

欢乐家 (300997)

供应链稳步进阶，产品渠道多元并进

增持 (首次)

2025年06月16日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 1,923 | 1,855 | 1,863 | 1,974 | 2,144 |
| 同比 (%) | 20.47 | (3.53) | 0.42 | 5.99 | 8.61 |
| 归母净利润 (百万元) | 278.39 | 147.38 | 151.35 | 167.05 | 186.17 |
| 同比 (%) | 36.85 | (47.06) | 2.69 | 10.37 | 11.45 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.64 | 0.34 | 0.35 | 0.38 | 0.43 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 25.99 | 49.10 | 47.81 | 43.32 | 38.87 |

股价走势



投资要点

■ **引言:** 欢乐家以水果罐头起家, 2014年进军椰子汁领域, 目前椰子汁饮料收入占比过半, 24年受原料成本波动拖累业绩短期承压, 但Q4环比改善、新品迭代(减糖罐头、椰子水衍生品)已释放经营积极信号, 我们认为: 公司行业层面受益于水果罐头集中度提升与椰饮扩容红利, 且业务延展过程中竞争优势依旧, 新总裁上任后经营思路良性调整——产品端锚定渠道需求定制研发(如减糖罐头)、渠道端强化区域网点质量、费用端收缩低效促销转向品牌心智建设, 期待后续调整成效逐步显现。

■ **水果罐头:** 行业规模趋稳, 集中度仍低。1) 行业: 水果罐头市场规模从2017年的115.7亿元降至2021年的81.8亿元, 受益于居家囤货需求, 2022年市场规模增长至94.97亿元, 预计未来五年个位数增长。2) 竞争格局: 2024年行业CR5仅22.2%, 头部企业掌握先进工艺, 规模优势明显, 且经过多年深耕细作建立起覆盖面广、渗透力强的销售网络, 未来在创新推动、品质取胜竞争趋势下, 有望进一步获取市场份额。

■ **椰饮:** 市场规模广阔, 龙头差异化竞争。1) 椰子水: 2024年市场规模近90亿元, 未来以20%+速度稳步增长, 目前海外品牌占据主要市场, 其中Vita Coco市占率约40%, 伴随海南椰子产业链逐渐完善, 中国本土品牌存在国产替代机会。2) 椰子汁: 预计2024年市场规模超过200亿元, 未来两年以15%+增长, 目前行业集中度较高, 2022年CR3在40%+, 椰树集团市占约为30%。3) 厚椰乳: 2021年以来以瑞幸生椰拿铁为代表的椰子类现饮制品的迅速走红引爆椰浆加工市场, 预计2024年市场规模接近80亿元, 菲诺于2021年推出厚椰乳占据先发优势, 目前市占率接近30%, 未来伴随BC两侧发力, 有望逐步渗透餐饮等渠道。

■ **经营战略:** 持续巩固基本盘, 第二曲线培育新动能。1) 产品布局: 2024年水果罐头/椰子汁收入占比约34%、52%, 25年针对水果罐头加快健康化、性价比、轻量化/休闲化产品研发, 椰子+系列精耕传统渠道, 聚焦100%椰子水的同时开发周边衍生产品。2) 渠道建设: 公司采取“扁平化”和“下沉式”渠道管理模式, 24年开始更侧重网点质量建设、推进区域渠道精耕, 同时积极与头部专营门店建立合作, 零食量贩渠道全年规模突破1亿元, 期待公司未来在传统渠道基础上, 加快多元化渠道覆盖, 带来增量补充。3) 供应链管理: 公司构建“国内四大水果主产区+东南亚谋划建厂”的垂直整合网络, 依托订单农业与就近建厂模式, 对冲原料价格波动; 叠加自动化产线升级与冷链物流体系, 实现从原料采购到终端配送的闭环。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计2025~2027年营收为18.6、19.7、21.4亿元, 同比+0.4%、6%、8.6%, 归母净利润为1.5、1.7、1.9亿元, 分别同比+2.7%、10.4%、11.4%, 当前市值对应PE为48、43、39倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

■ **风险提示:** 原材料波动风险、业务拓展不及预期、食安问题。

市场数据

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元) | 16.54 |
| 一年最低/最高价 | 9.25/22.12 |
| 市净率(倍) | 6.20 |
| 流通A股市值(百万元) | 6,384.56 |
| 总市值(百万元) | 7,235.81 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 2.67 |
| 资产负债率(% ,LF) | 40.98 |
| 总股本(百万股) | 437.47 |
| 流通A股(百万股) | 386.01 |

相关研究

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 引言 | 5 |
| 2. 公司概况：从罐头龙头迈向椰饮新势力 | 6 |
| 2.1. 水果罐头起家，双轮驱动格局成型 | 6 |
| 2.2. 股权结构稳定，管理团队年轻化 | 7 |
| 2.3. 收入平稳，盈利阶段性承压 | 9 |
| 3. 水果罐头行业：增长趋缓，集中度仍低 | 13 |
| 3.1. 行业概况：营养与便利兼具，发展已趋成熟 | 13 |
| 3.2. 竞争格局：行业集中度低，头部市占仍有向上空间 | 15 |
| 3.3. 结构性增长出众，差异化是突围关键 | 17 |
| 4. 椰子饮料：市场空间广阔，龙头差异化竞争 | 19 |
| 4.1. 行业概况：乘健康饮食风口，市场规模逐年攀升 | 19 |
| 4.1.1. 椰子水：体量小增速快，本土企业仍存突围机会 | 19 |
| 4.1.2. 椰子汁：规模稳步提升，“一超两强”竞争格局明显 | 20 |
| 4.1.3. 厚椰乳：B端需求逐步释放，菲诺先发占据龙头 | 21 |
| 4.2. 健康需求+场景革命，BC双端推动市场扩容 | 23 |
| 5. 经营战略：持续巩固基本盘，第二曲线培育新动能 | 25 |
| 5.1. 产品布局：多品类&差异化，性价比优势突显 | 25 |
| 5.2. 品牌塑造：线上线下融合发力，推进年轻化、场景化建设 | 27 |
| 5.3. 渠道建设：质量为先，多元化、精细化并行 | 28 |
| 5.4. 供应链管理：向上延伸，全产业链垂直整合 | 31 |
| 6. 盈利预测与投资评级 | 33 |
| 7. 风险提示 | 34 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 发展历程图..... | 7 |
| 图 2: 股权结构图..... | 7 |
| 图 3: 现金红利和未分配利润..... | 8 |
| 图 4: 经营活动现金流净额与 CAPEX..... | 8 |
| 图 5: 公司历年现金分红比例..... | 8 |
| 图 6: 营收及 yoy..... | 10 |
| 图 7: 归母净利润及 yoy..... | 10 |
| 图 8: 椰子汁饮料量价同比增速..... | 10 |
| 图 9: 水果罐头量价同比增速..... | 10 |
| 图 10: 分产品营收情况..... | 10 |
| 图 11: 分产品营收 yoy..... | 10 |
| 图 12: 分产品收入占比..... | 11 |
| 图 13: 2024 年公司产品收入占比..... | 11 |
| 图 14: 分区域营收情况..... | 11 |
| 图 15: 分区域营收 yoy..... | 11 |
| 图 16: 区域结构拆分..... | 11 |
| 图 17: 分渠道营收情况..... | 11 |
| 图 18: 分渠道营收 yoy..... | 12 |
| 图 19: 营业收入分渠道拆分..... | 12 |
| 图 20: 毛利率与净利率..... | 12 |
| 图 21: 销售人员数量 (人)..... | 12 |
| 图 22: 公司期间费用率情况..... | 13 |
| 图 23: 水果罐头产业链及应用场景..... | 13 |
| 图 24: 2017-2026 年中国水果罐头市场规模及增速..... | 14 |
| 图 25: 2017-2026 年中国水果罐头量价增速拆分..... | 14 |
| 图 26: 2017-2026 年中国水果罐头出口量统计..... | 14 |
| 图 27: 2024 年中国水果罐头分类别出口情况..... | 14 |
| 图 28: 中国水果罐头行业主要参与者分类..... | 16 |
| 图 29: 2024 年中国果蔬加工行业竞争格局..... | 16 |
| 图 30: 2017-2024 年中国果蔬加工行业市场格局变化..... | 16 |
| 图 31: 2017-2024 年中国果蔬加工行业 CR3、CR5 变化..... | 16 |
| 图 32: 2017-2026 年中国水果罐头内销量及增速..... | 17 |
| 图 33: 2017-2026 年中国水果罐头内销单价及增速..... | 17 |
| 图 34: 椰子液体饮品细分品类及特点..... | 19 |
| 图 35: 2017-2026 年中国椰子水加工市场规模及增速..... | 20 |
| 图 36: 2022 年椰子水品牌市占率..... | 20 |
| 图 37: 2017-2026 年中国椰子汁市场规模及增速..... | 20 |
| 图 38: 2022 年椰汁品牌市占率..... | 20 |
| 图 39: 工业椰浆加工市场规模..... | 21 |
| 图 40: 2022 年工业椰浆品牌市占率..... | 21 |
| 图 41: 2022 年菲诺厚椰乳流向分布..... | 21 |
| 图 42: 菲诺主要 B 端客户及供应量..... | 21 |

| | | |
|-------|--|----|
| 图 43: | 2019-2029 年中国椰子及其他植物水销量及预测 | 23 |
| 图 44: | 2017-2023 年海南省椰子产量及增速 | 23 |
| 图 45: | 2022-2025 年中国椰子及其他植物水定价情况 (以初始日期为基期, 反映波动) | 23 |
| 图 46: | 2022 年包装椰子水、椰奶产品销售渠道 | 24 |
| 图 47: | 2022 年椰饮产品营销渠道 | 24 |
| 图 48: | 2016 年中国乳糖不耐受人群占比情况 | 24 |
| 图 49: | 椰饮后续发展可拓展人群 | 24 |
| 图 50: | 2020~2024 年水果罐头量价同比增速 | 25 |
| 图 51: | 2020~2024 年椰子饮料量价同比增速 | 25 |
| 图 52: | 2025 年欢乐家与竞品罐头类产品价格对比 | 27 |
| 图 53: | 2025 年欢乐家与竞品椰汁类产品价格对比 | 27 |
| 图 54: | 公司早期罐头产品代言人释小龙 | 28 |
| 图 55: | 公司椰汁产品代言人杨幂 | 28 |
| 图 56: | 公司赞助 2024 年湛江马拉松比赛 | 28 |
| 图 57: | 公司渠道模式 | 29 |
| 图 58: | 单商收入及 yoy | 30 |
| 图 59: | 经销商数量及同比变化 (家, %) | 30 |
| 图 60: | 近年零食量贩门店数量变化 | 30 |
| 图 61: | 中国零食集合店行业市场规模 | 30 |
| 图 62: | 椰子汁饮料成本拆分 | 31 |
| 图 63: | 水果罐头成本拆分 | 31 |
| 图 64: | 生产过程自动化图片 | 32 |
| 图 65: | 公司信息化管理系统示意图 | 32 |
| 表 1: | 主要管理层情况 | 9 |
| 表 2: | 欢乐家与其他企业水果罐头产品对比 (以黄桃罐头为例) | 15 |
| 表 3: | 欢乐家与其他企业椰子液体饮品类产品对比 | 22 |
| 表 4: | 公司产品矩阵梳理 | 26 |
| 表 5: | 欢乐家公司盈利预测 (百万元) | 33 |

1. 引言

欢乐家以水果罐头起家，水果罐头连续 8 年全国销冠（市占率第一），2014 年开始进军椰子汁领域，目前椰子汁饮料收入占比已超 50%，2024 年受原料成本波动、费用上行拖累业绩短期承压，但 Q4 环比改善、新品迭代（减糖罐头、椰子水衍生品）已释放经营积极信号，我们认为：

- 1) 行业层面：尽管水果罐头行业增速趋缓，但 CR3 不足 30% 的分散格局为龙头整合提供契机：头部企业通过减糖化升级（如欢乐家低糖黄桃罐头）、渠道下沉渗透挖掘新场景增量；而椰饮在健康消费浪潮下正迎来结构性机会，公司罐头椰饮双轮驱动，有望同时受益于传统品类集中度提升与新品类扩容红利。
- 2) 回到公司：凭借供应链深度布局（国内四大水果产区+东南亚谋划建厂）与渠道多元化扩张（零食专营系统加速渗透），已构建起核心竞争优势。新总裁上任后亲自操盘品牌、数字化与研发部门，推动经营思路良性调整——产品端锚定渠道需求定制研发（如减糖罐头）、渠道端强化区域网点质量、费用端收缩低效促销转向品牌心智建设，期待调整成效逐步释放，后续重点关注供应链降本成效、新品放量节奏、渠道精耕成效及新渠道开拓进度。

2. 公司概况：从罐头龙头迈向椰饮新势力

2.1. 水果罐头起家，双轮驱动格局成型

欢乐家成立于 2001 年，主要从事植物蛋白饮料、水果罐头、果汁饮料、乳酸菌饮料等食品饮料产品的研发、生产和销售，其核心产品欢乐家水果罐头（尤以橘子罐头和黄桃罐头为代表）及欢乐家椰子汁拥有较高的市场知名度：2021-2023 年植物蛋白饮料椰子汁产品的产销量和市场占有率均在全国同类产品中排名前五名，2016 至 2023 年水果罐头累计 8 年全国销售额第一。

我们将公司发展大致分为 3 个阶段：

1) 初创时期（2001-2013 年）：深耕罐头品类，逐步建立区域品牌基础

2001 年在广东湛江成立，前身湛江市湛兴旺食品有限公司，主营罐头和饮料生产，后更名为湛江市欢乐家食品有限公司，逐步聚焦水果罐头领域，依托湛江水果资源优势，逐步建立区域性品牌基础。

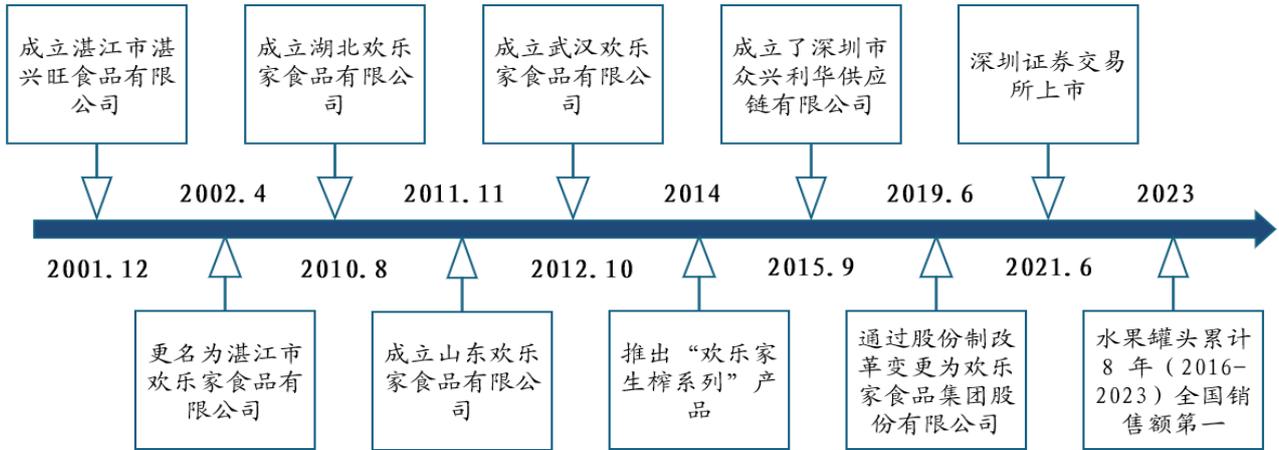
2) 拓展时期（2014-2019 年）：“椰汁+水果罐头”双核心发展战略初成型

依靠总部位居岭南的区域优势，2014 年公司推出“欢乐家生榨系列”产品，布局植物蛋白饮料市场，其中椰子汁上市后，迅速成为公司支柱产品，此后公司逐步推出果汁饮料、乳酸菌饮料等饮料产品丰富产品线，实现双轮驱动发展，2017-2019 年公司水果罐头连续三年稳居国内市场销售量和销售额前三，并在技术研发取得突破（如橘子自动剥皮、黄桃劈桃挖核技术），2018 年公司完成股份制改造，更名为“欢乐家食品集团股份有限公司。”

3) 多元化期（2021-至今）：差异化产品矩阵、多元化渠道拓展，全国化版图徐徐展开

2021 年 6 月公司在深交所挂牌上市，成功登陆创业板，募资 4.45 亿元，用于产能扩建（年产 13.65 万吨饮料罐头项目）及智慧新零售网络建设。上市以来，公司持续夯实发展根基，向上布局原料端保证稳定供应和质量把控，加速产业链延伸，向下推动多元化渠道拓展，积极布局零食量贩渠道，截至 2024 年公司经销商数量达 2236 家，对比 23 年末增长 79 家，销售区域已覆盖除香港、澳门和台湾外的全国 31 个省、市、自治区，2021~2023 年植物蛋白饮料椰子汁产品的产销量和市场占有率均在全国同类产品中排名前五，2024 年营收同比小幅下滑 4%至 18.55 亿元，其中水果罐头/椰子汁收入占比分别约 34%、52%。

图1: 发展历程图

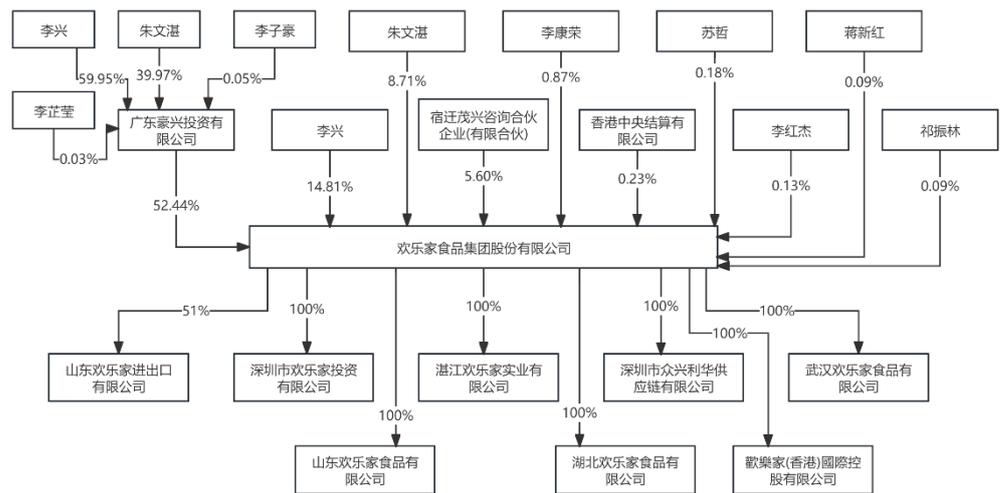


数据来源: 招股书、年报、新浪财经报道、东吴证券研究所

2.2. 股权结构稳定，管理团队年轻化

董事长与妻子合计持股超过 70%，股权结构稳定且集中。公司实际控制人为李兴和朱文湛，二人为夫妻关系，合计直接持股超过 20%。在广东豪兴投资有限公司中，李兴和朱文湛分别持股占比 59.95%和 39.97%。创始人绝对控股并长期稳定持有股份，有助于确保战略规划的一致性和长远发展。

图2: 股权结构图

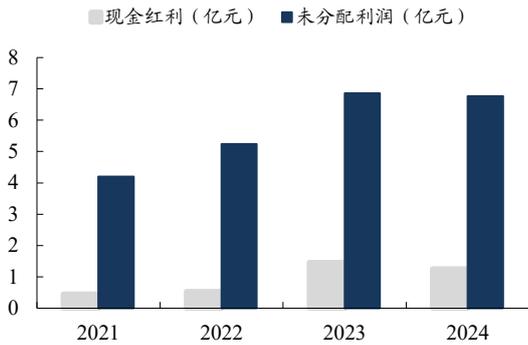


数据来源: 同花顺, 东吴证券研究所 (截至 2025 年一季报)

重视股东权益，分红持续增长。2024 年公司年度分红为每 10 股派发现金红利 3 元

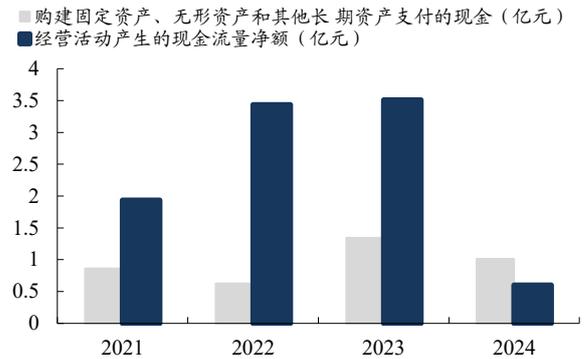
(含税), 分红比例达 85.13%。公司提出未来三年 (2025-2027 年) 股东回报规划: 在保证公司正常经营业务发展的前提下, 公司优先采用现金分红的利润分配方式, 按照法定顺序分配利润的原则, 坚持同股同权、同股同利的原则。公司采取现金方式分配利润的, 根据公司自身发展阶段及是否有重大资金支出安排等因素, 提出三档差异化的现金分红政策, 现金分红比例分别不低于 20%/40%/80%, 体现出公司对于股东回报的诚意。

图3: 现金红利和未分配利润



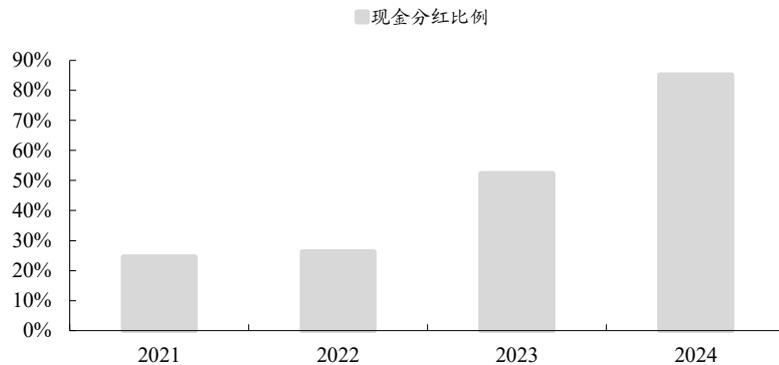
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图4: 经营活动现金流净额与 CAPEX



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图5: 公司历年现金分红比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

管理层经验丰富, 新总裁上任注入年轻化活力。董事长兼总经理李兴作为公司创始人统筹全局, 2025 年 3 月 29 日, 李兴辞去总裁职务, 由其子李子豪担任总裁, 子豪总曾任电商事业部总监, 年轻化力量注入将为公司带来更多创新思维、推进品牌和产品焕新, 预计 2025 年会成立独立的品牌中心和研发中心, 由于子豪总分管, 配合营销工作, 其余高管多具备较为丰富的行业经验, 共同助力公司发展。

表1: 主要管理层情况

| 姓名 | 职务 | 主要履历 |
|-----|------------------------|--|
| 李兴 | 董事长, 总经理, 法定代表人, 非独立董事 | 曾任湛江旺多多总经理, 2001年创办欢乐家食品集团股份有限公司, 现任欢乐家食品集团股份有限公司董事长。兼任湛江欢乐家实业有限公司执行董事、广东豪兴投资有限公司(以下简称“豪兴投资”)执行董事、湛江兴宝达物流有限公司监事。 2016年加入公司, 曾任电商事业部总监、董事长特别助理; 2023年6月担任副总裁, 7月担任副董事长。兼任欢乐家(香港)国际控股董事、广东高地投资执行董事。 |
| 李子豪 | 副董事长, 董事, 总裁 | 于2025年3月29日担任欢乐家有限公司总裁 曾任成都鹏程食品有限公司执行董事及总经理、四川二十四城文化发展有限责任公司执行董事及总经理。2016年加入欢乐家食品集团股份有限公司, 现任欢乐家食品集团股份有限公司董事、副总裁, 兼任深圳市众兴利华供应链有限公司执行董事、总经理, 深圳市欢乐家投资有限公司执行董事、总经理, 曾任欢乐家食品集团股份有限公司董事会秘书、湛江荣兴投资合伙企业(有限合伙)(已更名为霍尔果斯荣兴咨询合伙企业(有限合伙))执行事务合伙人。 |
| 程松 | 副总经理, 非独立董事 | 曾任成都鹏程食品有限公司执行董事及总经理、四川二十四城文化发展有限责任公司执行董事及总经理。2016年加入欢乐家食品集团股份有限公司, 现任欢乐家食品集团股份有限公司董事、副总裁, 兼任深圳市众兴利华供应链有限公司执行董事、总经理, 深圳市欢乐家投资有限公司执行董事、总经理, 曾任欢乐家食品集团股份有限公司董事会秘书、湛江荣兴投资合伙企业(有限合伙)(已更名为霍尔果斯荣兴咨询合伙企业(有限合伙))执行事务合伙人。 |
| 范崇澜 | 副总经理, 董事会秘书 | 经济学硕士, 经济师。现任公司副总经理、董事会秘书。 |
| 杨榕华 | 副总经理 | 2016年加入公司, 现任公司副总经理, 曾任公司财务总监。 |
| 徐坚 | 非独立董事 | 曾任原国家经委食品工业办公室主任科员、中国食品工业协会科教部工程师、中国凯利实业有限公司技术引进处副处长、中国食品工业协会食品服务部主任及综合业务部主任, 2019年至今任中国食品工业协会副秘书长 |
| 李康荣 | 副总经理 | 2001年加入公司, 现任公司副总经理、采购总监。 |
| 翁苏闽 | 副总经理, 财务总监 | 兼任湛江荣兴投资合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人, 曾任公司财务经理、财务副总监。 |
| 庞土贵 | 副总经理, 财务总监 | 任公司监事、监事会主席, 兼任湛江欢乐家实业有限公司经理, 曾任公司生产总监助理。 |
| 杨岗 | 副总经理, 非独立董事 | 曾任四川德阳耐火材料总公司工人、四川国群食品有限公司经理、湛江市旺多多食品有限公司业务经理, 2002年加入公司从事销售业务, 现任公司董事、副总经理。 |

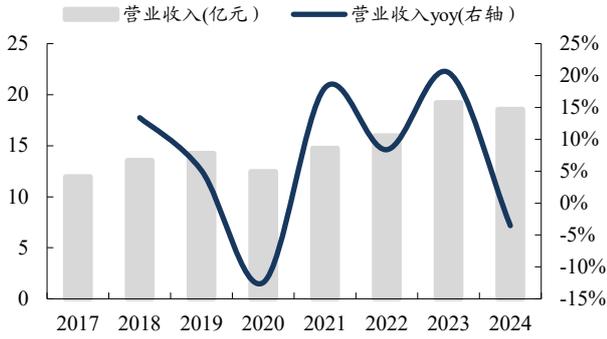
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.3. 收入平稳, 盈利阶段性承压

近年来营收保持平稳, 成本上行+竞争影响利润阶段性波动。公司依托产品双轮驱动、全国性渠道布局逐步展开, 收入利润稳步增长, 2020~2023年收入/归母净利润 CAGR 分别为 15.53%/15.93%, 2024 年营收同比下降 3.53%, 成本上行叠加费投力度提升, 归母净利润同比减少 -47.06%。

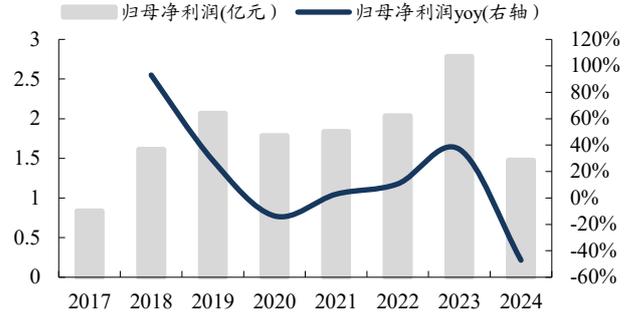
水果罐头收入稳健, 椰子汁饮料具备成长潜力。分产品看, 2021~2024 年水果罐头/椰子汁饮料收入 CAGR 分别为 8.44%/6.82%, 2024 年占比分别为 33.80%/51.95%, 水果罐头业务培育多年, 已积累较为稳定的消费群体, 椰子汁饮料受益健康化需求增长, 近年来实现较快发展。

图6: 营收及 yoy



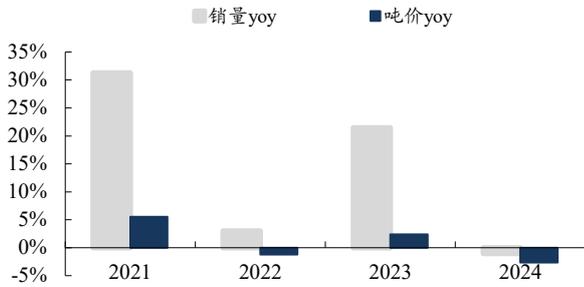
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图7: 归母净利润及 yoy



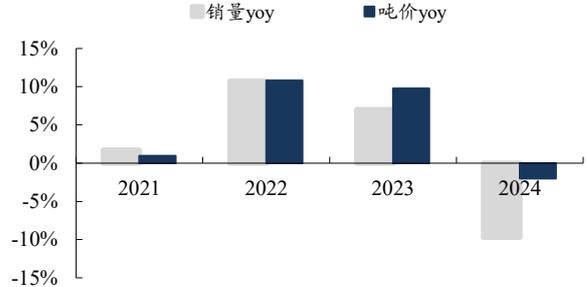
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图8: 椰子汁饮料量价同比增速



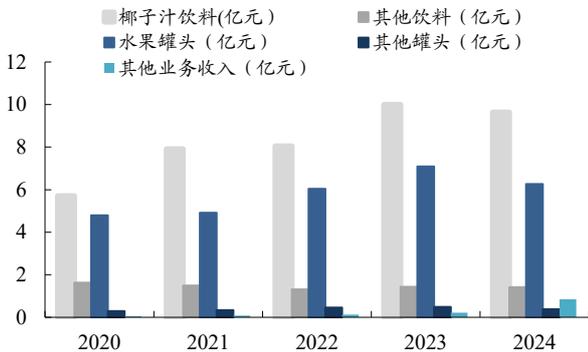
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图9: 水果罐头量价同比增速



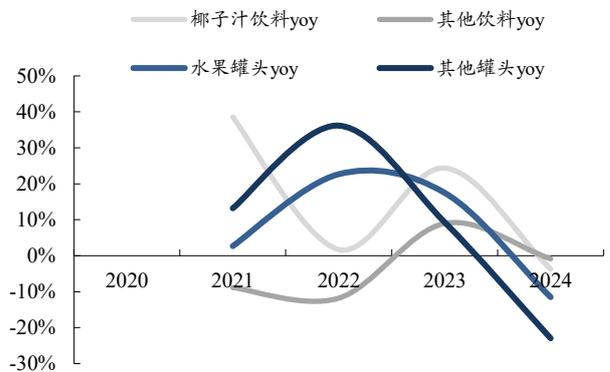
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图10: 分产品营收情况



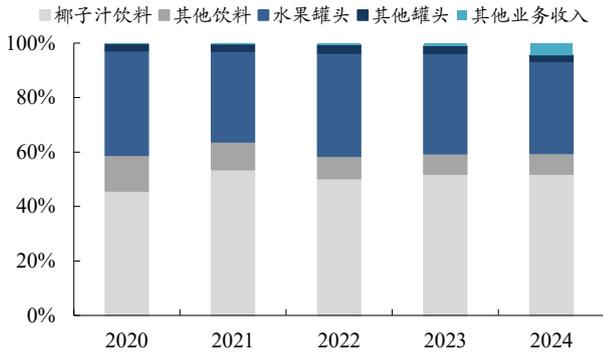
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图11: 分产品营收 yoy



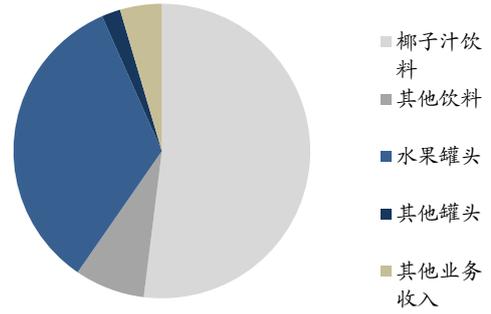
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图12: 分产品收入占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

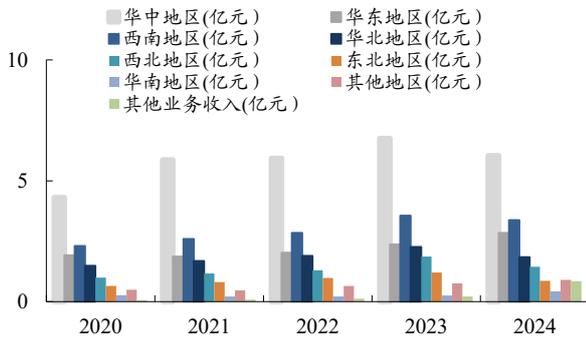
图13: 2024 年公司产品收入占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

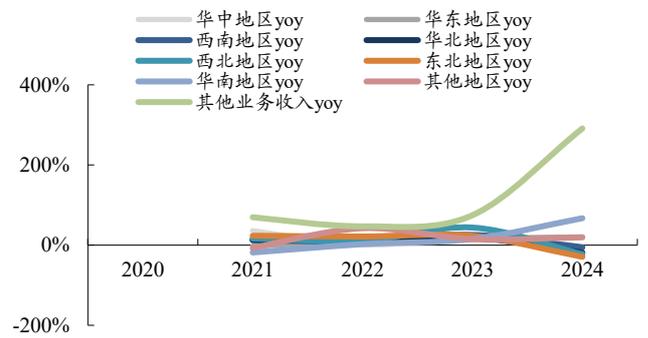
分区域看, 华中、西南地区贡献主要营收。2024 年华中/西南/华东/华北/西北/东北/华南地区收入分别为 6.04/3.37/2.84/1.84/1.44/0.86/0.42 亿元, 占比分别为 32.54%/18.18%/15.32%/9.89%/7.77%/4.62%/2.27%。华中地区人口密集、消费市场庞大, 且公司市场培育时间久、渠道基础较好, 贡献稳定收入来源, 华南等地区市场竞争激烈 (如椰树集团在华南地区根基深厚, 品牌知名度高), 市场拓展进度相对偏缓。

图14: 分区域营收情况



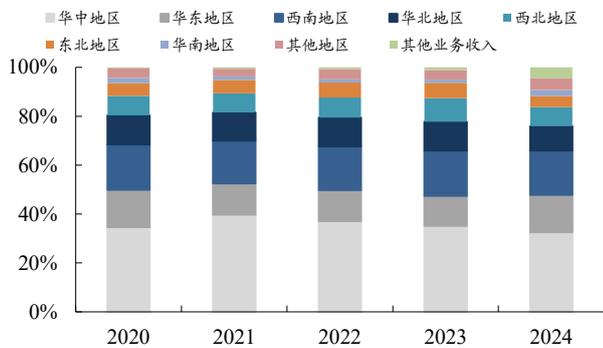
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图15: 分区域营收 yoy



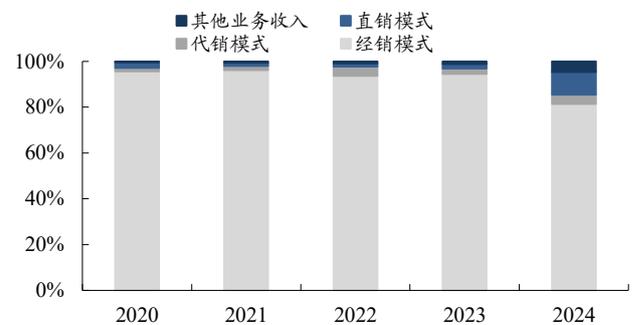
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图16: 区域结构拆分



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

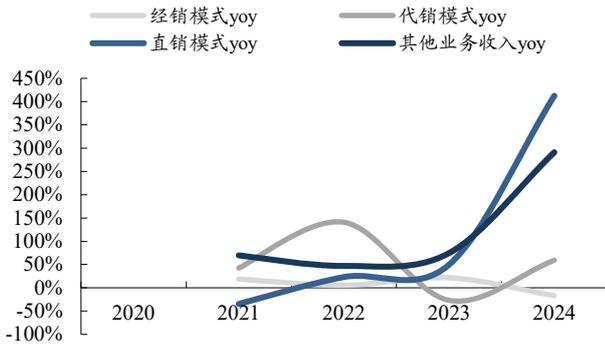
图17: 分渠道营收情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

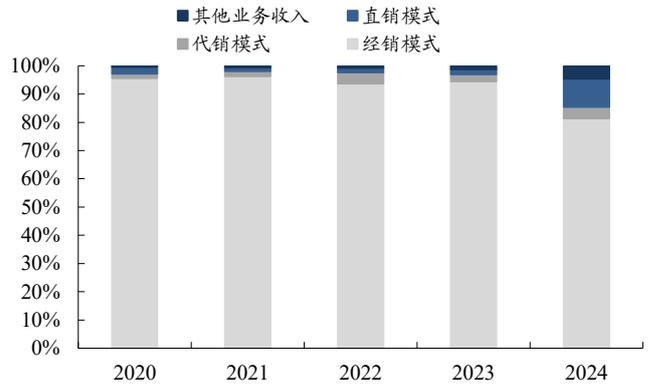
经销占比超过 80%，直营和代销渠道快速增长。分渠道看，2021~2024 年公司经销/直销/代销模式收入 CAGR 分别为 2.13%/111.47%/40.99%，2024 年占比分别为 81.44%/9.99%/4.03%，2020 年 9 月公司开通天猫超市的代销渠道，叠加直播带货兴起，推动代销模式的快速增长，此外，2024 年公司水果罐头成功铺货至零食专营连锁渠道，推动直销模式同比增长 412%。

图18: 分渠道营收 yoy



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

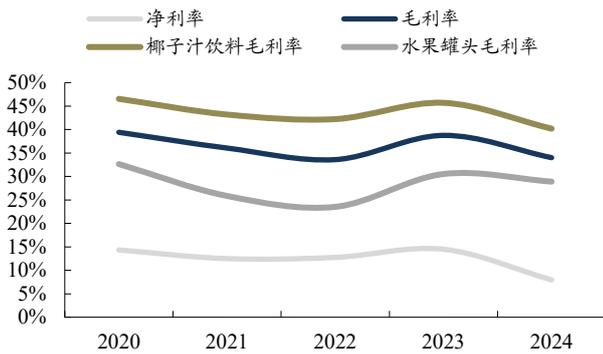
图19: 营业收入分渠道拆分



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

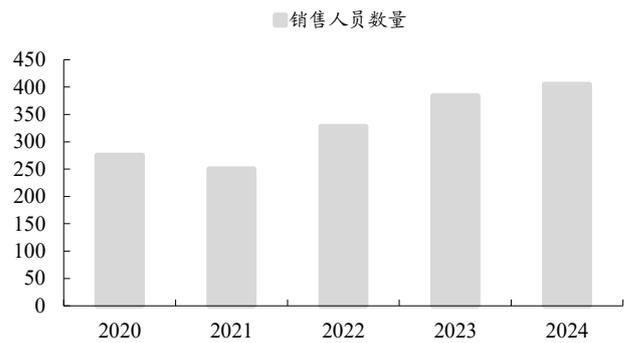
2024 年净利率下滑，主系原材料成本上行及渠道结构提升。2024 年归母净利率下滑 6.5pct 至 7.95%，主系原材料成本上行和新兴渠道开拓、销售团队人员增加及品牌推广力度提升下销售费率提升所致。

图20: 毛利率与净利率



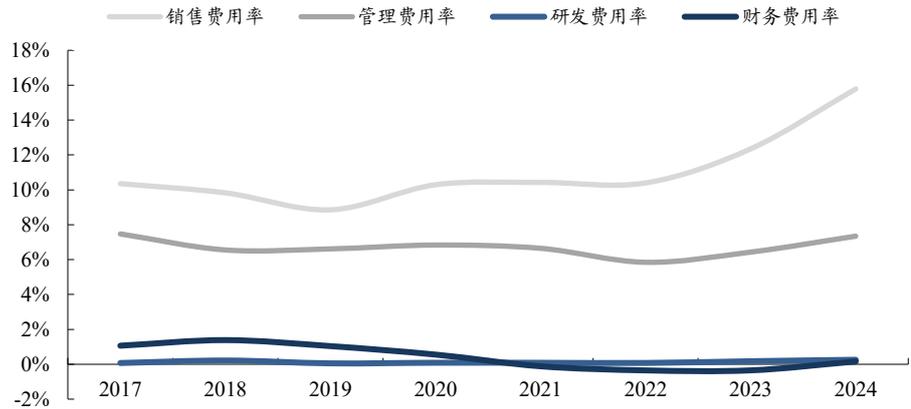
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图21: 销售人员数量 (人)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图22：公司期间费用率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

3. 水果罐头行业：增长趋缓，集中度仍低

3.1. 行业概况：营养与便利兼具，发展已趋成熟

罐头食品密封良好耐储存，有效保留原料营养成分。罐头食品又称为罐藏食品，是通过工业化生产流程，以畜禽肉、水产动物、果蔬及食用菌等为主要原料，经加工处理、装罐、密封、杀菌或无菌包装等工序制成的商业无菌罐装食品。其中水果罐头以新鲜水果为主要原材料，以密封和杀菌为核心技艺，经上述工序加工而成，较好地保留原料的营养成分，成为新鲜水果市场的重要补充。共分为糖浆型、糖水型、果汁型等十种类型。

水果罐头节日效应与应急保障属性强，生产销售具有季节性特征。鉴于其良好的密封性与即食特征，水果罐头具备卫生无毒、食用方便、长保质期、营养充足等优势，满足人们的囤货需求。同时，作为一种具有礼品属性的消费品，水果罐头终端消费场景多为礼品赠送、日常消费及家庭消费等，呈现出节前市场需求逐渐升温、节后迅速回落的节日效应。

图23：水果罐头产业链及应用场景



数据来源：头豹、东吴证券研究所

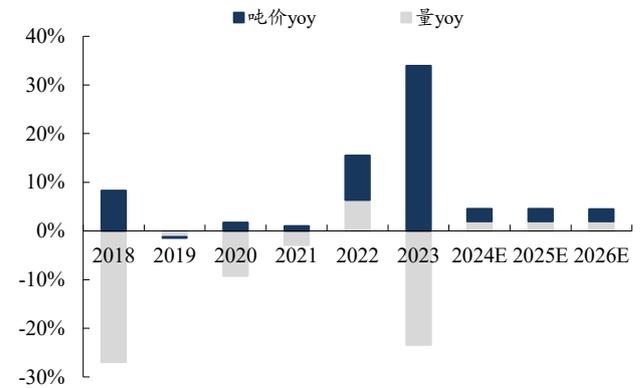
水果罐头量减价增，市场规模逐渐趋稳。近年来我国罐头市场受外卖和新鲜水果等替代品产品冲击，叠加市场对罐头食品整体认知较为简单，消费者认可度较低，市场规模有所波动，水果罐头市场规模从2017年的115.7亿元人民币下降至2021年的81.8亿元人民币，受益于居家囤货需求，2022年中国和海外市场对水果罐头的需求上涨，水果罐头市场规模逆势增长，市场规模达94.97亿元。伴随消费需求变化和技术进步，罐头行业正朝着健康化、多样化、智能化和可持续发展的方向迈进。

图24：2017-2026年中国水果罐头市场规模及增速



数据来源：头豹，东吴证券研究所

图25：2017-2026年中国水果罐头量价增速拆分



数据来源：头豹，东吴证券研究所

出口导向特征明显，带动水果罐头行业增长。据中国罐头工业协会数据，2019-2024年中国水果罐头出口量稳步上升，2024年共出口至全球136个国家和地区，合计64.09万吨，同比增长12%，出口总量依旧居历史高位。其中出口品种包括橘子罐头、桃子罐头、梨罐头、荔枝罐头、樱桃罐头和什锦水果罐头等，以橘子和桃子罐头为主，分别占到出口总量的41%和27%。

图26：2017-2026年中国水果罐头出口量统计

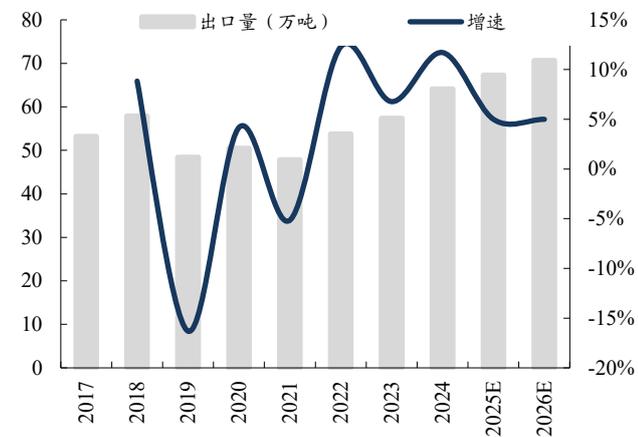
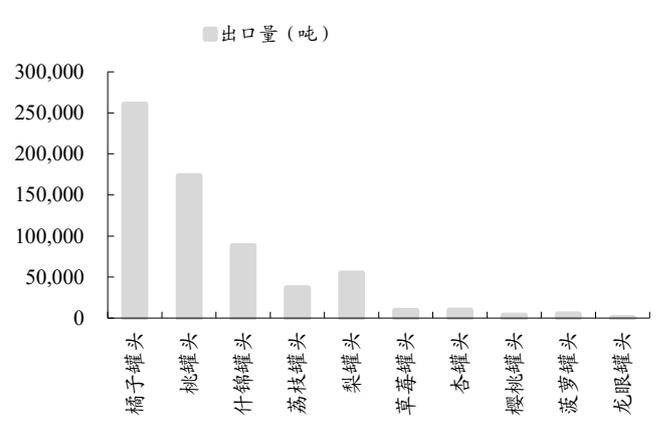


图27：2024年中国水果罐头分类别出口情况



数据来源：中国罐头工业协会，中金企信国际咨询，

数据来源：中国罐头工业协会，东吴证券研究所

东吴证券研究所

3.2. 竞争格局：行业集中度低，头部市占仍有向上空间

行业准入门槛低，竞争格局分散，第一梯队企业规模尚未“遥遥领先”。据天眼查数据，截至 2024 年 6 月，中国水果罐头相关企业超 3,000 家，其中约 37.7% 注册资本在 100 万元以内，行业进入门槛相对较低，中小型加工企业较多。现阶段行业参与者主要为传统食品生产企业和新兴休闲食品品牌两大类，主要份额由传统食品生产企业占据。其中，林家铺子、欢乐家处于行业第一梯队，年销售规模均超 6 亿元。

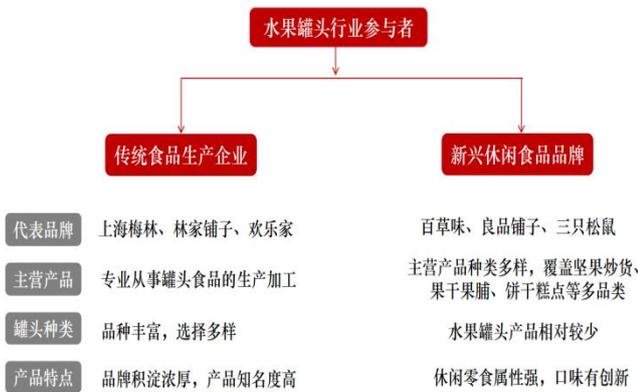
表2: 欢乐家与其他企业水果罐头产品对比（以黄桃罐头为例）

| 公司 | 主要产品 | 产品推出时间 | 价格 (元/100g) | 销售收入 | 产能 | 网点数量 | 产品定位 | 产品卖点 | 产品展示 |
|--------|---------|--------|-------------|---------|----------------------|--|-------------------------|--|------|
| 天韵国际 | 果小懒黄桃罐头 | 2003 | 3.21 | - | 两个生产基地 | - | “水果罐头沁凉一夏，唤醒童年温馨记忆” | 天然无添加， “5 个 0”健康标准：0 脂肪、0 胆固醇、0 甜蜜素、0 防腐剂、0 催熟剂 | |
| 能是水果集团 | 真心黄桃罐头 | 1990 | 2.38 | - | 两个生产基地 | 300 多家经销商，终端覆盖超 10 万家 | “真心做品牌，用心做罐头” 大自然的味道 | 全自动生产线；大块新鲜 | |
| 林家铺子 | 糖水黄桃罐头 | 1996 | 3.04 | 8 亿 + | 两个生产基地，产能 10 万吨 | 截至 2023 年全国经销商达 545 家 | 快消品 | 自建种植基地生产；爽口爆汁 | |
| 丰岛食品 | 鲜果捞（黄桃） | 1999 | 2.62 | 5.8 亿 + | 一个生产基地，设计产能 7 万吨 + | - | 同大型商超、连锁店、电商品牌深度合作 | 无额外添加剂，高阻隔透明杯装，便携开启 | |
| 欢乐家 | 黄桃罐头 | 2001 | 1.94 | 6.27 亿 | 四个生产基地，设计产能 17.95 万吨 | 截至 2023 年有效终端网点约 70 万个；截至 2024 年经销商数达 2236 家 | “童年安慰剂” “家的味道” | 兼顾多品类罐头 的产品矩阵，自建黄桃基地 | |

| | | | | | | | | | |
|------|------|------|------|------|---|-----------------------|------------------|----------------------|---|
| 三只松鼠 | 奶奶甜 | 2019 | 4.45 | 千万级别 | - | 截至 2024 年线下门店达 333 家 | 甜品风味水果罐头，线下甜品包装化 | 采集到罐装 6 小时，奶瓶包装 |  |
| 良品铺子 | 黄桃果捞 | - | 3.3 | - | - | 截至 2023 年线下门店达 3293 家 | 线下休闲零食 | 0 脂肪，不含限量添加剂；食品级密封罐装 |  |

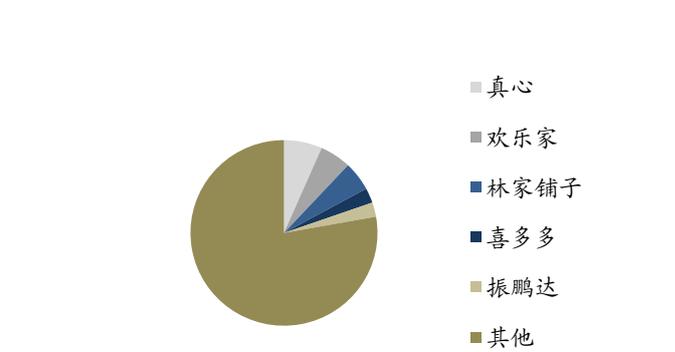
数据来源：头豹，食品饮料产业研究，智通财经，欢乐家食品，淘宝，东吴证券研究所

图28：中国水果罐头行业主要参与者分类



数据来源：头豹，东吴证券研究所

图29：2024 年中国果蔬加工行业竞争格局



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

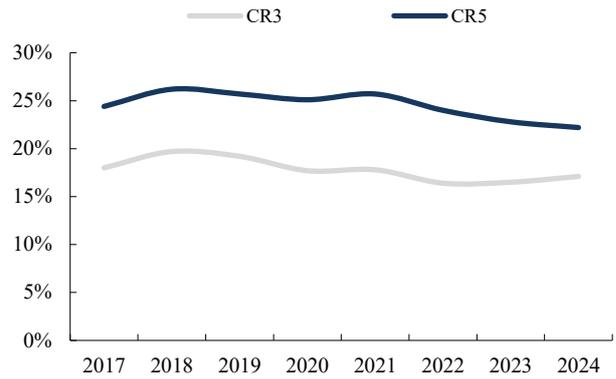
行业集中度仍偏低，领先企业依靠品牌影响力、标准化&规模化生产经营模式、差异化市场战略有望进一步占据主导地位。根据欧睿，2024 年果蔬加工市场 CR5 仅为 22.2%，中小企业在资金、技术等方面相对薄弱，生产设备和加工工艺相对落后，在产品创新研究方面投入不足，产品竞争力较弱，头部企业一方面掌握先进工艺，采用标准化、规模化的生产经营模式，引入大型自动化设备，规模生产优势明显；另一方面，头部企业经过多年深耕细作建立起覆盖面广、渗透力强的销售网络，积累渠道和客户资源优势，未来在创新推动、品质取胜竞争趋势下，有望进一步获取更多市场份额。

图30：2017-2024 年中国果蔬加工行业市场格局变化

图31：2017-2024 年中国果蔬加工行业 CR3、CR5 变化



数据来源：欧睿，东吴证券研究所



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

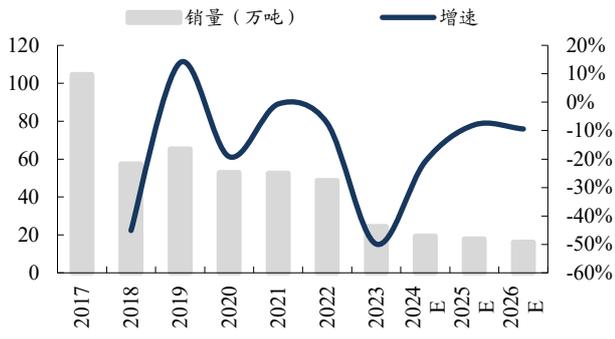
3.3. 结构性增长出众，差异化是突围关键

行业量减价增，人均消费量存在提升空间。据头豹研究院数据，近几年水果罐头产量增速显著低于出口量增速，产品以出口至外国市场为主，内销量自2017年显著下降，整体呈下滑趋势，预计2025年将不足20万吨。鉴于长期消费习惯较难改变，部分消费者对罐头食品含防腐剂等偏见可能仍未改观，国内市场发展较缓。横向对比来看，我国人均罐头消费水平远低于世界发达国家：美国/西欧/日本人均罐头年消费量分别约90/50/23公斤，我国人年均消费罐头量仅为4.48公斤，主系饮食结构及经济发展水平差异（经济发达国家消费者因工作繁忙，罐头以其便利特点适配需求），水果罐头作为补充矿物质和维生素的来源，具有便携性，广泛适用于出行、露营、休闲零食等消费场景，伴随居民对水果罐头的认知度提升，中国人均水果罐头消费量有望提升。

供给侧看，产品升级创新有望进一步拓宽行业发展空间。伴随消费者对食品质量要求提高、食品需求趋于多样性，水果罐头厂商在产品开发、工艺改进、新包装应用、食品安全和品牌培养等方面不断创新，以适应市场多样化的需求：欢乐家顺应低糖发展趋势推出减糖橘子罐头，林家铺子推出维C黄桃罐头，进一步强调对营养的补充；从包装形态上看，相较传统的玻璃罐包装，定位小型化、休闲化的透明杯装、罐头密封包装、奶瓶罐装等款式的推出，亦提升对年轻消费者吸引力，企业根据市场需求调整产品结构，开发特色产品，形成差异化竞争，行业将逐步脱离以往低端同质化价格竞争局面，转为以创新、品质取胜的良性竞争。

图32：2017-2026年中国水果罐头内销量及增速

图33：2017-2026年中国水果罐头内销单价及增速



数据来源：头豹，国家统计局，东吴证券研究所



数据来源：头豹，东吴证券研究所

4. 椰子饮料：市场空间广阔，龙头差异化竞争

4.1. 行业概况：乘健康饮食风口，市场规模逐年攀升

天然健康属性备受推崇，椰饮市场稳步扩容。椰子液体饮品，即以椰子作为主要原材料的饮料制品，主要可分为椰子水和椰汁、厚椰乳。伴随生活水平提高，人们的消费观念逐渐转向健康化与高品质，椰子饮品天然健康的属性契合需求，得到消费者青睐。

椰子液体饮品主要分为椰子水、椰汁和厚椰乳三大类。其中椰子水通过剥椰子皮、过滤等一系列方式获取，口感清淡甘醇，富含多种维生素及矿物质，可帮助人体快速补充水分及电解质；而生榨椰汁或厚椰乳是将椰肉研磨榨汁，混合水或椰子水打碎过滤，再添加调味获取的白色液体，口感浓郁细腻，有一定脂肪含量。其中生榨椰汁更适合自饮，而厚椰乳更宜搭配咖啡食用，自饮较少。从价格上看，生榨椰汁与厚椰乳相当，均低于椰子水。

图34：椰子液体饮品细分品类及特点



数据来源：头豹，东吴证券研究所

4.1.1. 椰子水：体量小增速快，本土企业仍存突围机会

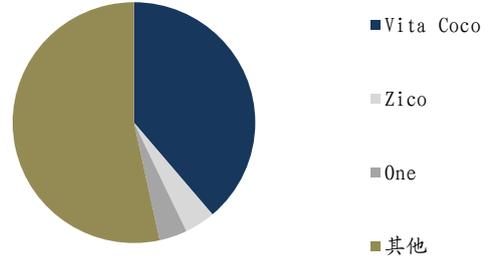
椰子水市场规模逐年提升，发展潜力十足。椰子水在国内市场发展较晚，目前体量较小，2022年市场规模为55.61亿元，明显低于椰汁市场规模。作为非刚需消费品，椰子水相较传统饮料更为天然健康的属性，决定着其规模将随人们健康意识、低糖饮品需求的增长而增长。根据头豹研究院预测，预计2024年椰子水市场规模接近90亿元，未来以20%的速度快速增长。

海外品牌占据主流，本土企业存在市场替代机会。根据头豹研究院，目前椰子水市场上，海外品牌占比较高，主打中高端市场，其中Vita Coco一家市占率约40%，具有极大垄断优势。而随着海南椰子产业链的逐渐完善，国内椰子品质上升，优质原料成本

大幅降低，中国本土品牌存在国产替代机会。

图35: 2017-2026年中国椰子水加工市场规模及增速

图36: 2022年椰子水品牌市占率



数据来源: 头豹、东吴证券研究所

数据来源: 头豹、东吴证券研究所

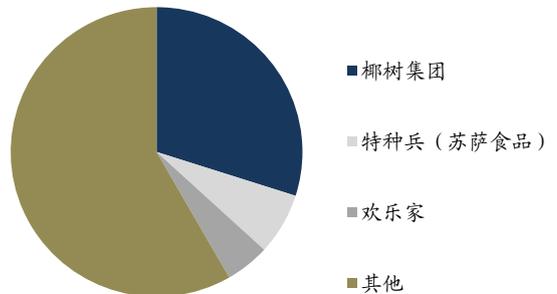
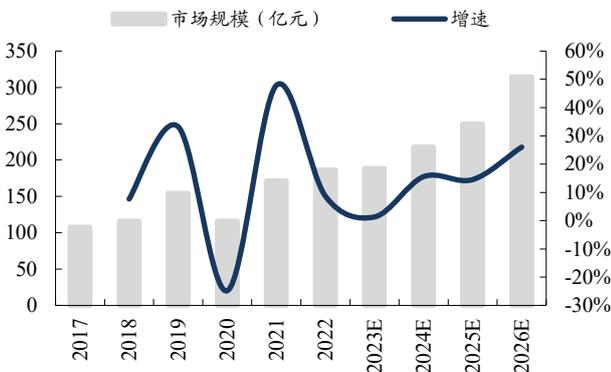
4.1.2. 椰子汁: 规模稳步提升, “一超两强” 竞争格局明显

市场规模稳步提升, 规模有望突破三百亿。近四十年的品类培育为椰汁打下深厚市场基础, 各类产品备受消费者熟识。据头豹研究院, 除 2020 年疫情对实体产业产生冲击外, 自 2017 年始我国椰子汁市场规模稳步增长, 于 2022 年达 186.06 亿元。在食品健康化、营养化的潮流下, 华经产业研究院预估近两年其市场规模有望以年均 15% 左右的增速扩张, 在 2026 年突破三百亿, 达 314.3 亿元。

椰汁种类“百花齐放”, “一超两强” 竞争格局明显。截至 2023 年 6 月, 天眼查上涉及“椰子、椰奶或椰乳”的企业超 6500 家, 较 2022 年所统计的 5800 家再增 700 余家, 中小企业不断涌入市场。根据头豹研究院, 2022 年中国椰汁行业 CR3 超过 40%, 行业集中度较高, 其中龙头企业椰树集团市占率近 30%, 特种兵 (苏萨) 与欢乐家分别位列第二、第三, 市占率达 6.9% 和 4.9%。

图37: 2017-2026年中国椰子汁市场规模及增速

图38: 2022年椰汁品牌市占率



数据来源: 头豹, 华经产业研究院, 东吴证券研究所

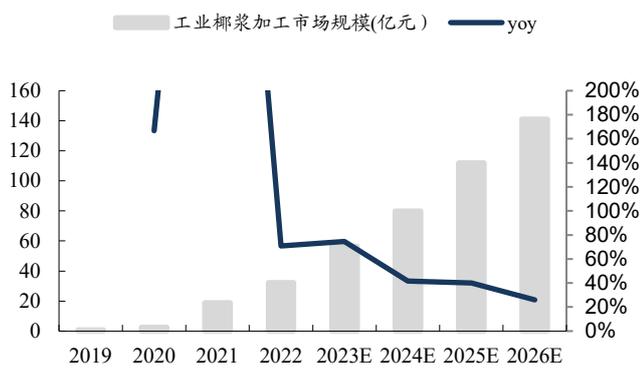
数据来源: 头豹, 东吴证券研究所

4.1.3. 厚椰乳：B端需求逐步释放，菲诺先发占据龙头

厚椰乳是通过将椰子肉和椰子水混合榨汁而成，口感浓郁。以椰浆为原料加工制成的生椰乳、厚椰乳、椰子汁是中国椰子肉加工的主要产品，作为针对咖啡和茶饮的调饮类产品，厚椰乳的推出更新了消费者对椰基乳制品的品类认知，进一步打开了椰基产品的市场空间。

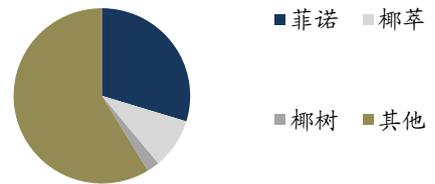
厚椰乳市场方兴未艾，菲诺以先发优势成为龙头。根据头豹产业研究院，2021年以来以瑞幸生椰拿铁为代表的椰子类现饮制品的迅速走红引爆工业椰浆加工市场，预计2023年市场规模超过50亿元，当前中国工业椰浆加工市场集中度较高，CR4超过40%，菲诺于2021年率先推出菲诺厚椰乳，2022年内市场全渠道出货量达99429吨，营收额突破10亿元，作为龙头企业占据接近30%的市场份额，主要供应客户为茶饮、咖啡品牌，未来伴随BC两侧发力，有望逐步渗透餐饮等渠道。

图39：工业椰浆加工市场规模



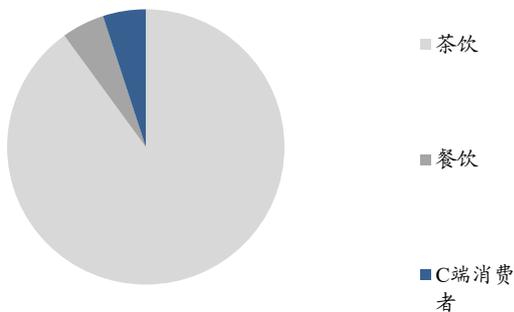
数据来源：头豹，东吴证券研究所

图40：2022年工业椰浆品牌市占率



数据来源：头豹，东吴证券研究所

图41：2022年菲诺厚椰乳流向分布



数据来源：头豹，东吴证券研究所

图42：菲诺主要B端客户及供应量

| 主要客户 | 供应量 | 销售额 |
|------|---------------|----------|
| 瑞幸咖啡 | 20000~26000 吨 | 2.5 亿元左右 |
| 茶百道 | 8000~10000 吨 | 1 亿元左右 |

数据来源：头豹，东吴证券研究所

表3: 欢乐家与其他企业椰子液体饮品类产品对比

| 品类 | 公司 | 主要产品 | 推出时间 | 价格 (元/100ml) | 产品定位 | 产品卖点 | 产品展示 |
|------|------------------|------------|------|--------------|---------------------------------|-----------------------------------|---|
| 椰子水 | 华彬集团 | Vita Coco | 2014 | 3.17 | “健康型补水饮品” | “树上长的水” 纯椰子水，天然新鲜 |  |
| | General Beverage | 溢福 if 椰子水 | 2022 | 1.71 | 健康减脂 | 产自泰国 100%纯正天然椰子水 |  |
| | One's member | 泰国 NFC 椰子水 | 2023 | 1.17 | 依托京东供应链， 为会员提供的健康、 有保障的产品 | 泰国原产，高性价比 |  |
| | 欢乐家 | 椰鲨 | 2023 | 1.45 | 运动能量饮料 | 快速补水，天然电解质 |  |
| 椰树椰汁 | | 椰树椰汁 | 1988 | 1.94 | 坚持使用 新鲜椰肉鲜榨 | 不加椰浆不加香精 |  |
| | | 无糖椰汁 | 2021 | 2.11 | 坚持使用 新鲜椰肉鲜榨 | 无糖风味 |  |
| 椰汁 | 欢乐家 | 生榨椰子汁 | 2014 | 0.99 | 对标餐饮场景 | “果肉型”生榨椰子汁 |  |
| | 可可满分 | mini 款无糖椰乳 | 2023 | 1.59 | 对标 20-35 岁 年轻女性 | 无糖椰乳 0 反式脂肪酸 |  |
| | 苏萨食品 | 特种兵生榨椰子汁 | 2009 | 1.4 | 打入区域宴席市场; 注重县级村级市场 | 完全生榨，不添加 防腐剂、香精、色素 |  |
| 厚椰乳 | 菲诺 | 菲诺厚椰乳 | 2021 | 2.34 | 咖啡茶饮专用椰乳 | 专注椰基植物奶研发 |  |
| | 欢乐家 | 厚椰乳 | 2022 | 1.38 | 面向咖啡茶饮企业大 包装厚椰乳食品 | 椰肉和椰水黄金配比，还 原浓郁风味; 无菌冷灌迅速锁鲜 |  |

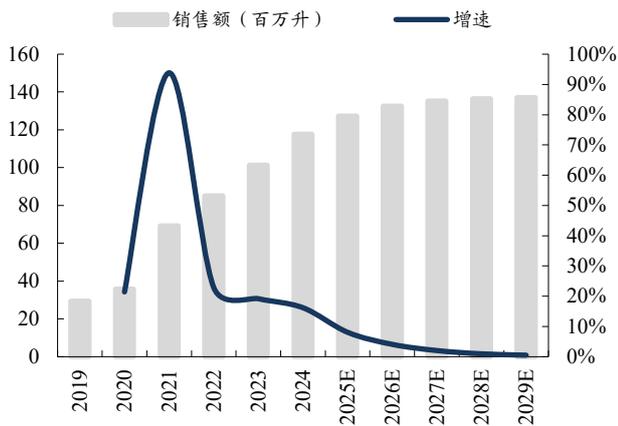
数据来源：头豹，淘宝，智研咨询，欢乐家官网，椰树椰汁官网，食业家，腾讯网，欢乐家食品，东吴证券研究所

4.2. 健康需求+场景革命，BC 双端推动市场扩容

椰基产品逐渐走向大众，量增驱动发展。根据欧睿，2022 年至今，椰子及其他植物类饮品定位从中高端逐渐转向大众化，价格下跌近 20%；2019-2024 年椰子及其他植物水销量 CAGR 达 32%，在所有果汁类别中增速最快，预计 2024-2029 年持续上升，CAGR 达 3.2%。从量价角度看，销量的稳步增加成为市场扩张的核心驱动力。

图43: 2019-2029 年中国椰子及其他植物水销量及预测

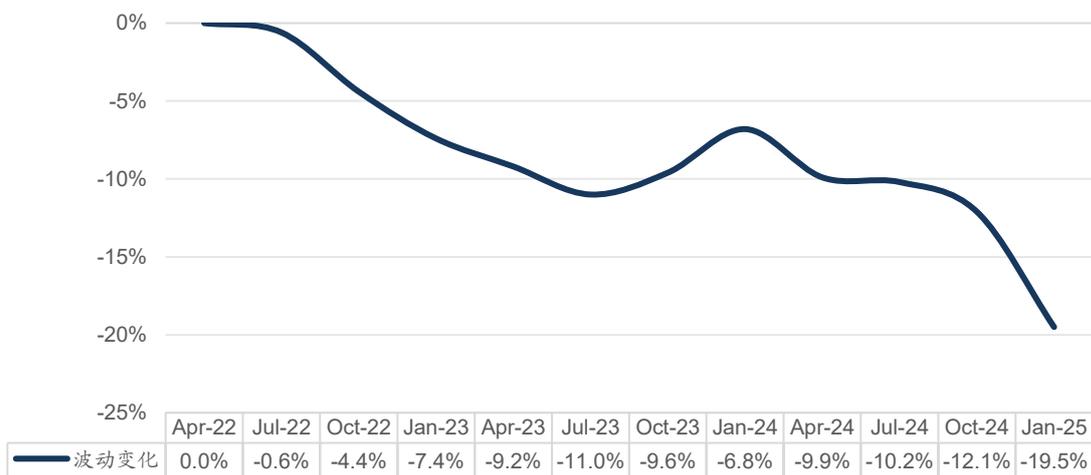
图44: 2017-2023 年海南省椰子产量及增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

数据来源：海南省统计局，东吴证券研究所

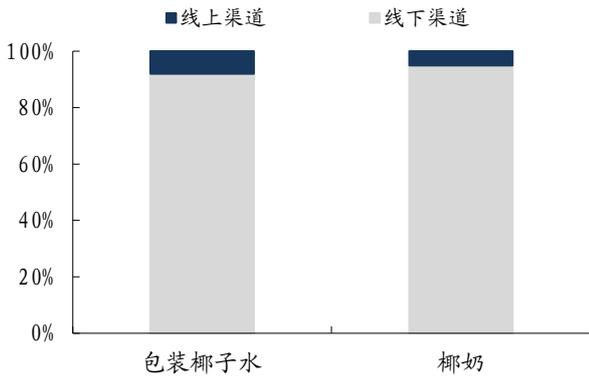
图45: 2022-2025 年中国椰子及其他植物水定价情况（以初始日期为基期，反映波动）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

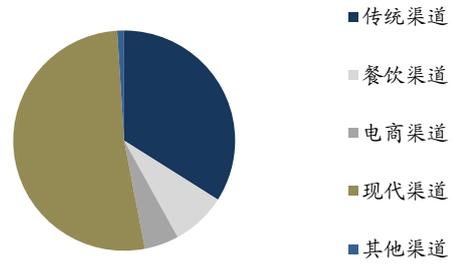
线下销售强势主导，多端营销同步发力。椰饮产品的消费场景多为宴席聚会或补水自饮，节日效应明显。根据头豹研究院，其主要通过线下渠道（餐饮门店、商超便利店等）进行销售，其中包装椰子水和椰奶的占比分别高达 92%和 95%。线下销售中现代渠道和传统渠道为主流营销方式，占比超 85%，线上电商占比较小，仅 5%左右。

图46: 2022年包装椰子水、椰奶产品销售渠道



数据来源: 头豹, 东吴证券研究所

图47: 2022年椰饮产品营销渠道



数据来源: 头豹, 东吴证券研究所

需求侧看, 消费升级与场景多元化持续驱动增长。健康化趋势下人们对有营养、无添加的食品饮品需求不断增加, 椰饮天然无添加、0乳糖、富含植物蛋白和矿物质等优势凸显, 受到消费者青睐。同时, 椰子水的高电解质含量(如蔻蔻椰“椰有用”系列电解质达 930mg/瓶)契合运动补水场景; 厚椰乳作为咖啡/茶饮基底, 满足餐饮标准化需求, 小包装厚椰乳(如 1L 家庭装)和椰子水逐步渗透家庭消费, 亦推动零售端增长。

供给端看, 产品品质升级与技术创新持续推进, 覆盖更广泛消费群体需求。一方面, 厂家持续推进工艺创新, 保留椰子天然风味(如蔻蔻椰鲜萃工艺), 提升高端产品溢价能力, 另一方面, 品牌通过联名(如蔻蔻椰×HELLY HANSEN)和“东方鲜椰”文化标签吸引年轻人, 社交媒体营销助力破圈传播, 持续占领年轻消费群体。

BC 端同步发力, 功能细分+供应链整合+场景渗透共同推动市场扩容。B 端看, 茶饮咖啡市场快速发展, 椰子自带健康、绿色、百搭属性, 销量会随现制饮品线下门店的增加持续扩张; 从 C 端看, 低脂低卡又健康的椰饮产品受健身人群、乳糖不耐受人群等消费者偏爱。当前国内椰汁多以传统大件为主, 随着消费者需求的日益细分, 未来椰饮应在品类上持续延伸, 可通过维生素、纤维、以及电解质等细分卖点进行营养健康化发展, 或融合柠檬、肉桂等同具健康意义的代名词, 进行口味多元化发展。

图48: 2016年中国乳糖不耐受人群占比情况

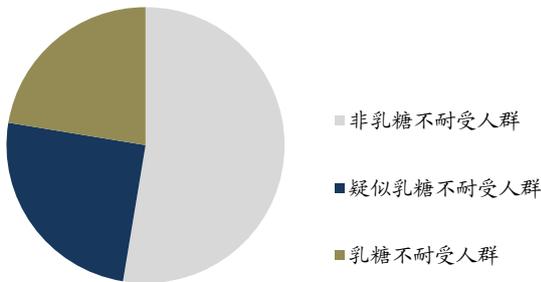
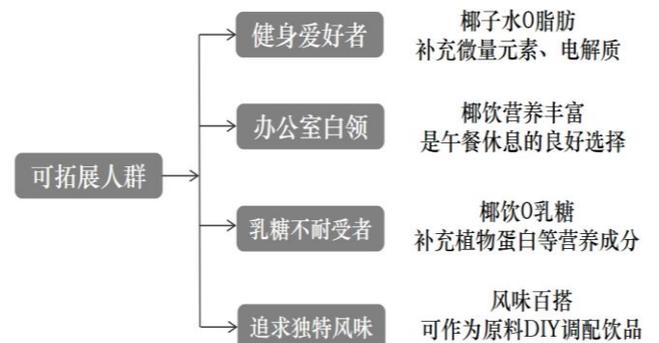


图49: 椰饮后续发展可拓展人群



数据来源：《全国乳糖不耐受大调研》，东吴证券研究所

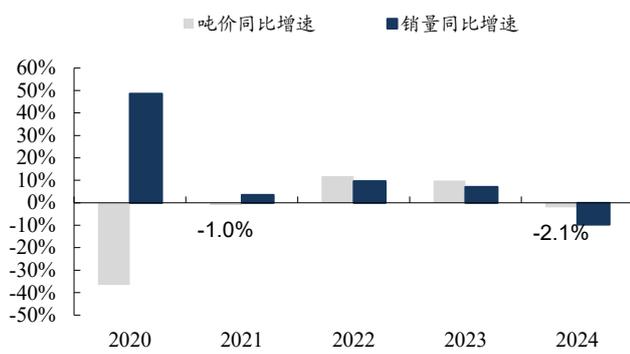
数据来源：头豹，东吴证券研究所

5. 经营战略：持续巩固基本盘，第二曲线培育新动能

5.1. 产品布局：多品类&差异化，性价比优势突显

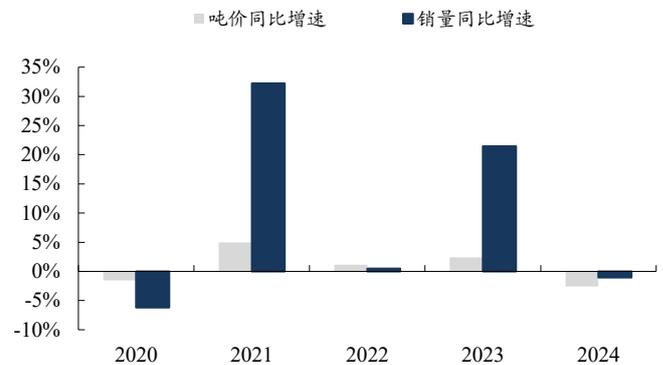
罐头椰汁双轮驱动，强化多品类布局。2001年欢乐家以罐头起家，依靠优质资源、逐步积累消费者认可，2014年公司切入生榨椰子汁赛道，以拳头产品“欢乐家生榨”系列开道，由于本身具备自有工厂和现成经销商渠道，单品体量迅速成长，此后公司又陆续推出果汁饮料、乳酸菌饮料等单品进行多元化布局，2024年公司营收18.55亿元，其中水果罐头/椰子汁收入占比分别约34%、52%。

图50：2020~2024年水果罐头量价同比增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图51：2020~2024年椰子饮料量价同比增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

水果罐头：橘子、黄桃罐头为核心单品。公司水果罐头包含橘子、黄桃、杨梅、梨子、什锦罐头等单品，其中黄桃和橘子罐头为核心单品，深受消费者喜爱，2024年营收分别达1.79亿元和2.8亿元，占比为28.5%和44.7%。

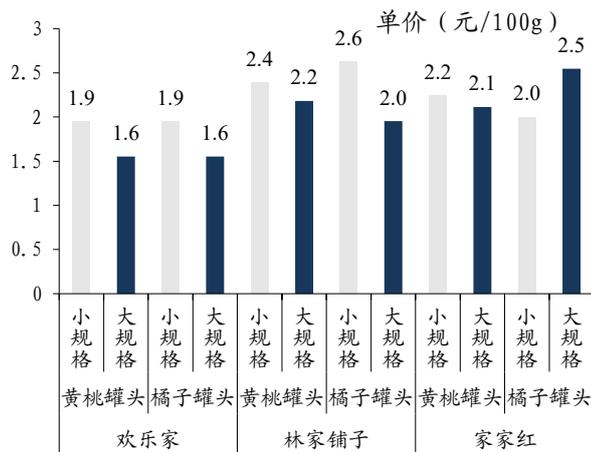
椰饮：1.25L的PET瓶装椰子汁产品和245ml蓝彩铁罐装椰子汁为核心单品。公司椰子汁包括生榨椰子汁，燕窝椰子汁，厚椰乳，椰子水等，其中1.25L的PET瓶装椰子汁产品和245ml的蓝彩铁罐装椰子汁产品为核心单品，主要面向家庭用饮和礼赠市场，2024年合计占椰子汁营业收入的70.09%。

单品差异化定位，挖掘细分需求。如燕窝椰子汁零售价约13元/罐，满足消费者对高端饮品的需求，主要面向礼品市场；2024年新推出的“椰鲨”椰子汁是对即饮渠道的良好补充，消费场景更加多元化；此外，公司根据日常消费、礼品、家庭消费等不同需求推出了256g、900g等不同规格的水果罐头产品，且横向对比竞品具备性价比优势。

表4: 公司产品矩阵梳理

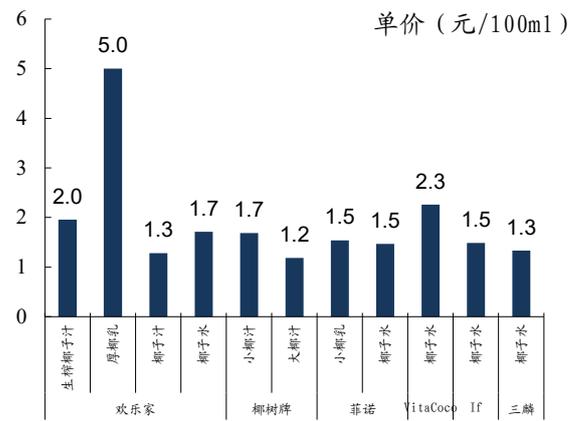
| 系列 | 产品 | 推出时间 | 零售价格 | 产品展示 |
|--------------|--------------|-------------|--------------|---|
| 罐头类 | 黄桃罐头 256g | 2001 | 1.95 元/100g |    |
| | 黄桃罐头 460g | 2001 | 2.17 元/100g | |
| | 黄桃罐头 900g | 2001 | 1.55 元/100g | |
| | 橘子罐头 256g | 2001 | 1.95 元/100g | |
| | 橘子罐头 460g | 2001 | 2.17 元/100g | |
| | 橘子罐头 900g | 2001 | 1.55 元/100g | |
| | 杨梅罐头 900g | 2001 | 1.37 元/100g | |
| | 梨子罐头 900g | 2001 | 1.22 元/100g | |
| | 什锦罐头 256g | 2001 | 1.95 元/100g | |
| 椰汁类 | 生榨椰子汁 245ml | 2014 | 1.97 元/100ml |    |
| | 生榨椰子汁 500ml | 2014 | 0.99 元/100ml | |
| | 生榨椰子汁 1250ml | 2014 | 0.88 元/100ml | |
| | 椰子汁 1000ml | 2014 | 1.00 元/100ml | |
| | 燕窝椰子汁 245ml | 2014 | 5.71 元/100ml | |
| | 厚椰乳 200ml | 2023 | 5.00 元/100ml | |
| | 椰子汁 250ml | 2014 | 1.28 元/100ml | |
| | 椰子水 330ml | 2023 | 1.71 元/100ml | |
| | 椰子水 1000ml | 2023 | 1.00 元/100ml | |
| | 乳酸菌类 | 乳酸菌饮品 108ml | 2018 | |
| 乳酸菌饮品 350ml | | 2018 | - | |
| 乳酸菌饮品 1250ml | | 2018 | 1.08 元/100ml | |

图52: 2025年欢乐家与竞品罐头类产品价格对比



数据来源: 淘宝, 京东, 欢乐家官网, 新浪财经报道, 东吴证券研究所

图53: 2025年欢乐家与竞品椰汁类产品价格对比



数据来源: 淘宝, 京东, 欢乐家官网, 新浪财经报道, 东吴证券研究所

积极打磨新品, 期待打开成长空间。2025年公司聚焦在水果罐头和椰子类产品新品研发, 细分来看:

- **水果罐头方面**, 大方向是推进便携化、休闲化、配料多元化研发。一是配方上做升级, 让配方更健康, 研究性价比更高的果汁罐头; 二是在研发轻量化和休闲化的包装, 并针对不同渠道采用差异化包装, 更好匹配细分渠道需求。
- **椰子类产品方面**, 椰子+系列如椰乳会根据渠道特性研发, 传统渠道做精耕; 椰子水一是坚持定位100%椰子水, 合理定价6~8元/300ML, 二是开发椰子水周边产品如椰子水饮料, 配方尽量做到零负担健康化, 5月公司新品椰果椰子水已经推出, 并且匹配扫码红包拉动动销。

5.2. 品牌塑造: 线上线下融合发力, 推进年轻化、场景化建设

作为拥有近20年品牌沉淀的企业, 欢乐家是国人心中“高质量水果罐头”的代名词, 水果罐头的“品质”的发展基因明显。转向饮料市场来看, 目前国内饮料品牌层出不穷、市场竞争相对饱和, 依靠传统的营销方式越来越难吸引年轻消费者的关注和新鲜感, 公司亟需找到恰到好处的切入点, 变得更加鲜明、更有辨识度。

明星代言提升品牌感知, 抢占年轻消费者心智。2015年公司聘请当红明星赵薇出任品牌代言人, 在吸引新用户及提升老用户黏性的同时, 成功激活品牌的“青春密码”, 将更年轻的产品、形象和生活的态度传递给年轻消费者, 借势签约赵薇, 公司植入热门剧集, 并冠名话题大剧《虎妈猫爸》, 加大品牌曝光。此后, 公司陆续邀请杨幂作为代言人, 助推椰汁产品的市场认知度快速提升。

图54: 公司早期罐头产品代言人释小龙



数据来源: 食品板、东吴证券研究所

图55: 公司椰汁产品代言人杨幂



数据来源: 公司公众号、东吴证券研究所

借助体育赛事赞助，深度绑定健康场景。欢乐家近年来频繁赞助体育赛事，通过冠名或赞助大学生篮球联赛、马拉松、公路冲浪等活动，覆盖年轻群体和运动爱好者。如2023年冠名湛江市大学生篮球联赛，首次推出“椰鲨电解质运动饮料”等产品，成功将品牌与健康运动场景绑定；赞助2023年海南（三亚）马拉松、2024年湛江半程马拉松等大型赛事，提供椰鲨NFC椰子水，强调天然电解质补充功能，进一步强化“健康饮品”定位。

图56: 公司赞助2024年湛江马拉松比赛



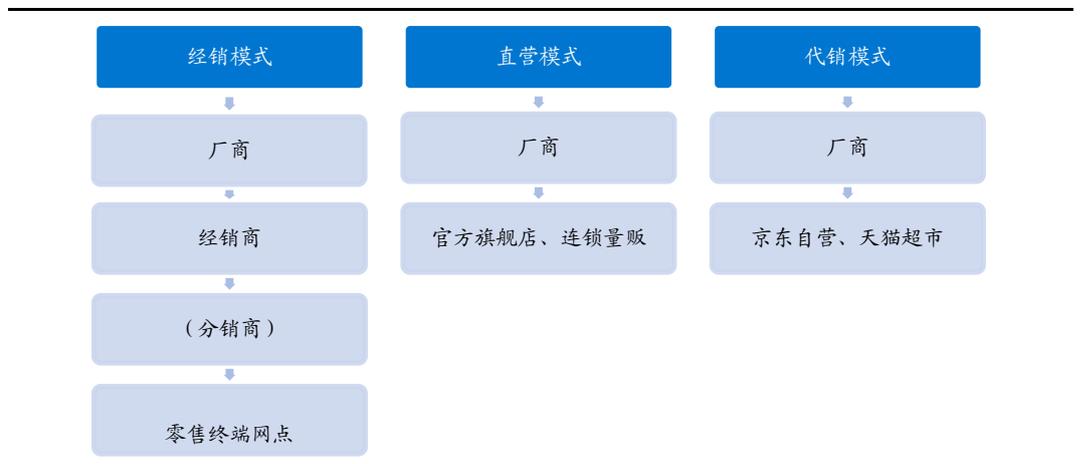
数据来源: 公司官方公众号、东吴证券研究所

5.3. 渠道建设: 质量为先, 多元化、精细化并行

经销为主，少量通过直营和代销方式进行销售。经销模式下，公司与经销商之间的交易为买断式销售，经销商通过分销商和零售终端网点将产品最终销售给个人消费者；消费者购买产品的终端网点包括流通、商超和餐饮等渠道。同时，公司组建专业的电商运营团队，在各大电商平台开设官方旗舰店，并积极参与电商平台的各类促销活动，如618、双11等，通过线上线下渠道协同发展，扩大市场覆盖面。此外，公司亦积极开拓特通渠道，与酒店、学校、景区等建立合作关系，拓展更多消费场景。

公司采取“扁平化”和“下沉式”销售渠道管理模式。扁平化模式下，经销层级减少，有利于保障合理毛利空间，同时公司保持对经销商的支持和服务，共同进行网点维护，同时加强公司信息化管理水平，增强对渠道的掌控力。

图57：公司渠道模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

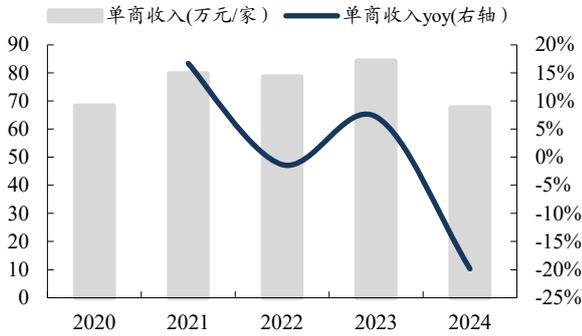
渠道模式因地制宜，全国化版图徐徐展开。

- **核心市场：**如湖南、湖北、江西、安徽、河南等地，公司运作时间久、经销商基础好、业务人员能力强，因此由公司掌握主导权，持续推进通路精耕和渠道下沉，直接触达县级终端，减少中间环节，有效降低分销成本，提升渠道效率。
- **中游市场：**采用合作竞争方式，即根据经销商和公司团队力量强弱决定主导权。
- **偏远市场：**如内蒙、西北、西藏、新疆等地，公司管理和团队建设仍有提升空间，目前更多依靠当地有优势的大经销商进行覆盖。

传统渠道夯实根基，网点建设质量为先。2021年~2023年公司持续推动渠道扩张，经销商数量从1780家增加至2157家，网点数量提升至70万家，2024年开始公司不再过多强调网点数，更侧重网点质量建设，强化产品陈列和冰冻化投放，截至2024年末公司经销商数量2236家，新增676家，减少597家，伴随渠道通路精

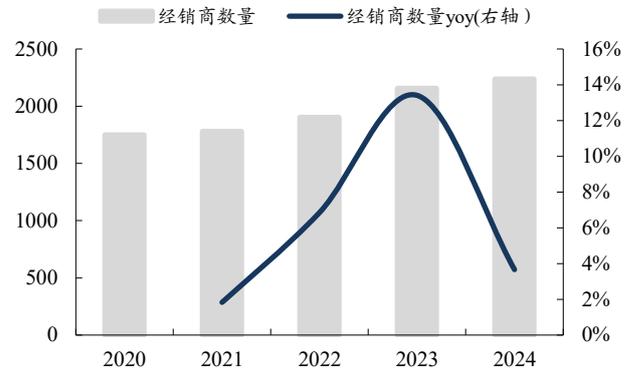
耕、管理精进，持续推动网点产出比提升。

图58: 单商收入及yoy



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

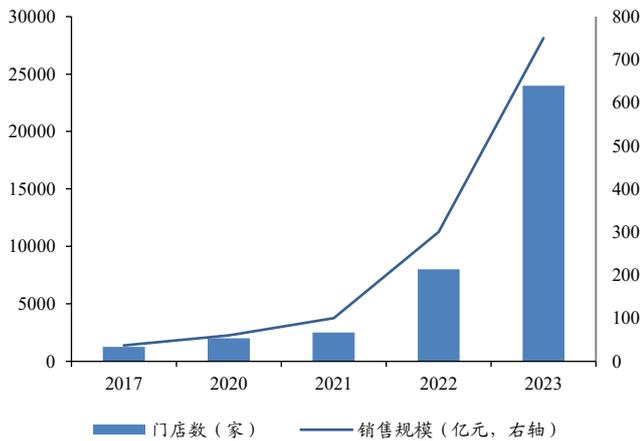
图59: 经销商数量及同比变化(家, %)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

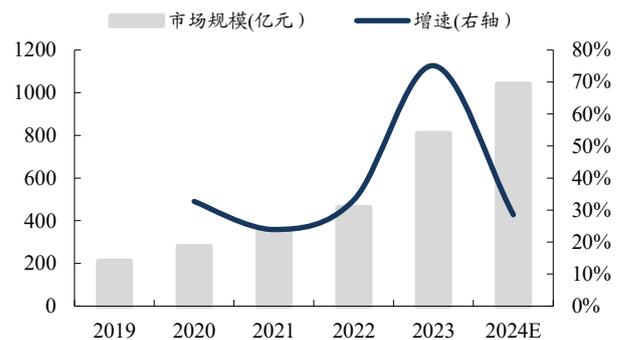
积极布局零食专营，渠道开拓缓而不怠。中国零食量贩行业近年来快速增长，根据中研普华产业研究院数据，2019~2023年国内零食集合店行业市场规模由211亿元增长至809亿元，CAGR为39.93%，预计2027年达1547亿元。公司抓住新兴量贩渠道和连锁超市转型带来的行业机会，积极与头部零食专营连锁品牌建立合作，主推黄桃罐头、橘子罐头等水果罐头产品，并逐步引入小包装饮料，2024年零食量贩渠道收入贡献1亿元+，伴随消费者对便捷性和性价比需求的持续提升，量贩零食行业仍有扩容空间。

图60: 近年零食量贩门店数量变化



数据来源: 新浪财经, 艾媒咨询, 东吴证券研究所

图61: 中国零食集合店行业市场规模



数据来源: 艾媒咨询, 东吴证券研究所

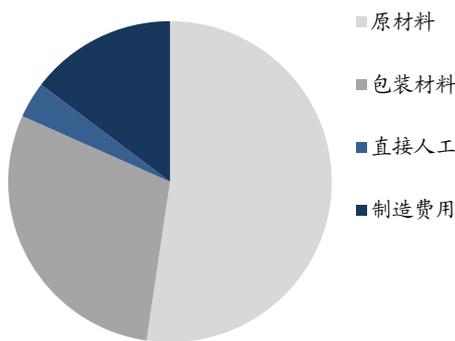
5.4. 供应链管理：向上延伸，全产业链垂直整合

自主生产为主、委托加工为辅。公司在广东湛江等地拥有现代化的生产基地，具备先进的生产设备和严格的质量检测体系，对核心产品进行自主生产，以保证产品质量和生产效率的稳定控制。同时，为了满足市场快速增长的需求以及优化资源配置，公司将部分产品委托给符合资质要求且生产工艺成熟的外部企业进行加工生产，并通过严格的供应商管理和质量监督流程，确保委托加工产品符合公司的质量标准和品牌形象要求。

重视质量控制，建立严格质量管理体系。从原材料采购、生产加工到成品检验，公司在各个环节都有严格质量把控标准和检测流程：

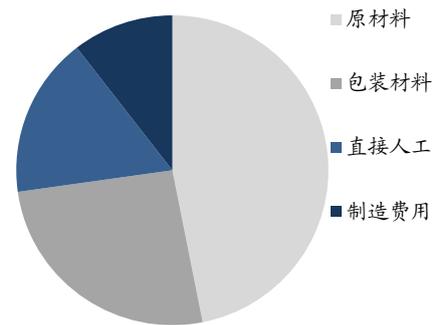
- **水果原料采购：**在国内水果主产区（山东蒙阴、湖北枝江及汉川、广东湛江）建设了四大生产基地，紧邻原料产地，从源头保障水果的新鲜度和品质，减少运输损耗和中间环节成本；采用“合作社+公司”订单农业采收方式，与优质水果产地建立长期合作关系，确保果农利益的同时保证了原料采收供应稳定性。

图62：椰子汁饮料成本拆分



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图63：水果罐头成本拆分



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

- **生产过程：**严格按照国家标准和企业内部标准进行生产操作，自动化生产与工艺技术优势凸显，如罐头产品从原料筛选清洗投料，到自动化挖核切半、去皮、挑选等预处理至成品的全过程采用自动化设备流水作业，使得从投料到成品仅需2~6小时，最大程度保留水果本身的原汁原味和口感。
- **供应链管理：**优化供应链流程，提高供应链效率，降低物流成本，建立物流配送中心，合理规划物流路线，采用信息化管理系统对供应链进行全程监控和管理，确保原材料和产品的及时供应和配送，提高运营效率和市场响应速度。

图64: 生产过程自动化图片



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图65: 公司信息化管理系统示意图



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

越南布局延伸供应链, 保障原材料供应和价格稳定性。椰子、水果等原料价格受气候、进口政策影响较大, 公司通过多元化采购对冲成本波动影响: 2023年6月公司公告计划在越南槟榔省投资建设椰子加工项目, 总投资额不超过1,835.61万美元(约合1.3亿元人民币), 通过香港全资子公司间接设立越南子公司实施, 项目规划占地32,373平方米, 建设周期7个月, 生产椰子水、生榨椰肉汁及椰蓉等产品, 目前公司椰子加工项目由全资子公司越南欢乐家推进实施, 已开展原料贸易业务, 也在同步寻找合适厂房土地推进建厂。

越南建厂有望通过成本优化、B端协同及市场多元化打开长期增长空间。我们认为, 越南选址紧邻椰子主产区, 有利于缩短原料运输时间, 减少损耗并保障新鲜度, 同时通过集中采购降低原料成本, 项目投产后预计年加工椰子量显著提升, 补充国内椰子原料缺口, 缓解进口压力, 加强供应链垂直整合, 强化成本控制。此外, 越南工厂建成后可为咖啡、茶饮连锁企业提供厚椰乳、椰子水等定制化原料, 满足B端客户对标准化、高性价比产品的需求, 考虑越南本地及东南亚市场对椰子制品需求旺盛, 项目远期亦有望协助开拓海外市场。

6. 盈利预测与投资评级

罐头产品：基本盘稳定、品牌基础较好，虽然需求端短期略有承压，但中长期伴随渠道多元化战略预计恢复平稳，我们预计 2025-2027 年罐头收入增速分别同比-6%/+3%/+4%；

饮料产品：椰子汁饮料 24 年需求端在同期高基数下保持稳定，近年来公司持续加强推进椰子水系列产品，未来伴随市场推广有望保持较高增速，我们预计 2025~2027 年饮料收入同比增速分别同比+1%/+4%/+7%。

其他业务：近年公司积极推进原料销售业务并有一定进展，预料 2025-2027 年保持双位数增速。我们预计 2025~2027 年营业收入为 1.2/1.7/2.3 亿元。

综上，我们预计 2025~2027 年公司整体营收为 18.6、19.7、21.4 亿元，同比+0.4%、6%、8.6%，归母净利润为 1.5、1.7、1.9 亿元，分别同比+2.7%、10.4%、11.4%，当前市值对应 PE 为 48、43、39 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表5: 欢乐家公司盈利预测（百万元）

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 罐头产品收入 | 757.8 | 664.9 | 625.3 | 644.1 | 669.5 |
| yoy | 16.9% | -12.3% | -6.0% | 3.0% | 3.9% |
| 饮料产品收入 | 1143.2 | 1105.4 | 1119.1 | 1164.6 | 1243.0 |
| yoy | 22.2% | -3.3% | 1.2% | 4.1% | 6.7% |
| 其他业务收入 | 21.58 | 84.42 | 118.19 | 165.47 | 231.66 |
| yoy | 74.6% | 291.2% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 营业收入 | 1922.6 | 1854.8 | 1862.6 | 1974.1 | 2144.2 |
| yoy | 20.5% | -3.5% | 0.4% | 6.0% | 8.6% |
| 毛利率 | 38.7% | 34.0% | 34.2% | 34.3% | 34.6% |
| 归母净利润 | 278.4 | 147.4 | 151.3 | 167.0 | 186.2 |
| yoy | 36.9% | -47.1% | 2.7% | 10.4% | 11.4% |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

7. 风险提示

食品安全问题。生产、采购、质量管理工作出现纰漏或产品流通运输环节损坏等原因或将导致产品质量问题。

业务拓展不及预期。市场营销管理体系、产品销售策略、市场推广计划出现误判或将导致业务扩展受限。

原材料波动风险。公司业务主要原材料受多重因素影响，如果供给出现较大波动将对公司生产能力与盈利能力造成不利影响。

欢乐家三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 1,105 | 1,259 | 1,394 | 1,563 | 营业总收入 | 1,855 | 1,863 | 1,974 | 2,144 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 657 | 817 | 925 | 1,055 | 营业成本(含金融类) | 1,224 | 1,226 | 1,296 | 1,402 |
| 经营性应收款项 | 169 | 149 | 158 | 171 | 税金及附加 | 19 | 19 | 20 | 21 |
| 存货 | 252 | 266 | 283 | 308 | 销售费用 | 293 | 289 | 302 | 326 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 136 | 130 | 136 | 148 |
| 其他流动资产 | 26 | 28 | 29 | 29 | 研发费用 | 5 | 4 | 4 | 5 |
| 非流动资产 | 950 | 911 | 864 | 821 | 财务费用 | 3 | 1 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 6 | 6 | 7 | 7 |
| 固定资产及使用权资产 | 667 | 636 | 602 | 556 | 投资净收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 在建工程 | 14 | 10 | 2 | 6 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 159 | 155 | 150 | 150 | 减值损失 | 17 | 2 | 1 | 0 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 16 | 16 | 16 | 16 | 营业利润 | 199 | 204 | 224 | 250 |
| 其他非流动资产 | 93 | 94 | 94 | 94 | 营业外净收支 | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 资产总计 | 2,055 | 2,170 | 2,258 | 2,384 | 利润总额 | 197 | 202 | 223 | 248 |
| 流动负债 | 874 | 674 | 695 | 747 | 减:所得税 | 50 | 50 | 56 | 62 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 214 | 114 | 134 | 154 | 净利润 | 147 | 151 | 167 | 186 |
| 经营性应付款项 | 417 | 323 | 331 | 351 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 89 | 56 | 55 | 60 | 归属母公司净利润 | 147 | 151 | 167 | 186 |
| 其他流动负债 | 155 | 181 | 174 | 182 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.34 | 0.35 | 0.38 | 0.43 |
| 非流动负债 | 46 | 46 | 46 | 46 | EBIT | 202 | 202 | 223 | 248 |
| 长期借款 | 33 | 33 | 33 | 33 | EBITDA | 299 | 278 | 301 | 321 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 34.00 | 34.20 | 34.33 | 34.59 |
| 租赁负债 | 3 | 3 | 3 | 3 | 归母净利率(%) | 7.95 | 8.13 | 8.46 | 8.68 |
| 其他非流动负债 | 10 | 10 | 10 | 10 | 收入增长率(%) | (3.53) | 0.42 | 5.99 | 8.61 |
| 负债合计 | 921 | 720 | 741 | 792 | 归母净利润增长率(%) | (47.06) | 2.69 | 10.37 | 11.45 |
| 归属母公司股东权益 | 1,134 | 1,450 | 1,517 | 1,591 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 1,134 | 1,450 | 1,517 | 1,591 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 2,055 | 2,170 | 2,258 | 2,384 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 60 | 133 | 219 | 252 | 每股净资产(元) | 2.53 | 3.31 | 3.47 | 3.64 |
| 投资活动现金流 | (111) | (36) | (32) | (31) | 最新发行在外股份(百万股) | 437 | 437 | 437 | 437 |
| 筹资活动现金流 | (255) | 63 | (80) | (92) | ROIC(%) | 10.50 | 10.17 | 10.16 | 10.73 |
| 现金净增加额 | (307) | 160 | 108 | 130 | ROE-摊薄(%) | 13.00 | 10.44 | 11.01 | 11.70 |
| 折旧和摊销 | 97 | 76 | 78 | 73 | 资产负债率(%) | 44.81 | 33.19 | 32.83 | 33.25 |
| 资本开支 | (101) | (38) | (33) | (32) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 49.10 | 47.81 | 43.32 | 38.87 |
| 营运资本变动 | (182) | (94) | (25) | (8) | P/B (现价) | 6.53 | 4.99 | 4.77 | 4.55 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>