

李子园（605337.SH）

公司报告 | 首次评级报告

创新药 & 啤酒饮料
行业研究员
尤子吟

2026年1月22日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	12.04
总市值	46.97亿
PE-TTM	21.90
PB-MRQ	2.99

估值结果

价值	32.29亿
DDM估值 上行空间	-31%
状态	偏高估
价值	33.72亿
动态估值 上行空间	-28%
状态	偏高估

四维评级

成长空间	★☆☆☆☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

李子园是一家专注于含乳饮料研发、生产与销售的现代化食品企业，主营“李子园”品牌甜牛奶、风味乳饮料等系列产品，荣获“中国驰名商标”等称号。

我们预计李子园未来成长空间较低，主要由于含乳饮料行业步入成熟至衰退期且公司过度依赖甜牛奶大单品、第二曲线未成型；预计盈利趋势中等，竞争与渠道变革或推高费用投入，但原材料降价可提供部分缓冲；预计产业格局中等，当下公司龙头壁垒稳固，未来却可能面临一定的品类替代风险；当前护城河宽度较宽，但预计持续性中等，未来宽度可能会受品牌老化、渠道竞争激烈等影响而面临被削弱。

基于以上对公司长期价值的评估，我们认为当前市值偏高估，核心由于：我们认为含乳饮料品类长期景气度可能偏弱，内外部竞争加剧，公司核心产品甜牛奶系列面临生命周期之下增长乏力的问题。

我们区别于市场的观点

我们认为，公司当前市值已基本反映其内在的长期超额收益能力。近年来，含乳饮料市场持续萎缩，叠加渠道快速变革，内外部竞争日趋激烈；公司核心大单品甜牛奶已进入成熟期，增长动能趋缓，且在尚未培育出有效第二增长曲线的情况下，其未来成长性及护城河持续性均需审慎评估。

风险提示

李子园甜牛奶系列的品牌和渠道优势若被超预期削弱或加强，可能造成公司市占率大幅波动、盈利能力剧烈变化；公司当前培育中的新品类若费用投入产出比显著超预期或不及预期，可能造成公司收入和盈利能力波动。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	4
3.2 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	3
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	5
表2：公司整体业绩预测	6
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	7

1. 基本信息

李子园成立于1994年，总部位于浙江金华，是一家专注于含乳饮料研发、生产与销售的现代化食品企业。公司主营“李子园”品牌甜牛奶、风味乳饮料等系列产品，以经典甜牛奶为代表，深受消费者喜爱。2021年，李子园成功登陆上交所，被誉为“甜牛奶第一股”；2023年其甜牛奶销量位居全国同类产品首位，并荣获“中国驰名商标”“中国名牌产品”等称号。近年来，公司持续推进品牌年轻化与产品多元化，积极布局功能饮料等新增长赛道。

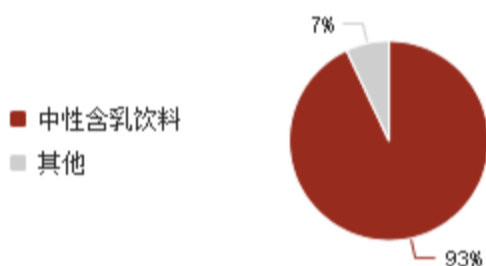
2. 业务介绍

对于李子园公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

中性含乳饮料：

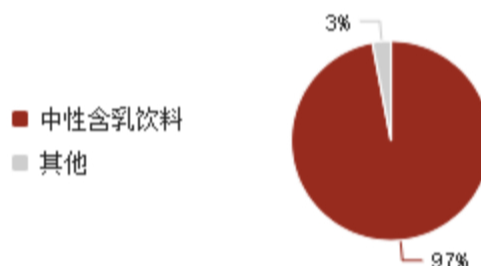
含乳饮料是指以乳或乳制品为原料，加入水及适量辅料经配制或发酵而成的饮料制品，属于饮料的细分行业。含乳饮料又根据味型可以细分为酸性和中性含乳饮料。公司主营“李子园”品牌甜牛奶系列产品，在中性含乳饮料中市占率排名第一，我们对其竞争市场的界定为中国境内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

