

产能提升营销加强，李子园加速区域扩张



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **二十余年稳步成长，李子园未来可期。**李子园成立于1994年，专注于含乳饮料的生产销售，经典大单品甜牛奶独树一帜，推动公司稳步增长。公司股权结构集中，实际控制人持股60%；核心经营和技术骨干等参与持股，与公司利益深度绑定。产品布局方面，公司以甜牛奶为核心，逐步拓展乳酸菌饮品等；甜牛奶保持稳定增长，2020年贡献96%的营收和98%的毛利。
- **甜牛奶品类稳步增长，李子园拓展细分渠道。**甜牛奶是含乳饮料中的重要品类，李子园在口味上与旺仔牛奶接近；在液体乳制品市场规模稳步增长的背景下，酸性含乳饮料产品出现萎缩，但主要甜牛奶产品仍保持稳步增长。乳饮料竞争格局稳定，公司甜牛奶产品竞争力较强。李子园甜牛奶产品主流消费者为10-30岁年龄段的年轻人以及校园学生等；早餐店、学校等是李子园重要的销售渠道。早餐外食市场增长，伴随连锁早餐店的发展，加速李子园在消费者中的渗透；便利店和校园渠道等也是公司的重要营收增长点。
- **产能投放推动区域扩张，营销加强提升品牌力。**公司立足华东，以华中和西南作为重点拓展的区域市场；近年来，华东地区保持稳定增长，增速中枢约20%；华中和西南地区高增长，增速中枢约40%。公司在河南和云南分别新建10万吨和7万吨乳饮料产能，有望促进两地加速增长；中长期至25年，公司产能有望达到50万吨，将支撑30亿元以上的收入规模。公司产品渠道利润丰厚，远高于竞品，推动经销商数量稳步增长。边际上，为实现区域扩张，公司加大营销投入，通过在央视、高铁等打广告，提升品牌知名度。
- **毛利率具备提升空间，看好长期盈利改善。**2021H1公司毛利率为37%；主要成本项包括奶粉及生牛乳、HDPE、纸箱等；受益于委外加工占比降低和规模效应，毛利率具备提升空间。短期内，营销投入加大预计影响净利率；中长期看，随着产能释放、营销规模扩大的摊薄作用，净利率仍有提升空间。

财务预测与投资建议：预测公司21-23年EPS分别为1.25、1.64和2.04元，选取乳制品及乳饮料上市公司为可比公司。可比公司22年PE估值28倍，给予10%估值溢价，对应31倍PE，目标价50.84元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：区域拓展不及预期风险、原材料成本大幅上涨风险、单一品类风险、营销费用投入过大风险、产能投放不及预期风险、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 975 | 1,088 | 1,473 | 1,884 | 2,278 |
| 同比增长(%) | 23.8% | 11.6% | 35.4% | 27.9% | 20.9% |
| 营业利润(百万元) | 233 | 277 | 352 | 463 | 575 |
| 同比增长(%) | 47.1% | 18.9% | 26.9% | 31.5% | 24.1% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 182 | 215 | 270 | 356 | 443 |
| 同比增长(%) | 46.0% | 18.1% | 25.9% | 31.8% | 24.3% |
| 每股收益(元) | 0.84 | 0.99 | 1.25 | 1.64 | 2.04 |
| 毛利率(%) | 40.9% | 37.2% | 36.7% | 37.6% | 38.4% |
| 净利率(%) | 18.6% | 19.7% | 18.3% | 18.9% | 19.4% |
| 净资产收益率(%) | 36.9% | 34.5% | 22.9% | 20.1% | 21.5% |
| 市盈率 | 51.4 | 43.5 | 34.6 | 26.2 | 21.1 |
| 市净率 | 18.1 | 12.8 | 5.7 | 4.9 | 4.2 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

| | |
|-----------------|--------------|
| 股价(2021年12月13日) | 43.07元 |
| 目标价格 | 50.84元 |
| 52周最高价/最低价 | 69.93/17.06元 |
| 总股本/流通A股(万股) | 21,672/5,418 |
| A股市值(百万元) | 9,334 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 食品饮料 |
| 报告发布日期 | 2021年12月14日 |

| | 1周 | 1月 | 3月 | 12月 |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 绝对表现 | 7.01 | 2.07 | 7.95 | |
| 相对表现 | 7.13 | 7.49 | 14.02 | |
| 沪深300 | -0.12 | -5.42 | -6.07 | -9.23 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

证券分析师 周翰

021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070003

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 一、二十余年稳步成长，李子园未来可期..... | 5 |
| 1.1 深耕含乳饮料市场，李子园发展势头正盛..... | 5 |
| 1.2 股权结构集中稳定，管理层持股利益绑定..... | 5 |
| 1.3 经典产品畅销多年，近年业绩增速亮眼..... | 7 |
| 二、甜牛奶品类稳步增长，李子园拓展细分渠道..... | 8 |
| 2.1 甜牛奶口味受青睐，市场规模稳步增长..... | 8 |
| 2.2 消费场景持续扩容，重要渠道稳步增长..... | 11 |
| 三、产能投放推动区域扩张，营销加强提升品牌力..... | 14 |
| 3.1 区域扩张稳步推进，产能投放奠定基础..... | 14 |
| 3.2 高利润驱动渠道扩张，加大投入提升品牌力..... | 17 |
| 四、毛利率具备提升空间，看好长期盈利改善..... | 19 |
| 五、盈利预测与投资建议..... | 21 |
| 5.1 盈利预测..... | 21 |
| 5.2 投资建议..... | 22 |
| 六、风险提示..... | 23 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 5 |
| 图 2: 公司股权结构（截至 2021 年 6 月 30 日）..... | 6 |
| 图 3: 2016-2021H1 公司营业收入及增速..... | 8 |
| 图 4: 2016-2021H1 公司归母净利润及增速..... | 8 |
| 图 5: 含乳饮料是营业收入的主要来源（亿元）..... | 8 |
| 图 6: 公司产品毛利构成（2020 年）..... | 8 |
| 图 7: 液体乳及乳饮料分类..... | 9 |
| 图 8: 国内液体乳制品市场规模及增速..... | 10 |
| 图 9: 部分酸性乳饮料产品市场规模（亿元）下滑..... | 10 |
| 图 10: 旺仔牛奶带动中国旺旺乳品及饮料类增长..... | 11 |
| 图 11: 含乳饮料市场 CR5 和 CR10 情况..... | 11 |
| 图 12: 2018 年含乳饮料市场市占率前十企业..... | 11 |
| 图 13: 2020 年我国液态奶及含乳饮料消费量渠道分布..... | 12 |
| 图 14: 李子园产品的主要消费群体与销售渠道..... | 12 |
| 图 15: 中国早餐外食市场规模及增速..... | 12 |
| 图 16: 消费者早餐消费中品类消费频次..... | 12 |
| 图 17: 中国餐饮连锁化率持续提升..... | 13 |
| 图 18: 巴比馒头在各区域的加盟店数量（家数）..... | 13 |
| 图 19: 维他奶携手爱奇艺打造纪录片《无饭不起早》..... | 13 |
| 图 20: 维他奶豆奶零售市场规模稳步增长..... | 13 |
| 图 21: 中国品牌连锁便利店门店数量稳定增长..... | 14 |
| 图 22: 中国品牌连锁便利店销售额稳定增长..... | 14 |
| 图 23: 2020 年较 2015 年液态奶及乳饮料在便利店渠道消费量占比提升..... | 14 |
| 图 24: 2016 年至 2021H1 公司不同区域收入（亿元）..... | 15 |
| 图 25: 各地区对新增收入的贡献率（%）..... | 15 |
| 图 26: 华东、华中、西南地区收入增速..... | 15 |
| 图 27: 各地区 2016-2020 年收入 CAGR..... | 15 |
| 图 28: 华东、华中、西南地区人均 GDP 对比..... | 16 |
| 图 29: 华东、华中、西南地区城镇居民人均收入对比..... | 16 |
| 图 30: 公司委外加工比例持续下降..... | 16 |
| 图 31: 公司自有产能利用率仍保持高位..... | 16 |
| 图 32: 公司销售区域和产能分布..... | 17 |
| 图 33: 公司未来产能（万吨）扩张测算..... | 17 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 34：公司营销体系示意图 | 18 |
| 图 35：李子园和伊利蒙牛渠道利润对比 | 18 |
| 图 36：李子园经销商数量及增速 | 18 |
| 图 37：李子园广告宣传费用及占营收比重 | 19 |
| 图 38：李子园在央视投放广告 | 19 |
| 图 39：李子园冠名高铁列车 | 19 |
| 图 40：李子园搜索热度近年来上行明显 | 19 |
| 图 41：公司毛利率稳步提升 | 20 |
| 图 42：公司产品吨价及单位成本拆分（元/吨） | 20 |
| 图 43：公司产品委托加工与自主生产的单位成本（元/吨） | 20 |
| 图 44：公司主营产品生产成本比重拆分（2019 年） | 20 |
| 图 45：公司与主要乳企及含乳饮料公司销售费用率对比 | 21 |
| 图 46：公司与主要乳企及含乳饮料公司管理费用率对比 | 21 |
| 图 47：公司与主要乳企及含乳饮料公司销售净利率对比 | 21 |
| | |
| 表 1：高管持股及履历 | 6 |
| 表 2：公司主要产品矩阵 | 7 |
| 表 3：李子园甜牛奶和旺仔牛奶对比 | 9 |
| 表 4：公司新增产能情况 | 16 |
| 表 5：可比公司估值表 | 23 |

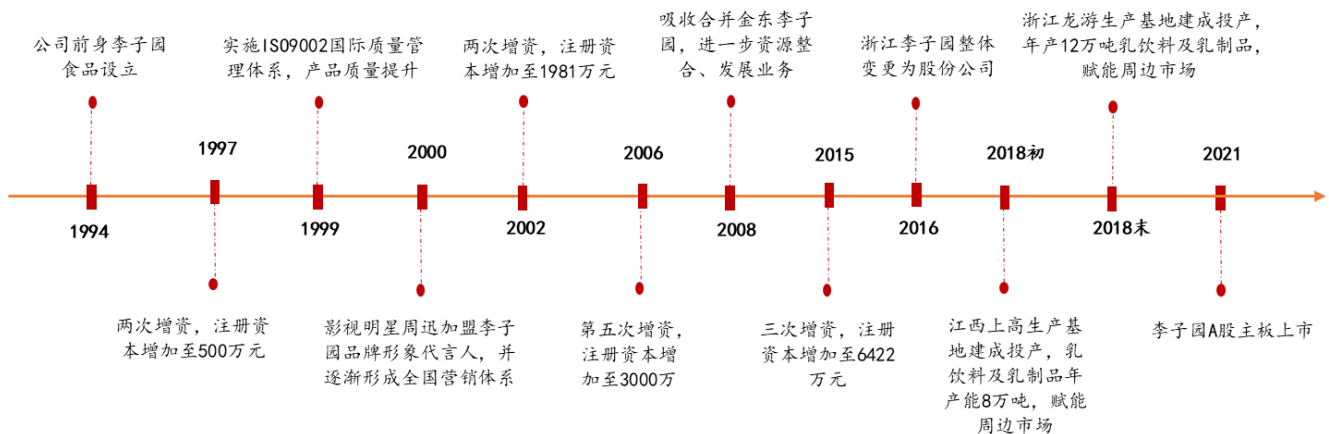
一、二十余年稳步成长，李子园未来可期

1.1 深耕含乳饮料市场，李子园发展势头正盛

二十余年不忘初心，上市赋能未来发展。浙江李子园成立于1994年，集合乳饮料及其它饮料研发、生产、销售于一体，产品涵盖含乳饮料、复合蛋白饮料、乳风味饮料等，二十余年耕耘塑造了鲜明的品牌形象。

经典大单品甜牛奶系列凭借其香甜的口味、适中的价格在中独树一帜，推动公司稳步增长，1997-2006年期间公司完成五次增资，扩大企业规模。2000年起，公司陆续聘请著名演员周迅、范冰冰等加盟形象代言，进一步扩大品牌知名度。2016年经全体股东同意，李子园整体变更为股份公司。2017-2018年，江西上高、浙江龙游两大生产基地陆续建成投产，自有产能大幅提升，拓展周边市场。2021年，李子园在A股主板上市，为业务进一步扩张奠定基础。

图 1：公司发展历程

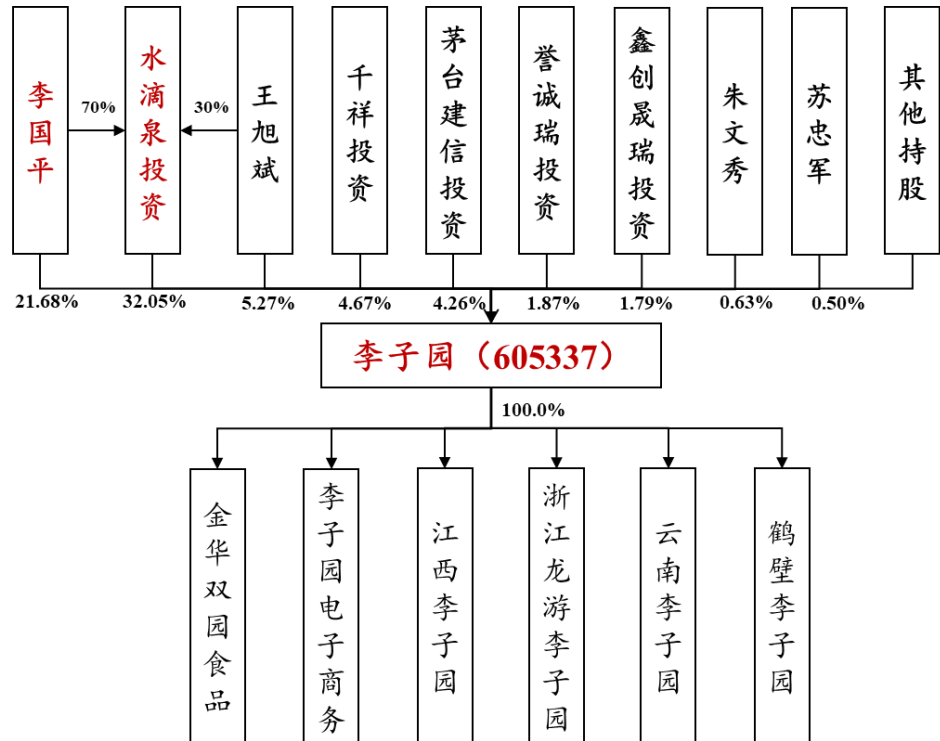


资料来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

1.2 股权结构集中稳定，管理层持股利益绑定

李国平、王旭斌夫妇系公司实际控制人，股权结构集中。公司IPO发行完成后，实际控制人李国平和王旭斌夫妻直接持有公司26.95%股权，并通过水滴泉投资和誉诚瑞投资间接持有公司33.13%股权，合计持股60%，股权结构较为集中。

核心团队经验丰富，股权激励绑定核心骨干。公司创始人李国平二十余年深耕乳饮料行业，对行业有很深的理解和丰富的经验。公司管理团队与核心技术团队从业经验丰富，许多成员在公司成立初期加入，与公司关系密切。公司对核心员工薪酬激励及股权激励充分，公司经营骨干、技术骨干朱文秀、苏忠军、方建华等人直接持有公司股份，深度绑定公司利益和核心团队利益，有效提高了中高层管理人员和核心技术人员积极性。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年 6 月 30 日）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

表 1：高管持股及履历

| 姓名 | 职务 | 持股数(股) | 履历 |
|-----|---------|------------|--|
| 李国平 | 董事长 | 33,553,800 | 1963 年出生，大专学历。1994-2016 年于浙江李子园担任执行董事及总经理，2016 年至今担任董事长。 |
| 朱文秀 | 总经理，董事 | 975,000 | 1976 年出生，本科学历。1999-2016 年任浙江李子园副总经理，2016 年至今任公司董事及总经理。 |
| 王旭斌 | 副总经理，董事 | 8,157,000 | 1969 年出生，本科学历，高级经济师。1993-1995 年任金港食品厂总经理，1998-2008 年任金东李子园总经理，2008-2016 年任浙江李子园副总经理、监事，2016 年至今任公司董事及副总经理。 |
| 苏忠军 | 副总经理，董事 | 780,000 | 1969 年出生，本科学历。1995-2016 年任浙江李子园厂长、生产副总、对外合作部经理、副总经理，2016 年至今任公司董事及副总经理。 |
| 许甫生 | 副总经理 | 675,000 | 1962 年出生，大专学历。1995 年至 2016 年在浙江李子园先后担任生产部经理、采购部经理、副总经理，2016 年至今在公司担任副总经理。 |
| 王顺余 | 副总经理，董事 | 187,500 | 1985 年出生，本科学历，高级工程师。2007-2016 年在浙江李子园担任技术中心经理等职，2016 年至今在公司担任董事，并先后兼任技术中心经理、技术中心总监、品质管理部总监、副总经理。 |

| | | | |
|-----|-------|---------|--|
| 方建华 | 副总经理 | 735,000 | 1974 年出生，大专学历。2002 年至 2016 年在浙江李子园先后担任营销部经理、副总经理，2016 年 9 月至今在公司担任副总经理，同时担任李子园电子商务执行董事。 |
| 孙旭芬 | 财务总监 | 300,000 | 1974 年出生，本科学历。2016 年至今在公司先后担任管理会计、财务总监。 |
| 程伟忠 | 董事会秘书 | 630,000 | 1969 年出生，大专学历。2003 年至今在浙江李子园担任董事长秘书，同时担任江西李子园执行董事。 |
| 崔宏伟 | 监事会主席 | 225,000 | 1978 年出生，本科学历。2003-2019 年在浙江李子园担任人力资源专员、行政中心总监等职，2016 年至今在公司担任监事会主席。同时担任鹤壁李子园经理、云南李子园监事。 |
| 汪雪浓 | 监事 | 270,000 | 1979 年出生，本科学历。2002 年至 2016 年在浙江李子园担任市场服务部经理，2016 年至今在公司担任监事及市场服务部经理。 |
| 郑宋友 | 监事 | 187,500 | 1968 年出生，本科学历，高级工程师。2003-2015 年在浙江李子园历任设备总工程师，2016 年至今在公司担任监事及设备管理部总工程师，同时担任鹤壁李子园监事。 |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

1.3 经典产品畅销多年，近年业绩增速亮眼

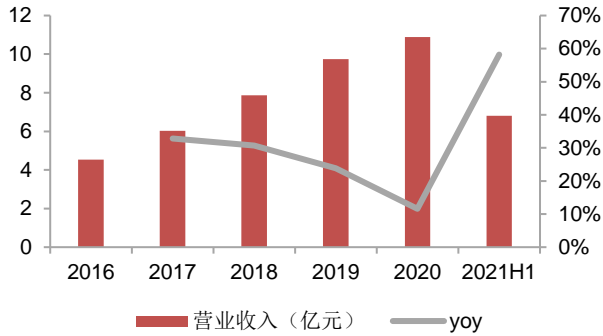
明星单品持续畅销，推动营收高增长。公司主要产品涵盖含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等，以含乳饮料为核心业务拓展产品矩阵。甜牛奶乳饮料是公司的核心产品，主要包括原味、草莓味、朱古力味、哈密瓜味等。除此以外，公司还逐步拓展乳酸菌饮品、核桃花生牛奶、酸奶等产品。

表 2：公司主要产品矩阵

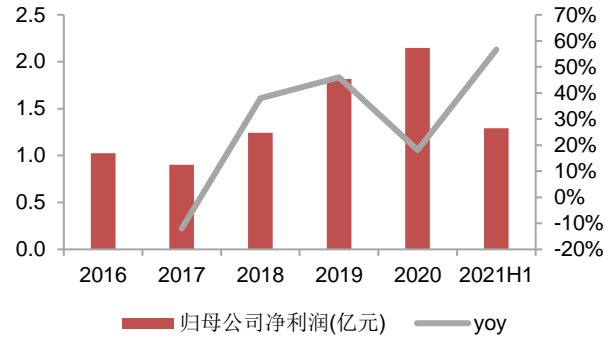
| | | | | |
|------|---|---|---|---|
| 含乳饮料 |  |  |  |  |
| | 甜牛奶（原味、草莓味、朱古力味、哈密瓜味等） | 乳酸菌乳饮品 | 果蔬酸奶、椰奶、奶咖 | 牛奶煮咖啡、牛奶煮椰子 |
| 其他产品 |  |  |  |  |
| | 核桃花生牛奶 复合蛋白饮料 | VD 钙乳酸饮料 | 枸杞大红枣 奶味饮料 | 榴莲牛奶 (臭臭奶) |

