产, 新晋产能也对公司的规模扩张起到一定的支撑作用。

图2: 2016~2020 年李子园收入 CAGR 为 24.47%


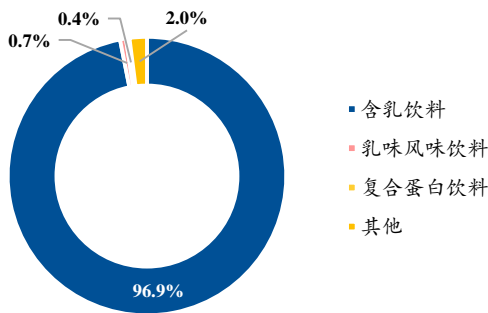
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图3: 2016~2020 年李子园归母净利润 CAGR 为 20.30%


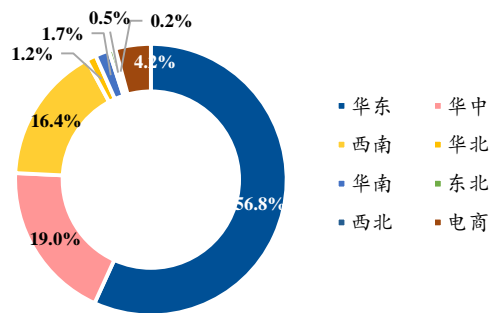
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.2.2. 产品体系围绕乳饮料展开, 华中市场贡献一半以上收入来源

李子园的产品结构与乳饮料高度相关, 2020 年含乳饮料实现营收 10.45 亿元, 占公司总收入比例 97%, 其余乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其他产品分别实现营收 0.14/0.07/0.22 亿元。渠道方面明确以经销渠道为主, 以经销商协助打开全国市场, 2020 年经销/直营分别实现收入 10.48/0.30 亿元, 分别占比 97%/3%, 并且 2017 至今公司经销占比持续稳定处于 95% 以上高位水平。从市场区域角度来看, 华东市场贡献公司一半以上收入, 2020 年华东/华中/西南分别实现收入 6.12/2.05/1.49 亿元, 分别占比 56.81%/18.97%/16.38%, 电商平台直营及经销共同实现收入 0.45 亿元, 占比 4.22%。

图4: 2020 年李子园含乳饮料收入占比达 97%


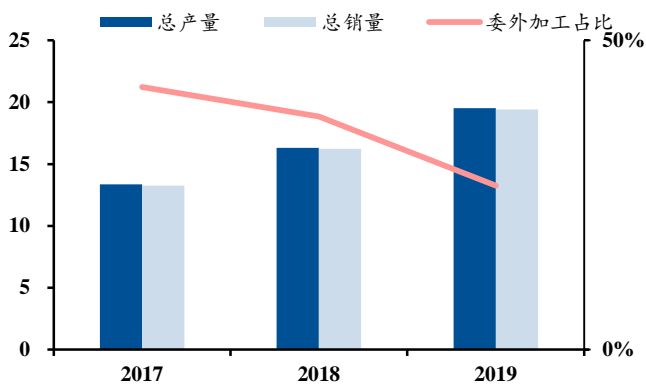
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: 2020 年华东市场贡献公司一半以上收入


资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院

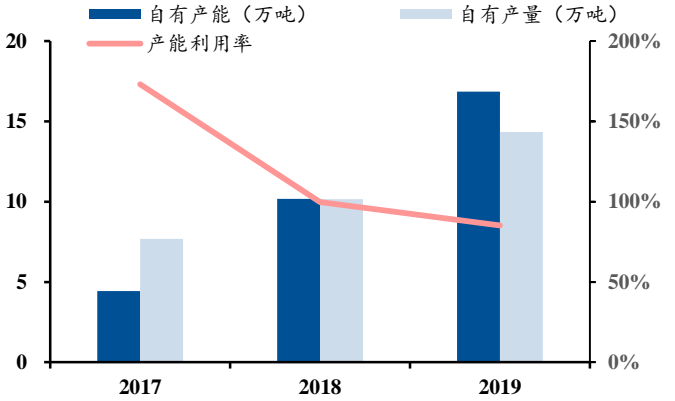
生产层面, 公司以自产+委外联合生产模式, 自主生产基地包含浙江金华、江西上高、浙江龙游三大工厂, 委外根据终端业务发展在全国内进行布局, 截至 2020 年 6 月公司与 13 家委外企业达成合作, 主要分布在浙江、四川、云南、山东、江苏等地。截至 2019 年底, 公司拥有自有产能 16.85 万吨, 得益于 2018 年江西上高、浙江龙游生产基地的投产, 公司产能由 2017 年 4.44 万吨大幅增长, 产能利用率也从 173% 超负荷运作水平回归至 85.15% 良性生产状态, 同时委外生产占比也从 42.44% 大幅下降至 26.52%。随着鹤壁 10.4 万吨产能及云南 7 万吨产能建设, 预期未来委外比例还将继续下降。

图6: 新产能投放助推产能利用率回归良性水平



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 自有产能提升后委外加工占比持续下降

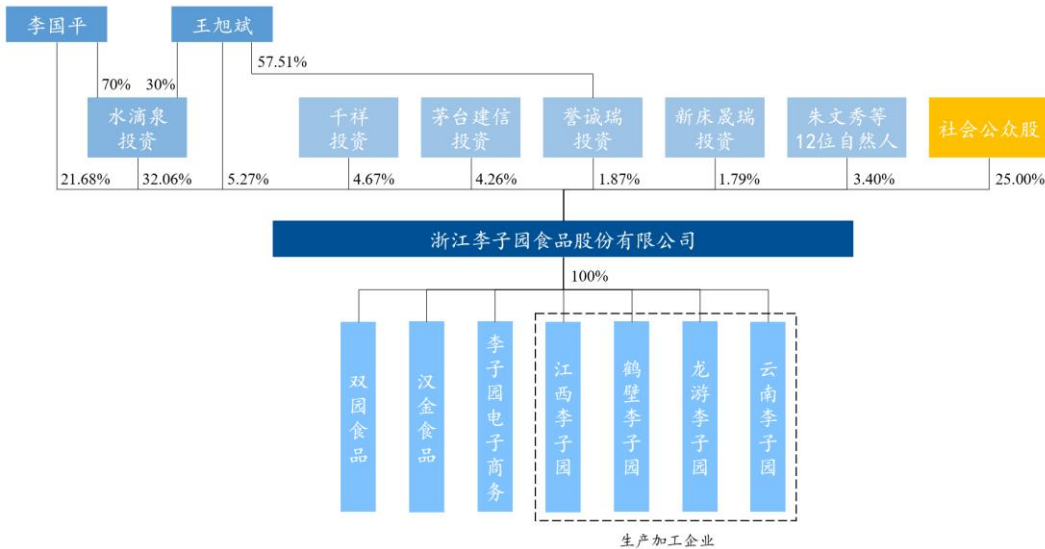


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.3 股权结构稳定, 管理层经验丰富

实际控制人李国平和王旭斌夫妻合计持有公司 60% 股权。本次发行前公司总股本为 11610 万股, 上市发行 3870 万股, 发行后公司总股本为 15480 万股, 占发行后总股本的 25%。发行后李国平和王旭斌夫妻直接持有公司 26.95% 股权, 并通过水滴泉投资和誉诚瑞投资间接持有公司 33.13% 股权, 合计持股 60.08%, 为公司实际控制人。

图8: 李子园上市后股权结构图



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

公司管理层均具备丰富的乳饮料行业管理经验, 二十余年以来与公司共同成长。公司董事长李国平于 1994 年创立李子园, 妻子王旭斌曾于 1993-1995 年担任金港食品厂总经理, 1998 年加入李子园担任副总经理等职务。高管朱文秀、苏忠军、王顺余分别于 1999、1995、2007 年加入李子园负责生产、技术、管理等工作。

表1: 公司高管及董事履历

姓名	职务	履历
李国平	董事长	1963年出生, 大专学历。1994-2016年于浙江李子园担任执行董事及总经理, 2016年至今担任董事长。
朱文秀	董事, 总经理	1976年出生, 本科学历。1999-2016年任浙江李子园副总经理, 2016年至今任公司董事及总经理。
王旭斌	董事, 副总经理	1969年出生, 本科学历, 高级经济师。1993-1995年任金港食品厂总经理, 1998-2008任金东李子园总经理, 2008-2016任浙江李子园副总经理、监事, 2016年至今任公司董事及副总经理。
苏忠军	董事, 副总经理	1969年出生, 本科学历。1995-2016年任浙江李子园厂长、生产副总、对外合作部经理、副总经理, 2016年至今任公司董事及副总经理。
王顺余	董事	1985年出生, 本科学历, 高级工程师。2007-2016年在浙江李子园担任技术中心经理等职, 2016年至今在公司担任董事, 并先后兼任技术中心经理、技术中心总监、品质管理部总监、副总经理。
夏顶立	董事	1987年出生, 本科学历。2009年至今先后任职于中国外运股份有限公司、弘毅投资、茅台建信投资基金管理有限公司, 2019年至今在公司担任董事。
裘娟萍	独立董事	1958年出生, 教授。1982-2018于浙江工业大学担任教授, 2018年至今在公司担任独立董事, 同时还担任浙江省药学会理事、浙江钱江生物化学技术顾问、杭州奥泰生物技术独立董事。
曹健	独立董事	1969年出生, 本科学历, 执业律师。1991-2004年任职于浙江浙杭律师事务所, 2004年至今任浙江泽大律师事务所高级合伙人、党支部书记, 2018年至今担任公司独立董事。
陆竞红	独立董事	1970年出生, 副教授, 注册会计师。1992-2018年先后任职于浙江财政学校、浙江师范大学, 2018年至今任浙江师范大学计财处副处长。2018年至今任公司独立董事。

资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

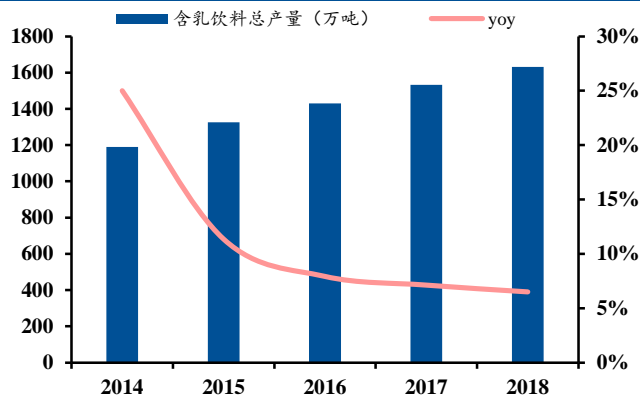
2 含乳饮料行业持续向好发展，大单品逻辑稳固

2.1 含乳饮料行业稳定向好发展，领跑饮料行业

含乳饮料是指以生鲜乳或乳制品为原料，加入水及配料所调制成的饮料，包含配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、乳酸菌饮料等。中国含乳饮料快速发展于 20 世纪 90 年代末，随着人们对饮品口感多样化的诉求愈加增强及乳制品健康概念不断强化，含乳饮料的市场需求不断增加。

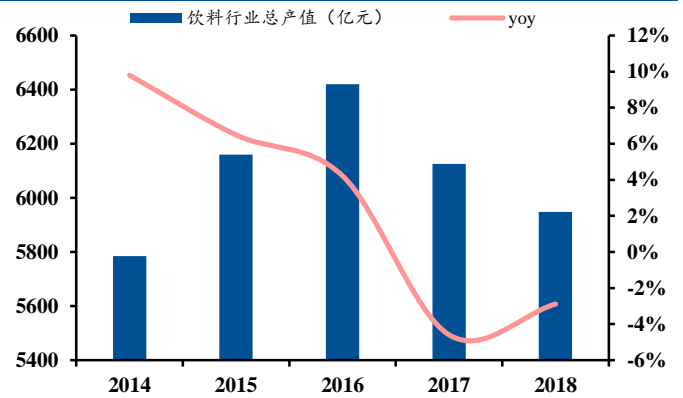
2018 年含乳饮料规上企业总体产值为 898.60 亿元，同比+8.60%，2014-2018 年行业产值 CAGR 达 10.38%。表现明显好于饮料整体行业 2014-2018 年 CAGR+0.70% 及 2018 年产值增速-2.90%，。饮料行业增速下滑主要受碳酸、果汁等产量下滑影响，而乳饮料对于行业具备正向拉动作用，乳饮料在饮料行业中产值占比也不断提升，由 2013 年占比 9.09% 提升至 2018 年占比 15.11%，也侧面验证了更多消费者在选购饮品时对于健康和营养的关注程度有所提高。

图9: 2014-2018 年含乳饮料行业总产值 CAGR 达+10.4%



资料来源：中国食品工业协会，民生证券研究院

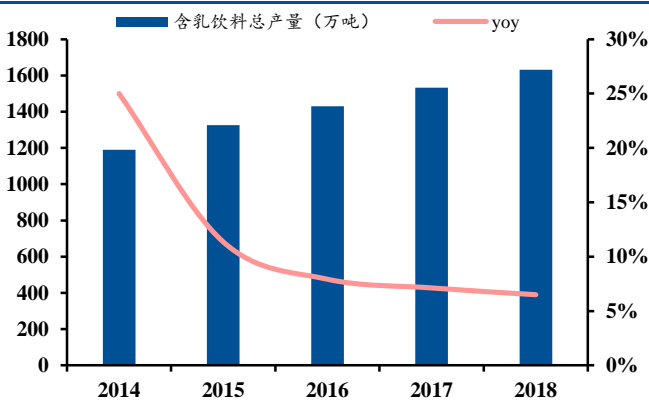
图10: 2014-2018 年饮料行业总产值 CAGR 为+0.70%



资料来源：中国食品工业协会，民生证券研究院

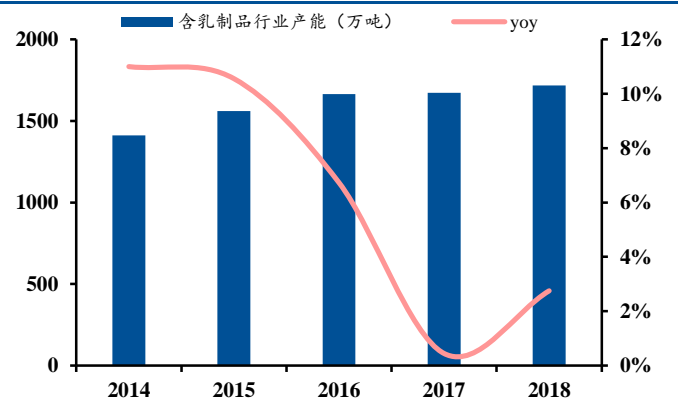
2018 年含乳饮料的规模以上企业总产量为 1631.45 万吨，同比+6.50%，2014-2018 年 CAGR 达+8.21%。产能方面虽然受饮料行业整体增速下滑所影响，2017 年后增速有所放缓，但受益于消费者对食品健康化、营养化诉求增强，以及消费者对于优质口感的追求，长期来看产能依然实现了稳步增长。2018 年含乳饮料产能为 1718.38 万吨，同比+2.75%，2014-2018 年 CAGR 为 5.05%。

图11: 2014-2018 年含乳饮料行业总产量 CAGR 达+8.21%



资料来源：中国食品工业协会，民生证券研究院

图12: 2014-2018 年含乳制品行业产能 CAGR 达+5.05%



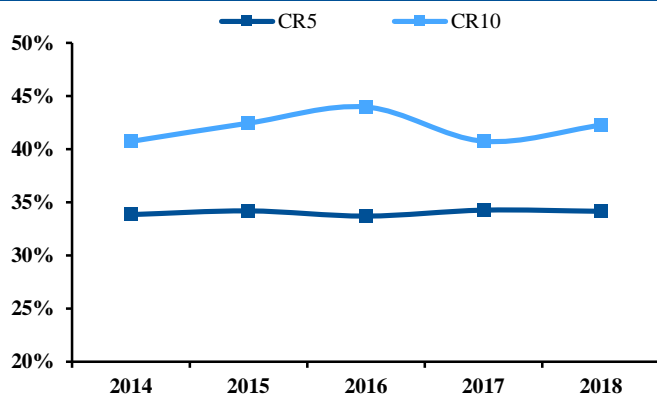
资料来源：中国食品工业协会，民生证券研究院

2.2 行业竞争格局稳定，大单品优势突出

含乳饮料行业整体竞争格局趋于稳定，2018年CR5为34.15%，CR10为42.26%，头部企业市场份额更为集中，但行业整体格局较为分散，给予了各品牌充分发展空间。在2014-2018年期间，CR5仅提升0.31ppt，CR10提升1.53ppt，市场集中度变化不大，竞争格局趋于稳定。

从具体头部竞争者来看，前两位依然被全国化乳制品龙头企业伊利、蒙牛所占据，其次是娃哈哈、养乐多、小洋人等专注于含乳饮料行业的企业。伊利蒙牛的高市占率源于系列化的乳饮料产品组合，结合全国密集的终端渠道网络，叠加高举高打的营销推广，持续稳固占据市场高点。娃哈哈、小洋人、李子园等品牌，其优势在于专注于乳饮料行业，以核心代表产品在长期的市场运营中建立产品黏性与品牌认知，以及优势区域的深耕。

图13:含乳饮料市场竞争格局趋于稳定



资料来源：中国食品工业协会，民生证券研究院

图14:含乳饮料行业头部竞争者



资料来源：中国食品工业协会，民生证券研究院

表2: 乳饮料头部企业核心产品

品牌	主要含乳饮料产品
伊利	优酸乳、果粒多、谷粒多、畅意、QQ星等
蒙牛	优益C、酸酸乳、真果粒等
娃哈哈	AD钙奶、营养快线、爽歪歪等
养乐多	养乐多益生菌饮料
小洋人	妙恋、AD钙奶、智多美等
均瑶	“味动力”系列饮料、奇梦星乳酸菌饮品等
李子园	甜牛奶等
光明	大白兔奶糖牛奶、荔志桃桃、巧风等
菊乐	酸牛奶等
燕塘	甜牛奶、食膳养生奶等

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

对比同业产品，各企业均以核心单品长期稳固占据市场，比如伊利优酸乳、蒙牛酸酸乳、娃哈哈AD钙奶等。同样李子园的甜牛奶也具备充分的竞争优势，(1)首先品牌层面，与其他品牌多产品布局不同，李子园集中精力打造甜牛奶系列，以独特的甜味口感在同类产品中独树一帜，培养了深厚的用户黏性和深刻的品牌认知。(2)其次在市场布局层面，李子园与大部分区域乳企一样，在深耕核心市场的同时，逐步辐射带动周边市场，形成区域经销模式，目前仍有下线市场可精细下沉，空白区域可新增布局，带来量增驱动。李子园的相对优势在于产品均为常温，避免

因低温产品而过度依赖冷链物流，渠道货损也更低。另一方面李子园多种渠道全面进驻，包括KA、连锁系统、批发部等传统渠道，学校、食堂、酒店、网吧等特供渠道及天猫、京东等电商渠道，做到了全渠道的建设和维护。(3) 最后在于产业布局层面，公司为不断满足市场需求，以及严格把关产品品质，持续建设自有生产基地，降低委外生产占比。目前已在浙江金华产能的基础上，继续扩建了浙江龙游、江西上高生产基地，布局东南沿海一带，后续募投项目包括河南鹤壁及云南曲靖生产基地，进一步向华中及西南区域拓展，形成全国化产能网络。

图15:李子园生产基地及经销商分布



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

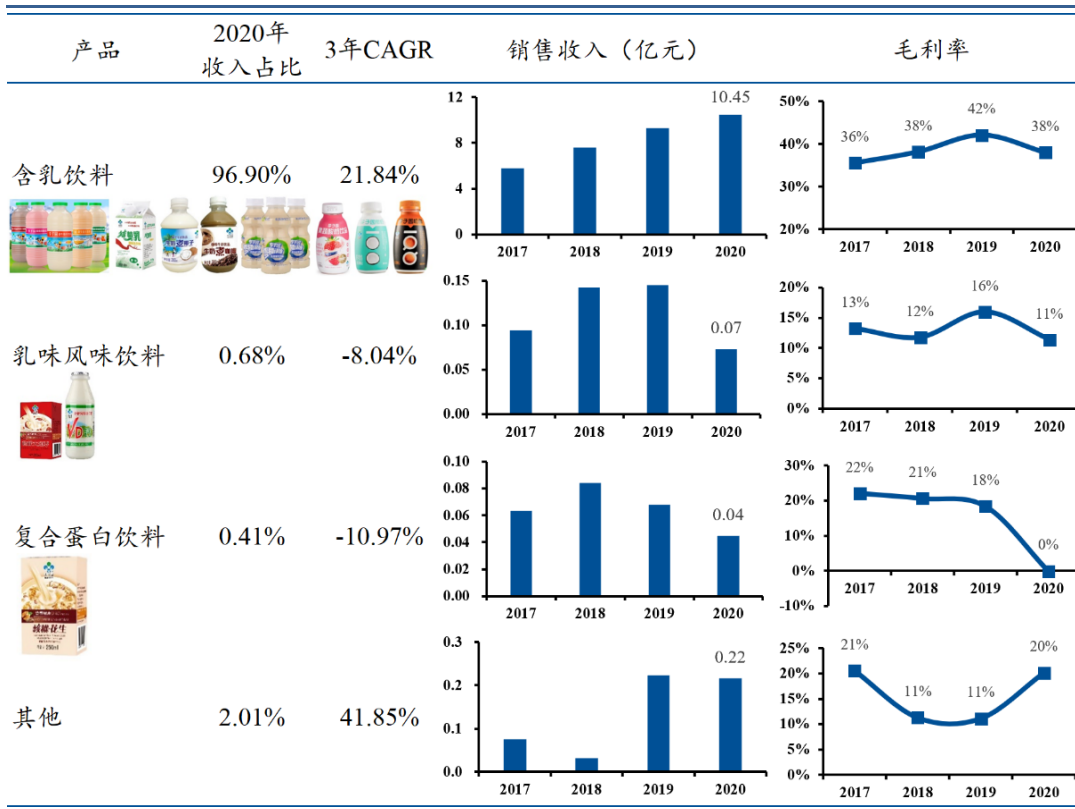
3 公司乳饮料优势明确，渠道下沉+产能扩张带来边际改善

3.1 产品端：大单品优势明确，量价齐升推动规模扩张

李子园产品体系高度集中于含乳饮料，并以甜牛奶系列展开大单品战略布局，同时公司于2020年推出“果蔬酸奶饮品”、“椰奶”、“奶咖”三大含乳饮料单品，增加含乳饮料SKU，丰富产品矩阵，目前“果蔬酸奶饮品”终端表现优秀，有望打造为下一个支撑产品。公司仍有多款含乳饮料、复合蛋白饮料等新品规划，有望在未来建立更丰富的乳饮料产品体系。

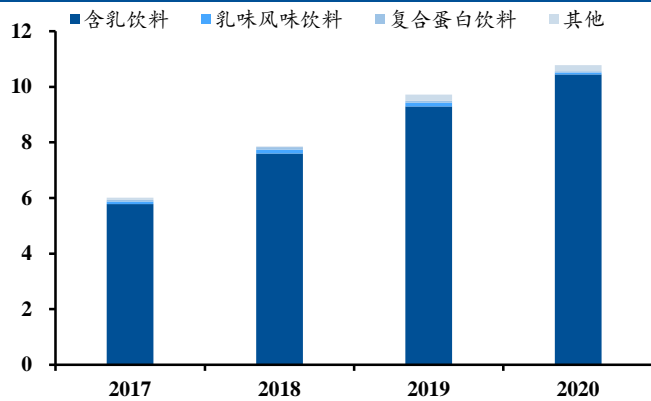
2020年公司实现收入10.88亿元，其中含乳饮料占比96.90%，2016-2020年含乳饮料收入CAGR达21.84%，在2020年疫情背景下依然实现较快增速，有力推动公司整体收入规模扩张。从毛利率角度看，含乳饮料持续保持着优异的盈利能力，2020年含乳饮料毛利率达37.99%，远高于乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其他品类的11.37%/0.06%/20.14%。且含乳饮料毛利率在2019年以前保持着平稳上升态势，盈利能力不断向好发展，2020年毛利率下行主因会计准则调整，运输费用转移至成本端列示。其他品类毛利率在2020年的下滑，预计与疫情干扰也有一定关系。

图16:李子园产品结构



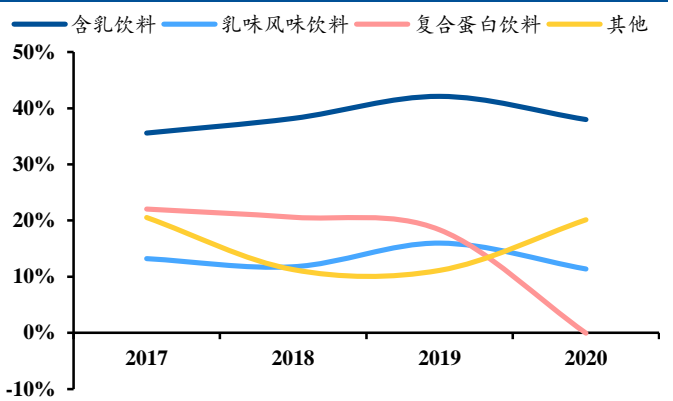
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17:含乳饮料支撑李子园收入规模快速扩张(亿元)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图18:含乳饮料毛利率在高位水平下持续增长

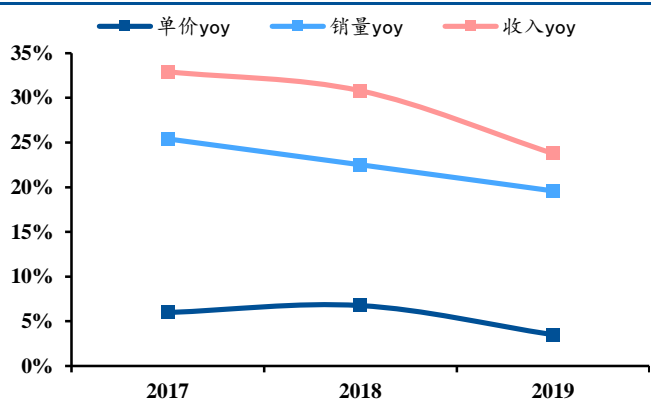


资料来源:公司公告,民生证券研究院

拆分收入量价,销量的增长贡献主要增长动力,2017-2019年销量增速分别为25.40%/22.51%/19.59%,单价增速分别为5.98%/6.76%/3.50%。量增来自于公司对于销售渠道的精耕开拓,在不断深挖下沉渠道、开拓新市场的同时,公司也注重对市场的精细化管理;在维护传统流通渠道及网吧、学校等特通渠道的同时,也不断开拓便利店、连锁店等渠道,增加铺货率;此外,保持与天猫、京东等电商平台深度合作,积极开发新零售等新兴市场,多渠道协同发力,带来量增动力。价增来自于2017年4月公司调增部分产品的出厂价格;提价效果在2018年全面显现,同时2018年对经销商返利补贴进行了精细化管理与控制;2019年含乳饮料增值税率由16%下降为13%,进一步带来税后单价的提升;2020年1月公司继续提高了含乳饮料的出厂价,预期在大单品策略下,甜牛奶系列等产品持续向好发展将推动单价进一步提升。

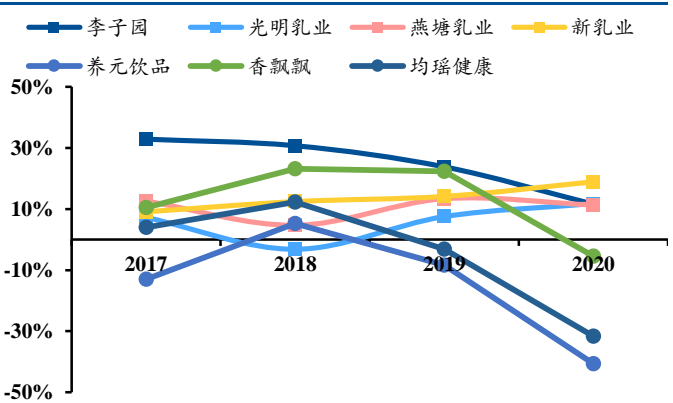
对比同业,李子园收入增速持续保持业内高位水平,在近年饮料增速放缓、乳制品竞争激烈的背景下,更凸显了公司较强的增长动力。销量高速增长的原因在于较光明、新乳业等品牌而言,公司体量较小,在大单品稳健发展及下游积极开拓的情况下,依然处于快速发展阶段。价增主要来自于公司的提价,但同时公司保障了经销商的合理价格空间,细化了经销商的返利补贴管理,带动了经销商共同推动公司产品发展的意愿。

图19:销量增长贡献主要增长动力



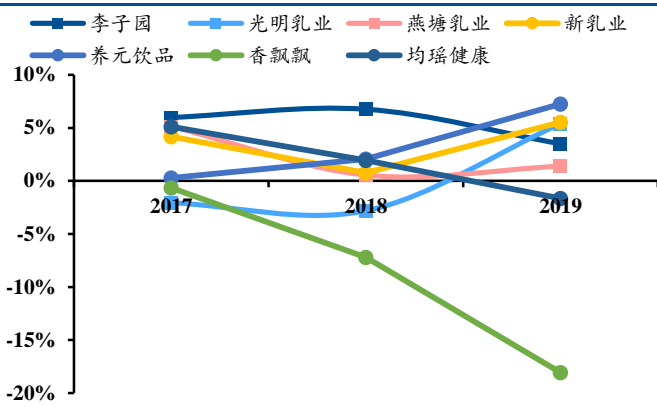
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图20:李子园收入增速保持业内高位水平



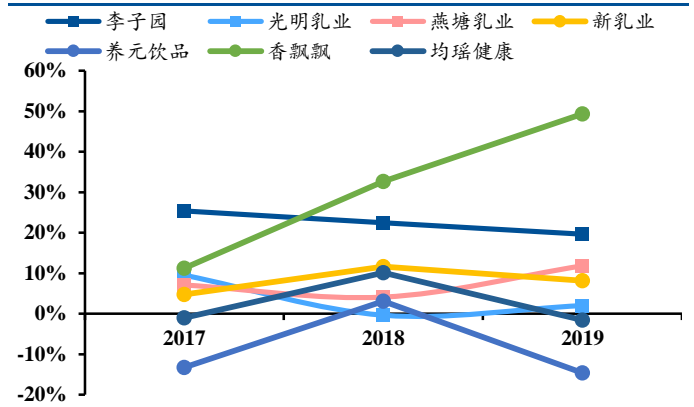
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图21:李子园价增领跑行业均值



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图22:李子园量增维持业内高位水平



资料来源:公司公告,民生证券研究院

公司围绕乳饮料系列展开产品布局,2020年推出“果蔬酸奶饮料”、“椰奶”、“奶咖”,2021年新推“AD钙奶”和“电解质水”,同时包装设计向年轻化靠近。“电解质水”的推出,意味着李子园在坚守乳饮料主业的同时,开启跨品类尝试。预计李子园未来产品发展路径仍将以传统主业乳饮料系列为主,并以不同客群定位的多产品同步布局市场,目前已确立一系列的开发项目。包含针对高端消费客群的优化益生菌活性酸奶、针对年轻客群的风味奶茶系列和榴莲味乳饮料、针对早餐市场的风味调制豆奶系列等,未来将呈现定位更加清晰的产品矩阵。

图23:李子园2020年新推乳饮料系列



资料来源:李子园天猫旗舰店,民生证券研究院

图24:李子园2021年推新乳饮料及功能性饮料



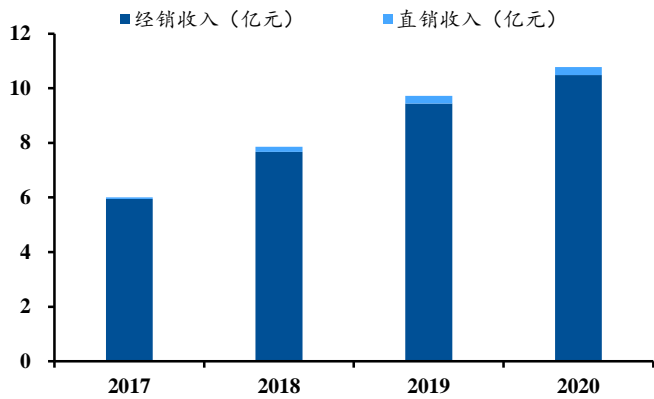
资料来源:李子园天猫旗舰店,民生证券研究院

3.2 渠道端:经销模式布局全国,渠道下沉值得期待

公司的销售模式以经销为主,直销为辅,2020年经销/直销分别实现营收10.48/0.30亿元,分别同比+11.01%/+5.19%。直销模式主要覆盖电商平台,包括直营的各平台旗舰店及入仓的天猫超市、京东超市等,在电商红利及低基数背景下达成超高速增长,三年CAGR达73.04%。但经销模式依然是公司最主要的销售模式,2017-2020年收入占比持续达97%以上。

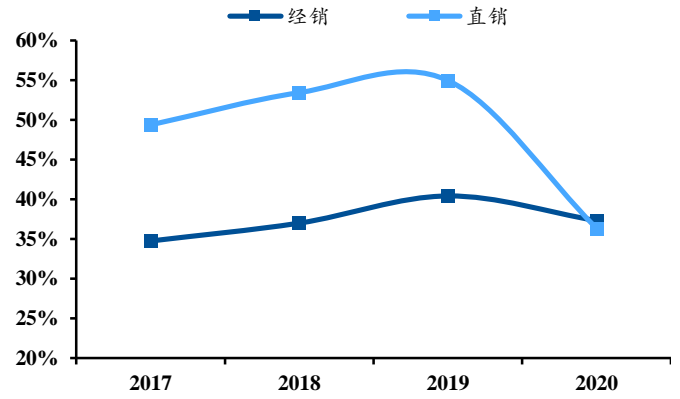
对比两种销售模式下的毛利率,2020年经销/直销毛利率分别为37.32%/36.36%,同比下滑主因会计准则变更,运费列示于成本端。在2019年及之前直营毛利率普遍高于经销15ppt,主因直营模式下公司直接面对终端客户,收入以终端零售价结算,而经销模式需要为经销商预留充足利润空间。2020年直营毛利率大幅下滑,预计是疫情影响下,电商渠道加大推广促销力度。

图25:公司以经销为主,直销为辅



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

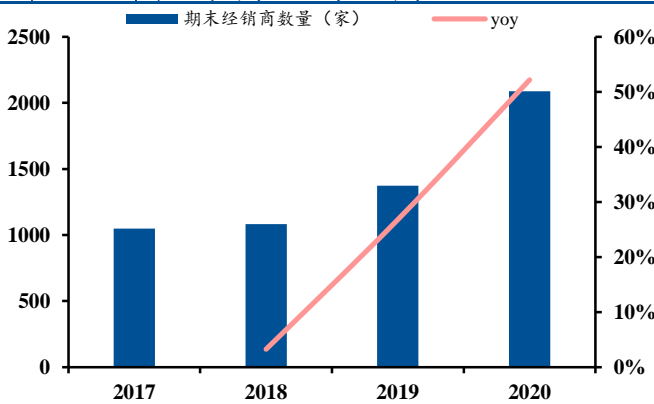
图26:直销毛利率普遍高于经销 15pnt



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

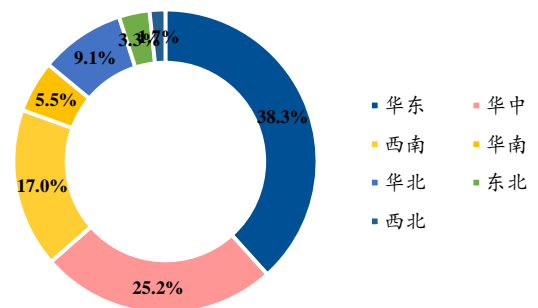
公司在全国已形成密集的销售网络,截至2020年末拥有2088家经销商,较2017年末1048家接近翻倍。2017年公司开启全国化布局,新增经销商多来自于大本营华东以外市场。2020年华东地区经销商占比38.31%,实现收入占比56.81%,为公司核心市场。华中/西南地区经销商分别占比25.24%/16.95%,2020年收入分别占比18.97%/16.38%,为公司新增长点。得益于大力布局空白市场,公司在华东以外区域发展卓有成效,2017-2020年华东以外区域(含电商)合计收入复合增速达35.30%,收入占比也由2017年的31.29%提升至2020年的43.19%。

图27:2020年末公司拥有2088家经销商



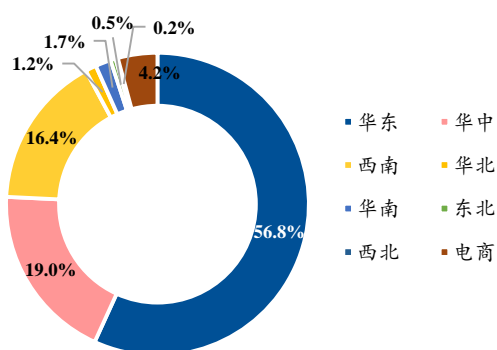
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图28:华东+华中+西南经销商数量占比81%



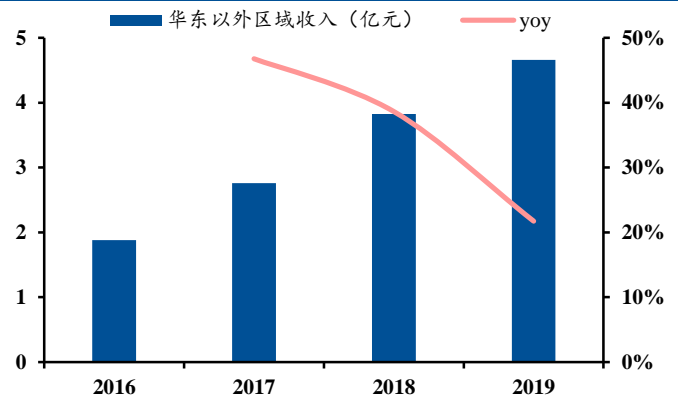
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图29:2020年华东地区收入占比56.81%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

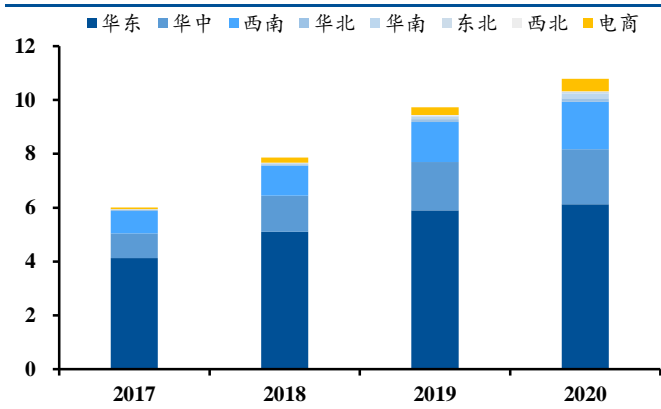
图30:2017-2020华东以外区域收入CAGR达35.3%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

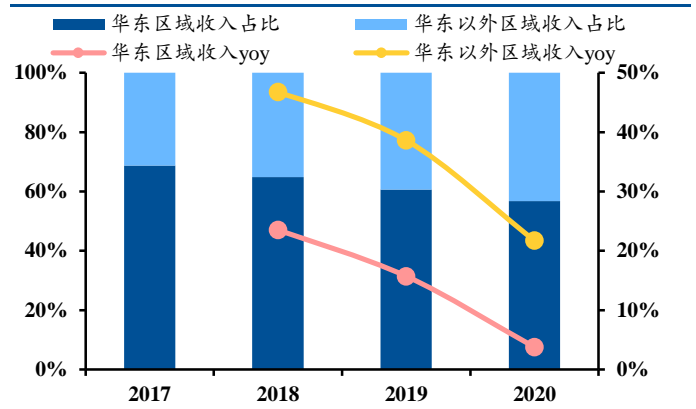
公司根据各地市场不同情况，将全国市场分为成熟市场、半成熟市场和新市场。对不同发展阶段的市場建立的不同的拓展策略和推广方案，将在巩固学校、网吧等特通渠道优势同时，加速拓展便利店、连锁店等新渠道，提高产品铺市率，并通过与天猫、京东的深度合作打开线上渠道发展机遇。公司确立华东、西南、华中片区为核心市场，确立云贵川、鲁豫皖为未来三年重点拓展市场，将深挖渠道潜力，推进市场下沉。同时在全国建立六大营销中心，通过 300 余人的营销团队，发力拓展全国市场。在成熟和半成熟市场通过全渠道覆盖做细市场，通过品牌提升、新品带动来提高消费者复购率，谋求存量市场增量。在新兴市场进一步划分梯队，将后续梯队中优秀市场逐渐提升为前置梯队。对于公司在近年进驻的福建、广东、湖南、湖北、四川、重庆、贵州等含乳饮料相对空白的高增长潜力区域，公司谋求销量倍增。

图31:公司收入分布集中于华东、华中、西南地区(亿元)



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图32:华东以外区域收入占比持续提升



资料来源:公司公告,民生证券研究院

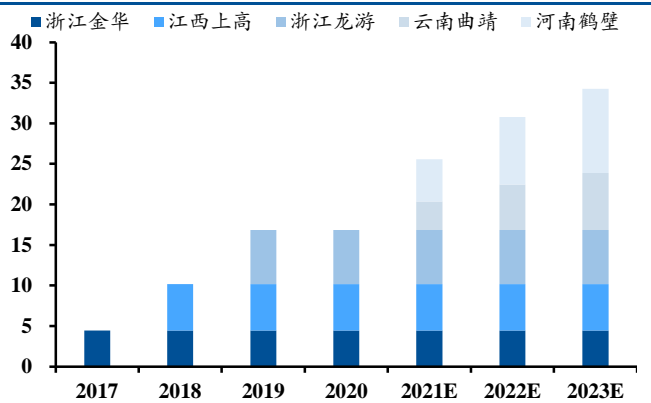
3.3 生产端:产能瓶颈显著,扩产储备生产端潜力

公司主要采用自产模式进行生产,受限于产能约束辅以委外加工弥补产能缺口。公司目前拥有三个生产基地和多个委外加工生产基地,截至 2019 年末公司自有产能达 16.85 万吨,并与 13 家委外厂商达成合作。

自产方面,公司在原有浙江金华生产基地基础上,根据终端市场布局和扩张方向建设了江西上高、浙江龙游生产基地。截至 2019 年末公司拥有 16.85 万吨产能,较 2017 年仅浙江金华 4.44 万吨产能扩张近 3 倍。此外云南曲靖 7 万吨生产基地正处于试生产阶段,河南鹤壁 10.4 万吨产能已处于设备安装阶段,预计将于今年下半年投产,公司规划投产当年达到设计产能 50%,后续 3 年逐渐达到设计产能。同时江西上高规划产能 8 万吨,浙江龙游规划产能 12 万吨,具备充分产能扩张空间。目前龙游二期暂未开通,规划为远期产能,未来将根据市场发展情况,择机扩产。

由于公司终端销售规模快速增长,市场需求持续高于公司自有产能,公司与多家委外企业建立合作,截至 2020 年 6 月末公司与 13 家代工企业达成深度合作。从地理分布来看,委外生产基地主要分布于公司终端高需求区域(浙江、江苏等),及自有产能难以覆盖的远距离区域(海南、云南、四川、河南、山东等),以此补充产能并实现异地低成本覆盖。公司的委外加工模式 99.80% 为提供主材加工模式,即由公司提供主要的原辅料和包材,由委托企业自行采购其余材料进行生产加工,保证原料品质和产品质量,降低生产经营风险,也提升采购效率。

图33:公司产能扩张进程(万吨)



资料来源:公司公告,民生证券研究院整理

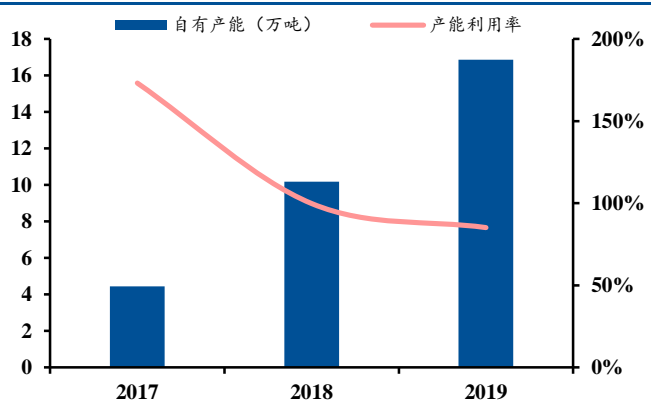
图34:公司自有产能及委外加工生产基地分布



资料来源:公司公告,民生证券研究院

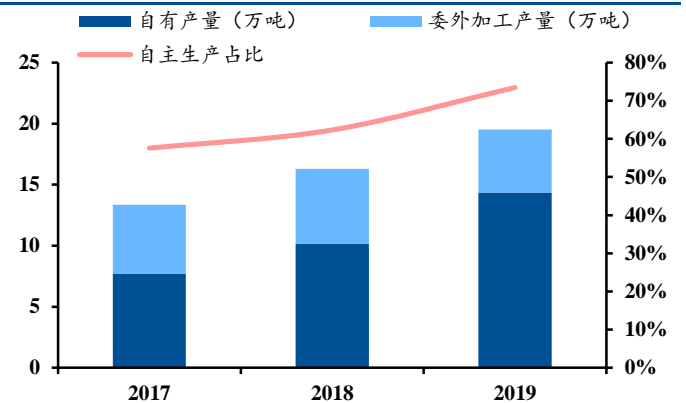
公司持续推进自有产能扩张。2017年公司仅有浙江金华生产基地,产能利用率高达173.13%,同期委外加工占比达42.44%,产能瓶颈凸显。随着2018年2月江西上高生产基地及2018年12月浙江龙游生产基地正式投产,2018/2019年产能利用率分别降至99.80%/85.15%,同期委外加工占比也降至37.67%/26.52%。公司在2017年后陆续停止与部分委外企业合作。公司后续规划云南曲靖、河南鹤壁产能将进一步提高自有产能占比,提高生产可控性,降低生产成本。

图35:自有产能增加,产能利用率持续下降



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图36:自主生产占比持续上升



资料来源:公司公告,民生证券研究院

本次募集资金将主要投向河南鹤壁、云南曲靖的生产基地,以及技术创新中心的建设,三个项目均已备案并获得环评批复,预计将根据建设计划快速投产。本次募投项目预计使用募集资金6.91亿元,根据项目建设进度分3年依次投入。其中拟向河南鹤壁10.4万吨生产基地、云南曲靖7万吨生产基地、浙江技术创新中心分别投入募集资金3.77/2.52/0.62亿元。

表3:李子园募投资金规划(单位:万元)

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额	T年	T+1年	T+2年
河南鹤壁年产10.4万吨含乳饮料生产项目	40,000.00	37,658.07	19,075.73	16,774.84	1,807.51
云南曲靖年产7万吨含乳饮料生产项目	28,000.00	25,169.66	10,493.84	13,272.49	1,403.33
浙江李子园技术创新中心项目	6,244.57	6,244.57	4,478.52	1,766.05	-
合计	74,244.57	69,072.30	34,048.09	31,813.38	3,210.84

资料来源:公司招股说明书,民生证券研究院

为缓解公司产能瓶颈及就近布局终端市场，公司将募投重点放在产能拓张上，顺应公司加快全国化战略布局的诉求，也将凭借公司优秀的品牌效应、产品优势及现有全国化渠道进行深度拓展。公司通过河南鹤壁生产基地布局华中区域，通过云南曲靖生产基地布局西南区域，华中区域收入由 2017 年 0.92 亿元持续增长至 2020 年 2.05 亿元，3 年 CAGR 达 30.55%，西南地区收入由 2017 年 0.83 亿元增长至 2020 年 1.77 亿元，是公司华东以外市场中收入占比最大，最为成熟，也是业绩高增的区域，在此建厂有助于就近覆盖终端需求，加码华东以外区域快速拓展。

河南鹤壁年产 10.4 万吨生产基地预计总投资 4 亿元，拟投入募集资金 3.77 亿元，预计 T+2 年建成生产线及附属设施，并于第 8 个建设季度开始试生产，T+3 年达到预计产能的 50%，T+4 及 T+5 年分别达到预计产能的 80% 及 100%。

表4: 河南鹤壁年产 10.4 万吨生产基地建设进度

阶段/时间	进度 (季)							
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8
厂房及配套实施建设	■	■	■	■	■	■	■	■
仪器安装调试				■	■	■	■	■
设备安装调试					■	■	■	■
系统流程建设						■	■	■
人员调动、招募及培训							■	■
产品试生产								■

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表5: 河南鹤壁年产 10.4 万吨生产基地预计建设进度

项目名称	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
预计达产率	0%	0%	50%	80%	100%
预计产能 (万吨)	-	-	5.20	8.32	10.40

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

云南曲靖年产 7 万吨生产基地预计总投资 2.8 亿元，拟投入募集资金 2.52 亿元，预计 T+2 年建成含乳饮料生产线、研发中心、销售中心及相应附属设施，并于第 8 个建设季度开始试生产，T+3 年达到预计产能的 50%，T+4 及 T+5 年分别达到预计产能的 80% 及 100%。

表6: 云南曲靖年产 7 万吨生产基地建设进度

阶段/时间	进度 (季)							
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7	Q8
厂房及配套实施建设	■	■	■	■	■	■	■	■
仪器安装调试				■	■	■	■	■
设备安装调试					■	■	■	■
系统流程建设						■	■	■
人员调动、招募及培训							■	■
产品试生产								■

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表7: 云南曲靖年产 7 万吨生产基地预计建设进度

项目名称	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
预计达产率	0%	0%	50%	80%	100%

预计产能 (万吨)	-	-	3.50	5.60	7.00
-----------	---	---	------	------	------

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

河南鹤壁、云南曲靖的产能建设，将有效覆盖云贵川、鲁豫皖等公司未来三年重点拓张区域，实现终端市场就近生产和低成本运输。

技术创新中心预计全部使用募集资金投资 6244.57 万元，用于建设配套用房及研发、检测设备，项目拟定两年建成。目前公司已与浙江工商大学等高校及科研机构达成研发合作，建立联合实验室，通过引入专业技术人员的参与，提高公司的技术研发水平。该研发中心的落地也将推动公司进一步提高创新实力，促进公司推出新品，丰富产品结构，满足市场需求，实现多种新品与甜牛奶等经典产品的协同发展。

4 盈利预测与估值分析

4.1 收入拆分与假设

收入方面，预计 2021-2023 年收入将分别达到 14.25/17.85/21.80 亿元，增速分别为 31.0%/25.3%/22.2%。具体来看：

(1) 含乳饮料：考虑新品推广、产能释放及渠道端外延扩张和市场下沉所驱动，预计甜牛奶及新品将带动含乳饮料整体实现持续较快增长，给到 2021-2023 年含乳饮料收入分别同比增长 31%/25%/22%。

(2) 乳味风味饮料：包含枸杞大红枣奶味饮料等，给予乳味风味饮料平稳增速，预计 2021-2023 年该品类收入分别同比增长 3%/4%/8%。

(3) 复合蛋白饮料：包含核桃花生奶等，公司已规划推出针对早餐市场的风味调制豆奶系列，预计在传统流通渠道之外，也将借助特通渠道实现早餐产品铺货，但结合复合蛋白饮料领域竞争较为激烈，预计复合蛋白饮料将实现平稳增长，预计未来 3 年收入分别同比增长 3%/4%/6%。

表8: 李子园收入拆分预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
含乳饮料	760.08	929.19	1044.67	1371.96	1719.48	2103.44
yoy	32%	22%	12%	31%	25%	22%
乳味风味饮料	14.21	14.49	7.33	7.55	7.85	8.48
yoy	51%	2%	-49%	3%	4%	8%
复合蛋白饮料	8.40	6.78	4.47	4.61	4.83	5.11
yoy	33%	-19%	-34%	3%	5%	6%
其他	4.36	24.09	31.11	40.44	52.57	63.08
yoy	-50%	452%	29%	30%	30%	20%
合计	787.05	974.55	1087.57	1424.55	1784.73	2180.11
yoy	31%	24%	12%	31.0%	25.3%	22.2%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

4.2 毛利率及成本假设

毛利率方面，由于 2020 年受疫情干扰较大，我们预计 2021 年各品类毛利率都将在前一年基础上有所提升，考虑到公司新产能逐步投放，前期试生产阶段毛利率可能偏低，另一方面减少委外比例也将提升一定生产效率，节省生产成本。综合考虑，我们判断未来三年毛利率将稳步提升，2021-2023 年整体毛利率分别为 41.32%/41.71%/42.10%。

表9: 李子园毛利率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
含乳饮料	38.19%	42.12%	37.99%	42.10%	42.50%	42.88%
乳味风味饮料	11.77%	15.99%	11.37%	13.33%	15.00%	16.00%
复合蛋白饮料	20.59%	18.35%	-0.06%	16.66%	18.00%	20.00%
其他	25.67%	15.28%	21.40%	23.00%	22.00%	21.50%
整体毛利率	37.45%	40.90%	37.18%	41.32%	41.71%	42.10%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表10:李子园成本拆分预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
含乳饮料	469.84	537.81	647.77	794.37	988.70	1201.48
yoy	26%	14%	20%	23%	24%	22%
乳味风味饮料	12.53	12.17	6.49	6.54	6.67	7.12
yoy	53%	-3%	-47%	1%	2%	7%
复合蛋白饮料	6.67	5.53	4.47	3.84	3.96	4.09
yoy	35%	-17%	-19%	-14%	3%	3%
其他	3.24	20.41	24.45	31.14	41.00	49.52
yoy	-51%	530%	20%	27%	32%	21%
合计	492.29	575.93	683.19	835.88	1040.34	1262.22
yoy	26%	17%	19%	22.4%	24.5%	21.3%

资料来源:公司招股说明书,民生证券研究院

4.3 期间费用率假设

(1) 销售费用率:公司在过去20年持续邀请明星代言并投放广告,有力提升公司的品牌知名度和产品效应,未来仍将继续加强品牌建设,继续通过电视广告、网络推广等多种方式宣传公司产品,建立乳饮料品牌心智。2020年受疫情影响,公司销售费用率出现明显下滑,我们预计未来将稳步增加。

(2) 管理费用率:过去公司的管理用费用均处在稳定范围内,预计2021年由于公司上市将推升管理费用率,后续年份管理费用率将重回稳定阶段。

(3) 研发费用率:过去公司研发费用较为稳定,随公司整体收入上升,研发费用率稍有下滑,由于公司拟建设研发中,同时规划未来将有多款新品推出,预计研发费用率将有所提升。

表11:李子园费用率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	12.31%	13.38%	9.24%	10.66%	10.88%	10.99%
管理费用率	4.93%	3.96%	3.92%	4.53%	3.88%	3.66%
研发费用率	1.22%	0.97%	0.87%	1.00%	1.10%	1.20%
财务费用率	-0.08%	-0.26%	0.02%	0.02%	-0.61%	-0.63%
期间费用率	18.38%	18.05%	14.05%	16.21%	15.25%	15.22%

资料来源:公司招股说明书,民生证券研究院

综上,预计2021-2023年公司实现收入14.25/17.85/21.80亿元,分别同比+31.0%/+25.3%/+22.2%,实现归母净利润2.89/3.77/4.63亿元,分别同比+34.8%/+30.2%/+22.8%。

4.4 相对估值

由于乳饮料本身具备乳制品和软饮料双重属性,故我们选择在这两个子行业中选择部分可比公司来进行类比。公司目前对应2021年43X的估值水平高于核心可比公司平均31X及软饮料行业平均26X估值,基本持平乳制品行业平均44X估值。我们认为,公司目前估值较高一方面是因为公司上市不久、尚属次新股,另外一方面则是因为公司目前持续进行产能扩张和渠道下沉带来的确定性增长。

表12:主要可比公司估值

公司	2021年预测 PE (算术平均)	公司	2021年预测 PE (算术平均)
伊利股份	28X	养元饮品	16X
光明乳业	29X	香飘飘	20X
三元股份	46X	均瑶健康	37X
新乳业	40X	核心可比公司平均估值	31X
CS 乳制品	44X	CS 非乳制品	26X

资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.5 投资建议

预计 2021-2023 年公司实现收入 14.25/17.85/21.80 亿元, 分别同比+31.0%/+25.3%/+22.2%, 实现归母净利润 2.89/3.77/4.63 亿元, 分别同比+34.8%/+30.2%/+22.8%。目前公司总股本 21672 万股, 根据最新股本为基准计算 2021-2023 年 EPS, 全面摊薄后 EPS 分别为 1.33/1.74/2.13 元, 对应 2021-2023 年 PE 分别为 44X/34X/27X。

公司目前估值高于软饮料行业可比公司估值, 持平于乳制品行业估值, 但考虑到公司具备优秀的品牌基础与产品实力, 同时积极推进产能放量及渠道扩张, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5 风险提示

市场竞争加剧, 新品推广不及预期, 原材料价格波动风险, 食品安全问题等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,088	1,425	1,785	2,180
营业成本	683	836	1,040	1,262
营业税金及附加	9	12	14	18
销售费用	101	152	194	240
管理费用	43	65	69	80
研发费用	9	14	20	26
EBIT	243	347	447	555
财务费用	0	0	(11)	(14)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
营业利润	277	373	486	597
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	277	373	486	597
所得税	63	84	110	135
净利润	215	289	377	463
归属于母公司净利润	215	289	377	463
EBITDA	284	395	503	618
资产负债表 (百万元)				
货币资金	244	1362	1637	2165
应收账款及票据	1	1	2	2
预付款项	45	93	115	131
存货	134	92	196	156
其他流动资产	40	40	40	40
流动资产合计	464	1589	1991	2495
长期股权投资	0	1	1	2
固定资产	439	514	584	662
无形资产	77	75	72	70
非流动资产合计	671	727	774	819
资产合计	1136	2316	2765	3314
短期借款	33	33	33	33
应付账款及票据	170	209	257	313
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	342	458	530	616
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	64	64	64	64
非流动负债合计	64	64	64	64
负债合计	406	522	594	680
股本	116	217	217	217
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	730	1794	2171	2633
负债和股东权益合计	1136	2316	2765	3314

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	11.6%	31.0%	25.3%	22.2%
EBIT 增长率	15.0%	42.6%	29.0%	24.1%
净利润增长率	18.1%	34.8%	30.2%	22.8%
盈利能力				
毛利率	37.2%	41.3%	41.7%	42.1%
净利润率	19.7%	20.3%	21.1%	21.2%
总资产收益率 ROA	18.9%	12.5%	13.6%	14.0%
净资产收益率 ROE	29.4%	16.1%	17.3%	17.6%
偿债能力				
流动比率	1.4	3.5	3.8	4.0
速动比率	1.0	3.3	3.4	3.8
现金比率	0.7	3.0	3.1	3.5
资产负债率	0.4	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	54.7	48.6	49.7	50.2
总资产周转率	1.1	0.8	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.3	1.7	2.1
每股净资产	3.4	8.3	10.0	12.2
每股经营现金流	1.4	2.1	1.8	2.9
每股股利	0.5	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	58.8	43.6	33.5	27.3
PB	17.3	7.0	5.8	4.8
EV/EBITDA	42.0	27.3	20.9	16.1
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	215	289	377	463
折旧和摊销	41	49	56	63
营运资金变动	46	109	(55)	110
经营活动现金流	297	448	380	638
资本开支	161	103	102	107
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(159)	(103)	(102)	(107)
股权募资	0	776	0	0
债务募资	30	0	0	0
筹资活动现金流	13	773	(3)	(3)
现金净流量	151	1,118	275	528

插图目录

图 1: 李子园产品体系	3
图 2: 2016~2020 年李子园收入 CAGR 为 24.47%	4
图 3: 2016~2020 年李子园归母净利润 CAGR 为 20.30%	4
图 4: 2020 年李子园含乳饮料收入占比达 97%	4
图 5: 2020 年华东市场贡献公司一半以上收入	4
图 6: 新产能投放助推产能利用率回归良性水平	5
图 7: 自有产能提升后委外加工占比持续下降	5
图 8: 李子园上市后股权结构图	5
图 9: 2014~2018 年含乳饮料行业总产值 CAGR 达+10.4%	7
图 10: 2014~2018 年饮料行业总产值 CAGR 为+0.70%	7
图 11: 2014~2018 年含乳饮料行业总产量 CAGR 达+8.21%	7
图 12: 2014~2018 年含乳制品行业产能 CAGR 达+5.05%	7
图 13: 含乳饮料市场竞争格局趋于稳定	8
图 14: 含乳饮料行业头部竞争者	8
图 15: 李子园生产基地及经销商分布	9
图 16: 李子园产品结构	10
图 17: 含乳饮料支撑李子园收入规模快速扩张 (亿元)	11
图 18: 含乳饮料毛利率在高位水平下持续增长	11
图 19: 销量增长贡献主要增长动力	11
图 20: 李子园收入增速保持业内高位水平	11
图 21: 李子园价增领跑行业均值	12
图 22: 李子园量增维持业内高位水平	12
图 23: 李子园 2020 年新推乳饮料系列	12
图 24: 李子园 2021 年推新乳饮料及功能性饮料	12
图 25: 公司以经销为主, 直销为辅	13
图 26: 直销毛利率普遍高于经销 15ppt	13
图 27: 2020 年末公司拥有 2088 家经销商	13
图 28: 华东+华中+西南经销商数量占比 81%	13
图 29: 2020 年华东地区收入占比 56.81%	13
图 30: 2017-2020 华东以外区域收入 CAGR 达 35.3%	13
图 31: 公司收入分布集中于华东、华中、西南地区 (亿元)	14
图 32: 华东以外区域收入占比持续提升	14
图 33: 公司产能扩张进程 (万吨)	15
图 34: 公司自有产能及委外加工生产基地分布	15
图 35: 自有产能增加, 产能利用率持续下降	15
图 36: 自主生产占比持续上升	15

表格目录

表 1: 公司高管及董事履历	6
表 2: 乳饮料头部企业核心产品	8
表 3: 李子园募投资金规划 (单位: 万元)	15
表 4: 河南鹤壁年产 10.4 万吨生产基地建设进度	16
表 5: 河南鹤壁年产 10.4 万吨生产基地预计建设进度	16
表 6: 云南曲靖年产 7 万吨生产基地建设进度	16
表 7: 云南曲靖年产 7 万吨生产基地预计建设进度	16
表 8: 李子园收入拆分预测	18
表 9: 李子园毛利率预测	18
表 10: 李子园成本拆分预测	19
表 11: 李子园费用率预测	19
表 12: 主要可比公司估值	20
公司财务报表数据预测汇总	21

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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、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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。