

“口味+健康”定位赋予差异化竞争优势， 全国化释放产品潜力

买入|维持

——李子园首次覆盖报告

报告要点：

● 甜牛奶区域龙头，经典单品经久不衰

李子园甜牛奶大单品的包装和口味二十余年来几乎未曾改变，但其不但没有被时代淘汰，反而成功地从老用户向新用户迭代。2017-2021年，公司收入和净利润CAGR分别为25.0%和30.7%，可见其经典产品仍历久弥新。

● “口味+健康”路线破局：“口味”提供愉悦感，“健康”赋予差异化

我国软饮料市场规模已近万亿，除瓶装水和功能型饮料以外的口味型饮料发展更为成熟，市场规模约6000亿。但是，口味型饮料尤其是纯口味型产品需要以极致的口味为前提，但研发难度大且易被巨头模仿，因此新品迭代快但生命周期短。相比之下，元气森林和养乐多等的成功经验则表明“口味+健康”型产品路线是中小品牌突围的更优选择。该路线契合消费升级的大趋势，在符合大众审美的口味基础上可以通过多样的“健康”概念赋予产品差异化的竞争优势，从而避免与巨头的同质化竞争。而且由于对营养学等知识接触较少，大众消费者对“健康”的概念很大程度上源自优秀的产品的教育，这使得品牌方掌握了定义“健康”的主导权。

● 李子园“口味+健康”定位明确，战略转攻激发品牌潜力

产品定位上，李子园甜牛奶属于典型的“口味+健康”型软饮料，一方面以最大众化的甜味为主基调满足消费者愉悦感，另一方面以含乳成分打造健康属性（从单位含糖量和蛋白质含量看，李子园比众多知名口味型饮料更健康和实惠）。**市场空间方面**，与李子园产品口味或重点渠道相似的旺仔牛奶和优酸乳均是近百亿大单品，李子园符合消费升级（尤其是下沉市场）趋势，将在全国化扩张中渗透并积淀更多目标消费者，市场空间广阔。**发展前景方面**，公司在渠道建设和品牌营销上的投入较为保守，随着公司上市后加快全国化扩张，更多资源开始被投向渠道和品牌建设，产品潜力将进一步释放。

● 投资建议与盈利预测

公司正处在全国化扩张的关键时期，甜牛奶产品的“口味+健康”型定位明晰且差异化竞争优势已在收入水平、饮食习惯等截然不同的区域市场得到初步验证。伴随新产能的逐渐释放，我们预计2021-2023年公司实现归母净利润2.62/3.22/4.09亿元，对应每股收益分别为1.21/1.49/1.89，对应市盈率分别为27.19/22.15/17.46X，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

新冠疫情反复、原材料价格持续上涨、产能投放不及预期等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	974.55	1087.57	1469.72	1837.15	2241.32
收入同比(%)	23.82	11.60	35.14	25.00	22.00
归母净利润(百万元)	181.65	214.57	262.44	322.24	408.85
归母净利润同比(%)	45.99	18.12	22.31	22.79	26.88
ROE(%)	35.27	29.41	16.33	17.01	18.12
每股收益(元)	0.84	0.99	1.21	1.49	1.89
市盈率(P/E)	39.29	33.26	27.19	22.15	17.46

资料来源：Wind，国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元): 72.6 / 30.73

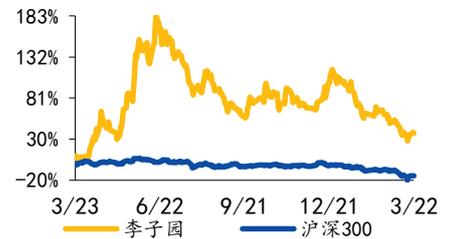
A股流通股(百万股): 84.80

A股总股本(百万股): 216.72

流通市值(百万元): 2804.46

总市值(百万元): 7166.93

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 徐偲
 执业证书编号 S002052105003
 电话 021-51097188
 邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 丁旺
 电话 021-51097188
 邮箱 dingwang@gyzq.com.cn

联系人 童杰
 电话 021-51097188
 邮箱 tongjie@gyzq.com.cn

目 录

1. 甜牛奶区域龙头，经典单品经久不衰	5
1.1 深耕含乳饮料二十余载，甜牛奶产品历久弥新	5
1.2 发展历程：从区域龙头走向全国化，扩张效果初显	6
2. 软饮料赛道竞争激烈，“口味+健康”卖点是中小品牌差异化突围利器	8
2.1 软饮料行业规模近万亿，口味型饮料占比近 60%	8
2.2 口味型饮料赛道竞争激烈，小品牌单纯依靠口味难以突围	10
2.2.1 口味型饮料产品百花齐放，赛道竞争激烈新品存活率低	10
2.2.2 纯口味型饮料需以极致口味为前提，龙头品牌的产品及渠道壁垒高	11
2.3 “口味+健康”型：“健康”概念富有差异化且品牌方主导定义，适合中小企业破局	14
2.3.1 软饮料健康化趋势显现，含健康属性的产品具有更高溢价	14
2.3.2 “健康”卖点易于实现差异化，且“健康”的定义权在品牌方手中	14
3. 李子园甜牛奶“口味+健康”定位明确，全国化扩张挖掘品牌潜力	17
3.1 产品定位：本质为甜味软饮料，含乳成分赋予产品差异化	17
3.2 市场空间：受益于消费升级，百亿级大单品珠玉在前	19
3.3 发展前景：强化渠道建设和品牌营销以激发产品潜力，期待全国化扩张加速	21
3.3.1 高利润率绑定经销商，渠道广度和深度有待进一步挖掘	22
3.3.2 低营销投入实现高自然动销，期待更多的资源投放推动产品迈向新量级	24
3.3.3 加快生产基地全国化布局，产能大扩张支撑战略转攻	26
4. 盈利预测与相对估值	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1：李子园打造以甜牛奶为中心的多元产品矩阵	5
图 2：含乳饮料营收迈入 10 亿级别	6
图 3：1H21 含乳饮料营收占比 97.5%	6
图 4：公司营业收入双位数增长，突破十亿规模	6
图 5：公司归母净利润持续增长	6
图 6：李子园发展历程：目前处于全国扩张期	7
图 7：华东以外市场收入规模高速增长	8
图 8：2019 年软饮料市场规模达 9,941 亿元	9
图 9：2019 年口味型饮料占比 60.1%	9
图 10：软饮料百亿单品中口味型饮料占比超 60%	10
图 11：70 亿级软饮料单品中口味型饮料占据一款	10
图 12：口味型饮料市场规已进入成熟期	10

图 13: 蛋白质饮料及茶饮料增速高于整体口味型饮料.....	10
图 14: 2016 年短生命周期单品 (3 年以内) 数量占比提升至 72%.....	11
图 15: 长生命周期单品 (3 年以上) 销售额占比依然稳定在 60%	11
图 16: 中国口味型饮料中碳酸饮料和茶饮料集中度高.....	12
图 17: 美国口味型饮料中碳酸饮料和茶饮料集中度高.....	12
图 18: 2020 年可口可乐在美国碳酸饮料中处于龙头.....	13
图 19: 2020 年可口可乐在全球碳酸饮料市占率第一.....	13
图 20: 可口可乐的特许经营模式打造了世界上最大的分销体系之一.....	13
图 21: 2021 年消费者对饮料的健康性关注度提升 9pct.....	14
图 22: “口味+健康型”单品定价 (元/100ml) 更高.....	14
图 23: 消费者对健康的关注重点多样化.....	15
图 24: 以健康为核心的“代田理念”.....	16
图 25: 养乐多通过多种形式进行消费者教育.....	16
图 26: 2020 财年养乐多公司净销售额达 35.1 亿美元.....	16
图 27: 2021 年 3 月全球平均每天卖出 4014 万瓶养乐多.....	16
图 28: 2015 年起中国无糖饮料年均增速达 30% 以上.....	17
图 29: 元气森林通过添加赤藓糖醇提升无糖饮料口感.....	17
图 30: 从国家标准上李子园属于含乳饮料.....	18
图 31: 流通渠道中李子园摆放在软饮料货架上.....	18
图 32: 含乳饮料市场规模增速快于软饮料整体.....	18
图 33: 中国甜味饮料占据绝大部分市场份额.....	18
图 34: 美国含乳饮料市场份额扩张.....	20
图 35: 日本含乳饮料市场份额扩张.....	20
图 36: 李子园与旺仔牛奶销售额对比.....	21
图 37: 李子园与伊利优酸乳销售额对比.....	21
图 38: 公司加快新兴市场经销商数量的拓展.....	22
图 39: 华东以外市场收入均实现较高增长 (%).....	22
图 40: 公司全渠道利润率高于同业可比公司.....	22
图 41: 李子园渠道利润率为旺旺牛奶两倍以上.....	22
图 42: 公司经销商数量逐年上涨.....	23
图 43: 公司合作 4 年以上经销商数量占比不断提升.....	23
图 44: 公司单个经销商体量较小.....	24
图 45: 公司单经销商体量明显低于同行.....	24
图 46: 公司以较低广告费用实现较高增长.....	24
图 47: 李子园的库存周转率在主流饮料上市企业中处于较高水平.....	25
图 48: 公司加大广告宣传费用支出.....	25
图 49: 公司销售费用率仍低于同业可比公司.....	25
图 50: 2021 年起公司加强高铁站广告投放.....	26
图 51: 自有产能提高后, 产能利用率下降.....	26
图 52: 委托加工产量占比下降.....	26
图 53: 公司加快全国化产能布局.....	27
图 54: 公司产能快速扩张.....	27

表 1: 根据卖点不同, 软饮料可分为瓶装水、口味型及功能型三类.....	9
表 2: 口味型饮料大单品的两种模式.....	11
表 3: 与其他软饮料相比, 李子园健康和实惠优势凸显.....	19
表 4: 含乳饮料中甜牛奶赛道参与者少.....	20
表 5: 公司销售返利补贴政策内容.....	23
表 6: 相对估值表.....	27

1. 甜牛奶区域龙头，经典单品经久不衰

1.1 深耕含乳饮料二十余载，甜牛奶产品历久弥新

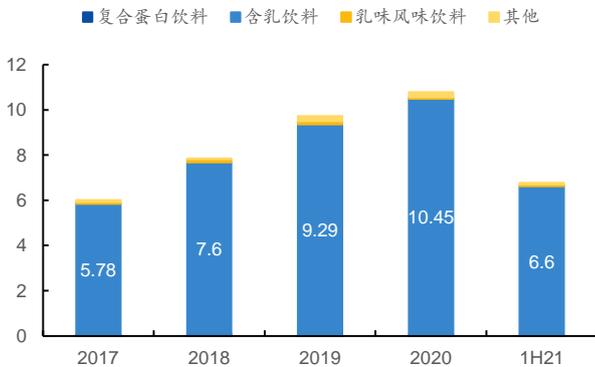
李子园含乳饮料已超 10 亿体量，是区域性甜牛奶龙头。李子园于 1994 年成立于浙江金华，二十余年来以甜牛奶产品为核心，先后推出风味奶、乳酸菌饮品、乳味风味饮料、复合蛋白饮料等产品，打造以含乳饮料为中心的多元产品矩阵。根据公司披露的业绩快报，2021 年公司营收体量已达 14.7 亿元，其中预计 95% 以上来自含乳饮料产品，是当之无愧的区域性含乳饮料龙头。

