

甜牛奶乳饮料龙头，迎全国化开局年

——李子园（605337.SH）首次覆盖报告

分析师：

姓名 杨骥

邮箱 yangji@stocke.com.cn

执业证书编号 S1230522030003

分析师：

姓名 邱冠华

邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn

执业证书编号 S1230520010003

分析师：

姓名 张潇倩

邮箱 zhangxiaoqian@stocke.com.cn

执业证书编号 S1230520090001

中国甜牛奶第一股，区域型经销商模式为主：1) 股权结构方面，公司股权结构较为集中稳定，员工持股激发公司活力；2) 品牌力方面，20余年积淀下，优口碑、高品质、强号召力铸就强品牌力；3) 产品方面，甜牛奶为公司核心大单品（收入占比超90%），优势突出，销量为业绩主要驱动力；4) 渠道方面，公司构建全方位市场营销管理体系，经销模式为主直营模式为辅（经销模式收入占比超95%），老商/大商贡献收入过半显示强稳定性；5) 市场方面，公司深耕华东大本营二十余年，在巩固江浙沪市场优势的同时，精耕云贵川、鲁豫皖重点核心市场，辐射带动周边区域市场，正逐步实现由区域布局向全国性布局的转变；5) 财务方面，2016-2020年公司收入从4.53亿元提升至10.88亿元，CAGR达19.15%；归母净利润从1.02亿元提升至2.15亿元，CAGR达13.84%，销售毛利率稳定在34-41%左右，盈利能力向好。

含乳饮料行业空间广阔，孕育大单品土壤肥沃。1) 含乳饮料行业空间格局：含乳饮料2013-2018年总产值CAGR为13.38%（高于饮料行业CAGR2.42%），占饮料行业总产值从2013年的9.1%提升至2018年的15.1%，随着居民消费水平提升，多元化需求推动含乳饮料增速高于乳制品/软饮料大类增速，当前处于高增阶段，且行业竞争格局稳定；2) 甜牛奶大单品奥秘：品牌、渠道、产品壁垒。

公司核心看点：进入规模扩张加速阶段，看好全国化扩张下盈利端改善。我们认为2022年为李子园真正开始全国化加速的一年，主因：1) 渠道量/质双升为全国化基础：李子园的高渠道利润为核心推力+产品力/品牌力逐步增强+管理体系规范&政策稳定为吸引经销商加盟主要原因；2) 亿级市场加速增加趋势显著为全国化结果：在区域营销日益精细化下，预计在公司原有江浙沪云南等亿级市场基础上，2022年将新增河南、安徽、江西等区域，同时5000万以上市场正以50%+增速加速扩张；3) 产能持续落地为全国化保障：由于需求快速增长，此前公司通过增加委外加工比例以暂时解决产能不足问题，随着公司通过IPO募投叠加对外投资方式实现扩产，预计公司最终可达成产能超55万吨，增加年利润总额2+个亿。在此基数上，我们认为公司核心逻辑为：**规模效应下单位成本下降（自有产能提升+委外占比下降+产能利用率提升）+吨价提升（提价、高价新品推出）+费用率控制稳定=毛利率提升。**

盈利预测及估值：预计公司2021-2023年公司收入增速分别为35.2%、29.7%、24.3%；净利润增速分别为22.3%、30.5%、25.3%；EPS分别为1.2、1.6、2.0元/股；PE分别为26、20、16倍。考虑到公司全年业绩确定性较强，当前估值极具性价比，首次覆盖给予买入评级。

李子园财务摘要				
主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1087.6	1470.4	1906.9	2369.4
YOY (%)	11.6%	35.2%	29.7%	24.3%
归属母公司净利润(百万元)	214.6	262.5	342.6	429.4
YOY (%)	18.0%	22.3%	30.5%	25.3%
毛利率 (%)	37.2%	38.9%	39.9%	40.9%
ROE	34.5%	30.6%	31.1%	31.1%
每股收益(元)	1.0	1.2	1.6	2.0
P/E (倍)	32	26	20	16

资料来源：Wind，浙商证券研究所

风险提示：国内疫情风险；单一品类风险；新品推广不及预期；区域扩张不及预期；食品安全问题；原料价格波动风险。

目录

CONTENTS



01

公司概况

股权结构、品牌力、产品、渠道、市场、财务

02

行业情况

市场空间: 含乳饮料赛道空间广阔, 具备孕育大单品土壤

行业格局: 竞争格局稳定, 头部企业集中度高

李子园竞争力: 品牌/产品/渠道构筑甜牛奶大单品壁垒

03

核心看点

渠道: 老商大商贡献主要业绩, 高渠道利润为核心驱动力

市场: 2022年为真正全国化的开局年, 规模效应将显现

产能: 通过IPO募投+对外投资等方式解除产能限制

→盈利提升点(1): 自有产能↑+委托加工↓=单位成本↓+管理风险↓

→盈利提升点(2): 强成本管理能力+强提价能力=有效对冲成本上行

→盈利提升点(3): 量价双升全国化加速, 规模效应显现推升盈利能力

04

盈利预测与估值分析

图表目录

图 1：李子园发展阶段一览	6
图 2：李子园股权结构情况	7
图 3：李子园品牌形象良好	9
图 4：销售服务费、广告宣传费和销售费用及增速	9
图 5：公司广告宣传费占收入比重逐步提升	9
图 6：李子园销售费用率较可比公司低	9
图 7：李子园销售费用率较低原因分析	9
图 8：李子园公司收入产品结构占比 (%)	10
图 9：李子园不同产品营收增速 (%)	10
图 10：李子园不同产品毛利率变化 (%)	10
图 11：公司产品主要为常温配制型含乳饮料，不存在明显季节特征	11
图 12：2017-2020 年不同销售模式收入及其增速	13
图 13：2017-2020 不同销售模式收入占比 (%)	13
图 14：李子园公司组织架构	13
图 15：华东经销商平均规模最大 (单位：万元/家)	14
图 16：华东地区营收占比最高 (单位：%)	14
图 17：华东华中西南地区保持稳健增长 (单位：%)	14
图 18：公司经销商数量及区域占比 (单位：%)	14
图 19：李子园主要市场情况概览	14
图 20：营业总收入及同比增速	15
图 21：净利润及同比增速	15
图 22：单季度营业收入占全年比及同比增速	15
图 23：单季度收入占全年比重及同比增速	15
图 24：李子园与市场竞品的销售费用率对比 (单位：%)	16
图 25：李子园与市场竞品的管理费用率对比 (单位：%)	16
图 26：李子园与市场竞品的 ROE 对比 (单位：%)	16
图 27：李子园与市场竞品的毛利率对比 (单位：%)	16
图 28：李子园与市场竞品的净利率对比 (单位：%)	16
图 29：与市场竞品的资产周转率对比 (单位：次)	16
图 30：乳饮料及蛋白饮料类行业分类	18
图 31：2011-2020 年中国软饮料市场规模及增速	18
图 32：中国乳制品行业规模及增速	18
图 33：饮料行业总产量	19
图 34：饮料行业总产值	19
图 35：含乳与植物蛋白饮料行业、饮料行业增速对比	19
图 36：含乳饮料行业总产能	19
图 37：含乳饮料行业总产值	19
图 38：全国含乳饮料行业集中度变化一览表	19
图 39：含乳饮料行业情况一览	20
图 40：旺仔牛奶 2020 财年逆势保持高增背后，是品牌力、数字化、多渠道、新品类	20
图 41：李子园销售渠道	22
图 42：李子园各地区市场经销商数量	22
图 43：2014-2024 中国早餐市场规模一览	22
图 44：主力消费群体	22
图 45：品牌便利店数量变化及其增速	22

图 46：15-20 年便利店行业规模及其增速	22
图 47：20 年较 15 年乳制品及乳饮料渠道消费量占比变化	22
图 48：分区域经销商数量一览 (单位：家)	24
图 49：经销商收入同比高增	24
图 50：200 万以上规模经销商收入占比超 50%	25
图 51：500 万以上级别经销商平均规模超 800 万/家	25
图 52：5 年以上经销商毛利率、收入占比最高	25
图 53：李子园渠道利润具备竞争力	25
图 54：5 年以上经销商平均规模约 61 万元/家	25
图 55：李子园营销部门事业部组织架构	27
图 56：李子园主要市场分布情况一览	27
图 57：公司自有产能不断提升	28
图 58：公司委外加工逐年减少	28
图 59：委外生产成本较高 (单位：元/吨)	28
图 60：含乳饮料分区域销售额 (单位：亿元)	29
图 61：提供主材加工产量占比连年提升	30
图 62：一般大众品企业提价传导需约 3 个月	31
图 64：含乳饮料产业链概览	32
图 65：原材料成本占比拆分 (%)	32
图 66：2021 年进口奶粉价格震荡上行	32
图 67：高密度聚乙烯、白糖价格稳中微升	32
图 68：公司提价能力强、产品单价持续上涨 68	32
图 69：单价涨幅高于吨价上涨、毛利率提升	32
图 70：销量贡献主要增长动力 (%)	33
图 71：李子园价增领跑行业均值 (%)	33
图 72：李子园收入增速保持行业内高水平 (%)	33
图 73：李子园收入增速保持行业内高水平 (%)	33

表 1：主要管理层简历	7
表 2：98 年起公司频频获各类奖项 (部分)	8
表 3：公司生产流通等环节制度规范完整，拥有强品控能力	8
表 4：公司产品量/价情况一览表	11
表 5：公司产品矩阵一览	12
表 6：公司相较主要竞品，高性价比同时口味更清爽	12
表 7：产品结构变动影响因子拆解	15
表 8：李子园相较于其他甜牛奶，品牌力强，有记忆符号	21
表 9：李子园经销商不断增加	24
表 10：历年经销商销售占比及平均销售额情况一览	24
表 11：募集资金投资项目明细	28
表 12：募投项目固定资产折旧情况	29
表 13：2017-2020H1 主要产品及委托加工产品成本占比中，大宗原料占比较高	31
表 14：李子园毛利、毛利率、及占比情况	33
表 15：李子园收入分项预测	35
表 16：可比上市公司估值表	36
表 17：李子园盈利预测一览表	36

01

公司概况

股权结构：持股结构集中，员工持股激发活力

品牌力：优口碑、高品质、强号召力铸就强品牌力

产品：经典甜牛奶为大单品，推动收入高增

渠道：区域经销商模式为主，渠道稳定性强积极性高

市场：深植华东大本营，开启全国化之路

财务分析：业绩稳步增长，费用使用效率高



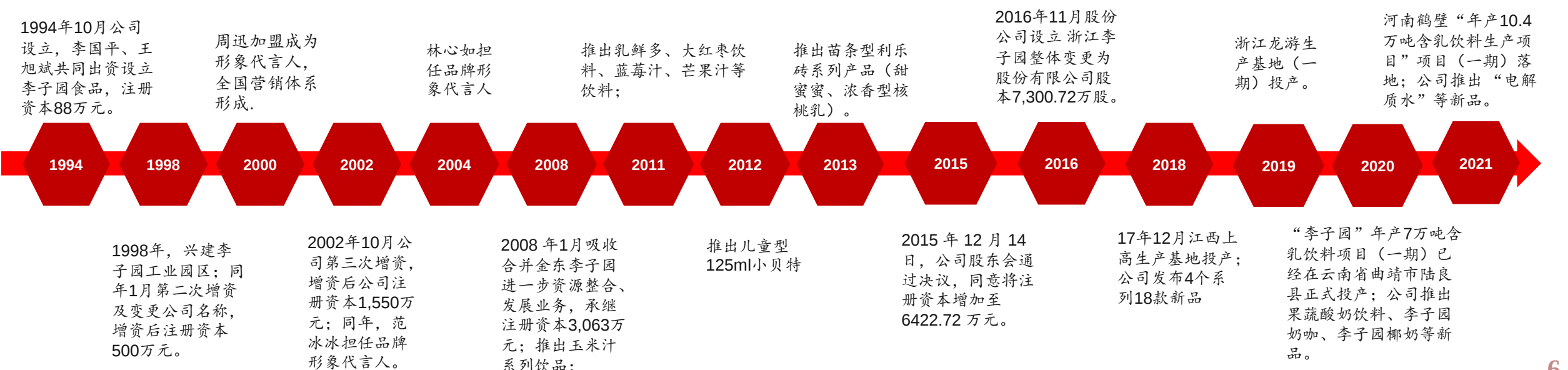
1.1 中国甜牛奶第一股，始于金华迈向全国

中国甜牛奶第一股，经典甜牛奶为大单品。公司成立于1994年，集“产品开发生产、营销体系建设、品牌打造”为一体，产品涵盖乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料，其中占收入比超90%的经典大单品甜牛奶乳饮料系列凭借强品牌力、高品质长盛不衰，为公司扩张核心驱动产品，未来公司有望通过“1+N（经典甜牛奶+新品）”产品矩阵实现持续发展。

经销模式为主，主板上市实现赋能。1997-2006年期间，公司曾先后完成5次增资；2008年公司吸收合并金东李子园；2016年浙江李子园整体变更为股份公司；2015-2016年实现3次增资，并于2016年将浙江李子园整体变更为股份有限公司；2018年股份公司完成2次增资，并于2021年完成上市，目前公司以经销渠道为主，网络已覆盖江浙沪等全国几十个城市，处于全国化发展初期阶段。

始于金华迈向全国，收入利润有望持续提升。1) **收入端：**基于强品牌力、产品力、渠道力，随着公司产能逐步提升（公司目前拥有5个生产基地，产能正逐步落地，最终产能预计达55-60万吨）+全国化提速+新品不断推出，李子园有望实现加速发展。2) **利润率端：**随着公司加速布局渠道规模效应显现+委外加工占比下降+成本管控能力不断提升，规模提升的同时利润率有望持续提升。

图1：李子园发展阶段一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所



1.2 股权结构：持股结构集中，员工持股激发活力

李子园股权结构集中，利于迅速高效决策。截止 2021年三季度，实际控制人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%。持股比例集中有利于决策高效，助于增强大股东实际参与经营管理决策的积极性，保障公司战略稳定实施。

核心团队稳定资深，员工持股平台绑定利益。管理层稳定性强：公司创始人李国平及公司核心管理、技术团队多从公司成立之初陪伴公司成长，深耕乳制品行业二十余年，经验丰富&稳定性强。**薪酬有竞争力：**公司遵循集中统一管理、收入与效益挂钩、薪酬管理市场化理念制定政策，为提升高贡献人才薪酬，2017-2020H1中高层薪酬增幅高于普通层级（2018年生产基地投产导致普通员工增加拖累普通员工平均薪资），公司平均薪酬水平在当地具备竞争力；**激励充分：**誉诚瑞投资和鑫创晟瑞投资为发行人员工持股平台，超60位业务骨干利益绑定进一步提升公司稳定性&活力释放。

图2：李子园股权结构情况

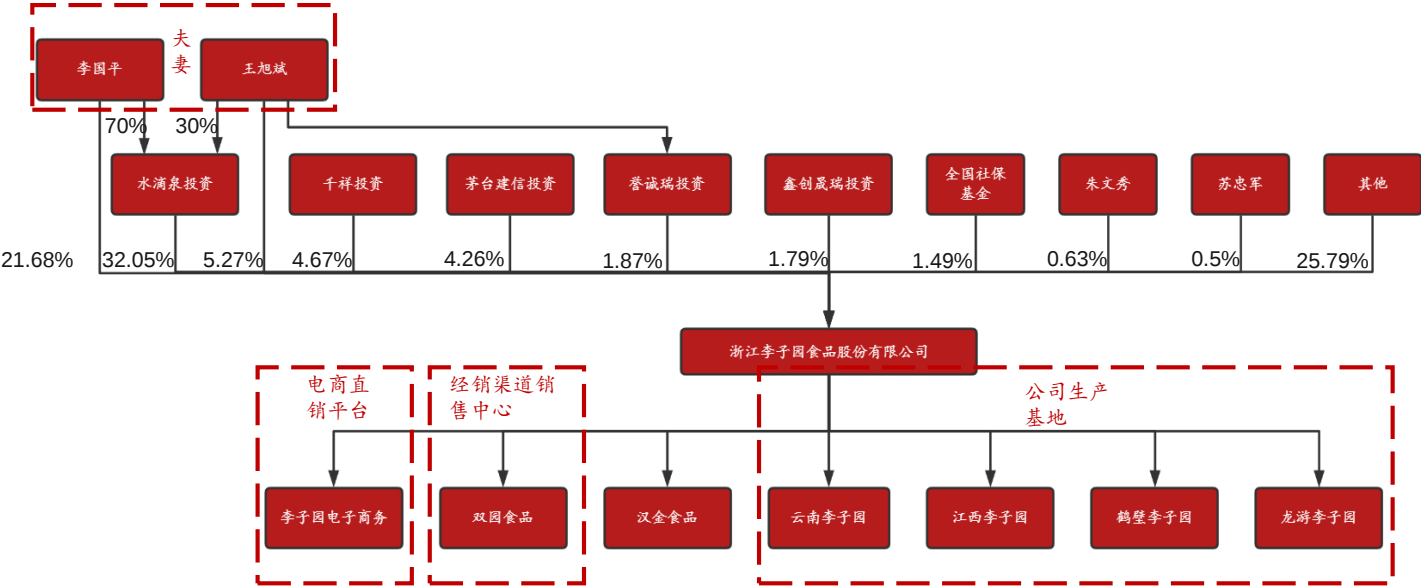


表1：主要管理层简历

姓名	职务	持股数 (万股)	履历
李国平	董事长	3,355.38	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	97.5	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	815.7	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	78	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。
许甫生	副总经理	67.5	1962 年出生，1995 年 4 月至 2016 年 9 月在浙江李子园先后担任生产部经理、采购部经理、副总经理；2016 年 9 月至今在公司担任副总经理。
王顺余	董事 副总经理	18.75	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。
方建华	副总经理	73.5	1974 年出生，大专学历。2002 年至 2016 年在浙江李子园先后担任营销部经理、副总经理，2016 年 9 月至今在公司担任副总经理，同时担任李子园电子商务执行董事。
孙旭芬	财务总监	30	1974 年出生，本科学历。2016 年至今在公司先后担任管理会计、财务总监。
程伟忠	董事会 秘书	63	1969 年出生，大专学历。2003 年至今在浙江李子园担任董事长秘书，同时担任江西李子园执行董事。
崔宏伟	监事会 主席	22.5	1978 年出生，本科学历。2003-2019 年在浙江李子园担任人力资源专员、行政中心总监等职，2016 年至今在公司担任监事会主席。同时担任鹤壁李子园经理、云南李子园监事。

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：数据更新截止2021年三季报

资料来源：Wind，浙商证券研究所



1.2 品牌力：优口碑、高品质、强号召力铸就强品牌力

品牌力为企业实现长久发展的重要核心竞争力。公司将主要精力投向于甜味含乳饮料细分领域，集中力量打造“李子园”含乳饮料品牌，在甜味含乳饮料细分领域建立了强大的品牌优势。良好的市场口碑、优异的产品品质、强品牌号召力铸就公司强品牌力：

一、20余年积淀，造就好口碑。公司自上市以来，频频获得“中国奶业优秀企业”、“重合同守信用单位”、“浙江省著名商标”、“农业博览会金奖”、“浙江省专利示范企业”等相关奖项，强综合实力造就公司良好的市场口碑。

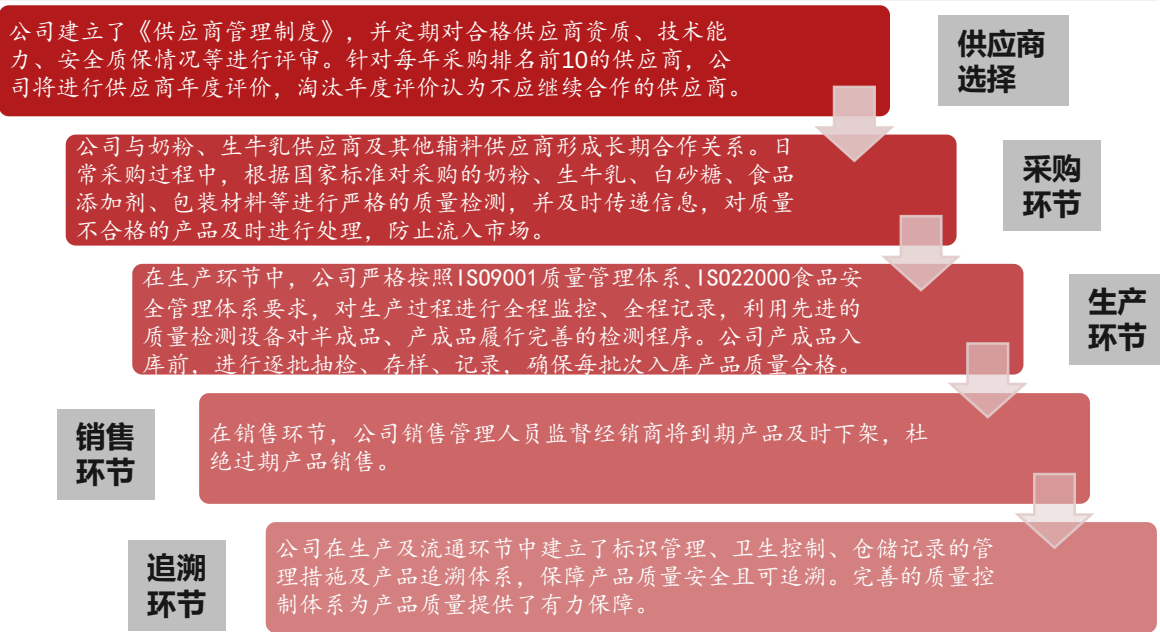
二、精益求精，保证好品质。公司优异的产品品质源于强研发力/强品质管控力。**一方面：强研发力。**公司凭借强研发创新能力推出诸多高品质新品（公司拥有科学严谨的研发体系，建有省级技术研发中心、院士工作站，并联合江南大学、浙江工商大学、浙江工业大学等知名学府积极开展产品创新研究，与河北省食品检验研究院、浙江工商大学、中国标准化研究院等单位共同起草并发布了《生物产品中功能性微生物检测》（GB/T34224-2017）国家标准，截至 2020年6月末，公司共拥有各项专利79个，2018 年曾获“全国商业科技进步奖”）；**另一方面：强品质管控力。**公司坚持核心产品原有配方、选用高品质进口原料、持续加强产品品质，且在生产及流通环节中建立了标识管理、卫生控制、仓储记录的管理措施及产品追溯体系，保障产品质量安全且可追溯，做到了从源头到终端的品质把控。

表2：98年起公司频频获各类奖项（部分）

年份	事件
2014年	公司通过复评“农业产业化国家重点龙头企业”
2014年	公司被认定为“科技型中小企业”
2015年	公司被认定为“浙江省专利示范企业”
2016年	公司被认定为“浙江省商标品牌示范企业”
2017年	公司被评为“2017年度金华市诚信企业”
2017年	公司被认定为“浙江省商标品牌示范企业”
2017年	公司被认定为2017年度第一批“金华市信用管理示范企业”
2018年	公司荣获“2018年度金华市人民政府质量奖”
2018年	公司荣获“中国商业联合会科学技术奖”三等奖两项
2019年	公司荣获“金华市QC小组活动成果”一等奖
2020年	公司获得中国商业联合会“全国商业科技进步奖”特等奖一项
2021年	公司获得“2021年度中国商业联合会科学技术奖”

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表3：公司生产流通等环节制度规范完整，拥有强品控能力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 品牌力：优口碑、高品质、强号召力铸就强品牌力

三、多渠道宣传，强品牌号召力。公司通过深入人心的广告语、代言人建设、多渠道推广深化良好品牌形象，具体来看：

1) 深入人心的广告语叠加代言人持续扩大品牌影响力：公司通过签约范冰冰、林心如、周迅、苗苗等代言人推动“李子园”品牌建设和推广，同时“新新鲜鲜李子园”、“自然而然爱上你”等广告语深入人心，形成了一定的品牌号召力。

2) 不断加强的多渠道推广力度持续提升品牌形象：形式上，公司通过以央视广告、地方电台、高铁广告、新媒体等渠道相结合的广告投放模式，持续提升品牌形象，进而增加经销商数量，拓展销售区域和市场渠道；持续度上，公司销售费用率 CAGR 为 12.86%，2021H1 销售费用为 0.8 亿（+83.14%），其中公司不断加大广告宣传费用投入，2017-2020 年 CAGR 约为 11.84%，2021H1 为 0.26 亿（+217.2%）。

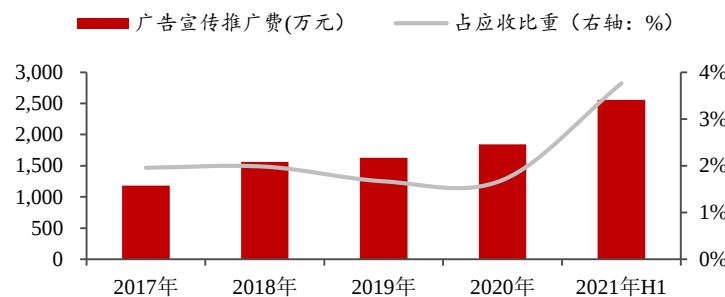
2) 销售费用率较低，可提升空间大。2021H1 销售费用率为 11.75%，低于可比上市公司，主要系销售渠道、定价体系、营销策略、产品特性等因素导致广告宣传费、销售服务费等市场推广费用占营业收入比例较低所致，公司有望通过提升销售费用投入进一步巩固品牌力。

图3：李子园品牌形象良好



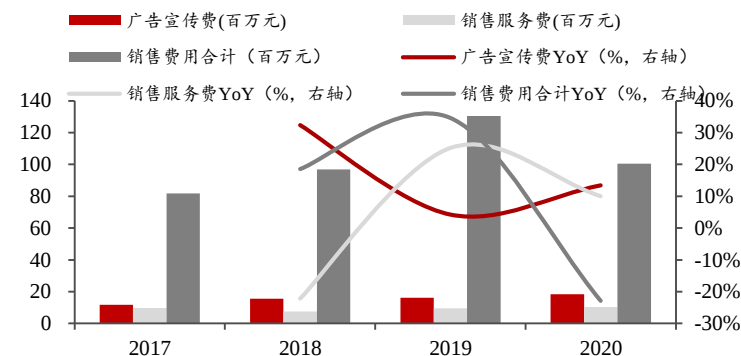
资料来源：Wind，新浪，浙商证券研究所

图5：公司广告宣传费占收入比重逐步提升



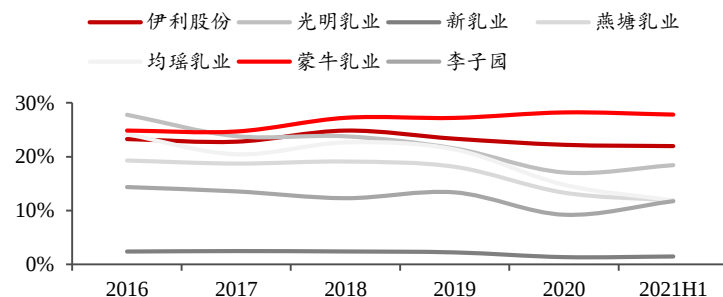
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：销售服务费、广告宣传费和销售费用及增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：李子园销售费用率较可比公司低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：李子园销售费用率较低原因分析

公司销售费用率低于可比上市公司均值，主要系销售渠道、定价体系、营销策略、产品特性等因素导致广告宣传费、销售服务费等市场推广费用占营业收入比例较低所致，具体来看：

公司产品主要经由经销商向早餐、学校、小型连锁超市、中小商超、网吧、车站等市场推广费用较低的终端网点进行销售，未直接进入推广费用较高的大型商超渠道；

经过 20 余年的市场运营和品牌推广，“李子园”品牌甜味含乳饮料在细分市场上已形成一定市场认可度；

公司通过以央视广告、地方电台、高铁广告、新媒体等渠道相结合的广告投放模式，持续提升品牌形象，增加经销商数量，拓展销售区域和市场渠道

公司主要通过经销商进行市场推广，公司主要通过合理的营销价格体系和返利补贴等方式，并辅以广告宣传给予经销商市场推广支持，增加终端销售量。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

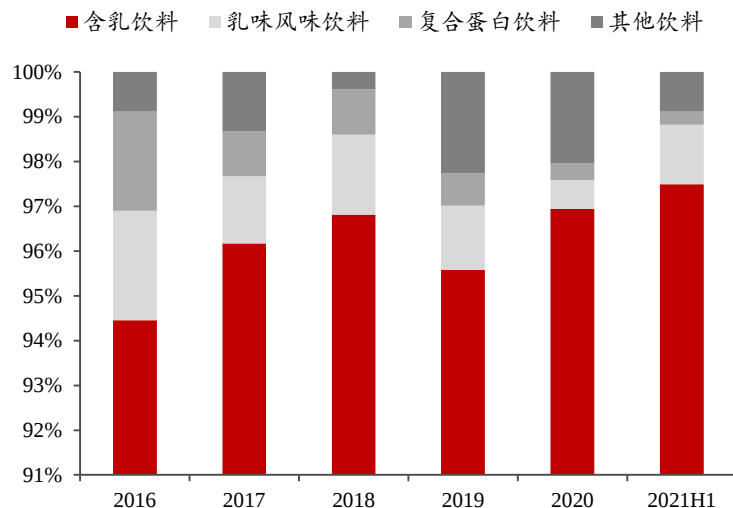
1.3 产品：经典甜牛奶为大单品，期待“1+N”模式推动可持续发展

经典甜牛奶为核心大单品，期待“1+N”模式推动可持续发展。公司产品以含乳饮料为主，同时涵盖复合蛋白饮料、乳味风味饮料等，主营业务收入产品结构基本保持稳定，主因公司围绕甜牛奶乳饮料系列等核心产品配置资源进行大单品战略市场推广。具体来看：

一、经典甜牛奶收入占比超90%，2016-2020年收入CAGR为21.8%。公司为满足细分需求，已推出原味、草莓味、朱古力味、荔枝味、哈密瓜味多重口味；100ml、225ml、280ml、450ml 多规格甜牛奶（450ml包装主要面向学校、便利店、网吧等特通及部分流通渠道；225ml主要面向早餐渠道，其中450ml包装产品收入占比超60%，且保持高增速），2020年即使在疫情背景下，公司含乳饮料实现规模10.45亿（+12.43%），收入占比较去年同期提升0.70个百分点至96.05%；利润端，2020年含乳饮料毛利率高达37.99%，高于其他品类（乳味风味饮料、复合蛋白饮料、其他品类毛利率分别为11.37%、-0.06%、20.14%），且总体呈向上趋势（2020年毛利率下降主因会计准则变化叠加疫情扰动）。

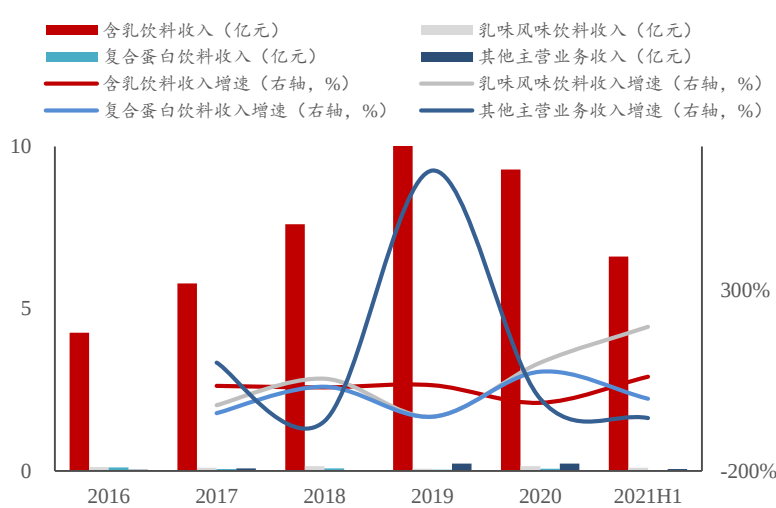
二、其他品类公司收入占比较低，16-20年收入CAGR为2.49%。2020年复合蛋白饮料和乳味风味饮料分别实现营业收入0.04亿元和 0.07亿元，公司在坚守乳饮料产品的同时，积极开启跨领域布局，2020年公司推出“果蔬酸奶饮料”等产品；2021年新推“AD 钙奶”和“电解质水”等产品，其中“果蔬酸奶饮料”2021年收入规模超1亿，2022年业绩有望翻番；预计2022Q2公司即将上市多款新品进一步拓展产品矩阵。未来公司将在继续保持大单品优势的同时，针对不同消费场景及群体布局多样市场，从而呈现更清晰强劲的“1+N”产品矩阵。

图8：李子园公司收入产品结构占比（%）



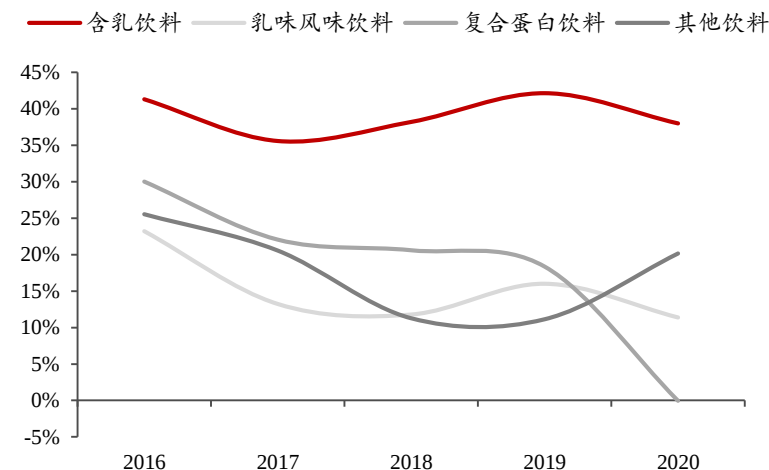
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：李子园不同产品营收增速（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：李子园不同产品毛利率变化（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所



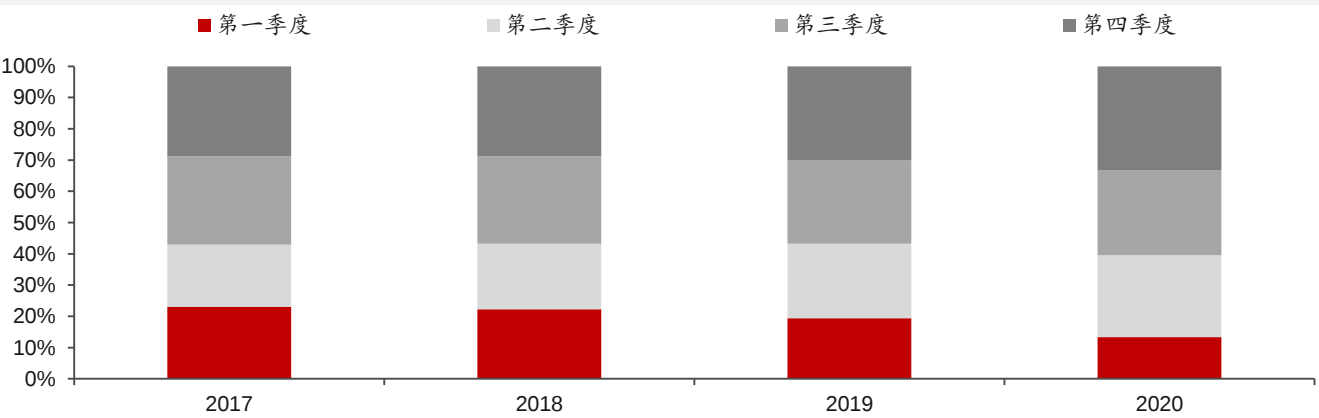
1.3 产品：销量为主要驱动力，提价为价增来源

销量为业绩主要驱动力，提价为价增来源。2017-2020年销量增速分别为 25.40%、22.51%、19.59%、8.90%；单价增速分别为5.98%、6.76%、3.50%、1.80%，销量提升为业绩主要驱动力。具体来看：

销量方面：季节性波动弱，渠道深耕扩张推动量增。按年看，公司含乳饮料季节性波动较弱，但每年夏天公司销量会出现明显增长，其中一季度收入占比约20%，三+四季度收入占比超60%。拉长时间来看，公司销量实现稳步增长，主因公司在不断深耕华东、华中、西南三大核心区域的同时，通过大品类占领市场、多品类多元化经营、以点带面方式，初步完成全国销售网点布局。

均价方面：建立合理价格体系，充分挖掘市场潜力。由于大单品占比过高，因此吨价提价主要依赖大单品提价：公司管理层凭借二十余年行业经验，在成本上行/行业普遍提价时点均曾对大单品实行过提价，比如2017年公司调整曾产品出厂价格及终端市场指导价，2018为提升返利补贴的使用效率，公司进一步强化对经销商返利补贴精细化管理，2019年含乳饮料增值税率由16%下降为13%，2020年1月公司继续提高了含乳饮料的出厂价，故公司产品不含税单价增幅高于同行业。另外，公司亦有望通过推出高均价新品推升吨价上扬。

图11：公司产品主要为常温配制型含乳饮料，不存在明显季节特征



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表4：公司产品量/价情况一览表

项目		2017	2018	2019	2020H1	2020
含乳饮料	产量（吨）	127916	156490	187080	81889	207774
	YOY (%)		22. 3%	19. 5%		11. 1%
	委托加工比例	42. 8%	37. 5%	26. 4%	18. 1%	
	销量（吨）	126880	155827	186124	81430	206186
	YOY (%)		22. 8%	19. 4%		10. 8%
	产销率	99. 19%	99. 58%	99. 49%	99. 44%	99. 24%
	销售收入（万元）	57757	76008	92919	40974	104466
	YOY (%)		31. 6%	22. 2%		12. 4%
	单价（元/公斤）	4. 6	4. 9	5. 0	5. 0	5. 1
	YOY (%)		7. 2%	2. 3%		1. 5%
其他饮料	产量（吨）	5688	6464	8248	2276	5136
	YOY (%)		13. 6%	27. 6%		-37. 7%
	委托加工比例	34. 2%	40. 5%	29. 2%	17. 3%	
	销量（吨）	5653	6536	8038	2543	5283
	YOY (%)		15. 6%	23. 0%		-34. 3%
	产销率	99. 38%	101. 12%	97. 46%	111. 71%	102. 87%
	销售收入（万元）	2334	2583	4351	1821	3345
	YOY (%)		10. 6%	68. 5%		-23. 1%
	单价（元/公斤）	4. 1	4. 0	5. 4	7. 2	6. 3
	YOY (%)		-4. 3%	37. 0%		17. 0%
合计	产量（吨）	133603	162953	195328	84166	212910
	YOY (%)		22. 0%	19. 9%		9. 0%
	委托加工比例	42. 5%	37. 7%	26. 5%	18. 1%	
	销量（吨）	132533	162363	194162	83973	211469
	YOY (%)		22. 5%	19. 6%	-0. 6%	8. 9%
	产销率	99. 20%	99. 64%	99. 40%	99. 77%	99. 32%
	销售收入（万元）	60091	78591	97270	42795	107811
	YOY (%)		30. 8%	23. 8%	1. 8%	10. 8%
	单价（元/公斤）	4. 5	4. 8	5. 0	5. 1	5. 1
	YOY (%)		6. 8%	3. 5%	2. 4%	1. 8%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3

产品：经典甜牛奶为大单品，推动收入高增

表5：公司产品矩阵一览					
类别	名称	图示	规格	价格	上市时间
配置型含乳饮料	甜牛奶乳饮料		450ml	5.48	1994
	纯情乳、遇之恋酸味乳饮料		480ml	10.83	2018
	果蔬酸奶饮品、椰奶、奶咖		280ml	6.85	2014
发酵型含乳饮料	“零脂肪”乳酸菌乳饮品		330ml	5.82	/
复合蛋白饮料	核桃花生牛奶		280ml	6.85	/
乳味风味饮料	AD钙奶饮品		380ml	6	/
	枸杞大红枣奶味饮料		250ml	2.5	2011
其他饮料	臭臭榴莲牛奶		280ml	6.85	2019
	电解质水		380ml	6.48	2021

表6：公司相较主要竞品，高性价比同时口味更清爽										
类别	产品	图示	规格 (ml)	价格 (元)	能量 (KJ/100ml)	碳水化合物 (g/100ml)	蛋白质 (g/100ml)	脂肪 (g/100ml)	单价 (元 /100ml)	配料
含乳饮料	李子园甜牛奶		450	5.48	143	4.8	1	1.2	1.22	饮用水、生牛乳、全脂牛乳粉、白砂糖、食用香精等
	娃哈哈营养快线		280	2.94	190	6	1	1.2	1.05	水、白砂糖、全脂乳粉(或鲜牛奶)、浓缩苹果汁等
	娃哈哈AD钙奶		450	4.32	145	5	1	0.5	0.96	纯净水、白砂糖、酸度调节剂等
调制乳	旺仔牛奶		125	2.88	310	9.5	2.4	2.7	2.3	复原乳（水、全脂乳粉、炼乳）、水、白砂糖、食品添加剂、食用香精等
乳制品	伊利纯牛奶		250	3.2	284	4.8	3.2	3.8	1.28	生牛乳
	蒙牛纯牛奶		250	3.22	277	4.8	3.2	3.7	1.29	生牛乳

资料来源：Wind，浙商证券研究所



1.4 渠道：区域经销商模式为主，渠道稳定性强积极性高

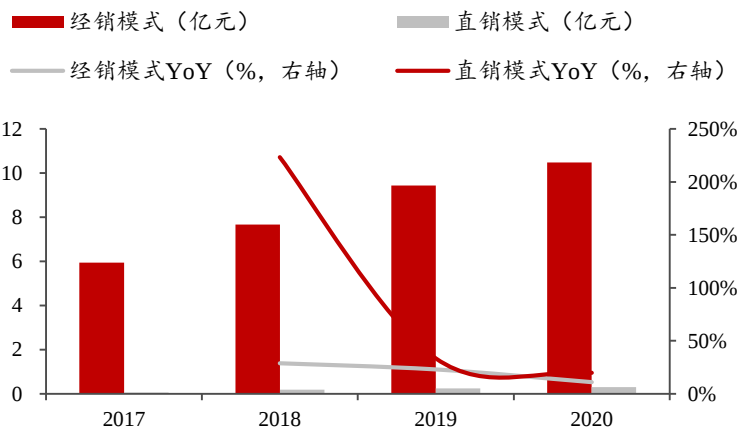
公司构建全方位市场营销管理体系，经销模式为主直营模式为辅。营销结构完善：历经多年的市场摸索及沉淀，公司建立了以流通渠道和学校、早餐等特通渠道相结合的全方位市场营销管理体系，销售体系由六大销售大区、李子园电子商务、市场服务部、市场物流部、市场管理部、售后服务与价格管控部和品牌部构成。销售模式成熟：公司经销模式占收入比稳定在95%以上，为主要销售模式，2017-2020年收入CAGR为20.76%。

公司经销渠道立体，通过锁定早餐店、便利店等特通渠道后，逐步布局流通渠道，同时通过线上电商渠道进行直销：

第一、经销模式：采取“区域经销模式”，营销渠道立体。公司深耕重点核心市场并逐步辐射带动周边区域市场，在重点开发县域市场的基础上，往上巩固地、市、省会城市市场，往下渗透至广大乡、镇、村市场。与此同时，公司不仅覆盖大型商超卖场、连锁系统以及批发部、中小型商场超市等传统渠道，也覆盖学校、企事业单位食堂、酒店、网吧等特通渠道，未来公司将加速开发便利店、新零售等新兴渠道，渠道立体多样。

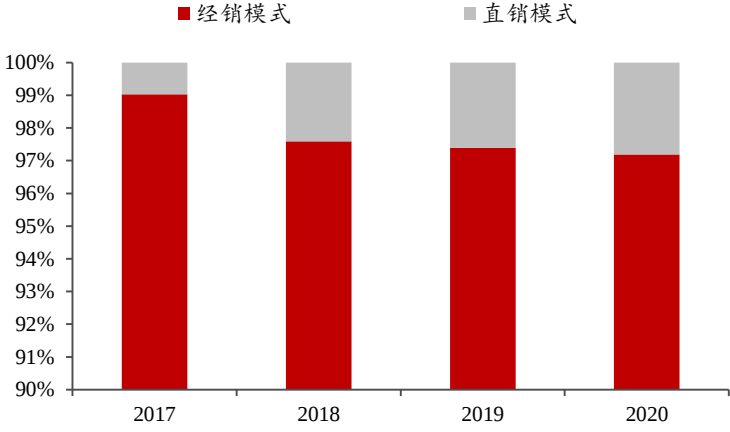
第二、直销模式：低基数下高速增长，线上平台为主销渠道。为完善产品销售渠道，维护终端销售价格体系的稳定，公司积极发展网络销售平台（比如保持与天猫商城、京东商城等大型电商平台合作）等直销业务，2017-2020年直销模式CAGR为73%，实现低基数下高增长，未来有望进一步贡献公司收入。

图12：2017-2020年不同销售模式收入及其增速



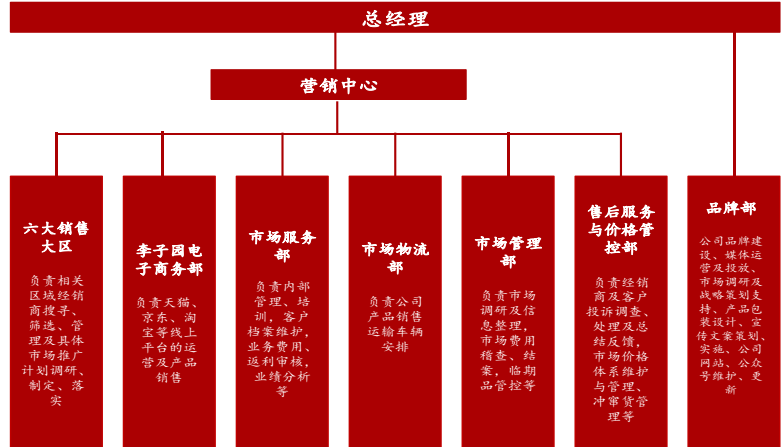
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：2017-2020不同销售模式收入占比 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：李子园公司组织架构



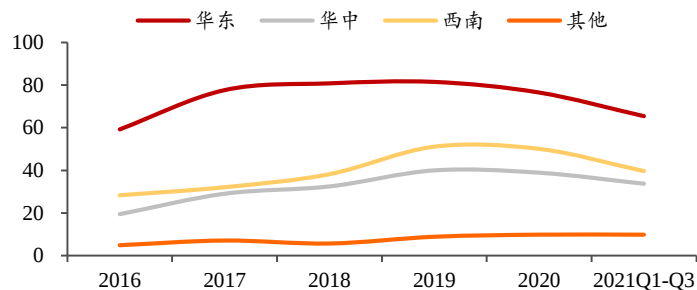
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.5 市场：深植华东大本营，开启全国化之路

华东地区为公司大本营市场，西南及华中地区为强潜力市场。公司深耕华东大本营二十余年，在巩固江浙沪市场优势的同时，精耕云贵川、鲁豫皖重点核心市场，辐射带动周边区域市场，正逐步实现由区域布局向全国性布局的转变。具体数据来看—

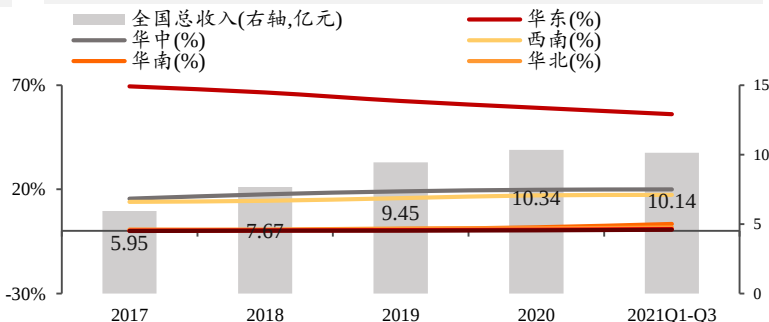
收入端：2021年华东、西南、华中地区营业收入占公司总收入58.62%、15.45%、18.71%（总占比超95%）；**经销商数量端：**华东地区为公司核心销售市场，经销商家数较多，西南与华中地区增速快体现强潜力；**经销商质量端：**华东、西南、华中地区经销商平均规模最高，华北、华南、东北、西北地区为公司全国布局战略下新市场区域，市场处于前期开拓期，经销商流动性较高，因此平均每家年度销售额较小。

图15：华东经销商平均规模最大（单位：万元/家）



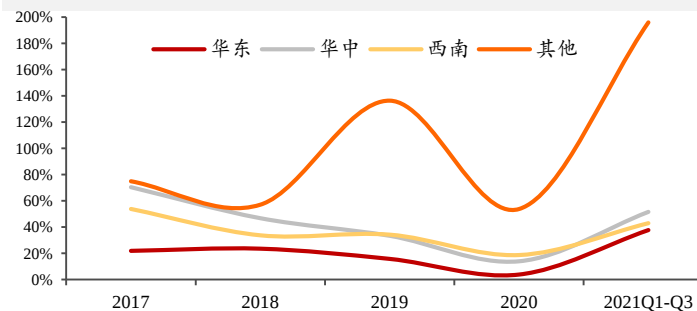
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16：华东地区营收占比最高（单位：%）



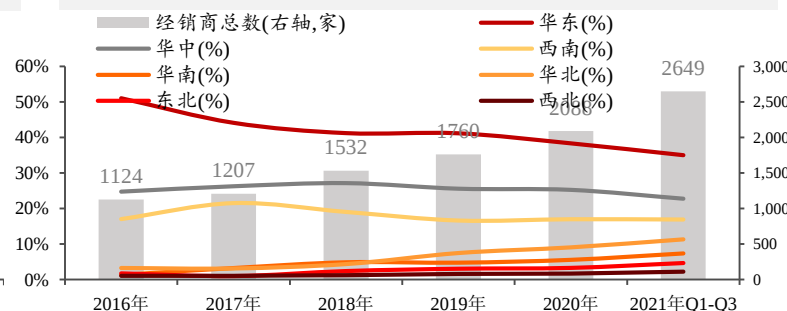
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17：华东华中西南地区保持稳健增长（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18：公司经销商数量及区域占比（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图19：李子园主要市场情况概览

华东。公司身处华东、深耕多年，在此形成了较强的品牌效应和市场优势。随着经销渠道的细分和下沉，华东地区经销商数量稳步增长，从2016年的573家增长到2021年Q3的927家；质量持续优化，平均收入从59.2万元增长至2021年Q3的65.4万元。在此背景下，华东地区营收从2016年的3.39亿元增长至2020年的6.12亿元，CAGR达16%，占比60%左右。

西南。公司在此运营已久，具备一定市场基础和品牌影响力，开发潜力较大，市场份额常年位居第三。西南市场较为成熟，经销商流动性较小，平均收入仅次于华东市场、且不断优化，从2016年的28.3万元增长至2021年Q3的39.6万元；同时数量也实现较快增长，从2016年的191家增长至2021年Q3的447家。在此背景下，西南地区营收从2016年的0.54亿元增长至2020年的1.77亿元，CAGR为35%，占总收入约17%左右。

华中。地区人口众多，消费潜力大，近年来市场份额稳居各区域市场第二。随着经销渠道的横纵布局，华中地区经销商数量与质量均实现快速增长：从2016年的278家增长至2021年Q3的602家，平均收入从2016年的19.4万元增长至2021年Q3的33.7万元。在此背景下，华中地区营收从2016年的0.54亿元猛增至2020年的2.05亿元，CAGR达40%，占总收入约20%。

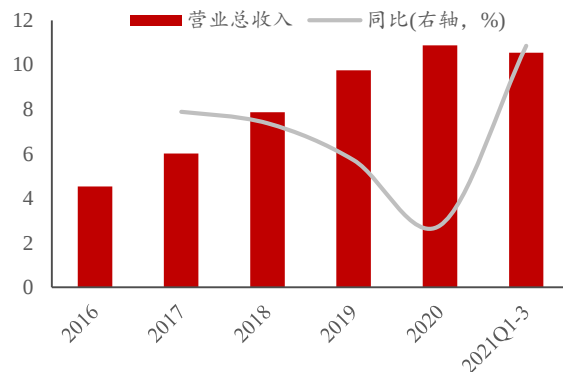
华南、华北、西北、东北。全国布局战略的新市场区域，市场份额较小但增长潜力大、增速迅猛。目前市场处于前期开拓期，经销商流动性较高，平均收入较少：经销商数量从2016年的82家猛增至2021年Q3的673家，对应占比从7.3%提升至25.4%；平均收入从2016年的4.9万元增长至2021年Q3的9.8万元。在此背景下，新布局市场总营收从2016年的0.04亿元跃升至2020年度0.4亿元，CAGR达78%，为增速最快的市场。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.6 财务分析：业绩稳步增长，费用使用效率高

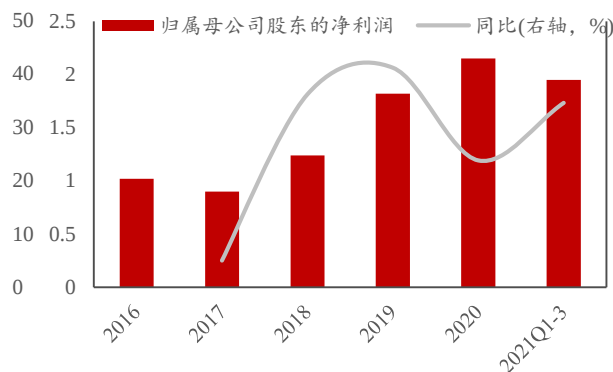
公司收入增速稳健向好，受益于提价及税率下降净利润回升显著。2016年公司原料成本承压使得净利润增速放缓；受益于2017年公司提升出厂价，2017-2018年公司利润增速实现回升；2019年含乳饮料增值税项税率下降推动平均售价提升，进而推动净利润进一步上行；2020年公司提升255ml甜牛奶出厂价及含乳饮料平均售价保证盈利端表现，但受疫情影响，销量下降显著拖累收入端表现；2021年Q1-3公司实现营收10.55亿元，同比+45.21%，其中2021Q3实现营收3.75亿元，同比+26.39%。营收高增主因渠道快速扩张。

图20：营业总收入及同比增速



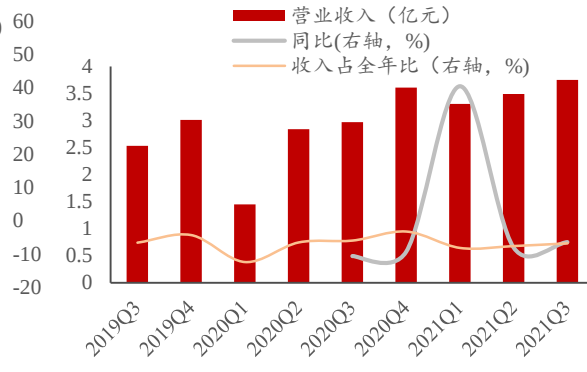
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21：净利润及同比增速



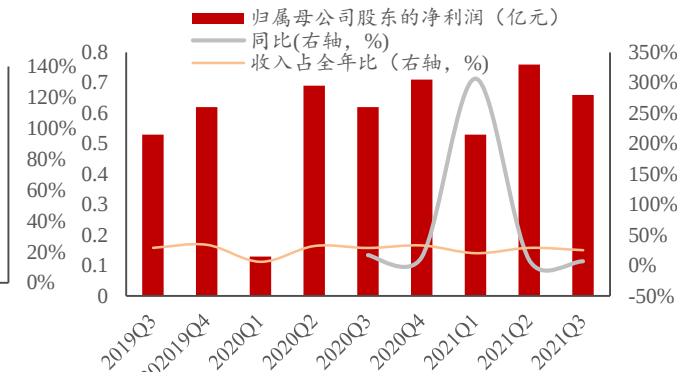
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图22：单季度营业收入占全年比及同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图23：单季度收入占全年比重及同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表7：产品结构变动影响因子拆解

影响因子	2020年1-6月较2019年1-6月	2019年度较2018年度	2018年度较2017年度
产品结构变动	0.17%	-0.36%	0.08%
含乳饮料平均售价	0.87%	1.36%	4.28%
含乳饮料平均成本	-4.11%	2.40%	-1.77%
乳味风味饮料平均售价	-0.03%	0.02%	0.21%
乳味风味饮料平均成本	-0.08%	-0.04%	-0.25%
复合蛋白饮料平均售价	0.03%	0.08%	0.12%
复合风味饮料平均成本	-0.06%	-0.02%	-0.11%
其他	0.66%	0.00%	-0.04%
合计	-2.54%	3.45%	2.51%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

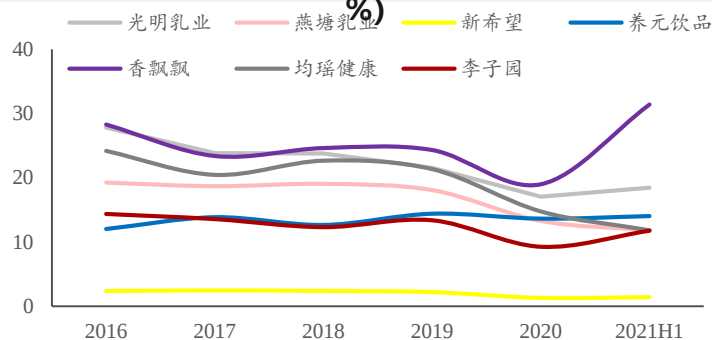
1.6 财务分析：业绩稳步增长，费用使用效率高

公司优秀盈利能力来自于优秀毛利率水平和较强的费用管控能力：公司毛利率水平位于行业中游，稳定在38%左右。公司费用管控能力优秀，尽管近年来全国化扩张势头迅猛，但期间费用率保持行业中下位置，2016-2019年稳定在17%-20%水平，2020年降至14.05%，2021Q3回升至14.68%。

得益于强盈利能力，李子园ROE 领先全行业。2017-2020年李子园ROE在34%左右，高于蒙牛、新希望等竞品。公司高ROE主要来自强盈利能力，2020年公司销售净利率已提升至20%，位于行业领先；公司资产负债率由2016年38%下降至2020年36%，资产负债结构得到优化，偿债能力提升；公司总资产周转率位于行业中等水平。公司整体财务结构合理，财务指标较优。

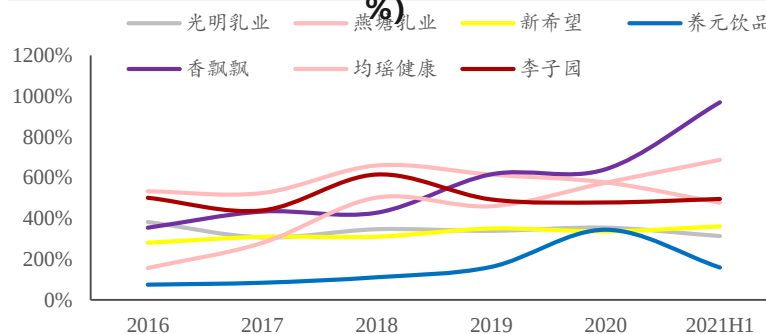
公司净利润来源主要为主营业务，非经常性损益变动小。公司主要投资方向为购买货币基金、银行理财产品等，风险较小，营业外收入主要为政府补助，因此未有较大公允价值变动损益影响整体净利润表现。

图24：李子园与市场竞品的销售费用率对比（单位：%）



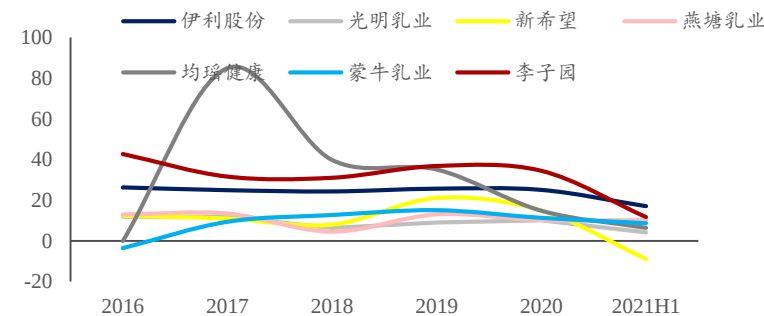
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图25：李子园与市场竞品的管理费用率对比（单位：%）



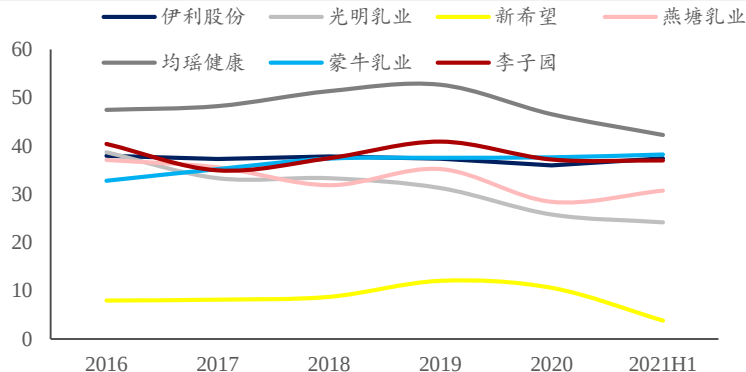
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图26：李子园与市场竞品的ROE对比（单位：%）



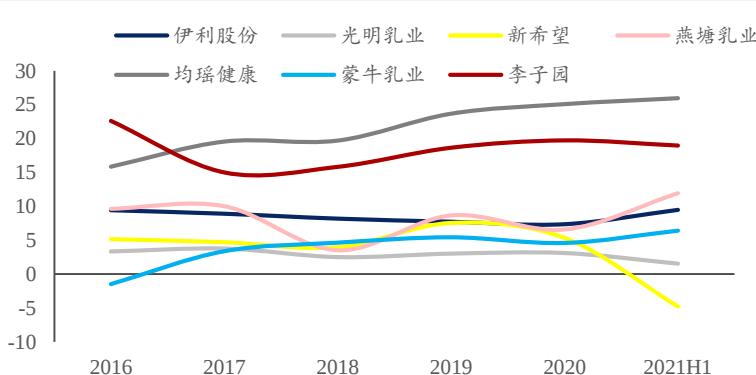
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图27：李子园与市场竞品的毛利率对比（单位：%）



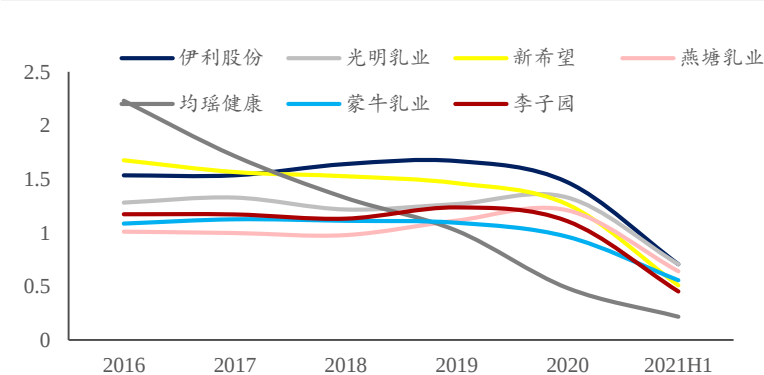
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图28：李子园与市场竞品的净利率对比（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图29：与市场竞品的资产周转率对比（单位：次）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

02

行业情况

市场空间：含乳饮料市场空间广阔，享双重景气

行业格局：竞争格局稳定，头部企业集中度高

竞争力：品牌/产品/渠道构筑甜牛奶大单品壁垒

2.1 市场空间：含乳饮料赛道空间广阔，具备孕育大单品土壤

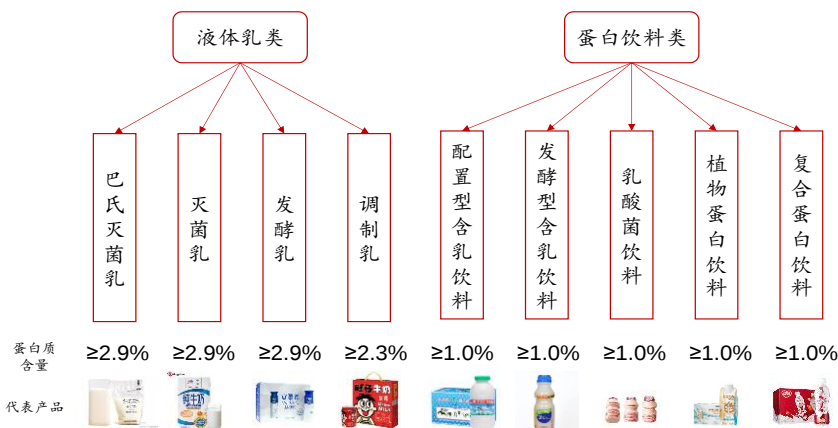
我们从李子园甜牛奶所属、赛道规模、赛道竞争格局、产品/渠道/品牌属性等多方面角度出发分析，认为李子园所属赛道具备孕育大单品的能力：

一、含乳饮料处于快速增长阶段，竞争格局较为稳定

【行业定位】李子园甜牛奶处含乳饮料赛道，为调配型乳饮料代表产品之一。乳饮料是以乳或乳制品为原料，加入水及适量辅料经配制或发酵而成的饮料制品，根据不同含乳饮料之间的风味特点，含乳饮料可以分为中性乳饮料和酸性乳饮料，其中酸性乳饮料又分为发酵型乳饮料和调配型乳饮料，李子园甜牛奶为调配型乳饮料（中性）代表产品之一。

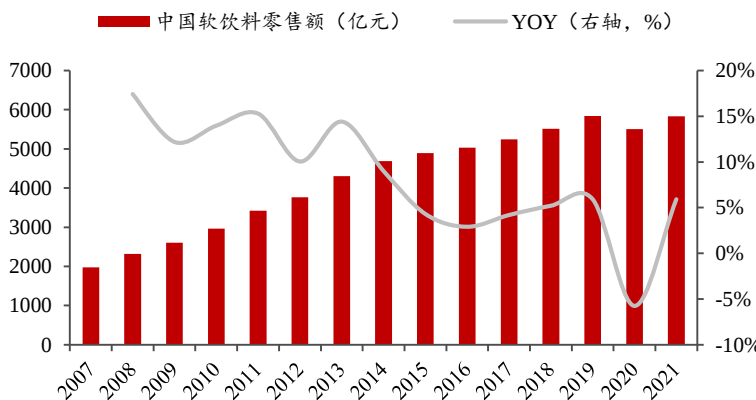
【行业规模分析】李子园所处的乳饮料赛道兼具了乳制品&软饮料属性，较软饮料更营养（富含乳清蛋白等成分），较乳制品口感更丰富/消费场景更多元，乳饮料产品符合现下消费者对品类、品质、体验、健康等多元化需求趋势：**1）从乳制品角度出发**，据Euromonitor数据显示，2021年我国乳制品销售零售额达4425.43亿元(+8.40%)，2013-2021年乳制品年均复合增长率为4.63%左右；**2）从软饮料角度出发**，据Euromonitor数据显示，2013-2021年软饮料市场规模CAGR约为3.86%，2021年乳饮料零售额达5829.22亿元（+5.90%）；**3）含乳饮料角度出发**，据中国食品工业协会数据显示：① 产量方面，2018年含乳饮料规模以上企业总体产量 1631.45万吨，2013-2018 年 CAGR 为 11.37%；② 产能方面，2018 年含乳饮料行业产能为 1718.38 万吨，2013-2018 年 CAGR 为 7.13%；③ 产值方面，2018 年含乳饮料规模以上企业总体产值 898.60 亿元，2013-2018年CAGR为13.38%（高于饮料行业CAGR2.42%），占饮料行业总产值从2013年的9.1%提升至2018年的15.1%。另外，《中国奶业统计摘要》数据亦显示，2012-2017年含乳饮料平均增速均高于饮料行业。 **总结来看：多维度数据显示发展较晚的含乳饮料在饮料行业占比日益提升，随着居民消费水平提升，多元化需求推动含乳饮料增速高于乳制品/软饮料大类增速，当前处于高增阶段。**

图30：乳饮料及蛋白饮料类行业分类



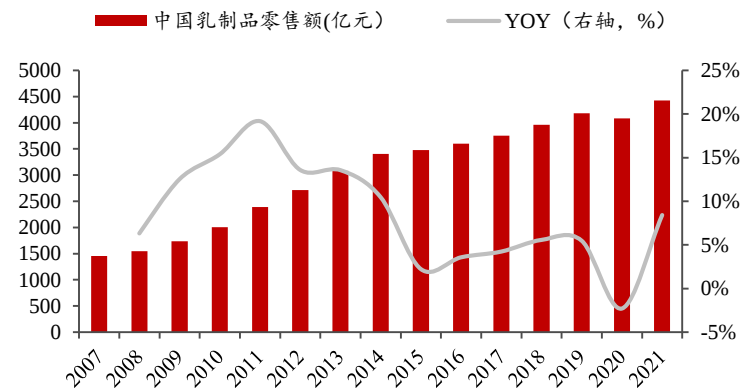
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图31：2011-2020年中国软饮料及增速



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图32：中国乳制品行业规模及增速



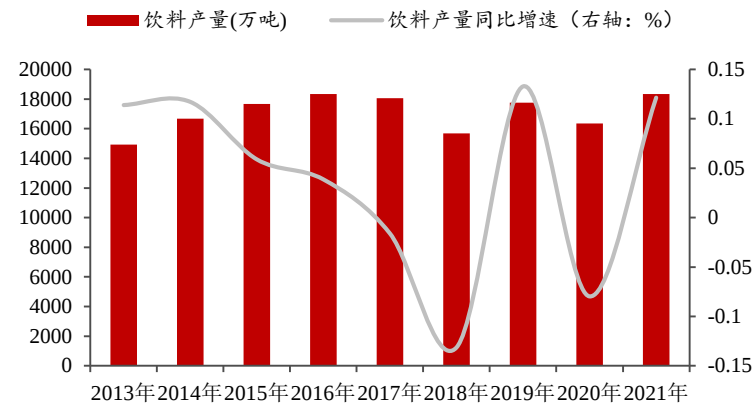
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所



2.2 行业格局：竞争格局稳定，头部企业集中度高

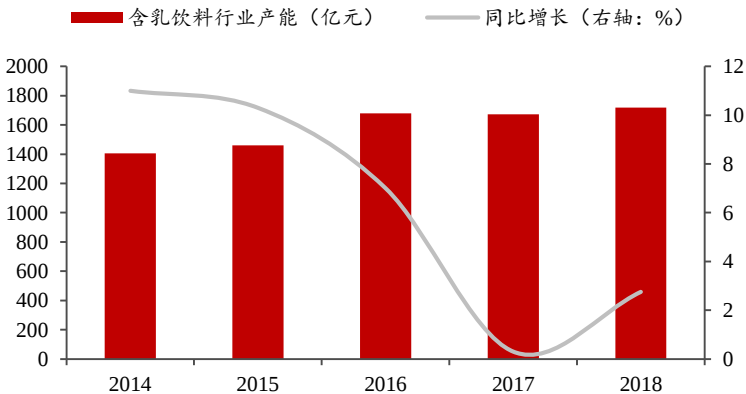
【行业格局分析】李子园所处的乳饮料行业赛道竞争格局较稳定，头部企业集中度高。2013-2018年全国含乳饮料行业前五大企业市场占有率稳定在33.7%-34.3%，全国含乳饮料行业前五大企业市场占有率由34.1%提升至34.2%，前十大企业市占率由40.2%提升至42.3%，我国含乳饮料行业市场竞争较为激烈，市场化程度较高。含乳饮料行业可划分为全国性大型企业、全国性布局企业和区域性中小企业，全国性大型企业优势不断扩大、全国性布局企业加速发展、区域性中小企业深耕当地，其中伊利、蒙牛、娃哈哈等龙头企业受益于品牌力强、产品品类丰富、营销渠道力成熟，地位稳固。

图33：饮料行业总产量



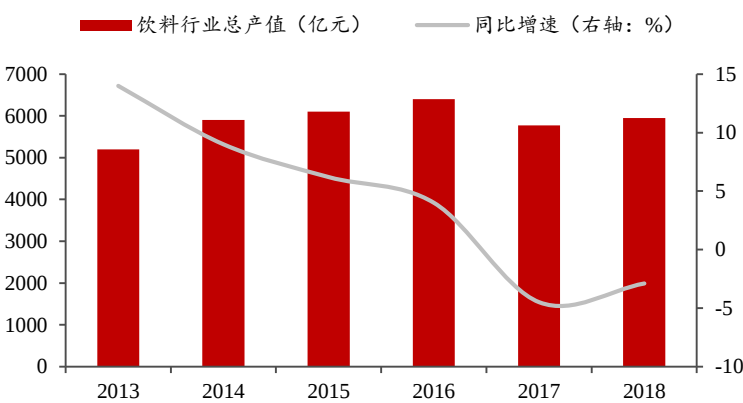
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图36：含乳饮料行业总产能



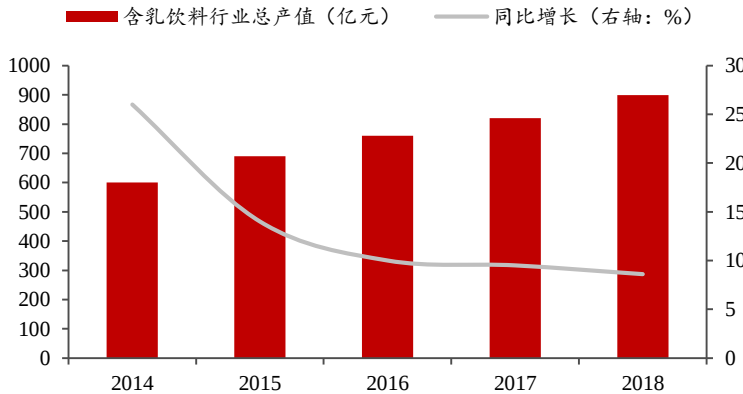
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图34：饮料行业总产值



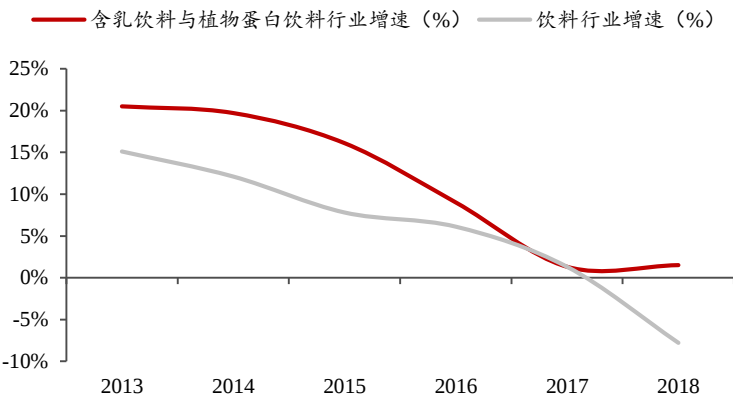
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图37：含乳饮料行业总产值



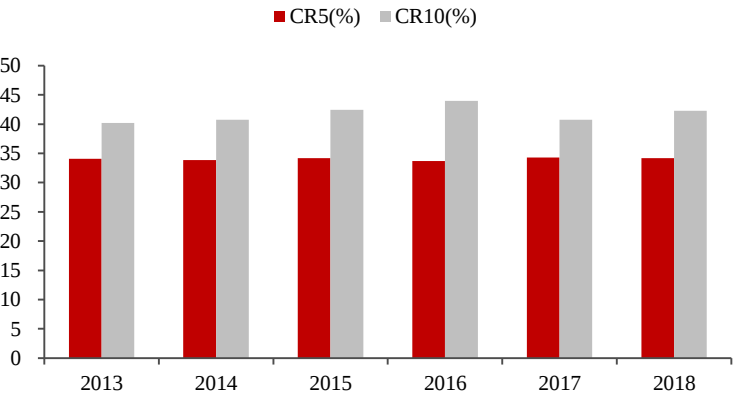
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图35：含乳与植物蛋白饮料行业、饮料行业增速对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图38：全国含乳饮料行业集中度变化一览表



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 竞争力：品牌/产品/渠道构筑甜牛奶大单品壁垒

二、甜牛奶大单品的成功奥秘：行业土壤肥沃，品牌/产品/渠道构建壁垒

1) 从品类土壤角度看：在强潜力格局稳定赛道上，李子园等区域性乳企有望通过差异化竞争提升市占率。当前乳饮料行业处于高速扩张阶段，赛道竞争格局稳定，李子园、夏进乳业等区域性乳企在扎根基地市场的基础上，正通过差异化竞争布局全国以缩小与头部企业差距；

2) 从直接竞品角度看：品牌力壁垒。中性乳饮料直接竞品数量较少，强品牌力的李子园具备差异化品类优势。乳饮料分为酸性/中性，中性乳饮料代表产品为旺旺牛奶（百亿单品）、李子园等，其中旺旺集团16-20年实现4.3%的年均复合增速，2020财年旺旺旗下乳品及饮料业务营收110.11亿元（+12.2%），占乳品及饮料类营收90%以上的“旺旺牛奶”同比增长11.3%，下半年增速进一步加快，同比达到中双位数增长，数字化营销提升品牌形象/多渠道发展策略/新品推动品类多样化及消费者的信赖使得旺旺逆势增长。同样的，自1994年上市的李子园甜牛奶亦在近年来实现较快增长，背后原因之一为消费者的信赖/强品牌力：一旦树立起品牌形象，消费者将会习惯性信赖自己认可的品牌，并带来持续性消费，对于新进企业，即使进行大量营销宣传和商业推广，短期内也很难建立品牌影响力，因此消费者的品牌粘性构成了含乳饮料行业的品牌壁垒。

图39：含乳饮料行业情况一览

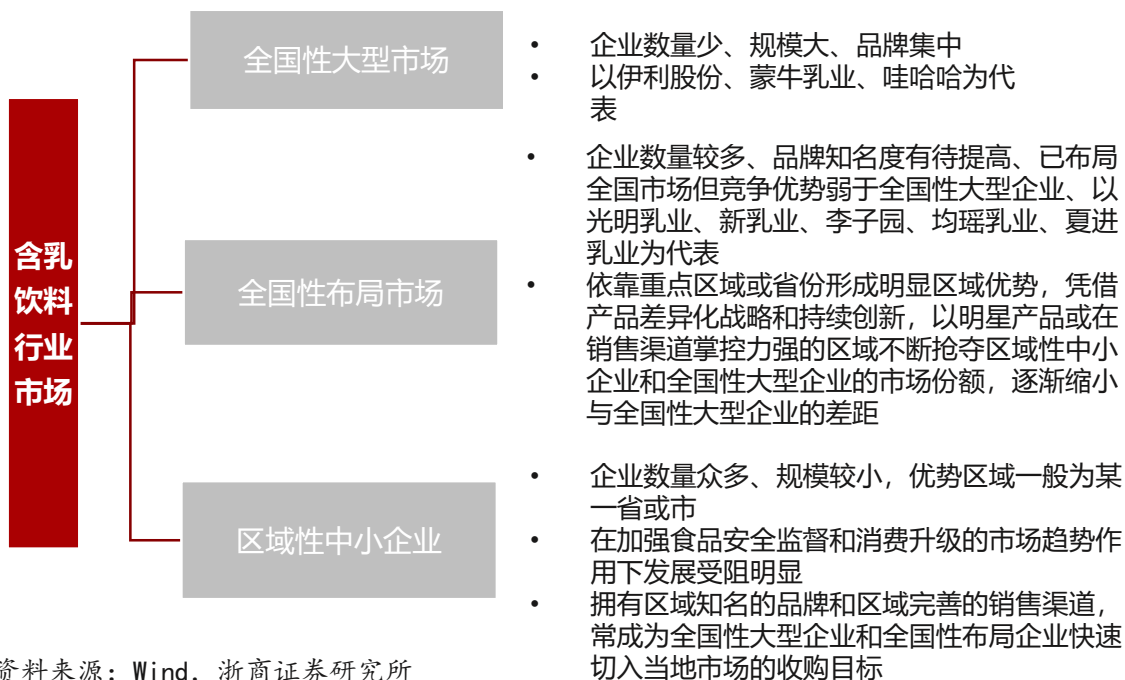
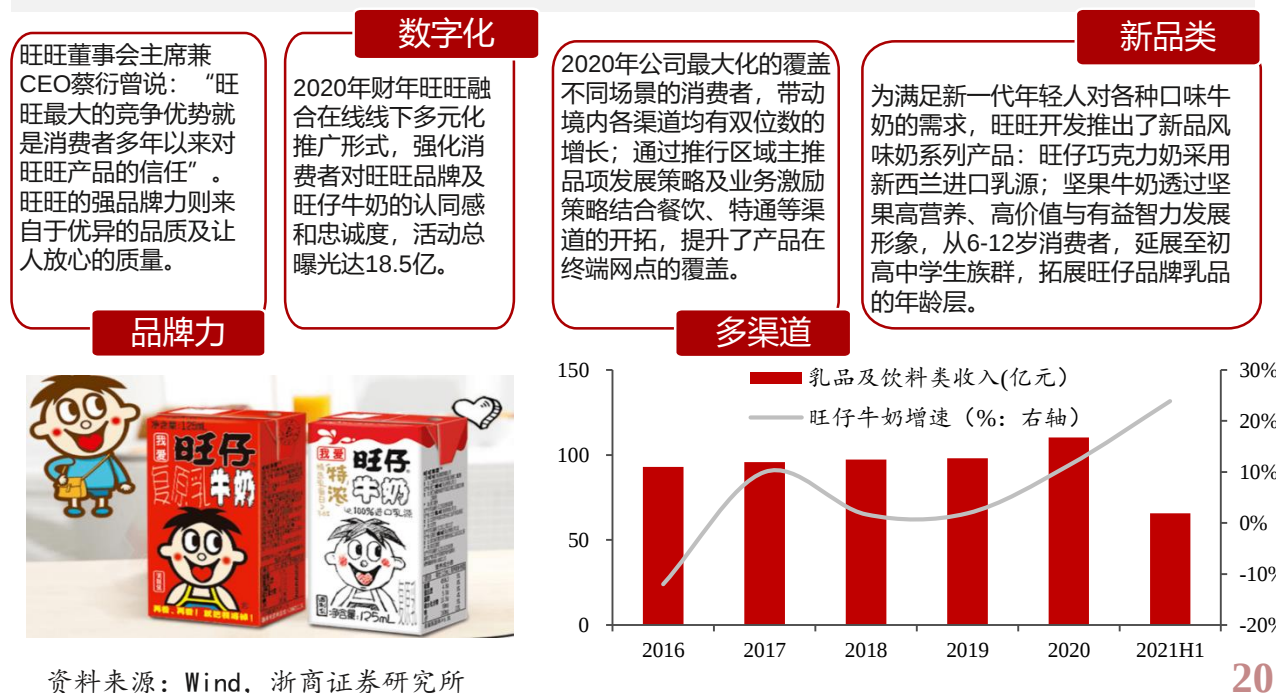


图40：旺旺牛奶2020财年逆势保持高增背后，是品牌力、数字化、多渠道、新品类





2.3 甜牛奶竞品：李子园性价比高，口味清爽可口

表8：李子园相较于其他甜牛奶，品牌力强，有记忆符号

	100ml均价	成分	每100ml营养含量	相同、差异点	口味评价	产地
李子园	1.22	饮用水、全脂牛乳粉、白砂糖、食品添加剂（单，双甘油脂肪酸酯、卡拉胶、瓜尔胶、海藻酸钠、磷酸氢二钠、碳酸氢钠、甜蜜素、安赛蜜、日落黄）、食品用香精	能量143千焦、蛋白质1.0g、脂肪1.2g、碳水化合物4.8g、钠25g	价格较低，主要成分为水和乳粉，营养含量较少	香甜可口、奶香四溢，童年的回忆	浙江金华
新希望甜牛奶	1.24	生牛乳≥80%、水、白砂糖、单，双甘油脂肪酸酯、磷脂、羧甲基纤维素钠、卡拉胶、海藻酸钠、柠檬酸钠、黄原胶、食品用香精。	能量284千焦、蛋白质2.4g、脂肪2.9g、碳水化合物8.0g、钠60mg	相同：价格友好，口味丰富，口感顺滑度高，不含钙质，均为学生奶供应商 不同：牛奶甜度和醇度更高，且富有奶香	香甜丝滑、奶香浓郁	湖南长沙
蒙牛甜小嗨	1.67	生牛乳、水、白砂糖、食品添加剂（蔗糖脂肪酸酯、单硬脂酸甘油酯、卡拉胶）、食用香精	能量288千焦、蛋白质2.4g、脂肪3.0g、碳水化合物8.0g、钠50mg、泛酸0.15mg、磷42mg、钙60mg	相同：牛奶甜度和顺滑度类似 不同：产品含钙，热量很高，醇度更高且富有奶香	冰淇淋融化般的口感	内蒙古
皇氏乳业一只水牛高钙奶	2.25	生牛乳、水、生水牛乳、白砂糖、碳酸钙等	能量237千焦、蛋白质2.4g、脂肪2.6g、碳水化合物5.9g、钠50mg、钙120mg	不同：含有生水牛乳，蛋白质和钙含量很高，牛奶甜度、醇度、顺滑度方面体验更佳	口感清爽不腻 媲美冰淇淋融化后的香醇	广西南宁
夏进甜牛奶	1.84	生牛乳、水、白砂糖、食品添加剂（单，双甘油脂肪酸酯、海藻酸钠、三聚磷酸钠、卡拉胶、黄原胶）、食品用香精	能量250千焦、蛋白质2.4g、脂肪2.9g、碳水化合物6.0g、钠60mg、钙90mg	不同：脂肪含量高，含糖量高，富含多种营养物质	奶糖香气、雪糕风味	宁夏吴忠
小西牛甜牛奶	1.92	生牛乳，水，白砂糖，食品添加剂（单，双甘油脂肪酸酯，蔗糖脂肪酸酯，海藻酸钠，卡拉胶，三聚磷酸钠），食用香精	能量262千焦、蛋白质2.4g、脂肪2.9g、碳水化合物6.7g、钠60mg、钙90mg	相同：适合儿童饮用，甜度较高 不同：产品含钠和钙元素	既有牛奶的纯还有微甜，不腥不腻	青海西宁
燕塘甜牛奶	1.38	水、乳粉、白砂糖、生牛乳、食品添加剂（单，双甘油脂肪酸酯、聚甘油脂肪酸酯、硬脂酰乳酸钠、羧甲基纤维素钠、瓜尔胶、卡拉胶）、食品用香精	能量285千焦、蛋白质2.4g、脂肪3.1g、碳水化合物7.6g、钠41mg	相同：主要成分为水和乳粉 不同：营养含量较高	清甜顺滑、醇香四溢	广东/天津

数据来源：Wind，新浪，浙商证券研究所



2.3 竞争力：品牌/产品/渠道构筑甜牛奶大单品壁垒

我们从李子园甜牛奶所属赛道规模、竞争格局、产品/渠道/品牌属性等多方面角度出发分析，认为李子园所属赛道具备孕育大单品的能力：

- 3) 从产品特点角度看：口味壁垒。李子园口味清爽，差异品类差异口味收割喜甜消费者。由于产品口味、成分、产品特点、品牌形象等均为消费者最看重的因素，李子园多口味甜牛奶口感较竞品清爽为口感上的差异化，同时凭借强研发能力，推出较多差异化高品质口味新品进一步满足消费者需求。
- 4) 从渠道特定角度看：渠道壁垒。渠道开拓是一项艰难长久的工作，李子园强渠道力奠定扩张速度。李子园主要消费者画像为年轻群体，消费形式多为即时性零散性销售，因此早餐店、便利店、小餐饮、学校、网吧等能高效触达年轻人群体的特通渠道重要性凸显，公司往往先通过特通渠道切入新市场，再铺设至流通渠道（主做陈列）。分场景来看，当前公司早餐场景占比超20%（公司已与巴比食品等早餐连锁品牌合作），同时便利店场景占比逐步提升，随着外食早餐规模不断扩容（2019年早餐市场规模达1.8万亿，预计2024年早餐市场规模将达2.4万亿，其中外食早餐支出增速更高）、便利店数量提升，早餐渠道/便利店渠道的扩张或助推公司规模进一步扩张。

图41：李子园销售渠道

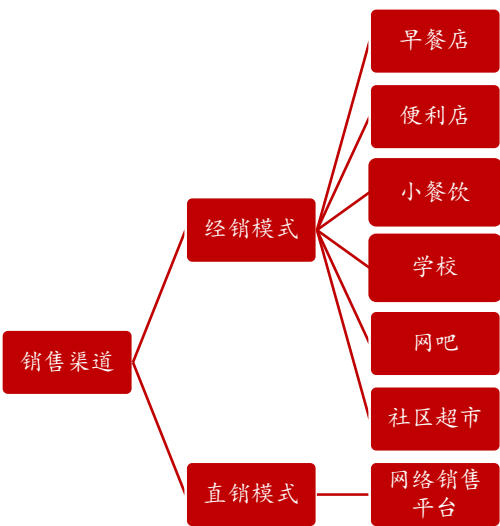
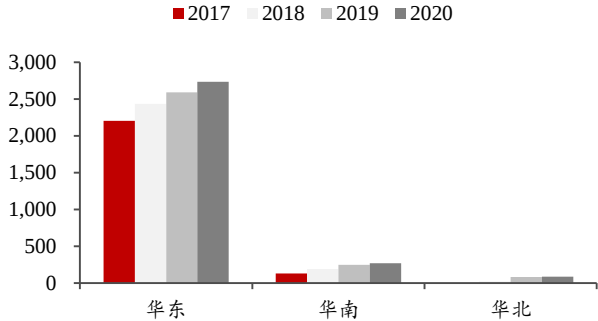
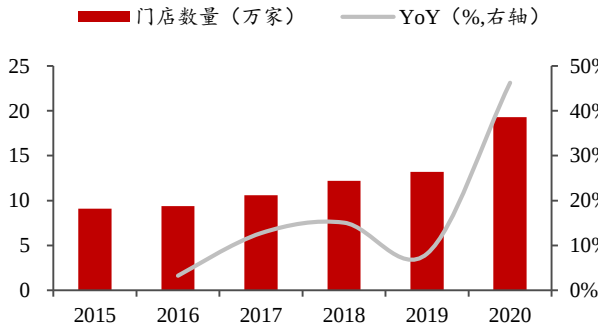


图42：李子园各地区市场经销商数量



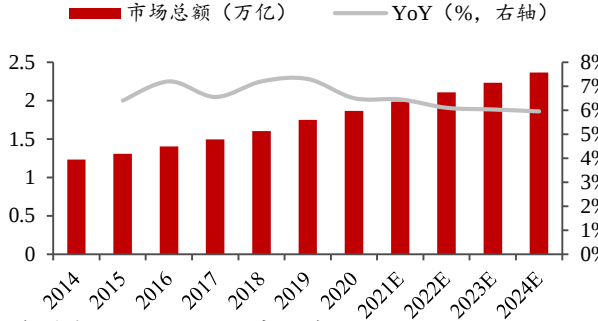
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图45：品牌便利店数量变化及其增速



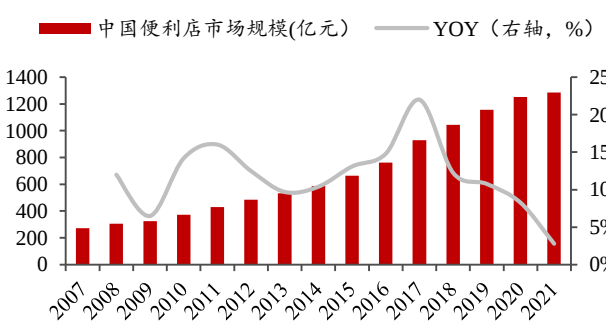
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图43：2014-2024中国早餐市场规模一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图46：15-21年便利店行业规模及其增速



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

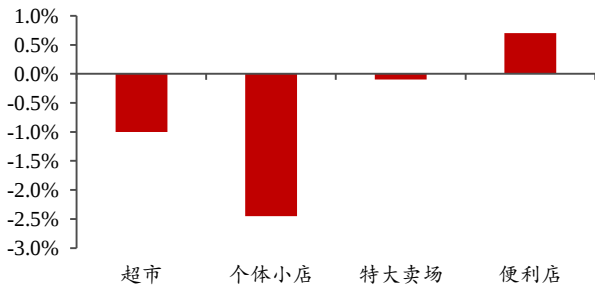
图44：主力消费群体



10-30岁的年龄段为主，以白领和学生为主的年轻人是消费主力，李子园是校园里的明星产品。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图47：20年较15年乳制品及乳饮料渠道消费占比变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

03

公司看点

渠道：老商大商贡献主要业绩，高渠道利润为核心驱动力

市场：2022年为真正全国化的开局年，规模效应将显现

产能：通过IPO募投+对外投资等方式解除产能限制

→ 盈利提升点(1)：自有产能↑+委托加工↓=单位成本↓+管理风险↓

→ 盈利提升点(2)：强成本管理能力+强提价能力=有效对冲成本上行

→ 盈利提升点(3)：量价双升全国化加速，规模效应显现推升盈利能力



3.1 渠道：老商大商贡献主要业绩，高渠道利润为核心驱动力

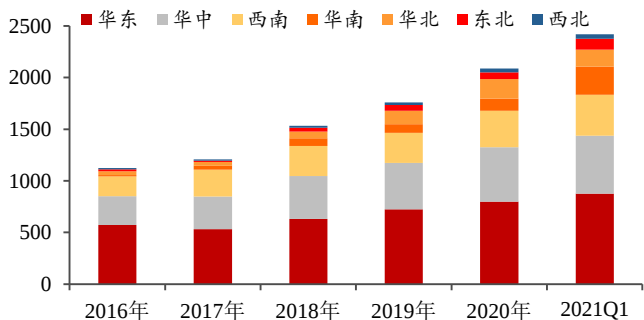
当前李子园渠道规模及质量均不断提升，优质经销商与李子园合作意愿不断增强，具体来看——

一、经销商数量：受益于样板带动周边，销售区域不断扩大，经销商总量稳步增长。2017-2020年公司经销商数量从1207个提升至2088个，CAGR约为20%，2021Q3末经销商数量已达约2600家。

二、经销商贡献：受益于公司品牌力不断增强叠加通过补贴/提价等方式改善渠道利润，经销商粘性 & 质量不断提升。2017-2020年公司单个经销商收入贡献从49.32万元/家提升至50.08万元/家，CAGR约为0.51%，2021H1经销商单个贡献达27.48万元。具体来看：

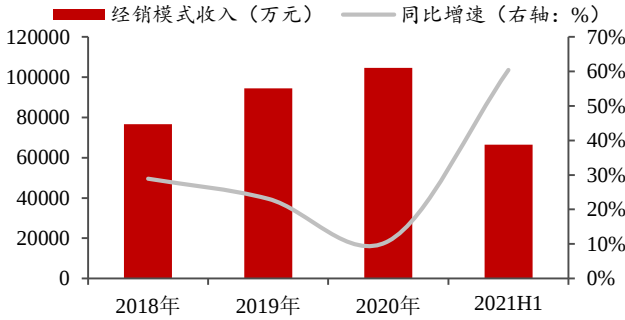
1) 新增经销商质量远高于撤销经销商。2017-2021H1公司新增经销商数始终高于撤销数量，且新增经销商平均销售额均超撤销经销商平均销售额一倍以上，显示公司经销商将面临优胜劣汰（区域内撤销的经销商数量未能满足公司考核指标、违反合同条款约定或自身发展能力受限等原因而终止合作，公司选定新经销商取代），由于新增经销商/退出经销商对公司收入占比影响最高不超过10/2个百分点，因此公司主要收入仍由稳定的老经销商贡献，优胜劣汰的发生对公司营收影响较小；

图48：分区域经销商数量一览（单位：家）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图49：经销商收入同比高增



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表10：历年经销商销售占比及平均销售额情况一览

年度	数量 (家)	占比	销售额 (万元)	占比	平均销售额 (万元/家)
新增经销商					
2020年1-6月	372	21.33%	2,371.39	5.52%	6.37
2019年度	678	38.52%	8,953.69	9.19%	13.21
2018年度	484	31.59%	5,136.80	6.54%	10.61
2017年度	476	39.44%	4,455.35	7.41%	9.36
撤销经销商					
2020年1-6月	186	10.67%	164.52	0.38%	0.88
2019年度	388	22.05%	1,930.85	1.98%	4.98
2018年度	450	29.37%	1,571.39	2.00%	3.49
2017年度	159	13.17%	636.85	1.06%	4.01

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表9：李子园经销商不断增加

项目	期初	新增	撤销	期末
2020年1-6月	1372	372	186	1558
2019年度	1082	678	388	1372
2018年度	1048	484	450	1082
2017年度	731	476	159	1048

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1 渠道：老商大商贡献主要业绩，高渠道利润为核心驱动力

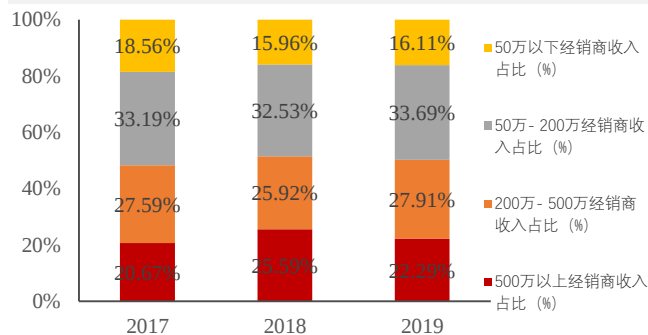
2) 老商/大商贡献规模过半，稳定性强。公司互惠互利、共创“双赢”的友好政策使得公司与经销商合作稳定。从经销商年限来看：截止2021H1，1-2年/5年以上经销商数量/收入均占比较高（数量分别为513/284个，收入占比分别为41.6%、34.75%）；单个经销商收入随着年限增长（平均每年增长30%+），5年以上平均经销商规模达60万元/家，公司自2011年开始推营销渠道细分下沉计划，并逐渐形成了稳定特通渠道经销商体系，故公司经销收入主要来源于合作时间在3年以上的经销商；回款质量方面，2018年起公司采取预付后发货模式，因此无应收经销商货款额。从经销商规模来看：2017-2020H1规模在200万元以上经销商数量稳步提升，且收入占比超50%，大商贡献收入过半。

我们认为公司渠道力不断增强，且具备持续性，主因：1) 高渠道利润为核心推力；2) 产品力/品牌力逐步增强；3) 管理体系规范&政策稳定

一、高渠道利润：价格为生命线，渠道利润为渠道规模扩张核心推动力。毛利率方面，随着年限增加，经销商毛利率有所下行，主因公司向新开展合作或销售规模较小的经销商提供一定的返利补贴倾斜。与公司合作5年以上经销商毛利率相对较低，主因公司加强经销商管控，降低第三方回款比例；渠道利润来看，李子园视产品价格为生命线，严打窜货低价销售等违规行为，价盘稳定，渠道利润与竞品比具竞争力。强渠道利润为渠道扩张核心推动力。

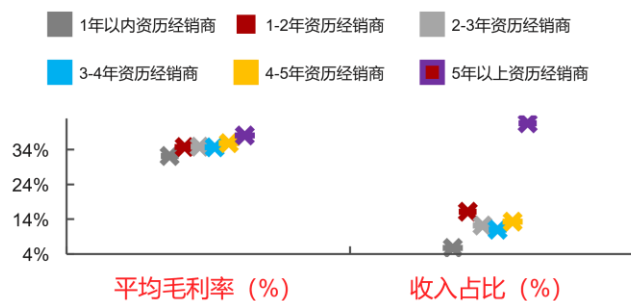
二、强产品/品牌力：强产品力及不断增强的产品力为渠道稳步扩张的基础（具体情况已在上文进行分析）。

图50：200万以上规模经销商收入占比超50%



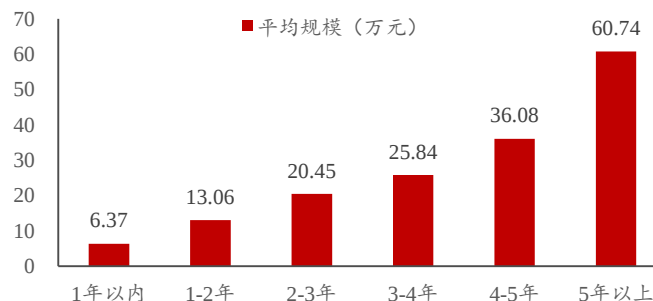
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图52：5年以上经销商毛利率、收入占比最高



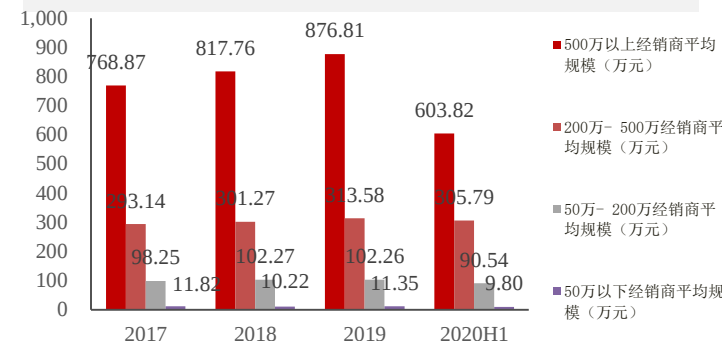
资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：数据为2021H1数据

图54：5年以上经销商平均规模约61万元/家



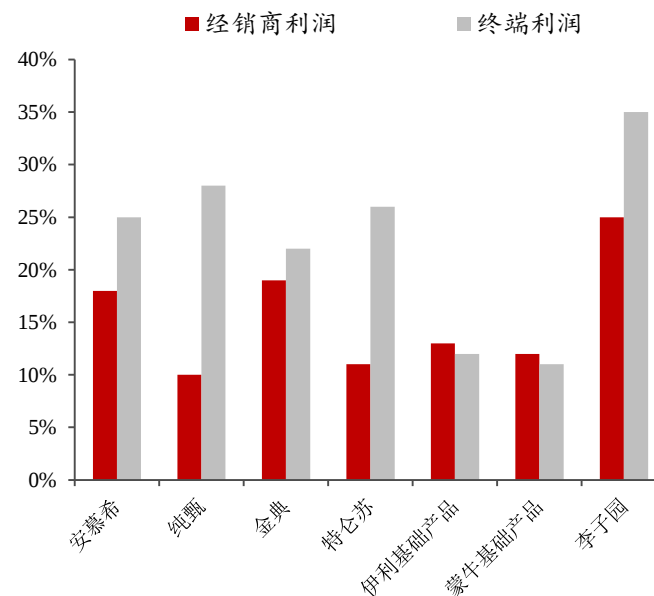
资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：数据为2021H1数据

图51：500万以上级别经销商平均规模超800万/家



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图53：李子园渠道利润具备竞争力



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1 渠道：老商大商贡献主要业绩，高渠道利润为核心驱动力

三、经销商管理精细化：精细化管理助力量、质双升。公司高度重视经销商队伍的拓展、管理和维护，通过销售经理深度指导、总部经销商大会全面沟通、市场管理部实时监督，建立了全方位、全角度的经销商管理体系，形成了与经销商信息互通、利益共享的合作机制。

经销商销售活动支持与指导

- 公司高度重视经销商队伍的拓展、管理和维护，通过销售经理深度指导、总部经销商大会全面沟通、市场管理部实时监督。
- 公司培养了一批专业化的销售经理协助指导经销商拓展市场份额。渠道建立初期，销售经理帮助经销商培训业务人员，策划促销活动，落实示范门店，协助经销商实现产品顺利铺市；对于较成熟市场，销售经理通过及时收集反馈终端市场及竞品信息、制定市场推广专项返利支持、上报并处理市场冲货现象、了解并协助经销商管理动态库存情况，帮助经销商提高营业收入，加快存货周转率，增加盈利空间。
- 公司通过召开年度经销商大会与不定期组织区域经销商会议，培训经销商市场运营能力，提升经销商的安全感和归属感。

销售流程管理

- 采取“先款后货”的结算方式，经销商通过线上订货系统输入所需产品品类、数量并下订单，公司销售部门根据销售订单及全年销售计划编制月度销售计划，生产部和对外合作中心安排生产。同时，销售订单导入 ERP 系统，对已付款销售订单予以安排物流运输。

定价情况

- 具有较强的产品定价权，公司根据产品成本、同类产品销售价格、历年价格、国民消费水平、居民消费偏好等因素确定终端指导价格，并在《经销合同》约定低于“指导价格”销售的处罚条款，督促经销商严格执行。

退换货政策/库存管理政策

- 公司对经销商进行买断式销售，验收后非质量问题不退货。
- 销售经理不定期对片区经销商仓库盘点，对终端门店随机抽查，总部要求每月上报库存。

销售区域或渠道管理

- 在《经销合同》中与经销商约定其销售区域或特定渠道，即经销商拥有一定区域内某些渠道的独家经营权。市场管理部将对全国市场进行随机抽查，如发现串货、冲货现象，公司将给予相关经销商一定处罚，严重者将取消其经销权。

销售返利补贴

- 销售返利补贴基本情况：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式，大区经理审核通过后可获得，近年来补贴占返利前收入比6-9%左右：
 - **(i) 年度返利补贴：**公司与经销商约定销售考核指标，完成目标将给予考核返利补贴及一定比例补损返利补贴。
 - **(ii) 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（多针对新开拓区域、新合作经销商或小品项产品）。
 - **(iii) 市场推广专项返利补贴：**达到约定要求后，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，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（由于终端市场推广针对性较弱，公司自2018年起逐渐降低追加折返补贴的比例，2020年因疫情影响专项补贴增加明显）。

项目	2020年1-6月		2019年度		2018年度		2017年度	
	金额	占返利前 主营业务 收入的比例 (%)	金额	占返利前 主营业务 收入的比例 (%)	金额	占返利前 主营业务 收入的比例 (%)	金额	占返利前 主营业务 收入的比例 (%)
年度返利 补贴	303.88	0.66	578.43	0.56	447.16	0.53	520.33	0.79
直配返利 补贴	255.47	0.55	927.62	0.89	782.15	0.94	507.19	0.77
市场推广 专项返利 补贴	2,958.73	6.39	5,396.78	5.18	3,978.81	4.76	4,882.71	7.4
合计	3,518.08	7.6	6,902.83	6.63	5,208.12	6.23	5,910.23	8.95

资料来源：Wind，浙商证券研究所

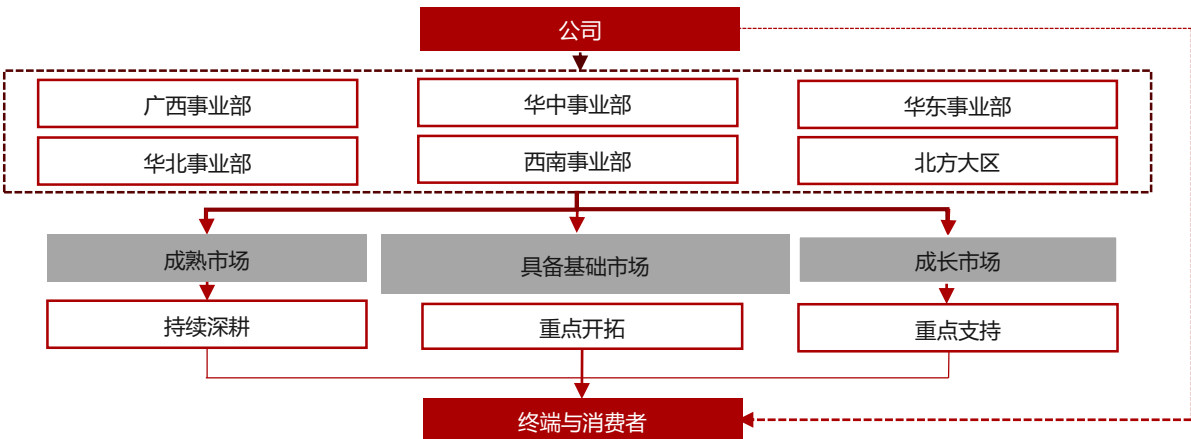


3.2 市场：2022年为真正全国化的开局年，规模效应将显现

2022年是真正开始全国化市场运作的一年，亿级市场加速增加。我们将市场按规模进行划分：① 以江浙沪为主的亿级市场，未来将通过全品项运作、全渠道运作、渠道下沉等方式提升市占率；② 以安徽、江西、河南等为代表的5000万~1亿市场：公司在以上市场均有一定的市场基础及品牌影响力，考虑到云南、河南等省份人口基数较大，具有较大的发展潜力，为公司未来重点开拓市场；③ 以湖南、湖北、山东为代表的5000万以下市场：仍处于开拓前期，经销商流动性较高，主要以样本地区带动周边市场发展战略发展，先做特通渠道和传统产品，费用将重点支持。2022年为公司真正全国化的开局年，我们期待今年将有更多市场规模破亿。

营销部门数量增加，区域管理不断细化。公司营销总部下的营销部为大区制管理（6个大区下设50+个营销部），为加强精细化区域管理，2022年公司将再增加10个营销部，同时预计营销人员将增加至500+人以服务各个市场、区域的客户。

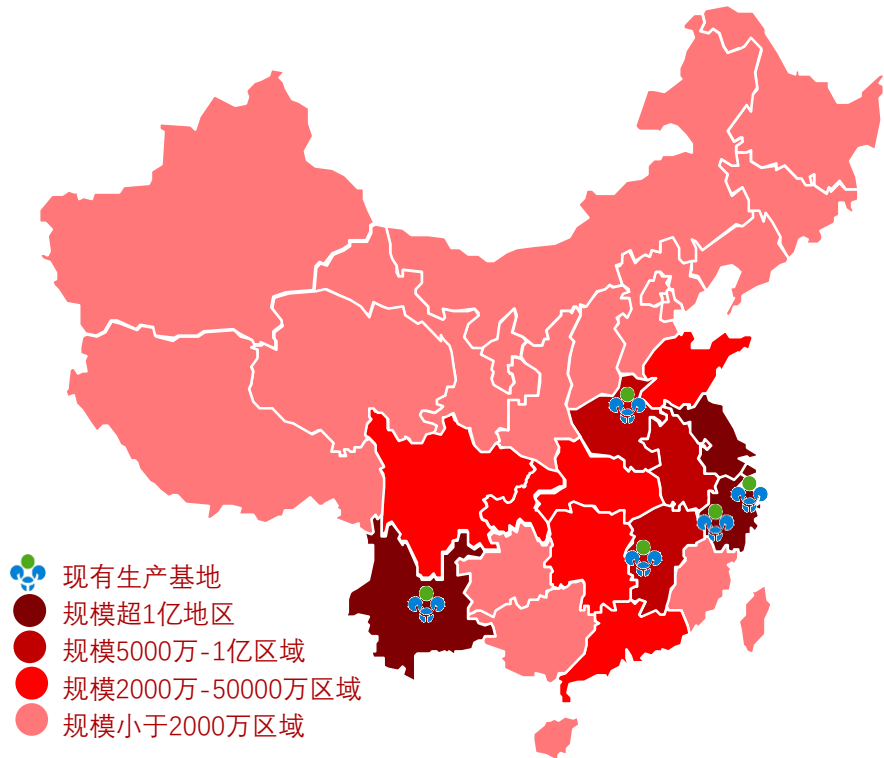
图55：李子园营销部门事业部组织架构



- 各大区
负责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
负责天猫、京东、淘宝、宝上平台运营及产品销售
- 市场服务部
负责内部管理、培训、客户档案维护、业务费用、返利审核、业绩分析等
- 市场物流部
负责公司产品物流运输车辆安排
- 市场管理部
负责市场调研及信息整理、市场费用稽查、临期品管控等
- 售后服务与价格管控部
负责经销商及客户投诉处理、调查、总结反馈、市场价格体系维护与管控、冲货管理等
- 品牌部
负责公司品牌建设、媒体运营及投放、市场调研及战略策划支持、产品包装设计、宣传文案策划、实施、公司网站、公众号维护、更新

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图56：李子园主要市场分布情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3 产能：通过IPO募投+对外投资等方式解除产能限制

2020 年公司合计产品生产量 21.29 万吨，产能为此前限制公司发展瓶颈之一。由于2017年需求快速增长导致生产基地超负责运转，公司通过阶段性提升委外加工比例的同时加快产能建设，其中江西上高及浙江龙游生产基地均于2018年初、年底落地投产缓解部分产能压力，委外加工比例也从2018年的28%下降至2020H1的18%，2021年公司整体产能利用率约70%，其中21年年底落地的鹤壁工厂2022年产能利用率可提升至50%。考虑到公司处全国化阶段，含乳饮料运输半径在一定程度上受限（运费较高&配送效率低）叠加需求不断提升，公司采取IPO募投方式实现自有产能进一步扩充。

当前公司拥有拥有浙江金华、浙江龙游、江西上高、云南曲靖、河南鹤壁（2021年底投产）五个生产基地，通过IPO募投+对外投资方式扩产，其中龙游二期项目将于2022年投产，江西二期项目将于2023年实现投产，最终公司产能预计超55万吨：

- 1) IPO募投项目预计贡献10.4+7万吨含乳饮料产量：公司IPO募集资金主要用于新建河南鹤壁“年产10.4万吨含乳饮料生产项目”、云南曲靖“年产7万吨含乳饮料生产项目”及浙江李子园食品股份有限公司技术创新中心项目；
- 2) 对外投资项目预计新增7+10万吨产能：① 2021年2月子公司浙江龙游李子园公司与浙江省龙游县人民政府签署了《项目投资框架协议书》，拟在浙江龙游经济开发区投资新建年产7万吨含乳饮料及2.4亿只HDPE瓶生产线；② 2021年6月子公司江西李子园公司与上高县人民政府签署《框架协议》，拟在江西省上高工业园五里岭产业园投资建设年产10万吨食品饮料生产线扩建项目。

表11：募集资金投资项目明细

募集资金投资项目	拟使用募集资金额（万元）	T年（万元）	T+1年（万元）	T+2年（万元）
年产10.4万吨含乳饮料生产项目	37,658.07	19,075.73	16,774.84	1,807.51
年产7万吨含乳饮料生产项目	25,169.66	10,493.84	13,272.49	1,403.33
浙江李子园食品股份有限公司技术创新中心项目	6,244.57	4,478.52	1,766.05	-
合计	69,072.30	34,048.09	31,813.38	3,210.84

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图57：公司自有产能不断提升

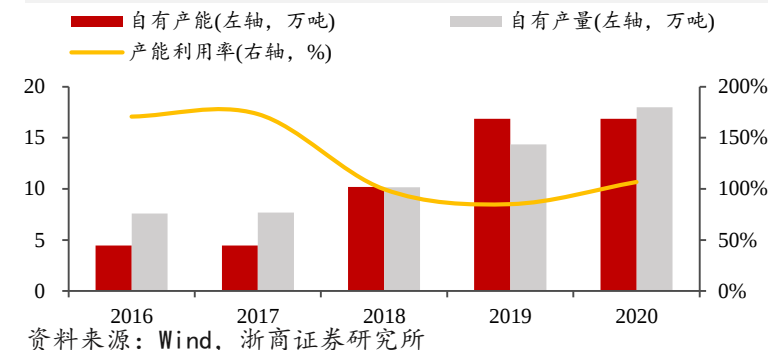


图58：公司委外加工逐年减少

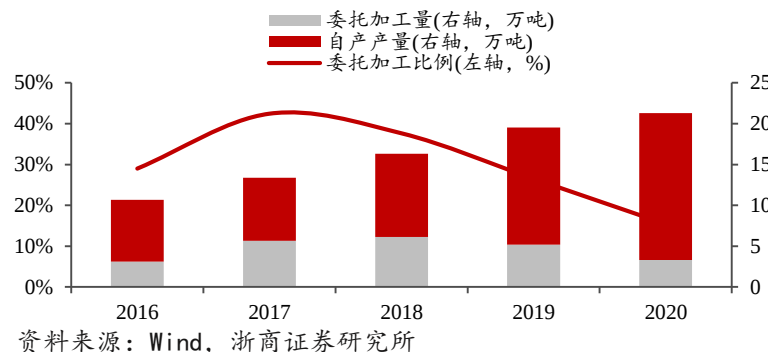
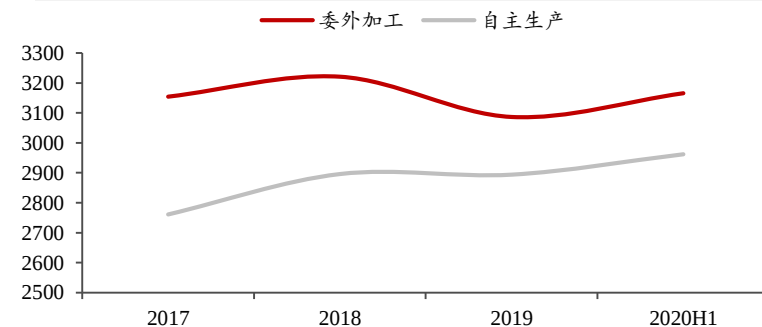


图59：委外生产成本较高（单位：元/吨）





3.3 产能：通过IPO募投+对外投资等方式解除产能限制

募投产能扩建的必要性

- 河南鹤壁和云南曲靖实施在降低产品委托加工比例、控制产品成本同时，将有利于公司在西南、华中地区的市场拓展，以满足该区域不断增长的市场需求。

募投项目所在区域市场分析

- 据中国食品工业协会数据统计，华北、华东、华中区域含乳饮料销售额显著高于其他区域，其中西南地区为含乳饮料销售增长速度最快地区之一，发展潜力较大。从销售区域分布看，华东、华中、西南地区为公司核心销售区域，以上区域销售收入占主营业务收入的比例均维持在 95%左右。公司募集资金拟投资新建工厂分别位于华中和西南地区，是公司实现全国布局的重要举措之一。含乳饮料行业广阔的市场前景以及目标区域良好的市场基础为公司募投项目实施奠定了坚实基础。

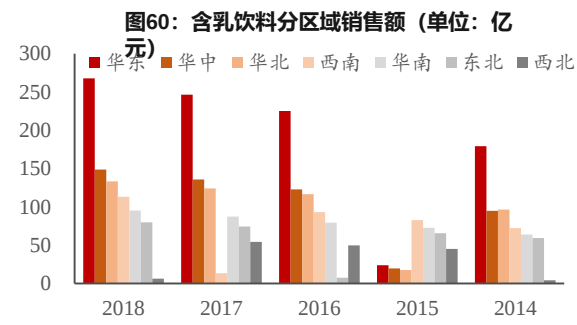


表12：募投项目固定资产折旧情况

项目名称	新增固定资产（万元）	新增固定资产年折旧（万元）
年产10.4万吨含乳饮料生产项目	29,405.14	2,037.78
年产7万吨含乳饮料生产项目	19,429.94	1,354.85
浙江李子园食品股份有限公司技术创新中心建设项目	4,310.02	281.2
合计	53,145.10	3,673.83

募投项目预计达产时间

项目概况	指标	进度					
		T期	T+1期	T+2期	T+3期	T+4期	T+5期
地址：河南鹤壁 设计产能(年):10.4万吨	预计达产率	0%	0%	0%	50%	80%	100%
	预计产能(万吨)	-	-	-	5.2	8.32	10.4
	产品单价(元/吨)	4500	4500	4500	4500	4500	4500
	预计收入(万元)	-	-	-	23400	37440	46800
	拟用募资金额(万元)	19075.73	16774.84	1807.51	-	-	-
地址：云南曲靖 设计产能(年):7万吨	预计达产率	0%	0%	0%	50%	80%	100%
	预计产能(万吨)	-	-	-	3.5	5.6	7
	产品单价(元/吨)	4500	4500	4500	4500	4500	4500
	预计收入(万元)	-	-	-	15750	25200	31500
	拟用募资金额(万元)	10493.84	13272.49	1403.33	-	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

IPO募投项目

项目一：鹤壁李子园年产 10.4 万吨含乳饮料生产项目

项目建设内容 本项目以鹤壁李子园为实施主体，项目投资总额为 40,000.00 万元，拟投入募集资金 37,658.07 万元，建设总工期预计 2 年，投资建设年产 10.4 万吨含乳饮料生产线及附属设施，总建筑面积共计 69,515 平方米。

项目达成时间/效益测算 项目建设周期为两年，T 年为建设期第一年，项目开始运营后争取 2 年内投入生产。T+3 年将达到预计产能的 50%，T+4 年达产率为 80%，T+5 年及以后为100%的达产率。本项目完全达产后（T+5 年），满产状态下项目的年销售收入为 46,800.00 万元，年利润总额为 10,220.67 万元，所得税为2,555.17 万元，税后净利润为 7,665.50 万元，毛利率为 39.44%。本项目税前的内部收益率 25.04%，税后则为 19.78%；税前的投资回收期为 5.65 年，税后的投资回收期为 6.41 年。

项目二：云南李子园年产 7 万吨含乳饮料生产项目

项目建设内容 本项目以云南李子园为实施主体，项目投资总额 28,000.00 万元，拟投入募集资金 25,169.66 万元，投资建设年产 7 万吨含乳饮料生产线、研究开发中心、产品销售中心及其他附属设施，总建筑面积 35,863 平方米。

项目达成时间/效益测算 本项目建设期规划为两年，第三年投产达到设计产能的 50%，第四年达到设计产能的 80%，第五年达到设计产能的 100%。本项目完全达产后（T+5 年），满产状态下项目的年销售收入为 31,500.00 万元，年利润总额为 6,699.92 万元，所得税为1,674.98 万元，税后净利润为 5,024.94 万元，毛利率为 38.73%。本项目税前的内部收益率 25.13%，税后则为 19.72%；税前的投资回收期为 5.71 年，税后的投资回收期为 6.50 年。

项目三：浙江李子园食品股份有限公司技术创新中心建设项目

项目建设内容 项目投资总额 6,244.57 万元，拟投入募集资金6,244.57 万元，投资建设技术创新中心配套用房建筑面积 7,500 平方米，购置实验室 UHT 杀菌设备、中试 UHT 杀菌设备、氨基酸分析仪、全自动乳成分分析仪等研发、检测设备。本项目由李子园组织实施，建设期为两年。

新增固定资产折旧对公司经营影响 以上募投项目建成后（建设期两年以后），预计新增的固定资产年折旧额约为 3,673.83 万元。虽然短期内增加的折旧费用对公司盈利有一定影响，但随着生产规模的扩大和销售收入的增加，公司的持续盈利能力将不断提升，公司的资产负债率将进一步降低，所有者权益显著增长，资产结构进一步优化。

对外投资项目

龙游李子园对外投资项目 2021年2月22日，公司发布《关于全资子公司对外投资的公告》，子公司浙江龙游李子园公司与浙江省龙游县人民政府签署了《项目投资框架协议书》，拟在浙江龙游经济开发区投资新建年产 7万吨含乳饮料及2.4亿只HDPE 瓶生产线，项目用地约100亩，总投资约为2.8亿元。

江西李子园对外投资项目 2021年6月8日公司发布《关于全资子公司对外投资的公告》，子公司江西李子园公司与上高县人民政府签署《框架协议》，拟在江西省上高工业园五里岭产业园投资建设年产10万吨食品饮料生产线扩建项目，项目总用地规模约107亩，计划总投资约为3亿元。

资料来源：Wind，浙商证券研究所



3.4 盈利提升点（1）：自有产能↑+委托加工↓=单位成本↓+管理风险↓

公司采取委托加工方式以应对产能面临瓶颈叠加存在运输半径有限问题，随着自有产能逐步扩建落地，委托加工率的下降助于提升利润+降低管理风险。

1) 运输：运输费较高半径受限，存货周转率较乳制品同业高。为有效减少运输时间、节约运输成本，确保供货及时性，提高产品效益，公司已发展成为拥有四个自有已投产的生产基地和多个委托加工生产基地的全国性布局企业，其中浙江金华工厂2020年贡献主营业务收入的56.8%。受益于工厂均坐落主要销售区域，公司存货周转率较乳制品平均水平高；

2) 生产：用“以销定产”，自主生产为主、委托加工为辅的生产模式。受自主生产基地产能紧张、部分偏远区域运输成本高、委托加工销量小&工艺特殊的AD钙奶等产品以提高资产收益率等因素影响，公司采取委托加工方式环节产能紧张，随着新建工厂陆续投产，公司将进一步降低委托加工产品占比，降低单位成本。

➡ **委托加工率随着自有产能提升比例下降，利于降低单位成本的同时降低异地风险。**2017年由于金华工厂超负荷运转，曾委托加工42%的产品，2018年公司陆续投产江西上高、浙江龙游生产基地后，委托加工量占比下降至18%，2020年云南曲靖项目的落地进一步助推委托加工比例的下降。考虑到委托加工单位成本较自有生产高，未来产能的逐步落地有望降低综合单位成本。

表13：李子园代工厂及代工规模情况一览

代工公司	产品	合同日期
金华市好源乳业有限公司	甜牛奶乳饮料系列	2015.10-2018.12
金华市乳品实业有限公司	甜牛奶乳饮料系列	2016.10-2019.01
金华市意中园牛奶食品有限公司	甜牛奶乳饮料系列、VD钙乳酸饮料、纯情乳、果汁饮料等饮料	2000.06-2020.03
金华市嘉园乳业有限公司	芦荟乳酸饮品	2019.01-2020.02
四川牧遥牛奶食品有限公司	甜牛奶乳饮料系列、复合蛋白饮料	2016.03 至今
红河云牛乳业有限公司	甜牛奶乳饮料系列	2016.06-2018.08
红河云牧乳业有限公司	甜牛奶乳饮料系列	2018.10 至今
昆明小健哥食品有限公司	甜牛奶乳饮料系列、VD钙乳酸饮料	2016.09 至今
河南谷夫食品股份有限公司	甜牛奶乳饮料系列	2016.11 至今
山东绿洲醇食品有限公司	甜牛奶乳饮料系列	2016.11 至今
东洋饮料（常熟）有限公司	牛奶煮椰子、牛奶煮咖啡饮料	2014.09 至今
苏州普丽盛食品有限公司	甜牛奶乳饮料系列	2017.09-2019.10
海南鹰航航空饮品有限公司	椰汁饮料	2017.09-2019.10

公司正降低代工率，主因：1) 自有产能上升且部分委托加工企业合同到期；2) 随着部分小品类产品销量增长，公司自投产线自主生产并停止相关委托加工业务；3) 委托加工企业自身原因。

	2016	2017	2018	2019	2020
自有产能（万吨）	4.44	4.44	10.18	16.85	
自有产量（万吨）	7.58	7.69	10.16	14.35	18.00
产能利用率	170.67%	173.13%	99.80%	85.15%	
委托加工量	3.10	5.67	6.14	5.18	3.29
合计产量	10.68	13.36	16.30	19.53	21.29
合计销量	9.87	13.25	16.24	19.42	21.15
产销率	92.45%	99.17%	99.66%	99.40%	99.33%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

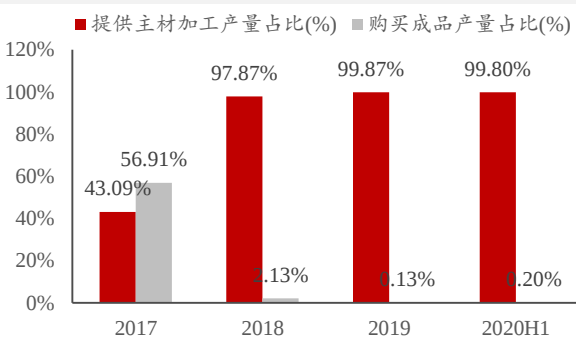
分类

- **自主生产：**拥有浙江金华、江西上高、浙江龙游、云南曲靖四大已投产基地
- **委托加工：**公司与多家委托加工企业建立合作关系（公司对委托加工成品拥有完整的销售定价权，加工费用每月月底结算）

委托加工

- **提供主材加工模式：购买成品模式：**
- 2018年起，约定生产所需的奶粉、白砂糖、高密度聚乙烯、小包料等均由公司提供，其他辅料、包材由委托加工企业向经公司审验合格的供应商单位采购

图61：提供主材加工产量占比连年提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.5 盈利提升点（2）：强成本管理+强提价能力=有效对冲成本上行

采购：公司主要采取“以产定购”及安全库存相结合模式进行采购，多措并举对冲成本上行。2021年原材料和包材价格陆续上涨，导致部分企业成本端承压；PPI当月同比指数自2021年1月起持续上行，10月达到峰值。在此背景下，李子园多措并举对冲压力：

1) 大宗产品：为应对近年来奶粉、白砂糖、高密度聚乙烯等等大宗产品成本上行压力，公司通过“提前储备”&“提前锁价”&“提价”等方式对冲成本压力；2) 纸箱：2018 年末公司自有纸箱生产线投产，随着自制纸箱产量逐渐上升，单位产品纸箱本逐渐下降；3) 制造费用：制造费用主包含折旧费、能源费和机物料消耗等，18年公司曾因新工厂落地未达满产状态将导致单位制造费用增加，预计近年单位制造费用亦将随着产能利用率提升而降低。

我们认为：应重视成本端涨价逻辑下的优质标的投资机会，公司拥有较强成本管控能力，随着规模效应带来单位总成本下降，公司利润率有望实现持续抬升。

图62：一般大众品企业提价传导需约3个月

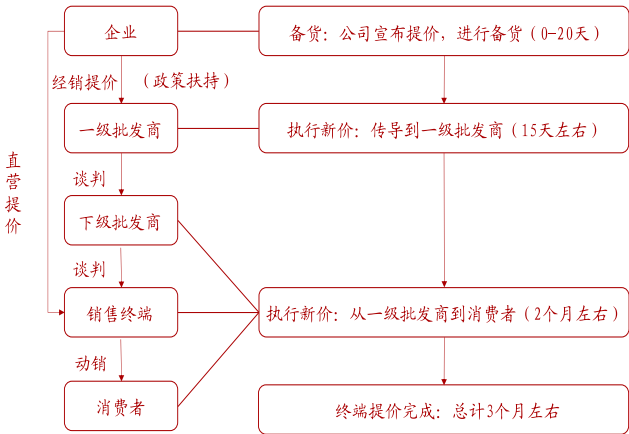


表13：2017-2020H1主要产品及委托加工产品成本占比中，大宗原料占比较高

项目	2020年1-6月			2019年度			2018年度			2017年度		
	金额（万元）	比例（%）	单位成本波动分析（%）	金额（万元）	比例（%）	单位成本波动分析（%）	金额（万元）	比例（%）	单位成本波动分析（%）	金额（万元）	比例（%）	单位成本波动分析（%）
自制产品	20426	75.1	-35.8%	41533	72.2	-19.1%	29424	59.8	10.5%	21228	54.3	90.8%
一、直接材料	15357	56.4	75.2%	30856	53.6	74.3%	22252	45.2	75.6%	16194	41.4	76.3%
1、奶粉及生牛乳	7320	26.9	35.8%	13815	24.0	33.3%	9614	19.5	32.7%	7063	18.1	33.3%
2、白砂糖	1221	4.5	6.0%	2402	4.2	5.8%	1782	3.6	6.1%	1546	4.0	7.3%
3、纸箱	1669	6.1	8.2%	3368	5.9	8.1%	2536	5.2	8.6%	1765	4.5	8.3%
4、高密度聚乙烯	2481	9.1	12.2%	5717	9.9	13.8%	4760	9.7	16.2%	3270	8.4	15.4%
5、其他	2666	9.8	13.1%	5555	9.7	13.4%	3560	7.2	12.1%	2551	6.5	12.0%
二、直接人工	1935	7.1	9.5%	4096	7.1	9.9%	2786	5.7	9.5%	2059	5.3	9.7%
三、制造费用	3134	11.5	15.3%	6581	11.4	15.9%	4387	8.9	14.9%	2975	7.6	14.0%
委托加工产品	4818	17.7	-1.7%	15996	27.8	17.0%	19767	40.2	25.7%	17892	45.7	45.3%
一、提供主材方式	4802	17.6		15964	27.8		19339	39.3		7236	18.5	
二、购买成品方式	16	0.1		32	0.1		427	0.9		10656	27.2	
销售装卸运输费	1972	7.3		-	-		-	-		-	-	
合计	27215	100.0		57529	100.0		49190	100.0		39120	100.0	

注 1：提供主材方式下委托加工产品相关营业成本包括由李子园提供的主要材料成本。注 2：2017 年度-2019 年度执行原收入准则，公司产品控制权转移前发生的运输费计入销售费用运杂装卸费；2020 年 1-6 月新收入准则，产品控制权转移前发生的运输费作为合同履约成本的一部分随收入的确认结转为营业成本，结转为营业成本的运输费合计 1971.97 万元。注 3：其他主要包括铝膜、瓶盖、吸管等零星包材，以及小包料、食品添加剂等。

3.5 盈利提升点（2）：强成本管理+强提价能力=有效对冲成本上行

从提价能力来看：面对奶粉等主要原材料价格上涨施压成本端，公司凭借其强品牌力于2017、2020、2021年多次成功提价，产品单价涨幅领先于可比公司，盈利能力实现持续提升。

图63：公司大宗成本有一定压力，可通过提价方式对冲

生产成本构成

含乳饮料制造行业的上游主要为乳制品加工业、白砂糖制造业和包装物制造，下游主要为经销商及终端消费者。成本构成方面，原材料成本占总生产成本约75%。其中，以奶粉为主的乳制品成本占比最高，约35%、且逐年升高。

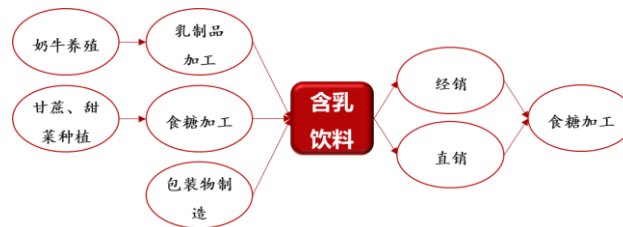
成本端受压

- 1) 乳制品：主要包括奶粉和生牛乳。整体上，全球奶粉产销平衡、供给稳定，近年来价格震荡上行，对公司成本端形成压力。
- 2) 白砂糖、包装物等制造业部门相对成熟，生产厂家众多、供给稳定。其中，白砂糖产量稳中有升，2021年全国成品糖产量达1457.1万吨，同比增长2%；价格方面，近几年我国白糖价格表现平稳、略有上涨。高密度聚乙烯经2019年价格大幅下跌后，目前处于缓慢回调阶段，总体较为稳定。纸箱方面，国内供需总体稳定，同时公司2018年末自有纸箱生产线投产，生产成本有望降低。

提价改善盈利能力

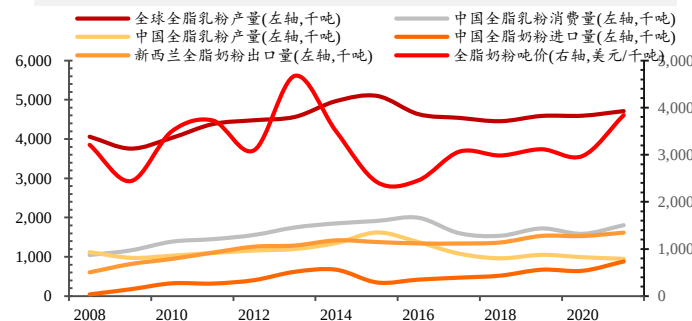
- 1) 被动提价：2016年下半年以来主要原材料价格大幅上涨，公司于2017年4月提高了部分产品出厂价格。
 - 2) 主动提价：为进一步完善公司的产品价格体系，同时为应对原材料价格的上涨，2020年1月公司对价格相对偏低的225ml甜牛奶饮品进行提价。
- 强品牌力带来品牌溢价，公司产品单价2017-2020年CAGR达3.99%、领先于可比公司，提价能力较强，奠定长期盈利上升的基础。

图64：含乳饮料产业链概览



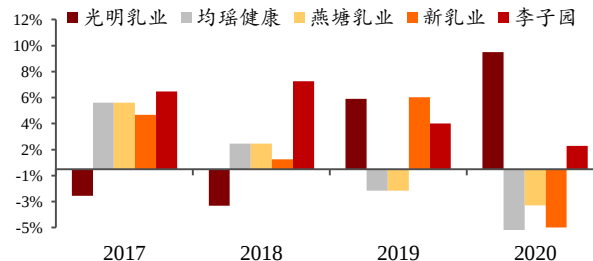
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图66：2021年进口奶粉价格震荡上行



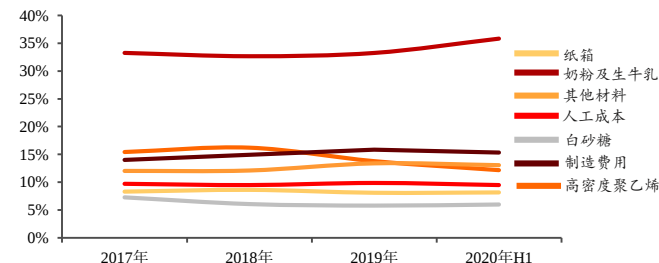
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图68：公司提价能力强、产品单价持续上涨68



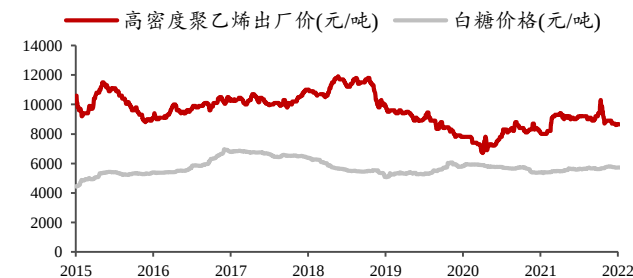
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图65：原材料成本占比拆分（%）



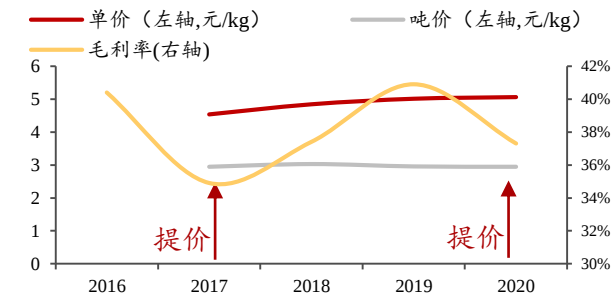
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图67：高密度聚乙烯、白糖价格稳中微升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图69：单价涨幅高于吨价上涨、毛利率提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.6 盈利提升点 (3) : 量价双升全国化加速, 规模效应显现提升盈利能力

全国化加速背景下, 公司强品牌大单品有望稳步放量, N 潜力产品叠加强定价能力贡献价增, “1+N” 产品矩阵有望推动 “量/价” 齐升:

- 1) 量: 受益于强品牌力及强渠道力, 甜牛奶大单品有望随着全国化推进持续放量;
- 2) 价: 受益于公司拥有强研发能力及一定推广能力, 平均价格较高的 “N” 潜力单品有望实现培育 (比如目前果蔬酸奶饮品体量已过亿, 公司将重点培育) + 甜牛奶大单品有望凭借其品牌溢价实现提价。

总结来看: 规模效应下单位成本下降 (自有产能提升+委外占比下降+产能利用率提升) + 吨价提升 (提价、高价新品推出) + 费用率控制稳定 = 毛利率提升。2017、2018、2019和2021年公司主营业务毛利率分别为 34.93%、37.45%、40.90% 和 37.30%, 其中 18-2020H1 含乳饮料平均售价和平均成本合计对毛利率影响 +2.51、+3.76、-3.24 个百分点 (18 年因基地投产导致未达满产等原因使得毛利率下降 1.77 个百分点, 提价使得毛利率提升 4.28 个百分点; 2019 年均价变动贡献毛利率 1.36 个百分点, 原辅材料采购成本及委托加工产品比例下降贡献毛利率 2.4 个百分点; 2020H1 税率下降叠加提价贡献 0.87 个百分点, 财务准则变动使得毛利率下降 4.11 个百分点)。纵向来看, 公司毛利率与可比公司差距较小, 具备较大提升空间。

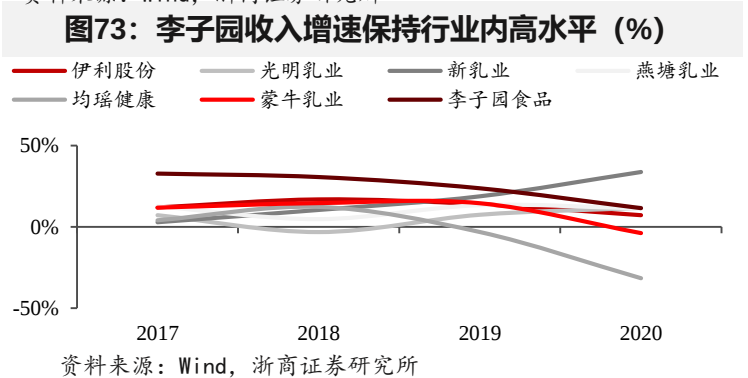
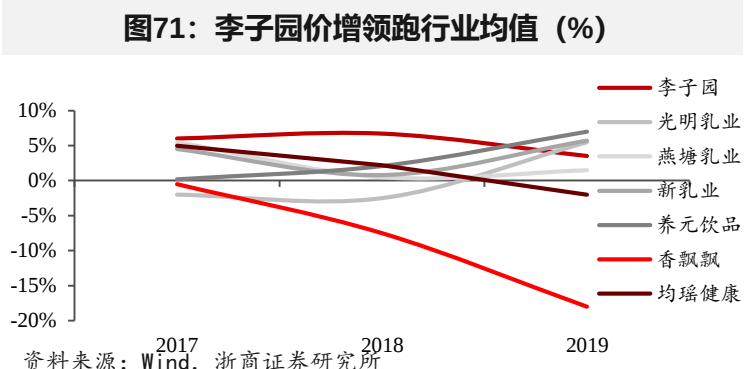
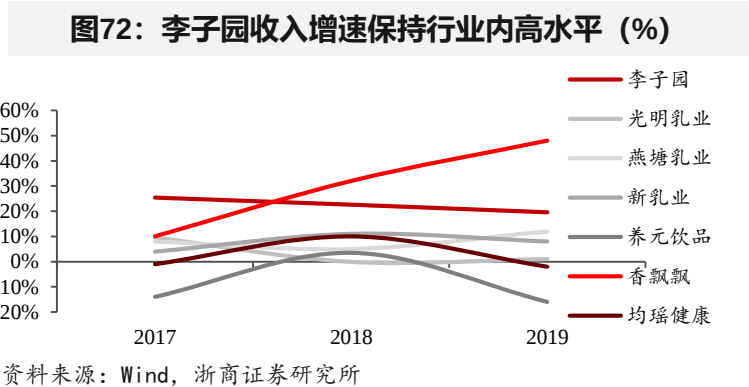
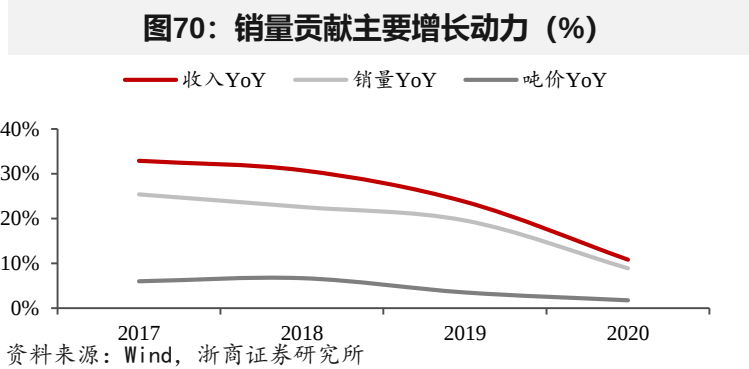


表14: 李子园毛利、毛利率、及占比情况												
项目	2017年度			2018年度			2019年度			2020年1-6月		
	毛利(万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	毛利(万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	毛利(万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	毛利(万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
含乳饮料	20551.3	98.0	35.6	29024.1	98.7	38.2	39137.4	98.5	42.1	15188.6	97.5	37.1
乳味风味饮料	124.5	0.6	13.2	167.2	0.6	11.8	231.6	0.6	16.0	27.8	0.2	8.7
复合蛋白饮料	139.7	0.7	22.1	173.0	0.6	20.6	124.4	0.3	18.4	-17.2	-0.1	-9.6
其他	155.8	0.7	20.5	36.3	0.1	11.3	247.5	0.6	11.1	380.2	2.4	28.7
合计	20971.4	100.0	34.9	29400.5	100.0	37.4	39740.8	100.0	40.9	15579.5	100.0	36.4

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

04

盈利预测



4.1 核心假设

- 1) 销量方面：**考虑到：1) 2022年公司全国化正式扬帆起航之年，含乳饮料（甜牛奶）为新开拓市场的核心切入产品，同时销量一直为公司业绩核心驱动力；2) 成熟市场公司将采取“1+N”产品战略深耕细化，因此后续随着成熟市场的出现，乳味风味饮料及其他收入占比较小的饮料将保持较快增速发展；3) 2022年公司将发力果蔬饮料（新品）的同时，亦将推出诸多新品；4) 公司产能提升迅速，可满足需求端。我们预计2021-2023年，公司收入占比超90%的含乳饮料销量预计增长25%、22%、20%；乳味风味饮料销量同比增长50%、40%、40%；复合蛋白饮料销量同比增长40%、20%、20%。
- 2) 均价方面：**考虑到：1) 即使面对成本提升，公司亦多措并举实现对冲（比如21年初提价；低价时锁价等）；2) 公司产能利用率持续爬坡叠加规模效应，单位成本有望逐步实现下移。我们预计2021-2023年，公司含乳饮料吨价预计增长4%、2%、2%；乳味风味饮料吨价同比增长15%、8%、11%；10%、5%、5%。
- 3) 综合来看：**收入端：我们预计2021-2023年含乳饮料收入增长37%、30%、24%；乳味风味饮料收入同比增长20%、73%、51%；复合蛋白饮料收入同比0.0%、54%、26%。盈利端：2021-2023年公司综合毛利率分别为38.9%、39.9%、40.9%。

表15：李子园收入分项预测

含乳饮料	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	577.6	760.1	929.2	1044.7	1426.0	1853.8	2306.8
YoY	35.5%	31.6%	22.2%	12.4%	36.5%	30.0%	24.4%
毛利率(%)	35.6%	38.2%	42.1%	38.0%	39.5%	40.5%	41.5%
乳味风味饮料							
营业收入(百万元)	9.4	14.2	14.5	7.3	8.8	15.2	22.8
YoY	-17.7%	50.8%	2.0%	-49.4%	20.0%	72.5%	50.5%
毛利率(%)	13.2%	11.8%	16.0%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
复合蛋白饮料							
营业收入(百万元)	6.3	8.4	6.8	4.5	4.5	6.9	8.7
YoY	-36.7%	32.5%	-19.3%	-34.1%	0.0%	54.0%	26.0%
毛利率(%)	22.1%	20.6%	18.4%	0.0%	18.4%	18.4%	18.4%
其他主营业务							
营业收入(百万元)	7.6	3.2	22.2	21.7	21.7	21.7	21.7
YoY	73.7%	-57.6%	590.7%	-2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率(%)	20.6%	11.2%	11.1%	20.1%	20.1%	20.1%	20.1%

数据来源：Wind, 浙商证券研究所，数据更新至2020.04.07

相对估值:

由于李子园兼具乳制品&饮料属性，因此我们选取乳制品企业伊利股份、三元股份、光明乳业、燕塘乳业；饮料企业香飘飘作为可比公司，考虑到乳制品行业整体增速放缓，李子园凭借强扩张力逐步兑现规模效应的同时，盈利端表现优秀；行业平均估值水平为22.2倍（对应2022年），而李子园估值约为20倍，具备强竞争力&潜力，因此可享受一定成长估值溢价。

盈利预测:

预计公司2021-2023年公司收入增速分别为35.2%、29.7%、24.3%；净利润增速分别为22.3%、30.5%、25.3%；EPS分别为1.2、1.6、2.0元/股；PE分别为26、20、16倍。考虑到公司全年业绩确定性较强，当前估值极具性价比，首次覆盖给予买入评级。

表16: 可比上市公司盈利预测及估值表												表17: 李子园财务摘要				
日期	2022/4/7	前收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE			主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
证券代码	证券简称					21E	22E	23E	21E	22E	23E	营业收入(百万元)	1087.6	1470.4	1906.9	2369.4
600887.SH	伊利股份	37.2	2355.9	1.4	26.2	1.4	1.7	2.0	26.1	21.8	18.8	YOY (%)	11.6%	35.2%	29.7%	24.3%
600597.SH	光明乳业	11.34	153.0	0.4	25.8	0.4	0.5	0.6	33.8	22.0	19.3	归属母公司净利润 (百万元)	214.6	262.5	342.6	429.4
600429.SH	三元股份	5.5	79.7	0.2	28.4	0.1	0.1	0.2	45.4	38.9	36.3	YOY (%)	18.0%	22.3%	30.5%	25.3%
002732.SZ	燕塘乳业	21.79	33.4	1.1	20.1	1.1	1.3	1.5	19.4	16.6	14.4	毛利率 (%)	37.2%	38.9%	39.9%	40.9%
603711.SH	香飘飘	13.3	53.6	0.9	15.2	0.9	1.1	1.2	13.7	11.9	10.4	ROE	34.5%	30.6%	31.1%	31.1%
平均值									27.7	22.2	19.8	每股收益(元)	1.0	1.2	1.6	2.0
605337.SH	李子园	30.8	68.5	1.2	26.1	1.2	1.6	2.0	26.0	20.0	15.9	P/E (倍)	32	26	20	16

数据来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 数据更新至2020.04.07

4.3 风险提示

- 1) **国内疫情风险：**国内疫情二次爆发或将影响需求端表现；
- 2) **单一品类风险：**公司实施大单品销售拓展策略，或存经营业绩对单一产品依赖程度较高风险；
- 3) **新品推广不及预期：**若消费者偏好、市场竞争环境、法律法规等市场因素发生重大变化或将对公司的经营业绩产生较大影响；
- 4) **区域扩张不及预期：**市场营销管理体系、销售策略、市场推广计划出现误判或将导致业务扩展受限；
- 5) **食品安全问题：**生产、采购、质量管理工作出现纰漏或产品流通运输环节损坏等原因或将导致产品质量问题；
- 6) **原料价格波动风险：**原材料价格短期大幅上涨或国际贸易政策短期发生重大不利变动或将对利润产生不利影响。

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

数据来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 数据更新至2020.04.07

股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券食品饮料团队
Thank you for listening