资料来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

核心单品甜牛奶系列保持畅销，是公司营收增长的核心支撑。2016-2020 年间，公司营业收入从 4.53 亿元增长至 10.88 亿元，CAGR 达 24.5%，归母净利润从 1.02 亿元增长至 2.15 亿元，CAGR 达 20.3%。

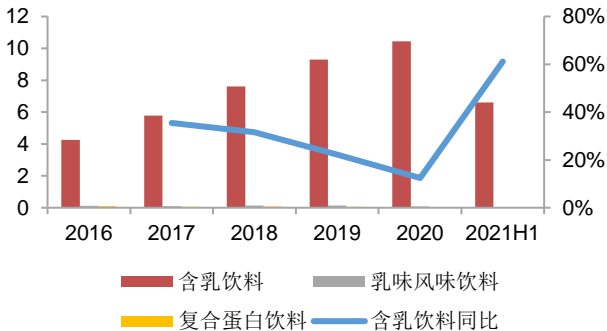
图 3：2016-2021H1 公司营业收入及增速


资料来源：公司公告、东方证券研究所

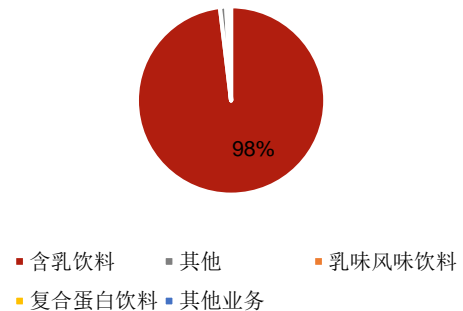
图 4：2016-2021H1 公司归母净利润及增速


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2020 年公司实现营业收入 10.88 亿元 (yoy+11.6%)，其中含乳饮料 10.45 亿元 (yoy+12.4%)，占比 96.05%，复合蛋白饮料和乳味风味饮料分别实现营业收入 0.04 亿元和 0.07 亿元。公司产品矩阵中，含乳饮料 2016-2020 年始终维持较高速的增速，CAGR 达 25.1%，其增长是近年来公司营收和利润增长的主要动力。大单品甜牛奶系列凭借其品质和独特风味赢得消费者的青睐，持续畅销，稳固公司的市场地位。

图 5：含乳饮料是营业收入的主要来源（亿元）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：公司产品毛利构成（2020 年）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

二、甜牛奶品类稳步增长，李子园拓展细分渠道

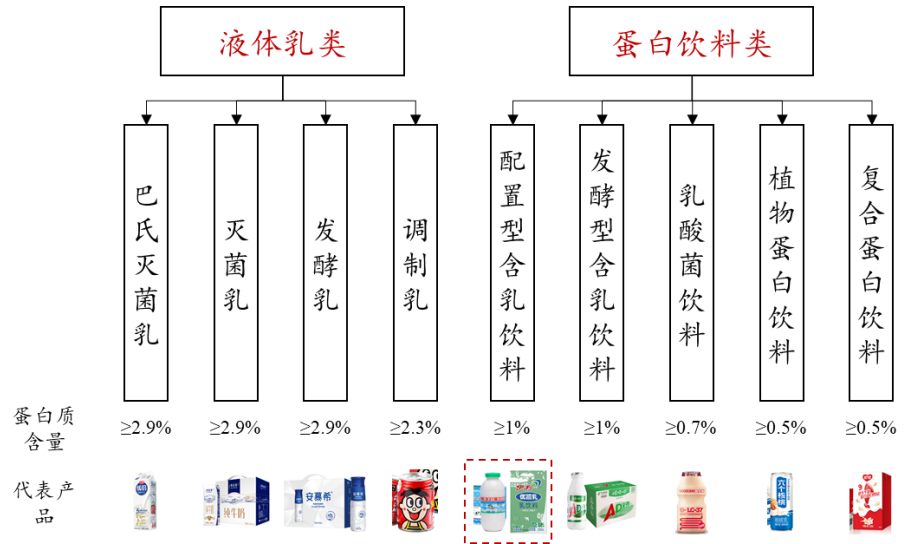
2.1 甜牛奶口味受青睐，市场规模稳步增长

● 甜牛奶产品受到消费者喜爱

根据蛋白质含量的多少，液体乳和蛋白饮料形成区分；蛋白饮料类又包含配置型含乳饮料、发酵型含乳饮料、乳酸菌饮料、植物蛋白饮料和复合蛋白饮料等。李子园甜牛奶是配置型含乳饮料的代表

产品之一。对乳饮料来说，除对软饮的便利性的共性要求以外，口味和口感是消费者选购饮品的重要影响因素，且消费者对乳饮料有较高的差异化诉求，口味独特的产品更可能会受到欢迎。

图 7：液体乳及乳饮料分类



资料来源：食品安全国家标准、东方证券研究所

从风味角度出发，甜牛奶饮料凭借其中性的甜味口感，在白奶等乳制品基础上增加了风味，区别于各类酸性口味的含乳饮料；同时与植物蛋白饮料和复合蛋白饮料相比具有较高的蛋白质含量。

目前市场中体量较大的甜牛奶产品有李子园甜牛奶和旺仔牛奶（调制乳）等。旺仔牛奶和李子园甜牛奶配料、营养成分都较为相似，从配料成分和消费者反馈来看，二者口味、口感比较接近，旺仔牛奶相对来说更为浓郁，李子园甜牛奶更为清甜。

表 3：李子园甜牛奶和旺仔牛奶对比

| 旺仔牛奶 | | | 李子园甜牛奶 | | |
|---------------------------------|---------|-----------|------------------------|---------|-----------|
| | | | | | |
| 配料表 | | | | | |
| 复原乳（水、全脂乳粉、炼乳）、水、白砂糖、食品添加剂、食用香精 | | | 饮用水、生牛乳、全脂牛乳粉、白砂糖、食用香精 | | |
| 营养成分表 | | | | | |
| 项目 | 每 100ml | NRV (%) | 项目 | 每 100ml | NRV (%) |
| 能量 | 310KJ | 4% | 能量 | 143KJ | 2% |
| 蛋白质 | 2.5g | 4% | 蛋白质 | 1.0g | 2% |
| 脂肪 | 2.7g | 5% | 脂肪 | 1.2g | 2% |
| 碳水化合物 | 9.5g | 3% | 碳水化合物 | 4.8g | 2% |
| 钠 | 50mg | 3% | 钠 | 25mg | 1% |

| 产品价格 | |
|----------------------|----------------------|
| 旺仔盒装 (~9.7 元/500ml) | 甜牛奶瓶装 (~5.5 元/500ml) |
| 旺仔罐装 (~10.3 元/500ml) | |

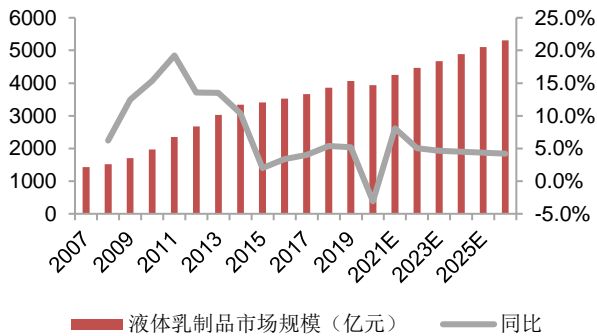
资料来源：京东、公司官网、东方证券研究所

● 液体乳制品市场规模稳定增长

国内液体乳制品行业（包含液态奶、含乳饮料以及酸奶等）在中长期内预计仍将保持稳定增长。根据欧睿国际的数据，2020 年国内液体乳制品零售市场规模约为 3,938 亿元；预计 2026 年零售市场规模将达到 5,313 亿元，在 2020 年的基础上年均增长 5.1%；主要受益于：消费水平和健康意识提升后带来的人均饮奶量提升（尤其是低线城市及农村地区等），以及产品品质和结构升级带来的价格提升。

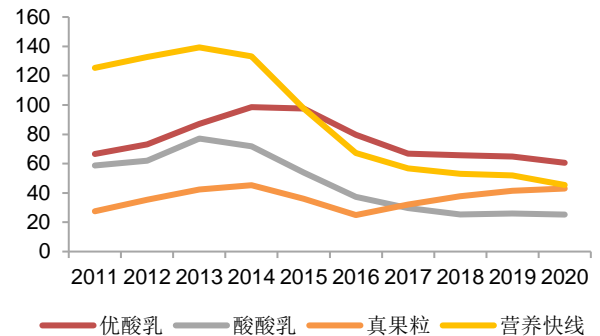
国内液体乳制品行业规模扩大，市场需求提升，为公司的甜牛奶产品发展提供了良好的市场环境。对比来看，部分酸性乳饮料产品（李子园甜牛奶为中性产品）由于品牌老化、厂商主动推动产品结构升级等，呈现下滑趋势，包括配置型含乳饮料的优酸乳、酸酸乳，以及发酵型含乳饮料营养快线等。另一方面，与李子园甜牛奶口味接近的旺仔牛奶近年来收入规模稳步扩大；液态乳饮品内部发展呈现分化趋势。

图 8：国内液体乳制品市场规模及增速



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 9：部分酸性乳饮料产品市场规模（亿元）下滑

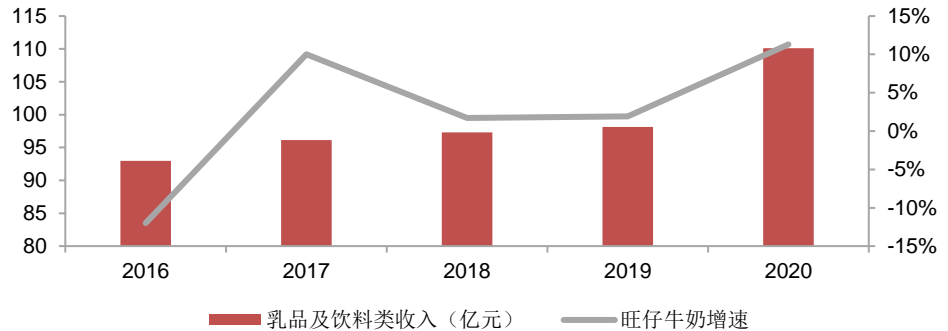


资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

2016-2020 年间，旺旺集团乳品及饮料类营业收入从 92.98 亿元增长至 110.11 亿元 (CAGR+4.3%)，电商渠道和传统渠道均有较大增幅；其中 2020 年同比增长 11.3%，疫情影响之下依然实现较高位数增幅。旺仔牛奶在乳品及饮料品类下占比在 90% 以上，2016 年至 2020 年保持较高增速，是拉动乳品饮料类增长的主要力量。

