

2022年03月05日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

李子园 (605337): 含乳饮料龙头焕新生, 全国化加速中

推荐 (维持)

投资要点

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

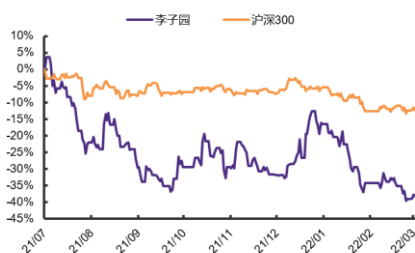
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2022-03-04

当前股价 (元)	35.95
总市值 (亿元)	77.9
总股本 (百万股)	216.7
流通股本 (百万股)	84.8
52周价格范围 (元)	28.13-72.6
日均成交额 (万元)	204.7

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

《李子园 (605337) 事件点评报告: 短期成本波动, 2022年多措并举》——2022-03-05

《李子园 (605337) 动态研究报告: 甜牛奶饮料龙头, 区域扩张进行时》——2022-01-06

■ 含乳饮料龙头, 4年业绩CAGR均超20%

总部位于浙江金华的李子园, 成立于1994年10月22日, 已于2021年2月8日在上交所上市。2016-2020年公司总营收从4.53亿元增至10.88亿元, 4年CAGR为24.47%; 归母净利润从1.02亿元增至2.15亿元, 4年CAGR为20.30%。最新数据显示, 2021年营收14.70亿元, 同增35.14%; 归母净利润2.62亿元, 同增22.31%。

■ 行业具有高景气度, 有再创大单品可能

1) 需求端: 含乳饮料零售市场规模从2014年850.28亿元增至2019年1361.82亿元, 5年CAGR为9.88%。考虑到2020年疫情和之后的恢复, 我们预计2025年该零售市场规模2263亿元; 饮料行业零售市场规模从2014年4652.16亿元增至2019年5785.6亿元, 5年CAGR为4.46%。考虑到2020年疫情和之后的恢复, 我们预计2025年该零售市场规模将增至8052亿元。我国含乳饮料需求量由2013年952.08万吨增至2019年1739.39万吨, 6年CAGR为10.57%。考虑到2020年疫情和之后的恢复, 我们预计2025年该需求量将增至2772万吨。

2) 供给端: 含乳饮料产量由2015年1324.94万吨增至2019年1739.44万吨, 4年CAGR为7.04%; 饮料行业产量由2015年17661万吨增至2019年17763.50万吨, 4年CAGR为0.14%。我们认为含乳饮料能同时满足消费者对口味和健康的需求, 未来含乳饮料产量将有望保持稳健增长。

3) 竞争格局: 稳中有升, 仍有再创大单品可能。CR5由2014年33.84%提至2018年34.15%, CR10由2014年40.73%提至2018年42.26%, 预计未来稳中有升。含乳饮料市场出现过十亿乃至百亿大单品, 如AD钙奶、营养快线、旺仔牛奶等, 我们认为具有产能和渠道优势的企业仍有再创大单品的可能。

■ 六个角度解析公司, 全国化加速中

1) 品牌端: 公司以“新新鲜鲜李子园, 自然而然爱上你”为品牌诉求和理念; 以“年轻消费群体和青春休闲、营养便利”为品牌市场定位; 以甜味感和优秀品质赢得15-35岁目标群体的青睐。

2) 产品端: 以甜牛奶为基本盘, 推陈出新。2021年推出果蔬饮料、奶咖和椰奶等新品, 当年新品销售额约1亿元, 预计2022年公司新品销售额有望翻倍。

3) 渠道端: 近五年经销模式收入占比均超95%。直销主要

通过电商渠道开展，先后与京东、天猫等合作，线上销售额从2017年568万元增至2020年4546万元，3年CAGR为100%。近3年合作时间超3年的经销商收入占经销渠道比例均超60%。

4) 区域扩张：公司以华东、华中、西南为核心区域，2020年华东、华中及西南地区营收和占比分别为6.12亿元（57%）、2.05亿元（19%）、1.77亿元（16%），通过渠道下沉，向周边地区辐射。新兴区域复合增速明显，华南、华北、东北和西北地区销售额2017-2020年CAGR分别为101%、41%、106%和91%。

5) 产能端：公司现有五个生产基地，包括浙江金华、浙江龙游、江西上高、云南曲靖、河南鹤壁。2021年公司总产能大概30万吨，江西和龙游进行二期产能扩张，预计公司总产能最终达55-60万吨，能够满足公司未来2-3年全国化扩张需求。

6) 成本端：公司以奶粉为主要原料，占总成本50%以上，一般提前半年锁定第二年奶粉价格。今年原奶价格上涨趋势明显，公司产品存在提价可能。

■ 盈利预测

我们看好公司新品持续放量及全国化扩张，预计2021-2023年EPS为1.21/1.56/1.94元，当前股价对应PE分别为30/23/19倍，维持“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、新品推广不及预期、原材料大幅上涨风险、产能投放不及预期、产品单一风险等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	1,088	1,470	1,926	2,420
增长率（%）	11.6%	35.2%	31.0%	25.6%
归母净利润（百万元）	215	262	337	422
增长率（%）	18.1%	22.0%	28.9%	25.0%
摊薄每股收益（元）	1.85	1.21	1.56	1.94
ROE（%）	29.4%	28.5%	28.7%	28.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

正文目录

1、含乳饮料龙头，4年业绩CAGR均超20%	5
1.1、公司发展历程(1994-2021)	5
1.2、民营企业背景，主要高管均持股	5
1.3、4年业绩CAGR均超20%，含乳饮料占比超95%	6
2、行业具有高景气度，有再创大单品可能	8
2.1、含乳饮料兼具乳制品和饮料优势，消费场景多元	8
2.2、需求和供给均提升，行业竞争格局稳定	10
2.2.1、需求端：居民收入提高，消费需求增速高于行业	10
2.2.2、供给端：产能持续提升，口味和健康成为焦点	12
2.2.3、行业竞争格局稳定，仍有容纳大单品的空间	12
3、六个角度解析公司，全国化加速中	13
3.1、品牌端：畅销大单品，持续曝光扩大影响力	13
3.2、产品端：以甜牛奶为基本盘，不断推陈出新	15
3.3、渠道端：全渠道覆盖，扩张新兴区域	17
3.3.1、扁平化管理+特通渠道双管齐下，直营渠道占比稳提升	17
3.3.2、经销商年限分布：与经销商共创“双赢”局面	19
3.3.3、经销商补贴：激励经销商，强化市场推广落实	19
3.4、区域扩张：华东、华中等为优势区域，其他为新兴区域	20
3.5、产能端：五大生产基地保产能，全国化扩张有保障	22
3.5.1、自主加工为主缓产能瓶颈，高产销率完成全年计划	22
3.5.2、募资扩产缓瓶颈，区域扩张奠基础	22
3.6、成本端：奶粉价格上涨趋势明显，产品提价可能大	24
4、盈利预测与评级	25
5、风险提示	25

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构与对外投资	6
图表 3：高管持股情况	6
图表 4：2016-2020年公司营业收入及增速	7
图表 5：2016-2020年公司归母净利润及增速	7
图表 6：2020年公司营收构成	7
图表 7：2017-2020年公司含乳饮料销售额	7
图表 8：2017-2020年乳制品及含乳饮料公司ROE对比	8
图表 9：2017-2021Q3年公司期间费用率/净利润率/毛利率变化	8
图表 10：多元消费场景	8

图表 11: 饮料分类.....	9
图表 12: 软饮料消费选择要素.....	9
图表 13: 含乳饮料分类.....	10
图表 14: 2013-2021人均GDP及增速、人均可支配收入及增速.....	10
图表 15: 含乳饮料零售市场规模及预测.....	11
图表 16: 饮料行业零售市场规模及预测.....	11
图表 17: 2013-2019年中国含乳饮料需求量.....	11
图表 18: 2015-2019年含乳饮料零售市场产量(万吨)及增速.....	12
图表 19: 2015-2019年饮料行业市场产量(万吨)及增速.....	12
图表 20: 含乳饮料行业集中度保持稳定.....	13
图表 21: 主要饮料企业及乳制品企业的代表产品一览.....	13
图表 22: 范冰冰代言李子园.....	14
图表 23: 李子园公益小学.....	14
图表 24: 2017-2020年公司销售费用及增速和广告宣传费用及增速.....	14
图表 25: 2017-2020H1公司提价情况及原因.....	15
图表 26: 2017-2020公司销量稳步增长.....	15
图表 27: 公司产品矩阵.....	16
图表 28: 可比竞品对比.....	17
图表 29: 2017-2020H1公司经销模式收入占比均达到95%以上.....	17
图表 30: 公司经销模式收入与直销模式收入比例及变化.....	18
图表 31: 2017-2020年电子商务销售额增速.....	18
图表 32: 公司合作超3年的经销商占比稳定在60%以上,说明公司和经销商关系良好.....	19
图表 33: 不同合作年限的经销商收入占比.....	20
图表 34: 2017-2019年公司返利补贴情况.....	20
图表 35: 省外招商进行时,新兴区域经销商数量占比在提升.....	21
图表 36: 2017A-2020A区域销售额(亿元):优势区域贡献较大,新兴区域需要时间培育.....	21
图表 37: 2017-2021H1年委托加工比例.....	22
图表 38: 2017-2020年产销率.....	22
图表 39: 部分募投情况.....	23
图表 40: 公司自有生产基地和经销商地区分布情况.....	23
图表 41: 公司所处行业与上、下游行业之间的关联性.....	24
图表 42: 2019年公司原料成本占比.....	24
图表 43: 2008-2021年我国生鲜乳均价(元/公斤).....	25
图表 44: 2017-2022年全脂奶粉价格(美元/公吨).....	25

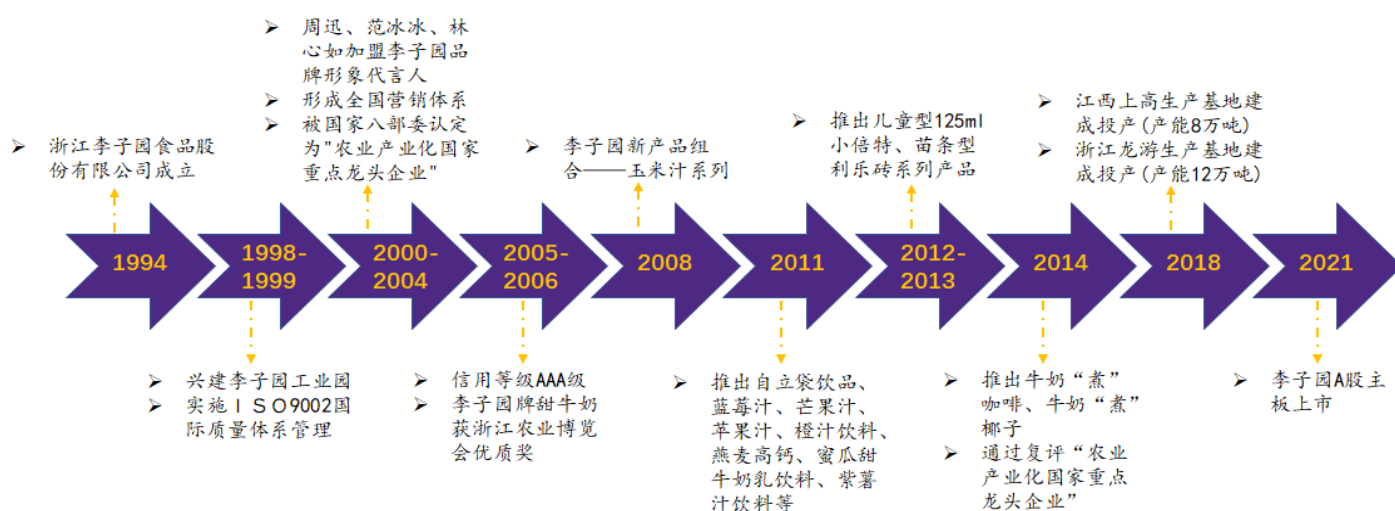
1、含乳饮料龙头，4年业绩CAGR均超20%

1.1、公司发展历程：成立超25年，终成含乳饮料龙头

总部位于浙江金华的李子园，成立于1994年10月22日，距今已有25余载。公司于2021年2月8日在上交所上市，发展进入新阶段。公司是含乳饮料龙头企业，主要大单品是甜牛奶，含乳饮料营收占公司营收比重超95%。

公司采用深耕重点核心市场并逐步辐射带动周边区域市场的“区域经销模式”，目前拥有浙江金华、浙江龙游、江西上高、云南曲靖、河南鹤壁五个生产基地，运输半径覆盖全国，从生产到销售已初步实现全国性布局。

图表 1：公司发展历程

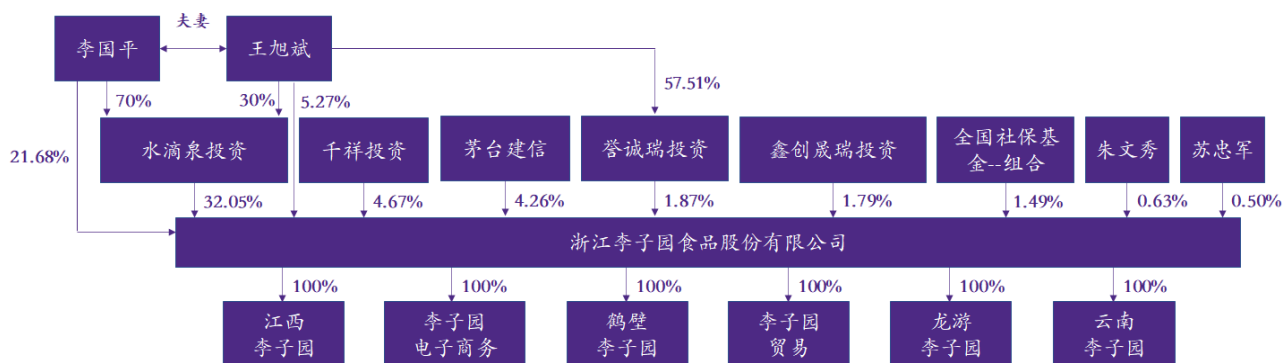


资料来源：公司官网，华鑫证券研究

1.2、民营企业背景，主要高管均持股

民营企业背景，公司股权比较集中。截止2022年2月，公司实际控制人李国平和王旭斌夫妇直接持有公司5839.51万股，夫妇二人占公司股份总数的26.95%（上市前为4,171.08万股，占公司股份总数35.93%）。此外，李国平夫妇通过水滴泉投资和誉诚瑞投资间接持有公司33.13%的股份，共计持有公司60.08%的股份。

图表 2 公司股权结构与对外投资



资料来源: wind, 华鑫证券研究

主要高管均持股，中长期利益一致。公司11名高管（董事长、董事、副总经理、董事会秘书、财务总监）合计持股6496.81万股，合计市值为386,560.31万元，占比29.98%。主要高管均有持股，与公司深度绑定，中长期双方利益一致。

图表 3: 高管持股情况

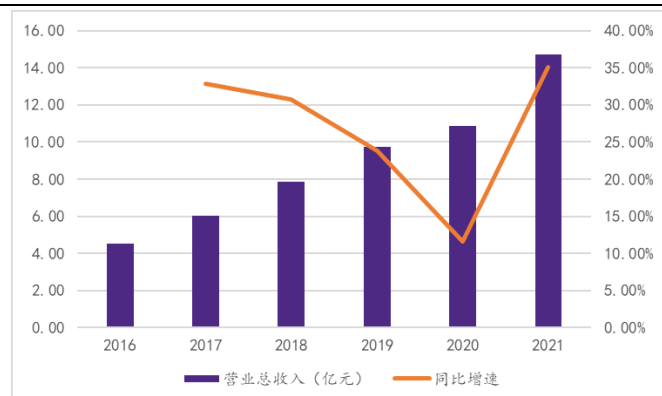
姓名	职务	本期持股数量	本期持股市值(万元)	持股比例
李国平	董事	46,975,320.00	279,503.15	21.68%
王旭斌	董事	11,419,800.00	67,947.81	5.27%
朱文秀	董事	1,365,000.00	8,121.75	0.63%
苏忠军	董事	1,092,000.00	6,497.40	0.50%
方建华	副总经理	1,029,000.00	6,122.55	0.47%
许甫生	副总经理	945,000.00	5,622.75	0.44%
程伟忠	董事会秘书	882,000.00	5,247.90	0.41%
孙旭芬	财务总监	420,000.00	2,499.00	0.19%
崔宏伟	监事	315,000.00	1,874.25	0.15%
王顺余	董事	262,500.00	1,561.88	0.12%
郑宋友	监事	262,500.00	1,561.88	0.12%
合计	—	64,968,120.00	386,560.31	29.98%

资料来源: wind, 华鑫证券研究

1.3、4年业绩CAGR均超20%，含乳饮料占比超95%

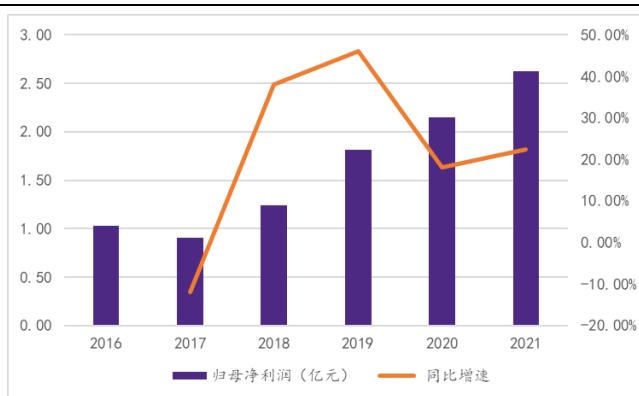
营收和利润稳步增长，过去4年CAGR均超20%。公司营收由2016年4.53亿元增长至2020年10.88亿元，4年CAGR为24.47%；归母净利润由2016年1.02亿元增长至2020年2.15亿元，4年CAGR为20.30%。最新数据显示，2021年营收14.70亿元，同增35.14%；归母净利润2.62亿元，同增22.31%。

图表 4：2016-2021年公司营业收入及增速



资料来源：wind，李子园 2021 年业绩快报，华鑫证券研究

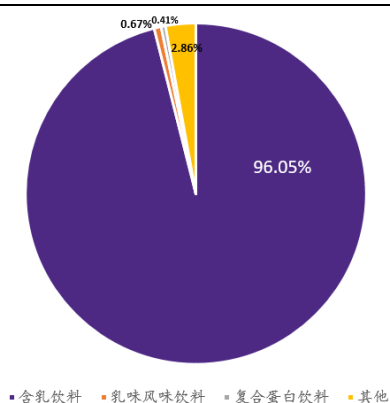
图表 5：2016-2021年公司归母净利润及增速



资料来源：wind，李子园 2021 年业绩快报，华鑫证券研究

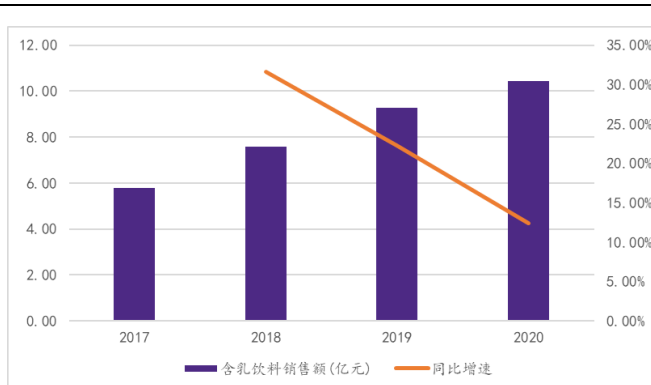
公司产品主要包括含乳饮料、乳味风味饮料、复合蛋白饮料。其中含乳饮料是公司大单品，2020年其营收占比为96.05%。公司含乳饮料营收从2017年5.78亿元增至2020年10.45亿元，3年CAGR为21.84%。

图表 6：2020年公司营收构成



资料来源：wind，华鑫证券研究

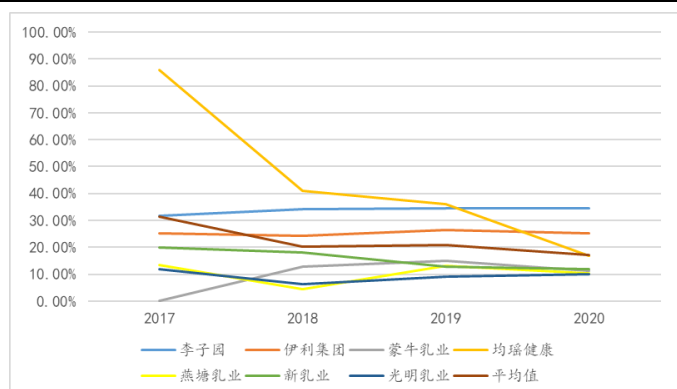
图表 7：2017-2020年公司含乳饮料销售额



资料来源：wind，华鑫证券研究

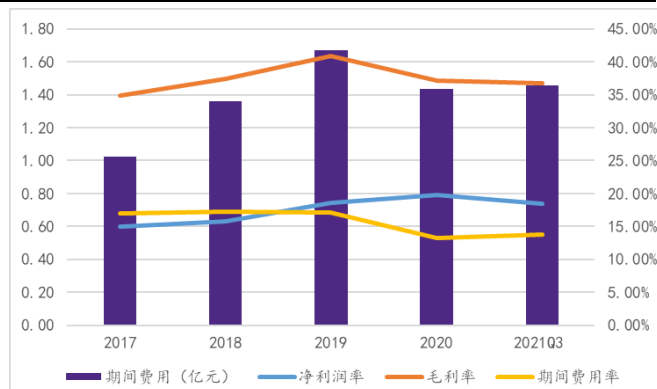
近年，公司ROE不断提升，2017-2020年由31.66%提升至34.48%，CAGR为2.89%，对比行业平均水平，李子园ROE数据亮眼。此外，公司毛利率和净利率稳步提升，2017-2021Q3分别由34.93%提升至36.78%，由14.98%提升至18.48%。期间费用率持续下降，由2017年17.77%下降至2021Q3 13.83%，3年CAGR为-8.16%，证明公司对费用管控能力的提升。

图表 8：2017-2020年乳制品及含乳饮料公司ROE对比



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 9：2017-2021Q3年公司期间费用率/净利润率/毛利率变化



资料来源：wind，华鑫证券研究

2、行业具有高景气度，有再创大单品可能

2.1、含乳饮料兼具乳制品和饮料优势，消费场景多元

含乳饮料在饮料大板块中属于蛋白饮料细分，作为饮料重要细分板块，含乳饮料兼具乳制品和饮料属性：比乳制品更具风味，既能作为餐中饮品，又能在休闲时刻帮助解渴；比饮料更具营养，蛋白质更为丰富，如果蛋白质摄入达不到标准，可在日常生活中将含乳饮料作为补充。这使得含乳饮料的消费场景更加多元化。

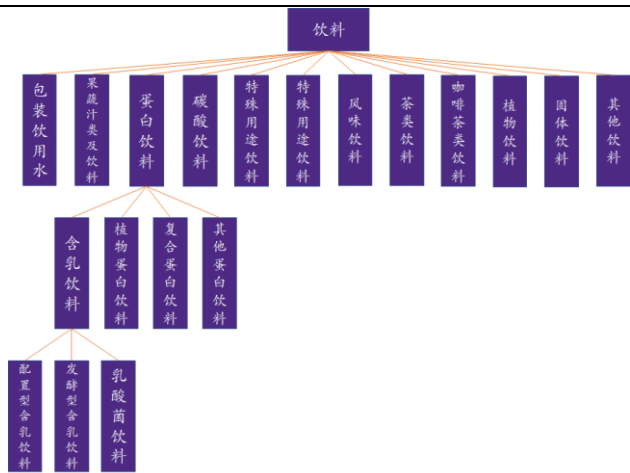
多元化消费场景使得含乳饮料的消费人群多样、销售渠道广泛、终端覆盖率潜能较大。

图表 10：多元消费场景



资料来源：Unsplash，华鑫证券研究

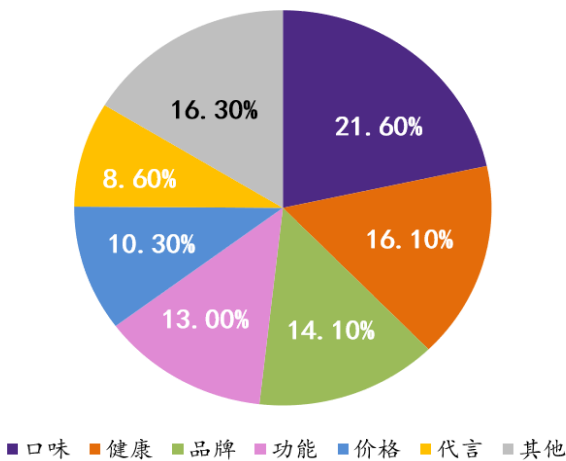
图表 11：饮料分类



资料来源：饮料通则，华鑫证券研究

在软饮料选择要素中，口味(21.60%)和健康(16.10%)分别排名第一和第二，由此可见，含乳饮料占据消费选择的双重红利，这对含乳饮料市场发展做出贡献。

图表 12：软饮料消费选择要素



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

含乳饮料是指以鲜乳或乳制品为原料，经发酵或未经发酵加工制成的制品。含乳饮料分为配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料和乳酸菌饮料。

图表 13：含乳饮料分类

	类别	定义	蛋白质含量	代表产品
含乳饮料	配置型含乳饮料	以乳或乳制品为原料，加入水，以及白砂糖和（或）甜味剂、酸味剂、果汁、茶、咖啡、植物提取液等的一种或几种调制而成的饮料。	1.0g/100g	李子园甜牛奶、娃哈哈营养快线
	发酵型含乳饮料	经发酵制得的乳液中加入水，以及白砂糖和（或）甜味剂、酸味剂、果汁、茶、咖啡、植物提取液等的一种或几种调制而成的饮料。根据其是否经过杀菌处理而分为杀菌（非活菌）型和未杀菌（活菌）型。	1.0g/100g	李子园“零脂肪”乳酸菌乳饮品、均瑶味动力常温乳酸菌饮品
	乳酸菌饮料	以乳或乳制品为原料，经乳酸菌发酵制得的乳液中加入水，以及白砂糖和（或）甜味剂、酸味剂、果汁、茶、咖啡、植物提取液等的一种或几种调制而成的饮料。根据其是否经过杀菌处理而区分为杀菌型和未杀菌（活菌）型。	0.7g/100g	伊利畅意、伊利每益添

