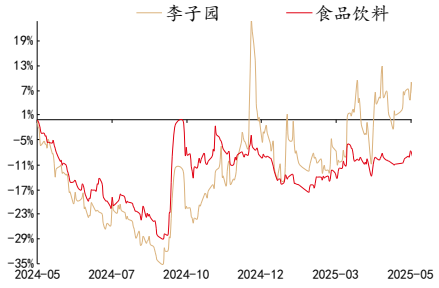
股票投资评级

买入|首次覆盖

李子园(605337)

多维渠道赋能，打造第二曲线维生素水

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	13.03
总股本/流通股本（亿股）	3.94 / 3.94
总市值/流通市值（亿元）	51 / 51
52 周内最高/最低价	15.15 / 7.96
资产负债率(%)	42.1%
市盈率	22.47
第一大股东	李国平

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

投资要点

公司 2024 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 14.15/14.15/2.24/2.07 亿元，同比 0.22%/0.22%/-5.55%/-5.24%。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 39.08%/15.82%，分别同比 3.24/-0.97pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.23%/6.07%/1.39%/-0.26%，分别同比 2.32/1.38/0.02/1.48pct。24 年公司毛利率提升主因部分原材料价格下降，销售费用率增加主因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，管理费用率增加主因折旧费用增加和员工持股计划分摊费用增加，财务费用率增加主因计入本科目的银行存款利息减少。

公司 2025 年 Q1 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 3.2/3.2/0.66/0.62 亿元，同比-4.3%/-4.3%/16.17%/5.11%。2025 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 42.83%/20.68%，分别同比 4.64/3.64pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.64%/6.63%/1.45%/-0.04%，分别同比-0.14/0.14/0.24/3.27pct。

2025 年公司将进一步扩充和完善电商团队，对组织人员架构和渠道架构进行深层次的优化，同时对线上产品结构进行细致入微的调整与优化，打造线上专属产品线，确保产品既多样化又具有个性化特色。针对传统的货架电商平台，如京东、天猫、拼多多等，公司将采取更加精细化的运营策略，构建完善的会员体系，增强用户粘性，有效提高复购率。同时，公司将对线上经销商给予重点扶持，提供线上资源支持及运营协助。公司旨在全面提升电商的线上营销实力和销售业绩，稳步推进线上品牌运营，实现销售与收入的连续跨越式增长。

开展经销商赋能计划，保障经销商利益。主要内容包括：（1）差异化支持策略：李子园将继续强化大经销体系，根据不同地区、不同渠道的特点，给予更有效的费用和人员支持。针对区域和渠道开发不同产品，提高对渠道的渗透，扶持大经销商成长。（2）价格护城河计划：为保护全域渠道利益，严格区隔电商爆品与线下专供产品，建立窜货溯源系统。

注重家文化与人才发展，实现企业与员工共同成长。并提出了三项举措：（1）员工培训提升，未来会开展一系列提升培训计划，助力员工成长；（2）为新生代员工提供包容和公平的竞争与晋升环境，让个人发展与公司发展保持一致；（3）鼓励招聘老员工子女，利于企业文化的延续。

坚持做好中国甜牛奶第一品牌，全面打造第二曲线维生素水。当前软饮行业的发展呈现出四大趋势：口味清淡、健康有益、无糖干净、快乐悦己。在坚持做好中国甜牛奶第一品牌的基础上，公司顺应软饮行业发展趋势着手打造第二成长曲线维生素水。维生素水目前尚未有

明确的行业规模数据，参考规模领先的产品来看，农夫山泉旗下的水溶 C100 收入规模预计 20 亿+，维他命水预计 20 亿左右，市面上尚未有其他规模较大的产品。与同类产品比较来看，李子园推出的 VitaYoung 活力维他命主要有两方面的产品优势：（1）配料表更加干净健康，VitaYoung 是首个推出 6 零（0 糖/0 脂/0 卡/0 防腐剂/0 香精/0 添加色素），配方成分数量通常少于 10 个的品牌，同类型产品都含有一定的糖分；（2）单瓶的维 C 含量达到 200mg，同类型产品普遍在 100mg。从定价来看，目前 VitaYoung 线上售价 4.98 元/瓶，一瓶 500ml，在同类产品中处于中等价位。为了进一步推广维生素水，公司将在长短视频平台、头部综艺投放广告，同时与具有流量口碑且优秀的运动员进行深度合作。此外，公司未来还将推出全新国潮饮品品牌李贵妃，探寻中国传统文化药食同源，聚焦中式养生。

● 盈利预测与投资建议：

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 15.19/16.44/17.64 亿元，同比增长 7.31%/8.25%/7.32%，归母净利润 2.57/2.89/3.23 亿元，同比增长 14.65%/12.59%/11.82%，对应 EPS 为 0.65/0.73/0.82 元，对应当前股价 PE 为 20/18/16 倍。

● 风险提示：

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1415	1519	1644	1764
增长率(%)	0.22	7.31	8.25	7.32
EBITDA（百万元）	377.75	417.17	452.25	489.34
归属母公司净利润（百万元）	223.80	256.59	288.90	323.04
增长率(%)	-5.55	14.65	12.59	11.82
EPS(元/股)	0.57	0.65	0.73	0.82
市盈率（P/E）	22.96	20.03	17.79	15.91
市净率（P/B）	3.02	2.78	2.54	2.32
EV/EBITDA	11.58	11.97	10.65	9.45

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 多维渠道赋能，打造第二曲线维生素水

公司2024年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润14.15/14.15/2.24/2.07亿元，同比0.22%/0.22%/-5.55%/-5.24%。2024年，公司毛利率/归母净利率为39.08%/15.82%，分别同比3.24/-0.97pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为14.23%/6.07%/1.39%/-0.26%，分别同比2.32/1.38/0.02/1.48pct。24年公司毛利率提升主因部分原材料价格下降，销售费用率增加主因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，管理费用率增加主因折旧费用增加和员工持股计划分摊费用增加，财务费用率增加主因计入本科目的银行存款利息减少。

公司2025年Q1实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润3.2/3.2/0.66/0.62亿元，同比-4.3%/-4.3%/16.17%/5.11%。2025年Q1公司毛利率/归母净利率为42.83%/20.68%，分别同比4.64/3.64pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为10.64%/6.63%/1.45%/-0.04%，分别同比-0.14/0.14/0.24/3.27pct。

2024年度公司电商渠道取得了较大的增长，2025年公司将进一步扩充和完善电商团队，对组织人员架构和渠道架构进行深层次的优化，同时对线上产品结构进行细致入微的调整与优化，全面梳理线上产品体系，丰富产品品类，打造线上专属产品线，确保产品既多样化又具有个性化特色。针对传统的货架电商平台，如京东、天猫、拼多多等，公司将采取更加精细化的运营策略，构建完善的会员体系，增强用户粘性，有效提高复购率。后续，公司将着重推动新品在电商平台的销售，将新品销售占比作为核心关注指标。同时，公司将对线上经销商给予重点扶持，提供线上资源支持及运营协助。公司旨在全面提升电商的线上营销实力和销售业绩，稳步推进线上品牌运营，实现销售与收入的连续跨越式增长。

公司开展经销商赋能计划，主要包括：（1）差异化支持策略：李子园将继续强化大经销体系，根据不同地区、不同渠道的特点，给予更有效的费用和人员支持。针对区域和渠道开发不同产品，提高对渠道的渗透，扶持大经销商成长。(2)价格护城河计划：为保护全域渠道利益，严格区隔电商爆品与线下专供产品，建立窜货溯源系统。

同时，公司也注重家文化与人才发展并提出了三项举措：（1）员工培训提升，未来会开展一系列提升培训计划，助力员工成长；（2）为新生代员工提供包容和公平的竞争与晋升环境，让个人发展与公司发展保持一致；（3）鼓励招聘老员工子女，利于企业文化的延续。

当前软饮行业的发展呈现出四大趋势：口味清淡、健康有益、无糖干净、快乐悦己。在坚持做好中国甜牛奶第一品牌的基础上，公司顺应软饮行业发展趋势着手打造第二成长曲线维生素水。维生素水当前仍属于较为小众的品类，目前尚未有明确的行业规模数据，参考规模领先的产品来看，农夫山泉旗下的水溶C100收入规模预计20亿+，维他命水预计20亿左右。市面上尚未有其他规模较大的产品。与同类产品比较来看，李子园推出的VitaYoung活力维他命主要有两方面的产品优势：(1)配料表更加干净健康，VitaYoung是首个推出6零（0糖/0脂/0卡/0防腐剂/0香精/0添加色素），配方成分数量通常少于10个的品牌，同类型产品都含有一定的糖分；（2）单瓶的维C含量达到200mg，同类型产品普遍在100mg。从定价来看，目前VitaYoung线上售价4.98元/瓶，一瓶500ml，在同类产品中处于中等价位。为了进一步推广维生素水，公司将在长短视频平台、头部综艺投放广告，同时与具有流量口碑且优秀的运动员进行深度合作。此外，公司未来还将推出全新国潮饮品品牌李贵妃，探寻中国传统文化药食同源，聚焦中式养生。

图表1：维生素水同类产品比较

品牌	元气森林	李子园	果子熟了	农夫山泉
产品系列				
主打	一瓶外星人维C水的维C含量，符合中国营养学会推荐的成人每日维生素C摄入量100mg。80%以上中国居民缺乏维生素B，需要进行每日摄取。低糖低卡，每瓶热量低于一个苹果。	首个推出6零（0糖/0脂/0卡/0防腐剂/0香精/0添加色素），配方成分数量通常少于10个的品牌。单瓶维C含量200mg	一瓶满足每日维生素C。单瓶维C含量100mg	水溶C100：一天一瓶，满足成人每日所需维生素C。维他命水：随时随地摄取维他命。单瓶维C含量均为100mg。
配料表	水、白砂糖、浓缩苹果青汁、赤藓糖醇、樱桃浓缩汁、蔓越莓浓缩粉、维生素C、维生素B6、烟酰胺、柠檬酸、柠檬酸钠、食用香精等	饮用水、赤藓糖醇、柠檬果酱、维生素C、甜菊糖苷	水、果葡糖浆、白砂糖、浓缩西柚汁、食用盐、维生素C、柠檬酸、柠檬酸钠、食品用香精等	维他命水：水、果葡糖浆、白砂糖、浓缩柚子汁、柠檬酸、叶黄素、维生素C、食用盐、维生素B6、食用香精等。水溶C100：水、白砂糖、果葡糖浆、青皮桔原浆、浓缩苹果汁、浓缩柠檬汁、柠檬酸、阿拉伯胶、维生素C、维生素E、食用香精等。
规格/定价	线下4.5元/瓶，线上54.9元/15瓶，单瓶3.7元，一瓶500ml	线上19.9元/4瓶，单瓶4.98元，一瓶500ml	线上50元/9瓶，单瓶5.56元，一瓶500ml	水溶C100线下5.8元/瓶，一瓶500ml；维他命水线下5元/瓶，一瓶445ml
基本情况	元气森林在2023年推出维C水，2025年继续推出新品维B水。2022年元气森林铺设的冰柜数已接近 30 万台，线下终端数量突破 100 万个，覆盖全国 800 多个城市。	2025年3月推出，3月31日正式上线京东、天猫、抖音等线上渠道，线下首先对接大商。	2023年推出，2025年果子熟了经销商突破500个，覆盖到210个城市的15万个销售点。	维他命水2011年上市，2024年维他命水收入规模预计20亿左右，水溶C100在2008年上市，2024年预计收入规模20亿+。农夫经销商数量4000+，覆盖终端数量250万+。

资料来源：淘宝，飞书，每日食品，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表				
营业收入	1415	1519	1644	1764
营业成本	862	916	985	1050
税金及附加	16	17	18	19
销售费用	201	197	214	227
管理费用	86	68	71	72
研发费用	20	20	21	23
财务费用	-4	24	18	12
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
营业利润	293	330	371	415
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	7	4	4	4
利润总额	287	328	369	413
所得税	63	71	80	90
净利润	224	257	289	323
归母净利润	224	257	289	323
每股收益（元）	0.57	0.65	0.73	0.82
资产负债表				
货币资金	625	550	618	706
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1	1	1	1
预付款项	10	14	15	16
存货	187	224	241	257
流动资产合计	1150	1138	1244	1368
固定资产	976	974	971	968
在建工程	25	20	15	10
无形资产	132	128	123	119
非流动资产合计	1838	1823	1808	1793
资产总计	2988	2961	3051	3160
短期借款	30	0	0	0
应付票据及应付账款	276	309	332	354
其他流动负债	279	219	236	252
流动负债合计	585	528	568	606
其他	673	552	432	312
非流动负债合计	673	552	432	312
负债合计	1258	1080	999	918
股本	394	394	394	394
资本公积金	522	522	522	522
未分配利润	814	965	1136	1327
少数股东权益	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
所有者权益合计	1730	1881	2052	2243
负债和所有者权益总计	2988	2961	3051	3160

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.2%	7.3%	8.3%	7.3%
营业利润	-4.1%	12.7%	12.5%	11.7%
归属于母公司净利润	-5.6%	14.7%	12.6%	11.8%
获利能力				
毛利率	39.1%	39.7%	40.1%	40.5%
净利率	15.8%	16.9%	17.6%	18.3%
ROE	12.9%	13.6%	14.1%	14.4%
ROIC	14.5%	16.8%	17.6%	19.3%
偿债能力				
资产负债率	42.1%	36.5%	32.8%	29.0%
流动比率	1.97	2.16	2.19	2.26
营运能力				
应收账款周转率	1094.23	1686.90	1686.90	1686.90
存货周转率	4.61	4.09	4.09	4.09
总资产周转率	0.47	0.51	0.54	0.56
每股指标（元）				
每股收益	0.57	0.65	0.73	0.82
每股净资产	4.39	4.77	5.20	5.69
估值比率				
PE	22.96	20.03	17.79	15.91
PB	3.02	2.78	2.54	2.32

现金流量表				
净利润	224	215	248	282
折旧和摊销	95	65	65	65
营运资本变动	46	-91	3	2
其他	-4	71	65	59
经营活动现金流净额	360	261	381	408
资本开支	-137	-50	-50	-50
其他	-333	-6	-6	-6
投资活动现金流净额	-470	-56	-56	-56
股权融资	-48	0	0	0
债务融资	-150	-151	-120	-120
其他	-114	-129	-136	-144
筹资活动现金流净额	-312	-280	-257	-264
现金及现金等价物净增加额	-422	-75	68	88

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048