旺仔牛奶自 1992 年进入大陆市场以来保持畅销，其浓厚香甜的牛奶口味始终受到许多消费者的喜爱。旺仔牛奶的收入规模增长在一定程度上反映了甜牛奶品类存在广泛的消费基础和良好的发展前景。

图 10：旺仔牛奶带动中国旺旺乳品及饮料类增长



资料来源：公司公告、iFinD、东方证券研究所（注：此处为财年，时间区间是当年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日）

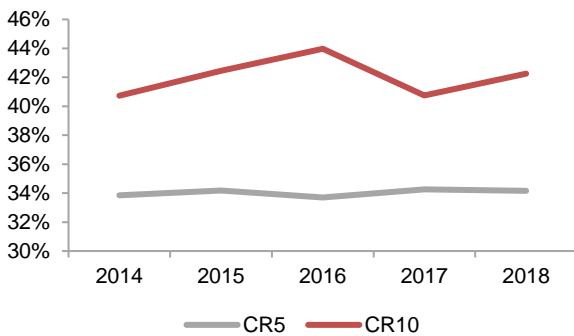
● 含乳饮料市场格局稳定，甜牛奶大体量竞品较少

根据食品工业协会数据，2014 年含乳饮料行业 CR5 为 33.84%，CR10 为 40.73%；2018 年 CR5 为 34.15%，CR10 为 42.26%。头部企业的市场份额集中度比较高，但 2014-2018 年间 CR5 提升 0.3%，CR10 提升 1.5%，变化较小。乳饮料竞争格局趋于稳定，各企业均具备发展空间。

头部企业中，伊利、蒙牛和娃哈哈产品线覆盖各类乳制品、含乳饮料，通过全国布局的经销网络和营销推广形成了强大的品牌力，占据绝对的龙头地位。小洋人、李子园、光明乳业等区域性企业深耕含乳饮料行业多年，在区域市场占据优势地位，并通过营销网络向全国布局。

在稳定的市场格局下，李子园专注经典产品的品牌开发，主要专注于甜牛奶系列，打造产品差异化和品牌认知。目前，市场上大体量的甜牛奶竞品较少，光明、均瑶、夏进均有推出类似包装甜牛奶产品，但体量均较小，品牌知名度也不及李子园。

图 11：含乳饮料市场 CR5 和 CR10 情况



资料来源：中国食品工业协会、东方证券研究所

图 12：2018 年含乳饮料市场市占率前十企业



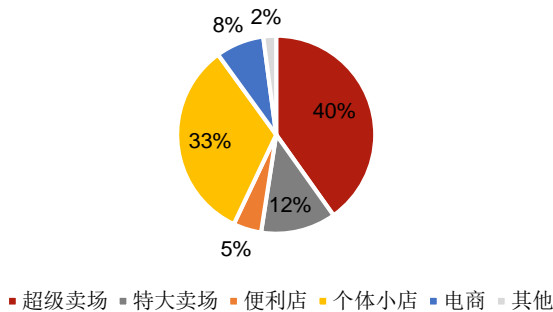
资料来源：中国食品工业协会、东方证券研究所

2.2 消费场景持续扩容，重要渠道稳步增长

● 个体小店和便利店是液态奶及含乳饮料重要渠道

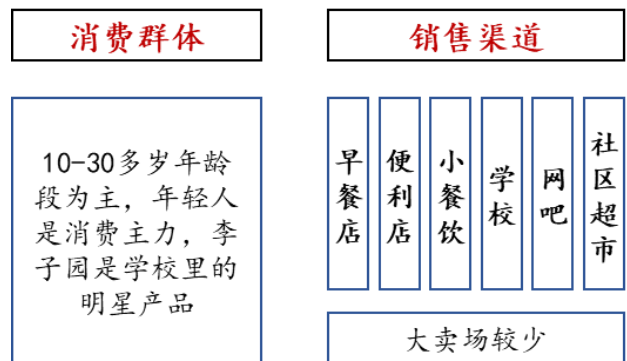
渠道耕作是饮料类销售体系的核心环节之一。根据欧睿国际的数据，液体奶及含乳饮料渠道中除传统的卖场之外，个体小店和便利店也占据重要位置，分别占比达到约 33%和 5%。从消费者画像来看，李子园目前的主流消费者为 10-30 岁年龄段的年轻人，其产品在校园中较为流行。从销售渠道看，李子园目前的主要销售渠道包括早餐店、便利店、小餐饮、学校、网吧、社区超市等，其中早餐店预计占比在 20%以上，是核心销售渠道；而在大卖场，李子园销售较少，主要做铺货陈列。因此，我们认为独特的消费群体和销售渠道是李子园实现稳步增长的重要原因，尤其是在早餐店、便利店、校园店等渠道的扩张对于李子园的增长具有重要的拉动作用。

图 13: 2020 年我国液态奶及含乳饮料消费量渠道分布



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 14: 李子园产品的主要消费群体与销售渠道

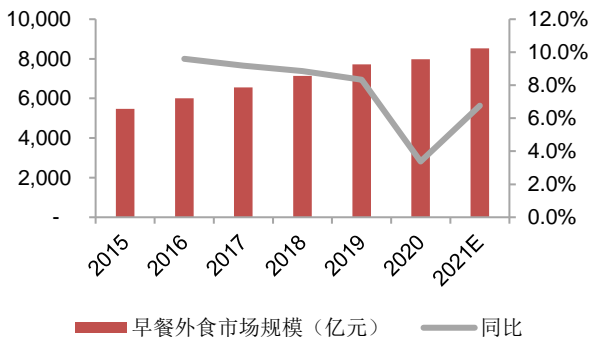


资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

● 早餐外食市场稳增长，早餐店现饮场景持续扩容

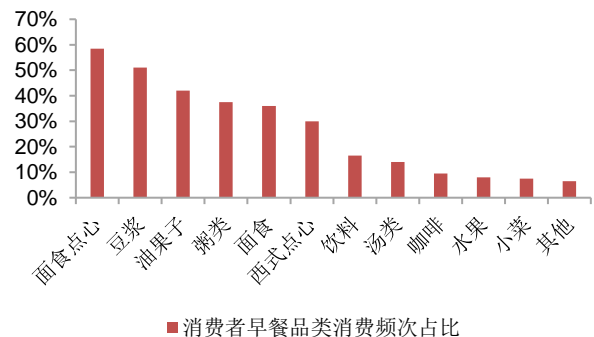
随着生活节奏的加快，国内早餐外食市场的规模增长较快，预计 2020 年达到约 8000 亿元，过去 5 年年均增速达到 7.8%左右，且未来仍有望保持较高增速。饮料是早餐重要的消费品类，占居民消费品类中的消费频次达到 17%左右，为李子园等饮料产品提供了较大的空间。

图 15: 中国早餐外食市场规模及增速



资料来源：英敏特、东方证券研究所

图 16: 消费者早餐消费中品类消费频次

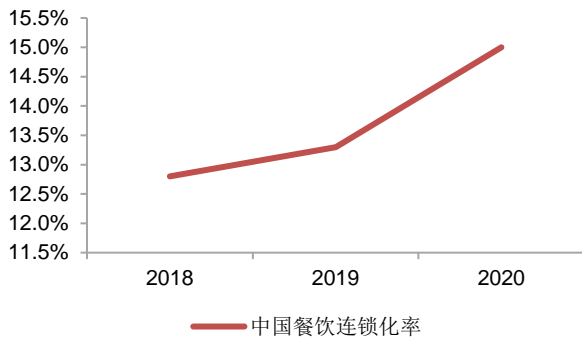


资料来源：中国烹饪协会、东方证券研究所

在早餐外食市场规模稳步扩张的基础上，李子园已经在巴比馒头等连锁早餐渠道进行销售，加速在消费者中的渗透。根据美团的数据，近年来国内餐饮连锁化率持续提升，从 2018 年的 12.8%提升至 2020 年的 15%左右，且目前仍处于较低水平，未来空间较大。以国内早餐连锁龙头企业巴比

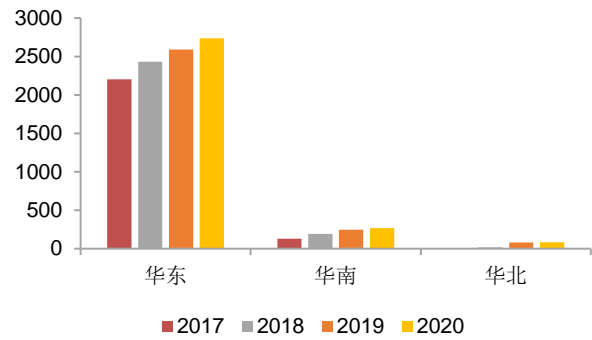
馒头为例，其加盟店的数量从 2017 年的 2331 家增加到 2020 年的 3089 家左右。李子园甜牛奶产品逐步和豆浆、豆奶等产品一样，成为早餐店的标准配置，拓展了较大的增长空间。

图 17：中国餐饮连锁化率持续提升



资料来源：美团、东方证券研究所

图 18：巴比馒头在各区域的加盟店数量（家数）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

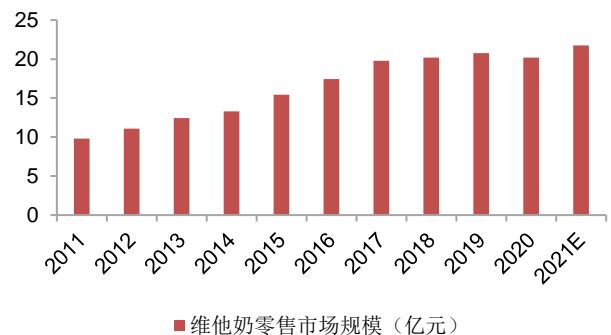
与李子园甜牛奶类似，专注于早餐渠道的维他奶豆奶产品在国内市场也受益于早餐渠道的稳步扩张。根据欧睿国际的数据，2011 年至 2020 年，维他奶豆奶产品的零售市场规模从 10 亿元增长到 20 亿元左右。综合而言，早餐渠道为李子园甜牛奶提供了较好的市场发展空间。

图 19：维他奶携手爱奇艺打造纪录片《无饭不起早》



资料来源：维他奶官网、东方证券研究所

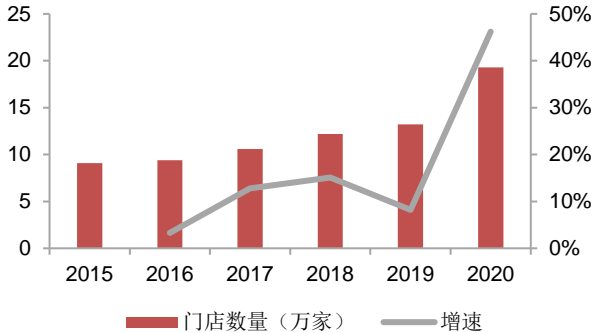
图 20：维他奶豆奶零售市场规模稳步增长



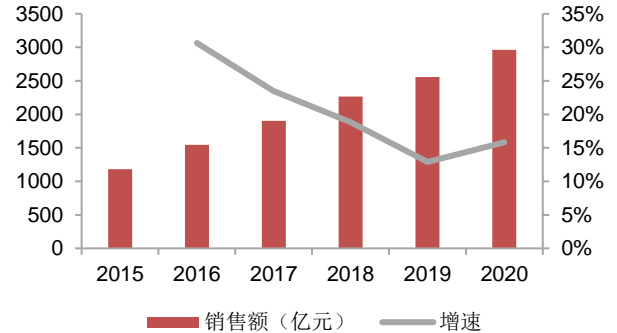
资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

● 便利性和即时性需求增长，便利店渠道重要性提升

近年来国内便利店渠道快速发展，为李子园等快消品牌提供了新的扩张渠道。根据毕马威中国数据，2015 年至 2020 年间，全国品牌连锁便利店门店数量从 9.1 万家增长至 19.3 万家，5 年 CAGR 达 16.2%，对应销售额从 1181 亿元增长至 2961 亿元，5 年 CAGR 达 20.2%。

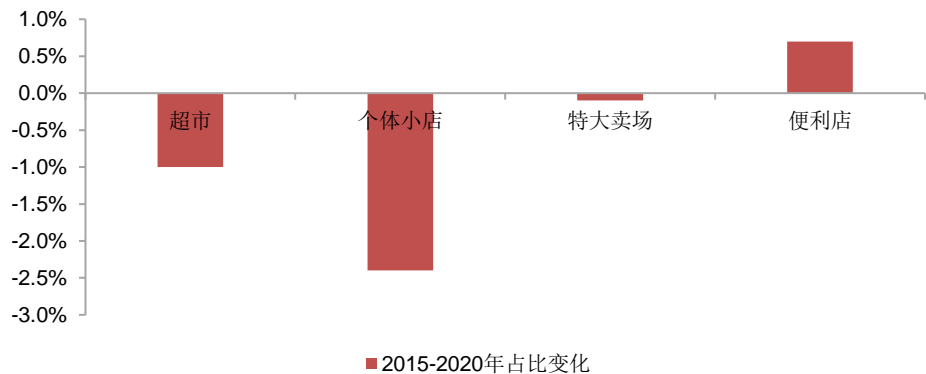
图 21：中国品牌连锁便利店门店数量稳定增长


资料来源：毕马威中国、东方证券研究所

图 22：中国品牌连锁便利店销售额稳定增长


资料来源：毕马威中国、东方证券研究所

根据欧睿国际数据，2015-2020年，液态奶及乳饮料在线下渠道占比中，便利店的占比提升0.7pct，对比超市、个体小店以及特大卖场等渠道的负增长，便利店渠道重要性正在提升。便利店以其长时间营业的即时性为特点，且门店规模较小，能够切入写字楼、地铁站、加油站等靠近消费者日常生活的消费场景，能够帮助产品便捷、即时地触达目标人群。近年来，李子园在便利店渠道增长较快，对于提升品牌市场影响力与推动业绩增长均有较大正面作用。

图 23：2020年较2015年液态奶及乳饮料在便利店渠道消费量占比提升


资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

三、产能投放推动区域扩张，营销加强提升品牌力

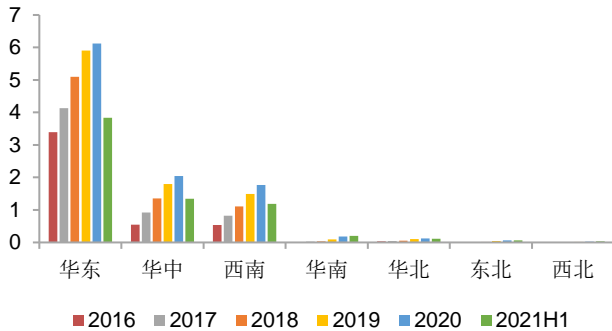
3.1 区域扩张稳步推进，产能投放奠定基础

- 站稳华东市场，华中、西南地区快速成长

公司总部位于浙江金华，自成立起就以江浙沪为核心根据地，取得了较为稳固的市场基础。目前，公司以“区域经销为主，直销为辅”的销售模式，在巩固江浙沪市场优势的同时，精耕云贵川、鲁豫皖重点核心市场，辐射带动周边区域市场，正逐步实现由区域布局向全国性布局的转变。

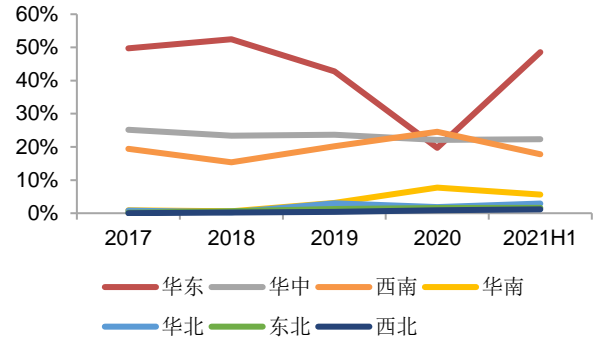
从市场规模来看，华东地区是公司规模最大的市场，华中、西南次之。2020 年华东地区实现营收 6.12 亿元，占比 56.3%；华中地区实现营收 2.05 亿元，占比 18.8%；西南地区营收 1.77 亿元，占比 16.2%；三地合计营收占比 91.3%。从新增收入贡献来看，华东地区仍是目前的主要增量来源，2021H1 达到 49%；华中和西南地区新增收入贡献均在 20%左右。

图 24：2016 年至 2021H1 公司不同区域收入（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

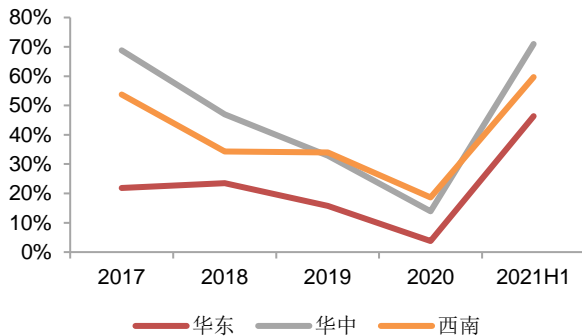
图 25：各地区对新增收入的贡献率（%）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

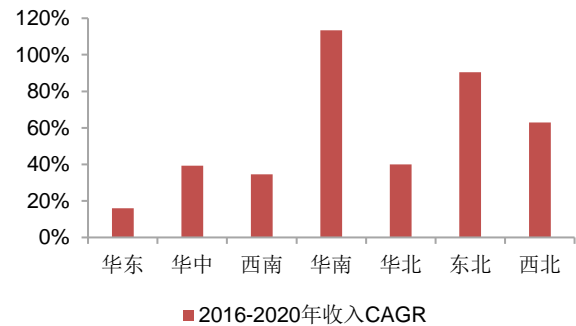
公司近年来在华东市场保持稳定增长，2016 年-2019 年年均增长 20%，2020 年受疫情影响增速有所放缓（4%）；21H1 较 20H1 增长 46%，以 19H1 为基础年均增长 22%。综合，2016 年来公司在华东地区的增速中枢在 20%左右。华中和西南是公司目前重点拓展的区域市场，近年来增速中枢在 40%左右。

图 26：华东、华中、西南地区收入增速



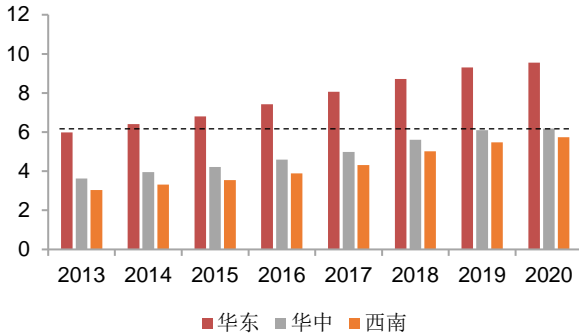
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 27：各地区 2016-2020 年收入 CAGR

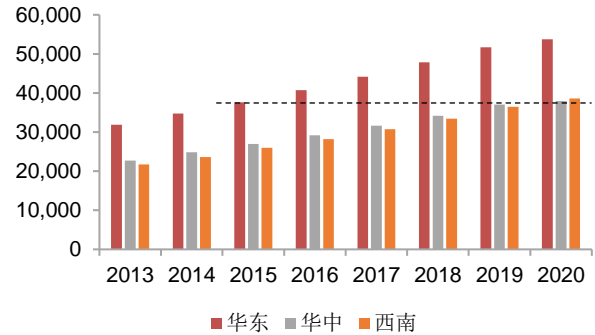


资料来源：公司公告、东方证券研究所

对比各区域的人均 GDP 和人均收入情况，华中和西南地区的经济发展水平大约相当于华东地区的 5~7 年前。公司在华东地区通过渠道下沉、拓展消费场景等，推动产品稳步增长；在华中和西南地区，随着经济发展和当地居民消费能力提升，公司加大渠道拓展和下沉，有望进一步扩大销售规模，体量在远期向华东地区接近。

图 28：华东、华中、西南地区人均 GDP 对比


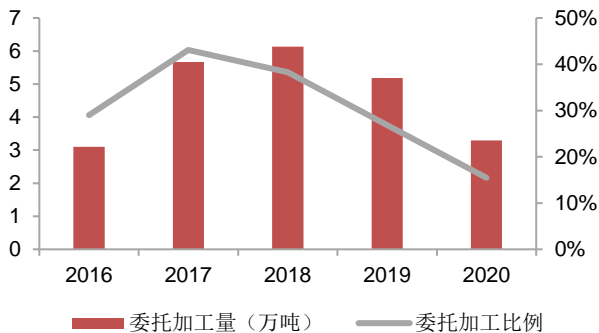
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 29：华东、华中、西南地区城镇居民人均收入对比


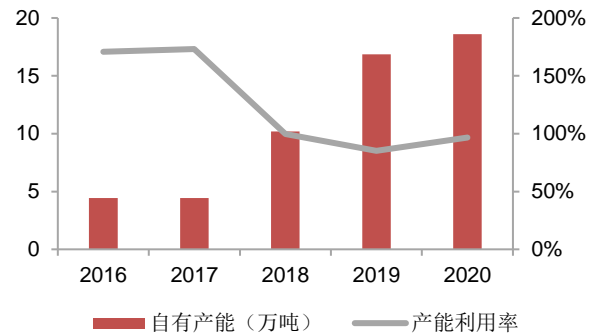
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

- 自有产能逐步释放，委外加工减少，缓解生产瓶颈

公司采用“以销定产”，自主生产为主、委托加工为辅的生产模式。目前，公司在原有浙江金华生产基地的基础上，已发展为拥有浙江金华、江西上高、浙江龙游、河南鹤壁、云南陆良等五大自有生产基地，2020 年自有产能预计接近 19 万吨。受益于近年来的积极产能扩充，公司委托加工比例逐步下降，据测算 2017 年至 2020 年从 43% 下降至 15%，有利于提升整体盈利水平。但整体而言，目前公司自有产能利用率仍处于较高水平，2020 年接近 100%，未来将进一步扩产。

图 30：公司委外加工比例持续下降


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 31：公司自有产能利用率仍保持高位


资料来源：公司公告、东方证券研究所

- 募资建设新增产能，为区域扩张奠定基础

根据未来的产销计划，公司目前在河南鹤壁、云南陆良、浙江龙游和江西上高四个地方实施产能扩建项目，合计投资约 12.6 亿元，全部投产后将新增 34.4 万吨产能。

表 4：公司新增产能情况

| 序号 | 实施主体 | 项目名称 | 投资总额 (亿元) | 新增产能 | 投产时间 |
|----|----------|-------------|-----------|---------------|------------|
| 1 | 鹤壁李子园食品有 | 年产 10.4 万吨含 | 4 | 年产 10.4 万吨含乳饮 | 2021 年 9 月 |

| | 限公司 | 乳饮料生产项目 | | 料 | (试生产) |
|----|---------------|-----------------|------|----------------------------|---------------|
| 2 | 云南李子园食品有限公司 | 年产 7 万吨含乳饮料生产项目 | 2.8 | 年产 7 万吨含乳饮料 | 2020 年 8 月 |
| 3 | 浙江龙游李子园食品有限公司 | 浙江龙游二期 | 2.8 | 年产 7 万吨含乳饮料和 2.4 亿只 HDPE 瓶 | 预计 2022 年 8 月 |
| 4 | 江西李子园公司 | 江西上高二期 | 3 | 年产 10 万吨食品饮料 | 预计 2023 年 6 月 |
| 合计 | | | 12.6 | 年产 34.4 万吨含乳饮料 | |

资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们认为公司在河南鹤壁和云南陆良的项目，将为公司在华中和西南地区的扩张，提升终端覆盖力和销售半径提供有力支撑。另一方面，随着河南鹤壁和云南陆良的产能逐步投产，公司在华中和西南两地的市场拓展、营销投入预计将持续加大，进而推动公司业绩稳步增长。

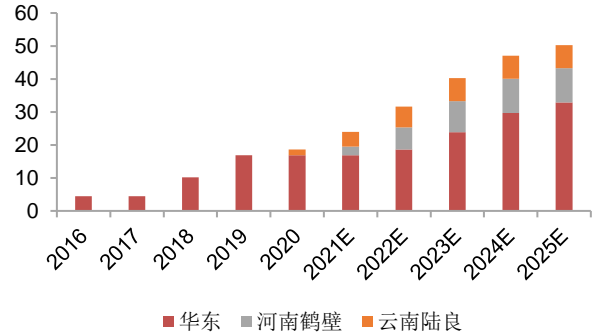
随着多地产能假设的推进，公司整体发展格局将由地方乳企进一步向全国化布局迈进。据测算，至 2025 年，公司整体自有产能将达到约 50 万吨，可以支撑 30 亿元以上的营收规模，较公司目前的体量有较大幅度的提升。

图 32：公司销售区域和产能分布



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 33：公司未来产能（万吨）扩张测算



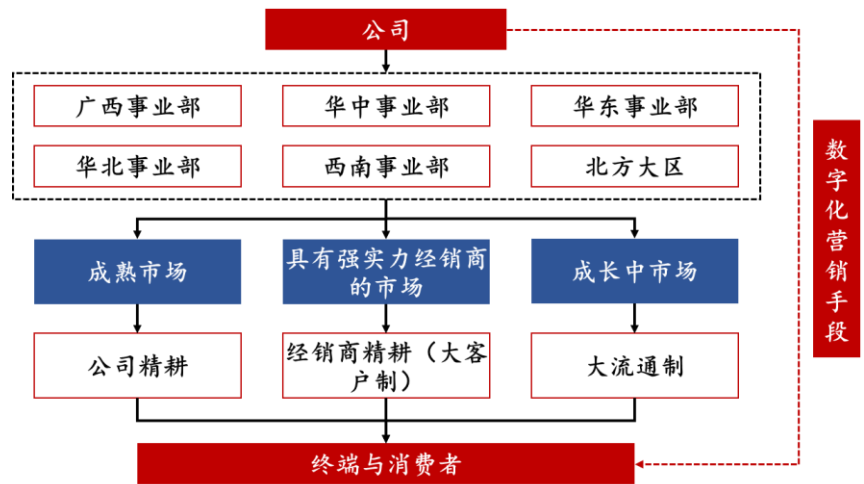
资料来源：公司公告、东方证券研究所测算

3.2 高利润驱动渠道扩张，加大投入提升品牌力

● 渠道推动扩张与细化

公司在渠道策略上主动扩张和细化，进一步下沉现有特通渠道如早餐店、便利店等，同时通过京东、天猫等电商渠道推进直销。公司根据成熟度将市场分成三类，针对不同市场因地制宜进行不同的品牌营销和销售战略：**第一类是主力成熟市场华东地区**，以江浙沪为主，规划通过全渠道覆盖和精耕提升消费者复购率，预计未来稳定增长；**第二类是重点开拓区域华中、西南地区**，主要经销商及销售渠道建设趋于成熟，公司在第二类市场有一定消费者基础，且华中河南、西南云南等省份人口基数大，有较大的扩展空间，未来规划提升渠道覆盖率和品牌力，继续做大、做细市场，预计增速较高；**第三类是公司全国布局战略下的新兴市场**，包括华北、华南、东北、西北地区，处于市场前期开拓阶段，经销商流动性比较高，主要采取以样板市场带动周边市场成长的销售策略。

图 34：公司营销体系示意图



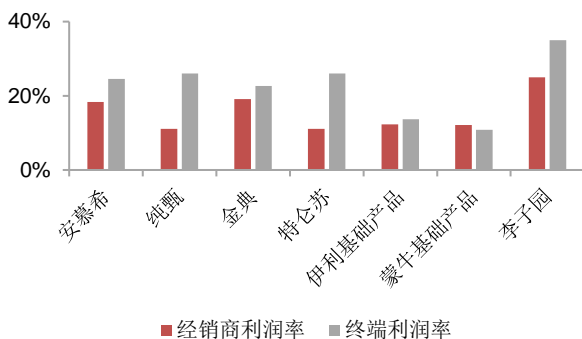
资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 经销商利润空间足，渠道网络快速扩张

相较于伊利、蒙牛等龙头公司的成熟单品，李子园产品的渠道利润率相对较高，给予渠道较强的推力。结合渠道调研，经测算，李子园经销商利润率达到约 20%~30%，终端利润率达到 30%~40%；于此对比，伊利、蒙牛等龙头乳企，经销商利润率在 15%左右，终端利润率在 20%左右。

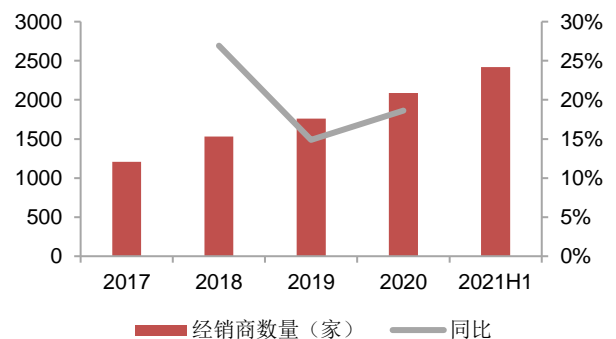
在较高的渠道利润推动下，近年来公司经销商数量稳步增长，2017 年至 2021H1，从 1207 家增长至 2418 家，数量增加约 100%。经销商数量的增长对于推动公司产品在终端的渗透和营收的增长具有重要作用。

图 35：李子园和伊利蒙牛渠道利润对比



资料来源：渠道调研、东方证券研究所测算

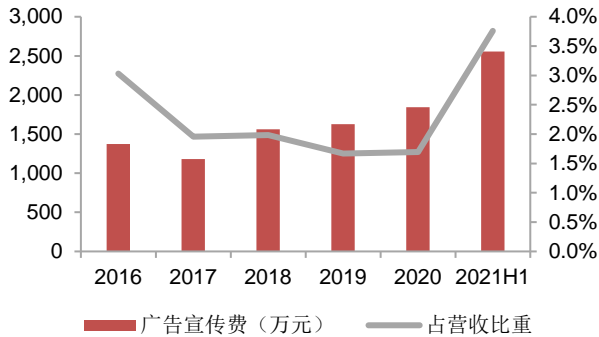
图 36：李子园经销商数量及增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 营销投入加大，提升产品影响力

随着李子园品牌逐步从区域走向全国化，公司品牌建设投入持续加大。2021H1，公司广告宣传费支出达到 2,557 万元，较 2020 年全年的 1,844 万元大幅增长，占营收比重达到 3.8%。

图 37：李子园广告宣传费用及占营收比重


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 38：李子园在央视投放广告


资料来源：百度、东方证券研究所

公司加大广告投入，通过在央视、高铁等打广告，提升品牌知名度。从效果来看，近年来李子园的搜索热度上行明显。随着公司销售区域继续扩大，广告宣传持续投入，未来品牌知名度将持续提升。

此外，公司近年来在研发上也稳定投入。IPO募投项目中包含技术创新中心建设项目，投入 6,244.57 万元。技术创新中心建设项目配套用房建筑面积 7,500 平方米，购置实验室 UHT 杀菌设备、中试 UHT 杀菌设备、氨基酸分析仪、全自动乳成分分析仪等研发、检测设备。预计该项目将有效提升公司研发水平，为未来研制新产品奠定基础。

图 39：李子园冠名高铁列车


资料来源：李子园微信平台、东方证券研究所

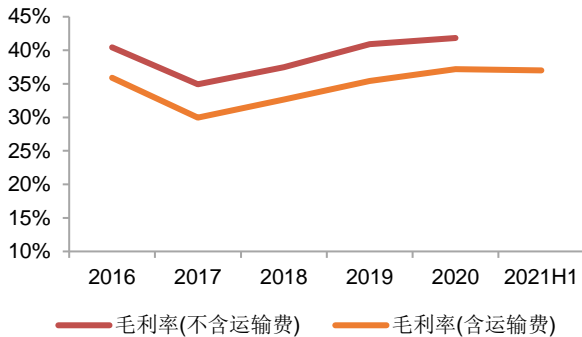
图 40：李子园搜索热度近年来上行明显


资料来源：百度指数、东方证券研究所

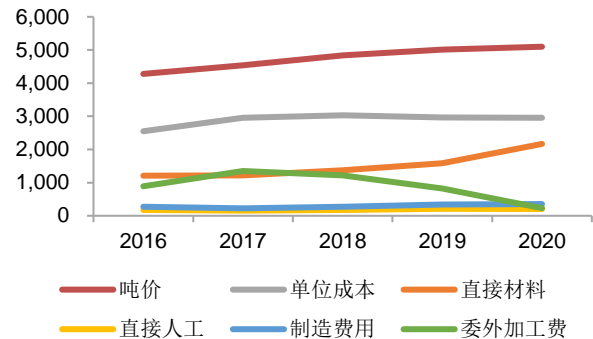
四、毛利率具备提升空间，看好长期盈利改善

● 毛利率仍有提升空间

公司近年来毛利率稳定提升。在含运输费的口径下，2017 年至 2020 年，毛利率从 30.0% 提升至 37.2%；2021H1 毛利率为 37.0%（含运输费），同比提升 0.5pct。拆分吨价和单位成本，2017 年至 2020 年，公司产品吨价从 4,534 元/吨提升至 5,098 元/吨（CAGR+4.0%），公司产品结构无显著变化，主要受益于出厂价提升。同时期，公司产品单位成本维持在 2,950 元/吨至 3,030 元/吨，期间单位原材料成本上行，但受益于公司委托加工产品占比降低，产品单位成本未显著提升。

图 41：公司毛利率稳步提升


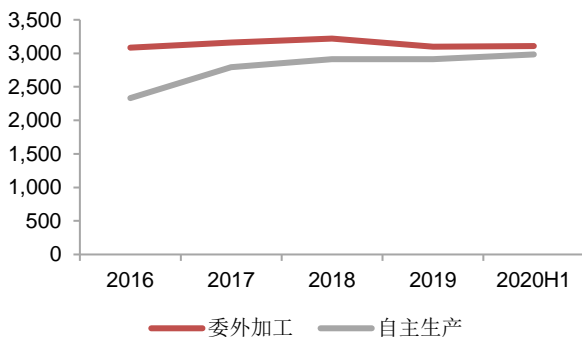
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 42：公司产品吨价及单位成本拆分（元/吨）


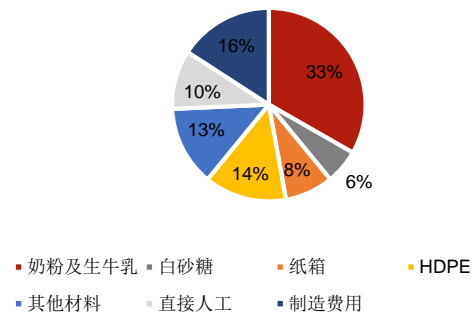
资料来源：公司公告、东方证券研究所

由于委外加工需要支付委外加工费，因此公司产品的单位成本较自主生产较高。2017 年至 2020 年，公司委外加工产品的单位成本在 3150 元/吨左右，自主生产成本为 2,900 元/吨，前者高约 9%。随着公司自主产能扩大，委外加工比重预计降低，规模效应提升，有利于整体制造成本的降低。

拆分公司主营产品（含乳饮料为主）的生产成本比重：1）直接材料合计占比约 74%，其中奶粉及生牛乳是最大成本项（占比约 33%），白砂糖占比 6%，包材占比约 22%（纸箱 8%、HDPE 高密度聚乙烯 14%）；2）直接人工和制造费用分别占比约 10%和 16%。综合，公司未来产品成本受奶粉及生牛乳市场价格、以及包材市场价格的变动影响较大。

图 43：公司产品委托加工与自主生产的单位成本（元/吨）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

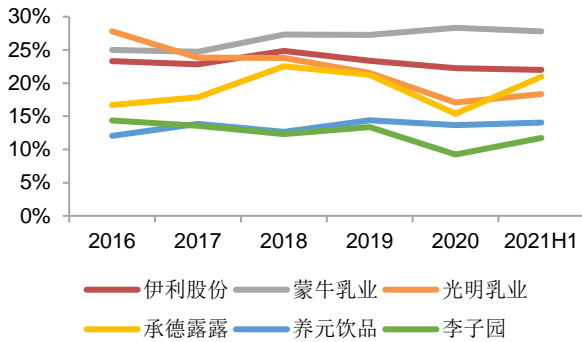
图 44：公司主营产品生产成本比重拆分（2019 年）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

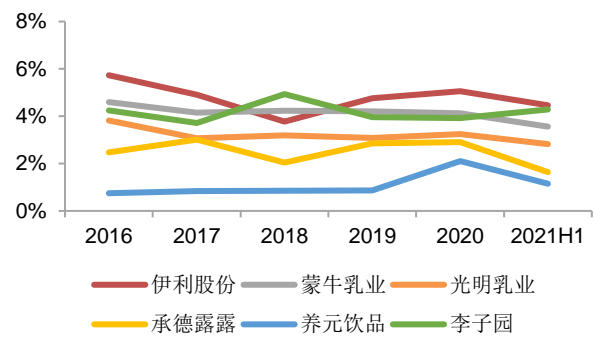
● 销售费用率预计短期提升，管理费用率有望被摊薄

公司销售费用率近年来整体呈下行趋势，2016 年至 2020 年从 14.4% 下降至 9.2% 左右，管理费用率（不含研发费用率）从在主要乳企以及含乳饮料公司中处于较低水平。随着公司向全国化布局转变，近年来广告营销费用等投入加大，21H1 销售费用率同比提升 1.60pct 至 11.75%。预计中短期公司仍将持续加大费用投入以提升品牌影响力。

公司管理费用率近年来基本保持稳定，在 4.2% 左右，与主要乳企以及含乳饮料公司相比略高。我们认为随着公司产销规模扩大，管理费用率有望被进一步摊薄。

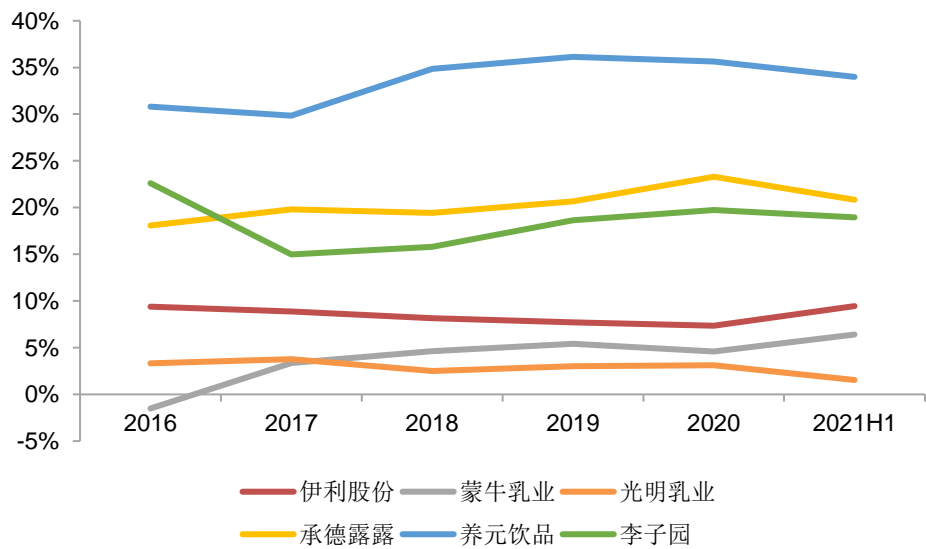
图 45：公司与主要乳企及含乳饮料公司销售费用率对比


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 46：公司与主要乳企及含乳饮料公司管理费用率对比


资料来源：公司公告、东方证券研究所（注：不含研发费用）

公司销售净利率在 2017 年来整体呈稳步上升的趋势，2020 年达到 19.7%，高于乳企伊利股份、蒙牛乳业和光明乳业，低于含乳饮料公司承德露露和养元饮品。展望未来，预计中短期内随着公司营销投入加大，公司销售净利率将会面临一定的波动；但从长期的角度来看，随着产能释放、营销规模扩大的摊薄作用，公司净利率仍有提升空间。

图 47：公司与主要乳企及含乳饮料公司销售净利率对比


资料来源：公司公告、东方证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 含乳饮料产品受益于区域和渠道扩张，21~23 年营收增速分别达到 37.0%、28.6%和 21.4%。其毛利率 21 年受成本压力，预计小幅下滑；22-23 年受益于委托加工占比降低等，预计毛利率稳定提升；我们预测 21~23 年毛利率分别为 37.3%、38.0%和 38.7%。
- 2) 预测乳味风味饮料 21~23 年营收增速分别为-2.2%、3.0%和 2.0%，毛利率分别为 10.4%、11.8%和 12.9%；预测复合蛋白饮料 21~23 年营收增速分别为-1.2%、3.0%和 2.0%，毛利率分别为-0.2%、1.4%和 2.6%；预测其他饮料 21~23 年营收增速分别为-3.2%、3.0%和 2.0%，毛利率分别为 19.2%、20.6%和 21.5%。
- 3) 预测 21~23 年销售费用率分别为 11.0%、11.0%和 10.9%，较 20 年提升，主要因为广告宣传费用增长；管理费用率分别为 4.0%、3.9%和 3.8%，主要受益于营收规模扩大的摊薄作用。
- 4) 预测公司 21-23 年的所得税率为 22.57%。

盈利预测核心假设

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 含乳饮料 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 929.2 | 1,044.7 | 1,431.1 | 1,840.9 | 2,234.5 |
| 增长率 | 22.2% | 12.4% | 37.0% | 28.6% | 21.4% |
| 毛利率 | 42.1% | 38.0% | 37.3% | 38.0% | 38.7% |
| 乳味风味饮料 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 14.5 | 7.3 | 7.2 | 7.4 | 7.5 |
| 增长率 | 2.0% | -49.4% | -2.2% | 3.0% | 2.0% |
| 毛利率 | 16.0% | 11.4% | 10.4% | 11.8% | 12.9% |
| 复合蛋白饮料 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 6.8 | 4.5 | 4.4 | 4.6 | 4.6 |
| 增长率 | -19.4% | -34.0% | -1.2% | 3.0% | 2.0% |
| 毛利率 | 18.4% | -0.1% | -0.2% | 1.4% | 2.6% |
| 其他饮料 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 22.2 | 21.6 | 21.0 | 21.6 | 22.0 |
| 增长率 | 591.0% | -2.7% | -3.2% | 3.0% | 2.0% |
| 毛利率 | 11.1% | 20.1% | 19.2% | 20.6% | 21.5% |
| 其他业务 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 1.8 | 9.5 | 9.5 | 9.5 | 9.5 |
| 增长率 | 61.9% | 411.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | 65.3% | 24.3% | 24.3% | 24.3% | 24.3% |
| 合计 | 974.5 | 1,087.6 | 1,473.1 | 1,883.9 | 2,278.2 |
| 增长率 | 23.8% | 11.6% | 35.4% | 27.9% | 20.9% |
| 综合毛利率 | 40.9% | 37.2% | 36.7% | 37.6% | 38.4% |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

5.2 投资建议

我们预测公司 21-23 年 EPS 分别为 1.25、1.64 和 2.04 元，选取乳制品及乳饮料上市公司作为可比公司。在乳制品行业整体增速放缓的背景下，公司通过区域和渠道扩张，盈利增速在可比公司中

领先，因此给予 10% 的估值溢价。可比公司 22 年 PE 估值 28 倍，给予公司 22 年 31 倍 PE，对应目标价 50.84 元，首次覆盖给予买入评级。

表 5：可比公司估值表

| 公司 | 代码 | 最新价格(元) | 每股收益(元) | | | 市盈率 | | | 23 年 EPS 增速 |
|--------------|--------|---------|---------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| | | | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 伊利股份 | 600887 | 42.30 | 1.41 | 1.67 | 1.95 | 30 | 25 | 22 | 17% |
| 三元股份 | 600429 | 5.82 | 0.12 | 0.14 | 0.15 | 47 | 42 | 38 | 13% |
| 新乳业 | 002946 | 15.75 | 0.42 | 0.54 | 0.71 | 38 | 29 | 22 | 31% |
| 均瑶健康 | 605388 | 17.97 | 0.52 | 0.63 | 0.76 | 34 | 29 | 24 | 21% |
| 蒙牛乳业 | 2319 | 45.45 | 1.64 | 1.98 | 2.40 | 28 | 23 | 19 | 21% |
| 调整后平均 | | | | | | 34 | 28 | 23 | 20% |

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 12 月 13 日收盘价，蒙牛乳业的最新价格以及每股收益的单位为港元）

六、风险提示

- **区域拓展不及预期风险。**公司目前的重要增长逻辑来自于向华中、西南等市场的区域扩张，若这些区域增长不及预期，公司业绩增速将受到负面影响。
- **原材料成本大幅上涨风险。**奶粉及生牛乳、纸箱、HDPE 等在公司乳饮料制造成本占比较高，若原材料成本大幅上涨，将对公司盈利造成不利影响。
- **单一品类风险。**公司目前营收增长主要依靠甜牛奶这一大单品，品类结构较为单一，若甜牛奶产品营收下滑，将对公司业绩造成不利影响。
- **营销费用投入过大风险。**公司为推行区域扩张，营销费用投放加大，若营销费用投放不能有效推动营收增长，将对盈利能力造成不利影响。
- **产能投放不及预期风险。**公司未来的业务扩张依赖于产能的提升，若产能投放不及预期，则可能对公司的营收和盈利造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若乳制品行业，或者公司发生食品安全事件，可能对公司营收及盈利造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 81 | 244 | 1,040 | 1,190 | 1,538 | 营业收入 | 975 | 1,088 | 1,473 | 1,884 | 2,278 |
| 应收票据、账款及款项融资 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 营业成本 | 576 | 683 | 932 | 1,176 | 1,404 |
| 预付账款 | 116 | 45 | 61 | 78 | 94 | 营业税金及附加 | 9 | 9 | 12 | 15 | 18 |
| 存货 | 74 | 134 | 138 | 174 | 207 | 营业费用 | 130 | 101 | 162 | 207 | 249 |
| 其他 | 30 | 41 | 28 | 32 | 34 | 管理费用及研发费用 | 48 | 52 | 71 | 90 | 106 |
| 流动资产合计 | 302 | 464 | 1,267 | 1,475 | 1,875 | 财务费用 | (2) | 0 | (21) | (37) | (45) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产、信用减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 328 | 439 | 615 | 759 | 775 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 74 | 94 | 51 | 81 | 76 | 投资净收益 | 1 | 0 | 2 | 1 | 1 |
| 无形资产 | 78 | 77 | 154 | 179 | 194 | 其他 | 19 | 34 | 35 | 30 | 28 |
| 其他 | 44 | 62 | 62 | 62 | 62 | 营业利润 | 233 | 277 | 352 | 463 | 575 |
| 非流动资产合计 | 525 | 671 | 882 | 1,081 | 1,107 | 营业外收入 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 827 | 1,136 | 2,149 | 2,557 | 2,982 | 营业外支出 | 0 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| 短期借款 | 3 | 33 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 234 | 277 | 349 | 460 | 572 |
| 应付票据及应付账款 | 134 | 170 | 231 | 292 | 348 | 所得税 | 53 | 63 | 79 | 104 | 129 |
| 其他 | 140 | 139 | 199 | 247 | 292 | 净利润 | 182 | 215 | 270 | 356 | 443 |
| 流动负债合计 | 277 | 342 | 430 | 539 | 640 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 182 | 215 | 270 | 356 | 443 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.84 | 0.99 | 1.25 | 1.64 | 2.04 |
| 其他 | 35 | 64 | 87 | 111 | 134 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 35 | 64 | 87 | 111 | 134 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 312 | 406 | 517 | 650 | 774 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 116 | 116 | 217 | 217 | 217 | 营业收入 | 23.8% | 11.6% | 35.4% | 27.9% | 20.9% |
| 资本公积 | 157 | 157 | 747 | 747 | 747 | 营业利润 | 47.1% | 18.9% | 26.9% | 31.5% | 24.1% |
| 留存收益 | 242 | 457 | 669 | 944 | 1,244 | 归属于母公司净利润 | 46.0% | 18.1% | 25.9% | 31.8% | 24.3% |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 515 | 730 | 1,632 | 1,907 | 2,208 | 毛利率 | 40.9% | 37.2% | 36.7% | 37.6% | 38.4% |
| 负债和股东权益总计 | 827 | 1,136 | 2,149 | 2,557 | 2,982 | 净利率 | 18.6% | 19.7% | 18.3% | 18.9% | 19.4% |
| | | | | | | ROE | 36.9% | 34.5% | 22.9% | 20.1% | 21.5% |
| | | | | | | ROIC | 36.3% | 33.6% | 21.4% | 18.6% | 19.9% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资产负债率 | 37.7% | 35.8% | 24.0% | 25.4% | 26.0% |
| 净利润 | 182 | 215 | 270 | 356 | 443 | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 折旧摊销 | 117 | 38 | 73 | 106 | 130 | 流动比率 | 1.09 | 1.36 | 2.95 | 2.74 | 2.93 |
| 财务费用 | (2) | 0 | (21) | (37) | (45) | 速动比率 | 0.82 | 0.97 | 2.63 | 2.42 | 2.60 |
| 投资损失 | (1) | (0) | (2) | (1) | (1) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (91) | 34 | 114 | 51 | 50 | 应收账款周转率 | 1,131.8 | 1,087.3 | 1,547.4 | 1,509.5 | 1,472.4 |
| 其它 | (53) | 10 | 23 | 24 | 23 | 存货周转率 | 8.3 | 6.6 | 6.9 | 7.6 | 7.4 |
| 经营活动现金流 | 151 | 297 | 458 | 499 | 600 | 总资产周转率 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 资本支出 | (511) | (163) | (284) | (305) | (156) | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | (11) | 1 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.84 | 0.99 | 1.25 | 1.64 | 2.04 |
| 其他 | 403 | 3 | 1 | 1 | 1 | 每股经营现金流 | 1.30 | 2.56 | 2.11 | 2.30 | 2.77 |
| 投资活动现金流 | (118) | (159) | (283) | (304) | (155) | 每股净资产 | 2.38 | 3.37 | 7.53 | 8.80 | 10.19 |
| 债权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 0 | 0 | 691 | 0 | 0 | 市盈率 | 51.4 | 43.5 | 34.6 | 26.2 | 21.1 |
| 其他 | (140) | 13 | (71) | (44) | (97) | 市净率 | 18.1 | 12.8 | 5.7 | 4.9 | 4.2 |
| 筹资活动现金流 | (140) | 13 | 620 | (44) | (97) | EV/EBITDA | 24.2 | 26.7 | 20.8 | 15.8 | 12.8 |
| 汇率变动影响 | 0 | 0 | -0 | -0 | -0 | EV/EBIT | 36.4 | 30.3 | 25.4 | 19.8 | 15.9 |
| 现金净增加额 | (107) | 151 | 796 | 151 | 347 | | | | | | |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn