

李子园 (605337.SH)

2021年07月30日

投资评级: 增持(首次)

含乳饮料领先企业, 自华东向全国稳步拓张

——公司首次覆盖报告

张宇光(分析师)

叶松霖(联系人)

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790120030038

日期	2021/7/30
当前股价(元)	46.39
一年最高最低(元)	72.60/24.05
总市值(亿元)	100.54
流通市值(亿元)	25.13
总股本(亿股)	2.17
流通股本(亿股)	0.54
近3个月换手率(%)	603.21

● 品牌、渠道、规模初成壁垒, 稳步开拓全国市场, 给予“增持”评级

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.8、3.5、4.2 亿元, EPS 分别为 1.29、1.60、1.96 元, 当前股价对应 PE 分别为 36.1、29.0、23.7 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, 首次覆盖给予“增持”评级。

● 行业稳步增长, 区域性较强, 景气度高

近年来, 含乳饮料行业发展较快, 2014 年至 2019 年复合增速达 9.9%, 高于饮料行业 4.5% 的增速。行业销售区域性较强, 华东、华中、华北为主要的消费区域, 西南区域发展较快。目前行业集中度较为稳定, 但仍低于乳制品行业, 未来集中度仍有提升空间。

● 重点区域具备品牌、渠道、规模优势

李子园深耕风味甜牛奶赛道多年, 在重点地区具备品牌、渠道、规模优势: (1) 品牌: 公司深耕重点区域二十余载, 李子园甜牛奶品牌深入人心。(2) 渠道: 公司经销为主、直销为辅, 在中国大部分省份已经设立经销商。李子园对经销商管控制度较为精细, 渠道掌控力强, 经销商创收能力强, 稳定性高。(3) 规模: 通过自主生产、委托加工并存的方式缓解产能瓶颈。委托加工中以提供主材加工模式为主, 由总部集中采购原材料, 具备规模优势, 可降低采购成本和委托加工产品单位成本。未来新生产基地投产有望进一步加强公司的规模优势。

● 建设生产基地缓解产能瓶颈, 稳步推进全国化进程

公司未来发展仍以甜牛奶为代表的含乳饮料为主, 在成熟市场上持续精耕并全渠道发展, 在半成熟市场上通过样板型市场带动开发周边市场。公司募资建设云南、河南生产基地, 未来有望释放 17.4 万吨的产能, 缓解华中、西南产能受限的状况。随着产能释放, 公司可稳步推进全国化战略, 发展潜力较大。

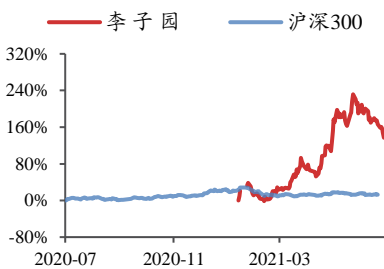
● **风险提示:** 原材料价格风险、公司产能扩张不及预期、渠道扩张不及预期、食品安全事件。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	975	1,088	1,402	1,732	2,118
YOY(%)	23.8	11.6	28.9	23.5	22.3
归母净利润(百万元)	182	215	279	347	424
YOY(%)	46.0	18.1	29.8	24.6	22.2
毛利率(%)	40.9	37.2	39.5	40.2	40.7
净利率(%)	18.6	19.7	19.9	20.0	20.0
ROE(%)	35.3	29.4	29.3	28.9	27.4
EPS(摊薄/元)	0.84	0.99	1.29	1.60	1.96
P/E(倍)	55.3	46.9	36.1	29.0	23.7
P/B(倍)	19.5	13.8	10.6	8.4	6.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

目 录

1、 深耕含乳饮料多年，为风味甜牛奶著名品牌	4
2、 行业稳步增长，区域性较强，景气度高	7
2.1、 含乳饮料需求增加，行业平稳增长	7
2.2、 行业竞争激烈，集中度较为稳定	8
3、 品牌、渠道、规模初成壁垒，稳步开拓全国市场	10
3.1、 深耕含乳饮料多年，具备品牌力	10
3.2、 经销为主、直营为辅，稳步自华东向全国拓张.....	14
3.3、 自主生产与委托加工并存，统一采购具备成本优势.....	17
4、 募资扩产缓解产能瓶颈，研发产品健康化	18
5、 盈利预测与投资建议	19
6、 风险提示	20
附： 财务预测摘要	21

图表目录

图 1: 2020 年公司营收同比增 11.6%	5
图 2: 2020 年公司净利润同比增 18.1%	5
图 3: 2020 年含乳饮料营收占比为 96.05%	6
图 4: 2020 年销售费用率为 9.24%	6
图 5: 2020 年销售毛利率为 37.18%	6
图 6: 2020 年销售净利率为 19.73%	6
图 7: 2013 年以来，含乳饮料零售市场规模快速增长	7
图 8: 2017 年至 2019 年含乳饮料行业产量稳步增长	7
图 9: 2018 年含乳饮料规模以上企业产能增 3%	8
图 10: 2013 年以来，含乳饮料企业产量稳步增长	8
图 11: 西南区域含乳饮料销售额增速较快	8
图 12: 华东区域含乳饮料销售额占比较高	8
图 13: 2019 年乳制品行业 CR2 约 48.1%	9
图 14: 2020 年公司华东区域销售收入占主营业务收入 56.8%	10
图 15: 公司 2020 年广告宣传费率为 1.70%	12
图 16: 2020H1 市场推广费用率为 3.25%，低于行业平均	12
图 17: 2017 年提价后，产品销量仍较快增长	13
图 18: 2020 年经销模式收入占比达 97.2%	15
图 19: 公司经销商已覆盖中国大部分省份	15
图 20: 华东经销商 2019 年平均销售额 81.49 万元/家	16
图 21: 2019 年年销售额 50 万以下经销商占比同比略升	16
图 22: 2019 年公司主要产品委托加工占比达 26.5%	17
图 23: 华东地区 2020 年营收占比达 56.8%	18
表 1: 公司成立至今专注于发展含乳饮料主业	4
表 2: 创始人持股比例较高，管理层利益与公司绑定	5
表 3: 2014 年以来，含乳饮料行业集中度较为稳定	8

表 4: 李子园与全国性品牌错位竞争	9
表 5: 李子园产品矩阵丰富	11
表 6: 公司在 2017、2020 年对含乳饮料产品调价	13
表 7: 李子园毛利率高于可比公司平均水平	14
表 8: 以营销中心为核心, 六大部门相互配合	14
表 9: 多种返利补贴模式调动经销商积极性	16
表 10: 公司主要采用提供主材加工模式	18
表 11: 2020H1 公司产能利用率达 76.8%	19
表 12: 收入预测: 含乳饮料是主要收入来源	20
表 13: 可比公司估值: 李子园估值水平高于行业平均	20

1、深耕含乳饮料多年，为风味甜牛奶著名品牌

深耕饮料市场多年，为甜牛奶行业领先企业。公司成立于1994年10月，总部位于浙江省金华市，是市场中较早从事甜牛奶生产销售的企业。公司产品涵盖含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料、乳制品等品类，主要产品包括甜牛奶乳饮料、各式风味乳饮料、乳酸菌饮品、核桃花生牛奶复合蛋白饮料、VD钙乳酸饮料等。1994年李国平、王旭斌夫妇共同出资创立李子园，开始从事含乳饮料的生产。2011年公司推出蓝莓汁、芒果汁等多种果汁饮料，丰富了公司的产品线。2013年李子园推出苗条型利乐砖产品，使公司产品包装更丰富多样。2021年公司成功上市。

表1: 公司成立至今专注于发展含乳饮料主业

时间	重要历程
1994年	浙江李子园食品股份有限公司成立
1999年	公司实施ISO9002国际质量体系管理
2003年	金华市乳品检测中心在李子园公司成立
2003年	时任国家主席胡锦涛、人大委员长吴邦国，政治局常委李长春先后莅临李子园江西子公司视察工作
2003年	公司通过ISO9001:2000质量体系认证、ISO14001环境管理体系认证、QS认证
2008年	李子园玉米汁系列上市
2011年	李子园自立袋乳鲜多饮品、自立袋大红枣饮料、新品蓝莓汁、芒果汁、苹果汁、橙汁饮料、250ml燕麦高钙乳味饮料、450ml塑瓶装蜜瓜甜牛奶乳饮料、1000ml塑瓶装紫薯汁饮料上市
2012年	儿童型125ml小倍特上市
2013年	苗条型利乐砖系列产品：甜蜜蜜、浓香型核桃乳上市
2014年	李子园牛奶“煮”咖啡、牛奶“煮”椰子新品上市
2021年	李子园公司于上交所上市

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司创始人持股比例较高，股权结构集中。李国平、王旭斌两位创始人为夫妻关系，二人通过直接、间接持股分别持有李子园6828.8万股及2470.8万股，分别占公司总股本的44.11%及15.96%。公司第三、第四股东为千祥投资和茅台建信投资，分别占公司总股本的4.67%及4.26%。其中，千祥投资的股权来源于2016年4月对公司的A轮投资，茅台建信投资的股权来源于2018年11月对公司的投资。创始人夫妻共占公司总股本60.07%，股权结构集中且相对稳定。

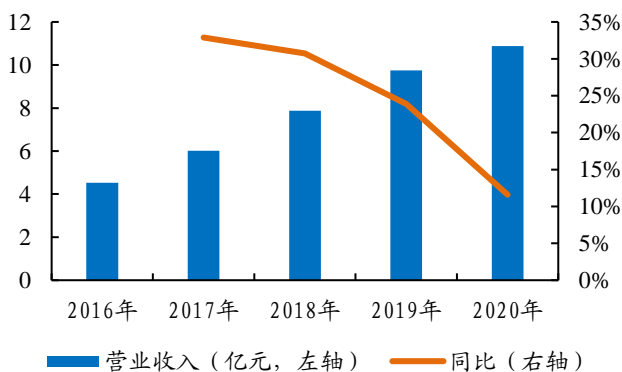
管理层员工通过持股与公司利益绑定。2015年12月，公司新增360万元注册资本，由12名公司董事、监事、高级管理人员及业务骨干员工共计现金缴纳1080万元认购。管理层员工和公司利益绑定，有助于调动核心员工积极性。

表2: 创始人持股比例较高, 管理层利益与公司绑定

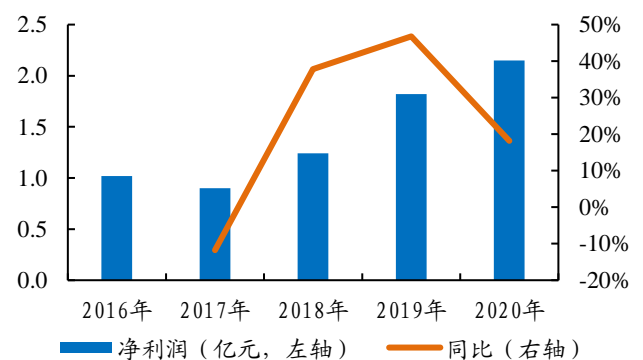
姓名	职务	持股比例
李国平	董事长	44.11%
王旭斌	董事、副总经理	15.96%
朱文秀	董事、总经理	0.63%
苏忠军	董事、副总经理	0.50%
王顺余	董事、副总经理	0.12%
崔宏伟	监事会主席	0.15%
郑宋友	监事	0.12%
方建华	副总经理	0.47%
许甫生	副总经理	0.44%
程伟忠	董事会秘书	0.41%
孙旭芬	财务总监	0.19%
汪雪浓	职工监事	0.17%

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

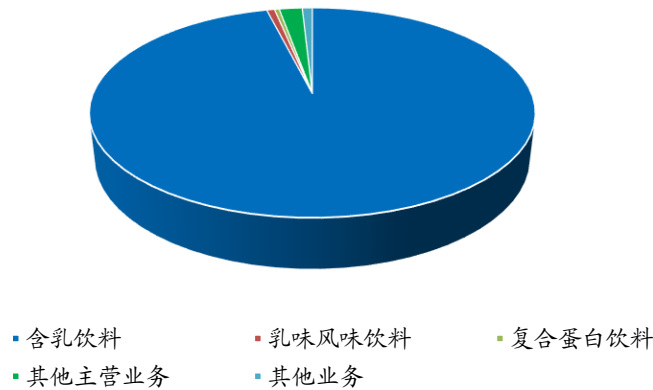
李子园营收、净利快速增长。2016年至2020年, 李子园营业总收入从4.53亿元增长至10.88亿元, 年均复合增速为24.49%; 归母净利润从1.02亿元增长至2.15亿元, 年均复合增长率为20.49%, 2018年和2019年公司提价影响显现, 归母净利润增速分别达37.98%和45.99%。在受到新冠疫情不利的冲击下, 公司2020年营收、净利仍实现正增长, 增速分别为11.60%、18.12%。随着新冠疫情影响逐渐降低, 公司2021Q1营收、净利润分别为3.31亿元、0.53亿元, 同比增长127.3%及306.8%。公司主营业务包括含乳饮料、乳味风味饮料、复合蛋白饮料、其他主营业务, 其中含乳饮料品类在2020年营收占比96.05%。

图1: 2020年公司营收同比增11.6%


数据来源: Wind、开源证券研究所

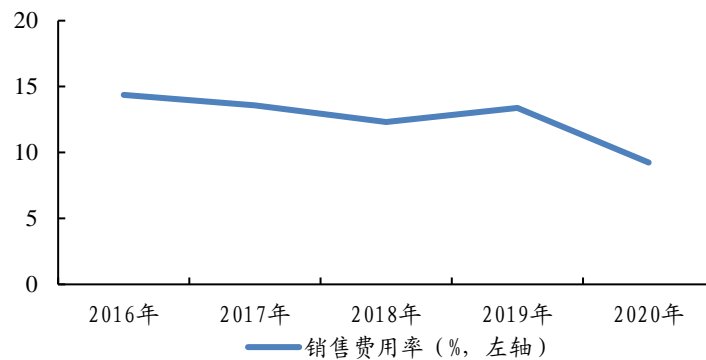
图2: 2020年公司净利润同比增18.1%


数据来源: Wind、开源证券研究所

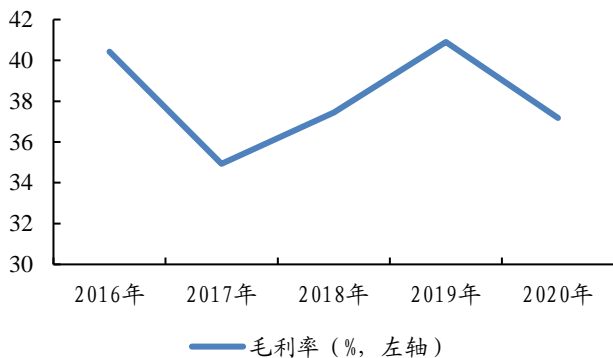
图3：2020 年含乳饮料营收占比为 96.05%


数据来源：Wind、开源证券研究所

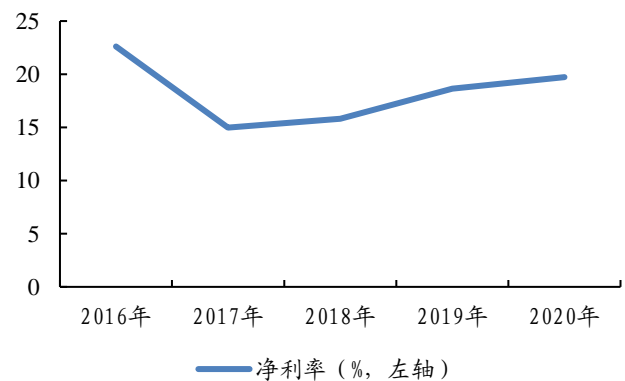
公司运营水平优异，净利率稳步提升。公司始终保持着较高的净利率，且净利率呈上升趋势。2018 年、2019 年、2020 年销售净利率分别为 15.81%、18.64%、19.73%；销售毛利率为 37.45%、40.90%、37.18%。公司净利率稳步提升的主因：（1）2019 年销售毛利率同比提升了 3.45pct；（2）由于疫情期间推广活动减少，2020 年销售费用率下降。

图4：2020 年销售费用率为 9.24%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年销售毛利率为 37.18%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020 年销售净利率为 19.73%


数据来源：Wind、开源证券研究所

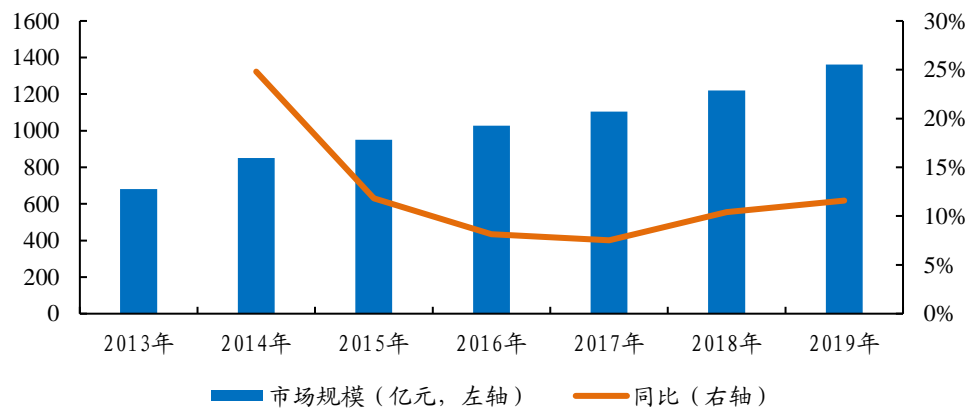
2、行业稳步增长，区域性较强，景气度高

2.1、含乳饮料需求增加，行业平稳增长

随着居民消费水平提升，含乳饮料需求增加。含乳饮料包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、乳酸菌饮料等，主要以乳制品为原料，加入水及适量辅料经配制或发酵而成的饮料制品。随着中国居民消费水平的提高，消费者对健康饮食的需求日益提高，饮料行业消费品类自 80 年代末的碳酸饮料、瓶装水、茶饮料衍变至 2001 年的果汁、凉茶、功能饮料，再发展至含乳饮料、植物蛋白饮料。相较于一般饮料，含乳饮料在满足口味丰富的同时，更符合消费者对健康的需求，含乳饮料消费需求不断增加。

含乳饮料景气度高，增速快于行业增速。含乳饮料的增速远高于我国饮料行业。根据中国食品工业协会的数据，2019 年含乳饮料零售市场规模同比增 11.6% 至 1361.82 亿元。2014 年至 2019 年，含乳饮料零售市场规模年均复合增速为 9.9%，期间内饮料行业的销售额复合增速仅达到 4.5%，含乳饮料行业增速快于饮料行业。

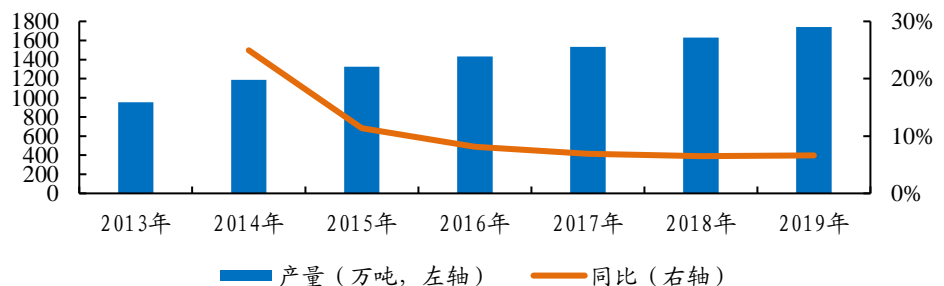
图7：2013 年以来，含乳饮料零售市场规模快速增长



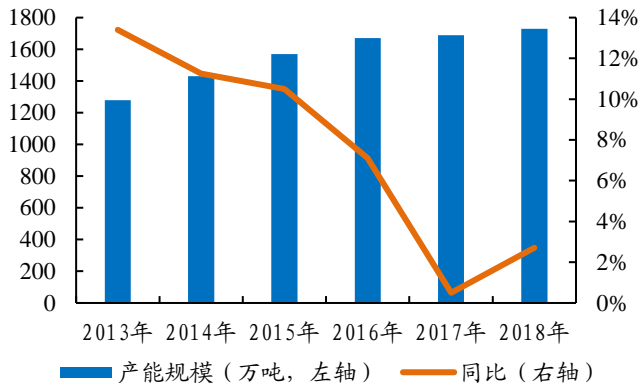
数据来源：中国食品工业协会、开源证券研究所

含乳饮料行业产能利用率高。根据公司招股说明书数据，2018 年含乳饮料行业产能为 1718.38 万吨，同比增加 2.75%。根据智研咨询数据，2018 年含乳饮料行业产量和销量分别为 1631.45 万吨及 1631.40 万吨，基本达到产销平衡。2018 年行业产能利用率达到 94.9%，产能利用率较高。

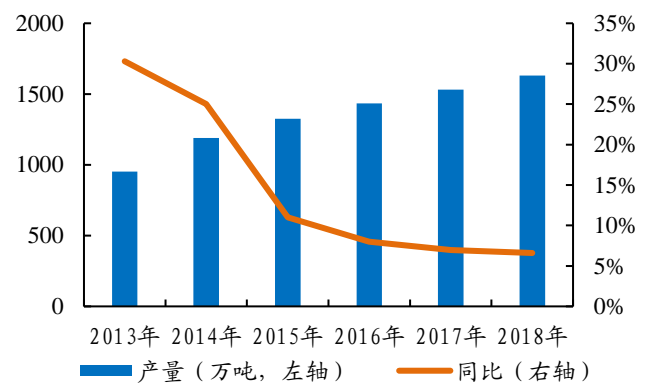
图8：2017 年至 2019 年含乳饮料行业产量稳步增长



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

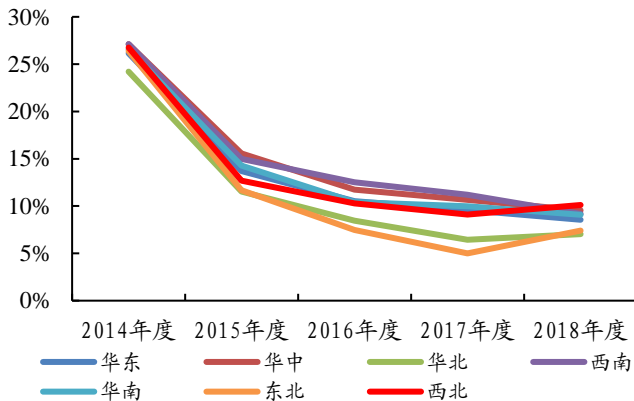
图9: 2018年含乳饮料规模以上企业产能增3%


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

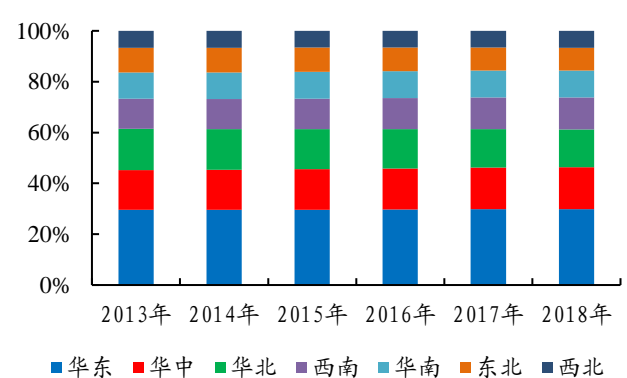
图10: 2013年以来, 含乳饮料企业产量稳步增长


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

含乳饮料销售区域性较强。含乳饮料行业销售呈现较强的区域性, 根据中国食品工业协会数据, 2018年华东、华中、华北区域为含乳饮料的主要消费区域, 占比达29.8%、16.6%、14.8%。近年来, 西南区域销售额增速较快, 2018年增9.52亿元至113.20亿元, 销售占比自2013年的11.8%提升至2018年12.6%。

图11: 西南区域含乳饮料销售额增速较快


数据来源: 中国食品工业协会、开源证券研究所

图12: 华东区域含乳饮料销售额占比较高


数据来源: 中国食品工业协会、开源证券研究所

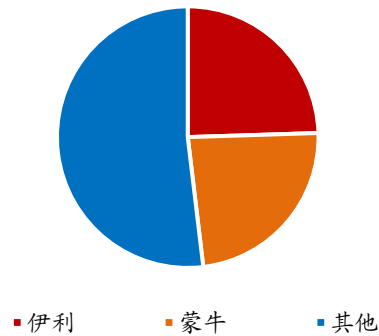
2.2、行业竞争激烈, 集中度较为稳定

含乳饮料行业集中度较为稳定, 但集中度仍较低。根据中国食品工业协会的统计数据, 2013年-2018年含乳饮料行业集中度较为稳定。2018年行业CR5约34.2%, CR10约为42.3%。但目前中国含乳饮料的行业集中度相较于乳制品行业偏低。根据Euromonitor数据, 2019年常温奶行业中CR2约65.1%, 低温酸奶CR2约44%, 乳制品全品类CR2约48.1%, 含乳饮料集中度仍有较大提升空间。

表3: 2014年以来, 含乳饮料行业集中度较为稳定

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
CR5	33.8%	34.2%	33.7%	34.3%	34.2%
CR10	40.7%	42.5%	44.0%	40.8%	42.3%

数据来源: 中国食品工业协会、开源证券研究所

图13: 2019年乳制品行业CR2约48.1%


数据来源: 欧睿、开源证券研究所

行业竞争激烈, 全国性和区域性品牌共同竞争。在含乳饮料行业中, 按企业的市场规模、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:

(1) 全国性大型含乳饮料企业: 数量较少, 且进入含乳饮料行业时间较晚, 但凭借强大的品牌力与渠道优势, 产品可迅速渗透进全国各线城市的市场。代表企业有伊利股份、蒙牛乳业、娃哈哈。

(2) 全国性布局区域型企业: 数量多于全国性大型企业, 包括李子园、光明乳业、新乳业、夏进乳业、燕塘乳业等。该类公司在品牌发源地或部分重点地区具备区域优势。全国性布局区域型企业在全国布局了销售、生产网络, 主要凭借产品差异化开拓市场, 但目前重点区域以外的市场为公司带来的业绩贡献较少。

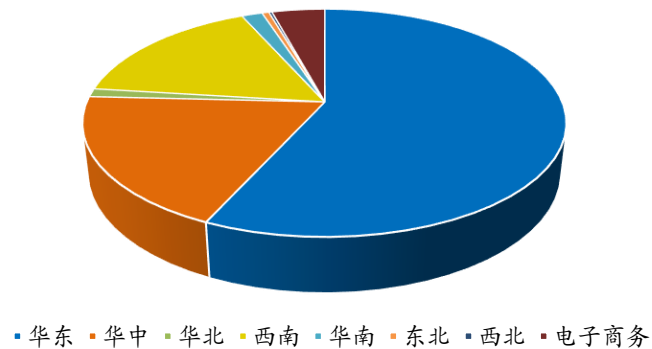
(3) 地方性中小企业: 企业数量最多, 但优势区域较小, 仅为单一省份甚至是单一城市。该类企业在其优势区域品牌知名度高、渠道完善, 但难以全国化扩张。

表4: 李子园与全国性品牌错位竞争

企业名称	注册时间	主要含乳饮料产品
李子园	1994年	风味奶饮品、酸味奶饮品、乳酸菌饮品
伊利股份	1993年	优酸乳、果粒多、谷粒多、畅意乳酸菌饮品、QQ星儿童酸奶
蒙牛乳业	2004年	优益C、酸酸乳、真果粒
娃哈哈	1993年	营养快线、爽歪歪、钙多多、AD钙奶
光明乳业	1996年	巧风、萌小团牛奶饮品、酸牛奶饮品
新乳业	2006年	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
燕塘乳业	2002年	甜牛奶、食膳养生奶、乳酸菌乳饮料
均瑶乳业	1998年	“味动力”系列饮料、奇梦星乳酸菌饮品
夏进乳业	1992年	瓶装酸牛奶含乳饮料

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

公司经营含乳饮料多年, 在风味甜牛奶领域占据一席之地。公司多年专注于甜牛奶为主的业务, 以浙江金华、江西上高和浙江龙游三个生产基地为中心, 辅以各代工企业, 深耕华东、华中、西南区域。2020年华东、华中、西南销售收入占比分别达56.8%、19.0%、16.4%。公司规模在甜味含乳饮料行业中排名靠前。

图14：2020 年公司华东区域销售收入占主营业务收入 56.8%


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、品牌、渠道、规模初成壁垒，稳步开拓全国市场

3.1、深耕含乳饮料多年，具备品牌力

公司多年深耕含乳饮料，品牌深入人心。公司自 1994 年成立以来，深耕甜牛奶乳饮料系列含乳饮料的细分领域。与其他含乳饮料企业多品类、多品牌共同发展的策略不同，李子园集中主要精力在含乳饮料品类。通过 20 余年的发展，“李子园甜牛奶”的良好品牌形象在华东市场中深入人心，具备一定品牌力。

以甜牛奶乳饮料为基础，向外延伸至其他蛋白饮料。李子园以“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，未来仍旧会以甜牛奶乳饮料为基础，并逐步向其他产品延伸：（1）针对高端消费群体推出优化益生菌活性酸奶；（2）针对年轻消费群体推出风味奶茶和榴莲味乳饮料；（3）针对早餐市场推出风味调制豆奶等。随着公司现有产品组合进一步完善，李子园可满足不同市场、不同消费人群的消费需求。

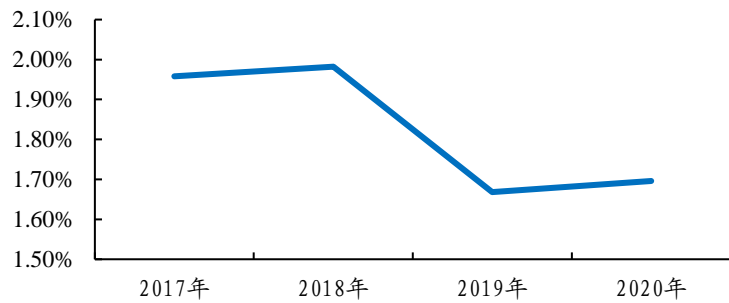
表5: 李子园产品矩阵丰富

项目	图示	产品名称
配置型含乳饮料		甜牛奶乳饮料
		草莓风味乳饮料
		朱古力风味乳饮料
		哈密瓜风味乳饮料
		荔枝风味乳饮料
		“纯情乳”酸奶乳饮料
		牛奶煮椰子
		牛奶煮咖啡
发酵型含乳饮料		“零脂肪”乳酸菌乳饮品
复合蛋白饮料		核桃花生牛奶复合蛋白饮料
乳味风味饮料		VD 钙乳酸饮料
		枸杞大红枣奶味饮料
乳制品		榴莲牛奶 (臭臭奶)

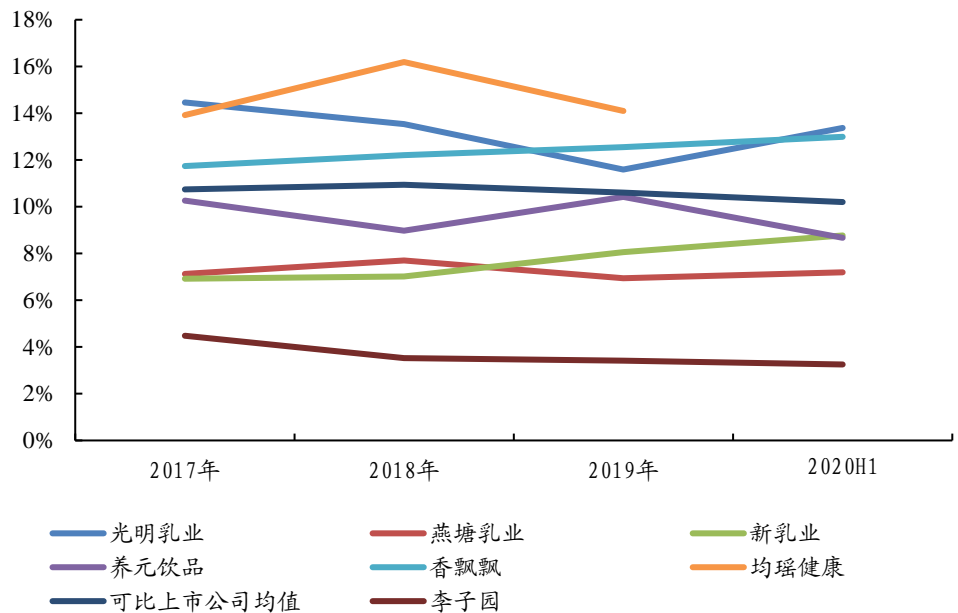
资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

持续投入加大宣传力度，提升品牌知名度。公司宣传力度较大，自签约范冰冰、林心如、周迅等代言人后，于2017年签约代言人苗苗，品牌认知度提升。2020年，

公司广告宣传费率为 1.7%。但由于公司网点主要为小型连锁超市、车站、学校等，渠道所需推广费用较低，故市场推广费用率较低。为塑造公司品牌，使公司文化理念广受消费者认可，公司专门成立了独立于营销中心的品牌部，负责公司品牌文化的传播。未来，公司仍将以“新新鲜鲜李子园，自然而然爱上你”为品牌诉求和理念，持续通过电视及户外广告、网络推广、综艺等多种方式进一步提升李子园的品牌知名度。

图15: 公司 2020 年广告宣传费率为 1.70%


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图16: 2020H1 市场推广费用率为 3.25%，低于行业平均


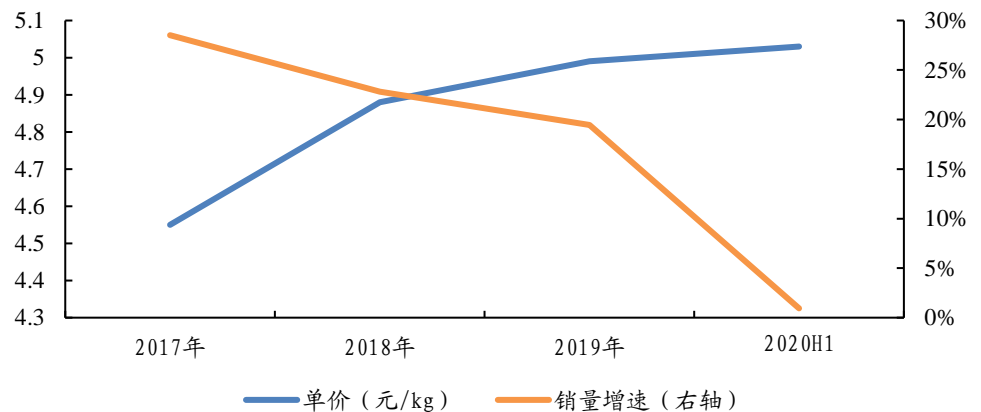
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

品牌力强，具备提价能力。李子园品牌力强，且根据地市场优势较为稳固，具备提价能力。公司为应对原材料成本上行压力，进一步完善产品价格体系，于 2017 年、2020 年对产品进行调价。但调价后，公司含乳饮料销量仍稳步增长，2017、2020 年销量分别同比增 28.5%、10.8%。

表6: 公司在 2017、2020 年对含乳饮料产品调价

	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1	
变动比例	5.42%	7.15%	2.35%	1.56%	
主要原因	(1) 2017 年 4 月公司提价影响得以在 2018 年全面显现; 公司于 2017 年 4 月调整公司部分产品出厂价格, 提高了含乳饮料产品的平均售价		公司所销售的含乳饮料增值税销项税率自 2019 年 4 月 1 日起自 16% 下降为 13%, 在未调整产品含税售价的情况下, 税后平均售价略有上升。	(1) 2019 年 4 月 1 日起公司所销售的含乳饮料增值税销项税率下调, 对税后平均售价的提升作用进一步显现; (2) 2020 年 1 月起上调 225ml 系列甜牛奶乳饮料产品出厂价单价, 提高了含乳饮料产品的平均售价。	
单价变动		(2) 对不同成熟度的区域市场和不同渠道的经销商返利补贴进行了更为精细化的管理与更具针对性的控制, 导致公司 2018 年返利补贴占返利前营业收入比例下降。			
调价合理性	2016 年下半年以来, 主要原材料价格上涨幅度较大	公司为提升返利补贴的使用效率与效果, 强化经销商市场推广落地情况, 进行市场推广专项返利补贴内部调整。	公司根据《关于深化增值税改革有关政策的公告》(财政部税务总局海关总署公告 2019 年第 39 号), 调整产品增值税税率。	为进一步完善产品价格体系, 同时为应对原材料价格上涨, 对出厂单价相对较低的 225ml 甜牛奶乳饮料产品进行统一调价。	
销量变动	变动比例	28.52%	22.81%	19.44%	0.94%

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图 17: 2017 年提价后, 产品销量仍较快增长


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

李子园含乳饮料毛利率高于可比公司整体水平。2017 年至 2020 年可比公司平均毛利率约 40.0%、40.1%、41.1%、34.9%。2020 年李子园毛利率达 37.2%，高于可比公司平均毛利率 34.9% 的水平。

表7: 李子园毛利率高于可比公司平均水平

	2017年	2018年	2019年	2020年
李子园	34.9%	37.5%	40.9%	37.2%
光明乳业	33.3%	33.3%	31.3%	25.8%
燕塘乳业	35.5%	31.9%	35.2%	28.4%
新乳业	34.7%	33.9%	33.1%	24.5%
养元饮品	47.9%	50.0%	52.8%	47.8%
香飘飘	40.2%	40.4%	41.2%	36.2%
均瑶健康	48.3%	51.4%	52.7%	46.6%
可比公司平均值	40.0%	40.1%	41.1%	34.9%

数据来源: 公司招股书、Wind、开源证券研究所

3.2、经销为主、直营为辅，稳步自华东向全国拓张

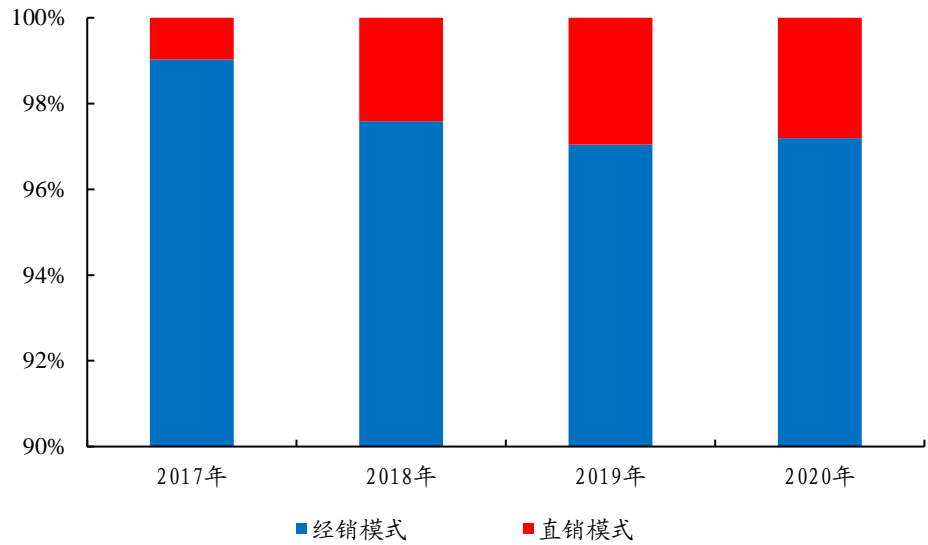
以营销中心为核心，旗下六大部门相互配合。公司经过多年经验，探索出区域推广和学校、早餐等特通渠道相结合的销售体系。2020H1 公司自有销售员工 300 余人，归属于营销中心及旗下 6 大部门：六大销售大区、李子园电子商务、市场服务部、市场物流部、市场管理部、售后服务与价格管控部。营销中心各部门间相互配合，实现线上线下全渠道发展，构成高效的销售体系。

表8: 以营销中心为核心，六大部门相互配合

部门	职能
六大销售大区	相关区域经销商搜寻、筛选、管理及具体市场推广计划调研、制定、落实
李子园电子商务	天猫、京东、淘宝等线上平台的运营及产品销售
市场服务部	内部管理、培训，客户档案维护，业务费用、返利审核，业绩分析
市场物流部	公司产品销售运输车辆安排
市场管理部	市场调研及信息整理，市场费用稽查、结案，临期品管控
售后服务与价格管控部	经销商及客户投诉调查、处理及总结反馈，市场价格体系维护与管理、冲窜货管理

资料来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

销售模式以经销为主、直销为辅。李子园主要通过经销模式精耕当地市场，提高产品渗透率，拓展学校、早餐、网吧、部队等特通渠道。直销模式主要是电商业务，公司一方面通过天猫李子园旗舰店、淘宝李子园旗舰店等平台自营网店销售，并自行配送；另一方面，通过天猫超市、京东超市等代销并由平台配送。公司以经销模式为主，2020 年经销模式收入占比达 97.2%。

图18: 2020年经销模式收入占比达97.2%


数据来源: 公司招股说明书、公司2020年报、开源证券研究所

经销商数量稳步增长, 西南、华中经销商数量增长较快。公司积极开拓全新合作的经销商, 优化经销商结构, 淘汰不达考核标准及违反合同的经销商, 经销商数量稳步增长, 2017-2019年分别新增476家、484家、678家经销商, 淘汰经营不善的159家、450家、388家经销商。2020H1尽管受疫情影响, 部分月份社交活动几乎停摆, 公司新增经销商数量仍保持上升趋势, 新增372家, 撤销186家经销商。2021Q1, 公司经销商数量持续上升, 全国范围内达到2128家。分区域来看, 华东区域为核心销售市场, 公司持续精耕、下沉重点市场, 2021Q1经销商数量达820家; 西南、华中区域经销商数量增长较快。

图19: 公司经销商已覆盖中国大部分省份


资料来源: 公司招股说明书

经销商管控制度精细, 多措施提升经销商积极性。公司采取买断式预收货款的方式将产品销售给经销商, 经销商再进一步向分销商、零售商销售。但公司建立了较

为完善的经销商管控制度，可提升经销商效率，并加强自身渠道管控能力：

(1) 在经销商成立初期，公司派遣销售经理培训经销商人员、策划活动、打造示范性门店，辅导经销商开展业务，保障经销商正常运营。

(2) 在公司渠道铺设较为成熟的区域，销售经理负责追踪公司产品及竞品的销售信息，上报并处理冲货现象，对营销技巧等进行针对性指导，了解经销商库存状况并协助其管理动态库存。

(3) 为提升经销商的积极性，公司根据经销商的业绩推行返利补贴政策。具体分为年度返利补贴、直配返利补贴、市场推广专项返利补贴。

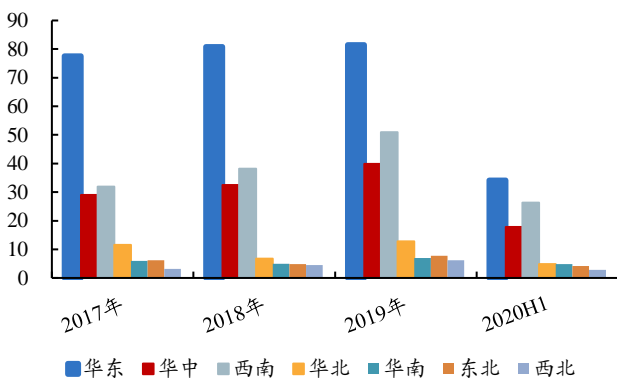
表9：多种返利补贴模式调动经销商积极性

返利模式	内容
年度返利补贴	公司根据《经销合同》中签订年度考核返利补贴和产品补损返利补贴比例，给予经销商相应年度返利补贴。
直配返利补贴	针对新开拓区域、新合作经销商或小品项产品进行直配返利补贴
市场推广专项返利补贴	主要包括追加折返补贴、陈列地堆折返补贴、推广员费用折返补贴、进场费用补贴、卖场费用折返补贴、买赠活动折返

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

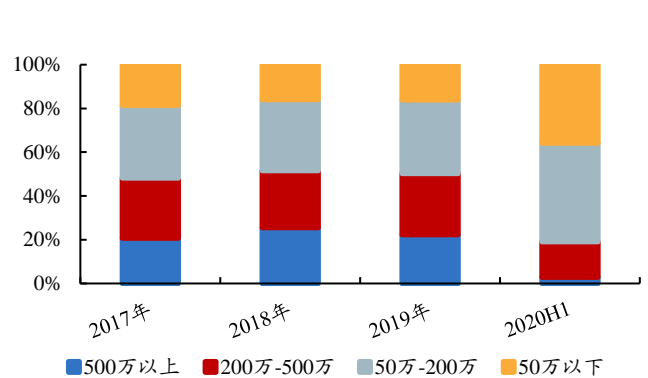
经销商创收能力增强，稳定性较高。李子园经销商积极性高，创收能力逐年增加，平均每家年度销售额自2017年的49.32万元增至2019年的53.63万元。分区域来看，核心华东区域的经销商创收能力较高；重点开拓区域西南、华中区域经销商创收能力稳步增长；其他区域还在市场开拓前期，经销商流动性相对较大。此外，由于公司2011年开始对渠道进行细分和下沉，对经销商进行嵌入式管理，与经销商共同成长，经销商稳定性提升，合作时间在三年以上的经销商营收占经销收入比例逐年提升，2019年占比达68.5%。

图20：华东经销商2019年平均销售额81.49万元/家



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图21：2019年年销售额50万以下经销商占比同比略升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

成熟市场渠道下沉，以样板工程带动半成熟区域发展。公司根据人口数量、销售金额、市场增速、竞品情况等将市场分为成熟市场、半成熟市场、新市场，并针对不同发展阶段的市场及渠道建立针对性的销售和返利补贴政策。未来公司将精耕华东、西南、华中重点核心市场，并加速全国市场的开拓步伐：

(1) 成熟市场：巩固传统的优势渠道如小型商超、早餐、学校等，同时开发餐饮、网吧、加油站、单位食堂等特通渠道，以及线上渠道，全渠道发展，进一步提高

产品铺市率。

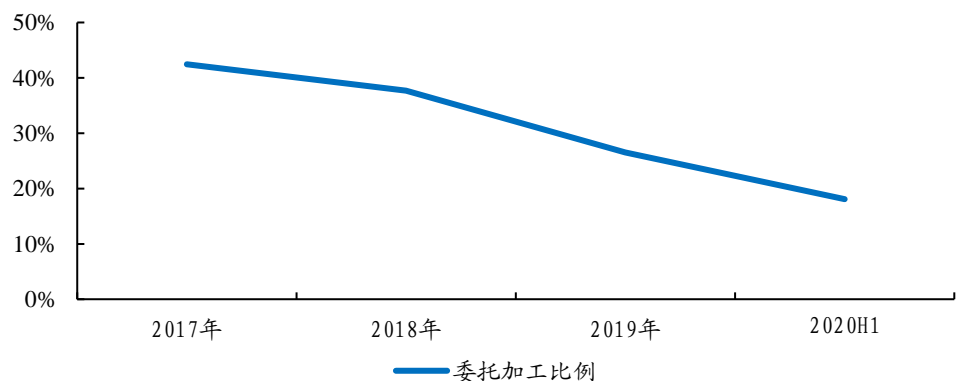
(2) 半成熟市场：重点培育样板性市场、开发新客户，通过样板工程带动开发周边市场。

3.3、自主生产与委托加工并存，统一采购具备成本优势

产地靠近销售重点地区，存货周转天数较低。公司生产基地位于重点销售区域中，运输距离较短，有利于成品周转，降低存货周转天数。2020 年主营业务收入中的 56.8% 来自于金华工厂、龙游工厂所在的华东地区，且距离上高工厂较近。在营收占比 16.4% 的西南地区，公司已布局云南曲靖工厂，现已完成 83% 的工程进度；而河南鹤壁工厂已完成 39% 的工程进度。2019 年伊利股份、光明乳业、熊猫乳品的存货周转天数分别为 42.20 天、50.38 天、50.90 天，而公司为 43.32 天，存货周转优于乳制品行业一般水平，次于白奶龙头企业。2020 年光明乳业、熊猫乳品在存货周转天数为 49.73 天、58.82 天，公司为 54.74 天。由于 2020 年海外新冠疫情严重，为避免公司生产受原材料供应的影响，公司原材料存货由期初 4798 万元增加至期末 1.06 亿元。原材料存货的大幅提升使公司 2020 年存货周转天数相较于 2019 年上升了 11.42 天，大致处于行业平均水平。

缓解产能瓶颈，自主生产和委托加工并存。为缓解公司产能紧张和生产基地分布不均的状况，公司采取自主生产和委托加工并存的生产模式。2017 年公司江西上高、浙江龙游生产基地还未投产，公司通过增加生产日期和生产班次的方法，使金华工厂产能利用率达 173%。一方面，由于公司生产基地距离西南地区较远，运输成本高，公司委托当地企业生产公司产品，有利于降低运输成本。另一方面，公司委托加工甜牛奶乳饮料等紧缺产品、以及一些销量较小且工艺特殊的产品如 VD 钙奶、牛奶煮椰子等，可提升自产效率和资产收益率。2019 年，公司含乳饮料、其他饮料委托加工占比分别达 26.4%、29.2%，累计委托加工占比达 26.5%。

图22：2019 年公司主要产品委托加工占比达 26.5%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

委托加工模式主要以提供主材加工模式为主，统一采购成本较低。公司的委托加工模式中主要分为提供主材加工模式和购买成品模式：

(1) 提供主材加工模式：公司提供奶粉、白砂糖、高密度聚乙烯、小包料等主要材料，受委托方自行购买其他生产所需材料。

(2) 购买成品模式：受委托企业自行采购原材料生产成品。

李子园与供应商签订年度框架协议，由总部集中采购原材料后进行生产基地调

配，其中主要原材料奶粉及生牛乳采购自恒天然集团及签订协议的奶牛合作社。自2018年起，公司以提供主材加工模式为主，通过统一采购主要原材料，发挥公司规模优势，降低委托加工产品单位成本。

表10: 公司主要采用提供主材加工模式

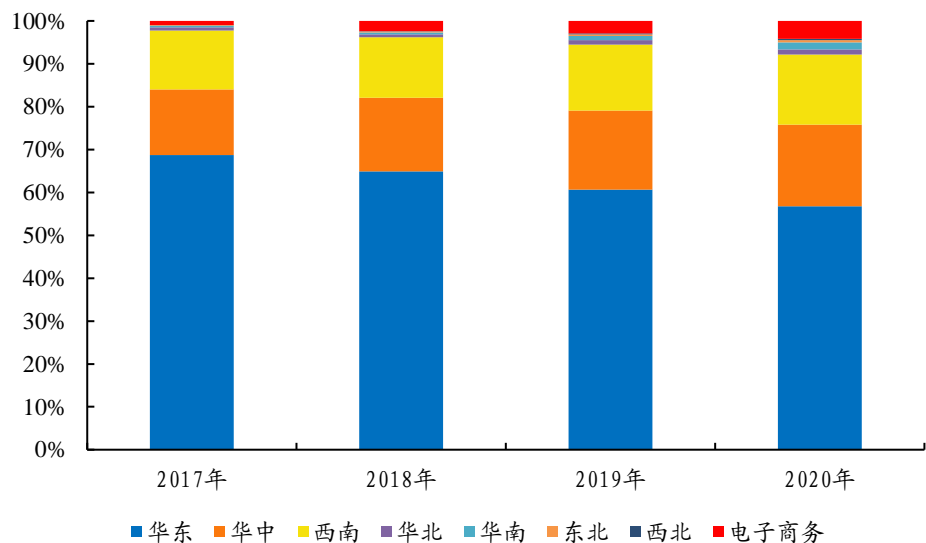
	2017年	2018年	2019年	2020H1
提供主材加工模式占比	43.09%	97.87%	99.87%	99.80%
购买成品模式占比	56.91%	2.13%	0.13%	0.20%
小计	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

4、募资扩产缓解产能瓶颈，研发产品健康化

华中、西南区域产能受限，委托加工占比较高。2020H1公司委托加工产品的数量占公司总生产数量的18.1%。2020年华中、西南为公司三大主要重点销售区域之一，营收占比分别达19.0%、16.4%；另一主要销售区域为公司总部所在的华东地区，营收占比达56.8%。但目前公司在华中、西南区域产能较为受限。

图23: 华东地区2020年营收占比达56.8%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

募资扩产，缓解产能瓶颈。李子园于2021年募集了6.9亿元资金用于河南、云南新生产基地及浙江技术创新中心的建设。项目投产后，李子园河南、云南生产基地含乳饮料产能分别达到10.4万吨及7万吨。2020H1公司年化自有产能约17.9万吨，新生产基地投产后，公司产能将出现接近翻倍的增长。2020H1，在2月、3月受疫情影响产品销量较少的情况下，公司产能利用率仍达到了76.8%的高水平。未来，随着云南、河南生产基地投产，可解决部分产品因生产基地距离西南、北方地区较远而需委托加工的困境，有利于提高生产效率、优化产品品质。

表11: 2020H1 公司产能利用率达 76.8%

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1
自有产能 (吨)	44,408	101,799	168,532	89,726
自有产量 (吨)	76,885	101,593	143,504	68,948
产能利用率	173.1%	99.8%	85.2%	76.8%

数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

公司重视研发,多款新品即将推出。公司重视研发,自技术中心建立以来与江南大学、长春大学、浙江工业大学等国内知名高校合作研发新品。为使公司接触到全球最前沿的先进技术,公司与诺贝尔奖得主阿里耶·瓦舍尔先生合作开发基于粗粒度建模改善蛋白质胶束在牛乳加工中的稳定结构关键技术。公司已有多款新品处于中试和试产阶段。其中,处于试产阶段的控制血糖面条产品及植物基酸奶产品能进一步满足消费者消费更健康产品的需求。

5、盈利预测与投资建议

近年来,中国含乳饮料行业发展较快,2014至2019年含乳饮料零售市场规模年均复合增长9.9%,远高于饮料行业同期销售额4.5%的增速。随着人均可支配收入的增长,居民食品饮料消费上对健康的需求提升,相对较健康的含乳饮品行业有望保持高于饮料行业的增速,行业有规模仍有较大提升空间。

李子园深耕含乳饮料二十余载,具备一定的规模、渠道、品牌优势:(1)公司规模化生产,统一为自有产能、委托加工产能采购原材料可降低采购成本。(2)采用经销为主、直销为辅的模式,线上线下全渠道布局,经销商覆盖至中国大部分省份。(3)品牌上,公司精耕风味甜牛奶的细分赛道多年,“李子园甜牛奶”伴随着一代人的成长,品牌形象深入人心。

未来公司发展战略上仍以含乳饮料品类为主,辅以其他乳味饮品品类的发展。生产上,逐步建成河南、云南生产基地,实现近乎翻倍的产能增长,带动营业收入的提升。渠道上,以华东、华中、西南为重点核心市场,通过渠道下沉,带动周边地区市场的发展。在维持公司传统渠道及网吧、学校、早餐等渠道优势的同时,大力发展便利店、连锁店、新零售的渠道,加大公司产品在市场上的能见度,提升覆盖率。在未来产能、渠道的带动下,李子园有望维持较快的增长。

2021年随着疫情影响逐渐减弱,含乳饮料仍为公司主要收入来源,预计2021年营收增长28.9%。随着河南、云南生产基地逐渐投产,渠道进一步下沉,全国化稳步推进,我们预计公司2022-2023年营收增长分别为23.6%、22.3%。

表12: 收入预测: 含乳饮料是主要收入来源

		2020A	2021E	2022E	2023E
含乳饮料	收入(百万元)	1044.67	1357.01	1674.32	2047.71
	YOY	12.43%	29.90%	23.38%	22.30%
	毛利率	37.99%	40.2%	41.0%	41.5%
其他饮料	收入(百万元)	33.45	41.49	53.49	65.42
	YOY	-23.13%	24.06%	28.91%	22.30%
	毛利率	15.52%	16.0%	17.0%	17.5%
营业收入	收入(百万元)	1087.57	1401.97	1732.09	2118.36
	YOY	11.6%	28.91%	23.55%	22.30%
	毛利率	37.2%	39.47%	40.24%	40.74%

数据来源: Wind、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比乳制品企业光明乳业、三元股份, 冲调饮品为主业的香飘飘、主营含乳饮料的均瑶健康的估值水平, 可发现行业平均估值水平为 28 倍, 李子园的估值约 36 倍 PE, 未来发展潜力较大, 可享受估值溢价。

表13: 可比公司估值: 李子园估值水平高于行业平均

		最新股价	EPS			PE		
证券代码	证券简称		2021	2022	2023	2021	2022	2023
600597.SH	光明乳业	12.98	0.54	0.62	0.72	24	21	18
600429.SH	三元股份	5.10	0.11	0.13	0.15	47	39	33
603711.SH	香飘飘	14.10	0.95	1.10	1.28	15	13	11
605388.SH	均瑶健康	17.40	0.63	0.76	0.92	28	23	19
平均值						28	24	20
605337.SH	李子园	46.39	1.29	1.60	1.96	36	29	24

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除李子园外, 其他公司均使用 wind 一致预期, 股价截止 2021 年 7 月 30 日

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.8、3.5、4.2 亿元, EPS 分别为 1.29、1.60、1.96 元, 当前股价对应 PE 分别为 36.1、29.0、23.7 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扩张, 潜力较大, 首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

原材料价格风险、公司产能扩张不及预期、渠道扩张不及预期、食品安全事件。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	302	464	475	462	857
现金	81	244	224	263	460
应收票据及应收账款	1	1	2	1	3
其他应收款	1	0	1	1	1
预付账款	116	45	67	52	141
存货	74	134	135	97	204
其他流动资产	29	40	46	47	48
非流动资产	525	671	1070	1341	1473
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	328	439	667	899	1067
无形资产	78	77	90	103	111
其他非流动资产	119	156	313	339	296
资产总计	827	1136	1545	1803	2331
流动负债	277	342	477	486	668
短期借款	3	33	35	97	24
应付票据及应付账款	134	170	208	224	360
其他流动负债	140	139	234	165	283
非流动负债	35	64	64	64	64
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	64	64	64	64
负债合计	312	406	541	550	732
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	116	116	217	217	217
资本公积	157	157	110	110	110
留存收益	242	457	639	892	1222
归属母公司股东权益	515	730	1004	1254	1599
负债和股东权益	827	1136	1545	1803	2331

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	151	297	442	419	570
净利润	182	215	279	347	424
折旧摊销	36	41	46	68	89
财务费用	-2	0	3	5	1
投资损失	-1	-0	-1	-0	-0
营运资金变动	-62	46	108	-0	57
其他经营现金流	-2	-4	7	-0	-0
投资活动现金流	-118	-159	-456	-340	-221
资本支出	117	165	405	271	131
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-1	6	-52	-69	-90
筹资活动现金流	-140	13	-5	-40	-153
短期借款	3	30	2	62	-73
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	101	0	0
资本公积增加	0	0	-46	0	0
其他筹资现金流	-143	-18	-61	-102	-80
现金净增加额	-107	151	-20	39	197

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	975	1088	1402	1732	2118
营业成本	576	683	849	1035	1255
营业税金及附加	9	9	12	14	18
营业费用	130	101	140	180	227
管理费用	39	43	55	67	81
研发费用	9	9	13	15	19
财务费用	-2	0	3	5	1
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	19	36	28	32	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	0	0
资产处置收益	0	-1	-1	-1	-1
营业利润	233	277	358	447	546
营业外收入	1	2	3	3	3
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	234	277	360	448	547
所得税	53	63	81	101	124
净利润	182	215	279	347	424
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	182	215	279	347	424
EBITDA	268	312	400	512	629
EPS(元)	0.84	0.99	1.29	1.60	1.96

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.8	11.6	28.9	23.5	22.3
营业利润(%)	47.1	18.9	29.1	24.7	22.3
归属于母公司净利润(%)	46.0	18.1	29.8	24.6	22.2
获利能力					
毛利率(%)	40.9	37.2	39.5	40.2	40.7
净利率(%)	18.6	19.7	19.9	20.0	20.0
ROE(%)	35.3	29.4	29.3	28.9	27.4
ROIC(%)	32.5	25.4	26.2	25.3	25.6
偿债能力					
资产负债率(%)	37.7	35.8	35.0	30.5	31.4
净负债比率(%)	-8.2	-20.1	-13.2	-8.5	-24.1
流动比率	1.1	1.4	1.0	1.0	1.3
速动比率	0.3	0.7	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	1166.9	1107.1	1106.9	1209.4	1123.4
应付账款周转率	4.1	4.5	4.5	4.8	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.99	1.29	1.60	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.37	2.04	1.93	2.63
每股净资产(最新摊薄)	2.38	3.37	4.38	5.53	7.13
估值比率					
P/E	55.3	46.9	36.1	29.0	23.7
P/B	19.5	13.8	10.6	8.4	6.5
EV/EBITDA	37.4	31.7	24.8	19.4	15.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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	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	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，属于机密材料，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10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16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