



Research and  
Development Center

# 基本盘稳定，新品新渠道可期

—欢乐家 (300997.SZ) 深度报告

马铮 食品饮料首席分析师  
S1500520110001  
mazheng@cindasc.com

## 证券研究报告

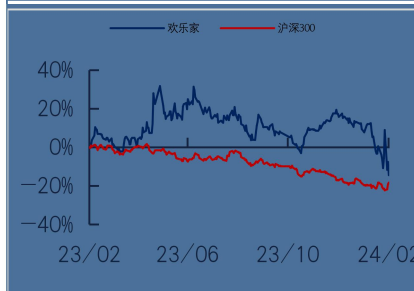
### 公司研究

#### 公司深度报告

欢乐家(300997)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	10.56
52周内股价波动区间(元)	16.26-10.56
最近一月涨跌幅(%)	-21.84
总股本(亿股)	4.47
流通A股比例(%)	19.55
总市值(亿元)	47.26

资料来源：iFind，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

## 基本盘稳定，新品新渠道可期

2024年2月8日

### 本期内容提要：

◆**投资建议：基本盘稳定，新品新渠道可期。**市场认为公司成长性不足，我们认为公司深耕罐头业务二十余年，生榨椰子汁在宴席和送礼场景有较好的品牌基础，基本盘扎实。在天然健康的趋势下，椰子水行业高速增长，我们看好公司椰子水品牌椰蜜的表现，新品可期。当下量贩零食渠道蓬勃发展，我们认为罐头和椰子饮料有望在该渠道获得较好的增量。我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.62、0.82、1.09元，对应2024年2月7日收盘价(10.56元/股)PE为16.97、12.86、9.69倍，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**首先，区别于市场对罐头行业下滑的担忧，我们认为罐头业务基本盘稳定。**市场担忧水果罐头产品是否符合消费升级的趋势，但是我们认为：1)要认识到中国市场在地理和人文结构上的复杂性、多样性，罐头产品的消费者主要包括广大的三四线城市和乡镇市场以及城市中对面食罐头有口味偏好的消费者。2)国内罐头产品的市场规模过千亿(出厂口径)，但是行业集中度较低，CR10仅有30%左右，仍有提升空间。公司深耕罐头行业二十余年，从生产端到销售端积累了丰富的经验，市场开拓的边际成本小于小厂，且公司一直在推进终端网点的开发，因此我们认为罐头业务仍然有望实现稳定增长，为公司提供较好的现金流。

◆**其次，我们认为椰子饮料的消费趋势在发生明显的边际变化，而公司在趋势上皆有布局。**从市场规模来看，2017-2021年中国椰子液体饮品行业市场规模从102.8亿元增长至144.4亿元，CAGR为7%。从椰子汁来看，其传统购买需求以送礼、宴席聚餐以及营养需求为主，但是随着2021年瑞幸生椰拿铁的走红，现制茶饮或者咖啡的搭配需求为椰子汁开拓新的消费场景；椰子水方面，其购买需求以追求健康、解渴为主，而当下消费者更加注重饮料是否具有健康天然等属性，2023年夏天椰子水饮料热销，一些生产企业扩产后仍供不应求。公司顺势而为，2022年推出面向现制茶饮或咖啡终端的厚椰乳，2023年推出欢乐家椰蜜100%椰子水，完善产品矩阵。

◆**最后，从宏观来看，食品饮料销售渠道在发生巨大变化，量贩零食门店蓬勃发展，而我们认为公司在该渠道的机会大于挑战，有望享受渠道红利。**当前我国经济正转向高质量发展的新阶段，消费者对于性价比或者物美价廉的商品需求更为明显。量贩零食顺应消费趋势应运而生，2021-2023年全国量贩零食渠道门店数高速增长。对于品牌商而言，在渠道碎片化、消费者更加理性、品牌溢价效应减弱、厂商品牌的话语权向零售品牌转移的趋势下，提供高性价比的产品，更好地融入折扣业态发展的大浪潮中是需要思考的问题。饮料解渴功能诉求明显，能够成为量贩零食门店的引流工具，但是如何平衡多方利益是传统饮料品牌商要面对的难题。欢乐家的主力市场多为三四线城市，且商超渠道较少，当下量贩零食门店多集中在一二线城市，因此我们认为公司将面临的传统渠道压力有望小于一线品牌商。

◆**风险因素：食品安全风险、产品增长不达预期、原材料价格波动**

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,473	1,596	1,922	2,476	3,256
同比(%)	18.1%	8.4%	20.4%	28.8%	31.5%
归属母公司净利润	184	203	278	367	488
同比(%)	2.9%	10.6%	36.9%	31.9%	32.8%
毛利率(%)	36.0%	33.6%	36.4%	37.5%	38.3%
ROE(%)	15.0%	15.2%	17.2%	18.5%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.45	0.62	0.82	1.09
P/E	38.89	28.76	16.97	12.86	9.69
P/B	6.32	4.34	2.93	2.38	1.91

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测；股价为2024年2月7日收盘价

## 目录

1 投资逻辑	6
2 公司简介：罐头椰子饮料双驱动	7
3 行业概况：罐头集中度待提升，椰子水需求旺盛	12
3.1 罐头行业：千亿市场规模，格局分散	12
3.2 椰子饮料行业：生椰拿铁走红，椰子水爆发增长	13
4 未来看点：基本盘稳定，量贩零食渠道红利可期	18
4.1 罐头 SKU 丰富，年轻化和便携化发展	18
4.2 产品矩阵不断完善，渠道精耕细作	19
4.3 量贩零食渠道兴起，公司有望享受红利	22
5 盈利预测	24
5.1 盈利预测及假设	24
5.2 投资评级	25
6 风险提示	25

## 表目录

表 1：消费市场由供给驱动转向需求导向	23
表 2：公司分业务盈利预测	24
表 3：可比公司盈利及估值对比（PE 估值）	25

## 图目录

图 1：截止 2023 年中报公司管理层概览	7
图 2：截止 2023 年三季报公司股权结构	8
图 3：2017-2022 年公司收入增长情况	8
图 4：2017-2022 年公司分产品收入及同比增长情况	8
图 5：2021-2022 年公司产销比处于饱和状态	9
图 6：2022 年公司设计产能中饮料占比 73%，罐头占比 27%	9
图 7：截止 2022 年 6 月 30 日公司 IPO 募投项目情况	9
图 8：2017-2022 年公司华中、西南、华东、华北市场营收	10
图 9：图 2：2017-2022 年公司西北、东北、华南以及其他地区营收增长情况	10
图 10：华中和西南是公司两大重点市场	10
图 11：2020 年后公司东北市场和西北市场开发比较顺利	10
图 12：公司椰子汁饮料毛利率在品类中毛利率较高	11
图 13：2021-2022 年公司销售净利率在 12.5% 左右	11
图 14：欢乐家罐头类产品生产工艺（以橘子罐头为例）	12
图 15：2019-2021 年我国规模以上罐头制造企业营收情况	12
图 16：2019-2021 年我国规模以上罐头制造企业产量情况	12
图 17：水果罐头 CR10 较为分散	13
图 18：水果罐头产品行业格局 CR3 为 15-20% 左右	13
图 19：水果和蔬菜罐头行业主要企业概况	13
图 20：2013-2022 年海南省椰子总产量比较稳定	14
图 21：2021 年全球椰子产量以印度、印尼、菲律宾为主	14
图 22：矮种椰子和高种椰子对比	14
图 23：国内椰子水的行业规模从 2009 年的 5377 吨逐年增长至 2022 年 2.92 万吨，CAGR 为 14%	15
图 24：椰子水饮品热量较低	15
图 25：椰子水品牌毛利率较低	15
图 26：2019-2022 年 Vita Coco 分区域市场收入情况（单位-人民币）	16
图 27：2019-2022 年 Vita Coco 产品结构	16
图 28：椰子水常见品牌	17
图 29：2022 年我国植物蛋白饮料市场规模为 1351 亿元，同比+9.5%	17
图 30：豆乳饮料是规模最大的植物蛋白饮料子品类，其次为椰汁饮料	17
图 31：瑞幸生椰拿铁走红，“生椰家族”为椰子饮品品牌商提供新的增量	18
图 32：2017-2022 年公司水果罐头和其他罐头收入以及增长情况	19
图 33：2017-2020 年公司水果罐头产品结构中以橘子罐头和黄桃罐头为核心	19
图 34：公司罐头产品 SKU 丰富，满足不同消费人群	19
图 35：公司椰子汁饮品产品矩阵	20
图 36：2017-2022 年公司椰子汁饮料营收增长情况	20
图 37：2020-2022 年公司椰子汁饮料产品结构情况	20
图 38：2020 年开始，公司启用一线明星杨幂为品牌代言人	21
图 39：2023 年公司成为“2023 湛江市大学生篮球联赛”总冠名商，通过赛事支持与消费者近距	

离接触 .....	21
图 40: 2023 年公司强化产品陈列和冰柜陈列的投放 .....	22
图 41: 募投 13.65 万吨饮料、罐头建设项目中椰子汁产能规划 7 万吨, 占比 51% .....	22
图 42: 2023 年量贩零食门店蓬勃发展 .....	23
图 43: 2023 年头部品牌门店数量基本上呈现翻倍式增长 .....	23

## 1 投资逻辑

市场认为公司成长性不足，我们认为公司深耕罐头业务二十余年，生榨椰子汁在宴席和送礼场景有较好的品牌基础，基本盘扎实。在天然健康的趋势下，椰子水行业高速增长，我们看好公司椰子水品牌椰鲨的表现，新品可期。当下量贩零食渠道蓬勃发展，我们认为罐头和椰子饮料有望在该渠道获得较好的增量。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.62、0.82、1.09 元，对应 2024 年 2 月 7 日收盘价（10.56 元/股）PE 为 16.97、12.86、9.69 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

公司成立于 2001 年广东省湛江市，发家于罐头行业，黄桃和橘子罐头是主力产品。2014 年公司进入植物蛋白饮料市场，依靠总部位居岭南的地理优势，推出“欢乐家生榨”产品，是公司第二大支柱品类，2021 年公司椰子汁产品的市场占有率位居第五。

**罐头行业规模较为稳定，集中度仍有提升空间。**国内罐头产品的市场规模过千亿（出厂口径），行业产量近年也较为稳定。市场担忧水果罐头市场是否有下滑风险，我们认为要认识到中国市场在地理和人文结构上的复杂性，罐头产品的目标消费者主要包括三四线城市和乡镇市场以及城市中水果罐头有口味偏好的消费者。根据欧睿数据，2022 年水果和蔬菜罐头行业零售额 CR10 仅为 30%，行业集中度仍有提升的空间。公司深耕罐头业务二十余年，积累了丰富的上游原料和下游经销商资源，我们认为，随着公司不断完善下沉市场终端网点的布局，仍然有望实现增长。

**椰子饮料行业提速发展，新产品新场景成为破局之道。**2017-2021 年中国椰子液体饮品行业市场规模从 102.8 亿元增长至 144.4 亿元，CAGR 为 7%。其中，椰子水的购买需求以追求健康、解渴的个人即饮为主，2009-2022 年行业规模 CAGR 为 14%，增速高于整体，但是零售终端定价高仍是行业痛点，我们认为性价比或是破局方向。而椰子汁的传统购买需求则是送礼、宴席聚餐以及营养需求，随着 2021 年瑞幸生椰拿铁的走红，现制茶饮或者咖啡的搭配需求为椰子汁开拓新消费场景。

**饮料方面，公司以“椰子+”为核心创造增长。**宴席场景下的 1.25 升 PET 瓶装椰子汁和送礼包装的 245ml 蓝彩铁罐装椰子汁是公司椰子饮料的主力产品。此外，公司进一步完善椰子相关的产品布局，2022 年推出欢乐家椰鲨 100%椰子水、厚椰乳等。我们认为，欢乐家椰子汁品牌深入人心，老品有望凭借宴席和送礼场景实现较好的增长。当下消费者更加注重饮料是否具有健康天然等属性，2023 年椰子水市场提速发展，我们认为公司新品有望随行业实现较好的增长。

**量贩零食渠道蓬勃发展，增量机会大于挑战。**从宏观来看，当前我国经济正转向高质量发展的新阶段，消费者对于性价比或者物美价廉的商品需求更为明显。量贩零食顺应消费趋势应运而生，2023 年全国量贩零食渠道门店数高速增长。对于品牌商而言，在渠道碎片化、消费者更加理性、品牌溢价效应减弱、产商品牌的话语权向零售品牌转移的趋势下，提供高性价比的产品，更好地融入折扣业态发展的大浪潮中是需要思考的问题。饮料解渴功能诉求明显，能够成为量贩零食门店的引流工具，但是如何平衡多方利益是传统饮料品牌商要面对的难题。欢乐家的主力市场多为三四线城市，且商超渠道较少，当下量贩零食门店多集中在一二线城市，因此我们认为如果进入量贩零食渠道，公司将要面临的传统渠道压力有望小于一线品牌商，增量的机会大于挑战。



## 2 公司简介：罐头椰子饮料双驱动

欢乐家食品集团股份有限公司成立于2001年广东省湛江市，致力于水果罐头、植物蛋白饮料、果汁饮料、乳酸菌饮料等产品的研发、生产和销售，经过二十余年的发展，已经形成水果罐头+椰子汁双驱动的发展战略，其中“欢乐家”品牌水果罐头国内市场销售量和销售份额从2017-2021年连续五年位居全行业前三名。2021年6月2日，公司在深圳证券交易所创业板上市，募资3.74亿元。2023年，公司实现营收19.23亿元，同比+20.47%，归母净利润2.83亿元，同比+39.35%。

公司为民营企业，股权结构集中。截止2023年三季度，公司控股股东为广东豪兴投资有限公司，持股比例为50.98%。公司实际控制人为李兴、其妻朱文湛、其子李子豪、其弟李康荣，共持有公司75.74%股份；李兴为公司董事长兼总经理，持有44.97%股份；朱文湛持有28.85%股份；李子豪为董事长特别助理，持有0.03%股份；李康荣为副总经理，持有1.89%股份。

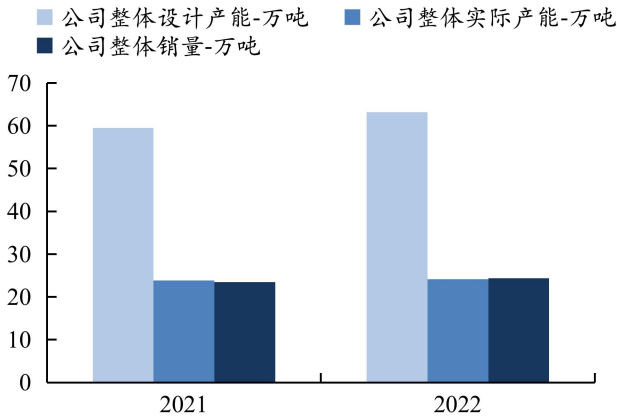
图1：截止2023年中报公司管理层概览

姓名	职务	年龄	任职日期	主要工作经历
李兴	董事长，总经理，法定代表人，非独立董事	52	2019/6/4	1971年7月出生，大专学历；中国国籍，拥有香港非永久性居民身份证和冈比亚共和国永久居留权。曾任湛江旺多多总经理，2001年创办公司，现任公司董事长、总经理。兼任湛江欢乐家实业有限公司执行董事。
李子豪	副董事长，副总经理，非独立董事	30	2023/6/29	1993年6月出生，大专学历；中国国籍，拥有香港非永久性居民身份证和冈比亚共和国永久居留权。2016年加入公司，曾任欢乐家食品集团股份有限公司电商事业部总监，现任欢乐家食品集团股份有限公司副总经理、董事长特别助理。兼任广东高地投资有限公司执行董事。
杨榕华	副总经理	45	2019/6/4	1978年11月出生，本科学历；高级会计师，注册内部审计师；中国国籍，无境外永久居留权。2016年加入公司，现任公司副总经理，曾任公司财务总监。
程松	副总经理，非独立董事	48	2019/6/4	1975年1月出生，大专学历；中国国籍，无境外永久居留权。曾任成都鹏程食品有限公司执行董事及总经理、四川二十四城文化发展有限责任公司执行董事及总经理。2016年加入公司，现任公司董事、副总经理，兼任深圳市众兴利华供应链有限公司执行董事、总经理，深圳市欢乐家投资有限公司执行董事、总经理，曾任公司董事会秘书、湛江荣兴投资合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人。
杨岗	副总经理，非独立董事	52	2019/6/4	中国国籍，无境外永久居留权，1971年7月出生，本科学历。曾任四川德阳耐火材料总公司工人、四川国群食品有限公司经理、湛江市旺多多食品有限公司业务经理，2002年加入公司从事销售业务，现任公司董事、副总经理。
李康荣	副总经理	46	2019/6/4	1977年11月出生，大专学历；中国国籍，拥有香港非永久性居民身份证和冈比亚共和国永久居留权。2001年加入公司，现任公司副总经理、采购总监。
范崇澜	副总经理，董事会秘书	46	2021/8/17	1977年6月出生，本科学历、经济学硕士，经济师；中国国籍，无境外永久居留权。现任公司副总经理、董事会秘书。
翁苏闽	副总经理，财务总监	34	2021/8/17	1989年11月出生，本科学历；中国国籍，无境外永久居留权。现任公司副总经理、财务总监，兼任湛江荣兴投资合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人，曾任公司财务经理、财务副总监。
徐坚	非独立董事	60	2022/6/24	1963年3月出生，本科学历；中国国籍，无境外永久居留权高级工程师。曾任原国家经委食品工业办公室主任科员、中国食品工业协会科教部工程师、中国凯利实业有限公司技术引进处副处长、中国食品工业协会食品服务部主任及综合业务部主任，2019年至今任中国食品工业协会副秘书长，现任公司董事。
LINHOWARDZHI HAO(林志豪)	非独立董事	28	2023/7/17	1995年8月出生，本科学历；新西兰国籍，拥有香港非永久性居民。现任湛江华都商业管理有限公司副总经理、湛江中星石油化工有限公司董事长、湛江中油大鵬石油销售有限公司董事长、湛江大鵬石化有限公司董事长、湛江国贸大鵬石油有限公司董事长、广东达智高地置业发展有限公司执行董事、广东达智投资置业有限公司执行董事、全联集采水产品(广东)股份有限公司监事会主席。
高彦祥	独立董事	62	2022/6/24	1961年12月出生，博士研究生学历；中国国籍，无境外永久居留权。曾任天津科技大学副教授、康师傅控股有限公司饮品研发副理、中国汇源果汁集团研发副总裁，2001年至今历任中国农业大学副教授、教授，2019年10月至今任公司独立董事。
吴玉光	独立董事	59	2022/6/24	1964年5月出生，本科学历，注册会计师；中国国籍，无境外永久居留权。曾任国管豫新机械厂审计处审计员、岳华会计师事务所有限责任公司高级经理、中瑞岳华会计师事务所(特殊普通合伙)授薪合伙人，现任中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)北京分所合伙人，北京开成咨询有限公司监事，2020年5月至今任公司独立董事。
宋萍萍	独立董事	56	2022/6/24	1967年出生，法学硕士中国国籍，无境外永久居留权。1992年4月-1994年10月任深圳市建材工业集团法务；1994年10月-1998年10月任广东鹏城阳光律师事务所律师；1998年10月-2002年10月任广东信达律师事务所合伙人；2002年10月-2011年10月任北京市金杜律师事务所深圳分所合伙人；2011年10月-2015年10月任深圳市东方富海投资管理有限公司合伙人、风控委主任；2013年6月-2018年1月，任深圳市远致富海投资管理有限公司风控委秘书长；2015年10月至今任深圳市东方富海投资管理股份有限公司董事、董事会秘书；2019年4月至今任深圳市前海科控港深创业投资有限公司董事、总经理，兼任深圳秋田微电子股份有限公司独立董事，中集安瑞环科技股份有限公司独立董事。2022年6月至今任公司独立董事。
鹿土贵	监事会主席，非职工代表监事	53	2022/6/24	1970年7月出生，中专学历中国国籍，无境外永久居留权。2003年加入公司，现任公司监事、监事会主席，兼任湛江欢乐家实业有限公司经理，曾任公司生产总监助理。
曾繁尊	非职工代表监事	44	2022/6/24	1979年10月出生，大专学历；中国国籍，无境外永久居留权。曾任广西桂林晶盛玻璃有限公司销售经理，2004年加入公司，现任公司采购中心副总监，监事，兼任深圳市众兴利华供应链有限公司监事，深圳市欢乐家投资有限公司监事，山东欢乐家食品有限公司执行董事，武汉欢乐家食品有限公司执行董事。
黄永珍	职工代表监事	43	2022/6/24	1980年5月出生，高中学历；中国国籍，无境外永久居留权。曾任湛江市赤坎区必立电脑打字服务部文员、湛江市金紫荆假日旅行社有限公司计调，2005年加入公司，现任公司职工代表监事、销售订单组主管。

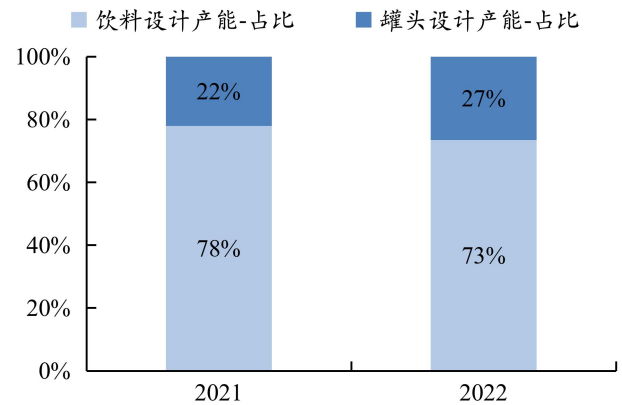
资料来源：公司公告，信达证券研发中心





**图 5：2021-2022 年公司产销比处于饱和状态**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 6：2022 年公司设计产能中饮料占比 73%，罐头占比 27%**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 7：截止 2022 年 6 月 30 日公司 IPO 募投项目情况**

项目名称	计划总投资-万元	计划投入募资-万元	募集资金投资金额-万元	募集资金投资金额-占比	达到预计可使用状态
年产 13.65 万吨饮料、罐头建设项目	25,848	23,324	23,324	62%	2023 年 6 月
营销网络建设项目	20,000	20,000	2,000	5%	2023 年 6 月
研发检测中心项目	2,279	2,279	0	0%	2024 年 6 月
信息系统升级建设项目	1,100	1,100	1,100	3%	2024 年 6 月
补充流动资金及偿还银行借款项目	15,000	15,000	11,000	29%	不适用

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

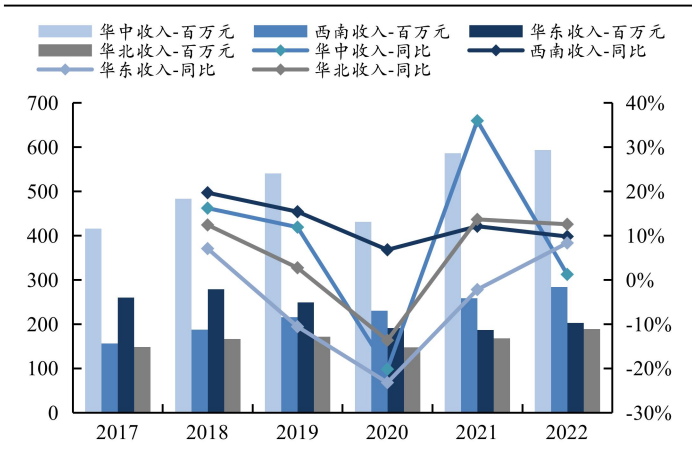
**销售模式：**公司销售模式以经销为主、直营和代销模式为辅。2017-2022 年，公司经销模式贡献收入 95% 以上，直营和代销模式占比在 5% 左右。具体来看，1) 经销模式：公司下设销售全资子公司深圳众兴利华，所有客户均与其签署销售合同，各生产子公司生产的产品均由深圳众兴利华统一实现对外销售。在结算模式上，公司以先款后货为主，给予少部分经销商一定的循环信用额度或者临时信用额度。由于饮料终端网点数量较多，公司对经销商施行扁平化和下沉式的管理模式，分布范围较广，减少经销层级，部分销售区域细分至县城市场甚至建制镇，便于公司快速收集市场信息。2) 直营模式主要是京东、天猫、拼多多、抖音等平台开设的官方旗舰店销售，而代销模式是京东自营和天猫超市等渠道。

**区域结构：**华中和西南为公司两大重点市场，西北和东北市场潜力较大。从区域市场来看，由于华东和华南市场经济发达，消费者可选择较多，市场竞争激烈，因此公司差异化布局，对华中、西南等竞争稍弱的蓝海市场加大投入。

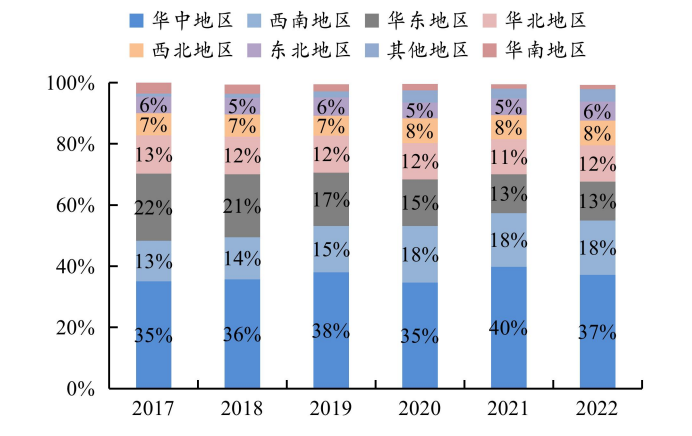
1) 公司的基本盘是华中地区，2017-2022 年营收占比在 35-40% 左右；西南市场发展较快，营收占比从 2017 年的 13% 提升到 2022 年的 18%，2020-2022 年 CAGR 为 11%；华北地区营收占比在 11-13% 左右，新冠之后恢复较好，2020-2022 年 CAGR 为 13%。

2) 西北和东北则是公司正在开发的潜力市场，东北市场 2022 年收入近亿，2020-2022 年 CAGR 为 22%，增速最高；西北市场 2021 年收入过亿，2020-2022 年 CAGR 为 14%。

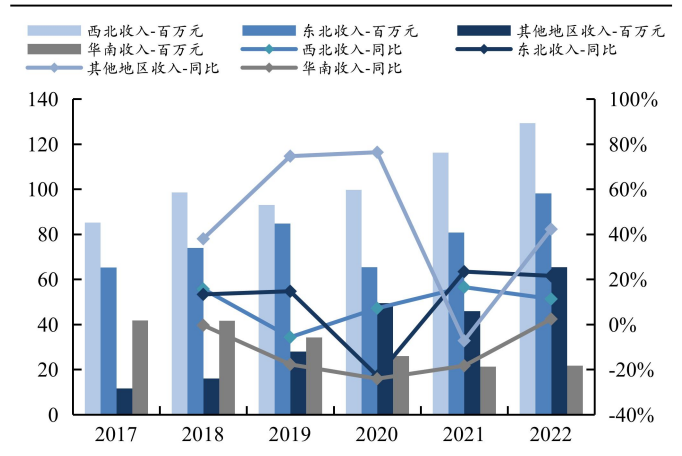
3) 华东和华南则是公司的弱势市场，两大市场的收入体量从 2017 年至今皆有不同程度的下降。一方面，华东市场有本地品牌特种兵椰子汁、元气森林等新锐品牌导致市场竞争激烈；另一方面，华南市场椰树牌椰子汁、天地壹号苹果醋的市场占有率及品牌影响力较大，且盛产多种新鲜水果，罐头消费量较小。

**图 8：2017-2022 年公司华中、西南、华东、华北市场营收**


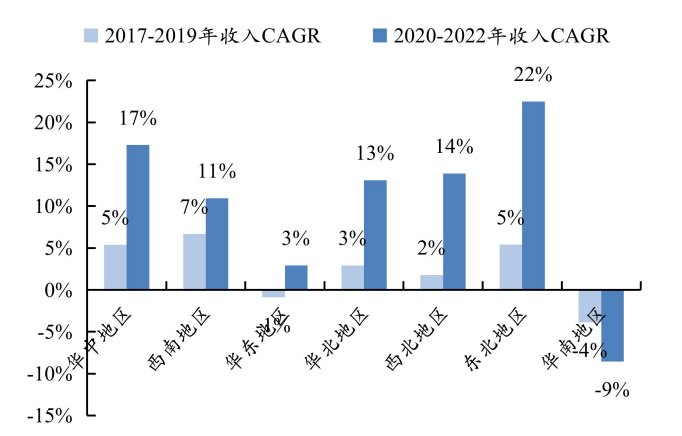
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 10：华中和西南是公司两大重点市场**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

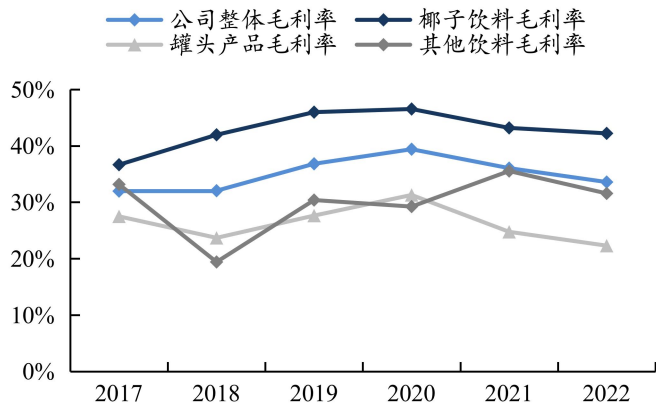
**图 9：图 2：2017-2022 年公司西北、东北、华南以及其他地区营收增长情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

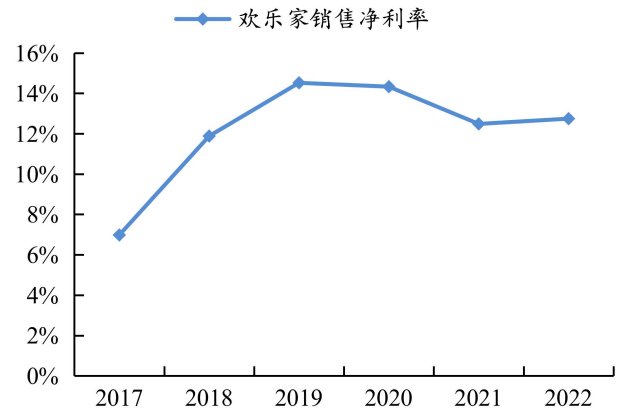
**图 11：2020 年后公司东北市场和西北市场开发比较顺利**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**盈利能力：椰子汁饮料高毛利，提振整体毛利率。**2017-2022 年公司毛利率保持 30% 以上，其中椰子汁饮料毛利率（2017-2022 年平均为 42.8%）高于罐头产品（2017-2022 年平均为 26.2%），我们认为主要原因在于罐头产品偏向于农产品加工，内容物较多，导致成本较高，同时品牌溢价并不明显；在较高的平均吨收入下，椰子汁饮料毛利率也明显高于其他饮料（乳酸菌、果汁饮料等）。净利率方面，公司销售净利率从 2017 年的 7.0% 提升到 2020 年的 14.3%，主要原因在于 1) 产品结构中高毛利产品椰子汁饮料增速较快、2) 生榨椰子汁饮料和 PET 无菌冷灌生产线投产，公司将部分椰子汁包装从 PE 瓶换为成本更低的 PET 瓶，椰子汁饮料毛利率也在同步改善。2020 年后，由于大宗原材料价格上涨后毛利率承压，2021-2022 年公司销售净利率在 12.5% 左右。

**图 12：公司椰子汁饮料毛利率在品类中毛利率较高**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 13：2021-2022 年公司销售净利率在 12.5%左右**


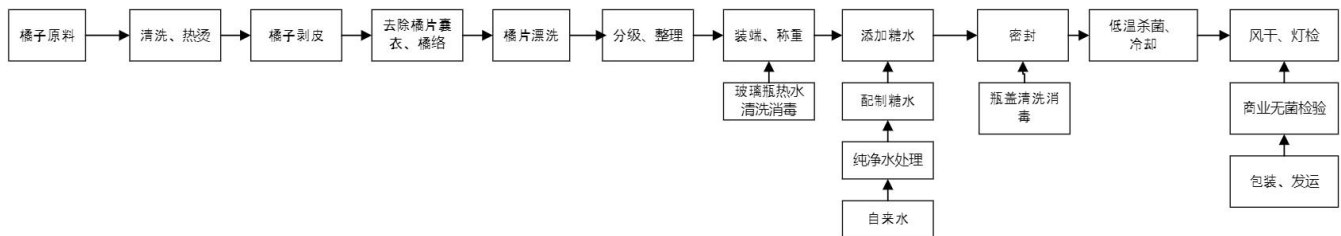
资料来源：iFind，信达证券研发中心

### 3 行业概况：罐头集中度待提升，椰子水需求旺盛

#### 3.1 罐头行业：千亿市场规模，格局分散

水果罐头产品并不添加防腐剂，长期保存的核心工艺为密封和杀菌。在普通消费者尤其是国内消费者的普遍观念中，认为新鲜水果更具有营养价值，水果罐头添加防腐剂才能长期储存的认知。但实际上，水果罐头不需要添加防腐剂即可实现长期储存，且能最大限度保持水果的营养成分，在食品安全和健康问题上并不明显劣于新鲜水果。根据国家工业和信息化部发布的《QB/T 5218-2018 罐藏食品工业术语》等相关国家和行业标准，罐头产品是食品原料经加工处理，装罐或灌装入包装容器，采用密封、杀菌方式或杀菌、密封方式达到商业无菌要求的产品。其保藏原理是通过良好的容器密封与合适的热力杀菌，在杀灭了产品自身自带的微生物的同时，密封包装使得外界微生物无法进入产品内部。

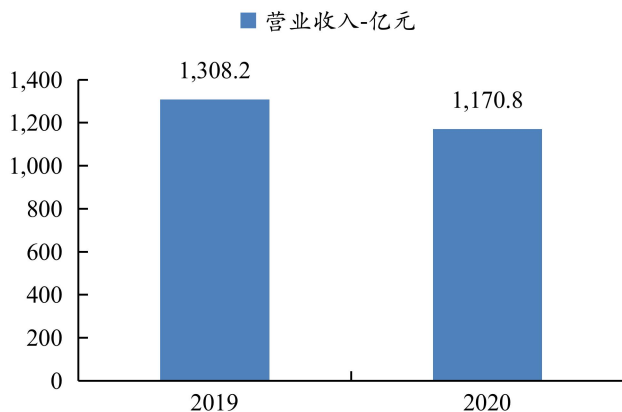
图 14：欢乐家罐头类产品生产工艺（以橘子罐头为例）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

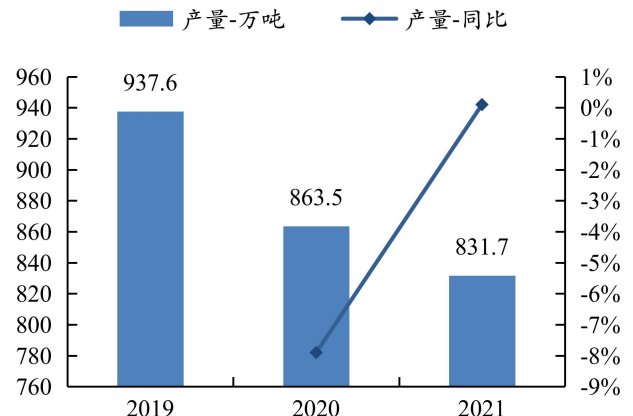
千亿罐头市场，水果罐头在低线城市需求较好。根据工信部消费品工业司发布的数据，国内罐头产品的市场规模过千亿（出厂口径），2020 年我国规模以上罐头制造企业营业收入 1170.8 亿元，当年受新冠影响、同比-10.5%。从产量来看，2021 年我国规模以上罐头制造企业产量为 837.1 万吨，2019-2021 年保持比较稳定的水平。市场担忧水果罐头产品是否符合消费升级的趋势，行业是否会有萎缩的风险，我们认为要认识到中国市场在地理和人文结构上的复杂性、多样性，罐头产品的目标消费者主要包括广大的三四线城市和乡镇市场的消费者以及城市中水果罐头有口味偏好的消费者，因此我们预计水果罐头的市场规模总体规模稳定。

图 15：2019-2021 年我国规模以上罐头制造企业营收情况



资料来源：国家统计局，中国轻工业信息中心，工信部消费品工业司，信达证券研发中心

图 16：2019-2021 年我国规模以上罐头制造企业产量情况

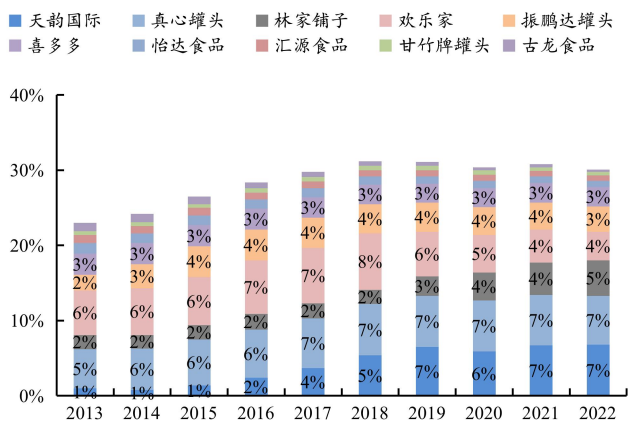


资料来源：国家统计局，中国轻工业信息中心，工信部消费品工业司，信达证券研发中心

**行业特点：1) 生产端：季产年销。**罐头产品的核心原料是鲜果和水产，有自然生产周期，产季相对集中，因此罐头产品一般是季产年销。**2) 消费端：消费习惯的区域差异较明显。**出于水果原料的新鲜度、节约运输成本，水果罐头企业一般将生产基地设在水果产地周边地区，方便鲜果的运输和保存，销售并不受地域限制。但是从我国消费者对罐头产品的消费习惯和认可程度来看，存在明显的地域差异，比如西南地区的消费者因为黄桃稀缺、偏爱黄桃罐头，而华中地区的消费者在节假日有向亲友赠送橘子罐头的习惯。

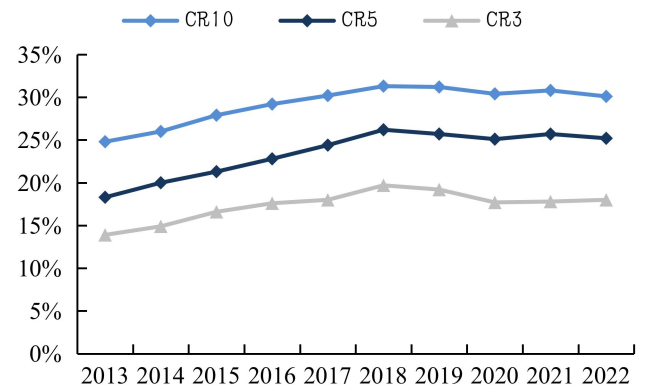
**水果和蔬菜罐头格局相对分散，欢乐家位居前五。**根据欧睿数据，2022年水果和蔬菜罐头行业零售额CR10仅为30%，其中居首的是天韵国际（2022年零售额市占率为6.8%），其次为位于大连的真心罐头（2022年零售额市占率为6.5%），第三则是在新三板挂牌的林家铺子（2022年零售额市占率为4.7%），第四为欢乐家（2022年零售额市占率为3.8%）。

图 17：水果罐头 CR10 较为分散



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 18：水果罐头产品行业格局 CR3 为 15-20%左右



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 19：水果和蔬菜罐头行业主要企业概况

公司名称	公司概况
天韵国际	成立于2003年，是中国领先的品牌加工水果产品及饮料产品销售商及制造商，主要从事 (i) 生产及销售包装于金属罐、塑胶杯、玻璃瓶及铝箔袋的加工水果产品，(ii) 生产及销售饮料产品及 (iii) 新鲜水果买卖。加工水果产品以自家品牌“缤果时代”、“天同时代”和“果小懒”及原厂委托制造代工销售的渠道出售。2022年，公司整体收入6.80亿元，自家品牌销售3.9亿元，OEM2.5亿元，新鲜水果销售4170万元。
真心罐头	大连真心罐头食品有限公司是是水果集团有限公司旗下核心企业，是是水果总部位于素有“黄桃之乡”美誉的海滨城市—辽宁省大连市，是中国罐头工业协会副理事长单位，2016年被中国罐头工业协会评为“中国罐头十强企业”。集团初创于1990年，于2002年正式改组成立公司，2015年正式成立集团。集团旗下包括“真心”水果罐头、“是是”炖梨两大水果罐头和饮品品牌，年产量超过6万吨。
林家铺子	成立于1996年，是专业罐头制造商，中国罐头工业协会理事单位，为农业产业化国家重点龙头企业，主营水果罐头、肉罐头和鱼罐头，产品主要包括：桃罐头，梨罐头，草莓罐头、橘子罐头、什锦罐头、鱼罐头、午餐肉罐头等。2020年销售收入为6.34亿元。
欢乐家	成立于2001年，总部位于广东省深圳市，致力于水果罐头、植物蛋白饮料、果汁饮料、乳酸菌饮料等食品饮料产品的研发、生产和销售，现为中国罐头工业协会副理事长单位，中国饮料工业协会理事单位。2022年，公司整体收入15.96亿元，其中罐头收入6.48亿元。

资料来源：各公司官网，欢乐家公司公告，信达证券研发中心

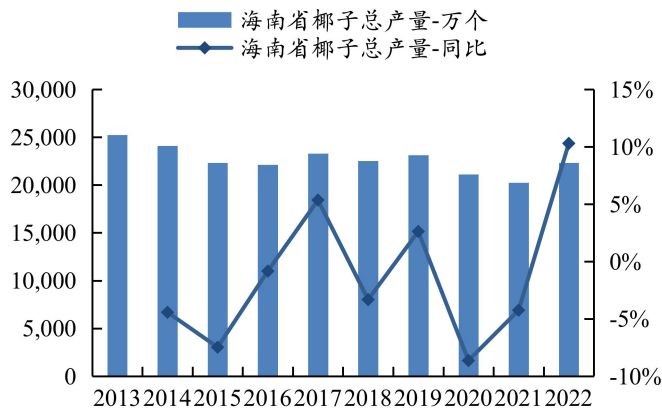
### 3.2 椰子饮料行业：生椰拿铁走红，椰子水爆发增长

**国内椰子产能有限，对外依赖程度较高。**椰子是典型的热带经济作物，主要分布于南北纬20°之间，尤以赤道滨海地区分布最多，主要椰子生产国为印度尼西亚、菲律宾、印度、斯里兰卡、泰国、马来西亚等。椰子产地在国内的分布主要在中国广东南部岛屿以及雷州半岛、海南、台湾及云南南部热带地区，其中海南全省椰子林面积占全国种植面积的99%（2021年数据），是国内椰子的主产区。根据中研研究院，中国椰子需求量每年达26亿个，而海



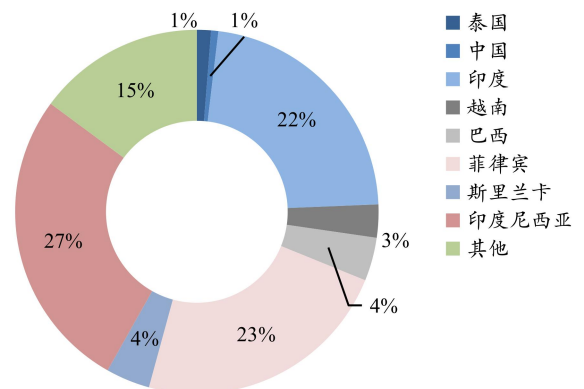
南省 2013-2022 年总产量基本稳定在 2-2.5 亿个左右，供需缺口较大，因此我国椰子对进口依赖程度较大，进口国家主要集中在泰国和印度尼西亚两国。

图 20：2013-2022 年海南省椰子总产量比较稳定



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 21：2021 年全球椰子产量以印度、印尼、菲律宾为主



资料来源：ifind，信达证券研发中心

**东南亚以矮种椰子为主，经济效益高。**椰子树为单子叶植物，根据授粉情况通常可分为异花授粉的高种椰子和自花授粉的矮种椰子。矮种椰子结果期早、果实多，开花结果时间通常是 3-5 年，是东南亚国家种植的主要品种、在国内栽培较少，而传统高种椰子则是中国主要栽培品种，需要 6-8 年的时间开始结果，单树挂果数量较少，整体经济效益不如矮种椰子，因此农户的种植意愿较低。

图 22：矮种椰子和高种椰子对比

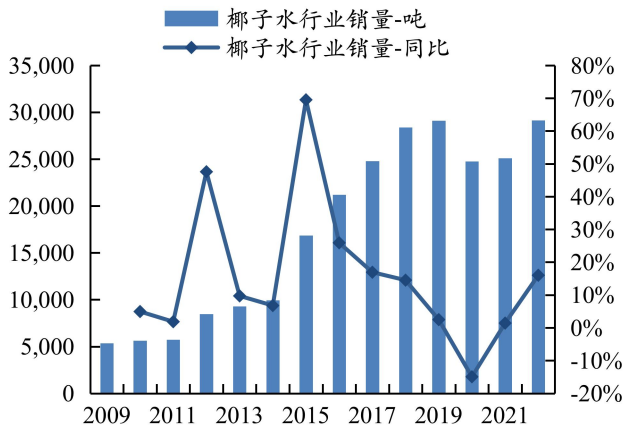
品种	特点
异花授粉的高种椰子	树干高达 15-25 米，在良好条件下 6-8 年开始结果，寿命长达 80 年以上，是中国的主要栽培品种。依据果实大小和形状，又可分为大圆果、中圆果和摘蒂仔，以摘蒂仔最优。在以上 3 种果型中，又根据果色分为青椰子和红椰子等，其中以青椰子常见。
自花授粉的矮种椰子	树干高约 5-12 米，3-5 年开花结果，寿命 30-40 年，中国栽培较少。依据果实的色泽，可分为绿果矮椰、象牙矮椰和红果矮椰三种，矮椰子具有结果期早，果实多，早熟矮生等优点。

资料来源：海南省椰子产业协会微信公众号，云果产业大脑微信公众号，信达证券研发中心

**椰子饮料可以大致分为椰子水和椰子汁两类。**椰子水是通过剥开椰子皮、过滤等方式获取的天然植物水，代表品牌有 Zico、Kara Coco、Vita Coco 等外资品牌；椰汁则是直接将椰肉以及椰子水混合在一起打碎之后通过添加调味获得的饮料，包括特种兵、海南椰树、欢乐家等品牌的生榨椰汁和菲诺的厚椰乳。2017-2021 年我国椰子液体饮品的市场规模从 102.8 亿元增长到 144.4 亿元，年复合增长率为 7%。

**椰子水的购买需求以追求健康、解渴的个人即饮。**椰子水饮品营养成分中含可溶性糖、矿物质以及少量的蛋白质和油脂，富含电解质，是给身体补充电解质、替代白水的健康选择，因此购买椰子水的消费者主要以追求健康和解渴的个人即饮为主。以 Vita Coco 椰子水为例，一瓶 330ml 热量仅为 63 千卡左右，每瓶钾含量是 580.8mg、约等于 1.2 根香蕉的含钾量。在健康化的消费趋势下，国内椰子水的行业规模也从 2009 年的 5377 吨逐年增长至 2022 年 2.92 万吨，CAGR 为 14%。

**图 23：国内椰子水的行业规模从 2009 年的 5377 吨逐年增长至 2022 年 2.92 万吨，CAGR 为 14%**



资料来源：欧睿数据，信达证券研发中心

**2023 年椰子水供不应求，但是定价高仍是行业痛点。**根据央视财经的报道，2023 年夏天椰子水饮料热销，一些生产企业扩产后仍供不应求，而“椰子水”相关团购订单量同比+300%、上线相关产品的餐饮门店数同比+368%。在椰子水的火爆背后，我们认为主要原因在于当下消费者更加注重饮料是否具有健康天然等属性。尽管椰子水定位天然健康，但是定价高仍然是行业痛点，椰子水在零售终端定价通常在 9 元以上，和传统饮料 3-5 元相比售价较高，难以下沉市场。

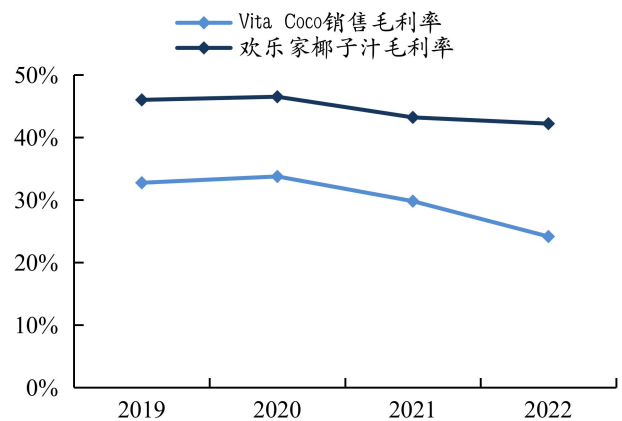
**椰子水品牌委外生产，毛利率低于椰子汁饮品。**从椰子水的生产特点来看，椰子需要摘下来后一小时内无菌封装，椰子水的工厂地址需要尽可能与椰子产地近，因此椰子水饮品品牌主要来自东南亚盛产椰子的国家，并且通常在主产地将椰子提取和包装等环节外包给当地工厂。同时，由于供应链端对提取封装和物流运输保险的需求，椰子水成本较高，以 Vita Coco 为例，2019-2022 年毛利率平均为 30%，而欢乐家椰子汁饮料毛利率为 44%。

**图 24：椰子水饮品热量较低**



资料来源：Vita Coco 天猫旗舰店，信达证券研发中心

**图 25：椰子水品牌毛利率较低**



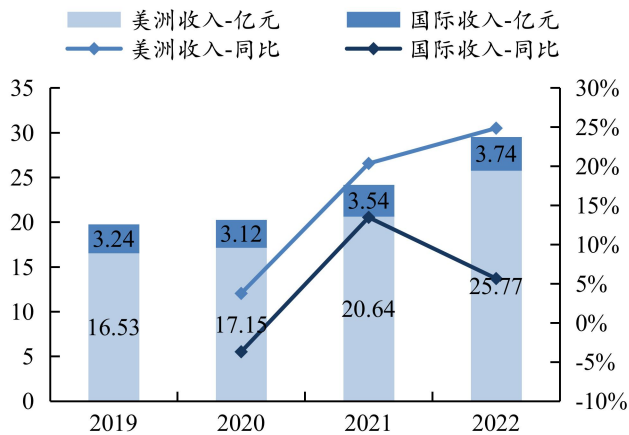
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

椰子水常见的品牌以海外品牌为主。从目前椰子水的竞争格局来看，品牌可以分为三类：

1) **全球领军椰子水品牌的 Vita Coco**，成立于 2004 年的美国纽约，品牌定位于健康型补水饮品，突出对含糖运动饮料和补水饮品的替代性，精准的品牌定位使得 Vita Coco 在美国椰子水市场迅速崛起，2022 年以市占率 50% 位居美国椰子水第一。除了北美市场，Vita Coco 积极拓展海外市场，销售范围扩展至中国、法国、西班牙、北欧、非洲以及中东市场，2022 年在英国的市占率为 82%。2021 年，Vita Coco 在美国纳斯达克上市，2022 年公司

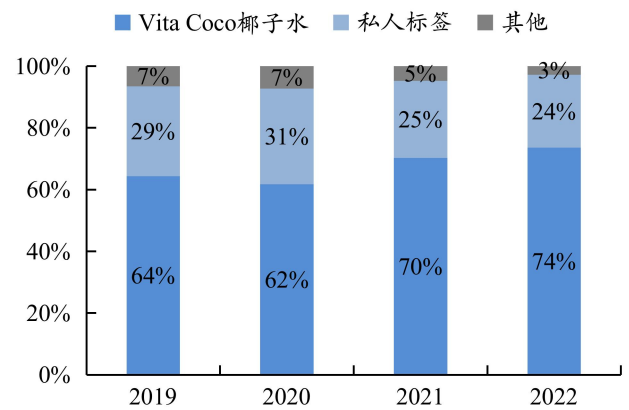
整体实现营收人民币 29.51 亿元，其中美洲（包含美国和加拿大）收入人民币 25.77 亿元，占比 87%，海外收入实现人民币 3.74 亿元，占比 13%；产品结构中 74% 为 Vita Coco 牌椰子水。

图 26：2019-2022 年 Vita Coco 分区域市场收入情况（单位-人民币）



资料来源：Vita Coco 公司公告，信达证券研发中心

图 27：2019-2022 年 Vita Coco 产品结构



资料来源：Vita Coco 公司公告，信达证券研发中心

2) **东南亚本土品牌**：东南亚是椰子的主产地之一，因此国内常见的海外品牌也是以东南亚品牌为主，这些品牌在本土市场品牌历史悠久，比如泰国的 UFC 椰子水、印尼的 Kara 椰子水。**UFC 椰子水**诞生于 1969 年的泰国，其公司 UFC 是泰国领先的加工水果和蔬菜、饮料、酱汁和调味料的加工商、制造商和分销商之一，在 Lampang 和 Nakhon Pathom 拥有两家椰子水生产基地。**Kara (佳乐) 品牌**为 1983 年印尼三务集团所创，定位于“椰子专家”，专注于椰子的育种、种植、采摘和加工的基础研究和应用，凭借新鲜品质和天然浓郁椰香成为在印尼、马来西亚及新加坡配料市场的领导者，其品类矩阵包含了烹饪型产（椰浆、椰奶、椰子油等）和即饮型产品（椰子水和椰子汁）。

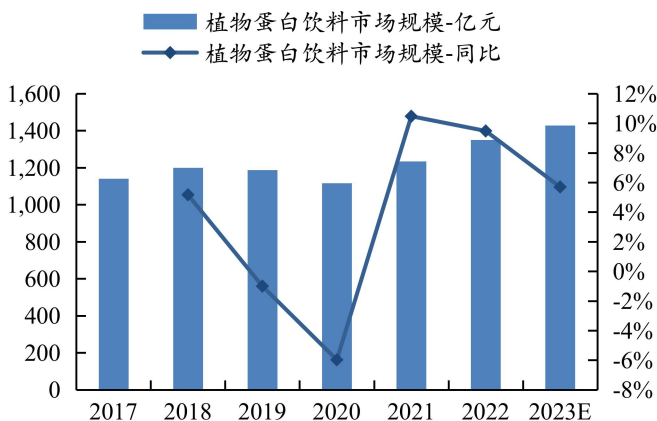
3) **国内品牌**：尽管从格局上来看，椰子水常见的品牌以海外品牌为主，但是随着椰子水在国内的消费者接受度不断提升，国内企业也逐渐推出椰子水产品，比如佳农集团推出的佳果源 100%NFC 椰子水、欢乐家在 2022 年上市的椰鲨 100%椰子水、中国台湾公司酷椰屿推出的椰子水等。

**图 28：椰子水常见品牌**

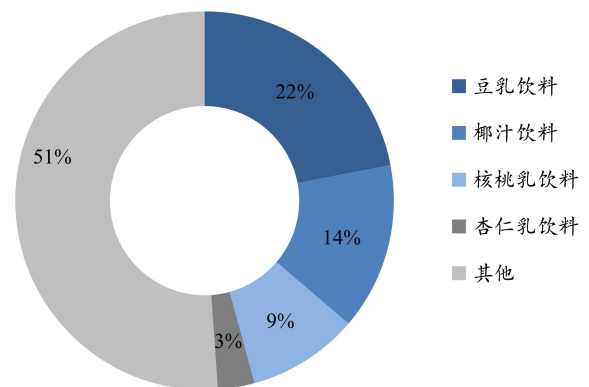
品牌	国家和地区	品牌介绍	销售范围	规格	天猫商城规格和价格	单瓶零售价测算
Vita Coco (唯他可可) 椰子水	美国	2004年成立于美国纽约，品牌定位于健康型补水饮品、含蔗糖运动饮料和补水饮料的可替代产品，2021年以市占率46%位居美国椰子水第一，Vita Coco 积极拓展海外市场，在英国市占率超过了70%。2014年9月，Vita Coco 和华彬集团成立唯他可可中国公司。2022年，公司整体实现营收29.5亿元，其中北美25.7亿元，海外3.74亿元，椰子水营收占比超过90%。	全球	330ml利乐装，500ml利乐装，1L利乐装，310ml罐装	330ml*6瓶，79元	330ml利乐包装，13元
UFC椰子水	泰国	1969年诞生于泰国，隶属于泰国一家上市公司Lam Soon (Thailand) Public Co. Ltd.，是泰国领先的加工水果和蔬菜、饮料、酱汁和调味料的加工商、制造商和分销商之一，在Lampang和Nakhon Pathom拥有两家椰子水生产基地。	全球	330ml利乐装	200ml*6瓶，39元	200ml利乐包装，6.5元
KOH (酷椰屿) 椰子水	中国台湾	品牌名KOH是泰文“海鸟”的意思，品牌理念主打“纯净、天然、健康、安心”。	全球	250ml利乐装	250ml*24瓶，158元	250ml利乐包装，6.6元
Kara (佳乐) 椰子水	新加坡	诞生于1983年的新加坡，为新加坡三务集团所创，品牌专注于椰子的育种、种植、采摘和加工基础研究及应用，以其产品的新鲜品质和天然浓郁椰香成为在印尼、马来西亚和新加坡椰子配料市场的领导者，品类矩阵包括了烹饪型产品和即饮型产品。品牌名Kara在印尼语文中有着“人民的椰子”的寓意，产品采用印尼苏门答腊岛的自主椰子园所产的成熟椰子。	全球	330ml，500ml，1000ml利乐装	330ml*12瓶，110元	330ml利乐包装，9元
佳果源100%NFC椰子水	中国	隶属于佳农集团，产品突出100%NFC非浓缩还原工艺，选用泰国丹嫩索多椰林180天的椰青，泰国原装进口。	中国	330ml利乐装	330ml*12瓶，68元	330ml利乐包装，6元
欢乐家椰蜜100%椰子水	中国	隶属于欢乐家食品，2022年上市，产品理念主打补充电解质、快速补充水分。	中国	380ml利乐装	380ml*6瓶，41.9元	380mlpet瓶，7元
春光NFC100%椰子水	中国	隶属于春光食品，产品突出NFC非浓缩还原工艺，100%选用海南东郊椰林。	中国	300ml利乐装	300ml*8瓶，71.9元	300mlpet瓶，9元

资料来源：Vita Coco 公司公告，UFC 椰子水公司官网，KOH 椰子水公司官网，Kara 公司官网，佳果源天猫旗舰店，欢乐家公司公告，春光天猫旗舰店，信达证券研发中心

**椰子汁饮品属于植物蛋白饮料。**植物蛋白饮料是以植物果仁、果肉等为主要原料（大豆、花生、杏仁、核桃仁、椰子、榛子）经加工制成的以植物蛋白为主体的乳黄液体饮品。根据加工原料的不同，植物蛋白饮料可分为豆乳饮料、椰子乳、杏仁乳、核桃乳以及蛋白饮料。根据中商产业研究院，2022 年我国植物蛋白饮料市场规模为 1351 亿元，同比+9.5%。细分市场来看，豆乳饮料是规模最大的子品类、为 297 亿元，占比 22.01%；其次为椰汁饮料，市场规模为 192 亿元，占比 14.24%。

**图 29：2022 年我国植物蛋白饮料市场规模为 1351 亿元，同比 +9.5%**


资料来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

**图 30：豆乳饮料是规模最大的植物蛋白饮料子品类，其次为椰汁饮料**


资料来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

我们认为椰子汁饮品的增长一方面来源于植物蛋白饮料的礼品属性和功能属性等传统动能，另一方面来源于现制饮品搭配需求的新动能。具体来看：

**传统动能：1) 送礼场景：**植物蛋白饮料和牛奶具有一定的礼品属性，在春节、中秋节等传统节日期间需求较大，节前两个月到节日期间为品牌商的销售旺季，节日效应较为明显。**2) 宴席场景：**在三公消费限制下，2016 年后大众餐饮消费持续升温，叠加健康饮食习惯的兴起下，大瓶椰子汁在宴席聚餐成为较为常见的饮品。**3) 营养需求：**由于植物奶不含胆固醇、



乳糖，且脂肪含量低，可供乳糖不耐受人群通过植物奶补充蛋白质、膳食纤维和钙等营养物质，因而被乳糖不耐受人群视作牛奶等动物蛋白的替代

**新动能：主要是现制饮品中的搭配需求。**海外咖啡馆常见有植物蛋白饮料搭配意式浓缩液制作拿铁的做法，2020年生椰拿铁在国内走红后，消费者对椰子汁复配的现制茶和咖啡好感提升明显。

**瑞幸生椰拿铁走红，“生椰家族”为椰子饮品品牌商提供新的增量。**从椰子饮品行业发展的阶段来看，2019年以前，椰子饮品行业仍然依赖于送礼场景和餐饮渠道，品类地域性较强，龙头企业缺少动力做产品创新，行业增长放缓。而2020年后，现制茶和现制咖啡市场的发展则为椰子饮品开辟了新的增量。2021年4月，瑞幸咖啡推出生椰拿铁，截止2023年4月3日，单品销量突破3亿杯，并且基于生椰拿铁大单品的基础上，推出冰吸生椰拿铁、摸鱼生椰拿铁、椰云拿铁、生椰丝绒拿铁、生椰爱摩卡、陨石生椰拿铁、抹茶好喝椰等生椰家族产品。因此，我们认为，在当下椰子汁在现配茶和咖啡中搭配的潮流，椰子汁饮料品牌有望通过B端供应链生意实现增量。

图 31：瑞幸生椰拿铁走红，“生椰家族”为椰子饮品品牌商提供新的增量



资料来源：瑞幸咖啡微信公众号，信达证券研发中心

## 4 未来看点：基本盘稳定，量贩零食渠道红利可期

### 4.1 罐头 SKU 丰富，年轻化和便携化发展

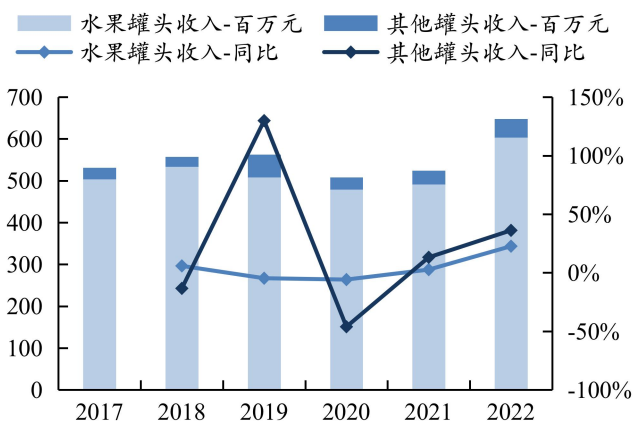
橘子和黄桃罐头为核心产品，小品类罐头丰富 SKU。公司成立之初主要从事罐头产品的生产与销售，在二十余年的发展期内，公司不断下沉市场并且丰富罐头产品 SKU，新冠之前，2017-2019年罐头产品收入 CAGR 为 3%。尽管 2020 年由于新冠影响，收入受损严重，但是新冠后罐头产品恢复较好，2020-2022 年罐头产品收入 CAGR 为 13%，2022 年整体实现 6.48 亿元，占公司整体 41%。从产品结构来看，水果罐头产品是公司罐头产品中主要的产品，尤其以黄桃和橘子罐头为代表（2017-2020 年在水果罐头中占比在 60-65% 左右）。此外，公司在其他水果罐头中布局杨梅罐头、雪梨罐头、什锦水果罐头、久宝桃罐头、杏罐头、菠萝罐头等小众品类，满足不同区域市场的多元化需求。

优化配方工艺，罐头产品年轻化和便携化。我们认为要认识到中国市场在地理和人文结构上的复杂性、多样性，罐头产品的目标消费者主要包括广大的三四线城市和乡镇市场的消费者



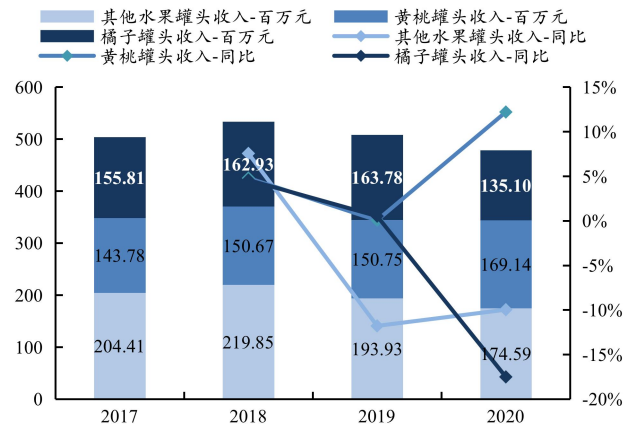
以及城市中对水果罐头有口味偏好的消费者，因此我们预计水果罐头的市场规模总体稳定。从公司的区域市场来看，由于华中地区消费者有在节假日期间向亲友赠送橘子罐头的习惯，西南山区的消费者难以购买到新鲜的黄桃，因此公司的橘子罐头在华中地区和黄桃罐头在西南地区较为畅销。因此，我们认为在公司良好的渠道基础上，通过配方的改良和包装规格的创新推进年轻化和便携化，公司水果罐头产品有望通过在下线市场触达更多的消费者保持中个位数到高个位数的增长。

图 32：2017-2022 年公司水果罐头和其他罐头收入以及增长情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 33：2017-2020 年公司水果罐头产品结构中以橘子罐头和黄桃罐头为核心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 34：公司罐头产品 SKU 丰富，满足不同消费人群



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

#### 4.2 产品矩阵不断完善，渠道精耕细作

2014 年，公司进入植物蛋白饮料市场，依靠总部位居岭南的地理优势，推出“欢乐家生榨”产品，上市后通过定位送礼+宴席场景迅速成为公司的支柱产品。2021 年公司椰子饮料产品的市场占有率和产销量在全国同类产品中排名第五名，2022 年实现营收 8.04 亿元，同比 +1.7%，贡献营收 50%。具体来看：

- 1) **1.25 升 PET 瓶装椰子汁**: 2022 年实现营收 4.30 亿元，同比 +10.8%，占椰子汁营收 54%，其主要的消费场景为节假日聚餐消费。
- 2) **245ml 蓝彩铁罐装椰子汁**: 2022 年实现营收 1.76 亿元，同比 -18.2%，占椰子汁营收 22%，其主要的消费场景为礼盒装送礼或者个人即饮消费。
- 3) **新品方面，公司持续进行产品研发**。2021 年推出了低糖的燕窝椰子汁 245ml 红色铁罐饮品（当年实现营收 2411 万元，占椰子比重 3.05%）。2022 年，推出了以椰子原料为基础的椰鲨 100%椰子水、厚椰乳等，实现营收 1.98 亿元，占椰子汁营收 25%。其中欢乐家椰鲨 100%椰子水原料选用东南亚黄金纬度椰种的 100%椰子水，含有钠、钾、钙等天然电解质，可以快速补水和电解质。依托于无菌冷灌的生产工艺，“椰子水”产品最大程度保留了

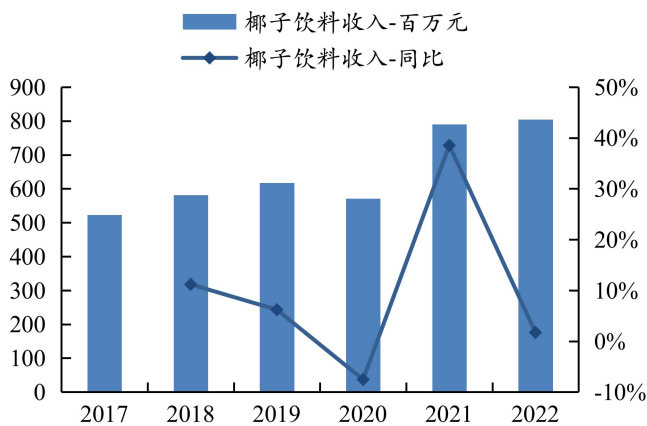
天然椰子水的自然风味，“0糖”、“0胆固醇”、“0防腐剂”较适合运动后饮用、满足消费者对健康0脂的诉求。

图 35：公司椰子汁饮品产品矩阵



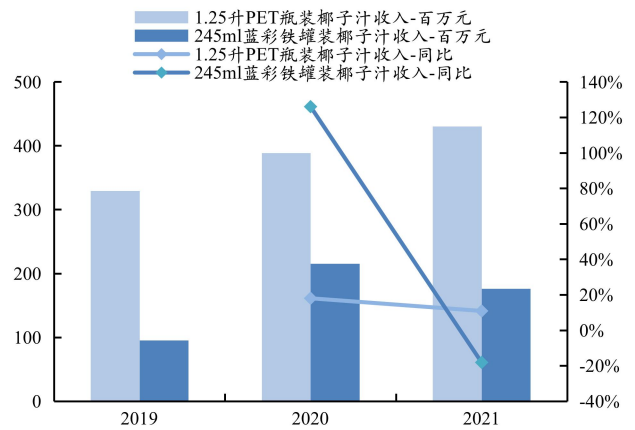
资料来源：欢乐家天猫旗舰店，信达证券研发中心

图 36：2017-2022 年公司椰子汁饮料营收增长情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37：2020-2022 年公司椰子汁饮料产品结构情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**品牌建设：持续加大在营销推广方面的投入。**2020 年，公司启用国内一线明星杨幂为品牌代言人，2021 年在城市楼宇、电子屏幕、公交车体等传统媒体点位加大布局，结合椰子汁饮料的特点在终端网点进行落地活动推广，另一方面，公司积极利用抖音、快手等新媒体平台，结合品牌调性，以拍摄剧情类短视频、微电影等形式与年轻消费群体互动。2023 年，伴随着各项体育赛事的全面启动，公司携全新椰子水、电解质运动饮料、维生素能量饮料作为“2023 湛江市大学生篮球联赛”总冠名商，通过赛事支持与消费者近距离接触。在渠道层面，我们认为，赛事支持也能够通过提升欢乐家在特殊渠道（学校、运动场馆）的品牌影响力从而赋能经销商。



图 38：2020 年开始，公司启用一线明星杨幂为品牌代言人



资料来源：欢乐家天猫旗舰店，信达证券研发中心

图 39：2023 年公司成为“2023 湛江市大学生篮球联赛”总冠军商，通过赛事支持与消费者近距离接触



资料来源：欢乐家食品微信公众号，信达证券研发中心

**渠道端精耕细作，提高单点产出。**对于饮料企业来说，冰柜对夏天旺季销售尤为重要，公司在 2023Q2 之前便有计划开展募投项目中的“营销网络建设项目”，进一步强化产品陈列和冰柜陈列的投放，推进重点市场的冰柜陈列布局。此外，公司发动终端公司人员，通过人海战术确保终端陈列的展现，在玻璃面上张贴品牌广告信息，不断积压和利用有限的冰柜空间，增加消费者的购买概率，不仅拉动终端动销，公司积极的市场动作也增强了经销商的销售信心。

**产能扩张满足市场需求，越南建厂降本增效。**椰子饮料是公司扩产中重点产品，募投 13.65 万吨饮料和罐头建设项目中椰子汁产能规划 7 万吨，占比 51%。此外，2023 年 5 月，公司发布公告与山东越海食品有限公司设立合资控股子公司山东欢乐家进出口有限公司，主要从事进口及销售生榨椰子肉汁等业务。山东越海食品有限公司实际控制人林有海在越南拥有多年椰子汁原料生产加工行业的经验，在越南槟榔省经营生榨椰子汁生产加工工厂，其中越泰公司是欢乐家近年来进口的部分生榨椰子汁的主要供货商。欢乐家椰子汁饮料产品的主要原料生榨椰子汁主要采购于越南，因此此次与公司椰子汁原料的主要生产商合资，我们认为一方面有助于公司提高原料供应的稳定性和安全性，另一方面可以通过规模效应降低采购成本和

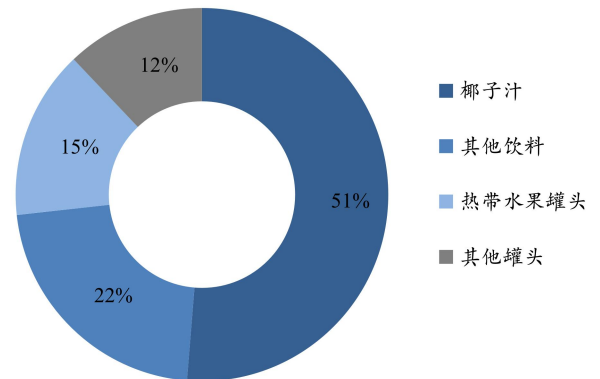
加工成本。

图 40：2023 年公司强化产品陈列和冰柜陈列的投放



资料来源：欢乐家食品微信公众号，信达证券研发中心

图 41：募投 13.65 万吨饮料、罐头建设项目中椰子汁产能规划 7 万吨，占比 51%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 4.3 量贩零食渠道兴起，公司有望享受红利

消费进入需求主导的时代，折扣业态应运而生。从宏观来看，当前我国经济正转向高质量发展的新阶段，消费者对于性价比或者物美价廉的商品需求更为明显。供需关系相应发生变化，一方面由于工业的本能是提供更多的产量，供给端逐步进入产能过剩的阶段，另一方面需求端受国内宏观环境、人口结构、经济预期变化的影响，消费者变得更为理性，消费市场逐步从供给驱动进入到需求导向的时代，产业链的话语体系将从品牌主导下的渠道渗透转移到消费者主导的供应链效率提升上。我们认为，这或将体现在终端为物美价廉产品的供给增加，以及由生产/渠道等环节构成的供应链体系效率全面提升。

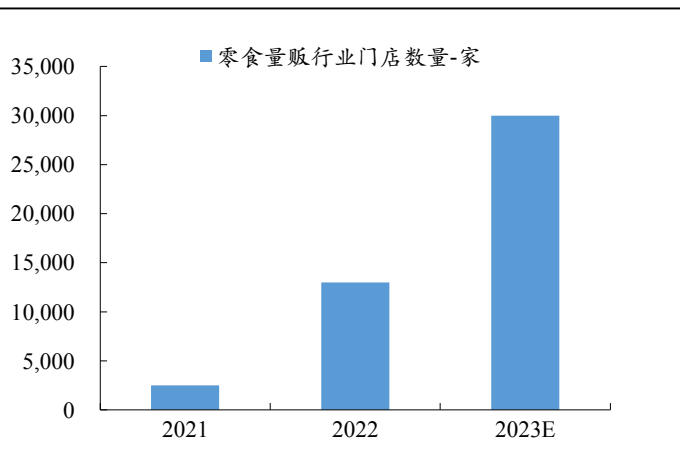
在这样的背景下，量贩零食顺应消费趋势应运而生，2021-2023 年全国量贩零食渠道门店数高速增长。其中像头部品牌在 2023 年门店数量基本上呈现翻倍式增长，比如零食很忙门店数量 2022 年仅有 2000 家，2023 年我们预计至增长 3000 家左右；零食有鸣 2022 年年底仅有 1000 家门店，2023 年 12 月增长至 2500-3000 家门店。我们认为折扣业态发展是不可逆的，并非经济下行周期的特殊产物，是需求主导时代产业链各环节的效率提升的结果。对于品牌商而言，在渠道碎片化和消费者更加理性和成熟下，品牌溢价效应减弱以及产商品品牌的话语权逐步向零售品牌转移的趋势下，如何进一步优化生产效率提供高性价比的产品，更好地融入折扣业态发展的大浪潮中是需要思考的问题。

量贩零食渠道蓬勃发展，公司有望享受渠道红利。市场关注饮料品牌商是否有机会通过量贩零食渠道获得增量。我们认为零食和饮料的渠道重合度较高，饮料具备明显的解渴功能、个人即饮诉求，能够成为门店的引流工具。相比于便利店、商场等零售渠道，消费者在量贩零食渠道中可以用相近的价格买到和以前相比产品质量更高的产品，或者说用比过去更低的价格买到了同样的产品，比如 2 元的农夫山泉卖到 1.2 元，3 元的百岁山卖到 1.8 元。另一方面，从渠道利益分配来看，量贩零食渠道终端定价低于传统渠道，如何平衡多方利益是传统饮料品牌商都要面对的难题。欢乐家的主力市场多为三四线城市，且商超渠道较少，因此我们认为，如果进入量贩零食渠道，公司将要面临的传统渠道压力有望小于一线品牌商，增量的机会大于挑战。

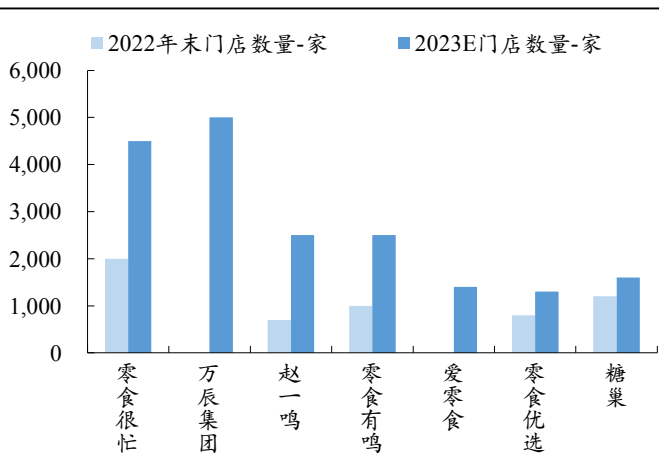
**表 1：消费市场由供给驱动转向需求导向**

	90年代之前： 大流通主导时代	90年代-2000年：外资 商超进入，开启品类品 牌趋势	2000-2010年：商超逐步成为 主流渠道，品类品牌专营崛起	2010-2020年：电商崛 起	2020年-：零食折扣 爆发
宏观背景	人均 GDP： <0.2wRMB;	GDP 增速： 7.7%-14.2% (avg10.6%) 人均 GDP： 0.2-0.8wRMB;	GDP 增 速:8.5%-14.2%(avg10.4%) ; 人均 GDP: 0.8w-2.6wRMB;	GDP 增速:6.0-10.6% (avg7.8%) ; 人均 GDP： 2.6-7.0wRMB;	<5% (不考虑新冠影 响) ; 人均 GDP: >7.0wRMB;
消费者诉求及供需关系	功能满足，低 价可得； 供不应求，卖 方市场	功能满足，渠道可得； 供不应求，卖方市场	居民负债：3%-12%； 居民负债：12-27%； 外资品类品牌率先崛起； 供给逐渐丰富，卖方市场向买 方市场转移；	居民负债：27-56%； 国内品类品牌强化+ 服务体验； 结构性产能过剩，供大 于求；	居民负债：56-62% 个性化，多元化，质 高价优； 供大于求，买方市 场；
渠道趋势	流通渠道	家乐福、沃尔玛等外资 商超快速发展	永辉/家家悦等本土商超逐步 崛起	线上天猫京东等快速 起量	线上拼多多；线下山 姆/Costco 等会员超 市及量贩零食

资料来源：新经销，信达证券研发中心

**图 42：2023 年量贩零食门店蓬勃发展**


资料来源：三联生活周刊，信达证券研发中心

**图 43：2023 年头部品牌门店数量基本上呈现翻倍式增长**

 资料来源：华糖云商，iBrandi 品创，第一食品资讯，中国新闻周刊，零食有鸣官网，食品商，零食优选官网，食品板，糖巢官网，信达证券研发中心  
 备注：赵一鸣和零食很忙于 2023 年 11 月合并



## 5 盈利预测

### 5.1 盈利预测及假设

#### 1、收入端：

1) 水果罐头：传统渠道方面，公司近年来持续开拓终端网点，并且通过改良配方和包装创新促进年轻化和便携化；新渠道方面，公司深耕罐头行业二十余年，积累了丰富的供应链经验，成本优势突出，且罐头产品矩阵丰富，我们认为有望在量贩零食渠道获得增量，我们预计 2023-2025 年收入分别为 7.56、9.19、11.25 亿元，同比+25.4%、+21.5%、+22.4%。

2) 椰子汁饮料：现饮渠道方面，公司加大网点的开拓力度，增加产品曝光度和消费者可见度；同时面向天然健康的消费趋势，对椰子水产品优化升级。渠道端，我们认为公司椰子汁和椰子水亦有潜力在量贩零食渠道获得增量。我们预计 2023-2025 年收入分别为 9.55、13.25、18.74 亿元，同比+18.8%、+38.7%、+41.4%。

而其他罐头收入和其他饮料占比较小，我们预计整体维持稳定，综上，我们预计公司收入分别为 19.22、24.76、32.56 亿元，同比+20.4%、+28.8%、+31.5%。

#### 2、成本端：

1) 水果罐头主要成本包含新鲜水果、白砂糖、玻璃瓶，我们预计营业成本 2023-2025 年分别为 5.28、6.39、7.82 亿元，同比+14.6%、+21.0%、+22.4%。

2) 椰子汁饮料的主要成本包含椰子、白砂糖、PET，我们预计营业成本 2023-2025 年分别为 5.13、7.19、10.26 亿元，同比+10.4%、+40.1%、42.8%。

而其他罐头和其他饮料占比较小，我们预计整体维持稳定，综上，我们预计公司营业成本分别为 12.22、15.47、20.10 亿元，同比+15.3%、+26.6%、+29.9%。

3、费用端：公司费用率整体比较稳定，我们预计销售费用率 2023-2025 年分别为 10.40%、11.00%、11.2%，管理费用率 2023-2025 年维持在 5%-6% 左右。

4、利润端：综上，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.78 亿元、3.67 亿元、4.88 亿元，同比 36.9%、31.9%、32.8%，归母净利润率分别为 14.49%、14.84%、14.98%，同比+1.74pct、0.35pct、0.14pct。

表 2：公司分业务盈利预测

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
椰子汁饮料	收入-百万元	571	791	804	955	1,325	1,874
	yoy	-7.5%	38.5%	1.7%	18.8%	38.7%	41.4%
	成本-百万元	305	449	465	513	719	1,026
	yoy	-8.5%	47.2%	3.5%	10.4%	40.1%	42.8%
	毛利率	46.5%	43.2%	42.2%	46.3%	45.8%	45.2%
其他饮料	收入-百万元	163	149	131	146	162	180
	yoy	-31.3%	-8.8%	-11.8%	11.1%	11.1%	11.1%
	成本-百万元	100	96	90	131	145	161
	yoy	-36.6%	-4.0%	-6.2%	46.3%	10.6%	10.6%
	毛利率	38.9%	35.7%	31.6%	9.9%	10.3%	10.8%
水果罐头	收入-百万元	479	492	603	756	919	1,125
	yoy	-5.8%	2.7%	22.7%	25.4%	21.5%	22.4%
	成本-百万元	323	364	461	528	639	782

	yoy	28.0%	2.8%	0.0%	14.6%	21.0%	22.4%
	毛利率	32.6%	25.9%	23.5%	30.1%	30.5%	30.5%
其他罐头	收入-百万元	29	33	45	43	40	38
	yoy	-46.1%	13.2%	36.2%	-4.0%	-8.2%	-3.1%
	成本-百万元	26	30	42	35	32	31
	yoy	-45.3%	15.2%	38.8%	-17.6%	-8.2%	-3.1%
	毛利率	9.4%	7.8%	6.0%	19.3%	19.3%	19.3%
合计	收入-百万元	1,247	1,473	1,596	1,922	2,476	3,256
	yoy	-12.4%	18.1%	8.4%	20.4%	28.8%	31.5%
	成本-百万元	756	942	1,060	1,222	1,547	2,010
	yoy	-16.0%	24.6%	12.6%	15.3%	26.6%	29.9%
	毛利率	39.4%	36.1%	33.6%	36.4%	37.5%	38.3%

数据来源：公司公告，信达证券研发中心预测

## 5.2 投资评级

市场认为公司成长性不足，我们认为公司深耕罐头业务二十余年，生榨椰子汁在宴席和送礼场景有较好的品牌基础，基本盘扎实。在天然健康的趋势下，椰子水行业高速增长，我们看好公司椰子水品牌椰鲨的表现，新品可期。当下量贩零食渠道蓬勃发展，我们认为罐头和椰子饮料有望在该渠道获得较好的增量。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.62、0.82、1.09 元，对应 2024 年 2 月 7 日收盘价（10.56 元/股）PE 为 16.97、12.86、9.69 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司盈利及估值对比（PE 估值）

2024/02/07	收盘价-元/股	市值-亿元	EPS-元/每股				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
李子园	9.93	39.20	0.73	0.68	0.81	0.96	32.16	14.95	12.29	10.40
承德露露	7.97	83.90	0.56	0.62	0.71	0.79	15.17	12.83	11.27	10.12
香飘飘	12.42	51.00	0.52	0.66	0.88	1.11	28.88	18.92	14.16	11.21
			0.60	0.65	0.80	0.95	25.40	15.57	12.57	10.58
欢乐家	10.56	47.30	0.45	0.62	0.82	1.09	28.76	16.97	12.86	9.69

数据来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心预测 注：总市值对应 2024 年 2 月 7 日

## 6 风险提示

### 食品安全风险

作为必需消费品，消费者关注食品安全，如若发生产品质量瑕疵问题，则有可能损害到公司的品牌形象，导致产品滞销或者库存积压。

### 产品增长不达预期

公司持续改进现有产品的口味和包装，并开发、推出、推广新品维持竞争力，若公司改良的产品及推出的新产品未能产生正向现金流或长期未盈利，公司盈利能力可能会下滑。

### 原材料价格波动

原材料占公司成本较多，如若纸浆、白砂糖、PET、水果采购价格上行，则有可能损害公司毛利率水平。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>1,006</b>	<b>1,132</b>	<b>1,404</b>	<b>1,849</b>	<b>2,454</b>	
货币资金	576	732	896	1,221	1,707	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	170	125	197	240	255	
预付账款	18	18	20	28	34	
存货	186	222	256	324	421	
其他	55	35	36	36	37	
<b>非流动资产</b>	<b>885</b>	<b>859</b>	<b>924</b>	<b>1,008</b>	<b>1,121</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	474	571	630	708	816	
无形资产	160	156	151	146	139	
其他	251	132	144	155	167	
<b>资产总计</b>	<b>1,891</b>	<b>1,991</b>	<b>2,328</b>	<b>2,857</b>	<b>3,575</b>	
<b>流动负债</b>	<b>640</b>	<b>630</b>	<b>693</b>	<b>856</b>	<b>1,088</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	145	22	26	33	42	
应付账款	230	289	335	424	551	
其他	264	319	333	400	495	
<b>非流动负债</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	25	21	19	18	16	
<b>负债合计</b>	<b>664</b>	<b>651</b>	<b>713</b>	<b>874</b>	<b>1,105</b>	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东	1,227	1,340	1,616	1,983	2,471	
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,891</b>	<b>1,991</b>	<b>2,328</b>	<b>2,857</b>	<b>3,575</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,473	1,596	1,922	2,476	3,256	
同比(%)	18.1%	8.4%	20.4%	28.8%	31.5%	
归属母公司净利	184	203	278	367	488	
同比(%)	2.9%	10.6%	36.9%	31.9%	32.8%	
毛利率(%)	36.0%	33.6%	36.4%	37.5%	38.3%	
ROE(%)	15.0%	15.2%	17.2%	18.5%	19.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.45	0.45	0.62	0.82	1.09	
P/E	38.89	28.76	16.97	12.86	9.69	
P/B	6.32	4.34	2.93	2.38	1.91	
EV/EBITDA	23.45	15.02	7.93	6.04	4.24	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>1,473</b>	<b>1,596</b>	<b>1,922</b>	<b>2,476</b>	<b>3,256</b>	
营业成本	942	1,060	1,222	1,547	2,010	
营业税金及附加	17	17	21	28	37	
销售费用	154	166	200	272	365	
管理费用	98	93	111	146	205	
研发费用	1	1	1	2	2	
财务费用	-2	-6	0	-4	-7	
减值损失合计	-5	-5	2	0	1	
投资净收益	2	2	2	3	4	
其他	-13	18	11	14	18	
<b>营业利润</b>	<b>247</b>	<b>279</b>	<b>381</b>	<b>502</b>	<b>665</b>	
营业外收支	-1	-3	-3	-3	-3	
<b>利润总额</b>	<b>246</b>	<b>276</b>	<b>378</b>	<b>499</b>	<b>663</b>	
所得税	62	73	100	132	175	
<b>净利润</b>	<b>184</b>	<b>203</b>	<b>278</b>	<b>367</b>	<b>488</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>184</b>	<b>203</b>	<b>278</b>	<b>367</b>	<b>488</b>	
EBITDA	308	341	483	581	713	
EPS(当年)(元)	0.45	0.45	0.62	0.82	1.09	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>194</b>	<b>343</b>	<b>340</b>	<b>496</b>	<b>657</b>	
净利润	184	203	278	367	488	
折旧摊销	65	70	105	86	57	
财务费用	0	0	3	1	1	
投资损失	-2	-2	-2	-3	-4	
营运资金变动	-75	69	-45	43	113	
其它	21	3	1	2	2	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-95</b>	<b>-47</b>	<b>-169</b>	<b>-168</b>	<b>-168</b>	
资本支出	-85	-62	-171	-171	-171	
长期投资	-12	13	0	0	0	
其他	2	2	2	3	4	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>256</b>	<b>-93</b>	<b>-7</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	
吸收投资	392	0	-3	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-46	-86	-3	-1	-1	
<b>现金净增加额</b>	<b>354</b>	<b>203</b>	<b>164</b>	<b>325</b>	<b>486</b>	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**姜青丰**，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深度研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

**王雪骄**，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深度研究百润股份）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推測仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 20% 以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。