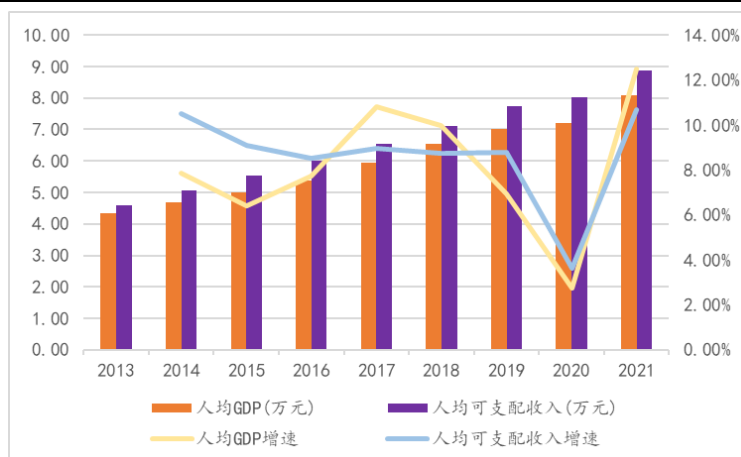
资料来源：李子园招股书整理，饮料通则，华鑫证券研究

2.2、需求和供给均提升，行业竞争格局稳定

2.2.1、需求端：居民收入提高，消费需求增速高于行业

居民收入提升是消费增长原动力。我国人均GDP和人均可支配收入涨势迅猛，极大地带动食品饮料行业的规模扩张。我国人均GDP由2013年4.35万元增至2021年8.10万元，8年CAGR为8.08%，2021年增速为12.47%；人均可支配收入由2013年4.59万元增至2021年8.88万元，8年CAGR为8.59%，2021年增速为10.68%。

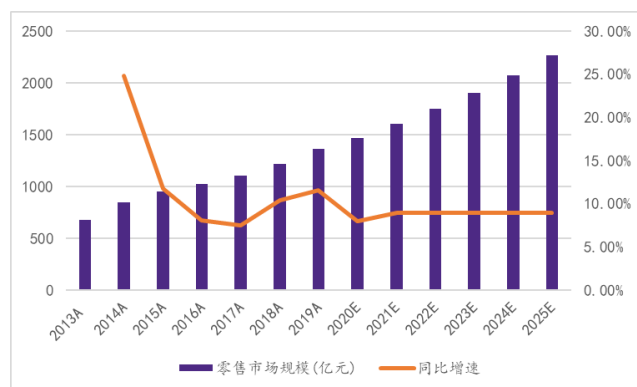
图表 14：2013-2021人均GDP及增速、人均可支配收入及增速



资料来源：wind，华鑫证券研究

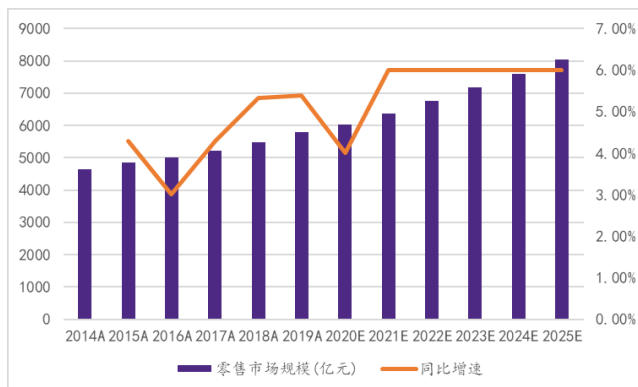
含乳饮料在饮料行业中规模增速势头正猛。含乳饮料零售市场规模从2014年850.28亿元增至2019年1361.82亿元，5年CAGR为9.88%。由于疫情原因，消费放缓，2020年零售市场规模增速预计为8%，考虑到2021年之后疫情的恢复，假设2021-2025年规模将以每年9%的速度增长，预计含乳饮料零售市场规模将由2020年1470.77亿元增至2025年2262.96亿元；而饮料行业零售市场规模从2014年的4652.16亿元增至2019年的5785.6亿元，5年CAGR为4.46%。由于疫情原因，消费放缓，2020年增速预计为4%，考虑到2021年之后疫情的恢复，假设2021-2025年规模将以每年6%的速度增长，预计饮料行业零售市场规模将由2020年6017.02亿元增至2025年8052.14亿元。含乳饮料行业增速远高于饮料行业。

图表 15：含乳饮料零售市场规模及预测



资料来源：智研咨询援引中国食品工业协会，华鑫证券研究

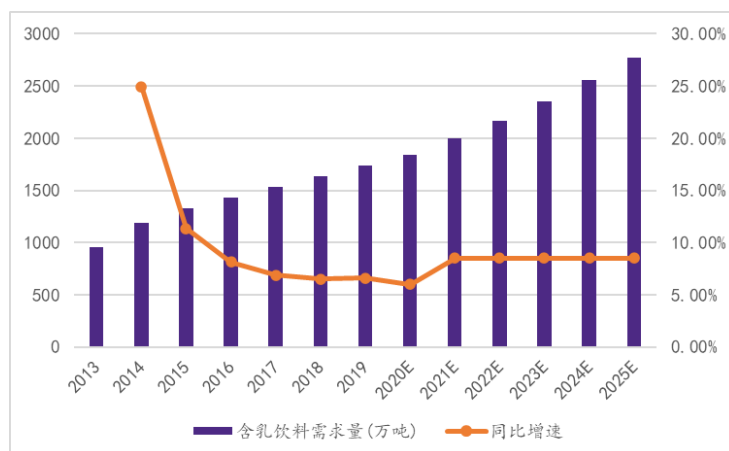
图表 16：饮料行业零售市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

我国含乳饮料需求量逐年稳步提升。我国含乳饮料需求量由2013年952.08万吨增至2019年1739.39万吨，6年CAGR为10.57%。由于疫情原因，2020年增速预计为6%，考虑到2021年之后疫情的恢复，假设2021-2025年我国含乳饮料需求量将以每年8.5%的速度增长，预计我国含乳饮料需求量将由2020年1843.75万吨增至2025年2772.37万吨。

图表 17：2013-2019年中国含乳饮料需求量

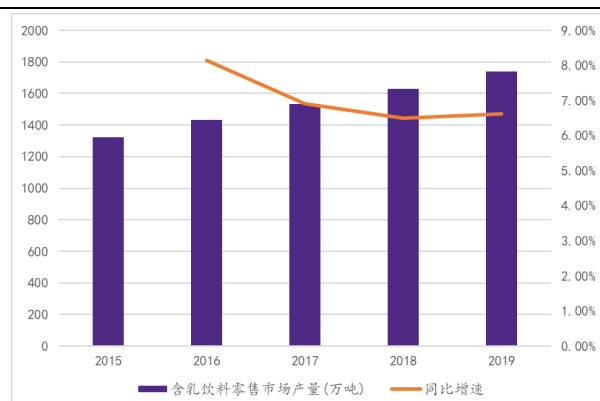


资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

2.2.2、供给端：产能持续提升，口味和健康成为焦点

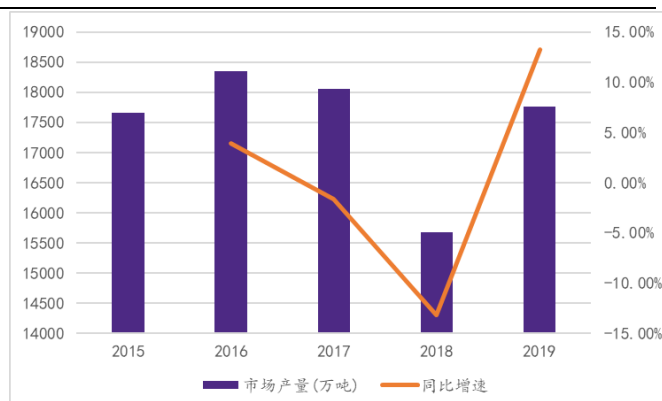
产量方面，含乳饮料增速领先饮料行业整体大类。含乳饮料总量由2015年1324.94万吨增至2019年1739.44万吨，4年CAGR达7.04%；饮料行业产量由2015年17661万吨增至2019年17763.50万吨，4年CAGR为0.14%。我们认为含乳饮料产量领先于饮料行业整体大类的原因是：口味和健康在近年来成为饮料消费者最关心的两个问题，在饮料大类中，含乳饮料是为数不多能够满足以上二要素的品类。未来含乳饮料产量将有望保持稳健增长。

图表 18：2015-2019年含乳饮料零售市场产量(万吨)及增速



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

图表 19：2015-2019年饮料行业市场产量(万吨)及增速

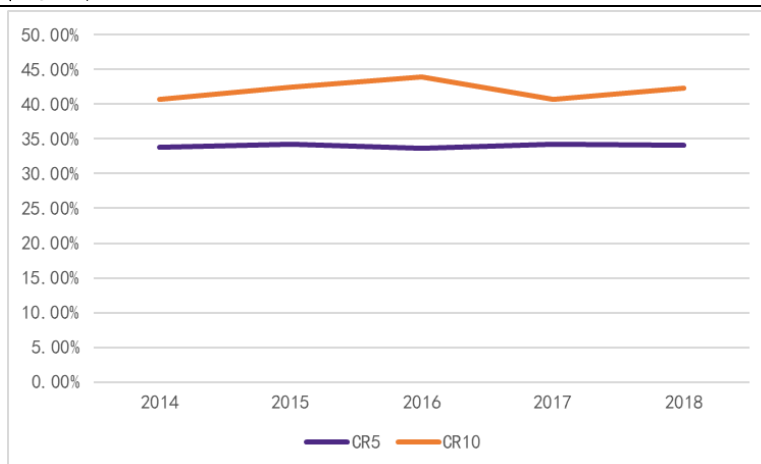


资料来源：智研咨询援引国家统计局，华鑫证券研究

2.2.3、行业竞争格局稳定，仍有容纳大单品的空间

含乳饮料行业的高集中度稳中有升，市场仍有容纳大单品的空间。CR5由2014年33.84%提至2018年34.15%，CR10由2014年40.73%提至2018年42.26%，行业趋向于寡头竞争。含乳饮料行业具有高天花板特征，容纳十亿甚至百亿的超级大单品：娃哈哈AD钙奶在2009年达到顶峰，销售额超过30亿人民币；2013年娃哈哈营养快线销售额突破200亿人民币；2020年旺旺核心产品旺仔牛奶销售额超过100亿。由此我们认为，具有产能和渠道优势的企业仍有再创大单品的可能。

图表 20：含乳饮料行业集中度保持稳定



资料来源：中国食品工业协会，华鑫证券研究

图表 21：主要饮料企业及乳制品企业的代表产品一览

市占率排名	公司	代表产品
1	伊利集团	优酸乳、果粒多、畅意乳酸菌等
2	蒙牛乳业	优益C、真果粒等
3	娃哈哈集团	AD钙奶、营养快线等
4	养乐多(中国)投资	养乐多、养乐多低糖等
5	小洋人生物乳业	果粒多、妙恋等
6	均瑶大健康	“味动力”饮品
7	李子园食品	甜牛奶、椰奶、奶咖等
8	光明乳业	巧风、酸牛奶等
9	菊乐食品	法式酸奶、农场鲜牛奶等
10	燕塘乳业	甜牛奶、食膳养生奶等

资料来源：中国食品工业协会，李子园招股书整理，华鑫证券研究

3、六个角度解析公司，全国化加速中

3.1、品牌端：畅销大单品，持续曝光扩大影响力

公司以“新新鲜鲜李子园，自然而然爱上你”为品牌诉求和理念；以“年轻消费群体和青春休闲、营养便利”为品牌市场定位；以甜味感和优秀品质赢得15-35岁目标新群的青睐。在2000-2004年间，公司先后请周迅、范冰冰、林心如加盟品牌形象代言人，大大提高品牌知名度。2017年底，李子园迎来新的品牌代言人——由冯小刚执导的电影《芳华》的女主角苗苗，这一年《芳华》让苗苗一举成名，公司在电影开播前与苗苗签下代言合约可谓是眼光独到。

图表 22：范冰冰代言李子园



资料来源：搜狐网，华鑫证券研究

图表 23：李子园公益小学

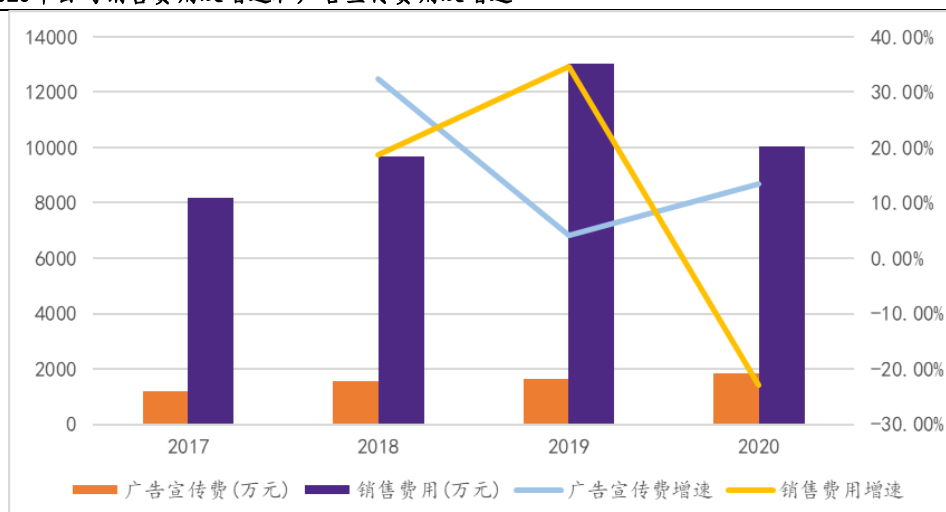


资料来源：李子园公众号，华鑫证券研究

品牌的广告宣传方面，公司每年都会增加投放，主要集中在央视，其中投放的节目有：《新闻1+1》、《新闻直播间》、《回家吃饭》等；此外，高铁媒体和车载媒体亦有投放。在抖音等新媒体上，公司选择时间段和区域阶段性的投放，使得广告投放效率最大化，更好的覆盖到与新媒体部分重合的目标客户部分。公益事业方面，有2014年元宵灯盏、李子园小学、李子园专项公益基金等。

公司广告宣传费用在销售费用的占比逐年增加。2017-2020年，广告宣传费用由1178.77万元增至1844.08万元，3年的CAGR为16.09%；销售费用由8168.07万元增至10053.16万元，3年CAGR为7.17%。因2020年疫情原因，线下推广等活动减少，销售费用同降22.92%。

图表 24：2017-2020年公司销售费用及增速和广告宣传费用及增速



资料来源：李子园招股书整理，2020 年年报整理，华鑫证券研究

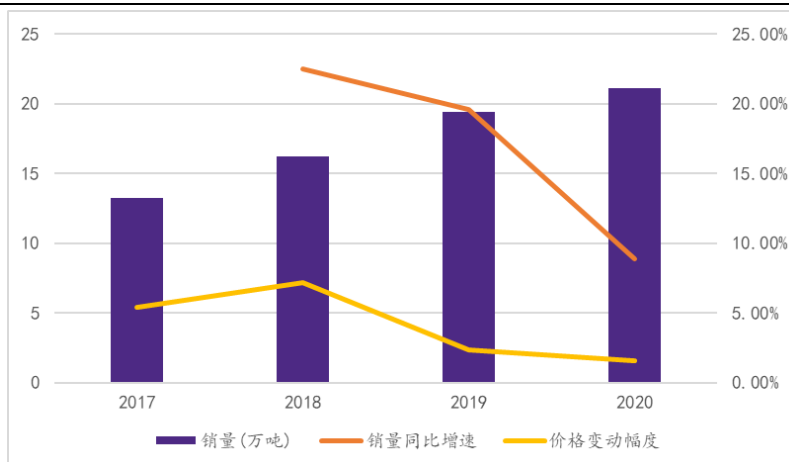
公司市场认可度较高，经过四次提价公司销量仍稳步提升。公司为应对上游成本压力，在2017-2020年间进行四次价格调整，2018年价格提升7.15%，但销量仍然同比增长22.51%；2019年价格提升2.35%，销量同比增长19.61%。我们认为在价格提升下销量仍稳步提升的原因是李子园在国民心中的认可度较高，有议价权。

图表 25：2017-2020H1公司提价情况及原因

项目	2017相比上年同期	2018相比上年同期	2019相比上年同期	2020H1相比上年同期
变动比例	5.42%	7.15%	2.35%	1.56%
单价变动	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。	(1) 2017 年 4 月公司提价影响得以在 2018 年全面显现；(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。	含乳饮料增值税销项税率自 2019 年 4 月 1 日起自 16% 下降 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。

资料来源：；李子园招股书整理，华鑫证券研究

图表 26：2017-2020公司销量稳步增长



资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

3.2、产品端：以甜牛奶为基本盘，不断推陈出新

公司的消费者画像在14-35岁之间，此年龄段的消费群体对饮品的口味有一定追求，李子园的甜口牛奶能够占据对应消费群体的消费心智。公司以甜牛奶饮料为核心产品向外拓展产品矩阵，目前覆盖的饮品种类还包括复合蛋白饮料、果蔬汁类饮料、咖啡类饮料、乳制品、植物蛋白饮料和其他类饮料。

图表 27：公司产品矩阵

项目		产品名称	产品规格	产品价格 (元)	产品展示
含乳饮料	配置型含乳饮料	甜牛奶乳饮料(原味)	225ml	2.74	
		甜牛奶乳饮料(草莓味、朱古力味、哈密瓜味、荔枝味等)	225ml	2.74	
		“纯情乳”酸奶乳饮料	480ml	10.83	
		椰奶、奶咖	280ml	6.85	
		AD钙奶饮品	380ml	6	
	发酵型含乳饮料	“零脂肪”乳酸菌乳饮品	330ml	5.82	
	乳酸菌饮料	果蔬酸奶饮品	280ml	6.85	
乳制品	调制乳	臭臭榴莲牛奶	280ml	6.85	

