

升级焕新，再启新程

——李子园（605337.SH）公司深度报告

推荐（维持评级）

分析师：刘光意 S0130522070002

2024年1月11日

李子园：小而美的区域型乳饮料公司，甜牛奶为核心大单品。公司深耕乳饮料领域近30年，穿越多轮行业周期，产品端以甜牛奶为核心大单品，同时通过布局乳味风味饮料、复合蛋白饮料以扩充产品矩阵；渠道端基于经销商深耕差异化的特通渠道+传统渠道，以浙江为基地市场向西南、华中与华南等外围市场扩张。

纵向复盘：穿越30年经营周期，差异化竞争+渠道红利推动业绩高增。公司成立近30年，穿越4轮经营周期，其中二个阶段的业绩取得较好表现：1) 1994-2006年，顺应当时消费趋势，基于金华奶源优势以及快速招商扩张，在华东、西南与华中地区奠定了品牌知名度；2) 2016-2021年，在消费升级背景下步入品牌复兴周期，期间业绩CAGR约27%，主要得益于：a.宏观需求复苏+国潮复兴；b.通过差异化竞争+渠道红利形成核心竞争优势。

短期展望：需求渐进式复苏与成本压力缓和，业绩复苏斜率有望继续抬升。2022年疫情反复与成本压力导致公司业绩承压，2023年前三季度随着需求复苏以及大包粉价格回落，公司业绩迎来恢复性增长。展望23Q4，公司将在收入低基数背景下加大费用投放力度，品牌升级的红利或逐渐释放，预计动销恢复的斜率有望继续抬升，此外考虑到大包粉与包材成本压力同比下降，叠加政府补助或计入报表，利润端亦有望增长。

长期展望：品牌升级焕新与渠道裂变精耕，大单品全国化仍有空间。1) **品类维度：**公司甜牛奶系列经过多年培育已成长为十亿级单品，预计远期收入或30亿元，同时可布局泛饮料来培育第二增长曲线。2) **渠道维度：**公司对标其他乳品饮料企业仍有较大渠道下沉空间，计划针对不同渠道类型推出不同规格产品，传统优势渠道继续下沉与裂变（分为流通渠道+早餐渠道+小餐饮渠道），新渠道亦积极布局，通过无蔗糖等产品布局现代渠道，通过定制产品布局零食折扣店；3) **品牌维度：**公司与华与华合作，通过打造“李子园同学”logo以实现品牌年轻化，同时积极开展“腾讯音乐甜美女生大赛”线下活动，长期来看品牌升级红利有望逐渐释放。

核心观点

盈利预测与投资建议： 预计2023~2025年收入分别为14.4/16.7/19.4亿元，分别同比+2.6%/16.1%/16.3%，归母净利润分别为2.6/3.0/3.5亿元，分别同比+15.4%/16.2%/16.8%，EPS分别为0.65/0.75/0.88元，对应PE为21/18/15X，公司23年PE低于可比公司均值25X，考虑到公司新战略计划的实施叠加董事长增持股票彰显信心，同时公司回购股票拟用于股权激励，维持“**推荐**”评级。

风险提示： 动销恢复不及预期的风险；渠道下沉不及预期的风险；新品表现不及预期的风险；食品安全问题的风险。

表：李子园盈利预测摘要

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1403.54	1439.61	1670.66	1942.07
收入增长率%	-4.50	2.57	16.05	16.25
净利润（百万元）	221.03	255.04	296.37	346.13
利润增速%	-15.80	15.39	16.20	16.79
毛利率%	32.47	36.50	36.80	36.90
摊薄EPS(元)	0.56	0.65	0.75	0.88
PE	24.00	20.80	17.90	15.33
PB	3.07	3.11	2.68	2.28
PS	2.91	3.57	3.06	2.64

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、李子园：小而美的区域型乳饮料企业

二、甜奶行业：消费分级背景下的品类属性与生命周期

三、纵向复盘：三十年经典品牌，开启复兴之路

四、横向比较：差异化竞争与渠道势能释放

五、长期展望：品牌升级与渠道精耕，大单品全国化仍有空间

六、盈利预测与投资建议

七、风险提示

一、李子园：小而美的区域型乳饮料企业



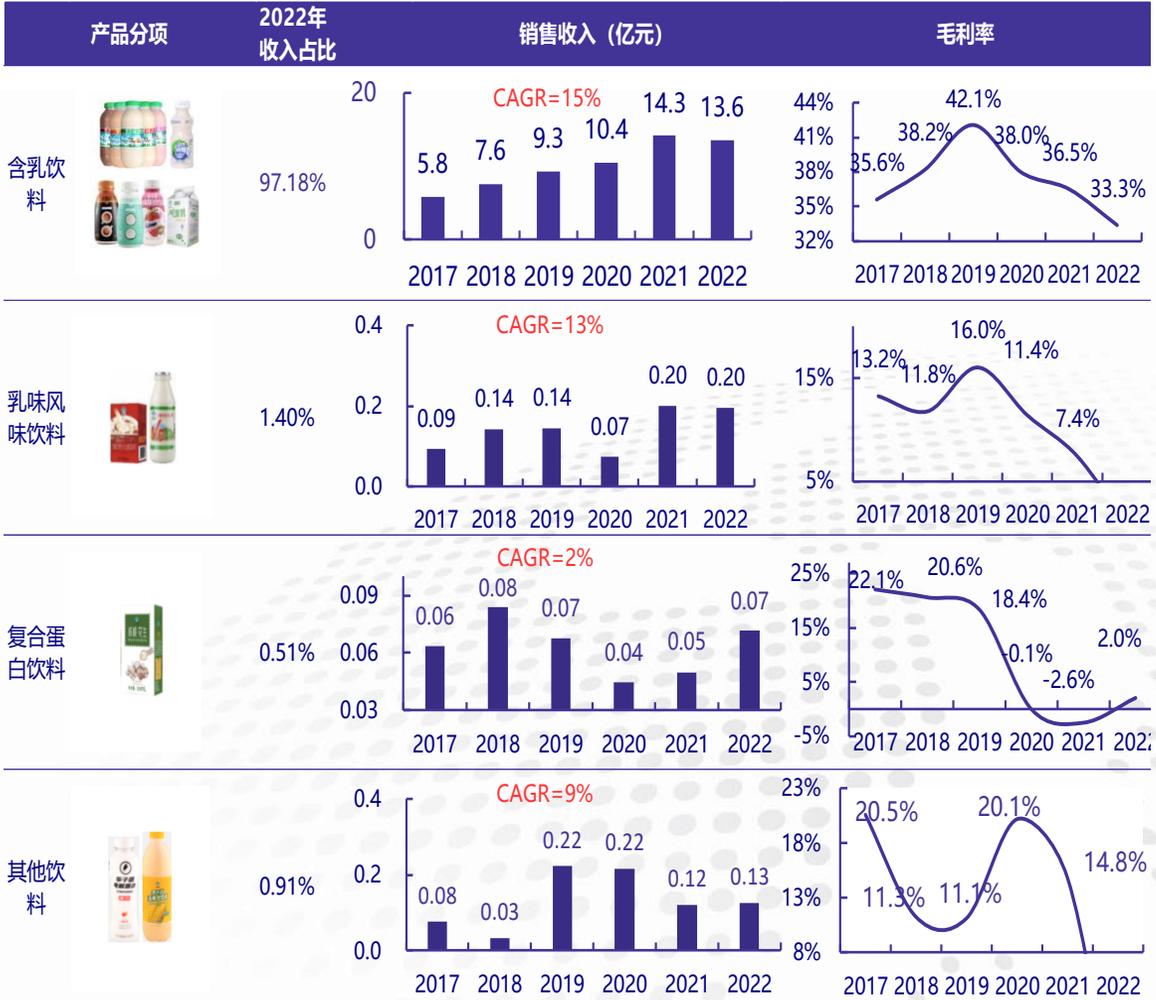
(一) 业务结构：甜奶为核心大单品，积极探索第二曲线

小而美的区域型乳饮料公司：公司于1994年在浙江金华成立，深耕含乳饮料领域近三十年，早年布局上游奶牛养殖与中游饮料制造，在经历了乳品周期性波动后，逐渐剥离业绩波动较大的养殖业务，聚焦更高盈利的乳饮料业务。

1) 含乳饮料：甜牛奶为核心单品，其他产品包括果蔬酸奶饮品、酸味乳饮料等；2022年收入13.59亿，占比97.18%，近6年CAGR=15%。

2) 非含乳饮料：利用现有原有饮料渠道优势，通过扩充SKU的丰富度来增强经销商粘性，产品包括VD钙乳酸饮品、复合蛋白饮品、玉米汁饮品、电解质饮料等；2022年收入0.39亿，占比2.82%，6年CAGR=9%。

图：李子园主业结构

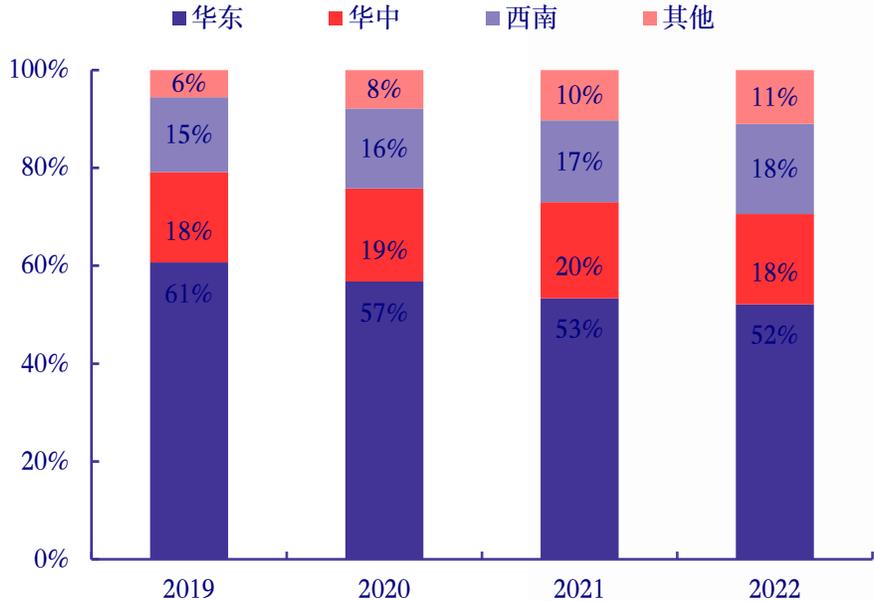


资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

（二）区域与渠道：以华东为基地市场，布局差异化渠道

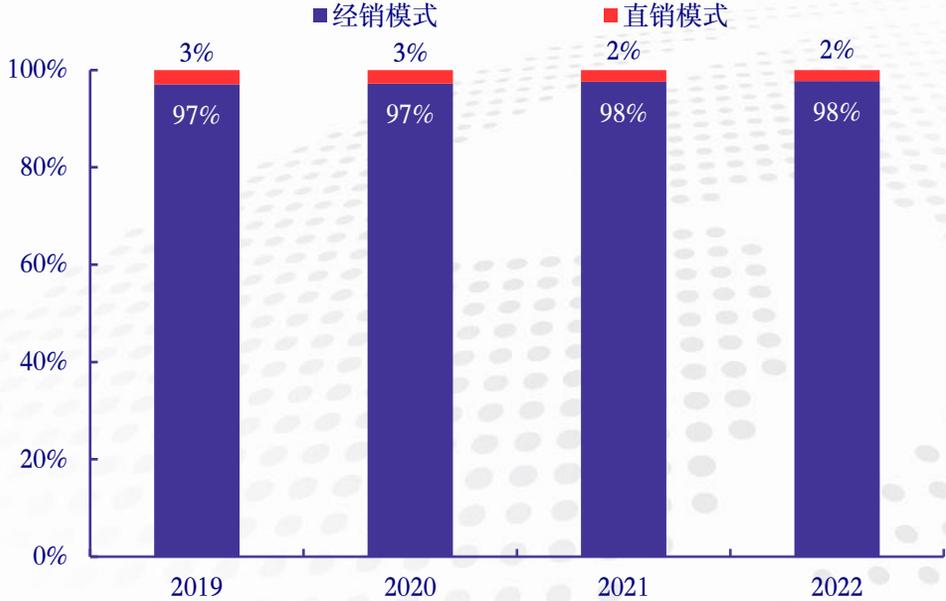
- **区域结构：全国化初期，从华东向外围扩张。**公司长期深耕华东（浙江为主），形成较强的品牌效应，收入占比达到50%以上；品牌正处于泛区域化扩张阶段，以华东市场基地逐步向具备消费者基础的西南市场、华中市场渗透，二大市场占比在2019-2021年从33%提升至36%。
- **渠道结构：差异化竞争，通过经销覆盖渠道。**公司渠道结构保持稳定，经销渠道收入占比97%，具体拆分来看，主要布局差异化的特通渠道（早餐店、校园店、小餐饮等），同时亦覆盖传统与现代渠道（便利店、连锁超市等）。

图：李子园收入的区域结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：李子园收入的渠道结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）股权与管理：高管团队稳定且专注，大股东增持彰显信心

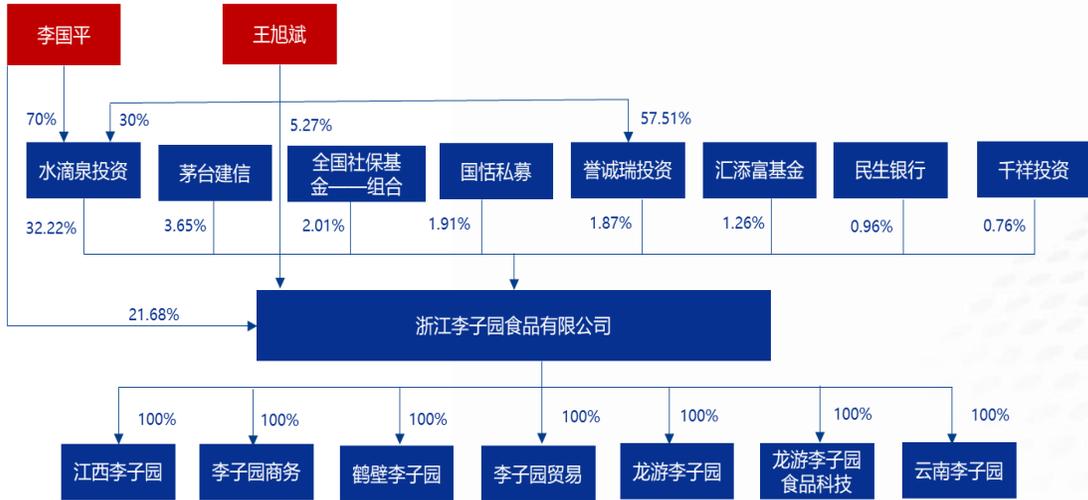
董事长夫妻实控约60%，底部增持彰显信心。公司创始人兼董事长系李国平，与妻子王旭斌共为实控人，合计控制公司接近60%股权（直接+间接）。2023年10月，公司公告回购股份方案，回购资金约1.5-3亿元，回购股价不高于24.66元，拟用于员工持股计划或股权激励，提升团队凝聚力和企业竞争力，彰显其对公司未来发展的信心。

