



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 04 日

基础数据

04 月 30 日收盘价（元）	12.38
总市值（亿元）	48.83
总股本（亿股）	3.94

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】李子园跟踪报告：甜牛奶龙头，全国化布局进行时-2024.05.10

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003

jinhan@xyzq.com.cn

研究助理：王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

李子园(605337.SH)

主业略有承压，新品创新驱动

投资要点：

- 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 14.15/2.24/2.07 亿元，同比+0.22%/-5.55%/-5.24%。Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 3.51/0.67/0.58 亿元，同比+2.44%/+38.96%/+41.96%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 3.20/0.66/0.62 亿元，同比-4.3%/+16.17%/+5.11%。公司拟每 10 股派发现金红利 5.00 元（含税），派发现金红利共计 1.94 亿元，分红率为 86.6%。
- 含乳饮料营收小幅下滑，新品持续贡献增量。2024 年含乳饮料/乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其他业务营收同比分别为-1.92%/+31.00%/+18.19%/+270.84%。其中含乳饮料 24 年上半年收入同比下滑 5%，主要系下游需求偏弱，下半年收入改善，同比增长 1%；其他业务增速亮眼，24 年公司推出风味调制乳、每日五黑、每日五红等新品，带动销量提升。25Q1 含乳饮料/其他业务分别实现营收 3.04/0.15 亿元，同比-6.25%/+67.84%，今年公司推出营养素饮料、植物饮料等创新产品，针对校园、健身房、便利店等渠道重点布局。
- 成本改善带动毛利率提升，24Q4&25Q1 盈利能力有所优化。24 年毛利率为 39.08%，同比+3.24pct，其中 Q4 毛利率为 38.64%，同比+4.46pct，25Q1 毛利率为 42.83%，同比+4.64pct，毛利率改善主要系原材料采购价格下降。24 年销售/管理/研发/财务费用率为 14.23%/6.07%/1.39%/-0.26%，同比+2.32/+1.38/+0.02/+1.48pct，其中 Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比-3.72/+0.70/+0.14/+2.70pct，24 年销售费用率提升系广告费和市场推广费用投入增加以及员工持股计划费用分摊增加；管理费用率提升系折旧费用增加和员工持股计划费用分摊增加；财务费用率增加系计入本科目的银行存款利息减少。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比-0.14/+0.14/+0.24/+3.27pct。综合以上因素，24 年归母净利率为 15.82%，同比-0.97pct，其中 Q4 归母净利率为 18.96%，同比+4.98pct。25Q1 归母净利率为 20.68%，同比+3.64pct，盈利能力有所优化。
- 盈利预测与投资建议：根据 2024 年年报及 2025 年一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 15.00/16.28/17.57 亿元，同比+6.0%/+8.5%/+7.9%，归母净利润分别为 2.56/2.80/3.02 亿元，同比+14.3%/+9.5%/+7.8%，EPS 为 0.65/0.71/0.77 元；对应 2025 年 4 月 30 日收盘价，PE 为 19.1/17.4/16.2X，维持“增持”评级。
- 风险提示：食品安全风险；市场竞争加剧；新渠道、新市场拓展不及预期；原材料价格波动风险；产品单一风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1415	1500	1628	1757
同比增长	0.2%	6.0%	8.5%	7.9%
归母净利润（百万元）	224	256	280	302
同比增长	-5.6%	14.3%	9.5%	7.8%
毛利率	39.1%	39.1%	38.7%	38.0%
ROE	12.9%	14.0%	14.4%	14.6%
每股收益（元）	0.57	0.65	0.71	0.77
市盈率	21.8	19.1	17.4	16.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报: 2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 14.15/2.24/2.07 亿元, 同比+0.22%/-5.55%/-5.24%。Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 3.51/0.67/0.58 亿元, 同比+2.44%/+38.96%/+41.96%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 3.20/0.66/0.62 亿元, 同比-4.3%/+16.17%/+5.11%。公司拟每 10 股派发现金红利 5.00 元 (含税), 派发现金红利共计 1.94 亿元, 分红率为 86.6%。

点评

- 含乳饮料营收小幅下滑, 新品持续贡献增量。
 - ✓ 分产品: 2024 年含乳饮料/乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其他业务分别实现营收 13.54/0.11/0.06/0.37 亿元, 同比-1.92%/+31.00%/+18.19%/+270.84%。其中含乳饮料 24 年上半年收入同比下滑 5%, 主要系下游需求偏弱, 下半年收入改善, 同比增长 1%; 其他业务增速亮眼, 24 年公司推出风味调制乳、每日五黑、每日五红等新品, 带动销量提升。25Q1 含乳饮料/其他业务分别实现营收 3.04/0.15 亿元, 同比-6.25%/+67.84%, 今年公司推出营养素饮料、植物饮料等创新产品, 针对校园、健身房、便利店等渠道重点布局。
 - ✓ 分地区: 2024 年华东/华中/西南地区分别实现营收 6.98/2.38/2.76 亿元, 同比-0.58%/-12.21%/+3.53%, 电商渠道增速亮眼, 同比+90.46%。25Q1 华东/华中/西南地区营收同比为-8.12%/-6.65%/+0.69%, 表现相对承压, 电商渠道营收同比+58.89%, 增长势头良好。
 - ✓ 分渠道: 2024 年经销/直销渠道分别实现营收 13.44/0.65 亿元, 同比-2.20%/+110.76%, 直销渠道营收快速增长系公司对电商渠道重新整合, 优化线上产品结构, 新品投放力度加大。公司不断加快拓商速度, 24 年末经销商数量 2626 家, 较 23 年年末净增加 41 家。
- 成本改善带动毛利率提升, 24Q4&25Q1 盈利能力有所优化。
 - ✓ 24 年毛利率为 39.08%, 同比+3.24pct, 其中 Q4 毛利率为 38.64%, 同比+4.46pct, 25Q1 毛利率为 42.83%, 同比+4.64pct, 毛利率改善主要系原材料采购价格下降。
 - ✓ 24 年销售/管理/研发/财务费用率为 14.23%/6.07%/1.39%/-0.26%, 同比+2.32%/+1.38%/+0.02%/+1.48pct, 其中 Q4 销售/管理/研发/财务费用率为

11.23%/5.72%/1.72%/0.19%，同比-3.72/+0.70/+0.14/+2.70pct，24 年销售费用率提升系广告费和市场推广费用投入增加以及员工持股计划费用分摊增加；管理费用率提升系折旧费用增加和员工持股计划费用分摊增加；财务费用率增加系计入本科目的银行存款利息减少。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 10.64%/6.63%/1.45%/-0.04%，同比-0.14/+0.14/+0.24/+3.27pct。

✓ 综合以上因素，24 年归母净利率为 15.82%，同比-0.97pct，其中 Q4 归母净利率为 18.96%，同比+4.98pct。25Q1 归母净利率为 20.68%，同比+3.64pct，盈利能力有所优化。

● **渠道变革发力，加速新兴渠道开拓。**今年年初公司开启渠道管理调整工作，积极介入零食量贩、早餐及小餐饮渠道，同时着力深耕核心市场华东、西南区域，逐步辐射带动周边区域市场，加速全国化进程。公司主业含乳饮料表现稳健，新品果蔬汁、气泡奶、维生素水等逐步开拓，预计随着产品健康化升级、渠道多元拓展，以及成本红利释放，公司业绩将稳健增长。此外，公司发布 2025-2027 年股东分红回报计划，每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 10%，公司分别在发展成熟期无重大资金支出安排/成熟期无重大资金支出安排/成长期有重大资金支出安排情况下，对应当年现金分红率原则上应达到 80%/40%/20%。

● **盈利预测与投资建议：**根据 2024 年年报及 2025 年一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 15.00/16.28/17.57 亿元，同比 +6.0%/+8.5%/+7.9%，归母净利润分别为 2.56/2.80/3.02 亿元，同比 +14.3%/+9.5%/+7.8%，EPS 为 0.65/0.71/0.77 元；对应 2025 年 4 月 30 日收盘价，PE 为 19.1/17.4/16.2X，维持“增持”评级。

● **风险提示**

食品安全风险；市场竞争加剧；新渠道、新市场拓展不及预期；原材料价格波动风险；产品单一风险。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1150	1182	1388	1458
货币资金	625	687	852	936
交易性金融资产	116	115	119	121
应收票据及应收账款	1	2	3	1
预付款项	10	14	17	16
存货	187	198	219	212
其他	211	167	176	173
非流动资产	1838	2015	2018	2102
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	975	1041	1045	1103
在建工程	25	71	66	89
无形资产	132	147	152	157
商誉	0	0	0	0
其他	706	756	754	753
资产总计	2988	3198	3405	3561
流动负债	585	690	786	821
短期借款	30	30	30	30
应付票据及应付账款	276	274	314	372
其他	279	386	443	418
非流动负债	673	675	675	675
长期借款	0	0	0	0
其他	673	675	675	675
负债合计	1258	1365	1461	1496
股本	394	394	394	394
未分配利润	816	879	949	1025
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1730	1832	1944	2065
负债及权益合计	2988	3198	3405	3561

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	224	256	280	302
折旧和摊销	95	142	155	175
营运资金的变动	46	80	61	49
经营活动产生现金流量	360	488	506	537
资本支出	-139	-271	-161	-260
长期投资	-80	-2	-1	1
投资活动产生现金流量	-470	-261	-158	-259
债权融资	-170	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-312	-165	-182	-194
现金净变动	-422	62	166	83

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1415	1500	1628	1757
营业成本	862	914	999	1090
税金及附加	16	17	19	20
销售费用	201	195	205	211
管理费用	86	78	81	81
研发费用	20	20	21	23
财务费用	-4	-3	-7	-4
投资收益	14	4	4	0
公允价值变动收益	2	2	3	2
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	1	1
营业利润	293	330	362	388
营业外收支	-6	-2	-3	-1
利润总额	287	328	359	387
所得税	63	72	79	85
净利润	224	256	280	302
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	224	256	280	302
EPS(元)	0.57	0.65	0.71	0.77

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	0.2%	6.0%	8.5%	7.9%
营业利润增长率	-4.1%	12.8%	9.7%	7.2%
归母净利润增长率	-5.6%	14.3%	9.5%	7.8%
盈利能力				
毛利率	39.1%	39.1%	38.7%	38.0%
归母净利率	15.8%	17.1%	17.2%	17.2%
ROE	12.9%	14.0%	14.4%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	42.1%	42.7%	42.9%	42.0%
流动比率	1.97	1.71	1.77	1.78
速动比率	1.27	1.17	1.25	1.29
营运能力				
资产周转率	46.8%	48.5%	49.3%	50.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.57	0.65	0.71	0.77
每股经营现金	0.91	1.24	1.28	1.36
估值比率(倍)				
PE	21.8	19.1	17.4	16.2
PB	2.8	2.7	2.5	2.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn