

欢乐家 IPO 观察：多元战略难构筑核心壁垒

时代商学院研究员 郑一佐

4月24日，证监会披露了欢乐家食品集团股份有限公司（以下简称“欢乐家”）招股说明书，该公司拟在创业板上市，主业为饮料和罐头产品。

资料显示，欢乐家以橘子罐头和黄桃罐头起家，2014年开始进入植物蛋白饮料市场，主打椰子汁产品，随后又陆续推出果汁饮料、乳酸菌饮料、功能饮料、茶饮料等产品，以期丰富产品线。

时代商学院研究发现，目前植物蛋白饮料市场格局基本稳定，资金实力雄厚的竞争对手较多，欢乐家的优势并不明显。在乳酸菌等饮料市场，欢乐家起步较晚且市场规模小。另外，在品牌营销方面，欢乐家自销渠道较为薄弱，主要依赖经销商，造成该公司的回款压力较大。

【企业档案】

欢乐家成立于2001年12月，总部位于广东省湛江市。实际控制人为李兴、朱文湛和李康荣。其中，李兴和朱文湛系夫妻关系，李康荣系李兴之弟，3人直接和间接合计控制欢乐家93.19%的股份。

成立之初，欢乐家主要生产水果罐头、海产品罐头和鹌鹑蛋罐头，主打产品为橘子罐头和黄桃罐头；2014年，欢乐家开始进入植物蛋白饮料市场，椰子汁迅速成为该公司的支柱产品；目前，欢乐家形成了水果罐头、植物蛋白饮料、果汁饮料、乳酸菌饮料等食品饮料产品线。

欢乐家以经销模式为主，少量通过直营和代销方式进行销售。截至2019年，与该公司开展合作的经销商合计1788家，销售区域覆盖除香港、澳门和台湾外的全国31个省、市、自治区。

此次IPO欢乐家拟融资4.92亿元，其中，计划用于年产13.65万吨饮料、罐头建设项目2.58亿元，营销网络建设项目2亿元，研发检测中心项目0.23亿元，剩余0.11亿元用于信息系统升级建设项目。

欢乐家IPO基本信息如图表1所示。

图表1：欢乐家IPO基本信息

公司名称	欢乐家食品集团股份有限公司 (简称“欢乐家”)	拟登陆板块	深交所创业板
主营业务	饮料及罐头产品	所属行业	饮料制造、罐头食品制造
受理日期	2020/4/24	审核状态	预先披露
拟募资金金额	4.92亿元	保荐机构	中信证券
会计师事务所	致同会计师事务所(特殊普通合伙)	律师事务所	福建天衡联合律师事务所
2019年营业收入	14.24亿元	2019年归母净利润	2.07亿元

资料来源：欢乐家招股书，时代商学院整理

一、多元化成效不显著

由于行业进入门槛较低，我国食品饮料企业数量众多。目前，小微企业面临的市场竞争激烈，龙头企业已具有较高的品牌价值，并且规模优势持续凸显。

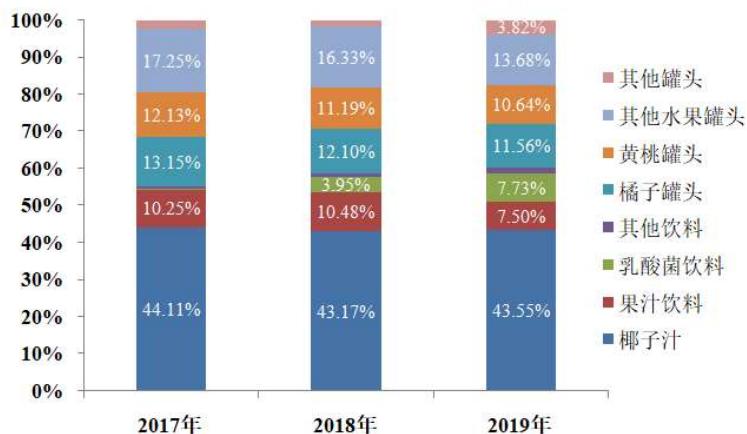
近年来，植物蛋白饮料是饮料行业中增速较快的子行业，相比其他饮料，植物蛋白饮料具有低脂肪、无胆固醇、营养健康的特点，如椰子汁、核桃露、杏仁露、花生露、豆奶等广泛受到消费者青睐。

据前瞻产业研究院数据，2016年，中国植物蛋白饮料行业收入为1217.2亿元，2007—2016年复合增速达24.5%，在整个饮料行业的占比为18.69%。其中，生产规模较大、品牌知名度较高的生产商主要有养元饮品(603156.SH)、承德露露(000848.SZ)、维维股份(600300.SH)、椰树集团海南椰汁饮料有限公司、四川蓝剑饮品集团有限公司和厦门惠尔康食品有限公司等。

欢乐家于2014年开始进入植物蛋白饮料市场。在推出椰汁产品后，欢乐家顺势推出了果汁饮料、乳酸菌饮料、功能饮料、茶饮料等产品，以期丰富产品线，增强市场竞争力。然而，面对龙盘虎踞的饮料及乳酸菌市场，欢乐家多产品战略的成效并不显著。

如图表2所示，2019年，欢乐家椰子汁产品在营业收入中占比为43.55%，而该产品市场格局基本稳定，对手较多且体量大，欢乐家的优势不明显。而果汁饮料产品的营业收入由2018年的1.41亿元降至2019年的1.06亿元，营业收入占比由2018年的10.48%降至2019年的7.5%，呈现增长乏力的趋势；乳酸菌饮料和其他饮料产品，在该公司营业收入中占比仅为7.73%和1.53%，销售占比较小。

图表2:2017—2019年欢乐家各产品品类的收入构成情况



数据来源：欢乐家招股书，时代商学院整理

按照欧美等国家通行标准，产能利用率低于 79%为产能过剩，低于 75%为严重产能过剩。从产能利用率情况看，2017—2019 年，欢乐家饮料产品的年产能利用率为 31.24%、37.71% 和 33.64%，旺季产能利用率（当年产量最高的月度产量/月产能）分别为 51.73%、72.91% 和 69.46%。由此可见，欢乐家饮料产品存在部分产能闲置的情况。

二、核心竞争壁垒偏弱

对于食品工业企业而言，行业的市场壁垒主要体现在产品需求、生产设计、品牌塑造和渠道建设方面。其中，产品设计和品牌营销是企业抢占市场、获取竞争优势的重要方法，直接影响企业的行业地位。

2017 年，因涉嫌侵害 RIO 鸡尾酒包装装潢外观专利事由，欢乐家被上海巴克斯酒业有限公司（以下简称“巴克斯”）起诉。2018 年，欢乐家与巴克斯协商和解，一次性支付给巴克斯 260 万元和解款。

相比养元饮品、承德露露、椰树集团等其他植物蛋白饮料企业，欢乐家对市场宣传的重视程度也存在不足。虽然其椰子汁和水果罐头具有一定的市场知名度，但仍有提升空间，且欢乐家的直销渠道较为薄弱，主要依赖经销商的销售渠道。

招股书显示，2017—2019 年，欢乐家经销模式销售收入占比分别为 98.69%、98.76% 和 97.98%，对经销商渠道的依赖程度较高。同时，近年来，为提高销售业绩，欢乐家给予部分经销商一定的信用额度，造成该公司的应收账款周转率远低于同行可比公司，且经营活动现金流量净额与净利润并不匹配。

如图表 3 所示，2017—2019 年，欢乐家的应收账款周转率分别为 7.45 次/年、9.76 次/年和 14.41 次/年，虽然逐渐增加，但仍与养元饮品和承德露露差异较大。

招股书显示，在早期的市场拓展过程中，为提高销售规模，欢乐家给予经销商一定的循环信用额度；同时，在中秋、春节等销售旺季，欢乐家也会给予经销商一定的临时信用额度，以提高该公司产品的铺市率。正因如此，欢乐家的应收账款余额较大。

图表3：2017—2019年欢乐家应收账款周转率情况（次/年）

企业名称	2017年	2018年	2019年
养元饮品	387.57	294.83	183.67
承德露露	741.27	9942.23	-
欢乐家	7.45	9.76	14.41

注：承德露露尚未披露其2019年年报

数据来源：欢乐家招股书、同花顺 iFinD，时代商学院整理

同样，在经营活动产生的现金流净额上，如图表4所示，2017年，欢乐家虽然实现净利润0.83亿元，但经营活动现金流量净额却为负值，两者并不匹配；到2019年，欢乐家的净利润增加0.46亿元，而经营活动现金流量净额较2018年减少0.43亿元，两者同样不匹配。

图表4：2017—2019年欢乐家经营活动现金流净额与净利润匹配情况



数据来源：欢乐家招股书，时代商学院整理

就上述相关问题，时代商学院向欢乐家发函询问，但截至发稿该公司仍未回复。

【严正声明】本文（报告）基于已公开的资料信息撰写，文中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。文章版权归原作者及原出处所有，未经时代商学院授权，任何媒体、网站及其他平台不得引用、复制、转载、摘编或其他任何方式使用上述内容。获得授权转载，仍须注明出处。（联系邮箱：TimesBusiness@163.com）