



买入（首次）

所属行业：食品饮料/饮料乳品
当前价格(元)：9.90

证券分析师

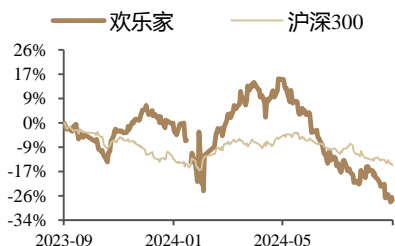
熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.21	-14.14	-29.54
相对涨幅(%)	-7.30	-8.52	-19.48

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

欢乐家（300997.SZ）：罐头椰汁双轮驱动，多元探索迸新能

投资要点

- 深耕行业二十余年，罐头椰汁知名企业。**欢乐家成立于2001年，是一家专业生产经营各类植物蛋白饮料、果汁饮料和水果罐头等产品的大型民营综合食品生产企业。作为民营企业，公司整体股权相对集中。罐头和椰汁为公司两大核心业务，其中水果罐头受疫情影响短期高景气，椰子饮料毛利率水平更优。2020年后公司业绩迈入增长快车道，盈利能力相对稳健，后续伴随椰子水、厚椰乳等新品的持续拓展，业绩有望持续提升。
- 水果罐头稳健增长，椰子赛道方兴未艾。**2022年我国水果罐头市场规模为94.97亿元，预计2025年将达到106.56亿元，3年CAGR为3.91%，保持稳健增长。目前尚未形成龙头企业，行业集中度有望提升；而椰饮市场百亿规模，2026年椰饮市场规模预计将从2021年的144.4亿元增长至213.6亿元。其中椰子水从2009年的0.19亿美元增长至2022年的1.13亿美元，欧睿预计2028年将达到2.03亿美元，未来市场潜力巨大。从竞争格局角度来看，椰汁行业一超两强，椰子水竞争格局尚未稳固，后续国产品牌有望占据更多市场份额。
- 罐头切入量贩渠道，椰子多用途拓展贡献增长新驱动力。**1) 欢乐家是业内少有的兼顾南北果的多品类水果罐头企业，通过对产品包装进行休闲化的改进有望切入高增长的零食量贩渠道；2) 椰奶业务差异化拓展，公司椰奶产品“生榨椰子汁”多为1.25L的PET大包装，主打餐饮宴席市场。同时终端网点数截止到2023年已达约70万家，计划2024年实现百万终端，终端数量的快速增长有望带动上游出货量增长，从而贡献新增量；3) 咖啡茶饮赛道方兴未艾，公司布局越南原产地，凭借上游优势和C端品牌信誉更易拓展B端客户，期待厚椰乳进入茶饮咖啡市场；4) 椰子水天然富含电解质，公司联名NBA巨星奥尼尔推出椰鲨系列主打运动场景。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司在2024-2026年分别实现营收20.59/22.68/25.25亿元，同比+7.1%/+10.1%/+11.3%。分业务来看：1) 椰子汁饮料：考虑到公司传统椰奶业务终端网点数持续拓展，叠加厚椰乳和椰鲨椰子水等新品的渗透，我们预计椰子饮料2024-2026年整体收入增长分别为10%/11.5%/12%；2) 罐头产品：在经历过黄桃罐头热销后考虑到行业整体相对成熟，我们认为水果罐头增速将恢复到平稳增长。同时罐头进驻量贩零食有望贡献渠道新增量，因此我们预计罐头产品2024-2026年整体收入增长分别为1%/8%/10%；3) 其他饮料：公司推出电解质水等产品，贴近运动场景进行营销。后续有望通过现有销售渠道实现快速铺货，因此我们预计饮料产品2024-2026年整体收入增长分别为8%/9%/12%；4) 其他业务：考虑到公司整体发展情况，我们预测其他业务将伴随公司整体收入的增长保持稳健增长，因此我们预计其他业务2024-2026年整体收入增长分别为80%/18%/15%。
- 我们预计公司2024-2026年EPS分别为0.55/0.64/0.77元，选取饮料行业内的香飘飘、养元饮品、东鹏饮料和承德露露作为可比公司，24年行业平均估值为18.08x，考虑到椰饮赛道高景气度和公司新品拓展，给予公司2024年22xPE，对应目标价12.1元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动、新品推广不及预期、食品安全风险等。

股票数据

总股本(百万股):	447.50
流通 A 股(百万股):	396.03
52 周内股价区间(元):	9.81-15.70
总市值(百万元):	4,430.25
总资产(百万元):	1,935.57
每股净资产(元):	2.49

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,596	1,923	2,059	2,268	2,525
(+/-)YOY(%)	8.4%	20.5%	7.1%	10.1%	11.3%
净利润(百万元)	203	278	247	285	344
(+/-)YOY(%)	10.7%	36.9%	-11.3%	15.3%	20.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.45	0.62	0.55	0.64	0.77
毛利率(%)	33.6%	38.7%	37.7%	38.1%	38.2%
净资产收益率(%)	15.2%	18.8%	20.3%	21.4%	23.4%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 公司介绍：罐头椰汁知名企业，探索业务新边界	5
1.1. 发展历程：罐头业务起家，椰汁打造第二成长曲线	5
1.2. 股权结构：创始人为公司实控人，股权相对集中	5
1.3. 主营业务：水果罐头椰汁两大主业，经销渠道为绝对核心	6
1.4. 财务分析：2020 年后业绩稳健增长，盈利能力相对稳定	8
2. 行业分析：水果罐头稳健增长，椰子赛道方兴未艾	9
2.1. 水果罐头：行业规模稳健增长，集中度有望提升	9
2.2. 椰子饮料：椰汁行业一超两强，椰子水未来可期	10
3. 未来发展：罐头切入量贩渠道，椰子多用途拓展	11
4. 盈利预测与投资建议	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 投资建议	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 欢乐家股权结构图(截至 2024H1).....	6
图 3: 公司产品矩阵	6
图 4: 2019-2023 年水果罐头收入及 YOY (亿元, %)	7
图 5: 2019-2023 年椰子饮料收入及 YOY (亿元, %)	7
图 6: 2019-2023 年欢乐家产品结构占比 (%)	7
图 7: 2017-2023 年欢乐家水果罐头和椰子饮料毛利率 (%)	7
图 8: 2021-2023 年公司分地区主营业务收入 (亿元)	7
图 9: 2021-2023 年公司分地区主营业务收入占比 (%)	7
图 10: 经销是公司绝对核心销售模式 (%)	8
图 11: 全国经销商数量稳步提升 (家)	8
图 12: 公司营业收入保持稳健增长 (亿元, %)	8
图 13: 2019-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 11.54% (亿元, %)	8
图 14: 2019-2023 年公司毛净利率整体保持平稳 (%)	9
图 15: 2019-2023 年公司整体费用管控良好 (%)	9
图 16: 国内水果罐头市场增速保持稳健 (亿元, %)	9
图 17: 中国水果罐头年产量逐年下滑 (万吨, %)	9
图 18: 2023 年罐头市场竞争格局较为分散	10
图 19: 2015-2021 年中国规模以上罐头制造企业营收 (亿元)	10
图 20: 椰子液体饮品定义与分类	10
图 21: 中国椰子液体饮品行业市场规模及预测 (亿元, %)	11
图 22: 2009-2028 年中国椰子水市场规模及 YOY (百万美元, %)	11
图 23: 2022 年中国椰汁行业市占率 (%)	11
图 24: 中国椰子水行业市占率 (%)	11
图 25: 欢乐家水果罐头覆盖多品类.....	12
图 26: 零食量贩门店数和市场规模快速增长 (亿元, 家)	12
图 27: 欢乐家椰奶产品主打 1.25L PET 包装	13
图 28: 椰树主打 245ml 和 330ml 产品	13
图 29: 中国健身人数不断增长.....	14
图 30: 欢乐家推出椰鲨系列椰子水.....	14

表 1: 国内主要罐头生产企业.....	12
表 2: 2022 年代表性椰子相关现制饮品.....	13
表 3: 欢乐家盈利预测 (百万元, %)	15
表 4: 可比公司估值	15

1. 公司介绍：罐头椰汁知名企业，探索业务新边界

深耕行业二十余年，罐头椰汁知名企业。欢乐家成立于2001年，是一家专业生产经营各类植物蛋白饮料、果汁饮料和水果罐头等产品的大型民营综合食品生产企业。

1.1. 发展历程：罐头业务起家，椰汁打造第二成长曲线

1) 罐头业务起家，市场逐步扩张（2001-2013）

欢乐家前身为湛兴旺食品有限公司，2002年更名为湛江市欢乐家食品有限公司。成立早期公司专注于生产经营水果罐头、海产品罐头及鹤鹑蛋罐头，2010-2012年分别在湖北、山东、武汉等地设立生产子公司，拓宽市场范围。

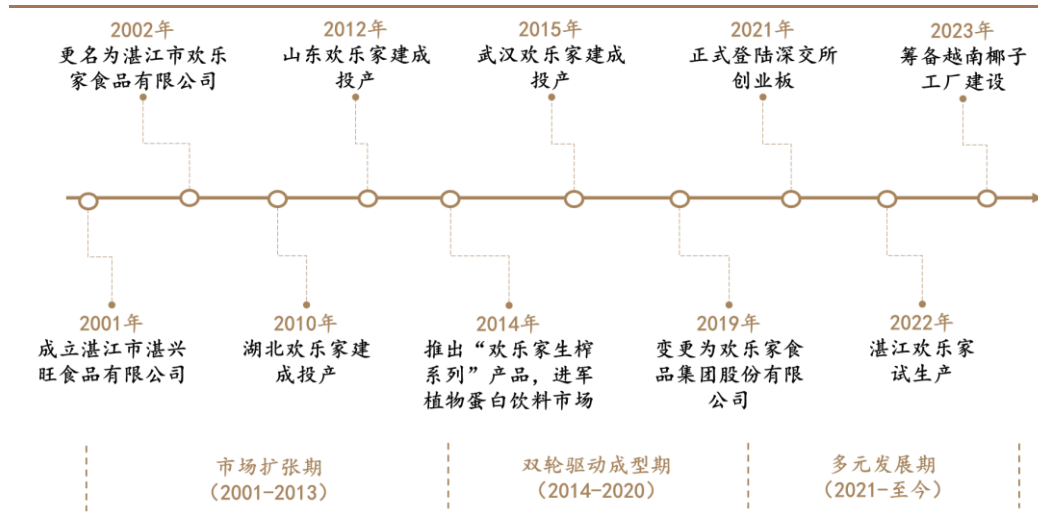
2) 进军饮料市场，双轮驱动战略成型（2014-2020）

2014年公司推出“欢乐家生榨系列”产品，正式进军植物蛋白饮料市场，并以此为契机陆续推出果汁、乳酸菌饮料等饮品。2018-2020年公司水果罐头国内销售额位居行业前三，椰子汁市占率在全国同类产品排名前五，形成罐头和椰汁双驱动的发展战略。

3) 成功登陆创业板，拓宽业务边界（2021-至今）

2021年6月公司成功在深交所创业板实现上市，成为A股水果罐头和椰汁行业第一股。上市后公司陆续推出100%椰子水、电解质饮料、厚椰乳等新品丰富产品矩阵，探索To B业务的可能性。

图 1：公司发展历程

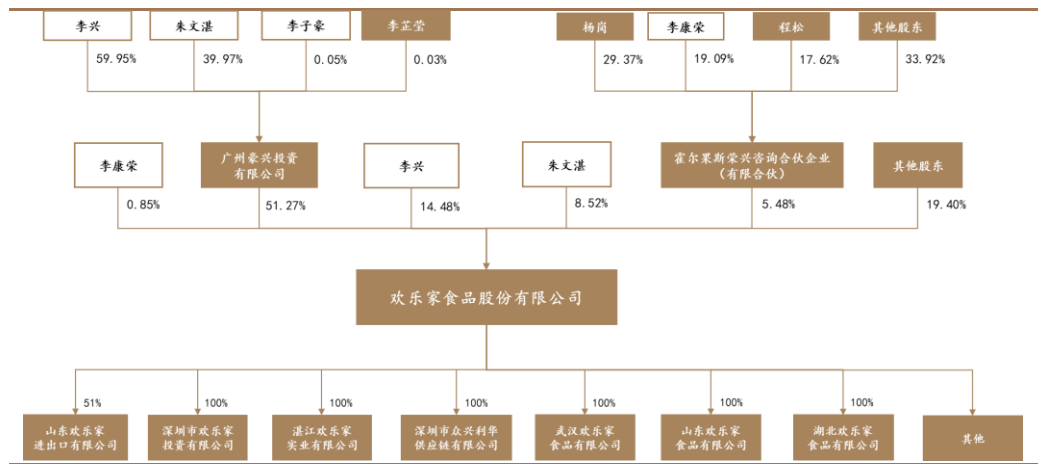


资料来源：欢乐家招股说明书，公司年报，德邦研究所

1.2. 股权结构：创始人为公司实控人，股权相对集中

创始人为公司实控人，股权相对集中。公司实际控制人为创始人李兴、其妻朱文湛、其弟李康荣及其子李子豪，截至2024H1四人合计控制76.15%股份。其中广州豪兴投资直接持有公司51.27%股份，是单一持股比例最高的股东，整体股权较为集中。

图 2：欢乐家股权结构图(截至 2024H1)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

1.3. 主营业务：水果罐头椰汁两大主业，经销渠道为绝对核心

罐头椰汁两大核心业务，产品矩阵日益完善。公司一方面长期坚持打造以橘子和黄桃罐头为核心、兼顾多品类的水果罐头产品，另一方面以椰子汁植物蛋白饮料为核心推出了果汁、乳酸菌、椰子水、厚椰乳等饮料产品，品类不断拓展。

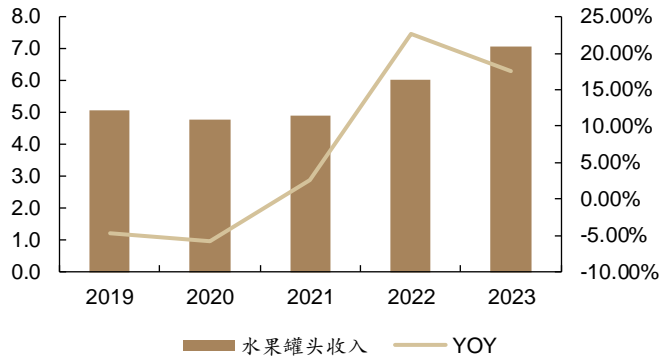
图 3：公司产品矩阵

椰子汁系列			水果罐头系列		
椰子汁 (245ml)	椰子汁 (1.25L)	椰子汁 (500ml)	黄桃罐头 (900g)	黄桃罐头 (460g)	黄桃罐头 (256g)
椰子水 (250ml)	燕窝椰子汁 (245ml)	厚椰乳 (200ml)	橘子罐头 (900g)	半桃铁盒 (200g)	杨梅罐头 (318g)

资料来源：欢乐家公司官网，欢乐家天猫官方旗舰店，公司 2022 年年报，德邦研究所

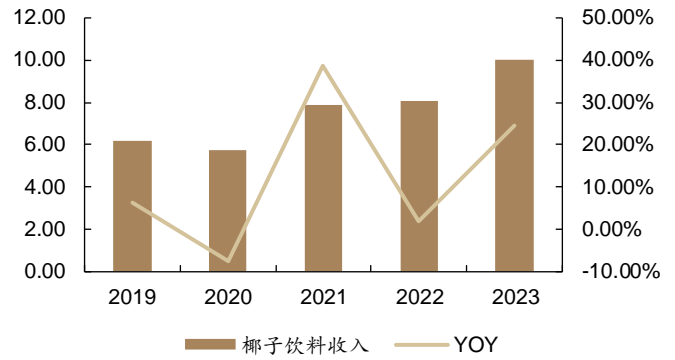
水果罐头受疫情影响短期高景气，椰子饮料毛利率水平更优。2023 年水果罐头业务实现收入 7.09 亿元，同比增长 17.49%，占总营收的 36.86%，高增主要是受 2022 年底疫情影响，消费者对黄桃罐头需求大增；2023 年椰子饮料业务实现收入 10.00 亿元，同比增长 24.37%，占总营收的 52.02%，两者为公司核心产品。从毛利率角度来看，椰子饮料毛利率高于水果罐头业务且相对稳定，水果罐头由于受原材料价格影响整体波动较大。

图 4: 2019-2023 年水果罐头收入及 YOY (亿元, %)



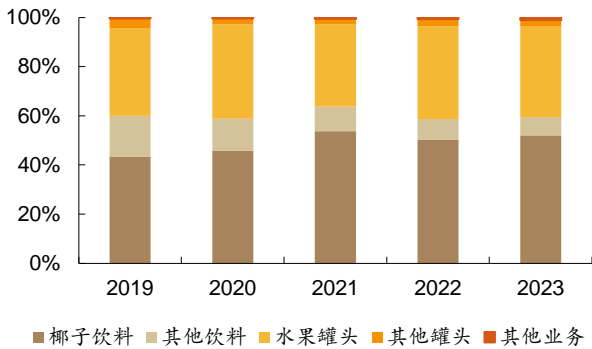
资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

图 5: 2019-2023 年椰子饮料收入及 YOY (亿元, %)



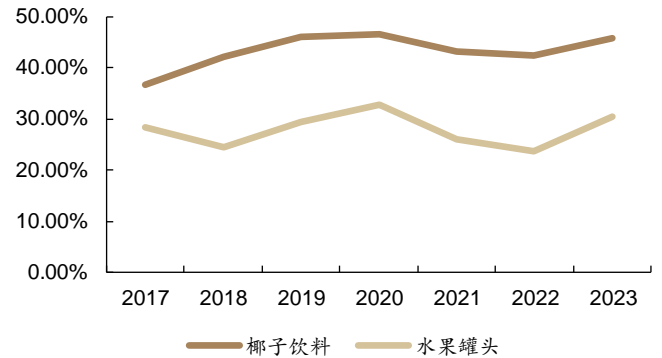
资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 2019-2023 年欢乐家产品结构占比 (%)



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

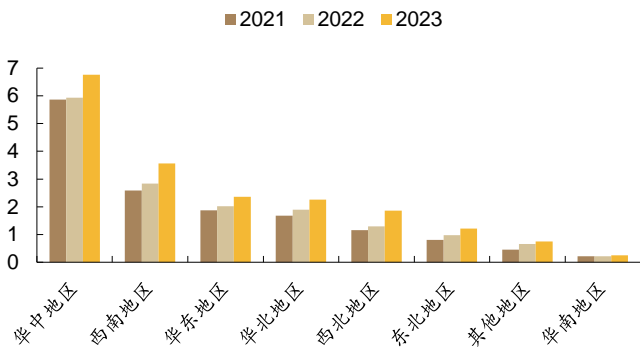
图 7: 2017-2023 年欢乐家水果罐头和椰子饮料毛利率 (%)



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

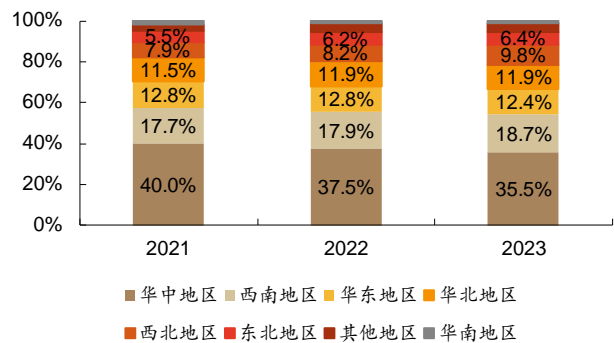
各区域占比稳定, 华中西南为核心收入地区。2021-2023 年华中、西南、华东和华北合计主营业务收入占比都在 80%左右, 结构相对稳定。具体来看, 2023 年华中/西南/华东/华北分别实现营业收入 6.76/3.56/2.36/2.26 亿元, 占比分别为 35.5%/18.7%/12.4%/11.9%。

图 8: 2021-2023 年公司分地区主营业务收入 (亿元)



资料来源: iFind, 欢乐家公司公告, 德邦研究所

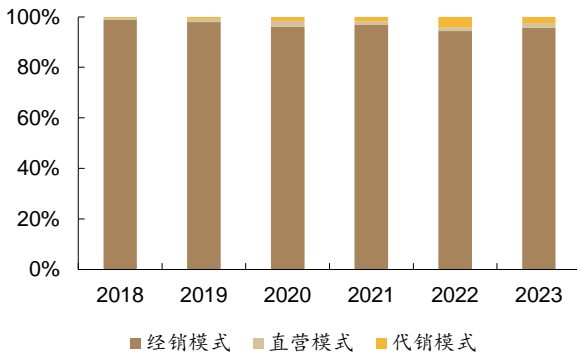
图 9: 2021-2023 年公司分地区主营业务收入占比 (%)



资料来源: iFind, 欢乐家公司公告, 德邦研究所

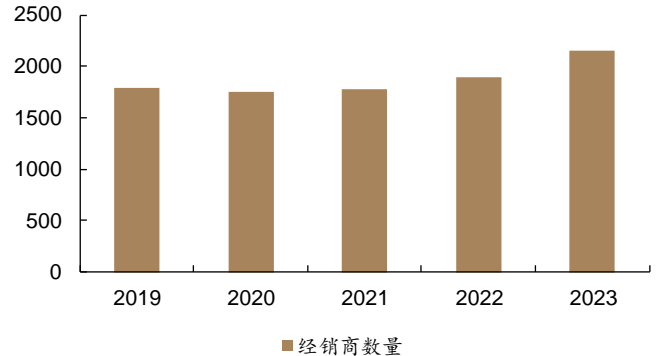
传统经销渠道为核心，销售网络覆盖全国。经销是公司核心销售渠道，通过“扁平化”和“下沉式”的渠道管理模式减少经销层级，在广度上已经形成全国化的销售网络，在深度上覆盖部分县域市场甚至建制镇。同时经销商数量自2019年的1788家稳步提升至2023年的2157家，经销网络不断发展完善。

图 10：经销是公司绝对核心销售模式 (%)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

图 11：全国经销商数量稳步提升 (家)

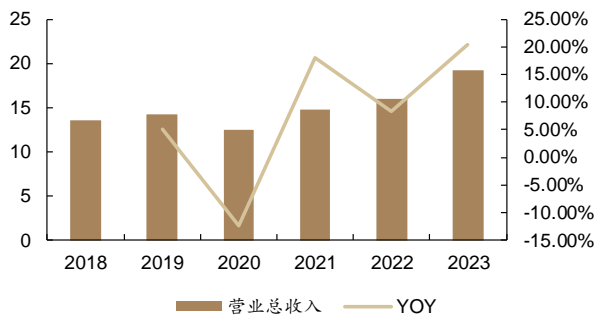


资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

1.4. 财务分析：2020年后业绩稳健增长，盈利能力相对稳定

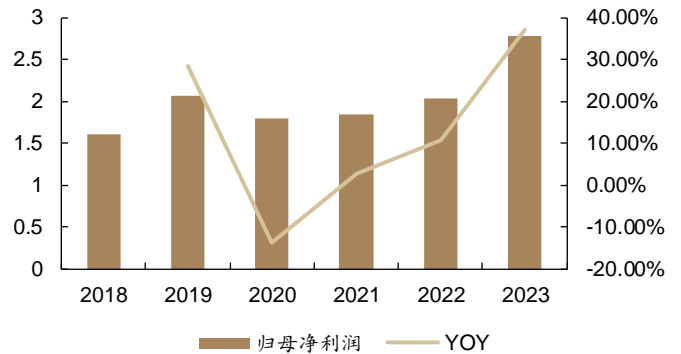
2020年后重回发展快车道，利润增速高于收入。公司2023年实现营业收入19.23亿元，同比增长20.47%，5年CAGR为7.25%，实现稳健增长。归母净利润从2018年的1.61亿元提升至2023年的2.78亿元，5年CAGR为11.54%。其中2020年业绩相较于2018和2019年有所下滑主要系疫情反复影响终端动销和原材料价格波动。

图 12：公司营业收入保持稳健增长 (亿元，%)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

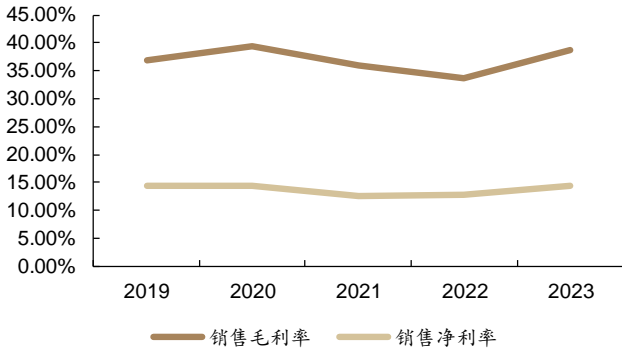
图 13：2019-2023年公司归母净利润 CAGR 为 11.54% (亿元，%)



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

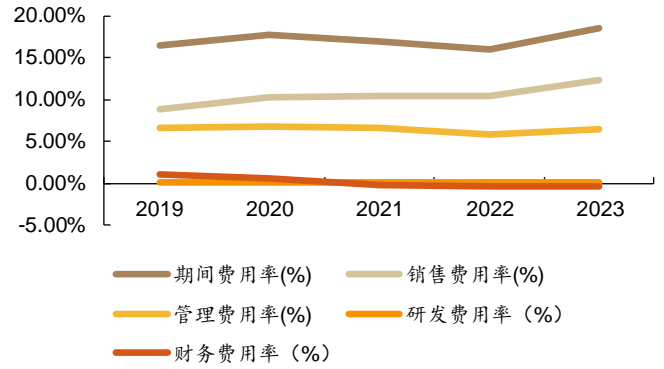
毛利率受原料价格短期扰动，期间费用率相对稳定。公司2021-2023年毛利率分别为36.05%、33.58%和38.75%，虽阶段性受原材料价格波动影响，但长期来看整体均保持在30%以上水平；公司整体费用管控良好，2023年期间费用率为18.61%，同比提升2.64pcts。具体来看，销售/管理/财务/研发费用率分别为12.35%/6.43%/-0.35%/0.18%。综上，公司整体盈利能力保持稳定，净利率长期维持在10%以上水平。

图 14: 2019-2023 年公司毛净利率整体保持平稳 (%)



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

图 15: 2019-2023 年公司整体费用管控良好 (%)



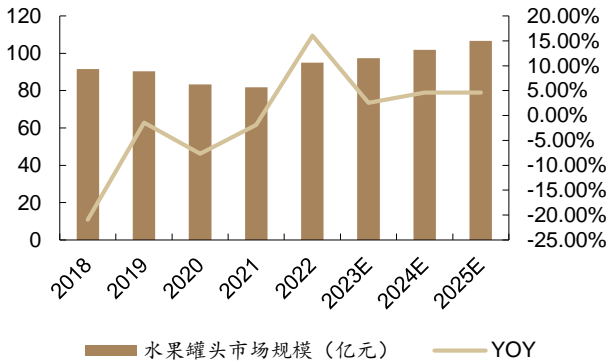
资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

2. 行业分析: 水果罐头稳健增长, 椰子赛道方兴未艾

2.1. 水果罐头: 行业规模稳健增长, 集中度有望提升

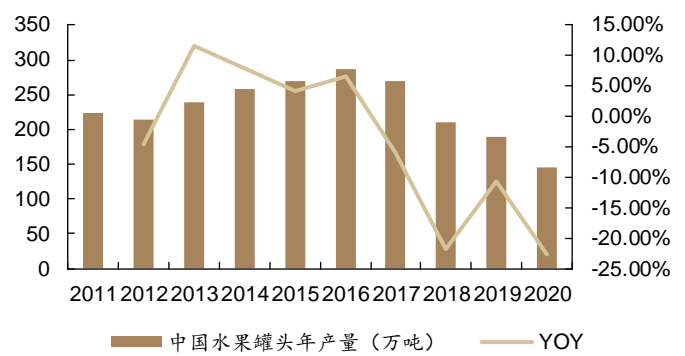
水果罐头市场增速保持稳健, 量减背景下价增成为核心驱动力。根据头豹研究院数据, 2022 年我国水果罐头市场规模为 94.97 亿元, 预计 2025 年将达 106.56 亿元, 2022-2025 年 3 年 CAGR 为 3.91%, 保持稳健增长。同时从量价角度来看, 产量在 2016 年到达峰值后受到消费者观念改变和中美贸易摩擦等因素影响呈现逐年下滑态势, 价格增长成为行业增长核心动力。

图 16: 国内水果罐头市场增速保持稳健 (亿元, %)



资料来源: 《中国水果罐头行业市场规模测算逻辑模型》, 头豹研究院, 德邦研究所

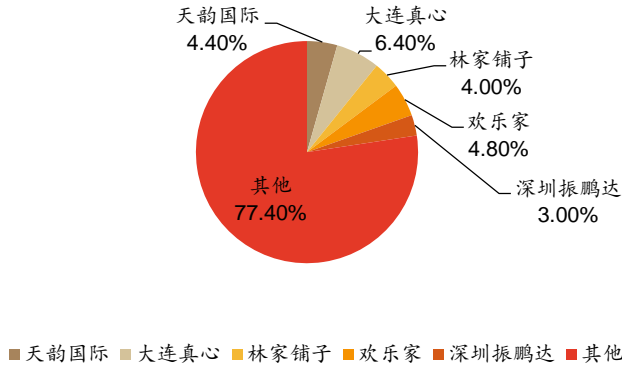
图 17: 中国水果罐头年产量逐年下滑 (万吨, %)



资料来源: 丰岛食品招股说明书, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

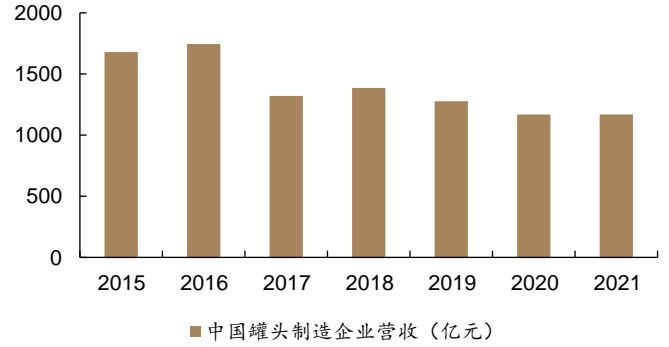
尚未形成龙头企业, 行业集中度有望提升。2022 年国内水果罐头企业销售额 CR5 为 22.6%, 竞争格局较为分散, 目前国内市场主要参与者有欢乐家、林家铺子等。2017-2021 年中国规模以上罐头企业营收不断下降, 不具备竞争力的中小企业逐步出清, 对原料价格波动韧性更强、品牌力更好的头部品牌有望获得更多市场份额。

图 18: 2023 年罐头市场竞争格局较为分散



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 19: 2015-2021 年中国规模以上罐头制造企业营收 (亿元)

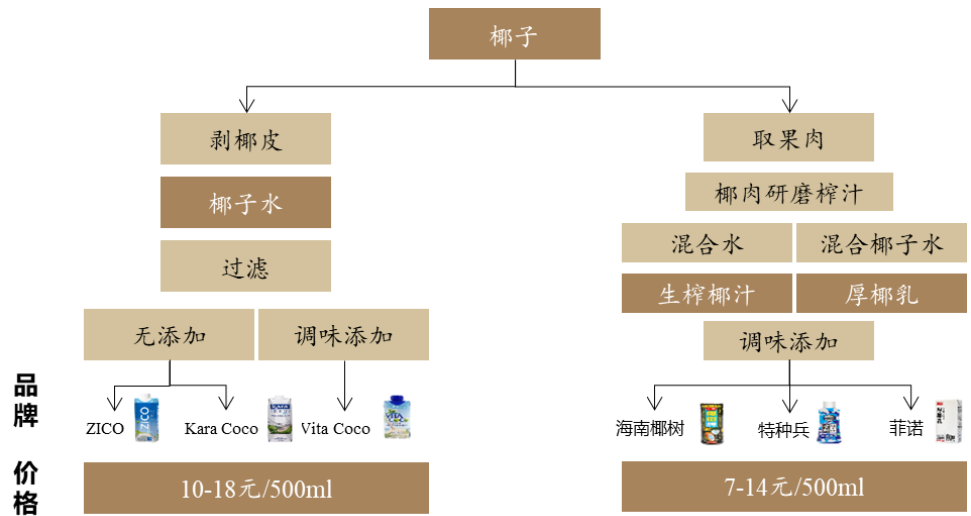


资料来源: 丰岛食品招股说明书, 工信部, 中国罐头工业协会, 《中国罐藏食品》, 德邦研究所

2.2. 椰子饮料: 椰汁行业一超两强, 椰子水未来可期

椰子液体饮主要分为椰汁和椰子水两大类。椰汁是指将椰肉和椰子水混合打碎之后调味所获取的饮料, 而椰子水则是将椰子直接剥皮过滤后的天然液体。椰汁因其丰富的口感和营养价值在市场中占有一席之地, 而椰子水以其天然健康的特性受到消费者的青睐。

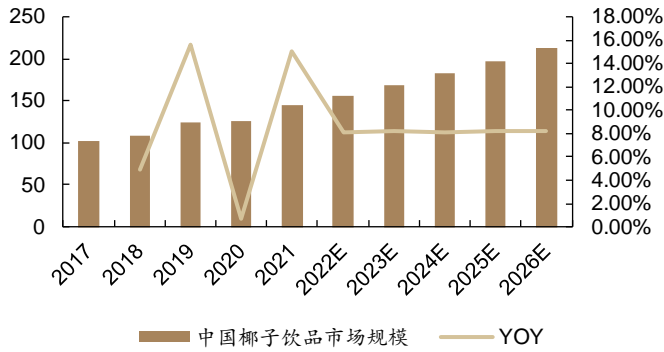
图 20: 椰子液体饮品定义与分类



资料来源: 《2022 年中国椰子液体饮品行业概览》, 头豹研究院, 德邦研究所

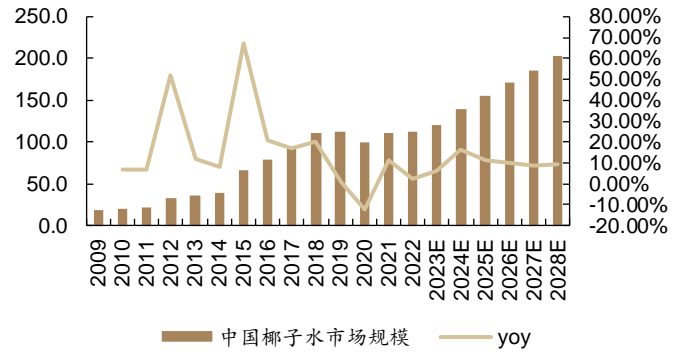
椰饮百亿市场规模, 椰子水未来增长可期。根据头豹研究院预测, 2026 年椰饮市场规模预计将从 2021 年的 144.4 亿元增长至 213.6 亿元。其中椰子水从 2009 年的 0.19 亿美元增长至 2022 年的 1.13 亿美元, 欧睿预计 2028 年将达到 2.03 亿美元, 未来市场潜力巨大。

图 21: 中国椰子液体饮品行业市场规模及预测 (亿元, %)



资料来源:《2022 年中国椰子液体饮品行业概览》, 头豹研究院, 德邦研究所

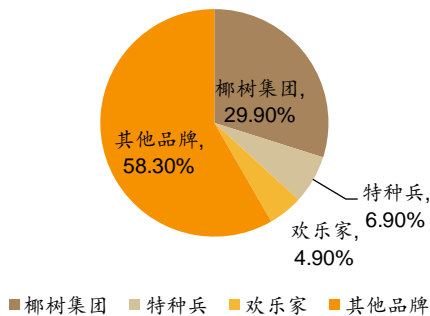
图 22: 2009-2028 年中国椰子水市场规模及 YOY (百万美元, %)



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

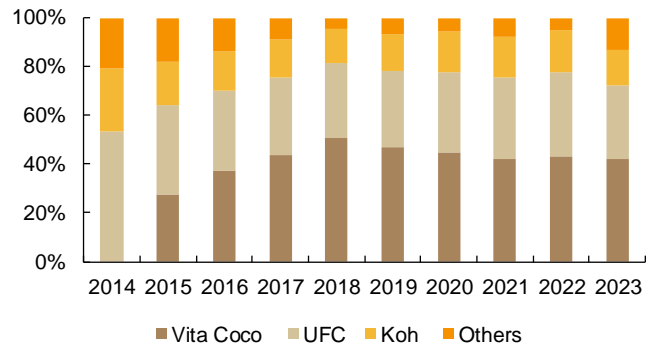
椰汁行业一超两强，椰子水竞争格局尚未稳固。市占率方面，据头豹研究院《2022 年中国椰子液体饮品行业概览》数据，椰汁行业 CR3 为 41.7%，其中以椰树集团作为龙一市占率达到 29.9%，而特种兵（苏萨）和欢乐家分列龙二和龙三。反观椰子水，据 Euromonitor 数据，2023 年椰子水行业 CR3 将近 90%，均为国外进口品牌，但近年来，如可可满分、椰子知道、Cococlean、蔻蔻椰子、椰满满等国产品牌不断涌现，后续国产品牌有望占据更多市场份额。

图 23: 2022 年中国椰汁行业市占率 (%)



资料来源:《2022 年中国椰子液体饮品行业概览》, 头豹研究院, 德邦研究所

图 24: 中国椰子水行业市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

3. 未来发展：罐头切入量贩渠道，椰子多用途拓展

看点一: 业内少有的多品类水果罐头企业，场景休闲化切入量贩渠道迎增长。

受 22 年底新冠疫情影响，黄桃罐头成功实现“出圈”，使得更多消费者了解到水果罐头产品。欢乐家以黄桃、橘子罐头为核心，兼顾雪梨、杨梅、山楂等众多品种，是业内少有南北果多品类水果罐头企业。

图 25: 欢乐家水果罐头覆盖多品类



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

近年来零食量贩门店快速拓张, 成为线下零售重要渠道之一。公司积极面对渠道和需求变化, 将包装规格年轻化。同时公司作为业内领先品牌, 相比于其他中小品牌能够保证全年持续性大规模的水果罐头供应需求, 后续有望凭借量贩零食渠道实现水果罐头的快速放量。

图 26: 零食量贩门店数和市场规模快速增长 (亿元, 家)



资料来源: 灼识咨询, 德邦研究所

表 1: 国内主要罐头生产企业

公司名称	公司介绍	2023 年经营情况
林家铺子	成立于 1996 年, 东北较大的高温杀菌罐装食品制商, 主要产品包括水果系列/鱼罐头系列/肉罐头系列	营业收入 9.02 亿元, 净利润 0.41 亿元, 毛利率 29.44%
凯欣股份	成立于 2007 年, 是一家生产加工并向国内外销售各种水果罐头及果蔬制品的企业, 主要产品和服务为果蔬制品、保鲜果蔬。	营业收入 4.34 亿元, 净利润 0.44 亿元, 毛利率 20.75%
丰岛食品	创建于 1993 年, 国内较大的鲜切花出口商/休闲食品制造商, 以花卉、果蔬为主, 旗下鲜果捞水果罐头颇受消费者青睐	营业收入 7.62 亿元, 净利润 0.45 亿元, 毛利率 15.54%
欢乐家	成立于 2001 年, 国内颇具影响力的综合食品生产企业, 主要从事椰子汁植物蛋白饮料/果汁饮料/乳酸菌饮料/水果罐头的生产和销售, 旗下椰子汁和水果罐头深受广大消费者喜爱	营业收入 19.23 亿元, 净利润 2.78 亿元, 毛利率 38.75%

资料来源: iFind, 丰岛股份招股说明书, 观研天下, 德邦研究所

看点二：椰奶业务差异化拓展，终端网点数增长带动上游出货量增长。

公司椰奶主打 1.25L 的 PET 大包装，侧重餐饮宴席市场的需求，差异化竞争。近些年来公司终端网点数快速拓展，从 2022H1 的 50 万个增长到 2023 年的 70 万个，并计划在 2024 年实现百万终端。终端网点数的增长使得更多消费者能够接触到公司椰奶产品，带动传统椰奶业务的增长。

图 27：欢乐家椰奶产品主打 1.25L PET 包装



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 28：椰树主打 245ml 和 330ml 产品



资料来源：椰树牌椰汁淘宝店，德邦研究所

看点三：咖啡茶饮赛道方兴未艾，公司凭借上游优势尝试拓展 B 端客户。

伴随近些年现制茶饮和咖啡市场的快速增长，厚椰乳作为具有独特口感的类奶产品成为现制饮料中愈发重要的原料之一。咖啡品牌如瑞幸，2021 年推出产品“生椰拿铁”，通过厚椰乳的加入在提供了椰子天然风味的同时也中和了咖啡的苦味，截止到 2023 年 4 月单品销量突破 3 亿杯。

表 2：2022 年代表性椰子相关现制饮品

品牌	产品	相关椰子产品	价格
瑞幸	杨枝甘露	冷萃鲜椰浆	25 元
	生椰拿铁	冷萃鲜椰浆	20 元
	椰青冷萃咖啡	椰子水	20 元
	椰子瑞纳冰	椰浆	25 元
星巴克	燕麦丝绒拿铁	椰浆	38 元

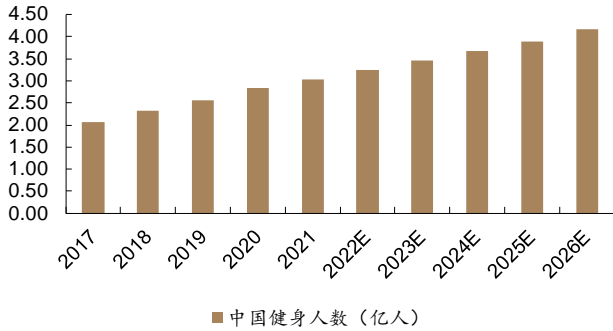
资料来源：《2022 年中国椰子液体饮品行业概览》，头豹研究院，德邦研究所

2023 年 6 月，公司公告拟在越南建立椰子加工项目，向产业链上游布局。通过对上游的拓展，一方面加强公司对上游原材料的掌控能力，另一方面有利于保证公司成本的相对稳定。同时公司凭借 C 端的品牌认可度切入 B 端客户渠道，结合公司成熟的供应链体系，有望在前期获得客户的更多信任。

看点四：椰子水天然富含电解质，推出椰鲨系列主打运动场景。伴随富含椰子元

素的现制饮品不断涌现，椰子水也进入消费者的视野中。椰子水作为一种天然、低热量的饮品，不仅含有天然电解质能够迅速补充人体所需的水分和矿物质，而且不含人工添加剂，非常契合在高强度运动后人体需要迅速补充流失的水分和电解质的需求。因此公司围绕运动场景推出由 NBA 明星奥尼尔代言的椰鲨系列椰子水，主打 NFC(非浓缩还原) 和东南亚优质椰源，市场前景广阔。

图 29：中国健身人数不断增长



资料来源：观研天下，德邦研究所

图 30：欢乐家推出椰鲨系列椰子水



资料来源：欢乐家公众号，德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们预计公司在 2024-2026 年分别实现营收 20.59/22.68/25.25 亿元，同比 +7.1%/+10.1%/+11.3%。分业务来看：

- (1) 椰子汁饮料：考虑到公司传统椰奶业务终端网点数持续拓展，叠加厚椰乳和椰鲨椰子水等新品的渗透，我们预计椰子饮料 2024-2026 整体收入增长分别为 10%/11.5%/12%。
- (2) 罐头产品：在经历过黄桃罐头热销后考虑到行业整体相对成熟，我们认为水果罐头增速将恢复到平稳增长。同时罐头进驻量贩零食有望贡献渠道新增量，因此我们预计罐头产品 2024-2026 年整体收入增长分别为 1%/8%/10%。
- (3) 其他饮料：公司推出电解质水等产品，贴近运动场景进行营销。后续有望通过现有销售渠道实现快速铺货，因此我们预计饮料产品 2024-2026 年整体收入增长分别为 8%/9%/12%。
- (4) 其他业务：考虑到公司整体发展情况，我们预测其他业务将伴随公司整体收入的增长保持稳健增长，因此我们预计其他业务 2024-2026 年整体收入增长分别为 80%/18%/15%。

表 3: 欢乐家盈利预测 (百万元, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
椰子汁饮料	790.63	804.22	1,000.22	1,100.25	1,226.77	1,373.99
yoy		1.7%	24.4%	10.0%	11.5%	12.0%
毛利率	43.19%	42.22%	45.69%	44.71%	44.96%	45.05%
罐头产品	524.72	648.14	757.79	765.37	826.60	909.26
yoy		23.5%	16.9%	1.0%	8.0%	10.0%
毛利率	24.75%	22.30%	29.68%	30.17%	30.49%	30.56%
其他饮料	148.81	131.23	143.00	154.45	168.35	188.55
yoy		-11.8%	9.0%	8.0%	9.0%	12.0%
毛利率	35.53%	31.56%	35.21%	30.42%	30.67%	30.80%
其他业务	8.41	12.36	21.58	38.85	45.85	52.72
yoy		47.0%	74.7%	80.0%	18.0%	15.0%
毛利率	78.96%	84.54%	58.57%	17.14%	17.85%	17.85%
营业总收入	1,472.56	1,595.95	1,922.60	2,058.91	2,267.56	2,524.52
yoy		8.4%	20.5%	7.1%	10.1%	11.3%
毛利率	36.05%	33.58%	38.75%	37.71%	38.08%	38.20%

资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所测算

4.2. 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.55/0.64/0.77 元, 选取饮料行业内的香飘飘、养元饮品、东鹏饮料和承德露露作为可比公司, 24 年行业平均估值为 18.08x, 考虑到椰饮赛道高景气度和公司新品拓展, 给予公司 2024 年 22xPE, 对应目标价 12.1 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值

股票代码	公司简称	市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603711	香飘飘	4464.81	322.00	386.20	458.10	13.87	11.56	9.75
603156	养元饮品	23183.84	1560.31	1702.11	1857.98	14.86	13.62	12.48
605499	东鹏饮料	91962.30	2859.70	3669.71	4599.46	32.16	25.06	19.99
000848	承德露露	7388.93	645.91	736.14	814.28	11.44	10.04	9.07
可比公司平均						18.08	15.07	12.82

资料来源: iFind, 德邦研究所

注: 当前市值为 2024/09/04 收盘价, 香飘飘、养元饮品、东鹏饮料和承德露露采用 iFind 一致预期

5. 风险提示

原材料价格波动: 若鲜果、白砂糖、椰子和包材等原材料价格大幅度上涨, 或将对公司盈利造成冲击。

新品推广不及预期: 公司围绕“椰汁+”战略, 陆续推出厚椰乳、椰鲨椰子水等新产品, 若推出新品动销不达预期, 将影响公司收入增长和利润水平的提升。

食品安全风险: 公司作为食品加工企业, 若发生食品质量问题将会对公司品牌和经营造成不利影响, 从而进一步影响公司品牌信誉并可能面临处罚或赔偿。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.62	0.55	0.64	0.77
每股净资产	3.32	2.72	2.98	3.28
每股经营现金流	0.78	0.76	0.88	1.04
每股股利	0.39	0.33	0.38	0.46
价值评估(倍)				
P/E	22.37	17.78	15.41	12.78
P/B	4.21	3.60	3.30	2.99
P/S	2.28	2.13	1.94	1.74
EV/EBITDA	12.15	9.25	7.95	6.54
股息率%	2.8%	3.4%	3.9%	4.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	38.7%	37.7%	38.1%	38.2%
净利润率	14.5%	12.0%	12.6%	13.6%
净资产收益率	18.8%	20.3%	21.4%	23.4%
资产回报率	12.5%	12.2%	13.0%	14.2%
投资回报率	18.4%	20.2%	21.3%	23.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.5%	7.1%	10.1%	11.3%
EBIT 增长率	35.8%	-9.6%	15.7%	20.4%
净利润增长率	36.9%	-11.3%	15.3%	20.6%
偿债能力指标				
资产负债率	33.4%	39.8%	39.4%	39.3%
流动比率	1.8	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.4	0.9	1.0	1.0
现金比率	1.2	0.7	0.8	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.2	24.7	25.8	25.0
存货周转天数	71.8	72.2	71.8	71.5
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1
固定资产周转率	3.2	3.2	3.3	3.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	278	247	285	344
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	73	79	86	92
非经营收益	-8	9	-3	-3
营运资金变动	7	3	26	32
经营活动现金流	351	338	394	465
资产	-134	-144	-159	-153
投资	18	-0	-0	-0
其他	2	3	3	3
投资活动现金流	-114	-141	-156	-150
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	-0	0	0
其他	-135	-512	-171	-207
融资活动现金流	-135	-512	-171	-207
现金净流量	100	-317	67	108

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 02 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,923	2,059	2,268	2,525
营业成本	1,178	1,282	1,404	1,560
毛利率%	38.7%	37.7%	38.1%	38.2%
营业税金及附加	21	23	25	28
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	237	305	322	328
营业费用率%	12.4%	14.8%	14.2%	13.0%
管理费用	124	130	142	158
管理费用率%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%
研发费用	3	6	6	6
研发费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
EBIT	368	333	385	464
财务费用	-7	0	0	0
财务费用率%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-2	1	1	1
投资收益	2	3	3	3
营业利润	377	333	385	463
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	375	333	385	464
EBITDA	441	413	472	557
所得税	97	86	100	120
有效所得税率%	25.8%	25.8%	26.0%	25.9%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	278	247	285	344

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	895	578	645	753
应收账款及应收票据	123	159	166	184
存货	248	267	293	326
其它流动资产	22	29	30	31
流动资产合计	1,288	1,033	1,133	1,294
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	632	666	701	727
在建工程	36	66	101	133
无形资产	163	164	167	170
非流动资产合计	939	992	1,065	1,125
资产总计	2,227	2,025	2,198	2,419
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	418	438	475	533
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	308	353	376	401
流动负债合计	726	791	850	934
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	18	16	16	16
非流动负债合计	18	16	16	16
负债总计	743	807	866	951
实收资本	448	448	448	448
普通股股东权益	1,483	1,218	1,332	1,469
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,227	2,025	2,198	2,419

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。