李子园的商业模式具备食品饮料公司的典型特征，通过较高的销售费用投入持续强化品牌与渠道，同时产业链上下游集中度低，公司在产业链议价能力较强，对经销商通常采取先款后货模式，应收账款少。

3.1 营销强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司营销强度较高，2024年销售费用率约14.2%，2025年由于布局新品，预计还将继续提高。主要由于消费品公司通常需要投入较多的营销费用来建设品牌影响力以及推广新品。

3.2 整体供应链集中度

低

较低

中等

较高

高

公司整体供应链集中度低，此为消费品的典型特征。上游是奶粉、包材等原材料商，下游是分散的渠道经销商。出于此特征，公司面对上下游渠道具有较高的议价能力，对经销商通常采取先款后货模式，现金流回款能力强，应收账款少。

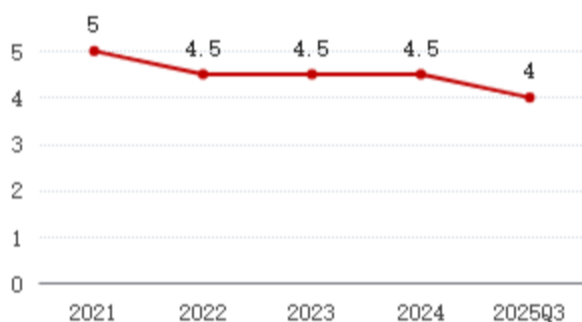
4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效整体较好：盈利能力强，净利率高于同业，主要受益于低成本、差异化竞争与区域聚焦；业务控制力与财务健康突出，现金流充沛、占款能力强、周转高效；股东回报优异，股息率较高；短板在于近年成长能力趋缓，我们认为主要受大单品老化与第二曲线缺失拖累。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



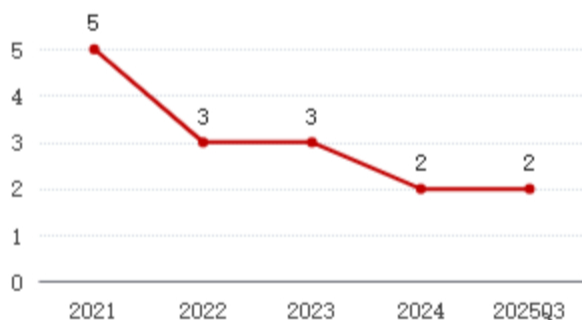
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力较强，近5年维持高星级但边际有所下滑，2024年净利率为15.82%，对比饮料行业其他公司，仍然具备一定的超额盈利能力。其较好的盈利能力来源于：原材料成本低，同价格段的直接竞品少，差异化布局早餐店、学校小卖部等渠道，且产销集中于华东地区、运输成本较低。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



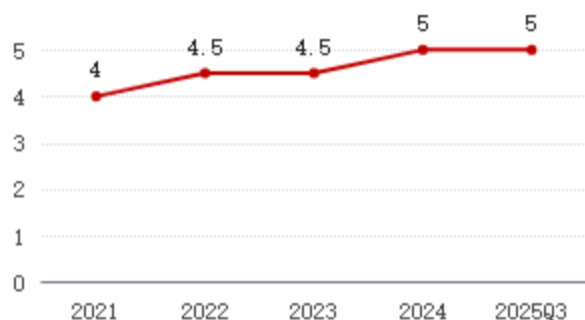
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力波动较大，过去5年营业收入增长CAGR约为7.7%，净利润CAGR约为4%，但2024年后成长陷入停滞，主要受到外部、内部因素的双重扰动：外部来看，近年整体社会消费需求持续走弱，并且饮料行业竞争明显加剧；内部来看，公司对于大单品李子园甜牛奶系列的依赖较重，但大单品生命周期已进入增长偏缓慢的成熟期，同时公司未能开发出有效的第二增长曲线，导致近期增长趋缓。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



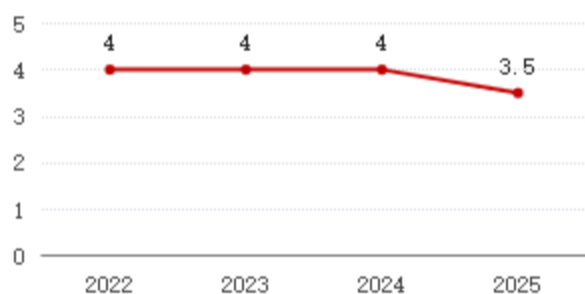
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康评级优秀，经营性现金流和上下游占款能力表现强劲，主要得益于公司上下游集中度较低、公司产业链议价权较高，其资产周转、回款能力均较好。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力较强，近3年ROE水平为13%左右，同时其分红率和股息率较高，近12个月股息率为4.2%。

5. 四维评级

我们预计李子园未来成长空间较低，主要由于含乳饮料行业步入成熟至衰退期且公司过度依赖甜牛奶大单品、第二曲线未成型；预计盈利趋势中等，竞争与渠道变革或推高费用投入，但原材料降价可提供部分缓冲；预计产业格局中等，当下公司龙头壁垒稳固，未来却可能面临一定的品类替代风险；当前护城河宽度较宽，但预计持续性中等，未来宽度可能会受品牌老化、渠道竞争激烈等影响而面临被削弱。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

预计公司未来成长空间较低。一方面含乳饮料行业步入成熟至衰退期，健康化趋势下品类发展承压。另一方面公司过度依赖甜牛奶大单品，产品与渠道增长乏力，第二增长曲线尚未成型，未来成长动能或不足。

中性含乳饮料(1星):

预计该业务未来成长空间较低。行业层面：我国含乳饮料行业处于成熟期至衰退期的阶段，随着老龄化、健康化趋势下无糖饮料市场规模逐年提高，含糖量相对较高的含乳饮料行业预计面临较大的压力。公司层面：公司发展依赖甜牛奶大单品，产品及渠道增长乏力问题逐渐显现，且目前第二增长曲线仍空缺，成长动能或许不足。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

预计公司未来盈利趋势中等。一方面行业竞争加剧与渠道快速变革预计推高费用，另一方面原材料降价提供利润缓冲。

中性含乳饮料(3星):

预计该业务盈利趋势中等。一方面饮料行业新品类竞争激烈，并且渠道变革较快，公司不得不投入更多的费用维持品牌和渠道领先优势以及开发新品，但另一方面原材料价格下降为公司提供利润安全垫，因此综合盈利趋势中等。

5.3 产业格局

★★★★☆

预计公司未来产业格局中等。公司在中性含乳饮料领域具备品牌、渠道及规模壁垒，龙头优势稳固，但受健康化、无糖化趋势冲击，品类被替代风险上升，综合产业格局中等。

中性含乳饮料(3星):

该业务产业格局中等。一方面该业务具有较强的品牌和差异化渠道壁垒（早餐店、学校小卖部等渠道）、规模经济壁垒，叠加上下游较分散，头部公司具有更强的长期经营和超额收益能力；但另一方面，由于消费者需求偏好向健康化和多元化转移，该品类被其他品类部分替代的风险较高，因此综合产业格局中等。

5.4 护城河

★★★★☆

公司当前护城河较宽，依托行业第一的市占率、高品牌知名度及强劲的盈利能力，叠加优秀的业务控制力和财务健康程度，构筑显著竞争优势。然而，我们预计公司的护城河持续性可能未来会受品牌老化、品类竞争激烈等影响而面临被削弱。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
中性含乳饮料	(4星) 护城河宽度较宽，主要得益于公司当前的盈利能力强劲，经壹评级调整测算后的超额ROIC达到18.4%，且公司市占率排名第一，品牌在全国范围内知名度较高。此外，公司业务控制力与财务健康度优秀，经营性现金流与上下游净占款情况优秀。	(3.5星) 护城河持续性预计中等偏强，半显性期后经壹评级调整测算的超额ROIC为9.1%，具有一定衰退风险。该业务护城河主要是品牌和渠道，但由于品牌生命周期老化、饮料行业竞争激烈，预计公司品牌和线下渠道的比较优势将逐渐被削弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于以上对公司长期价值的评估，我们认为当前市值偏高估，核心由于：我们认为含乳饮料品类长期景气度可能偏弱，内外部竞争加剧，公司核心产品甜牛奶系列面临生命周期之下增长乏力的问题。

6.1 核心假设及逻辑

公司的核心业务为中性含乳饮料，其他业务收入和利润占比预计较低，我们对其核心业务进行盈利预测并估值，核心假设及逻辑如下：

中性含乳饮料：

收入假设：

由于含乳饮料行业内外竞争加剧、渠道持续变革、产品面临老化问题，预计该业务显性期5年的收入CAGR约为2%，半显性期预计收入增长CAGR为0~1%。增长预期主要来自李子园甜牛奶系列在外埠市场的扩张潜力，但由于含乳饮料品类整体呈衰退态势，且公司外埠市场的品牌渗透与渠道基础相对薄弱，整体增速预计较为平缓。

盈利能力假设：

1) 毛利率：显性期内预计该业务毛利率保持40%左右。长期来看，由于产业格局和护城河持续性一般，预计公司的高盈利能力将面临一定的下滑风险，我们假设半显性期末年毛利率下降至35%左右。

2) 期间费用率：假设期间费用率基本稳定在22%左右，半显性期或伴随小幅提升。

表2：公司整体业绩预测

李子园	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.0	14.1	14.2	13.1	13.7	14.3	14.9	15.5
归母净利润(亿)	2.2	2.4	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4
归母净利润增速(%)	-15.8	7.2	-5.6	-0.8	2.6	4.1	2.5	-0.2
经营性净利润(亿)	2.0	2.1	2.0	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
经营性净利润增速(%)	-29.4	4.3	-2.0	-5.5	3.0	4.8	2.8	-0.2
经营性归母净利润(亿)	2.0	2.1	2.0	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
经营性归母净利润增速(%)	-29.4	4.3	-2.0	-5.5	3.0	4.8	2.8	-0.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

中性含乳饮料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.0	14.1	14.2	13.1	13.7	14.3	14.9	15.5
收入增速(%)	-4.5	0.6	0.2	-7.3	4.7	4.4	4.2	3.8
经营性净利润(亿)	2.0	2.1	2.0	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
经营性净利率(%)	14.2	14.7	14.4	14.6	14.4	14.5	14.3	13.7
经营性净利润增速(%)	-29.4	4.3	-2.0	-5.5	3.0	4.8	2.8	-0.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
中性含乳饮料	0.4%	中低-	较好	较强	7.5%	12.73	2.1
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
中性含乳饮料(亿)	8.2	20.3	28.5	5.2	-	-	33.7
公司整体测算(亿)	8.2	20.3	28.5	5.2	-	-	33.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
中性含乳饮料(亿)	17.3	9.8	27.1	5.2	-	-	32.3
公司整体测算(亿)	17.3	9.8	27.1	5.2	-	-	32.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等偏高。确定性主要体现在其行业处于成熟期，历史盈利可预测性较强，短期出现剧烈变化的可能性相对低；但也存在行业高频数据可跟踪性较低、长期公司市占率较难预料等短板，综上所述估值确定性中等偏高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。