

## 李子园 (605337.SH)

## 业绩承压，渠道改革与新品培育阵痛并行

2026年04月30日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

张思敏（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790525080001

日期	2026/4/29
当前股价(元)	10.84
一年最高最低(元)	15.74/10.25
总市值(亿元)	42.29
流通市值(亿元)	42.29
总股本(亿股)	3.90
流通股本(亿股)	3.90
近3个月换手率(%)	87.39

### ● 业绩承压，短期阵痛，维持“增持”评级

2025年公司实现收入13.0亿元，同比-8.4%；归母净利润1.96亿元，同比-12.3%。单2025Q4收入3.2亿元，同比-8.2%；归母净利润0.48亿元，同比-27.3%。单2026Q1收入3.0亿元，同比-6.4%；归母净利润0.54亿元，同比-19.1%。业绩承压主因春节假期错位影响以及渠道改革带来的短期阵痛，我们略下调2026-2027年盈利预测并新增2028年盈利预测，预计2026-2028年归母净利为2.02、2.17（前值2.30、2.51）、2.36亿元，对应PE为21.0、19.5、17.9倍，未来改革调整成效显著叠加新品放量，公司有望回到增长趋势，维持“增持”评级。

### ● 核心品类调整下营收承压，其他饮料业务迅速起量

分产品看，2025/2026Q1含乳饮料营收同比分别-13.9%/-13.3%，其他饮料同比分别+128.3%/+131.75%，含乳饮料下滑主因公司主动调整产品价格体系及经销商政策，其他饮料增速亮眼，主要为新品贡献。展望全年，随着渠道调整持续见效，含乳饮料有望实现温和增长。同时公司重心转向新品培育和增长，升级版维生素C水和电解质水等水饮系列已于3月陆续上市，早餐和果汁系列也在积极铺市。

### ● 渠道多元拓展，华东区域承压、西北区域亮眼

公司持续优化渠道布局，在巩固传统商超渠道与流通渠道优势的基础上，积极拓展零食量贩系统、电商平台以及新兴消费渠道，2025/2026Q1电商渠道同比分别+29.2%/+57.2%。同时，公司通过与餐饮渠道、早餐、团餐等渠道加强合作，进一步扩大消费场景、提升动销增速。区域方面，优势的华东区域受经销商价格体系调整影响短期承压，西北区域增速亮眼，2025/2026Q1同比分别+62.85%/+44.2%。

### ● 一季度包材成本上涨挤压毛利空间，利润端目标企稳

盈利能力方面，2025Q4毛利率39.0%（YoY+0.4pct）基本平稳，2026Q1毛利率37.7%（YoY-5.1pct），主因原材料PET涨价、大包粉价格上浮、低毛利新品起量。费用方面，2025Q4/2026Q1销售费用率同比分别+1.1pct/+1.7pct，管理费用率同比分别+2.0pct/+0.6pct。综合影响下归母净利率分别为15.0%/17.9%，同比分别-3.9pct/-2.8pct。展望全年，新品起量更快，叠加PET价格阶段性影响，预计毛利率仍有所承压。受新品推广投放、提高费效比等综合影响，整体费用率预计中性偏稳健，综合来看利润端有望企稳。

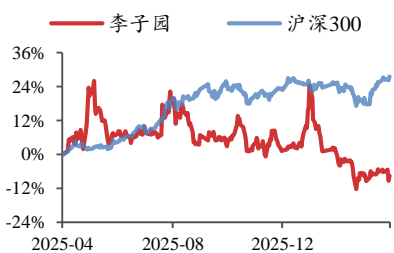
● **风险提示：**产能扩张不及预期、渠道扩张不及预期、原材料价格波动风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,415	1,296	1,424	1,575	1,718
YOY(%)	0.2	-8.4	9.9	10.6	9.1
归母净利润(百万元)	224	196	202	217	236
YOY(%)	-5.6	-12.3	2.7	7.5	8.8
毛利率(%)	39.1	39.3	38.5	37.8	37.5
净利率(%)	15.8	15.2	14.2	13.8	13.7
ROE(%)	12.9	11.8	10.8	11.1	11.4
EPS(摊薄/元)	0.57	0.50	0.52	0.56	0.60
P/E(倍)	18.9	21.5	21.0	19.5	17.9
P/B(倍)	2.5	2.6	2.3	2.2	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《含乳饮料短期承压，电商渠道持续亮眼——公司信息更新报告》-2025.11.2  
 《成本下降带来利润率提升，新品拓展可期——公司信息更新报告》-2025.5.3

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1150	1052	1261	1262	1294
现金	625	382	518	545	507
应收票据及应收账款	1	2	0	2	1
其他应收款	3	2	3	3	4
预付账款	10	10	12	12	15
存货	187	154	225	198	266
其他流动资产	324	502	502	502	502
<b>非流动资产</b>	1838	1986	2027	2064	2082
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	975	908	970	1032	1074
无形资产	132	154	165	166	169
其他非流动资产	731	925	892	866	840
<b>资产总计</b>	2988	3038	3287	3326	3376
<b>流动负债</b>	585	675	838	906	950
短期借款	30	160	160	160	171
应付票据及应付账款	276	332	304	415	382
其他流动负债	279	183	374	330	397
<b>非流动负债</b>	673	707	592	477	356
长期借款	589	608	493	378	257
其他非流动负债	84	99	99	99	99
<b>负债合计</b>	1258	1382	1430	1382	1306
少数股东权益	0	9	9	8	8
股本	394	390	390	390	390
资本公积	522	488	488	488	488
留存收益	941	859	954	1048	1168
<b>归属母公司股东权益</b>	1730	1647	1848	1935	2062
<b>负债和股东权益</b>	2988	3038	3287	3326	3376

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	360	279	241	389	291
净利润	224	196	201	216	235
折旧摊销	95	105	83	95	107
财务费用	-4	4	5	5	6
投资损失	-14	-16	-10	-13	-13
营运资金变动	46	-18	-34	91	-37
其他经营现金流	14	8	-4	-5	-6
<b>投资活动现金流</b>	-470	-344	-109	-113	-106
资本支出	140	244	124	132	126
长期投资	-80	-50	0	0	0
其他投资现金流	-251	-50	14	19	20
<b>筹资活动现金流</b>	-312	-177	4	-249	-233
短期借款	-170	130	0	0	11
长期借款	20	19	-114	-116	-120
普通股增加	0	-4	0	0	0
资本公积增加	-48	-33	0	0	0
其他筹资现金流	-114	-289	118	-133	-123
<b>现金净增加额</b>	-422	-242	135	27	-48

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	1415	1296	1424	1575	1718
营业成本	862	787	876	979	1073
营业税金及附加	16	18	18	20	22
营业费用	201	192	212	233	249
管理费用	86	90	97	102	106
研发费用	20	14	16	18	19
财务费用	-4	4	5	5	6
资产减值损失	-1	-8	-3	-4	-5
其他收益	45	40	43	43	42
公允价值变动收益	2	10	4	5	7
投资净收益	14	16	10	13	13
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	293	248	255	275	299
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	7	2	3	3	3
<b>利润总额</b>	287	251	257	277	301
所得税	63	55	56	60	66
<b>净利润</b>	224	196	201	216	235
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-1
<b>归属母公司净利润</b>	224	196	202	217	236
EBITDA	403	393	362	387	420
	0.57	0.50	0.52	0.56	0.60

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	0.2	-8.4	9.9	10.6	9.1
营业利润(%)	-4.1	-15.3	3.0	7.5	8.8
归属于母公司净利润(%)	-5.6	-12.3	2.7	7.5	8.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.1	39.3	38.5	37.8	37.5
净利率(%)	15.8	15.2	14.2	13.8	13.7
ROE(%)	12.9	11.8	10.8	11.1	11.4
ROIC(%)	9.9	9.0	8.0	8.5	9.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	42.1	45.5	43.5	41.6	38.7
净负债比率(%)	4.1	28.7	18.8	10.7	6.6
流动比率	2.0	1.6	1.5	1.4	1.4
速动比率	1.3	0.7	0.7	0.7	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1637.2	918.8	1626.1	1394.0	1313.0
应付账款周转率	4.0	3.8	3.9	3.9	3.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.50	0.52	0.56	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.71	0.62	1.00	0.75
每股净资产(最新摊薄)	4.36	4.15	4.66	4.88	5.21
<b>估值比率</b>					
P/E	18.9	21.5	21.0	19.5	17.9
P/B	2.5	2.6	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	10.4	11.7	12.4	11.3	10.2

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn