



业务结构调整, 旺季反转可期

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年三季报, 前三季度公司实现营收13.4亿元, 同比+2.6%; 归母净利润0.84亿元, 同比-52.3%。单季度来看, Q3公司实现营收4.0亿元, 同比+0.2%; 实现归母净利润0.01亿元。由于费用投放较大和渠道结构变化, 公司业绩短期承压。
- **零食渠道助力水果罐头放量, 椰汁饮料阶段性承压。** 1、分产品看, 24Q3 饮料产品实现营收2.2亿元, 同比-9.5%; 其中椰子汁产品2.0亿元, 同比-8.3%; 其他饮料0.2亿元, 同比-18.8%。受行业竞争加剧以及餐饮渠道疲软的影响, 椰子汁相对承压, 其他饮料同比下滑主要系电解质水和乳酸菌等产品动销减少所致。24Q3 罐头产品实现营收1.4亿元, 同比-4.2%; 其中黄桃罐头0.6亿元, 同比+15.1%; 橘子罐头0.4亿元, 同比+10.2%; 其他罐头0.4亿元, 同比-29.8%。随着零食量贩渠道持续放量, 公司将罐头作为拳头产品率先导入, 为整体黄桃和橘子罐头贡献增量。2、分区域看, 24Q3 公司三大主要销售区域华中、华东、西南地区共实现营收2.56亿元, 同比-2.8%。3、分渠道看, 前三季度经销渠道营收10.9亿元, 同比-12.4%, 占比较去年同比-13.9pp至81.3%, 主要由于公司积极拥抱零食专营连锁等新兴渠道。前三季度零食渠道实现7464.9万元, Q3单季度实现3977.0万元。除黄桃罐头、橘子罐头等水果罐头外, 公司已陆续推进部分饮料产品进入, 饮料产品在该渠道的收入占比环比已有一定幅度提升。
- **产品结构变化叠加零食专营拓展降低毛利, 费投加大拖累盈利。** 1、24Q3 公司毛利率为30.3%, 同比-8.3pp, 毛利率下行主要系产品结构变化、原料销售业务放量以及零食量贩渠道占比提升, 罐头产品、原料业务及零食量贩渠道毛利率相对偏低。2、公司销售/管理/研发/财务费用率分别为18.3%/9.5%/0.2%/0.1%, 同比+3.4/+1.2/+0.1/+0.4pp。公司销售费用率提升较多, 主要系应网点渠道维护建设和产品推广需要, 增加理货员等一线人员和新零售团队人员, 以及加大业务宣传及线上平台推广力度, 但销售费用环比Q2已有所缩减。3、24Q3 公司净利率-11.36pp至0.3%, 主要系毛利率的下滑和费用率的增大制约盈利水平。
- **节日旺季即将来临, 渠道精耕加零食专营顺利推进。** 产品方面, 由于水果罐头、植物蛋白饮料具有一定的礼品属性, 销售具有季节性特征, 后续即将迎来元旦、春节等市场需求较大的传统佳节, 节前两个月到节日期间一般为公司产品的销售旺季。公司为迎接下半年多个重要节日销售旺季提前部署市场开拓工作, 年底动销有望迎来底部反转。渠道方面, 公司持续积极拓展网点渠道, 提升单点卖力, 前期投入将逐步体现成效。Q4 公司将继续围绕下半年重点工作, 做好相关产品堆箱陈列布建, 渠道拓展, 网点维护等工作, 积极抢占春节市场。此外, 公司零食量贩渠道进展顺利, 月销已达千万级, 随着SKU数量增加和渠道持续拓展, 月销有望持续提升, 为公司提供新的业绩支撑。
- **盈利预测。** 预计2024-2026年归母净利润分别为1.7亿元、2.2亿元、2.7亿元, EPS分别为0.39元、0.49元、0.60元。公司深耕椰子汁和水果罐头业务, 在两大业务的细分赛道属于头部品牌, 在全国重点区域市场已形成较强的品牌力。
- **风险提示:** 食品安全风险, 原材料价格波动风险, 渠道开拓不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	19.23	19.82	21.74	23.52
增长率	20.47%	3.10%	9.66%	8.18%
归属母公司净利润(亿元)	2.78	1.73	2.19	2.70
增长率	36.87%	-37.94%	26.63%	23.33%
每股收益EPS(元)	0.62	0.39	0.49	0.60
净资产收益率ROE	18.77%	10.92%	12.58%	13.96%
PE	19	30	24	19
PB	3.54	3.32	3.01	2.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhz@swsc.com.cn

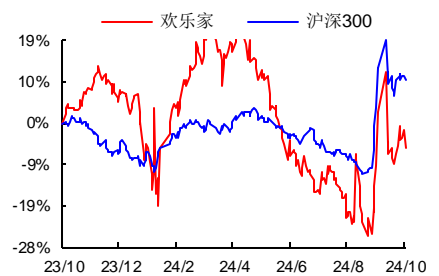
分析师: 杜雨聪

执业证号: S1250524070007

电话: 023-63786049

邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.47
流通A股(亿股)	3.96
52周内股价区间(元)	9.46-15.87
总市值(亿元)	52.45
总资产(亿元)	19.06
每股净资产(元)	2.38

相关研究

1. 欢乐家(300997): 费投加大致利润承压, 期待节日旺季反转 (2024-08-28)
2. 欢乐家(300997): 新兴渠道顺利导入, 新品拓展值得期待 (2024-04-29)
3. 欢乐家(300997): 椰汁饮料增长提速, 渠道精耕红利释放 (2024-03-30)
4. 欢乐家(300997): 椰汁罐头双轮驱动, 渠道精耕释放红利 (2024-02-06)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到椰子汁受益于宴席和礼赠等消费场景恢复，新品椰子水、厚椰乳等贡献增量，同时公司开始筹备厚椰乳 B 端业务有望迎来快速扩张期，预计 24-26 年椰子汁营收增速分别为 8%、12%、10%，毛利率分别为 45%、46%、47%。

假设 2：考虑到公司推出椰鲨电解质能量饮料等系列产品，夏季通过体育营销等方式造势，动销表现良好，后续有望通过公司已有渠道实现快速铺货，预计 24-26 年其他饮料营收增速分别为 5%、8%、6%，毛利率分别为 30%、31%、32%。

假设 3：考虑到水果罐头市场较为成熟，未来将保持平稳增长，预计水果罐头业务 24-26 年营收增速分别为 -5%、6%、5%，毛利率分别为 25%、26%、27%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率（单位：亿元人民币）

分业务情况	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
收入	19.2	19.8	21.7	23.5
yoy	20.5%	3.1%	9.7%	8.2%
成本	11.8	12.7	13.7	14.5
毛利率	38.8%	36.0%	37.2%	38.3%
椰子汁				
收入	10.0	10.8	12.1	13.3
yoy	24.4%	8.0%	12.0%	10.0%
成本	5.4	5.9	6.5	7.1
毛利率	45.7%	45.0%	46.0%	47.0%
其他饮料				
收入	1.4	1.5	1.6	1.7
yoy	9.0%	5.0%	8.0%	6.0%
成本	0.9	1.1	1.1	1.2
毛利率	34.5%	30.0%	31.0%	32.0%
水果罐头				
收入	7.1	6.7	7.1	7.5
yoy	17.5%	-5.0%	6.0%	5.0%
成本	4.9	5.0	5.3	5.5
毛利率	30.5%	25.0%	26.0%	27.0%

数据来源：Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以东鹏饮料、养元饮品、承德露露作为可比公司。公司在 C 端椰子汁方面完善产品矩阵，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。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
605499	东鹏饮料	220.68	20.4	30.6	44.0	49.5	36	38	29	23
603156	养元饮品	20.91	14.7	14.3	15.9	17.8	18	19	17	15
000848	承德露露	8.83	6.4	6.4	7.3	8.1	13	15	13	11
平均值							22	24	20	16
300997	欢乐家	11.72	2.8	1.7	2.2	2.7	19	30	24	19

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19.23	19.82	21.74	23.52	净利润	2.78	1.73	2.19	2.70
营业成本	11.78	12.69	13.66	14.51	折旧与摊销	0.71	0.84	0.99	1.22
营业税金及附加	0.21	0.22	0.24	0.26	财务费用	-0.07	0.03	0.11	0.17
销售费用	2.37	3.17	3.37	3.53	资产减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.24	1.39	1.41	1.41	经营营运资本变动	0.83	-1.19	0.16	0.15
财务费用	-0.07	0.03	0.11	0.17	其他	-0.73	0.08	0.00	0.02
资产减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3.51	1.49	3.45	4.25
投资收益	0.02	0.02	0.02	0.02	资本支出	-0.62	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.51	-0.11	-0.13	-0.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1.14	-4.11	-4.13	-4.13
营业利润	3.77	2.35	2.97	3.66	短期借款	0.00	2.36	2.14	1.50
其他非经营损益	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3.75	2.33	2.96	3.65	股权融资	-0.32	0.00	0.00	0.00
所得税	0.97	0.61	0.77	0.95	支付股利	-0.76	-0.97	-0.60	-0.77
净利润	2.78	1.73	2.19	2.70	其他	-0.28	0.22	-0.09	-0.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1.35	1.60	1.45	0.59
归属母公司股东净利润	2.78	1.73	2.19	2.70	现金流量净额	1.00	-1.02	0.77	0.71
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8.95	7.93	8.70	9.41	成长能力				
应收和预付款项	1.36	1.71	1.76	1.90	销售收入增长率	20.47%	3.10%	9.66%	8.18%
存货	2.48	2.64	2.86	3.04	营业利润增长率	34.94%	-37.55%	26.44%	23.16%
其他流动资产	0.09	0.10	0.11	0.12	净利润增长率	36.87%	-37.94%	26.63%	23.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	29.08%	-26.95%	26.48%	23.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6.68	9.90	12.97	15.81	毛利率	38.75%	35.99%	37.18%	38.31%
无形资产和开发支出	1.63	1.57	1.51	1.45	三费率	18.43%	23.13%	22.49%	21.72%
其他非流动资产	1.08	1.20	1.35	1.50	净利率	14.48%	8.72%	10.06%	11.47%
资产总计	22.27	25.06	29.26	33.23	ROE	18.77%	10.92%	12.58%	13.96%
短期借款	0.00	2.36	4.50	6.00	ROA	12.50%	6.89%	7.48%	8.12%
应付和预收款项	5.22	5.48	5.86	6.29	ROIC	23.02%	11.92%	12.13%	12.76%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.94%	16.25%	18.75%	21.47%
其他负债	2.21	1.40	1.50	1.61	营运能力				
负债合计	7.43	9.24	11.86	13.90	总资产周转率	0.91	0.84	0.80	0.75
股本	4.48	4.48	4.48	4.48	固定资产周转率	3.20	3.01	2.79	2.40
资本公积	3.13	3.13	3.13	3.13	应收账款周转率	11.63	10.78	10.45	10.69
留存收益	7.72	8.48	10.06	11.99	存货周转率	4.93	4.89	4.90	4.86
归属母公司股东权益	14.83	15.81	17.40	19.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.19%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	14.83	15.81	17.40	19.33	资产负债率	33.38%	36.89%	40.54%	41.84%
负债和股东权益合计	22.27	25.06	29.26	33.23	带息债务/总负债	0.00%	25.52%	37.92%	43.12%
					流动比率	1.77	1.37	1.15	1.06
					速动比率	1.43	1.08	0.91	0.84
					股利支付率	27.19%	56.40%	27.64%	28.38%
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	4.41	3.22	4.07	5.05	每股收益	0.62	0.39	0.49	0.60
PE	18.84	30.36	23.97	19.44	每股净资产	3.32	3.53	3.89	4.32
PB	3.54	3.32	3.01	2.71	每股经营现金	0.78	0.33	0.77	0.95
PS	2.73	2.65	2.41	2.23	每股股利	0.17	0.22	0.14	0.17
EV/EBITDA	9.62	14.18	11.51	9.42					
股息率	1.44%	1.86%	1.15%	1.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
