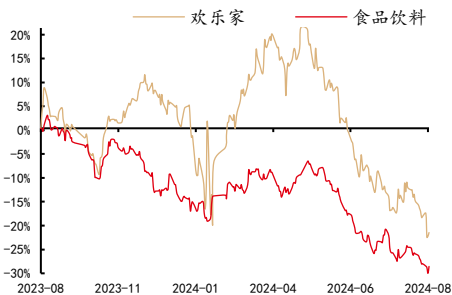


股票投资评级

增持|下调

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)	10.14
总股本/流通股本(亿股)	4.47 / 3.96
总市值/流通市值(亿元)	45 / 40
52周内最高/最低价	15.87 / 10.01
资产负债率(%)	33.4%
市盈率	16.24
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

欢乐家(300997)

需求疲软，费投较大短期业绩承压

● 事件

公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年公司分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 9.45/0.82/0.81 亿元，同比+3.64%/-36.44%/-37.1%。整体营收、利润表现低于预期。

● 核心要点

受终端消费需求偏弱、以及费用投入后产出低于预期的影响，公司上半年整体业绩表现承压。2024 年上半年，公司毛利率/归母净利率分别为 35.85%/8.72%，分别同比-1.38/-5.5pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.29%/6.39%/0.31%/0.07%，分别同比+5.11/+0.31/+0.23/+0.48pct。

公司单 Q2 因营销端前置投入较大，短期利润表现不及预期。单 Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 3.94/0/0.01 亿元，同比-0.24%/-99.17%/-98.77%。24Q2，公司毛利率/归母净利率为 31.87%/0.09%，分别同比-5.84/-11.15pct；我们预计公司毛利率下降主要为 1. 椰浆原料成本上行，2. 零食渠道和椰浆原料贸易业务等毛利率偏低的业务占比提升导致。公司单 Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.97%/7.9%/0.49%/0.32%，分别同比+7.03/+0.33/+0.39/+0.71pct。公司上半年终端网点持续扩张以及推新、品牌推广的前置投入较大，因此短期销售人员薪资、广宣端投入幅度增长较高，但短期看投入产出略低于预期，预计下半年投放节奏有望缓和。

公司椰子汁保持稳健表现，但水果罐头高基数下增速承压。分品类看，公司上半年椰子汁/水果罐头/其他饮料/其他罐头分别营收 4.52/3.63/0.83/0.17 亿元，同比+11.33%/-9.06%/+11.23%/-7.69%。其中单 Q2 分别营收 1.85/1.55/0.39/0.05 亿元，同比-4.64%/+3.22%/+12.63%/-21.33%。具体产品看，椰子汁中 1.25L PET 瓶装椰子汁产品营收同比+5.23%；橘子罐头同比-4.65%；黄桃罐头同比-6.81%。从销售均价看，椰子汁/水果罐头 24H1 较 23 年同比分别-1.2%/-0.3%；从生产成本均价看，椰子汁/水果罐头 24H1 较 23 年同比分别+3.8%/-3.0%。椰子汁受椰浆原料成本上行影响毛利率下滑，而水果罐头主要原料成本改善整体毛利率提升。分渠道看，公司上半年经销/直销/代销分别营收 8.06/0.75/0.35 亿元，同比-5.83%/+332.81%/+34.64%，其中直销渠道高增长主要为公司切入零食量贩渠道后，已初步实现稳定动销。Q2 末公司合作经销商 1942 家，其中华中/华东/西南/华北/西北/东北/华南分别为

498/378/424/236/191/139/76 家，同比+60/+59/+2/+25/-30/持平/+22 家。

看全年，整体外部需求复苏仍不明朗，短期观察中秋国庆礼赠需求回升下带动礼盒产品复苏情况，而下半年公司费用端预计更谨慎，利润表现有望改善。展望未来，预计公司在产品推新、渠道梳理、品牌营销上将继续推进布局。产品端，公司积极布局椰汁+产品矩阵系列，其中核心的椰鲨椰子水仍处培育期，后续持续通过线上直播推广和线下渠道发力后，未来第二成长曲线有望放量。同时，水果罐头上预计将通过推出多包装规格、多形态产品更好的布局零食量贩渠道。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，后续预计公司将保持一定力度的品牌推广投入，通过线上线下同渠道协同发力强化品牌力。渠道端，在公司持续推进传统渠道扩张以及零食量贩等新兴渠道的同时，预计将针对终端网点进行梳理并提质增效，加大产品的打堆和陈列，提升有效网点的单点产出，为迎接下半年多个节日销售旺季打好基础。

### ● 盈利预测与投资建议

公司受需求端偏弱以及发力新品下前置费用投入较大影响，整体营收利润表现不及此前预期，我们下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营收 20.02/22.41/25.59 亿元（前值为 22.54/26.11/29.83 亿元），同比+4.13%/11.91%/14.21%；实现归母净利润 2.30/2.86/3.59 亿元（前值为 3.32/4.00/4.77 亿元），同比-17.23%/+24.12%/+25.49%，对应 EPS 为 0.51/0.64/0.80 元，对应当前股价 PE 为 20/16/13 倍。我们仍看好公司多维度发力后未来的增长潜力，调整至“增持”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	2002	2241	2559
增长率 (%)	20.47	4.13	11.91	14.21
EBITDA (百万元)	439.72	361.93	436.09	531.62
归属母公司净利润 (百万元)	278.39	230.43	286.00	358.89
增长率 (%)	36.85	-17.23	24.12	25.49
EPS (元/股)	0.62	0.51	0.64	0.80
市盈率 (P/E)	16.14	19.50	15.71	12.52
市净率 (P/B)	3.03	2.82	2.59	2.36
EV/EBITDA	12.53	9.91	7.76	5.91

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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1923	2002	2241	2559	营业收入	20.5%	4.1%	11.9%	14.2%
营业成本	1178	1263	1399	1584	营业利润	34.9%	-17.1%	24.0%	25.4%
税金及附加	21	22	25	28	归属于母公司净利润	36.9%	-17.2%	24.1%	25.5%
销售费用	237	280	291	307	<b>获利能力</b>				
管理费用	124	126	139	154	毛利率	38.7%	36.9%	37.6%	38.1%
研发费用	3	4	4	4	净利率	14.5%	11.5%	12.8%	14.0%
财务费用	-7	-3	-4	-5	ROE	18.8%	14.5%	16.5%	18.8%
资产减值损失	-2	-2	-2	-2	ROIC	38.8%	31.1%	41.4%	57.2%
<b>营业利润</b>	<b>377</b>	<b>312</b>	<b>387</b>	<b>485</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	33.4%	33.9%	34.3%	34.8%
营业外支出	1	2	2	2	流动比率	1.77	1.90	2.03	2.14
<b>利润总额</b>	<b>375</b>	<b>311</b>	<b>386</b>	<b>484</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	97	80	100	125	应收账款周转率	15.63	11.64	11.64	11.64
<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>230</b>	<b>286</b>	<b>359</b>	存货周转率	4.75	4.86	4.86	4.86
<b>归母净利润</b>	<b>278</b>	<b>230</b>	<b>286</b>	<b>359</b>	总资产周转率	0.86	0.83	0.85	0.87
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.62</b>	<b>0.51</b>	<b>0.64</b>	<b>0.80</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.62	0.51	0.64	0.80
货币资金	895	1063	1288	1559	每股净资产	3.32	3.56	3.87	4.26
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	123	172	193	220	PE	16.14	19.50	15.71	12.52
预付款项	10	19	22	25	PB	3.03	2.82	2.59	2.36
存货	248	260	288	326	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1288</b>	<b>1528</b>	<b>1806</b>	<b>2148</b>	净利润	278	221	277	350
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	4	34	46
无形资产	163	136	109	81	其他	-7	8	7	6
<b>非流动资产合计</b>	<b>939</b>	<b>885</b>	<b>830</b>	<b>777</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>349</b>	<b>288</b>	<b>372</b>	<b>454</b>
<b>资产总计</b>	<b>2227</b>	<b>2413</b>	<b>2636</b>	<b>2925</b>	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	441	488	553	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-114</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
其他流动负债	308	362	401	453	股权融资	-32	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>726</b>	<b>802</b>	<b>889</b>	<b>1006</b>	债务融资	-1	-1	-1	-1
其他	18	16	15	14	其他	-103	-116	-144	-181
<b>非流动负债合计</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-135</b>	<b>-117</b>	<b>-145</b>	<b>-182</b>
<b>负债合计</b>	<b>743</b>	<b>819</b>	<b>904</b>	<b>1019</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>98</b>	<b>169</b>	<b>225</b>	<b>271</b>
股本	448	448	448	448					
资本公积金	313	313	313	313					
未分配利润	723	834	972	1146					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1483</b>	<b>1595</b>	<b>1733</b>	<b>1906</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>2227</b>	<b>2413</b>	<b>2636</b>	<b>2925</b>					

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