

李子园 (605337.SH)

品牌与渠道势头向好，甜牛奶龙头开启全国化之路

买入

核心观点

甜牛奶乳饮料龙头企业，金华起家逐步走向全国。李子园成立至今一直致力于含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等系列饮料的研发、生产与销售，其核心单品甜牛奶历久弥新，成功畅销二十余年。公司从金华起家，将华东区域打造成核心基本盘（2021年收入占比为53.2%），并拥有稳定的消费群体和扎实的渠道布局。近年来，公司开始大力推进全国化扩张，增长势头迅猛，2016-2021年营业收入及归母净利润CAGR分别为26.5%/20.7%。

含乳饮料：兼具饮料与乳制品双重属性，是具备塑造大单品的沃土。含乳饮料兼具软饮和乳制品双重属性，比软饮料更营养、健康；比乳制品风味和口感更好，在消费升级和年轻群体逐渐占主导的背景下，近年来逐渐受到消费者青睐，预计2023年含乳饮料市场规模将达到1300亿元（未来3年CAGR为8%）。行业规模大可容纳众多产品，并且消费场景可多元化，因此行业中诞生了诸如娃哈哈AD钙奶、营养快线、旺仔牛奶等超级大单品。而以李子园为代表的区域龙头，凭借差异化产品和成熟市场的运作经验，开始加速全国化布局，目前已逐步积累起品牌和渠道势能，未来具备打造大单品的潜力。

甜牛奶产品优势明显，品牌与渠道势头向好，全国化放量可期。①**产品：**公司甜牛奶不仅具备特殊的甜味口感和适中的定价，和软饮料产品相比健康属性更强，因而受到年轻群体的青睐。同时，公司不断丰富产品矩阵，未来果蔬酸奶饮料等新品有望成为公司新的增长点；②**渠道：**公司渠道利润高于竞品，经销商合作意愿强，现已建立特通渠道与分区域经销相结合的销售模式，未来成熟区域公司将通过精细化管理实现渠道下沉，其他市场公司将通过特通+传统渠道的方式抢占市场，当下渠道势能已现。③**品牌：**公司过往凭借邀请周迅/范冰冰/苗苗等影视明星代言，已建立了较高的品牌影响力。公司将继续通过央视/地方台/高铁广告/新媒体等方式相结合的广告投放模式塑造品牌，而与知名营销策划公司华与华的合作将进一步提升品牌知名度。

盈利预测与估值：2023年将迎来业绩改善，中长期快速成长势头有望延续。疫情及成本上涨或将影响公司短期业绩，但随着提价落地及消费复苏，公司2023年业绩将迎来改善。从中长期角度看，公司品牌与渠道发展势头正盛，随着产能逐步释放，看好公司甜牛奶产品的全国化放量并享受规模效应。预计公司2022-24年归母净利润2.2/3.0/3.7亿元（-15.5%/35.5%/21.5%），EPS分别为0.73/0.99/1.20元。通过多角度估值，预计公司合理估值31.05-33.70元，相对目前股价有25%左右溢价，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：渠道拓展不及预期、食品安全风险、行业需求疲软等。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,088	1,470	1,404	1,702	2,034
(+/-%)	11.6%	35.1%	-4.5%	21.3%	19.5%
净利润(百万元)	215	262	222	301	365
(+/-%)	18.1%	22.3%	-15.5%	35.5%	21.5%
每股收益(元)	1.85	1.21	0.73	0.99	1.20
EBIT Margin	22.3%	18.5%	14.1%	17.2%	18.3%
净资产收益率(ROE)	29.4%	16.4%	12.6%	15.2%	16.4%
市盈率(PE)	14.1	21.5	35.7	26.3	21.7
EV/EBITDA	12.1	18.9	30.5	21.9	17.7
市净率(PB)	4.15	3.52	4.50	4.02	3.56

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

食品饮料·饮料乳品

证券分析师：陈青青

联系人：刘匀召

0755-22940855

0755-81981072

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn liuyunzhao@guosen.com.cn

S0980520110001

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	31.05 - 33.70元
收盘价	25.67元
总市值/流通市值	7788/3048百万元
52周最高价/最低价	37.20/16.16元
近3个月日均成交额	108.08百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：甜牛奶乳饮料龙头企业，金华起家逐步走向全国	5
公司简介：深耕含乳饮料二十余载，甜牛奶产品知名度高	5
业务结构：甜牛奶是核心基本盘，华东市场贡献五成以上收入	5
财务分析：收入、利润快速增长，盈利能力强	7
股权结构：高度集中且稳定，高管持股绑定未来发展	9
含乳饮料：兼具饮料与乳制品双重属性，具备塑造大单品的沃土	12
含乳饮料行业稳步增长，产品兼具饮料、乳制品双重属性	12
含乳饮料行业竞争格局稳定，品牌间形成差异化竞争	14
甜牛奶产品优势明显，品牌与渠道势能充沛，全国化放量可期	17
甜牛奶精准定位畅销多年，品类不断拓宽带来增量空间	17
高利润率支撑渠道运转，全国化之路拓展空间广阔	18
品牌形象深入人心，多举措提高品牌影响力	21
委外加工比例逐年降低，自有产能大幅提升助力全国化扩张	23
盈利预测：2023 年将迎来业绩改善，中长期快速成长势头有望延续	27
假设前提：提价可完全覆盖成本压力，全国化扩张顺利	27
未来 3 年业绩预测简表	28
估值与投资建议：维持“买入”评级	29
绝对估值：31.05–35.27 元	29
相对估值：30.09–33.70 元	30
投资建议：含乳饮料行业空间广阔，看好甜牛奶产品全国化放量	30
风险提示	32
附表：财务预测与估值	34
免责声明	35

图表目录

图 1: 李子园历史沿革一览	5
图 2: 2021 年李子园产品结构	6
图 3: 2016-2021 年李子园不同区域市场收入占比	7
图 4: 2016-2021 年不同区域市场增速%	7
图 5: 2016-2021 年李子园收入及增速 (亿元, %)	7
图 6: 2016-2021 年李子园归母净利润及增速 (亿元, %)	7
图 7: 李子园主要原材料成本占比 (2019 年)	8
图 8: 2016-2021 年李子园及可比公司毛利率对比	8
图 9: 2016-2021 年李子园及可比公司销售费用率对比	8
图 10: 2016-2021 年李子园毛销差变化趋势	8
图 11: 2016-2021 年李子园及可比公司净利率对比	8
图 12: 李子园股权结构图	9
图 13: 中国软饮料零售市场规模 (亿元, %)	12
图 14: 中国软饮料零售市场销量 (亿升, %)	12
图 15: 软饮料消费者选择要素	12
图 16: 含乳饮料属于软饮料中蛋白饮料的细分品类	13
图 17: 乳饮料及蛋白饮料类行业分类	13
图 18: 中国含乳饮料市场规模 (亿元, %)	14
图 19: 中国含乳饮料产量 (万吨, %)	14
图 20: 中国乳制品零售市场规模 (亿元, %)	14
图 21: 2013-2018 年含乳饮料 CR5 与 CR10 份额变化	15
图 22: 2013-2018 年含乳饮料行业分区域销售额	15
图 23: 李子园类似竞品产品图	16
图 24: 中国旺旺乳品及饮料收入及增速 (亿元, %)	16
图 25: 李子园及类似竞品对比	17
图 26: 2016-2021 年李子园含乳饮料产品维持量价齐升	17
图 27: 2016-2021 年公司促销费用及占收入比例	17
图 28: 果蔬酸奶饮品有望成为甜牛奶后的另一大单品	18
图 29: 2021 年公司新推出 AD 钙奶和电解质水	18
图 30: 李子园与其他品牌产品经销商利润率对比	19
图 31: 2016-2022Q1 公司经销商数量变化	19
图 32: 李子园销售模式	20
图 33: 2017-2021 年李子园单个经销商贡献收入 (万元)	20
图 34: 李子园单个经销商体量较小, 仍有较大提升空间	20
图 35: 李子园销售区域分布	21
图 36: 2016-2022Q1 不同区域经销商数量变化趋势	21
图 37: 2016-2021 年不同收入变化趋势 (单位: 亿元)	21

图 38: 周迅、范冰冰、林心如、苗苗先后代言李子园品牌	22
图 39: 李子园宣传广告	22
图 40: 公司加强高铁站广告投放	22
图 41: 2016-2021 年李子园广告宣传费及占收入比例	23
图 42: 2016-2021 年李子园销售费用及占收入比例	23
图 43: 华与华参与设计的品牌	23
图 44: 2017-2020H1 公司委托加工比例 (%)	24
图 45: 公司提供主材加工模式产品占比持续提升	24
图 46: 公司自有生产基地和经销商地区分布情况	25
表 1: 李子园产品矩阵	6
表 2: 主要乳制品及饮料上市公司 ROE 情况及拆分	9
表 3: 李子园高管持股情况及工作经历介绍 (截止至 2021 年年报)	10
表 4: 含乳饮料行业主要企业	15
表 5: 2018 年含乳饮料行业各区域销售额排名前十企业	16
表 6: 李子园销售返利政策具体措施	19
表 7: 李子园获奖情况罗列	22
表 8: 李子园代工厂情况概览, 部分合作公司合同已到期	24
表 9: 公司未来产能梳理	25
表 10: 李子园业务拆分	27
表 11: 李子园未来 3 年业绩预测表 (单位: 百万元)	28
表 12: 公司盈利预测假设条件 (%)	29
表 13: 资本成本假设	29
表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	30
表 15: 可比公司估值表	30

