

2024年08月28日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 利润不及预期，费效比有望提升

—欢乐家（300997.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn  
联系人：肖燕南 S1050123060024  
xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年8月26日，欢乐家发布2024年中报。

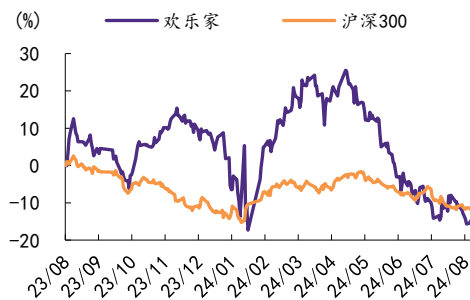
## 投资要点

### 基本数据

2024-08-27

当前股价（元）	10.01
总市值（亿元）	45
总股本（百万股）	448
流通股本（百万股）	396
52周价格范围（元）	10.01-15.87
日均成交额（百万元）	40.24

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《欢乐家（300997）：罐头筑牢本源，椰基聚势发力》2024-06-03
- 《欢乐家（300997）：费投加大利润略承压，网点开拓长期布局》2024-04-26
- 《欢乐家（300997）：成本改善明显，渠道势能延续》2024-03-27

### 多因素影响，利润承压明显

收入符合预期，利润下滑幅度较大。2024H1 总营收 9.45 亿元（同增 3.64%），归母净利润 0.82 亿元（同减 36.44%），扣非净利润 0.81 亿元（同减 37.10%）。2024Q2 总营收 3.94 亿元（同减 0.24%），归母净利润 36.79 万元（同减 99.17%），扣非净利润 53.99 万元（同减 98.77%）。**毛利率下降叠加费投力度加大，盈利能力同比下降。**2024H1 毛利率/净利率分别为 35.85%/8.72%，分别同比-1.38/-5.50pcts；2024Q2 分别为 31.87%/0.09%，分别同比-5.84/-11.15pcts。毛利率同比下降主要系产品结构变化及开拓零食渠道，原料销售业务取得一定进展。成本方面，橘子采购单价同比下降超过 30%，生榨椰肉汁、椰子水采购单价同比增长超过 30%。2024H1 销售/管理费用率为分别为 16.29%/6.39%，分别同比+5.11/+0.31pcts；2024Q2 分别为 20.97%/7.90%，分别同比+7.03/+0.33pcts。公司大力开展网点渠道拓展与椰子水新品推广，增加一线工作及新零售团队人员，新增产品代言费与广宣品物料投放，销售费用率同比提升幅度较大。**现金流表现承压，销售回款较稳健。**2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为-1.89/-1.49 亿元，去年同期分别为-0.02/0.51 亿元，销售回款为 9.51/4.34 亿元，同比+2.48%/-1.93%。截至 2024H1，合同负债 0.53 亿元（环比-0.18 亿元）。

### 高基数致罐头同比下降，饮料新品处于培育期

2024H1 饮料/罐头营收分别为 5.35/3.80 亿元，分别同比+11.32%/-9.00%，毛利率分别为 41.24%/29.94%，分别同比-1.89/-0.26pcts；2024Q2 营收分别为 2.24/1.60 亿元，分别同比-2.01%/+2.16%，罐头同比下滑主要系去年同期基数较高，椰子水产品仍在培育期。**细分来看**，2024H1 椰汁/其他饮料/水果罐头/其他罐头营收分别为 4.52/0.83/3.63/0.17 亿元，分别同比+11.38%/+10.96%/-9.06%/-7.73%，毛利率分别同比-11.71/-6.20/-0.33/+1.56pcts；2024Q2 营收分别为 1.85/0.39/1.55/0.05 亿元，同比-4.56%/+12.05%/+3.23%/-21.41%。**量价拆分来看**，2024H1 椰子饮料/其他饮料/水果罐

头/其他罐头销量同比+8.21%/+39.62%/-6.18%/+0.11%；均价分别同比+2.93%/-20.53%/-3.07%/-7.83%。

### ■ 零食渠道贡献增量，网点开发进度稍缓

分渠道看，2024H1 经销/直营/代销模式营收分别为 8.06/0.35/0.75 亿元，同比-5.83%/+101.16%/+189.68%，毛利率分别同比+0.73/-3.76/-7.62pcts。公司终端网点净增加 10 万家，稳步开展渠道拓展与冰冻化陈列，同时进入零食渠道并实现收入 0.35 亿元，新渠道增量逐步显现。分区域看，2024H1 华中/西南/华东/华北/西北/东北/华南/其他地区营收分别为 2.91/1.74/1.51/1.09/0.73/0.45/0.19/0.54 亿元，分别同比-0.52%/+9.27%/+20.55%/-7.34%/-23.72%/-17.14%/+50.96%/+29.55%；华中/西南/华东/华北/西北地区毛利率分别同比+0.30/+0.19/-1.26/+1.11/-2.23pcts。截至 2024H1 末，总经销商 1942 家，较 2023 年年末减少 215 家。

### ■ 盈利预测

我们看好 C 端椰子汁方面完善产品矩阵，同时以椰子水等产品提升高线城市销售占比；罐头方面继续打造水果罐头龙头，稳定基本盘；B 端厚椰乳产品发挥产品端和供应端优势进军咖啡赛道，贡献新增长。根据公司中报，短期公司受大环境需求影响，同时 Q2 在饮料新品旺季前加大销售部署致费用率较高，我们调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.60/0.69/0.79 元（前值为 0.73/0.88/1.07 元），当前股价对应 PE 分别为 17/15/13 倍，维持“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

原材料价格上行风险；新业务市场反馈不及预期风险；招商不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,923	2,003	2,214	2,487
增长率（%）	20.5%	4.2%	10.5%	12.3%
归母净利润（百万元）	278	267	307	353
增长率（%）	36.9%	-4.1%	15.0%	14.9%
摊薄每股收益（元）	0.62	0.60	0.69	0.79
ROE（%）	18.8%	16.5%	17.3%	18.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

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>2,003</b>	<b>2,214</b>	<b>2,487</b>
现金及现金等价物	895	857	964	1,141	营业成本	1,178	1,257	1,372	1,538
应收款	126	220	243	238	营业税金及附加	21	22	27	32
存货	248	245	249	215	销售费用	237	272	297	331
其他流动资产	20	134	215	267	管理费用	124	120	135	152
流动资产合计	1,288	1,456	1,671	1,862	财务费用	-7	-23	-25	-30
<b>非流动资产:</b>					研发费用	3	2	2	2
金融类资产	0	100	180	230	费用合计	358	372	409	455
固定资产	632	612	579	544	资产减值损失	-2	-2	-1	-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>362</b>	<b>413</b>	<b>466</b>
其他非流动资产	108	108	108	108	加:营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	939	889	840	794	减:营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,227	2,345	2,511	2,656	<b>利润总额</b>	<b>375</b>	<b>361</b>	<b>412</b>	<b>465</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	97	94	105	112
短期借款	0	30	50	60	<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>267</b>	<b>307</b>	<b>353</b>
应付账款、票据	418	350	326	258	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>267</b>	<b>307</b>	<b>353</b>
流动负债合计	726	708	714	672					
<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%	4.2%	10.5%	12.3%
非流动负债合计	18	18	18	18	归母净利润增长率	36.9%	-4.1%	15.0%	14.9%
负债合计	743	725	732	689	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	38.7%	37.3%	38.0%	38.1%
股本	448	448	448	448	四项费用/营收	18.6%	18.6%	18.5%	18.3%
股东权益	1,483	1,620	1,779	1,967	净利率	14.5%	13.3%	13.9%	14.2%
负债和所有者权益	2,227	2,345	2,511	2,656	ROE	18.8%	16.5%	17.3%	18.0%
					<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%	30.9%	29.1%	26.0%
净利润	278	267	307	353	<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	0.9	0.9
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	-154	-41	-16	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	351	163	314	383	EPS	0.62	0.60	0.69	0.79
投资活动现金净流量	-114	-58	-39	-11	P/E	16.1	16.8	14.6	12.7
筹资活动现金净流量	-275	-101	-127	-156	P/S	2.3	2.2	2.0	1.8
现金流量净额	-38	4	148	215	P/B	3.0	2.8	2.5	2.3

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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## 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。本报告清晰准确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。