

成本红利释放，新品拓展可期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年报及 2025 一季报。24 年实现营收 14.2 亿元, 同比+0.2%; 归母净利润 2.2 亿元, 同比-5.6%。其中, 24Q4 营收 3.5 亿元, 同比+2.4%; 归母净利润 0.7 亿元, 同比+39.0%。25Q1 实现营收 3.2 亿元, 同比-4.3%; 归母净利润 0.7 亿元, 同比+16.2%。
- **含乳饮料略有承压, 新品驱动贡献增量。** 1、分品类看, 24 年含乳饮料/乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其他产品分别实现收入 13.5/0.1/0.1/0.4 亿元, 分别同比-1.9%/+31.0%/+18.2%/+270.8%。24 年含乳饮料营收上半年同比-4.9%, 下半年同比+1.0%, 上半年下游需求偏弱, 下半年收入有所改善。其他业务增速亮眼, 24 年公司顺应健康零添加的消费趋势, 陆续推出粗粮系列(五红、五黑)饮品及六零系列的维生素水系列等新品, 不断丰富大健康产品矩阵。25Q1 含乳饮料/其他业务分别实现营收 3.0/0.2 亿元, 分别同比-6.3%/+67.8%。25 年公司推出营养素饮料、植物饮料等创新产品, 重点开拓学校、早餐店、小餐饮、单位食堂、酒店、网吧、量贩零售渠道等特通渠道, 针对各类渠道开发不同规格产品, 满足渠道多样化需求。2、分区域看, 24 年华东/西南/华中/华南/华北区域分别实现营收 7.0/2.8/2.4/0.8/0.2 亿元, 分别同比-0.6%/+3.5%/-12.2%/-1.4%/-2.0%; 25Q1 华东/西南/华中/华南/华北区域分别实现营收 1.5/0.6/0.6/0.2/0.1 亿元, 分别同比-8.1%/+0.7%/-6.7%/-11.5%/-0.4%。25Q1 西北区域增速亮眼, 营收同比+46.0%。24 年/25Q1 电商渠道分别同比+90.5%/+58.9%, 公司精细化运营传统货架电商, 不断提高复购率。
- **成本改善带动毛利率提升, 盈利能力持续优化。** 1、24 年毛利率为 39.1%, 同比+3.2pp; 25Q1 毛利率为 42.8%, 同比+4.6pp。毛利率改善主要来自原材料采购价格下降。2、24 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.2%/6.1%/1.4%/-0.3%, 分别同比+2.3/+1.4/+0.0/+1.5pp。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/财务费用率分别同比-0.1/+0.1/+0.2/+3.3pp。3、24 年净利率为 15.8%, 同比-1.0pp; 25Q1 净利率为 20.7%, 同比+3.6pp。
- **前瞻性布局新品, 大力加码电商渠道。** 产品端, 公司持续优化主业产品结构布局, 精准定位年轻消费群体, 在产品形象、品牌定位、营销模式等方面着力突破。25 年新进研发植物蛋白系列饮品与高含量的维生素水系列, 推出“VitaYoung 活力维他命”维生素水, 满足消费者对健康饮品的高标准需求。渠道端, 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。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。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.5 亿元、2.8 亿元、3.1 亿元, EPS 分别为 0.64 元、0.71 元、0.78 元。给予公司 2025 年 24 倍估值, 对应目标价 15.36 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料成本大幅波动风险; 全国化拓展或不及预期; 产能投放或不及预期。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	14.15	15.33	16.48	17.52
增长率	0.22%	8.31%	7.50%	6.36%
归属母公司净利润(亿元)	2.24	2.52	2.78	3.06
增长率	-5.55%	12.68%	10.37%	9.85%
每股收益 EPS(元)	0.57	0.64	0.71	0.78
净资产收益率 ROE	12.94%	13.66%	13.93%	14.13%
PE	22	20	18	16
PB	2.86	2.68	2.48	2.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.94
流通 A 股(亿股)	3.94
52 周内股价区间(元)	7.96-15.15
总市值(亿元)	48.83
总资产(亿元)	30.12
每股净资产(元)	4.48

相关研究

1. 李子园 (605337): 毛利率持续提升, 费用投入拉低净利率 (2024-09-06)

盈利预测与估值

关键假设：

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，预计 2025-2027 年销量分别同比+1.5%、1.0%、0.8%，吨单价分别同比+3.0%、+2.0%、+1.0%，吨成本分别同比-1.0%、-1.0%、-1.0%。

2) 其他饮料整体规模较小，近年来公司持续加强新品研发，未来伴随渠道推广有望保持较高增速，预计 2025-2027 年销量分别同比+150.0%、50.0%、30.0%，吨单价分别同比+20.0%、+10.0%、+10.0%，吨成本分别同比+5.0%、+10.0%、+10.0%。

表 1：主营业务收入及毛利率

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
营业收入	1,415.1	1,532.7	1,647.7	1,752.5
yoy	0.2%	8.3%	7.5%	6.4%
营业成本	862.0	897.8	945.4	995.4
毛利率	39.1%	41.4%	42.6%	43.2%
含乳饮料				
收入	1,354.1	1,415.6	1,458.4	1,484.7
yoy	-1.9%	4.5%	3.0%	1.8%
成本	814.8	818.7	818.6	816.9
毛利率	39.8%	42.2%	43.9%	45.0%
销量（吨）	251,717	255,493	258,048	260,112
yoy	0.4%	1.5%	1.0%	0.8%
吨单价（元/吨）	5379.4	5,541	5,652	5,708
yoy	-2.3%	3.0%	2.0%	1.0%
吨成本（元/吨）	3236.8	3,204	3,172	3,141
yoy	-7.7%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
乳味风味饮料				
收入	11.1	15.0	20.0	25.2
yoy	31.0%	35.0%	33.0%	26.1%
成本	10.7	14.3	18.8	23.5
毛利率	3.8%	4.8%	5.8%	6.8%
复合蛋白饮料				
收入	6.4	7.4	8.2	8.8
yoy	18.3%	15.5%	11.2%	7.1%
成本	6.1	6.9	7.6	8.0
毛利率	4.9%	6.7%	7.6%	8.5%
其他饮料				
收入	36.6	109.7	181.1	258.9
yoy	271.0%	200.0%	65.0%	43.0%

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
成本	27.5	72.2	119.2	170.5
毛利率	24.8%	34.2%	34.2%	34.2%
销量（吨）	6,745	16,862	25,293	32,881
yoy	342.0%	150.0%	50.0%	30.0%
吨单价（元/吨）	5423.5	6,508	7,159	7,875
yoy	-16.1%	20.0%	10.0%	10.0%
吨成本（元/吨）	4080.2	4,284	4,713	5,184
yoy	-33.6%	5.0%	10.0%	10.0%
其他业务				
收入	6.9	9.0	11.7	15.2
yoy	-8.5%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	3.0	3.6	4.7	6.1
毛利率	57.2%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以香飘飘、养元饮品、承德露露作为可比公司。考虑到公司渠道积极求变，品牌升级焕新，核心市场深挖潜力，规模化优势下成本持续下降，利润端提升可期。故给予公司 2025 年 24 倍估值，对应目标价 15.36 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603711.SH	香飘飘	13.01	2.53	2.56	2.96	3.18	23	23	20	18
603156.SH	养元饮品	23.85	17.21	13.56	13.93	15.05	17	22	22	20
603156.SH	承德露露	9.45	6.66	7.25	8.14	8.40	14	14	13	12
平均值							18	20	18	17
605337.SH	李子园	12.55	2.24	2.52	2.78	3.06	22	20	18	16

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14.15	15.33	16.48	17.52	净利润	2.24	2.52	2.78	3.06
营业成本	8.62	8.98	9.45	9.95	折旧与摊销	0.95	1.05	1.05	1.05
营业税金及附加	0.16	0.17	0.18	0.19	财务费用	-0.04	0.20	0.19	0.18
销售费用	2.01	1.99	2.22	2.37	资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.86	0.77	0.82	0.88	经营营运资本变动	0.60	-1.03	0.20	0.09
财务费用	-0.04	0.20	0.19	0.18	其他	-0.14	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3.60	2.74	4.23	4.38
投资收益	0.14	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.02	0.00	0.00	0.00	其他	-4.78	0.86	-0.15	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4.70	0.86	-0.15	-0.15
营业利润	2.93	3.22	3.61	3.96	短期借款	-1.70	-0.30	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.06	-0.03	-0.04	-0.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2.87	3.19	3.57	3.92	股权融资	-0.48	0.00	0.00	0.00
所得税	0.63	0.67	0.79	0.86	支付股利	-1.94	-1.12	-1.26	-1.39
净利润	2.24	2.52	2.78	3.06	其他	1.00	-0.43	-0.17	-0.15
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-3.12	-1.85	-1.43	-1.54
归属母公司股东净利润	2.24	2.52	2.78	3.06	现金流量净额	-4.22	1.75	2.65	2.68
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6.25	8.00	10.65	13.33	成长能力				
应收和预付款项	0.14	0.15	0.16	0.17	销售收入增长率	0.22%	8.31%	7.50%	6.36%
存货	1.87	2.06	2.10	2.23	营业利润增长率	-4.12%	10.18%	11.84%	9.79%
其他流动资产	3.24	2.34	2.44	2.51	净利润增长率	-5.55%	12.68%	10.37%	9.85%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.56%	16.67%	8.30%	7.07%
投资性房地产	0.18	0.18	0.18	0.18	获利能力				
固定资产和在建工程	10.00	9.00	7.99	6.99	毛利率	39.08%	41.42%	42.62%	43.20%
无形资产和开发支出	1.32	1.27	1.22	1.18	三费率	20.04%	19.28%	19.63%	19.50%
其他非流动资产	6.88	7.01	7.16	7.31	净利率	15.82%	16.45%	16.89%	17.45%
资产总计	29.88	30.01	31.90	33.89	ROE	12.94%	13.66%	13.93%	14.13%
短期借款	0.30	0.00	0.00	0.00	ROA	7.49%	8.40%	8.73%	9.02%
应付和预收款项	3.43	3.76	3.95	4.14	ROIC	17.80%	21.70%	24.36%	28.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.11%	29.20%	29.42%	29.61%
其他负债	8.85	7.79	7.97	8.10	营运能力				
负债合计	12.58	11.55	11.92	12.25	总资产周转率	0.47	0.51	0.53	0.53
股本	3.94	3.94	3.94	3.94	固定资产周转率	1.49	1.66	2.00	2.42
资本公积	5.22	5.22	5.22	5.22	应收账款周转率	1603.62	1329.17	1531.79	1462.52
留存收益	9.41	10.82	12.34	14.00	存货周转率	4.55	4.56	4.53	4.59
归属母公司股东权益	17.30	18.46	19.98	21.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.54%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	17.30	18.46	19.98	21.64	资产负债率	42.11%	38.49%	37.37%	36.14%
负债和股东权益合计	29.88	30.01	31.90	33.89	带息债务/总负债	49.17%	50.97%	49.38%	48.06%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	1.97	2.61	2.98	3.34
EBITDA	3.84	4.48	4.85	5.19	速动比率	1.65	2.18	2.57	2.94
PE	22.12	19.63	17.78	16.19	股利支付率	86.57%	44.37%	45.30%	45.52%
PB	2.86	2.68	2.48	2.29	每股指标				
PS	3.50	3.23	3.00	2.82	每股收益	0.57	0.64	0.71	0.78
EV/EBITDA	10.66	8.65	7.41	6.37	每股净资产	4.39	4.68	5.07	5.49
股息率	3.91%	2.26%	2.55%	2.81%	每股经营现金	0.91	0.70	1.07	1.11
					每股股利	0.49	0.28	0.32	0.35

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn