

欢乐家 (300997.SZ)

买入(首次评级)

罐头业务奠定基本盘，饮料业务维持高增

当前价格: 12.29 元
目标价格: 16.58 元

投资要点:

- **椰汁渗透周期向上，规模有序扩张；罐头市场集中度有待提升。**
 - 1) 椰子汁:** 随健康化消费观念持续传播，植物蛋白饮料行业进入结构升级阶段，而椰子汁本身作为口味较好的健康饮品，渗透周期向上，预计未来将结合行业发展，实现量价齐增；
 - 2) 罐头行业:** 随着政策的驱动，罐头食品科学知识正逐步普及，水果罐头等品类市场规模稳健提升，并且由于格局分散（22年CR5为25.2%），我们认为未来具备强分销能力的厂商有望持续夺取市场份额。
- **欢乐家椰子汁、水果罐头业务稳定增长，产品矩阵不断丰富。** 1) 椰子汁饮料：2022年，公司椰汁营收占比达50.39%；我们认为随着椰子汁的渗透周期向上，而公司在该品类上具备较强的供应链实力，预计将享受到行业量价齐增的发展红利；2) 水果罐头：领先技术工艺与科学健康消费意识共同助推公司水果罐头量价齐增，其中公司的黄桃罐头是第一动力，带领罐头业务后疫情时代保持高增，我们预计在公司持续丰富罐头产品SKU的发展下，该业务有望实现良性增长。
- **以华中为核心的扁平化经销模式，经销与产能存在增长空间。** 公司主要采取“扁平化”和“下沉式”的销售渠道管理模式；倘若对标优势区域华中地区22年126.7万元的单经销商收入，预计单经销商创收的提升能提供7.95亿元的营收增量，对比22年经销收入增幅高达49.8%。同时，公司产能充裕，而在建产能有望注入新动力支撑公司业务长远发展，越南工厂项目的推进亦将给公司提供供应链业务上的巨大想象空间。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司23-25年归母净利润分别为2.58/2.97/3.43亿元，对应PE分别为21/19/16倍。考虑到公司罐头业务发展向好，且饮料业务保持较高增速，合理给予公司24年25倍PE，目标价16.58元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料成本上涨风险，市场竞争加剧，新产品推广不顺风险，食品安全问题等

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	448/88
总市值/流通市值 (百万元)	5500/1075
每股净资产 (元)	3.10
资产负债率 (%)	26.37
一年内最高/最低 (元)	16.16/11.58

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号: S0210523050001
邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
执业证书编号: S0210523060001
邮箱: zdx30145@hfzq.com.cn

研究助理 林若尧
邮箱: lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,473	1,596	1,851	2,055	2,252
增长率 (%)	18%	8%	16%	11%	10%
净利润 (百万元)	184	203	258	297	343
增长率 (%)	3%	11%	27%	15%	16%
EPS (元/股)	0.41	0.45	0.58	0.66	0.77
市盈率 (P/E)	29.9	27.0	21.4	18.5	16.0
市净率 (P/B)	4.5	4.1	3.5	3.1	2.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设：

- 1) 饮料：伴随椰子汁渗透率的提升，且考虑到公司在椰子汁领域具备较强的供应链优势和产品优势，我们预期该业务23-25年销量增速分别为8.32%/9.51%/9.2%，价格增速分别为1.82%/2.06%/2.1%，综合收入增速分别为10.29%/11.77%/11.5%，综合毛利率分别为42.07%/42.11%/43.02%；
- 2) 罐头：近年来健康消费观念和意识不断提升，人们对罐头食品的科学认识逐渐树立，水果罐头以其可长时间储备和丰富的维他命的属性成为水果的重要替代品，考虑到公司在该市场中有强大的市场地位，具备强大单品“黄桃罐头”，我们预计该业务23-25年销量增速分别为9.64%/6%/4.05%，价格增速分别为9.2%/4.38%/3.37%，综合收入增速分别为19.73%/10.64%/7.56%，综合毛利率分别为22.8%/23.31%/23.87%。

区别于市场观点：

1) 行业：市场对公司所处的植物蛋白饮料和罐头市场可持续增长及格局是否会恶化有一定分歧。

a) 空间：植物蛋白奶销量虽然近年来轻微下滑，但主要原因是豆奶市场持续收缩，预计除豆奶外的植物蛋白饮品市场未来五年仍将继续扩张，豆奶市场的消费者将部分被其他植物蛋白饮品市场吸收，如椰汁等。同时植物蛋白饮品正处于结构升级阶段，以价增为主要趋势，因此符合消费者对健康日益提高的需求，根据欧睿数据预计，未来即植物蛋白饮料市场整体规模或将保持稳定，但我们认为行业内部仍旧存在结构性机会，天然健康、口味新颖、包装创新等主要趋势不断发展，预计仍能通过开辟更多人群和消费场景获得增量，而椰汁作为符合消费者口味偏好的植物蛋白饮料，预计未来在C端将保持稳定增长，同时现制茶饮门店如生椰拿铁此类单品的火爆，亦对消费者使用厚椰乳等产品自制饮品有教育作用，预计未来椰子及相关产品仍有较大发展空间；而水果罐头经过2022年末的关注热潮，消费者逐步普及了罐头食品科学知识，逐步脱离对罐头产品“含防腐剂、添加剂”等刻板印象，预计未来行业潜力将被逐步挖掘，并且由于该行业格局较为分散，未来空间就算维持稳定，龙头厂商也可通过强营销力和分销网络赚取较多份额；

b) 格局：头部企业养元饮品、椰树集团、承德露露和维他奶集团是老牌植物奶生产厂商，欢乐家作为后来者也正依靠区域内的产能和销售网络逐步获取市场份额，但不同点在于，植物蛋白饮料是较宽的品类，具备较多细分赛道，如核桃露、杏仁露、豆奶、椰奶等，我们认为由于各细分赛道相对应的市场规模较小，其他厂商缺乏动机进行大局进攻，因此格局恶化的可能性较小

2) 公司：市场对欢乐家是否能够在除华中区域进一步获得市场份额有一定的质疑。我们认为，欢乐家作为历史悠久的食品企业，相对强大的品牌可降低公司在其他区域的获客成本。同时，公司在品类发展层面采取多管齐下的战略，预计未来能够实现发展经营上的复利效应，以椰子汁为例，公司从产品端推出适应不同场景的单品，从市场端通过多平台营销来增加椰汁产品的知名度，以及从供应端新建生产基地来搭建椰汁产品在当地的销售网络，还在越南建立合资公司进一步扩充椰子加工的供应链业务，在公司对该品类多管齐下的经营下，预计将持续为公司开辟市场增量。因此，我们对公司在除华东区域外的发展势头保持乐观态度。

股价上涨的催化因素：

饮料业务增长超预期、黄桃罐头销量高于预期、供应链业务签约大客户，原材料成本大幅下降等

估值及目标价：考虑到公司罐头业务发展向好，且饮料业务保持较高增速，合理给予公司24年25倍PE，目标价16.58元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

原材料成本上涨风险，市场竞争加剧，新产品推广不顺风险，食品安全问题等

正文目录

1	椰汁营收占比逐年上升，双核产品驱动矩阵形成	4
2	植物蛋白饮品价增为发展主旋律；水果罐头行业集中度亟待提升	5
3	椰子汁、水果罐头稳定增长，产品矩阵不断丰满	6
4	渠道效益亟待提升，产能有望支撑公司业绩可持续发展	9
5	盈利预测与投资建议	12
6	风险提示	14

图表目录

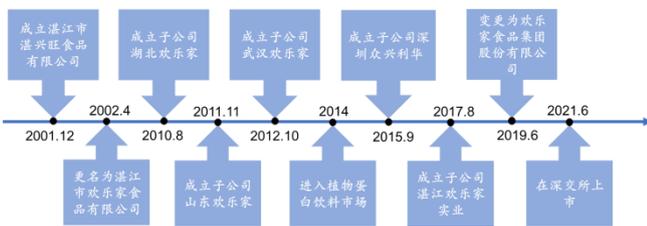
图表 1: 欢乐家发展历程	4
图表 2: 欢乐家股权结构	4
图表 3: 欢乐家收入稳步增长	5
图表 4: 2022 年欢乐家营收占比	5
图表 5: 植物蛋白饮料市场规模增速量价拆分	5
图表 6: 我国近一半群体为乳糖不耐受人群	5
图表 7: 中国水果和蔬菜类保质食品市场规模预测	6
图表 8: 22 年中国保质食品市场集中度低	6
图表 9: 矩阵丰满拓宽护城河，夯实龙头地位	7
图表 10: 椰子汁收入增长主要依靠量增驱动	8
图表 11: 欢乐家椰子水、椰乳产品信息	8
图表 12: 水果罐头规模增速量价拆分	9
图表 13: 欢乐家黄桃罐头持续高增	9
图表 14: 2022 年欢乐家收入主要来自经销模式	9
图表 15: 华中区域构成公司业务核心	9
图表 16: 欢乐家分地区经销商数量	10
图表 17: 欢乐家分地区单经销商收入	10
图表 18: 欢乐家两类产品产能充裕	10
图表 19: 欢乐家湛江工厂在建产能	10
图表 20: 公司收入成本拆分预测表	12
图表 21: 相对估值表	13
图表 22: 财务预测摘要	15

1 椰汁营收占比逐年上升，双核产品驱动矩阵形成

罐头食品龙头企业，股改上市增添新动力。欢乐家为我国专业生产经营椰子汁植物蛋白饮料、果汁饮料、乳酸菌饮料和水果罐头为主的大型民营综合食品生产企业。公司 2001 年成立于广东省湛江市，之后设立山东、湖北、武汉、湛江等多家子公司。公司多年来坚持以市场为导向，在 2014 年进军植物蛋白饮料市场，如今水果罐头和椰子汁饮料已成为公司发展的双引擎，销售基本遍布全国各主要城市。

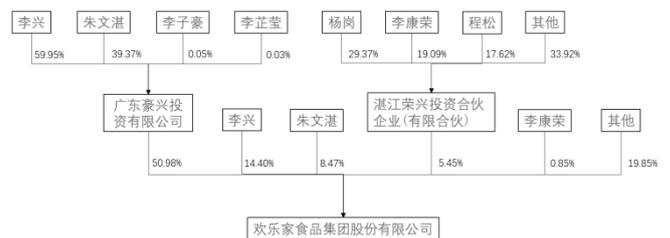
家族控股为主，股权集中。公司实控人为李兴、朱文湛、李康荣、李子豪，其中李兴与朱文湛系夫妻关系，李兴与李康荣为兄弟关系，李子豪为李兴与朱文湛之子，此外，李芷莹为李兴与朱文湛之女，五人直接或间接共控股 75.74%。此外的股东多为其他个人，公司股权较集中。

图表 1：欢乐家发展历程



数据来源：公司公告，华福证券研究所

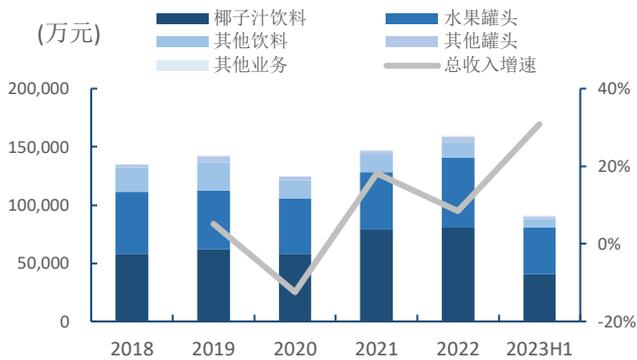
图表 2：欢乐家股权结构



数据来源：公司公告，Choice，华福证券研究所

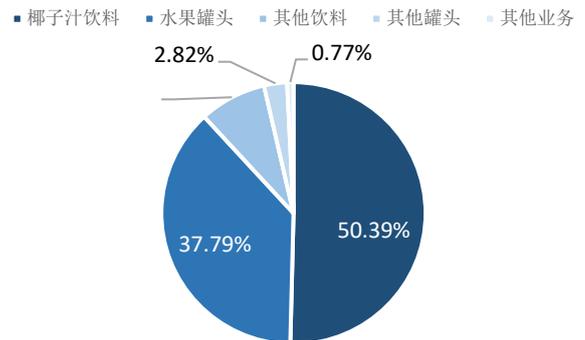
椰汁业务营收占比逐年上升，和水果罐头业务共同构成欢乐家双核产品矩阵。欢乐家创立以来深耕罐头行业，2014 年进入植物蛋白饮料市场后，椰子汁产品迅速得到消费者认可，营收占比迅速上升，与水果罐头共同成为公司两大核心业务。疫后消费者对于欢乐家椰汁饮品和水果罐头的的需求依然旺盛，欢乐家疫情前的 2019 年椰汁饮品和水果罐头的收入分别为 6.17 亿元和 5.08 亿元，经历疫情后，2022 年椰汁饮品和水果罐头的收入依然有 8.04 亿元和 6.03 亿元，相比 2019 年增幅达 30%和 19%；公司业务恢复迅速，在 2023H1 营业收入为 9.12 亿元，同比增长 30.86%。

图表 3：欢乐家收入稳步增长



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 4：2022 年欢乐家营收占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

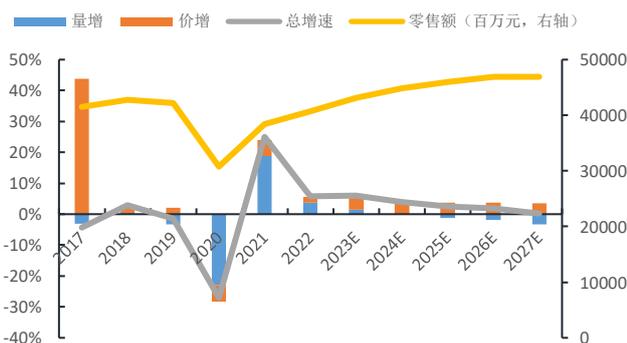
2 植物蛋白饮品价增为发展主旋律；水果罐头行业集中度亟待提升

1) 植物蛋白饮料：健康消费观念增强推动结构升级，价增成为主旋律

随健康化消费观念不断深入人心，植物蛋白饮料行业进入结构升级阶段，**价增成为主旋律**。根据 Euromonitor 预测，植物蛋白饮品行业总销量或逐步稳定，但零售价格 22-27 年 CAGR 预计达 3.93%，在 2022 年后价格增长预计将成为行业主要增长动力。我们认为驱动力主要来自三点：1) B 端成功培育的传导，即饮咖啡奶茶上使用的原材料产品通常会伴随着饮料单品的爆火而快速蹿红，如菲诺的厚椰乳产品就伴随着瑞幸生椰拿铁火“出圈”而销量激增，结合椰子汁饮品通常价格更高，预计将促进行业价增。2) 消费者健康意识与观念增强，消费水平同步提升；2) 体质差异驱动植物蛋白饮料消费提升，我国乳糖不耐受与疑似乳糖不耐受人群占比达 47.4%，这部分人群预计会更多转向植物蛋白饮料，而椰子汁作为具备植物蛋白和较佳口感口味的饮品，预计将取代部分豆奶市场。

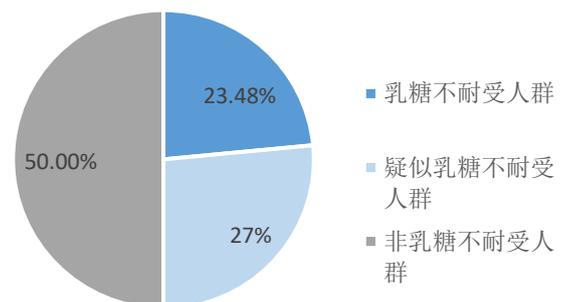
就行业发展来看，我们认为未来行业将朝着天然健康、新颖口味、创新包装等主要趋势不断发展革新，逐步实现“饮料化”，从而应对越来越多的细分人群和消费场景，而椰子汁作为近几年较为火爆的植物蛋白饮料，我们认为未来其预计将享受量价齐增的红利。

图表 5：植物蛋白饮料市场规模增速量价拆分



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 6：我国近一半群体为乳糖不耐受人群



数据来源：环球食品博览网，华福证券研究所

2) 罐头行业：政策引导树立科学认识，市场集中度有待提升

罐头食品科学知识正深入人心，有利于罐头行业品牌建设。中国罐头工业协会2022年继续推进《中国罐头行业品牌打造三年专项行动计划(2021-2023)》的实施，其中包括坚持科普罐头知识以消除国内市场对罐头食品的偏见，培育和激活罐头消费信心。同时，22年末黄桃罐头的火爆亦带动了消费者重新客观认识罐头食品的方便、安全及营养等特性，帮助消费者走出了“罐头添加防腐剂”、“罐头营养价值不高”等误区。

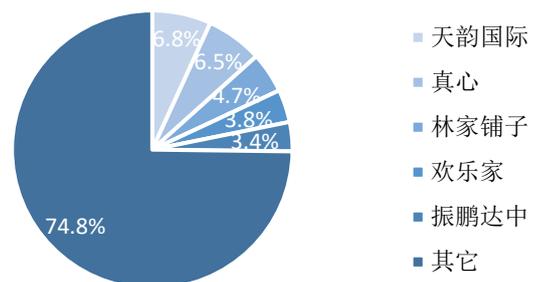
水果罐头行业规模稳健提升，但市场集中度有待提升。由于消费者在疫情期间获取新鲜食品有一定阻碍，而水果罐头则能够满足大众获取维生素方面的需求，同时培养了消费者储备罐头等应急食物的意识，因此疫情在某种程度上对行业发展有一定促进。根据Euromonitor预测，中国保质类水果和蔬菜市场规模有望稳步扩张，在2027年达到17,477百万元，22-27年CAGR预计达5.03%。同时，水果和蔬菜保质食品的市场集中度低，2022年CR5为25.2%，生产制造企业“小、弱、散”并存。我国食品制造行业工业化水平和经营规模均处于较低程度，小微企业市场竞争激烈，预计未来在政策的主导下，具有较强分销能力和分销网络的龙头企业有望收获行业增长和集中度提升的双重红利。

图表 7：中国水果和蔬菜类保质食品市场规模预测



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 8：22年中国保质食品市场集中度低



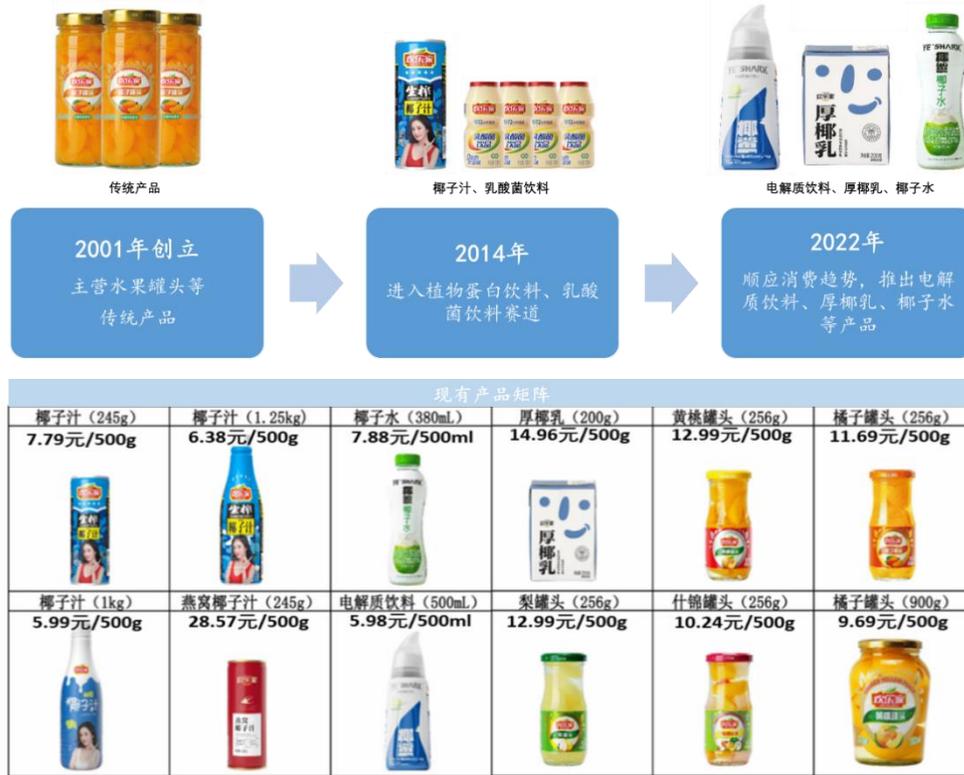
数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

3 椰子汁、水果罐头稳定增长，产品矩阵不断丰满

欢乐家公司产品主要分为两大类：第一类是椰子汁植物蛋白饮料、果汁饮料、乳酸菌饮料等饮料产品；第二类是水果罐头、八宝粥罐头等罐头产品。2022年内，公司推出了以椰子原料为基础的100%椰子水饮料、厚椰乳、电解质运动饮料以及维生

素能量饮料，丰富了饮料产品品类。在传统水果罐头规格的基础上，推出了便于携带的休闲型小包装罐头产品。公司主要产品示例如下：

图表 9：矩阵丰满拓宽护城河，夯实龙头地位



数据来源：淘宝，公司公告，华福证券研究所；

注：以上产品零售价信息截止日期为 2023 年 7 月 18 日，且产品售价均统一单位为每 500ml 或 500g 的均价。

1) 饮料品类：椰汁打底，椰水、电解质水布局完善品类，椰乳服务 B 端客户

椰子汁处于渗透周期向上阶段，是公司的一大收入核心。公司椰子汁采用双线法和 PET 瓶无菌冷灌装线生产带果肉的中性植物蛋白饮料，属国内首创，技术优势明显，2022 年收入 8.04 亿元，占总收入比例高达 50.39%，为公司主要增长引擎。2017-2022 年公司椰子汁以量增为主，处于渗透周期向上阶段，销量 CAGR 达 7.41%，价格 CAGR 达 1.47%。

其他饮料品类持续丰富，应对更多细分场景和客户。公司其他饮料中，椰子水、电解质水等朝着天然健康、新颖口味、创新包装等趋势不断发展革新，以应对越来越多的细分人群和消费场景，布局产品矩阵，增强矩阵推力；椰乳则主要服务于 B 端客户，对应现制咖啡、茶饮，若能与头部品牌达成合作，后续表现值得期待。

图表 10: 椰子汁收入增长主要依靠量增驱动



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 欢乐家椰子水、椰乳产品信息

品类	产品	产品宣传特性	价格	产品图
椰子水	蓝椰椰子水	天然电解质, 低热量, 健康补水, 0脂肪, 0胆固醇, 0防腐劑	¥7.1/380ml	
	IF	泰国进口、0添加、NFC (非浓缩还原)	¥5.96/380ml	
	VitaCoco	原装进口、新鲜原汁、NFC (非浓缩还原)、0脂低卡, 含天然电解质	¥13.34/380ml	
厚椰乳	欢乐家厚椰乳	东南亚进口优质椰子, 大容量更实惠, 无菌冷罐锁鲜, 细腻浓醇	¥14.0/L	
	菲诺厚椰乳	咖啡茶饮专用, 可搭配咖啡调制饮料饮用	¥16.6/L	
电解质水	蓝椰电解质水	含浓缩椰子水, 富含维生素B6、B12, 快速补充电解质	¥6.5/500ml	
	宝矿力水特	补水效果好, 温和配比, 易吸收, 国家队运动员保障产品	¥5.96/500ml	
	外星人电解质水	低钠, 0糖, 无负担, 电解质含量高	¥6.06/500ml	

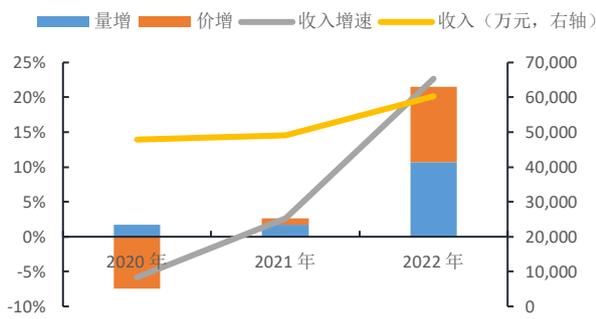
数据来源: 淘宝, 华福证券研究所; 单价均换算为以欢乐家产品同一规格的单位, 数据截至日期为 2024 年 1 月 5 日

2) 罐头品类: 黄桃罐头带头发力, 罐头业务有望维持良性发展

水果罐头量价齐增, 领先技术工艺与科学健康消费意识共同助推。公司水果罐头 22 年收入为 6.03 亿元, 占总收入比例为 37.79%, 是除椰子汁以外的另一大收入引擎。2022 年公司水果罐头业务出现高额增长, 收入增长 22.67%, 其中价增和量增分别为 10.8%和 10.71%。此系受疫情影响, 消费者对营养和健康的关注度提升, 以及公司提价策略的有效推进。未来, 随着消费者对罐头产品的健康科学认识逐渐树立, 和公司自身技术优势的加持下, 我们预计公司水果罐头业务有望保持稳健增长。

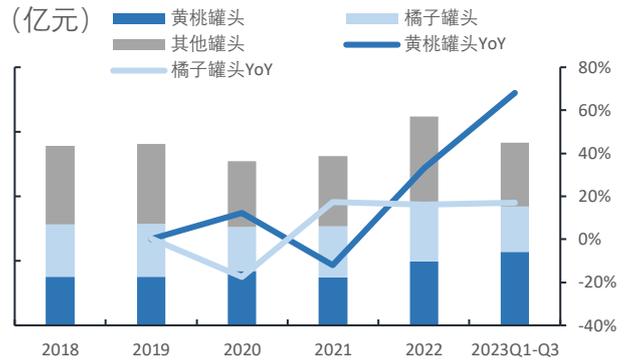
疫后罐头业务保持高增, 黄桃罐头带头发力。公司的罐头业务以黄桃和橘子罐头为核心、兼顾多品类罐头产品。黄桃罐头和橘子罐头 22 年收入分别为 1.98 亿元和 1.84 亿元, 共占罐头业务总收入的 58.94%。其中黄桃罐头 2022 年同比增速高达 33.1%, 此系 2022 年末新冠大范围感染下, 黄桃罐头受到火热关注, 带动了罐头产品整体的热度。23 年前三季度, 公司罐头业务收入达 5.66 亿元, 同比增长高达 25.49%, 其中黄桃罐头仍是保持高增的第一动力。

图表 12: 水果罐头规模增速量价拆分



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 欢乐家黄桃罐头持续高增

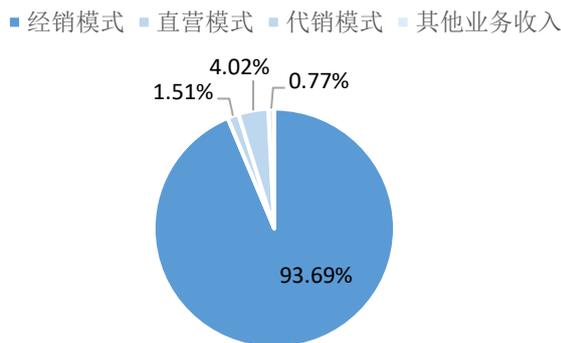


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

4 渠道效益亟待提升, 产能有望支撑公司业务可持续发展

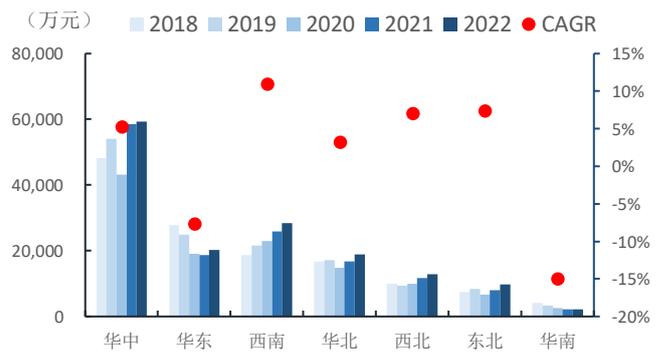
经销模式为主, 华中地区为核心。公司销售模式以经销为主, 少量通过直营和代销方式进行销售。2022 年公司经销模式销售收入占收入的比例为 93.69%, 占绝对主导地位, 为公司主要销售渠道。公司借助经销商的网点资源, 建立了基本覆盖全国范围的销售网络, 提高了公司产品市场渗透率。区域上, 公司以华中地区为核心, 2022 年收入 5.93 亿元, 占总收入的 37.17%。

图表 14: 2022 年欢乐家收入主要来自经销模式



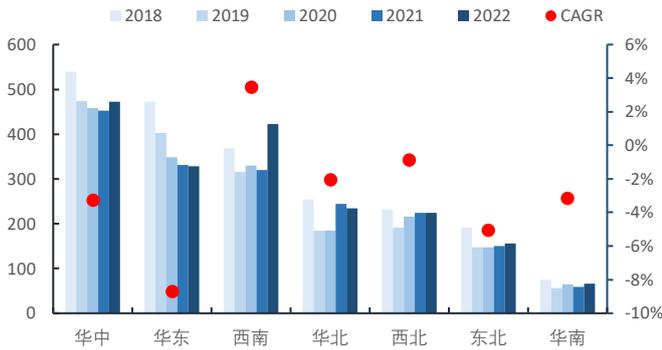
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 华中区域构成公司业务核心

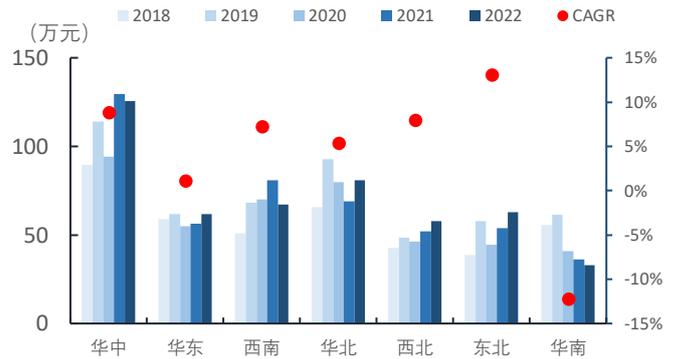


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

“扁平化”、“下沉式”渠道管理, 单经销商收入提升空间巨大。公司 2022 年共有 1902 家经销商, 采取“扁平化”和“下沉式”的销售渠道管理模式, 减少经销层级, 精耕市场、纵深终端, 增强了公司的市场反应能力。分地区来看, 华中地区的经销商数量和单经销商收入最高, 若将单经销商创收能力对标华中地区, 假设所有地区经销商数量不变, 预计单经销商效益的提升能为公司贡献 7.95 亿营收增量, 对比 22 年经销收入, 增速高达 49.80%。

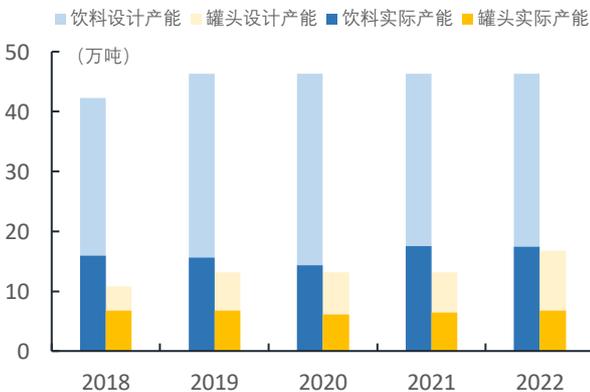
图表 16: 欢乐家分地区经销商数量


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 17: 欢乐家分地区单经销商收入


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

公司产能充裕, 在建产能有望注入新动力。截至 2022 年, 公司饮料设计产能共计 46.36 万吨, 产能利用率为 37.60%; 罐头设计产能 16.78 万吨, 产能利用率 40.17%。新建的湛江工厂预计将给公司全国化战略的推进提供有效支撑, 为表现较弱的华南地区带来增长, 按照 2022 年的产能利用率和吨收入, 若湛江工厂顺利投产, 以原有产能利用率测算, 预计新工厂投产将给公司创收 3.13 亿元, 对应 2022 年营收增长 19.59%。

图表 18: 欢乐家两类产品产能充裕


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 19: 欢乐家湛江工厂在建产能

产品类别	产品类型	产能规划 (吨)
饮料	椰子汁	70000
	其他饮料	30000
罐头	热带水果罐头	20000
	其他罐头	16500
合计		136500

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

另外, 2023 年 6 月 3 日, 公司董事会同意越南欢乐家与中越泰公司共同投资设立合资控股公司, 主要用于生产椰子类相关产品, 包括椰子水、生榨椰肉汁以及椰蓉等。

我们认为, 本次投资有利于公司完善产业链上游布局, 不仅有助于提高公司自身零售业务的原料供应稳定性和安全性, 同时还有助于公司开辟供应链业务, 为外部企业提供供应链服务, 进而充分享受椰子相关产品的未来增长红利。

公司供应链业务具备较大想象空间, 以生椰拿铁为例, 假如公司成为如瑞幸一般的大型连锁咖啡茶饮企业的椰浆供应商, 可提供较高营收增量。根据瑞幸官方的数据, 一杯生椰拿铁的原材料构成中, 约 200g 为椰浆, 而按照瑞幸大单品生椰拿铁上市一年的累计销量计算 (1 亿杯), 单 SKU 的体量就需要 20000 吨/年的椰浆采

购量，并且随着生椰拿铁年销售量的持续增加，椰浆的采购需求仍将维持增势，结合椰浆对应采购单价约为 12000 元/吨，计算可得生椰拿铁单 SKU 便可创造年营收达 2 亿元以上，若公司后续能够与如瑞幸一般的大型连锁咖啡茶饮达成椰浆供应链合作，预计可以为公司每年带来较高营收增量。

5 盈利预测与投资建议

收入方面：预计公司 23-25 年综合营收分别为 18.51/20.55/22.52 亿元，对应增速分别为 16%/11%/9.6%，其中分业务来看：

- 1) 饮料业务：考虑到椰子汁处于渗透周期向上阶段，而公司在该业务中供应链布局完善，同时其椰子汁饮料产品市场中已建立一定的品牌知名度，除此之外，公司仍在积极布局其他相关产品，如以椰子汁为基底的电解制水等。我们预计公司未来将享受到该赛道渗透率向上的红利，预计饮料业务 23-25 年收入分别为 10.32/11.53/12.86 亿元，对应增速分别为 10.29%/11.77%/11.5%。
- 2) 罐头业务：考虑到罐头行业在消费意识觉醒以及政策驱动下，未来预计将稳健增长，而公司作为罐头行业上市公司，市场地位领先，预计将受益于行业发展，预计 23-25 年罐头业务收入分别为 7.76/8.59/9.24 亿元，对应增速分别为 19.73%/10.64%/7.56%

利润方面：我们预计未来随着公司罐头业务的结构升级和和饮料业务占比的提升，23-25 年综合毛利率分别为 35.11%/35.26%/36.06%，伴随公司规模提升，费用率亦将有所优化，预计 23-25 年销售费用率分别为 10.3%/9.9%/9.8%，管理费用率分别为 5.7%/5.6%/5.5%，研发费用率预计在公司持续研发新品下保持不变，对应公司净利率预计分别达 13.9%/14.4%/15.2%，对应归母净利润分别为 2.58/2.97/3.43 亿元，同比增速分别为 26.6%/15.2%/15.7%，对应 PE 分别为 21/19/16 倍。

图表 20：公司收入成本拆分预测表

	21A	22A	23E	24E	25E
营业总收入（百万元）	1472.56	1595.95	1851.01	2054.96	2252.44
YoY (%)	18.10%	8.38%	15.98%	11.02%	9.61%
营业总成本（百万元）	941.70	1060.03	1201.15	1330.39	1440.12
YoY (%)	24.64%	12.57%	13.31%	10.76%	8.25%
毛利率 (%)	36.05%	33.58%	35.11%	35.26%	36.06%
其中：					
饮料业务收入（百万元）	939.44	935.45	1031.73	1153.14	1285.71
YoY (%)	0.28	-0.42%	10.29%	11.77%	11.50%
营业成本（百万元）	545.10	554.51	597.66	667.57	732.60
毛利率 (%)	41.98%	40.72%	42.07%	42.11%	43.02%
罐头业务收入（百万元）	524.72	648.14	776.02	858.57	923.47
YoY (%)	3.29%	23.52%	19.73%	10.64%	7.56%
营业成本（百万元）	394.83	503.62	599.06	658.39	703.08
毛利率 (%)	24.75%	22.30%	22.80%	23.31%	23.87%
其他业务收入（百万元）	8.41	12.36	43.26	43.26	43.26
YoY (%)	0.70	0.47	2.50	0.00	0.00
营业成本（百万元）	1.77	1.91	4.43	4.43	4.43
毛利率 (%)	78.96%	84.54%	89.76%	89.76%	89.76%

数据来源：Wind，华福证券研究所

我们选取了同业饮料公司和现阶段同为大单品驱动增长的百润股份作为可比公司，参考 24 年可比公司平均 PE 约 19.65 倍，考虑到公司罐头业务发展向好，且饮料业务保持较高增速，合理给予公司 24 年 25 倍 PE，目标价 16.58 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 21：相对估值表

公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
李子园	12.53	0.56	0.68	0.82	0.97	32.16	18.38	15.36	12.96
香飘飘	15.44	0.52	0.65	0.87	1.10	28.88	23.66	17.73	14.08
东鹏饮料	162.90	3.60	5.01	6.44	8.00	52.15	32.52	25.30	20.37
百润股份	22.73	0.50	0.87	1.13	1.41	75.27	26.16	20.20	16.08
平均值						47.12	25.18	19.65	15.87
欢乐家	12.29	0.45	0.58	0.66	0.77	27.04	21.36	18.53	16.01

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：以上估值信息截至 2024 年 1 月 26 日。

6 风险提示

原材料成本上涨风险：若原材料成本上涨，或影响公司盈利能力；

市场竞争加剧：若市场竞争加剧，或将影响公司战略的有效推进，进而加大盈利的波动；

新产品推广不顺风险：若新品推广不顺，或将阻碍公司提升规模享受规模经济效益，进而影响盈利能力；

食品安全问题：若公司出现食品安全问题或将对旗下所有产品的市场销售产生较大干扰，从而影响业绩的确定性。

图表 22：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	732	970	1,235	1,617	营业收入	1,596	1,851	2,055	2,252
应收票据及账款	125	179	180	208	营业成本	1,060	1,201	1,330	1,440
预付账款	18	20	22	24	税金及附加	17	20	23	25
存货	222	222	263	269	销售费用	166	191	203	221
合同资产	0	0	0	0	管理费用	93	106	116	124
其他流动资产	35	40	39	42	研发费用	1	1	2	2
流动资产合计	1,132	1,432	1,741	2,160	财务费用	-6	-21	-27	-28
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	9	-14	-12	-13
固定资产	571	614	554	499	资产减值损失	-5	-5	-5	-5
在建工程	35	35	30	25	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	156	141	127	115	投资收益	2	2	2	2
商誉	0	0	0	0	其他收益	9	14	11	13
其他非流动资产	97	112	120	124	营业利润	279	350	404	467
非流动资产合计	859	903	831	763	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	1,991	2,335	2,571	2,924	营业外支出	3	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	利润总额	276	347	402	464
应付票据及账款	311	416	426	480	所得税	73	90	105	120
预收款项	0	0	0	0	净利润	203	258	297	343
合同负债	125	122	102	112	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	6	5	6	6	归属母公司净利润	203	258	297	343
其他流动负债	188	209	219	231	EPS (按最新股本摊薄)	0.45	0.58	0.66	0.77
流动负债合计	630	753	752	828					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	21	23	22	22					
非流动负债合计	21	23	22	22					
负债合计	651	775	774	850					
归属母公司所有者权益	1,340	1,559	1,797	2,073					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,340	1,559	1,797	2,073					
负债和股东权益	1,991	2,335	2,571	2,924					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	343	383	310	427
现金收益	266	315	352	392
存货影响	-36	0	-41	-6
经营性应收影响	50	-52	2	-25
经营性应付影响	-63	104	10	54
其他影响	126	16	-13	12
投资活动现金流	-47	-116	-10	-6
资本支出	-61	-107	-3	-5
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	14	-9	-7	-1
融资活动现金流	-93	-28	-35	-39
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-86	-59	-68	-77
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-7	30	33	38

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	8.4%	16.0%	11.0%	9.6%
EBIT 增长率	11.0%	20.4%	14.8%	16.4%
归母公司净利润增长率	10.6%	26.6%	15.2%	15.7%
获利能力				
毛利率	33.6%	35.1%	35.3%	36.1%
净利率	12.7%	13.9%	14.4%	15.2%
ROE	15.2%	16.5%	16.5%	16.6%
ROIC	22.0%	22.5%	22.3%	22.3%
偿债能力				
资产负债率	32.7%	33.2%	30.1%	29.1%
流动比率	1.8	1.9	2.3	2.6
速动比率	1.4	1.6	2.0	2.3
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	33	30	31	31
存货周转天数	69	67	66	67
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.58	0.66	0.77
每股经营现金流	0.77	0.86	0.69	0.95
每股净资产	2.99	3.48	4.02	4.63
估值比率				
P/E	27	21	19	16
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	65	54	48	43

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn