

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2026】0276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

二〇二六年六月二十五日

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”），兹声明如下：

- 1.本次评级为委托评级。东方金诚及本次评级人员与委托方、受评对象不存在任何影响本次评级行为独立性的关联关系，并依据相关法律法规、监管规定、公司评级流程及评级标准做出独立判断，未受任何机构或个人的干预和影响。
- 2.本报告所引用资料及外部专业意见的合法性、真实性、准确性、完整性由资料及外部专业意见的提供方和/或发布方负责，东方金诚引用资料及外部专业意见不应视为东方金诚对该资料及外部专业意见合法性、真实性、准确性及完整性做出了任何形式的保证，也不承担该资料及外部专业意见导致的任何责任。
- 3.本报告所含评级结论及相关分析为东方金诚基于相关信息和资料对受评对象信用状况所发表的预测性观点，而非对受评对象的事实陈述或鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在一定局限性。
- 4.本报告所含评级结论及相关分析仅为东方金诚对受评对象信用状况的个体意见，不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。东方金诚不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责，亦不对评级委托方、受评对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 5.本次债项评级结果原则上自本报告出具之日起在债项剩余存续期内有效，东方金诚有权另行发布跟踪评级结果或评级结果变更公告（调整、撤销、终止等）。
- 6.本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，未经东方金诚书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。东方金诚对本报告未经授权使用、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并保留追偿权利。
- 7.本报告知识产权归东方金诚所有。未经东方金诚书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。
- 8.任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明所列全部条款。

东方金诚国际信用评估有限公司

2026年6月25日

浙江李子园食品股份有限公司
主体及“李子转债”2026年度跟踪评级报告

| 主体信用跟踪评级结果 ¹ | 跟踪评级日期 | 上次评级结果 | 评级组长 | 小组成员 |
|-------------------------|-----------|--------|------|------|
| AA/稳定 | 2026/6/25 | AA/稳定 | 熊璜 | 于易含 |

| 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 | 5.00 |
| 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”。 | | | | | | |
| 主体概况 | | | 市场竞争力 | 多样性 | 12.50 | 6.25 |
| | | | | 市场地位 | 12.50 | 9.38 |
| | | | 盈利能力和运营效率 | 利润总额 | 12.00 | 7.21 |
| | | | | 净资产收益率 | 5.00 | 4.77 |
| | | | | 存货周转次数 | 5.00 | 4.66 |
| | | | 债务负担和保障程度 | 应收账款周转次数 | 5.00 | 5.00 |
| | | | | 资产负债率 | 10.00 | 7.62 |
| | | | | 流动比率 | 6.00 | 4.87 |
| | | | | EBITDA 利息倍数 | 9.00 | 8.60 |
| | | | | | | 经营现金流流动负债比 |
| | | | 调整因素 | 无 | | |
| | | | 个体信用状况 | aa | | |
| | | | 外部支持 | 无 | | |
| | | | 评级模型结果 | AA | | |
| 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。 | | | | | | |

评级观点

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，截至2025年末拥有发明专利29项，质量控制体系较完善，跟踪期内在细分市场仍保持较强竞争力；多点布局生产基地，销售网络畅通，跟踪期内，“李子园”牌甜牛奶保持较高市场知名度；乳味风味饮料收入增长较快，在水替类功能饮品领域市场认可度提升。同时，东方金诚关注到，公司产能利用率下降，随着募投项目建成投产，新增产能或继续面临释放压力；含乳饮料销量下滑，2025年，公司营业收入和毛利润下降，期间费用对利润有所侵蚀，利润总额下滑；全部债务规模有所增加，资产负债率上升。

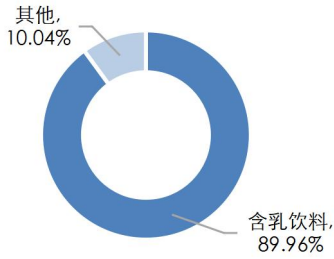
综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“李子转债”的信用等级为AA。

¹ 该主体信用等级及评级展望在2027年6月24日内有效，期间如有评级调整则以最新调整为准。

² 李国平、王旭斌系夫妻关系，拥有澳门特别行政区永久居留权，为公司实际控制人。丽水水滴泉投资发展有限公司、李国平、王旭斌为一致行动人。

主要指标及依据

2025 年营业收入构成



近年公司全部债务情况 (单位: 亿元)



主要数据和指标

| 项目 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元) | 30.59 | 29.88 | 30.38 | 31.38 |
| 所有者权益 (亿元) | 17.05 | 17.30 | 16.56 | 17.09 |
| 全部债务 (亿元) | 8.50 | 7.22 | 8.63 | 9.20 |
| 营业总收入 (亿元) | 14.12 | 14.15 | 12.96 | 3.00 |
| 利润总额 (亿元) | 3.04 | 2.87 | 2.51 | 0.69 |
| 经营性净现金流 (亿元) | 4.14 | 3.60 | 2.79 | 0.79 |
| 营业利润率 (%) | 34.65 | 37.93 | 37.87 | 36.58 |
| 资产负债率 (%) | 44.24 | 42.11 | 45.49 | 45.53 |
| 流动比率 (%) | 226.84 | 196.52 | 155.80 | 156.04 |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 2.14 | 1.85 | 2.36 | - |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 29.11 | 32.85 | 21.04 | - |

注: 表中数据来源于公司 2023 年~2025 年的审计报告及 2026 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司主要从事含乳饮料及其他饮料产销, 建有省级技术研发中心, 主导或参与起草了多项国家标准, 截至 2025 年末拥有发明专利 29 项, 质量控制体系较完善, 跟踪期内在细分市场仍保持较强竞争力;
- 公司在全国范围内多点布局生产基地, 销售网络畅通, 产品销售主要集中于华东、西南及华中地区, 跟踪期内, “李子园”牌甜牛奶保持较高市场知名度;
- 跟踪期内, 公司开发健康概念类产品及高维生素水系列等多规格、多口味及功能性饮品, 并优化渠道部门加强市场推广力度, 乳味风味饮料收入增长较快, 在水替类功能饮品领域市场认可度提升。

关注

- 跟踪期内, 公司产能利用率下降, 随着募投项目建成投产, 新增产能或继续面临释放压力;
- 2025 年, 市场竞争激烈, 含乳饮料销量下滑, 公司营业收入和毛利润下降, 期间费用对利润有所侵蚀, 利润总额下滑;
- 跟踪期内, 公司对外融资增加, 全部债务规模有所增加, 资产负债率上升。

评级展望

公司评级展望为稳定。未来随着公司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 (RTFC005202504) 》

历史评级信息

| 主体信用等级 | 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 | 2025/6/19 | 熊璿、于易含 | 《食品饮料企业信用评级方法及模型 (RTFC005202504) 》 | 阅读原文 |
| 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) 》 | 阅读原文 |

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 | 2025/6/19 | 6.00 | 2023/6/20~2029/6/19 | - | - |

注：“李子转债”设转股权，回售权、赎回权等；转股期间为2023年12月28日至2029年6月19日，当前转股价格18.14元/股，余额6.00元；回售起始日2027年6月20日，回售触发价12.70元/股；赎回起始日2023年12月28日，赎回触发价23.58元/股；修正起始日2023年6月20日，向下修正触发价14.51元/股。

跟踪评级原因

根据监管相关要求及浙江李子园食品股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“李子转债”）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

跟踪期内，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，控股股东仍为水滴泉投资，实际控制人仍为自然人李国平、王旭斌

浙江李子园食品股份有限公司（以下简称“李子园”或“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%。2021年2月，公司在上海证券交易所上市，股票简称“李子园”，股票代码“605337.SH”。截至2026年3月末，公司股本3.90亿股，其中丽水水滴泉投资发展有限公司（以下简称“水滴泉投资”）持股32.58%，仍为公司控股股东；李国平、王旭斌夫妇³直接持有公司1.11亿股，占公司股份总数的28.56%，并通过持有水滴泉投资100%出资份额间接控制公司32.58%的股份，合计控制公司61.14%的股份，为公司实际控制人。⁴

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，主要产品包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、乳味风味饮料、复合蛋白饮料等，截至2025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2026年3月末，公司资产总额31.38亿元，所有者权益17.09亿元，资产负债率为45.53%。2025年及2026年1~3月，公司分别实现营业收入12.96亿元和3.00亿元，利润总额分别为2.51亿元和0.69亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于2023年6月在上海证券交易所公开发行6.00亿元“李子转债”，起息日为2023年6月20日，到期日为2029年6月19日，采用累计利率，第一年至第六年的票面利率分别为0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%和2.0%；每年付息一次，到期后五个交易日内，公司将按“李子转债”面值的112%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的“李子转债”。“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，扣除发行费用等，实际募集资金净额5.98亿元。据公司披露的《浙江李子园食品股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》（以下简称“募集说明书”），“李子转债”募集资金拟用于“年产15万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目”和补充流动资金。公司分别于2025年5月19日召开了2024年年

³ 李国平、王旭斌拥有澳门特别行政区永久居留权。

⁴ 丽水水滴泉投资发展有限公司、李国平、王旭斌为一致行动人。

度股东大会，于2025年6月16日召开了“李子转债”2025年第二次债券持有人会议，均审议通过了《关于变更部分募集资金投资项目的议案》，拟将“年产15万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目”部分募集资金变更投向用于实施公司新增的募集资金投资项目“李子园日处理1000吨生乳深加工项目”。截至2026年3月末，“李子转债”募集资金已使用3.40亿元。

图表1：截至2026年3月末“李子转债”募集资金使用情况（单位：亿元）

| 序号 | 项目 | 预计总投资 | 建设期 | 拟投入募集资金 | 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 | 2.50 | 3.5年 | 2.50 | 0.42 |
| 2 | 补充流动资金 | 1.14 | - | 1.14 | 1.14 |
| 3 | 李子园日处理1000吨生乳深加工项目 | 3.20 | 1.5年 | 2.36 | 1.84 |
| 合计 | | 6.84 | - | 6.00 | 3.40 |

资料来源：公司提供，东方金城整理

公司分别于2026年5月13日召开了“李子转债”2026年第一次债券持有人会议，于2026年5月18日召开了2025年年度股东会，均审议通过了《关于变更部分募集资金投资项目的议案》，拟将“年产15万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目”预计总投资调整为2.00亿元，并拟将其部分募集资金变更投向用于实施公司新增的募集资金投资项目“李子园日处理1000吨生乳深加工项目（二期）”。

图表2：“李子转债”募集资金用途调整情况（单位：万元）

| 序号 | 项目名称 | 调整前 拟使用募集资金 | 2025年6月 调整后 拟使用募集资金 | 2026年5月 调整后 拟使用募集资金 |
|----|------------------------|----------------|---------------------------|---------------------------|
| 1 | 年产15万吨含乳饮料生产线扩产及技术改造项目 | 48557.00 | 25000.00 | 15000.00 |
| 2 | 补充流动资金 | 11353.00 | 11353.00 | 11353.00 |
| 3 | 李子园日处理1000吨生乳深加工项目 | - | 23557.00 | 23557.00 |
| 4 | 李子园日处理1000吨生乳深加工项目（二期） | - | - | 10000.00 |
| 合计 | | 59910.00 | 59910.00 | 59910.00 |

资料来源：公司提供，东方金城整理

“李子园日处理1000吨生乳深加工项目”主要建设内容包括全脂脱脂奶粉、浓缩奶、稀奶油、奶酪、奶制品深加工生产及研发设施，在宁夏银川实施，建成后于2026年6月投产，有利于保障奶粉原料供应稳定及质量、进一步降低原料成本、提升盈利及市场竞争力。“李子园日处理1000吨生乳深加工项目（二期）”计划投资2.00亿元，主要建设奶酪及中老年人配方奶粉生产线，并同步建设配套仓储等设施，建设期限预计36个月，建成后有利于完善公司产品结构、分散市场风险、提升公司整体盈利能力和抗风险能力。目前奶粉行业竞争激烈，公司此前未进行相关产线建设及布局，新项目可能面临市场竞争加剧、品牌建设周期长、核心技术和人员管理、产品质量及食品安全控制以及需求环境变化导致盈利不及预期的风险。

“李子转债”设转股权，转股期为2023年12月28日至2029年6月19日，初始转股价格为19.47元/股，期间公司多次调整转股价格⁵，当前转股价格为18.14元/股。截至2026年6月23日，尚未转股的“李子转债”余额59992.40万元，占“李子转债”发行总额的99.99%。

截至本报告出具日，公司按时支付“李子转债”利息。

⁵ 若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因“李子转债”转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况时，则转股价格相应调整。

宏观经济与政策环境

受出口高增、投资止跌回升带动，一季度经济增长动能增强，物价水平偏低局面也在改善

2026年一季度GDP同比增长5.0%，增速较上季度回升0.5个百分点。主要原因是在外需偏强，以及国内制造业转型升级效应显现，推动芯片、新能源汽车等高新技术产品出口高增，当季出口增速明显加快，以美元计价同比增长14.7%，显著高于去年四季度的3.8%。一季度工业生产同比增长6.1%，增速比上季度加快1.1个百分点。另外，一季度在基建投资快速增长带动下，固定资产投资同比增长1.7%，对一季度GDP增速加快起到了一定推动作用。最后，在国内市场竞争秩序不断优化，以及国际大宗商品及芯片价格较快上涨综合作用下，一季度物价水平偏低状况也有明显改善，衡量宏观经济整体物价水平的GDP平减指数同比降幅由去年四季度的-0.65%收窄至-0.06%，二季度将会转正。需要强调的是，一季度高技术制造业增加值同比增长12.5%，比去年全年增速加快3.1个百分点，明显领先整体工业生产增速，显示新质生产力领域快速发展对经济增长的拉动力在进一步增强。

展望二季度，GDP增速有望达到4.8%左右，较一季度会略有放缓，主要原因是受中东地区地缘政治冲突拖累全球经济，以及去年同期基数偏高等影响，二季度出口增速有可能放缓。总体上看，未来一段时间宏观经济运行将以稳为主，投资还有提速空间，居民消费会温和增长，房地产市场调整幅度有望收敛。

短期内宏观政策将继续处于观察期，降息降准会进一步后移；下半年财政政策有加码空间

短期来看，外部地缘政治冲突对国内物价的推升效应已经显现，对经济增长动能的扰动还要进一步观察。在物价水平上升、出口保持较快增长的预期下，二季度宏观政策还将保持较强定力。其中，降息降准会进一步后移，央行将主要通过结构性政策工具，引导金融资源重点流向科技型企业 and 中小微企业，着力推动新旧动能转换，稳定就业大局，同时坚持不搞大水漫灌。今年目标财政赤字率、新增专项债、新增超长期特别国债规模均与上年持平，同时设立8000亿元新型政策性金融工具。这意味着今年财政政策将主要通过准财政工具发力，重点是扩投资，促消费的重点正在从商品消费转向服务消费。我们判断，下半年财政政策有灵活加码空间。

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。

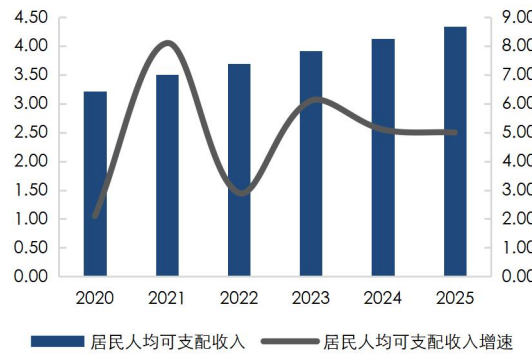
2025年，我国居民人均可支配收入水平持续提升，食品消费支出持续增加，随着消费场景不断细分以及年轻消费群体规模扩大，含乳饮料市场仍具有一定增长空间

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。

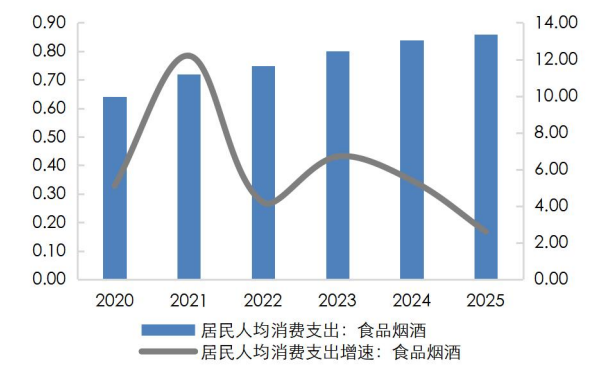
近年来，随着经济发展，我国人民收入水平提升，生活消费需求提高，食品消费支出增加。2025年，我国居民人均可支配收入4.34万元，同比增长5.0%，其中，人均食品烟酒消费支出占人均可支配收入的比重约20%。居民人均可支配收入的增长带动食品饮料消费支出增加，2025年，我国居民人均食品烟酒消费支出0.86万元，同比增长2.6%。随着人们消费水平提高以及对口味型饮料的需求增长，我国含乳饮料市场历经近10年的快速增长阶段，根据弗若斯特沙利

文的研究，中国含乳饮料行业的市场规模由2018年的988.6亿元增长到2023年的1432.1亿元，年复合增长率为7.7%。预计中国含乳饮料行业2027年市场规模为1696.6亿元，2023年至2027年的年复合增长率为4.3%。目前国内含乳饮料行业仍处于扩张阶段，随着消费场景不断细分以及年轻消费群体规模扩大，含乳饮料市场仍具有一定增长空间。

图表3：近年我国居民人均可支配收入及增速（单位：万元、%）



图表4：近年我国居民人均食品烟酒消费支出及增速（单位：万元、%）



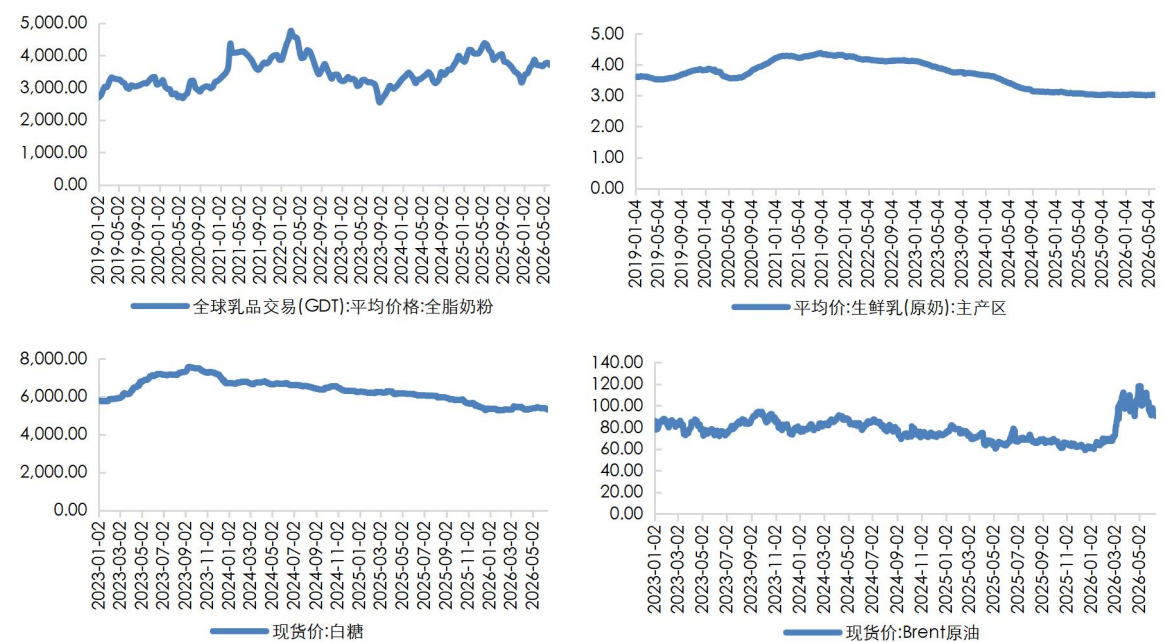
资料来源：同花顺、国家统计局，东方金城整理

资料来源：同花顺、国家统计局，东方金城整理

乳制品主要原料生鲜乳及白糖价格2025年保持低位，全脂奶粉价格2025年上半年继续上行，下半年以来有所回落，行业内企业盈利总体稳定

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，2023年至2024年下半年，奶粉价格低位波动；从2024年下半年开始，受供需波动及成本推升影响，奶粉价格震荡回升；2025年上半年，价格继续上行，但下半年因全球性增产及国内消费需求不及预期等因素影响，价格开始从高位回落。

图表5：全脂奶粉、生鲜乳、白糖和原油价格（单位：美元/吨、元/公斤、元/吨、美元/桶）



资料来源：同花顺、环球乳业贸易局、农业农村部、生意社，东方金城整理

国内生鲜乳价格方面，2022年下半年开始，由于需求疲弱而供给持续增加导致市场阶段性供过于求，生鲜乳价格持续下行，为乳制品企业带来成本优势；市场需求尚未恢复，生鲜乳价格2025年以来保持低位。

白糖价格方面，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。随着全球食糖供应缺口大幅缩小，白糖价格自高点回落，2025年以来保持低位。

总体来看，2025年乳制品主要原料生鲜乳及白糖价格保持低位，全脂奶粉价格上行后有所回落，行业内企业盈利总体稳定。

图表 6：国内主要上市含乳饮料企业近年收入和盈利（单位：亿元、%）

| 企业名称 | 主要含乳饮料类型 | 2024年 | | | 2025年 | | |
|------|------------------------------|---------|-------|--------|---------|-------|--------|
| | | 营业收入 | 毛利率 | 利润总额 | 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 | 1153.93 | 33.88 | 101.27 | 1156.36 | 34.58 | 129.94 |
| 蒙牛乳业 | 酸酸乳、优益C、真果粒等 | 886.75 | 39.57 | 9.99 | 822.45 | 39.89 | 29.09 |
| 光明乳业 | 巧风、萌小团牛奶饮品、酸牛奶饮品 | 242.78 | 19.23 | 4.42 | 238.95 | 17.26 | -1.96 |
| 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 | 106.65 | 28.36 | 6.43 | 112.33 | 29.18 | 8.50 |
| 燕塘乳业 | 甜牛奶、食膳养生奶、乳酸菌乳饮料 | 17.32 | 25.31 | 1.20 | 15.86 | 24.87 | 0.71 |
| 李子园 | 风味奶饮品、酸味奶饮品、乳酸菌饮品 | 14.15 | 39.08 | 2.87 | 12.96 | 39.28 | 2.51 |
| 均瑶健康 | “味动力”系列饮料、奇梦星乳酸菌饮品 | 14.58 | 30.31 | -0.32 | 13.32 | 27.73 | -2.70 |

资料来源：公开资料、东方金城整理

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。

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》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。2025年，我国食品行业法规体系在多领域实现系统性完善，多部新规填补了标识规范、风险防控等环节的监管空白，构建了更加完整的制度框架。2025年2月27日，农业农村部、国家卫生健康委和工业和信息化部联合印发了《中国食物与营养发展纲要（2025-2030年）》，更将监管目标提升至营养健康新高度。

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，建立完善的食物安全管理制，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

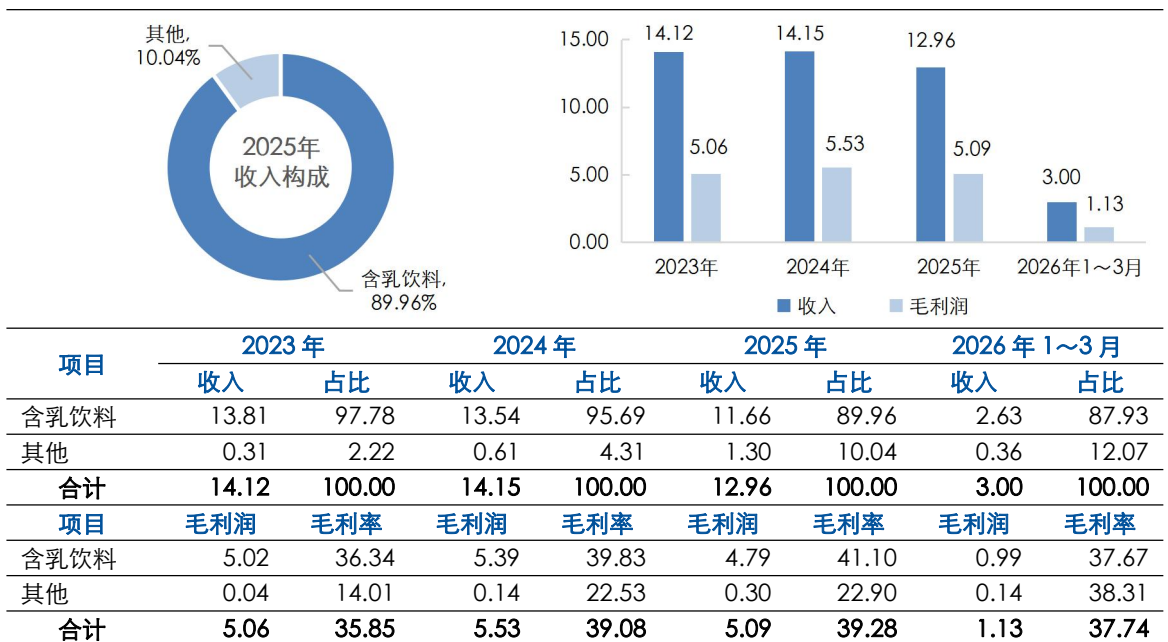
经营概况

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，2025年营业收入和毛利润同比减少，毛利率同比略有提升

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，2025年公司营业收入和毛利润同比分别减少8.44%和7.99%，仍主要来源于含乳饮料，毛利率同比提升0.19个百分点。

2026年1~3月，公司实现营业收入3.00亿元，同比减少6.39%；毛利润1.13亿元，同比减少17.49%；毛利率37.74%，较2025年同期下降5.08个百分点。

图表 7：公司营业收入、毛利润及毛利率情况⁶（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金城整理

⁶ 因四舍五入为亿元，加总数与合计数存在尾差。

公司主要从事含乳饮料及其他饮料产销，建有省级技术研发中心，主导或参与起草了多项国家标准，截至 2025 年末拥有发明专利 29 项，质量控制体系较完善，跟踪期内在细分市场仍保持较强竞争力

公司主要从事含乳饮料及其他饮料产销，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、浙江工业大学、长春大学等知名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。2025 年，公司新增发布两项国家级推荐性标准：GB/T16860—2025《感官分析方法 质地剖面检验》，规范食品质地感官评价流程，为产品口感优化与品质管控提供科学方法支撑；GB/T46511—2025《食品数字化工厂通用技术要求》，构建食品行业数字化工厂建设技术框架，助力公司生产智能化转型与运营效率提升。截至目前，公司累计发布七项国家标准。截至 2025 年末，公司（含子公司）共有有效专利 204 项（其中发明专利 29 项、实用新型专利 109 项、外观设计专利 66 项）；注册商标 486 个；著作权 99 项。2025 年，公司研发投入 0.14 亿元，占营业收入的比重为 1.11%。

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。公司建立严格的供应商评估与准入机制，对原料供应商的资质、技术能力、食品安全风险保障能力等进行全面审查，并定期开展质量评估与绩效考核，确保供应链稳定、可控。公司对奶粉、生牛乳等核心原料采取严格的入库检验制度，并在必要时委托具备资质的第三方机构进行比对检测，确保原材料品质符合国家标准及企业内部更高质量要求。在生产加工过程中，公司严格执行 ISO9001 质量管理体系、ISO22000 食品安全管理体系等行业权威标准，对关键工序实施全程监控和记录，通过先进的质量检测设备对半成品、产成品进行严格检验，确保每一个生产环节均符合食品安全与产品品质标准。公司在仓储与物流管理上建立了完善的温控、标识、跟踪及存储规范，配合产品追溯体系，可实现产品从出厂至终端的全程追踪。在销售终端，公司严格监督经销商对到期产品的下架管理，杜绝过期产品流入市场。跟踪期内，公司在含乳饮料细分领域具有较强市场竞争力

公司在全国范围内多点布局生产基地，跟踪期内，随着江西李子园二期工程产能释放，公司自有产能增加，但产能利用率下降，随着募投项目建成投产，新增产能或继续面临释放压力

公司含乳饮料以“李子园”品牌甜牛奶为主，主要采用“以销定产、自主生产”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产品及其他小品类产品由委托加工企业生产。为及时满足市场需求，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 2025 年末，公司在浙江金华、浙江龙游、江西上高、云南曲靖和河南鹤壁拥有五大自有生产基地，随着江西李子园二期工程 2024 年末完工投产，产能释放，自有产能增至 41.11 万吨。跟踪期内，公司在浙江金华总部生产基地在建年产 15 万吨的含乳饮料生产线，并进行智慧化工厂升级改造，预计建成并投入使用后公司产能将进一步增加。

公司的水替类饮料包含营养素饮料及运动饮料，产品包括维生素水、电解质水。2025 年以来，公司产品矩阵进一步丰富，推出西瓜味、凤梨味甜牛奶及生牛乳金丝小红枣奶，市场反响

较好；升级“玉米汁饮品”；对维 B 水系列进行升级，并将其系列纳入“VitaYoung 活力李子园”子品牌中，推出“海盐荔枝菠萝”、“葡萄”、“青苹果”、“百香果”四种口味以适应消费者的喜好；此外，“VitaYoung 活力李子园”全新上市电解质水系列，推出“电解质+钙”、“双倍电解质”、“电解质+氨糖”三种饮品以满足消费者对于“补水+补钙”、“暴汗后快速修复”、“补水+氨糖+护关节”的不同场景需求。

2025 年，公司自有产能同比增加，但自有产量和委托加工产量均同比减少，总产量同比减少，同时，公司自有产能利用率继续下降，主要原因一方面系江西李子园二期工程产能释放带动公司自有产能增长；另一方面由于公司按需定产，调整销售预期的同时对产品产量有所控制。预计随着募投项目建成投产，公司含乳饮料产能将进一步提升，若下游需求增速不及公司产能扩张速度，新增产能或将面临无法及时消化的风险。

图表 8：近年公司产品生产情况（单位：万吨、%）

| 项目 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 自有产能 | 35.75 | 37.59 | 41.11 |
| 自有产量 | 25.50 | 24.88 | 23.43 |
| 自有产能利用率 | 71.31 | 66.19 | 56.98 |
| 委托加工产量 | 0.35 | 0.49 | 0.20 |
| 合计产量 ⁷ | 25.86 | 26.00 | 24.42 |

资料来源：公司提供、东方金城整理

公司销售网络畅通，产品销售主要集中于华东、西南及华中地区，跟踪期内，“李子园”牌甜牛奶保持较高市场知名度，公司开发健康概念类产品及高维生素水系列等多规格、多口味及功能性饮品，并优化渠道部门加强市场推广力度，乳味风味饮料收入增长较快，在水替类功能饮品领域市场认可度提升

公司在全国 30 多个省份均建立了销售网络，销售体系以经销模式为核心、直销模式为补充，构建了双轮驱动的销售战略布局。公司聚焦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，在甜味含乳饮料细分领域建立了强大的品牌优势。“李子园”牌甜牛奶为销售 30 多年的经典产品，保持较高市场知名度。2025 年 2 月，李子园“甜牛奶乳饮料”被浙江省食品工业协会评为“2024 年度浙江省名特优食品”。

经过长期市场深耕与经验积累，公司已形成以甜牛奶乳饮料系列为主打、调制乳及其他各类水替饮品为补充的成熟产品矩阵，并建立起区域渠道与特通渠道协同发力的全方位市场营销管理体系。在传统渠道布局方面，公司产品覆盖大型商超、连锁系统、批发部、中小型商场超市等，同时深入开拓学校、早餐店、单位食堂、酒店、网吧等场景化特通渠道，实现多场景、多触点的销售渗透；在电商运营方面，公司通过天猫、京东、拼多多等平台建立专业化运营团队，实施精细化管理和营销策略，实现产品线上销售渠道的高效运作。跟踪期内，公司核心产品甜牛奶已基本覆盖全国地级市以上市场，与公司合作的经销商数量超过 2200 家。2025 年，公司销售占比前三大的销售区域为华东地区、西南地区、华中地区，销售占比分别为 47.91%、19.03%、17.10%。

⁷ 含外购。

2025 年以来，公司持续加强品牌建设与市场推广力度，围绕核心消费群体开展品牌传播活动。公司通过邀请新生代明星担任品牌代言人、加强广告宣传以及深化新媒体传播等方式，进一步提升品牌影响力和市场认知度，并通过粉丝经济与线上销售渠道的联动，增强品牌传播效果。在广告投放策略方面，公司以重点区域市场为核心，通过央视媒体、高铁媒体、新媒体平台以及区域性户外广告等多种渠道进行组合传播，并结合终端门店招牌、陈列物料等形式，实现线上线下联动传播，不断提升品牌曝光度和市场影响力。同时，公司逐步推动营销模式创新，从传统广告传播向内容营销与数字化营销转型，通过增强品牌与消费者之间的互动与参与感，持续提升品牌传播效率和营销精准度，进一步强化品牌与年轻消费群体之间的情感连接。跟踪期内，公司开发健康概念类产品及高维生素水系列等多规格、多口味及功能性饮品，乳味风味饮料收入增长较快，在水替类功能饮品领域市场认可度提升。

2026 年，公司对销售体系进行系统性调整，推动传统经销模式向精细化、专业化、全渠道现代化销售组织的战略转型，不同渠道由专门团队负责，实现精准化运营，销售团队专注于前端市场开拓，全渠道融合发展。公司六大流通销售区域负责夯实基本盘，专注于传统经销网络的精耕细作，实现区域市场的深度覆盖和渗透；商务部直接服务全国性 KA、连锁系统等战略客户，拓展自贩机业务并加强管理，提升品牌形象和规模化销量；李子园电子商务部专注于线上产品销售及构建新的增长点，主要负责天猫、京东、拼多多等主流电商平台的运营，以及抖音直播和新兴社交电商渠道的拓展。

跟踪期内，市场竞争激烈，含乳饮料销量下滑，含乳饮料业务收入和毛利润同比减少，公司营业收入和毛利润对含乳饮料产品依赖度仍较高

2025 年，公司含乳饮料销售价格同比总体稳定，但市场竞争激烈，销量下滑，业务收入和毛利润同比减少。2025 年，公司含乳饮料产品销售收入占营业收入比重约 90%，公司销售收入对含乳饮料产品依赖度仍较高，消费者偏好、市场环境等因素变化或对公司业绩造成不利影响。

图表 9：近年公司饮料产品销售情况

| 项目 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 销量 ⁸ (万吨) | 25.54 | 26.29 | 24.20 |
| 产销率 ⁹ (%) | 98.76 | 101.11 | 99.09 |
| 含乳饮料销售均价 (元/公斤) | 5.51 | 5.38 | 5.39 |
| 含乳饮料销售收入 (亿元) | 13.81 | 13.54 | 11.66 |
| 含乳饮料毛利润 (亿元) | 5.02 | 5.39 | 4.79 |
| 含乳饮料毛利率 (%) | 36.34 | 39.83 | 41.10 |

资料来源：公司提供、东方金城整理

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

⁸销量为公司全部饮料产品销量。

⁹产销率 = 销量/产量（包括委托加工量）。

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。2025年，公司前五名客户销售收入合计占营业收入的比重为 9.68%，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 10：2025 年公司前五大客户销售情况¹⁰（单位：亿元、%）

| 序号 | 客户名称 | 销售收入 | 占营业收入的比例 |
|----|------|------|----------|
| 1 | 第一名 | 0.36 | 2.79 |
| 2 | 第二名 | 0.34 | 2.63 |
| 3 | 第三名 | 0.21 | 1.64 |
| 4 | 第四名 | 0.19 | 1.44 |
| 5 | 第五名 | 0.15 | 1.19 |
| | 合计 | 1.25 | 9.68 |

资料来源：公司提供、东方金城整理

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，主要为外采，2025 年奶粉采购价格有所上涨，但白砂糖和高密度聚乙烯采购价格有所下降，毛利率保持提升

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。产业布局方面，公司在建“李子园日处理 1000 吨生乳深加工项目”，主要建设内容包括全脂脱脂奶粉、浓缩奶、稀奶油、奶酪、奶制品深加工生产及研发设施，通过向上游产业链延伸，保障奶粉原料供应稳定及质量、进一步降低原料成本、提升盈利及市场竞争力。

公司与主要供应商合作较为稳定，2025 年，公司前五大供应商采购金额合计占采购总金额的比重为 34.65%。

¹⁰为公司全部业务的前五大客户。

图表 11：2025 年公司前五大供应商¹¹（亿元、%）

| 序号 | 供应商名称 | 采购金额 | 占采购金额比例 |
|----|-------|------|---------|
| 1 | 第一名 | 0.46 | 9.87 |
| 2 | 第二名 | 0.35 | 7.59 |
| 3 | 第三名 | 0.29 | 6.17 |
| 4 | 第四名 | 0.26 | 5.52 |
| 5 | 第五名 | 0.26 | 5.50 |
| 合计 | | 1.61 | 34.65 |

资料来源：公司提供、东方金城整理

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，2025 年，奶粉价格有所上涨，白砂糖及高密度聚乙烯价格有所下降，公司毛利率保持提升。

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 12：近年公司各类主要原材料的采购数量、单价、金额

| 项目 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年 1~3 月 | |
|--------|----------|----------|----------|--------------|---------|
| 奶粉 | 采购量（吨） | 8534.55 | 10698.39 | 7485.64 | 2526.46 |
| | 单价（元/公斤） | 21.69 | 18.05 | 18.94 | 22.26 |
| | 金额（亿元） | 1.85 | 1.93 | 1.43 | 0.57 |
| 白砂糖 | 采购量（吨） | 8875.40 | 10735.70 | 7720.64 | 2213.99 |
| | 单价（元/公斤） | 6.42 | 6.16 | 5.77 | 5.28 |
| | 金额（亿元） | 0.57 | 0.66 | 0.44 | 0.12 |
| 高密度聚乙烯 | 采购量（吨） | 10944.65 | 12603.30 | 9799.96 | 2505.95 |
| | 单价（元/公斤） | 7.94 | 7.53 | 7.08 | 6.94 |
| | 金额（亿元） | 0.87 | 0.95 | 0.69 | 0.17 |

资料来源：公司提供、东方金城整理

公司治理与战略

跟踪期内，公司取消了监事会和监事，部分董事和高管发生变动，未发生重大安环事故，社会责任履行较好

公司分别于 2025 年 8 月 25 日召开了第三届董事会第二十五次会议，于 2025 年 9 月 12 日召开了 2025 年第二次临时股东大会，均审议通过了《关于取消监事会并修订<公司章程>的议案》，公司取消了监事会和监事，监事会的职权由董事会审计委员会行使。2025 年 1 月，公司补选了部分董事，并聘任高级管理人员。2025 年 10 月，公司完成董事会换届并聘任高级管理人员及证券事务代表。2025 年 12 月，公司聘任董事会秘书。

公司高度重视产品质量与安全环保工作，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，环保设施运行正常，污染物排放情况达标。跟踪期内，公司未发生一

¹¹为公司合并口径的前五大供应商。

般事故以上的安全生产事故和环保事故。社会责任方面，公司在公益慈善、员工关怀、教育支持等多个领域取得成效，定向资助困境儿童，助力残障人士就业，高度重视员工关怀，定期组织走访慰问困难职工。

未来公司将在持续巩固含乳饮料核心优势的基础上，逐步推动产品体系由单一品类向多元化产品矩阵拓展，推动“李子园”由单一产品品牌向多品类综合饮品品牌升级

未来，公司将以消费需求变化和行业发展趋势为导向，在持续巩固含乳饮料核心优势的基础上，逐步推动产品体系由单一品类向多元化产品矩阵拓展，通过不断丰富产品类型和消费场景，满足不同消费群体在口味、营养与消费体验方面的多层次需求，推动“李子园”由单一产品品牌向多品类综合饮品品牌升级。2026年，公司将在巩固乳饮料核心业务优势的基础上，进一步优化产品结构 with 产业布局，通过产品创新、渠道深化、品牌升级以及供应链协同等多方面举措，推动公司业务持续稳健发展。

财务分析

财务质量

公司披露了2025年审计报告及2026年1~3月未经审计的合并财务报表。中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2025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。公司2026年1~3月财务报表未经审计。

截至2025年末，公司纳入合并报表的直接控股子公司9家。

资产构成与质量

跟踪期内，由于派发现金红利及购买银行大额存单，公司货币资金有所减少，资产总额有所增加，以非流动资产为主

跟踪期内，公司资产总额有所增加，2025年末流动资产占比34.62%，资产构成以非流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、一年内到期的非流动资产、其他流动资产、存货和交易性金融资产构成，2025年末上述项目合计占流动资产的比重为98.71%。2025年末，公司货币资金账面余额3.82亿元，同比减少38.78%，主要系派发现金红利及购买银行大额存单所致；其中银行存款占比99.08%，受限货币资金500元，为ETC保证金。2025年末，公司一年内到期的非流动资产2.33亿元，主要为一年内到期的大额存单。公司其他流动资产主要为待抵扣增值税，2025年末余额1.78亿元。公司存货主要由原材料和库存商品构成，2025年末，公司存货账面价值中原材料和库存商品分别占比81.23%和16.47%。2025年末，公司对存货计提跌价准备75.95万元，全部来自库存商品。公司交易性金融资产为购买的银行理财产品，2025年末余额0.91亿元。

公司非流动资产主要由固定资产、其他非流动资产、在建工程、其他权益工具投资 and 无形资产构成，2025年末上述项目合计占非流动资产的比重为96.04%。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备，2025年末账面价值9.08亿元，同比略有减少。公司其他非流动资产主要为大额存单，2025年末账面价值4.00亿元。2025年末，公司在建工程账面价值2.92亿元，同比增加较多，主要为宁夏李子园公司在建工程及设备新建投入2.12亿元。2025年，除对广

东润惠科技发展有限公司投资外，公司新增对北京星河动力航天科技有限公司投资 0.50 亿元，其他权益工具投资期末余额 1.54 亿元。公司无形资产主要为土地使用权，2025 年末账面价值 1.54 亿元，其中土地使用权占比 98.49%。

2026 年 3 月末，公司资产总额较 2025 年末略有增加，其中流动资产占比 35.74%，流动资产较 2025 年末增加 6.64%，主要来源于存货和交易性金融资产增加，非流动资产较 2025 年末变动不大。

截至 2025 年末，公司受限资产账面价值 2.72 亿元，占期末总资产的 8.94%，占期末净资产的 16.41%，为保证金和因借款质押的一年内到期的非流动资产、其他非流动资产。

资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模有所下降，仍主要由未分配利润、资本公积和股本构成

跟踪期内，公司所有者权益规模有所下降，仍主要由未分配利润、资本公积和股本构成，2025 年末，上述三项占所有者权益的比重分别为 43.72%、29.49%和 23.56%。2026 年 3 月末，公司所有者权益较 2025 年末略有增加，主要来自未分配利润增加。

2025 年末，公司股本和资本公积均较 2024 年末有所减少，为回购注销部分员工持股所致；未分配利润较 2024 年末有所减少，主要为向普通股股东分红所致。公司 2024 年度现金分红 1.94 亿元，于 2025 年派发；2025 年 10 月实施了 2025 年半年度利润分配，派发现金红利 0.92 亿元；2025 年度现金分红 0.80 亿元，2026 年派发。2025 年全年度公司现金分红合计 1.80 亿元。

跟踪期内，公司对外融资增加，全部债务规模有所增加，仍以长期债务为主，资产负债率上升

2025 年末公司负债总额中流动负债占比 48.85%。公司流动负债主要由应付账款、短期借款、应付票据、其他应付款、合同负债和应交税费构成。2025 年末，上述几项合计占流动负债的比重为 96.66%。公司应付账款主要为应付建筑工程款、设备工程款等，2025 年末余额 2.38 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比 75.80%。2025 年末，公司短期借款 1.60 亿元，同比增加较多，主要来自信用借款增加，其中信用借款和质押借款占比分别为 68.76%和 31.24%。公司应付票据全部为银行承兑汇票，2025 年末余额 0.94 亿元。2025 年末，公司其他应付款余额 0.61 亿元，其中押金及保证金、限制性股票回购义务占比分别为 60.57%、30.52%。公司合同负债为预收货款，2025 年末余额 0.57 亿元。公司应交税费主要为应交企业所得税、房产税、增值税等，2025 年末余额 0.42 亿元。

公司非流动负债主要为应付债券和递延收益，2025 年末应付债券和递延收益占非流动负债的比重分别为 85.97%和 12.67%。2025 年末，公司应付债券 6.08 亿元，为 2023 年发行的“李子转债”，含按面值计提的利息和溢折价摊销金额。公司递延收益为政府补助，2025 年末余额 0.90 亿元。

2026 年 3 月末，公司负债总额较 2025 年末有所增加，流动负债占比 50.30%。其中，流动负债较 2025 年末增加 15.34%，主要源自短期借款增加；非流动负债较 2025 年末变动不大。

跟踪期内，公司对外融资增加，全部债务规模有所增加，仍以长期债务为主。2025年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率均同比上升。

截至2026年3月末，公司无对合并范围外公司的担保。

盈利能力

2025年，市场竞争激烈，含乳饮料销量下滑，公司营业收入和毛利润下降，营业利润率总体稳定，期间费用对利润有所侵蚀，利润总额下滑

市场竞争激烈，含乳饮料销量下滑，2025年，公司营业收入和毛利润下降，营业利润率总体稳定。2025年，公司期间费用同比略有减少，占营业收入的比重上升至23.24%，其中销售费用和管理费用占比较高，对利润有所侵蚀。公司其他收益主要为政府补助，投资收益主要来源于存单投资，公允价值变动收益全部来源于交易性金融资产，2025年分别为0.40亿元、0.16亿元和0.10亿元。公司信用减值损失为应收账款坏账损失和其他应收款坏账损失，2025年为-26.84万元；资产减值损失主要为固定资产减值损失，2025年为-0.08亿元。2025年，公司利润总额下滑至2.51亿元，总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降。

2026年1~3月，公司实现营业收入3.00亿元，同比减少6.39%，营业利润率36.58%，同比下降5.14个百分点；利润总额和净利润分别为0.69亿元和0.53亿元，均同比减少。

现金流

2025年，公司经营活动现金流保持净流入，投资活动现金流和筹资活动现金流持续净流出

2025年，公司经营活动现金流保持净流入，但净流入规模有所下降，主要系费用付现支出增加所致；现金收入比总体稳定，经营获现能力较好。同期，公司投资活动现金流继续净流出，由于大额存单投资支付的现金减少，净流出规模有所收窄。2025年，公司向普通股股东分红、偿还债务，筹资活动现金流继续净流出。

2026年1~3月，公司经营活动现金流继续净流入，投资活动现金流维持净流出，筹资活动现金流转为净流入。

偿债能力

2025年末，公司流动比率和速动比率同比均有所下降，经营活动现金净额对流动负债的覆盖程度下降。2025年，公司利润总额下滑，债务规模增长，利息支出增加，EBITDA利息倍数下滑，全部债务/EBITDA升高。

截至2026年3月末，公司（合并）短期债务3.07亿元。2025年末，公司未受限货币资金3.82亿元，一年内到期的大额存单2.33亿元，银行理财产品0.91亿元，非受限现金类资产能覆盖短期债务。但2025年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金2.83亿元。2025年公司经营性净现金流2.79亿元，投资性净现金流-3.44亿元，筹资活动前净现金流-0.65亿元。考虑项目建设支出等，预计短期内筹资活动前净现金流对短期债务的保障能力较弱。

截至2026年3月末，公司获得银行授信总额6.90亿元，其中已使用授信额度3.07亿元，未使用授信额度3.83亿元。

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 2026 年 6 月 12 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”按期付息，尚未到本金兑付日。

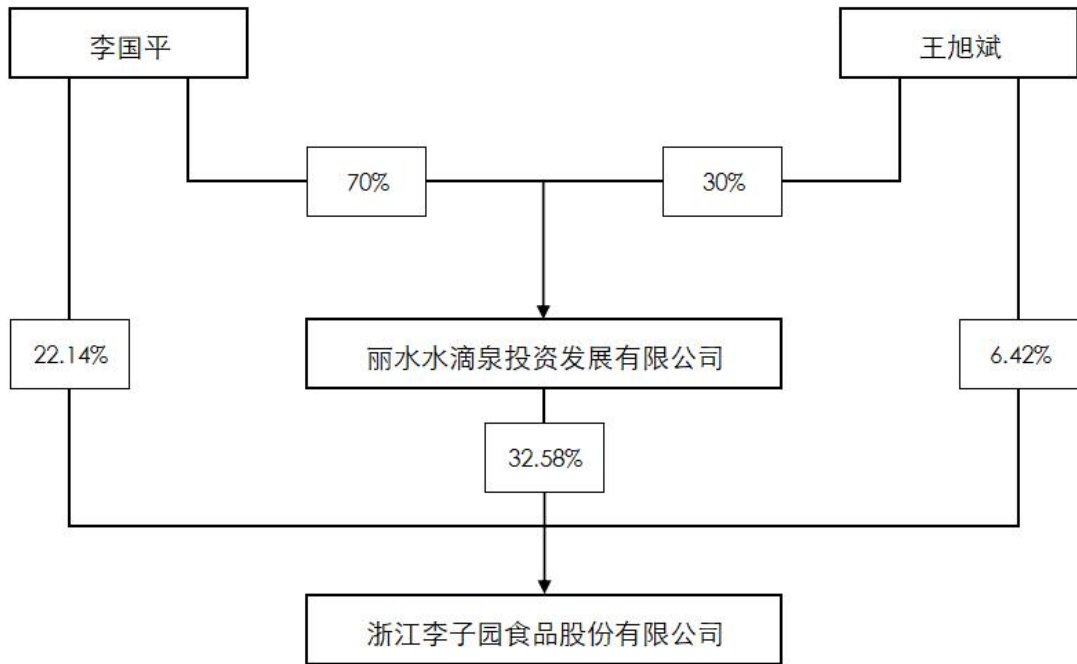
抗风险能力及结论

公司主要从事含乳饮料及其他饮料产销，建有省级技术研发中心，主导或参与起草了多项国家标准，截至 2025 年末拥有发明专利 29 项，质量控制体系较完善，跟踪期内在细分市场仍保持较强竞争力；公司在全国范围内多点布局生产基地，销售网络畅通，产品销售主要集中于华东、西南及华中地区，跟踪期内，“李子园”牌甜牛奶保持较高市场知名度；跟踪期内，公司开发健康概念类产品及高维生素水系列等多规格、多口味及功能性饮品，并优化渠道部门加强市场推广力度，乳味风味饮料收入增长较快，在水替类功能饮品领域市场认可度提升。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司产能利用率下降，随着募投项目建成投产，新增产能或继续面临释放压力；2025 年，市场竞争激烈，含乳饮料销量下滑，公司营业收入和毛利润下降，期间费用对利润有所侵蚀，利润总额下滑；跟踪期内，公司对外融资增加，全部债务规模有所增加，资产负债率上升。

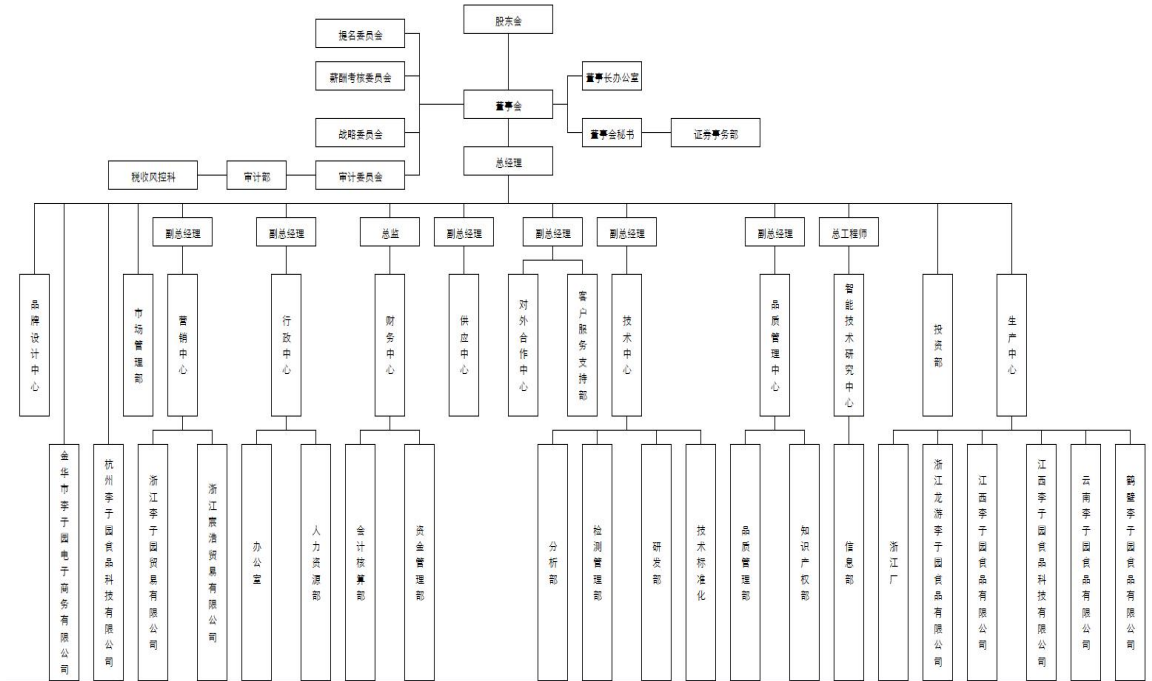
综合考虑，东方金诚维持李子园主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“李子转债”信用等级为 AA。

附件一：截至 2026 年 3 月末公司股权结构图¹²



¹² 李国平、王旭斌系夫妻关系，拥有澳门特别行政区永久居留权，为公司实际控制人。丽水水滴泉投资发展有限公司、李国平、王旭斌为一致行动人。

附件二：截至 2026 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

| 项目名称 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年1~3月 (未经审计) |
|--------------------|---------|---------|--------|---------------------|
| 主要财务数据及指标 | | | | |
| 资产总额 (亿元) | 30.59 | 29.88 | 30.38 | 31.38 |
| 所有者权益 (亿元) | 17.05 | 17.30 | 16.56 | 17.09 |
| 负债总额 (亿元) | 13.53 | 12.58 | 13.82 | 14.29 |
| 短期债务 (亿元) | 2.81 | 1.32 | 2.55 | 3.07 |
| 长期债务 (亿元) | 5.69 | 5.89 | 6.08 | 6.13 |
| 全部债务 (亿元) | 8.50 | 7.22 | 8.63 | 9.20 |
| 营业收入 (亿元) | 14.12 | 14.15 | 12.96 | 3.00 |
| 利润总额 (亿元) | 3.04 | 2.87 | 2.51 | 0.69 |
| 净利润 (亿元) | 2.37 | 2.24 | 1.96 | 0.53 |
| EBITDA (亿元) | 3.98 | 3.90 | 3.65 | - |
| 经营活动产生的现金流量净额 (亿元) | 4.14 | 3.60 | 2.79 | 0.79 |
| 投资活动产生的现金流量净额 (亿元) | -3.39 | -4.70 | -3.44 | -1.15 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 (亿元) | 4.20 | -3.12 | -1.77 | 0.05 |
| 毛利率 (%) | 35.85 | 39.08 | 39.28 | 37.74 |
| 营业利润率 (%) | 34.65 | 37.93 | 37.87 | 36.58 |
| 销售净利率 (%) | 16.78 | 15.82 | 15.12 | 17.75 |
| 总资本收益率 (%) | 9.81 | 9.45 | 8.16 | - |
| 净资产收益率 (%) | 13.89 | 12.94 | 11.83 | - |
| 总资产收益率 (%) | 7.75 | 7.49 | 6.45 | - |
| 资产负债率 (%) | 44.24 | 42.11 | 45.49 | 45.53 |
| 长期债务资本化比率 (%) | 25.02 | 25.41 | 26.87 | 26.39 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 33.27 | 29.44 | 34.27 | 34.99 |
| 货币资金/短期债务 (倍) | 3.72 | 4.72 | 1.50 | 1.14 |
| 非筹资性现金净流量债务比率 (%) | 8.78 | -15.25 | -7.53 | - |
| 流动比率 (%) | 226.84 | 196.52 | 155.80 | 156.04 |
| 速动比率 (%) | 199.65 | 164.60 | 133.05 | 126.60 |
| 经营现金流流动负债比 (%) | 58.84 | 61.58 | 41.31 | - |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 29.11 | 32.85 | 21.04 | - |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 2.14 | 1.85 | 2.36 | - |
| 应收账款周转次数 (次) | 2322.24 | 1637.17 | 918.82 | - |
| 销售债权周转率 (次) | 2322.24 | 1637.17 | 918.82 | - |
| 存货周转次数 (次) | 3.77 | 4.56 | 4.62 | - |
| 总资产周转次数 (次) | 0.52 | 0.47 | 0.43 | - |
| 现金收入比 (%) | 112.66 | 113.54 | 113.04 | 113.69 |

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 (%) | $\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$ |
| 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) | $\text{全部债务} / \text{EBITDA}$ |
| 货币资金短债比 (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 (%) | $\text{流动资产} / \text{流动负债} \times 100\%$ |
| 速动比率 (%) | $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债} \times 100\%$ |
| 经营现金流动负债比率 (%) | $\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债} \times 100\%$ |
| 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+折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+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：信用等级符号及定义

主体及中长期债券信用等级符号及定义

| 等级符号 | 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。

科技创新主体信用等级符号及定义

| 等级符号 | 定义 |
|--------------------|---|
| AAA _{stf} | 受评主体具有科技创新属性，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 _{stf} | 受评主体具有科技创新属性，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 _{stf} | 受评主体具有科技创新属性，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 _{stf} | 受评主体具有科技创新属性，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 _{stf} | 受评主体具有科技创新属性，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 _{stf} | 受评主体具有科技创新属性，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 _{stf} | 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 _{stf} | 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 _{stf} | 不能偿还债务 |

注：除AAA_{stf}级和CCC_{stf}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。

中长期科技创新债券信用等级符号及定义

| 等级符号 | 定义 |
|--------------------|----------------------------------|
| AAA _{stf} | 科技创新债券安全性很强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA _{stf} | 科技创新债券安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低 |
| A _{stf} | 科技创新债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB _{stf} | 科技创新债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB _{stf} | 科技创新债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B _{stf} | 科技创新债券较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| CCC _{stf} | 科技创新债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高 |
| CC _{stf} | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还科技创新债券 |
| C _{stf} | 不能偿还科技创新债券 |

注：除AAA_{stf}级和CCC_{stf}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。

短期债券信用等级符号及定义

| 等级符号 | 定义 |
|------|-------------------------|
| A-1 | 还本付息能力最强，安全性最高 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响 |
| B | 还本付息能力较低，有一定的违约风险 |
| C | 还本付息能力很低，违约风险较高 |
| D | 不能按期还本付息 |

注：每一个信用等级均不进行微调。

短期科技创新债券信用等级符号及定义

| 等级符号 | 定义 |
|--------------------|---------------------------------|
| A-1 _{stf} | 短期科技创新债券还本付息能力最强，安全性最高 |
| A-2 _{stf} | 短期科技创新债券还本付息能力较强，安全性较高 |
| A-3 _{stf} | 短期科技创新债券还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响 |
| B _{stf} | 短期科技创新债券还本付息能力较低，有一定的违约风险 |
| C _{stf} | 短期科技创新债券还本付息能力很低，违约风险较高 |
| D _{stf} | 短期科技创新债券不能按期还本付息 |

注：每一个信用等级均不进行微调。