

2024年06月03日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 罐头筑牢本源，椰基聚势发力

## —欢乐家（300997.SZ）公司深度报告

### 买入（维持）

### 投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

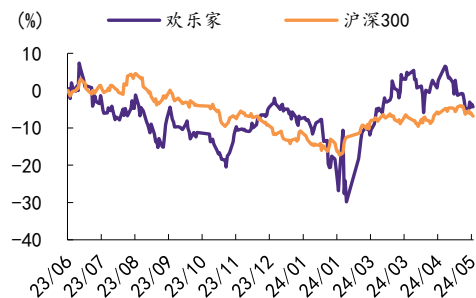
xiaoyan@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-05-31

当前股价（元）	13.99
总市值（亿元）	63
总股本（百万股）	448
流通股本（百万股）	396
52周价格范围（元）	10.56-16.22
日均成交额（百万元）	49.64

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《欢乐家（300997）：费投加大利润略承压，网点开拓长期布局》2024-04-26
- 2、《欢乐家（300997）：成本改善明显，渠道势能延续》2024-03-27
- 3、《欢乐家（300997）：再次发布回购方案，提振市场信心》2024-02-08

### ■ 罐头基本盘稳固，椰基为增长主引擎

欢乐家前身成立于2001年，以水果罐头起家，2007年成为“中国罐头工业十大优秀品牌”。2014年公司推出生榨椰汁产品，逐步推出建厂投产、邀请品牌代言人、引进先进生产线等举措，2023年椰汁营收成功突破10亿元，推出厚椰乳及“椰鲨”椰子水，寻求新业务增长点。另外，公司亦在原料供应端加码，在越南寻找合适产地建设椰汁加工厂，落地后预计进一步提升供应链整合能力。

### ■ 罐头：认知刷新红利延续，头部品牌集中受益

1) 罐头行业产量出现下滑，市场规模稳定增长。2022年我国罐头行业产量889.73万吨，同比下降2.49%；2023年果蔬加工市场规模153.76亿元，同比增长8.91%。2) 出口市场预计仍能保持稳定增长，内需增长主要因素仍在消费者认知变化与消费场景培育端。3) 2023年果蔬加工市场CR12/CR5分别为27.6%/22.6%，竞争格局较分散，但行业整体向头部集中，先发优势与规模优势为关键因素。4) 公司罐头产品价格优势明显，具备成本控制优势，同时品牌影响力较强，消费者基础扎实；最新推出200g产品零食渠道铺货，定位轻量化、小型化、休闲化，期待放量。

### ■ 椰基：供需双振促增长，供应链整合为趋势

1) 2023年我国椰子液体饮品市场规模预计168.90亿元，同比增长8.20%。2022年包装椰子水加工市场规模5.7亿元，同比增长3.64%。2) 以市场扩容与竞争加剧为主线，整体考验企业生产端整合与营销端品宣能力。椰汁方面，头部企业具备品牌基础，重要突破点在于渠道精细化运作以抢占份额，产品间差异相对较小。椰子水方面，各品牌体量均较小，关键在于上游资源整合与成本优化以降低产品单价，同时需加强营销宣导强化消费者认知，提高渗透率。厚椰乳方面，品类已完成初步导入，各品牌需提升生产能力以满足B端客户定制化需求。3) 在产品同质化严重、各家品牌争相逐鹿的初期，首先即需建设品牌力，稳固消费者心智，形成产品独特认知；中期搭配强势的渠道力与经受得住考验的产品力；长期仰赖最难以复制的供应链整合力。目前欢乐家椰基产品发展方向正确，期待后续效果。

### ■ 多元渠道开发促增长，供应链整合稳生产

1) 目前公司处于网点大力开拓期，期待覆盖面扩大后提升单点贡献。截至2023年年末，公司拥有经销商2157家，较去年同期增长255家。截至2023年年末，公司有效终端网点数量约70万，较去

年同期增长 20 万家，2024 年公司力争实现百万网点目标。2) 合资建厂更换为全资子公司推进建厂，加快推进购置土地、厂房工作。公司海外工厂建成后以保障原料稳定性与产品品质为先，同时预计对成本优化有一定利好，亦在 B 端业务上贡献一定收入增量。

### 盈利预测

我们认为公司投资逻辑在于 1) 罐头行业经历一轮消费者认知刷新后消费频次提升，大规格罐头产品稳增的基础上 200g 产品在零食渠道有望贡献增量。2) 椰汁已突破 10 亿成第二增长曲线，短期具备 30 万家新增网点增量，长期作为椰汁知名品牌享受集中度提升红利。3) 椰子水目前进入线下铺货阶段，产品力有保障的基础上品牌定位明确，短期具备即饮旺季催化，长期享受行业扩容带动增长。4) 越南工厂落地预期一方面利于成本优化与供应链向上整合，另一方面保障 B 端厚椰乳业务产品力同时利于开发与稳定客户。我们预计公司 2024-2026 年收入增速+15.7%/+15.5%/+15.1%，利润增速+16.6%/+20.9%/+21.8%，EPS 分别为 0.73/0.88/1.07 元，对应 PE 为 19/16/13 倍，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

越南建厂不及预期风险；网点开发不及预期风险；椰子水品牌推广不及预期风险；大客户开发不及预期风险；消费者培育不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,923	2,224	2,569	2,956
增长率（%）	20.5%	15.7%	15.5%	15.1%
归母净利润（百万元）	278	325	392	478
增长率（%）	36.9%	16.6%	20.9%	21.8%
摊薄每股收益（元）	0.62	0.73	0.88	1.07
ROE（%）	18.8%	19.7%	21.2%	22.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、 罐头基本盘稳固，椰基为增长主引擎.....	7
1.1、 罐头主业表现稳健，椰基业务贡献新增长 .....	7
1.2、 管理人员架构稳定，销售团队持续加码 .....	8
1.3、 成本利好费投加大，盈利能力整体提升 .....	11
1.4、 产品渠道为重点增量，区域产能具提升空间 .....	15
2、 罐头：认知刷新红利延续，头部品牌集中受益.....	17
2.1、 罐头品类健康无菌，规模稳定增长 .....	17
2.2、 竞争格局分散，渠道与产品创新为关键 .....	22
2.3、 罐头业务品牌基础强，期待新渠道增量 .....	26
3、 椰基：供需双振促增长，供应链整合为趋势.....	32
3.1、 快速扩容确定性强，注重成本优化与品牌宣导 .....	32
3.2、 椰汁头部享品牌红利，椰子水竞争加剧 .....	38
3.3、 椰汁增长动力足，椰子水产品定位突出 .....	41
4、 多元渠道开发促增长，供应链整合稳生产.....	46
4.1、 渠道下沉优势突出，网点开拓增量明显 .....	46
4.2、 海外建厂整合供应链，生产优势未来可期 .....	48
5、 盈利预测评级.....	51
6、 风险提示.....	51

## 图表目录

图表 1：欢乐家发展历程.....	7
图表 2：2023 年公司营收稳步增长 .....	8
图表 3：2023 年公司归母净利润持续释放.....	8
图表 4：公司股权结构（截至 2024Q1 末） .....	9
图表 5：欢乐家核心管理层介绍 .....	10
图表 6：2019-2023 年员工总人数、人均薪酬、人均创利.....	11
图表 7：2021-2023 年公司员工类别占比.....	11
图表 8：2017-2024Q1 毛利率和净利率逐步提升.....	12
图表 9：2017-2024Q1 各项费用率变化不一.....	12
图表 10：2017-2023 年直接材料成本占比提升.....	12
图表 11：2017-2020 年黄桃与橘子成本占比下降.....	12
图表 12：2017-2020 年包装材料中瓶身成本占比下降较多.....	13
图表 13：2018 年至今聚乙烯价格指数.....	13
图表 14：2017-2020 年包装材料采购单价（元/个） .....	13
图表 15：2017-2020 年原材料采购单价（元/千克） .....	13

图表 16: 2017-至今 PET 瓶片出厂价 (元/吨)	14
图表 17: 2017-至今瓦楞纸出厂价 (元/吨)	14
图表 18: 2012-2023 年水果生产价格指数 (当季同比)	14
图表 19: 2019-至今白糖价格指数	14
图表 20: 2018-2023 年公司周转率普遍提升	15
图表 21: 2022 年公司经营净现金流表现突出	15
图表 22: 2017-2024Q1 公司分业务营收及增速	15
图表 23: 2017-2024Q1 公司主要产品营收及增速	15
图表 24: 2017-2023 年经销、代销和直营收入及增速	16
图表 25: 2017-2023 年经销、代销和直营占比变化	16
图表 26: 2017-2023 年各地区营收占比	16
图表 27: 2017-2023 年地区复合增速情况	16
图表 28: 公司生产基地与采购产区分布	17
图表 29: 公司产能利用率有提升空间	17
图表 30: 罐头制作流程 (以欢乐家橘子罐头生产流程为例)	18
图表 31: 1998-2022 年中国罐头行业产量及增速	18
图表 32: 2009-2028 年中国果蔬加工市场规模及增速	18
图表 33: 2018-2023 年中国水果罐头出口量及增速	19
图表 34: 2018-2023 年中国水果罐头出口金额及增速	19
图表 35: 罐头行业发展影响因素梳理	20
图表 36: 罐头行业相关政策	20
图表 37: 2023 年中国预制菜消费者购买预制菜种类	21
图表 38: 2023 年 12 月抖音“零食/坚果/特产”下类目份额	21
图表 39: 2023 年 12 月抖音“蜜饯/果干/水果制品”下各品类销售额 (万元)	21
图表 40: 2014-2023 年中国果蔬加工行业主要品牌市占率	22
图表 41: 2023 年中国果蔬加工行业竞争格局	22
图表 42: 2017-2023 年主要品牌果蔬罐头营收 (亿元)	23
图表 43: 2018-2023 年主要品牌果蔬罐头营收增速	23
图表 44: 罐头头部企业发展情况梳理	24
图表 45: 无菌鲜果果肉即食袋及丰岛食品透明杯“鲜果捞”	25
图表 46: 欢乐家年轻化包装罐头产品	25
图表 47: 林家铺子包装与内含物创新	25
图表 48: 林家铺子官宣代言人并推出联名款	25
图表 49: 公司罐头产品列示及营收情况	26
图表 50: 欢乐家与其他企业罐头产品对比	27
图表 51: 2017 年-2020 年橘子、黄桃采购价格、市场价格及销售价格变化	28

图表 52: 罐头业务品牌宣传情况	29
图表 53: 罐头产品过去代言人	29
图表 54: 春节期间欢乐家“千箱万堆”活动	29
图表 55: 水果罐头前五大客户金额及占比	30
图表 56: 八宝粥罐头前五大客户金额及占比	30
图表 57: 头部罐头企业罐头产品毛利率	30
图表 58: 头部罐头企业净利率表现	30
图表 59: 头部罐头企业销售费用率表现	31
图表 60: 头部罐头企业管理费用率表现	31
图表 61: 头部罐头企业存货周转率表现	31
图表 62: 头部罐头企业流动比率表现	31
图表 63: 我国椰子发展历程及椰子进口量、产量情况	32
图表 64: 2022 年东南亚各国家椰子产量占比	33
图表 65: 2022 年中国椰子汁主要进口来源地(按数量)	33
图表 66: 椰子产业链梳理	34
图表 67: 下游椰子液体饮品主要形态	34
图表 68: 椰汁生产流程	34
图表 69: 2017-2026 年中国椰子液体饮品行业市场规模	35
图表 70: 2017-2022 年中国包装椰子水市场规模	35
图表 71: 2009-2028 年我国植物基饮市场规模及增速	35
图表 72: 2019-2023 年植物基各细分品类市场占比	35
图表 73: 消费者复购植物基产品原因	36
图表 74: 中国乳糖不耐受人群占比情况	36
图表 75: 椰子含有物质及功效	36
图表 76: 消费者购买椰汁的原因	36
图表 77: 2017-2027 年中国现磨咖啡市场规模	37
图表 78: 2017-2027 年中国现制茶饮市场规模	37
图表 79: 海南省 2009-2022 年椰子总产量、种植面积及增速	38
图表 80: 海南省椰子产业相关政策	38
图表 81: 椰汁品牌市占率	39
图表 82: 椰子水品牌市占率	39
图表 83: 厚椰乳品牌市占率	39
图表 84: 椰子液体产品主要参与者梳理	40
图表 85: 欢乐家椰汁产品列示及营收情况	41
图表 86: 欢乐家与其他椰汁产品对比	42
图表 87: 欢乐家椰子水及其他椰基产品信息	43

图表 88: 欢乐家与其他企业椰子水产品对比 .....	44
图表 89: 欢乐家与其他企业厚椰乳产品对比 .....	44
图表 90: 椰基业务品牌宣传情况 .....	45
图表 91: 椰子汁代言人杨幂 .....	45
图表 92: 椰子水代言人发布会 .....	45
图表 93: 2018-2023 年经销商数量及增速 .....	46
图表 94: 2018-2023 年经销商单商体量及增速 .....	46
图表 95: 欢乐家春战行动 .....	47
图表 96: 欢乐家椰汁礼盒终端陈列 .....	47
图表 97: 欢乐家餐饮渠道发力措施 .....	47
图表 98: 欢乐家与椰树椰汁渠道利润率对比 .....	47
图表 99: 欢乐家 B 端渠道布局 .....	48
图表 100: “椰鲨”椰子水与 if 椰子水渠道利润率对比 .....	48
图表 101: 椰子主产地对比 (取 2022 年数据) .....	48
图表 102: 欢乐家建设越南工厂进程 .....	49
图表 103: 椰子品牌供应链布局、措施对比 .....	50
图表 104: 椰子品牌海外建厂情况 .....	51
图表 105: 盈利预测 .....	51

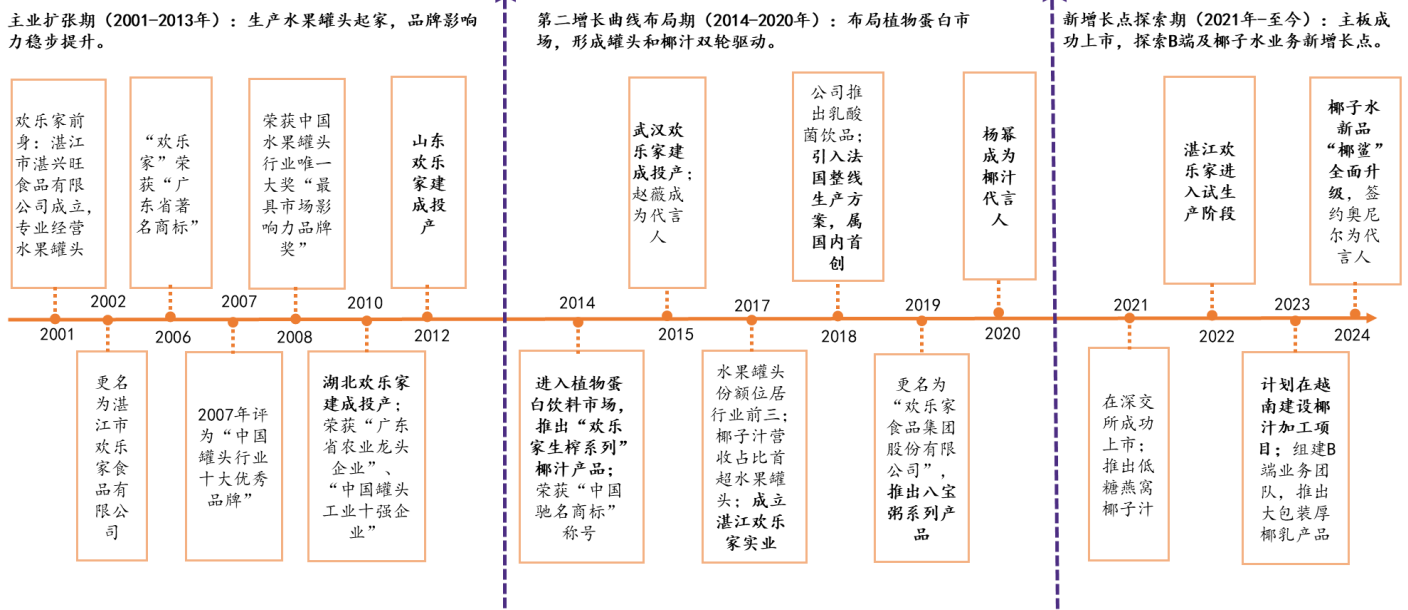


# 1、罐头基本盘稳固，椰基为增长主引擎

## 1.1、罐头主业表现稳健，椰基业务贡献新增长

罐头椰汁双轮驱动，椰子水预计成未来新增长点。欢乐家前身成立于 2001 年，以水果罐头起家，并陆续在总部湛江、湖北、山东建厂，着力做好罐头主业，2007 年成为“中国罐头工业十大优秀品牌”。2014 年公司进入植物蛋白饮料市场，推出生榨椰汁产品，逐步推出建厂投产、邀请品牌代言人、引进先进生产线等举措，2023 年椰汁营收成功突破 10 亿元。在主业与第二增长曲线稳步提升的同时，公司仍在积极寻找新业务增长点，2023 年组建 B 端业务团队推出厚椰乳产品以布局 B 端，推出“椰鲨”品牌椰子水并于年底进行品牌包装焕新，2024 年邀请代言人巩固运动场景。在产品更新与品牌升级之外，公司亦在原料供应端加码，2023 年至今在越南寻找合适产地进行椰汁加工，落地后预计进一步提升公司的原料与成本控制优势。

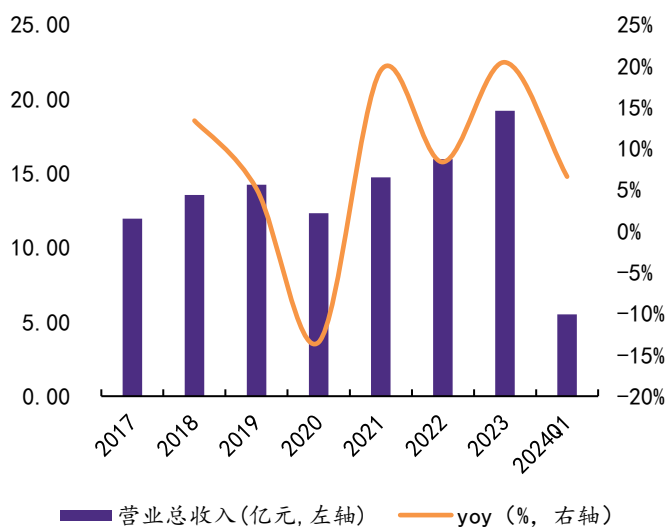
图表 1：欢乐家发展历程



资料来源：新京报，人民网，搜狐网，腾讯网，食品互联，中国经济网，百维国际，新浪财经，中国新闻网，欢乐家招股书，公司公告，公司官网，华鑫证券研究

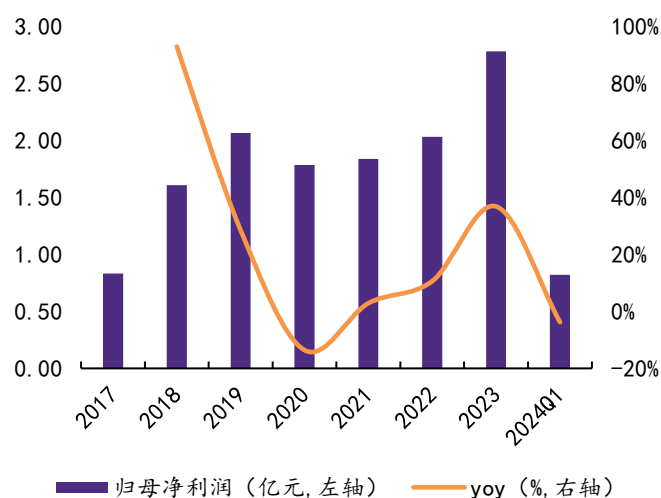
**收入稳步增长，利润持续释放。**2023/2024Q1 公司实现营收分别为 19.23/5.51 亿元，分别同比增长 20.47%/6.61%；实现归母净利润 2.78/0.82 亿元，分别同比+36.87%/-3.74%。其中，2023 年营收利润双增主要系上半年黄桃罐头爆火及全年成本利好释放所致，2024Q1 收入增长略承压主要系去年同期基数较高，利润同比下滑主要系公司加大销售费用投放所致。**拉长维度看**，2017-2023 年营收/归母净利润 CAGR 分别为+8.25%/+22.25%，其中，2020 年收入与利润下滑幅度较大主要系公司在湖北省建立的两大生产基地前后受到疫情影响而暂停生产活动，第一大客户亦位于湖北省故影响其销售情况。2021 年至今公司经营情况恢复较好，2020-2023 年营收/归母净利润 CAGR 分别为+15.98%/+15.93%。

图表 2：2023 年公司营收稳步增长



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 3：2023 年公司归母净利润持续释放



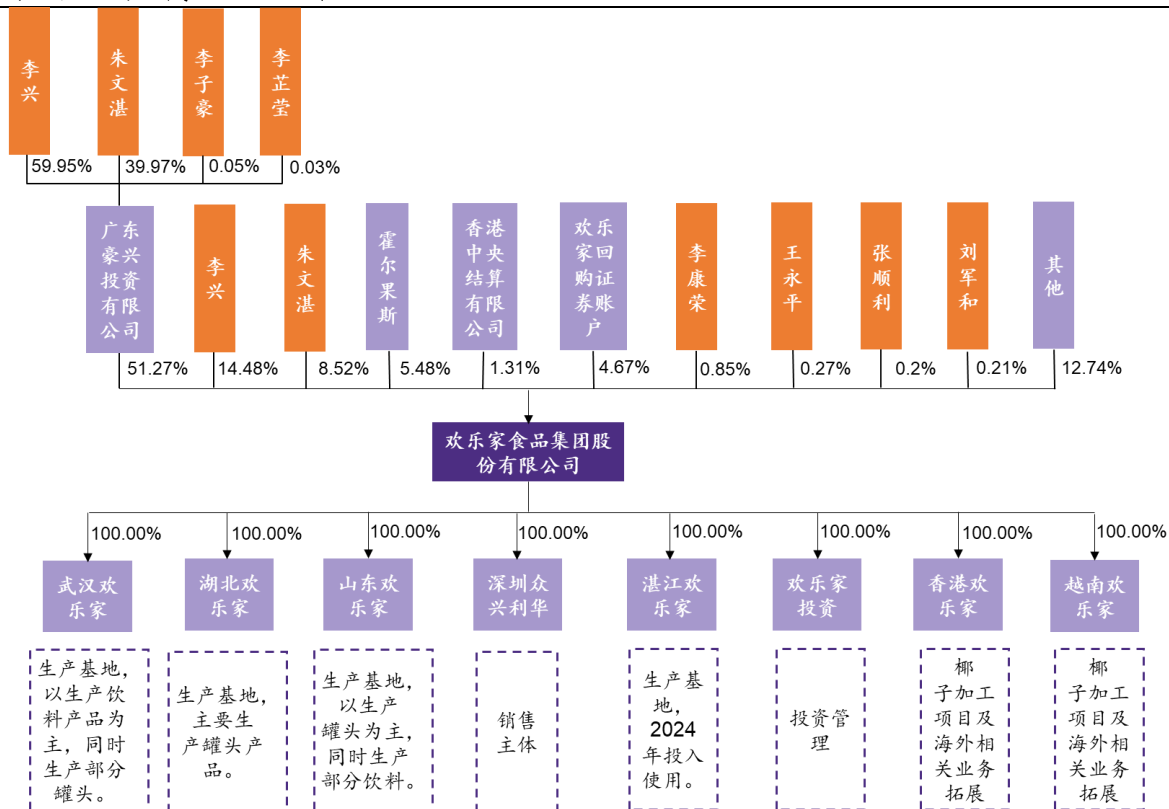
资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 1.2、管理人员架构稳定，销售团队持续加码

**股权结构集中，核心员工设有激励平台。**公司实际控制人为董事长兼总裁李兴、其妻朱文湛、其弟李康荣及其子李子豪，直接持有公司股份合计 23.85%，通过广东豪兴投资、霍尔果斯荣兴咨询间接控股合计 52.16%，共持有公司股份 76.01%，股权结构集中。其中，广东豪兴投资于 2017 年初注册成立，主营业务为投资管理；霍尔果斯荣兴咨询曾名为荣兴投资，于 2017 年底由 15 名成员出资成立，为实现员工股权激励而成立的员工持股平台，目前有限合伙人为 12 人。从公司成立的子公司来看，主要为湖北、山东、湛江等地投产建厂所用，另外深圳子公司为销售主体，香港总公司、越南子公司为在越南投产建厂所用，各子公司分工明确，权责清晰。



图表 4: 公司股权结构 (截至 2024Q1 末)



资料来源: WIND, 公司公告, 华鑫证券研究

**核心高管稳定, 人员配备齐全。**从公司多数核心管理层履历来, 采购总监李康荣、销售负责人杨岗、采购副总监曾繁贵、监事主席庞土贵、销售订单主管黄永珍均在公司任职将近或超过 20 年, 核心高管稳定性较强。另外, 2016 年公司加大人员招聘力度, 引进鹏程食品总经理程松管理部分销售业务, 引进杨榕华与翁苏闽负责财务事项, 同年董事长之子李子豪加入公司, 担任电商事业部总监。

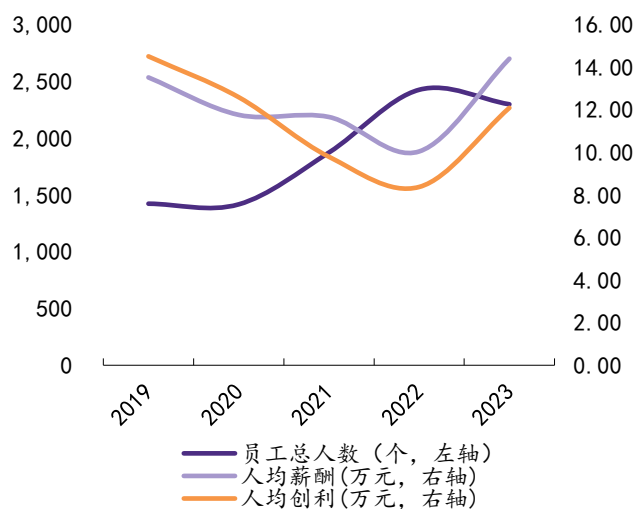
图表 5: 欢乐家核心管理层介绍

姓名	职务	个人履历
李兴	董事长、总裁	曾任湛江旺多多总经理，2001 年创办公司，现任公司董事长、总裁。兼任湛江欢乐家实业有限公司执行董事。
李子豪	副董事长、副总裁	2016 年加入公司，曾任公司电商事业部总监，现任公司副董事长、副总裁。兼欢乐家(香港)国际控股董事、广东高地投资有限公司执行董事。
程松	董事、副总裁	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、副总裁，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	董事、副总裁	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、副总裁。
庞土贵	监事、监事会主席	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副总经理。
曾繁尊	监事	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，山东欢乐家进出口有限公司执行董事、总经理。
黄永珍	职工代表监事	2005 年加入公司，现任公司职工代表监事、销售订单组主管。
李康荣	副总裁	2001 年加入公司，现任公司副总裁、采购总监。兼任广东融盈投资有限公司监事。
杨榕华	副总裁	高级会计师，注册内部审计师。2016 年加入公司，现任公司副总裁，曾任公司财务总监。
范崇澜	副总裁, 董事会秘书	经济师，香港公司治理公会 (HKCGI) 会员 (ACG HKACG)，特许秘书 (CS) 及公司治理师 (CGP) 专业资格。现任公司副总裁、董事会秘书。
翁苏闽	总裁, 财务总监	2016 年加入公司，现任公司副总裁、财务总监，兼任霍尔果斯荣兴咨询合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人，曾任公司财务经理、财务副总监。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

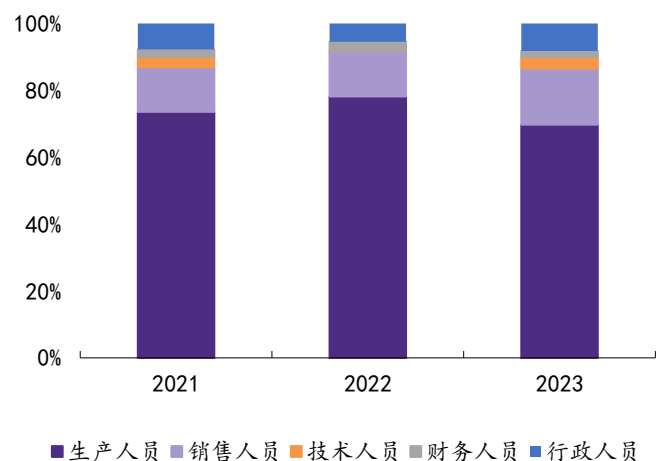
人效创收具备提升空间，销售人员加码方向正确。2023 年公司员工总数 2300 人，较 2022 年同比减少 5.27%；人均创收/人均创利分别为 83.59/12.10 万元/人，分别同比 +44.39%/+27.17%；另外，人均薪酬同比+43.38%，与人均创利相对一致。拉长维度看，2019-2023 年人均薪酬/人均创利/人均创收 CAGR 分别为+1.59%/-4.46%/-4.38%，人效需进一步提升。从员工构成来看，2023 年生产/销售/技术/财务/行政人员分别占比 69.78%/16.70%/3.48%/1.78%/8.26%，较 2022 年分别同比 -8.39%/+3.19%/+3.35%/-0.98%/+2.82pcts，过去公司销售人员比重在软饮料板块中处于较低水平，而生产人员占比位列第一，目前公司加大力度对销售团队扩充，同时较大幅度优化生产人员。

图表 6: 2019-2023 年员工总人数、人均薪酬、人均创利



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 7: 2021-2023 年公司员工类别占比



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

### 1.3、成本利好费投加大，盈利能力整体提升

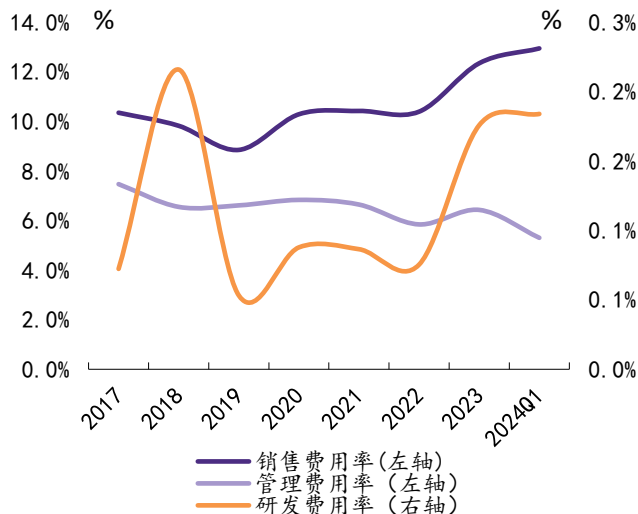
盈利能力长期提升，小幅波动主要系费用投放力度加大。2023/2024Q1 公司毛利率分别为 38.75%/38.70%，分别同比+5.17/+1.84pcts，主要受益于原材料成本下行；净利率分别为 14.48%/14.90%，分别同比+1.74/-1.60pcts，一季度净利率下滑主要系销售费用率提升所致。拉长维度看，2023 年毛利率/净利率较 2017 年分别+6.77/+7.50pcts，盈利能力呈逐步提升态势。2023 年公司销售/管理/研发费用率分别同增 1.95/0.58/0.10pcts；2024Q1 分别同增 3.87/0.36/0.12pcts，一季度公司推进传统渠道精耕、新兴渠道业务开展，同时加大品牌推广力度。拉长维度看，2023 年销售/管理/研发费用率较 2017 年分别+2.00/-1.04/-0.10pcts，销售费用率呈提升趋势，管理费用率得到优化，研发费用率总体表现平稳，2018 年较高主要系公司在 PET 无菌冷罐生产线进行果粒添加技术试验所致。

图表 8：2017-2024Q1 毛利率和净利率逐步提升



资料来源：WIND，华鑫证券研究

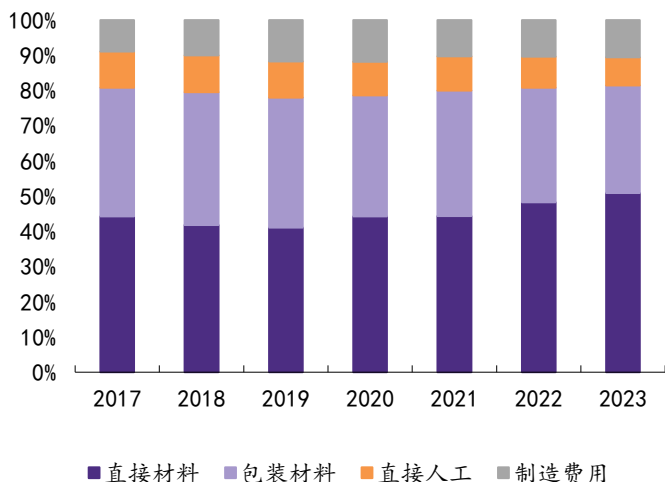
图表 9：2017-2024Q1 各项费用率变化不一



资料来源：WIND，华鑫证券研究

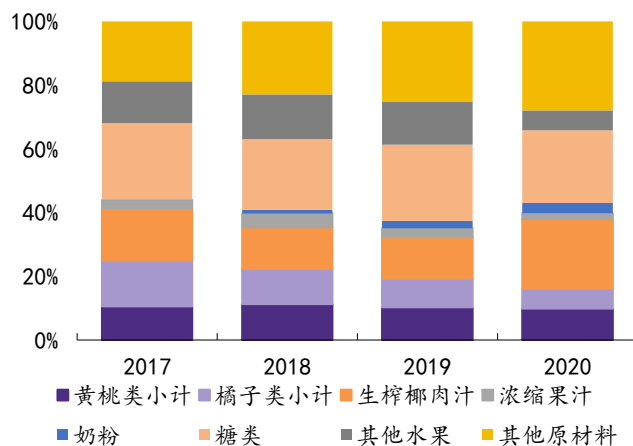
原材料采购议价能力较强，生产线升级降低包材成本。2023 年公司直接材料/包装材料/直接人工/制造费用占成本比重分别为 50.89%/30.51%/8.07%/10.52%，2023 年至今各项占比分别较 2017 年+6.59/-5.99/-2.23/+1.63pcts，包装材料与直接人工成本占比下降；2018 年 PET 生产线投产转固，制造费用增加。原材料方面，2020 年其他原材料、糖类、生榨椰肉汁占原材料比重均在 20%以上，其中其他原材料主要指鱼类、蛋类及八宝粥产品原材料，2020 年糖类/生榨椰肉汁成本占比较 2017 年分别同比-1.17/+5.50pcts，黄桃与橘子成本占比较 2017 年同比下降 8.94pcts。另外，2017-2020 年除食品添加剂外，各项原材料单价均有不同程度的下降，体现规模效应与对上游议价能力。包装材料方面，2020 年瓶/纸箱/盖占包装材料比重分别为 52.03%/19.28%/12.24%，较 2017 年同比-7.98/+1.69/+0.30pcts；2017-2020 年采购单价 CAGR 分别为-12.35%/-5.73%/-3.13%，瓶身成本占比与均价降低主要系公司 2018 年引进 PET 无菌冷罐生产线后，采用价格较低的 PET 瓶坯自行吹制饮料瓶。

图表 10：2017-2023 年直接材料成本占比提升



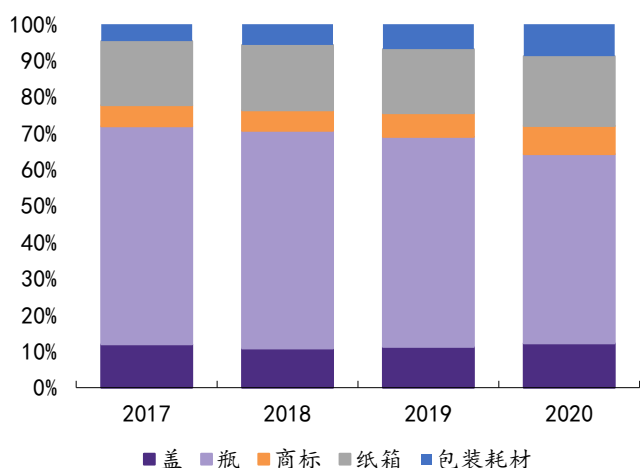
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 11：2017-2020 年黄桃与橘子成本占比下降



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 12: 2017-2020 年包装材料中瓶身成本占比下降较多



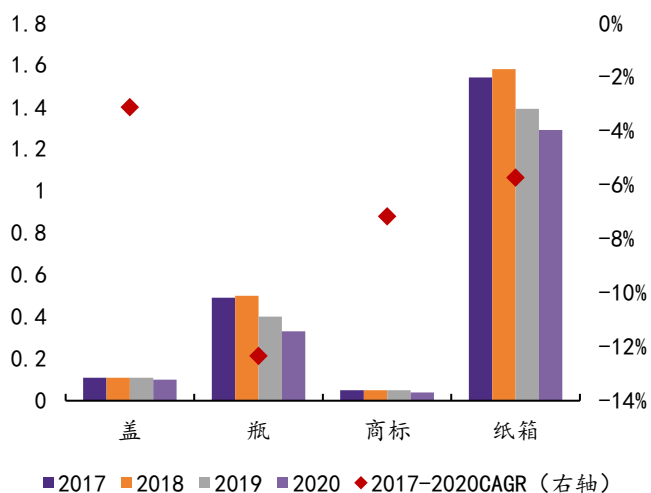
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 13: 2018 年至今聚乙烯价格指数



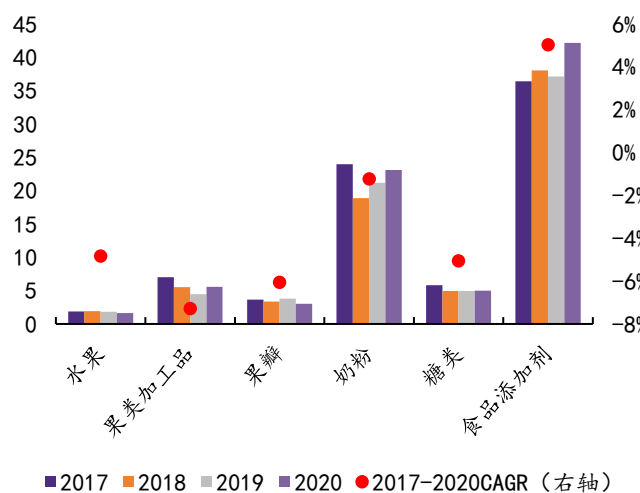
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 14: 2017-2020 年包装材料采购单价 (元/个)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

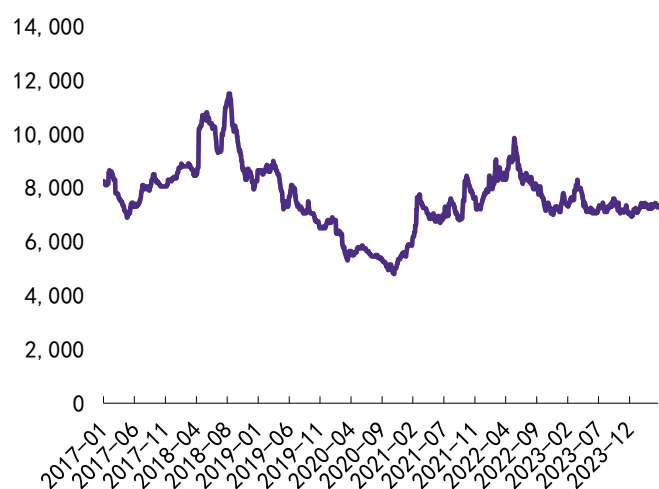
图表 15: 2017-2020 年原材料采购单价 (元/千克)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

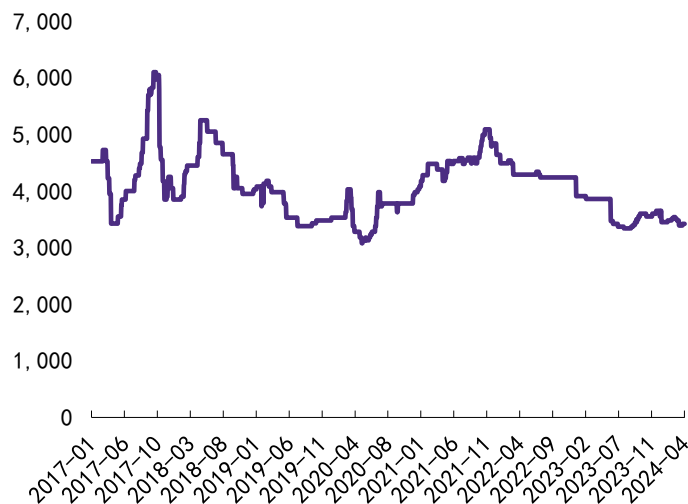
成本整体下降利好, 原料价格控制到位。PET 瓶片来看, 出厂价自去年 5 月从小高位下跌后维持平稳态势, 目前价格为 7100 元/吨, 较 2020 年 10 月仍为高位, 较年初同比-2.07%。瓦楞纸来看, 2021 年 11 月以来下降趋势明显, 目前仍在下行区间震荡, 平均出厂价 3390 元/吨, 较年初同比-4.51%。水果来看, 公司主要采购山东临沂地区黄桃, 产季为 6 月下旬至 9 月上旬; 采购湖南常德及沅江橘子, 产季为上年 11 月至次年 1 月, 水果采购价格受当地产季影响较大, 但大宗采购具备价格优势, 故价格略低于市场平均价。今年整体水果价格指数呈下降趋势, 3 月价格较年初同比-9.52%。另外, 生榨椰肉汁采购价受当地供需关系影响。白糖来看, 去年上涨至高位后今年以来价格有所回落, 目前价格指数较年初同比-2.36%。公司主要在广西、云南等糖原产地采购, 故采购均价略低于市场价。

图表 16: 2017-至今 PET 瓶片出厂价 (元/吨)



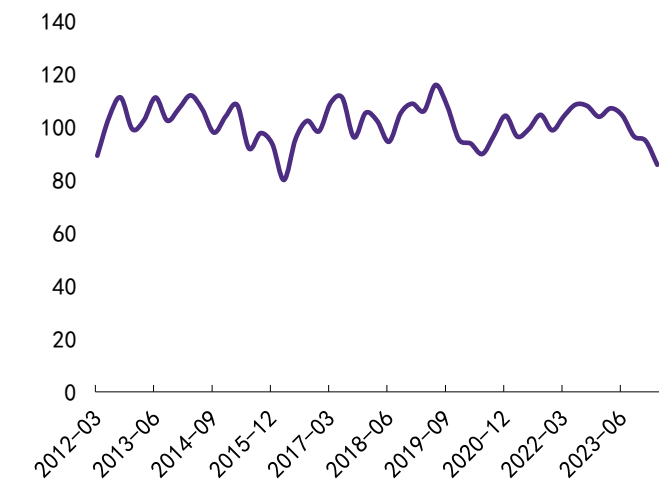
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 17: 2017-至今瓦楞纸出厂价 (元/吨)



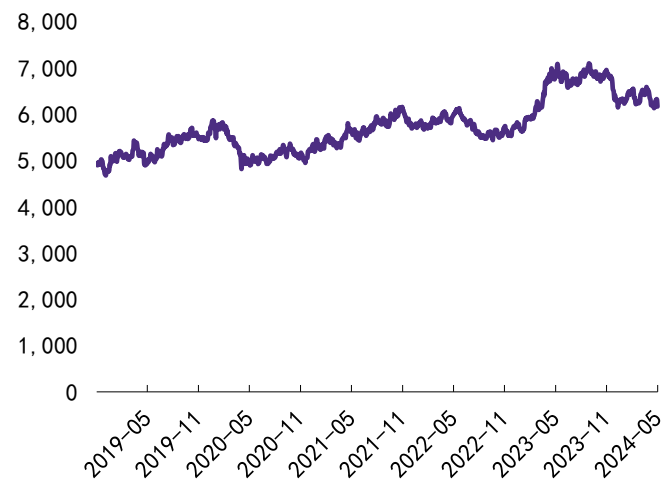
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 18: 2012-2023 年水果生产价格指数 (当季同比)



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 19: 2019-至今白糖价格指数

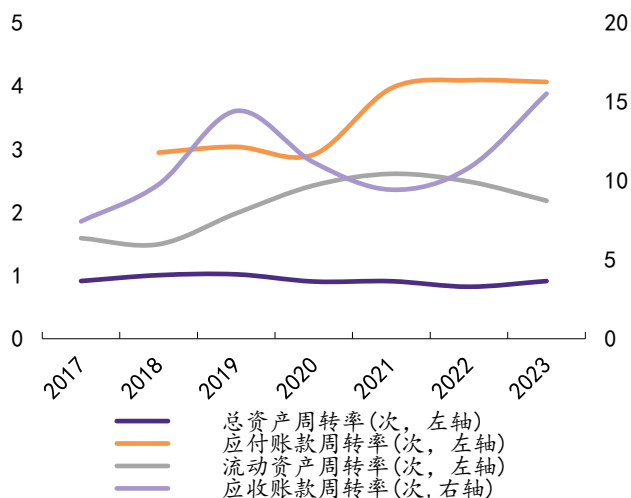


资料来源: WIND, 华鑫证券研究

**资产周转能力靠前, 现金流运营健康。**营运能力方面, 2017-2023 年公司总资产/应收账款/应付账款/流动资产周转率 CAGR 分别为-0.01%/+13.06%/+6.65%/+5.42%, 提升较明显。其中, 总资产/流动周转率在软饮企业中分别排名第一/第二, 应收账款与应付账款周转率排名居中靠后。现金流方面, 2023 年公司经营净现金流 3.51 亿元, 同增 2.20%, 2018-2023 年 CAGR 为 5.41%, 现金流较健康。

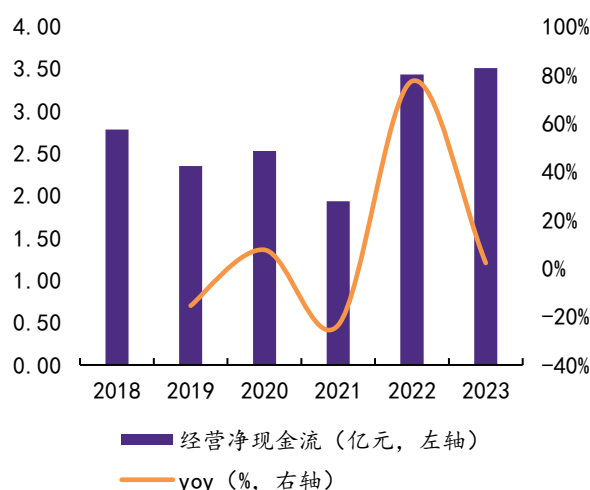


图表 20: 2018-2023 年公司周转率普遍提升



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 21: 2022 年公司经营净现金流表现突出

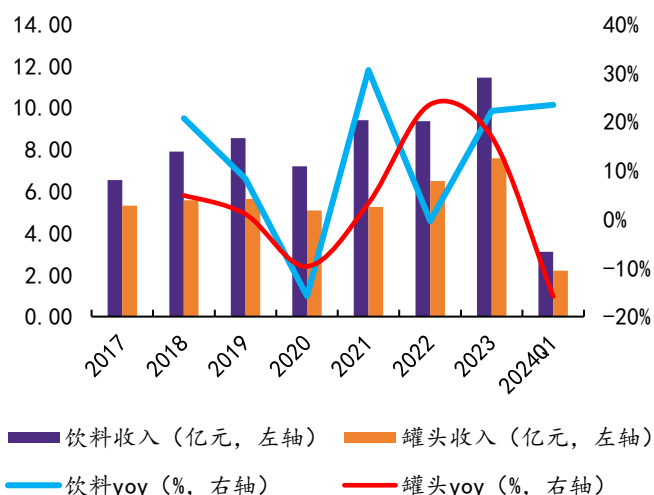


资料来源: WIND, 华鑫证券研究

### 1.4、产品渠道为重点增量，区域产能具提升空间

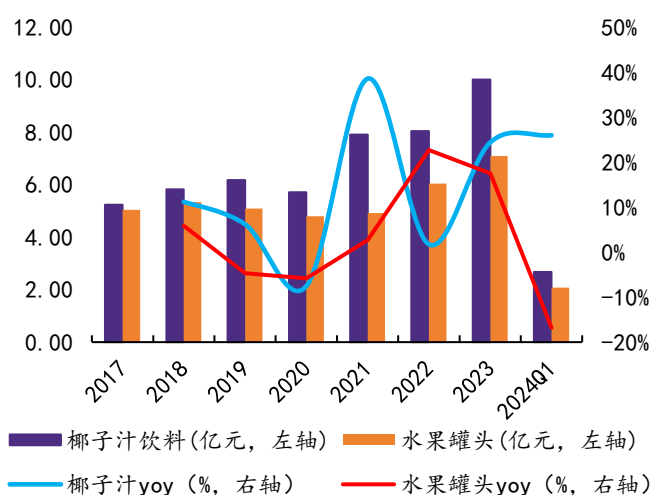
椰汁为业绩主要增长点，水果罐头受基数效应影响较大。2023 年饮料/罐头收入分别为 11.43/7.58 亿元，分别同比+22.21%/+16.92%，均实现快速增长。2017-2023 年饮料/罐头收入 CAGR 分别为+9.76%/+6.10%，饮料复合增长快于罐头，2023 年营收占比较 2017 年亦提升 3.39pcts 至 60.14%。公司在饮料、罐头两大业务中聚焦主力产品分别为椰汁、水果罐头，2017-2023 年椰汁/水果罐头收入 CAGR 分别为+11.42%/+5.84%；2024Q1 收入同比分别为+25.96%/-16.80%，椰汁取得较快增长，2023 年收入达 10.00 亿，仍为快速放量期；去年同期黄桃罐头爆火致基数较高，黄桃罐头/橘子罐头收入分别同比-31.91%/+5.29%。

图表 22: 2017-2024Q1 公司分业务营收及增速



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

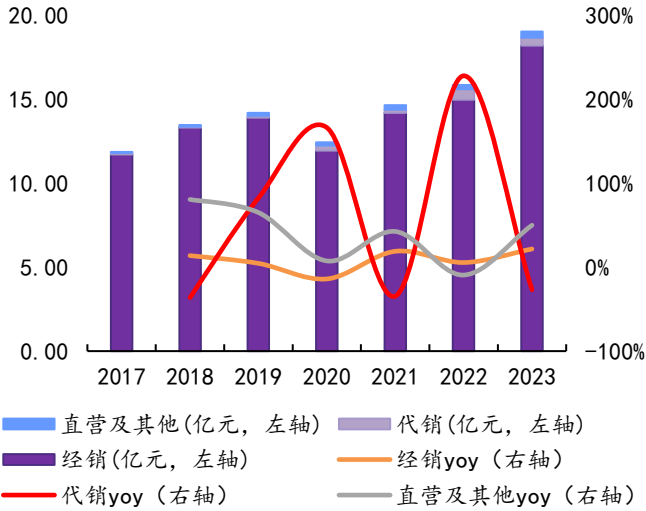
图表 23: 2017-2024Q1 公司主要产品营收及增速



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

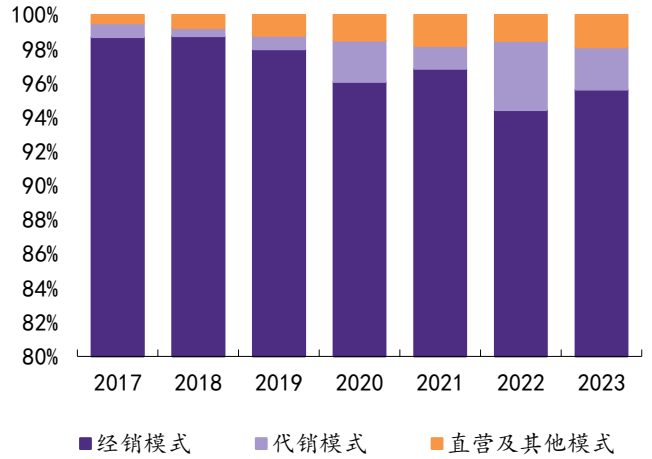
经销渠道稳健增长，直营渠道期待放量。2023 年经销/代销/直营收入分别为 18.18/0.47/0.36 亿元，同比+21.6%/-26.9%/+49.8%，占比为 95.63%/2.47%/1.90%；2017-2023 年 CAGR 分别为+7.63%/+30.02%/+35.45%，经销渠道稳步增长，代销与直营渠道整体快速增长。其中，代销主要为公司与京东自营等平台合作代理销售，直营主要为公司为公司在电商平台直接销售，后续 B 端产品及零食渠道放量预计将提高直销渠道收入。

图表 24：2017-2023 年经销、代销和直营收入及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

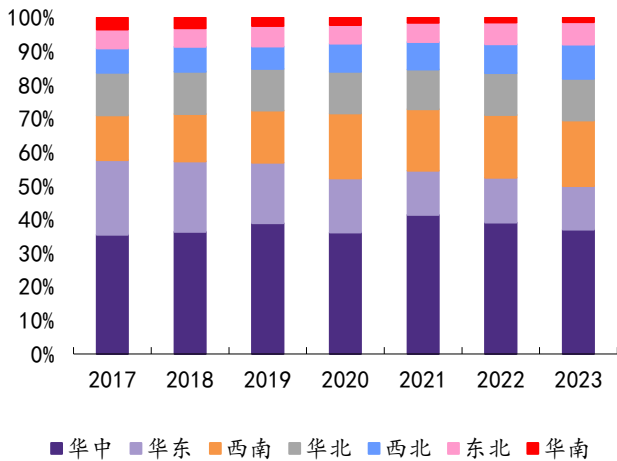
图表 25：2017-2023 年经销、代销和直营占比变化



资料来源：WIND，华鑫证券研究

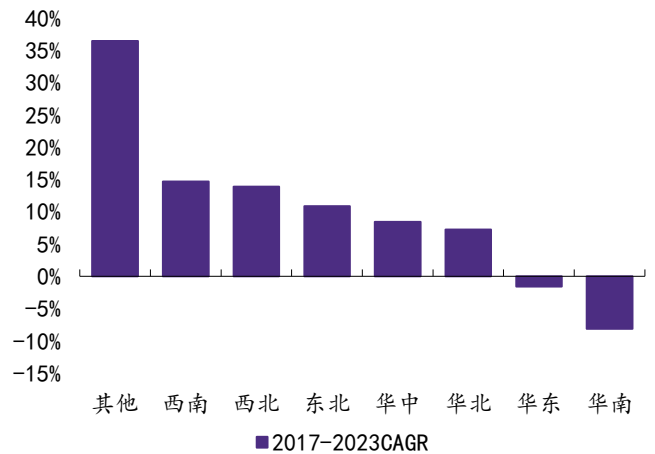
华中与西南为优势区域，华东与华南略承压。2023 年华中实现销售收入 6.76 亿元，占比 35.15%；西南/华东/华北/西北占比分别为 18.51%/12.28%/11.74%/9.68%，较 2017 年分别同比+5.42%/-9.50%/-0.69%/+2.55pcts，西南与西北区域占比提升明显。2017-2023 年西南/西北/东北/华中/华北营收 CAGR 分别为 14.68%/13.90%/10.83%/8.43%/7.22%，西南与西北增速较快，而华东与华南收入出现下滑，主要系华南区域椰汁赛道竞争激烈。

图表 26：2017-2023 年各地区营收占比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

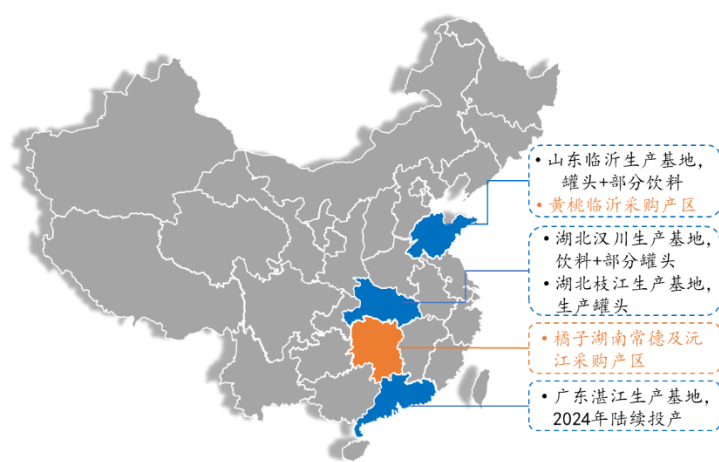
图表 27：2017-2023 年地区复合增速情况



资料来源：WIND，华鑫证券研究

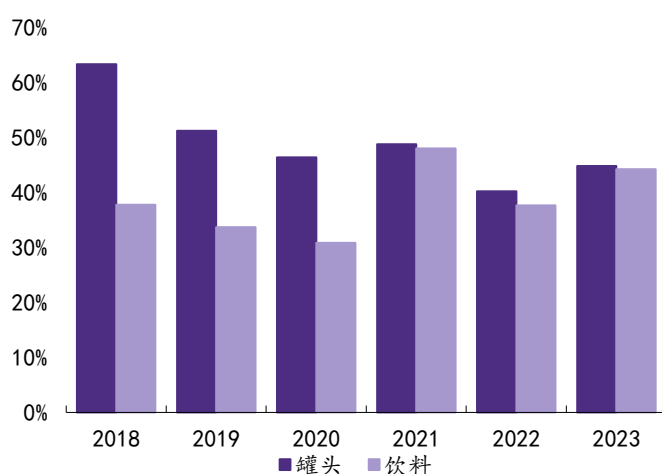
产区布局合理，产能利用率具备提升空间。目前公司拥有山东临沂、湖北汉川、湖北枝江、广东湛江 4 个生产基地，其中山东临沂、湖北枝江分别靠近黄桃、橘子产区，故生产罐头为主。广东湛江基地为 2021 年上市募投建设项目，主要系公司 2002 年在湛江市麻章区建设的老厂区规模较小，2020 年起逐步关闭停产。目前广东湛江基地处于设备调试和试产阶段，设计产能 13.65 万吨/年，其中 10 万吨饮料产线陆续竣工，预计今年实现投产。目前公司饮料/罐头设计产能分别为 47.19/16.78 万吨/年，实际产能分别为 20.85/7.51 万吨/年，产能利用率分别为 44.76%/44.18%，产能利用率仍有待提升。

图表 28：公司生产基地与采购产区分布



资料来源：欢乐家招股书，华鑫证券研究

图表 29：公司产能利用率有提升空间



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

## 2、罐头：认知刷新红利延续，头部品牌集中受益

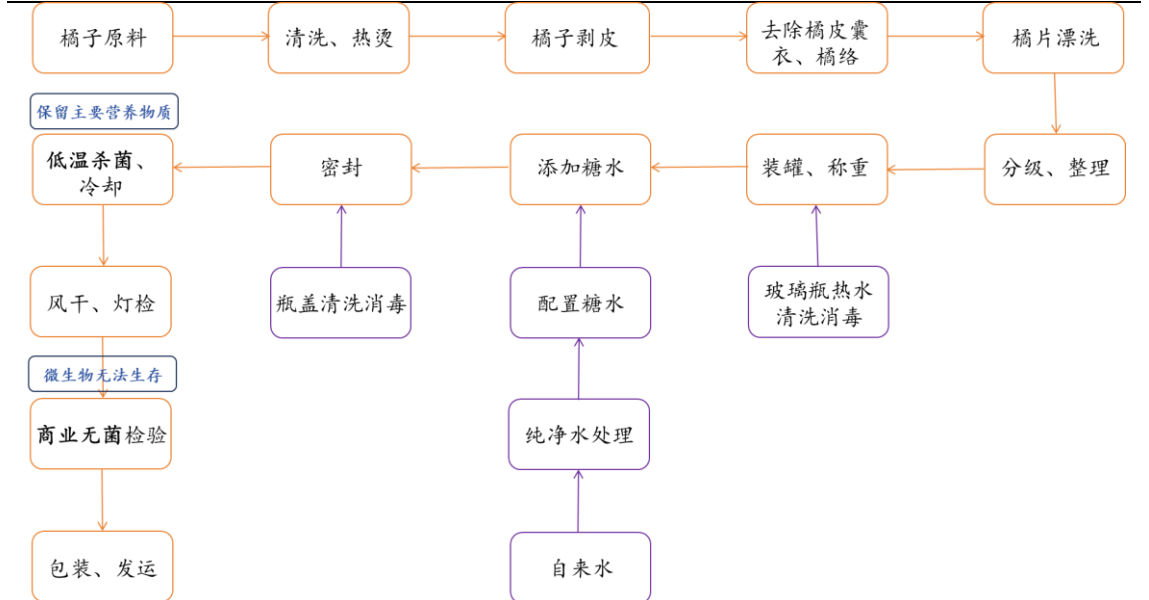
### 2.1、罐头品类健康无菌，规模稳定增长

罐头食品营养价值保留度高，保持无菌状态密封性强。罐头是将食品原料加工处理后，利用巴氏灭菌和灌装真空密封使内容物达到商业无菌状态的食品，常用包装为马口铁、玻璃罐等强密封性材料，故无需添加防腐剂即可长期保存，国家标准亦规定水果罐头类不允许添加任何防腐剂。其中，巴氏灭菌一般将温度控制在 80℃，保留大多数营养成分；商业无菌指经热力杀菌的食品不含致病性微生物或在通常温度下可繁殖的非致病性微生物。

黄桃罐头唤醒消费者认知，水果罐头再次受到重视。水果罐头对鲜果市场有区域性和季节性补充作用，具有无防腐剂、易于贮存、便于长途运输等特点，通常加入适量白砂糖以提升口感，但国际上仍属低糖食品。国内消费者对罐头长期存在“添加防腐剂”、“无

营养”等认知误区，而黄桃罐头在疫情期间因能提升食欲叠加有效营销而遭消费者疯狂抢购，一定程度上改变消费者认知，以健康、营养及应急储备的形象重新面向大众消费者。

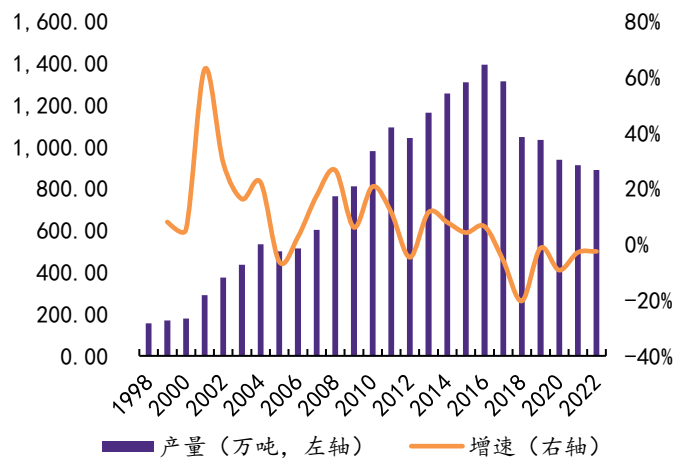
图表 30：罐头制作流程（以欢乐家橘子罐头生产流程为例）



资料来源：欢乐家招股书，华鑫证券研究

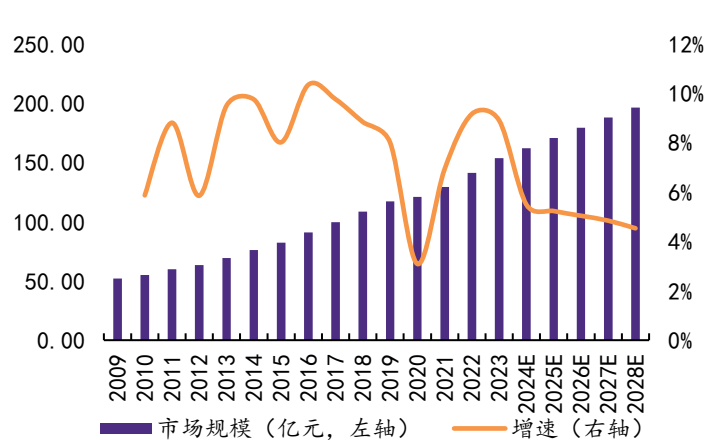
罐头行业产量出现下滑，市场规模稳定增长。根据 WIND，2022 年我国罐头行业产量 889.73 万吨，同比下降 2.49%，拉长维度看，2012-2022 年罐头产量 CAGR 为-1.58%。一方面，随着外贸出口繁荣发展，2012-2016 年我国罐头产量快速增长；另一方面，2018-2020 年生产受疫情影响较大，故出口受损较大，近几年逐步稳定在 900-1000 万吨左右。根据欧睿，2023 年果蔬加工市场规模 153.76 亿元，同比增长 8.91%，2018-2023 年 CAGR 为 7.20%，维持小个位数增长。

图表 31：1998-2022 年中国罐头行业产量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

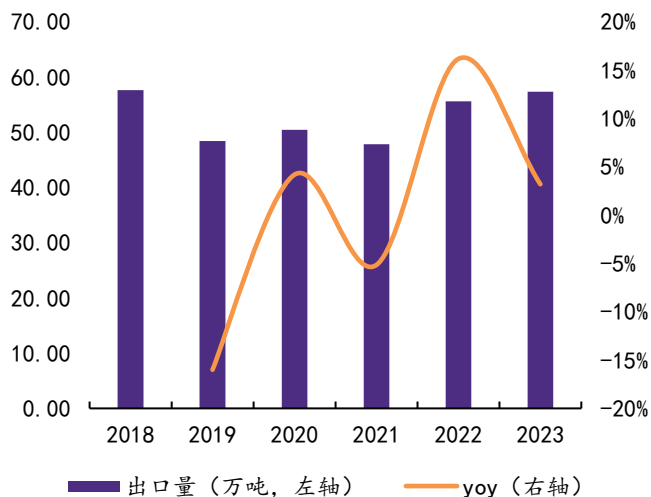
图表 32：2009-2028 年中国果蔬加工市场规模及增速



资料来源：欧睿，华鑫证券研究

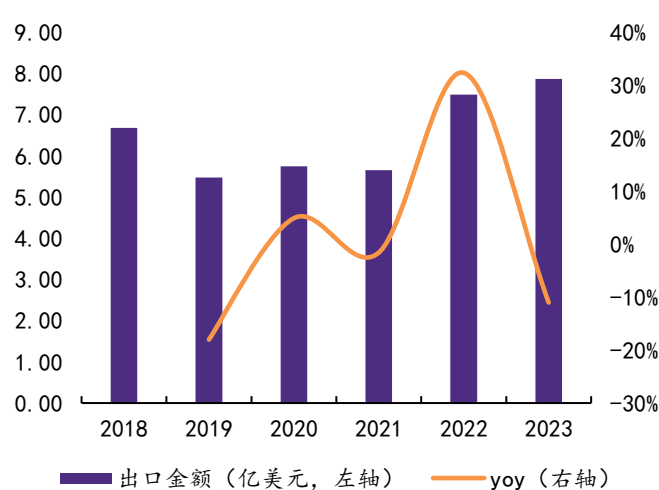
出口拉动力逐步恢复，为罐头行业一大增长来源。根据商会水果罐头分会，2023 年水果罐头出口量 57.37 万吨，同比增长 3.20%；出口金额 7.87 亿美元，同比减少 11.00%，主要系 2022 年水果罐头出口量及出口金额增长较快、基数较高。2019-2023 年水果罐头出口量/出口金额 CAGR 分别为 4.33%/9.47%，处于稳定增长长期。

图表 33：2018-2023 年中国水果罐头出口量及增速



资料来源：商会水果罐头分会微信号，中国罐头工业协会，华鑫证券研究

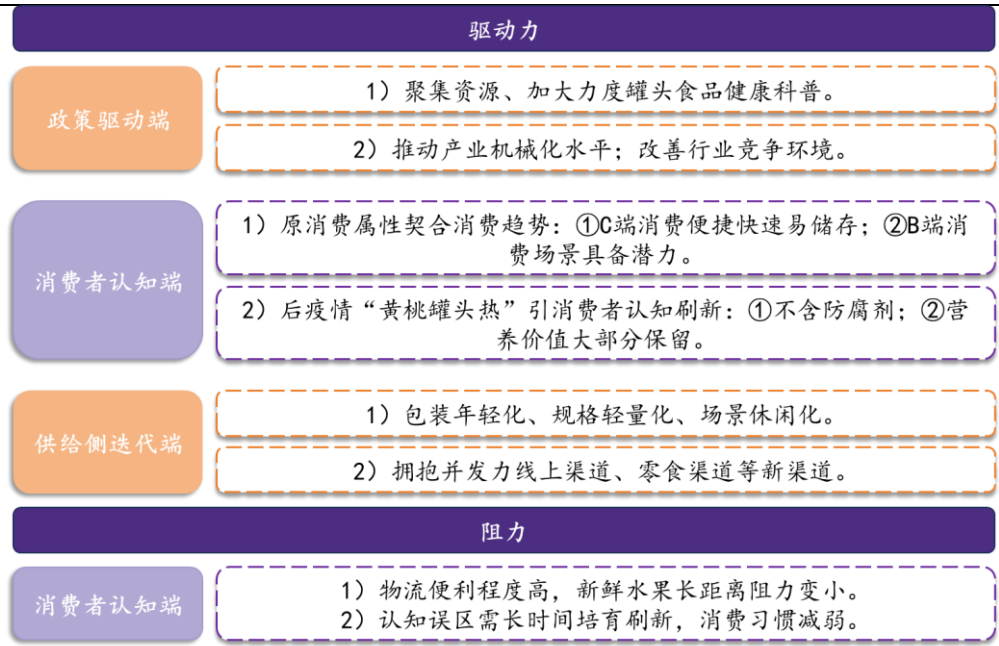
图表 34：2018-2023 年中国水果罐头出口金额及增速



资料来源：商会水果罐头分会微信号，中国罐头工业协会，华鑫证券研究

内需增长为关键，三力驱动有望促进内销动能。梳理罐头行业发展逻辑来看，出口市场预计仍能保持稳定增长，关键在于内需，其增长主要影响因素仍在消费者认知变化与消费场景培育端，1) 消费者对罐头存有“营养低”、“添加防腐剂”等印象，需较长时间的消费认知转变；2) 在物流系统逐步发达、外卖便利化程度提升的环境下，罐头满足跨区消费与即时消费频次减少。内需增长主要驱动力为：1) 政策端赋能行业进行罐头食品健康科普、规范行业竞争环境；2) 消费者培育端借助“黄桃罐头热”刷新消费者认知，部分消费属性契合当下消费趋势；3) 供给端部分企业通过产品包装、规格更新、渠道变革拥抱年轻消费者，扩大消费人群。

图表 35: 罐头行业发展影响因素梳理



资料来源：中国罐头工业协会，智研咨询，艾媒咨询，华鑫证券研究

罐头行业政策逐步完善，赋能产业做好消费者正面引导。中国罐头工业协会于 2021 年发布《中国罐头行业品牌打造三年专项计划（2021-2023）》，2023 年发布《中国罐头食品产业十四五发展规划纲要》，其重点均为：1) 利用多渠道媒体进行罐头食品健康科普，打造罐头行业品牌“无防腐剂”“营养健康”的公信力。据统计，三年专项行动启动以来，百度上以“罐头+防腐剂”“罐头+新鲜”等为关键词的正面报道占 94.16%。2) 完善行业规范标准，提高行业门槛，建立产业集群建设，改善行业竞争环境。另外，农产品加工领域政策持续加码，利于罐头等农产品初加工行业机械化率持续提升，实现降本增效。

图表 36: 罐头行业相关政策

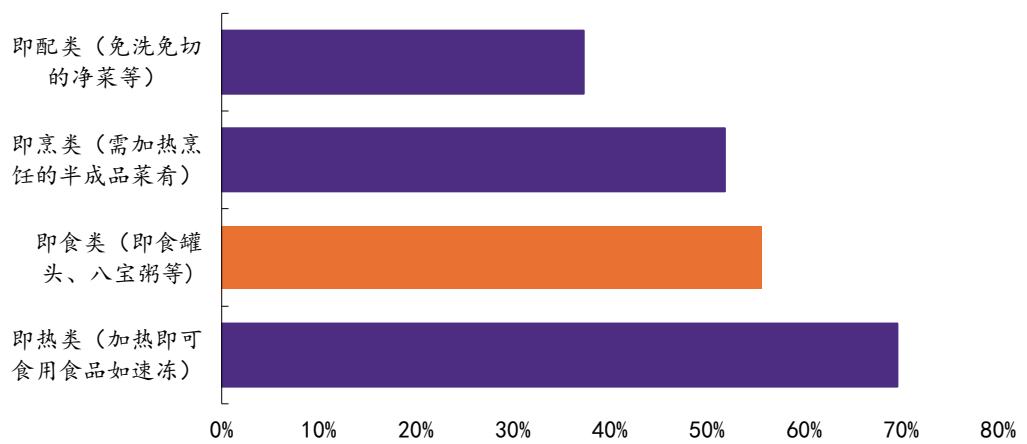
时间	部门	政策文件	相关内容
2021.9	中国罐头工业协会	《中国罐头行业品牌打造三年专项行动计划（2021-2023 年）》实施方案	编发科普文章，普及罐头知识；针对性网络负面报道辟谣；编发视频类科普知识短视频；与人民网合作进行专家访谈；与央视涉农频道合作专题片；积极发展国际良性互动关系，推动数据信息共享。
2023.2	农业农村部	《关于落实党中央国务院 2023 年全面推进乡村振兴重点工作部署实施意见》	实施农产品加工业提升行动，发展农产品初加工、精深加工和综合利用。建设一批国际农产品加工园、中国农业食品创新产业园和加工技术科研试验基地，大力发展中央厨房、直供直销等业态。
2023.3	中国罐头工业协会	《中国罐头食品产业十四五发展规划纲要》	构建优质原料标准化示范基地，夯实产业高质量发展基础；加快产业集群建设，构建产业发展新格局；推进产业企业品牌建设，促进产业跨越式发展；充分挖掘国内外市场潜力。
2023.6	中国人民银行等五部门	《关于金融支持全面推进乡村振兴加快建设农业强国的指导意见》	聚焦农产品加工业提升行动，积极开展订单、应收账款等质押贷款业务，支持各类主体发展农产品产地初加工和精深加工。
2023.8	农业农村部办公厅	《关于开展第四批国家农业绿色发展先行区创建工作的通知》	加快农产品加工、冷链物流等设施低碳化改造，统筹发展农产品初加工、精深加工和副产物加工利用，推广农产品绿色电商模式。

资料来源：中国罐头工业协会，智研咨询，华鑫证券研究



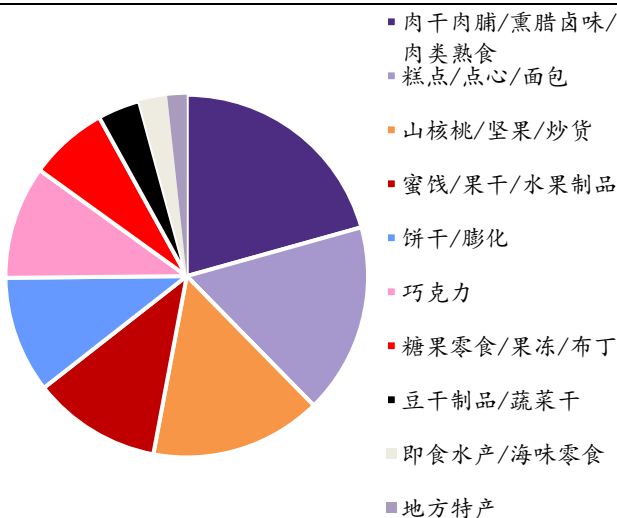
消费场景符合趋势，培育认知仍是关键。消费场景方面，1) C 端消费便捷快速易储存，根据艾媒咨询，2023 年 55.56%的消费者在各预制菜品类中选择购买包括罐头在内的即食类预制菜，罐头的便利性与高可得性刚好对应目前年轻消费者较快的生活节奏，预制菜行业的兴起更利于强化罐头的家庭消费场景。2) B 端消费场景具备潜力，在烘焙、自助等多种 B 端渠道中罐头应用性强标准化程度高，更利于 B 端品牌原料把控与成本控制。培育认知方面，罐头具备：1) 商业无菌技术使其不含防腐剂的情况下保质期较长；2) 原料采摘到罐装仅需几个小时，这个角度上较需运输若干天的未加工的水果蔬菜更新鲜；3) 最大化保留食物营养物质。“黄桃罐头热”已形成一次较大规模的健康科普，后续随着协会与各企业的持续宣传强化，预计消费者认知将逐步刷新。

图表 37：2023 年中国预制菜消费者购买预制菜种类



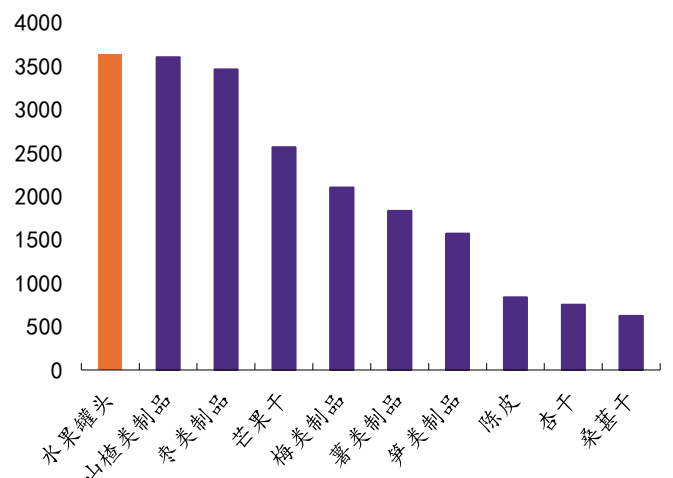
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 38：2023 年 12 月抖音“零食/坚果/特产”下类目份额



资料来源：弘镜，华鑫证券研究

图表 39：2023 年 12 月抖音“蜜饯/果干/水果制品”下各品类销售额 (万元)

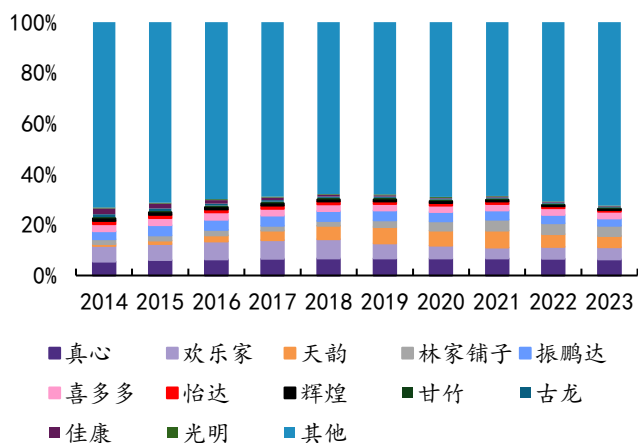


资料来源：弘镜，华鑫证券研究

## 2.2、竞争格局分散，渠道与产品创新为关键

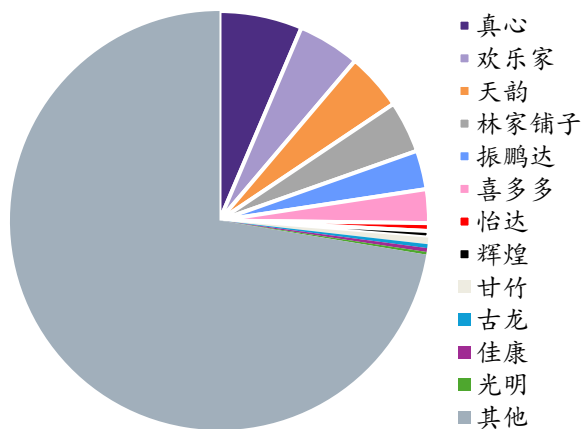
**区域特征明显，竞争格局分散。**果蔬罐头的上游果蔬种植业现已发展为优势产业带，生产基地亦以该品种为核心就近建设，水果罐头目前形成“北桃南橘”基本格局。根据欧睿，2023 年果蔬加工市场 CR12/CR5 分别为 27.6%/22.6%，其中真心/欢乐家/天韵/林家铺子/振鹏达市占率分别为 6.4%/4.8%/4.4%/4.0%/3.0%，竞争格局较分散，行业核心技术门槛较低故中小产能规模企业较多。2023 年果蔬加工加工市场 CR12/CR5 较 2014 年分别 +0.8/+5.1pcts，表明行业整体向头部集中，先发优势与规模优势为关键因素，预计后续行业集中度将继续提升，中小产能持续出清。

图表 40：2014-2023 年中国果蔬加工行业主要品牌市占率



资料来源：欧睿，华鑫证券研究

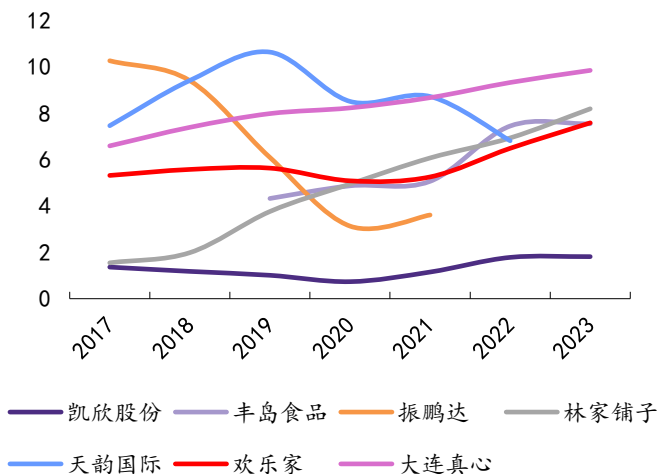
图表 41：2023 年中国果蔬加工行业竞争格局



资料来源：欧睿，华鑫证券研究

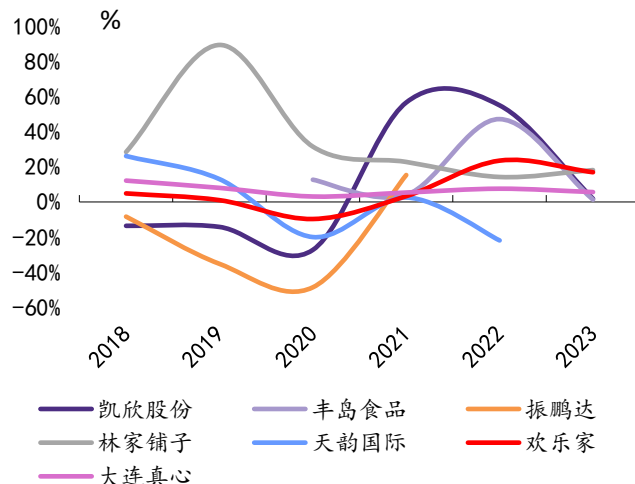
**头部罐头企业规模稳步增长，集中度提升趋势明显。**从主要品牌的果蔬罐头营收来看，稳步上涨的有欢乐家、林家铺子、大连真心、凯欣股份，2017-2023 年 CAGR 分别为 +6.10%/32.03%/6.92%/4.89%，2020 年疫情影响各家营收均有不同程度的同比下滑，而 2022 年黄桃罐头热带来各家罐头营收不同幅度的上涨，其中凯欣股份/丰岛食品/欢乐家/林家铺子 2022 年罐头产品营收增速分别为 +54.98%/47.14%/23.52%/14.21%。总的来看，头部罐头企业营收仍在稳步增长并提升市场份额，其中欢乐家、大连真心罐头营收的波动性较其他企业更小，经营较稳健。

图表 42：2017-2023 年主要品牌果蔬罐头营收（亿元）



资料来源：欧睿，WIND，华鑫证券研究

图表 43：2018-2023 年主要品牌果蔬罐头营收增速



资料来源：欧睿，WIND，华鑫证券研究

头部企业更重视生产端建设，看好在销售渠道上补足并做到突出、产品创新上拥抱年轻群体的企业。头部罐头企业普遍特点有：1) 罐头企业的先发优势与规模优势在后续竞争中起到重要作用，营收及产能规模大于 5 亿元的罐头企业成立时间均在 20 年以上，主要系罐头企业需在原料基地周边设立大规模加工厂以优化物流运输成本及保证原料新鲜度，先发企业或规模较大企业更具优势。2) 生产基地基本建设在山东、浙江、湖北、辽宁等水果盛产地，部分企业除销售自有品牌外承接部分 OEM 业务，其中自有品牌以内销为主，OEM 主要销往国外，天韵国际、振鹏达、丰岛食品、凯欣股份出口板块均占较大比重。3) 销售网点覆盖数量均小于 100w 家，最多为欢乐家 70w 家，网点下沉及销售推广措施仍需加强。4) 产品容量以 425/900g 等大规格为主，近几年陆续布局小规格产品。

图表 44：罐头头部企业发展情况梳理

公司名称	成立时间	地区	罐头类别	品牌	罐头产能(万吨)	生产基地	销售渠道	产品规格(g)	行业地位
能是水果集团	2002/6/19	辽宁大连	水果类	真心	6	大连真心和徐州真心两生产加工基地，河北、安徽、浙江、广东等地十几家外协工厂。	公司销售人员超过400人，拥有300多家经销商，终端覆盖超过10万家，内销为主。	248/425/680/760/880/1680	2016年被中国罐头工业协会评为“中国罐头十强企业”。
欢乐家	2001/12/12	广东湛江	水果类(主要)、谷物类	欢乐家	16.78	湖北汉川、山东临沂、湖北枝江三大生产基地，同时广东湛江生产基地在建。	截至2023年年末共2157家经销商，70万家网点，内销为主。	200/248/252/256/316/460/900	2017-2022年水果罐头销售量与销售额位居全行业前三名，2023年参与多项水果罐头国标、行标的制定或修订工作。
天韵国际	2003/1/1	山东临沂	水果类	缤果时代、果小懒、天同时代	10+	2018年底山东及湖北生产基地总产能10万吨/年，新建5/6号生产车间投产，新建云南生产基地规划产能9万吨/年。	2022年OEM/自有品牌营收占比36.5%/57.4%。	225/312/408/425	“十三五”罐头产业领域社会责任典范、2020年度中国罐头产业十强企业(出口)。
林家铺子	1996/9/3	辽宁大连	水果类(主要)、水产类、肉类	林家铺子	10	两处大型全资自有工厂，分别位于辽宁大连和江苏徐州；共有研发、生产、质检及供应链相关人员2000名。	截至2023年年中拥有600多位经销商，传统渠道销售业绩年增速40%+；终端售点及商超30万+。	200/245/312/350/360/425	被授予“中国名牌”、“中国罐头十强企业”、“十大经典产品”等称号，被全国农业产业化联席会议评为农业产业化国家龙头企业。
中华食品工业集团	1997/10/27	广东深圳	水果类、蔬菜类	振鹏达	5+	公司共建立湖北、四川、山东、山西、安徽、江西6大工业园区。	国外主要销售地区为欧洲，2018年国内/欧洲营收占比分别为89%/10%。	248/256/312/425/501/900	坚持走“专业化”的基地加农户的农业产业化之路，立志于成为中国最大的农副产品加工贸易企业。
丰岛食品	1999/8/12	浙江杭州	水果类、蔬菜类	丰岛水果捞(自有)、OEM	7	水果罐头为浙江与湖北两大生产基地。	2023年内销/外销营收占比分别为43%/57%。外销以代工为主，内销以直销为主，目前进入200多家连锁系统，超过3w个终端。	80/113/197/227/248/312/425/567/1500	荣登“2022年第19届亚运会官方水果制品供应商”榜单；水果罐头从2020年到2022年，连续三年产量及国内外销售量、销售额位居全行业前三名。
凯欣股份	2007/2/6	山东青州	水果类、蔬菜类	凯欣、JOYWIN、皇桃黄	8+	总部设潍坊，下设青州生产基地；拥有占地4000余亩农产品出口示范种植基地。	2023年国内/国外销售占比分别为59%/41%。	210/227/425	认定为“2023年农业国际贸易高质量发展基地”、“国家知识产权优势企业”。

资料来源：WIND，公司年报，公司官网，公司公众号，欢乐家招股书，淘宝，京东，天同食品网，易号，大观新闻，东北财经大学校友会微信公众号，顺企网，深圳金融商会公众号，招商网，华锦购物服务号，青州融媒体中心公众号，华鑫证券研究



包装形态与规格持续创新，轻量化休闲化时尚化属性增强。1) 罐装形态向瓶装或袋装形态扩张，如“无菌鲜果果肉即食袋”、“PP+EVOH 透明杯”等新型包装在解决罐头避光问题的同时，最大限度实现零防腐剂锁鲜，在优化运输物流成本的同时，契合当下轻量化休闲化消费趋势。2) 包装设计换新及联名营销，拥抱年轻消费群体。如欢乐家推出 200g “半桃铁盒”、“梨想成真”、“大桔大利”等系列小铁盒产品，林家铺子邀请网红代言人推出联名款，较好的内容营销及线上流量积累为线下铺货奠定基础，并在大众水果罐头的基礎上推出“杨枝甘露”等主流现饮风味产品，迎合“低糖”消费趋势。

我们认为罐头食品尤其是水果罐头，在后疫情时代抓住了较好的消费者教育机会，为延续消费者对罐头产品改观的向好趋势，各家罐头企业需在内容物及包装上做较大创新，同时在品牌宣传上强化罐头健康的消费认知，在渠道上拥抱线上及零食量贩等新兴渠道。从行业竞争格局看，未来预计持续向头部集中，已拥有较大规模生产能力与成本控制能力的头部罐头企业在突破品牌宣传和渠道推广的基础上，竞争力预计逐步加强，

图表 45：无菌鲜果果肉即食袋及丰岛食品透明杯“鲜果捞”



资料来源：红碗社，SINO-PACK 华南包装展，华鑫证券研究

图表 46：欢乐家年轻化包装罐头产品



资料来源：京东，华鑫证券研究

图表 47：林家铺子包装与内含物创新



资料来源：京东，人民资讯网，华鑫证券研究

图表 48：林家铺子官宣代言人并推出联名款

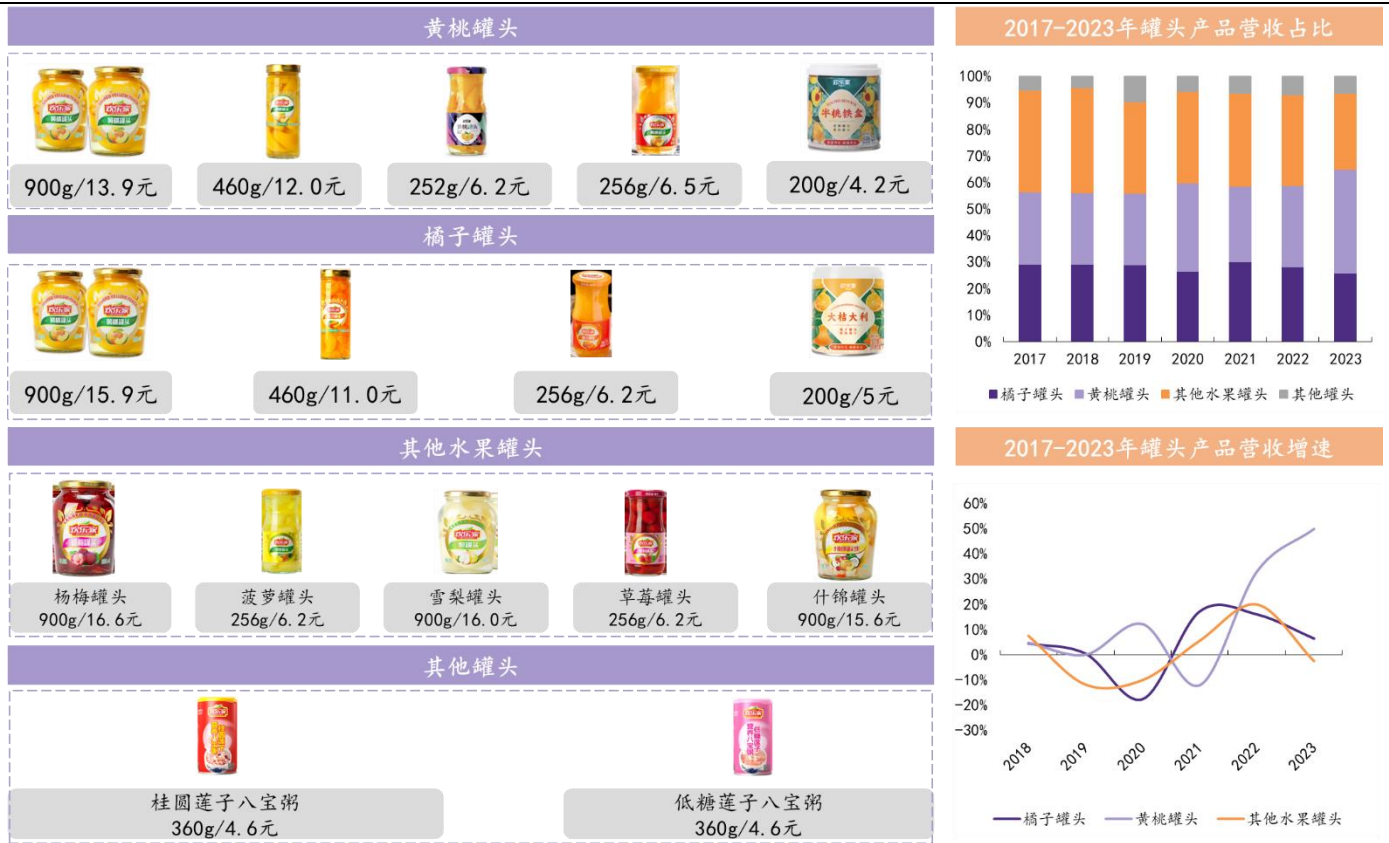


资料来源：中国网，华鑫证券研究

### 2.3、罐头业务品牌基础强，期待新渠道增量

黄桃罐头为营收贡献第一单品，橘子罐头保持稳步增长。公司罐头产品以水果罐头为主，包括黄桃罐头、橘子罐头、其他水果罐头，其中黄桃罐头成为贡献营收第一罐头品类，开发规格亦最多；2023 年黄桃罐头营收 2.97 亿元，同比增长 50.00%，主要受益于黄桃罐头热，占罐头收入比重 39.19%。橘子罐头为公司第二大罐头单品，运作思路与黄桃罐头类似，2023 年营收 1.96 亿元，同比增长 6.52%，占罐头收入 25.86%。2023 年杨梅罐头、雪梨罐头、菠萝罐头、什锦罐头等其他水果罐头合计营收为 2.16 亿元，同比增长 9.31%，占罐头收入 28.45%，以 256g/900g 两种规格为主。其他罐头目前线上以八宝粥为主，过去还有鱼罐头等品类。2017-2023 年黄桃/橘子/其他水果罐头/其他罐头营收 CAGR 分别为 12.85%/3.90%/0.89%/10.38%，黄桃罐头贡献主要增长。

图表 49：公司罐头产品列示及营收情况



资料来源：京东，WIND，华鑫证券研究

常规产品口味标准化程度高，内容物难成差异。从配料上看，市面上主要的黄桃和橘子罐头由相应水果、水、白糖、食品添加剂构成，配方相差程度小，口味上难以形成较大差异，创新方向预计为低糖版或衍生风味版。从规格上看，从 200g 到 900g，欢乐家各型号规格跨度最大，同时率先开发 200g 铁盒罐头并形成一定包装风格创新，差异化较明显。



规模效应明显，价格优势取胜。从价格上看，欢乐家主要产品的每 10g 罐头价格基本低于其他产品相近规格的产品，价格优势明显，我们认为对于满足日常消费、频次高附加值低的产品，价格为影响销量的关键因素之一，而控制价格为体现企业控制成本、提高产能利用率、精准产品定位等多方面能力的综合体现。

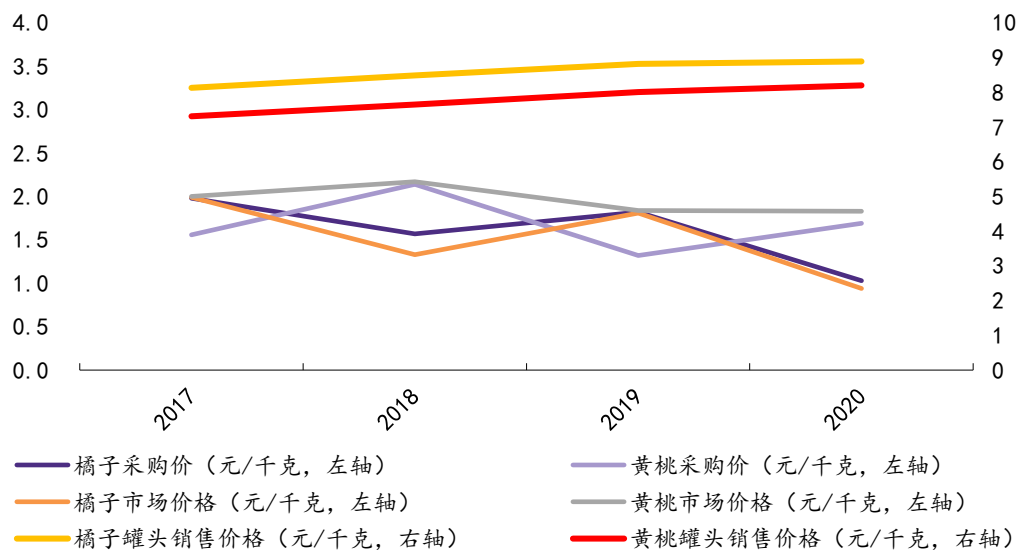
图表 50：欢乐家与其他企业罐头产品对比

企业	产品	规格	价格 (元/罐)	价格 (元/10g)	配料	产品展示
欢乐家	半桃铁盒	200g	4.16	0.21	黄桃、生活饮用水、白砂糖、食品添加剂（柠檬酸、D-异抗坏血酸钠、蔗糖素、安赛蜜、乳酸钙）	
	黄桃罐头	460g	8.97	0.19		
		900g	13.90	0.15		
	大桔大利	200g	4.98	0.25		
		460g	7.97	0.17		
橘子罐头	900g	15.90	0.18	橘子、生活饮用水、白砂糖、食用葡萄糖、食品添加剂（柠檬酸、D-异抗坏血酸钠、蔗糖素、安赛蜜、乳酸钙）		
林家铺子	糖水黄桃罐头	258g	8.63	0.33	黄桃、水、白砂糖、冰糖、食品添加剂（柠檬酸、维生素 C、乳酸钙）	
		425g	9.15	0.22		
		820g	22.90	0.28		
	糖水桔子罐头	312g	9.98	0.32		
425g		11.93	0.28			
真心	黄桃罐头	248g	9.50	0.38	黄桃、水、白砂糖、柠檬酸、维生素 C、安赛蜜、阿斯巴甜（含丙苯氨酸）	
		425g	13.30	0.31		
		880g	18.80	0.21		
	桔子罐头	248g	9.97	0.40		
		425g	12.00	0.28		
880g	29.90	0.34				
天韵	黄桃罐头	408g	14.98	0.37	黄桃、纯净水、白砂糖、食品添加剂（柠檬酸、维生素 C）	
丰岛	糖水黄桃软罐头	200g	7.49	0.37	黄桃、饮用水、白砂糖、柠檬酸	
	糖水型黄桃罐头	425g	8.17	0.19		
	糖水橘子软罐头	200g	7.49	0.37		
	糖水型桔子罐头	425g	8.58	0.20		

资料来源：京东，华鑫证券研究

较低采购价体现成本控制优势，具备价格优势的同时盈利能力平稳。由于水果罐头产品季产年销的特点，当期主材成本同时受上个产季和当个产季水果采购价格影响，略滞后于当期水果原材料的平均单价。根据招股书，公司黄桃鲜果采购的价格低于从惠农网取得的同期市场价格，主要原因为罐头加工企业进行大宗收购具有价格优势；而橘子采购价与橘子平均市场价格相差不大。公司在销售价格普遍较其他竞品更有优势的情况下，仍能保持较好的利润率，体现采购价的成本优势与规模化生产的产能优势。

图表 51：2017 年-2020 年橘子、黄桃采购价格、市场价格及销售价格变化



资料来源：欢乐家招股书，华鑫证券研究

**深耕基本盘做好传统场景下沉，力求年轻化扩大消费群体。**公司在品牌打造与宣传方面持续发力，不断更新品牌形象、提高品牌影响力。**品牌代言方面**，公司于 2015 年之前邀请明星释小龙担任罐头代言人，“真功夫、好罐头”代言词深入人心；2017 年，邀请明星赵薇同时代言椰汁和罐头产品，力争品牌年轻化。公司罐头产品中女性消费者约占 50%，年龄段集中在 31-40 岁，目前公司主要通过包装更新、渠道扩张与场景推广进行年轻化宣传。**线下推广方面**，历年春节前公司推出春节广告，集中开展“千箱万堆”行动，持续提升礼盒市场份额。另外椰汁逐步起量后，半桃铁盒亦与椰汁共同在宣传活动中亮相以带动销售。

**品牌影响力较强，消费者基础扎实。**欢乐家品牌已创立 20 余年，消费者基础稳固，品牌力较强。根据中国罐头工业协会统计，欢乐家品牌水果罐头 2017 年到 2022 年的国内市场销售量和销售额均位居行业前三名。公司目前为中国罐头工业协会副理事长单位，并于 2023 年参与《柑橘罐头质量通则》、《桃罐头质量通则》《绿色设计产品评价技术规范水果罐头》等多项国标、行标的制定或修订工作，行业地位显著。

图表 52: 罐头业务品牌宣传情况

年份	品牌宣传情况
2015 年以前	释小龙担任欢乐家罐头代言人。
2017 年	续约明星赵薇，担任椰子汁代言人的同时也担任罐头代言人。
2018 年 12 月	欢乐家春节视频广告在全国 112 部高铁温情上线；每个乡镇均打造 1000 箱以上地堆作为样板店，营造出热烈火爆的终端氛围；对渠道商和终端店主施行“红包激励”，全方位拉动产品动销。
2019 年 12 月	欢乐家春节广告片入驻美景高铁站，传递“欢乐到家”标语；打造大型单品堆，抢占终端堆头陈列，营造热烈消费氛围。
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，结合产品特点在终端网点进行落地活动推广，扩大品牌声量；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、微电影等新方式，加强与年轻消费群体互动。
2022 年 1 月	春节前线上线下联动，线上广告刷屏，线下锁定流通、餐饮、商超等渠道的黄金位置，并对堆箱的数量、规模都做精细化要求，联合全国经销商开展“千箱万堆”行动。
2022 年 3 月	向华东理工大学、山东省临沂市蒙阴县、广东省深圳市等地区或机构驰援助力，为疫区提供八宝粥罐头、水果罐头、饮料等产品。
2023 年 9 月	赞助“荟同贝爷户外节”活动，携着三款椰鲨椰子水、椰子汁和半桃铁盒助力户外节。

资料来源：快消食品在线，酒说，食品板，欢乐家公众号，公司年报，华鑫证券研究

图表 53: 罐头产品过去代言人



资料来源：快消食品在线，华鑫证券研究

图表 54: 春节期间欢乐家“千箱万堆”活动

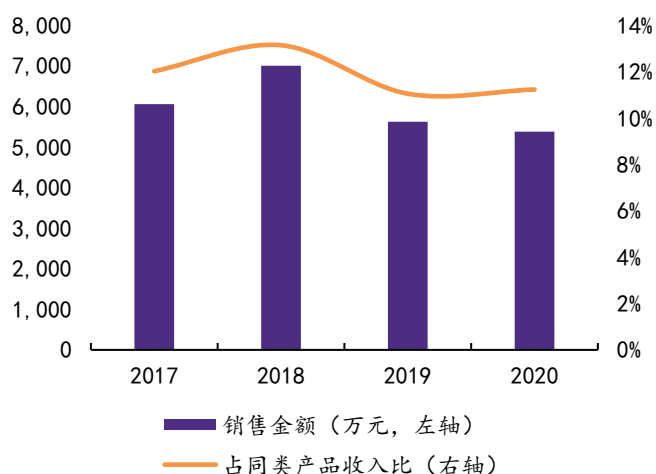


资料来源：酒说，华鑫证券研究

**产品涨价顺利，传统渠道根基稳固。**2017-2020 年，公司水果罐头与八宝粥罐头前五大客户销售占比不到 15%，客户集中度较低，主要系公司目前拥有 2157 家经销商、70 万家终端网点，同时采取较扁平的渠道模式，故对渠道议价权较大。另外，公司于 2022 年 7 月 26 日上调黄桃罐头出厂价 9%-12%，于 2022 年 10 月 7 日上调橘子罐头产品出厂价 8%-11%，平滑成本上涨影响。

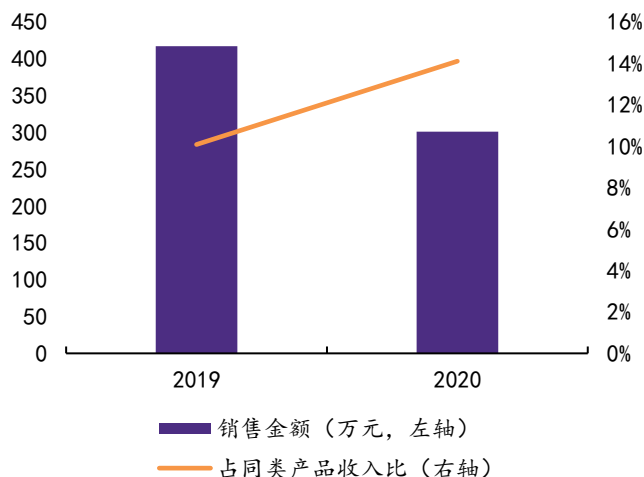
**产品包装规格创新，进军零食渠道。**为拥抱新兴渠道和年轻消费群体，顺应消费趋势，公司推出“半桃铁盒”、“大桔大利”、“梨想事成”200g 产品在线上及零食渠道铺货，定位轻量化、小型化、休闲化，包装形态包括玻璃瓶和塑料杯，满足休闲属性及一人食场景，售价 3-4 元，期待在零食渠道放量。

图表 55: 水果罐头前五大客户金额及占比



资料来源: 欢乐家招股书, 华鑫证券研究

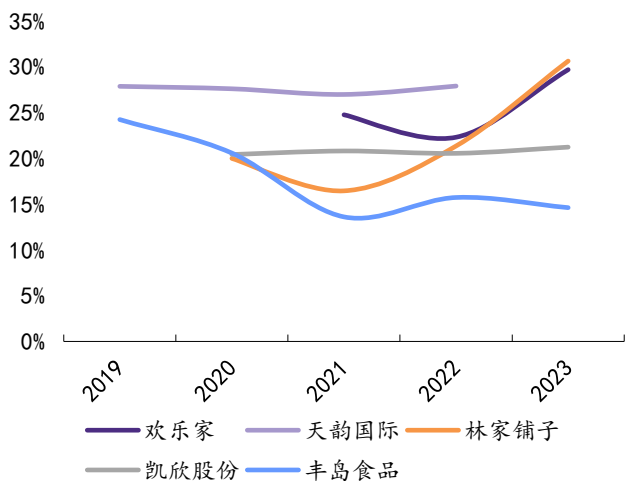
图表 56: 八宝粥罐头前五大客户金额及占比



资料来源: 欢乐家招股书, 华鑫证券研究

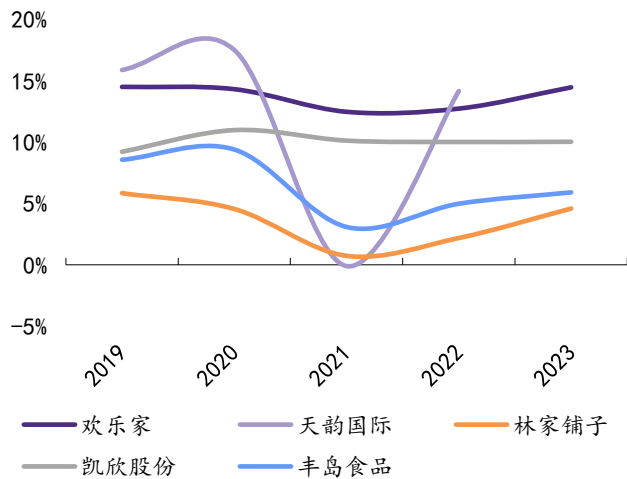
盈利能力位于前列, 销售费用投放力度较大。欢乐家罐头产品较其他品牌更具价格优势, 但从盈利能力上看, 2023 年欢乐家罐头毛利率为 29.68%, 仅次于林家铺子罐头毛利率 30.62%, 成本管控水平位于前列。净利率方面, 2023 年欢乐家以 14.48% 的净利率在盈利水平上排名首位。费用端, 欢乐家与林家铺子销售费用率较其他罐头品牌较高, 与注重品牌推广战略相关; 管理费用率方面, 欢乐家位于中等水平。

图表 57: 头部罐头企业罐头产品毛利率



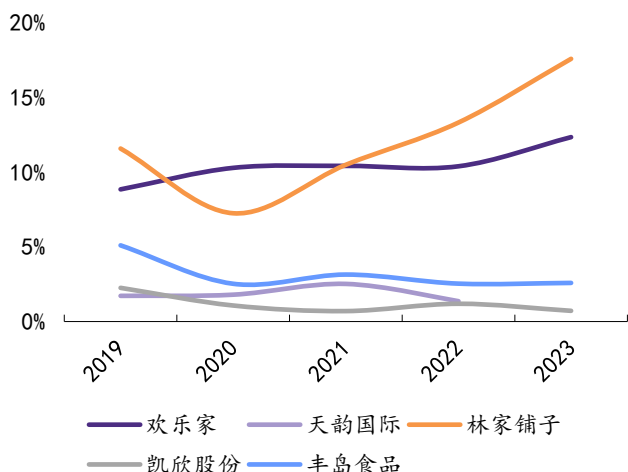
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 58: 头部罐头企业净利率表现



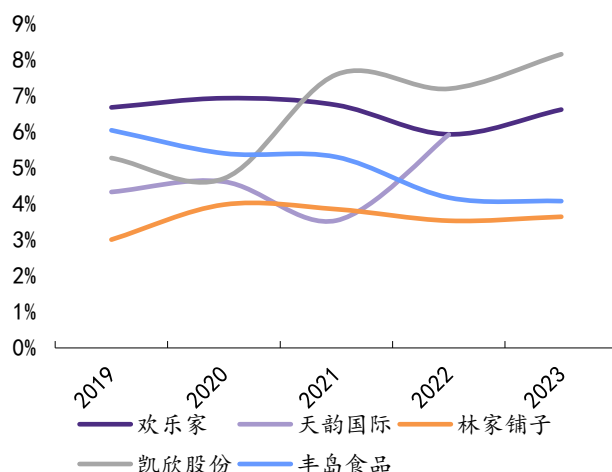
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 59：头部罐头企业销售费用率表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

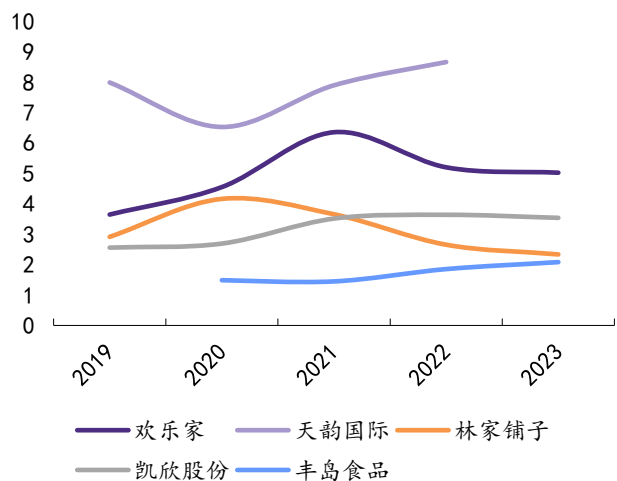
图表 60：头部罐头企业管理费用率表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

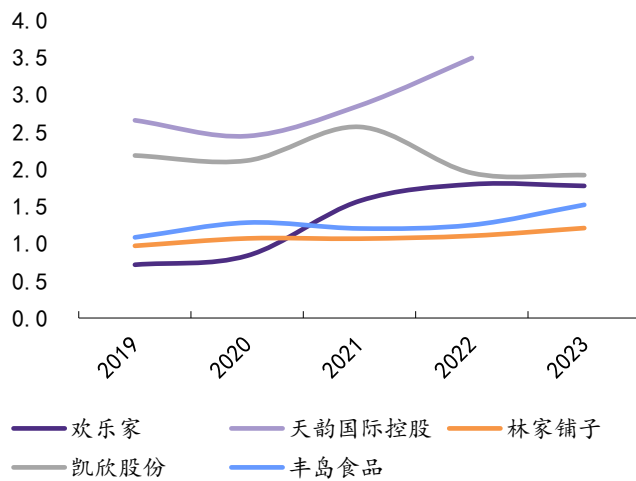
**存货周转率高，库存管理能力提升。**罐头产品以季产年销为主，故对罐头生产企业提出较高库存管理能力的要求，2023 年欢乐家/林家铺子/凯欣股份/丰岛食品存货周转率分别为 5.02/2.33/3.53/2.08，欢乐家存货周转率排名前列，体现其较好的库存管理与生产协调能力。2023 年欢乐家/林家铺子/凯欣股份/丰岛食品流动比率分别为 1.77/1.21/1.92/1.52，欢乐家资金流动性处于中等偏上水平。

图表 61：头部罐头企业存货周转率表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 62：头部罐头企业流动比率表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究



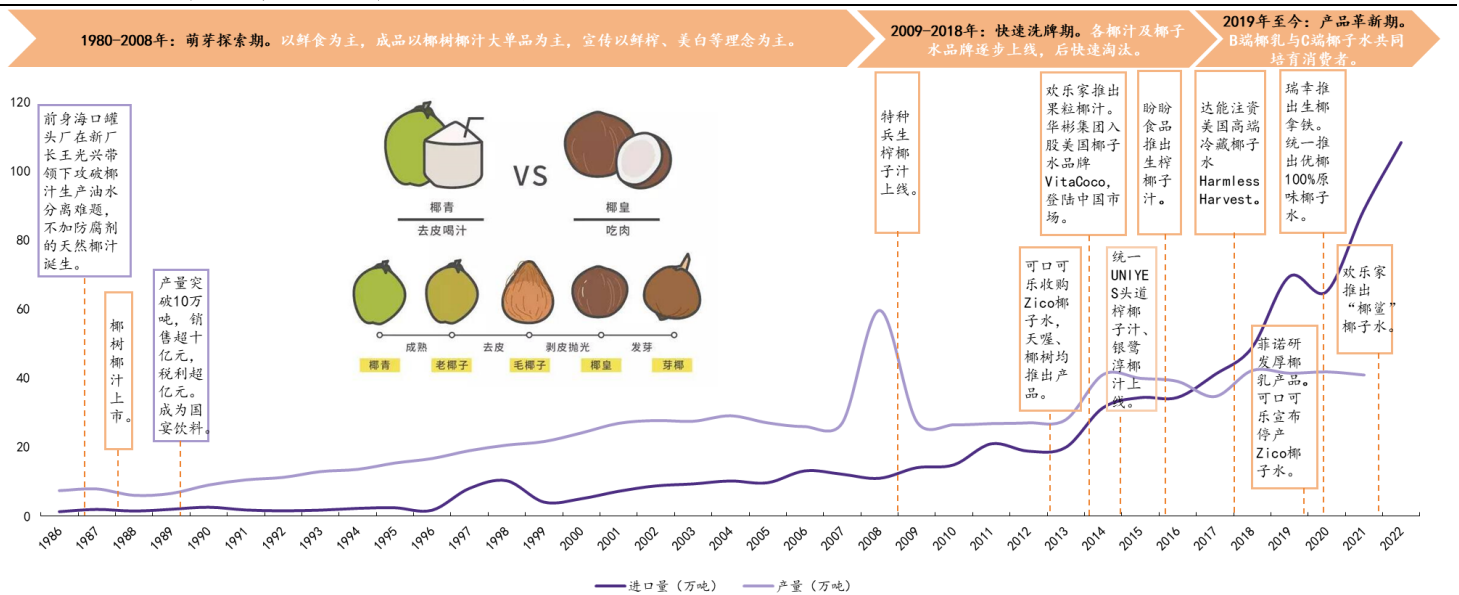
## 3、椰基：供需双振促增长，供应链整合为趋势

### 3.1、快速扩容确定性强，注重成本优化与品牌宣导

#### 3.1.1 下游享受品牌溢价，中游限制成本释放

**供需共同催化，椰基发展可期。**我国椰基饮品行业发展可分为几个发展阶段：1) **萌芽探索期（1980-2008年）**：前期椰子以鲜食为主，1987年椰树新厂长率先攻破椰汁生产油水分离难题，1988年椰树椰汁上市后规模迅速扩大，但由于椰子产量不足等原因，未能放量。2) **快速洗牌期（2009-2018年）**：2008年椰子进口管制放开后，2009年特种兵椰汁首创“生榨”概念，2014年欢乐家实现添加果粒成分创新，消费升级趋势下椰汁需求旺盛，国内多家代工贴牌椰汁品牌参与竞争，同时国际椰子水品牌亦快速进入中国市场，后橙汁等其他饮料的份额抢占及椰汁热度下降，使得椰子品类迅速出清。3) **产品革新期（2019年至今）**：菲诺推出厚椰乳产品在咖啡茶饮行业迅速推广，同时椰子原料进口限制变少，生产工艺与冷链物流技术提升得以最大化还原椰子水口味，国内多家饮料品牌加入椰子水赛道共同培育市场，目前仍处在消费者教育初期。

图表 63：我国椰子发展历程及椰子进口量、产量情况



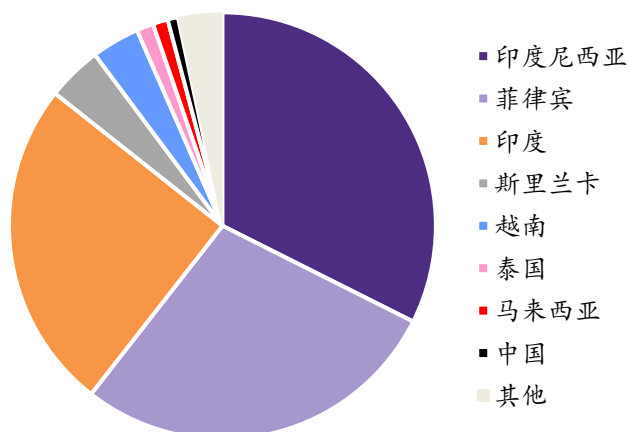
资料来源：WIND，农讯前沿，数英，纳食号，FOODTALKS，华鑫证券研究

**椰子产业链清晰，上游受限中游薄利下游培育。**从椰子产业链梳理来看，下游椰基产品需求潜力足，产品形式多样，消费场景多元。中游椰子加工壁垒较低但成本高利润薄，产业化性价比不高，为保证椰青或椰肉质量，以在种植区周边剥壳挖肉、冷链运输至产区后再精加工为主，亦有部分品牌在种植区附近完成产品加工。上游为椰子种植商，目前我国无较大椰子种植品牌，主要系海南省椰子产量较海外偏少，故以进口为主。



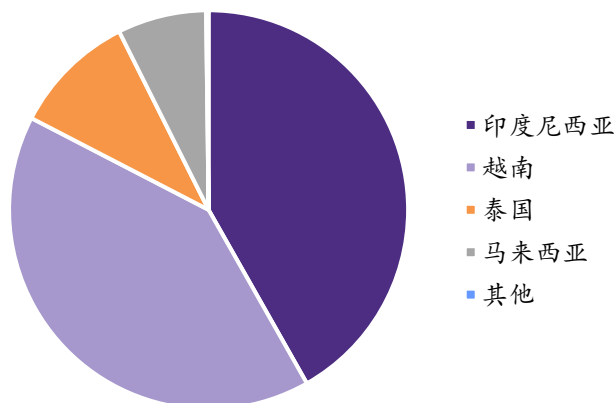
**上游：种植产区要求高，国内产量受限。**2022 年东南亚/南亚/美洲/大洋洲/非洲/东亚椰子占全球产量占比分别为 58.76%/25.58%/8.14%/3.70%/3.16%/0.67%，亚洲为椰子主要产区，尤以东南亚为主，其中印尼/菲律宾/印度/斯里兰卡/越南/泰国/马来西亚/中国椰子占亚洲产量比重分别为 32.40%/28.15%/25.10%/4.15%/3.64%/1.28%/1.14%/0.79%。椰子种植对海拔、温度、降雨量等环境要求较高，我国目前仅有海南为主要产区，以高种椰子为主，适合加工为椰汁、椰糖而非作为椰子水鲜食，且需 7-8 年开花结果故产量仍受限，故我国椰子厂商原料使用上仍以进口为主。

图表 64：2022 年东南亚各国家椰子产量占比



资料来源：WIND，华鑫证券研究

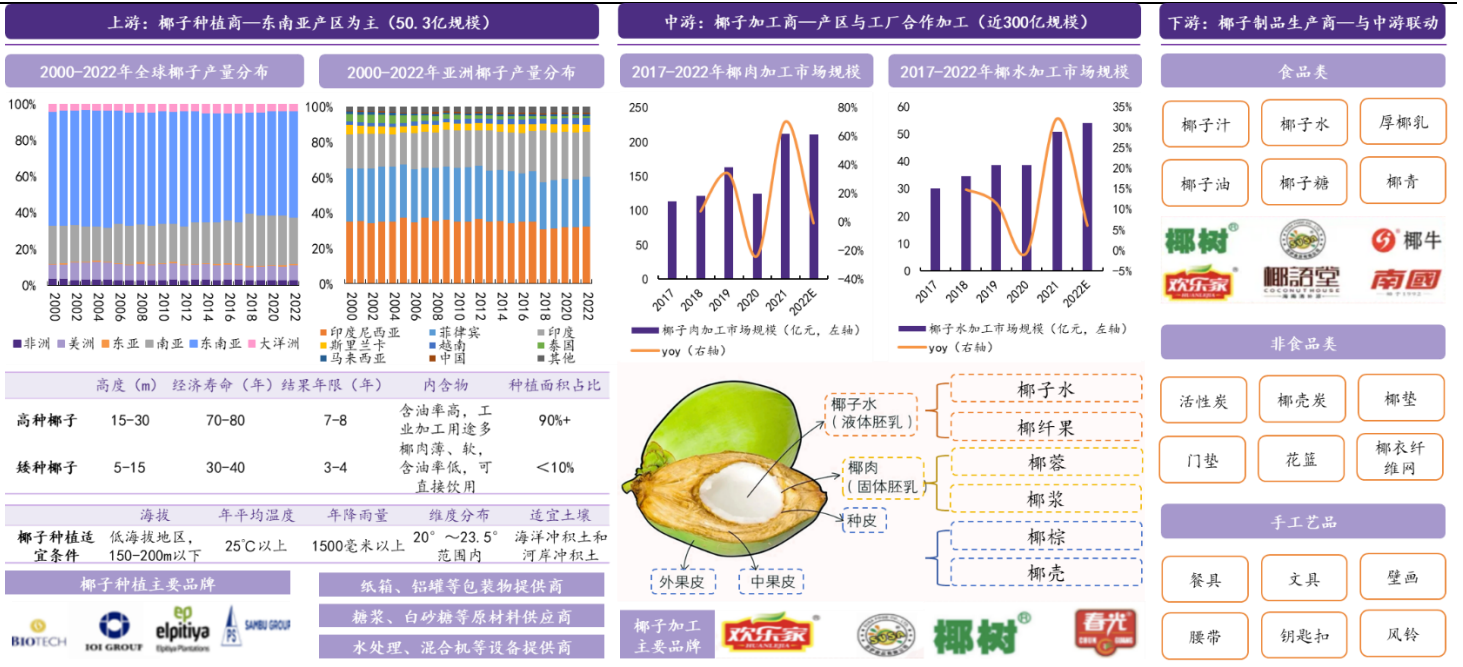
图表 65：2022 年中国椰子汁主要进口来源地（按数量）



资料来源：行业魔方，华鑫证券研究

**中游：加工环节提升空间足，供应链优势为突破关键。**椰子的果皮、椰肉、椰子水分别可以加工为椰棕椰壳、椰蓉椰浆、椰子水椰鲜果等中间产品，其中 2022 年我国椰肉、椰子水加工市场规模分别为 210.70/54.10 亿元。为保证椰肉或椰子水新鲜度，一般要求椰子加工厂挖完椰肉倒出椰子水的两小时内进行冷藏或加工，多以冷冻椰浆的形式储存或运输，故粗加工厂一般在产区附近，需严格控制卫生安全问题。而后续加工工序根据下游生产商要求在原加工厂或冷链运输至国内进行精加工，考验下游品牌商产业链整合能力。

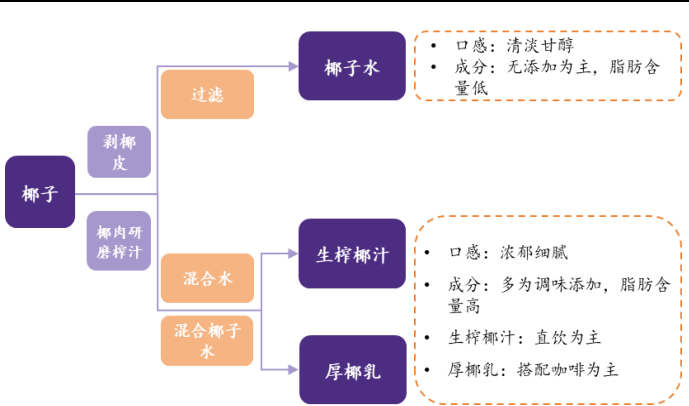
图表 66: 椰子产业链梳理



资料来源: WIND, 农科专家在线微信公众号, 海南省人民政府, 头豹研究院, 山东科协, 华鑫证券研究

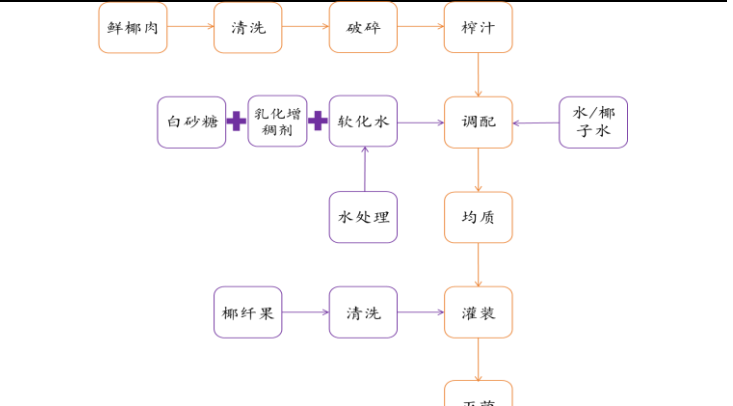
下游: 椰基产品形态多元, 椰汁注重品牌积累, 椰子水注重品类培育以提高渗透率。椰子产业链下游包含食品、非食品、手工艺品等各种形态产品, 其中液体饮品主要包括椰汁、椰子水、厚椰乳。其中, 椰子水仅需剥椰皮后进行过滤即可, 但需保证足够鲜度及香气。生榨椰汁、厚椰乳则为椰肉研磨榨汁后与水或椰子水混合, 其中部分生榨椰汁产品加入椰纤果, 需精进工艺以保证产品货架期的稳定性, 解决脂肪上浮及蛋白质沉淀等问题; 厚椰乳则需加入乳化剂、增稠剂等提升口感。根据头豹, 2023 年我国椰子液体饮品市场规模预计 168.90 亿元, 同比增长 8.20%, 后续预计以 8% 左右的同比增速稳定增长。2022 年包装椰子水加工市场规模 5.7 亿元, 同比增长 3.64%, 椰子水市场目前在消费者培育早期, 单价高亦为重要限制因素, 后续随着生产端逐步优化, 快速增长潜力足。

图表 67: 下游椰子液体饮品主要形态



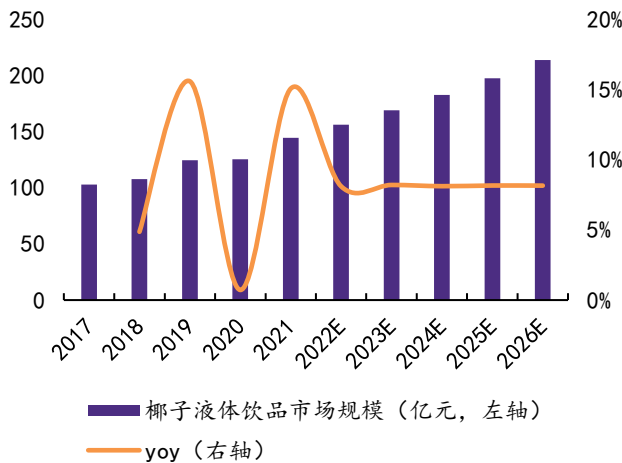
资料来源: 头豹研究院, 华鑫证券研究

图表 68: 椰汁生产流程



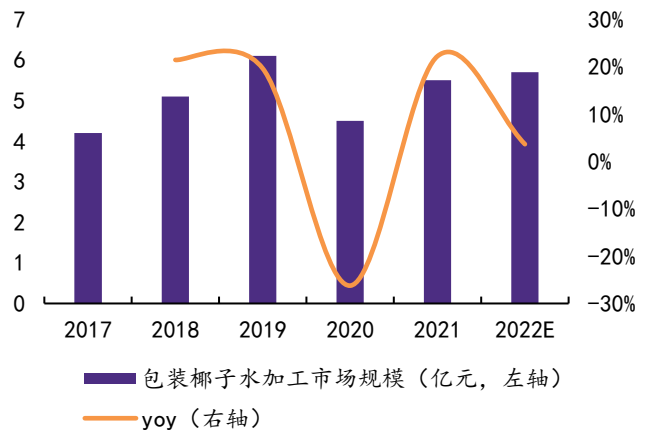
资料来源: 行业魔方, 华鑫证券研究

图表 69：2017-2026 年中国椰子液体饮品行业市场规模



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

图表 70：2017-2022 年中国包装椰子水市场规模

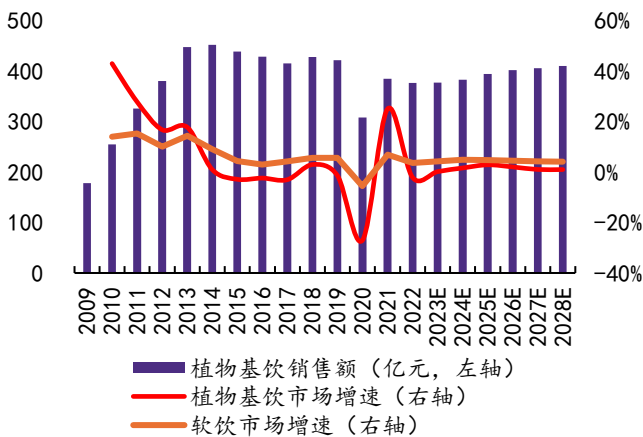


资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

### 3.1.2 供需双轮驱动促增长，消费者培育细水长流

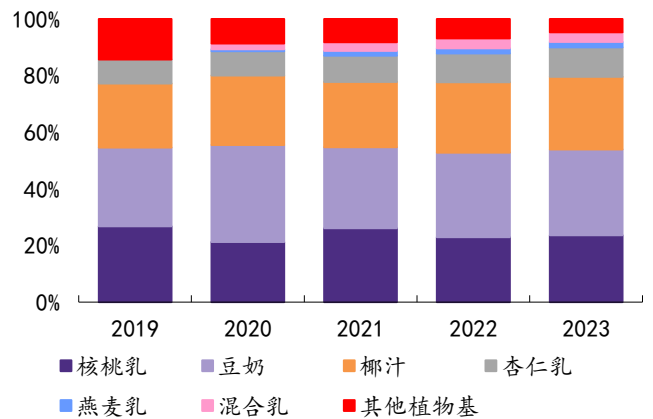
**需求端：C 端——植物蛋白饮料市场细分板块众多，椰汁完成初期消费者培育工作。**  
 根据欧睿数据，2023 年植物蛋白饮料市场规模 376.96 亿元，同比增长 0.16%，2021 年同比增速为 25.00%，主要系椰基产品、燕麦奶等带来新增量，同时核桃乳产品疫后恢复式增长。根据欧睿数据，2023 年豆乳、核桃乳、椰汁、杏仁乳等传统植物蛋白饮料分别占市场比重 30%、24%、26%、10%。1) 目前传统植物蛋白饮料市场中核桃乳、杏仁乳基本为“品牌即品类”阶段，分别以养元饮品、承德露露为代表，该类市场已完成初期消费者培育工作，未来增量即通过新产品或渠道对所在品类的扩容助力。2) 传统市场中豆乳、椰汁饮料为“多品牌竞争”阶段，该品类亦已被消费者接受且有强势品牌参与，但竞争格局尚未固化。3) 以燕麦奶、巴旦木奶等为代表的新兴植物蛋白品类仍在“市场培育初期”，该品类为小众新兴赛道，处于基数小增速快潜力大的阶段。2023 年椰汁规模占植物基市场比重较 2019 年同比+3.12pcts，仍在多品牌参与的扩容期，增速预计快于植物基大品类整体增速。

图表 71：2009-2028 年我国植物基饮市场规模及增速



资料来源：欧睿，华鑫证券研究

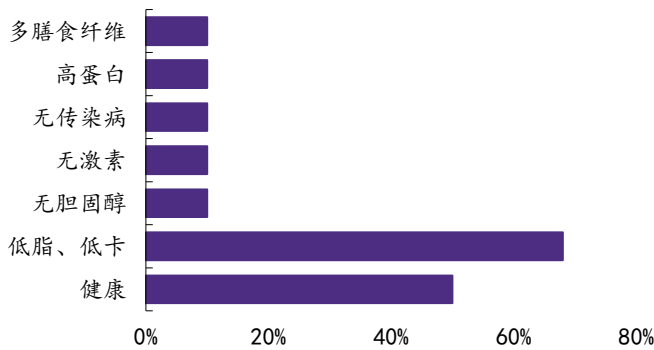
图表 72：2019-2023 年植物基各细分品类市场占比



资料来源：欧睿，华鑫证券研究

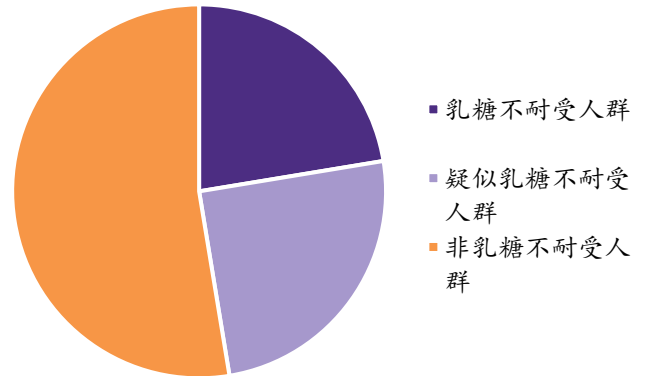
**需求端：C端——椰基产品功效多样，满足消费者健康诉求。**根据叮芒，消费者复购植物基产品原因中 68%为低脂低卡、50%为健康，植物基蛋白饮料亦能为乳糖不耐受人群提供一种选择，根据《全国乳糖不耐受大调研》，我国乳糖不耐受人群及疑似乳糖不耐受人群占比 47.40%，追求健康及应对乳糖不耐受目前为我国消费者选择植物基产品的主要原因。根据头豹研究院，00/90/80/70/60 后选择椰汁饮品的原因中健康均为第一原因，且占比均在 90%以上。椰基饮品健康属性主要在于 1) 低糖：椰子水总含糖量约为 2.6g/100ml，碳水化合物含量约为 3.71g/100g，约为苹果的 1/4，且椰子水 GI 值仅为 55。2) 低脂、低热量：椰子脂肪酸为中碳链脂肪酸甘油三酯（MCT）的主要天然来源，MCT 更容易被迅速燃烧和消化、转化为能量，有助于减肥和新陈代谢。3) 高纤维：根据美国农业部，椰子碳水化合物所含纤维比例高达 71%，有助于促进肠道蠕动。4) 低植酸：椰子植酸含量为 0.37%，而椰肉的植酸含量仅为 0.27%，不会影响人体对矿物质的吸收。5) 补充微量元素：含有的钾、镁等微量元素可纠正脱水和电解质紊乱，亦被称为“天然的电解质水”。

图表 73：消费者复购植物基产品原因



资料来源：叮芒研究院，华鑫证券研究

图表 74：中国乳糖不耐受人群占比情况



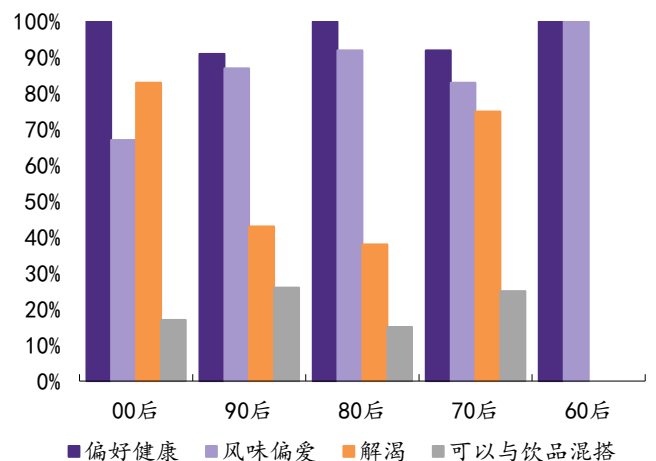
资料来源：全国乳糖不耐受大调研，华鑫证券研究

图表 75：椰子含有物质及功效

物质	相应功效
糖类、脂肪、蛋白质、维生素B族、维生素C及微量元素钾、镁等	有效地补充人体的营养成分，提高机体的抗病能力。
丰富的钾、镁等矿物质	其成分与细胞内液相似，可纠正脱水和电解质紊乱，达到利尿消肿的功效。
椰肉及椰汁	均有杀灭肠道寄生虫的作用，饮其汁或食其肉均可驱除姜片虫和缘虫，用之于临床，不仅疗效可靠，且无毒副作用，是理想的杀虫消痞食品。
糖类、维生素以及多种微量元素	能够扩充血容量，补充细胞内液，长期食用能有驻颜美容的功效，还能防治皮肤病，椰子壳油还可以治疗和杨梅疮。

资料来源：农科专家在线微信公众号，华鑫证券研究

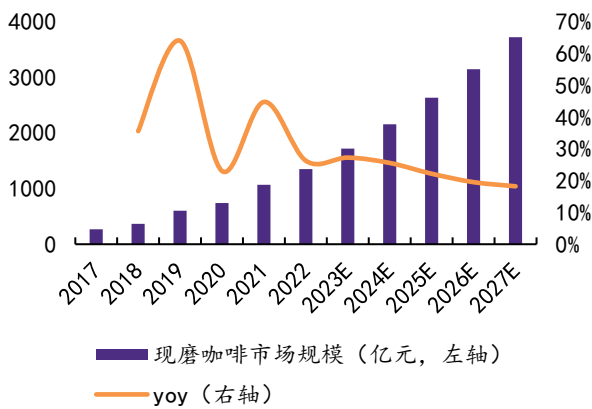
图表 76：消费者购买椰汁的原因



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

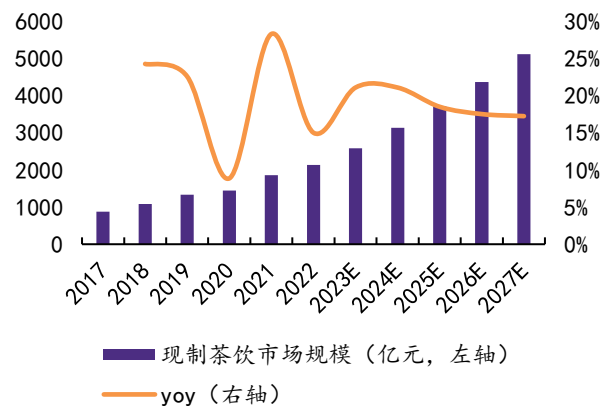
**需求端：B 端——茶饮与咖啡市场快速增长，椰基风味满足其多元创新需求。**根据沪上阿姨招股书，2023 年我国现磨咖啡/现制茶饮市场规模预计分别为 1715.00/2588.00 亿元，分别同比增长 27.23%/21.10%，2017-2022 年 CAGR 分别为 37.93%/19.61%，处于快速增长期。2020 年，喜茶推出“生椰打打”系列；2021 年，瑞幸推出“生椰拿铁”并成为爆款产品，全年销售额超 7000 万杯，下半年市场超过 130 款椰子风味饮品推出；根据咖门，2023 年 40 个主流现制饮品品牌中 37 个上新椰子元素产品，“椰风”热潮仍在延续，其中主要受益的椰基饮品为以“菲诺”为代表的厚椰乳产品。同时，以椰基产品为主的现制茶饮店如蔻椰、可可满分等亦快速起量，直接接触消费者以培育消费习惯与场景。

图 77：2017-2027 年中国现磨咖啡市场规模



资料来源：沪上阿姨招股书，华鑫证券研究

图 78：2017-2027 年中国现制茶饮市场规模

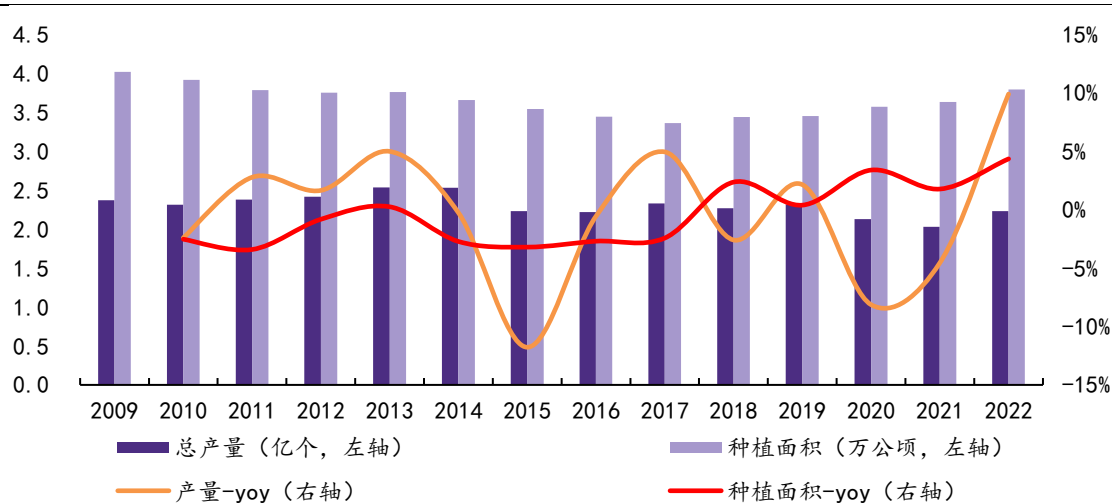


资料来源：沪上阿姨招股书，华鑫证券研究

**供给端：海南本土市场引进高产植株，贸易政策放开促进行业降本增效。**根据中国热带农业科学院，我国年均椰子需求量 25-30 亿个。而海南省作为我国最主要的椰子种植地，种植面积常年稳定在 3.5-4.0 万公顷，占全国种植面积的 99%，椰子产量稳定在 2.2-2.5 亿个，2023 年进口毛椰子 60 万吨，加工原料 90% 以上依赖进口。海南省椰子产量主要受制于：1) 种植标准未规范；2) 适于深加工的高种椰子为主但作为鲜食饮水用；3) 高种椰子结果年限为 7-8 年，农户种植积极性较低。目前海南省各级政府陆续出台政策鼓励椰子规模化种植：1) “十四五规划”指出到 2025 年，新增椰子种植面积 25 万亩，产果量达 5.6 亿个。2) 椰子研究所推出矮化新品种选育，实现椰子结果提前 3 年、产量提升 3 倍和树体大幅矮化。我国进口政策与税收的放开亦利于国内椰子企业长远发展：1) 海南自贸港政策中对生产设备实行“零关税”清单管理。2) 我国与东盟十五国签订的 RCEP 协议目前已全面生效，椰子零关税进口，而椰子油、椰浆等产品进口关税比例亦降低。3) 海南新增水果进口口岸，逐步放开椰子进口配额限制。



图表 79：海南省 2009-2022 年椰子总产量、种植面积及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 80：海南省椰子产业相关政策

发布时间	发布部门	政策文件	相关内容
2021.03.31	海南省发展和改革委员会	《海南省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	1) 加快推动热带农产品迭代更新，引进新品种，加强产业集群建设，做优做强椰子等十二大品种，培育壮大龙头企业，建设农业现代化示范区，形成热带特色农产品优势区；2) 推动椰汁等制造业高端化发展；3) 建设国际热带农产品加工、储藏、冷链物流和交易中心；4) 依托农产品加工园区和交通枢纽形成农产品加工物流集群。
2021.05.10	海南省人民政府	《海南自由贸易港投资新政三年行动方案(2021-2023年)》	通过高标准农田建设、保橡胶树扩槟榔树和椰子树、农产品深加工等途径，打造特色拳头产品，促进海南农业提质升级。椰子汁被列为“零关税”清单产品。
2021.11.05	海南省林业局	《海南省椰子产业高质量发展“十四五”规划》	到 2025 年，新增椰子种植面积 25 万亩，培育一批产值超过 10 亿元椰子加工龙头企业，实现椰子产业总产值达到 230 亿元。新增椰子种植面积 25 万亩，其中省内种植面积 15 万亩，境外种植面积 10 万亩。省内椰子总面积达到 67 万亩，收获面积达 45.36 万亩，2025 年产量达 5.6 亿个。
2022.03.14	海南省人民政府	《中共海南省委海南省人民政府关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的实施意见》	1) 积极推进规模化建设，2022 年扩大椰子、油茶等种植规模，新增椰子种植面积 2 万亩；2) 因地制宜发展乡村旅游和休闲农业，评定椰级乡村旅游点 20 家。
2023.12.01	文昌市人民政府	《文昌市促进椰子、文昌鸡加工等地方特色产业扶持办法》	1) 指导扶持类企业充分享受优惠政策；2) 加强加工适用型原料品种培育；3) 鼓励扶持类企业开展以“椰子、文昌鸡”为主题的文昌精品特色文旅活动，根据一事一议方式给予最高不超过实际支出 50% 的市级奖补支持；4) 对新造的椰子成片面积 100 亩以上的，每亩椰子密度在 18-33 株，且成活率达到 85% 以上的，给予每亩 400 元的一次性奖补。

资料来源：海南省发展和改革委员会，海南省人民政府，人民网，海南省林业局，文昌乡村振兴，华鑫证券研究

### 3.2、椰汁头部享品牌红利，椰子水竞争加剧

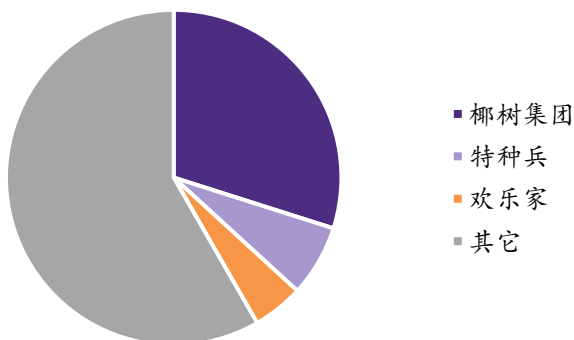
椰汁头部品牌竞争优势明显，预计持续向头部集中。椰汁竞争格局为“一超两强”形态，2023 年椰树/特种兵（改名为“苏萨”）/欢乐家市占率分别为 29.9%/6.90%/4.90%，其中椰树作为老牌椰汁品牌已完成消费者心智培育，2013 年以来营收基本维持在 40 亿左右，2019/2021 年由于两次广告风波带来流量曝光进而销量增长，分别同比+10.55%/+19.85%。2023 年椰树营收 50 亿元，在深厚品牌基础与独特广告营销的模式下取得突破。特种兵、欢



乐家均为生榨椰汁产品的代表，分别于 2009/2014 年推出生榨椰汁产品，并通过渠道精耕与品牌建设逐步起量，2023 年欢乐家椰汁营收已达 10 亿元。

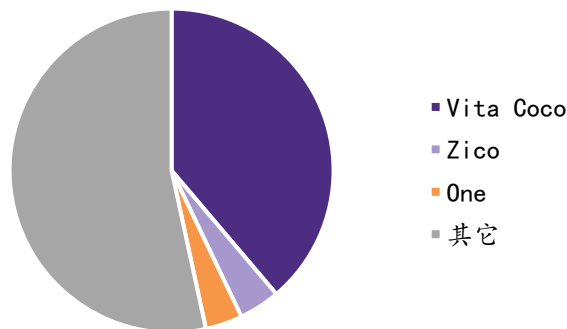
**椰子水多品牌参与竞争培育市场，提高渗透率为关键。**椰子水市场规模较小，各椰子水品牌共同参与市场竞争但体量均较小，根据头豹，Vita Coco 于 2014 年由华彬集团引入中国后目前市占率第一为近 40%。而 2022 年华彬旗下唯他可可&果倍爽&VOSS 三大快消品牌销售额合计预计为 4.38 亿元。另外 2022 年 if 椰子水的爆发为椰子水产品类带来新增量，销量快速上升，其成功关键在于借势营销后产品力强劲，得以形成较高复购率。

图表 81：椰汁品牌市占率



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

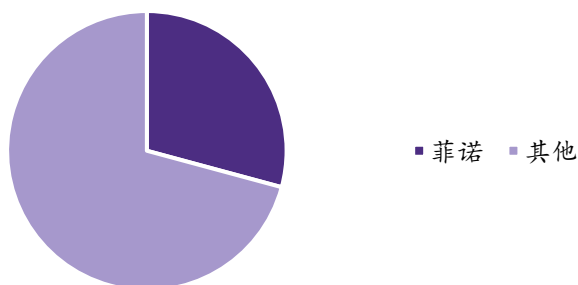
图表 82：椰子水品牌市占率



资料来源：头豹研究院，华鑫证券研究

**厚椰乳菲诺先发优势明显，后续品牌空间广阔。**根据欧睿，2022 年菲诺的厚椰乳销量在厚椰乳市场成为全国第一，销量近 10 万吨，年销售额达 10 亿元，市场份额达 29.2%，主要受益于 2021 年瑞幸推出“生椰拿铁”出圈后，头部效应明显，目前菲诺已进入线下 15 余万家咖啡及茶饮门店。随着厚椰乳品类的发展，亦有可可满分、椰谷、盼盼、欢乐家等品牌相继进入市场，以抢占头部咖啡茶饮门店为先。

图表 83：厚椰乳品牌市占率



资料来源：食品内参，华鑫证券研究

以市场扩容与竞争加剧为主线，整体考验企业生产端整合与营销端品宣能力。**椰汁方面**，头部企业具备品牌基础，重要突破点在于渠道精细化运作以抢占份额，产品间差异相对较小。**椰子水方面**，各品牌体量均较小，关键在于上游资源整合与成本优化以降低产品

单价，同时需加强营销宣导强化消费者认知，提高渗透率。**厚椰乳方面**，品类已完成初步导入，各品牌需提升生产能力以满足B端客户定制化需求。

图表 84：椰子液体产品主要参与者梳理

产品	公司	品牌	成立时间	销售额 (亿元)	渠道模式	品牌定位	生产布局
椰汁	椰树椰汁	椰树	1980年 (1988年推出椰汁)	50 (2023)	销售模式以经销为主，覆盖KA系统、餐饮、酒店、学校、网吧等各渠道，电商直播为品宣渠道	“白白嫩嫩，从小喝到大”，土味路线+黑红营销	具备海南椰子基础，同时海外布局，椰汁产量5.4万罐/小时、5.6亿公斤/年
	苏萨食品	苏萨、三代目、头道鲜	2008年	15-16 (2021)	2015年拓展江苏省周边市场；2018年推出DNA营销体系：以区域人口为基数规定铺市网点数量、产品陈列标准、氛围营造要求标准考核体系	原名特种兵，以全新的特种兵迷彩为视觉符号	32条生产线，广东佛山与江苏泰州有生产基地，越南工厂在建
	欢乐家	欢乐家	2001年 (2014年推出生榨椰汁)	10 (2023)	“扁平化”、“下沉式”渠道管理模式，餐饮、宴席、礼盒渠道为主要突破渠道	“果肉型”生榨椰汁，健康、美味的植物蛋白饮料	3个生产基地（武汉欢乐家以生产饮料为主），饮料年产能20.85万吨，2024年继续推进越南椰子加工项目
	椰泰	椰泰椰汁	2000年 (2012年推出椰汁)	-	全国营销人员超3000人，覆盖100w+网点	主打“泰式”概念，原生态及健康时尚品牌定位	年产量超30万吨，惠州工厂建成后预计新增年产值达10亿元
椰子水	General Beverage	if椰子水	2011年 (2022年在中国爆发)	-	线上与线下渠道联合发力	多领域KOL合作，与健康减脂相关联。	泰国香水椰原装进口
	佳果源	佳果源	2002年 (2020年推出椰子水)	-	背靠佳农集团，酒类流通商、餐饮商占比较大	快速补充天然电解质水	采用180天鲜椰青，泰国原产地现采鲜取
	欢乐家	椰鲨	2001年 (2023年推出椰鲨)	-	线上线下相结合，首先突破新零售渠道，终端网点与罐头、椰汁有差异	聚焦运动场景，快速补水的天然电解质运动饮料	3个生产基地（武汉欢乐家以生产饮料为主），饮料年产能20.85万吨，2024年继续推进越南椰子加工。
	华彬集团	Vita coco	1984年 (2014年引入中国)	4.38 (2022年唯他可 & 果倍爽 & VOSS)	借助华彬集团铺货力，覆盖盒马、永辉、沃尔玛、山姆会员店等零食巨头	主打“树上的水”，以纯椰子水为主要卖点	生产基地主要分布于马来西亚、印度尼西亚、泰国、巴西等椰子盛产国
厚椰乳	菲诺	菲诺	2017年 (2021年推出厚椰乳)	10+ (2022)	打入15万+咖啡、茶饮门店，与80%+头部咖啡品牌合作	咖啡茶饮专用椰乳	与全球3.8万亩椰林达成战略合作，海口、深圳、桐乡三大研发基地及研发团队30+人，两大自有工厂（年产能约20万吨）及6大战略合作制作商
	欢乐家	欢乐家	2001年 (2022年推出厚椰乳)	-	面向B端现制咖啡、茶饮，从头部切入	面向咖啡茶饮企业大包装厚椰乳产品	3个生产基地（武汉欢乐家以生产饮料为主），饮料年产能20.85万吨，2024年继续推进越南椰子加工。

资料来源：WIND，纳食号，每日经济新闻，新消费日报，电商头条，人民日报，每日经济新闻，全食在线，椰树百家号，创业最前线，苏萨官网，食业家，椰泰官网，招商网，商超采购大会，中国泰国商会，佳农集团官网，华糖财经，酒说，品饮汇观察，淘宝，凤凰网财经，凤凰网美食，鳌头财经，快消品公馆，华彬快消品，欧睿咨询，每日食品，食品内参，海南港澳资讯产业股份公司，华鑫证券研究

### 3.3、椰汁增长动力足，椰子水产品品牌定位突出

椰汁规格多样，带动饮料业务整体增长。2023 年公司饮料业务收入 11.43 亿元，同增 22.25%，其中椰汁产品收入 10.00 亿元，同增 24.37%，占饮料收入比重 87.51%。2017-2023 年饮料业务/椰汁产品营收 CAGR 分别为 9.75%/11.42%，椰汁为公司饮料业务营收主要贡献产品及拉动引擎。公司布局的主要椰汁产品有：1) 1.25L 大瓶装侧重餐饮渠道即宴席与家庭消费，2022 年营收占椰汁 53.54%；2) 245ml 铁罐装主要面向即饮渠道与礼品渠道，2022 年营收占椰汁 21.90%，2023 年 1.25L 与 245ml 产品营收合计占椰汁 75.52%；3) 500g 产品主要面向学校、工厂及自动贩卖机等特通渠道。







图表 85：欢乐家椰汁产品列示及营收情况



资料来源：京东，WIND，华鑫证券研究

工艺创新下产品力强劲，价格优势明显吸引下沉市场。对比行业主流椰汁产品，1) 从内容物上看，各品牌产品在部分配料的选取上有所区分，欢乐家、苏萨及椰泰椰子汁均加入椰纤果使口感更丰富，味全则加入 NFC 椰子水使口味更清爽。2) 从工艺上看，除椰树为鲜榨外，多数企业为生榨叠加无菌冷灌工艺，其中欢乐家进行一定的工艺创新，如 2018 年与西得乐研究设计将果肉与椰汁分开处理，采取 117°C 高温 17s 瞬时杀菌与 25°C 低温罐装，在彻底杀菌同时保证椰汁天然成分不被破坏。另外公司采取二次均质技术，保证货架期稳定性。3) 从规格上看，各企业规格种类相近、均能满足不同渠道与场景需求，欢乐家创新燕窝椰汁产品以对标更高端市场。4) 从价格上看，欢乐家椰汁产品价格优势较明显，常规椰汁产品单价均低于或等于 0.15 元/10ml。



图表 86: 欢乐家与其他椰汁产品对比

企业	产品	规格	价格(元)	价格(元/10ml)	配料	产品工艺	产品展示		
欢乐家	椰子汁	245g	3.66	0.15	水、生榨椰肉汁、椰纤果、白砂糖、赤藓糖醇、聚葡萄糖、酪蛋白酸钠、单, 双甘油脂肪酸酯、蔗糖脂肪酸酯、羧甲基纤维素钠、三氯蔗糖、甜菊糖苷、碳酸氢钠	生榨、无菌冷灌工艺、椰汁二次均质技术			
		500g	4.58	0.09					
		1000ml	13.95	0.14					
		1250g	16.45	0.13					
欢乐家	低糖椰子汁	250ml	3.33	0.13	水、生榨椰肉汁、白砂糖、聚葡萄糖、赤藓糖醇、酪蛋白酸钠、单, 双甘油脂肪酸酯、蔗糖脂肪酸酯、羧甲基纤维素钠、甜菊糖苷	生榨、无菌冷灌工艺、椰汁二次均质技术			
		245g	16.50	0.67				水、生榨椰肉汁、赤藓糖醇、白砂糖、酪蛋白酸钠、冰糖、燕窝、单, 双甘油脂肪酸酯、蔗糖脂肪酸酯、海藻酸钠、微晶纤维素、卡拉胶、三氯蔗糖、甜菊糖苷、碳酸氢钠	
椰树	椰汁	245ml	4.54	0.19	水、鲜椰肉汁、白砂糖、国标 GB2760 允许使用的酪氨酸钠、单, 双甘油脂肪酸酯	鲜榨			
		245ml	3.88	0.16					
		330ml	6.60	0.20					
		1000ml	14.90	0.15					
苏萨	椰汁	245g	4.67	0.19	水、鲜椰肉汁、白砂糖、椰纤果、酪蛋白酸钠、单, 双甘油脂肪酸酯、蔗糖脂肪酸酯、三聚磷酸钠、碳酸钠	生榨			
		250g	5.00	0.20					
		1000g	14.00	0.14					
		1250g	16.00	0.13					
椰泰	椰汁	420ml	9.90	0.24	水、椰子、白砂糖、椰纤果、羧甲基纤维素钠、单, 双甘油脂肪酸酯、蔗糖脂肪酸酯、酪蛋白酸钠、柠檬酸钠、三聚磷酸钠、碳酸氢钠、卡拉胶、黄原胶	生榨、无菌冷灌工艺			
		0糖生椰	1000ml	24.95				0.25	水、鲜椰肉汁、椰子水、赤藓糖醇、酪蛋白酸钠、单, 双甘油脂肪酸酯、蔗糖脂肪酸酯、碳酸氢钠、胶原蛋白肽
		低糖椰汁	245ml	3.30				0.13	
味全	椰汁	300ml	8.83	0.29	水、椰肉汁、白砂糖、椰子水、酪蛋白酸钠、单, 双甘油脂肪酸酯、碳酸氢钠、结冷胶、食用盐	添加非浓缩还原椰子水			
		900ml	21.20	0.20					

资料来源: 京东, 华鑫证券研究

椰子水品牌全面焕新, 厚椰乳产品逐步发力。椰子水方面, 2022 年年底公司推出椰子水产品, 后经过一年多时间的调整升级, 2023 年推出“椰鲨”品牌, 2024 年 4 月 11 日上市新款椰鲨椰子水。另外推出含椰子水的电解质饮料与能量饮料, 主要为配合椰子水价格带而形成较紧密的价格矩阵。厚椰乳方面, 2022 年公司推出厚椰乳产品, 2023 年进行产地筹备并与咖啡连锁大客户形成初步合作, 经过一年时间的生产能力改造, 今年预计通过头部客户合作形成示范效应后逐步起量。

图表 87：欢乐家椰子水及其他椰基产品信息

椰鲨椰子水	
	
1L/13.90元	330ml/6.83元
	
	250g/5.13元
椰基运动饮料	
	
椰鲨电解质运动饮料 500ml/5.61元	椰鲨维生素能量饮料 500ml/5.61元
厚椰乳	
	
1L/36.90元	200g/5.24元
其他“椰汁+”	
	
椰子牛奶 350ml/8.17元	椰子酸奶 350ml/8.00元








资料来源：京东，华鑫证券研究

**产品形态同质化严重，关键在于生产工艺与产品口感。**对比各头部椰子水品牌，1) 配料表均仅为椰子水，各家产地不同但以东南亚为主，其中欢乐家为三地三椰混合，保留泰国椰子香气。2) 工艺均为非浓缩还原，追求原生口感。3) 规格分布相近，以 330ml 小规格与 1L 大规格产品为主。4) 椰子水单价基本在 0.15~0.25 元/10ml 价格区间内，较此前爆火时价格降低，利于品类培育。

**厚椰乳产品具备价格优势，对下游连锁店吸引力强。**对比各头部厚椰乳品牌，1) 产品基本由椰肉汁、椰子水与乳化剂等调配而成。2) 产品规格以 200g 小包装与 1L 大包装为主，分别满足即饮场景与茶饮门店场景。3) 产品价格上欢乐家较有优势，单价为 0.13 元/10ml，其他品牌单价在 0.17-0.32 元/10ml 之间，在连锁门店竞争激烈白热化、低价策略下向上游挤压利润的环境下，价格弹性较高。



图表 88：欢乐家与其他企业椰子水产品对比

企业	产品	规格	价格 (元)	价格 (元) /10ml)	配料 (及产地)	工艺	产品展示
欢乐家	椰鲨椰子水	250ml	5.13	0.21	椰子水 (东南亚, 三地三椰混合)	非浓缩还原	
		330ml	6.83	0.21			
		1000ml	17.95	0.18			
椰树	椰子水	330ml	6.21	0.19	椰子水 (海南)	非浓缩还原	
苏萨	椰号椰子水	330ml	8.00	0.24	椰子水 (东南亚)	非浓缩还原	
		999ml	20.83	0.21			
if 椰子水	椰子水	350ml	6.15	0.18	椰子水 (泰国)	非浓缩还原	
		1000ml	14.98	0.15			
	香水椰子水	350ml	7.65	0.22	香水椰子水 (泰国)		
Vita coco	椰子水	330ml	6.91	0.21	椰子水 (马来西亚、菲律宾、泰国)	非浓缩还原	
		500ml	9.83	0.20			
		1000ml	22.25	0.22			
可可满分	椰子水	245ml	7.77	0.32	椰子水 (泰国)	非浓缩还原	
		330ml	8.25	0.25			
		1000ml	23.00	0.23			
佳果源	椰子水	330ml	16.65	0.50	椰子汁 (泰国)	非浓缩还原	
		350ml	8.25	0.24			
		1000ml	24.88	0.25			

资料来源：京东，华鑫证券研究

图表 89：欢乐家与其他企业厚椰乳产品对比

企业	产品	规格	价格 (元)	价格 (元) /10ml)	配料	产品展示
欢乐家	厚椰乳	1000ml	13.23	0.13	水、生榨椰肉汁、白砂糖、椰子水、食用盐、酪蛋白酸钠、单, 双甘油脂肪酸酯、蔗糖脂肪酸酯、碳酸氢钠	
菲诺	厚椰乳	200g	3.90	0.20	水、椰肉汁、白砂糖、椰子水、复配乳化剂 (酪蛋白酸钠、单, 双甘油脂肪酸酯、氯化钾、硬脂酰乳酸钠、DL 苹果酸钠、蔗糖脂肪酸酯、磷酸二氢钾)、食用盐、碳酸氢钠	
		1000g	16.80	0.17		
	零糖厚椰乳	200g	3.98	0.20	水、椰肉汁、赤藓糖醇、甜菊糖苷、三氯蔗糖、椰子油、酪蛋白酸钠、单, 双甘油脂肪酸酯、氯化钾、微晶纤维素、蔗糖脂肪酸酯、三聚磷酸钠、硬脂酰乳酸钠、卡拉胶、羧甲基纤维素钠、食用盐、碳酸氢钠	
芳大师	厚椰乳	1000ml	27.20	0.27	水、调制乳、椰子肉、椰子水、食品用香精	
椰泰	厚椰乳	220ml	6.99	0.32	椰子水、水、鲜椰肉汁、赤藓糖醇、单, 双甘油脂肪酸酯、蔗糖脂肪酸酯、聚甘油脂肪酸酯、酪蛋白酸钠、磷酸氢二钠、碳酸氢钠、海盐、氯化钾	

资料来源：京东，华鑫证券研究

椰汁重视礼品场景宣传，椰子水提高运动属性曝光度。椰汁方面，2020 年欢乐家邀请



杨幂任椰汁代言人，目前仍在合同期内；同时在春节期间加大堆头陈列与宣传，品牌力深厚的基础上精耕渠道力，在持续下沉的过程中寻求新增量。椰子水方面，2024年4月公司发布新款椰鲨椰子水的同时，宣布与代言人奥尼尔的合作，联动其运动、健康等元素，此前公司亦在马拉松、冲浪、篮球等赛事助力上加大产品曝光，强化运动与健康属性。我们认为在产品同质化严重、各家品牌争相逐鹿的初期，首先即需建设品牌力，稳固消费者心智，形成产品独特认知；中期搭配强势的渠道力与经受得住考验的产品力；长期仰赖最难以复制的供应链整合力。目前欢乐家椰基产品发展方向正确，期待后续效果。

图表 90：椰基业务品牌宣传情况

年份	品牌宣传情况
2015 年	1) 聘请当红明星赵薇出任椰子汁品牌代言人。 2) 独家冠名话题剧《虎妈猫爸》。
2016 年	1) 开通线上官方旗舰店、推出专属“小鲜肉”包装椰子汁。 2) 一季度，冠名央视电影频道“欢乐家影院”，高频词播放欢乐家椰子汁广告宣传片。
2020 年 4 月	邀请明星杨幂出任欢乐家椰子汁形象代言人。4月28日，杨幂与李佳琦在淘宝直播间为欢乐家椰子汁进行助力直播。
2022 年 1 月	1) 携手椰子汁代言人杨幂发布以“新春送礼”为主题的全新广告片，在抖音“开屏广告”投放。 2) 春节前线上线下联动，线上广告刷屏，线下锁定流通、餐饮、商超等渠道的黄金位置，并对堆头的数量、规模都做了精细化要求，联合全国经销商开展“千箱万堆”行动。
2023 年 6 月	欢乐家携全新椰子水、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”总冠军商，通过赛事支持与消费者近距离接触。
2023 年 11 月	欢乐家赞助 2023 舟山群岛马拉松赛事，携椰鲨 NFC 椰子水助力赛事。
2023 年 12 月	欢乐家作为 2023 海南（三亚）马拉松官方供应商，携椰鲨 NFC 椰子水助力赛事。
2024 年 1 月	欢乐家赞助 2024 红树林支撑湛江办成马拉松赛，推广新品椰鲨椰子水。
2024 年 4 月	举办椰鲨椰子水上市发布暨代言人签约仪式。活动现场欢乐家携旗下新品牌产品椰鲨椰子水登台亮相，并正式宣告篮球传奇人物沙奎尔·奥尼尔先生合作。

资料来源：快消食品在线，英迈传媒，食品板，欢乐家公众号，海南三亚马拉松公众号，纳食，华鑫证券研究

图表 91：椰子汁代言人杨幂



资料来源：欢乐家公众号，华鑫证券研究

图表 92：椰子水代言人发布会



资料来源：欢乐家公众号，华鑫证券研究

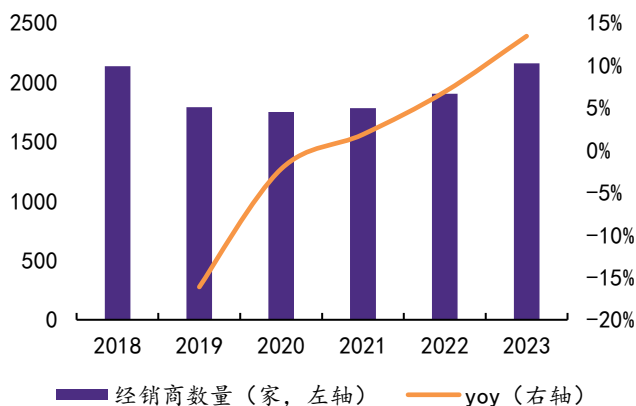
## 4、多元渠道开发促增长，供应链整合稳生产

### 4.1、渠道下沉优势突出，网点开拓增量明显

经销商数量与体量均稳定增长，渠道健康良性发展。从经销商数量来看，截至 2023 年年末，公司拥有经销商 2157 家，较去年同期增长 255 家。自 2019 年公司经销商大幅减少后，近几年呈逐年上升趋势，2020-2023 年 CAGR 为 7.26%。2019 年经销商数量同比减少 344 家，主要系公司适当减少销售额 50 万元以下的小规模客户，将更多销售资源向 100 万元以上销售规模的重要经销商倾斜。从单商体量来看，2023 年经销商单商体量 89.13 万元/家，同比增长 6.23%，体现公司“扁平化”与“下沉式”渠道策略。

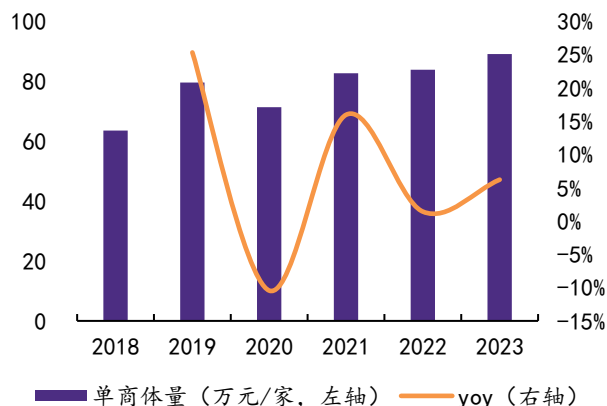
网点开拓成效初显，覆盖力度持续加码。截至 2023 年年末，公司有效终端网点数量约 70 万家，较去年同期增长 20 万家，2024 年公司力争实现百万网点目标。此前公司专注做好渠道精耕，将大卖场以外的渠道细分为小店、批发、小超市、餐饮、网吧、工厂、学校、军事、医院等类型，通过渠道和网点类型的精细化提升网点产出。目前公司处于网点大力开拓期，期待覆盖面扩大后提升单点贡献。

图表 93：2018-2023 年经销商数量及增速



资料来源：WIND，欢乐家招股书，华鑫证券研究

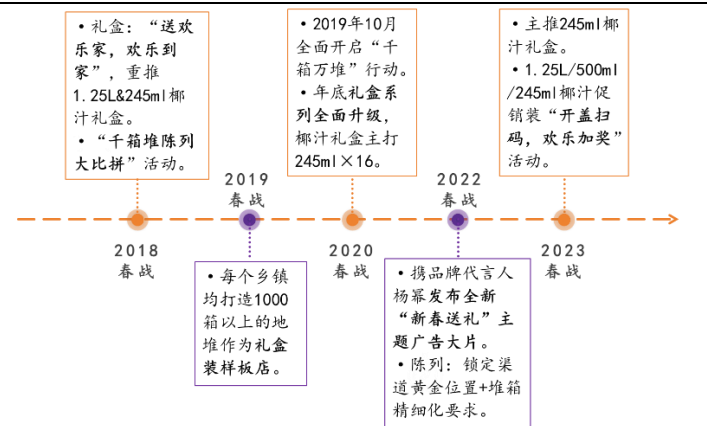
图表 94：2018-2023 年经销商单商体量及增速



资料来源：WIND，欢乐家招股书，华鑫证券研究

**礼品渠道：245ml 椰汁礼盒发力春节礼品场景，注重精细化陈列布局。**公司每年春战均设精细化全面堆头陈列策略，包括“送欢乐家，欢乐到家”、“千箱万堆”、“新春送礼”等主题，对堆箱亦做出精细化要求。2023 年春战中公司继续主推 245ml 椰汁礼盒，推出各类大陈列和 1.25L/500ml/245ml 椰汁促销装“开盖扫码，欢乐加奖”活动，开箱率提升显著，反向带动上架率和商品陈列。

图表 95: 欢乐家春战行动



资料来源: 酒说, 食品板, 食品内参, 华鑫证券研究

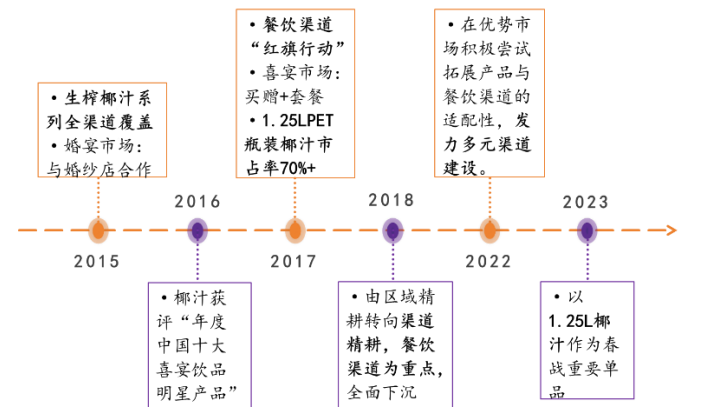
图表 96: 欢乐家椰汁礼盒终端陈列



资料来源: 食品板, 华鑫证券研究

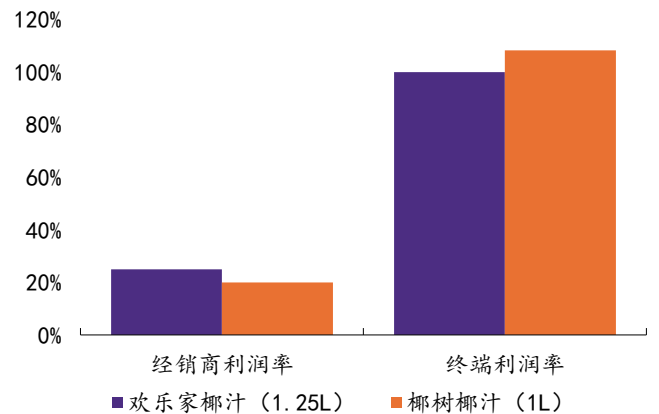
**餐饮渠道: 1.25L 大瓶椰汁基础较好, 渠道利润具优势。**根据酒说, 2017 年欢乐家 1.25LPET 瓶装椰汁凭高性价比在餐饮宴席市场铺市率已超竞品, 占据 70%以上的椰汁市场份额。2023 年 1.25L 椰汁营收在椰汁中占比超 50%, 后续公司将持续提高餐饮渠道重视程度。根据渠道调研, 欢乐家 1.25L 大瓶椰汁在线下餐饮店零售价 20 元, 相比椰树 1L 产品 25 元性价比更高, 另外经销商利润率为 25%左右, 较椰树高 5%, 经销商利润空间更足, 终端利润率仍有提升空间。

图表 97: 欢乐家餐饮渠道发力措施



资料来源: 朕峰商贸、酒说、北京快消品联盟、小财女部落、贝塔调研、食品内参, 华鑫证券研究

图表 98: 欢乐家与椰树椰汁渠道利润率对比

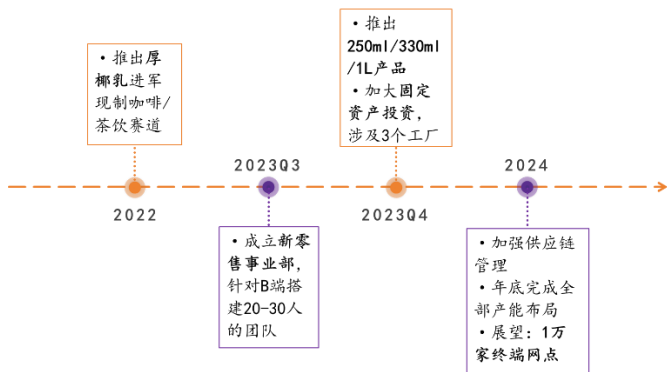


资料来源: 渠道调研, 华鑫证券研究

**B 端渠道: 厚椰乳产品有序推进大客户合作, 小规格罐头产品已进入零食渠道。**2023 年公司成立新零售事业部并形成分公司, 目前团队 30 人左右负责 B 端、零食量贩、特通等新渠道, 进行针对性的大客户开发。一方面需配置完善销售团队接洽大 B 端客户需求, 另一方面考验公司供应链柔性调配的能力以满足客户定制化需求。目前厚椰乳已与较大咖啡客户达成合作, 随着公司越南工厂的投产生产, 原料端竞争优势将更突出; 200g 小铁盒已进入零食专营渠道, 深化品牌影响力。

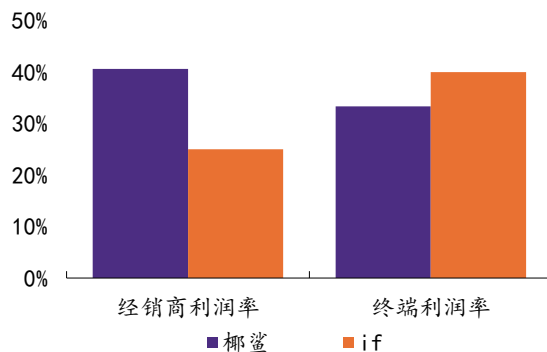
**即饮渠道：椰子水全新升级布局，运动属性突出打造差异化。**“椰鲨”自推出以来围绕运动、健康为品牌做延伸，多次赞助冲浪、马拉松等运动赛事，品牌调性突出，3月以来公司进行线下铺货并逐步进行冰柜投放，期待旺季动销表现。根据渠道调研，欢乐家椰子水具备渠道利润优势，经销商利润率超50%，渠道推力明显更足。

图表 99：欢乐家 B 端渠道布局



资料来源：海南港澳资讯产业股份有限公司，华鑫证券研究

图表 100：“椰鲨”椰子水与 if 椰子水渠道利润率对比



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

## 4.2、海外建厂整合供应链，生产优势未来可期

**原料以进口为主，越南建厂提高供应链稳定性。**由于国内海南生产的椰子不宜加工且产量不足，欢乐家椰汁原料采取“三地三椰”模式，以越南进口为主，泰国、印尼进口为辅。从椰子主要产区来看，泰国香水椰品质好，但价格和甜度高；菲律宾马卡普诺椰果肉软，含糖量高，但椰子水少，出口受限制；印尼椰子肉较厚但水不多，且当地基础设施较差；越南椰子原材料价格低、代理费及运费也较便宜。近些年公司对生榨椰肉汁原料需求增加，同时海南、越南等主产地加工粗糙，标准规范与产品品质难以保障。2023年公司计划在越南建立椰子加工基地，辅助B端业务放量的同时，提高原材料的稳定性和安全性。

图表 101：椰子主产地对比（取 2022 年数据）

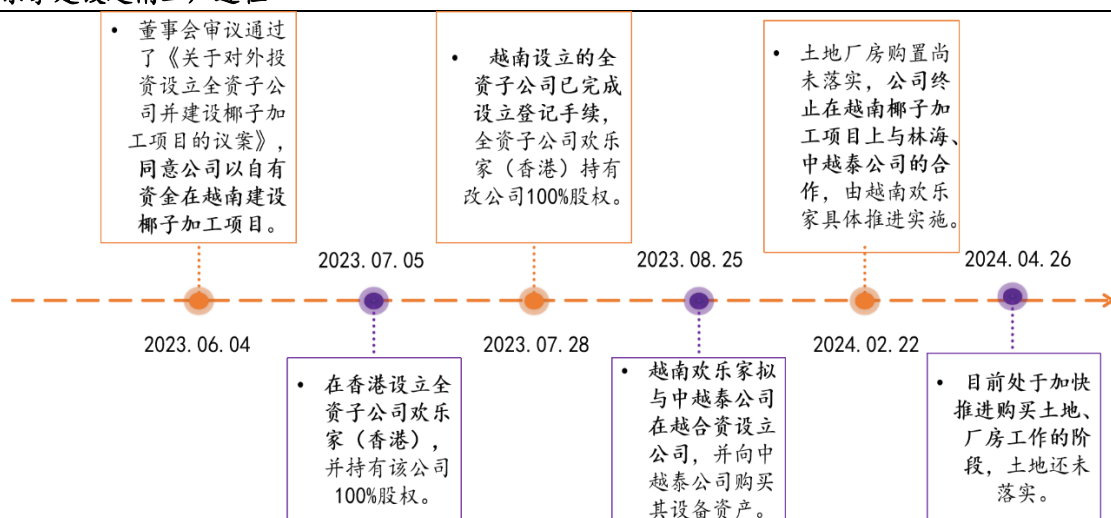
地区	品种	产量(万吨)	价格(美元/千克)	出口量(亿美元)	进出口政策
越南	暹罗蓝椰、暹罗绿椰	193	0.29	9.4-9.5	1) 《区域全面经济伙伴关系协定》实施泰国椰子以及椰子水原料对华进口零关税政策。 2) 泰国、菲律宾严禁出口带皮椰子。 3) 2020年《关于海南自由贸易港原辅料“零关税”政策的通知》规定“零关税”原辅料仅限自贸港内企业使用，转让或出岛需补税。2023年明确适用“两头在外”模式生产加工消耗的原辅料，内地销售需补税。 4) 中国海关总署将对越南鲜椰子进行风险评估，越南新鲜椰子有望2024年正式准入。
泰国	香水椰	68	0.88	6.06	
印尼	印尼青椰、印尼老椰	1719	0.31	9	
菲律宾	马卡普诺椰	1493	0.58	32	

资料来源：WIND，新华社，央视网，菲律宾椰子管理局，国际果蔬频道，全球果蔬网，泰国网，新思界，每日食品，网易号，界面新闻，VIETNAMT，MAIGOGO，FCR，华鑫证券研究



合资建厂更换为全资子公司推进建厂，加快推进购置土地、厂房工作。2023年6月，公司董事会同意以自有资金在越南建设椰子加工项目，预计总投资1835.61万美元，建设期7个月，静态投资回收期3.19年。2023年7月公司分别在香港和越南设立全资子公司欢乐家（香港）和欢乐家（越南）。2023年8月，越南欢乐家拟与中越泰公司在越合资设立公司，并向中越泰公司购买其设备资产。2024年2月公司与中越泰终止合作，主要系具体运营模式及项目推进中存在一定分歧，协商后决定由欢乐家越南继续推进土地厂房购置事宜。公司越南工厂建设处于加快推进购买土地、厂房工作阶段，预计在越南槟榔省或茶荣省购地建厂，期间内采用承包产能方式进行原料供应，目前能够满足原料需求。

图表 102：欢乐家建设越南工厂进程



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

头部椰子企业国内产能充足，降低生产成本为关键。椰子品牌加工主要分为两类，一类是以欢乐家、椰树集团、菲诺为代表的自主生产企业；另一类以 Vita coco 为代表的轻资产运营、委外生产企业，链接工厂和渠道两端。自主生产企业对原料把控与供应链协调能力更强，同时需加强供应链整合以压缩原料与加工成本，实现利润最大化。目前国内头部椰子企业较早即在国内设有加工厂，在海外完成粗加工工序，即从椰果采摘、运输至加工厂、机械切割到人工挖肉、压榨后冷冻为椰浆，再冷链运输至国内加工厂，工序步骤繁多且牵涉到进口政策，椰子加工成本仍有下降空间。

图表 103: 椰子品牌供应链布局、措施对比

生产模式	品牌	原料主要来源地	工厂	产能	供应链布局
自有工厂	欢乐家	越南、泰国、印尼、菲律宾	山东临沂、湖北汉川、广东湛江 3 个饮料生产工厂	47.19 万吨/年	(1) 向产业链上游原料端延伸, 在香港设立的全资子公司在越南设立全资子公司, 预计建设椰子加工项目。 (2) 椰子水采用三地三椰配比。
	椰树	海南、印尼(椰子年用量 3 亿-3.5 亿个, 其中 90% 从东南亚国家进口)	海南	60 万吨/年	(1) 以提高两倍的价格直接从椰子农户收购海南自种老椰子。 (2) 与海南椰子产业协会建立合作开发新型椰种, 提高本地椰子产能。 (3) 2019 年推动国外投资建厂, 产量 20 万吨。
	菲诺	海外(38000 亩椰林): 泰国、越南、印尼 国内: 海南	拥有桐乡、海南 2 家工厂, 6 家战略合作工厂, 3 个研发基地	椰青: 2.5 亿个/年 椰子水、椰肉汁、鲜椰肉: 73000 吨/年	(1) 从供应链上游向下游延伸, 先建立全产业链优势。 (2) 海南工厂接收海外冷链运输的椰青进行加工, 保证原料新鲜度, 提高生成效率。 (3) 产研一体化, 建立起从椰子筛选、产品研发、生产制造、销售的椰基全产业链。
	苏萨	越南	泰州工厂、佛山工厂、越南工厂(在建, 23 年 12 月开工建设)	泰州工厂: 8000 万箱椰子汁/年	(1) 23 年底开始, 国内(江苏二期、广东新工厂) 国外(越南工厂) 三大生产基地同时开工, 实现原产地实现鲜椰采集、加工规模化。
	椰泰	东南亚各地	惠州工厂一期、惠州工厂二期(在建, 23 年 12 月开工建设), 东南亚加工厂	30 万吨/年	(1) 2012 年建立东南亚椰果生产合作基地, 搭建椰汁生产供应链。
	佳果源	泰国、马来西亚	泰国丹嫩沙多建立跨国供应链	-	(1) 在泰国丹嫩沙多建立起了跨国供应链, 布局椰子种植园, 从育苗、采摘到灌装, 建立起科学的椰子水供应链标准。
	委外生产	Vita coco	亚洲、拉丁美洲	遍及全球 10 个国家, 与 14 家椰子水工厂和 6 个包装设施工厂联合合作。	每年 9.1 亿个椰子榨汁

资料来源: FOODTALKS, 蓝鲸财经, 新浪财经, 腾讯新闻, 网易新闻, 界面新闻, 搜狐网, 食业头条, 头豹研究所, 亿欧, 东方快消品中心, FBIF, 中国饮料工业协会, 公司官网, 欢乐家招股书, 华鑫证券研究

**椰子品牌开启海外建厂, 抢占先发优势。**除欢乐家 2023 年 6 月开始筹备越南椰子加工厂外, 苏萨、椰谷分别于 2023 年 12 月、2024 年 5 月开工建设或投产椰子加工厂, 强化各自供应链整合能力。公司海外工厂建成后以保障原料稳定性与产品品质为先, 同时预计对公司成本优化有一定利好, 亦能在 B 端业务上贡献一定收入增量。



图表 104：椰子品牌海外建厂情况

品牌	工厂地点	具体时间	进展	目的
欢乐家	越南槟榔省/茶荣省	2023 年 6 月开始筹备	购买土地、厂房阶段	保障公司产品原料供应和产品品质稳定的延续性，有效降低代工费等成本。此前预计总投资 1835.61 万美元，建设期 7 个月，静态投资回收期 3.19 年。
苏萨	越南湄公河	2023 年 12 月开工建设	建设中	为实现椰子原产地鲜椰采集，加工规模化。预计总投资数亿元，总使用面积 4.49 万平米，预计产能 4.5 万吨/年。
椰谷	越南槟榔省	2024 年 5 月 5 日投产	已投产	椰子水、椰浆加工，椰子水日产 150 吨，椰浆日产 100 吨，浓缩椰子水月产能达 200 吨。
佳果源	泰国丹嫩沙多（种植园）	2023 年 11 月 6 日产品首发	泰国香水椰种植基地使用中	建立跨国供应链，保证椰子水产品品质稳定，现采鲜取。

资料来源：公司官网，欢乐家招股书，搜狐网，食业头条，酒说，华鑫证券研究

## 5、盈利预测评级

我们认为公司投资逻辑在于：1) 罐头行业经历一轮消费者认知刷新后消费频次提升，大规模罐头产品稳增的基础上 200g 产品在零食渠道有望贡献增量。2) 椰汁已突破 10 亿成第二增长曲线，短期具备 30 万家新增网点增量，长期作为椰汁知名品牌享受集中度提升红利。3) 椰子水目前进入线下铺货阶段，产品力有保障的基础上品牌定位明确，短期具备即饮旺季催化，长期享受行业扩容带动增长。4) 越南工厂落地预期一方面利于成本优化与供应链向上整合，另一方面保障 B 端厚椰乳业务产品力同时利于开发与稳定客户。我们预计公司 2024-2026 年收入增速+15.7%/+15.5%/+15.1%，利润增速+16.6%/+20.9%/+21.8%，EPS 分别为 0.73/0.88/1.07 元，对应 PE 为 19/16/13 倍。

维持“买入”投资评级。

图表 105：盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入（百万元）	1,923	2,224	2,569	2,956
YoY	20.5%	15.7%	15.5%	15.1%
归母净利润（百万元）	278	325	392	478
YoY	36.9%	16.6%	20.9%	21.8%
摊薄每股收益（元）	0.62	0.73	0.88	1.07
ROE（%）	18.8%	19.7%	21.2%	22.7%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 6、风险提示

- (1) 越南建厂不及预期风险；

- (2) 网点开发不及预期风险；
- (3) 椰子水品牌推广不及预期风险；
- (4) 大客户开发不及预期风险；
- (5) 消费者培育不及预期风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,923</b>	<b>2,224</b>	<b>2,569</b>	<b>2,956</b>
现金及现金等价物	895	878	1,022	1,261	营业成本	1,178	1,346	1,541	1,763
应收款	126	244	282	283	营业税金及附加	21	24	31	35
存货	248	263	280	246	销售费用	237	302	342	384
其他流动资产	20	138	221	274	管理费用	124	133	157	180
流动资产合计	1,288	1,522	1,805	2,065	财务费用	-7	-23	-27	-33
<b>非流动资产:</b>					研发费用	3	2	3	3
金融类资产	0	100	180	230	费用合计	358	415	474	535
固定资产	632	612	579	544	资产减值损失	-2	-4	-3	-1
在建工程	36	14	6	2	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	163	155	147	139	投资收益	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>377</b>	<b>442</b>	<b>528</b>	<b>628</b>
其他非流动资产	108	108	108	108	加:营业外收入	0	1	2	3
非流动资产合计	939	889	840	794	减:营业外支出	1	4	3	2
资产总计	2,227	2,411	2,645	2,859	<b>利润总额</b>	<b>375</b>	<b>439</b>	<b>527</b>	<b>629</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	97	114	134	151
短期借款	0	30	50	60	<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>325</b>	<b>392</b>	<b>478</b>
应付账款、票据	418	376	366	296	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	217	217	217	217	<b>归母净利润</b>	<b>278</b>	<b>325</b>	<b>392</b>	<b>478</b>
流动负债合计	726	745	774	735					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	18	18	18	18	营业收入增长率	20.5%	15.7%	15.5%	15.1%
非流动负债合计	18	18	18	18	归母净利润增长率	36.9%	16.6%	20.9%	21.8%
负债合计	743	762	792	753	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	38.7%	39.5%	40.0%	40.4%
股本	448	448	448	448	四项费用/营收	18.6%	18.6%	18.5%	18.1%
股东权益	1,483	1,649	1,853	2,106	净利率	14.5%	14.6%	15.3%	16.2%
负债和所有者权益	2,227	2,411	2,645	2,859	ROE	18.8%	19.7%	21.2%	22.7%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	33.4%	31.6%	29.9%	26.3%
净利润	278	325	392	478	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
折旧摊销	64	50	49	46	应收账款周转率	15.3	9.1	9.1	10.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	4.8	5.2	5.6	7.3
营运资金变动	8	-163	-49	-21	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	351	212	392	503	EPS	0.62	0.73	0.88	1.07
投资活动现金净流量	-114	-58	-39	-11	P/E	22.5	19.3	16.0	13.1
筹资活动现金净流量	-254	-129	-168	-215	P/S	3.3	2.8	2.4	2.1
现金流量净额	-17	25	185	277	P/B	4.2	3.8	3.4	3.0

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。