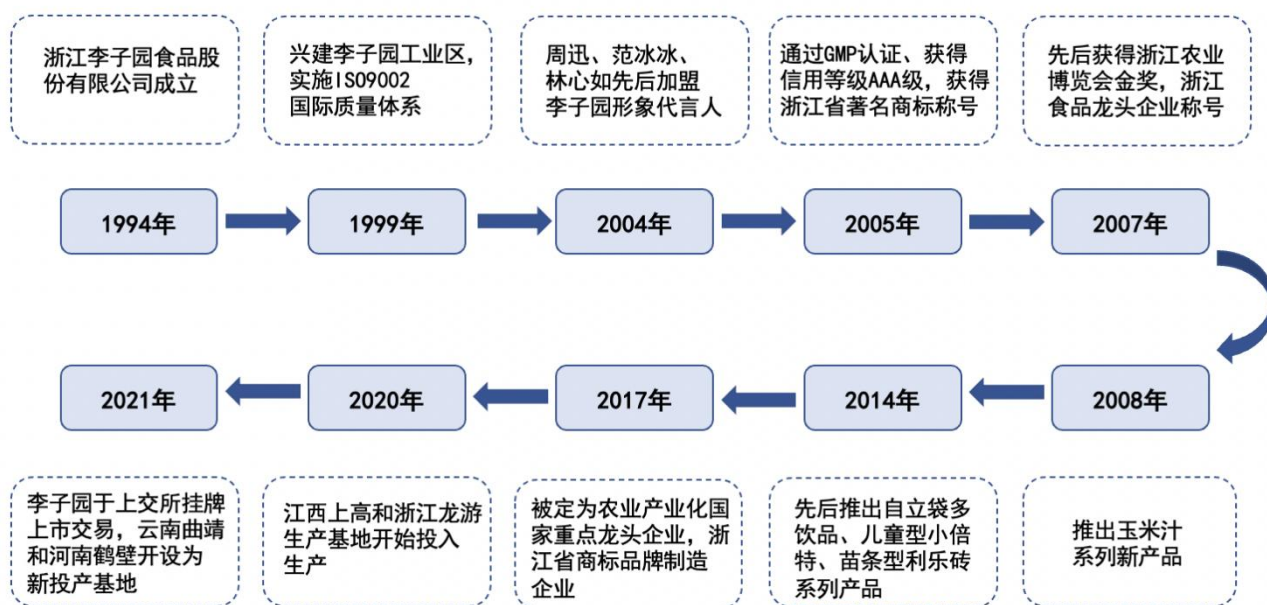
公司概况：甜牛奶乳饮料龙头企业，金华起家逐步走向全国

公司简介：深耕含乳饮料二十余载，甜牛奶产品知名度高

经过二十余载深耕，李子园发展成为甜牛奶领军企业。李子园成立于1994年，总部位于素有“南方奶牛之乡”称号的浙江金华。公司自成立以来，一直致力于甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售。公司核心产品——甜牛奶乳饮料凭借着特殊的甜味产品口感、丰富的产品口味、稳定的产品质量和适中的产品定价，产品成功畅销20余年。

上个世纪80年代由于养牛的人越来越多，出现了牛奶过剩和牛奶价格持续走低的情况，李子园董事长李国平因此看到商机，于1985年开了一家炼乳作坊，产品供应上海、江苏等地的奶糖厂。1994年李国平、王旭斌夫妇共同出资创立李子园，正式进军乳品饮料领域，2000年起，公司陆续聘请著名演员周迅、范冰冰、林心如等明星代言品牌，进一步扩大品牌知名度。2011年公司推出蓝莓汁、芒果汁等多种果汁饮料，丰富了公司的产品线。2016年公司整体变更为股份有限公司。2017-2018年期间公司江西上高、浙江龙游两大生产基地陆续建成投产，自有产能大幅提升，销售辐射区域进一步扩大，并于2021年成功在A股上市。

图1：李子园历史沿革一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

业务结构：甜牛奶是核心基本盘，华东市场贡献五成以上收入

李子园秉持着含乳饮料大单品的策略，将研发和产能投放主要集中在甜味含乳饮料具体领域，其中甜牛奶为含乳类饮料中的明星产品，为公司打造品牌影响力和提升市场占有率做出了巨大的贡献。

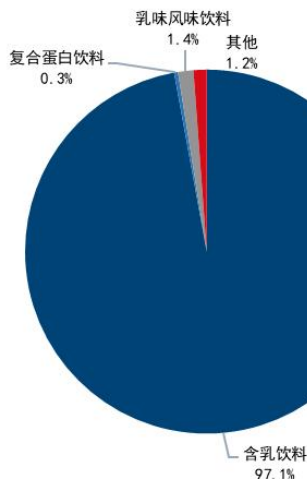
甜牛奶乳饮料是李子园的核心基本盘。从产品结构来看，公司产品以含乳饮料为主，公司秉持着含乳饮料大单品的战略，主要精力投向于甜味含乳饮料细分领域，2021 年含乳饮料收入 14.3 亿元，占公司总收入的 97.1%，过去 5 年 CAGR 为 27.3%。公司甜牛奶作为公司第一大单品畅销多年，口味包括原味、草莓味、朱古力味、荔枝味、哈密瓜味等多重口味。此外公司产品还涉及盖复合蛋白饮料、乳味风味饮料等，目前收入占比虽小但公司近年来持续拓展新品，打造新的增长极。2020 年公司推出“果蔬酸奶饮料”产品（2021 年收入规模超 1 亿）；2021 年新推“AD 钙奶”和“电解质水”等产品，预计公司未来将推出更多新品继续丰富产品矩阵。

表 1：李子园产品矩阵

	甜牛奶乳饮料	乳酸菌饮品	牛奶饮品	果蔬酸奶饮品、椰奶、奶咖
含乳饮料				
	乳味风味饮料	复合蛋白饮料	乳制品	其他
其他饮料				

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

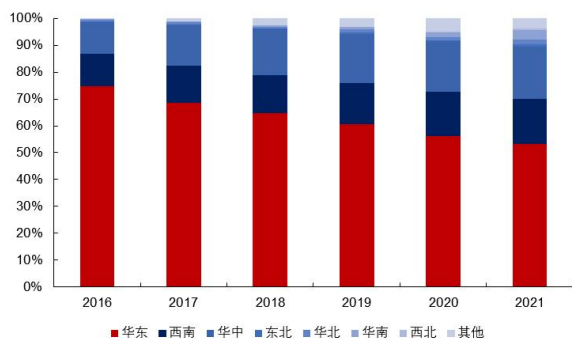
图 2：2021 年李子园产品结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

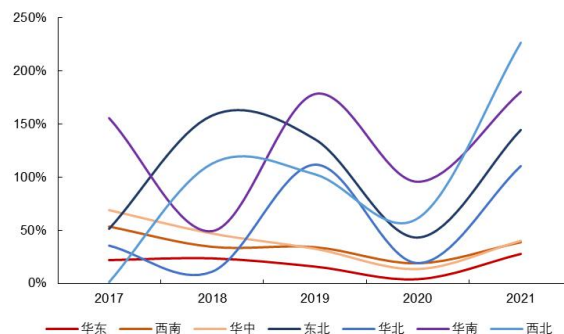
华东市场贡献李子园 50%+收入，目前公司已开启全国化扩张之路。华东区域作为李子园的发源地，公司长期深耕江浙沪市场，2021 年华东区域市场收入为 7.8 亿元，占比为 53.2%，是公司的核心市场。近年来公司开启全国化扩张之路，除巩固华东市场的竞争优势之外，开始重点拓展云贵川、鲁豫皖等区域，2021 年西南、华中市场收入分别为 2.9 亿、2.5 亿，收入占比分别为 19.5%、16.7%。华南、华北、西北、东北是李子园全国布局战略的新市场区域，目前市场虽处于前期拓展期，但是基数小、市场消费潜力大，未来销售体量有望进一步扩大。

图3：2016-2021 年李子园不同区域市场收入占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2016-2021 年不同区域市场增速%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务分析：收入、利润快速增长，盈利能力强

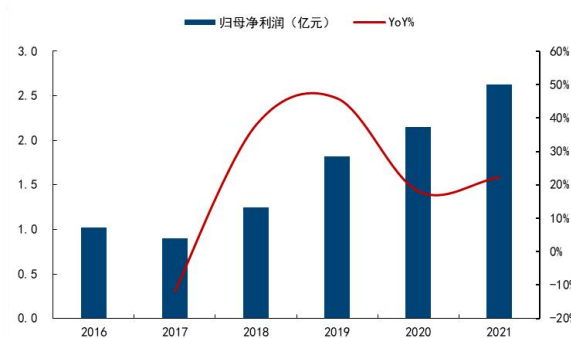
得益于甜牛奶乳饮料产品热销，李子园营收、利润快速增长。2016-2021 年公司营业收入从 4.5 亿元增长至 14.7 亿元，过去 5 年 CAGR 为 26.5%，归母净利润从 1.0 亿元增长至 2.6 亿元，过去 5 年 CAGR 为 20.7%。其中 2020 年受新冠疫情影响，收入及利润增速有所放缓，但进入到 2021 年新冠疫情影响逐步消除，公司收入、利润重回高增速。

图5：2016-2021 年李子园收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2016-2021 年李子园归母净利润及增速（亿元，%）



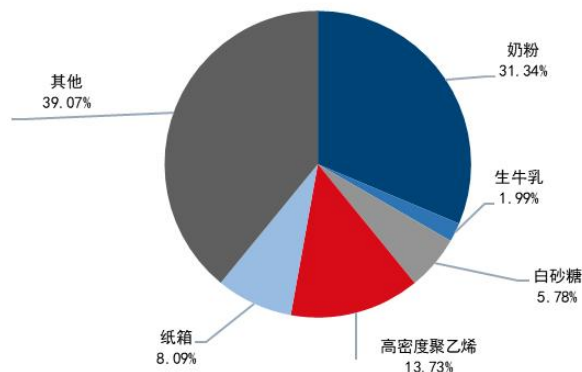
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

受原材料价格上涨影响，近两年毛利率略有波动。公司含乳饮料主要原材料包括奶粉、生牛乳、白砂糖等，包装材料主要包括高密度聚乙烯、包装箱等。产品 2016-2021 年间受原材料价格及会计准则变化，公司毛利率略有波动：2017 年毛利率同比下降 5.5pcts，主要系原材料成本大幅上涨所致，但之后随着成本回落、提价及规模效应显现，毛利率稳步提升。2020 年由于公司执行新的收入准则，运输费用计入营业成本，毛利率有所降低（若还原至 2019 年同比口径则毛利率未降低）。2021 年受原材料价格大幅上涨影响，公司毛利率同比下降 1.5pcts，但毛利率总体处于行业平均水平。

销售费用率维持稳定，盈利能力突出。公司销售费用率近年来基本保持稳定，且使用效率较高，2021 年公司销售费用率为 11.4%，处于行业中低水平。2021 年公司净利率为 17.9%，在可比乳制品及饮料上市公司中处于领先地位，由于公司较强的盈利能力，2020 年上市前公司 ROE 为 34.5%，远超行业平均水平，上市后由

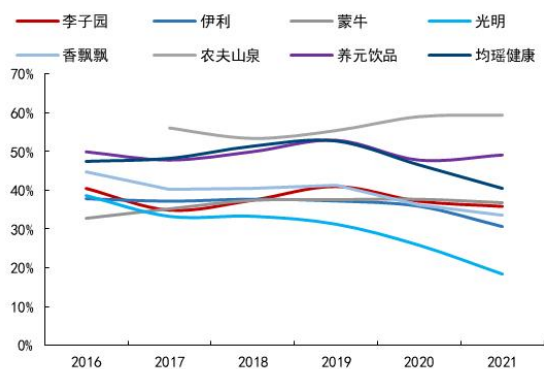
于股本摊薄，2021 年 ROE 回落至 18.1%，但仍处于上市可比公司中的中上水平。

图7：李子园主要原材料成本占比（2019 年）



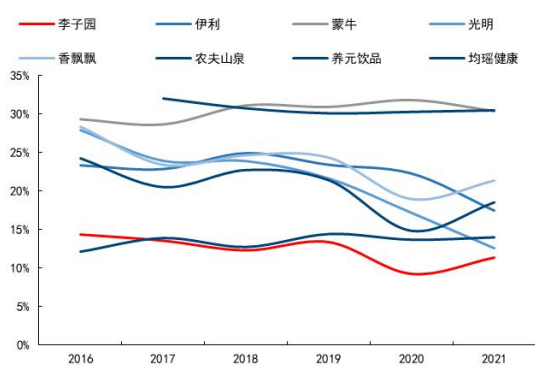
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图8：2016-2021 年李子园及可比公司毛利率对比



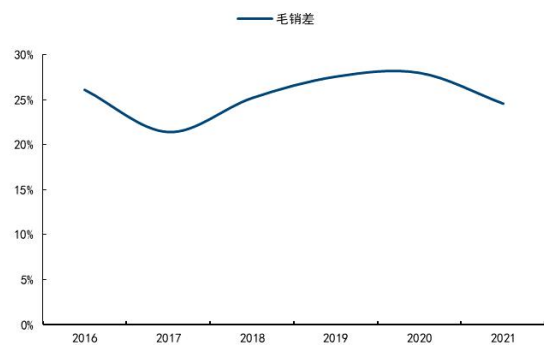
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图9：2016-2021 年李子园及可比公司销售费用率对比



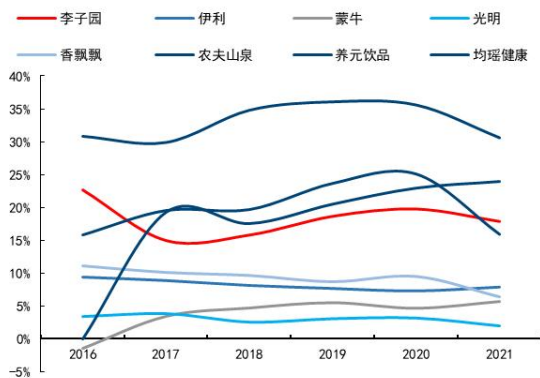
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图10：2016-2021 年李子园毛销差变化趋势



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图11：2016-2021 年李子园及可比公司净利率对比



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表2：主要乳制品及饮料上市公司 ROE 情况及拆分

公司	ROE (%)			2021 年 ROE 拆分			
	2019	2020	2021	毛利率 (%)	净利率 (%)	总资产周转率	权益乘数
李子园	34.45	34.48	18.12	35.88	17.86	0.91	1.11
伊利	26.38	25.18	25.59	30.62	7.93	1.28	2.52
蒙牛	15.11	11.35	14.4	36.75	5.61	0.99	2.59
均瑶健康	36.06	16.82	7.33	40.62	15.93	0.41	1.12
燕塘乳业	13.05	10.27	14.18	27.84	7.86	1.31	1.38
新乳业	12.82	11.97	11.80	24.56	3.81	0.99	3.13
光明	9.03	10.19	9.35	18.35	1.94	1.33	3.62
养元饮品	22.85	13.13	17.56	49.12	30.57	0.45	1.28
香飘飘	14.70	13.33	7.64	33.60	6.42	0.71	1.68
承德露露	24.55	20.90	25.83	46.76	22.51	0.76	1.51
东鹏饮料	43.14	45.82	36.48	44.37	17.10	1.15	1.86
农夫山泉	40.81	41.60	39.53	59.46	23.99	1.02	1.62

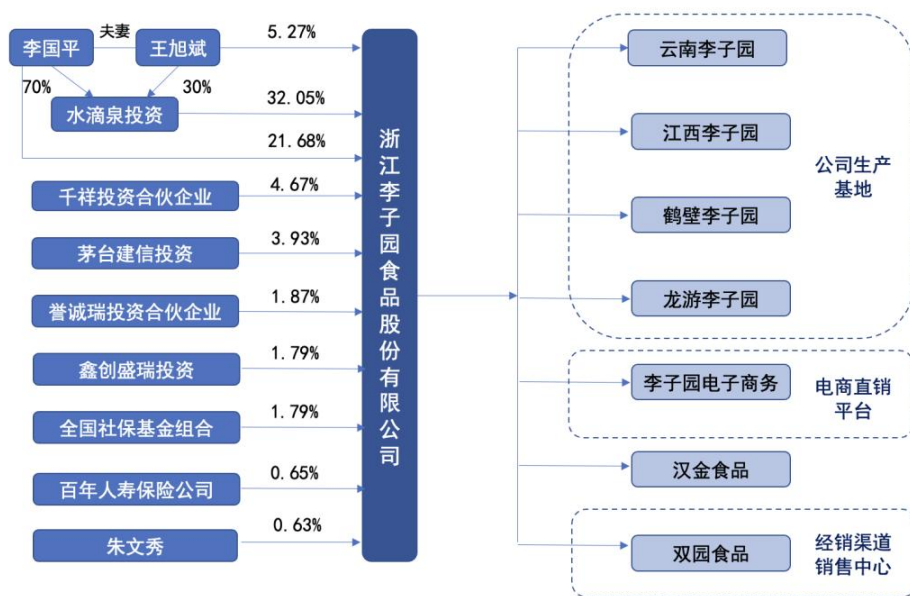
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

股权结构：高度集中且稳定，高管持股绑定未来发展

公司实际控制人为李国平和王旭斌夫妇，持股结构高度集中且稳定。李国平和王旭斌夫妇共同直接持有公司 26.95% 股份，间接持有公司 33.13% 股份（分别通过参股水滴泉投资和誉诚瑞投资），共持有约 60% 公司股份。公司第三、第四股东为千祥投资和茅台建信投资，分别占公司总股本的 4.67% 及 3.93%。其中，千祥投资的股权来源于 2016 年 4 月对公司的 A 轮投资，茅台建信投资为贵州茅台酒厂有限责任公司出资设立的有限合伙企业，其股权来源于 2018 年 11 月对公司的投资。

管理团队经验丰富，高管持股绑定公司长期发展。公司董事长李国平专注于乳饮料行业二十余年，公司核心管理团队中很多是在公司设立之初便加入公司并陪伴李子园成长，核心高管朱文秀、苏忠军、王顺余分别于 1999、1995、2007 年加入李子园并负责生产、技术、管理等工作，董事长及核心管理团队对行业有着深刻的理解和丰富的经验。在薪酬和激励方面，李子园基层主管以上人员基本持有股份，同时薪酬水平在当地和行业中具备竞争力，极大提高了人员积极性，管理团队利益与公司利益深度绑定，助力李子园未来长期发展。

图 12：李子园股权结构图



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 李子园高管持股情况及工作经历介绍（截止至 2021 年年报）

姓名	职务	年龄	持股数	年薪 (万元)	主要工作经历
李国平	董事长	59	46,975,320	116.98	1994-2016 年在李子园担任执行董事及总经理；2016 年 9 月至今担任董事长。目前李国平先生同时还担任水滴泉投资执行董事和经理、李子园贸易执行董事和经理、李子园电子商务监事。
王旭斌	董事、副总经理	53	11,419,800	46.87	1993-1995 年在金华市金港食品厂担任总经理；1998-2008 年在金东李子园担任总经理；2008-2016 年在李子园先后担任副总经理、监事；2016 年至今在公司担任董事及副总经理。目前王旭斌女士同时还担任李子园贸易监事、誉诚瑞投资执行事务合伙人。
朱文秀	董事、总经理	46	1,365,000	93.05	1999-2016 年在李子园担任副总经理；2016 年至今在公司担任董事及总经理。目前朱文秀先生同时还担任龙游李子园监事、江西李子园监事。
苏忠军	董事、副总经理	53	1,092,000	58.38	1995-2016 年在李子园先后担任厂长、生产副总、对外合作部经理、副总经理；2016 年在公司担任董事及副总经理。目前苏忠军先生同时还担任龙游李子园执行董事。
王顺余	董事、副总经理	37	262,500	40.91	2007-2016 年在李子园先后担任技术中心实验员、生产车间主任、技术中心副主任、技术中心主任、技术中心经理；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。
崔宏伟	监事会主席	44	315,000	27.52	2003-2016 年在浙江李子园先后担任人力资源专员、办公室副主任、办公室主任；2016-2019 年任行政中心总监；2020-2021 年鹤壁李子园总经理，2021 年至今江西李子园总经理，2016 年至今在公司担任监事会主席，同时还担任云南李子园监事。
郑宋友	监事	54	262,500	47.69	2003-2010 年在李子园担任设备总工程师；2015-2016 年在李子园担任设备管理部总工程师；2016 年至今在公司担任监事及设备管理部总工程师。目前郑宋友先生同时还担任鹤壁李子园监事。
方建华	副总经理	48	1,029,000	70.3	2002-2016 年在李子园先后担任营销部经理、副总经理；2016 年至今在公司担任副总经理。目前方建华先生同时还担任李子园电子商务执行董事。
许甫生	副总经理	59	945,000	47.69	1995-2016 年在李子园先后担任生产部经理、采购部经理、副总经理；2016 年至今在公司担任副总经理。

程伟忠	董事会秘书	53	882,000	47.69	1997-2003 年在金华李子园塑料厂担任厂长；2003-2016 年在浙江李子园担任董事长秘书，2016 年至今在公司担任董事会秘书。程伟忠先生目前还担任江西李子园执行董事。
孙旭芬	财务总监	48	420,000	47.69	2016 年 12 月至今在公司先后担任管理会计、财务总监。

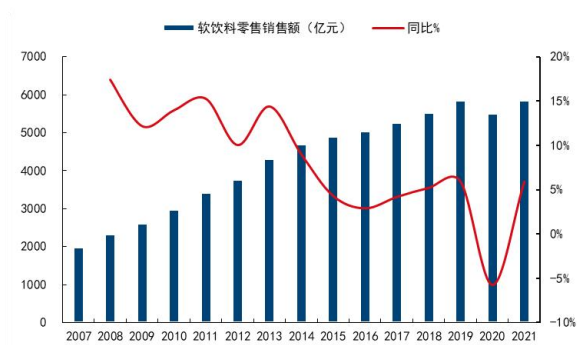
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

含乳饮料：兼具饮料与乳制品双重属性，具备塑造大单品的沃土

含乳饮料行业稳步增长，产品兼具饮料、乳制品双重属性

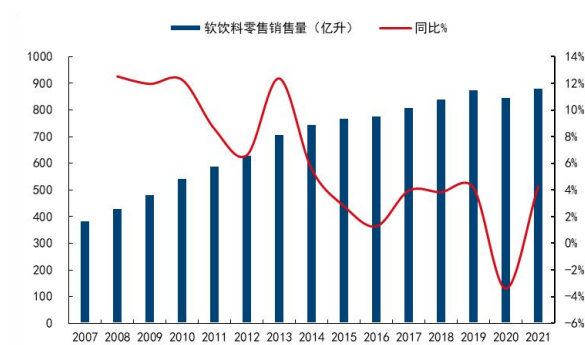
软饮料行业逐渐进入发展成熟期，消费者更关注口味、健康和品牌等因素。2021年中国软饮料零售市场规模为5829亿元（同比+5.9%），过去6年（2015-2021年）CAGR约为3.0%。软饮料行业经历了2015年前的快速增长逐渐走向成熟期。并且随着消费升级和主流消费群体向年轻消费者切换，消费者在选择软饮料时，更关注口味、健康和品牌等因素，因此软饮料行业也呈现结构性发展的趋势，不断涌现新的热点和爆品。

图13：中国软饮料零售市场规模（亿元，%）



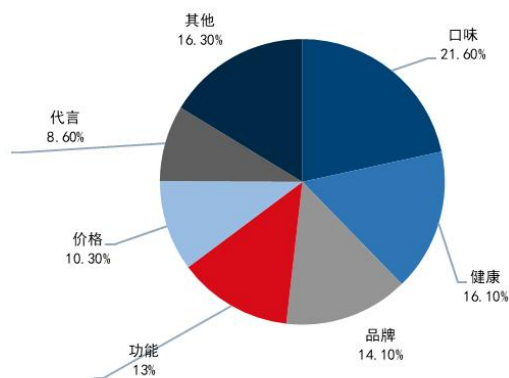
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：中国软饮料零售市场销量（亿升，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

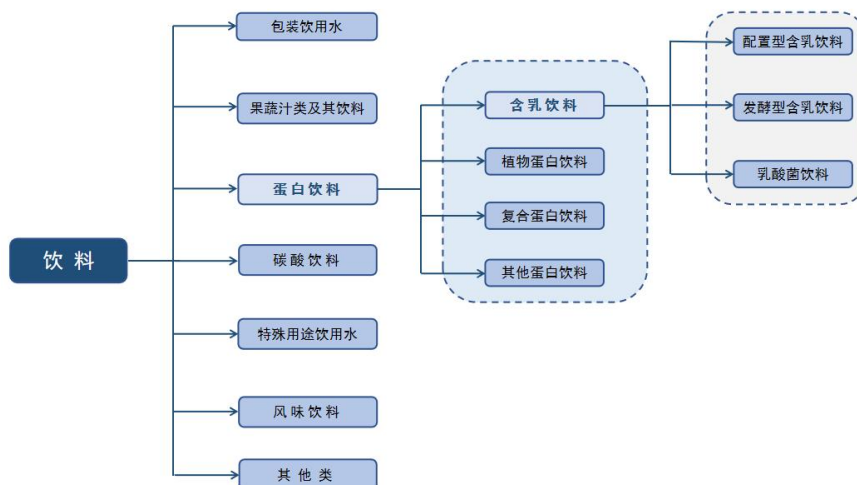
图15：软饮料消费者选择要素



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

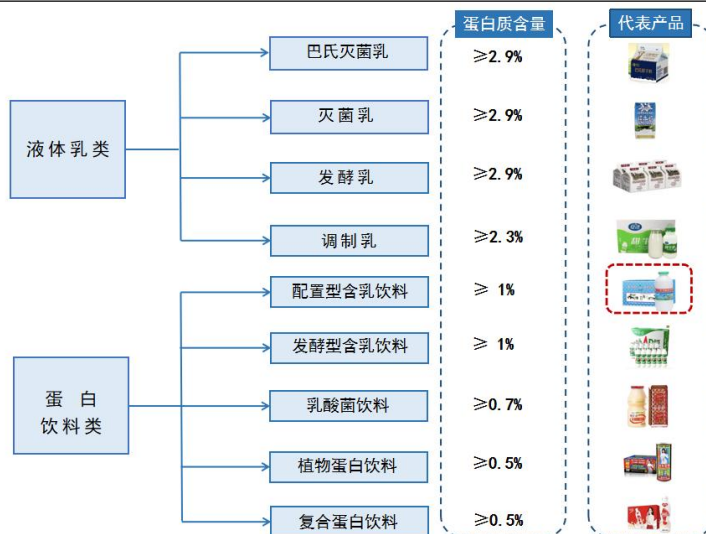
含乳饮料兼具饮料和乳制品双重属性。含乳饮料是指以乳或乳制品为原料，加入水及适量辅料经配制或发酵而成的饮料制品。从饮料的分类来看，含乳饮料属于蛋白饮料中的细分品类，其包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、乳酸菌饮料等，李子园的核心单品甜牛奶便是配置型含乳饮料代表产品之一。含乳饮料相较于其他软饮料品类，由于具备蛋白质含量，营养更健康；相较于白奶、酸奶等乳制品，风味和口感更丰富、消费场景更加多元化。

图16：含乳饮料属于软饮料中蛋白饮料的细分品类



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图17：乳饮料及蛋白饮料类行业分类



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

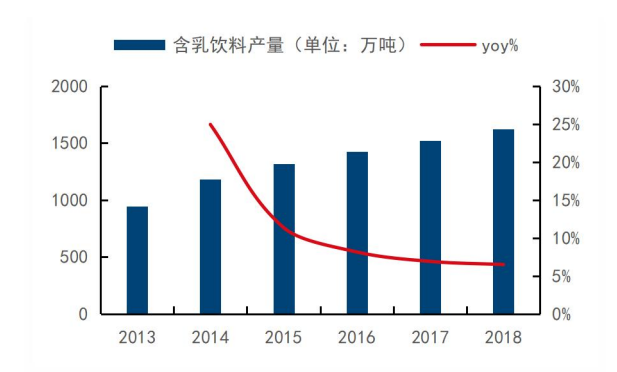
含乳饮料是软饮料中高景气度的细分赛道。我国含乳饮料起步于上世纪80年代，由于含乳饮料产品的自身优势、消费者理念的变化以及行业大型厂商的宣传推广，近年来含乳饮料市场得到了蓬勃的发展，根据中国食品工业协会的数据，含乳饮料零售市场规模从2013年的480亿元增长至2018年的接近900亿元，CAGR为13.4%，行业增速快于软饮料行业整体增速；行业产量从2013年的952万吨增长至2018年的1631万吨，CAGR为11.4%。根据我们的测算，考虑到2020年疫情影响行业增速放缓及含乳饮料相较于其他软饮料含乳饮料具有“天然、绿色、营养、健康”等品类特征，更符合饮料市场的发展潮流和趋势，因此我们预计2019-2023年含乳饮料市场规模将保持8%的年增长率，到2023年含乳饮料零售市场规模将达到接近1300亿元。

图18: 中国含乳饮料市场规模 (亿元, %)



资料来源: 中国食品工业协会, 国信证券经济研究所整理

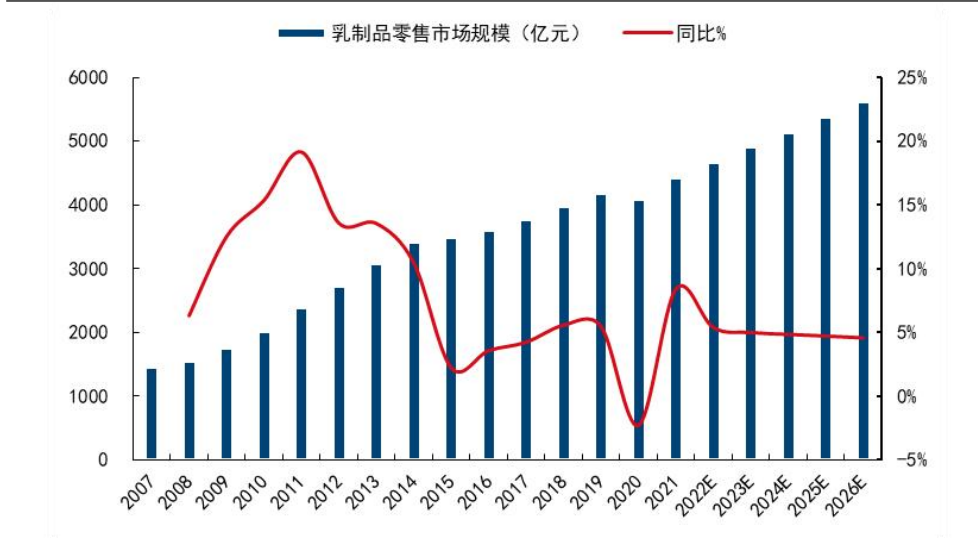
图19: 中国含乳饮料产量 (万吨, %)



资料来源: 中国食品工业协会, 国信证券经济研究所整理

乳制品行业规模大且成长稳定, 亦为含乳饮料的发展提供了良好环境。2021 年中国乳制品零售市场规模为 4425 亿元 (同比+8.4%), 过去 5 年 (2016-2021) CAGR 为 4.2%。目前欧美国家乳制品人均消费量达到 100kg 以上; 与我国饮食结构较为相似的亚洲国家日本、韩国人均消费量也达到 60kg+。2019 年我国人均生鲜乳消费量仅为 35.8Kg; 下沉市场的农村消费量可低至 3-5Kg, 我国人均饮奶量仍有较大提升空间。未来随着消费水平和健康意识提升, 乳制品行业仍将保持稳定增长趋势, 而乳制品行业需求的提升也将为含乳饮料的成长奠定基础。

图20: 中国乳制品零售市场规模 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

含乳饮料行业竞争格局稳定, 品牌间形成差异化竞争

含乳饮料行业竞争格局稳定, CR5 超过 30%。根据中国食品工业协会数据, 2018 年含乳饮料行业 CR5/CR10 分别为 34.2%/42.3%, 2013-2018 年行业 CR5 一直稳定保持在 34%左右, CR10 从 40.2%小幅提升至 42.3%, 含乳饮料市场竞争激烈, 目前已形成全国性大型企业、全国性布局企业和区域性中小企业共同竞争的稳定格局:

全国性大型企业：以伊利、蒙牛等全国性乳企为代表。伊利和蒙牛切入含乳饮料行业相对较晚，但凭借其在乳制品行业强大的品牌优势和完善的营销网络，其产品如伊利优酸乳、蒙牛酸酸乳已成为家喻户晓的含乳饮料饮品。

全国性布局企业：以光明、新乳业、李子园等公司为代表。以上企业品牌知名度虽有待提高，但依靠重点区域形成了明显的区域优势，生产、销售已经布局全国，凭借产品差异化战略和持续创新，以明星产品或在销售渠道掌控力强的区域不断抢夺区域性中小企业，并逐渐缩小与全国性大型企业的差距。

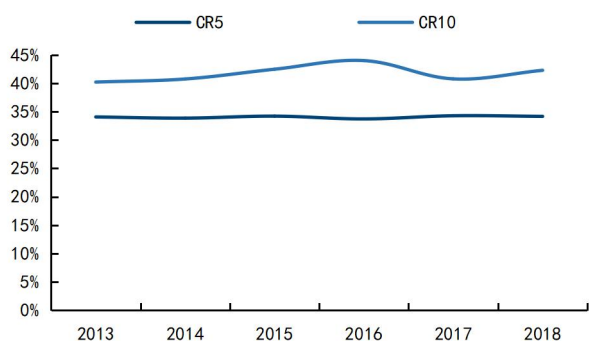
区域性中小企业：企业数量众多、规模较小，优势区域一般为某一省或市。近年来，在加强食品安全监管和消费升级的市场趋势作用下，区域性中小企业发展受阻明显。该类企业拥有区域知名的品牌和区域完善的销售渠道，因此常成为全国性大型企业和全国性布局企业快速切入当地市场的收购目标。

表4：含乳饮料行业主要企业

产品	注册地	成立时间	主要含乳饮料产品
伊利股份	呼和浩特市	1993 年	优酸乳、果粒多、谷粒多、畅意乳酸菌饮品、QQ 星儿童酸奶等
蒙牛乳业	开曼群岛	2004 年	优益 C、酸酸乳、真果粒等
娃哈哈	杭州市	1993 年	营养快线、爽歪歪、钙多多、AD 钙奶等
光明乳业	上海市	1996 年	巧风、萌小团牛奶饮品、酸牛奶饮品等
新乳业	成都市	2006 年	活润乳酸菌饮品、成长记忆乳酸菌含乳饮料、凉山雪乳酸菌饮料等
燕塘乳业	广州市	2002 年	甜牛奶、食膳养生奶、乳酸菌乳饮料等
李子园	金华市	1994 年	风味奶饮品、酸味奶饮品、乳酸菌饮品等
均瑶乳业	宜昌市	1998 年	“味动力”系列饮料、奇梦星乳酸菌饮品等
夏进乳业	吴忠市	1992 年	瓶装酸牛奶含乳饮料等

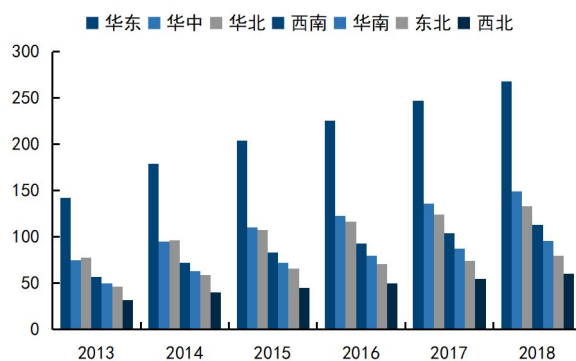
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 21：2013-2018 年含乳饮料 CR5 与 CR10 份额变化



资料来源：中国食品工业协会，国信证券经济研究所整理

图 22：2013-2018 年含乳饮料行业分区域销售额



资料来源：中国食品工业协会，国信证券经济研究所整理

含乳饮料销售区域特性明显，李子园在华东、华中及西南区域较为强势。2013-2018 年含乳饮料市场中华东地区一直占领区域销售额的榜首区域，约占全国市场的 30% 左右。华北和华区含乳饮料销售额紧随其后，占比保持相对稳定约为 15%。同时，西南地区销售额从 2013 年的 56.7 亿元增长至 2018 年的 113.2 亿元，CAGR 为 14.8%，是含乳饮料销售额增长速度最快地区之一。目前李子园凭借“甜牛奶”产品与头部乳企的“酸牛奶”产品形成差异化竞争，在含乳饮料行业

中市场占有率排名第 7，并且在华东、华中及西南等市场销售额均跻身前十。

表 5：2018 年含乳饮料行业各区域销售额排名前十企业

排名	华东	华中	华南	华北	东北	西南	西北
1	蒙牛	伊利	蒙牛	伊利	蒙牛	蒙牛	蒙牛
2	伊利	蒙牛	伊利	蒙牛	伊利	伊利	伊利
3	娃哈哈	娃哈哈	养乐多	小洋人	小洋人	菊乐	娃哈哈
4	养乐多	小洋人	燕塘	养乐多	娃哈哈	娃哈哈	天润
5	均瑶	均瑶	娃哈哈	娃哈哈	养乐多	养乐多	银桥
6	李子园	养乐多	味全	三元	完达山	均瑶	夏进
7	光明	光明	均瑶	光明	均瑶	李子园	光明
8	味全	李子园	新希望	新希望	光明	新希望	麦趣尔
9	新希望	科迪	长富	海河	广泽	光明	西域春
10	卫岗	新希望	皇氏	古城	三元	三联乳业	庄园牧场

资料来源：中国食品工业协会，国信证券经济研究所整理

含乳饮料具备孕育大单品的沃土，李子园甜牛奶有成为大单品的空间和潜力。目前市场上与李子园甜牛奶形成竞品关系的产品极少，光明、均瑶和夏进等品牌虽有推出类似甜牛奶的产品，但体量与品牌知名度均不及李子园。其他类似竞品还有娃哈哈 AD 钙奶、营养快线及旺旺核心产品旺仔牛奶，但产品和李子园甜牛奶仍有不同之处。从以上全国性竞品销售体量来看，AD 钙奶于 2009 年销售额就已超过 30 亿人民币，目前已是百亿单品；营养快线于 2013 年销售额突破 200 亿人民币；旺仔牛奶销售额超过 100 亿，营养快线与旺仔牛奶单品体量均破百亿。我们认为，旺仔牛奶等产品的热销一定程度上反映了含乳饮料产品拥有广泛的消费基础和良好的发展前景。同时由于含乳饮料行业规模大且全国性大型乳企与全国性布局企业产品层面存在差异化竞争，因此有产品、渠道及品牌优势的企业仍有空间与潜力塑造超级大单品。

图 23：李子园类似竞品产品图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 24：中国旺旺乳品及饮料收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

甜牛奶产品优势明显，品牌与渠道势能充沛，全国化放量可期

甜牛奶精准定位畅销多年，品类不断拓宽带来增量空间

李子园甜牛奶产品力突出，具备差异化特色且定位精准。李子园甜牛奶凭借特殊的甜味口感和适中的产品定价，产品畅销二十余年。公司将产品定位于 14-35 岁等年轻消费群体，此年龄段涵盖了广大学生和工薪及白领阶层，这类年轻消费群体对口味及性价比更为重视。根据前文所述，李子园甜牛奶虽属含乳饮料细分，但与之形成竞品关系的产品较少，通过将其产品参数与其他泛竞品对比时可以发现：相对于其他软饮料，李子园甜牛奶蛋白质含量更高，在含乳饮料品类中性价比高且能量、脂肪、碳水等指标明显低于同类竞品。

图25：李子园及类似竞品对比

产品名称	李子园甜牛奶	夏进甜牛奶	旺仔牛奶	营养快线	AD钙奶	元气森林	可口可乐
产品图示							
产品价格（元）	4.89	6.07	5.29	4.33	1.78	5.77	2.58
产品规格（ml）	450	500	245	500	220	480	330
产品单价（元/100ml）	1.09	1.21	2.16	0.87	0.81	1.20	0.78
能量（KJ/100ml）	143	250	310	190	145	0.0	180
蛋白质（g/100ml）	1.0	2.4	2.4	1.0	1.0	0.0	0.0
脂肪（g/100ml）	1.2	2.9	2.7	1.2	0.5	0.0	0
碳水（g/100ml）	4.8	6.0	9.5	6.0	5.0	3.8	10.6

资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

甜牛奶产品连续多年量价齐升，自然动销能力强。2016-2021 年公司含乳饮料产品销量 CAGR 为 22.9%、吨价 CAGR 为 3.6%。量增主要来自于销售渠道的扩张和品类的不断丰富，价增一方面由直接提价贡献（2017 年 4 月和 2020 年 1 月），另一方面由增值税税率下滑贡献（2019 年含乳饮料增值税率由 16% 下降为 13%），综合量价来看，李子园含乳饮料产品销售保持了良好的增长势头。并且公司促销费用占公司收入比例常年维持在 1% 以下，低于行业平均水平且产品销售增速领先同业公司，侧面体现了李子园产品自然动销能力强、产品力领先。

图26：2016-2021 年李子园含乳饮料产品维持量价齐升

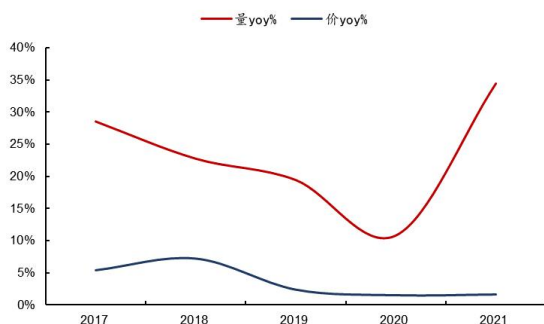


图27：2016-2021 年公司促销费用及占收入比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

严控产品质量，巩固产品优势。公司从供应商管理、采购、生产、仓储到销售各环节，已形成较为完善的质量控制体系。首先，公司会定期对合格供应商资质、技术能力、安全质保情况进行评审淘汰年度评价认为不应继续合作的供应商。其次，公司与奶粉、生牛乳供应商及其他辅料供应商形成长期合作关系，并委托第三方有资质机构对采购的原材料进行比对检验，以确保所采购产品的质量安全。公司先后荣获“2016 年度金华市金东区政府质量奖”、“2018 年度金华市人民政府质量奖”，优秀的产品质量为公司产品全国化保驾护航。

新品推出加速支撑产品矩阵拓宽，公司有望打造新的业绩增长点。首先，针对核心产品甜牛奶推出朱古力味、哈密瓜味、荔枝味等多重口味并推出多种规格（225/280/450ml）产品满足市场需求。此外，公司紧跟消费新趋势不断开发复合消费者需求的产品。2020 年公司推出的“果蔬酸奶饮料”，2021 年销售额破亿，2022 年目标翻番，有望成为继甜牛奶后又一个支撑性单品。同时公司针对早餐市场推出风味调制豆奶系列产品；针对年轻群体推出了风味奶茶系列和榴莲味乳饮料系列产品；针对高端群体推出了优化益生菌系列与活性酸奶系列产品。我们认为，未来李子园将以甜牛奶含乳饮料为基础，不断丰富产品矩阵，新品类也将成为李子园未来发展的驱动力。

图 28：果蔬酸奶饮品有望成为甜牛奶后的另一大单品



资料来源：淘宝，国信证券经济研究所整理

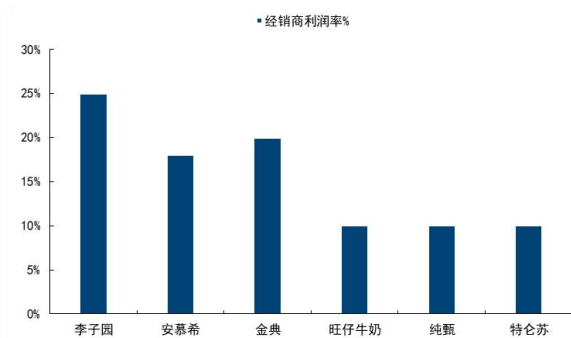
图 29：2021 年公司新推出 AD 钙奶和电解质水



资料来源：淘宝，国信证券经济研究所整理

高利润率支撑渠道运转，全国化之路拓展空间广阔

高渠道利润是渠道运转的核心推力，经销商销售积极性及合作意愿强。通过将李子园的渠道利润率与其他相似产品对比可以发现，李子园产品在设计时给到经销商及终端的利润率水平更高，其经销商利润率可以达到约 20-30%，终端利润率约 30-40%，渠道利润率明显高于同类型竞品（是旺仔牛奶的 2 倍以上）。此外，公司还采用销售返利补贴的方式支撑经销商的市场推广。在高渠道利润的驱动下，经销商合作意愿强烈，经销商数量快速增长，从 2016 年的 1124 家增长至 2022Q1 的 2666 家，经销商数量的大幅增长也直接驱动了公司销售规模扩大、覆盖网点数量提升。

图30：李子园与其他品牌产品经销商利润率对比


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31：2016-2022Q1 公司经销商数量变化


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表6：李子园销售返利政策具体措施

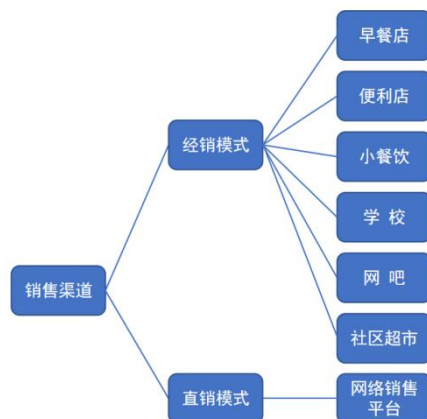
类型	销售返利具体内容
年度返利补贴	公司与所有经销商分别在年度经销合同中约定销售考核指标，一个自然年度内，经销商实际下达或完成订单总量达到公司考核目标，将给予考核返利补贴。同时，每年年末公司将根据各经销商完成订单采购总量给予一定比例的补损返利补贴，用于补偿经销商在分销过程中由于运输、装卸不当导致的公司产品变形、破裂损失。
直配返利补贴	为推进特殊品类或特殊区域的市场推广，公司不定期推出直配返利计划，在经销商下达采购订单时给予一定商业折扣。
市场推广专项返利补贴	为推进年度销售计划实施，落实市场费用精细化管理，公司针对经销商发生的市场活动推广费用进行点对点的专项补贴。经销商与公司销售经理谈妥相关市场推广方案，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，国信证券经济研究所整理

特通渠道运作模式成熟，逐步构建全渠道营销体系。公司主要采用特通渠道与分区域经销相结合的销售模式。由于早餐店/学校/网吧/便利店/小餐饮等特通渠道可高效触达年轻消费群体，所以公司往往先通过特通渠道切入新市场，再铺设至流通渠道。因此李子园的销售渠道结构独特，特通渠道是公司的优势渠道，其中学校及早餐店渠道收入占比约为 30%。目前公司在巩固传统渠道优势的同时，加速开发便利店、连锁店、新零售等新兴渠道市场，提升产品铺市率和陈列辨识度。流通渠道公司覆盖的深度和广度有限，公司近年来也在推进全渠道布局，一方面细化乡镇市场和实现产品全系列覆盖；另一方面增加终端品相及陈列的投入以增加单点销售。流通渠道布局空间广阔，看好未来李子园凭借产品力实现流通渠道的快速扩张。

单个经销商规模较小，未来仍有较大提升空间。2021 年李子园单一经销商销售贡献收入为 55.5 万元，近年来虽总体呈提升趋势，但和 A 股其他同类型公司相比，单个经销商贡献收入仍然较小。我们认为，在公司加强渠道布局和精耕的背景下，产品渗透率有望持续提升，同时公司正利用样板市场带动周边市场发展，以点带面提升“李子园”品牌形象，未来公司产品力与品牌力有望不断提升，单个经销商贡献收入规模仍有巨大提升空间。

图 32：李子园销售模式



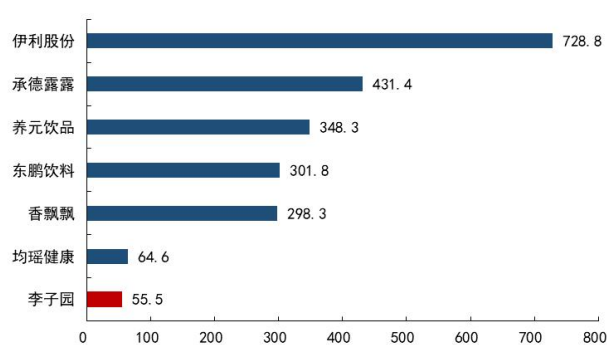
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 33：2017-2021 年李子园单个经销商贡献收入（万元）



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34：李子园单个经销商体量较小，仍有较大提升空间



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

全国化扩张提速，外埠市场大有可为。上市前，公司主要销售区域集中在江浙沪云一带，而在上市后公司开启全国化扩张之路，并且规划思路清晰，外埠市场仍有较大渗透空间。具体来看：

1) **华东区域为公司的优势市场，未来将通过推进渠道下沉提高市占率。**2021 年江苏/浙江/上海销售体量大致为 4/2/0.8 亿元左右，江浙沪作为公司的优势市场，未来公司将通过全品相运作、全渠道运作、渠道下沉等方式进一步巩固市场优势并提升市占率。

2) **华中及西南地区为公司重点开拓区域，未来将借鉴成熟市场提高产品铺市率。**华中、西南等区域公司已有一定消费者基础，其中云南 2021 年销售体量接近 2 亿，安徽/江西/河南等区域销售体量接近 1 亿。考虑到云南、河南等省份人口基数较大，仍具有较大的发展潜力，未来公司希望借鉴优势市场的经验，通过招商、增加终端品相及陈列的投入，等方式进行重点开拓。

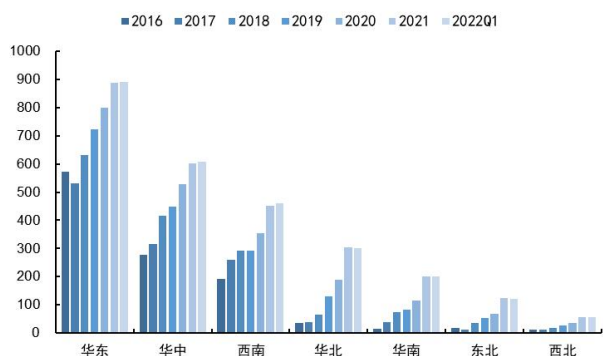
3) **华北/华南/东北/西北等区域为公司全国布局战略下的新市场区域，增长潜力较大。**2021 年公司在华东/华中/西南地区分别有经销商 889/601/452 家，而华南/华北/东北/西北经销商仅有 200/303/124/55 家。华南/华北/东北/西北对比成熟区域经销商覆盖数量有较大提升空间，公司未来将持续推进招商工作，先做特通渠道和传统产品，通过样本地区带动周边市场发展。

图 35：李子园销售区域分布



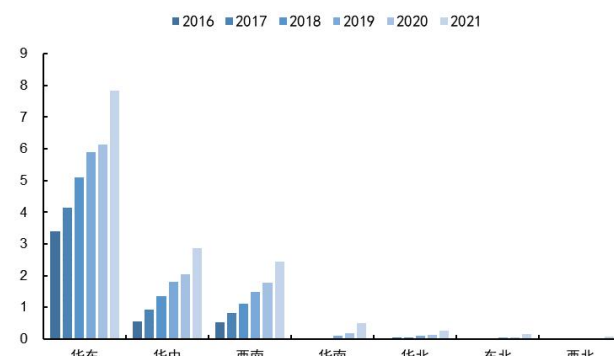
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36：2016-2022Q1 不同区域经销商数量变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37：2016-2021 年不同收入变化趋势（单位：亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

品牌形象深入人心，多举措提高品牌影响力

李子园品牌目前在含乳饮料领域已具备一定的品牌号召力。公司凭借“新新鲜鲜李子园，自然而然爱上你”的品牌诉求和理念，集中力量打造“李子园”品牌。早在 2005 年之前，公司先后邀请周迅、范冰冰、林心如等影视明星为品牌形象代言人，此后李子园品牌形象大幅提升。2017 年公司与当红电影《芳华》女主角苗苗进行合作，进一步推动公司品牌建设和推广。通过 20 余年的市场运作和品牌积累，李子园目前在甜味含乳饮料领域已建立了一定的品牌影响力。

图38：周迅、范冰冰、林心如、苗苗先后代言李子园品牌



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表7：李子园获奖情况罗列

年份	获奖情况
2012 年	通过浙江省 GMP 达标企业复评
2014 年	被评为“农业产业化国家重点龙头企业”
2015 年	被认定为“浙江省专利示范企业”
2016 年	被认定为“浙江省商标品牌示范企业”
2017 年	被评为“2017 年度金华市诚信企业”
2017 年	被认定为 2017 年度第一批“金华市信用管理示范企业”
2018 年	被授予“2018 年度金华市人民政府质量奖”
2018 年	获得“中国商业联合会科学技术奖”三等奖两项

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

营销推广有针对性，多举措拔高李子园品牌认知。除邀请品牌形象代言人之外，目前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。央视及地方台的广告投放工作，主要投入集中在如《新闻直播间》、《新闻 1+1》等节目；高铁候车厅、车载媒体、李佳琦直播间等新媒体投放更加契合当代消费者接受程度，利于公司广告投放效率最大化。

图39：李子园宣传广告



图40：公司加强高铁站广告投放



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

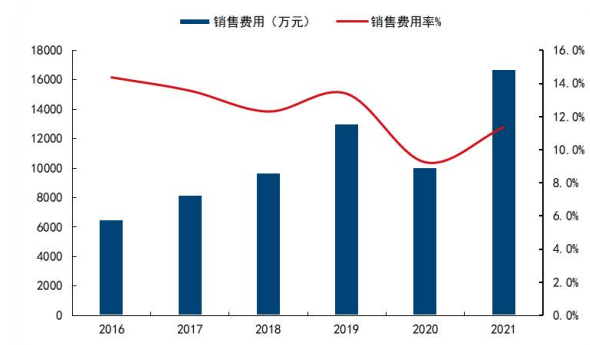
广告费用投放逐年增加并与“华与华”达成战略合作，李子园有望进一步提高品牌影响力。未来3年将是李子园全国化的关键时期，而提高广告费用投入也是公司提高品牌影响力、实现全国化的有效抓手。2021年李子园大幅提高了广告费用投入，2021年公司广告宣传费用为4989万元，占收入比例从之前的1.7%提升至3.4%。2022年公司与华与华合作打造品牌形象，计划于今年3月出第一版方案。第二三季度将进行优化实施品牌传播，找到宣传点，传播符号和口号。我们认为，随着公司广告宣传费用的持续投入和知名营销策划公司的深度合作，李子园品牌知名度将持续提升。

图41：2016-2021年李子园广告宣传费及占收入比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：2016-2021年李子园销售费用及占收入比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图43：华与华参与设计的品牌



资料来源：百度，国信证券经济研究所整理

委外加工比例逐年降低，自有产能大幅提升助力全国化扩张

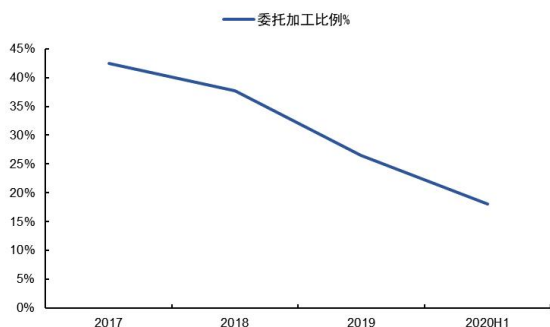
公司采用“以销定产”的生产模式，委外加工比例逐年下降。生产方面，由于含乳饮料产品保质期通常较短，公司一般采用“以销定产”，自主生产为主、委托加工为辅的生产模式。由于过往产能的限制，公司委外加工比例较高，2017 年公司委托加工模式产品比例为 42%，2018 年随着江西上高和浙江龙游生产基地的陆续投产，2020H1 公司委托加工模式占比下降至 18.1%。我们认为，随着未来各大工厂的陆续投产，公司未来委外加工比例将持续降低，产品单位生产成本以及异地生产风险亦将持续降低。

表8：李子园代工工厂情况概览，部分合作公司合同已到期

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
红河云牛乳业有限责任公司	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 钙乳酸饮品	2016. 09 至今
河南谷夫食品股份有限公司	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	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

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 44：2017–2020H1 公司委托加工比例（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 45：公司提供主材加工模式产品占比持续提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

未来公司自主产能将大幅提升，全国化扩将有强力保障。受产品特点影响，含乳饮料行业运输费用较高，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。目前拥有浙江金华、江西上高、浙江龙游、云南曲靖及河南鹤壁 5 大生产基地，其中龙游技改项目将于今年投产，江西生产基地技改项目将于明年投产，2021 年公司产能约为 30 万吨，产能利用率约为 70%，预计 2022 年公司产能将达到 40 万吨，全部工厂达产后公司总产能将达到超 55 万吨，

也将为提升公司销售半径以及终端覆盖力提供有力支撑：

河南鹤壁：远期将具备 10.4 万吨含乳饮料产能。公司于鹤壁市浚县投资建设年产 10.4 万吨含乳饮料生产线及附属设施。该项目总投资为 4 亿元，完全达产后满产状态下预计年销售收入为 4.68 亿元，毛利率为 39.4%，税后净利润为 0.77 亿元。鹤壁工厂于 2021 年 12 月投产，预计 2022 年可贡献 3-5 万吨新增产能。

云南曲靖：远期将具备 7 万吨含乳饮料产能。公司于云南曲靖陆良县工业园区青山片区，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。项目总投资为 2.8 亿元，完全达产后满产状态下预计年销售收入为 3.15 亿元，毛利率为 38.7%，税后净利润为 0.50 亿元。

浙江龙游：远期将具备 7 万吨含乳饮料产能。公司全资子公司龙游李子园公司于浙江龙游经济开发区投资扩建年产 7 万吨含乳饮料及 2.4 亿只 HDPE 瓶生产线项目，项目总投资 2.8 亿元，新增固定资产投资 2.4 亿元，投产后可新增销售额 3.5 亿元，预计将于 22H2 投产。

江西上高：远期将具备 10 万吨食品饮料产能。公司全资子公司江西李子园于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，项目计划总投资约为 3 亿元，预计将于 2023 年投产。

浙江金华：远期将具备 15 万吨含乳饮料产能。公司拟通过可转债募资进行年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目，新增产能位于浙江省金华市金东区曹宅镇，未来将年产量 8 万吨的 450ml 规格含乳饮料产线 3 条及成品仓库车间，同时使用募集资金改造现有老旧生产线，形成 450ml 规格含乳饮料产线 2 条、225ml 规格含乳饮料产线 1 条的生产能力，改造后年产能可为 7 万吨，共计 15 万吨，将于 2025 年投产。

图 46：公司自有生产基地和经销商地区分布情况



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 9：公司未来产能梳理

项目地址	投资金额（亿元）	新增产能（万吨）	投产时间
河南鹤壁	4	10.4	2021.12

云南曲靖	2.8	7	2020.08
浙江龙游	2.8	7	2022H2
江西上高	3	10	2023
浙江金华	4.86	15	2025

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：2023 年将迎来业绩改善，中长期快速成长势头有望延续

假设前提：提价可完全覆盖成本压力，全国化扩张顺利

我们的盈利预测基于以下假设条件：

收入端：预计 2022-2024 年公司收入增速为-4.5%/+21.3%/+19.5%。分品类看：1) 含乳饮料：预计 2022-2024 年收入增速分别为-8.3%/+21.9%/+20.0%；2) 复合蛋白饮料：预计 2022-2024 年收入增速分别为+12.2%/+21.2%/+18.0%；3) 乳味风味饮料：由于基数低且有新品推出，预计 2022-2024 年收入增速分别为+12.2%/+31.3%/+25.0%。

成本端：因主要原材料价格上涨，预计 2022 年上半年公司毛利率有所承压，6 月月公司对主要产品进行提价，预计本次提价可完全成本上涨，下半年毛利率将有所恢复。未来随着原材料价格回落和规模效应体现，毛利率将稳步提升。预计 2022-2024 年公司毛利率为 32.4%/35.9%/36.7%。分品类看：1) 含乳饮料：预计 2022-2024 年毛利率分别为 32.9%/36.5%/37.3%；2) 复合蛋白饮料：预计 2022-2024 年毛利率分别为-2.6%/3.8%/5.4%；3) 乳味风味饮料：预计 2022-2024 年毛利率分别为 7.0%/13.1%/15.2%。

费用端：考虑到目前公司处于全国化扩张阶段，预计未来 3 年销售费用率将维持高位，管理费用率保持稳定。预计 2022-2024 年公司销售费用率为 12.2%/12.8%/12.6%，2022-2024 年公司管理费用率为 3.8%/3.8%/3.7%。

表 10：李子园业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
含乳饮料						
收入（亿元）	9.29	10.45	14.27	13.09	15.96	19.16
增速	22.2%	12.4%	36.6%	-8.3%	21.9%	20.0%
毛利率%	42.1%	38.0%	36.5%	32.9%	36.5%	37.3%
复合蛋白饮料						
收入（亿元）	0.07	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08
增速	-19.4%	-34.0%	12.3%	12.2%	21.2%	18.0%
毛利率%	18.3%	0.0%	-2.6%	-2.6%	3.8%	5.4%
乳味风味饮料						
收入（亿元）	0.14	0.07	0.20	0.22	0.30	0.37
增速	2.0%	-49.4%	173.6%	12.2%	31.3%	25.0%
毛利率%	16.0%	11.4%	7.4%	7.0%	13.1%	15.2%
其他主营业务						
收入（亿元）	0.24	0.31	0.12	0.12	0.12	0.12
增速	452.5%	29.1%	-60.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率%	15.3%	21.4%	14.9%	13.2%	15.0%	15.0%
其他业务						
收入（亿元）	0.29	0.45	0.51	0.54	0.57	0.61
增速	51.8%	58.7%	12.0%	6.0%	6.0%	6.0%
毛利率%	55.1%	38.4%	40.4%	40.0%	40.0%	40.0%
营业收入	9.75	10.88	14.70	14.04	17.02	20.34
增速	23.8%	11.6%	35.1%	-4.5%	21.3%	19.5%
毛利率%	40.9%	37.2%	35.9%	32.4%	35.9%	36.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计未来 3 年营业收入分别为 14.04/17.02/20.34 亿元，同比

-4.5%/21.3%/19.5%，毛利率 32.4%/35.9%/36.7%。

未来 3 年业绩预测简表

表11：李子园未来 3 年业绩预测表（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1470	1404	1702	2034
营业成本	942	949	1091	1288
销售费用	167	187	251	296
管理费用	61	73	88	102
研发费用	14	14	18	21
财务费用	(27)	(15)	(17)	(19)
营业利润	341	282	382	463
利润总额	338	284	385	468
归属于母公司净利润	262	222	301	365
EPS	1.21	0.73	0.99	1.20
ROE	16%	13%	15%	16%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们得到公司 22-24 年收入分别为 14.04/17.02/20.34 亿元，归属母公司净利润分别为 2.22/3.01/3.65 亿元，利润增速分别为 -15.5%/35.5%/21.5%，每股收益 22-24 年分别为 0.73/0.99/1.20 元。

估值与投资建议：维持“买入”评级

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：31.05–35.27 元

我们将公司分为可预测期（2022–2024 年）、过渡期（2025–2031 年）和永续期（2032 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

1) 可预测期（2022–2024 年）：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2022–2024 年公司营收同比增长–4.5%/21.3%/19.5%至 14.0/17.0/20.3 亿元，预计 2022–2024 年公司归母净利润同比增长–15.5%/+35.5%/+21.5%至 2.2/3.0/3.7 亿元。

2) 过渡期（2025–2031 年）：假设公司 2025–2027 年营收增速仍能保持在约 15% 水平，2028 年后逐年收窄。

3) 永续期（2032 年起）：公司甜牛奶产品兼具口味和健康属性，定位精准、产品力突出，当下公司正处于大单品全国化放量阶段，未来品牌力和渠道力有望进一步被夯实。公司品类扩展和渠道扩张仍有较大空间，未来有望通过新品和外埠市场的开拓拉动增长，在含乳饮料行业保持龙头地位。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 2%。

表 12：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	23.82%	11.60%	35.14%	–4.49%	21.26%	19.46%	19.00%	17.00%	15.00%
营业成本/营业收入	59.10%	62.82%	64.12%	67.60%	64.06%	63.33%	62.61%	62.00%	62.00%
管理费用/营业收入	3.72%	3.70%	3.88%	3.79%	3.79%	3.69%	3.59%	3.50%	3.50%
研发费用/营业收入	0.97%	0.87%	0.96%	1.01%	1.03%	1.03%	1.03%	1.00%	1.00%
销售费用/销售收入	13.38%	9.24%	11.36%	12.22%	12.77%	12.57%	12.47%	12.00%	11.60%
营业税及附加/营业收入	0.91%	0.81%	0.95%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
所得税税率	22.46%	22.57%	22.38%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
股利分配比率	75.48%	1.19%	29.52%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表 13：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.85	T	22.00%
无风险利率	2.77%	Ka	7.90%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	0.85
公司股价（元）	26.1	Ke	7.90%
发行在外股数（百万）	303	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万元)	7919	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	7.90%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.85x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.77%，股票风险溢价率取 6.00%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 5.3%；由此计算出 WACC 为 7.90%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 31.05–35.27 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 14：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.50%	7.70%	7.90%	8.10%	8.30%
永续 增长 率变 化	2.6%	39.03	37.30	35.71	34.24	32.87
	2.4%	37.87	36.25	34.75	33.36	32.06
	2.2%	36.79	35.27	33.85	32.53	31.31
	2.0%	35.79	34.35	33.02	31.77	30.60
	1.8%	34.87	33.51	32.23	31.05	29.94
	1.6%	34.00	32.71	31.50	30.37	29.31
	1.4%	33.20	31.97	30.82	29.74	28.72

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：30.09–33.70 元

选取和公司较为相似的软饮料行业公司做比较，采用 PE 法进行估值。其中农夫山泉主营为包装水和软饮料，东鹏饮料主营能量饮料，香飘飘、承德露露、养元饮品主营为软饮料：

行业层面，软饮料行业近年来增速稳定，含乳饮料作为其细分赛道之一，由于具备蛋白质含量，营养更健康；相较于白奶、酸奶等乳制品，风味和口感更丰富、消费场景更加多元化，近年来受到消费者的追捧，预计未来 3 年可保持 8%左右的行业增速。李子园作为含乳饮料行业龙头企业，市场份额领先，因此公司值得较高的估值溢价。

公司方面，公司甜牛奶产品力突出且定位精准，目前正处于大单品全国化放量阶段，目前公司积极推进渠道下沉，不断扩充产品矩阵，品牌与渠道发展势头正盛，未来全国化进程有望加速推进。李子园作为含乳饮料行业龙头，未来将充分受益于含乳饮料行业扩容和集中度提升，甜牛奶有望成为含乳饮料行业新晋大单品，其估值中枢至少应向软饮料行业均值看齐。因此，我们给予 2023 年公司 25–28 倍 PE，对应价格区间对应为 30.09–33.70 元。

表 15：可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS			PE			总市值 亿元	投资评级
				22E	23E	24E	22E	23E	24E		
9633.HK	农夫山泉	54.9	44.85	0.69	0.83	0.97	57.5	48.0	40.9	4982	未评级
605499	东鹏饮料	54.8	203.42	3.60	4.60	5.76	56.0	39.1	31.2	790	未评级
603711	香飘飘	37.3	19.45	0.51	0.68	0.92	38.0	28.5	21.0	78	买入
000848	承德露露	16.0	8.83	0.57	0.66	0.76	15.6	13.3	11.5	94	买入
603156	养元饮品	17.8	21.09	1.20	1.48	1.80	17.5	14.2	11.7	265	买入
	均值	36.2						28.6	23.3		
605337	李子园	35.5	26.10	0.73	0.99	1.20	35.7	26.3	21.7	79	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：农夫山泉、东鹏饮料、香飘飘、养元饮品为 Wind 一致预测

投资建议：含乳饮料行业空间广阔，看好甜牛奶产品全国化放量

综合上述估值，我们认为公司股票价值在 31.05-33.70 元之间，对应 2024 年动态市盈率约为 26 倍，我们认为公司所处含乳饮料赛道正处于快速成长期，公司甜牛奶产品力强且定位精准，目前处于全国化的关键阶段，公司品牌与渠道发展势头正盛，看好李子园甜牛奶产品的全国化放量，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 31.05-33.70 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.77%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的公司等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，最终给予公司 2024 年 25-28 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长-4.5%/21.3%/19.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年归母净利润分别为 2.22/3.01/3.65 元，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利产品原料价格和运输费用影响较大，若由于形势变化，原料和运输费用实际价格远高于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

品牌形象受损的风险：公司作为含乳饮料细分龙头，李子园品牌形象深入人心，若公司未来品牌形象受损，将面临市场份额下降的风险。

渠道扩张的风险：公司近年开始全国化进程，经销商和销售网点数量大幅增长，由于我国地域广阔、渠道复杂，消费者口味差异大，未来公司可能面临渠道不及预期的风险。

新品研发及推广不及预期：公司近年持续推出“果蔬酸奶饮料”、“AD 钙奶”和“电解质水”等新品，未来如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

食品质量安全风险：原材料质量直接关系到公司产品的质量安全，公司面临因原材料质量安全出现问题而导致公司产品质量不合格的风险、原料质量降低影响产品质量的风险。

市场风险

原料价格上行及毛利率下降的风险：公司 2022 年 6 月虽针对主要产品进行提价，但主要原材料受疫情原因、政策因素等因素影响较大，若未来原材料价格进一步上涨，公司毛利率存在下降的风险。

消费需求疲软的风险：饮料行业与经济环境相关性较大，如果经济下行，消费放缓，提价和市场推广难以推进，公司产品需求也将承压。

减持风险：若股东出现大额减持情况，将对公司股价造成波动。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	244	528	674	695	812	营业收入	1088	1470	1404	1702	2034
应收款项	1	2	2	2	3	营业成本	683	942	949	1091	1288
存货净额	134	182	182	202	238	营业税金及附加	9	14	12	14	17
其他流动资产	85	293	112	170	203	销售费用	101	167	172	217	256
流动资产合计	464	1005	971	1070	1257	管理费用	43	61	59	70	81
固定资产	532	736	963	1170	1357	研发费用	9	14	14	18	21
无形资产及其他	77	138	133	127	122	财务费用	0	(27)	(15)	(17)	(19)
投资性房地产	62	223	223	223	223	投资收益	0	1	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1136	2102	2289	2590	2958	其他收入	25	26	52	52	49
短期借款及交易性金融负债	33	0	0	0	0	营业利润	277	341	282	382	463
应付款项	170	214	207	236	278	营业外净收支	(0)	(2)	2	3	5
其他流动负债	139	210	223	259	305	利润总额	277	338	284	385	468
流动负债合计	342	423	429	495	582	所得税费用	63	76	63	85	103
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	64	73	99	124	149	归属于母公司净利润	215	262	222	301	365
长期负债合计	64	73	99	124	149	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	406	497	529	619	732	净利润	215	262	222	301	365
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	730	1605	1761	1971	2227	折旧摊销	40	54	78	98	118
负债和股东权益总计	1136	2102	2289	2590	2958	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	0	(27)	(15)	(17)	(19)
每股收益	1.85	1.21	0.73	0.99	1.20	营运资本变动	47	(294)	213	12	43
每股红利	0.02	0.36	0.22	0.30	0.36	其它	0	(0)	(0)	(0)	(0)
每股净资产	6.28	7.41	5.80	6.50	7.34	经营活动现金流	302	22	513	411	527
ROIC	30%	20%	12%	18%	19%	资本开支	0	(254)	(300)	(300)	(300)
ROE	29%	16%	13%	15%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	37%	36%	32%	36%	37%	投资活动现金流	0	(254)	(300)	(300)	(300)
EBIT Margin	22%	18%	14%	17%	18%	权益性融资	0	722	0	0	0
EBITDA Margin	26%	22%	20%	23%	24%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	35%	-4%	21%	19%	支付股利、利息	(3)	(77)	(67)	(90)	(110)
净利润增长率	18%	22%	-15%	35%	21%	其它融资现金流	(133)	(52)	0	0	0
资产负债率	36%	24%	23%	24%	25%	融资活动现金流	(138)	515	(67)	(90)	(110)
股息率	0.0%	1.4%	1.2%	1.6%	1.9%	现金净变动	164	284	147	21	117
P/E	14.1	21.5	35.7	26.3	21.7	货币资金的期初余额	81	244	528	674	695
P/B	4.2	3.5	4.5	4.0	3.6	货币资金的期末余额	244	528	674	695	812
EV/EBITDA	12.1	18.9	30.5	21.9	17.7	企业自由现金流	0	(283)	146	38	151
						权益自由现金流	0	(335)	158	52	166

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032