

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0841号

## 浙江李子园食品股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“李子转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“李子转债”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二三年八月十八日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2023年8月18日至2024年8月17日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2023年8月18日

## 浙江李子园食品股份有限公司 主体及“李子转债”2023年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2023/8/18	AA/稳定	卢宏亮	宋馨

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
李子转债	AA	AA	企业规模	营业总收入	15.00	2.76
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			市场竞争力	多样性	12.50	6.25
				市场地位	12.50	9.38
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。			盈利能力和运营效率	利润总额	12.00	7.25
				净资产收益率	5.00	4.89
				存货周转次数	5.00	4.30
				应收账款周转次数	5.00	5.00
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。			债务负担与保障程度	流动比率	6.00	5.05
				资产负债率	10.00	10.00
				经营现金流动负债比	8.00	6.17
				EBITDA 利息倍数	9.00	9.00
			<b>基础评分输出结果</b>			<b>aa</b>
			<b>调整因素</b>			<b>无</b>
			<b>个体信用状况</b>			<b>aa</b>
			<b>外部支持</b>			<b>无</b>
			<b>评级模型结果</b>			<b>AA</b>

### 主体概况

浙江李子园食品股份有限公司（以下简称“李子园”或“公司”）主要从事“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，控股股东为浙江丽水水滴泉投资发展有限公司（以下简称“水滴泉投资”），实际控制人为自然人李国平、王旭斌。

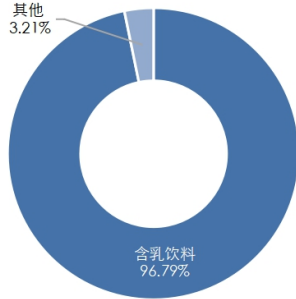
### 评级观点

公司主要从事含乳饮料及其他饮料的生产、销售，“李子园”牌甜牛奶为销售 20 多年的经典产品，细分市场知名度较高，仍保持市场竞争力；拥有位于浙江、江西、云南、河南等生产基地共 5 个，随着河南鹤壁生产基地产能大量释放，2022 年产能持续增长；公司建立了完善的市场营销和服务体系，产品产销率保持较高水平。同时，东方金诚关注到，公司营业收入对含乳饮料产品依赖度较高，2022 年公司乳饮料销量及收入有所下滑；公司供应商集中度较高，2022 年受原材料奶粉、白砂糖等大宗原料价格上涨影响，公司综合毛利率有所下降；公司在建、拟建项目规模仍较大，仍面临资本支出压力及投资回报不及预期的风险。

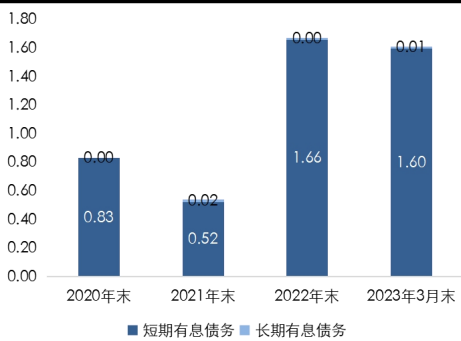
综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很低。

## 主要指标及依据

### 2022年营业收入构成



### 债务结构 (单位: 亿元)



### 主要数据和指标

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
资产总额 (亿元)	11.36	21.02	23.77	24.45
所有者权益 (亿元)	7.30	16.05	17.29	17.88
全部债务 <sup>1</sup> (亿元)	0.83	0.53	1.66	1.60
营业收入 (亿元)	10.88	14.70	14.04	3.45
利润总额 (亿元)	2.77	3.38	2.80	0.76
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.97	2.19	2.60	1.04
营业利润率 (%)	36.37	34.93	31.51	35.84
资产负债率 (%)	35.77	23.64	27.26	26.88
流动比率 (%)	135.68	237.44	177.94	174.87
全部债务/EBITDA (倍)	0.26	0.14	0.47	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	123.38	2877.65	145.61	-

注: 数据来源于公司 2020 年~2022 年的审计报告及 2023 年 1~3 月财务报表。

### 优势

- 公司主要从事甜牛奶乳饮料及其他饮料的生产销售, 质量控制体系覆盖采购、生产、仓储、销售各个环节, “李子园”牌甜牛奶为销售 20 多年的经典产品, 市场知名度较高, 跟踪期内, 在细分市场仍保持一定的竞争力;
- 公司 5 个生产基地位于浙江、江西、云南、河南等地, 有助于贴近区域消费市场、降低物流成本, 2022 年, 随着河南鹤壁生产基地逐步投产, 公司自有产能持续增长;
- 公司建立了完善的市场营销和服务体系, 公司继续加强品牌建设, 深耕细化重点市场, 拓展小餐饮、厂矿企业及办公楼等渠道, 开发新兴市场, 产品产销率保持较高水平;

### 关注

- 公司营业收入对含乳饮料产品依赖度较高, 2022 年公司乳饮料销量及收入有所下滑;
- 公司供应商集中度较高, 2022 年受原材料奶粉、白砂糖等大宗原料价格上涨影响, 公司综合毛利率有所下降;
- 公司在建拟建项目规模较大, 仍面临资本支出压力及投资回报不及预期的风险。

### 评级展望

公司评级展望为稳定。未来, 随着公司现有产品的销售持续发力及新产品的开发, 市场拓展力度加大, 预计公司市场竞争力将保持稳定。

### 评级方法及模型

《食品饮料企业信用评级方法及模型 (RTFC005202208) 》

<sup>1</sup> 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

全部债务=长期债务+短期债务

## 历史评级信息

主体信用等级	债项名称	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	李子转债	AA	2022/11/10	卢宏亮、宋馨	《食品饮料企业信用评级方法及模型 (RTFC005202208) 》	<a href="#">阅读全文</a>

注：自 2022 年 11 月 10 日（首次评级）以来，李子园主体信用等级未发生变化，均为 AA/稳定。

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
李子转债	2022/11/10	6.00	2023/6/20~2029/6/20	无	-

## 跟踪评级说明

根据监管相关要求及浙江李子园食品股份有限公司（以下简称“李子园”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

公司主营“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，实际控制人为自然人李国平、王旭斌

浙江李子园食品股份有限公司主要从事“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，控股股东为浙江丽水水滴泉投资发展有限公司（以下简称“水滴泉投资”），实际控制人为自然人李国平、王旭斌<sup>2</sup>。

公司前身为金华市李子园食品有限公司（以下简称“李子园食品”），由李国平、王旭斌于1994年10月共同出资设立，初始注册资本88.00万元人民币，其中李国平持股80.00%，王旭斌持股20.00%。1994年12月更名金华市李子园牛奶食品有限公司，1998年1月更名为浙江李子园牛奶食品有限公司（以下简称“浙江李子园”），其后经历多次股权增资、股权变动。2016年11月，经股东会决议，浙江李子园以截至2016年7月31日经审计的净资产2.19亿元为基准，折合成股份公司股份总数0.73亿股，每股面值1元，其余计入资本公积，浙江李子园整体变更为股份有限公司，名称更为现名。此后，又经历多次股权变更。2021年2月，公司股票在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“李子园”，股票代码“605337.SH”。截至2022年末，公司总股本3.03亿股，其中水滴泉投资持股32.22%，为公司控股股东；李国平、王旭斌夫妇直接持有公司8175.32万股，占公司股份总数的26.95%，并通过持有水滴泉投资100%出资份额间接控制公司32.22%的股份，通过持有金华市誉诚瑞投资合伙企业（有限合伙）57.51%出资份额并担任执行事务合伙人间接控制公司1.87%的股份，共计控制公司61.04%的股份，为公司实际控制人。

公司主营“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，主要产品包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等，截至2022年末，公司建有浙江金华、浙江龙游、江西上高、云南曲靖、河南鹤壁5个生产基地，在全国30多个省份都建立了销售网络，具有一定市场竞争力。

截至2023年3月末，公司资产总额24.45亿元，所有者权益17.88亿元，资产负债率为26.88%。2022年及2023年1~3月，公司分别实现营业收入14.04亿元和3.45亿元，利润总额分别为2.80亿元和0.76亿元。根据公司2023年半年度业绩快报，2023年1~6月，公司预计实现营业收入7.01亿元，同比微增0.06%；利润总额1.73亿元，同比增长32.16%。

## 债项本息兑付及募集资金使用情况

公司于2023年6月在深圳证券交易所公开发行6.00亿元的“李子转债”，起息日为2023年6月20日，到期日为2029年6月20日，期限为6年，第一年至第六年的利率分别为0.3%、

<sup>2</sup> 李国平与王旭斌拥有澳门特别行政区永久居留权。

0.5%、1%、1.5%、1.8%和 2%，每年付息一次，到期一次性还本付息。“李子转债”无担保。

“李子转债”募集资金总额为人民币 6.00 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额 5.98 亿元，募集资金拟全部用于“年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目”（以下简称“本期债券募投项目”）和补充流动资金。

本期债券募投项目将新增年产量 8 万吨的 450ml 规格含乳饮料产线 3 条及成品仓库车间；改造现有老旧生产线，形成 450ml 规格含乳饮料产线 2 条、225ml 规格含乳饮料产线 1 条的生产能力，改造后年产能为 7 万吨；购置信息化软硬件，建设数字化工厂；建设光伏屋顶及其他必要配套设施（电力、暖通工程及环保设施等）。项目建设期为 3.5 年，分 2 期进行建设。项目一期工程建设期为 2 年，一期工程建成投产后，即开始二期工程的建设，项目二期工程建设期为 1.5 年。

金华生产基地辐射华东地区主要市场，近年来生产压力较大，产能瓶颈带来的限制日益凸显，亟需突破。通过本项目的实施，公司将在金华生产基地新建 3 条含乳饮料产线，并对现有 3 条含乳饮料产线进行技术改造，以提升产品产能。

根据本期债券募投项目可行性研究报告，本期债券募投项目静态投资回收期为 7.27 年（含建设期，税后），内部收益率为 20.37%（税后）。但是，项目实施过程中涉及建设工程、采购设备、安装调试工程等多个环节，若项目实施组织、施工进度管理、施工质量控制和设备采购管理等环节出现问题，可能导致项目不能按期竣工。未来市场发展存在不确定性，行业竞争格局可能发生变化，公司募集资金投资项目实际盈利水平可能达不到预期水平。

截至 2023 年 7 月末，“李子转债”募集资金未使用、投资项目建设未动工。

图表 1：截至 2023 年 7 月末“李子转债”募集资金使用情况（亿元）

序号	项目	预计总投资	实施期	拟投入本次募 集资金金额	已投入募集 资金
1	年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目	4.86	3.5 年	4.86	0.00
2	补充流动资金	1.14	-	1.14	0.00
合计		6		6	0.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至本报告出具日，“李子转债”未到本金及利息兑付日。

## 个体信用状况

### 宏观经济和政策环境

2023 年二季度经济修复力度有所减弱；当前物价水平偏低，稳增长政策空间较大，三季度经济复苏势头有望转强

上半年宏观经济总体上保持修复势头，5.5%的 GDP 增速远高于去年同期和去年全年增长水平。前两个季度的实际经济修复力度“前高后低”。其中，二季度 GDP 同比增速为 6.3%，较一季度加快 1.8 个百分点，但这主要是上年同期基数偏低所致；剔除低基数影响，二季度 GDP 两年平均增速为 3.3%，显著低于一季度的 4.6%，显示实际经济修复力度有所减弱。背后是二

季度以来外需大幅放缓，楼市再度转弱，市场消费和投资信心不足。具体增长动力方面，二季度居民商品消费偏缓，服务消费保持高增势头；基建投资高增很大程度上对冲了房地产投资下滑的影响，稳增长作用突出；在工业生产增速低于整体经济增速的背景下，服务业 PMI 一直处在高景气区间，正在成为推动经济复苏的重要增长点。

展望下半年，6月降息落地代表新一轮稳增长政策已经开启。考虑到下半年国内物价水平还会处于偏低状态，美联储停止加息后人民币汇率贬值压力趋于缓解，后续稳增长政策还有较大空间。我们判断，三季度 GDP 同比增速有望达到 5.0% 左右，两年平均增速将升至 4.4%。其中，基建投资会保持较快增长水平，促消费政策有望加码，服务业将延续较快增长势头，这将抵消房地产投资下滑、外需放缓的影响，带动经济复苏势头转强。今年实现“5.0% 左右” GDP 增长目标的难度不大。

### 三季度财政政策有望全面加力，货币政策也有适度宽松空间，房地产支持政策力度会进一步加大

2023 年上半年基建投资（宽口径）同比高增 10.7%，近两个月增速连续回升，叠加 6 月降息落地，表明新一轮稳增长政策正在发力。下一步为保持基建投资增速处于两位数附近的较快水平，年内剩余 1.6 万亿新增专项债限额有可能在 9 月底前发完，准财政性质的政策性开发性金融工具也会加大对基建投资的支持力度。着眼于稳就业、保市场主体，三季度针对小微企业的减税降费也将加码。同时，各地会进一步加大消费券、消费补贴发放力度，促进国内消费，对冲外需下滑。后期若需进一步加大财政政策稳增长力度，也不能完全排除发行特别国债的可能。

货币政策方面，考虑到三季度银行贷款力度将显著加大，为补充银行体系中长期流动性，央行有可能实施年内第二次降准；物价水平偏低前景下，下半年也存在进一步降息的空间。房地产调控方面，下一步在因城施策原则下，各地将进一步放松限购限贷、下调首付成数、加大公积金购房支持力度、引导新发放居民房贷利率较快下行，存量房贷利率也有望下调。

## 行业分析

公司收入及毛利润来源于含乳饮料的销售，属于含乳饮料行业。

### 含乳饮料

伴随国民经济的发展，我国人民收入水平和生活消费需求不断提高，食品消费支出持续增加，未来含乳饮料市场存在较大发展空间和增长潜力

含乳饮料是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，包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料和乳酸菌饮料。

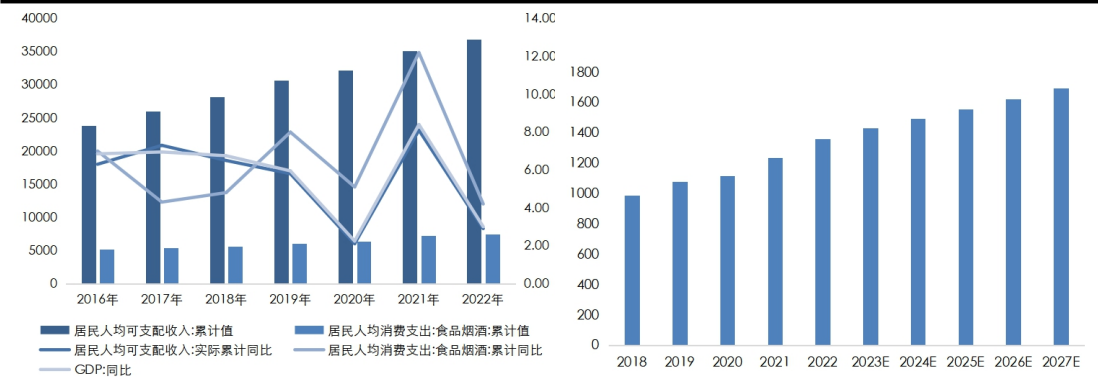
近年来，伴随国民经济的发展，我国人民收入水平和生活消费需求不断提高，食品消费支出持续增加。2016 年至 2022 年，我国居民人均可支配收入从 2.38 万元增加至 3.69 万元，其中，人均食品烟酒支出占人均可支配收入的比重约 20% 左右，居民人均可支配收入的快速增长带动了食品饮料消费支出的不断增加，同期，人均食品烟酒支出从 0.52 万元增加至 0.75 万元。随着人们消费水平提高以及对口味型饮料的需求增长，我国含乳饮料市场历经近 10 年的快速增



长阶段，根据头豹研究院数据统计，2018~2022年中国含乳饮料行业市场规模 CAGR8.3%，2022年行业市场规模 1361.7 亿元。整体来看，目前国内含乳饮料行业仍处于扩张阶段，随着居民消费水平提升，多元化需求将带动含乳饮料行业产量增长。

此外，消费者对饮食健康的关注不断加强，口味、营养、健康、包装逐渐成为影响消费意愿的重要因素，相较于一般饮料和乳制品，含乳饮料赛道兼具乳制品与软饮料双重属性，产品符合现下消费者对品类、品质、体验、健康等多元化需求趋势。未来，随着我国经济的发展、人民生活水平的进一步提高，含乳饮料市场存在巨大的发展空间和增长潜力。

图表 2: 近年我国居民人均收入、支出情况 (万元、%) 图表 3: 中国含乳饮料行业市场规模<sup>3</sup>(单位: 亿元, 统计口径: 营收额)



资料来源: 同花顺、东方金诚整理

资料来源: 头豹研究院

含乳饮料主要原材料是奶粉、生鲜乳、白糖等，受市场阶段性供给过剩影响，2022年下半年及2023年上半年，奶粉、生鲜乳价格下行趋势明显，为下游企业释放更多盈利空间，但受天气及国际关系等原因影响白糖价格大幅上涨，下游企业仍面临成本波动风险

含乳饮料的主要原材料是奶粉、生牛乳、白糖等。其中，白糖、奶粉是大宗期货商品。奶粉方面，近年价格呈上涨趋势。2021年下半年新西兰遭遇了拉尼娜现象，不利天气大大减少了新西兰新产季的奶产量；同时，近年全球粮食、化肥、能源等大宗商品价格普遍上涨，推升全球奶业成本，叠加全球通胀压力影响，奶粉价格呈现上涨趋势。但2022年下半年以来，原奶供应进入阶段性供给过剩周期，奶粉价格下行趋势明显。

国内生鲜乳价格方面，2013年，世界范围内口蹄疫等牛传染病爆发，叠加玉米、豆粕、苜蓿草、燕麦草等饲料成本处于高位，驱动生鲜乳价快速上涨。2015年后，由于行业集体进入大包奶粉<sup>4</sup>去库存周期，压制对国内生鲜乳的需求，生鲜乳价格呈现下行趋势。2018年，大包粉库存增速放缓，库存不断减少，生鲜乳需求恢复，价格进入稳步上行阶段，且乳牛存在特定成长期，短期内生鲜乳供不应求，生鲜乳价格持续上涨。2020年，玉米等乳牛饲料价格上涨，同时下游需求增长，带动生鲜乳价格进一步提升。2022年下半年及2023年以来，由于需求疲弱而供给持续增加导致市场阶段性供过于求，生鲜乳价格进入温和下降阶段。

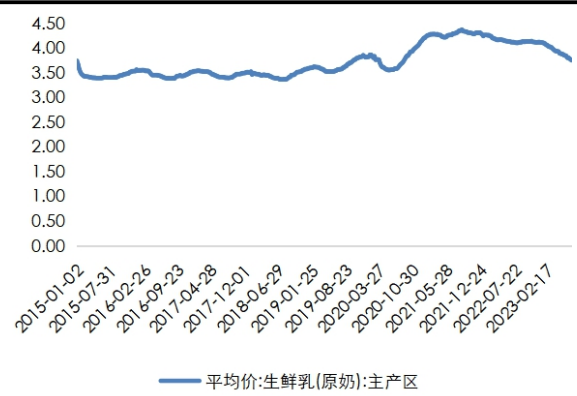
<sup>3</sup> 中国含乳饮料市场规模=含乳饮料在饮料市场规模中占比\*饮料市场规模

<sup>4</sup> 生鲜乳喷粉形成的工业奶粉。

图表 5: 全脂奶粉价格情况 (美元/吨)



图表 6: 近年生鲜乳价格情况 (元/公斤)



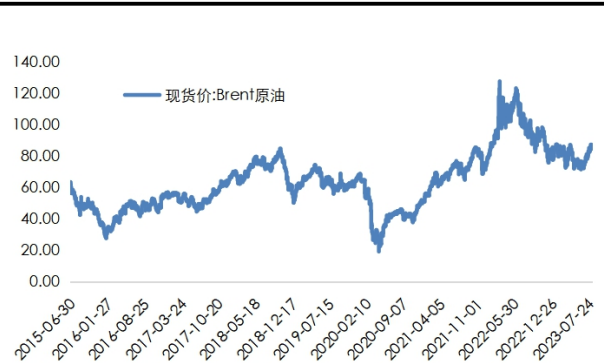
资料来源: 同花顺、国家统计局、东方金诚整理

白糖价格方面, 2019年, 白糖价格受全球供给、需求变化影响波动较大; 2020年, 受市场环境影 响, 下游消费需求减弱, 价格整体有所下降; 2021年, 巴西干旱及霜冻导致甘蔗减产, 支撑原糖价格上行, 白糖市场跟随大宗商品和原糖反弹; 2022年上半年, 俄乌冲突开启, 国际能源价格飙升, 主产国巴西在榨季初期大幅增加甘蔗制乙醇比例, 降低糖产量, 白糖价格有所 上涨; 2022年下半年小幅回落。2023年上半年, 厄尔尼诺现象对印度和泰国甘蔗主产区造成 持续降水不足, 叠加国际能源价格高位震荡, 白糖价格强势上涨, 替代品糖浆、预拌粉需求增 大。

图表 7: 近年白糖价格情况 (元/吨)



图表 8: 近年原油价格情况 (美元/桶)



资料来源: 同花顺、国家统计局、东方金诚整理

总体来看, 2022年主要原料奶粉、生牛乳、白糖等价格均呈上涨趋势, 2023年以来, 奶 粉、生鲜乳价格逐渐下降, 为下游企业释放更多盈利空间, 但白糖价格大幅上涨, 预计 2023 年仍呈高位波动走势, 对下游企业造成一定成本控制风险。

**含乳饮料行业集中度较为稳定, 呈现全国性和区域性品牌共同竞争的格局, 具有品牌与渠 道优势的企业在竞争中具有优势**

含乳饮料行业因其产品特性, 区域性销售特点明显, 行业集中度较为稳定, 呈现全国性和 区域性品牌共同竞争的格局。

按市场规模、经营范围可分为全国性大型企业、全国性布局区域型企业、地方性中小企业等。全国性大型含乳饮料企业，例如伊利股份、蒙牛乳业、娃哈哈等，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。全国性布局区域型企业在品牌发源地或部分重点地区具备区域优势，并在全国布局了销售、生产网络，凭借产品差异化开拓市场，但业绩贡献主要集中在重点区域，包括李子园、光明乳业、新乳业、夏进乳业、燕塘乳业等。地方性中小企业布局单一省份甚至是单一城市，在其优势区域品牌知名度高、渠道完善，但难以全国化扩张。整体来看，具有品牌与渠道优势的企业在竞争中具有优势。

图表 8：主要上市含乳饮料企业情况（亿元、%）

企业名称	主要含乳饮料类型	2022 年主要财务数据			
		总资产	营业收入	毛利率	利润总额
伊利股份	优酸乳、果粒多、谷粒多、畅意乳酸菌饮品、QQ 星儿童酸奶	1309.65	1226.98	32.26	106.30
蒙牛乳业	酸酸乳、优益 C、真果粒等	1178.13	925.93	35.30	65.02
光明乳业	巧风、萌小团牛奶饮品、酸牛奶饮品	244.52	282.15	18.65	4.98
新乳业	活润乳酸菌饮品、成长记忆乳酸菌含乳饮料、凉山雪乳酸菌饮料	93.24	76.64	17.62	5.38
燕塘乳业	甜牛奶、食膳养生奶、乳酸菌乳饮料	18.94	18.75	23.54	1.15
李子园	风味奶饮品、酸味奶饮品、乳酸菌饮品	23.77	14.04	32.47	2.80
均瑶健康	“味动力”系列饮料、奇梦星乳酸菌饮品	23.89	9.86	35.64	0.91

资料来源：公开资料、东方金诚整理

### 食品安全是食品相关行业的基石，较高的食品质量安全控制水平是食品生产企业稳健、持续发展的关键因素

食品安全是食品饮料行业的基石及稳定发展的关键因素，2008 年三鹿三聚氰胺事件、2011 年瘦肉精事件和 2012 年塑化剂事件等不仅对涉事企业造成重大影响，同时波及到整个行业，造成市场信心受挫、需求断崖式下跌。

近年来，我国政府出台相关法律法规规范食品相关行业的发展。《中华人民共和国食品安全法》规定，从事食品生产应当依法取得食品生产许可证；《食品经营许可管理办法（2017 年修订）》规定食品经营许可实行一地一证原则。同时，社会大众、新闻媒体等对食品安全的关注度也不断上升。

随着行业监管力度日趋严格，消费者对食品安全及维权意识的日益增强，食品质量安全控制水平已经成为食品生产企业是否能够稳健、持续发展的关键因素，促进行业内企业重视食品安全，建立完善的食品安全管理制度，但若未来发生食品安全事件，将对行业内企业经营造成一定影响。

## 业务运营

### 经营概况

公司主要从事“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，2022年公司营业收入略有减少，毛利润和毛利率有所降低

公司主要从事“李子园”品牌甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，受市场环境的影响，2022年公司营业收入为14.04亿元，同比略微下降4.50%；受原材料、能源价格上涨等因素影响，毛利润和毛利率均同比有所下降，2022年公司毛利润4.56亿元，同比下降13.47%；毛利率32.47%，同比下降3.41个百分点。

2023年1~3月，公司营业收入3.45亿元，毛利率为36.61%，主要系原材料成本下降所致。

图表 9：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况<sup>5</sup>（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 含乳饮料

公司主要从事含乳饮料及其他饮料的生产、销售，形成了覆盖采购、生产、仓储、销售各个环节的质量控制体系，“李子园”牌甜牛奶为销售20多年的经典产品，市场知名度较高，在细分市场仍保持一定竞争力

公司主要从事含乳饮料及其他饮料的生产、销售，“李子园”牌甜牛奶为销售20多年的经典产品，市场知名度较高。截至2022年末，公司建有浙江金华、浙江龙游、江西上高、云南曲靖、河南鹤壁5个生产基地，在全国30多个省份都建立了销售网络，在含乳饮料细分领域具有一定市场竞争力。

公司注重研发和创新，建有省级技术研发中心、院士团队专家工作站、省级博士后科研工作站，并联合江南大学、浙江工商大学等学府积极开展产品创新研究。与河北省食品检验研究院、浙江工商大学、中国标准化研究院等单位共同起草并发布了《生物产品中功能性微生物检测》（GB/T34224-2017）国家标准；还起草发布了《限制商品过度包装要求—食品和化妆品 GB 23350-2022》、《食品包装评价技术通则 GB/T 40001-2022》等5项国家标准。截至2022

<sup>5</sup> 由于四舍五入问题，存在一定尾差，下同。

年年末，公司共有有效专利 180 项（其中发明专利 14 项，实用新型专利 129 项，外观设计专利 37 项），注册商标 218 个；著作权 38 项。

同时，公司重视产品质量与安全，建立了覆盖供应商管理、采购、生产、仓储到销售各环节的质量控制体系。公司建立了《供应商管理制度》，定期对合格供应商资质、技术能力、安全质保情况进行评审。公司与供应商形成长期合作关系，日常采购过程中，根据国家标准对采购的原材料及包装材料等进行质量检测。在生产环节中，公司严格按照 ISO9001 质量管理体系、ISO22000 食品安全管理体系要求，对生产过程进行监控、记录。公司产成品入库前，进行逐批抽检、存样、记录，确保每批次入库产品质量合格。在仓储环节，公司制定了《仓库管理规定》等一系列仓储管理制度。在销售环节，公司销售管理人员监督经销商将到期产品及时下架，杜绝过期产品销售。此外，公司在生产及流通环节中建立了标识管理、卫生控制、仓储记录的管理措施及产品追溯体系，保障产品质量安全且可追溯。

公司采用以销定产、自主生产为主的生产模式，拥有位于浙江、江西、云南、河南等生产基地共 5 个，跟踪期内，随着河南鹤壁生产基地逐步投产，产能持续增长，产能利用率有所下滑

公司含乳饮料以“李子园”品牌甜牛奶为主，采用“以销定产”、自主生产为主的生产模式，同时，为保证公司供货的及时性和生产效率最大化，公司将适量甜牛奶乳饮料系列及其他小品类产品由委托加工企业生产，但近年委托加工产能占比逐渐下降。近年来，为了及时满足不断扩大的市场需求，节约运输成本，提高产品供应的及时和稳定性，公司在全国范围内多点布局生产基地，截至 2022 年末，公司在浙江金华、江西上高、浙江龙游、云南曲靖、河南鹤壁拥有五大生产基地，随着河南鹤壁生产基地产能释放，2022 年公司自有产能增长至 32.32 万吨，产品供应的及时性和稳定性提升。

跟踪期内，公司持续提升智能化生产管理；持续强化标准化管理，细化公司标准化生产模式；持续开展质量控制，持续细化考核目标，提升产品质量；建立健全生产管理体系，提升生产系统食品安全全程风险管控能力，保证生产经营正常有序进行。

2022 年，随着公司自有产能的增长，委托加工产量及占比有所降低，自有产量占比上升，但自有产量有所下降，2022 年，公司自有产能利用率下降 21.91 个百分点至 78.52%，主要原因一方面 2021 年下半年公司河南鹤壁生产基地产能大量释放，产能爬升较快；另一方面，2022 年以来，受不利外部环境的影响，公司调整销售预期的同时对产品产量有所控制。预计未来公司含乳饮料产能将进一步提升，若下游客户需求增速不能匹配公司产能的快速增加，新增产能或将面临无法及时消化的风险。

图表 10：近年公司产品生产情况<sup>6</sup>（万吨、%）

	2020 年	2021 年	2022 年
自有产能	17.57	26.20	32.32
自有产量	17.48	26.31	25.38
自有产能利用率	99.51	100.43	78.52
委托加工产量	3.81	2.36	0.96

<sup>6</sup> 为公司全部产品生产情况，不包括外购情况，其中含乳饮料产量占比约为 95%左右。

合计产量	21.29	28.68	26.34
------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司建立了完善的市场营销和服务体系，跟踪期内，公司继续加强品牌建设，深耕细化重点市场，拓展小餐饮、厂矿企业及办公楼等渠道，开发新兴市场，产品产销率保持较高水平，但公司营业收入对含乳饮料产品依赖度仍较高，公司乳饮料销量及收入有所下滑

公司将主要精力投向于甜味含乳饮料细分领域，集中力量打造“李子园”含乳饮料品牌，拥有多种口味，在甜味含乳饮料细分领域建立了强大的品牌优势。

公司销售模式以卖断式经销模式为主，直销模式为辅；经销模式下，公司采用深耕重点核心市场并逐步辐射带动周边区域市场的“区域经销模式”，截至2022年末，在全国30多个省份建立了销售网络。

公司加强销售区域多样性提升及市场细化。销售区域方面，在保障华东市场基础上积极开拓华中、西南、华南等市场。公司还通过天猫超市、京东超市、天猫旗舰店、京东旗舰店、淘宝企业店和拼多多等网络平台直销产品。跟踪期内，公司继续加强品牌建设和品牌宣传投入，通过央视、高铁媒体、新媒体、区域性广告投放及店招等多种形式，软硬广告结合投放，提高李子园品牌知名度和美誉度；重点市场继续细化、精耕市场，快速进行全渠道开发及终端网点建设，重点拓展小餐饮、厂矿企业、办公大楼、单位食堂渠道，通过针对性的产品，提高该渠道的市场铺市率。

销售价格确定方面，公司采用市场定价法。公司根据市场行情进行调价，产品销售均价保持增长。2022年，销售价格有所增长，但受市场环境对产品销售量有所下降，公司含乳饮料销售收入及毛利润有所下滑；同时毛利率同比下降3.16个百分点至33.34%，主要是原料成本增加所致。

近年含乳饮料产品销售收入占营业收入比重95.00%以上，公司销售收入对含乳饮料产品依赖度较高，消费者偏好、食品安全等因素变化或对公司业绩造成不利影响。

图表 11：近年公司产品销售情况

	2020年	2021年	2022年
销量 <sup>7</sup> (万吨)	21.19	28.51	26.37
产销率 <sup>8</sup> (%)	99.53	99.42	100.12
含乳饮料销售均价 (元/公斤)	5.09	5.15	5.33
含乳饮料销售收入 (亿元)	10.45	14.27	13.59
含乳饮料毛利润 (亿元)	3.97	5.21	4.53
含乳饮料毛利率 (%)	37.99	36.50	33.34

资料来源：公司提供、东方金诚整理

公司对经销商施行扁平化管理，款到发货，客户较为分散，成熟市场客户较为稳定

在经销商选择方面，成熟市场会考虑渠道、配送、资金、团队力量等，新进市场主要考虑

<sup>7</sup> 销量为公司全部产品销量。

<sup>8</sup> 产销率 = 销量/产量 (包括委托加工量)

经销商对渠道的了解程度、对当地市场业务的成熟度等。公司对经销商施行扁平化管理，直接与经销商对接，合同一般一年一签，并通过销售指导价、经销区域管理、经销商库存管理、经销商考核、销售督导等多个方面对经销商购销业务进行指导规范，对于达到销售目标的经销商会给予奖励。

为了保证市场价格公平，避免周边区域窜货现象，公司会对经销商收取一定保证金，日常销售为款到发货，结算方式有银行承兑汇票、银行转账等。经销商通过线上订货系统输入所需产品品类、数量并下订单，公司销售部门根据销售订单及全年销售计划编制月度销售计划，生产部和对外合作中心安排生产。同时，财务部对经销商汇款情况进行核对，对已付款销售订单予以安排物流运输。

公司成熟市场客户较为稳定，非成熟市场流动性较高，但这部分市场销售占比不高。2022年及2023年1~6月，公司前五名客户销售收入合计占营业收入的比重分别为5.77%和6.15%，公司主要采用分区域经销及特通渠道相结合的特有买断式经销商模式，对经销渠道采取“扁平化”管理，单个经销商销售收入占比较小，客户集中度较低。

图表 12：2022 年公司前五大客户销售情况<sup>9</sup>（亿元、%）

序号	客户名称	销售收入	占营业收入的比例
1	义乌市园歌商贸有限公司	0.19	1.37
2	上海海量食品有限公司	0.19	1.32
3	杭州春翰商贸有限公司	0.18	1.29
4	宁波市嘉玉商贸有限公司及其关联方	0.13	0.94
5	永康市通发食品有限公司及其关联方	0.12	0.85
	合计	0.81	5.77

资料来源：公司提供、东方金诚整理

**公司主要原材料以奶粉、白砂糖及高密度聚乙烯等大宗原料为主，供应商集中度较高，2022年采购价格保持上涨，毛利率有所下降**

公司主营业务成本中，直接材料占比接近70%，主要原材料包括奶粉、白砂糖以及高密度聚乙烯、纸箱等包装材料。公司主要采取“以产定购、兼顾库存和采购成本”的模式进行采购。奶粉、生牛乳等主要原辅料由总部集中采购后在全国生产基地间进行调配，而外包装材料及部分低值易耗品等由子公司及委托加工企业自行采购。公司与主要供应商签订年度框架协议，根据采购计划向供应商下达采购订单。奶粉、白砂糖、高密度聚乙烯等大宗商品，公司会根据市场价格波动、运输时间、供应周期等因素提前储备半年到一年的用料，其他辅料通常预备15~30天的量。

公司与主要供应商合作较为稳定，2022年及2023年1~6月，公司前五大供应商采购金额合计占采购总金额的比重分别为52.56%和43.98%，集中度仍较高。

<sup>9</sup> 为公司全部业务的前五大客户。

图表 13： 2022 年公司前五大供应商<sup>10</sup> (亿元、%)

序号	供应商名称	采购金额	占采购金额比例
1	厦门建发食品供应链有限公司	1.32	16.51
2	中国石油天然气股份有限公司华东化工销售分公司及其关联方	0.88	11.02
3	天津西桥国际贸易有限公司	0.81	10.05
4	浙江省商业工业有限公司及其关联方	0.74	9.24
5	中国牧工商集团有限公司	0.45	5.64
合计		4.20	52.56

资料来源：公司提供、东方金诚整理

采购价格方面，奶粉、白砂糖、高密度聚乙烯为大宗产品，价格随行就市，2022 年，奶粉、高密度聚乙烯价格均有所上涨，造成 2022 年公司毛利率下滑，公司面临一定成本控制压力。2023 年年初以来，奶粉、鲜牛乳、高密度聚乙烯等价格有所下降，预计将为公司带来一定的盈利空间。

公司通过适时适当提高奶粉储备量、签订奶粉远期合同锁定采购价格、提高国产奶粉奶源比例等方法控制成本。结算方面，大宗产品原料到库后，一般 10~15 天付款；其他原料验收合格后 1 个月付款。付款方式有银行承兑汇票或银行转账。

图表 14： 近年公司各类主要原材料的采购金额、数量、单价

		2020 年	2021 年	2022 年
奶粉	采购量 (吨)	11118.78	12984.65	14746.12
	单价 (元/公斤)	23.96	24.42	27.48
	金额 (亿元)	2.66	3.17	4.05
白砂糖	采购量 (吨)	8132.75	10006.20	7569.20
	单价 (元/公斤)	5.05	5.07	5.47
	金额 (亿元)	0.41	0.51	0.41
高密度聚乙烯	采购量 (吨)	11175.00	15330.83	12460.71
	单价 (元/公斤)	7.05	7.99	8.15
	金额 (亿元)	0.79	1.23	1.02

资料来源：公司提供、东方金诚整理

### 未来发展

公司主要在建项目有鹤壁李子园年产 10.4 万吨含乳饮料生产项目、江西李子园年产 10 万吨食品饮料生产线扩建项目等，项目完成后有助于公司业务规模的提升，但在建、拟建项目未来投资规模仍较大，公司仍面临资本支出压力及投入回报不及预期的风险

截至 2023 年 6 月末，公司主要在建项目有鹤壁李子园年产 10.4 万吨含乳饮料生产项目、江西李子园年产 10 万吨食品饮料生产线扩建项目和龙游李子园年产 7 万吨含乳饮料生产项目

<sup>10</sup> 为公司合并口径的前五大供应商。



等，预计总投资 10.00 亿元，累计已投入 5.94 亿元，尚需投入 4.07 亿元，投入资金来源为 IPO 募集资金及自筹资金。从生产项目建设进度看，目前鹤壁李子园已经基本竣工达产，龙游李子园二期正在推进设备的调试和生产准备工作，预计 2023 年上半年投产，江西李子园二期已完成厂房建设和设备的遴选，预计于 2023 年底投产运营。

同期末，公司拟建项目为“年产 15 万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目”，项目总投资 4.86 亿元，为本期债券募投项目。

总体来看，在建、拟建项目与公司全国化产业布局相契合，项目有产后有助于自有产能及业务规模的扩张，但在建、拟建项目未来投资规模较大，公司面临资本支出压力及投入回报不及预期的风险。

图表 15：截至 2023 年 6 月末主要在建项目（亿元）

项目名称	总投资	工程周期	已投资	资金来源
鹤壁李子园年产 10.4 万吨含乳饮料生产项目	3.54	2020 年 8 月~2023 年上半年	2.73	自筹+IPO 募集资金
江西李子园年产 10 万吨食品饮料生产线扩建项目	2.65	2022 年 11 月~2023 年底	0.60	自筹+IPO 募集资金
龙游李子园年产 7 万吨含乳饮料生产项目	2.48	2022 年 3 月~2023 年初	1.69	自筹
本公司科创大楼在建工程	1.33	2022 年 11 月~2023 年 8 月	0.92	自筹+IPO 募集资金
<b>合计</b>	<b>10.00</b>		<b>5.94</b>	-

资料来源：公司提供、东方金诚整理

## 公司治理与战略

### 公司根据《公司法》等相关法律法规，建立了较为完善的法人治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》等相关法律法规及规范性文件的要求，建立了股东大会、董事会、监事会等较为完善的公司法人治理结构，根据公司章程履行各自职责，作为上市企业，管理层级清晰。公司根据自身实际情况和经营管理需求，设立了生产部、供应中心等职能部门，明确相关职责权限及各条线业务运作流程。整体来看，公司法人治理结构较为完善，能够满足公司日常发展需求。

**未来，公司将以含乳饮料为基础，丰富产品结构，通过销售、研发、生产联动并重，加速公司全国化战略布局，同时高度重视环境、社会责任和其他公司治理，重视产品质量与安全**

未来，公司将依靠品牌效应、营销网络、生产工艺等优势，通过销售、研发、生产联动并重，积极借力资本市场，加速公司全国化战略布局。

产品方面，公司将在巩固含乳饮料行业地位的基础上，探索研发与公司现有产品生产工艺、销售渠道具有协同效应的产品，丰富产品结构，拓宽收入来源。产业布局方面，公司将根据市场发展和消费者的需求，围绕主营业务适时适地做好产业布局，完善全国化产业战略布局，提升产业装备水平和产业技术水平，提升自有产能和产品品质。销售方面，公司将持续以“区域经销模式”为主要销售模式，以“年轻消费群体和青春休闲、营养便利”为品牌市场定位和导向，以江浙沪、云贵川、鲁豫皖为重点核心市场，市场管理精细化，渠道拓展下沉，并逐步

辐射带动周边区域；积极开发网络销售、新零售、便利店等通路，实现线上线下、传统现代渠道全覆盖，不断探索潜在消费市场和潜在消费人群。

同时，公司高度重视环境、社会责任和其他公司治理，重视产品质量与安全，建立了从供应商管理、采购、生产、仓储到销售各环节的质量控制体系。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2022年的审计报告和2023年1~3月的财务报表。中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2022年的财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2023年1~3月财务报表未经审计。截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共9家。

### 资产构成与资产质量

**跟踪期内，公司资产规模进一步增长，资产结构以非流动资产为主，存货、在建工程、其他非流动资产规模有所增长**

跟踪期内公司资产规模保持增长，2021年IPO完成后，资产总额大幅增加。截至2023年3月末，公司资产总额24.45亿元，其中非流动资产14.38亿元，占比58.79%，资产结构以非流动资产为主。

公司流动资产有所增长，截至2023年3月末，公司流动资产10.08亿元，主要由货币资金、存货和其他流动资产构成。

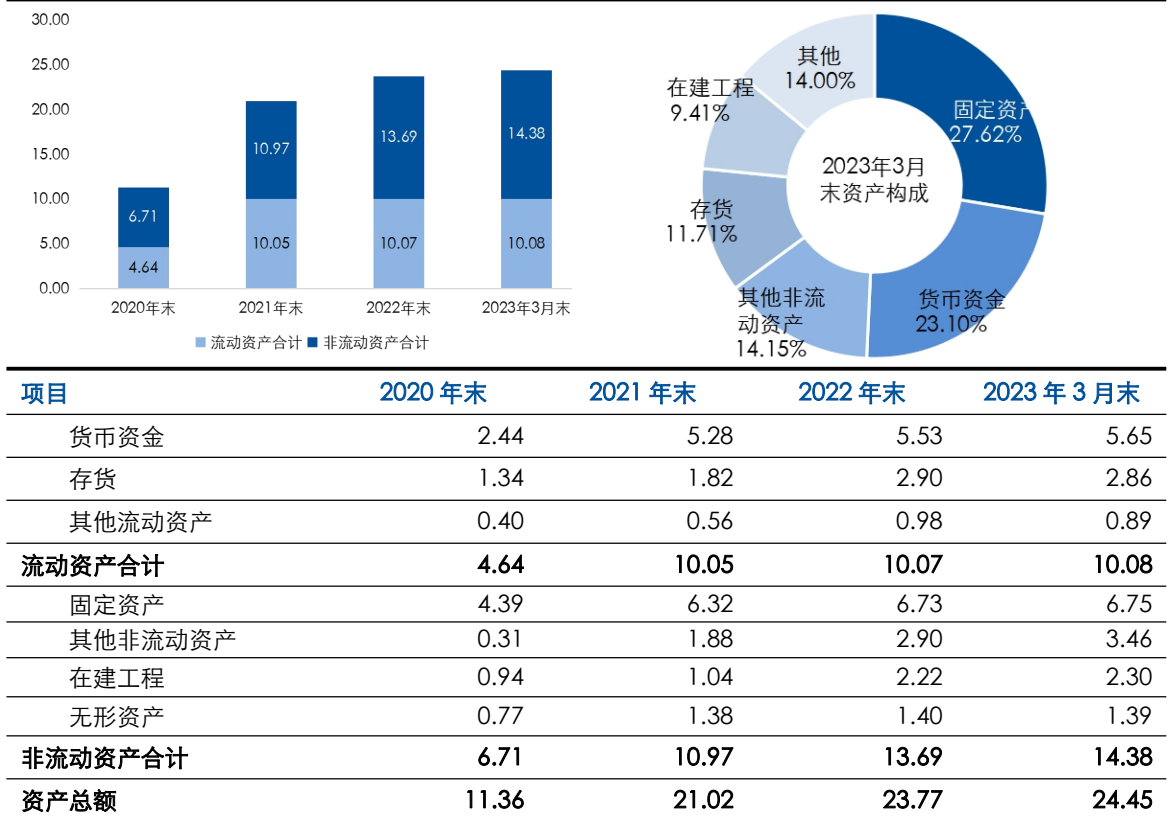
近年公司货币资金规模保持增长，2022年公司货币资金5.53亿元，同比增长4.67%，其中受限货币资金80万元，受限原因为保函保证金和天猫旗舰店保证金；2023年3月末公司货币资金进一步增长至5.65亿元。公司存货主要为奶粉、白糖等原材料及库存商品，由于奶粉、白糖、包装材料价格持续上涨，公司适时进行囤货，原料单价上涨及储量增多，2022年存货规模持续大幅增长，为2.90亿元，同比增长58.92%，未计提存货跌价准备，其中原材料2.54亿元、库存商品0.32亿元；2023年3月末，存货微降至2.86亿元。2020年~2022年，公司存货周转率分别为6.58次、5.96次和4.02次，存货周转速度有所下降。其他流动资产主要是待抵扣进项税，近年由于设备采购增多，待抵扣进项税保持增长。

跟踪期内公司非流动资产规模保持增长，截至2023年3月末，公司非流动资产14.38亿元，主要由固定资产、其他非流动资产、在建工程 and 无形资产等构成。

公司固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备等，2022年末为6.73亿元，同比增长6.48%；2023年3月末公司固定资产6.75亿元，持续微增。其他非流动资产主要是大额存单及预付设备、工程款等，近年规模保持增长，2022年末为2.90亿元，同比增长54.05%，主要系购买长期大额定期存单所致，2023年3月末，由于继续购买大额存单，其他非流动资产进一步增长至3.46亿元。近年公司根据市场需求进行产业布局，在建工程规模持续大幅增长，2022年末在建工程2.22亿元，同比增长114.71%；2023年3月末进一步增长至2.30亿元；主要在建工程有浙江李子园公司科创大楼、龙游李子园公司二期设备、江西李子园公司二期在建工程等。无形资产主要是土地使用权，跟踪期内变化不大。

截至 2022 年末，公司受限资产规模为 1.81 亿元，其中受限其他非流动资产和货币资金分别为 18000.00 万元和 80.00 万元，受限原因为票据抵质押、保函保证金等，占资产总额比重为 7.61%，占净资产比重为 10.46%。

图表 16 公司资产构成及质量情况 (亿元)



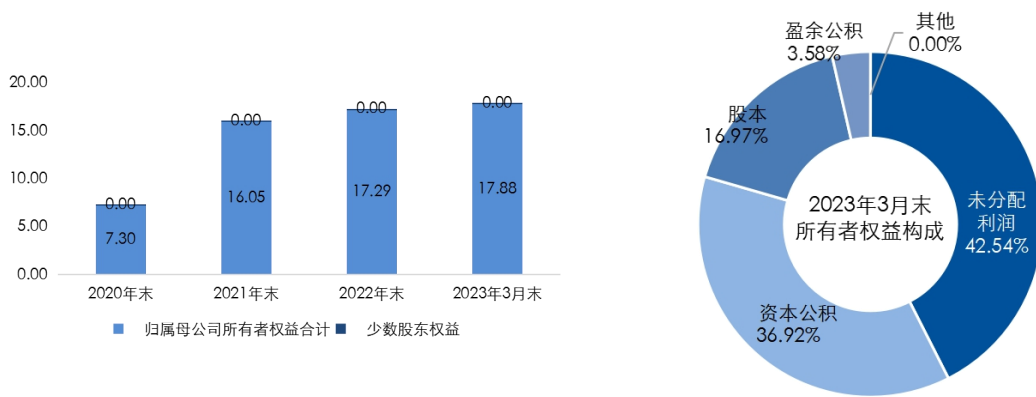
资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 资本结构

### 跟踪期内，受益于经营积累，公司所有者权益有所增加

跟踪期内，公司所有者权益持续增加，截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益为 17.88 亿元，主要由资本公积、未分配利润和股本等构成。受益于经营积累，公司未分配利润逐年增长，2022 年末，公司未分配利润 7.01 亿元，同比增长 18.77%；2023 年 3 月末，公司未分配利润进一步增加至 7.61 亿元。公司资本公积由股本溢价构成，2021 年公司 IPO 募集资金净额 6.91 亿元，增加资本公积（股本溢价）6.52 亿元，资本公积规模大幅增长。2022 年末，由于资本公积向全体股东每 10 股转增 4 股，公司股本增加至 3.03 亿元，2023 年 3 月末，公司股本保持不变。

图表 17 公司所有者权益情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债总额保持增长，流动负债占比较高，债务以应付票据及短期借款等为主，随着募投项目的建设，未来债务规模将有所增加

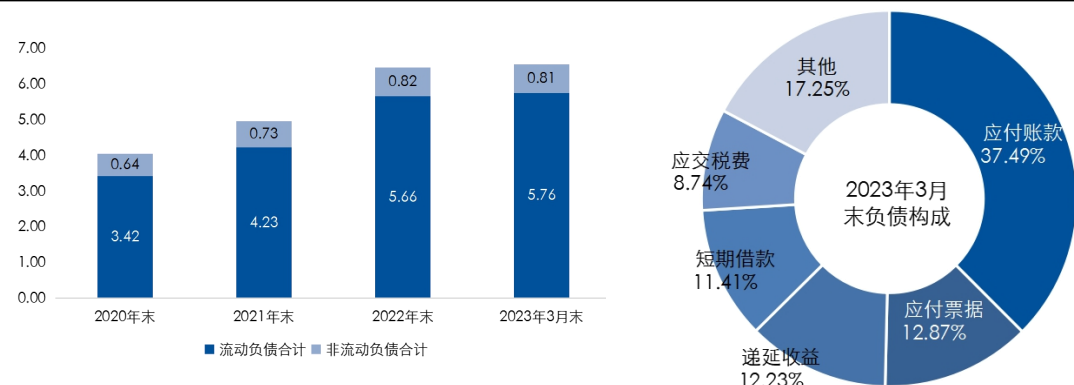
跟踪期内公司负债规模保持增长，截至 2022 年末，公司负债总额 6.48 亿元，同比增长 30.40%，其中流动负债占比 87.38%，负债结构以流动负债为主；截至 2023 年 3 月末，公司负债总额进一步增加至 6.57 亿元，流动负债占比 87.69%。

近年公司流动负债逐年增长，截至 2023 年 3 月末，流动负债规模 5.76 亿元，主要由应付账款、短期借款、应付票据和合同负债等构成。

公司应付账款主要为应付工程款和应付货款等，2022 年末，应付账款为 2.12 亿元，同比增长 31.68%，主要系长期资产应付款项增加所致；2023 年 3 月末，应付账款规模进一步增长。2022 年末，公司短期借款 0.75 亿元，2023 年 3 月末，短期借款规模保持不变。公司应付票据主要是银行承兑汇票，随着对外采购规模增加，应付票据保持增长，2022 年末公司应付票据 0.90 亿元，同比增长 72.99%；2023 年 3 月末小幅下降至 0.85 亿元。合同负债为公司预收货款，2022 年末为 0.55 亿元，同比下降 35.25%，主要受外部不利因素影响，经销商预付款减少及对应的税金款项重分类至其他流动负债所致；2023 年 3 月末，公司合同负债进一步下降至 0.47 亿元。

公司非流动负债主要是技改等项目受到政府补助形成的递延收益，规模逐年增长。

图表 18 公司负债情况（亿元）



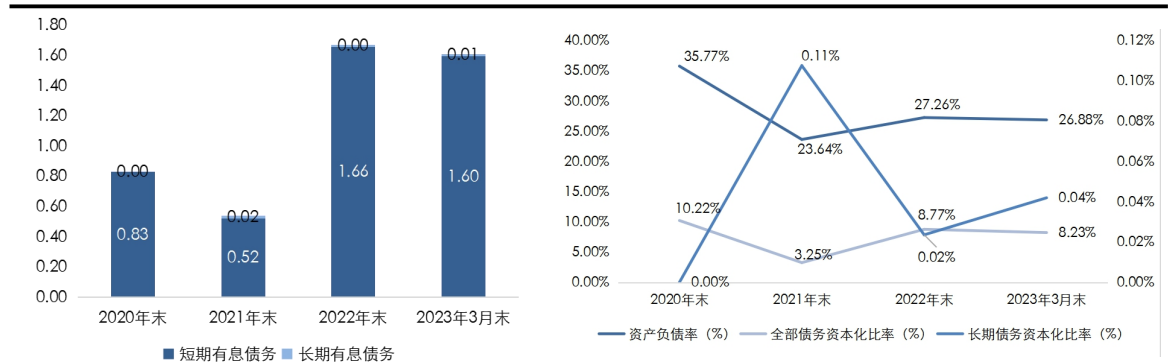
项目	2020年末	2021年末	2022年末	2023年3月末
应付账款	1.20	1.61	2.12	2.46
应付票据	0.50	0.52	0.90	0.85
短期借款	0.33	0.00	0.75	0.75
应交税费	0.40	0.51	0.66	0.57
合同负债*	0.69	0.85	0.55	0.47
<b>流动负债合计</b>	<b>3.42</b>	<b>4.23</b>	<b>5.66</b>	<b>5.76</b>
递延收益	0.64	0.73	0.81	0.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.64</b>	<b>0.73</b>	<b>0.82</b>	<b>0.81</b>
<b>负债总额</b>	<b>4.06</b>	<b>4.97</b>	<b>6.48</b>	<b>6.57</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司债务主要是短期借款、应付票据和租赁负债，截至2023年3月末，公司全部债务<sup>11</sup>规模1.60亿元。2022年末及2023年3月末，公司资产负债率有所波动，2022年末公司资产负债率27.26%，同比上升3.62个百分点，2023年3月末为26.88%；同期末，公司全部债务资本化比率有所波动，但债务规模整体不高。预计随着可转债募投项目建设的推进，债务规模将有所增加。

对外担保方面，截至2022年末，公司无对外担保。

图表 19 公司债务情况（亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 盈利能力

2022年，公司营业收入略有减少，受原材料价格上涨等因素影响，利润总额有所下降

2022年，公司营业收入14.04亿元，同比小幅下降4.50%；受原材料、能源价格上涨等因素影响，2022年，公司毛利率32.47%，较上年下降3.41个百分点。公司期间费用以销售费用和管理费用为主，公司销售费用为1.75亿元，同比上升4.53%，主要系本报告期广告费增加所致；管理费用0.58亿元，同比小幅下降4.01%，公司期间费用率增加。同年，利润总额有所下降。

非经常性损益以其他收益为主，2022年末公司其他收益0.58亿元，同比增长42.78%，主

<sup>11</sup> 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债

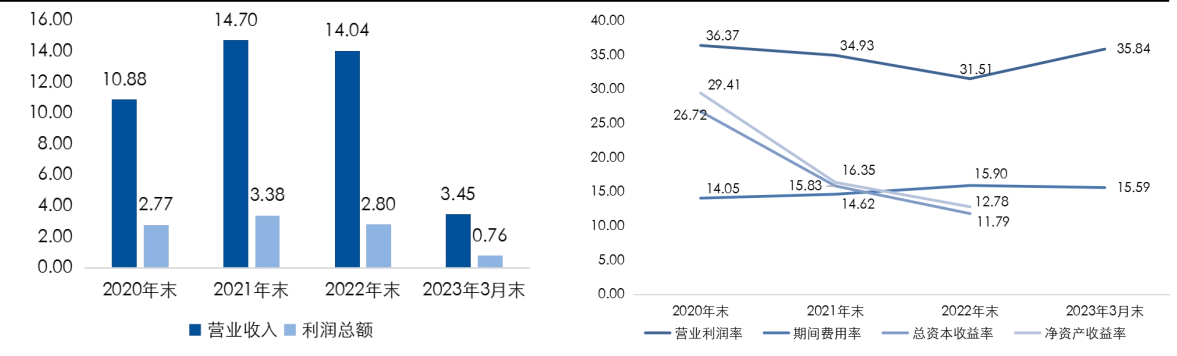
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

全部债务=长期债务+短期债务

要素公司政府补助增加所致；2022年末和2023年3月末，其他收益占利润总额比重分别为20.81%和8.76%，非经营性损益对利润总额具有一定贡献。

跟踪期内，由于公司进行产业布局，新增厂房、设备和在建工程以及IPO募集资金投资回报尚未体现，公司总资本收益率和净资产收益率均逐年下降。

图表 20 公司盈利能力情况 (亿元、%)



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年1~3月，公司营业收入3.45亿元，利润总额0.76亿元，营业利润率为35.84%，期间费用率为15.59%。

### 现金流

跟踪期内，公司经营性现金流净流入规模上升，由于理财产品投资下降，投资活动现金流净流出规模有所下降，筹资活动现金流转为小额净流出

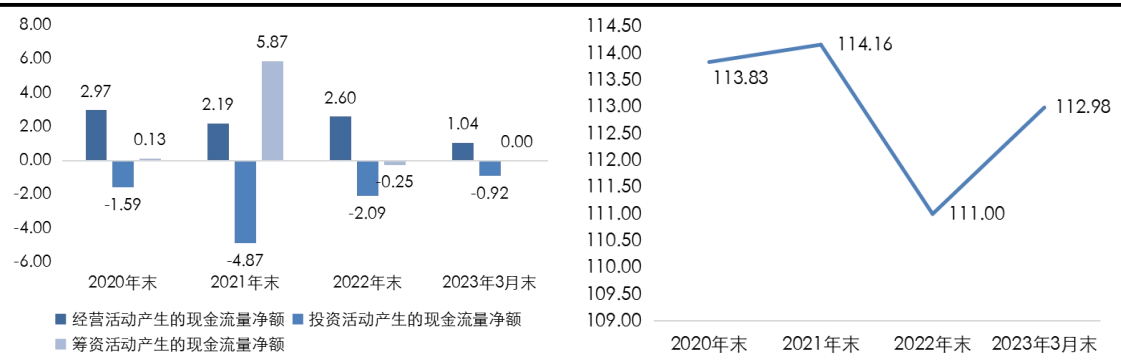
2022年，公司经营性净现金流保持净流入，为2.60亿元，同比上升18.24%，主要系跟踪期内购买商品支付现金减少导致经营活动现金流出比去年减少所致。2022年及2023年1~3月，公司现金收入比分别为111.00%和112.98%，收入获现能力较好。

公司投资活动现金流入主要为理财产品赎回及其收益、大额存单到期赎回；投资活动现金流出主要系购建房屋、设备的资金支出，以及购买大额存单以及理财产品支付的现金；2022年，公司投资活动产生的现金流量净额持续为负，但净流出规模有所下降，主要系跟踪期内公司理财产品投资下降所致。

公司筹资活动现金流入为IPO募集资金和少量银行借款融资，筹资活动现金流出主要是偿还债务、利息及分红导致的流出以及支付IPO服务费等其他与筹资活动有关的支出。2022年末，筹资活动产生的现金流量净额转为净流出，但规模较小，为净流出0.25亿元。

2023年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额和投资活动产生的现金流量净额分别为1.04亿元和-0.92亿元。

图表 21：公司现金流情况（亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 偿债能力

#### 公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通，备用流动性较好

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内公司流动比率和速动比率有所下降，但仍保持较高水平，2022 年末，公司流动比率和速动比率分别为 177.94%和 126.79%；2023 年 3 月末，流动比率和速动比率分别为 174.87%和 125.20%；2022 年末，公司经营现金流动负债比为 45.84%，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度亦有所下降。

截至 2023 年 3 月末，公司全部债务 1.60 亿元，公司无未来一年到期的债券（含回售），2022 年公司支付现金股利 0.98 亿元。2022 年公司经营性净现金流为 2.60 亿元，投资性净现金流为-2.09 亿元，筹资活动前净现金流 0.51 亿元，仍为净流出；在建、拟建项目的投入使得公司需要一定外部融资支持。截至 2023 年 6 月末，公司获得银行授信总额<sup>12</sup>为 5.60 亿元，其中未使用额度 4.07 亿元。公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通，备用流动性较好。

图表 22：公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率	135.68	237.44	177.94	174.87
速动比率	96.57	194.41	126.79	125.20
经营现金 <sup>13</sup> 流动负债比	86.77	51.83	45.84	-
EBITDA 利息倍数	123.38	2877.65	145.61	-
全部债务/EBITDA	0.26	0.14	0.47	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，跟踪期内，公司资产结构以非流动资产为主，存货、在建工程、其他非流动资产规模有所增长；受益于经营积累，公司所有者权益有所增加；公司负债总额有所增长，流动负债占比较高，债务以应付票据及短期借款等为主，随着募投项目的建设，未来债务规模将有所增加；受原材料、能源价格上涨等因素影响，2022 年公司利润总额有所下降；公司购买商品支付现金减少，经营性现金流净流入规模上升，由于理财产品投资下降，投资活动现金流净流出规模有所下降，筹资活动现金流转为小额净流出。

<sup>12</sup> 为有授信合同的银行授信。

<sup>13</sup> 由于经营现金流、EBITDA 为 2022 年前三季度数据，此处不做计算。

## 过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（自主查询版），截至2023年7月3日，公司本部未结清贷款中不存在关注及不良类记录。

截至本报告出具日，“李子转债”未到本金及利息兑付日，公司无其他存续债券。

## 抗风险能力及结论

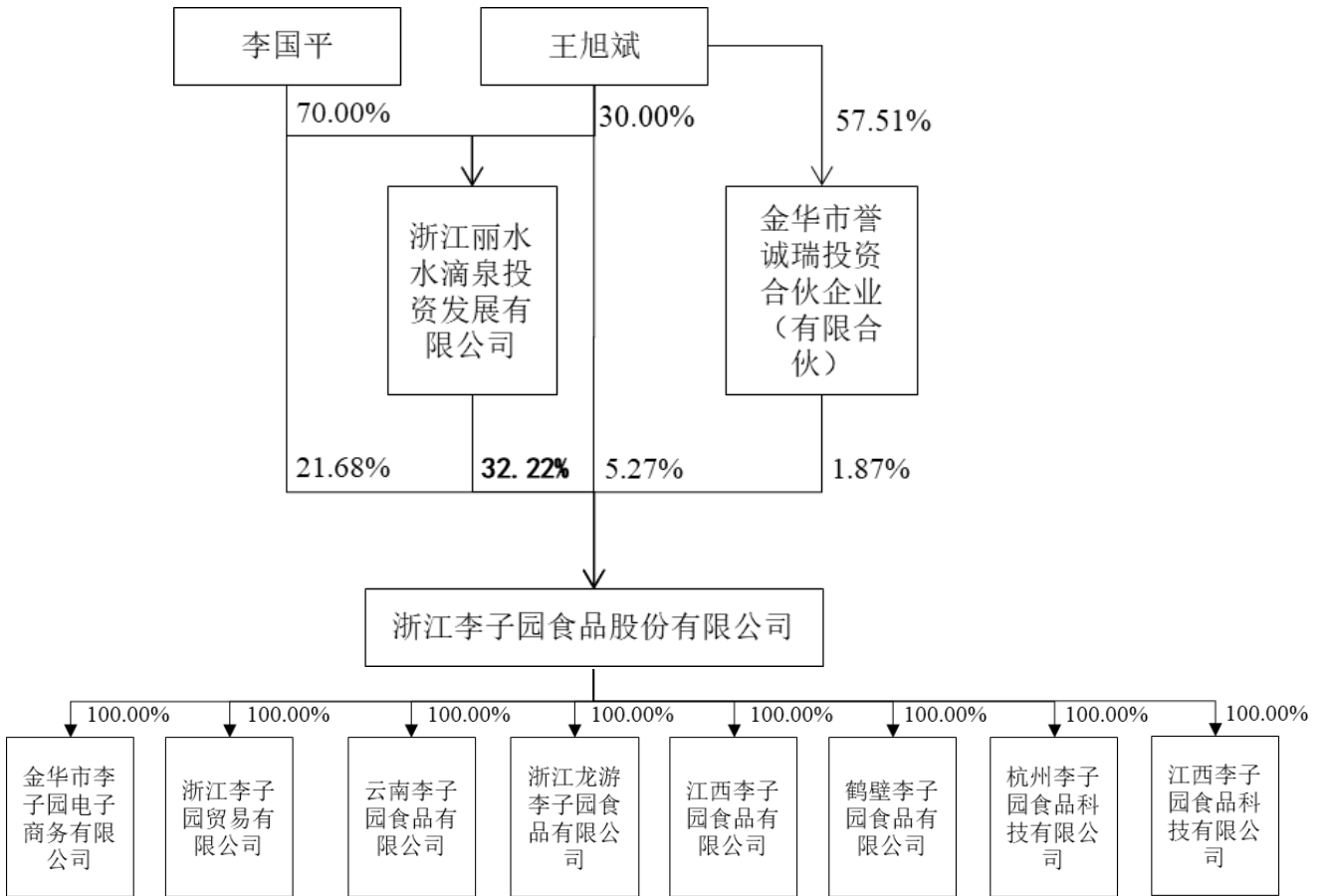
公司主要从事含乳饮料及其他饮料的生产、销售，形成了覆盖采购、生产、仓储、销售各个环节的质量控制体系，“李子园”牌甜牛奶为销售20多年的经典产品，细分市场知名度较高，跟踪期内，在细分市场仍保持较强的市场竞争力；公司5个生产基地位于浙江、江西、云南、河南等地，有助于贴近区域市场、降低产品物流成本，2022年，随着河南鹤壁生产基地逐步投产，公司自有产能持续增长；公司建立了完善的市场营销和服务体系，跟踪期内公司继续加强品牌建设，深耕细化重点市场，拓展小餐饮、厂矿企业及办公楼等渠道，开发新兴市场，产品产销率保持较高水平。

但同时，东方金诚关注到，公司营业收入对含乳饮料产品依赖度较高，2022年公司乳饮料销量及收入有所下滑；公司供应商集中度较高，2022年受原材料奶粉、白砂糖等大宗原料价格上涨影响，公司综合毛利率有所下降；在建、拟建项目规模仍较大，仍面临资本支出压力及投资回报不及预期的风险。

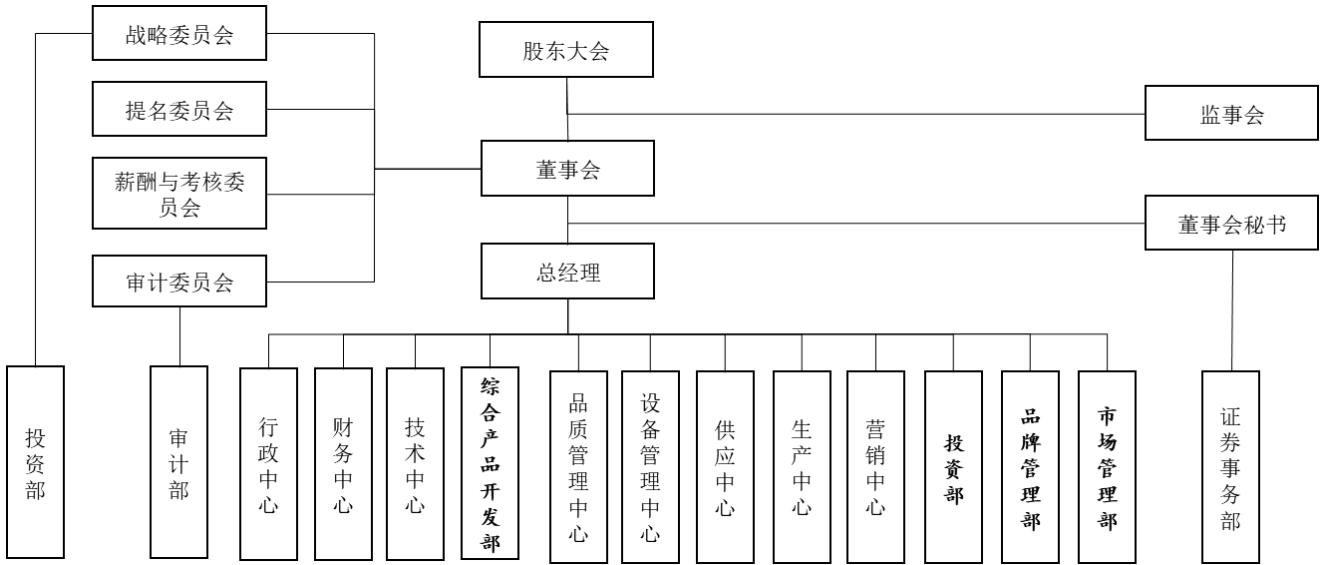
综合分析，东方金诚维持李子园主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持本期债券信用等级为AA。



附件一：截至 2022 年末公司股权结构图及对子公司的持股架构图



附件二：截至 2022 年末公司组织结构图



附件三：李子园主要财务数据和财务指标

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月 (未经审计)
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	11.36	21.02	23.77	24.45
所有者权益 (亿元)	7.30	16.05	17.29	17.88
负债总额 (亿元)	4.06	4.97	6.48	6.57
短期债务 (亿元)	0.83	0.52	1.66	1.60
长期债务 (亿元)	0.00	0.01	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	0.83	0.53	1.66	1.60
营业收入 (亿元)	10.88	14.70	14.04	3.45
利润总额 (亿元)	2.77	3.38	2.80	0.76
净利润 (亿元)	2.15	2.62	2.21	0.59
EBITDA (亿元)	3.20	3.93	3.51	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.97	2.19	2.60	1.04
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-1.59	-4.87	-2.09	-0.92
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.13	5.87	-0.25	0.00
毛利率 (%)	37.18	35.88	32.47	36.61
营业利润率 (%)	36.37	34.93	31.51	35.84
销售净利率 (%)	19.73	17.86	15.75	17.14
总资本收益率 (%)	26.72	15.84	11.79	-
净资产收益率 (%)	29.41	16.35	12.78	-
总资产收益率 (%)	18.89	12.49	9.30	-
资产负债率 (%)	35.77	23.64	27.26	26.88
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.05	0.01	0.02
全部债务资本化比率 (%)	10.22	3.20	8.76	8.21
货币资金/短期债务 (%)	294.22	1010.60	333.26	354.05
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	166.57	-504.59	30.43	-
流动比率 (%)	135.68	237.44	177.94	174.87
速动比率 (%)	96.57	194.41	126.79	125.20
经营现金流动负债比 (%)	86.77	51.83	45.84	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	123.38	2877.65	145.61	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.26	0.14	0.47	-
应收账款周转率 (次)	1107.06	1571.60	1523.75	-
销售债权周转率 (次)	1107.06	1571.60	1523.75	-
存货周转率 (次)	6.58	5.96	4.02	-
总资产周转率 (次)	1.11	0.91	0.63	-
现金收入比 (%)	113.83	114.16	111.00	112.98

## 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。