图 1：李子园打造以甜牛奶为中心的多元产品矩阵



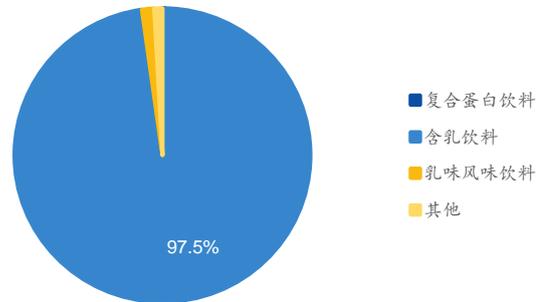
资料来源：招股说明书，李子园淘宝旗舰店，国元证券研究所

图 2：含乳饮料营收迈入 10 亿级别



资料来源：Wind，国元证券研究所

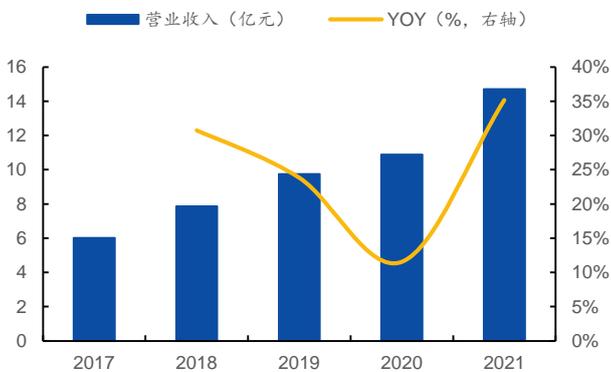
图 3：1H21 含乳饮料营收占比 97.5%



资料来源：Wind，国元证券研究所

经典甜牛奶大单品经久不衰，成熟的江浙市场仍保持较高增长。李子园甜牛奶是公司的经典大单品，收入贡献在 85%左右。虽然李子园甜牛奶的包装和口味二十余年来几乎没有改变，但其不但没有被时代淘汰，反而成功地从老用户向新用户迭代，目前核心消费群体涵盖了 10-30 岁之间的学生和年轻人。2017-2021 年，公司收入和归母净利润 CAGR 分别为 25.0%和 30.7%，根据我们草根调研的数据，公司最为成熟的浙江市场仍有 10-15%的增长，可见其经典产品仍历久弥新。

图 4：公司营业收入双位数增长，突破十亿规模



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司归母净利润持续增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 发展历程：从区域龙头走向全国化，扩张效果初显

李子园的发展历程可分为区域深耕期、品类拓展期及全国化扩张期三个阶段。

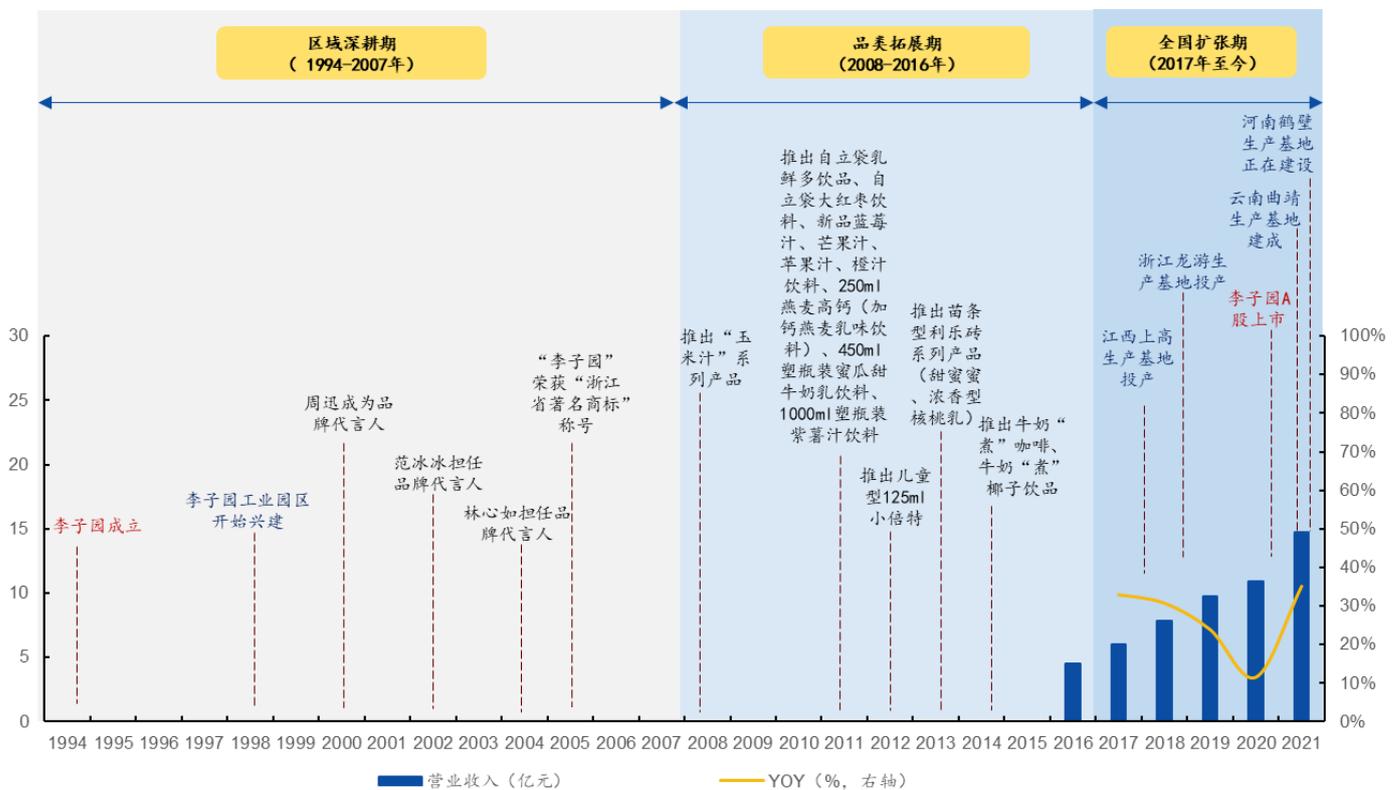
区域深耕期 (1994-2007 年)：公司于 1994 年成立于浙江金华，主营甜牛奶含乳饮料系列产品。在这一阶段，公司主要在华东区域开展经营，成为区域性知名品牌。2000 年起，公司开始邀请周迅等明星担任品牌代言人，进一步提升品牌知名度。

品类拓展期 (2008-2016 年)：2008 年起公司开启产品创新之路，寻找新的业绩增长点。在这一阶段，公司在品类及口味两方面革新：品类方面，推出玉米汁、蓝莓汁、

核桃乳、牛奶“煮”咖啡等新品；口味方面，公司在甜牛奶系列中推出“蜜瓜甜牛奶”新口味。不过，这一时期新品拓展的效果差强人意，公司需要寻找新的突破口。

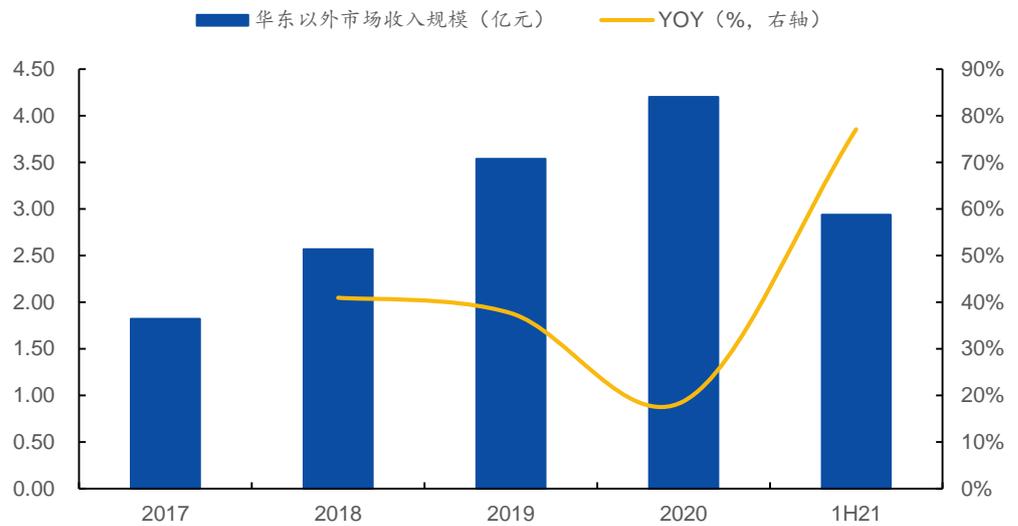
全国扩张期（2017年至今）：公司转变发展战略，开始依靠甜牛奶拳头产品进行全国化扩张并收效显著。2017年起，公司开启产能及渠道全国化布局。产能方面，公司在原有浙江金华生产基地基础上，建设江西上高、浙江龙游、云南曲靖及河南鹤壁四处生产基地，为全国化奠定产能基础；渠道方面，公司加强新市场的经销商体系建设，增加西南、华中等重点区域经销商数量，并开始建设华北、华南、东北、西北地区等新市场的经销商队伍搭建。公司全国扩张效果初显，2020年华东以外新兴市场收入达4.20亿元，较2017年的1.82亿元增长130.4%，2017-2020年CAGR为32.1%。

图 6：李子园发展历程：目前处于全国扩张期



资料来源：Wind，招股说明书，公司官网，国元证券研究所

图 7：华东以外市场收入规模高速增长



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 软饮料赛道竞争激烈，“口味+健康”卖点是中小品牌差异化突围利器

2.1 软饮料行业规模近万亿，口味型饮料占比近 60%

根据卖点不同，我们将软饮料分为瓶装水、功能型饮料和口味型饮料三大类。根据 GB/T 10789-2015《饮料通则》，软饮料指乙醇含量不超过 0.5% 的制品。根据卖点不同，我们将所有软饮料分位瓶装水、功能型饮料及口味型饮料三大类，其中瓶装水主打解渴和便捷性；功能型饮料主打机体调节，细分品类包括能量饮料、运动饮料、即饮咖啡等；口味型饮料主要满足消费者的愉悦需求，包括含乳饮料、碳酸饮料、即饮茶饮料、果汁、植物蛋白饮料等品类。

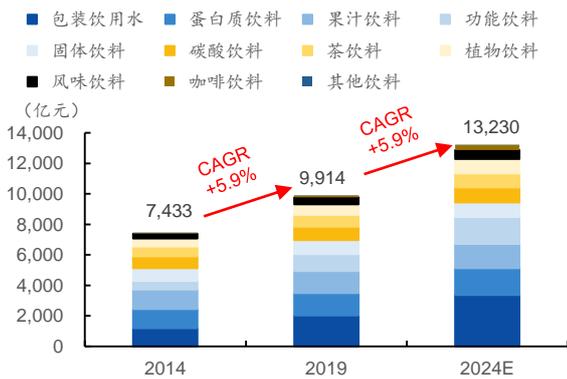
表 1：根据卖点不同，软饮料可分为瓶装水、口味型及功能型三类

分类	定义	卖点	细分品类	代表单品
瓶装水	密封于符合食品安全标准和相关规定包装容器中，可供直接饮用的水	解渴、便捷	包装饮用水等	农夫山泉
功能型饮料	主打具有调节机体作用的饮料	健康、富含矿物质、补充能量、补充维生素、活力	能量饮料 运动饮料 即饮咖啡 含乳饮料 碳酸饮料	红牛 脉动 雀巢咖啡 旺仔牛奶 可口可乐
口味型饮料	主要满足消费者体验不同风味及口感需求的饮料	消费者愉悦	即饮茶饮料 果汁 植物蛋白饮料	康师傅冰红茶 汇源果汁 养元六个核桃

资料来源：天猫，国元证券研究所

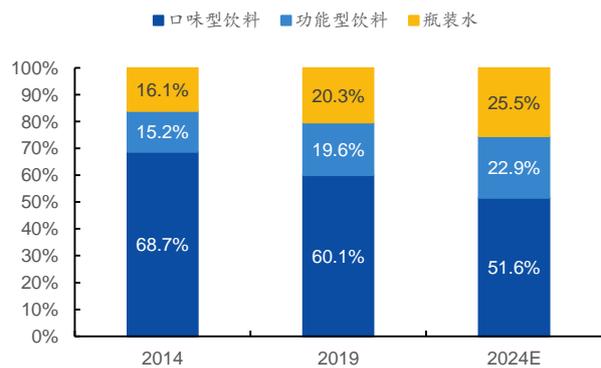
国内软饮料市场规模近万亿，口味型饮料占据主要市场份额。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年国内软饮料市场规模达 9941 亿元，2014-2019 年 CAGR 达 5.9%，预计 2024 年达 1.32 万亿元，未来 5 年仍保持 CAGR5.9% 的较快发展。从产品结构来看，目前口味型饮料占据主要市场份额，瓶装水及功能型饮料则快速增长。2019 年口味型饮料销售额占比 60.1%，功能型饮料占比 19.6%，瓶装水占比 20.3%。目前国内软饮料百亿单品中，口味型饮料亦占据 60% 以上。

图 8：2019 年软饮料市场规模达 9,941 亿元



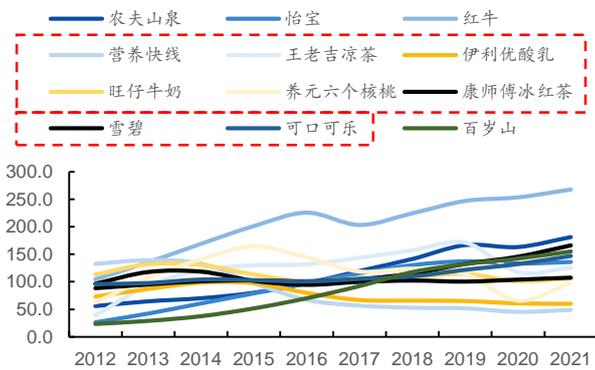
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 9：2019 年口味型饮料占比 60.1%



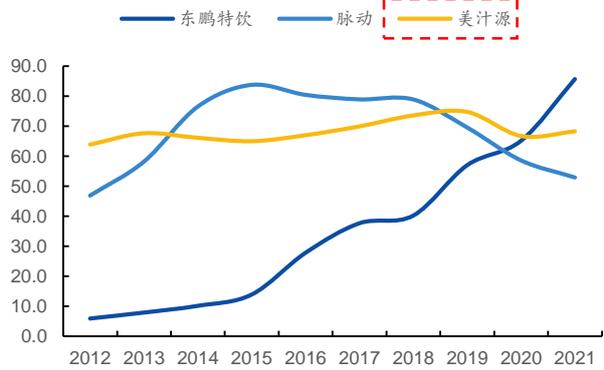
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 10：软饮料百亿单品中口味型饮料占比超 60%



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 11：70 亿级软饮料单品中口味型饮料占据一款



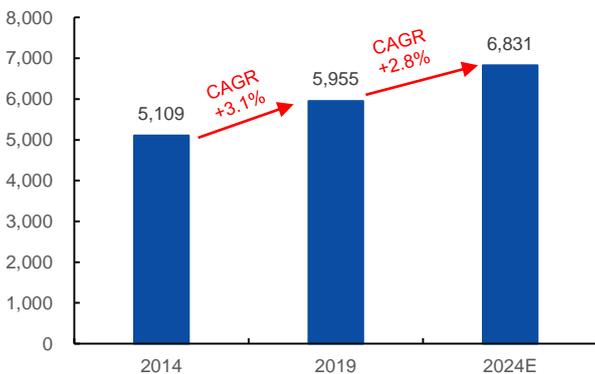
资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

2.2 口味型饮料赛道竞争激烈，小品牌单纯依靠口味难以突围

2.2.1 口味型饮料产品百花齐放，赛道竞争激烈新品存活率低

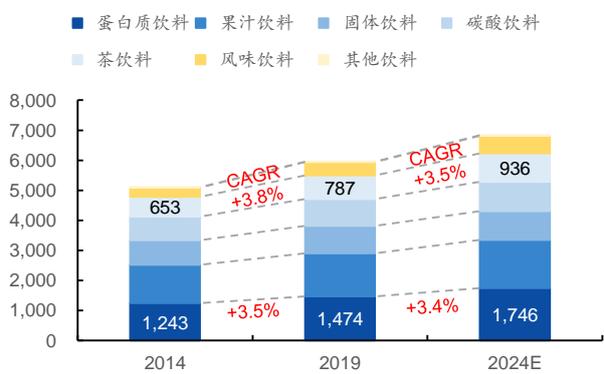
我国口味型饮料赛道已进入成熟期，产品百花齐放但新品竞争激烈存活率低。我国软饮料行业起步于 19 世纪 80 年代，以碳酸饮料为主的国产八大汽水品牌成为软饮料行业的早期玩家。20 世纪 90 年代开始，果汁饮料、乳酸菌饮料、茶饮料、椰汁、杏仁露、功能饮料等多个品类陆续上市，形成“百花齐放”的竞争格局。经过多年发展，我国口味型饮料赛道目前已进入成熟阶段，2019 年市场规模达 5,955 亿元，2014-2019 年 CAGR 为 3.1%。根据尼尔森报告，2015 年 7 月至 2016 年 6 月，饮料新品个数在所有快消品类中占比最高达 22%，且多以口味、包装等为卖点，但 72% 的新品生命周期不足三年。短生命周期的新品数量虽然占比由 2006 年的 66% 提升至 2016 年的 72%，但销售额占比仍维持在 40%，而长盛不衰的大单品数量占比虽由 34% 降到 28%，但销售额份额仍维持在 60%。可见，软饮料尤其是口味型软饮料赛道新品迭代快且难以成长为大单品。

图 12：口味型饮料市场规已进入成熟期



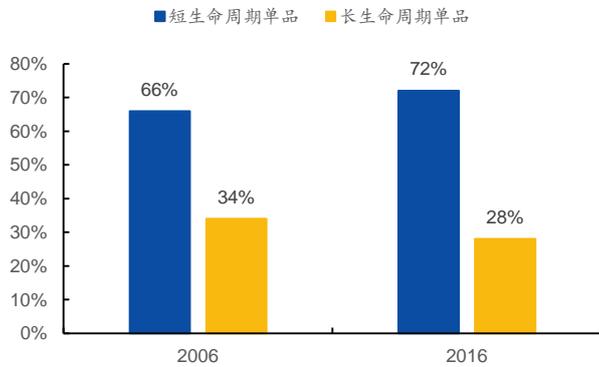
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 13：蛋白质饮料及茶饮料增速高于整体口味型饮料



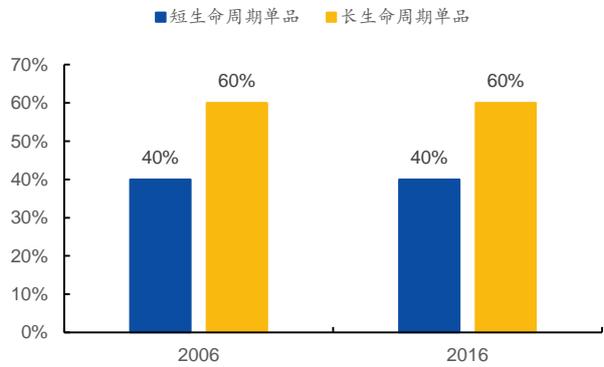
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 14: 2016 年短生命周期单品 (3 年以内) 数量占比提升至 72%



资料来源: 尼尔森咨询, 国元证券研究所

图 15: 长生命周期单品 (3 年以上) 销售额占比依然在 60%



资料来源: 尼尔森咨询, 国元证券研究所

2.2.2 纯口味型饮料需以极致口味为前提, 龙头品牌的产品及渠道壁垒高

口味型饮料又可分为“纯口味”型和“口味+健康”型两大路线, 前者巨头环伺集中度更高。我们根据口味型饮料的核心卖点, 将其分为两种主要路线: 其一是“纯口味”型, 通过口味满足消费者的愉悦感, 以碳酸饮料及茶饮料等品类为主, 代表单品有可口可乐、康师傅冰红茶等; 其二是“口味+健康”型, 在口味的基础上叠加健康属性为卖点, 以含乳饮料、植物蛋白饮料及果汁为主, 代表单品有旺仔牛奶、营养快线、优酸乳、六个核桃等。国内碳酸饮料及茶饮料 CR3 分别为 90.2%及 58.7%, 而含乳饮料 CR5 及果汁 CR3 分别为 34.2%及 33.3%。综合而言, 纯口味型饮料赛道巨头环伺, 虽然新品进入壁垒低, 但要实现突破的难度更高。

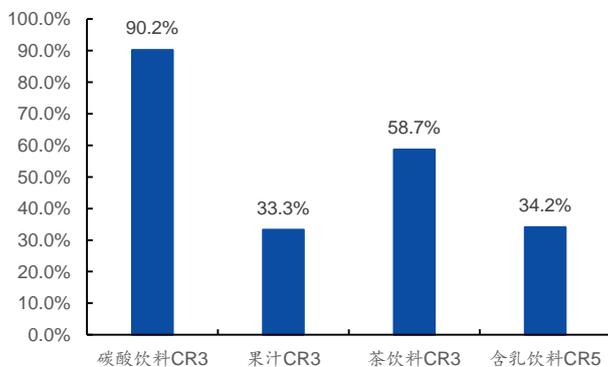
表 2: 口味型饮料大单品的两种模式

产品信息				每 100ml		
产品类型	代表单品	细分品类	广告标语	能量 (kJ)	蛋白质 (g)	碳水化合物 (g)
纯口味型	雪碧	碳酸饮料	“透心凉, 心飞扬”	191	0	11
	可口可乐	碳酸饮料	“美味同享, 尽兴欢畅”	180	0	10.6
	康师傅冰红茶	茶饮料	“冰力十足, 燃痛快”	165	0	9.2
	农夫山泉茶π	茶饮料	“真茶底, 真果茶”	139	0	8
“口味+健康”型	营养快线	含乳饮料	“营养美味一线牵” “牛奶+果汁, 早上就要先开味” “能量瓶, 好喝到起飞”	190	1.0	6.0
	伊利优酸乳	含乳饮料	“酸酸甜甜好滋味” “缤纷滋味优优优” “奶源优、营养优、口味优”	146	1	4.6
	旺仔牛奶	调制乳	“再看, 再看, 我就把你喝掉!” “嗯! 真的很好喝哦!” “营养早餐”	325	2.4	10

王老吉凉茶	茶饮料	“怕上火，喝王老吉” “经常用脑，多喝六个核 桃”	143	0	8.4
养元六个核桃	植物蛋白饮料	“正宗椰汁”“不用椰浆， 不加香精”“新鲜椰肉鲜 榨”	160	0.6	3.6
椰树椰汁	植物蛋白饮料		208	0.6	7
汇源果汁	果汁	“原汁原味更健康”	162	0.6	8.9
美汁源	果汁	“果粒加量大迸发”	170	0	9.7

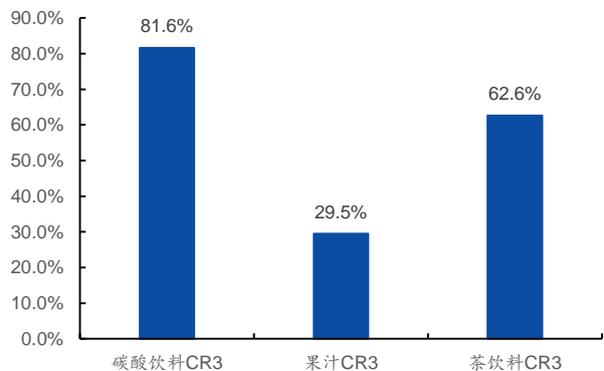
资料来源：天猫，国元证券研究所

图 16：中国口味型饮料中碳酸饮料和茶饮料集中度高



资料来源：Euromonitor，中国食品工业协会，国元证券研究所

图 17：美国口味型饮料中碳酸饮料和茶饮料集中度高



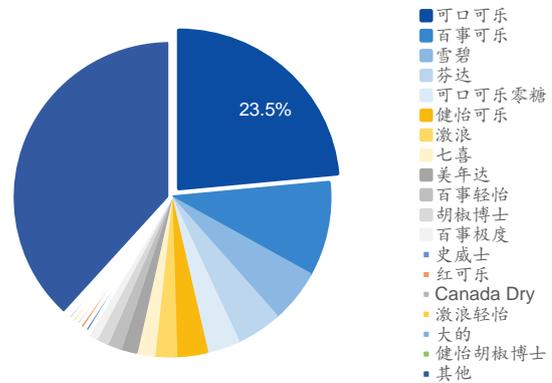
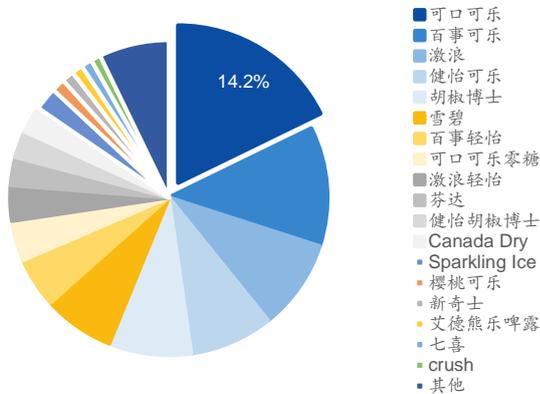
资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

复盘可口可乐：极致化口味是成功前提，品牌营销和渠道投入构筑更深厚的壁垒。可口可乐是全球最成功的纯口味型饮料之一，2020年可口可乐在美国碳酸饮料市场市占率达到14.2%，全球市占率达23.5%，均为行业第一。根据欧睿数据，2020年可口可乐全球线下零售额达425.8亿美元。可口可乐的主要成分为水、糖、二氧化碳及咖啡因，在二氧化碳带来的清爽口感下摄入高糖分是可口可乐成为“快乐水”的关键。但是，极致且独特的口味仅是可口可乐得以风靡全球的基础，其多年来得以经久不衰的秘诀则是对品牌持续不断的营销宣传和渠道建设。**品牌宣传：**可口可乐从成立之初即采用“高举高打”的营销策略。1901年公司广告预算即超过10万美元，1911年广告预算达到100万美元。历史上可口可乐创作了多款经典广告，不仅诞生了“有可口可乐就有朋友”“心旷神怡，万事胜意”“畅爽开怀”等多款广为人知的宣传语，更创作了红衣圣诞老人等影响世界的经典IP形象。经过百年经营，可口可乐已经成为世界最知名的商标之一。**渠道：无处不在的可口可乐。**可口可乐拥有世界上最大的软饮料分销体系之一。可口可乐公司在全球拥有225个瓶装合作伙伴与900个瓶装生产厂。瓶装合作伙伴与当地客户（杂货店、餐馆、便利店、电影院等）保持密切合作，方便可口可乐公司以较低成本迅速开拓当地渠道。可口可乐的产品在200多个国家或地区进行销售。2019年，可口可乐拥有杂货店、餐馆、便利店等20多个渠道，约3000万个经销店及1600万个可口可乐冷柜。“买得到”是可口可乐在20世纪80年代提出的可口可乐需要做好的三件事之一。利用当地瓶装合作伙伴深耕渠道，

让可口可乐变成消费者触手可得的饮料，最大化地将品牌与营销投入转化为销售收入。

图 18：2020 年可口可乐在美国碳酸饮料中处于龙头

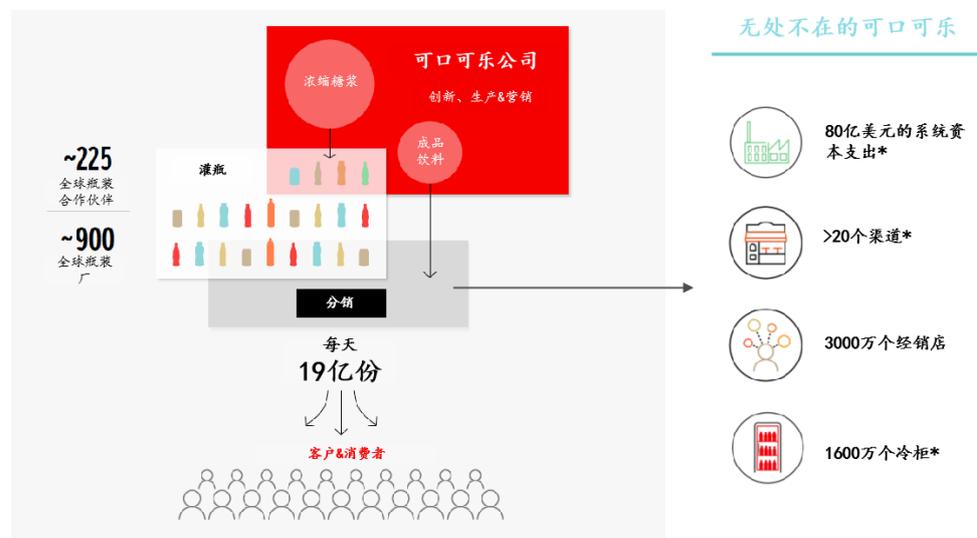
图 19：2020 年可口可乐在全球碳酸饮料市占率第一



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 20：可口可乐的特许经营模式打造了世界上最大的分销体系之一



资料来源：可口可乐官网,可口可乐 3Q21 业绩会公告，国元证券研究所，注：*为 2019 年数据

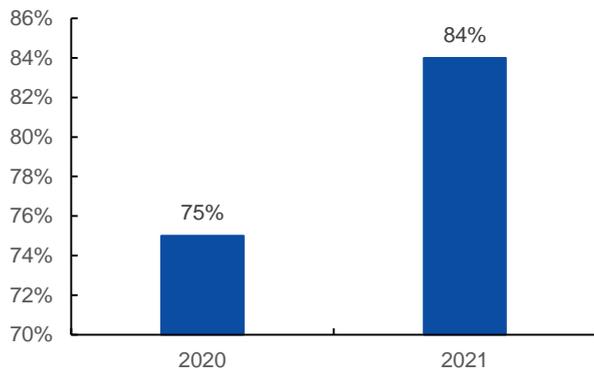
通过复盘可口可乐的发展史，我们认为新品牌或中小品牌想要通过纯口味型产品实现突围的难度很大，主要原因在于：(1) 口味具有先入为主的特点，研发出被大众消费者喜好且具有高辨识度的产品具有很高的难度和不确定性；(2) 纯粹的口味易于被竞争对手模仿，新品牌在营销和渠道资源等方面则显著劣于行业巨头。

2.3 “口味+健康”型：“健康”概念富有差异化且品牌方主导定义，适合中小企业破局

2.3.1 软饮料健康化趋势显现，含健康属性的产品具有更高溢价

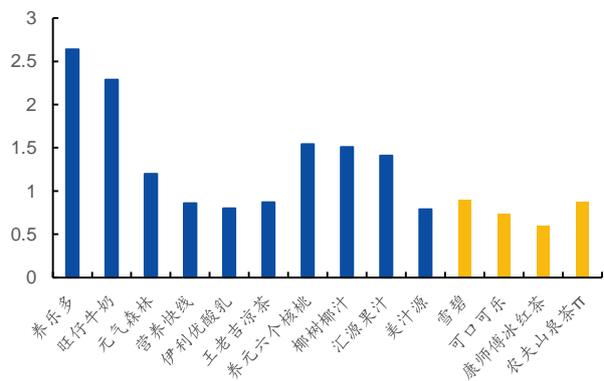
消费者对软饮料健康性关注度持续提高，拥有健康属性的产品定价明显更高。根据益普索调查，2021年消费者认为“健康对饮料是重要的”占比由2020年的75%提升至84%，同比提升9pct。价格方面，纯口味型饮料的每100ml产品售价基本在1元以下，而“口味+健康型”的众多饮料每100ml售价在1元以上，部分甚至突破2元，可见“健康”属性给软饮料带来了较明显的溢价。

图 21：2021 年消费者对饮料的健康性关注度提升 9pct



资料来源：益普索，国元证券研究所

图 22：“口味+健康型”单品定价（元/100ml）更高

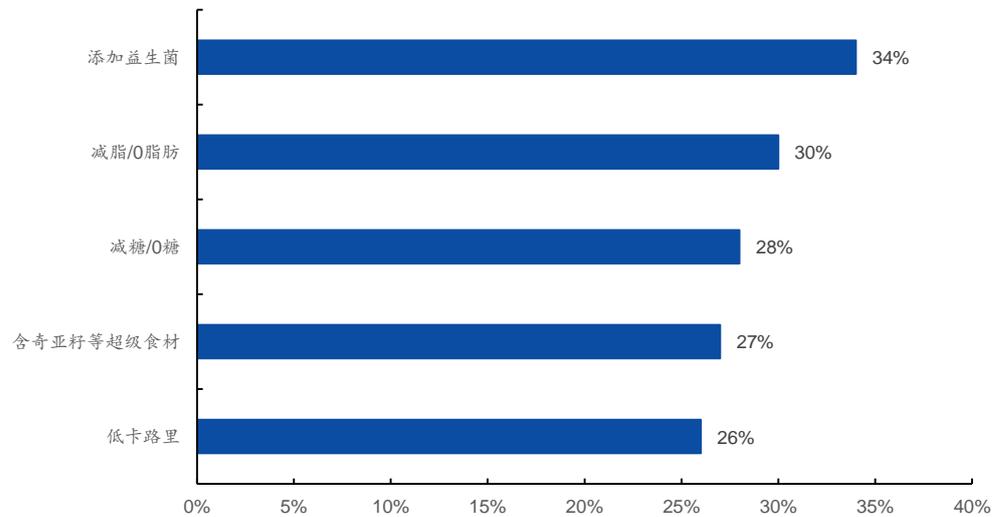


资料来源：天猫，国元证券研究所，注：蓝色代表“口味+健康型”单品，黄色柱体代表纯口味型单品

2.3.2 “健康”卖点易于实现差异化，且“健康”的定义权在品牌方手中

大众消费者对健康的关注重点多样化成为饮料产品的差异化创造空间。而另一方面，众多消费者对饮料“健康”的印象事实上源自饮料商的宣传科普，因此对于“健康”的定义主导权在于品牌商。“口味+健康”型软饮料公司主要通过做“加法”或“减法”的方式以顺应消费者对于健康的诉求。做“加法”，即通过添加益生菌、奇亚籽等各类健康成分使产品具有附加功能，代表品牌有养乐多等。做“减法”，即通过减少糖等不健康成分减轻消费者担忧，代表品牌有元气森林等。由于消费者对健康的关注重点不尽相同，饮料商可以选择不同的卖点以实现产品的差异化，从而避免与巨头的同质化竞争。另外，同样重要的是，由于对营养学等知识的接触较少，大众消费者对“健康”的概念很大程度上源自优秀的产品的教育，这使得品牌方掌握了定义“健康”的主导权。

图 23：消费者对健康的关注重点多样化

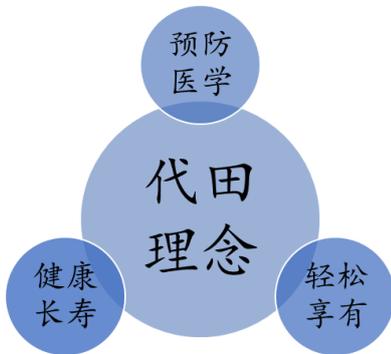


资料来源：益普索，国元证券研究所

养乐多：益生菌饮料开拓者，虽然高糖及极低活菌数量并不如宣传的“健康”，但不妨碍其在全球范围内畅销数十年。1930 年代，田稔博士强化培育出“干酪乳杆菌代田株”，1935 年添加了“代田株”的养乐多活菌型乳酸菌饮品开始于日本进行销售，从而开创了益生菌饮料品类。养乐多坚持宣传“代田理念”：“预防医学、健肠长寿、轻松享有”。其产品的主要卖点为每瓶含有超过 100 亿的活性益生菌“干酪乳杆菌代田株”，可以活着到达肠道并对人体健康发挥有益作用，以达到改善肠道环境，预防疾病。公司通过独有的养乐多妈妈直销团队进行当面产品功效介绍及产品配送。另外，公司开展工厂参观、学校讲座等多种方式进行消费者教育，将品牌与有益肠道消化的“健康”形象强绑定。

养乐多从推出至今已畅销 80 余年，2021 年 3 月，全球平均每天卖出 4,014 万瓶养乐多，其中在日本每天卖出近 1,000 万瓶。2020 财年，养乐多公司净销售额达 35.1 亿美元。但若细究养乐多的健康属性，我们发现一瓶 100ml 的经典款养乐多内碳水化合物含量为 15.7g，是经典可口可乐的 1.5 倍。另外，亦有不少第三方实验室测评对养乐多摄入人体后的干酪乳杆菌代田株的活菌数量提出质疑。2021 年 9 月，养乐多更是因为宣传“益生菌在新冠病毒防治中有重要作用”而被上海市浦东新区市场监督管理局罚款 45 万元。但是，这并不妨碍养乐多在大部分消费者眼中有益肠道健康的品牌形象。

图 24：以健康为核心的“代田理念”



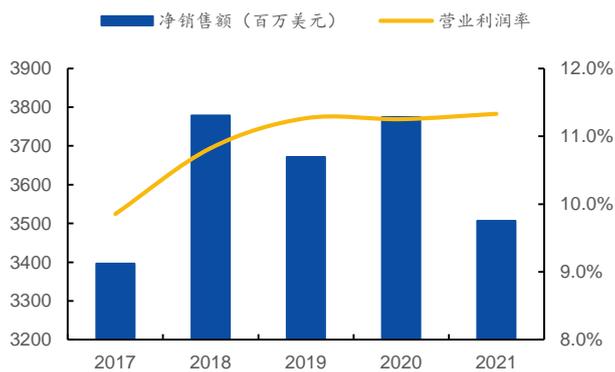
资料来源：养乐多官网，国元证券研究所

图 25：养乐多通过多种形式进行消费者教育



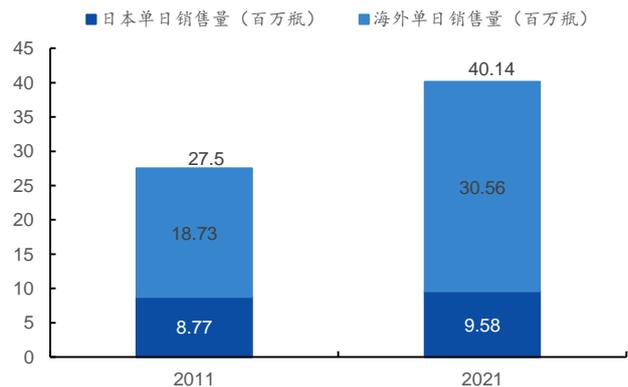
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 26：2020 财年养乐多公司净销售额达 35.1 亿美元



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 27：2021 年 3 月全球平均每天卖出 4014 万瓶养乐多



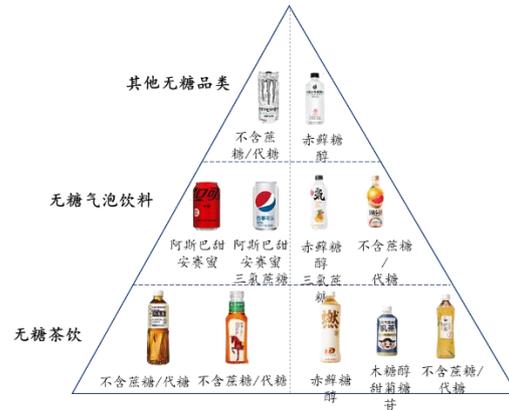
资料来源：公司公告，国元证券研究所

元气森林：“口味+健康”型软饮料典范，凭借 0 糖 0 卡 0 脂卖点切入气泡水大赛道并实现爆发式增长。元气森林成立于 2016 年，是一家具有互联网基因的创新性饮品公司。面对消费者对健康的愈演愈烈的需求，元气森林选择大胆采用高端代糖赤藓糖醇，打出 0 糖 0 卡 0 脂的宣传口号，从而在品牌定位上与传统口味型饮料以及其它无糖饮料形成差异化。口味方面，元气森林选择了气泡水这一受众广赛道宽的品类作为落脚点，在尽可能兼顾口味的基础上，通过清新的包装和广泛的营销使得 0 糖 0 卡 0 脂气泡水形象深入人心。截至 2020 年，元气森林销售额已接近 30 亿元，成立 5 年内实现了指数级的增长，成为近年来罕见突围的本土饮料新品牌。虽然过量摄入赤藓糖醇等代糖容易导致腹泻，且长期食用代糖可能会让人产生“可以多吃其他东西”的代偿心理，亦或导致人体内肠道菌群失衡，减弱消化能力，但大多数消费者对赤藓糖醇的印象仅限于其 0 卡 0 糖 0 脂的特性，品牌商又一次掌握了对“健康”的解释权。

图 28：2015 年起中国无糖饮料年均增速达 30% 以上



图 29：元气森林通过添加赤藓糖醇提升无糖饮料口感



资料来源：智研咨询，国元证券研究所

资料来源：天猫，国元证券研究所

总结养乐多和元气森林等企业的成功经验，“口味+健康”型产品定位更容易帮助新品牌突围的原因在于：(1)“健康”的卖点可以充分的差异化，从而避免与传统强势品牌的直接竞争；(2)“健康”的定义主要取决于品牌商对消费者的宣传教育，而不需要做到绝对意义上的健康，从而使企业掌握主动权；(3)在健康属性加持下，对产品口味的要求主要在于符合大众审美，但不需要做到极致。

3. 李子园甜牛奶“口味+健康”定位明确，全国化扩张挖掘品牌潜力

3.1 产品定位：本质为甜味软饮料，含乳成分赋予产品差异化

李子园甜牛奶主基调是软饮料而非牛奶，含乳成分赋予产品差异化的健康属性。市场中不少投资者主观上或潜意识将李子园甜牛奶归为乳制品的范畴，从而认为其添加剂有余而营养不足，但事实上不论从国家标准还是品牌自身定位来看，其都明确属于含乳饮料，若按我们前文提及的分类方法，李子园甜牛奶则是典型的“口味+健康”型软饮料。我们认为首先明确李子园产品的属性至关重要，因为这涉及到对其竞争力进行分析时所选的竞品对象。事实上，根据我们草根调研的结果，在流通渠道中李子园甜牛奶通常与各类知名口味型软饮料摆放在一起。因此在下文的研究中，我们将把分析范围设在软饮料的框架内。

图 30：从国家标准上李子园属于含乳饮料



资料来源：草根调研，国元证券研究所

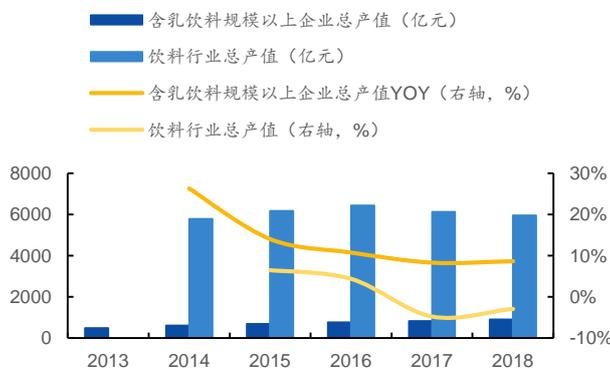
图 31：流通渠道中李子园摆放在软饮料货架上



资料来源：草根调研，国元证券研究所

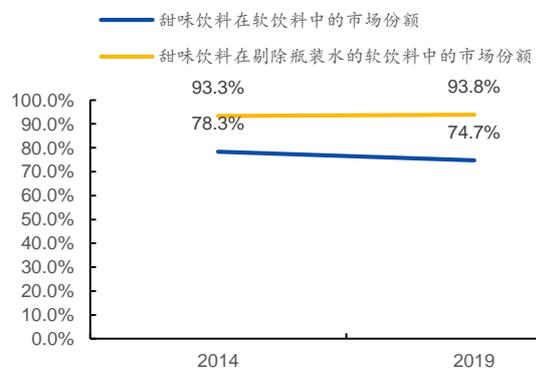
以甜味满足愉悦感，以含乳成分打造健康属性。作为前述“口味+健康”型软饮料的典型产品，李子园甜牛奶在口味方面选择了最大众化的甜味为主基调，部分系列进一步添加了不同的水果口味，从而满足大众通过消费口味型软饮料想要获得的愉悦感。在“健康”属性方面，李子园则选择了添加含乳成分打造自己的健康标签。根据中国食品工业协会的数据，2018 年国内含乳饮料规模以上企业总产值达 898.6 亿元，2014-2018 年 CAGR 为 10.38%，远高于同期软饮料行业 0.70% 的年复合增速。李子园的经典大单品通过“口味+健康”的结合使自己获得了差异化的竞争优势，对比其他蛋白质饮料及纯口味型饮料，我们发现李子园具有蛋白质含量高且含糖量低的优势。蛋白质含量方面，每 100ml 李子园含有 1.0g 蛋白质，不仅高于纯口味型饮料，而且高于同样主打健康的植物蛋白质饮料。而可能与众人直觉不符的是，每 100ml 李子园的碳水化合物含量仅 4.8g，能量仅 143KJ，明显低于大多数知名口味型软饮料。综合来看，李子园每 100g 蛋白质含量对应摄入的能量仅 143KJ，且价格仅 1.04 元，若从众多口味型软饮料竞品的角度看，李子园甜牛奶是更为健康和实惠的替代品。

图 32：含乳饮料市场规模增速快于软饮料整体



资料来源：中国食品工业协会，国元证券研究所

图 33：中国甜味饮料占据绝大部分市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文，Euromonitor，国元证券研究所

表 3：与其他软饮料相比，李子园健康和实惠优势凸显

产品信息				产品成分（每 100ml）								
名称	图片	规格 (ml)	价格 (元)	单价(元 /100ml)	蛋白质(g)	能量(KJ)	碳水化合物(g)	脂肪(g)	膳食纤维(g)	钙 (mg)	单位蛋白质对应摄入的能量 (KJ)	单位蛋白质价格 (元)
李子园甜牛奶		450	4.69	1.04	1.0	143	4.8	1.2	-	-	143.00	1.04
养元核桃乳		240	3.70	1.54	0.6	160	3.6	2.4	-	-	266.67	2.57
露露杏仁露		240	3.75	1.56	0.6	185	6.8	1.6	-	-	308.33	2.60
椰树牌椰子汁		245	4.25	1.73	0.6	208	7	2.1	-	-	346.67	2.89
统一阿萨姆奶茶		500	3.99	0.80	0.6	230	9.2	1.7	-	-	383.33	1.33
oatly 燕麦奶		250	8.61	3.44	1.0	191	6.6	1.5	0.8	120	191	3.444
康师傅冰红茶		500	2.39	0.48	-	165	9.2	-	-	-	-	-
可口可乐		330	2.88	0.87	-	180	10.6	-	-	-	-	-
元气森林气泡水		480	5.77	1.20	-	-	3.8	-	-	-	-	-

资料来源：京东商城，国元证券研究所

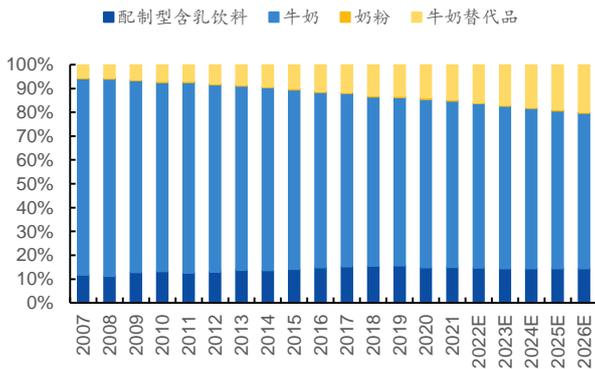
3.2 市场空间：受益于消费升级，百亿级大单品珠玉在前

借鉴美国和日本的发展历程，含乳饮料兼具软饮料的口味以及乳制品的营养成分，是越来越多消费者的折中选择。参考美国和日本发达国家经验，近年来含乳饮料的市场份额不断上升，白奶市场份额萎缩，体现出消费者对口味的追求。美国牛奶消费量占比从 2007 年的 82% 下滑至 2021 年的 70%，而配置型含乳饮料及牛奶替代品占

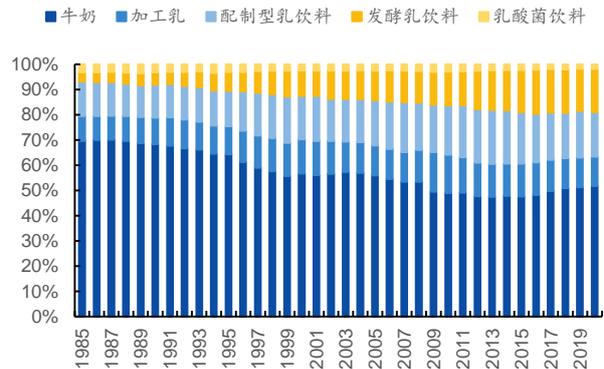
比由 17%提升至 30%。日本牛奶产量在 1997 年达到峰值后持续下降，而含乳饮料在饮用牛奶产品中的市占率大幅提升，2020 年市场份额达 36.6%，涌现出一批知名含乳饮料品牌，如养乐多、可尔必思等。而在中国市场，随着居民健康意识的不断提升，含乳饮料将是普通口味型饮料向更健康饮料升级的一大方向，且由于东亚人口中有相当高的比例乳糖不耐，含乳饮料的中庸属性或易于其推广。

图 34：美国含乳饮料市场份额扩张

图 35：日本含乳饮料市场份额扩张



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所



资料来源：日本农林水产省，国元证券研究所

含乳饮料主要产品卖点各异，甜牛奶赛道竞争较小，李子园为行业龙头。根据中国食品工业协会的数据，我国含乳饮料行业集中度相对较低，CR5 仅 34.2%，大部分企业仍局限在区域市场。目前市面上主要的含乳饮料主要分为甜味及酸味两大类，且几大主要品牌的卖点和目标消费者具有较明显的差异化，因此同行间竞争相对纯口味型软饮料较小。而李子园深耕的甜牛奶领域，实力雄厚的参与者更少，公司是该领域的龙头之一。

表 4：含乳饮料中甜牛奶赛道参与者少

公司	主要含乳饮品
蒙牛乳业	酸酸乳、真果粒、优益 C 等
伊利股份	优酸乳、果粒多、QQ 星等
娃哈哈	AD 钙奶、营养快线等
光明乳业	巧风、萌小团牛奶饮品等
李子园	甜牛奶系列饮品，乳酸菌饮品、风味奶饮品等
新希望乳业	成长记忆乳酸菌含乳饮料、“好想想”酸酸乳、活润乳酸菌含乳饮料等
燕塘乳业	花式奶、乳酸菌乳饮料等
均瑶乳业	“味动力”常温乳酸菌饮料、“味动力”纤益乳酸菌饮品等
夏进乳业	酸牛奶含乳饮料等

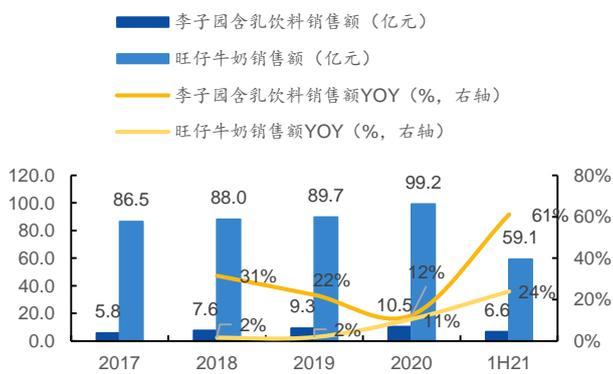
资料来源：公司公告，国元证券研究所

百亿大单品珠玉在前，李子园甜牛奶潜在市场空间广阔。虽然从乳制品含量看，旺仔牛奶属于牛奶范畴而非含乳饮料，但其产品口味与卖点与李子园相似，且核心用户与李子园亦有重叠，因此可以作为李子园甜牛奶的对标产品。旺仔牛奶于 1997 年在国内上市，2010 年旺仔牛奶销售收入首次突破 50 亿元，2013 年突破 100 亿元，为甜牛奶赛道当之无愧的龙头。旺仔牛奶的销售收入在 2015 年开始下降，但经过品牌年

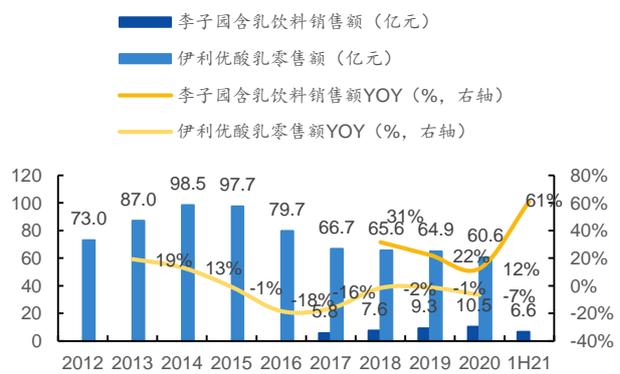
轻量化及数字营销改造，旺仔牛奶成功将目标用户从儿童扩展至年轻人，2020年销售收入重回百亿。旺旺集团拥有中国最大的分销网络之一，公司于2008年开启“送旺下乡”活动，将销售网络进一步下沉至乡镇及基层城市，合作零售点超100万个。另一个可以对标的大单品是伊利优酸乳，虽然优酸乳口味与甜牛奶完全不同，但两者均重点布局早餐等渠道，且同属含乳饮料赛道。根据Euromonitor统计数据，优酸乳线下零售额一度达到98.5亿元，虽然此后伊利给予优酸乳的资源支持相对减少，但目前优酸乳体量仍然维持在60亿元以上。目前李子园甜牛奶的体量仅在10亿元级别，随着公司全国化渠道建设的推进以及营销等资源的加大投入，产品将挖掘出巨大的市场潜力。

图 36：李子园与旺仔牛奶销售额对比

图 37：李子园与伊利优酸乳销售额对比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

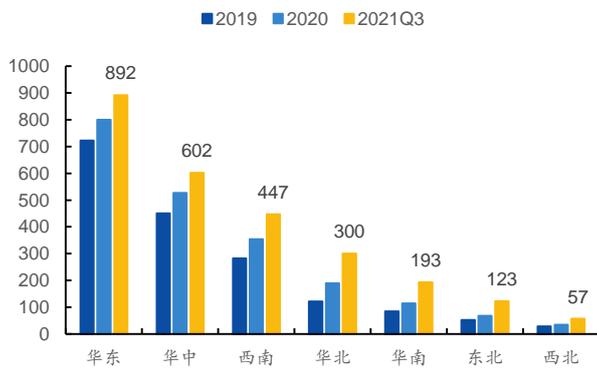


资料来源：公司公告，Euromonitor，国元证券研究所，注：伊利优酸乳数据为终端零售额

3.3 发展前景：强化渠道建设和品牌营销以激发产品潜力，期待全国化扩张加速

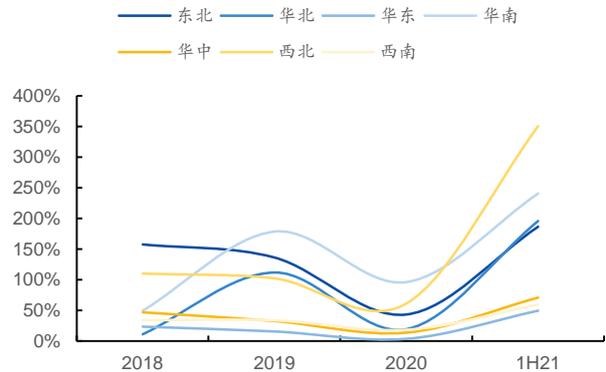
虽然李子园早在1994年开始便专注于甜牛奶赛道的经营且目前产品力仍然历久弥新，但在相当长的时期内，公司在区域扩张的议题上表现出相对保守的姿态。目前公司发迹的浙江及周边的江苏和上海市场仍然占据了一半以上的销售额，此外仅有云南、江西、河南等零星省份销售额突破亿元。不过，在这几个公司开始发力的华东以外市场，虽然其居民收入水平、消费习惯、饮食文化等均有显著的差异，但均未阻碍李子园产品的快速放量。2018-2020年，李子园在华南、东北、西北等市场的收入增速分别达到133.5%、83.8%及80.8%，表明其产品成功突破了地域的限制，这也验证了我们前文着墨较多的“口味+健康”型软饮料的优势。我们认为，李子园甜牛奶的差异化竞争优势明显，上市后随着在品牌营销、渠道建设以及产能布局等方面的强化，有望加速实现产品在全国范围的普及。

图 38：公司加快新兴市场经销商数量的拓展



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 39：华东以外市场收入均实现较高增长（%）

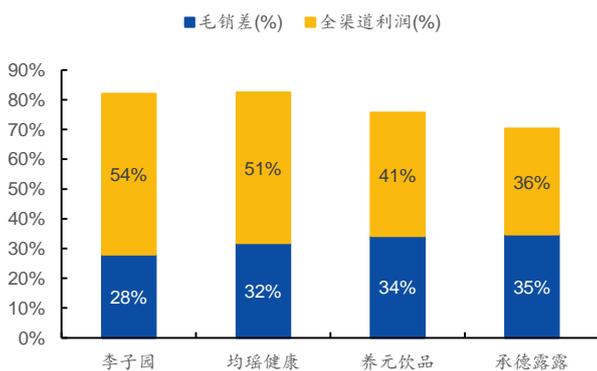


资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

3.3.1 高利润率绑定经销商，渠道广度和深度有待进一步挖掘

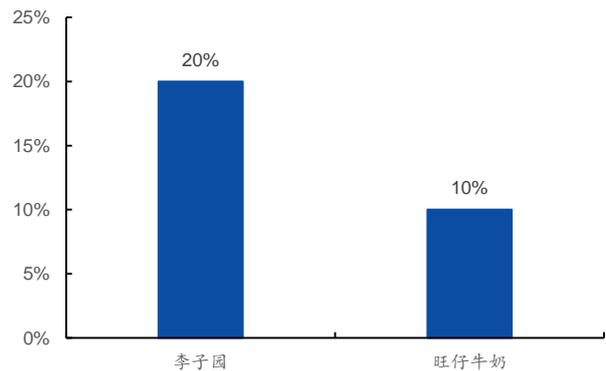
公司让利渠道，通过利益绑定激发经销商积极性。2020 年，李子园的毛销差为 27.94%，明显低于大多数上市软饮料公司。但是，在渠道利润方面，根据我们的测算，李子园全渠道利润率可达 54%，其中经销商利润率在 20%-30%不等，终端门店利润率在 20%左右。李子园的渠道利润率显著高于大部分 A 股软饮料上市公司，更是对标产品旺仔牛奶的 2 倍以上。由于目前公司对商超等流通渠道的掌控力还较弱，通过让利渠道，公司得以更好地激发经销商合作积极性，同时利用经销商资源对终端门店进行管理。此外，公司还采用销售返利补贴的方式支持经销商执行公司市场推广方针。2017 至 2019 年期间，公司已提供经销商返利补贴金额分别为 5,910.23、5,208.12、6,902.93 万元。其中市场推广专项返利补贴为销售返利补贴的重要部分，2019 年共计补贴 5,396.78 万元，占返利前主营业务收入的 5.18%。

图 40：公司全渠道利润率高于同业可比公司



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 41：李子园渠道利润率为旺旺牛奶两倍以上



资料来源：渠道调研，国元证券研究所

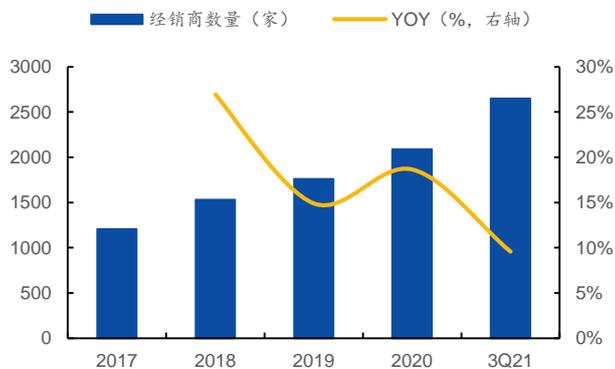
表 5：公司销售返利补贴政策内容

类型	返利补贴政策内容
年度返利补贴	公司与所有经销商分别在年度经销合同中约定销售考核指标，一个自然年度内，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。同时，每年年末公司将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。
市场推广专项返利补贴	为推进年度销售计划实施，落实市场费用精细化管理，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。经销商与公司销售经理谈妥相关市场推广方案，市场推广专项返利补贴由大区经理、市场服务部、营销副总审核实际实施情况及效果，达到约定要求后，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。

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

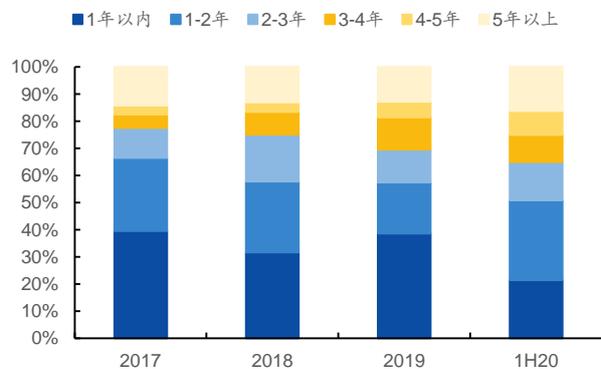
在“让利+返利”组合拳下，公司经销商数量稳步增长且粘性高。截至 3Q21，公司合作经销商达 2649 家，相较 2020 年大幅净增 561 家。在整体经销商数量不断拓展的基础上，合作年限 3 年以上的经销商数量占比从 2017 年的 22.5% 提升至 1H20 的 35.2%，并贡献 60% 以上收入。可见公司成功地将优质经销商沉淀下来，在高渠道利润刺激下，经销商粘性进一步提升，与公司构建良好的利益共同体。

图 42：公司经销商数量逐年上涨



资料来源：招股说明书，公司公告，国元证券研究所

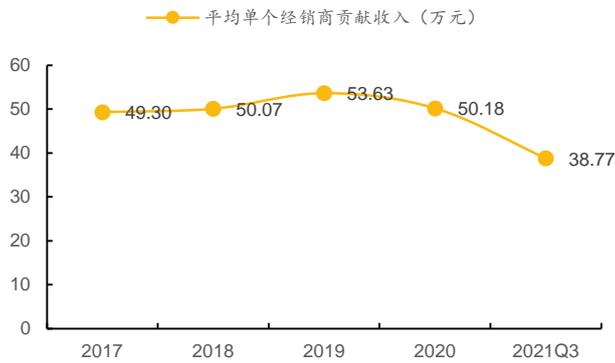
图 43：公司合作 4 年以上经销商数量占比不断提升



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

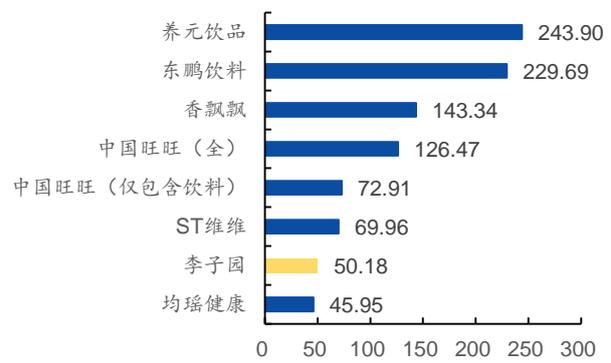
封闭渠道发展更为成熟，流通渠道的广度和深度有较大强化潜力。相比大多数软饮料公司，李子园的渠道结构较为独特，早餐店、校园店、网吧、食堂等封闭渠道收入占比高达 50% 左右。由于李子园甜牛奶产品特性天然匹配上述渠道的消费场景，且封闭渠道不需要投入过多的人力进行促销推广，因此上述渠道成为公司目前的主力渠道。相比之下，公司此前在商超等流通渠道的覆盖广度与深度有限，单个经销商体量与实力也有所不足。不过，随着公司实力的增强，李子园已开始浙江等成熟市场加强流通渠道的培育，这既是新的潜力所在也是对公司管理能力的新挑战，而我们相信李子园产品力将在传统封闭渠道以外得到验证。

图 44：公司单个经销商体量较小



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 45：公司单经销商体量明显低于同行

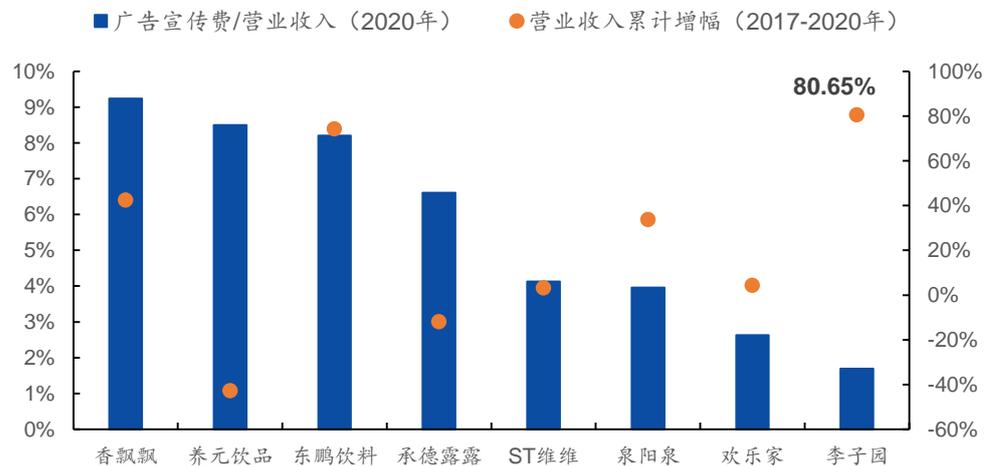


资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3.2 低营销投入实现高自然动销，期待更多的资源投放推动产品迈向新量级

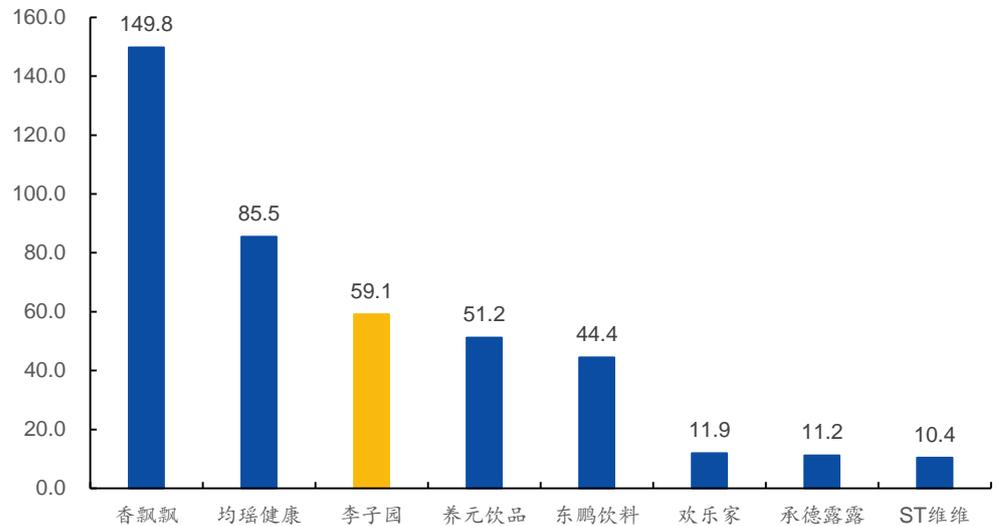
公司以低营销投入实现高业绩增长，产品自然动销能力强。近年来公司在营销投入方面较为保守，2020 年广告宣传费仅 1844 万元，占营收比例仅为 1.7%，在 A 股软饮料上市公司中占比最低。但与此同时，公司在 2017 年至 2020 年期间，收入累计增幅高达 80.6%，在上市软饮料公司中增速却是最快的。我们认为这可以解释为在公司独特的渠道结构下，产品可以更精准地触达目标消费者，并凭借较为突出的产品力实现了较强的自然动销。李子园库存周转率对比主流上市软饮料公司，处于较高水平，2020 年库存商品周转率为 59.1，反映出公司产品具有强自然动销能力。

图 46：公司以较低广告费用实现较高增长



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 47：李子园的库存周转率在主流饮料上市企业中处于较高水平



资料来源：公司公告，国元证券研究所

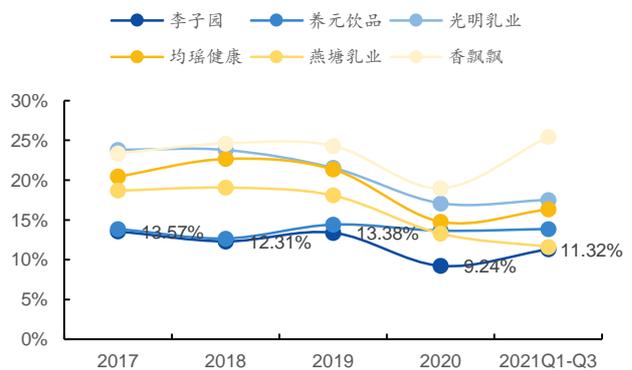
加大营销投入配合全国化扩张，产品潜力有望进一步释放。未来几年将是李子园走向全国化的关键时期，由于此前公司在众多新兴市场的知名度还不高，为了配合产品的快速全国化，加强广告宣传投入将是更快提升品牌曝光度的手段，也有利于增强经销商开拓新市场的信心。事实上，我们也看到 IPO 以来公司明显加强了营销费用的投放。2021 年 H1，李子园广告宣传费用已达 2557 万元，同比大增 217.25%，其中重点强化了在高铁列车冠名、全国各大高铁站候车室滚屏广告等方面的投入。销售人员数量快速增长。截至 2021 年 H1，公司销售人员及销管人员合计 400 余人，较 2020 年底的 300 余人数量大幅增长，显示出公司全国化扩张的坚定信心。

图 48：公司加大广告宣传费用支出



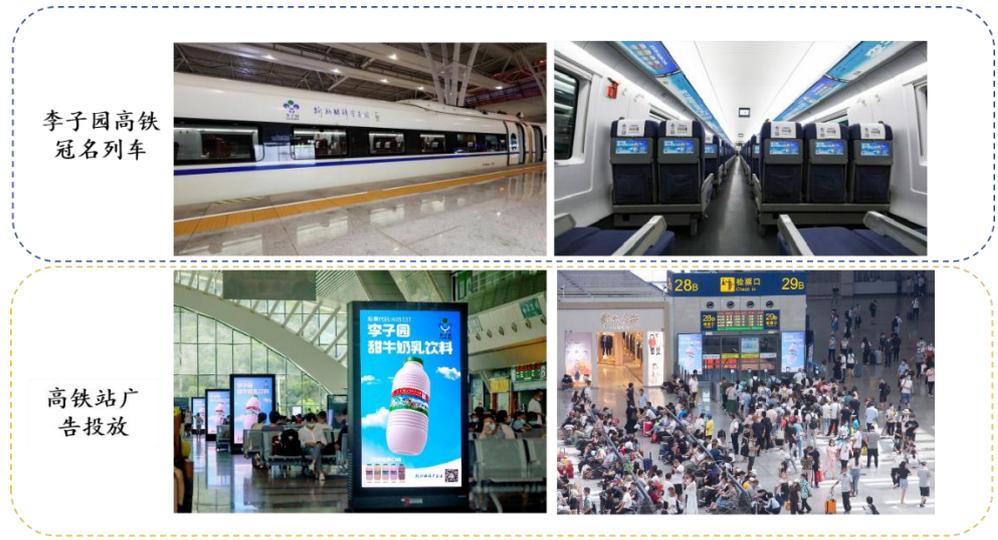
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 49：公司销售费用率仍低于同业可比公司



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 50：2021 年起公司加强高铁站广告投放

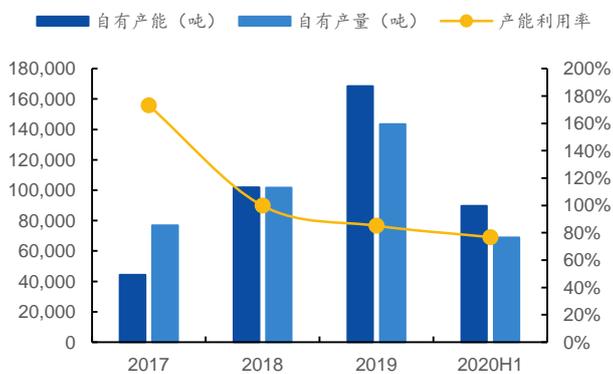


资料来源：腾讯网，凤凰网，国元证券研究所

3.3.3 加快生产基地全国化布局，产能大扩张支撑战略转攻

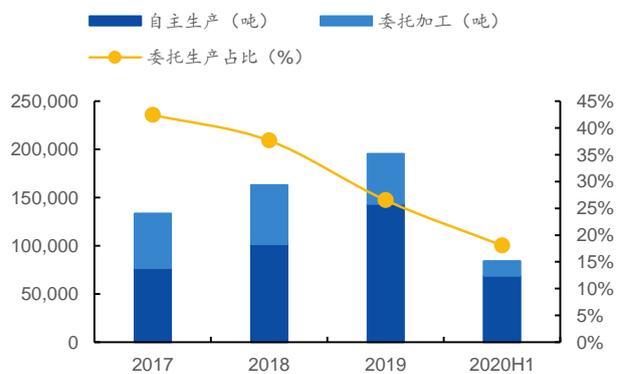
自有产能利用率长期处于高位，委外生产比例依然较高。公司主要采用“以销定产”的生产模式，但在旺盛的市场需求下，公司产能利用率长期处于高位。另外，此前公司自有产能主要集中在浙江和江西，受到运输半径等的限制，长期需要较高比例的委外生产以满足新兴市场的需求。2020H1，公司委托生产比例仍然高达 18%。

图 51：自有产能提高后，产能利用率下降



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 52：委托加工产量占比下降



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

上市募资加速全国化生产基地布局，以支持公司战略转攻，彰显公司自信。2019 年，公司共有浙江金华、浙江龙游及江西上高三处工厂共计产能约 17 万吨。2020 年，公司云南 7 万吨工厂建成投产，用以辐射西南市场。2021 年底，李子园河南鹤壁工厂投产，项目设计产能 10.4 万吨，可以辐射快速发展的河南、山东等北方市场。2022 年 1 月份，李子园公告拟在现有云南工厂附近新建 3 条含乳饮料无菌灌装生产线，项目计划总投资约 2 亿元（我们据此测算该项目产能在 6-7 万吨），计划 2022 年 12 月 31 日前开工，2025 年 12 月 31 日前竣工投产，项目建成达产

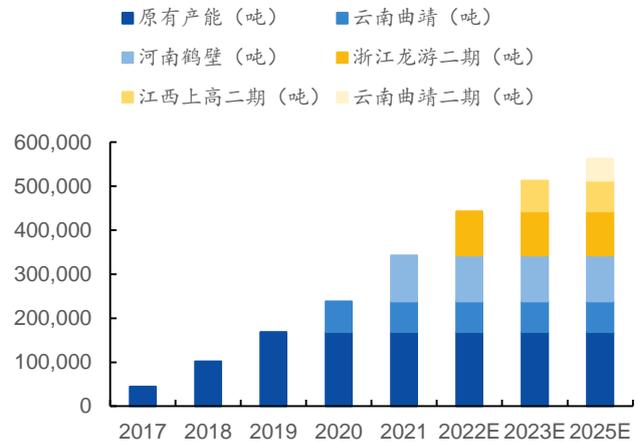
后预计实现年总产值 2.6 亿元。2019 年以前，公司产能扩张缓慢，这也与多年的区域性经营相匹配，但自 2020 年以来，公司产能建设显著加速，对应的则是在经营战略层面的防守反攻，彰显了公司对全国化扩张前景的自信。

图 53：公司加快全国化产能布局



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 54：公司产能快速扩张



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测与相对估值

公司正处在全国化扩张的关键时期，我们认为李子园甜牛奶产品的“口味+健康”型定位明晰，且差异化竞争优势已在收入水平、饮食习惯等截然不同的区域市场得到验证。我们看好公司通过强化内部管理、渠道建设以及营销投入进一步挖掘品牌潜力，同时结合公司未来产能释放节奏，预计 2021-2023 年，公司实现营业收入 14.70/18.37/22.41 亿元，归属母公司股东净利润分别为 2.62/3.22/4.09 亿元，对应每股收益分别为 1.21/1.49/1.89 元。截至 2022 年 3 月 23 日收盘价，对应公司 2021-2023 年市盈率分别为 27.19/22.15/17.46X，与可比公司平均水平接近，但考虑到公司近几年更高的业绩增长性以及更广的潜在增长空间，我们认为当前估值性价比凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：相对估值表

公司简称	EPS				PE			
	20	21E	22E	23E	20	21E	22E	23E
养元饮品	1.25	-	2.01	2.2	20.72	17.03	11.55	10.55
光明乳业	0.5	0.48	0.55	0.62	32.77	24.51	21.58	19.14
燕塘乳业	0.67	1.09	1.28	1.48	33.54	19.68	16.76	14.49
平均值	0.95	0.83	1.21	1.42	29.89	22.10	18.01	15.41
李子园	1.85	1.21	1.49	1.89	17.44	27.19	22.15	17.46

资料来源：Wind，国元证券研究所，注：以上数据截至 2022.3.23

5. 风险提示

新冠疫情反复超预期、食品安全问题、产能投放不及预期、原材料价格大幅波动影响其盈利水平等。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	301.70	464.49	810.00	701.51	741.88
现金	80.57	244.33	406.59	321.86	292.70
应收账款	1.16	0.81	1.28	1.61	1.97
其他应收款	0.51	0.48	0.69	0.86	1.04
预付账款	116.25	44.87	107.07	111.03	138.06
存货	73.87	133.91	192.80	231.48	273.44
其他流动资产	29.34	40.10	101.57	34.66	34.66
非流动资产	525.08	671.44	1315.81	1737.99	2121.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	327.94	438.63	962.60	1342.63	1719.86
无形资产	78.45	76.90	72.36	68.02	63.59
其他非流动资产	118.68	155.90	280.85	327.34	338.49
资产总计	826.77	1135.93	2125.81	2439.50	2863.82
流动负债	276.60	342.33	471.40	494.67	555.87
短期借款	3.00	33.44	1.00	12.15	11.98
应付账款	96.35	119.91	166.55	201.03	237.05
其他流动负债	177.25	188.98	303.84	281.50	306.84
非流动负债	35.16	64.02	47.31	50.86	51.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	35.16	64.02	47.31	50.86	51.87
负债合计	311.76	406.36	518.71	545.53	607.74
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	116.10	116.10	217.00	217.00	217.00
资本公积	156.74	156.74	746.84	746.84	746.84
留存收益	242.17	456.73	645.17	930.40	1292.51
归属母公司股东权益	515.01	729.58	1607.10	1893.96	2256.08
负债和股东权益	826.77	1135.93	2125.81	2439.50	2863.82

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	151.08	297.04	267.52	453.73	533.25
净利润	181.65	214.57	262.44	322.24	408.85
折旧摊销	35.52	40.59	57.03	96.04	132.35
财务费用	-1.89	0.22	-19.57	-5.00	-3.00
投资损失	-0.90	-0.22	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-61.53	45.86	-35.28	67.64	-4.13
其他经营现金流	-1.77	-3.98	2.91	-27.19	-0.83
投资活动现金流	-118.10	-158.72	-709.11	-517.60	-518.50
资本支出	117.00	164.82	712.00	518.00	520.00
长期投资	0.00	0.00	-1.41	0.83	-0.18
其他投资现金流	-1.10	6.10	1.48	1.23	1.32
筹资活动现金流	-140.25	12.85	603.84	-20.86	-43.91
短期借款	3.00	30.44	-32.44	11.15	-0.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	100.62	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	590.10	0.00	0.00
其他筹资现金流	-143.26	-17.59	-54.44	-32.00	-43.74
现金净增加额	-107.27	151.17	162.26	-84.73	-29.16

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	974.55	1087.57	1469.72	1837.15	2241.32
营业成本	575.93	683.19	963.99	1157.40	1367.21
营业税金及附加	8.86	8.79	10.00	10.00	10.00
营业费用	130.43	100.53	149.97	221.49	294.02
管理费用	38.58	42.60	51.39	60.24	67.59
研发费用	9.48	9.42	9.53	10.53	10.53
财务费用	-1.89	0.22	-19.57	-5.00	-3.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.90	0.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	233.36	277.35	340.40	418.49	530.98
营业外收入	1.37	2.23	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.45	2.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	234.28	277.13	340.40	418.49	530.98
所得税	52.62	62.56	77.96	96.25	122.13
净利润	181.65	214.57	262.44	322.24	408.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	181.65	214.57	262.44	322.24	408.85
EBITDA	266.98	318.16	377.86	509.53	660.33
EPS (元)	1.56	1.85	1.21	1.49	1.89

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.82	11.60	35.14	25.00	22.00
营业利润(%)	47.10	18.85	22.74	22.94	26.88
归属母公司净利润(%)	45.99	18.12	22.31	22.79	26.88
获利能力					
毛利率(%)	40.90	37.18	34.41	37.00	39.00
净利率(%)	18.64	19.73	17.86	17.54	18.24
ROE(%)	35.27	29.41	16.33	17.01	18.12
ROIC(%)	41.96	36.43	19.37	19.55	20.15
偿债能力					
资产负债率(%)	37.71	35.77	24.40	22.36	21.22
净负债比率(%)	0.96	8.23	0.19	2.23	1.97
流动比率	1.09	1.36	1.72	1.42	1.33
速动比率	0.82	0.97	1.31	0.95	0.84
营运能力					
总资产周转率	1.24	1.11	0.90	0.80	0.85
应收账款周转率	1166.86	1092.01	1383.35	1261.27	1239.43
应付账款周转率	5.61	6.32	6.73	6.30	6.24
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.99	1.21	1.49	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.37	1.23	2.09	2.46
每股净资产(最新摊薄)	2.38	3.37	7.42	8.74	10.41
估值比率					
P/E	39.29	33.26	27.19	22.15	17.46
P/B	13.86	9.78	4.44	3.77	3.16
EV/EBITDA	25.78	21.63	18.21	13.51	10.42

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188