高管团队大范围持股，产业经验十分丰富。董监高合计直接持股比例约30%，其他高管与员工亦通过誉诚瑞、鑫创晟瑞等平台间接持股；公司高管均拥有丰富的产业经验，董事长专注乳制品行业30余年，带领公司穿越多轮行业周期，其他董监高亦在公司任职近20年，团队稳定且凝聚力强。

前十大股东多为长线价值机构投资者。除董监高外，其他前十流通股东包括茅台建信、社保基金，均为资金实力雄厚且风格偏长期的机构投资者。

图：李子园股权结构（2023年）

直接持有21.68%，间接持有22.44% 直接持有5.27%，间接持有10.69%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表：李子园董监高持股情况

姓名	职务	持股数（万股）	持股比例	薪酬（万元）
李国平	董事长,董事	8550	21.7%	131
王旭斌	董事、副总经理	2078	5.3%	41
朱文秀	董事、总经理	248	0.6%	106
苏忠军	董事、副总经理	199	0.5%	66
方建华	副总经理	187	0.5%	80
程伟忠	董秘	161	0.4%	46
孙旭芬	财务总监	76	0.2%	46
崔宏伟	监事会主席、监事	57	0.1%	25
王顺余	董事、副总经理	48	0.1%	53

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

备注：持股数为2023年三季报数据，薪酬为2022全年数据

（四）业绩波动：2016-2021年业绩增速维持20%以上的高增态势

- **营收与利润保持高增趋势：**2016年-2021年，公司营收CAGR为26.5%，归母净利润CAGR为20.8%；2022-2023年步入短期调整阶段，业绩增速放缓。
- **毛利率与净利率稳步提升：**2017年-2021年，公司毛利率从34.9%提升至35.9%，归母净利率从15.0%提升至17.8%；2022年步入短期调整阶段，盈利能力有所下滑；2023年虽然收入端恢复速度较慢，但随着大包粉价格回落，公司盈利能力明显改善。

图：李子园历年收入与净利润



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：李子园历年盈利能力指标



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、甜奶行业： 消费分级背景下的品类属性与生命周期



(一) 概念界定：从含乳量与口味性二个维度定位

广义的甜牛奶即“以甜味为主的含牛奶的液体”，图：调制乳与含乳饮料的品类比较
具体可从含乳量与口味性二个维度进行定位。

● 1.含乳量角度，可分为4种

- 1) 发酵乳：百克蛋白质含量大于2.9g，具有调节肠胃、促进消化的功能性，包括常温与低温；
- 2) 调制乳：百克蛋白质含量大于2.3g，口味多元化，经典产品包括早餐奶、香蕉牛奶；
- 3) 乳饮料：百克蛋白质含量大于1g，严格意义为饮料，经典产品包括酸酸乳、营养快线；
- 4) 口味奶：非国家标准定义，一般包括具备多元化口味的调制乳、乳饮料等。

● 2.口味角度，可分为2种

- 1) 酸性：分为发酵型与配置型；
- 2) 中性：即酸味以外的口味，如甜味、原味等。



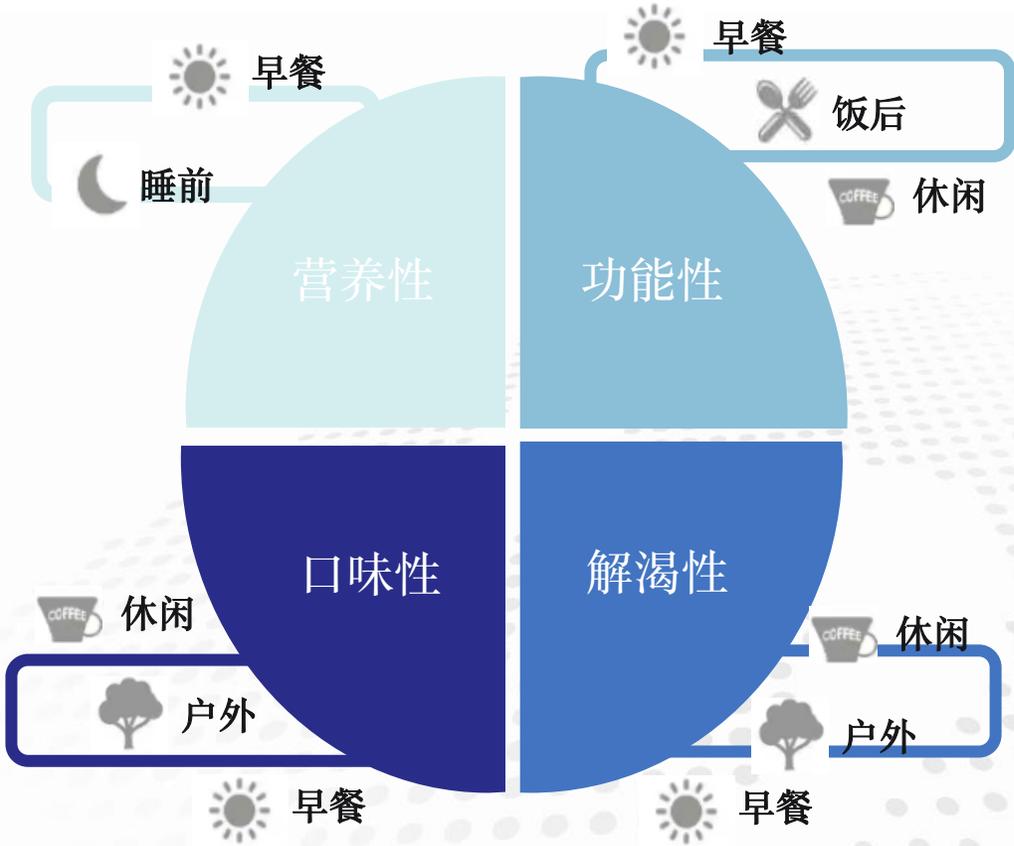
资料来源：天猫商城，中国银河证券研究院

(二) 品类属性：消费分级驱动品类价值结构性变化

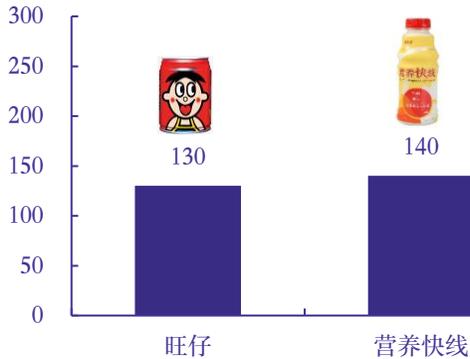
● 静态视角：甜牛奶作为含乳饮料的一种，兼具乳制品与饮料的双重属性。

- 1) 核心价值：营养性、功能性、口味性与解渴性。
- 2) 消费场景：以C端的自饮为主，包括早餐、饭后、休闲、睡前等。
- 3) 消费群体：覆盖群体较为广泛，但以15~40岁的群体为主。
- 4) 品类特征：既具备乳制品的需求稳定性，亦具备饮料的高周转与快消品属性，同时甜味具备最广泛的消费群体叠加成瘾性延长产品生命周期，易打造大单品。

图：含乳饮料的核心价值为满足消费者的四个需求

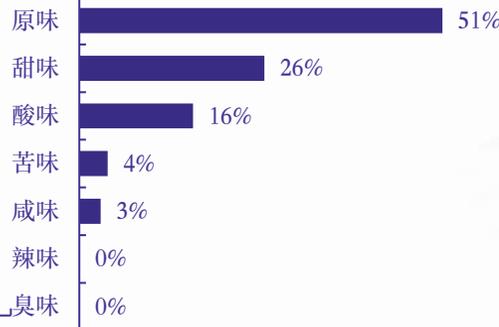


图：类乳饮料大单品收入最高值(亿元)



资料来源：欧睿，公司官网，中国银河证券研究院

图：类乳饮品七大基础风味销售额



资料来源：凯度，中国银河证券研究院

资料来源：益普索，中国银河证券研究院

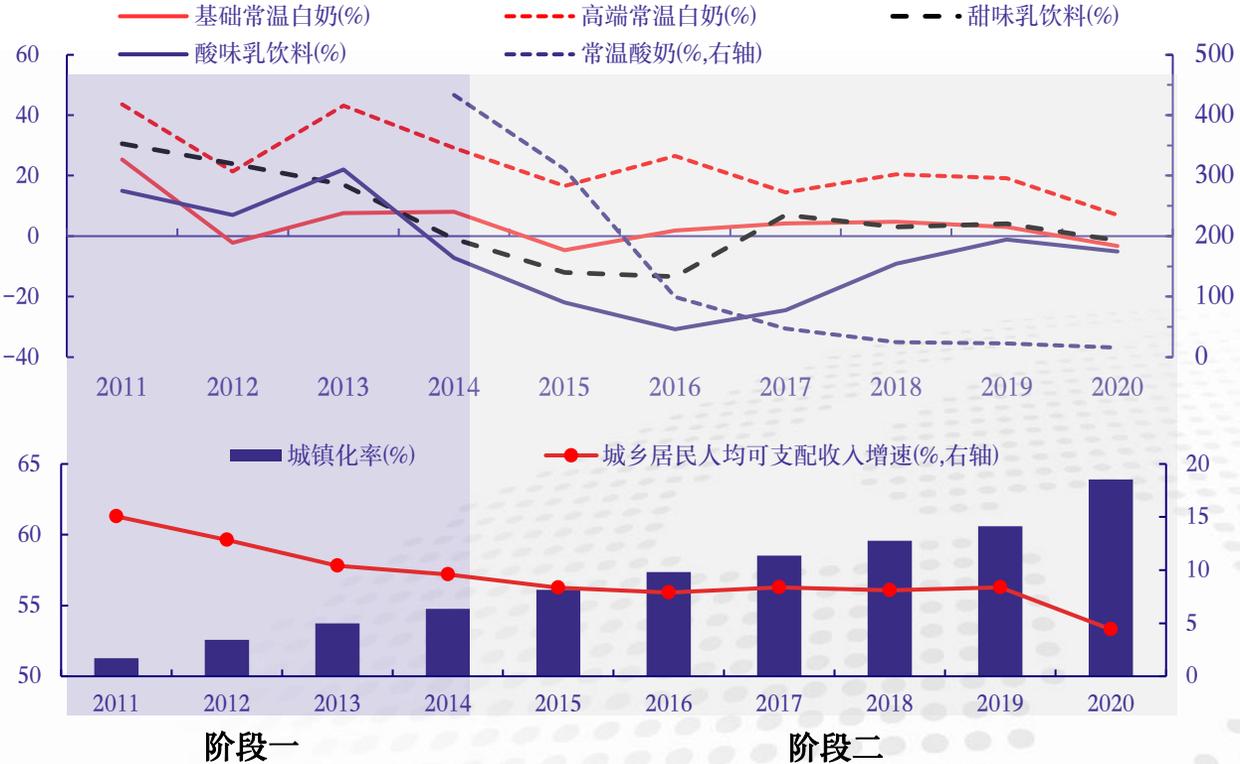
(二) 品类属性：消费分级驱动品类价值结构性变化

● 动态视角：人均收入改善与城镇化率提升推动乳饮料的品类属性变迁

1) 2011-2015年，人均GDP与城镇化水平偏低，许多消费者对乳制品产品要求不高，因此这一时间段酸味乳饮料扮演了“功能化”+“口味化”的身份，反映为品类收入维持较高双位数增长。

2) 2016年至今，人均可支配收入的改善+城镇化率的提升，共同推动乳制品需求端发生结构性，即单位毫升摄入的乳蛋白量明显提升，反映为高端白奶增速高于基础白奶，同时对“功能化”+“口味化”的要求提升，反映为常温酸奶高速增长的同时酸性乳饮料收入端增速的放缓，这也解释了为何2016年之后甜牛奶表现好于酸性乳饮料，主要得益于口味差异性难以被替代。

图：人均收入与城镇化率推动类乳饮料的品类价值发生结构性变化



消费水平偏低，酸味乳饮料扮演了“功能化”+“口味化”的身份，因此收入维持较高双位数增长。

消费水平提升，对“功能化”+“口味化”的要求提高，反映为常温酸奶高速增长+酸性乳饮料增速放缓，这也解释了为何2016年之后甜牛奶表现好于酸性乳饮料，主要得益于口味差异性难以被替代。

资料来源：欧睿，国家统计局，iFind，中国银河证券研究院

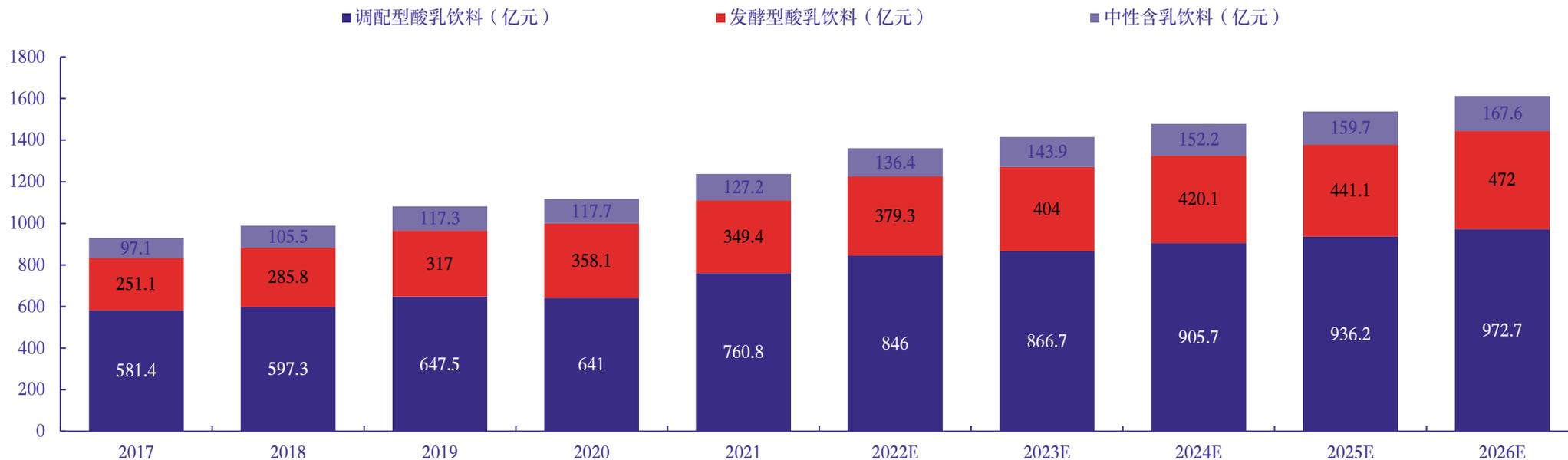
(三) 行业空间：含乳饮料约1200亿元，中性乳饮料约130亿元

根据头豹数据，2021年中国含乳饮料行业市场规模约1200亿元，预计未来五年将保持5.4%的年均复合增长率。

2021年，中国含乳饮料行业市场规模约1240亿元，2016-2021年CAGR约7%。考虑到人们对口味型饮料的需求具备一定粘性，预计未来五年含乳饮料行业将保持5%的年均复合增长率，于2026年市场规模约1600亿元。

从产品结构来看，2021年中国调配型酸乳饮料、发酵型酸乳饮料和中性含乳饮料市场规模分别约760亿元、350亿元和130亿元，在含乳饮料行业份额占比分别为62%、28%和10%。

图：含乳饮料行业空间（营收额）

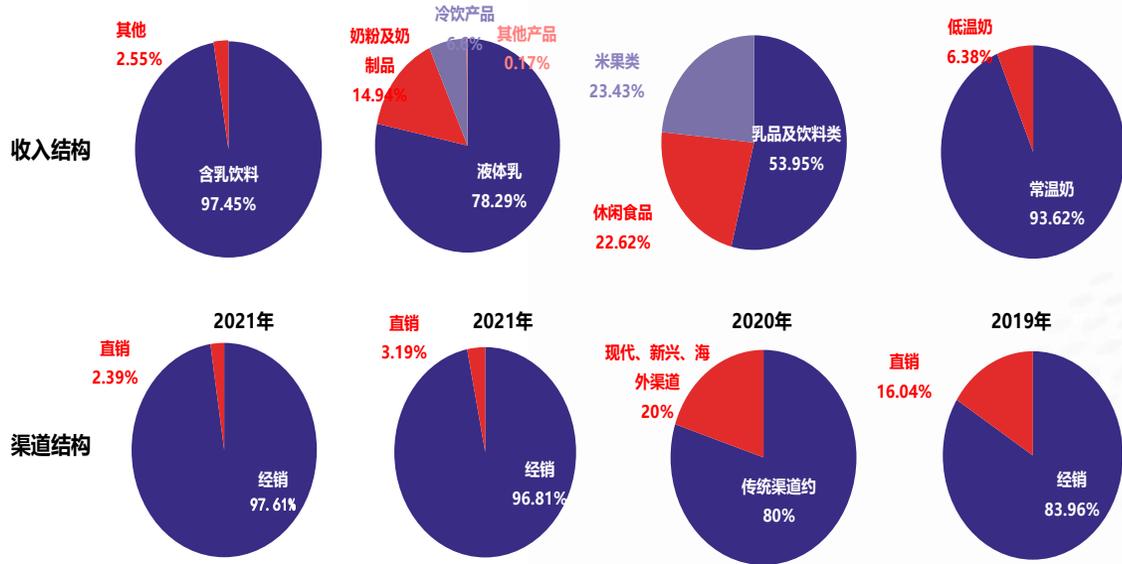


资料来源：头豹，中国银河证券研究院

（四）竞争格局：酸性乳饮料寡头竞争，甜奶区域品牌各有千秋

图：含乳饮料行业竞争格局

	李子园	伊利	旺旺	夏进
收入 (2021)	14.6亿元	1105.95亿元	240亿元	17.5亿元
市占率 (2022)	1.10%	30.40%	5.40%	1.44% (2021)



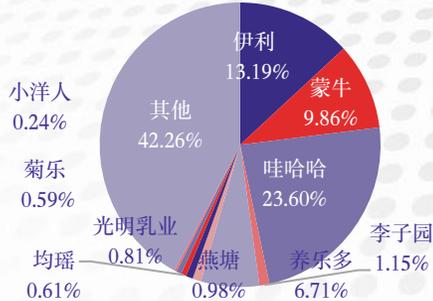
资料来源：欧睿，iFind，中国银河证券研究院

根据覆盖范围可以分为全国型和区域型，在产品、渠道与品牌营销三个维度的表现各具特色。

1) 酸性乳饮料-全国型寡头竞争：伊利、蒙牛、娃哈哈等，产品线类型多样，品类矩阵齐全；渠道网络覆盖范围宽，销售团队与经销商实力强劲；品牌历史深远，注重营销投入，具有强大的品牌号召力。

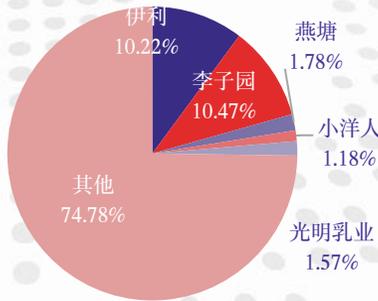
2) 甜奶-区域型品牌各有千秋：李子园、夏进、卫岗等，产品差异化特点鲜明，深耕区域市场+特通渠道（早餐店、学校、小餐饮、入户），消费者黏性强。

图：2021年含乳饮料市场份额



资料来源：头豹，中国银河证券研究院

图：2021年中性含乳饮料市场份额



资料来源：头豹，中国银河证券研究院

三、纵向复盘： 三十年经典品牌，开启复兴之路



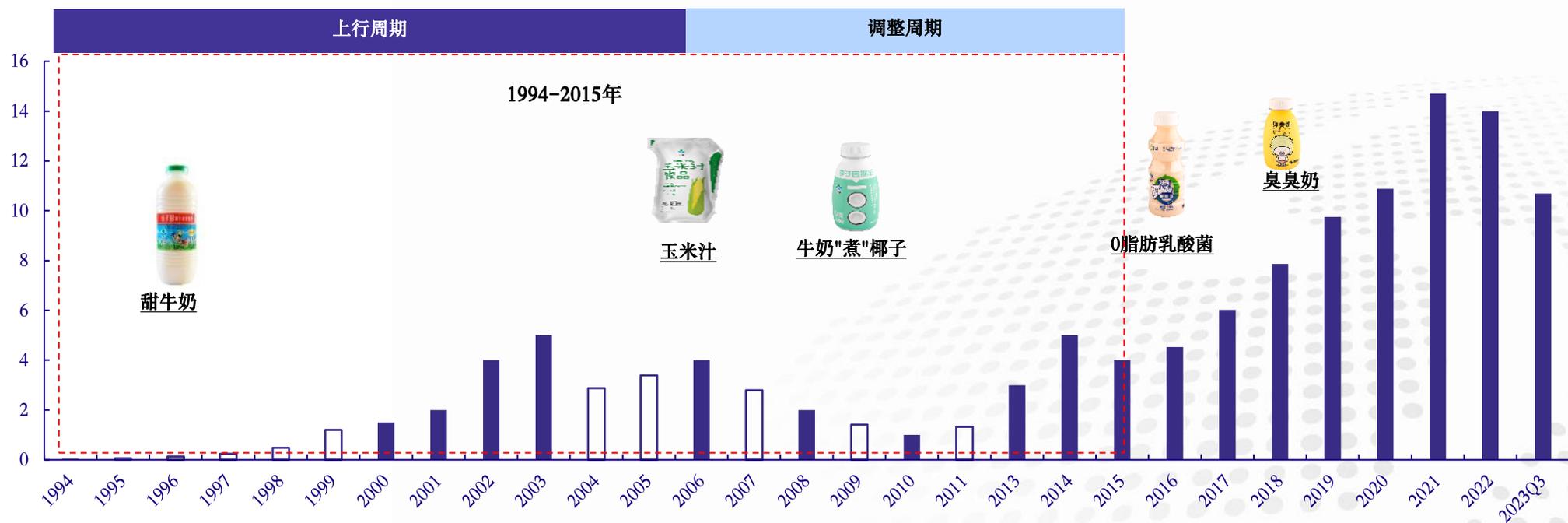
(一) 1994-2015年：泛全国化品牌，布局多个区域市场

公司成立于1994年，我们认为在过去近三十年的发展历程中经历4轮较为明显的经营周期，其中第一个阶段是1994-2015年，并且可分为二个周期。

1) 1994至2006年：上行周期，多因子共振推动公司业绩实现高速增长。

2) 2007至2015年：调整周期，2007年金融危机致宏观需求疲弱，叠加2008年乳制品行业受“三聚氰胺”事件影响，同时公司在这一阶段渠道管理较为粗放，导致步入较长的战略调整期。

图：1994-2023Q3李子园经营周期（收入，亿元）



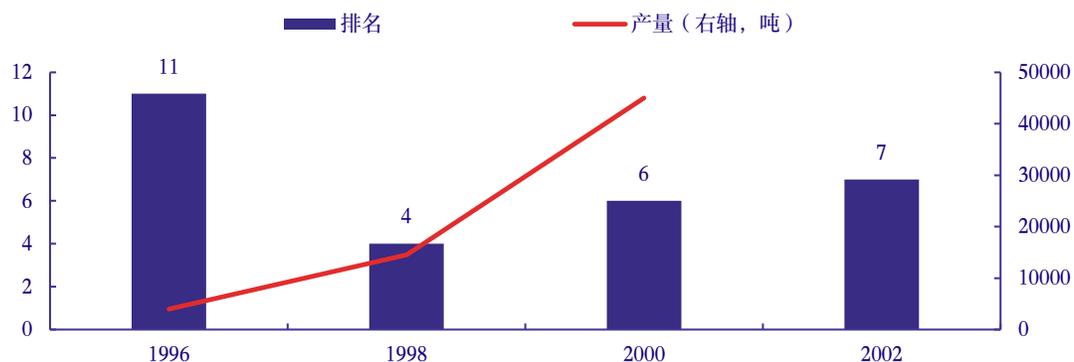
资料来源：爱学术，《金华市志》，《农产品市场》，金华晚报，中国银河证券研究院
备注：空白柱形图为根据复合增速推测的拟合值

(一) 1994-2015年：泛全国化品牌，布局多个区域市场

在这一阶段，公司通过十余年的探索取得了三方面的突破：

- 1) **领先的行业地位**：1997至2000年，公司液体乳销量排名位居全行业3-7名。
- 2) **泛全国化的品牌**：2000年起，公司陆续聘请著名演员周迅、范冰冰等加盟形象代言，进一步扩大品牌知名度。
- 3) **多个区域市场布局**：1996至2003年，公司相继于江西、安徽、青岛、四川、重庆、云南成立子公司。

图：公司在乳制品与乳饮料行业地位领先



资料来源：《中国食品工业年鉴》，中国银河证券研究院

图：李子园在1994至2007年间布局多个区域市场

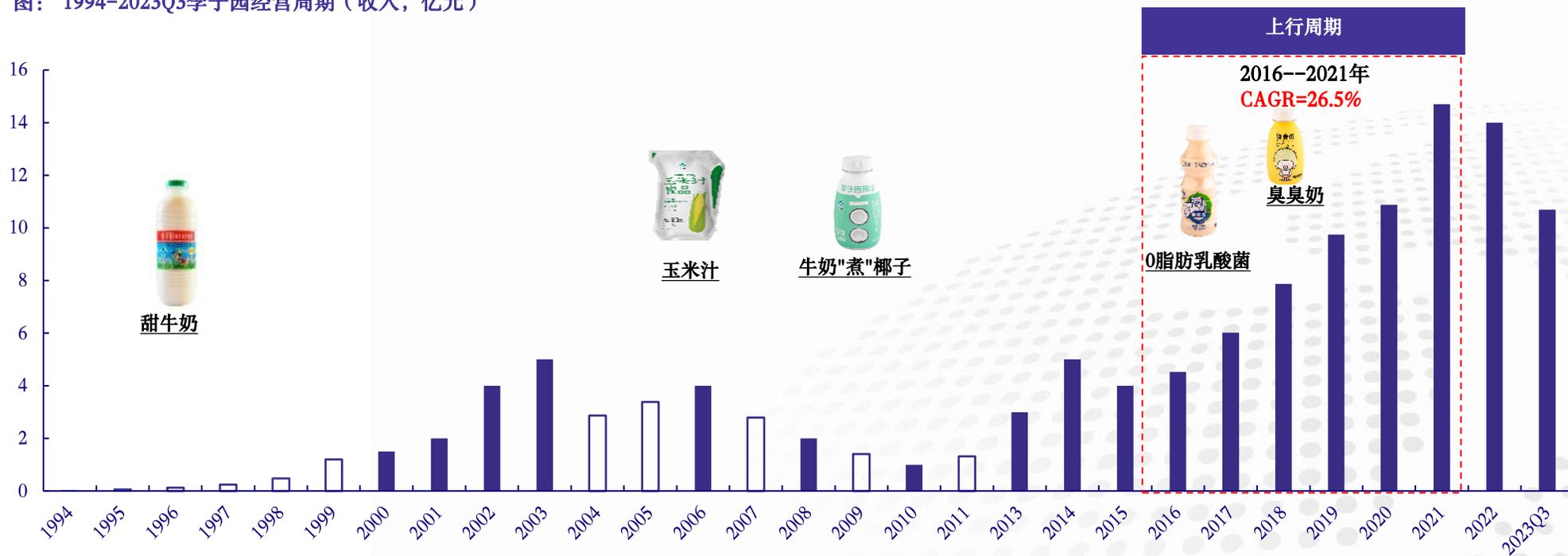


资料来源：企查查，中国银河证券研究院

(二) 2016-2021年：从区域内恢复性增长到重启全国化战略

在经历了多年的深度调整后，2016年至今公司步入第二个阶段，品牌复兴与区域扩张为贯穿始末的主要逻辑。在宏观需求复苏、国潮复兴、渠道变革的大背景下，公司营收迎来快速上升，2021年营收达到14.7亿元，复合增长率达到27%。

图：1994-2023Q3李子园经营周期（收入，亿元）



资料来源：爱学术，《金华市志》，《农产品市场》，金华晚报，中国银河证券研究院
备注：空白柱形图为根据复合增速推测的拟合值

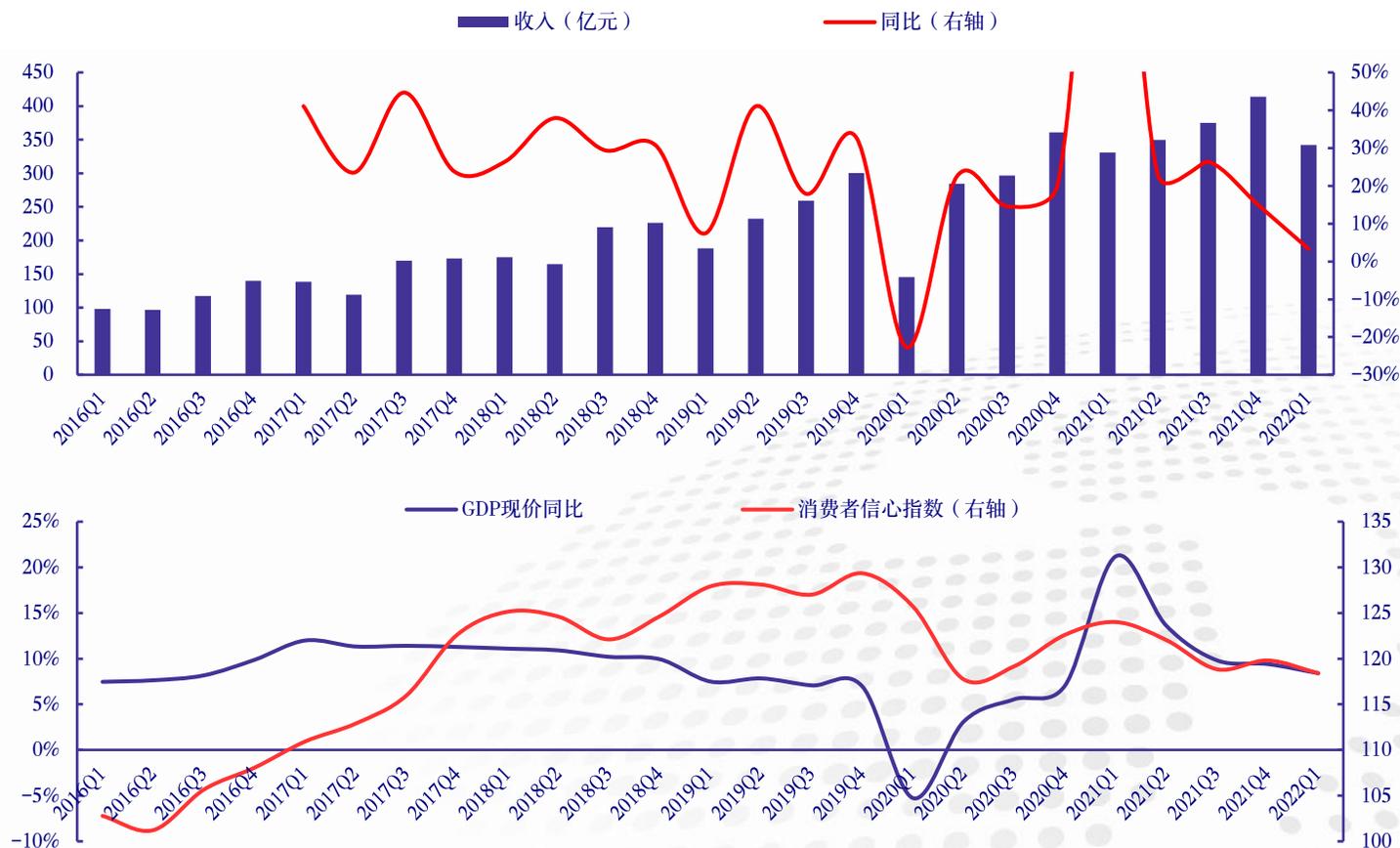
（二）2016-2021年：从区域内恢复性增长到重启全国化战略

1.需求周期：宏观需求向好，国潮品牌复兴

2016至2019年宏观需求向好，为公司复苏营造良好大环境：2016年以来国内消费迎来显著复苏，反映在宏观指标为GDP提速增长、消费者信心指数提升。公司产品兼具休闲饮料属性，因此销量仍在一定程度上受宏观需求波动的影响。

20H1疫情冲击甜牛奶消费场景，但20H2-2021年疫情好转后需求回补：公司甜牛奶主要消费场景包括早餐店、小餐饮与校园店，一方面系产品消费频次与消费场景绑定较为紧密，另一方面亦与消费者信心&收入水平受损相关。随着疫情逐渐好转，20Q2渠道迎来补库存和终端需求回补，收入同比+23%，并且21Q1在低基数背景下迎来高增长，收入同比+127%。

图：宏观需求好转推动李子园在2016年之后业绩持续向好



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

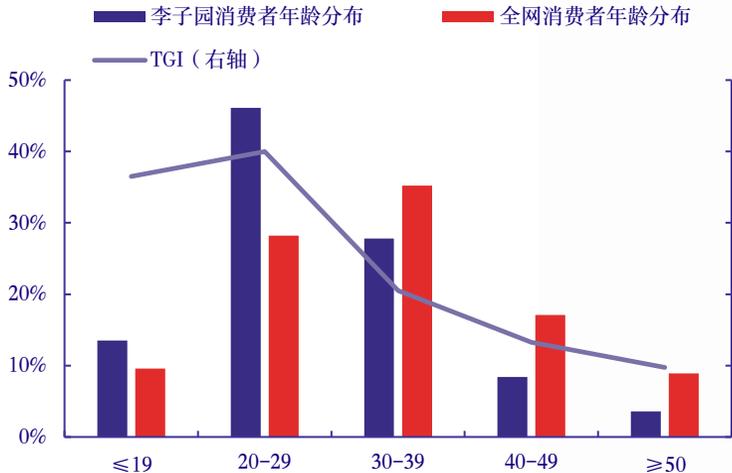
（二）2016-2021年：从区域内恢复性增长到重启全国化战略

1.需求周期：消费需求向好，国潮品牌复兴

2018年以来饮料行业掀起国潮复兴&怀旧消费：在国内人均GDP接近1万美元的背景下，包括服装、化妆品、食饮等多个消费行业均掀起国潮品牌复兴现象，典型如饮料行业的健力宝、冰峰、北冰洋、汉口二厂等。

李子园拥有二十年发展历史，曾积累了广泛的消费人群与良好的口碑，在国潮复兴的背景下通过“怀旧”、“经典”等文化元素重新打入华东等原有优势市场。

图：李子园消费群体画像（线上数据）



资料来源：百度指数，中国银河证券研究院

图：2016年以来食品饮料行业多个国货品牌相继复兴（收入，亿元）



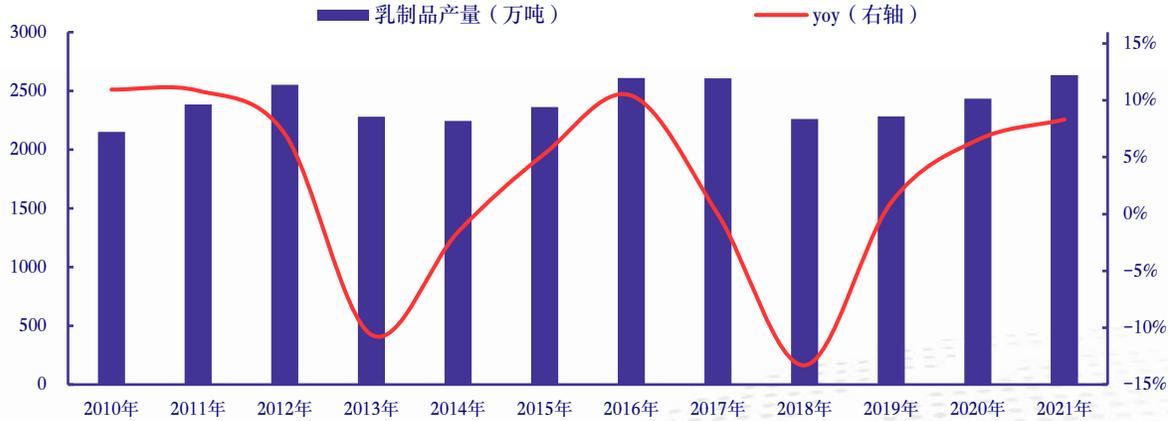
资料来源：欧睿，淘宝，36氪，中国银河证券研究院

（二）2016-2021年：从区域内恢复性增长到重启全国化战略

2.品类周期：乳制品整体稳健增长，乳饮料刚需属性凸显

- **乳制品：**2016至2019年乳制品行业稳健增长，2020年疫情催化液奶需求。从国家统计局数据来看，2021年乳制品产值为数据层面乳饮料品类维持稳健增长，2014-2018年间复合增速为10%，行业产值从2019年974亿元增长到2023年1314亿元。
- **乳饮料：**与液态奶相伴相生，品类相对刚需是公司业绩复苏的重要因素之一。相较于宏观周期的显著复苏，含乳饮料品类稳健增长，2014-2018年CAGR为10%，预计2019-2023年增速稳定在6%-8%。欧睿口径显示，风味乳饮料在2014年之后规模下滑，我们认为原因一方面在于欧睿将早餐奶也纳入乳饮料统计，另一方面酸酸乳等酸性含乳饮料对整体拖累较大。

图：乳制品行业增速维持稳定



资料来源：公司公告，中国食品工业协会，中国银河证券研究院

图：乳饮料行业增速维持稳定



资料来源：公司公告，中国食品工业协会，中国银河证券研究院

(二) 2016-2021年：从区域内恢复性增长到重启全国化战略

3.渠道周期：渠道变革与产品提价为贯穿本轮上行周期的线索

2011-2014年布局特通渠道与精耕细作，叠加2017年提价重塑利润体系，最终推动公司实现业绩反转。

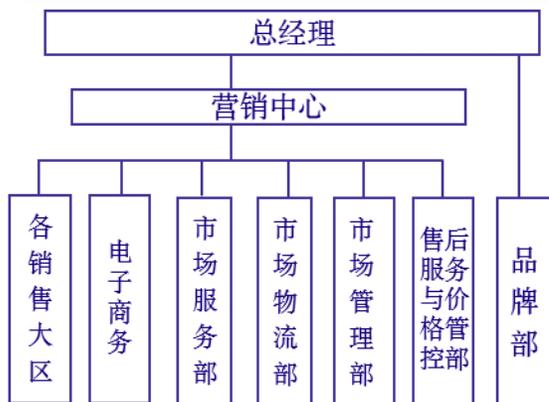
- **特通渠道**：以学校、早餐、便利店、小餐饮等特通渠道为主的经销商体系，特通渠道具备半封闭性、碎片化特征。
- **精耕细作**：公司自2011年开始推进甜牛奶的渠道细分和下沉工作，2016年以来这一动作明显加快。
- **提价**：2017年提价修复渠道利润体系，同时加大市场费用投放（返利补贴）帮助渠道与终端顺价。

图：李子园打造差异化渠道



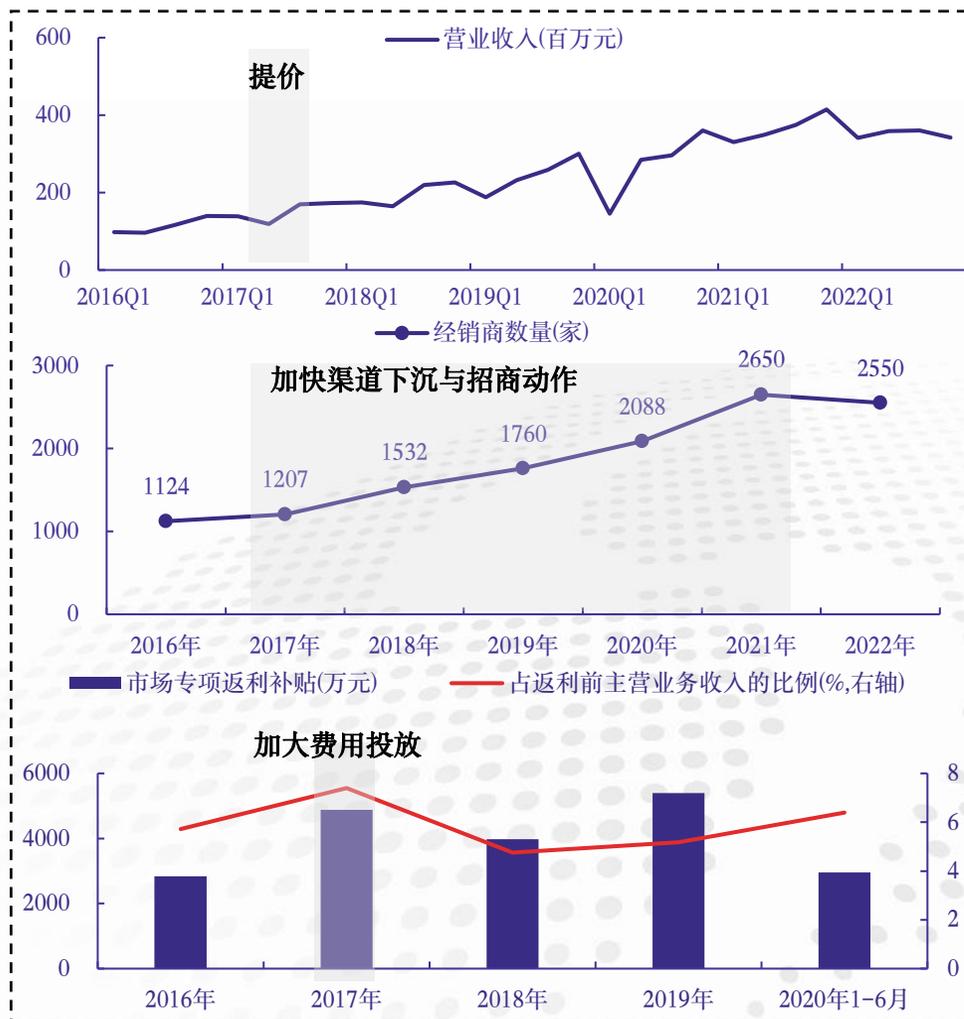
资料来源：百度图片，中国银河证券研究院

图：李子园组织架构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：2016年以来渠道变革叠加提价与费用投放推动收入高速增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 2016-2021年：从区域内恢复性增长到重启全国化战略

4.成本周期：长期盈利随原料价格波动，短期存在一定滞后性

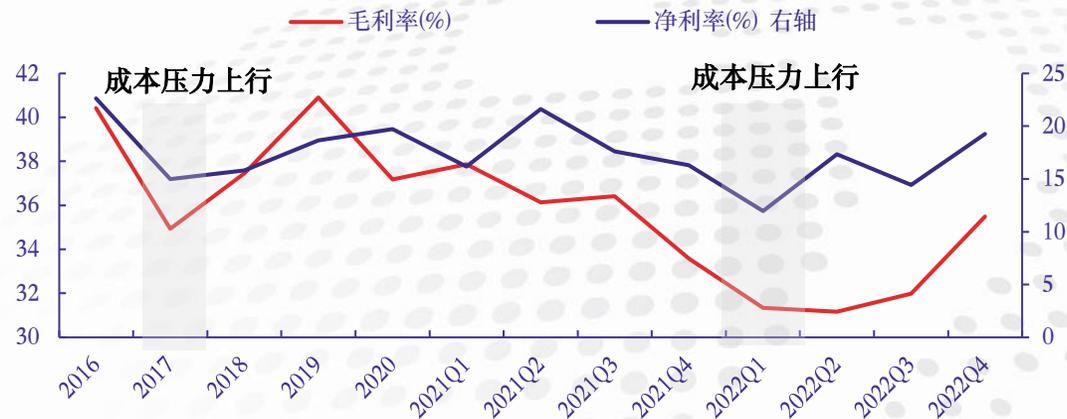
- 长视角来看，原料价格周期与公司盈利波动呈现较强的正相关性

2016至2017年，由于大包粉、pe塑料与瓦楞纸价格均大幅上涨，公司毛利率与净利率均显著承压。2017至2020年，大包粉价格维持稳定，但pe塑料与瓦楞纸等包材价格下降贡献利润弹性。2021年，在全球大通胀的背景下，原料价格再次步入上行周期，公司净利率同比下降。

- 短视角来看，公司盈利周期与成本周期之间存在滞后性（约半年）

例如2019H1、2021H1原料价格开启上扬通道，但毛利率在2019H2、2021H2才开始下降，原因在于公司往往提前半年采购大包粉等原料，或者在价格高位时还会进一步前置采购时间。

图：2017年以来李子园净利率改善主要由奶价下降推动



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

（三）2022-2023年：需求弱复苏与价格体系调整导致收入增速放缓

2022年，公司开始步入调整周期，收入端略有下滑，且利润端压力更加明显，主要归因于：1) 疫情反复，对早餐店、校园店渠道的需求冲击较大；2) 大包粉成本压力超预期；3) 公司在22年7月官宣提价，终端动销有一定压力。

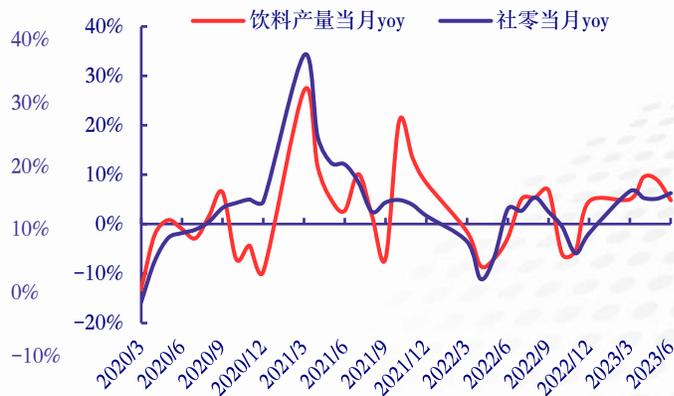
2023年，收入端实现恢复性增长，并且呈现逐季加速特征，若剔除提价因素后销量改善幅度将更加明显，但三季度收入增速仍低于疫情前的水平，反映动销复苏仍偏慢，核心矛盾主要在于：1) 宏观需求复苏节奏偏慢，叠加华东沿海人口回流速度较慢冲击渠道客流；2) 三季度原奶价格仍下行，终端市场白奶促销较多，对公司动销有所冲击，这在奶源丰富且公司品牌力稍弱的北方市场体现的更明显；3) 公司此前提价，但终端需求不足，导致公司价格体系受到一定冲击。

图：李子园2022年步入调整周期



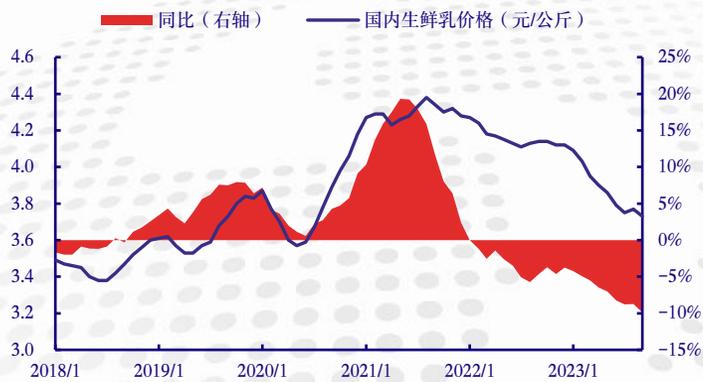
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：宏观需求复苏节奏偏慢



资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院

图：国内生鲜乳价格2023年持续下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、横向比较： 差异化竞争与渠道势能释放



(一) 产品优势：高性价比与口味差异化

- **同质化&差异化：成分与营养价值同质性，口味与包装差异化。**成分上，甜牛奶的主要成分为生牛乳、乳粉、白砂糖等，营养价值同质性高。口味上，李子园甜牛奶清甜爽口，旺仔牛奶浓郁醇正，夏进丝滑香甜，风味独树一帜。包装上，李子园采用hdpe瓶+怀旧风，旺仔马口铁+经典logo，伊利、夏进包装差异明显。
- **产品策略：大单品VS多元矩阵。**李子园注重以区域市场带动全国市场，以甜牛奶大单品带动全线收入，围绕大单品进行创新，推出多种规格和风味产品。旺仔245mL甜牛奶占据营业收入主要部分。伊利布局液体乳、酸奶、奶粉等多条线，产品矩阵多元。
- **产品单位价格排序：旺仔 > 夏进 > 李子园。**旺仔聚焦高端市场，常年占据2元/100ml单位价格带之首，李子园、夏进注重大众市场，位于1.0-1.2元/100ml价格带。

图：乳饮料产品价格带（元/100ml）



资料来源：淘宝，中国银河证券研究院

图：乳饮料产品比较

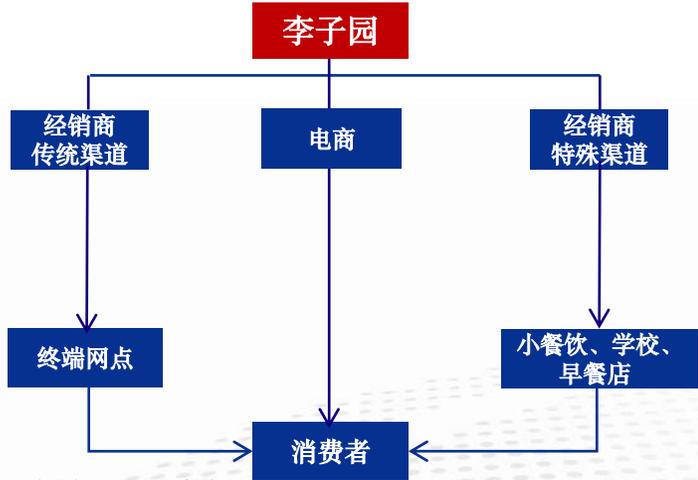
甜牛奶	价格	规格	元 /100ml	2021年销售额 (亿元)	产品图	主要成分	包材
李子园甜牛奶乳饮料	4.5	450ml	1	13		生牛乳、全脂奶粉、白砂糖、单硬脂酸甘油酯、双硬脂酸甘油酯	hdpe
夏进甜牛奶	6.1	500ml	1.2	10.1		生牛乳、白砂糖、单，双甘油脂肪酸酯	pet
旺仔牛奶	5.3	245ml	2.1	118		全脂乳粉、炼乳、白砂糖、蔗糖脂肪酸酯、单硬脂酸甘油酯	马口铁
营养快线	4.2	485ml	0.9			全脂乳粉、鲜牛乳、白砂糖、浓缩苹果汁、羧甲基纤维素钠	pet
晨光甜牛奶	3	250ml	1.2			乳粉、白砂糖、海藻酸钠、甜蜜素	聚乙烯、纸、铝箔等
燕塘甜牛奶	3.4	250ml	1.4	7.4		乳粉、白砂糖、生牛乳、单，双甘油脂肪酸酯、聚甘油脂肪酸酯	聚乙烯、纸、铝箔等
小西牛甜牛奶	3.4	243ml	1.4			生牛乳、白砂糖、单，双甘油脂肪酸酯、蔗糖脂肪酸酯	

资料来源：淘宝，Wind，中国银河证券研究院
备注：价格单位为元/瓶

(二) 渠道优势：布局特通渠道，渠道利润丰厚

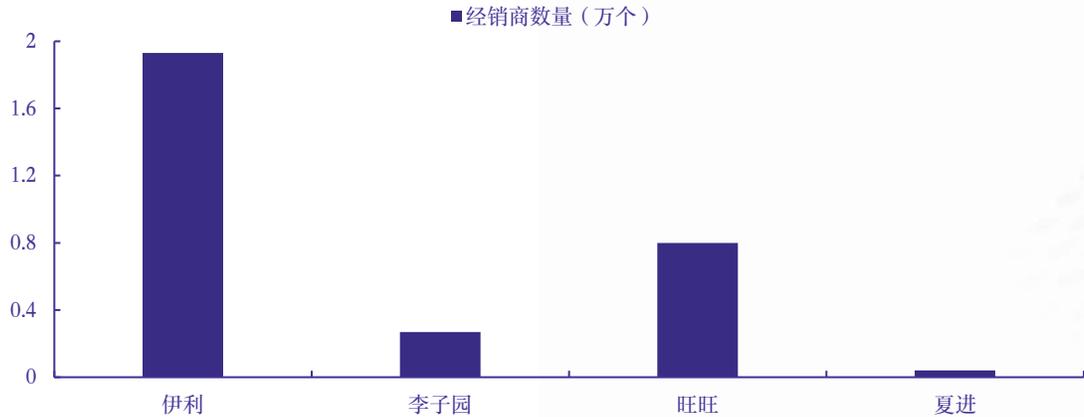
- **经销商数量：伊利 > 旺旺 > 李子园 > 夏进。** 总体来看，伊利、旺旺经销商数量远高于李子园。具体来看，李子园具有区域经销优势，在华东华中、西南地区具有高度渗透率。
- **渠道结构：李子园经销+特销，旺旺、伊利多元渠道。** 除KA、BC、连锁系统及批发部等传统经销渠道外，李子园拓展小餐饮、学校、早餐店等特通渠道，完善渠道网络，提高产品铺市率，形成渠道错位竞争。
- **渠道利润：李子园 > 夏进 > 伊利 > 旺旺。** 李子园经销商、终端毛利率最高，系公司通过让利扩大销售渠道，从而实现快速扩张目标。

图：李子园渠道结构



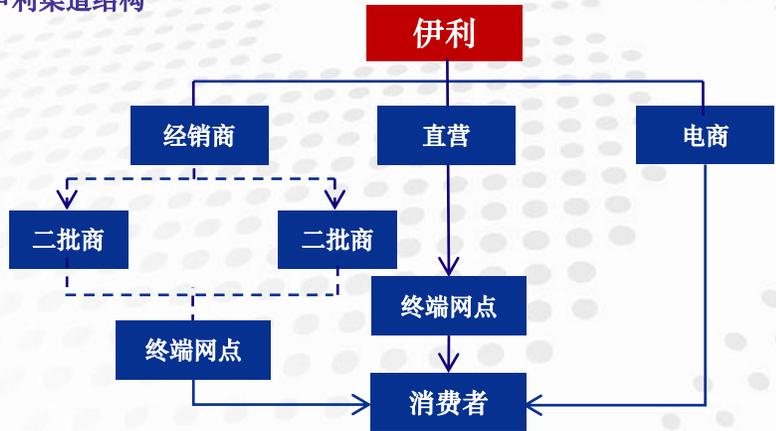
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：含乳饮料企业渠道密度（2023Q3）



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图：伊利渠道结构

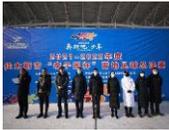


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 品牌比较：定位大众品牌，注重线下推广

- **伊利：全国知名品牌，营销投入大。**2020年伊利入选全球乳企前五强，其品牌知名度和价值毋庸置疑，得益于公司长期大量的营销投入。
- **旺旺：大众定位，“年轻化”营销。**在传统的广告、商场营销外，利用网络直播平台、产品“拟人化”微博账号，增加网络爆梗，打造网红IP，扩大品牌影响力。
- **李子园：大众定位，注重线下推广。**李子园品牌如今已有三十年历史，前期注重广告营销，曾与周迅、范冰冰等知名明星进行合作。上市后，一方面拓展线下沉浸式营销渠道，如冠名高铁，另一方面加快线上营销布局，借助抖音、快手、小红书等平台宣传“童年味道”，紧跟“新国潮”的时代背景，提升品牌知名度。
- **夏进：大众定位，营销注入新活力。**夏进成立于1992年，是西北乳制品头部企业，品牌知名度辐射甘肃和陕西两个市场。被新希望乳业收购后，导入“鲜战略”目标，营销力度有较大提升。

图：李子园、伊利、旺旺、夏进在品牌方面的营销措施（线下）

	李子园	伊利	旺旺	夏进
	音乐：2018-2020本土音乐项目； 运动：“奔跑吧·少年”2021-2022佳木斯市雪地足球赛	电竞：2019英雄联盟职业联赛；2022JDC电竞俱乐部合作伙伴； 运动：2022北京冬奥会和残奥会	儿童比赛赞助，如：BBR CUP儿童平衡车赛、青少年击剑赛、亲子跑	运动：宁夏马拉松、中小学生会运动会； 传播：宁夏公益广告大赛
体育和电竞赛事赞助				
	杭州氧气音乐节	草莓音乐节、大学生音乐节		
音乐节				
	主要在2022年投放于公交、候车亭、高铁站、高铁专列	工厂、写字楼、公交站、加油站、地铁站、高铁站	写字楼、公交站、地铁站、高铁站	地铁、高铁专列
户外广告				
	大学城、写字楼、加油站	高校、俱乐部、沙滩、高速公路服务区、大型颁奖典礼	学校、写字楼、商场	学校、写字楼、商场
地面推广				
	创立李子园公益基金，为贫困学子捐赠助学金	“伊利营养2030”、“童梦同宇”公益环保活动	创立旺旺基金会，建立旺旺医院，捐赠防疫物资	“阳光984，夏进让我看见你”校园交通安全，捐赠防疫物资
公益活动				

资料来源：各公司官网、官方微信公众号，中国银河证券研究院

五、长期展望： 渠道精耕与品牌升级，大单品全国化仍有空间



五、长期展望：渠道精耕与品牌升级，大单品全国化仍有空间

以3~5年维度来看，我们认为公司正处于发展关键期，主要依托2条增长曲线共振：大单品全国化（品类裂变+渠道扩张）+品类扩张，一方面渠道扩张促进品类裂变，另一方面品类裂变又反向推动渠道扩张。

图：李子园长期成长逻辑



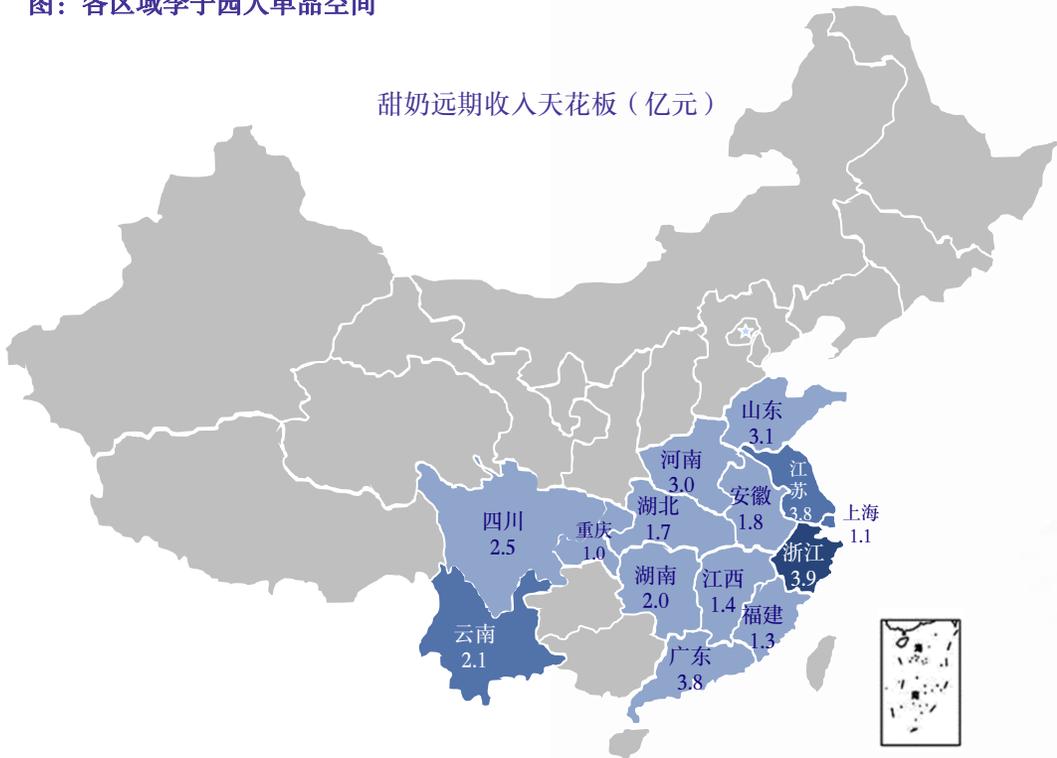
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

(一) 品类维度：甜牛奶大单品全国化仍具空间

市场空间测算：参考核心市场浙江的甜奶人均消费量，若公司重新经营一遍2008年之前的市场，2025年甜奶营收有望达到30亿元，具体情况如下

- 核心市场：浙江，预计2022年人均消费2瓶；
- 一类市场：江苏、上海、云南，有较好的消费群体积淀，预计远期人均消费1.5瓶；
- 二类市场：江西、安徽、河南、湖南、湖北、四川、重庆、广东、福建、山东，有一定的消费群体积淀，预计远期人均消费1瓶。

图：各区域李子园大单品空间



资料来源：iFind，国家统计局，公司公告，中国银河证券研究院

表：各区域李子园大单品空间测算过程

市场分类	省份	人口数量 (21年, 万人)	预计人均消费量 (450ml, 瓶)	省份消费量 (450ml, 万瓶)	出厂均价 (元/瓶)	收入 (亿元)
核心市场	浙江	6540	2	13080	3	3.9
	江苏	8505	1.5	12758	3	3.8
一类市场	上海	2489	1.5	3734	3	1.1
	云南	4690	1.5	7035	3	2.1
二类市场	江西	4528	1	4528	3	1.4
	安徽	6127	1	6127	3	1.8
	河南	9872	1	9872	3	3.0
	湖南	6622	1	6622	3	2.0
	湖北	5830	1	5830	3	1.7
	四川	8400	1	8400	3	2.5
	重庆	3213	1	3213	3	1.0
	广东	12684	1	12684	3	3.8
	福建	4187	1	4187	3	1.3
	山东	10170	1	10170	3	3.1
合计	-	93858	-	108241	-	32.5

资料来源：iFind，国家统计局，公司公告，中国银河证券研究院

（一）品类维度：甜牛奶大单品全国化仍具空间

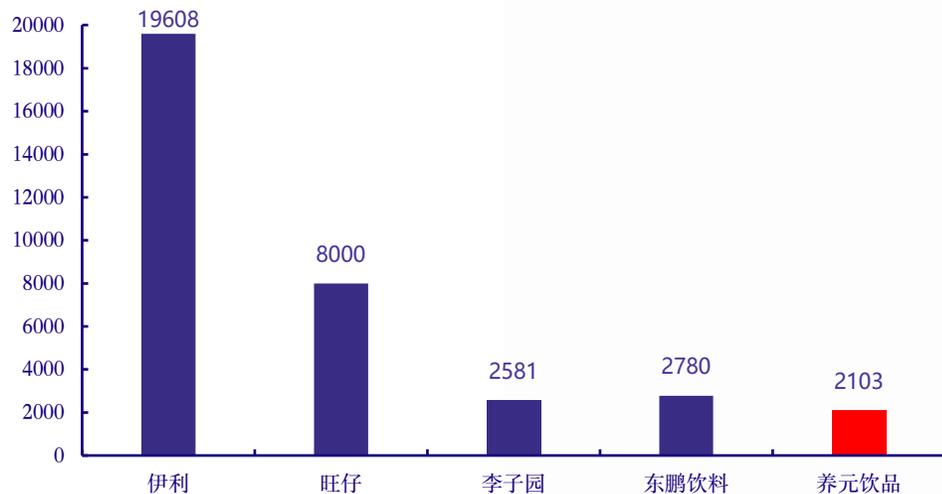
维度一：对标行业龙头品牌

从2021年多个行业“龙头”与“龙二”表现来看，华润怡宝、东鹏饮料、统一营收向龙头营收半程迈进，甜牛奶领域龙头单品“旺仔”收入123亿元，李子园14.7亿元，仍有较大空间。

维度二：基于渠道下沉的比较

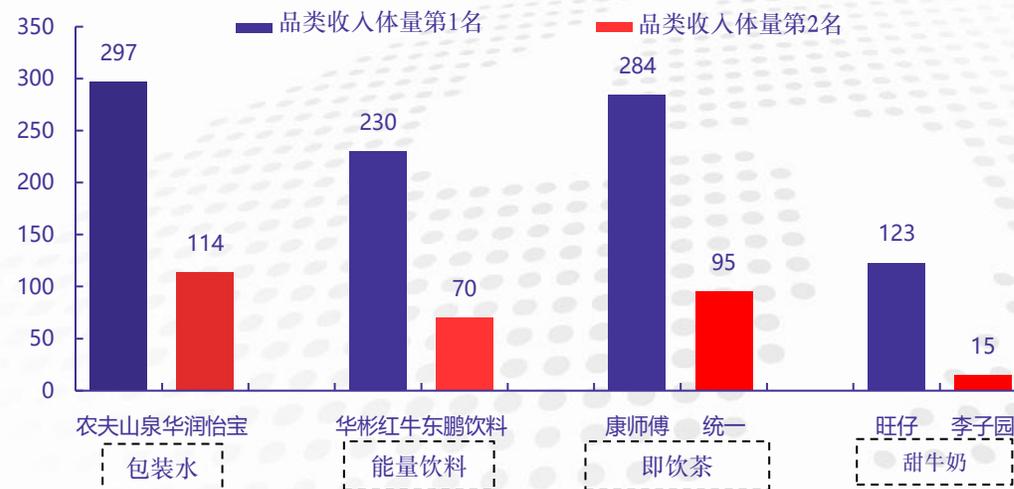
2023年三季度，李子园经销数量为2581家，横向对比伊利、旺仔、东鹏饮料、养元饮品，我们认为李子园的经销网络布局全面，终端网点仍具有一定发展潜力，未来3-5年随着渠道下沉深化，区域扩张可期。

图：经销商数量比较（2023年三季度，家）



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图：多个饮料细分行业“龙头”与“龙二”之间的收入差距（2021年，亿元）



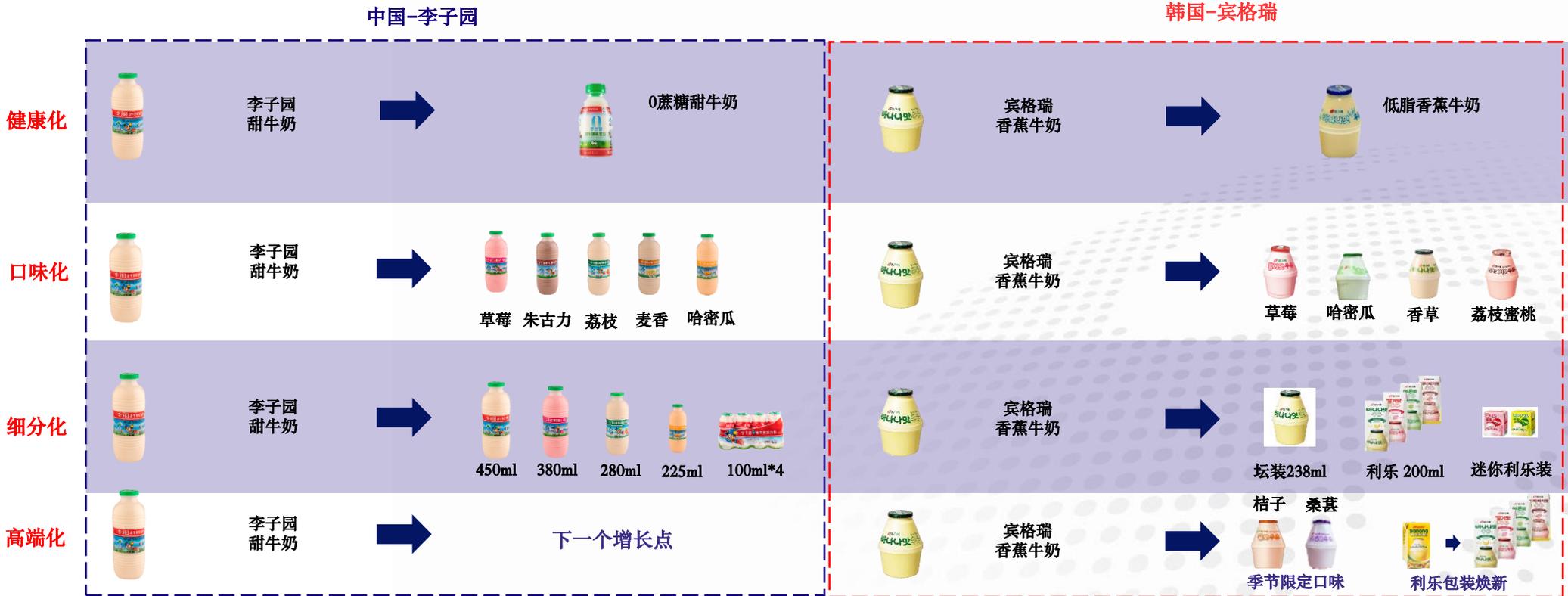
资料来源：iFind，欧睿，中国银河证券研究院

(一) 品类维度：甜牛奶大单品全国化仍具空间

维度三：产品裂变，从四个方向看甜牛奶的内部升级

甜牛奶有较好的内部延展性，表现为横向的健康化、口味化、包装差异以及纵向的高端化

图：从四个方向看甜牛奶的内部升级



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

(一) 品类维度：甜牛奶大单品全国化仍具空间

无蔗糖甜奶新品：2023年2月，公司推出无蔗糖新品，预计短期或贡献增量，主要得益于：1) 提前布局旺季与抢占渠道资源；2) 短期利用现有渠道铺货，并且丰厚的渠道利润率有利于提升经销商与网点的积极性；3) 新品顺应“健康”消费趋势，有利于打开新的消费群体。

老品焕新与推出乳品：2023年7月，公司召开品牌升级与新品发布会，对老品包装外观进行升级，在保留产品经典设计的同时加入时尚元素，更加贴近年轻消费群体；此外，公司推出燕麦奶、舒焕奶等新品，扩充产品矩阵，以便增强与经销商的合作关系。

图：李子园无蔗糖新品VS传统甜牛奶

	价格	规格	内容物	热量
	5.5元	320ml	水、全脂牛乳粉、赤藓糖醇、单，双甘油脂肪酸酯、卡拉胶	68千卡
	4.6元	450ml	水、生牛乳、全脂奶粉、白砂糖、单，双硬脂酸甘油酯、卡拉胶	154千卡

资料来源：淘宝，中国银河证券研究院

图：李子园新品（燕麦奶、舒焕奶、纯牛奶、果蔬酸奶、发酵酸奶等）



资料来源：李子园2023新品发布会，中国银河证券研究院整理

(二) 渠道角度：渠道下沉空间充足，分渠道类型开发产品

1. 相较于头部饮料品牌，公司具备充足的渠道下沉与扩张空间

1) 从规模看，相较于伊利，李子园的渠道在华东和华中地区下沉较深，但在华北、华南和其他区域的渠道仍具有较大扩张空间。

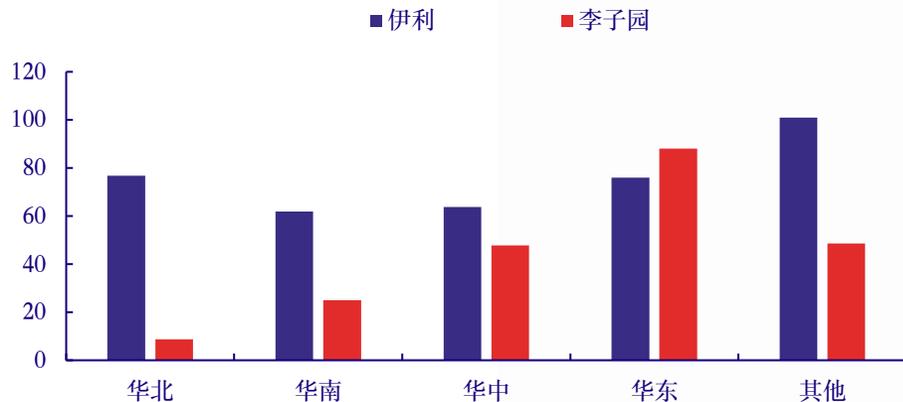
2) 从集中度看，李子园单位经销商销售量稳定，相较于伊利经销商体量还有较大的增长空间。

表：李子园、伊利分地区/市场层级经销商设置数量（2021年，单位：家）

	李子园					伊利				
	华北	华南	华中	华东	其他	华北	华南	华中	华东	其他
地级市	8	5	11	14	8	142	144	72	48	16
县级	1	1	1	2	1	12	23	8	6	3

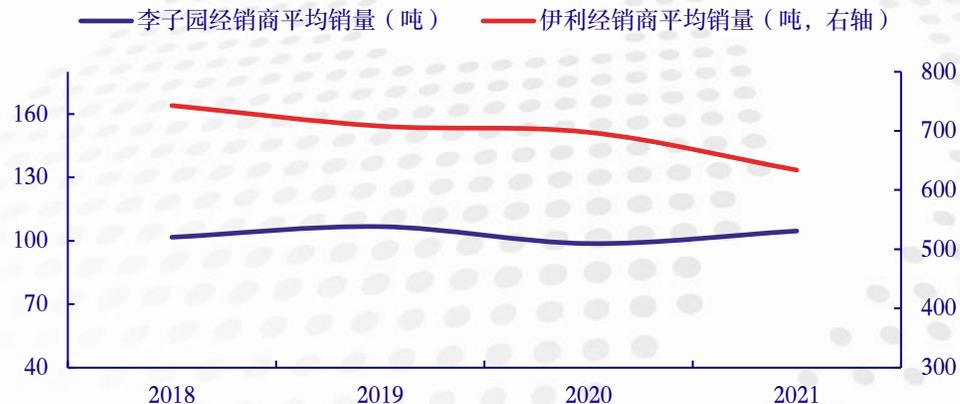
资料来源：公司公告，iFind，中国银河证券研究院

图：李子园、伊利分地区经销商平均规模（万元/家）



资料来源：公司公告，iFind，中国银河证券研究院

图：李子园、伊利经销商平均效率比较



资料来源：公司公告，iFind，中国银河证券研究院

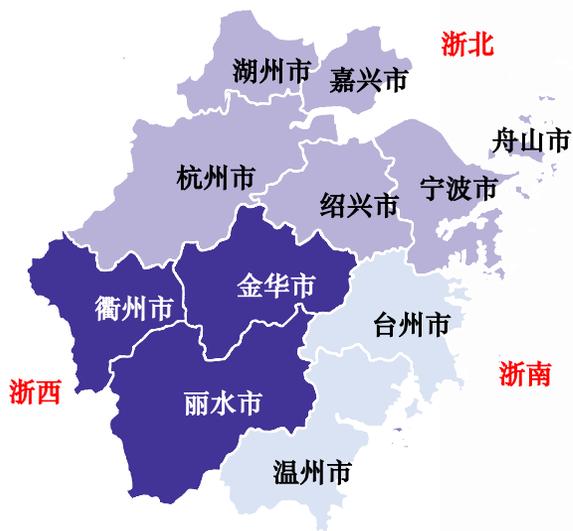
(二) 渠道角度：渠道下沉空间充足，分渠道类型开发产品

2.具体策略：2024年公司工作重心将集中在开发与维护终端网点

从区域上来看，核心大本营做渠道裂变，外围市场继续招商做空白市场开发

- 一类市场：浙江
- 二类市场：云南、江西、安徽、河南、江苏、四川等
- 三四类市场：广东、湖北、华北、东北、西北等

图：一类市场-浙江，主要做渠道裂变



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图：三四类市场-京津冀，主要做区域下沉和空白市场开发



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）渠道角度：渠道下沉空间充足，分渠道类型开发产品

从渠道上来看，针对不同渠道类型推出不同规格产品，分为6大渠道

- **流通渠道**：450系列、225系列、280PET系列、320零糖系列
- **早餐渠道**：260系列（甜奶、草莓、酸奶、豆奶）、爱克林系列
- **小餐饮渠道**：350系列、600系列、320玻璃瓶系列（气泡奶）
- **零食系统**：380系列（原味、草莓），拟增加定制款
- **特殊供应链**：联名款、私人定制，进行产品区隔
- **线上渠道**：fovs品牌、0蔗糖125、利乐250甜牛奶，定位中高端与年轻化

图：分渠道开发针对性的产品

流通渠道	早餐渠道	小餐饮渠道	零食系统	特殊供应链	线上渠道
450系列	260系列 (甜奶、草莓、酸奶、 豆奶)	350系列	380系列(原味、草莓)	联名款	fovs品牌
225系列		600系列	拟增加定制款	私人定制	0蔗糖125
280PET系列	爱克林系列	320玻璃瓶系列(气泡奶)			利乐250甜牛奶
320零糖系列					

资料来源：公司官方视频号，中国银河证券研究院

（三）品牌维度：品牌升级焕新，打造青春符号

- 2022年12月7日，李子园与华与华正式宣告达成品牌战略合作，具体内容包括企业战略、产品战略、品牌战略等。目前李子园正处于变革发展的关键时期，也是品牌升级的最佳时机，此次合作有利于李子园开启品牌营销全面升级之路，助力李子园成为年轻化、多元化、口碑化的全国性品牌，为进一步扩大品牌区域知名度与影响力做铺垫。
- 华与华此前已帮助诸多食品饮料企业实现品牌升级，打造了多个具备差异化的品牌符号，包括厨邦酱油、绝味食品、洽洽食品、六个核桃等，其丰富的营销经验可嫁接至李子园的品牌升级项目。

图：李子园与华与华达成合作



资料来源：李子园公众号，中国银河证券研究院

图：华与华帮助诸多食品饮料企业实现品牌升级



资料来源：华与华公众号，中国银河证券研究院

（三）品牌维度：品牌升级焕新，打造青春符号

- 华与华将原有李子园小飞人形象进行了升级，小飞人长大成了李子园同学，更具有记忆点。李子园同学将成为未来李子园的超级符号。
- 从青春出发，与消费者产生共鸣。从“新新鲜鲜李子园”到“青春甜不甜，喝瓶李子园”，口号从产品本身拓展到消费者自身，吸引更多消费者来品味青春的味道。

图：李子园新品牌logo及口号



资料来源：李子园公众号，中国银河证券研究院

图：李子园新tvc广告片段



资料来源：李子园公众号，李子园2023新品发布会，中国银河证券研究院

(三) 品牌维度：品牌升级焕新，打造青春符号

- **投放广度辽阔，全国范围投放。**全国重点6省省会城市（南京、杭州、昆明、合肥、南昌、郑州）top30地铁站全覆盖、全国重点40城高铁站黄金势能广告位、顶流商圈网红大屏滚动播放（成都太古里、上海汇金百货、杭州之光等）。
- **全面下沉，直面受众。**全面80个地级市市辖区/县城，400辆公交车车身广告，为年度中国单品牌公交投放规模之最。覆盖核心人群场景，百所院校校园媒体、下沉市场刷墙广告、举办了千场品牌路演推广活动，推进更加深度市场。
- **强势登陆央视媒体，再创品牌高度。**在央视多频道黄金时段投放广告，同时与其他媒体合作与投放。

图：李子园广告投放图片

全国重点6省省会城市TOP30地铁站全覆盖
南京、杭州、昆明、合肥、南昌、郑州

主题站厅 换乘通道 超级扶梯

全国重点40城高铁站黄金势能广告位
LED信息屏+静态灯箱+高铁列车

上海、杭州、丽水、湖州、宁波、嘉兴、台州、绍兴、衢州、温州、福建、青岛、武汉、合肥、阜阳、南京、南通、盐城、无锡、苏州、郑州、宜昌、南昌、上饶、景德镇、长沙、广州、深圳、东莞、昆明、贵阳、佛山、曲靖、临沂、成都等

全国重点80个地级市市辖区/县城
400辆公交车车身广告
年度中国单品牌公交投放规模之最

百所院校校园全媒体 百面更下沉市场刷墙广告 超过千场路演品牌推广活动

覆盖核心人群场景 推进更加深度市场

强势登录央视媒体，再创品牌高度

CCTV-1综合频道：《新闻联播》前
CCTV-2财经频道：《经济半小时》中
CCTV-6电影频道：白天套
CCTV-13新闻频道：《面对面》
CCTV-7军事频道：《时段》

其他媒体合作与投放

传统媒体投放 新媒体矩阵 跨界合作 综艺互动

资料来源：李子园2023新品发布会，中国银河证券研究院

(四) 第二增长曲线：围绕饮料与乳品积极探索新增长点

考虑到主业属性与渠道的协同性，预计第二增长曲线在品类层面分为3个层次，依次是乳饮料→乳制品→其他饮料，需值得注意的是虽然品类扩张路径具备更大的成长空间，但难度也远大于内部裂变。

图：从3个层次看李子园的产品扩张



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（五）海外经验：从韩国宾格瑞看传统乳饮料的增长路径

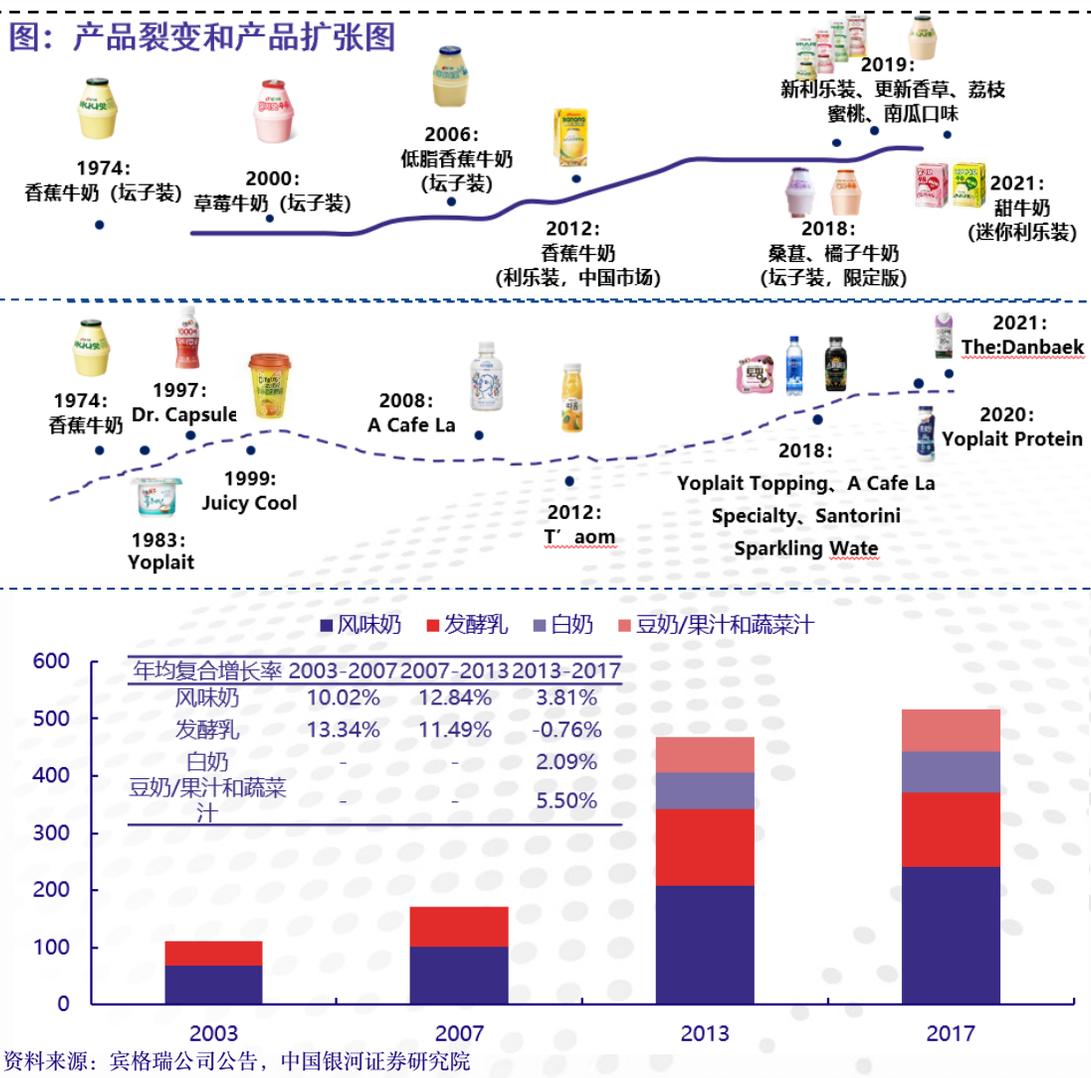
宾格瑞主要通过产品裂变和产品扩张来开拓市场空间，目前已经形成以大单品为主，各产品线百花齐放的品类格局，具体如下：

- **第一曲线：产品裂变。**宾格瑞1974年推出了坛子装香蕉牛奶，此后一直坚持大单品策略，围绕其创新研发，使经典款历久弥新。从口味上，陆续推出草莓、哈密瓜等多种常驻口味以及时节限定口味。从包装上，采用“泡菜坛”装，此后为入驻中国市场又推出利乐装，此后包装不断更新，规格类型多样。
- **第二曲线：产品扩张。**公司利用大单品奠定的市场地位和用户黏度，瞄准客户需求，积极开拓其他产品类型，包括发酵乳、咖啡、果汁等，1983年Yoplait酸奶，1999年Juicy Cool果汁，2008年A Cafe La咖啡饮品，此后不断针对不同系列产品进行革新和扩张，既保留产品情怀底蕴，又注入新兴活力。

产品裂变与产品扩张在3个时间段对企业生命周期有明显提振作用（收入提速+盈利改善）：

- **阶段一，1983-2003年，产品裂变+产品扩张，收入端提高推动利润高增。**大单品释放活力，新产品线开拓新利润增长点，公司实现快速扩张。
- **阶段二，2007-2013年，产品持续扩张，营收稳中向好。**公司推出咖啡和T' aom果汁系列，开拓新盈利空间，同时，风味奶和发酵乳收入保持高增速，2007-2013年CAGR分别为12.84%和11.49%。
- **阶段三，2018年-至今，“裂变+扩张”双效应共同作用，利润攀升。**2018年围绕大单品继续推出限定新口味，同年发酵乳、咖啡等系列推出Topping、Specialty等新产品。此后采取“包装更新+产品换代”策略，产品网络逐步深化，公司收入持续增长。

图：产品裂变和产品扩张图



六、盈利预测与投资建议



(一) 盈利预测

1.收入预测：考虑到公司产品焕新与品牌升级，叠加渠道持续精耕以及推出更多细分产品，预计2023-2025年含乳饮料收入增速分别同比+3.5%/15.6%/16.2%；非含乳饮料收入增速分别同比-30%/+41.4%/+21.2%。

2.成本预测：公司主要原料包括大包粉、白糖、PET瓶，预计2024-2025年PET瓶与大包粉价格压力减轻，白糖成本高位震荡，2023-2025年公司整体毛利率分别为36.5%/ 36.8%/36.9%。

表：李子园收入预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	453	602	787	975	1088	1470	1404	1440	1671	1942
yoy		32.9%	30.7%	23.8%	11.6%	35.1%	-4.5%	2.6%	16.0%	16.2%
单价(万元/吨)	0.43	0.45	0.48	0.50	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55	0.55
yoy		6.0%	6.7%	3.5%	2.5%	0.2%	3.3%	5.5%	0.4%	1.0%
销量（吨）	105685	132533	162363	194162	211469	285195	263708	264884	306144	352493
yoy		25.4%	22.5%	19.6%	8.9%	34.9%	-7.5%	-7.1%	15.6%	15.1%
含乳饮料（百万元）	426.31	577.57	760.08	929.19	1,044.67	1,427.40	1,358.60	1,406.56	1,625.63	1,888.17
yoy		35%	32%	22%	12%	37%	-5%	4%	16%	16%
单价(万元/吨)	0.43	0.46	0.49	0.50	0.51	0.51	0.53	0.54	0.55	0.55
yoy		5.4%	7.2%	2.3%	1.5%	1.6%	3.5%	2%	1%	1%
销量（吨）	98725	126880	155827	186124	206186	277302	254948	258772	297588	342226
yoy		28.5%	22.8%	19.4%	10.8%	34.5%	-8.1%	2%	15%	15%
非含乳饮料（百万元）	25.83	23.35	25.83	43.50	33.45	37.38	39.44	27.61	39.04	47.31
yoy		-10%	11%	68%	-23%	12%	6%	-30%	41%	21%
单价(万元/吨)	0.37	0.41	0.40	0.54	0.63	0.47	0.45	0.45	0.46	0.46
yoy		11.1%	-4.3%	37.0%	17.0%	-25.2%	-4.6%	0%	1%	1%
销量（吨）	6950	5653	6536	8038	5283	7893	8731	6112	8556	10268
yoy		-18.7%	15.6%	23.0%	-34.3%	49.4%	10.6%	-30%	40%	20%
其他业务（百万元）	0.96	1.12	1.14	1.84	9.46	4.95	4.93	5.45	5.99	6.59
yoy		17%	2%	61%	414%	-48%	0%	10%	10%	10%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 盈利预测

预计2023~2025年收入分别为14.4/16.7/19.4亿元，分别同比+2.6%/16.1%/16.3%，归母净利润分别为2.6/3.0/3.5亿元，分别同比+15.4%/16.2%/16.8%，EPS分别为0.65/0.75/0.88元，对应PE为21/18/15X，公司23年PE低于可比公司均值25X，考虑到公司新战略计划的实施叠加董事长增持股票彰显信心，同时公司回购股票拟用于股权激励，维持“**推荐**”评级。

表：李子园盈利预测摘要

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1403.54	1439.61	1670.66	1942.07
收入增长率%	-4.50	2.57	16.05	16.25
净利润（百万元）	221.03	255.04	296.37	346.13
利润增速%	-15.80	15.39	16.20	16.79
毛利率%	32.47	36.50	36.80	36.90
摊薄EPS(元)	0.56	0.65	0.75	0.88
PE	24.00	20.80	17.90	15.33
PB	3.07	3.11	2.68	2.28
PS	2.91	3.57	3.06	2.64

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 估值复盘

PE(TTM)平均水平约31X，PE（FY1）均值水平约23X，受业绩影响而有所波动：

- 2021年2月~6月，估值上升、股价上涨：开启全国化扩张道路，21Q1业绩高增，叠加次新股效应，估值攀升。
- 2021年7月~12月，估值下修、股价回调：受公司利润增速放缓以及资金面因素等影响，股价回调，尽管12月受益于食品消费股回暖，股价小幅上升，但整体来看估值仍呈现下修趋势。
- 2022年1月~10月，估值下修、股价回调：疫情反复致需求疲软，大包粉价格上涨导致利润受损，基本面承压，估值下修。
- 2022年11月~2023年2月，估值修复、股价上涨：随着防疫政策的转向，市场预期需求好转，同时成本端大包粉价格下降，利润端弹性明显，推动估值修复。
- 2023年3月~2024年1月，估值下修、股价回调：报表端收入恢复速度偏慢，叠加消费板块情绪低落，共同导致估值回落。

图：李子园上市以来估值变化（2021年1月至2024年1月）



资料来源：iFnd，中国银河证券研究院

（三）相对估值

根据品类与商业模式的相似度，我们选取伊利股份、东鹏饮料、香飘飘作为可比公司；

截至2024年1月10日，2023-2025年可比公司PE均值分别为25/20/16倍。考虑到未来新战略计划的实施以及董事长增持股票彰显信心，同时公司回购股份未来将用于股权激励，预计公司中长期业绩增速有望回到较快水平，结合公司历史PE（FY1）均值水平（约23X），目前公司24年PE仍有一定安全边际。

图：李子园与其他3家公司PE的比较

公司名称	PE					
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
伊利股份	38.1	30.5	21.0	15.8	13.9	12.2
东鹏饮料	--	61.0	49.4	34.7	26.9	21.6
香飘飘	24.7	30.6	28.9	25.1	18.9	15.0
平均值	31.4	40.7	33.1	25.2	19.9	16.2
李子园	-	41.0	24.0	20.8	17.9	15.3

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

(四) 绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，得出公司合理每股价值约20.61-22.42元，对应市值区间为81-88亿元。

1) 公司WACC: 约为7.11%，核心假设见下表。

2) 三阶段: 2023-2025年为增长期，收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标，详细见前文收入拆分与预测。2026-2030年为过渡期，预计公司收入保持年均10%的增速，主要因为乳饮料属于必选消费品，并且公司目前市占率仍然偏低，全国化扩张仍有空间。2030年后公司进入永续阶段，假设公司收入永续增长率为3%。

3) 敏感性分析: 加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.1%，永续增长率 (g) 正负波动 0.1%。

表: FCFF 估值参数假设及说明

指标	数值	备注
无风险利率 Rf=	2.51%	2024/1/11的十年期国债利率
市场预期收益率 Rm=	6.90%	2014/1/11-2024/1/10期间万得全A指数年度平均收益率
股票beta	1.05	公司上市日至2024/1/10，股票相对于万得全A指数的调整beta
债务资本成本 Kd=	4.75%	取中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率
债务资本比重 Wd=	0.34%	长期债务 / (长期债务+所有者权益)，取公司 2023 年三季报数据计算
有效税率	22.05%	过去3年实际税率算数平均数
WACC	7.11%	根据公式计算得出
过渡期增长率	10%	乳饮料具备较强必选属性，且公司市占率未来有望提升
永续增长率	3%	假设公司永续增长率 3%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表: WACC估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

永续增长率	WACC						
	6.81%	6.91%	7.01%	7.11%	7.21%	7.31%	7.41%
2.70%	21.79	21.29	20.81	20.35	19.92	19.50	19.10
2.80%	22.20	21.68	21.18	20.71	20.25	19.82	19.41
2.90%	22.64	22.10	21.58	21.08	20.61	20.16	19.73
3.00%	23.10	22.53	21.99	21.47	20.98	20.51	20.06
3.10%	23.59	22.99	22.42	21.88	21.37	20.88	20.41
3.20%	24.11	23.48	22.88	22.31	21.78	21.26	20.78
3.30%	24.65	23.99	23.36	22.77	22.21	21.67	21.16

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

七、风险提示

- 动销恢复不及预期的风险；
- 渠道下沉不及预期的风险；
- 新品表现不及预期的风险；
- 食品安全问题的风险。

附录：财务报表预测

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1403.54	1439.61	1670.66	1942.07	流动资产	1007.40	679.30	1153.62	1287.89
营业成本	947.77	914.15	1055.86	1225.45	现金	552.51	271.17	595.12	840.68
营业税金及附加	13.58	13.06	15.71	18.22	应收账款	0.78	1.06	1.08	1.41
营业费用	174.53	179.95	207.16	240.82	其它应收款	1.60	0.00	1.85	0.30
管理费用	58.11	59.02	68.50	79.62	预付账款	14.73	91.42	105.59	122.54
财务费用	-24.93	0.06	0.11	0.11	存货	289.60	167.47	301.80	174.77
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	148.18	148.18	148.18	148.18
公允价值变动收益	0.52	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1369.43	1454.77	1528.87	1591.71
投资净收益	1.52	1.09	1.57	1.80	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	279.64	324.18	376.34	439.09	固定资产	673.05	738.99	793.68	837.13
营业外收入	3.55	3.00	3.00	3.00	无形资产	139.68	156.68	173.68	190.68
营业外支出	2.70	0.00	0.00	0.00	其他	556.71	559.11	561.51	563.91
利润总额	280.49	327.18	379.34	442.09	资产总计	2376.83	2134.07	2682.48	2879.60
所得税	59.46	72.14	82.98	95.96	流动负债	566.14	338.26	615.16	466.15
净利润	221.03	255.04	296.37	346.13	短期借款	75.00	75.00	75.00	75.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	212.46	92.26	259.69	148.79
归属母公司净利润	221.03	255.04	296.37	346.13	其他	278.68	171.00	280.47	242.36
EBITDA	320.81	414.38	476.92	550.75	非流动负债	81.80	87.43	87.43	87.43
EPS (元)	0.56	0.65	0.75	0.88	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他	81.80	87.43	87.43	87.43
					负债合计	647.93	425.69	702.59	553.57
					少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
					归属母公司股东权益	1728.90	1708.38	1979.90	2326.02
					负债和股东权益	2376.83	2134.07	2682.48	2879.60
					主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
					营业收入	-4.50%	2.57%	16.05%	16.25%
					营业利润	-17.90%	15.93%	16.09%	16.67%
					归属母公司净利润	-15.80%	15.39%	16.20%	16.79%
					毛利率	32.47%	36.50%	36.80%	36.90%
					净利率	15.75%	17.72%	17.74%	17.82%
					ROE	12.78%	14.93%	14.97%	14.88%
					ROIC	11.02%	14.10%	14.21%	14.23%
					资产负债率	27.26%	19.95%	26.19%	19.22%
					每股收益	0.56	0.65	0.75	0.88
					每股经营现金	0.66	0.41	1.32	1.06
					每股净资产	4.38	4.33	5.02	5.90
					P/E	24.00	20.80	17.90	15.33
					P/B	3.07	3.11	2.68	2.28
					EV/EBITDA	20.67	12.34	10.05	8.25
					PS	2.91	3.57	3.06	2.64

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院



分析师：刘光意

分析师登记编码：S0130522070002

经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、饮料、乳品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。



谢 谢!

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK