

果本为基，乘势而起

—欢乐家公司深度报告

核心观点：

- 公司介绍：果本产品为基，精耕传统渠道。** 1) 品类：公司产品以果本为基，椰子饮料和水果罐头双轮驱动，二者共贡献约 90% 的收入，椰子饮料为目前公司业绩增长主要动力，水果罐头因品牌力积淀与产品创新而实现稳健增长；2) 渠道：通过经销模式深耕传统渠道（餐饮、流通与商超为主），结构偏“扁平化”，部分销售区域细分至县甚至镇；3) 区域：长江流域（西南+华中+华东）为核心市场，逐步向外围区域扩张；4) 股权与管理：董事长夫妻实控 74% 股份，2023 年增持彰显信心，荣兴咨询为高管持股平台，同时 2023 年与 2024 年初公司回购股票，其中一部分拟用于股权激励，有利于未来激发员工积极性。
- 成长逻辑：差异化竞争、渠道精耕与供应链优势驱动公司穿越周期。** 1) 产品优势：公司大包装椰汁饮料与水果罐头产品具备性价比优势，同时亦通过中高端差异化新品打开价格天花板；2) 差异化竞争：通过包装差异化与配方差异化切割头部品牌弱势区域市场；3) 渠道精耕：扁平化的渠道结构，较多数量的经销商可以更加精细地贴身服务终端网点，同时更丰厚的渠道利润支撑经销商较高的积极性；4) 供应链优势：规模化采购以及自建上游供应链，成本优势有望持续释放。
- 椰子饮料：捕捉品类红利，B+C 端双轮驱动。** 1) 行业层面：预计椰子饮品将迎来品类繁荣期，一方面 B 端门店扩张与内部替代将推动椰基需求持续增长，另一方面 B 端繁荣有望反哺 C 端需求快速增长。2) 公司层面：C 端可凭借产品高性价比与渠道精耕形成对头部椰汁饮料品牌的替代，同时推出椰子水新品“椰鲨”，通过价格带下沉打开空间并做高品牌形象；B 端顺应饮品门店降本诉求，或可凭借强供应链能力与经销渠道优势切割市场份额。
- 水果罐头：行业集中度提升，品类结构性升级。** 1) 行业层面：步入量减价增阶段，近几年中小企业逐渐出清，预计未来集中度或继续提升，利好头部企业，同时行业内呈现品类结构性升级趋势，产品持续休闲化与小型化，电商与零食折扣店等新兴渠道增长较快。2) 公司层面：一方面老品性价比优势突出，持续挤占其他中小品牌份额，另一方面积极推出休闲化与小型化的新品，并布局零食折扣店等新兴渠道，未来有望贡献新的业绩增长点。
- 投资建议：** 预计 2023~2025 年收入分别为 19.2/21.6/24.4 亿元，分别同比 +20.5%/12.3%/13.1%，归母净利润分别为 2.8/3.3/3.8 亿元，分别同比 +39.3%/16.5%/16.6%，对应 PE 分别为 23/19/17X，公司 24 年 PE 低于饮料可比公司均值 23X。考虑到新渠道与新品拓展存在不确定性，重点关注新业务拓展的节奏，维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：** 动销不及预期的风险；渠道下沉不及预期的风险；新品表现不及预期的风险；股权质押的风险；食品安全的风险。

欢乐家(300997)

谨慎推荐 (维持)

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

市场数据

2024-03-05

股票代码	300997
A 股收盘价(元)	14.31
上证指数	3,047.79
总股本万股	44,750
实际流通 A 股万股	8,750
流通 A 股市值(亿元)	13

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】欢乐家 2023 年业绩快报点评：Q4 旺季加速增长，23 全年圆满收官

主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1595.95	1922.61	2158.49	2440.99
收入增长率%	8.38	20.47	12.27	13.09
归母净利润(百万元)	203.40	283.39	330.04	384.77
利润增速%	10.65	39.33	16.46	16.58
毛利率%	33.58	38.30	38.84	39.45
摊薄 EPS(元)	0.45	0.63	0.74	0.86
PE	31.48	22.60	19.40	16.64
PB	4.78	4.30	4.31	3.42
PS	4.03	3.31	2.79	2.46

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目 录

一、公司介绍：果本产品为基，精耕传统渠道.....	4
（一）业务结构：果本为基—“椰子饮料”与“水果罐头”双轮驱动.....	4
（二）渠道结构：通过经销模式深耕长江流域的传统渠道.....	4
（三）股权与管理：董事长增持彰显信心，高管持股增强凝聚力.....	5
（四）业绩波动：近3年业绩增速逐渐抬升，净利率在13%附近波动.....	6
二、成长逻辑：差异化竞争、渠道精耕与供应链优势.....	7
（一）产品优势：不局限于性价比，高端新品打开价格天花板.....	7
（二）差异化竞争：包装与配方差异化，区域市场错位竞争.....	8
（三）渠道精耕：结构扁平化，渠道利润丰厚.....	10
（四）供应链：规模化采购与布局上游，成本端具备一定优势.....	10
（五）品牌优势：椰汁饮料明星代言，水果罐头品牌积淀.....	11
三、椰子饮料：捕捉品类红利，B+C端双轮驱动.....	12
（一）行业空间：B+C端需求共振，品类迎来繁荣期.....	12
（二）竞争趋势：区域竞争与一超多强，未来多个价格带诞生大单品.....	13
（三）公司打法：捕捉品类红利，B+C双轮驱动.....	14
四、水果罐头：行业集中度提升，品类结构性升级.....	18
（一）行业：中小厂商逐渐出清利好头部品牌.....	18
（二）行业：细分品类升级与渠道变革带来新机遇.....	19
（三）公司打法：产品小型化与休闲化，布局零食折扣店等新渠道.....	19
五、盈利预测与投资建议.....	21
（一）盈利预测.....	21
（二）估值复盘.....	22
（三）相对估值.....	23
（四）绝对估值.....	24
六、风险提示.....	25
附录：.....	28
（一）公司财务预测表.....	28

一、公司介绍：果本产品为基，精耕传统渠道

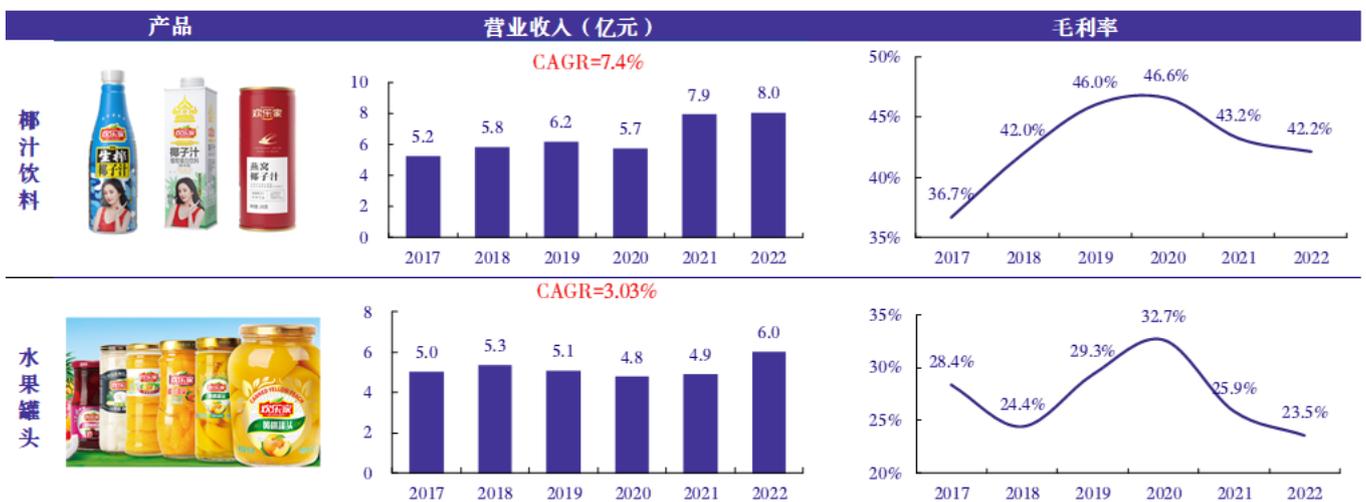
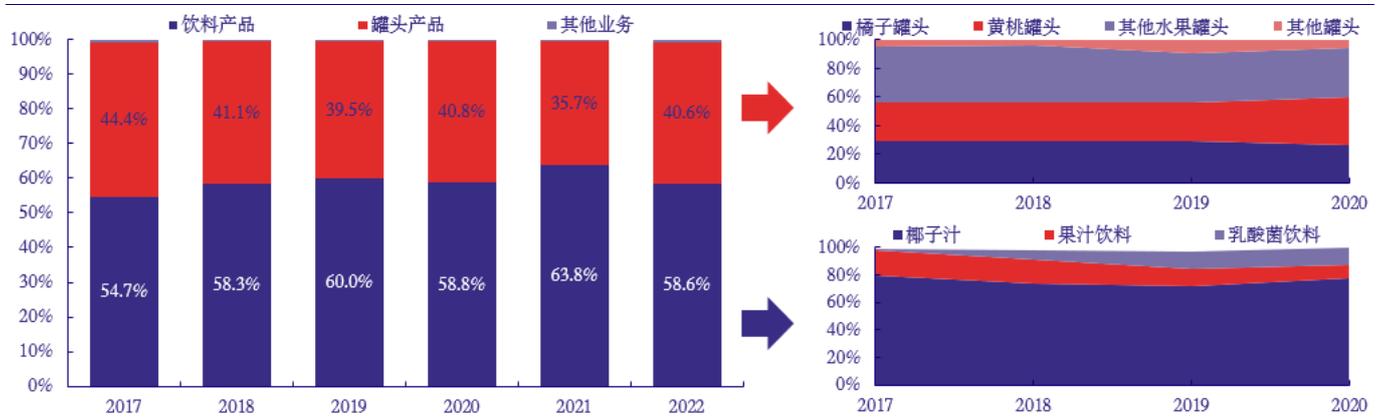
（一）业务结构：果本为基——“椰子饮料”与“水果罐头”双轮驱动

公司产品以果本为基，椰子饮料和水果罐头双轮驱动，二者共贡献约 90% 的收入，各自占比约 6:4。

1、**椰子饮料**：公司业绩增长主要动力，毛利率水平较高。椰子饮料收入增速较快，近 6 年 GAGR 约 7.4%（主要为量增），若剔除疫情因素约有双位数增长（参考 2019-2021 年 CAGR），并且毛利率近 3 年维持在 40% 以上的较高水平，是公司利润的主要增长点。

2、**水果罐头**：收入稳健增长，但盈利波动较大。收入处于中低增速区间，近 6 年 GAGR 为 3.0%，销量与提价共同驱动增长；毛利率近 3 年维持在 20%-30% 水平。

图1：欢乐家主要业务结构



资料来源：Wind，公司官网，中国银河证券研究院

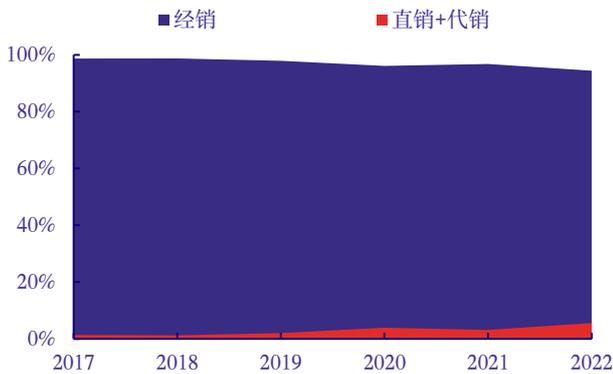
（二）渠道结构：通过经销模式深耕长江流域的传统渠道

1、**线下经销为主，线上渠道为辅**。2022 年经销模式销售收入占比 94%，少量通过直营和代销方式进行销售；2022 年经销商 1902 家，较 2017 年增长 12%。

2、全国化布局，深耕长江流域。公司销售网点多+覆盖面广+渗透力强，销售区域已覆盖除港澳台外的全国 31 个省、市、自治区；优势市场以长江流域为主（华中+华东+西南收入共占 70%），在“扁平化”和“下沉式”的销售渠道管理模式下，部分销售区域细分至县甚至镇。

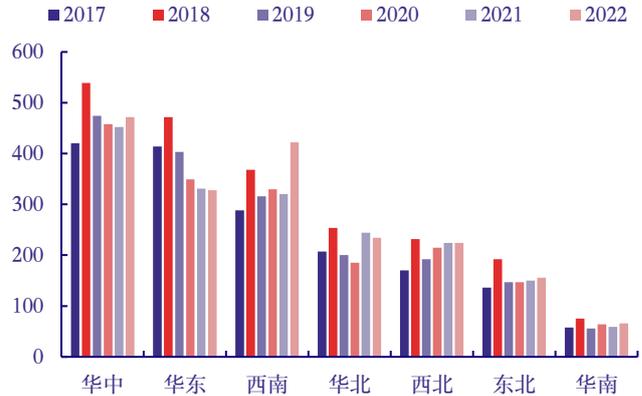
3、覆盖流通、商超与餐饮渠道。主要覆盖的渠道类型包括流通、商超、餐饮等，其中流通与餐饮渠道为公司优势渠道，整体偏下沉市场。

图2：欢乐家分渠道营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：欢乐家分区域经销商数量 (个)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表1：欢乐家渠道类型

销售模式	销售对象	销售方式	渠道
经销	经销商	公司与经销商进行买断式销售	流通、商超、餐饮等渠道
直销	最终消费者	通过官方旗舰店进行线上销售	京东、天猫、拼多多、抖音等
代销	代销平台	通过第三方店铺进行线上销售	京东自营、天猫超市等

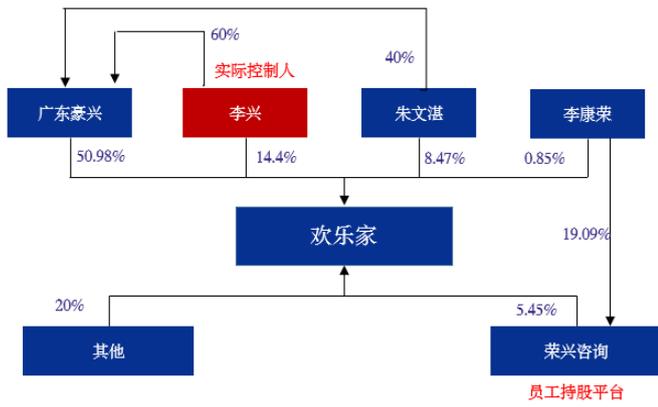
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 股权与管理：董事长增持彰显信心，高管持股增强凝聚力

1、董事长夫妻实控 74% 股份，2023 年增持彰显信心。李兴系公司创始人兼董事长，直接和间接持有公司 44.9% 股份，配偶朱文湛持有 28.8% 股份，二人合计实控 74%；董事长弟弟李康荣担任副总经理，持有 0.9% 股份。2023 年 6 月，公司公告董事长增持 1075 万元股票，彰显其对公司未来发展的信心。

2、荣兴咨询为员工持股平台，部分回购拟用于股权激励。公司董事与高管均拥有丰富的产业经验，杨岗、程松、杨榕华与翁苏闽等人通过荣兴咨询持有公司约 5.5% 股份。2023 年 11 月，公司完成回购股份约 6300 万元，其中 50% 未来拟用于股权激励，有利于提升团队凝聚力和企业竞争力。2024 年初，公司公告将继续回购 2 次，金额共计 2.5-4.25 亿元，有利于大大增强市场投资者信心。

图4：欢乐家股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：欢乐家董事与高管团队持股情况与薪酬

姓名	职务	持股数(万股)	持股比例	薪酬(万元)
李兴	董事长、总经理	6481	14.5%	120
李子豪	副董事长、副总经理	通过平台持股	-	-
李康荣	副总经理	381	0.85%	109
杨岗	董事、副总经理	通过平台持股	-	109
杨榕华	副总经理	通过平台持股	-	109
程松	董事、副总经理	通过平台持股	-	109
翁苏阔	副总经理、财务总监	通过平台持股	-	104
范崇澜	副总经理、董秘	-	-	81

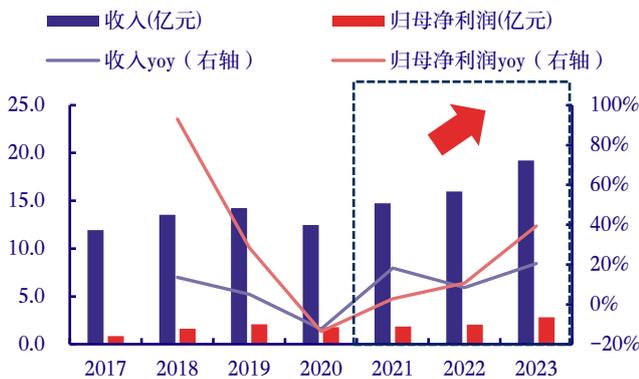
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）业绩波动：近3年业绩增速逐渐抬升，净利率在13%附近波动

近3年业绩增速逐渐抬升。2020年疫情冲击公司椰汁饮料终端需求导致业绩下降；2021年消费场景复苏推动收入端恢复到疫情前水平；2022年-2023年迎来业绩修复并创历史新高，主要系22年底黄桃罐头动销旺盛，叠加公司在22H2相继2次对罐头进行提价，以及公司持续开展饮料渠道精耕动作，共同推动收入端与利润端迎来高速增长。

净利率在13%附近波动。2017年-2023年，公司毛利率与净利率分别在35%与13%附近波动，主要受包材、白糖与椰浆等原料价格波动影响；其中，2021年-2023年，公司盈利能力呈现改善趋势，归母净利率从12.5%提升至14.7%，主要得益于罐头产品提价+包材等原料价格下降+高毛利率的椰汁饮料占比提升。

图5：欢乐家收入与利润变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：欢乐家盈利能力



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、成长逻辑：差异化竞争、渠道精耕与供应链优势

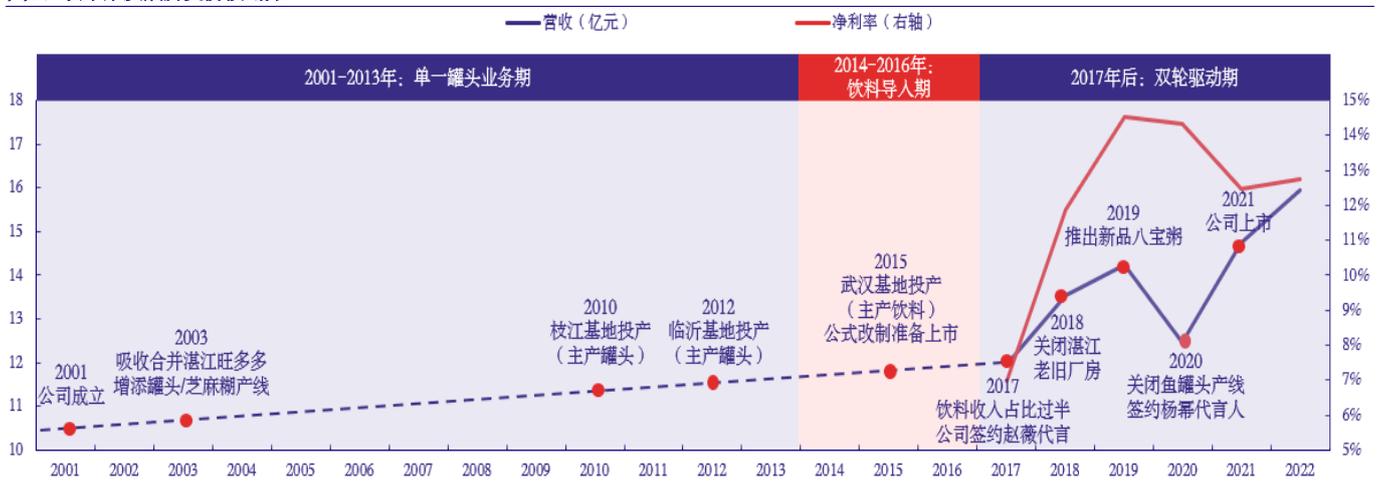
公司 2023 全年收入体量约 19 亿元，在椰汁饮料与水果罐头均为行业体量前三的品牌，主要得益于过去 20 年历史的持续积累：

1、单一罐头业务期（2001-2013 年）：公司成立后，于 2003 年收购旺多多及其罐头/芝麻糊产线，增添产能实力。先后于 2010/2012 年投建湖北/山东子公司，在水果产地布局罐头生产。公司借山东基地生产雪梨/苹果等北方水果罐头，抢占北方市场。

2、饮料业务导入期（2014-2016 年）：2014 年，公司切入椰汁饮料领域，同时开发新品乳酸菌饮料，围绕椰汁打造系列产品矩阵，以饮料业务打开第二增长极，实现营收/利润双高速增长。

3、双轮驱动期（2017 年后）：2017 年，公司饮料业务收入占比 55%，超过罐头成为公司最大收入来源，同时公司对既有产能重新整理，关闭效益欠佳的鱼罐头产线和湛江老厂房，确立饮料+水果罐头双轮驱动的战略。

图7：欢乐家发展历史阶段划分



资料来源：公司公告，公司网站，中国银河证券研究院

（一）产品优势：主打但不局限于性价比，高端新品打开价格天花板

1、主力产品拥有明显的性价比优势

椰汁饮料：公司椰汁饮料产品分为多个 SKU，其中主力产品为 pet 大瓶装（主要用于宴请/餐饮），终端零售价 14 元/1.25L，平均单价约 1.1 元/100mL，低于头部品牌椰树。

水果罐头：主力产品为黄桃罐头+橘子罐头，其中黄桃罐头重点 SKU 的终端零售价 5 元/256g，平均单价约 2 元/100g，在水果罐头行业形成较强竞争力。

2、不局限于高性价比产品，高端新品打开价格天花板

公司开发椰子牛奶/燕窝椰汁，均价分别为 1.4/5.7 元每 100mL，新品向上打开价格带上限，丰富产品 SKU，为渠道带来更多利润点，延长品类生命周期。

图8：欢乐家产品具备高性价比



资料来源：各品牌京东与天猫官方旗舰店，马上赢，中国银河证券研究院

（二）差异化竞争：包装与配方差异化，区域市场错位竞争

椰子饮料产品偏同质化，且头部品牌椰树作为品类开创者并在行业耕耘近三十年，品牌优势与产品优势均较为明显，因此公司作为后发进入者，主要凭借差异化切入市场，具体包括三方面：

1、包装差异：包材/设计等构成竞争方向。公司包装规格大，主要为 500/1250mL/礼盒装产品，适配日常饮用/出行/餐饮/赠礼等多种需求场景，打开与小包装（<500mL）差异。

2、配方差异：椰汁配方简单，辅料为差异抓手。部分企业开发无糖/无添加产品争夺健康市场，或开发含椰果椰汁/厚椰乳等产品增厚口感。公司除含椰果椰汁外，还推出泰式椰汁/椰子牛奶/椰子酸奶/燕窝椰汁等创新口味，形成独特差异并推动高端化。

3、区域错位竞争：以华中/西南为大本营

切入竞品弱势区域：竞品椰树泛全国化布局但主体位于华南与华东市场；味全主打低温椰汁，因冷链物流限制主要布局华东市场；春光等主要布局海南两广市场；可可满分/菲诺/IF 等新兴品牌和海外品牌则主要发力华东和电商。

华中具备先发优势：公司在湖北拥有水果罐头生产基地，经过长期耕耘后在消费者中具备较强的品牌基础。

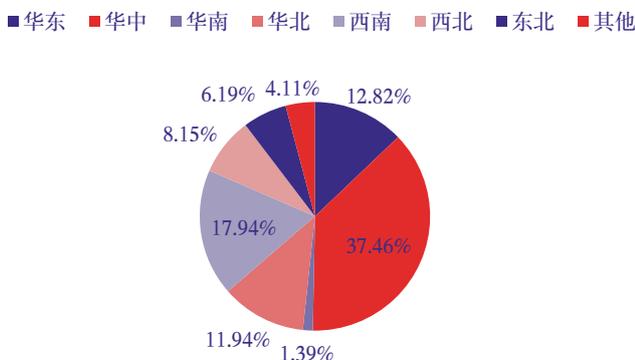
植物基饮料南北消费习惯不同：南方椰汁饮料拥有长期消费基础且消费力更强，而北方市场主要消费豆奶、杏仁奶等其他植物蛋白饮料。

图9：主要品牌的椰子汁产品比较

公司	产品	产品图	净含量 (mL)	零售价 (元/个)	均价 (元/100mL)	主料	辅料	包材
椰树	正宗椰汁		245	4.3	1.8	水、椰汁	白砂糖、食品添加剂	铝罐
椰谷	24小时鲜椰汁		450	4.7	1.0	水、椰汁	白砂糖、椰果、食品添加剂	塑料瓶
菲诺	厚椰乳		200	4.3	2.1	水、椰汁	白砂糖、椰子水、食盐、食品添加剂	利乐包
味全	好喝椰		300	8.9	3.0	水、椰汁	白砂糖、椰子水、食品添加剂	塑料瓶
欢乐家	生榨椰子汁		500	6.0	1.2	水、椰汁	白砂糖、椰果、食品添加剂	塑料瓶
特种兵/苏萨	生榨椰子汁		1250	14.0	1.1	水、椰汁	白砂糖、椰果、食盐、食品添加剂	塑料瓶

资料来源：各品牌京东与天猫官方旗舰店，马上赢，中国银河证券研究院

图10：2022 年公司收入集中于华中和西南市场



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图11：各植物蛋白饮料企业地域市场分布



资料来源：欢乐家公司公告，各公司官方网站，中国银河证券研究院

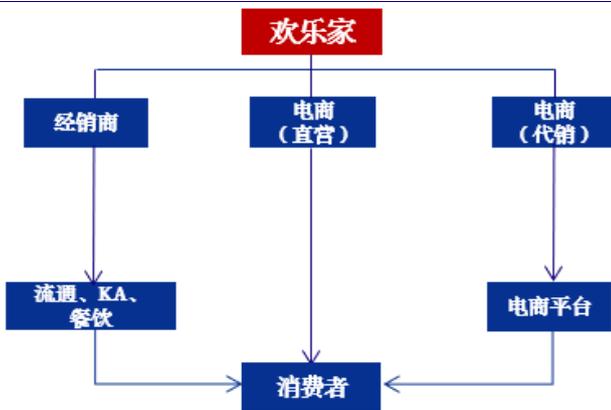
（三）渠道精耕：结构扁平化，渠道利润丰厚

1、渠道结构扁平化：公司减少二批商，通过一级经销商直接服务于终端网点，建立了扁平而高效的经销框架，发力传统渠道。同时公司赋能经销商数字化建设，时刻跟踪终端和经销商库存，反馈一手市场信息，保持经销渠道信息畅通和高效运转。2023Q3 末经销商数约 1800 家，与养元饮品接近，而养元饮品的收入体量是公司 4 倍左右。

2、渠道利润丰厚：扁平化的经销体系下参与利润分配的二批商减少，预留丰裕的渠道端利润，刺激经销商积极性，便于公司巩固与经销商的合作关系以及推动经销渠道进一步扩张。

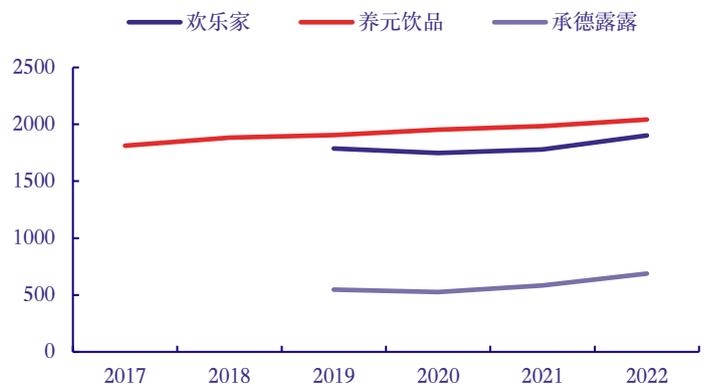
3、长期稳定的合作关系：公司通过商业折扣、返利等形式，与经销商建立长期稳定的供货关系，维系终端渠道稳定。对北上广深等重点区域经销商，公司为降低开拓成本而给予一定授信额度，巩固一线城市经销商开拓成果。

图12：欢乐家渠道组织结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图13：经销商数量对比（家）



资料来源：各个公司公告，中国银河证券研究院

（四）供应链：规模化采购与布局上游，成本端具备一定优势

1、白糖，作为公司采购的主要原料之一，占公司采购总成本 20%以上，公司白砂糖采购与中粮糖业深度合作，可通过规模效应获得价格优势。

2、椰浆，直接自越南规模化采购，有一定的议价能力。

3、水果，水果生产分散化，且存在地方农业政策保护，采购价格具备一定优势但不明显。

图14：公司白糖采购具备一定价格优势



资料来源：农业信息网，公司公告，中国银河证券研究院

图15：公司椰浆采购具有一定议价权



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

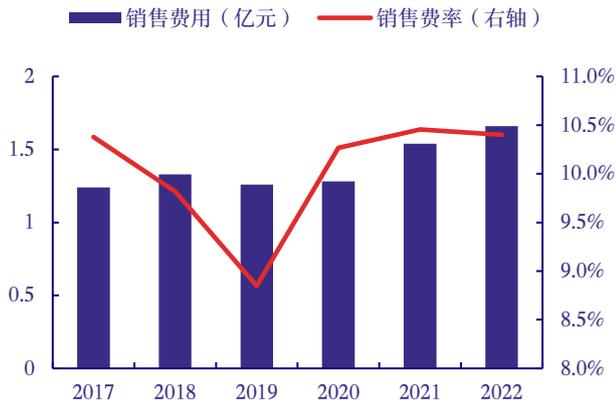
（五）品牌优势：椰汁饮料明星代言，水果罐头品牌积淀

公司在华中、西南等大本营市场具有较高知名度，营销活动集中于线下，以代言和冠名为主，分别对标全国性知名度/广东本地地方性知名度，销售费用投入偏稳健。

1、**代言**：2017年公司签约赵薇/释小龙为代言人，2020年合约到期后公司签约杨幂为代言人，在包装上印刷杨幂形象以展现公司年轻活力的品牌形象。

2、**冠名**：公司利用广东本地企业优势，冠名湛江“欢乐家杯”大学生篮球联赛以及广东男篮湛江“欢乐家队”，利用本土优势提升公司在当地的知名度和影响力。

图16：公司销售费用投放比较稳健



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图17：欢乐家通过品牌代言人的方式推广营销



资料来源：公司公告，公司官方网站，中国银河证券研究院

三、椰子饮料：捕捉品类红利，B+C 端双轮驱动

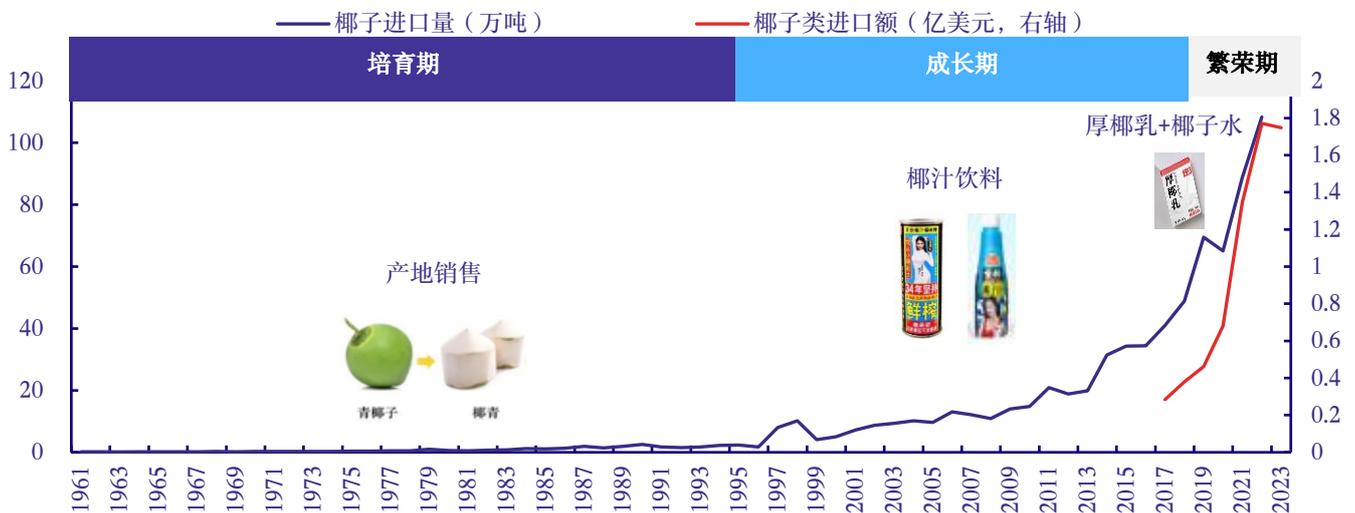
(一) 行业空间：B+C 端需求共振，品类迎来繁荣期

培育期（1960-1995 年）：以生椰子消费为主，定位是偏小众的水果产品，市场多集中在南方与东南沿海，主要系产地本土消费；

成长期（1996-2019 年）：以椰汁饮料消费为主，区域上仍以南方市场消费为主，消费场景集中在宴请、聚会与餐饮等，椰树公司通过产品研发实现品类创新而奠定龙头地位，2014 年后欢乐家、苏萨等品牌通过价格带下沉进一步打开下线市场。

繁荣期（2020-2024 年）：瑞幸生椰拿铁+疫情催化厚椰乳与椰子水需求放量，成为行业新的增长点；供给口径（国内椰子大部分来自进口），根据海关数据，2022 年国内椰子进口量 108 万吨（CAGR2=29%），椰子类产品进口额 1.8 亿美元（CAGR2=61%）。

图18：椰子行业发展历程



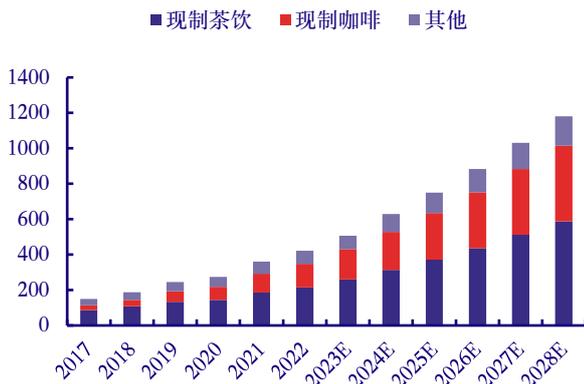
资料来源：Wind，联合国粮农组织，中国海关，中国银河证券研究院
备注：进口量口径为生椰子，进口额口径为椰子汁+椰子或干椰肉的油渣饼及其他固体残渣

1、B 端：门店扩张与内部替代将推动椰基需求持续增长

驱动力一：跟随下游现制饮品门店数量增长。根据灼识咨询数据，随着消费者认知度增强以及供应链愈加成熟，预计现制饮品行业未来 5 年内仍将维持双位数较快增长趋势，茶饮与咖啡品类共同驱动行业规模扩张。

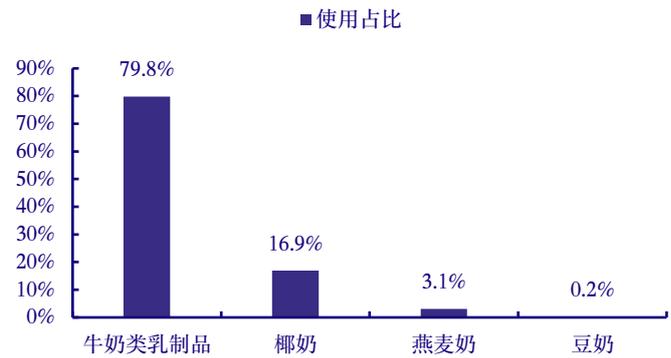
驱动力二：椰基产品占比仍有较大替代空间。2021-2023 年瑞幸咖啡相继推出大单品“生椰拿铁”、“椰青美式”与“烤椰拿铁”等，引领椰基产品在咖啡与茶饮行业快速渗透。相较于牛奶作为饮品的基底，椰乳/椰子水作为基底能够更好地突出咖啡的风味，且国内有较多乳糖不耐受的消费群体，对于椰基产品有更高的接受度。目前椰奶在现制乳品行业蛋白使用占比中仅占 17%，未来仍有较大的替代空间。

图19：现制饮品行业规模未来仍将保持较快增长（十亿元）



资料来源：灼识咨询，中国银河证券研究院

图20：现制饮品行业蛋白使用情况



资料来源：咖门，中国银河证券研究院

2、C端：B端繁荣有望反哺C端需求快速增长

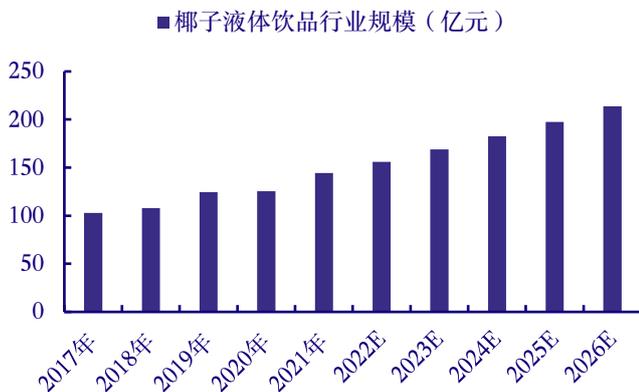
根据头部数据，预计C端市场规模将在2026年达到214亿元，底层驱动力主要来自于：

B端需求繁荣推动新一轮消费者教育。以往椰汁饮料属于偏小众的植物基饮料，但2021-2023年瑞幸咖啡引领椰基在咖啡与茶饮行业快速渗透，叠加小红书、微信等线上媒体的推广宣传，继椰树之后又一次大范围地加强了消费者教育。

低卡、零添加消费趋势推动椰子产品增长。相较于其他饮品，椰子作为植物基饮品天然具备低卡、0脂肪、零添加的属性，并且含有微量元素，迎合未来消费者减脂、健康、口味淡的消费趋势。

C端消费场景将持续扩容：椰子饮品不再局限于餐饮、宴席渠道，目前在家冲泡咖啡、运动健身、街饮社交等渗透率均在提升；参考海外发达国家，基于椰子水天然具备低糖+含纤维素的属性因素，未来可拓展“更好喝的水”、“肠道健康”等细分需求。

图21：中国椰子液体饮品行业市场规模及预测（C端）



资料来源：头豹，中国银河证券研究院

图22：椰子饮品在C端的消费场景逐渐打开



资料来源：欢乐家、菲诺与蔻蔻椰官方公众号，中国银河证券研究院

（二）竞争趋势：区域竞争与一超多强，未来多个价格带诞生大单品

1、C端竞争格局

区域竞争明显。1) 南方，距离椰子产地较近运输便利，且经济水平更发达，因此消费者认知较高+消费场景较多，品牌亦较为多元化；2) 北方，由于距离较远，多通过大瓶装对标宴请/餐饮等场景，品牌较为单一。**全国一超多强。**1) 椰汁饮料，龙头椰树市占率约30%；2) 椰子水，龙头Vita Coco市

占率约 40%。展望未来，我们认为行业竞争趋势将是具备供应链优势与渠道优势的企业拥有竞争壁垒，且在不同价格带有望诞生多个大单品。

2、B 端竞争格局

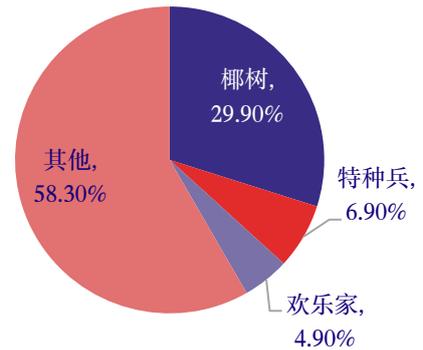
厚椰乳，龙头菲诺是瑞幸的主要供应商，大单品体量预计在 10 亿元以上；其余 B 端椰基供应商包括德馨食品等。展望未来，我们认为大 B 逻辑仍是跟随大客户一起成长，且具备一定壁垒与粘性，但随着下游竞争逐渐激烈，具备供应链优势与研发优势的供应商未来的份额会增加。

图23：C 端椰子饮品消费地理位置分布



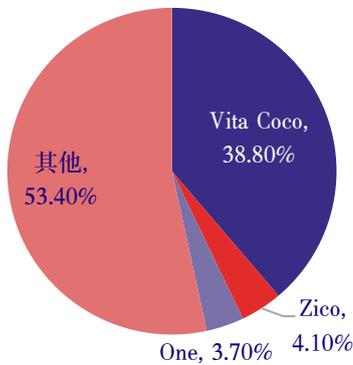
资料来源：头豹，各公司官网，中国银河证券研究院

图24：C 端椰汁饮料品牌市占率



资料来源：头豹，中国银河证券研究院

图25：C 端椰子水品牌市占率



资料来源：头豹，中国银河证券研究院

图26：B 端厚椰乳主要玩家



资料来源：德馨食品招股书，《食品内参》，中国银河证券研究院

(三) 公司打法：捕捉品类红利，B+C 双轮驱动

1. C 端：椰汁消费平替与渠道精耕，椰子水价格带下沉打开空间

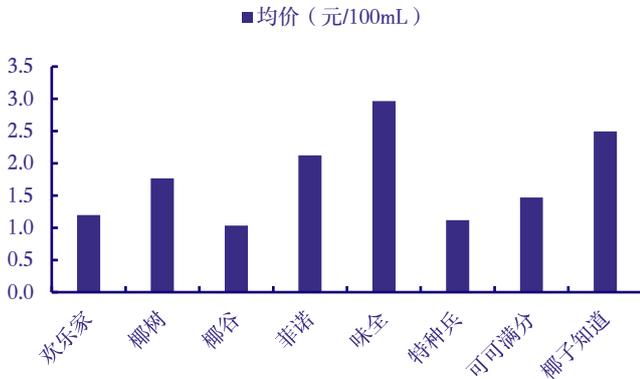
老品-椰汁饮料

对头部椰汁品牌的消费平替。考虑到目前需求环境，公司主要产品具备较强的性价比优势，传统椰汁饮品平均单价 1.2 元/100ml，在低价格带形成坚实基础，仍然具备较强的竞争优势，有望形成对头部品牌的“消费平替”。

通过精耕渠道仍有增长空间。公司主要布局长江流域（西南+华中+华东）的下沉市场，并且以传统渠道为主，我们认为从二个维度来看均有较大下沉空间：1）对标行业龙头品牌，从 2021 年多个行业“龙头”与“龙二”表现来看，华润怡宝、东鹏饮料、统一营收向龙头营收的 50%迈进，椰汁饮品

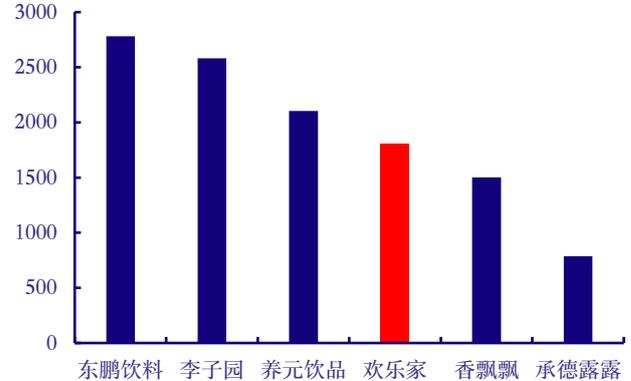
龙头椰树收入约 40 亿元，欢乐家椰子饮料收入约 8 亿元，仍有较大空间；2) 经销商，根据 2023 年三季报数据，欢乐家经销数量约 1800 家，横向对比农夫山泉、东鹏饮料等，我们认为公司经销商与终端网点仍有较大的发展潜力。

图27：公司老品具备价格优势



资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，中国银河证券研究院

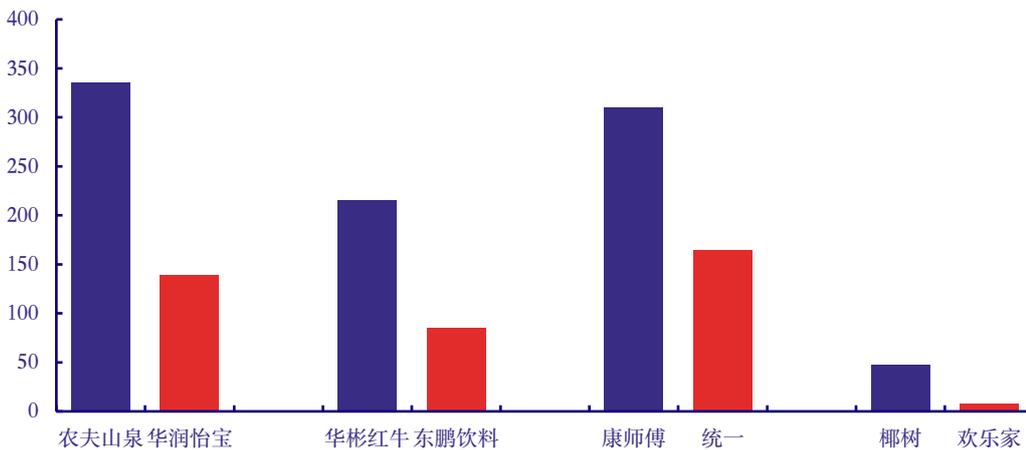
图28：经销商数量比较 (家)



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

备注：欢乐家为 2023 年半年报数据，其余品牌为 2023 年三季度数据

图29：饮料“龙头”与“龙二”之间的差距 (2022 年, 亿元)



资料来源：iFind，欧睿，中国银河证券研究院

备注：华彬红牛收入口径为华彬集团，含少量非能量饮料；康师傅收入不包括代销的百事与星巴克；欢乐家收入口径为椰汁饮料

新品-椰子水

“椰鲨”价格带下沉打开空间，场景化思维开发产品矩阵。23Q4 公司对椰子水产品“椰鲨”进行迭代打磨，终端售价 5 元/330ml (竞品 if 为 6 元、vita coco 为 8.5 元)，主打 NFC 非浓缩还原+极速补水概念；同时围绕场景开发不同规格产品，330ml 针对自饮、1L 针对家庭+小餐饮，此外配合体育营销等活动培育消费者。

短期看，24 年或在现有优势渠道铺货，关注旺季铺货节奏与动销表现。23Q4 公司主要在线上渠道试点销售，我们认为公司在核心市场的现代渠道亦有基础，能够覆盖部分椰子水消费者与场景，有望作为线下铺货的起点，建议关注 24 年“水头大战”与旺季动销带来的催化。

长期看，做高品牌调性，打开价格天花板，静待品类红利释放。我们认为椰子水产品属性符合未来健康消费趋势，长期来看品类红利有望释放，而公司前瞻性地布局椰子水产品，凭借供应链优势+营销推广+先发优势，有望在品类培育期抢占消费者心智，一方面有利于做高品牌调性，另一方面打开价格天花板，贡献第二增长曲线。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图30：公司椰子水新品价格具备优势



资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，中国银河证券研究院

图31：公司通过场景化思维开发产品矩阵



资料来源：欢乐家天猫官方旗舰店，中国银河证券研究院

2. B端：饮品门店降本诉求愈加明显，强供应链与渠道优势或切割份额

现制饮品店未来主要增长空间在下沉市场。2023年国内现制饮品终端零售规模约5072亿元，虽然过去5年实现高速增长，但目前已经有很多品牌达到或接近万店规模，并且一二线城市人均咖啡消费量已经接近日本与美国，因此预计未来增量空间或主要集中在三线及以下城市，而目前国内下沉市场人均收入仍有待提升，预计现制饮品品牌大概率会推出更多具备价格优势的产品。

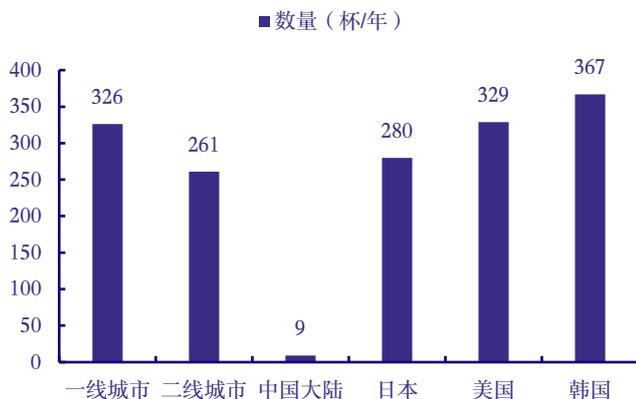
宏观弱复苏背景下性价比消费是长期趋势。2023年国内宏观经济复苏节奏偏缓和，反映在需求端即消费者更加偏好高性价比产品，喜茶、奈雪、瑞幸、库迪与星巴克的客单价均有所降低。

表3：主要现制饮品品牌的门店数量（24年1月）

品牌	蜜雪冰城	瑞幸咖啡	古茗	茶百道	沪上阿姨	星巴克	库迪咖啡
门店数(家)	27920	16196	9028	7939	7613	7733	7064

资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

图32：国内一二线咖啡人均消费水平已接近发达国家



资料来源：德勤咨询，中国银河证券研究院

图33：多个现制饮品品牌开展促销活动



资料来源：库迪、瑞幸门店与海报，中国银河证券研究院

下游品牌降本诉求强烈，全产业链布局具备优势。根据公告，公司与越南椰子供应商在越南成立合资公司（欢乐家椰海）以加强合作关系，投资1800万美元建设椰子加工项目，作为未来国内产能扩张的准备，我们认为全产业链布局具备明显优势：1）单价成本更低，公司控制原产地后减少流通环节

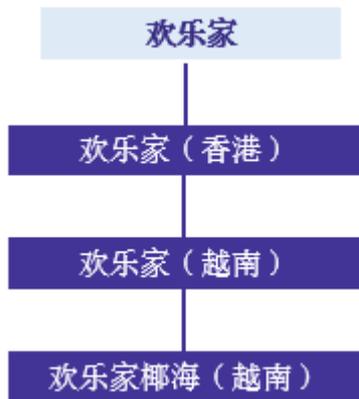
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

增厚利润空间；2) 原料溯源品控稳定，公司在越南设立子公司并派驻国内人员进行监督，相较于国内其他竞品可更好地从源头保证原料品质的稳定性。

下沉市场的经销商网络，或为开拓小 B 的渠道基础。公司在过去二十年发展中积累了丰富的渠道资源，这部分经销商主要集中在西南与华中地区下沉市场，拥有较强配送能力与当地人脉资源，随着咖啡渗透至下沉市场，公司此前积累的渠道红利有望逐渐释放。

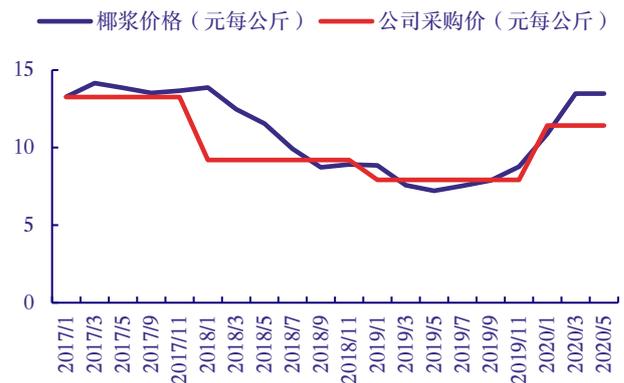
搭建 B 端业务架构，磨合数月积累丰富经验。根据公告，公司 2023 年开始搭建 B 端业务框架，23Q3 在众兴利华供应链子公司下成立新零售分公司，专门负责新业务，围绕大 B 连锁与小 B 二个方向积极开展渠道建设和产品研发测试，目前核心岗位人员稳定，正持续磨合多元化渠道供应链能力。

图34：公司控股上游原料供应商与贸易商



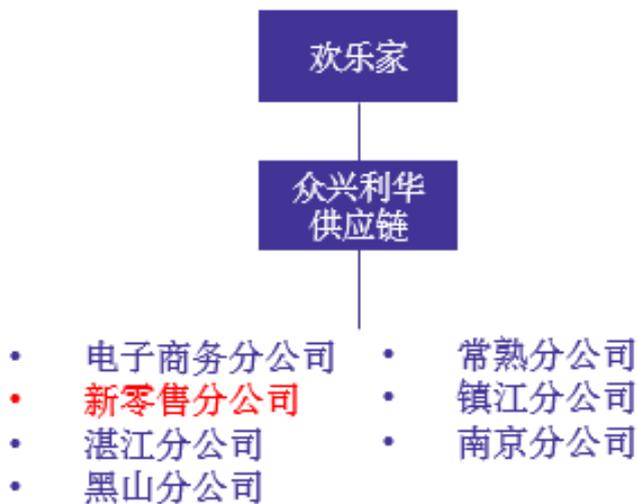
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图35：公司采购单位成本明显低于市场价格



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图36：B 端业务组织架构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、水果罐头：行业集中度提升，品类结构性升级

（一）行业：中小厂商逐渐出清利好头部品牌

行业量减价增，企业逐渐出清。2021年我国果蔬罐头市场规模约800亿元，2016年以来市场总体规模逐渐萎缩，步入量减价增阶段，但行业内中小企业逐渐出清，具体表现为：1)行业收入下滑，但头部三家企业（林家铺子+丰岛+欢乐家）收入呈现增长态势；2)企业数量从2015年的680家下降至2021年的475家。

集中度或提升，利好头部企业。预计行业未来集中度将呈现缓慢集中的趋势，主要系：1)行业市场体量逐渐下台阶，消费者偏好更加高质+平价的产品，头部企业因品牌力+产品力而更具竞争优势；2)罐头行业利润率较低且对上游议价权有限（农业政策保护），因此水果原料价格波动对下游影响较大，而规模更大的头部企业更能抵御原料价格波动的风险（自产+长协）。

图37：水果罐头行业产量



资料来源：丰岛食品招股书，前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图38：规模以上果蔬罐头行业收入下降



资料来源：丰岛食品招股书，《中国罐藏食品》，中国银河证券研究院

图39：果蔬罐头行业逐渐出清



资料来源：丰岛食品招股书，《中国罐藏食品》，中国银河证券研究院

（二）行业：细分品类升级与渠道变革带来新机遇

产品休闲零食化，品类结构性升级。随着物流与外卖的愈加发达，新鲜水果在家庭端的渗透率逐渐提升，因此罐头未来更多的属性并非“吃水果”而是“吃更好吃的水果”，口味化与休闲化将是未来的发展方向，把握这一趋势的林家铺子、丰岛食品在近3年实现快速增长。

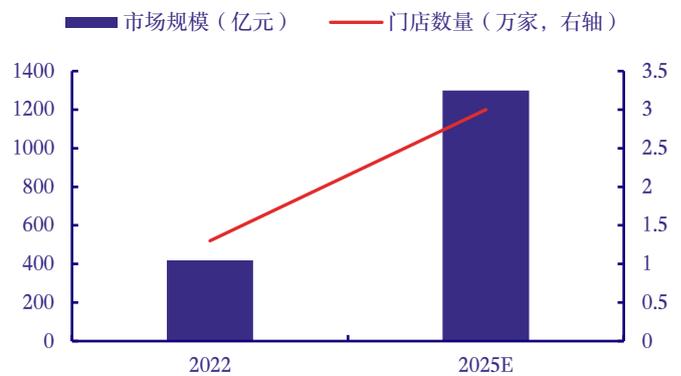
渠道结构变革，抓住流量实现放量。1) 零食折扣店，定位多快好省，欧睿预计市场规模从2022年420亿元增加至2025年1300亿元；2) 仓储会员超市，定位高品质生活，艾媒咨询预计市场规模从2022年335亿元增加至2024年390亿元；3) 直播电商，抖音等线上平台仍处于流量释放期；4) 现制饮品店，其中茶饮店市场空间大，并且考虑到降低成本的因素，水果罐头对鲜果有一定替代空间。我们认为上述业态未来将成为零食行业的重要渠道之一，并且目前处于流量快速释放期，有望推动品牌快速增长。

图40：水果罐头逐渐休闲化+小型化



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图41：渠道结构变革-零食折扣店兴起



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图42：渠道结构变革-会员超市快速发展



资料来源：艾媒咨询，中国连锁经营协会，中国银河证券研究院

（三）公司打法：产品小型化与休闲化，布局零食折扣店等新渠道

产品性价比优势突出，新品休闲化与小型化。1) 性价比：考虑到目前宏观需求环境，公司产品主打高性价比具备优势，传统黄桃罐头零售价5元/256g，平均单价约2元/100g。2) 休闲化+小型化：公司推出添加杨枝甘露的罐头新品，口味与口感更加丰富，并且缩小包装规格更方便携带。

积极布局零食折扣店等新兴渠道。公司目前与零食折扣店企业正在洽谈，部分门店系统已经取得积极进展，针对渠道特性推出定制化的产品，由于精简渠道中间环节后利润空间仍有一定保证，未来正式签署协议后有望贡献收入与利润。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图43：公司传统罐头产品具备价格优势



资料来源：马上赢，天猫，中国银河证券研究院

图44：公司推出休闲化与小型化的新品



资料来源：天猫旗舰店，中国银河证券研究院

五、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

1. 收入预测

预计 2023~2025 年收入分别为 19.2/21.6/24.4 亿元，分别同比+20.5%/12.3%/13.1%，

饮料：主要包括椰子汁饮料，考虑到公司产品具备较强质价比，相较于头部品牌形成差异化竞争，未来在渠道精耕与区域扩张的推动下有望实现较快增长；此外，公司推出新品“椰鲨”椰子水，在椰基产品 C 端需求快速增长的背景下，高线城市现代渠道销售有望贡献部分收入。假设 2023-2025 年饮料产品收入同比+19.9%/15.2%/16.2%。

罐头：主要产品包括水果罐头，行业出清有利于头部品牌市占率提升，同时公司通过推出小型休闲化新品布局新兴零食渠道，未来整体有望保持稳健增长趋势。假设 2023-2025 年罐头收入同比+20.8%/7.1%/7.1%。

表4：欢乐家收入拆分与预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入（亿元）	13.55	14.24	12.47	14.73	15.96	19.23	21.58	24.41
yoy	13.5%	5.1%	-12.4%	18.1%	8.4%	20.5%	12.3%	13.1%
饮料收入（亿元）	7.89	8.55	7.34	9.39	9.35	11.21	12.92	15.00
yoy	20.6%	8.4%	-14.2%	28.0%	-0.4%	19.9%	15.2%	16.2%
罐头收入（亿元）	5.57	5.63	5.08	5.25	6.48	7.82	8.38	8.98
yoy	4.9%	1.1%	-9.8%	3.3%	23.4%	20.8%	7.1%	7.1%
其他业务（亿元）	0.08	0.07	0.05	0.08	0.12	0.19	0.29	0.43
yoy	-20.0%	-12.5%	-28.6%	60.0%	50.0%	60.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 成本与费用预测

成本：公司主要原料包括白糖、PET 瓶、玻璃瓶、生榨椰子肉汁以及水果等，大部分原料价格波动幅度较大，需要逐季跟踪；根据 2024 年初情况，预计 2024 年：1) PET 瓶成本处于低位震荡；2) 玻璃瓶因纯碱原料价格下降以及下游建筑需求不足，预计价格震荡运行；3) 白糖成本自 23H2 以来震荡下行；4) 生榨椰子肉汁，考虑到中国与美国放开椰子进口政策，供给端扩张或对价格有刺激作用；5) 水果原料已经渡过产季，黄桃成本同比小幅上涨，桔子价格同比下降。总体来看，考虑到原料价格波动与产品结构优化，预计 2023-2025 年整体毛利率分别为 38.3%/38.8%/39.4%。

费用：考虑到公司持续推进渠道精耕以及加大新品推广力度，假设 2023-2025 年销售费用率为 12.0%/12.1%/12.1%；其他费用率边际下降。

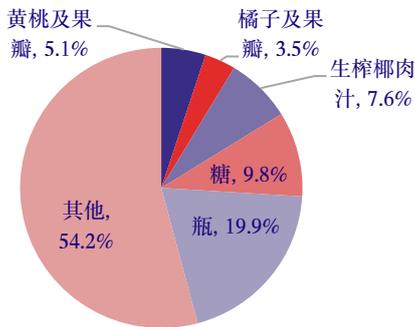
综上所述，预计 2023~2025 年归母净利润分别为 2.8/3.3/3.8 亿元，分别同比+39.3%/16.5%/16.6%。

表5: 欢乐家毛利率

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
饮料	37.64%	42.57%	44.82%	41.96%	40.64%	44.0%	44.1%	44.2%
罐头	23.70%	27.71%	31.30%	24.76%	22.22%	29.0%	29.2%	29.4%
其他业务	62.50%	71.43%	60.00%	75.00%	83.33%	80.0%	80.0%	80.0%
总体	32.0%	36.8%	39.4%	36.0%	33.6%	38.3%	38.8%	39.4%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图45: 公司成本结构



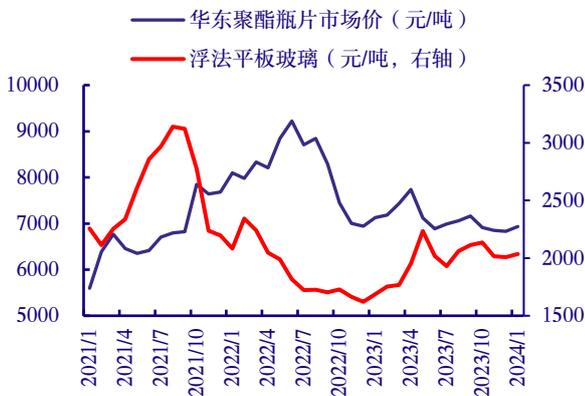
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图46: 白糖价格走势



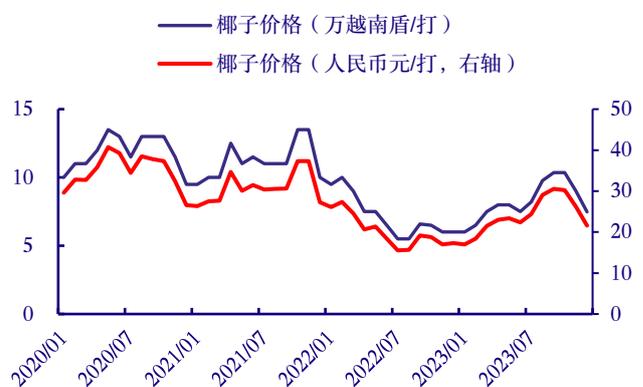
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图47: 瓶子价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图48: 越南椰子价格走势



资料来源: 越南椰子行业协会, 中国银河证券研究院

(二) 估值复盘

公司 PE(TTM)平均水平, 上市日至 2024 年 3 月 4 日约 31X, 受业绩影响而有所波动:

2021 年 6 月-2022 年 10 月, 估值下修、股价回调: 次新股效应导致初期估值较高, 以及疫情冲击终端消费场景, 公司收入与利润短期承压, 股价与估值均回调。

2022 年 12 月-2023 年 5 月, 估值修复、股价上涨: 黄桃罐头动销旺盛, 叠加公司在 22H2 相继 2 次对罐头进行提价, 以及公司持续开展饮料渠道精耕动作, 共同推动收入端与利润端迎来高速增长, 推动估值修复与股价上涨。

2023年6月-10月，估值下修、股价回调：23Q3报表端增速放缓，新业务仍处于开拓期，叠加消费板块情绪低落，共同导致估值回落与股价调整。

2023年11月-12月，估值修复、股价上涨：同时性价比消费概念受到市场关注，叠加市场风格偏中小市值，共同推动公司估值修复与股价上涨。

2024年1月，估值下修、股价回调：虽然基本面变化不大，但受市场整体情绪影响，公司股价出现阶段性调整。

2024年2月，估值修复、股价上涨：23年业绩快报超Wind一致预期，叠加公司发布回购公告以及市场情绪修复，共同推动股价反弹。

图49：欢乐家上市以来股价变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 相对估值

根据品类与商业模式的相似度，我们选取农夫山泉、东鹏饮料、香飘飘、李子园作为可比公司：截至2024年3月5日，2023-2025年可比公司PE算术均值分别为28/23/19倍，公司估值较可比公司平均水平有一定提升空间。

表6：欢乐家与可比公司估值

公司名称	PE					
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
农夫山泉	98.5	66.1	52.2	39.2	32.6	27.5
东鹏饮料	--	61.0	49.4	35.8	27.4	22.0
香飘飘	24.7	30.6	28.9	21.1	16.3	13.0
李子园	--	41.0	32.2	17.6	15.0	12.6
平均值	61.6	49.7	40.6	28.4	22.8	18.8
欢乐家	-	42.4	28.76	22.60	19.40	16.64

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，得出公司合理每股价值约 16.58-18.53 元，对应市值区间为 74-82 亿元。

1) 公司 WACC: 约为 11.3%，核心假设见下表。

2) 三阶段：2023-2025 年为增长期，收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标，详见前文收入拆分与预测。2026-2030 年为过渡期，预计公司收入保持年均 10% 的增速，主要因为椰汁饮料在健康消费趋势下有望持续增长，水果罐头方面公司市占率未来有望提升，同时参考历史上的公司收入 CAGR。2030 年后公司进入永续阶段，假设收入永续增长率为 3%。

3) 敏感性分析：加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.1%，永续增长率 (g) 正负波动 0.1%。

表7：欢乐家 FCFF 估值参数假设及说明

指标	数值	备注
无风险利率 Rf=	2.37%	2024/3/4 的十年期国债利率
市场预期收益率 Rm=	10.7%	上证指数基准日以来的年化平均收益率
股票 beta	1.08	公司上市日至 2024/3/4，股票相对于上证指数的原始 beta
债务资本成本 Kd=	4.75%	取中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率
债务资本比重 Wd=	0.79%	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益)，取公司 2023 年三季度数据计算
有效税率	25.63%	过去 3 年实际税率算数平均数
WACC	11.3%	根据公式计算得出
过渡期增长率	10%	椰汁饮料在健康消费趋势下有望持续稳健增长，水果罐头方面公司市占率未来有望提升，同时参考 2017-2022 年公司收入 CAGR
永续增长率	3%	假设公司永续增长率 3%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表8：WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股）

永续增长率	WACC						
	11.00%	11.10%	11.20%	11.30%	11.40%	11.50%	11.60%
2.70%	17.70	17.50	17.31	17.12	16.93	16.75	16.58
2.80%	17.83	17.63	17.43	17.24	17.05	16.86	16.68
2.90%	17.96	17.76	17.56	17.36	17.17	16.98	16.80
3.00%	18.10	17.89	17.68	17.48	17.29	17.10	16.91
3.10%	18.24	18.03	17.82	17.61	17.41	17.22	17.03
3.20%	18.38	18.17	17.95	17.74	17.54	17.34	17.15
3.30%	18.53	18.31	18.09	17.88	17.67	17.47	17.27

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

动销不及预期的风险；

渠道下沉不及预期的风险；

新品表现不及预期的风险；

股权质押的风险；

食品安全的风险。

图表目录

图 1: 欢乐家主要业务结构.....	4
图 2: 欢乐家分渠道营收占比	5
图 3: 欢乐家分区域经销商数量 (个)	5
图 4: 欢乐家股权结构.....	6
图 5: 欢乐家收入与利润变化	6
图 6: 欢乐家盈利能力	6
图 7: 欢乐家发展历史阶段划分	7
图 8: 欢乐家产品具备高性价比	8
图 9: 主要品牌的椰子汁产品比较	9
图 10: 2022 年公司收入集中于华中和西南市场	9
图 11: 各植物蛋白饮料企业地域市场分布.....	9
图 12: 欢乐家渠道组织结构.....	10
图 13: 经销商数量对比 (家)	10
图 14: 公司白糖采购具备一定价格优势.....	10
图 15: 公司椰浆采购具有一定议价权	10
图 16: 公司销售费用投放比较稳健	11
图 17: 欢乐家通过品牌代言人的方式推广营销	11
图 18: 椰子行业发展历程.....	12
图 19: 现制饮品行业规模未来仍将保持较快增长 (十亿元)	13
图 20: 现制饮品行业蛋白使用情况	13
图 21: 中国椰子液体饮品行业市场规模及预测 (C 端)	13
图 22: 椰子饮品在 C 端的消费场景逐渐打开	13
图 23: C 端椰子饮品消费地理位置分布	14
图 24: C 端椰汁饮料品牌市占率	14
图 25: C 端椰子水品牌市占率	14
图 26: B 端厚椰乳主要玩家	14
图 27: 公司老品具备价格优势	15
图 28: 经销商数量比较 (家)	15
图 29: 饮料 “龙头” 与 “龙二” 之间的差距 (2022 年, 亿元)	15
图 30: 公司椰子水新品价格具备优势	16
图 31: 公司通过场景化思维开发产品矩阵.....	16
图 32: 国内一二线咖啡人均消费水平已接近发达国家.....	16
图 33: 多个现制饮品品牌开展促销活动.....	16
图 34: 公司控股上游原料供应商与贸易商.....	17
图 35: 公司采购单位成本明显低于市场价格	17
图 36: B 端业务组织架构	17
图 37: 水果罐头行业产量.....	18
图 38: 规模以上果蔬罐头行业收入下降.....	18
图 39: 果蔬罐头行业逐渐出清	18
图 40: 水果罐头逐渐休闲化+小型化.....	19
图 41: 渠道结构变革-零食折扣店兴起.....	19
图 42: 渠道结构变革-会员超市快速发展	19
图 43: 公司传统罐头产品具备价格优势.....	20
图 44: 公司推出休闲化与小型化的新品.....	20
图 45: 公司成本结构.....	22

图 46: 白糖价格走势.....	22
图 47: 瓶子价格走势.....	22
图 48: 越南椰子价格走势.....	22
图 49: 欢乐家上市以来股价变化.....	23

表格目录

表 1: 欢乐家渠道类型.....	5
表 2: 欢乐家董事与高管团队持股情况与薪酬.....	6
表 3: 主要现制饮品品牌的门店数量（24 年 1 月）.....	16
表 4: 欢乐家收入拆分与预测.....	21
表 5: 欢乐家毛利率.....	22
表 6: 欢乐家与可比公司估值.....	23
表 7: 欢乐家 FCFE 估值参数假设及说明.....	24
表 8: WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股）.....	24

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1131.53	1425.48	1358.25	1929.96	营业收入	1595.95	1922.61	2158.49	2440.99
现金	731.84	917.57	850.79	1308.75	营业成本	1060.03	1186.26	1320.05	1478.08
应收账款	125.11	256.65	157.21	319.15	营业税金及附加	17.34	20.96	23.74	26.66
其它应收款	1.77	3.25	2.27	4.03	营业费用	165.94	230.71	261.18	295.36
预付账款	17.92	21.54	23.14	26.38	管理费用	93.31	113.43	127.35	139.14
存货	221.92	193.50	291.87	238.68	财务费用	-5.58	0.06	0.11	0.11
其他	32.97	32.97	32.97	32.97	资产减值损失	-4.69	0.00	0.00	0.00
非流动资产	859.09	902.31	954.42	1007.91	公允价值变动收益	0.13	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	2.01	2.43	2.79	3.10
固定资产	570.83	584.65	607.36	631.45	营业利润	279.10	381.05	443.61	517.16
无形资产	155.78	162.78	169.78	176.78	营业外收入	0.30	0.00	0.00	0.00
其他	132.48	154.88	177.28	199.68	营业外支出	2.96	0.00	0.00	0.00
资产总计	1990.63	2327.79	2312.67	2937.87	利润总额	276.44	381.05	443.61	517.16
流动负债	629.95	813.56	754.92	995.34	所得税	73.05	97.66	113.56	132.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	203.40	283.39	330.04	384.77
应付账款	288.84	300.91	350.26	381.72	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	341.10	512.65	404.66	613.62	归属母公司净利润	203.40	283.39	330.04	384.77
非流动负债	21.03	26.66	26.66	26.66	EBITDA	341.10	445.85	513.88	593.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.45	0.63	0.74	0.86
其他	21.03	26.66	26.66	26.66					
负债合计	650.97	840.22	781.58	1022.00	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	8.38%	20.47%	12.27%	13.09%
归属母公司股东权益	1339.65	1487.58	1531.10	1915.87	营业利润	13.01%	36.53%	16.42%	16.58%
负债和股东权益	1990.63	2327.79	2312.67	2937.87	归属母公司净利润	10.65%	39.33%	16.46%	16.58%
					毛利率	33.58%	38.30%	38.84%	39.45%
					净利率	12.74%	14.74%	15.29%	15.76%
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	15.18%	19.05%	21.56%	20.08%
经营活动现金流	343.46	423.59	342.12	587.51	ROIC	14.83%	18.78%	21.26%	19.84%
净利润	203.40	283.39	330.04	384.77	资产负债率	32.70%	36.10%	33.80%	34.79%
折旧摊销	69.80	67.11	72.97	79.02	净负债比率	48.59%	56.48%	51.05%	53.34%
财务费用	0.33	0.06	0.11	0.11	流动比率	1.80	1.75	1.80	1.94
投资损失	-2.01	-2.43	-2.79	-3.10	速动比率	1.40	1.48	1.37	1.67
营运资金变动	68.95	75.40	-58.19	126.68	总资产周转率	0.80	0.83	0.93	0.83
其它	2.99	0.06	-0.02	0.03	应收帐款周转率	12.76	7.49	13.73	7.65
投资活动现金流	-47.16	-107.96	-122.27	-129.44	应付帐款周转率	5.53	6.39	6.16	6.39
资本支出	-62.24	-105.39	-120.05	-127.54	每股收益	0.45	0.63	0.74	0.86
长期投资	13.00	-5.00	-5.00	-5.00	每股经营现金	0.77	0.95	0.76	1.31
其他	2.08	2.43	2.79	3.10	每股净资产	2.99	3.32	3.42	4.28
筹资活动现金流	-92.87	-129.90	-286.64	-0.11	P/E	31.48	22.60	19.40	16.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.78	4.30	4.31	3.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	15.02	12.33	10.92	8.68
其他	-92.87	-129.90	-286.64	-0.11	P/S	4.03	3.31	2.79	2.46
现金净增加额	203.44	185.73	-66.78	457.96					

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn