

# 李子园 (605337)

## 新品布局功能饮料, 供应链持续打磨

增持 (维持)

2025年03月28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	258.19	286.89
同比 (%)	(15.79)	7.20	(2.99)	12.32	11.12
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.56	0.60	0.58	0.65	0.73
P/E (现价&最新摊薄)	21.57	20.12	20.75	18.47	16.62

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 2025年春糖期间, 公司推出新品“VitaYoung 活力维他命”维生素水, 首批上市维生素水包括复合维B系列和高倍维C系列。
- **顺应健康化趋势, 老品升级&新品占位并举。** 本次春糖参展饮料品牌宣传中, NFC (非浓缩还原)、无糖、有机、电解质及酵素饮料成为主流关键词, 消费者对饮品健康关注度日益提升, 公司亦洞察行业发展趋势, 一方面, 主业推进降糖甜牛奶系列研发, 力争不影响口感下尽量降低含糖量, 且围绕不同渠道需求, 匹配多规格、差异化包装; 另一方面, 积极顺应潮流布局新品, 本次春糖推出维生素水主打营养健康, 首创“中国6零极简配方”, 即“0糖、0脂、0卡、0防腐剂、0香精、0添加色素”, 包括复合维B (菊花味、红树莓味) 和高倍维C (柠檬味) 两个系列, 分别具备缓解疲劳、提升活力和增强免疫力功效, 后续需持续关注招商及铺货进展, 期待旺季带来收入增量补充。
- **渠道改革稳步推进, 积极拥抱新渠道。** 公司持续推动渠道多元化布局, 针对传统渠道深耕下沉, 并积极拓展零食量贩、早餐、餐饮等渠道, 同时针对不同渠道差异化匹配不同规格/包装产品, 小李总上任后, 进一步优化渠道管理体系, 实行分区域分渠道管理——人员配置/销售任务/费用投放/业务考核按不同渠道划分, 并对各渠道负责销售人员给予差异化薪酬待遇, 费用投放更趋精准, 期待年内新渠道放量表现。
- **完善供应链布局, 年内成本红利延续。** 近日公司公告, 拟签署投资协议并设立全资子公司, 投资项目为“李子园日处理1000吨生乳深加工项目”, 预计投资金额约为3.2亿元, 资金来源为自筹或自有资金。拟设子公司为宁夏李子园食品有限公司, 建设内容包括全脂脱脂奶粉、浓缩奶、稀奶油、奶酪等奶制品的深加工生产线。我们认为, 此举一则有利于保障上游奶源充足供应和质量, 二则更好应对成本波动、降本增效。展望25年, 白糖价格上涨相对可控, 奶粉已完成锁价且价格同比有所回落, 考虑奶粉成本红利、规模效应释放, 预计年内毛利率仍处提升通道。
- **盈利预测与投资评级:** 展望2025年, 主业甜牛奶系列产品升级与渠道拓展并进, 新品维他命水卡位功能饮料赛道, 成本红利释放叠加费投精准投放, 盈利仍有提升空间。我们基本维持此前预测, 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%、12%、11%, 对应估值21、18、17倍, 维持“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)	12.53
一年最低/最高价	7.84/16.67
市净率(倍)	3.01
流通A股市值(百万元)	4,942.25
总市值(百万元)	4,942.25

### 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

《李子园(605337): 品牌焕新渠道求变, 静待成效显现》

2025-01-24

图1: 维生素水“复合维 B 系列”



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图2: 维生素水“复高倍维 C 系列”



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

## 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
<b>流动资产</b>	<b>1,595</b>	<b>1,148</b>	<b>1,260</b>	<b>1,419</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,412</b>	<b>1,414</b>	<b>1,555</b>	<b>1,718</b>
货币资金及交易性金融资产	1,068	686	767	920	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
<b>非流动资产</b>	<b>1,463</b>	<b>1,827</b>	<b>1,900</b>	<b>1,936</b>	财务费用	(25)	(13)	(10)	(9)
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	<b>营业利润</b>	<b>305</b>	<b>300</b>	<b>330</b>	<b>370</b>
其他非流动资产	317	581	581	581	营业外净收支	(1)	(6)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,059</b>	<b>2,975</b>	<b>3,160</b>	<b>3,355</b>	<b>利润总额</b>	<b>304</b>	<b>294</b>	<b>330</b>	<b>370</b>
<b>流动负债</b>	<b>703</b>	<b>646</b>	<b>701</b>	<b>753</b>	减:所得税	67	64	72	83
短期借款及一年内到期的非流动负债	201	201	201	201	<b>净利润</b>	<b>237</b>	<b>230</b>	<b>258</b>	<b>287</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>237</b>	<b>230</b>	<b>258</b>	<b>287</b>
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	0.73
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	16.60	16.70
其他非流动负债	81	85	85	85	收入增长率(%)	0.60	0.12	10.03	10.44
<b>负债合计</b>	<b>1,353</b>	<b>1,300</b>	<b>1,355</b>	<b>1,407</b>	归母净利润增长率(%)	7.20	(2.99)	12.32	11.12
归属母公司股东权益	1,705	1,676	1,805	1,948					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,705</b>	<b>1,676</b>	<b>1,805</b>	<b>1,948</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,059</b>	<b>2,975</b>	<b>3,160</b>	<b>3,355</b>					

  

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	389	446	每股净资产(元)	4.22	4.17	4.50	4.86
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	(263)	(129)	(143)	ROIC(%)	10.19	8.94	9.98	10.58
现金净增加额	495	(382)	81	153	ROE-摊薄(%)	13.89	13.72	14.30	14.72
折旧和摊销	80	101	108	115	资产负债率(%)	44.24	43.68	42.88	41.93
资本开支	(201)	(207)	(181)	(151)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.12	20.75	18.47	16.62
营运资本变动	83	(69)	25	46	P/B (现价)	2.86	2.90	2.69	2.49

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>