

2024年04月17日

欢乐家 (300997.SZ)

公司快报

食品饮料 | 休闲食品III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2024-04-16)

14.16 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,336.60
流通市值 (百万元)	1,239.00
总股本 (百万股)	447.50
流通股本 (百万股)	87.50
12 个月价格区间	15.62/11.32

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.76	-4.43	21.95
绝对收益	-3.41	1.94	7.76

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

相关报告

椰汁饮料势能向好, 渠道拓展增量可期

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2023 年年报。根据公告, 2023 年公司实现营业收入 19.23 亿元, 同比增长 20.47%, 实现归母净利润 2.78 亿元, 同比增长 36.85%, 实现扣非后归母净利润 2.71 亿元, 同比增长 37.15%; 单季度来看, 23Q4 公司实现营业收入 6.17 亿元, 同比增长 15.58%, 实现归母净利润 1.03 亿元, 同比增长 19.66%, 实现扣非后归母净利润 1.02 亿元, 同比增长 19.83%。

◆ **收入分析:** 椰汁饮料快速增长, 黄桃罐头表现抢眼。2023 年公司实现营收 19.23 亿元, 同比增长 20.47% (Q1: +43.75%; Q2: +17.13%; Q3: +7.78%; Q4: +15.58%)。全年分产品来看, 2023 年椰汁饮料营收 10 亿元, 同比+24.37%, 其中 1.25L PET 瓶装椰子汁和 245ml 的蓝彩铁罐装椰子汁合计同比+24.5%, 占椰汁饮料收入的 75.52%, 预计椰汁快速增长主要得益于终端网点数量增加及陈列优化等; 水果罐头营收 7.09 亿元, 同比+17.49%, 其中橘子罐头营收 1.96 亿元, 同比+6.65%, 表现较为稳健, 黄桃罐头营收 2.97 亿元, 同比+50.12%, 得益于 22 年底与 23 年初疫情催化带来的热度提升, 黄桃罐头整体实现较高速增长。渠道端, 公司持续加强终端网点开拓和多元化渠道布局, 截止 2023 年末有效终端网点数约为 70 万家, 并计划于 2024 年末增长至 100 万家, 同时积极拥抱休闲零食专营系统、B 端、兴趣电商等其他渠道以扩大销售。品牌端, 除传统广告推广和抖快等新媒体平台互动外, 公司还通过冠名“北浪南行”冲浪纪录片以及赞助舟山群岛马拉松、海南马拉松等赛事活动, 积极推广新产品椰子水和对应品牌“椰鲨”。同时, 公司于近期官宣签约篮球明星奥尼尔为代言人, 进一步强化椰鲨品牌的运动健康属性, 有望再度提升品牌知名度、赋能终端销售实现增长。

◆ **利润分析:** 成本下降毛利率改善, 费用增加强化终端维护。2023A/Q4 公司毛利率为 38.75%/41.08%, 同比+5.17pct/+6.82pct, 主要得益于橘子水果增产采购成本下降及包材辅料价格回落。2023Q4 公司销售费用率为 12.46%, 同比+5.26pct, 主要源于公司加大人员投入对终端市场进行维护, 管理费用率为 5.71%, 同比+1.08pct, 主要系人员人工成本增加。2023 年公司经销商数量同比增长 13.41% 至 2157 家, 生产/销售/技术人员数量为 1605/384/80 人, 同比增长-15.4%/+17.1%/+2567%。2023A/Q4 净利率为 14.48%/16.64%, 同比+1.74pct/+0.57pct。随着品牌、渠道建设逐步完善, 费用投放效率提升, 以及产品结构优化, 公司盈利能力有望进一步提升。

◆ **未来展望:** 2024 年延续网点开拓, 强化渠道多元化布局, 同时积极推广椰鲨椰子水系列产品。具体来看, **渠道端**, 继续增网点、扩渠道、铺陈列, 24 年末力争实现 100 万家网点, 重点加大对流通和餐饮渠道的开发, 并进一步强化产品陈列和冰柜陈列的投放, 同时深化渠道多元化布局, 积极拥抱零食专营连锁、B 端、兴趣电商等渠道; **产品端**, 继续巩固椰汁、罐头两大基础业务, 同时积极布局椰鲨椰子水系列产品, 加大椰鲨品牌推广力度; **品牌端**, 加强宣传力度, 注重品牌年轻化, 实现多渠道品牌露出; **供应链端**, 有序推进越南椰子加工项目, 强化公司原料自身供应和供应链优势, 同时开展生榨椰肉汁等原料的业务拓展工作; **中长期来看**, 公司



基本盘稳固、椰子+产品增长潜能较强，叠加渠道拓展、品牌营销、供应链建设等不断完善，业绩有望实现较好增长。

◆ **投资建议：**公司椰汁和水果罐头基本盘稳固，同时积极打造椰子+产品矩阵，推出椰子水、厚椰乳等潜力品类，叠加终端网点持续开拓、多元化渠道布局贡献增量，看好公司长期发展。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 22.42/25.89/29.58 亿元，同比增长 16.6%/15.5%/14.2%，归母净利润 3.36/4.05/4.80 亿元，同比增长 20.6%/20.7%/18.4%，对应 EPS 分别为 0.75/0.91/1.07 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧，渠道拓展不及预期，新品表现不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,596	1,923	2,242	2,589	2,958
YoY(%)	8.4	20.5	16.6	15.5	14.2
归母净利润(百万元)	203	278	336	405	480
YoY(%)	10.6	36.9	20.6	20.7	18.4
毛利率(%)	33.6	38.7	39.5	40.3	41.0
EPS(摊薄/元)	0.45	0.62	0.75	0.91	1.07
ROE(%)	15.2	18.8	18.5	18.4	18.1
P/E(倍)	31.2	22.8	18.9	15.6	13.2
P/B(倍)	4.7	4.3	3.5	2.9	2.4
净利率(%)	12.7	14.5	15.0	15.6	16.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

2024-2026 年公司收入预计同比增长 16.64%/15.47%/14.24%，预计公司产品结构优化等将对毛利率产生正面影响，则 2024-2026 年公司毛利率为 39.5%/40.3%/41.0%：

- (1) 椰子汁饮料：包含椰子汁、椰子水、厚椰乳等。公司持续开拓及维护终端网点，加强渠道多元化布局，有望带动椰子市占率持续提升，同时公司顺应市场健康化发展趋势，积极打造椰子+产品矩阵系列，推出椰子水、厚椰乳等潜力品类，有望形成新的增长点。预计 2024-2026 年公司椰子汁饮料业务增速为 22.4%/20.4%/18.3%，毛利率为 45.9%/46.1%/46.3%。
- (2) 其他饮料：包含乳酸菌饮料、电解水运动饮料、果汁饮料等，有望受益于渠道拓展和产品丰富实现稳健增长，预计 2024-2026 年其他饮料业务收入增速为 10.0%/9.1%/9.1%，毛利率为 35.3%/35.5%/35.7%。
- (3) 水果罐头：主要包含橘子罐头、黄桃罐头等，公司重视产品研发和品牌升级，积极推出便携、年轻化和休闲化的小包装罐头产品，叠加多元化渠道布局和终端网点开拓，水果罐头市占率有望持续提升。预计 2024-2026 年水果罐头业务收入增速为 9.2%/8.1%/7.1%，毛利率为 31.0%/31.5%/31.8%。
- (4) 其他罐头：包含八宝粥、鹌鹑蛋罐头等，同样有望受益于渠道拓展和产品丰富实现稳健增长，预计 2024-2026 年其他罐头收入增速为 11.2%/8.1%/8.1%，毛利率为 17.8%/18.0%/18.2%。
- (5) 其他业务：包括出售椰子水原料、租金、销售废品等收入，预计 2024-2026 年其他业务收入同比 50%/50%/40%，毛利率为 60%/62%/64%。

表 1：公司业务拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
椰子汁饮料					
营业收入（百万元）	804.22	1000.22	1224.27	1473.54	1743.49
yoy%	1.72%	24.37%	22.4%	20.4%	18.3%
营业成本（百万元）	464.69	543.18	662.33	794.24	936.25
yoy%	3.45%	16.89%	21.94%	19.92%	17.88%
毛利率	42.22%	45.69%	45.90%	46.10%	46.30%
其他饮料					
营业收入（百万元）	131.23	143.00	157.31	171.59	187.17
yoy%	-11.81%	8.97%	10.0%	9.1%	9.1%
营业成本（百万元）	89.81	92.65	101.78	110.67	120.35
yoy%	-6.37%	3.15%	9.86%	8.74%	8.74%
毛利率	31.56%	35.21%	35.30%	35.50%	35.70%
水果罐头					
营业收入（百万元）	603.13	708.59	773.79	836.62	895.68
yoy%	22.67%	17.49%	9.2%	8.1%	7.1%
营业成本（百万元）	461.29	492.34	533.91	573.08	610.85
yoy%	26.60%	6.73%	8.44%	7.34%	6.59%

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	23.52%	30.52%	31.0%	31.50%	31.8%
其他罐头					
营业收入（百万元）	45.01	49.20	54.73	59.17	63.98
yoy%	36.17%	9.31%	11.2%	8.1%	8.1%
营业成本（百万元）	42.32	40.51	44.99	48.52	52.33
yoy%	38.87%	-4.29%	11.05%	7.86%	7.86%
毛利率	5.96%	17.66%	17.80%	18.0%	18.20%
其他业务					
营业收入（百万元）	12.36	21.58	32.38	48.57	67.99
yoy%	47.03%	74.67%	50%	50%	40%
营业成本（百万元）	1.91	8.94	12.95	18.45	24.48
yoy%	8.07%	367.90%	44.8%	42.5%	32.6%
毛利率%	84.5%	58.6%	60%	62%	64%
公司整体					
营业收入（百万元）	1595.95	1922.60	2242.47	2589.48	2958.31
yoy%	8.38%	20.47%	16.64%	15.47%	14.24%
营业成本（百万元）	1060.03	1177.61	1355.96	1544.97	1744.27
yoy%	12.6%	11.1%	15.1%	13.9%	12.9%
毛利率%	33.58%	38.75%	39.5%	40.3%	41.0%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司从事水果罐头、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，为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司养元饮品（主要从事于以核桃仁为原料的植物蛋白饮料的研发、生产和销售）、承德露露（主要从事植物蛋白饮料的生产与销售）、李子园（主营业务为甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研究、生产与销售）、香飘飘（主营业务为奶茶饮料产品的研发、生产和销售，分为冲泡与即饮两大产品板块）作为可比公司，进行估值对比。公司椰汁和水果罐头基本盘稳固，同时积极打造椰子+产品矩阵，推出椰子水、厚椰乳等潜力品类，叠加终端网点持续开拓、多元化渠道布局贡献增量，看好公司长期发展。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
603156	养元饮品	331.31	20.01	23.44	16.56	14.13
000848	承德露露	89.89	6.93	7.66	12.98	11.74
605337	李子园	45.91	2.86	3.35	16.03	13.71
603711	香飘飘	64.86	3.54	4.46	18.32	14.55
	平均	-	8.34	9.73	15.97	13.53
300997	欢乐家	63.37	3.36	4.05	18.87	15.64

资料来源: wind, 华金证券研究所（注: 可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 4 月 16 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1132	1288	1631	2024	2496	营业收入	1596	1923	2242	2589	2958
现金	732	895	1137	1505	1868	营业成本	1060	1178	1356	1545	1744
应收票据及应收账款	125	123	166	168	214	营业税金及附加	17	21	25	29	33
预付账款	18	10	23	15	28	营业费用	166	237	269	313	364
存货	222	248	293	323	373	管理费用	93	124	135	155	180
其他流动资产	35	12	12	13	13	研发费用	1	3	3	5	9
非流动资产	859	939	1004	1073	1131	财务费用	-6	-7	-9	-13	-21
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	-0	-24	-21	-12
固定资产	571	632	698	761	817	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	156	163	160	160	159	投资净收益	2	2	2	2	2
其他非流动资产	132	144	146	151	155	营业利润	279	377	453	548	649
资产总计	1991	2227	2635	3097	3626	营业外收入	0	0	1	0	0
流动负债	630	726	798	880	960	营业外支出	3	1	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	276	375	452	546	647
应付票据及应付账款	311	418	422	535	545	所得税	73	97	116	141	168
其他流动负债	319	308	377	345	415	税后利润	203	278	336	405	480
非流动负债	21	18	18	18	18	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	203	278	336	405	480
其他非流动负债	21	18	18	18	18	EBITDA	323	420	486	581	683
负债合计	651	743	816	897	978	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	450	448	448	448	448	成长能力					
资本公积	342	313	313	313	313	营业收入(%)	8.4	20.5	16.6	15.5	14.2
留存收益	569	772	1065	1406	1819	营业利润(%)	13.0	34.9	20.4	20.8	18.5
归属母公司股东权益	1340	1483	1819	2200	2649	归属于母公司净利润(%)	10.6	36.9	20.6	20.7	18.4
负债和股东权益	1991	2227	2635	3097	3626	获利能力					
						毛利率(%)	33.6	38.7	39.5	40.3	41.0
						净利率(%)	12.7	14.5	15.0	15.6	16.2
						ROE(%)	15.2	18.8	18.5	18.4	18.1
						ROIC(%)	13.8	17.2	17.0	16.9	16.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	32.7	33.4	31.0	29.0	27.0
						流动比率	1.8	1.8	2.0	2.3	2.6
						速动比率	1.4	1.4	1.6	1.9	2.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
						应收账款周转率	10.8	15.5	15.5	15.5	15.5
						应付账款周转率	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
						估值比率					
						P/E	31.2	22.8	18.9	15.6	13.2
						P/B	4.7	4.3	3.5	2.9	2.4
						EV/EBITDA	17.4	13.0	10.7	8.3	6.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn