

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.84
总股本/流通股本(亿股)	4.47 / 0.88
总市值/流通市值(亿元)	66 / 13
52周内最高/最低价	16.22 / 10.56
资产负债率(%)	33.4%
市盈率	23.77
第一大股东	广东豪兴投资有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

欢乐家(300997)

品牌产品渠道齐发力，即饮有望助力公司新突破

● 事件

公司发布 2023 年年报、2024 年一季报。2023 年，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 19.23/2.78/2.71 亿元，同比 +20.47%/+36.87%/+37.17%。2023 年单 Q4，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 6.17/1.03/1.02 亿元，同比 +15.58%/+19.71%/+19.83%，2023 年公司整体业绩表现强劲。公司 2024Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 5.51/0.82/0.8 亿元，同比 +6.61%/-3.74%/-5.14%，去年同期高基数影响下 24Q1 平稳度过。

● 核心要点

2023 年黄桃罐头、椰汁良好表现带动整体营收高增长。分产品看，2023 年公司椰汁/水果罐头实现营收 10/7.09 亿元，同比 +24.37%/+17.49%，其中 1.25LPET&245ml 铁罐椰汁合计实现营收 7.55 亿元，同比 +24.50%；黄桃罐头实现营收 2.97 亿元，同比 +50.12%。其中，椰汁产品受益渠道扩张以及终端产品矩阵完善，叠加餐饮、礼赠需求恢复所带动实现高增长；黄桃罐头则受益热点事件在 23Q1 短期实现高增长。分渠道看，经销/代销/直营及其他模式分别营收 18.18/0.47/0.36 亿元，同比 +21.58%/-26.93%/+49.84%。其中，直营渠道增速较高主要为公司多元化渠道布局下开设电商平台旗舰店影响。分地区看，2023 年公司在华中/华东/西南/华北/西北/东北/华南/其他地区分别实现营收 6.76/2.36/3.56/2.26/1.86/1.21/0.25/0.75 亿元，同比 +13.9%/+16.6%/+25.4%/+19.3%/+43.9%/+23.2%/+15.5%/15.0%，其中华中地区传统基本盘稳健，西南、西北、东北地区超公司整体增速。2023 年末，公司合作经销商 2157 家，同比增加 255 个，分地区看，华中/华东/西南/华北/西北/东北/华南分别有合作经销商 525/380/497/245/260/175/75 个，同比 +53/+52/+75/+11/+36/+19/+9 个，公司在华中、华东、西南地区持续强化渠道布局，2023 年末公司渠道终端网点增至 70 万，渠道扩张有效带动核心产品放量。

原料改善+结构变化，带动毛利率显著提升。2023 年，从核心的原料采购成本看，包材辅料价格回落、橘子增产导致采购成本下行；而从产品结构看，公司毛利率较高的椰汁产品占比提升。2023 年，公司毛利率/归母净利率为 38.75%/14.48%，分别同比 +5.17/+1.74pct；23Q4，公司毛利率/归母净利率为 41.08%/16.64%，分别同比 +6.82/+0.57pct。费用端，公司 2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.35%/6.43%/0.18%/-0.35%，分别同比 +1.95/+0.58/+0.1/0pct。23Q4，公司销售/管理/研发/财务费用率分

别为 12.46%/5.71%/0.32%/-0.33%，分别同比+5.26%/+1.08%/+0.25/+0.03pct。公司在渠道拓张战略带动下销售费用投放相应匹配提升，预计销售费用率提升主要为渠道扩张下需增配更多渠道维护人员导致，2023 年公司人工成本费用 1.64 亿元，同比+58.85%。

2024 年 Q1 椰汁持续保持高增长，抵消部分黄桃罐头高基数影响。分品类看，24Q1 公司饮料/罐头分别营收 3.11/2.2 亿元，同比+23.47%/-15.86%，其中椰汁产品营收 2.67 亿元，同比+25.96%；黄桃罐头营收 0.89 亿元，同比-31.91%；橘子罐头营收 0.62 亿元，同比+5.29%，我们预计春节礼赠场景需求持续提升带动椰汁品类高增长，同时椰汁占比提升继续带动公司毛利率改善。费用端，预计在公司持续推进渠道扩张以及加大投入打造新品品牌共同带动下，销售费用率持续提升，而净利率水平略有回落。2024 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 38.7%/14.9%，分别同比+1.84/-1.6pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.95%/5.31%/0.18%/-0.1%，分别同比+3.87/+0.36/+0.12/+0.32pct。

展望全年，预计公司在产品迭代、渠道拓张、品牌打造上持续推进布局，公司即饮业务增长势能有望更进一步，带动罐头业务外的即饮第二成长曲线实现新突破。产品端，公司积极布局椰鲨椰子水，该产品通过去年试销后迭代更新，重新回归市场。新品在产品定价上更为契合当下性价比消费趋势，产品定位特点绑定运动消费场景。品牌端，公司在 4 月初宣布奥尼尔为椰鲨代言人，深度绑定运动消费群体，后续预计公司将继续加大品牌推广力度，通过线上线下多渠道协同发力，在夏季即饮旺季来临前持续强化品牌力。渠道端，公司对传统渠道持续深耕不断开拓终端网点，预计全年终端网点数有望破百万；同时公司继续拓展渠道多元化工作，对 B 端、电商、零食量贩等渠道持续探索，未来新渠道有望贡献新增量。

● 盈利预测与投资建议

我们看好公司基于饮料+罐头的双轮驱动战略模式，配合渠道开拓、品牌打造、产品矩阵扩容等打法布局，公司未来成长空间进一步打开。预计公司 2024-2026 年实现营收 22.54/26.11/29.83 亿元，同比+17.24%/15.85%/14.23%；实现归母净利润 3.32/4.00/4.77 亿元，同比+19.08%/+20.80%/+19.13%，对应 EPS 为 0.74/0.89/1.07 元，对应当前股价 PE 为 20/17/14 倍。软饮传统旺季即将到来，我们看好公司多维度发力后的增长动能，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

原料成本扰动，行业竞争加剧，天气扰动室外消费场景需求，新品不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1923	2254	2611	2983
增长率(%)	20.47	17.24	15.85	14.23
EBITDA(百万元)	439.72	498.08	590.02	690.36
归属母公司净利润(百万元)	278.39	331.52	400.47	477.10
增长率(%)	36.85	19.08	20.80	19.13
EPS(元/股)	0.62	0.74	0.89	1.07
市盈率(P/E)	24.35	20.45	16.93	14.21
市净率(P/B)	4.57	4.13	3.69	3.28
EV/EBITDA	12.53	11.70	9.44	7.63

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1923	2254	2611	2983	营业收入	20.5%	17.2%	15.8%	14.2%
营业成本	1178	1359	1553	1759	营业利润	34.9%	19.1%	20.7%	19.1%
税金及附加	21	25	29	33	归属于母公司净利润	36.9%	19.1%	20.8%	19.1%
销售费用	237	280	324	364	获利能力				
管理费用	124	142	162	179	毛利率	38.7%	39.7%	40.5%	41.0%
研发费用	3	4	5	5	净利率	14.5%	14.7%	15.3%	16.0%
财务费用	-7	-3	-4	-6	ROE	18.8%	20.2%	21.8%	23.1%
资产减值损失	-2	-2	-2	-3	ROIC	38.8%	44.7%	57.5%	76.0%
营业利润	377	449	542	645	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	33.4%	35.0%	35.5%	35.6%
营业外支出	1	2	2	2	流动比率	1.77	1.89	2.03	2.16
利润总额	375	447	540	643	营运能力				
所得税	97	115	139	166	应收账款周转率	15.63	11.64	11.64	11.64
净利润	278	332	400	477	存货周转率	4.75	4.86	4.86	4.86
归母净利润	278	332	400	477	总资产周转率	0.86	0.89	0.92	0.93
每股收益(元)	0.62	0.74	0.89	1.07	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.62	0.74	0.89	1.07
货币资金	895	1132	1429	1763	每股净资产	3.32	3.67	4.10	4.62
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	123	194	224	256	PE	24.35	20.45	16.93	14.21
预付款项	10	22	25	29	PB	4.57	4.13	3.69	3.28
存货	248	280	320	362	现金流量表				
流动资产合计	1288	1643	2016	2430	净利润	278	322	391	468
固定资产	636	647	621	596	折旧和摊销	71	55	55	53
在建工程	36	0	0	0	营运资本变动	7	25	50	52
无形资产	163	136	109	81	其他	-7	7	6	5
非流动资产合计	939	885	830	777	经营活动现金流净额	349	409	502	578
资产总计	2227	2528	2846	3208	资本开支	-137	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	23	-1	-1	-1
应付票据及应付账款	418	474	542	614	投资活动现金流净额	-114	-1	-1	-1
其他流动负债	308	394	453	514	股权融资	-32	0	0	0
流动负债合计	726	868	995	1128	债务融资	-1	-1	-1	-1
其他	18	16	15	14	其他	-103	-168	-203	-241
非流动负债合计	18	16	15	14	筹资活动现金流净额	-135	-170	-204	-243
负债合计	743	884	1010	1141	现金及现金等价物净增加额	98	238	296	334
股本	448	448	448	448					
资本公积金	313	313	313	313					
未分配利润	723	883	1076	1307					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1483	1643	1837	2067					
负债和所有者权益总计	2227	2528	2846	3208					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048