资料来源：李子园公司官网，李子园招股书整理，天猫旗舰店，华鑫证券研究

疫情的催化下，人们更加注重健康的生活方式，在饮食方面也更加注重健康和营养。在可比竞品中，李子园的碳水化合物含量较少，能量较低，且口味较清甜。我们认为，在大健康的趋势下，李子园甜牛奶在口味和成分上的优势会更加凸显。

2020年年底公司推出新品：椰奶、奶咖、果蔬酸奶。2021年三款新品的销售额为1亿元，预计2022年公司新品销售额有望翻倍。

图表 28：可比竞品对比

	规格(ml)	价格(元)	碳水化合物(g/100ml)	蛋白质(g/100ml)	能量(kJ/100ml)	产品展示
李子园甜牛奶	450	5.48	4.8	1.0	143	
娃哈哈AD钙奶	450	4.32	5.0	1.0	145	
娃哈哈营养快线	280	2.94	6.0	1.0	190	
旺旺集团旺仔牛奶	125	2.88	10.0	2.4	324	

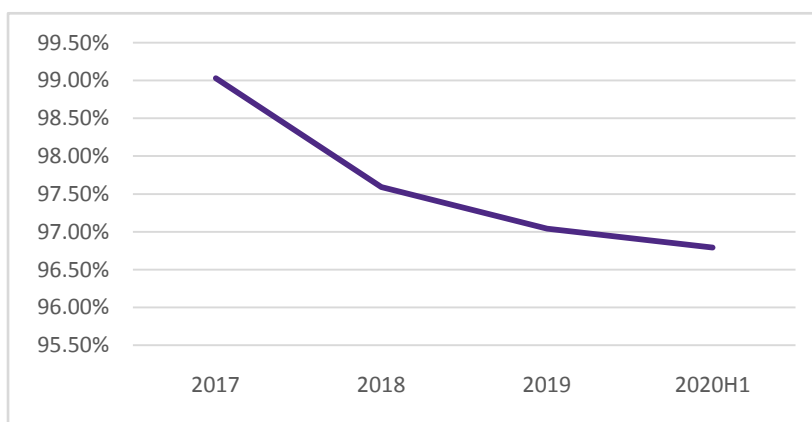
资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华鑫证券研究

3.3、渠道端：全渠道覆盖，扩张新兴区域

3.3.1、扁平化管理+特通渠道双管齐下，直营渠道占比稳提升

公司的销售模式以经销模式为主，直销模式为辅。2017-2020H1年公司经销模式收入占比均达到95%以上。

图表 29：2017-2020H1公司经销模式收入占比均达到95%以上

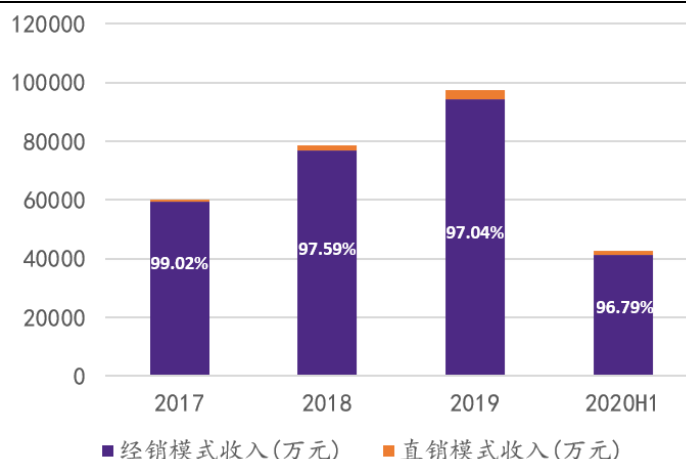


资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

公司经销模式推行扁平化营销管理模式。将经销商市场管理、制定阶段性营销方案、经销商培训等职责分解下放，提高公司对市场信息的反应能力，并根据不同区域市场特点执行有针对性的销售策略。公司实行严格的经销商管理制度，对销售能力弱、严重违反合同规定的经销商进行淘汰，并扶持新的经销商。

公司主要采用分区域经销及特通渠道经销相结合的销售模式。公司营销渠道立体，销售手段多样。公司产品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。

图表 30：公司经销模式收入与直销模式收入比例及变化



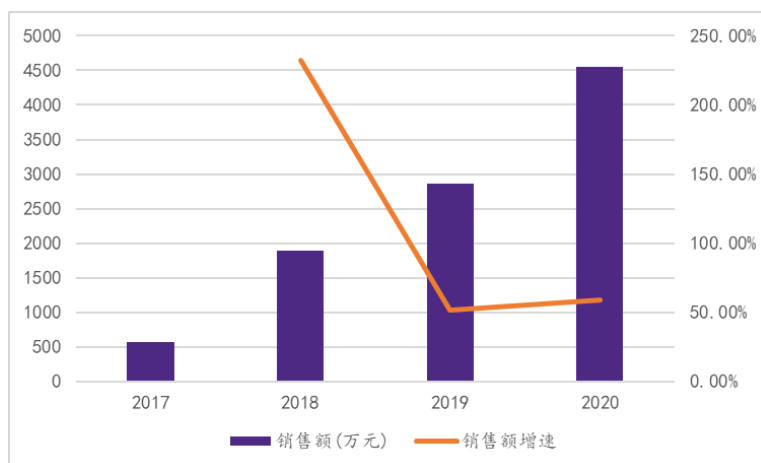
资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

公司直销主要通过电商平台渠道开展，公司先后与京东、天猫等电商平台实现合作。一方面，公司通过天猫李子园旗舰店、京东李子园旗舰店、淘宝李子园企业店、淘宝李子园旗舰店、苏宁易购等平台自营网店销售产品，并自行寄送给客户；另一方面，公司通过天猫超市、京东超市等电商平台进行代销，客户在其平台下单并由其负责配送。其中电子商务销售额从2017年568.01万元增至2020年4546.32万元，3年CAGR高达100.03%。

图表 31：2017-2020年电子商务销售额增速

请阅读最后一页重要免责声明

18

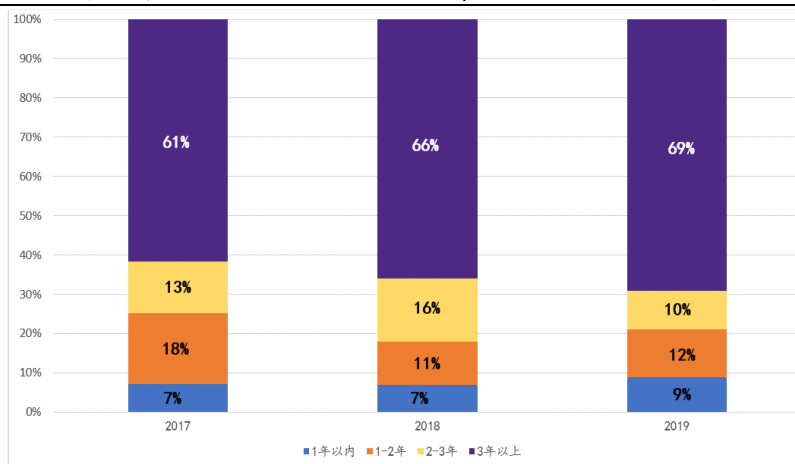


资料来源：李子园招股书整理，2020 年年报整理，华鑫证券研究

3.3.2、经销商年限分布：与经销商共创“双赢”局面

公司与经销商合作稳定，意在共创“双赢”局面。2017-2019年合作时间超3年的经销商收入占经销渠道比例均超60%，2年的CAGR为6.36%。公司经销收入主要来源于合作时间在3年以上的经销商是由于其自2011年开始推进甜牛奶乳饮料系列产品营销渠道细分和下沉计划，并逐渐形成较为稳定的区县级经销商和学校、早餐、便利店等特通渠道经销商体系。

图表 32：公司合作超3年的经销商占比稳定在60%以上，说明公司和经销商关系良好



资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

3.3.3、经销商补贴：激励经销商，强化市场推广落实

为促进连锁店、商场、超市、学校、早餐、网吧等渠道全方位拓展延伸，提升品牌形象及影响力，提高产品铺市率，公司采用返利补贴、广告宣传等方式支持经销商执行总部市场推广方针。根据结算时间、考核方式的不同，公司对经销商返利补贴政策主要包括年度返利补贴、直配返利补贴、市场推广专项返利补贴。

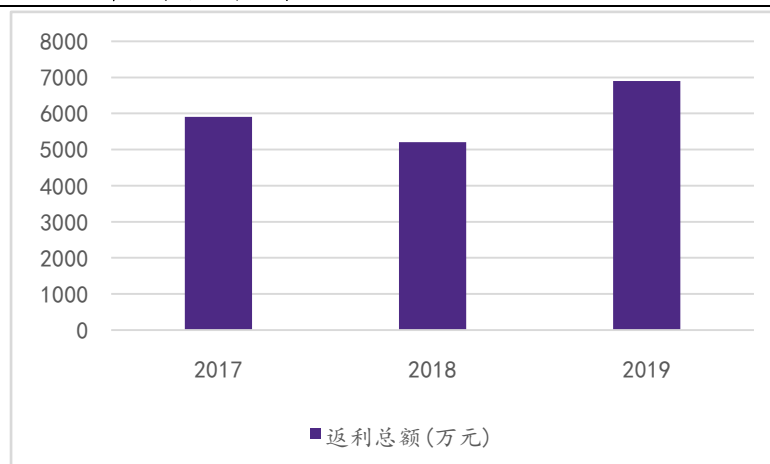
图表 33：不同合作年限的经销商收入占比

项目	定义	2019年金额(万元)	2019年占返利前主营业务收入的比例(%)
年度返利补贴	a. 考核目标补贴：经销商实际下达或完成订单总量达到公司考核目标，将给予考核返利补贴。	578.43	0.56
	b. 补损返利补贴：根据各经销商完成订单采购总量给予一定比例的补损返利补贴，用于补偿经销商在分销过程中由于运输、装卸不当导致的公司产品变形、破裂损失。		
直配返利补贴	为推进特殊品类或特殊区域的市场推广，公司不定期推出直配返利计划，在经销商下达采购订单时给予一定商业折扣。	927.62	0.89
市场推广专项返利补贴	公司针对经销商发生的市场活动推广费用进行点对点的专项补贴。达到与公司销售经理谈妥的约定要求后，公司予以相关返利补贴。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、买赠活动折返等。	5396.78	5.18

资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

为应对日趋激烈的市场竞争，提升市场返利的使用效率与效果，加强对经销商的管理和指导，强化终端市场推广落地情况，公司返利补贴金额在稳步增长。公司返利补贴总额从2017年5910.23万元增至2019年6902.83万元，2年CAGR达到8.07%。

图表 34：2017-2019年公司返利补贴情况



资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

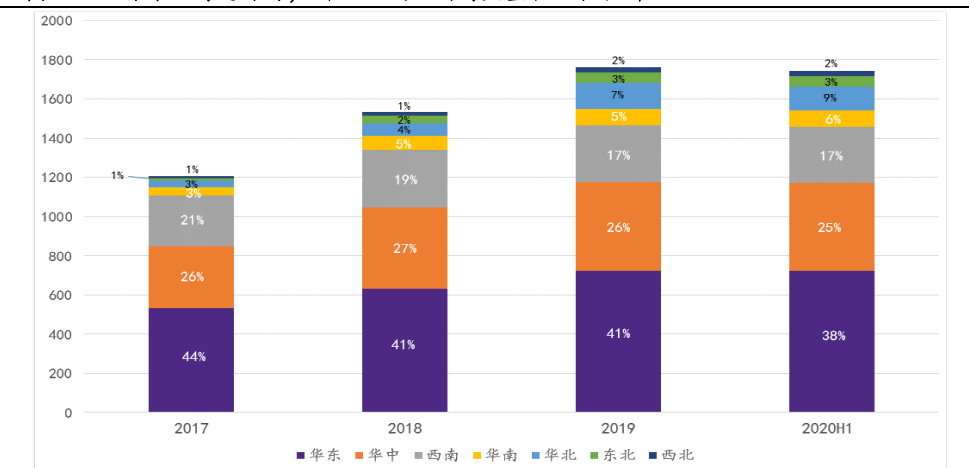
3.4、区域扩张：华东、华中等为优势区域，其他为新兴区域

公司优势区域为华东、华中及西南地区。华东、华中、西南的经销商数量分别占据41.40%、25.86%和16.23%。其中华东地区是公司大本营，2017-2019年区域经销商数量分别为532、631和724家，2年CAGR为16.66%。2020年受到疫情影响，上半年经销商数量较2019年减少2家。

华中地区、西南地区为公司重点开拓区域，销售网络已趋于成熟，2017-2019年经销商数量CAGR分别为19.15%和6.18%。2020年受到疫情影响，上半年经销商数量较2019年分别增加1家和减少9家。

华北、华南、东北、西北地区为公司全国布局战略下的新市场区域，处于前期开拓期，经销商数量增长较快，2017-2019年CAGR分别为88.16%、45.88%、119.50%和50%。2020年受到疫情影响，华北、东北上半年经销商数量较2019年分别减少9家和1家，华南和西北受到影响较小，各增加2家。

图表 35：省外招商进行时，新兴区域经销商数量占比在提升

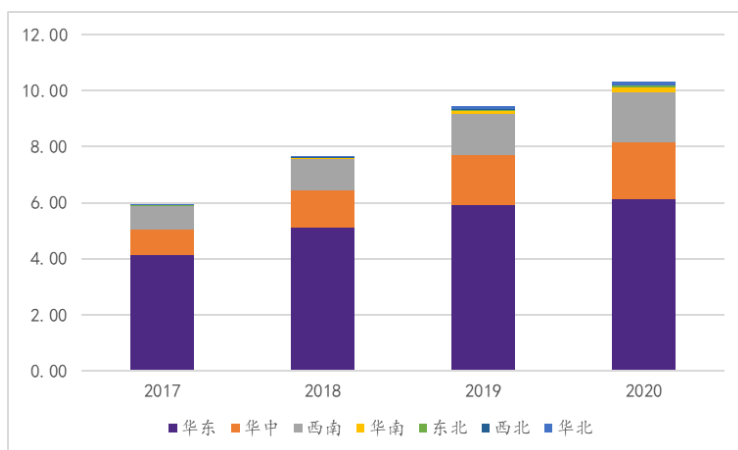


资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

华东地区销售额由2017年4.13亿元稳步提升至2020年6.12亿元，3年CAGR为14.04%。华中、西南市场重点开拓区的销售收入由0.92亿元、0.83亿元增长至2.05亿元和1.77亿元，CAGR分别达到30.55%和28.79%。华南、华北、东北、西北新市场区总收入从2017年的218.81、449.14、67.86和38.53万元增长至2020年的1782.92、1266.90、591.23和267.84万元，2017-2020年CAGR分别达到101.23%、41.29%、105.77%和90.85%。除华南、东北和西北作为成绩优异的新兴市场，复合增长超过90%外，各区域经销商销售额正在稳步提升。

图表 36：2017A-2020A区域销售额(亿元)：优势区域贡献较大，新兴区域需要时间

培育



资料来源：李子园招股书整理，2020 年报，华鑫证券研究

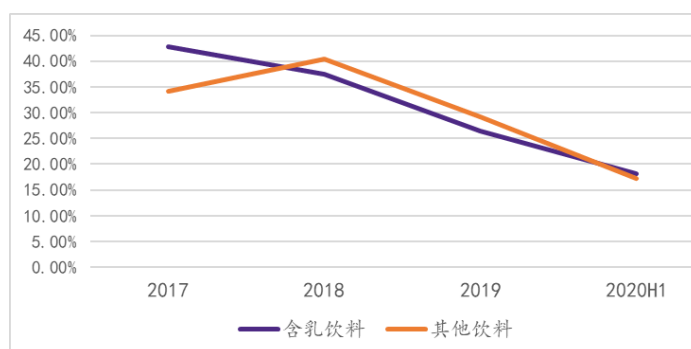
3.5、产能端：五大生产基地保产能，全国化扩张有保障

3.5.1、自主加工为主缓产能瓶颈，高产销率完成全年计划

公司采用“以销定产”，自主加工、委托加工双管齐下的生产模式，缓解产能紧张，扩大生产半径。委托加工比例由2017年77%降至2021H1的35.40%，有利于提高公司盈利水平。

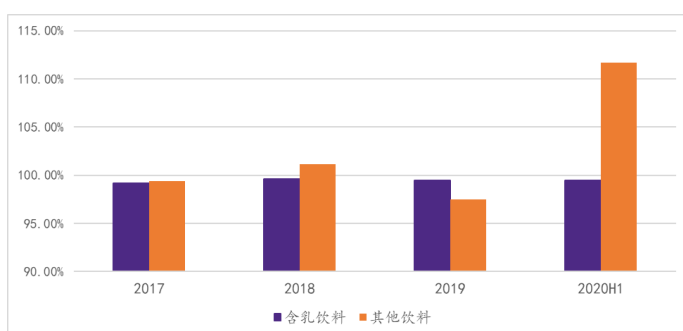
2017-2021H1公司产销率分别为99.20%、99.64%、99.40%和99.77%。2020H1公司产品产销率保持在较好的水平，含乳饮料产销率为99%，乳味风味饮料产销率为98%，复合蛋白饮料产销率为112%，其他饮料产销率为102%。产品销售周转较快，主要原因是公司根据销售订单量和全年销售计划安排生产，提高公司产品周转率。

图表 37：2017-2021H1年委托加工比例



资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

图表 38：2017-2020年产销率



资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

3.5.2、募资扩产缓瓶颈，区域扩张奠基础

本行业的生产具有一定的区域性。受产品特点影响，含乳饮料行业运输费用较高，

请阅读最后一页重要免责声明

22

运输半径有限，向运输半径之外的市场进行销售会导致运费较多且供应效率下降。因此，行业普遍进行多生产基地的分散性布局。

图表 39：部分募投情况

序号	实施主体	实施主体	项目投资总额(亿元)	拟使用募集资金(亿元)
1	鹤壁李子园	年产10.4万吨含乳饮料生产项目	4	3.77
2	云南李子园	年产7万吨含乳饮料生产项目	2.8	2.52
3	浙江李子园	浙江李子园食品股份有限公司技术创新中心项目	0.62	0.62
合计			7.42	6.91

资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

为贴近区域市场、降低产品物流成本，提高产品供应及时和稳定性，更好满足市场需求，公司在原来浙江金华单一基地基础上，已在浙江金华、浙江龙游、江西上高、云南曲靖建成四个自有生产基地和拥有多个委托加工生产基地，公司的全国性布局形成初步规模。其中河南鹤壁“年产10.4万吨含乳饮料生产项目”和云南曲靖“年产7万吨含乳饮料生产项目”为新扩产项目。2021年公司总产能大概30万吨，2021年江西和龙游进行二期产能扩张，预计公司总产能最终达55-60万吨，能够满足公司未来2-3年全国化扩张需求。

图表 40：公司自有生产基地和经销商地区分布情况

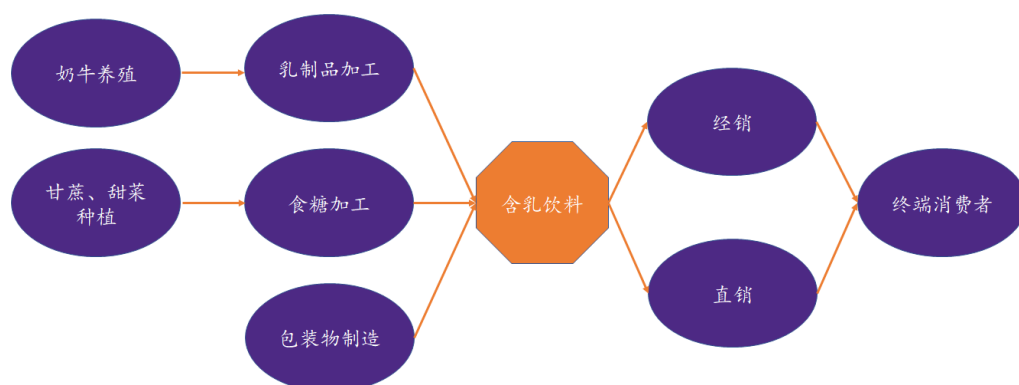


资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

3.6、成本端：成本上涨趋势明显，产品提价可能大

含乳饮料企业主要向上游行业采购奶粉、生牛乳、白砂糖等原辅材料及高密度聚乙烯、包装箱、铝膜等包装物，产品制成后通过经销或直销方式销售给终端消费者。

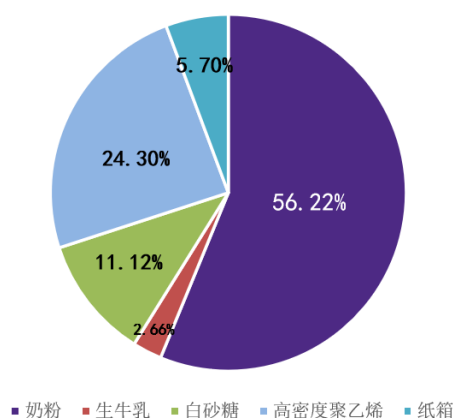
图表 41：公司所处行业与上、下游行业之间的关联性



资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

含乳饮料企业成本以奶粉（主要成本）、生牛乳、白糖为主。奶粉价格是企业重要提价因素之一。2019年奶粉成本为1.81亿元，占原料成本的56.22%；占比排名第二的是高密度聚乙烯，占原料成本的24.30%。新西兰恒天然(Fonterra)是公司奶粉供应商，其价格对公司成本有着重要影响。

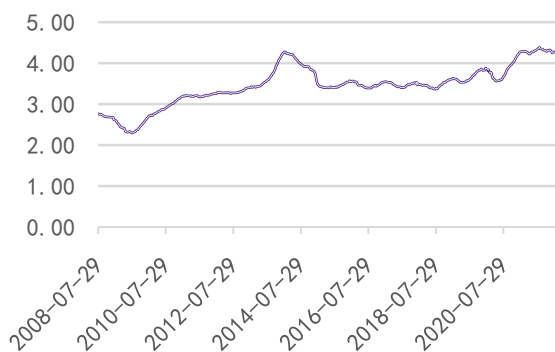
图表 42：2019年公司原料成本占比



资料来源：李子园招股书整理，华鑫证券研究

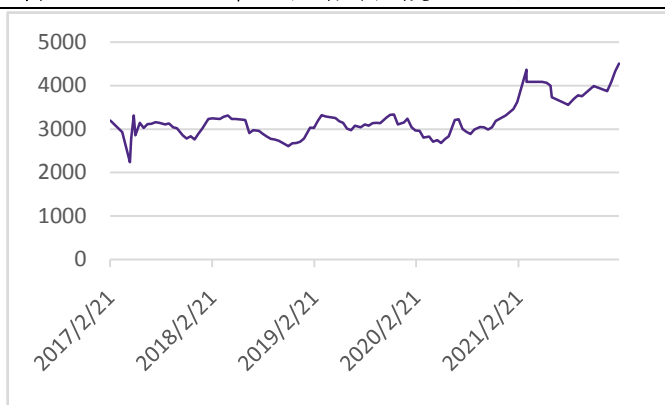
原奶价格上涨趋势明显，公司一般提前半年锁定第二年奶粉价格，若价格继续攀升则含乳饮料存在提价可能。2022年1月5日我国生鲜乳均价为4.25元/公斤，同比增长约0.71%；2022年1月4日国际全脂奶粉价格为3866美元/公吨，同比增长约16.94%。

图表 43：2008-2021年我国生鲜乳均价(元/公斤)



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 44：2017-2022年全脂奶粉价格(美元/公吨)



资料来源：Global Dairy Trade，华鑫证券研究

4、盈利预测与评级

我们看好公司新品持续放量及全国化扩张，我们看好公司新品持续放量及全国化扩张，预计2021-2023年EPS为1.21/1.56/1.94元，当前股价对应PE分别为30/23/19倍，维持“推荐”投资评级。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	1,088	1,470	1,926	2,420
增长率（%）	11.6%	35.2%	31.0%	25.6%
归母净利润（百万元）	215	262	337	422
增长率（%）	18.1%	22.0%	28.9%	25.0%
摊薄每股收益（元）	1.85	1.21	1.56	1.94
ROE（%）	29.4%	28.5%	28.7%	28.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

5、风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、新品推广不及预期、原材料大幅上涨风险、产能投放不及预期、产品单一风险等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产：					营业收入	1,088	1,470	1,926	2,420
现金及现金等价物	244	642	999	1,443	营业成本	683	916	1,196	1,498
应收款	1	2	3	3	营业税金及附加	9	16	21	29
存货	134	77	67	42	销售费用	101	137	195	254
其他流动资产	85	88	96	109	管理费用	43	59	83	106
流动资产合计	464	809	1,165	1,597	财务费用	0	-16	-24	-36
非流动资产：					研发费用	9	15	19	24
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	153	195	272	349
固定资产	439	466	457	436	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	94	37	15	6	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	77	73	69	66	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	277	343	437	544
其他非流动资产	62	62	62	62	加：营业外收入	2	2	2	3
非流动资产合计	671	638	603	569	减：营业外支出	2	6	4	3
资产总计	1,136	1,447	1,768	2,166	利润总额	277	339	435	544
流动负债：					所得税费用	63	77	98	122
短期借款	33	53	78	108	净利润	215	262	337	422
应付账款、票据	170	192	217	251	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	139	139	139	139	归母净利润	215	262	337	422
流动负债合计	342	465	530	598					
非流动负债：					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	64	64	64	64	营业收入增长率	11.6%	35.2%	31.0%	25.6%
非流动负债合计	64	64	64	64	归母净利润增长率	18.1%	22.0%	28.9%	25.0%
负债合计	406	529	594	662	盈利能力				
所有者权益					毛利率	37.2%	37.7%	37.9%	38.1%
股本	116	217	217	217	四项费用/营收	14.0%	13.2%	14.1%	14.4%
股东权益	730	918	1,175	1,504	净利率	19.7%	17.8%	17.5%	17.4%
负债和所有者权益	1,136	1,447	1,768	2,166	ROE	29.4%	28.5%	28.7%	28.1%
					偿债能力				
现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	35.8%	36.6%	33.6%	30.6%
净利润	215	262	337	422	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1
折旧摊销	40	33	35	34	应收账款周转率	844.2	730.0	608.3	730.0
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	5.1	12.2	18.3	36.5
营运资金变动	43	156	40	51	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	297	451	412	507	EPS	1.85	1.21	1.56	1.94
投资活动现金净流量	-159	29	31	30	P/E	19.5	29.8	23.1	18.5
筹资活动现金净流量	259	-53	-56	-63	P/S	3.8	5.3	4.0	3.2
现金流量净额	398	427	387	474	P/B	5.7	8.5	6.6	5.2

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位。1年食品饮料卖方研究经验，曾覆盖白酒、调味品等。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。