

李子园 (605337)

品牌焕新渠道求变，静待成效显现

增持 (首次)

2025年01月24日

证券分析师 苏毓

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

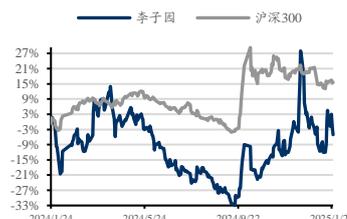
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1404	1412	1414	1555	1718
同比 (%)	(4.50)	0.60	0.12	10.03	10.44
归母净利润 (百万元)	221.04	236.96	229.86	255.92	285.08
同比 (%)	(15.79)	7.20	(2.99)	11.33	11.39
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.56	0.60	0.58	0.65	0.72
P/E (现价&最新摊薄)	20.08	18.73	19.30	17.34	15.57

股价走势



投资要点

■ **引言:** 当前市场对公司主要担忧来自其产品单一及销售渠道守旧, 本篇报告在梳理公司过往发展的同时, 重点阐述公司边际积极变化。我们认为: ①渠道下沉与扩展下, 核心市场仍有挖潜空间; ②二代接班下品牌年轻化动作频频, 有助于加大品牌曝光、占领年轻消费群体心智。

■ **深耕含乳饮料行业多年, 单品甜牛奶规模遥遥领先。** 李子园成立于1994年, 主要产品包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等。其中甜牛奶系列具有特殊的甜味产品口感、丰富的产品口味、稳定的产品质量、适中的产品定价, 2023年销售收入10亿元+, 在中性含乳饮料市场占有率约10%, 市场知名度较高。

■ **含乳饮料市场规模1400亿+, 产品创新与升级、消费场景拓展有望打开发展空间。** 含乳饮料赛道兼具乳制品与软饮料双重属性, 2023年中国含乳饮料市场规模约1414.6亿元, 2017-2023年CAGR达7.2%, 预计2023-2026年市场规模CAGR约4.5%, 行业格局较为稳定, 2021年CR5/CR10为54.51%/57.74%, 其中全国性大型乳制品企业凭借齐全的乳制品产品线、覆盖全国的销售网络与强大的营销推广占据较高的市场份额, 区域性龙头企业区域渠道优势明显, 依靠差异化明星产品抢占份额, 并逐步推进全国化扩张。我们认为, 未来含乳饮料行业量价提升主要驱动因素包括: ①渠道多元化拓展、消费场景持续扩容; ②产品口味创新、健康化升级推动结构上行。

■ **公司渠道积极求变, 品牌升级焕新, 核心市场深挖潜力。** 1) **渠道多元拓展进行时:** 公司一方面推动传统渠道精耕下沉, 针对不同渠道差异化推出产品, 产品规格细分与品类裂变并进; 另一方面积极拓展零食量贩、早餐、餐饮等渠道。24年以来公司进一步优化渠道管理体系, 进行分区区域分渠道管理, 根据不同渠道特点和诉求适配不同产品, 对新渠道销售人员给予差异化薪酬待遇并进行单独考核, 以推动新渠道放量。2) **品牌升级焕新, 年轻化运营持续深化。** 公司推动年轻化, 邀请年轻演员成毅作为代言人, 其年轻活力形象与品牌年轻化高度契合、加速圈粉年轻群体, 并提升品牌曝光度。公司规划未来将进一步减少传统媒介费用投放, 转至性价比更高新媒体媒介投放, 费用投放更聚焦精准, 费效比有望进一步提升。3) **聚焦核心市场深挖潜力:** 24年以来公司基于各市场发展现状、增长潜力和开拓难度, 综合考虑投入产出效益, 调整区域发展思路, 重点发展品牌基础较好的成熟及半成熟市场(华东、华中及西南地区), 通过渠道下沉和延展提升核心市场渗透率, 对于薄弱市场进行资源收缩, 削减销售人员, 进一步提升人效。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计2024-2026年收入14.1/15.6/17.2亿元, 同比+0.1%/+10%/+10%; 归母净利润为2.3/2.6/2.9亿元, 分别同比-3%、+11%、+11%, 对应估值19、17、16倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

■ **风险提示:** 食安问题、全国化拓展不及预期、单一品类风险。

市场数据

收盘价(元)	11.25
一年最低/最高价	7.84/16.67
市净率(倍)	2.70
流通A股市值(百万元)	4,437.37
总市值(百万元)	4,437.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.16
资产负债率(% ,LF)	42.44
总股本(百万股)	394.43
流通A股(百万股)	394.43

相关研究

内容目录

1. 引言	5
2. 深耕乳饮料行业三十载，稳居甜牛奶行业龙头	6
2.1. 久久为功，打造十亿级单品甜牛奶	6
2.2. 股权集中且稳定，员工持股激励充分	6
3. 含乳饮料市场规模千余亿，集中度仍有提升空间	9
3.1. 含乳饮料：营养与口味兼具，23年市场规模1400余亿	9
3.2. 竞争格局：含乳饮料集中度高，公司市占率仍有提升空间	10
3.3. 发展驱动：产品创新、渠道与场景拓展持续推进	11
4. 核心看点：渠道积极求变，品牌升级焕新	14
4.1. 甜牛奶大单品稳固基本盘，品类边界持续拓宽	14
4.2. 核心市场空间待挖潜，全渠道拓展仍在途	16
4.3. 品牌持续焕新，年轻化营销再添动能	21
4.4. 产能基础渐夯实，盈利能力相对稳定	23
5. 盈利预测与投资评级	26
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 股权结构图.....	6
图 3: 公司实控人持股超过 6 成.....	8
图 4: 2024 年公司员工持股计划.....	8
图 5: 营业收入、归母净利润及 yoy.....	8
图 6: 2016-2023 年公司各项盈利指标.....	8
图 7: 软饮料行业细分.....	9
图 8: 含乳饮料分品类规模及增速 (亿元, %).....	9
图 9: 中国含乳饮料市场集中度.....	10
图 10: 2021 年中国含乳饮料品牌市场份额.....	10
图 11: 主要含乳饮料产品情况 (单位容量价格).....	10
图 12: 中国中性含乳饮料市场集中度.....	11
图 13: 2021 年中国中性含乳饮料格局 (销售额口径).....	11
图 14: 中国乳制品各类使用场景渗透分布.....	12
图 15: 2023 年消费者购买含乳饮料考量因素.....	12
图 16: 中国含乳饮料口味消费者偏好与新品发布 Top10, 2019-2021 年.....	12
图 17: 产品健康化趋势不断加强.....	13
图 18: 2021 年消费者对健康度的关注要素.....	13
图 19: 渠道发展历程图.....	16
图 20: 公司销售体系.....	17
图 21: 各类补贴占比.....	18
图 22: 返利合计.....	18
图 23: 经销商数量.....	18
图 24: 单商规模及同比增速.....	18
图 25: 经销商成熟度 (截至 2020 年 6 月).....	19
图 26: 各地区经销商占比情况 (截至 2020 年 6 月).....	19
图 27: 分渠道营业收入拆分.....	19
图 28: 电子商务渠道收入.....	19
图 29: 2023 年各地区销售额占比.....	21
图 30: 分区域销售收入占比情况.....	21
图 31: 分区域经销商数量占比.....	21
图 32: 品牌发展历程.....	22
图 33: 公司代言人变化.....	22
图 34: 销售费用拆分.....	23
图 35: 2023 年销售费用率与同业对比.....	23
图 36: 销售费用率和管理费率.....	23
图 37: 净利率及毛利率.....	23
图 38: 公司产能及产能利用率(吨, %).....	24
图 39: 近年公司自有加工和委托加工比例.....	24
图 40: 2023 年公司成本结构拆分.....	25
图 41: 23 年以来白糖现货价格走势 (元/吨).....	25
图 42: 2023 年以来聚乙烯价格走势 (元/吨).....	25

图 43: 2023 年以来奶粉价格走势 (美元/吨)	25
图 44: 2023 年以来瓦楞纸市场价走势	25
表 1: 管理层情况	7
表 2: 含乳饮品细分对比	9
表 3: 不同人群差异化产品需求	13
表 4: 公司产品矩阵梳理	15
表 5: 公司返利政策	17
表 6: 公司针对不同渠道打造不同规格和类型产品	20
表 7: 扩产项目	24
表 8: 盈利预测收入拆分 (百万元)	26
表 9: 可比公司估值表	26

1. 引言

当前市场对李子园的主要担忧来自其产品线的单一以及销售渠道的守旧，本篇报告作为首次覆盖报告，梳理公司过往发展历史的同时，重点阐述公司近年来产品、渠道、品牌等方面发生的一些积极变化。总结来看，我们认为：

- 1) 公司渠道多元拓展在途：**一方面推动传统渠道精耕下沉，针对不同渠道差异化推出产品，产品规格细分与品类裂变并进；另一方面顺应趋势，积极拓展零食量贩、早餐、餐饮等渠道，带来更多收入贡献点。24年以来公司进一步优化渠道管理体系，进行分区域分渠道管理，根据不同渠道特点和诉求适配产品、进行产品合理定价，并对各渠道负责销售人员给予差异化薪酬待遇、进行单独考核，以推动新渠道放量。渠道激励方面，公司经销商利润率在20%~30%，高于行业内平均水平，25年公司进一步加强经销商返利力度，超额完成任务最高返利比例有明显提升。
- 2) 品牌升级焕新，年轻化运营持续深化：**公司注重品牌年轻化，代言人方面，公司邀请年轻演员成毅作为代言人，其年轻活力形象与品牌年轻化高度契合、加速圈粉年轻群体，提升品牌曝光度。在媒体投放方面，公司规划未来将进一步减少传统媒介费用投放，转至性价比更高新媒体媒介投放，费用投放更聚焦精准，费效比有望进一步提升。
- 3) 核心市场空间待挖潜：**24年以来公司基于各市场已有基础、开拓难度和发展现状，综合考虑投入产出效益，调整区域发展思路，重点发展已有品牌基础较好的成熟及半成熟市场（华东、华中及西南地区），通过渠道下沉和延展提升核心市场渗透率，对于薄弱市场进行资源收缩，削减销售人员，进一步提升人效。

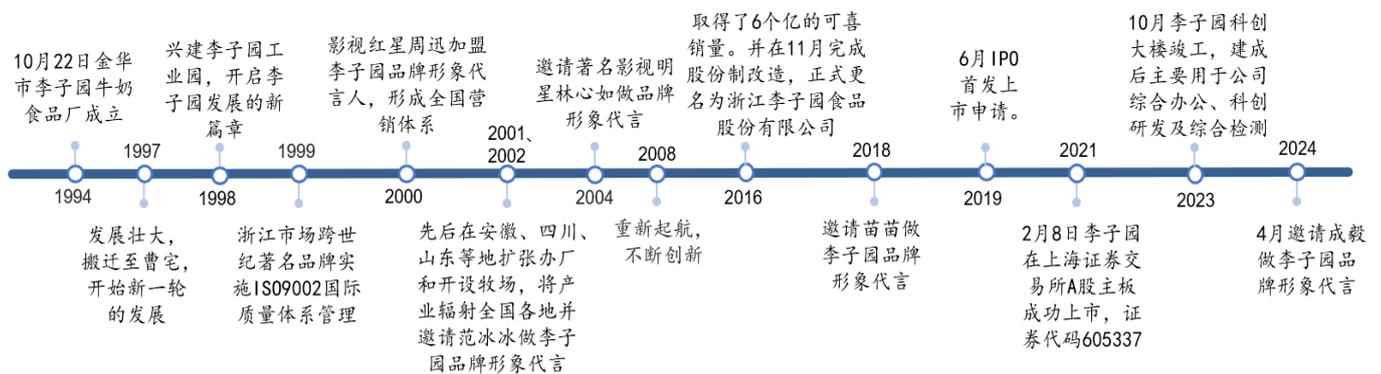
当前中性含乳饮料行业集中度对比其他细分赛道仍偏低，2020年以来中小企业因资金受困、供应链短缺、销售渠道缩减等原因退出市场，公司沉稳抗压，未来通过渠道精细度提升与品牌年轻化升级，公司在细分领域仍有向上空间。

2. 深耕乳饮料行业三十载，稳居甜牛奶行业龙头

2.1. 久久为功，打造十亿级单品甜牛奶

李子园成立于 1994 年，主要产品包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等。其中甜牛奶乳饮料系列具有特殊的甜味产品口感、丰富的产品口味、稳定的产品质量、适中的产品定价，为公司销售近 30 年的经典产品，2023 年销售额 10 亿元+，市场知名度较高，在细分市场保持一定竞争力。

图1：公司发展历程

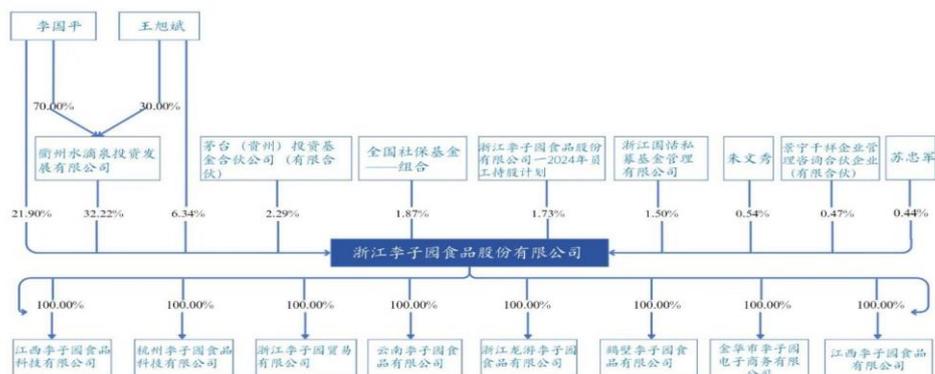


数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2.2. 股权集中且稳定，员工持股激励充分

董事长夫妻合计持股约 60%，股权结构稳定且集中。公司实际控制人为李国平和王旭斌，两人系夫妻关系，截至 2024 年三季报，二者合计直接持股 28.24%，并通过水滴泉投资间接持股 32.22%，创始人绝对控股且保持稳定，有利于经营管理决策的效率及战略规划的长远性和连贯性。

图2：股权结构图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所（截至 2024 年三季报）

创始人经验丰富，二代有序接班推动长期发展。创始人李总在“南方奶牛之乡”金华养奶牛起家，1994年敏锐地洞察到乳制品和含乳饮料市场的巨大潜力，创立浙江李子园牛奶食品有限公司，资历深厚、管理经验充足；2024年12月30日公司公告，聘任李博胜先生、金洁先生分别担任公司总经理、副总经理职务，小李总过往主要负责电商和品牌运营，已主导推动李子园三十年来的首次品牌战略升级，担任总经理后已全面负责公司经营管理工作，期待公司治理进一步优化。

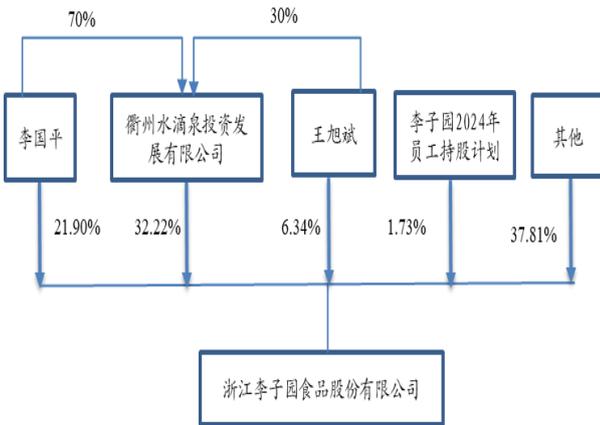
表1：管理层情况

姓名	职位	持股比例	主要履历
李国平	董事长,董事	21.9%	1963年5月出生，大专学历。1994年10月至2016年9月在浙江李子园担任执行董事及总经理；2016年9月至今在公司担任董事长。目前李国平先生同时还担任水滴泉投资执行董事和经理、双园食品执行董事和经理、李子园电子商务监事。
李博胜	总经理	-	毕业于美国爱德菲大学，硕士研究生学历。曾在物产中大集团股份有限公司投资部工作，2021年1月入职李子园公司。现任杭州李子园食品科技有限公司执行董事兼总经理、浙江宸浩贸易有限公司执行董事兼总经理、金华市李子园电子商务有限公司总经理、浙江李子园食品股份有限公司总经理。
金洁	副总经理	0.0%	2005年7月至2006年3月在金华市龙鼎混凝土有限公司担任技术员；2006年3月至2007年1月在中国电信集团黄页信息有限公司金华分公司担任客户经理；2007年1月至2013年11月在中国农业银行股份有限公司金华市分行曹宅支行担任柜员、客户经理、副行长；2013年11月至2021年1月在浙江义乌农村商业银行股份有限公司金义支行担任客户经理、业务部经理；2021年1月至2024年12月在浙江李子园食品股份有限公司担任投资部副总经理，现任公司副总经理。
方建华	董事、副总经理	0.4%	大专学历，历任浙江李子园牛奶食品有限公司营销经理及副总经理等职务。现任浙江李子园食品股份有限公司董事、副总经理。
王顺余	董事、副总经理	0.1%	本科学历，高级职称。历任浙江李子园牛奶食品有限公司研发员，研发经理，技术中心经理。现任浙江李子园食品股份有限公司董事，副总经理。
付成丽	副总经理	-	江南大学硕士，中级工程师职称。1999年-2001年担任李子园研发中心研发员。2003年-2008年任李子园技术中心主任。2009年-2011年担任上海金丝猴食品有限公司质量总监。2011年-2019年担任杜邦营养与健康上海研究中心乳品和饮料研究专家。2019年至2022年6月担任李子园技术中心总监。2022年6月起担任李子园品质总监，副总经理。
孙旭芬	财务总监	0.15%	非执业注册会计师、高级会计师。2001年11月至2004年11月在兰溪市开泰会计师事务所先后担任审计助理、项目经理；2004年12月至2008年12月在金华众泰会计师事务所、金华众泰税务师事务所先后担任项目高级经理、部门主管。2009年1月至2016年11月在义乌市聚丰会计师事务所有限公司担任副主任会计师；2016年12月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	0.3%	1992年9月至1997年10月在杭州搪瓷厂担任技术员；1997年10月至2003年6月在金华李子园塑料厂担任厂长；2003年6月至2016年9月在浙江李子园担任董事长秘书，2016年9月至今在李子园担任董事会秘书。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所（截至2024.12.30）

股权激励绑定员工利益，高增速目标彰显发展信心。2024年2月公司推出员工持股计划，覆盖高管及核心骨干等不超过379人，对比上市前的股权激励，本次员工持股范围更侧重于销售团队人员覆盖，一则有利于稳定核心管理层，二则有利于提升销售团队积极性，有利于推动公司战略更高效落地；考核目标方面，锚定24/25年营收同比增速不低于18%，较高增速彰显公司发展信心，但实际达成仍需考虑当前消费环境。

图3: 公司实控人持股超过 6 成



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所 (截至 2024 年三季报)

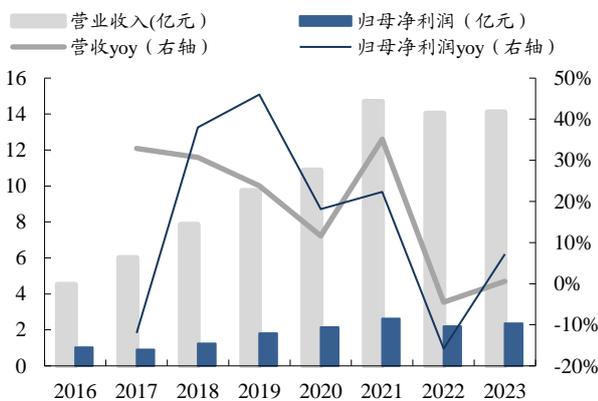
图4: 2024 年公司员工持股计划

具体内容	
参与对象	公司董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员、中高层管理人员、核心业务 (技术) 骨干及董事会认为需要激励的其他人员
规模	本员工持股计划持股规模不超过 850.00 万股
股份来源	公司回购专用证券账户回购的李子园 A 股普通股股票
回购价	本计划通过非交易过户方式取得公司股票, 拟购买公司回购股份的价格为 7.50 元/股
锁定期	锁定 12 个月后分两期解锁, 解锁比例分别为 60%、40%
公司业绩考核	第一个考核期: 以 2023 年为基数, 2024 年营业收入增长率不低于 18.00%。第二个考核期: 以 2023 年营业收入为基数, 2025 年营业收入复合增长率不低于 18.00%; 或以 2024 年营业收入为基数, 2025 年营业收入增长率不低于 18.00%。
个人绩效考核	将根据内部绩效考核相关制度对持有人个人进行绩效评价, 依据个人考核年度绩效评价结果等级确定持有人当期个人层面解锁比例。持有人个人的年度绩效评价结果等级分为优秀、良好、合格、不合格四个等级, 其中优秀、良好等级解锁比例为 100%, 合格等级解锁比例 60%, 不合格等级解锁比例 0%。

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

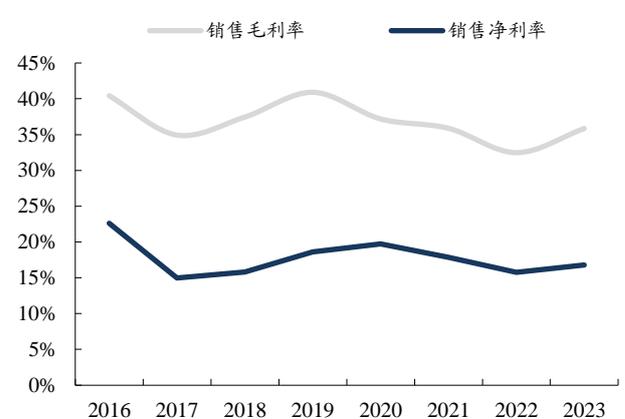
业绩阶段性承压, 盈利能力逐步修复。2016-2021 年公司抓住含乳饮料市场发展的有利契机, 实现收入利润快速增长, 2016-2021 年收入/归母净利润 CAGR 分别为 26.5%/20.7%, 2022 年外部因素扰动下, 公司营收利润均有所下滑, 2023 年收入同比 +0.6%, 主系: 1) 华东基地市场恢复较为缓慢, 2) 公司过往传统渠道占比高, 零食渠道兴起对流通渠道产生一定冲击。受益于原材料及能源价格下降及产品提价, 23 年利润增速表现好于收入。

图5: 营业收入、归母净利润及 yoy



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图6: 2016-2023 年公司各项盈利指标



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

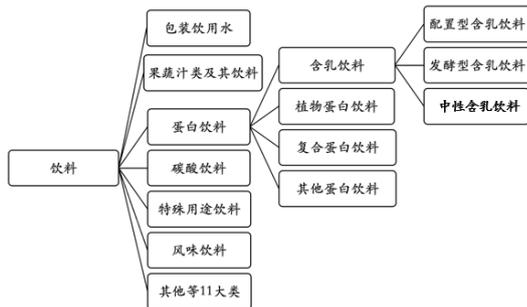
3. 含乳饮料市场规模千余亿，集中度仍有提升空间

3.1. 含乳饮料：营养与口味兼具，23 年市场规模 1400 余亿

含乳饮料赛道兼具液体乳与软饮料双重属性，符合消费多元化需求。含乳饮料是一种以乳或乳制品为主要原料，经过配制或发酵，加入水及适量辅料制成的饮料产品。含乳饮料赛道兼具乳品与软饮料双重属性，由于富含乳清蛋白等成分，含乳饮料较其他软饮料更营养，较乳制品口感更丰富、更顺滑，休闲属性、风味化属性更突出，满足消费者多元化需求。

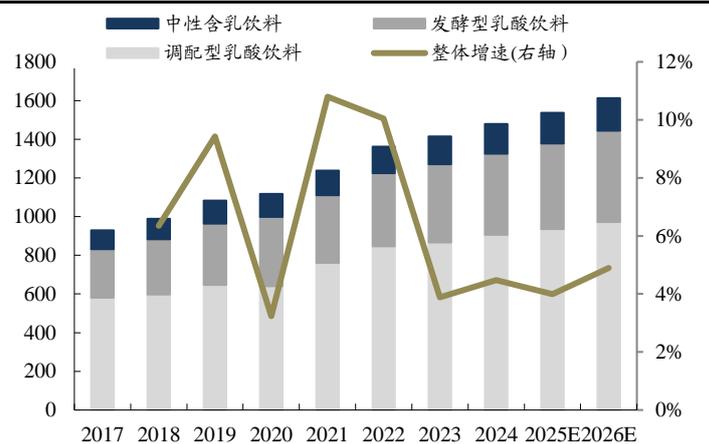
市场规模过千亿，调配型含乳饮料为主流。根据欧睿，2023 年中国含乳饮料市场规模约 1414.6 亿元，2017-2023 年 CAGR 达 7.2%，预计 2026 年市场规模为 1,612.3 亿元，2023-2026 年市场规模 CAGR 约 4.5%。从结构上来看，调配型含乳饮料占比最大，2023 年达到 61.3%，其次是发酵型乳酸饮料，消费占比达到 28.6%。

图7：软饮料行业细分



数据来源：头豹产业研究院、东吴证券研究所

图8：含乳饮料分品类规模及增速（亿元，%）



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

表2：含乳饮品细分对比

	调配型含乳饮料	中性含乳饮料	发酵型含乳饮料
含义	以鲜乳或乳制品为原料，加入水、糖液、酸度调节剂等调制而成的含乳制品，保质期比乳酸菌饮料长。	以水、牛乳为原材料，加入其他风味辅料，如咖啡、可可、果汁等，再加以调色、调香制成的饮用乳饮料。	以鲜乳或乳制品为原料经发酵、添加水和增稠剂等辅料制成的产品。按照杀菌方式的不同可以分为活性乳酸菌饮料和非活性乳酸菌饮料。
分类标准	产品未经发酵 ，不含益生菌和发酵菌，通过添加酸度调节剂使其呈现酸味。	产品未经发酵 ，通过添加调味剂使产品呈现不同风味和口感，一般呈甜味。	经乳酸菌发酵 ，口感呈现酸味。
蛋白质含量	乳蛋白质含量不低于 1.0%。	乳蛋白质含量不低于 1.0%。	乳蛋白质含量不低于 0.7%。
代表产品	娃哈哈 AD 钙奶、营养快线	李子园甜牛奶、燕塘甜牛奶	蒙牛优益 C、养乐多

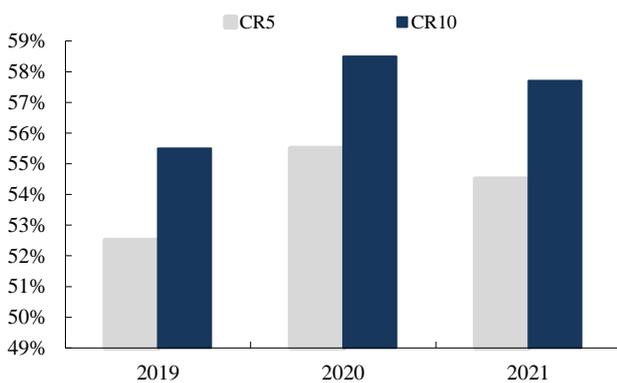
数据来源：中商产业研究院、中国食品加工技术专业教学资源库、京东、东吴证券研究所

3.2. 竞争格局：含乳饮料集中度高，公司市占率仍有提升空间

含乳饮料集中度稳中有升，格局相对稳定。根据《2022 年中国含乳饮料行业概览》，2021 年中国含乳饮料行业集中度指数 CR5/CR10 分别为 54.51%、57.74%，品牌之间差异化竞争卡位不同赛道，总体市占率稳中有升，其中全国性大型乳制品企业凭借齐全的乳制品产品线、覆盖全国的销售网络与强大的营销推广占据较高的市场份额，区域性龙头企业区域渠道优势明显，依靠差异化明星产品抢占份额，并逐步推进全国化扩张。

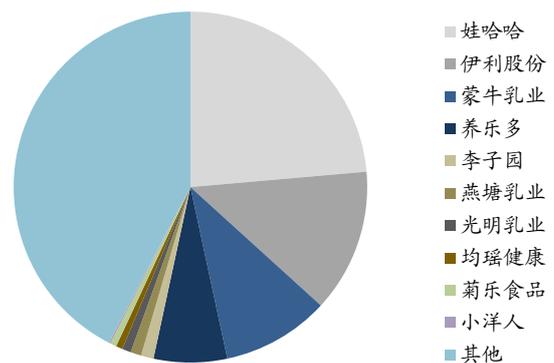
- **全国性大型企业：**伊利、蒙牛、娃哈哈为代表，企业数量少，资金、成本管控、渠道力及供应量方面优势明显，品类布局对比区域龙头更丰富。
- **区域性龙头企业：**品牌知名度对比全国性企业偏低，依靠渠道优势和核心单品确立区域市场地位，如公司依靠核心单品甜牛奶系列、均瑶健康依靠“味动力”系列扎根华东市场，凭借产品实力和口碑积累，销售网络逐步从区域扩展至全国。

图9：中国含乳饮料市场集中度



数据来源：头豹产业研究院、东吴证券研究所

图10：2021 年中国含乳饮料品牌市场份额



数据来源：头豹产业研究院、东吴证券研究所

图11：主要含乳饮料产品情况（单位容量价格）

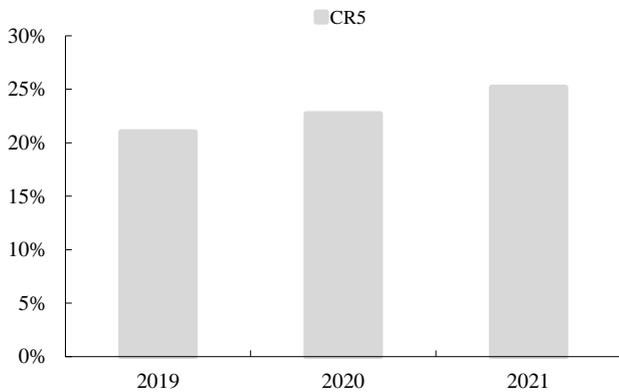
企业	主要产品	24 年价格 (100ml)	主要地区	21 年市占率	23 年销售额	特征
娃哈哈	营养快线	0.98 元	华东、华中	23.60%	约 500 亿元	全国大型企业： 1) 规模大、数量少，品牌知名度高 2) 全国销售网络覆盖广 3) 产品矩阵齐全、品类丰富
	爽歪歪	1.14 元				
	AD 钙奶	0.91 元				
伊利	优酸乳	0.75 元	全国	13.19%	1200 亿元+	
	谷粒多	1.2 元				
	QQ 星儿童酸奶	1.49 元				
	畅意乳酸菌饮品	1.1 元				
蒙牛	优益 C	1.34 元	全国	9.86%	900 亿元+	
	酸酸乳	0.8 元				
	真果粒	1.28 元				
养乐多	益生菌饮料	2.56 元	华南	6.71%	约 65 亿元	区域龙头企业：

李子园	甜牛奶	1.28 元	华东、华中、西南	1.15%	14 亿元+	1) 企业数量较多、品牌知名度有待提高 2) 依靠重点经营的渠道优势与差异化明星产品抢占市场份额 3) 销售区域从局部省市逐步向外扩张
广东燕塘	甜牛奶	1.55 元	华南	0.98%	9 亿元+	
	食膳养生奶	1.23 元				
光明乳业	巧风	1.04 元	华东	0.81%	260 亿元+	
	酸牛奶饮品	1.16 元				
均瑶健康	“味动力”系列饮料	2.1 元	华中、华东	0.61%	16 亿元+	
	奇梦星乳酸菌饮品	1.06 元				

数据来源：京东旗舰店、头豹产业研究院、东吴证券研究所

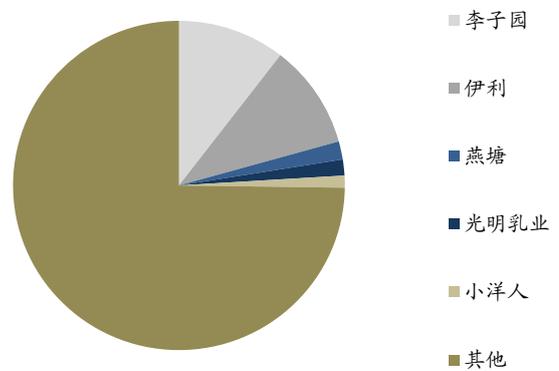
中性含乳饮料玩家较少，集中度仍有提升空间。细分赛道中，发酵型和调配型含乳饮料赛道竞争激烈，头部企业和地方企业均有布局，中性含乳饮料玩家相对较少，2021 年李子园市占率超过 10%，2021 年中性含乳饮料 CR5 为 25%，显著低于含乳饮料整体，2020 年以来中小企业因资金受困、供应链短缺、销售渠道缩减等原因退出市场，预计未来头部品牌依靠渠道优势和品牌力提升，市占率仍有向上空间。

图12：中国中性含乳饮料市场集中度



数据来源：头豹产业研究院、东吴证券研究所

图13：2021 年中国中性含乳饮料格局（销售额口径）



数据来源：头豹产业研究院、东吴证券研究所

3.3. 发展驱动：产品创新、渠道与场景拓展持续推进

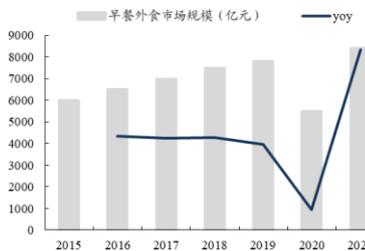
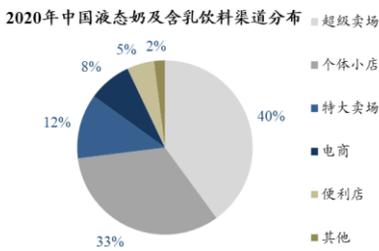
量：多元化渠道拓展、消费场景持续扩容

- 下游消费场景及渠道逐步扩容：从家庭到公司、室内到室外，餐饮到娱乐，早餐到正餐，含乳饮料消费场景日趋丰富，销售渠道既包含超市、便利店等线下传统销售渠道，也覆盖早餐店、校园店等特通渠道，考虑我国早餐市场及便利

店门店数量近几年保持较好增长态势，有望进一步带动含乳饮料规模增长。

图14：中国乳制品各类使用场景渗透分布

经销模式	传统渠道	超市	个体小店	超市、便利店、个体小店等线下传统渠道为含乳饮料的主要消费渠道。含乳饮料企业通过经销的模式在商超等终端渠道铺货，提高消费者认知度，扩展线下市场。	
		便利店	大卖场		
	特通渠道	早餐店	学校		含乳饮料的消费者主要为年轻群体，消费形式多为即时性零售。早餐店、学校、网吧、小餐饮、小卖部等特通渠道能够高效触达年轻消费者，同时在固定环境销售给特定人群，容易使消费者建立品牌依赖度与消费粘性。早餐店、校园店、小餐饮等特通渠道在含乳饮料渠道中占据重要地位。
		网吧	小餐饮		
线上渠道	淘宝	天猫	在电商行业的爆发与疫情的影响下，线上购物渗透率持续走高，含乳饮料线上销售渠道快速增长。随着下沉市场消费升级趋势凸显，各大企业加快布局低线城市及农村网点渠道，未来含乳饮料线上销售渠道将持续增长。		
	京东	拼多多			

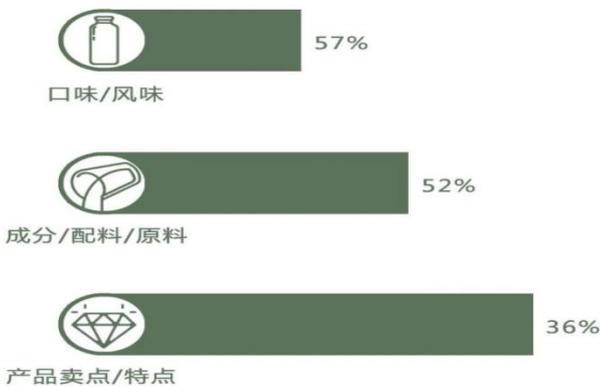


数据来源：头豹产业研究院、东吴证券研究所

价：口味创新、健康化升级或为突围路径

- **口味创新**：伴随人们生活水平不断提高，大众对含乳饮料的消费需求也开始呈现出差异化和个性化的特征，加之各地饮食文化和口味习惯存在较大差异，使得单一口味产品很难同时满足各地消费者的口味需求，因此含乳饮料企业需在打造核心单品的基础上进行多样化的延伸，不断丰富产品的口味、口感以迎合不同的消费需求，

图15：2023年消费者购买含乳饮料考量因素



数据来源：CBN data、东吴证券研究所

图16：中国含乳饮料口味消费者偏好与新品发布Top10, 2019-2021年

新品发布量	草莓	巧克力	香蕉	花生	燕麦	红枣	枸杞	椰子
新品发布增长率	椰子	荔枝	白桃	核桃	桃子	咖啡	黑豆	黑米
消费者偏好	草莓	巧克力	香草	香蕉	椰子	抹茶	百香果	芝士

数据来源：沙利文、益普索、东吴证券研究所

表3: 不同人群差异化产品需求

人群	人群需求	产品描述
儿童	更有针对性的均衡营养	儿童奶产品逐渐强化“科学配方”属性，婴儿配方奶品牌正在向大龄儿童消费群体拓展。
老年人	老人所需的营养补充和保健功能	加入氨糖钙、蛋白质等多样化的高端功能性原料，以吸引其对专属食品饮料的兴趣。
女性	维护情绪健康及孕产期营养补充	产品宣传女性自信和自我关怀意识，关注女性悦己消费需求。

数据来源：沙利文、益普索、东吴证券研究所

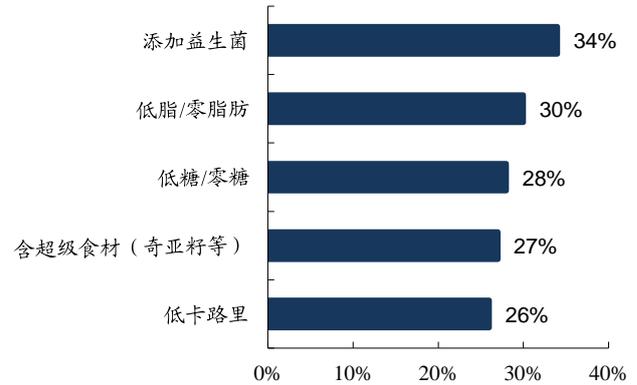
- 原材料健康化升级:** 近年来健康化趋势下，部分消费者因含乳饮料含糖量较高、含食品添加剂较多、营养价值较低等因素向白奶/酸奶升级，年轻消费群体通常更加注重产品的品质、个性和消费体验，因此对含乳饮料企业而言，通过选优质原料、减少添加剂使用、降低脂肪与糖分含量推动产品健康化升级，有助于更好迎合消费潮流，助推价格带上移。

图17: 产品健康化趋势不断加强

功能	产品名称	上市时间	品牌	健康元素
肠道健康	QQ星	2012	伊利	使用保加利亚乳杆菌，添加乳清蛋白粉和丰富膳食纤维，低脂低糖
	养乐多活菌型乳酸菌饮品（低糖）	2016	养乐多	无添加剂，活菌型乳酸菌产品，富含维生素D和钙元素
瘦身美体	未来星乳酸菌饮品	2019	蒙牛	保加利亚乳杆菌和嗜热链球菌双重乳酸菌发酵，选用优质奶源并添加浓缩果汁
	清典型每益添小白乳	2020	伊利	活菌型产品，含有1.7g/100g的膳食纤维，零脂肪，减糖25%
营养补充	“零脂肪”乳酸菌乳饮品	2021	李子园	零脂肪发酵型乳酸菌饮品，含有保加利亚乳杆菌、嗜热链球菌和干酪乳杆菌
	乳汽	2021	伊利	选用优质奶源并添加乳清蛋白，零糖零脂肪

数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

图18: 2021年消费者对健康度的关注要素



数据来源：沙利文、益普索、东吴证券研究所

4. 核心看点：渠道积极求变，品牌升级焕新

4.1. 甜牛奶大单品稳固基本盘，品类边界持续拓宽

专注中性含乳饮料赛道，核心单品甜牛奶稳固基本盘。李子园专注中性含乳饮料，主打甜牛奶含乳饮料系列产品，1995年公司推出核心单品甜牛奶，定位“营养、健康、休闲”。彼时蒙牛、光明等乳企还未成立，常温奶市场处于刚起步阶段，而添加了果汁、白砂糖的乳饮料，价格不仅比常温奶低，保质期较常温奶也更长久；靠着清甜的口感和性价比，李子园的甜牛奶迅速在消费市场上走红。

单品拥有深厚的消费基础和情感链接，生命周期有望持续延展。经典大单品甜牛奶乳饮料收入占比稳定在90%+，2017-2023年含乳饮料收入年均复合增长率15%+。我们认为，公司甜牛奶产品经过多年培育，在甜味含乳饮料细分领域已建立强大的品牌优势，培养了深厚的用户黏性和深刻的品牌认知，未来在巩固已有优势基础上逐步向人群、渠道上迈进，仍有望贡献稳定收入体量。

- **甜味口感仍有稳定消费客群：**我们认为，蔗糖带来的风味和口感并不能够完全被代糖所替代，如此前康师傅冰红茶就多次推出“无糖”版本但消费者反馈较为平淡。公司甜牛奶瞄准对甜味更挑剔的年轻消费者群体（如儿童群体新陈代谢快、对甜味偏爱度更大），符合核心消费者的需求（追求甜味）的同时也节省了试错成本，且我们认为当前“无糖”潮流不能完全代表下沉市场消费者的喜好，其消费习惯更多受到渠道端影响，而公司成熟地区的下沉市场已成功培养出相当一批消费者的习惯，甜牛奶有部分核心稳定的忠实消费者。
- **竞争格局较好：**如前文分析，中性含乳饮料市场玩家较少，且公司与全国性大型乳企不存在正面竞争，光明、均瑶和夏进等品牌虽有推出类似产品，但体量与品牌知名度均不及李子园，其他类似竞品（娃哈哈AD钙奶、营养快线及旺仔牛奶），和公司产品口味仍有较大不同。同时，公司甜牛奶采取瓶装形式，其余竞品多以利乐包、利乐砖为主，生产利乐包、利乐砖设备为标准化设备，瓶装奶设备为非通用性、非标准化设备，公司布局产业基地需定制生产设备（经过6-10个月的定制阶段），且中性含乳饮料的生产工艺灭菌技术要求高于酸性含乳饮料（酸性本身有抑菌作用），从工艺装备上看，行业进入存在一定壁垒。
- **口味创新与包装升级持续推进：**公司聚焦于甜牛奶品类，推出原味、草莓味、朱古力味、荔枝味、哈密瓜味等多种口味，并设计不同包装、不同规格以拓展更多消费场景：如260g甜牛奶主要针对早餐渠道，225mL、450mL甜牛奶主要针对校园渠道，1L钻石包系列更多面向小餐饮渠道，以满足不同人群对于瓶装甜牛奶的不同消费场景下的需求。

产品求常亦求新，品类边界持续拓宽。为适配渠道需求、拓展产品应用场景，公司

近年来积极丰富产品矩阵：如针对早餐市场推出“核桃花生牛奶复合蛋白饮料”、“枸杞大红枣奶味饮料”；针对功能性市场推出电解质饮料，针对线上渠道推出乳酸菌饮品，并顺应健康化趋势推出 280 果蔬及 0 蔗糖系列、24 年末推出每日五黑、五红植物蛋白饮品。
从新品布局看，1 是顺应当下消费趋势提高配方健康性以进一步拓展人群，如五黑五红主打低糖轻负担，适合老年群体、乳糖不耐人群饮用；2 是提升外包装时尚性和便携性进一步适配多样的消费场景，在保质期和运输上也有明显优势，后续公司将根据渠道需求相应推出匹配的新品，多元化产品布局有望进一步拓宽公司增量市场。

表4：公司产品矩阵梳理

系列	产品	推出时间	24 年价格	产品展示
配置型含乳饮料	甜牛奶乳饮料	1995	1.28 元/100ml	
	草莓风味乳饮料	1995	1.28 元/100ml	
	朱古力风味乳饮料	1995	1.28 元/100ml	
	哈密瓜风味乳饮料	1995	1.28 元/100ml	
	荔枝风味乳饮料	1995	1.28 元/100ml	
	牛奶煮椰子	2014	1.35 元/100ml	
	牛奶煮咖啡	2014	1.35 元/100ml	
	水蜜桃味果蔬酸奶饮品	2021	1.94 元/100ml	
	发酵酸奶饮品	2021	2.14 元/100ml	
	果蔬酸奶饮品	2021	1.94 元/100ml	
	原味乳酸菌饮品	2021	1.41 元/180ml	
	椰子牛奶饮品	2021	2.14 元/100ml	
	乳酸菌乳饮品	2021	7.23 元/100ml	
	零蔗糖甜牛奶乳饮料	2023	1.51 元/100ml	
甜牛奶饮品	2021	0.87 元/100ml		
复合蛋白饮料	核桃花生牛奶复合蛋白饮料	2021	0.91 元/100ml	
	枸杞大红枣奶味饮料	2021	1.66 元/100ml	
乳制品	榴莲牛奶（臭臭奶）	2018	2.86 元/100ml	
	倍特纯牛奶	2016	1.16 元/100ml	
植物蛋白饮品	每日五黑	2024	2.44 元/100ml	

	每日五黑	2024	2.44 元/100ml	
果蔬饮品	橙汁饮料	2011	1.67 元/100ml	
	苹果汁	2011	1.33 元/100ml	
其他类饮料	玉米汁饮品	2022	5.5 元/100ml	
	浓咖啡饮品（奶咖）	2020	1.94 元/100ml	
	电解质饮料	2022	2.19 元/100ml	
	苏打水饮品	2024	0.48 元/100ml	

数据来源：公司公告、公司官网、京东、东吴证券研究所

4.2. 核心市场空间待挖潜，全渠道拓展仍在途

经销为主，直销为辅，渠道体系逐步完善。公司目前已建立以区域销售推广和学校、早餐等特通渠道相结合的全方位市场营销管理体系，并逐渐完善自身营销网络和市场服务机制，目前销售体系由四个销售大区、李子园电子商务部、推广部、综合部（含服务部、物流部、售后部、商务部、市场部）构成，对经销和直销渠道进行建设管理。2023 年经销渠道收入占比接近 90%，贡献主要增长。

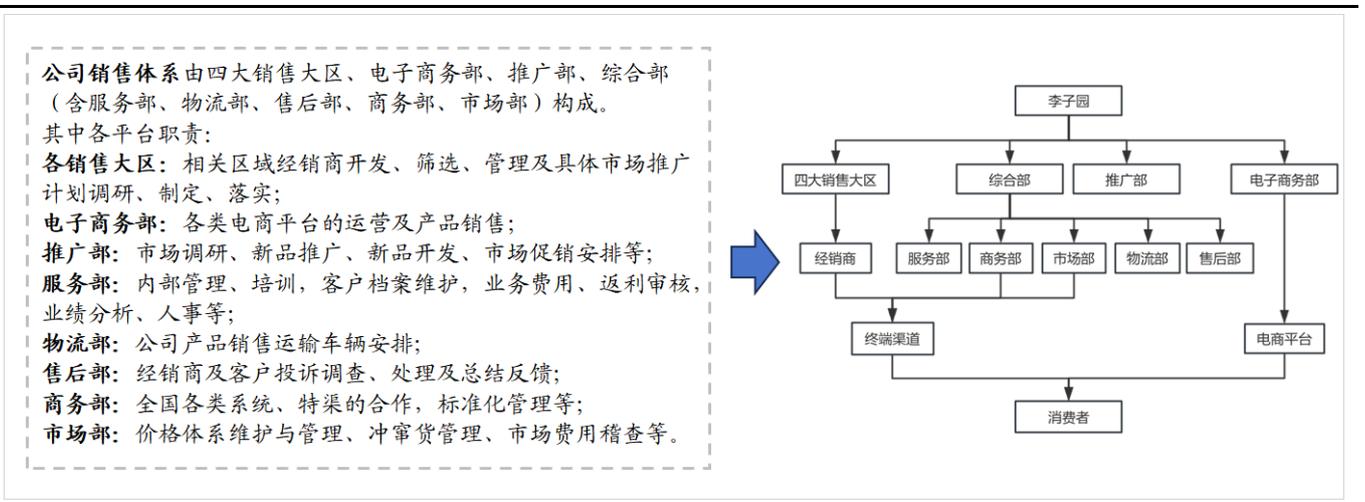
图19：渠道发展历程图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所整理

经销渠道扁平化管理，立体化布局日趋完善。公司深耕重点核心市场并逐步辐射带动周边区域，在向大型商超卖场、连锁系统以及批发部、中小型商场超市等传统渠道供货的基础上，近年来加强学校、早餐店、单位食堂、酒店、网吧等具有场景化消费需求的特通渠道开拓，提高铺市率。招商方面，公司将所有的经销商统一扁平化管理为一级经销商，按照区域划分，给予一定的经销范围和经销权，不设立地区级、省级的总代理，经销商需具备渠道优势、一定资金实力、配送能力、市场意识和业务开拓的能力，公司的业务团队会参与到经销商业务团队中，指导和介绍成熟经验，在减少多级批发产生的管理成本和市场费用、增加经销商通路利润的同时，亦缩短产品铺货期和货架期，保证货龄新鲜度。

图20: 公司销售体系



数据来源：公司公告、东吴证券研究所整理

渠道利润丰厚、返利补贴丰富，渠道推力较充足。渠道激励方面，公司经销商利润率在20%~30%，高于行业内平均水平，同时公司相应制定年度返利、直配返利、市场推广专项返利，通过申请、审批、核实等流程给予经销商部分费用支持、增加利润，与经销商利益共赢，25年公司进一步加强经销商返利力度，正常完成任务的最高返利比例不做调整，超额完成任务的最高返利比例有明显提升（超额完成5%/10%/15%设定差异化奖励标准）。

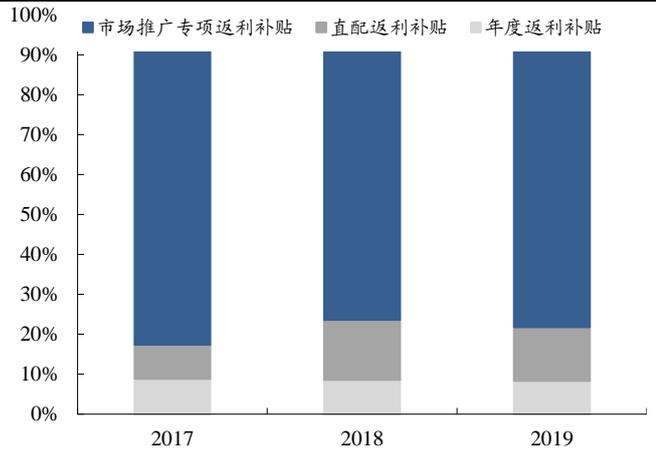
表5: 公司返利政策

返利类型	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	为推进特殊品类或区域市场推广，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。

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市场推广专项返利补贴。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。

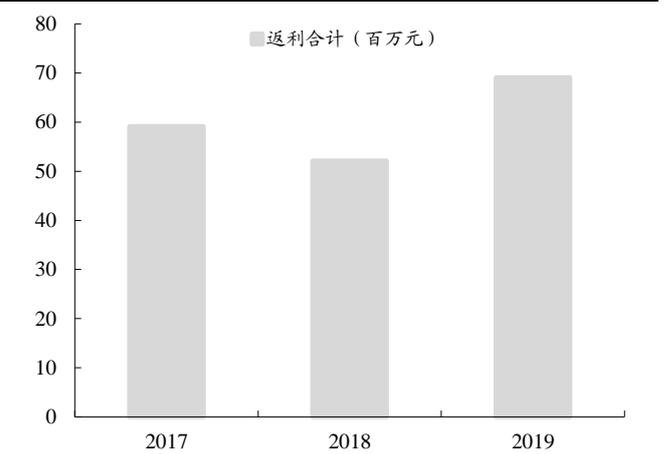
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图21：各类补贴占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

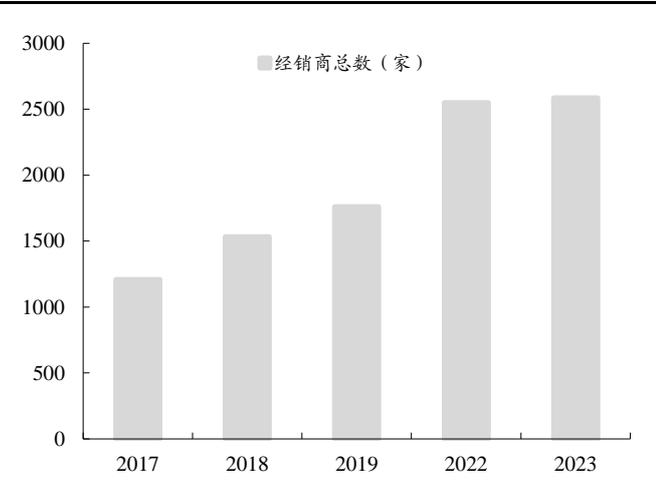
图22：返利合计



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

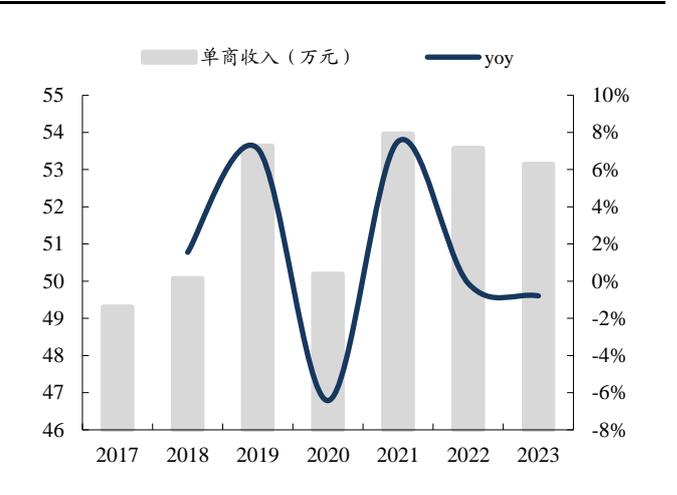
经销商数量稳步增长，单商规模仍有提升空间。2017-2023年，公司经销商数量从1207家增长到2585家，CAGR为13.5%。单商规模从49万元/家增加至53万元/家，横向对比同业仍偏低。从经销商结构看，2020H1公司合作3年以上经销商收入贡献过半，24年公司主要收入贡献仍以核心老客户为主（约500~700家），毛利率更高、抗风险能力强，合作稳定性高，伴随未来新商培养、逐步转化为核心客户，单商规模仍有上行空间。

图23：经销商数量



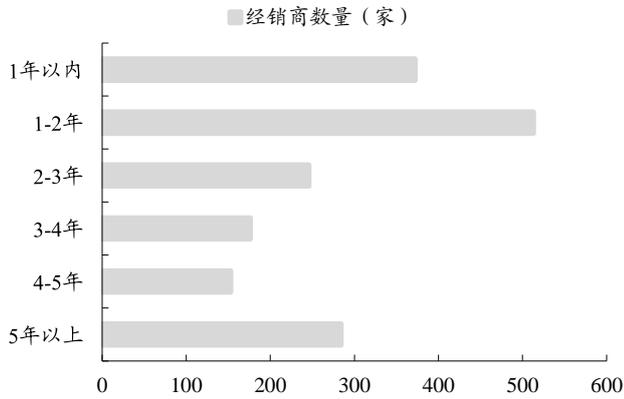
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图24：单商规模及同比增速



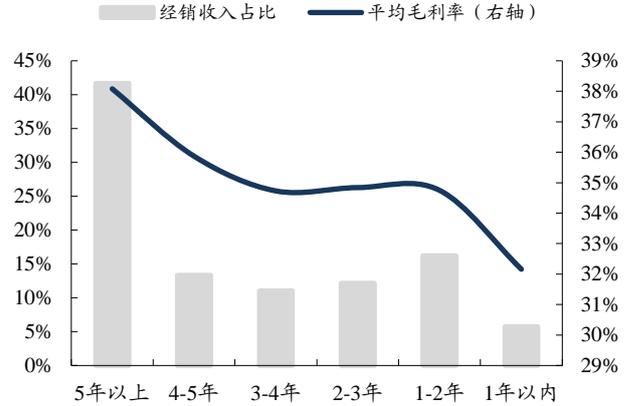
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图25: 经销商成熟度 (截至 2020 年 6 月)



数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

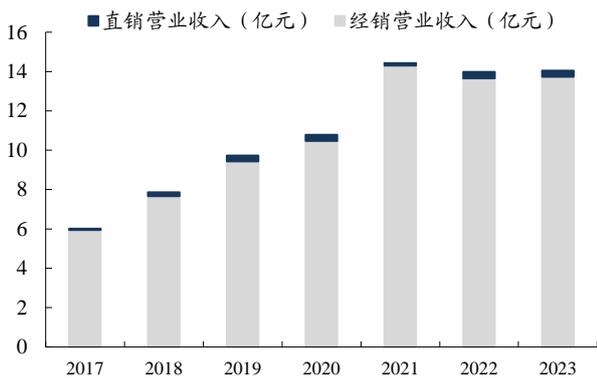
图26: 各地区经销商占比情况 (截至 2020 年 6 月)



数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

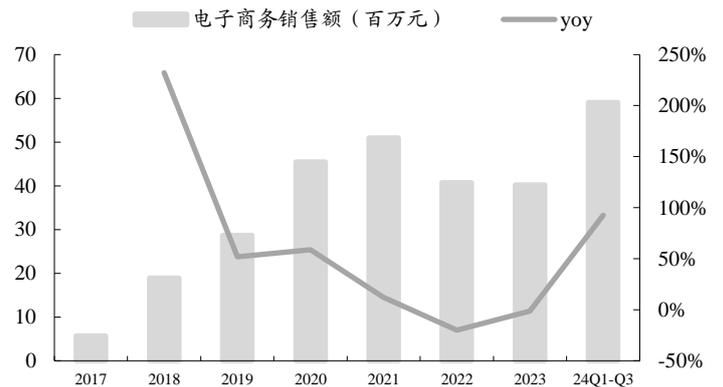
积极开拓电商, 表现持续亮眼。 1) **自营旗舰店:** 通过天猫李子园旗舰店、京东李子园旗舰店、淘宝李子园企业店、淘宝李子园旗舰店、苏宁易购等平台自营网店进行销售; 2) **超市代销:** 通过天猫超市、京东超市等电商平台进行代销, 客户在其平台下单并由其负责配送。2017年-2023年电商渠道收入从568万元增长至4016万元。2024年公司重新整合电商渠道、增强推广力度(如抖音、淘宝等), 前三季度实现收入0.59亿元, 同比增长92.68%。

图27: 分渠道营业收入拆分



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图28: 电子商务渠道收入



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

渠道多元拓展进行时, 积极拥抱新零售, 期待新渠道放量增长。 公司传统渠道基本盘相对稳定, 近几年公司积极拓展零食量贩、早餐、餐饮等渠道, 推广优势产品+定制产品; 同时 24 年重新整合、搭建电商渠道, 梳理线上价格体系, 并从 3 月开启直播业务,

推动电商渠道同比显著增长。24 年以来公司进一步优化渠道管理体系，由过去的多渠道统一管理调整为分区域分渠道管理，划分为流通、早餐、餐饮、量贩零食/便利系统几大渠道，一方面根据不同渠道特点和诉求配置不同产品、进行合理定价，另一方面对各渠道负责销售人员给予差异化薪酬待遇并进行单独考核，以推动新渠道放量。

- **早餐/小餐饮渠道：**24 年早餐和小餐饮渠道收入占比约为 20%~30%，未来作为渠道重点开拓，对应负责销售人员基本工资和奖励高出流通渠道 20%以上，针对经销商按照月度/季度/年度任务达成进行返利，并加大超额完成奖励力度。
- **零食量贩渠道：**24 年开始正式介入，目前已成功导入主流零食量贩门店，铺货产品包装和规格与其他渠道有所区隔，以避免价盘管理混乱，未来会针对性推出定制款、联名款产品匹配渠道需求。
- **电商渠道：**24 年开始重新整合组织架构、梳理价格体系，除天猫、京东货架电商外，公司在直播兴趣电商方面增加配套人员，搭建专业管理团队和直播团队并丰富新品品类，未来电商渠道在引流和品牌推广的基础上，预计新品亦有望贡献一定收入增量。

表6：公司针对不同渠道打造不同规格和类型产品

渠道	对应产品
流通渠道	450ml 和 225ml 甜牛奶系列
量贩渠道	380ml 和 225ml 甜牛奶系列
早餐渠道	260ml 甜牛奶系列、180ml 爱克林系列
小餐饮渠道	600ml、400mlPET 瓶乳饮料系列、450ml 屋顶盒、1L 钻石包风味奶、490ml 大果粒拉罐等产品。

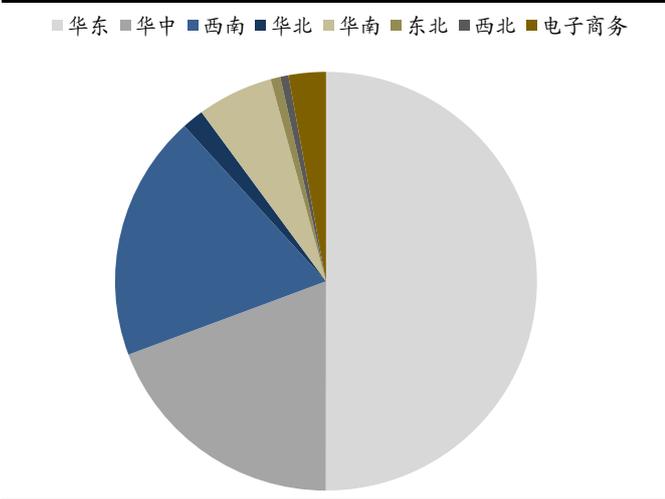
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

资源投入聚焦核心区域，渗透率仍有提升空间。分市场看，华东、华中及西南地区为公司主要销售区域，2023 年三大区域营收占比约 90%，25 年公司基于各市场已有基础、开拓难度和实际发展现状，综合考虑投入产出效益，进行区域发展思路调整：

- **重点发展已有品牌基础较好的成熟及半成熟市场：**1) 对于成熟市场：浙江、云南等区域目前渠道已下沉到县乡级，进入时间早、品牌基础较好、传统流通渠道基础扎实，未来将进一步开拓餐饮、零食量贩、特通（如娱乐场所、校园等）等渠道，匹配合适产品，通过多元化渠道拓展驱动增长。2) 对于半成熟市场：除华东市场外的多数外围区域目前渠道下沉程度较低，主要销售仍然集中于省会区域，地级市及以下市场基础仍相对薄弱，未来将加强拓展下沉市场专业经销商，扩大经销渠道规模拉动增长。

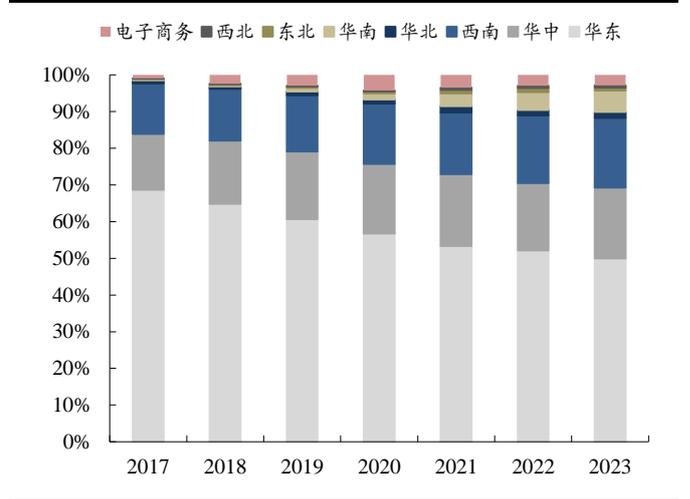
- **薄弱市场资源收缩、提升人效：**公司目前在华北、东北、西北等地市场基础较弱，客户拓展进度相对偏缓慢，针对此类弱势市场，25年开始公司不再进行过多资源投入，缩减相关业务人员数量，更好集中精力精耕核心市场。

图29：2023年各地区销售额占比



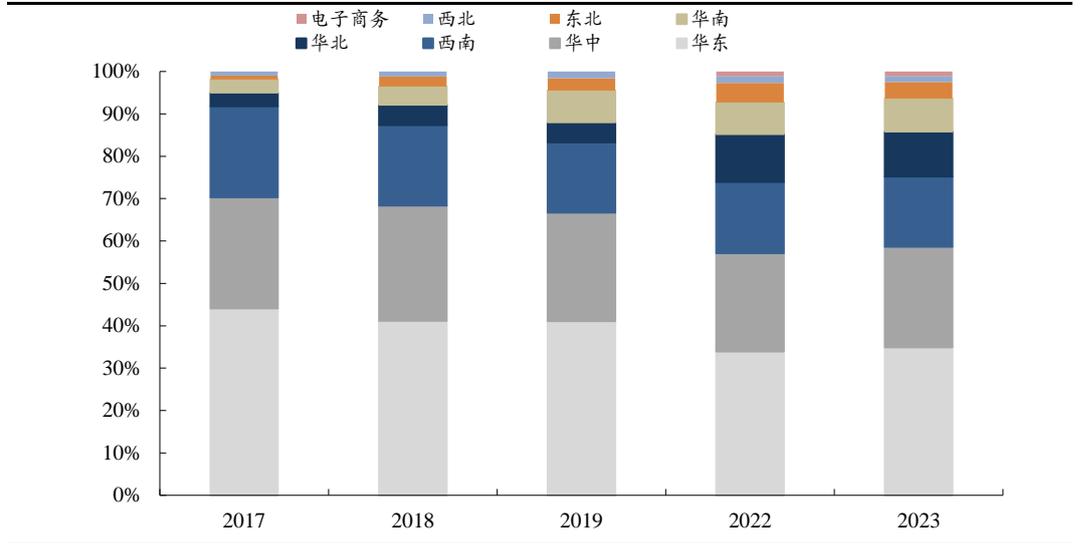
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图30：分区域销售收入占比情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图31：分区域经销商数量占比



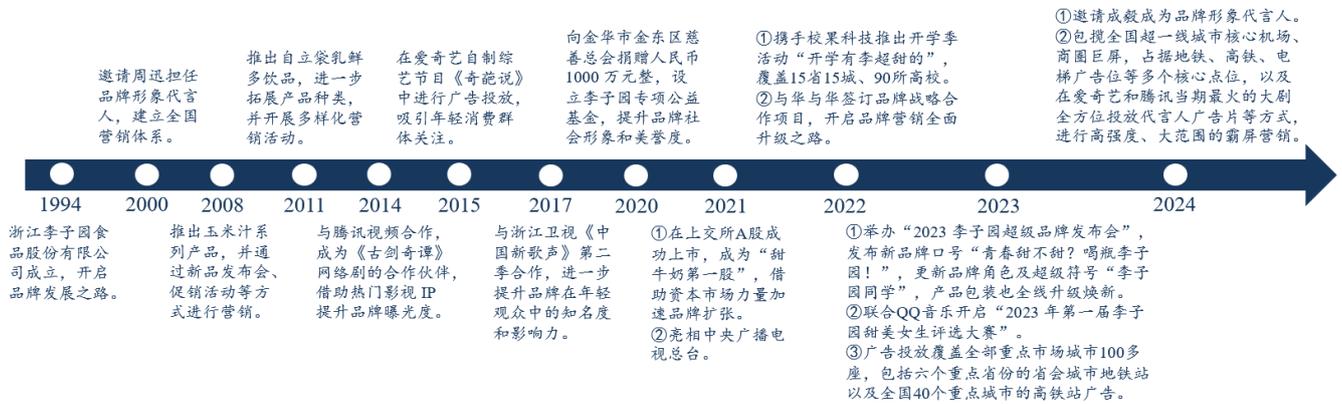
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4.3. 品牌持续焕新，年轻化营销再添动能

过往长期且持续的品牌建设已成功积累消费者认知基础。自2000年起公司先后邀请周迅、范冰冰、林心如、苗苗等明星为品牌形象代言人，提升品牌知名度；同时通过

央视、高铁媒体、新媒体、区域性广告投放及店招等多种形式，软硬广告结合投放加强品牌曝光，通过过往长期的品牌推广，李子园“甜牛奶”品牌已成功获得消费者认可。

图32: 品牌发展历程



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

近年来公司积极推进品牌焕新，营销方式灵活多样，年轻化运营持续深化。2022年底公司与华与华达成品牌战略合作，2023年7月正式发布全新口号“青春甜不甜？喝瓶李子园！”，强调了“青春、甜”与品牌的紧密联系，同时更新品牌角色及超级符号“李子园同学”、产品包装全线升级焕新；2024年公司官宣新代言成毅，与过往代言人相比，成毅作为新生代演员，年轻活力的形象与品牌年轻化高度契合，加强品牌曝光度的同时，亦加速电商平台发展。广告投放方面，公司通过全渠道投放加大品牌曝光度，线下广告覆盖全国超一线城市核心机场、高铁、商圈、地铁、电梯广告位等多元场景，线上加强小红书、微博、抖音等新媒体渠道渗透。

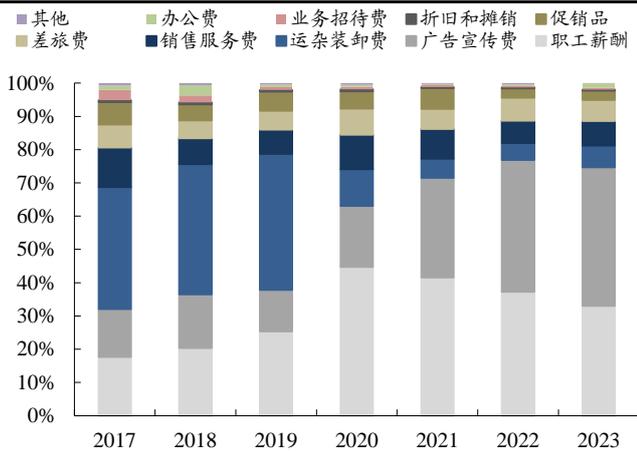
图33: 公司代言人变化



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

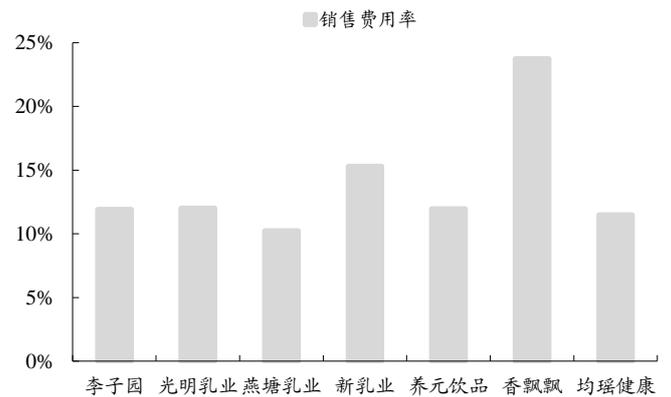
加强费用管理，精准投放优化费效比。2018-2023 年公司销售费率基本稳定在 10%~12%左右，过去公司主要聚焦于传统媒体投放，近年来公司与时俱进，1 是通过选择年轻化代言人加强品牌形象焕新，2 是加强新媒体渠道渗透。考虑公司当前所处环境及公司体量规模，25 年公司将进一步聚焦费用精准投放：1) 广宣方面费用控制，减少传统媒体投放、聚焦性价比较高的新媒体平台；2) 部分薄弱地区销售团队人员精简，降低销售运营成本，推动人员提效。

图34：销售费用拆分



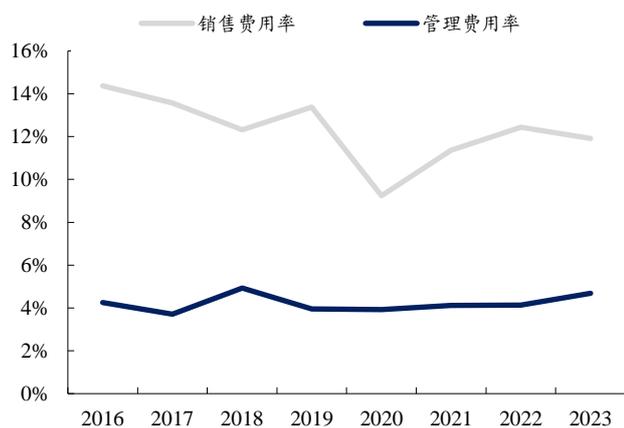
数据来源：wind、东吴证券研究所

图35：2023 年销售费用率与同业对比



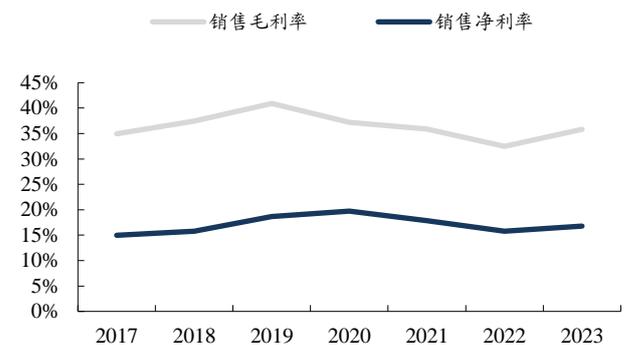
数据来源：wind、东吴证券研究所

图36：销售费用率和管理费率



数据来源：wind、东吴证券研究所

图37：净利率及毛利率



数据来源：wind、东吴证券研究所

4.4. 产能基础渐夯实，盈利能力相对稳定

新产能基地陆续建成，产能利用率提升推动单位制造成本下降。目前公司共有金华、龙游、云南、江西、鹤壁五大生产基地，2023 年末产能达 35.7 万吨，23 年公司发行可

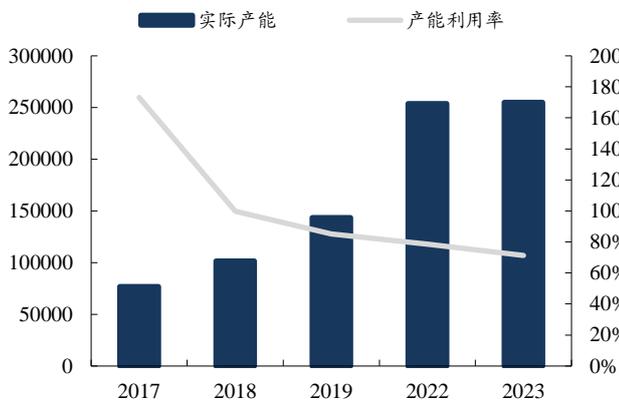
转债以进行技改项目，计划在金华本部率先升级改造智慧化工厂，浙江李子园产能利用率预计将明显提升；此外公司龙游二期、江西二期亦陆续投产使用，伴随自有产能逐步扩建落地、委外加工占比下降，有利于降低单位成本，同时公司持续加强成本管控、提升生产管理效率，收入规模效应逐步释放下产能利用率有望进一步提升，利润率仍有优化空间。

表7: 扩产项目

实施主体	项目名称	投资总额 (亿元)	效益测算 (年产值/亿元)
浙江李子园	12万吨饮料及相关配套产品生产线	3.5	12
江西李子园	含乳饮料生产新建项目	11	12
鹤壁李子园	年产10.4万吨含乳饮料生产项目	4	10.4
云南李子园	年产7万吨含乳饮料生产项目	2.8	7
浙江李子园	年产7万吨含乳饮料及2.4亿只HDPE瓶生产线项目(浙江龙游二期)	2.8	7
江西李子园	年产10万吨食品饮料生产线扩建项目(江西上高二期)	3	10
云南李子园	3条含乳饮料无菌灌装生产线配套建设仓库等附属设施项目	2	-

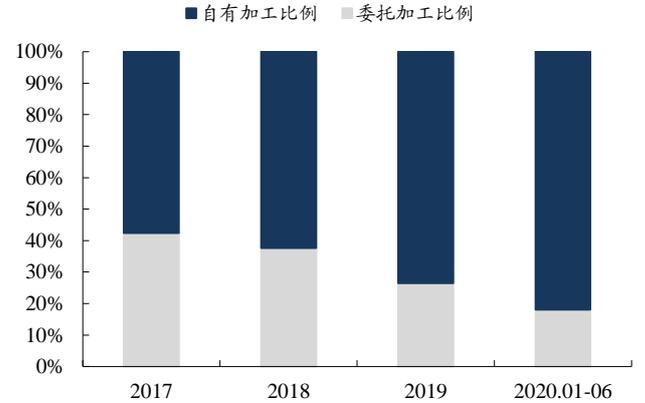
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图38: 公司产能及产能利用率(吨, %)



数据来源: wind、东吴证券研究所

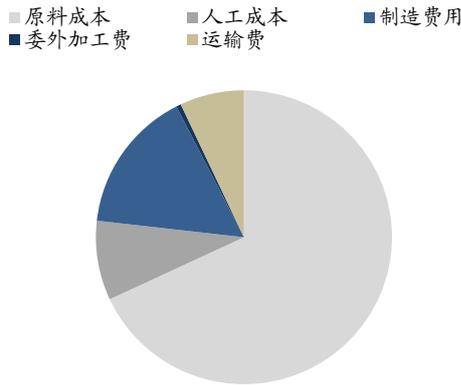
图39: 近年公司自有加工和委托加工比例



数据来源: wind、东吴证券研究所

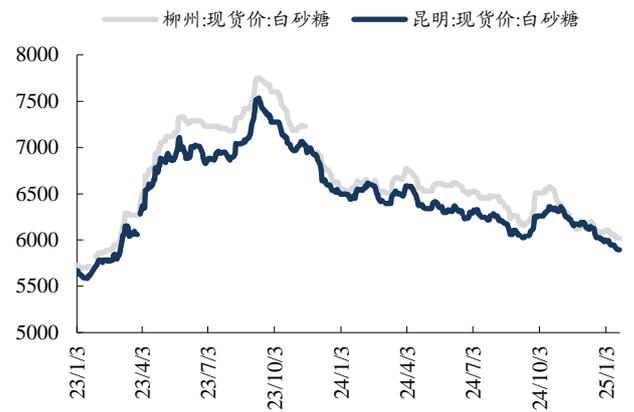
原材料成本相对可控, 预计 25 年毛利率仍维持较高水平。公司主要成本包括奶粉、包材、白砂糖等, 公司采取“以产定购, 兼顾库存和采购成本”的模式进行采购, 对于奶粉、白砂糖、高密度聚乙烯等大宗商品, 供应中心将根据市场价格波动、运输时间、供应周期等因素提前储备适当的原材料, 以适应生产计划临时调整, 降低单位采购成本; 公司使用纸箱有配套工厂生产, 价格相对平稳。24 年下半年开始公司原材料白砂糖有所回落, 且新品低糖策略下白糖用量有所减少, 聚乙烯、瓦楞纸价格保持相对平稳, 目前公司原材料成本已锁价至 25 年 6 月, 整体成本相对可控下预计 25 年毛利率仍有望保持较高水平。

图40: 2023年公司成本结构拆分



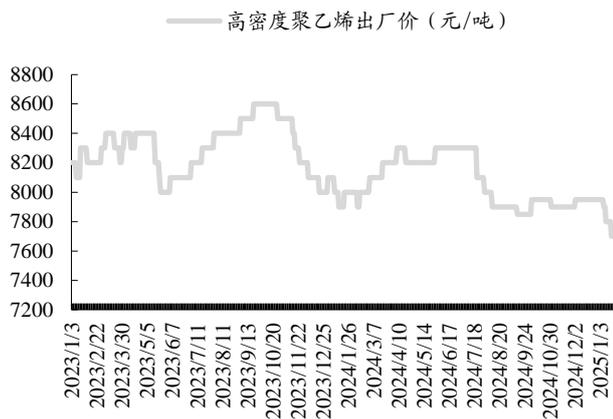
数据来源: wind、东吴证券研究所

图41: 23年以来白糖现货价格走势(元/吨)



数据来源: wind、东吴证券研究所(截至25.1.20,下同)

图42: 2023年以来聚乙烯价格走势(元/吨)



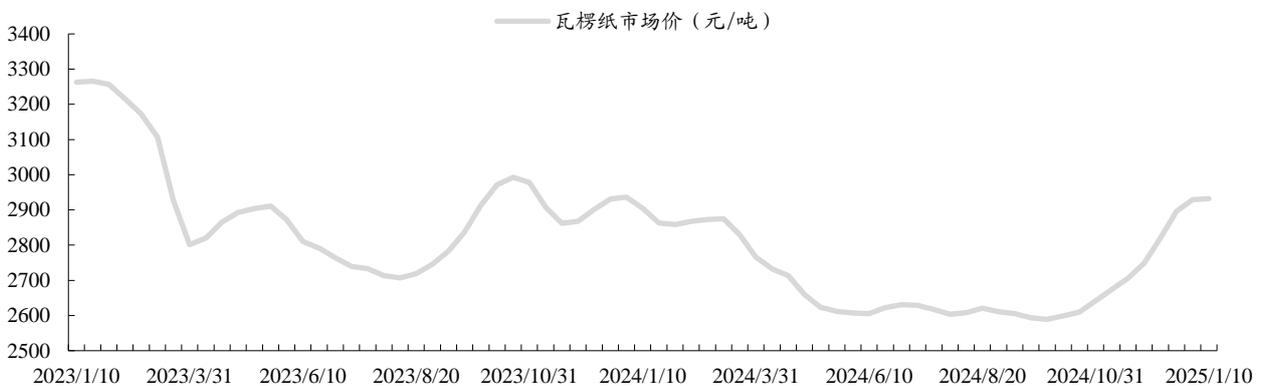
数据来源: wind、东吴证券研究所

图43: 2023年以来奶粉价格走势(美元/吨)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图44: 2023年以来瓦楞纸市场价走势



数据来源: wind、东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

收入端：考虑到公司前三季度实际经营情况、当前消费环境，我们预计：1) 含乳饮料：运作时间久、品牌基础较好，伴随渠道拓展仍有预计保持相对平稳，2024-2026 年含乳饮料收入增速分别同比-2%/+8%/+8%；2) 非含乳饮料：整体规模较小，24 年前三季度实现较快增长，近年来公司持续加强新品研发，预计未来伴随渠道推广有望保持较高增速，预计 2024~2026 年收入同比增速分别同比+131%/+57%/+50%，预计 2024~2026 年整体营业收入为 14.1/15.6/17.2 亿元，分别同比+0.1%/+10.0%/+10.4%。

利润端：公司已锁定奶粉价格和用量，25 年价格同比波动不大，白糖价格 24 年下半年以来高位回落，纸箱、塑料瓶未来价格预计保持平稳，预计 25 年成本端波动不大，毛利率仍有小幅优化空间，且费用控制会更加有效，预计 24~26 年归母净利润分别为 2.3/2.6/2.9 亿元，分别同比-3%、+11%、+11%，对应 PE 分别为 19、17、16 倍。

表8: 盈利预测收入拆分 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
含乳饮料收入	1380.6	1350.9	1461.0	1580.1
Yoy	1.62%	-2.15%	8.15%	8.15%
其他饮料收入	23.8	54.7	86.0	128.8
Yoy	-39.78%	130.53%	57.05%	49.81%
其他业务收入	7.5	7.9	8.3	8.7
Yoy	36.95%	5.00%	5.00%	5.00%
营业收入	1411.9	1413.6	1555.3	1717.6
Yoy	0.60%	0.12%	10.03%	10.44%
毛利率	35.85%	39.18%	40.45%	40.71%
归母净利润	237.0	229.9	255.9	285.1
Yoy	7.20%	-2.99%	11.33%	11.39%

数据来源：wind、东吴证券研究所

我们选取同为饮料乳品行业的承德露露、养元饮品、香飘飘、光明乳业作为作为可比公司，和同行相比，公司估值水平低于整体，未来伴随渠道精细化管理及品牌年轻化运营，估值有进一步提升空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

表9: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
承德露露	000848.SZ	91	6.4	6.3	7.3	8.2	14.3	14.4	12.4	11.1

养元饮品	603156.SH	270	14.7	14.3	15.9	17.8	18.4	18.9	16.9	15.2
香飘飘	603711.SH	61	2.8	3.1	3.7	4.3	21.6	19.7	16.5	14.0
光明乳业	600597.SH	111	9.7	4.5	5.3	5.9	11.5	25.0	21.0	18.9
平均							16.4	19.5	16.7	14.8
李子园	605337.SH	44	2.4	2.3	2.6	2.9	18.7	19.3	17.3	15.6

数据来源：wind、东吴证券研究所（除李子园外，其余预测均来自于wind一致预期，截至1月23日收盘价）

6. 风险提示

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。

业务拓展不及预期。市场营销管理体系、产品销售策略、市场推广计划出现误判或将导致业务扩展受限。

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。

李子园三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,595	954	1,065	1,223	营业总收入	1,412	1,414	1,555	1,718
货币资金及交易性金融资产	1,068	492	572	725	营业成本(含金融类)	906	860	926	1,018
经营性应收款项	15	14	15	17	税金及附加	17	15	18	21
存货	191	204	233	237	销售费用	168	208	231	250
合同资产	0	0	0	0	管理费用	66	84	93	102
其他流动资产	322	244	245	245	研发费用	19	19	20	20
非流动资产	1,463	1,827	1,900	1,936	财务费用	(25)	(13)	(7)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	44	48	52	53
固定资产及使用权资产	920	923	919	908	投资净收益	1	13	2	1
在建工程	89	189	269	319	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	136	133	130	127	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	305	300	328	367
其他非流动资产	317	581	581	581	营业外净收支	(1)	(6)	0	0
资产总计	3,059	2,782	2,965	3,159	利润总额	304	294	328	367
流动负债	703	646	701	753	减:所得税	67	64	72	82
短期借款及一年内到期的非流动负债	201	201	201	201	净利润	237	230	256	285
经营性应付款项	336	263	308	343	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	52	63	63	69	归属母公司净利润	237	230	256	285
其他流动负债	115	119	130	140	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	0.58	0.65	0.72
非流动负债	650	654	654	654	EBIT	280	282	320	361
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	360	382	428	475
应付债券	568	568	568	568	毛利率(%)	35.85	39.18	40.45	40.71
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	16.78	16.26	16.45	16.60
其他非流动负债	81	85	85	85	收入增长率(%)	0.60	0.12	10.03	10.44
负债合计	1,353	1,300	1,355	1,407	归母净利润增长率(%)	7.20	(2.99)	11.33	11.39
归属母公司股东权益	1,705	1,482	1,610	1,753					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,705	1,482	1,610	1,753					
负债和股东权益	3,059	2,782	2,965	3,159					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	414	263	387	444	每股净资产(元)	4.22	3.68	4.01	4.37
投资活动现金流	(339)	(382)	(179)	(149)	最新发行在外股份(百万股)	394	394	394	394
筹资活动现金流	420	(456)	(128)	(143)	ROIC(%)	10.19	9.31	10.81	11.42
现金净增加额	495	(575)	80	152	ROE-摊薄(%)	13.89	15.51	15.90	16.27
折旧和摊销	80	101	108	115	资产负债率(%)	44.24	46.72	45.70	44.53
资本开支	(201)	(207)	(181)	(151)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.73	19.30	17.34	15.57
营运资本变动	83	(69)	25	46	P/B(现价)	2.66	3.05	2.81	2.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>