

2025 年 03 月 31 日

证券研究报告·2024 年报点评

欢乐家 (300997) 食品饮料

当前价: 14.34 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

渠道开拓持续进行，期待 25 年新篇章

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报，实现营业收入 18.6 亿元，同比-3.5%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比-47.1%。单季度来看，24Q4 实现营收 5.2 亿元，同比-16.5%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比-38.0%。24 年公司年度分红为每 10 股派发现金红利 3 元（含税），分红比例达 85.13%。
- **主要产品业绩承压，积极拥抱新零售渠道。** 1、分产品看，24 年饮料产品实现营收 11.1 亿元，同比-3.3%；其中椰子汁饮料 9.6 亿元，同比-3.7%；其他饮料 1.4 亿元，同比-0.8%。受行业竞争加剧以及餐饮渠道疲软影响，椰子汁相对承压，规格方面 1.25LPET 瓶装和 245ml 蓝彩铁罐装占比达到椰子汁产品的 70.1%。24 年罐头产品实现营收 6.6 亿元，同比-12.3%；其中水果罐头实现营收 6.3 亿元，同比-11.5%；其他罐头 0.4 亿元，同比-23.0%。受去年同期基数较高影响下半年罐头增速有所放缓，前两大单品橘子罐头和黄桃罐头分别实现营收 6.0/2.8/3.4/1.8/1.4/0.4 亿元，分别同比-10.7%/+20.4%/-5.3%/-18.7%/-22.5%/+67.2%。得益于华南地区经销商的积极开拓，华南市场取得重点突破，同时华东区域表现亮眼。3、分渠道看，经销/直营及其他/代销模式分别实现营收 15.1/1.9/0.8 亿元，分别同比-16.9%/+412.5%/+59.2%。公司 24 年在零食专营渠道实现收入 1.2 亿元，预计 25 年将继续积极开拓中腰部零食专营系统，为公司提供增长动能。
- **产品结构变化叠加零食专营拓展降低毛利，费投加大致净利承压。** 1、24 年公司毛利率为 34.0%，同比-4.8pp，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 15.8%/7.3%/0.3%/0.2%，分别同比+3.4/+0.9/+0.1/+0.5pp。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。3、公司净利率为 8.0%，同比-6.5pp，主要系毛利率下滑和费用率增大制约盈利水平。
- **产品研发思路清晰，渠道精耕加零食专营顺利推进。** 产品方面，公司将围绕椰子水产品研发新品类，拓宽价格带，满足不同消费者需求。以便携、休闲化和配料多元化为思路推出不同配料的水果罐头，丰富包装规格，推出果杯等多样化产品包装。渠道方面，公司积极拓展网点渠道，提升单点卖力，通过信息化手段监控网点的布局和开拓，重点加大餐饮渠道开发力度，做好产品堆箱陈列布建，前期投入将逐步体现成效。零食量贩渠道月销已达千万级，随着 SKU 导入数和系统入驻数增加，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 2025-2027 年归母净利润分别为 1.7 亿元、1.8 亿元、2.0 亿元，EPS 分别为 0.37 元、0.41 元、0.45 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:** 食品安全问题，原材料价格波动风险，渠道开拓不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	18.55	20.50	22.32	23.75
增长率	-3.53%	10.53%	8.86%	6.43%
归属母公司净利润 (亿元)	1.47	1.66	1.83	1.99
增长率	-47.06%	12.60%	10.20%	8.92%
每股收益 EPS (元)	0.33	0.37	0.41	0.45
净资产收益率 ROE	13.00%	13.03%	13.07%	12.99%
PE	44	39	35	32
PB	5.66	5.04	4.59	4.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@swsc.com.cn

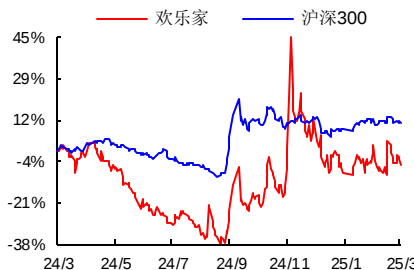
分析师: 杜雨聪

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)	4.48
流通 A 股(亿股)	3.86
52 周内股价区间(元)	9.46-22.09
总市值(亿元)	62.73
总资产(亿元)	20.55
每股净资产(元)	2.53

相关研究

- 欢乐家 (300997): 业务结构调整，旺季反转可期 (2024-11-01)
- 欢乐家 (300997): 费投加大致利润承压，期待节日旺季反转 (2024-08-28)
- 欢乐家 (300997): 新兴渠道顺利导入，新品拓展值得期待 (2024-04-29)

盈利预测

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 25-27 年椰子汁营收增速分别为 10%、8%、5%，毛利率分别为 41%、41.5%、42%。

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 25-27 年其他饮料营收增速分别为 5%、3%、1%，毛利率分别为 33%、33.5%、34%。

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 25-27 年营收增速分别为 10%、8%、5%，毛利率分别为 30%、30.5%、31%。

假设 4：考虑到公司持续进行产品研发和迭代工作，推出八宝粥罐头等更多产品，预计其他罐头 25-27 年营收增速分别为 10%、10%、10%，毛利率分别为 15%、15%、15%。

假设 5：考虑到公司已初步形成多渠道的原料供应体系，开拓原料销售等业务，预计其他业务 25-27 年营收增速分别为 30%、30%、30%，毛利率分别为 35%、35%、35%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率（单位：人民币）

分业务情况（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
收入	1,854.7	2,050.0	2,231.5	2,374.9
yoy	-3.5%	10.5%	8.9%	6.4%
成本	1,224.1	1,314.7	1,421.0	1,502.5
毛利率	34.0%	35.9%	36.3%	36.7%
椰子汁				
收入	963.6	1060.0	1144.8	1202.0
yoy	-3.7%	10.0%	8.0%	5.0%
成本	576.4	625.4	669.7	697.2
毛利率	40.2%	41.0%	41.5%	42.0%
其他饮料				
收入	141.8	148.9	153.4	154.9
yoy	-0.8%	5.0%	3.0%	1.0%
成本	96.3	99.8	102.0	102.2
毛利率	32.1%	33.0%	33.5%	34.0%
水果罐头				
收入	627.0	689.7	744.9	782.1
yoy	-11.5%	10.0%	8.0%	5.0%
成本	445.8	482.8	517.7	539.7
毛利率	28.9%	30.0%	30.5%	31.0%
其他罐头				

分业务情况（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	37.9	41.7	45.9	50.4
Yoy	-23.0%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	31.0	35.4	39.0	42.9
毛利率	18.1%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务				
收入	84.4	109.7	142.6	185.4
yoy	290.7%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	74.6	71.3	92.7	120.5
毛利率	11.7%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18.55	20.50	22.32	23.75	净利润	1.47	1.66	1.83	1.99
营业成本	12.24	13.15	14.21	15.03	折旧与摊销	0.95	0.92	1.07	1.29
营业税金及附加	0.19	0.21	0.22	0.24	财务费用	0.03	0.15	0.26	0.34
销售费用	2.93	3.32	3.70	4.04	资产减值损失	-0.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.36	1.44	1.45	1.42	经营营运资本变动	-0.92	-0.58	0.11	0.05
财务费用	0.03	0.15	0.26	0.34	其他	-0.84	0.18	-0.05	-0.03
资产减值损失	-0.09	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	0.60	2.33	3.22	3.63
投资收益	0.01	0.02	0.02	0.02	资本支出	-0.21	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.91	-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	-1.11	-4.11	-4.13	-4.13
营业利润	1.99	2.26	2.49	2.71	短期借款	2.14	3.80	2.46	2.02
其他非经营损益	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	长期借款	0.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.97	2.24	2.47	2.69	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.50	0.58	0.64	0.70	支付股利	-1.45	-0.52	-0.58	-0.64
净利润	1.47	1.66	1.83	1.99	其他	-3.57	0.12	-0.24	-0.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-2.55	3.40	1.64	1.07
归属母公司股东净利润	1.47	1.66	1.83	1.99	现金流量净额	-3.07	1.63	0.73	0.57
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6.57	8.20	8.93	9.50	成长能力				
应收和预付款项	1.71	1.80	1.97	2.09	销售收入增长率	-3.53%	10.53%	8.86%	6.43%
存货	2.52	2.74	2.96	3.13	营业利润增长率	-47.15%	13.57%	10.09%	8.88%
其他流动资产	0.25	0.18	0.22	0.24	净利润增长率	-47.06%	12.60%	10.20%	8.92%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-32.57%	12.05%	14.43%	13.58%
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	6.77	9.93	12.94	15.73	毛利率	34.00%	35.87%	36.32%	36.74%
无形资产和开发支出	1.59	1.53	1.47	1.41	三费率	23.29%	23.94%	24.26%	24.41%
其他非流动资产	1.13	1.24	1.38	1.51	净利率	7.95%	8.10%	8.20%	8.39%
资产总计	20.55	25.63	29.87	33.62	ROE	13.00%	13.03%	13.07%	12.99%
短期借款	2.14	5.94	8.39	10.42	ROA	7.17%	6.47%	6.12%	5.93%
应付和预收款项	4.68	5.30	5.73	6.01	ROIC	11.52%	11.29%	10.31%	9.75%
长期借款	0.33	0.33	0.33	0.33	EBITDA/销售收入	16.03%	16.25%	17.09%	18.24%
其他负债	2.06	1.32	1.43	1.52	营运能力				
负债合计	9.21	12.89	15.88	18.28	总资产周转率	0.87	0.89	0.80	0.75
股本	4.48	4.48	4.48	4.48	固定资产周转率	2.86	3.00	2.82	2.42
资本公积	3.13	3.13	3.13	3.13	应收账款周转率	12.79	14.11	13.30	13.45
留存收益	7.75	8.89	10.14	11.49	存货周转率	4.81	4.90	4.90	4.86
归属母公司股东权益	11.34	12.74	13.99	15.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.53%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	11.34	12.74	13.99	15.34	资产负债率	44.81%	50.30%	53.17%	54.37%
负债和股东权益合计	20.55	25.63	29.87	33.62	带息债务/总负债	26.86%	48.62%	54.92%	58.79%
					流动比率	1.26	1.04	0.92	0.84
					速动比率	0.98	0.82	0.72	0.67
					股利支付率	98.49%	31.08%	31.76%	32.13%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	2.97	3.33	3.81	4.33	每股收益	0.33	0.37	0.41	0.45
PE	43.54	38.67	35.09	32.21	每股净资产	2.53	2.85	3.13	3.43
PB	5.66	5.04	4.59	4.18	每股经营现金	0.13	0.52	0.72	0.81
PS	3.46	3.13	2.88	2.70	每股股利	0.32	0.12	0.13	0.14
EV/EBITDA	19.87	18.34	16.45	14.78					
股息率	2.26%	0.80%	0.91%	1.00%					

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。

西南证券研究院

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	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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	资深销售经理	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
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn