

欢乐家 (300997.SZ)

双轮驱动稳扎基本盘，多元布局注入新动能

2024年03月31日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

张恒玮（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790524010001

日期	2024/3/29
当前股价(元)	15.50
一年最高最低(元)	16.50/10.21
总市值(亿元)	69.36
流通市值(亿元)	13.56
总股本(亿股)	4.48
流通股本(亿股)	0.88
近3个月换手率(%)	330.23

● 双主业稳健发展，拓新打造成长曲线，首次覆盖给予“增持”评级

公司形成椰子汁和水果罐头为核心的双驱动发展战略，同时积极推进产品创新，通过新品椰子水、厚椰乳等产品，打造新成长曲线，并借助经销渠道网络，实现全国区域布局。我们预计公司2024-2026年净利润分别为3.4亿元、4.1亿元、4.8亿元，分别同比+22.6%、+19.3%、+17.6%，EPS分别为0.76、0.91、1.07元，当前股价对应PE分别为20.3、17.0、14.5倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 受益于健康化消费和现制茶饮发展，椰子汁饮品具备较大成长潜力

随着生活水平提高，消费者对于健康化、品质化的椰汁饮品需求日益提升，同时现制咖啡赛道快速崛起，带动椰子汁B端市场迎来快速发展。公司于2014年推出生榨椰子汁产品，在C端市场已深耕多年，具备较好的品牌影响力，市占率稳居行业前列，2017-2023年椰子汁营收CAGR达9.6%。2023年公司积极拓新发展，一方面紧跟健康化消费趋势，推出椰子水新品类，布局年轻消费群体；另一方面针对B端咖啡市场推出厚椰乳产品，打造椰子汁业务成长新曲线。

● 水果罐头认知和接受度改善，多元化场景拓展下，未来有望稳健增长

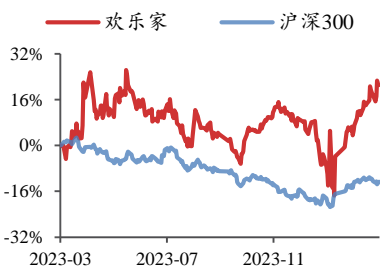
2022年我国加工水果和蔬菜市场规模达136.8亿元，随着产品多样化以及消费群体增加，未来有望保持5%复合增速扩容。公司深耕水果罐头行业二十余年，以生产黄桃和橘子罐头为主，并兼具多种水果罐头产品。2022年末受益于黄桃罐头热度提升，消费者认知和接受度明显改善，公司水果罐头快速增长。目前公司在量贩零食渠道积极布局休闲化的小包装罐头产品，有望获得较好增长。

● 优势区域加大投入，弱势区域提升空白市场覆盖，经销商规模有望持续提升

公司销售网络基本覆盖全国，优势区域华中、西南将加大投入力度，持续巩固区域内品牌知名度和市场份额。华北、西北、东北区域受地理环境影响，未来空白市场覆盖率仍有较大提升空间。公司在经销渠道采用扁平化和下沉式发展，通过增网点、扩渠道的方式，持续开拓终端网点，多区域经销商规模实现稳步增长。

● 风险提示：原料涨价风险、食品安全风险、新业务拓展和宏观经济不及预期等。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,596	1,923	2,284	2,628	2,995
YOY(%)	8.4	20.5	18.8	15.1	14.0
归母净利润(百万元)	203	278	341	407	479
YOY(%)	10.7	36.9	22.6	19.3	17.6
毛利率(%)	33.6	38.7	39.1	39.8	40.3
净利率(%)	12.7	14.5	14.9	15.5	16.0
ROE(%)	15.2	18.8	18.7	18.4	17.9
EPS(摊薄/元)	0.45	0.62	0.76	0.91	1.07
P/E(倍)	34.1	24.9	20.3	17.0	14.5
P/B(倍)	5.2	4.7	3.8	3.1	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 欢乐家：双业务稳健发展，积极创新打造新增长.....	5
1.1、 历史：罐头业务起家，布局椰子汁加速成长.....	5
1.2、 管理：股权结构集中，管理层稳定.....	5
1.3、 业务：椰子汁快速成长，水果罐头稳步发展.....	6
1.4、 财务：消费氛围好转，业绩快速增长，盈利能力提升.....	8
2、 行业：椰子汁释放新需求，水果罐头认知改善.....	10
2.1、 椰子汁市场稳步扩容，椰子水和厚椰乳带来新的消费需求.....	10
2.1.1、 植物蛋白饮料市场广阔，椰子液体饮品为重要品类.....	10
2.1.2、 椰子汁：健康化需求推动市场扩容，行业格局较为稳定.....	12
2.1.3、 椰子水：具备多种健康属性，仍在培育发展期.....	14
2.1.4、 厚椰乳：B 端需求高速增长，开启百亿蓝海市场.....	15
2.2、 水果罐头具备长期发展潜力，行业规模将持续增长.....	18
2.2.1、 水果罐头具有多种优势，消费者认知和接受度持续改善.....	18
2.2.2、 水果罐头市场增速稳定，行业集中度较低.....	19
3、 椰子汁和水果罐头双驱动，市场、渠道稳步拓展.....	20
3.1、 品牌：行业内拥有较高知名度，积极布局线上线下营销推广.....	20
3.2、 椰子汁：深耕 C 端消费场景，切入 B 端打造新增长点.....	21
3.2.1、 椰子汁深耕线下消费场景，具备较大增长弹性.....	21
3.2.2、 椰子水把握健康化消费趋势，布局年轻消费群体.....	23
3.2.3、 厚椰乳搭建研发和销售团队，B 端市场有望成为新的发展机遇.....	24
3.3、 水果罐头：业务模式稳定发展，探索休闲化消费场景.....	24
3.4、 市场：优势区域加速发展，薄弱区域提升覆盖率.....	26
3.5、 渠道：扁平化、下沉式发展，经销商质量有望持续提升.....	27
3.6、 产能：推动加工和生产基地建设，为后续发展提供保障.....	29
4、 盈利预测与投资建议.....	30
5、 风险提示.....	32
附：财务预测摘要.....	33

图表目录

图 1： 公司历史成长中持续创新发展.....	5
图 2： 公司股权结构集中.....	6
图 3： 2023 年公司产品结构以椰子汁和水果罐头为主.....	7
图 4： 2017-2023 年椰子汁营收（亿元）实现较快增长.....	7
图 5： 椰子汁和水果罐头业务贡献大部分营收.....	7
图 6： 2023 年公司营收同比增长 20.5%.....	8
图 7： 2023 年公司归母净利润同比增长 39.4%.....	8
图 8： 2023 年椰子汁直接材料成本占其营业成本的 84.2%.....	9
图 9： 2023 年水果罐头直接材料成本占其营业成本的 78.6%.....	9
图 10： 2023 年公司毛利率和净利率分别为 38.75%和 14.48%.....	9
图 11： 2023 年椰子汁和水果罐头毛利率分别为 45.69%和 30.52%.....	9
图 12： 2023 年包材 PET 瓶片价格下降.....	9

图 13: 2023 水果生产价格指数有所回落	9
图 14: 公司季度间营收较为波动	10
图 15: 公司 2021-2023 年四季度营收占比在 30%以上	10
图 16: 植物蛋白饮料市场规模超千亿元	10
图 17: 2022 年椰汁产品为第二大植物蛋白饮料	10
图 18: 椰子液体饮品分为椰子水、椰子汁和厚椰乳	11
图 19: 2020 年以来新品类厚椰乳需求快速提升	12
图 20: 预计 2022-2026 年椰子汁行业 CAGR 将达到 17%	12
图 21: 2022 年椰汁液体饮品传统零售、经销渠道占比达 52%	13
图 22: 2022 年椰子汁行业 CR3 占比约 44%	13
图 23: 美国 Genius 品牌开创了“椰子奶昔”品类	13
图 24: CreativeRoots 品牌将水果口味与椰子水融合	13
图 25: 包装椰子水市场规模预计 2022-2026 年 CAGR 达 25%	14
图 26: 2022 年椰子水市场集中度较低	15
图 27: 2022 年商超和便利店为椰子水主要销售渠道	15
图 28: 2022 年瑞幸生椰拿铁产品占公司总销量的 22%	15
图 29: 2022 年菲诺厚椰乳产品主要在茶饮咖啡店中使用	15
图 30: 主流咖啡品牌纷纷推出椰类相关的咖啡产品	16
图 31: 2021 年我国人均现制咖啡消费量较低	16
图 32: 现制咖啡市场有望高速扩容	16
图 33: 瑞幸咖啡门店数量突破 1.7 万家	17
图 34: 工业椰浆加工市场规模预计 2022-2026 年 CAGR 达 44.6%	17
图 35: 2022 年厚椰乳行业菲诺市占率预计 30%左右	17
图 36: 厚椰乳知名品牌较少	17
图 37: 欢乐家黄桃罐头以新鲜水果为主要配料	18
图 38: 水果罐头具备多种优势	18
图 39: 加工水果和蔬菜市场规模预计 2023-2025 年将保持 5%复合增速增长	19
图 40: 2022 年我国加工水果和蔬菜市场集中度较低	20
图 41: 2022 年我国加工水果和蔬菜市场主要集中在线下商超	20
图 42: 公司携手产品代言人进行电商直播	21
图 43: 公司积极在线下商超进行推广布局	21
图 44: 2017-2023 年椰子汁营收 CAGR 达 11.4%	22
图 45: 2017-2023 年椰子汁销售 CAGR 达 9.3%	22
图 46: 2022 年 1.25L 和 245ml 两种规格椰子汁贡献大部分营收	22
图 47: 2020 年以来 1.25L 椰子汁产品贡献过半营收	22
图 48: 欢乐家椰子汁毛利率 (%) 较竞品差距持续缩小	23
图 49: 欢乐家椰子汁产品单吨销售价格 (万元/吨) 仍有较大提升空间	23
图 50: 公司推出新品椰子水	23
图 51: 公司推出电解质能量饮料椰鲨	23
图 52: 公司推出 1L 装厚椰乳产品	24
图 53: 2017-2023 年水果罐头营收 CAGR 为 5.9%	25
图 54: 黄桃和橘子罐头贡献大部分营收	25
图 55: 2017-2023 年黄桃罐头营收 CAGR 达 12.8%	25
图 56: 2017-2023 年橘子罐头营收 CAGR 达 3.9%	25
图 57: 2023 年公司水果罐头均价达 10.5 元/千克	26

图 58: 欢乐家水果罐头毛利率 (%) 位居行业前列	26
图 59: 欢乐家 252g 玻璃瓶黄桃罐头	26
图 60: 欢乐家 200g 铁盒黄桃罐头	26
图 61: 公司多区域营收 (亿元) 实现稳步增长	27
图 62: 华中和西南市场营收占比 (%) 持续提升	27
图 63: 2023 年经销模式实现营收 18.2 亿元	28
图 64: 2023 年经销模式营收占比 (%) 达 95.6%	28
图 65: 华中、西南、华东经销商数量 (家) 较多	28
图 66: 2023 年华中区域经销商平均年销售 (万元) 达 128.7 万元	28
图 67: 年销售额 50 万元以上的经销商数量占比 (%) 稳步提升	29
图 68: 年销售额 50 万元以上的经销商营收占比 (%) 超 80%	29
图 69: 2023 年罐头设计产能达 16.78 万吨	30
图 70: 2023 年罐头产能利用率为 44.8%	30
图 71: 2023 年饮料业务设计产能达 47.19 万吨	30
图 72: 2023 年饮料产能利用率为 44.2%	30
表 1: 公司核心管理层稳定	6
表 2: 厚椰乳品牌持续增加	17
表 3: 公司目前共有四大生产基地	29
表 4: 收入拆分预测表	31
表 5: 可比公司估值: 欢乐家估值处于行业平均水平	32

1、欢乐家：双业务稳健发展，积极创新打造新增长

1.1、历史：罐头业务起家，布局椰子汁加速成长

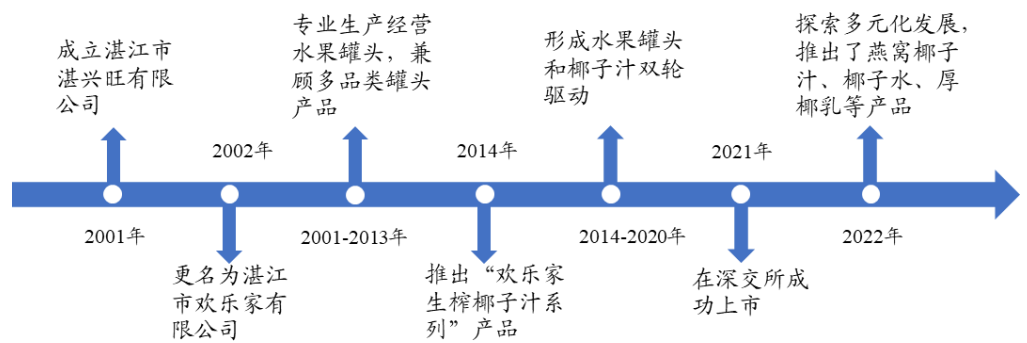
欢乐家是一家依靠地区资源优势，以专业生产经营椰子汁植物蛋白饮料、果汁饮料、乳酸菌饮料和水果罐头为主的大型民营综合食品生产企业，公司发展历程大致可以分为以下三个阶段：

2001-2013 年：生产罐头业务起家，产品种类丰富。2001 年欢乐家前身湛江市湛兴旺食品有限公司成立，2002 年更名为湛江市欢乐家食品有限公司。公司在创立初期依靠岭南地区资源优势，专业生产经营水果罐头、海产品罐头及鹌鹑蛋罐头，之后逐步转为生产以橘子和黄桃罐头为核心、并兼顾多品类罐头产品。

2014-2020 年：进军椰子汁行业，形成水果罐头和椰子汁双轮驱动。公司于 2014 年进入植物蛋白饮品行业，推出“欢乐家生榨椰子汁系列”产品，通过依托原有的水果罐头销售渠道，椰子汁产品实现快速发展，迅速为公司铺市率、销售区域、销量全面丰收的支柱产品。公司发展战略从过去主营生产罐头产品，转变为以水果罐头和椰子汁为主的双驱动战略。

2021 年至今：探索创新多元发展，打开成长新曲线。公司于 2021 年 6 月 2 日成功在深交所上市，并开始探索多元化发展，先后推出了多种新品，包括燕窝椰子汁、椰子水、厚椰乳等。2022 年受益于黄桃罐头关注度提升，水果罐头产品在市场接受度明显改善。2023 年公司关注到以厚椰乳为基底的茶饮需求出现高速增长，公司开始利用渠道网点、经销商、供应链和品牌能力等优势，通过搭建研发和销售团队，逐步布局 B 端厚椰乳市场。当前公司正处于探索创新发展期，未来随着产品多元化发展，业绩增长具备较大潜力。

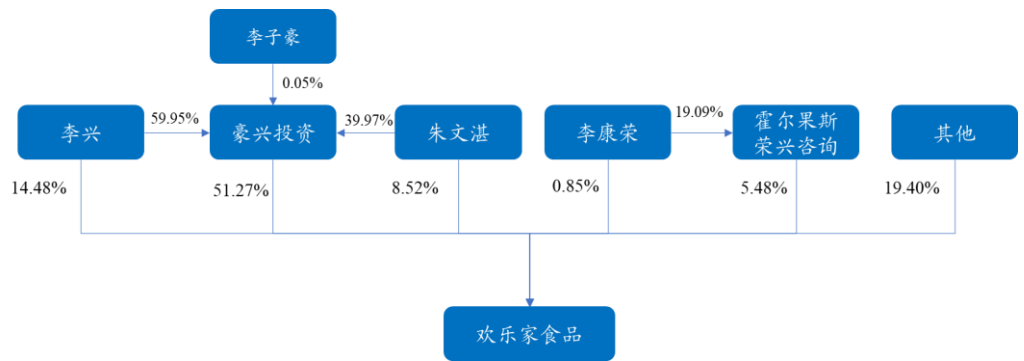
图1：公司历史成长中持续创新发展



资料来源：公司公告、绿松鼠公众号、食业头条、整点消费、开源证券研究所

1.2、管理：股权结构集中，管理层稳定

股权结构集中，以个人控股为主。公司实际控制人为李兴、朱文湛、李康荣和李子豪，其中李兴、朱文湛系夫妻关系，两人直接合计持有公司 23.00% 股份，并通过豪兴投资间接持有公司 51.23% 的股份。李康荣系李兴之弟，直接持有公司股份 0.85%，并持有荣兴投资 19.09% 的出资额，间接享有公司 1.05% 的权益。李子豪为李兴、朱文湛之子，通过豪兴投资间接持有少量股份。李兴、朱文湛、李康荣、李子豪四人合计直接持有和间接控制的股份占公司股本总额的 76.15%。

图2：公司股权结构集中


数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：截至 2023 年年报）

核心管理层稳定，具备多年行业经验。公司管理团队大多加入时间较早，在公司已任职管理岗位多年，具备较为丰富的从业经历。其中李兴为公司创办人，从公司成立至今一直担任董事长和总经理职位，对公司整体经营战略和行业发展趋势有深入理解。副总经理程松和杨岗曾在其他食品公司担任经理职务，从业经验丰富。

表1：公司核心管理层稳定

姓名	职务	履历
李兴	董事长，总经理	曾任湛江旺旺多多总经理，2001 年创办公司，现任公司董事长、总经理。兼任湛江欢乐家实业有限公司执行董事。
李子豪	副董事长，董事	2016 年加入公司，曾任欢乐家食品集团股份有限公司电商事业部总监，现任欢乐家食品集团股份有限公司副总经理，董事长特别助理，兼任广东高地投资有限公司执行董事。
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。
程松	董事,副总经理	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 年加入公司，现任公司董事、副总经理。
杨岗	董事,副总经理	曾任四川国群食品有限公司经理、湛江市旺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。
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。
翁苏闽	副总经理,财务总监	现任公司副总经理,财务总监,曾任公司财务经理,财务副监。
范崇澜	副总经理,董事会秘书	现任公司副总经理、董事会秘书。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、业务：椰子汁快速成长，水果罐头稳步发展

公司产品结构清晰，椰子汁和水果罐头形成双轮驱动。公司产品结构形成椰子汁和水果罐头双轮驱动的发展战略，分品类看，一类是以生榨椰子汁为主的植物蛋白饮料，贡献公司一半营收，产品类型包括 245ml 蓝彩铁罐装（面向送礼和即饮）和 1.25L 的 PET 瓶装（面向宴席和家庭消费）椰子汁、以及新品椰子水、厚椰乳等。另一类为水果罐头产品，产品种类上以橘子和黄桃罐头为主，并兼具多种水果品类，包括雪梨、杨梅、荔枝等，产品规格主要以 900g 大容量瓶装（面向家庭消费）和 256g 瓶装（面向日常消费、礼品）为主，满足了多样化人群需求。其他产品包括乳酸菌、

八宝粥等，营收占比相对较小。

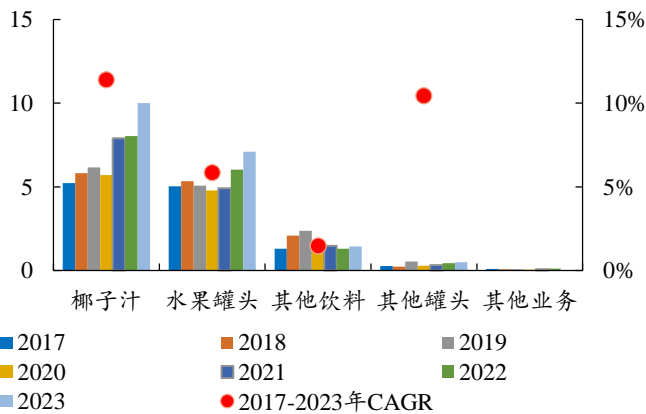
图3：2023年公司产品结构以椰子汁和水果罐头为主



资料来源：公司官网、开源证券研究所

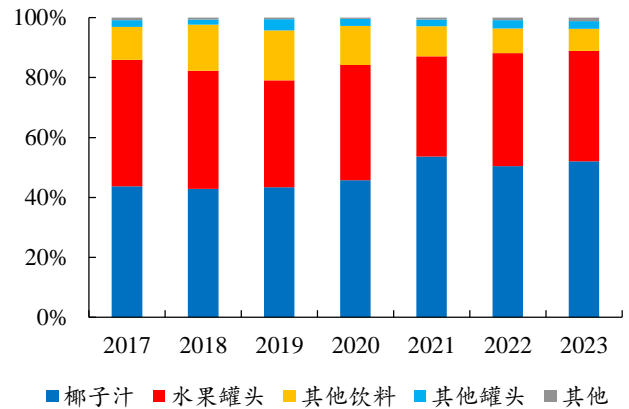
椰子汁业务快速成长，水果罐头业务稳定发展。分业务发展情况看，椰子汁为公司第一大业务，2017-2023年实现较好发展，营收从5.2亿元增长至10.0亿元，营收占比从43.8%提升至52.0%，营收CAGR达11.4%。水果罐头为公司第二大业务，2023年实现营收7.1亿元，营收占比达36.9%，2017-2023年营收CAGR达5.9%。其他饮料和罐头产品营收占比相对较小。

图4：2017-2023年椰子汁营收（亿元）实现较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：椰子汁和水果罐头业务贡献大部分营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、财务：消费氛围好转，业绩快速增长，盈利能力提升

受益于黄桃罐头关注度提升和消费氛围好转，2023 年公司业绩实现快速增长。2017-2019 年在椰子汁和水果罐头稳步发展下，公司业绩实现稳健增长。2020 年由于线下消费场景受限较大，导致公司旺季销售表现不佳，当年度营收和净利润分别同比下滑 12.4%和 13.6%。2021-2022 年全国消费场景受限较多，公司椰子汁和水果罐头产品销售均受到较大影响，导致营收和净利润增速较为波动。2023 年随着线下消费场景恢复，人员流动、消费氛围逐渐好转，礼赠需求旺盛，全年椰子汁和黄桃罐头均实现较好增长，2023 年营收和净利润分别同比增长 20.5%和 39.4%。

图6：2023 年公司营收同比增长 20.5%

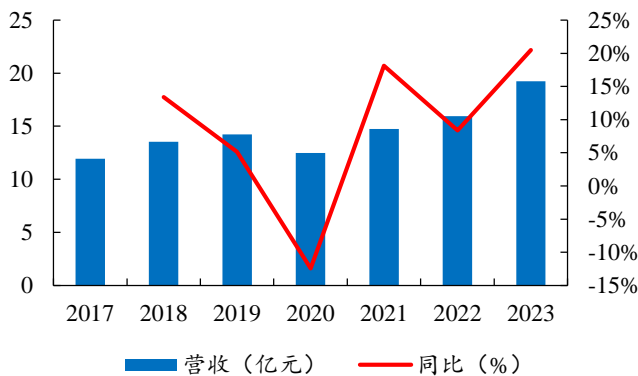
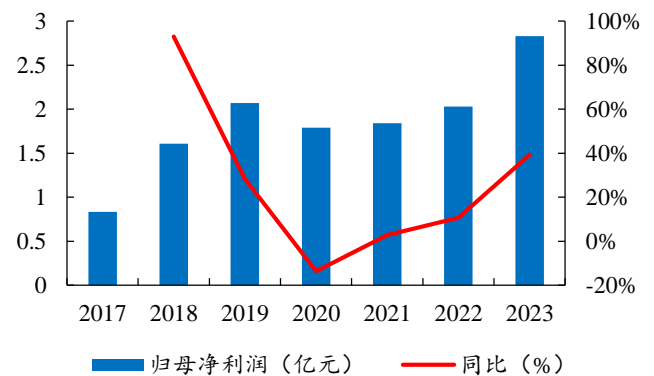


图7：2023 年公司归母净利润同比增长 39.4%

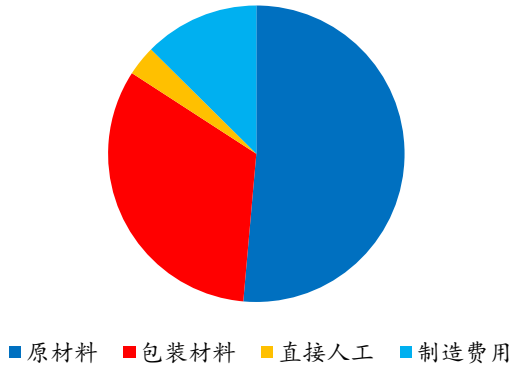


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

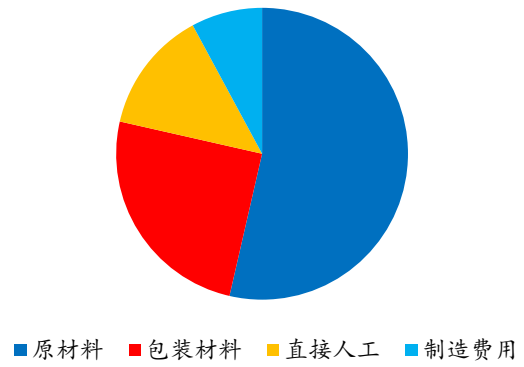
公司毛利率主要受直接材料价格波动影响。公司营业成本中直接材料成本占比最大，2023 年椰子汁和水果罐头的直接材料成本（原材料和包装材料）占其营业成本比例分别为 84.2%和 78.6%。公司的直接材料包括生榨椰子汁、鲜果等主要原材料，白砂糖等辅助原材料，以及瓶、盖、纸箱等各类包装材料。其中，生榨椰子汁、鲜果等主要原材料受当年产季的自然天气、市场供求等因素影响较大；白砂糖的价格受大宗商品交易价格影响；而各类包装材料采购价格的主要影响因素为市场供求情况。2017-2020 年公司毛利率提升，主要系原材料生榨椰子汁和水果价格有所回落；2021-2022 年毛利率回落，主要与水果采购成本以及包材价格上涨有关。2023 年公司毛利率同比增长 5.2pct，一方面 2022 年公司对部分产品出厂价进行上调，另一方面大宗商品价格有所回落。展望 2024 年看，随着原材料和包材价格降低，2024 年盈利能力大概率上行。

图8: 2023 年椰子汁直接材料成本占其营业成本的 84.2%



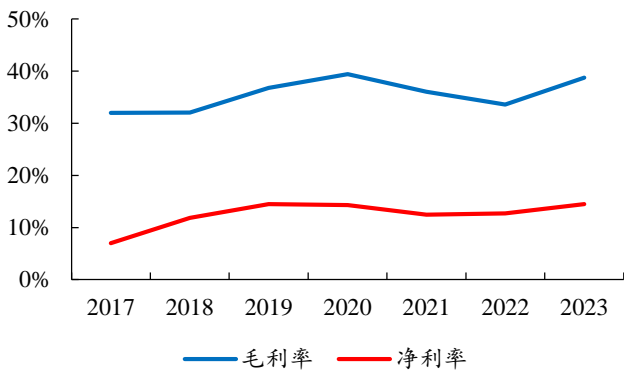
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2023 年水果罐头直接材料成本占其营业成本的 78.6%



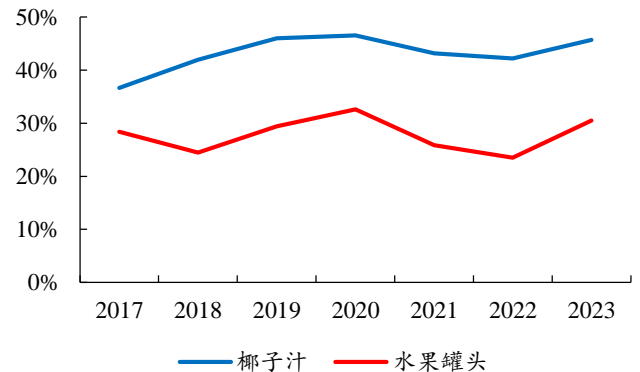
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2023 年公司毛利率和净利率分别为 38.75%和 14.48%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2023 年椰子汁和水果罐头毛利率分别为 45.69%和 30.52%



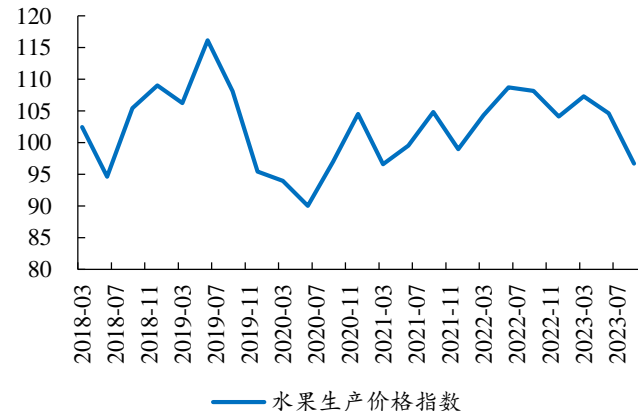
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2023 年包材 PET 瓶片价格下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2023 水果生产价格指数有所回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

椰子汁和水果罐头产品具有礼品属性, 销售淡旺季较为明显, 四季度营收占比较多。由于水果罐头、植物蛋白饮料产品具有一定的礼品属性, 在春节期间市场需

求较大，经销商通常将在节前两个月开始集中备货，销售节奏呈现出节前逐渐升温、节后迅速回落的节日效应，因此公司业绩有明显的季节波动。分季度看，2021-2023年公司一二三季度营收占比基本维持在21%-25%之间，2021-2023年四季度营收占比在30%以上。

图14：公司季度间营收较为波动

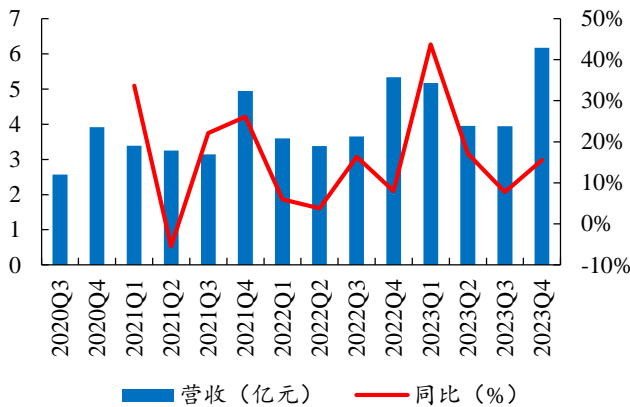
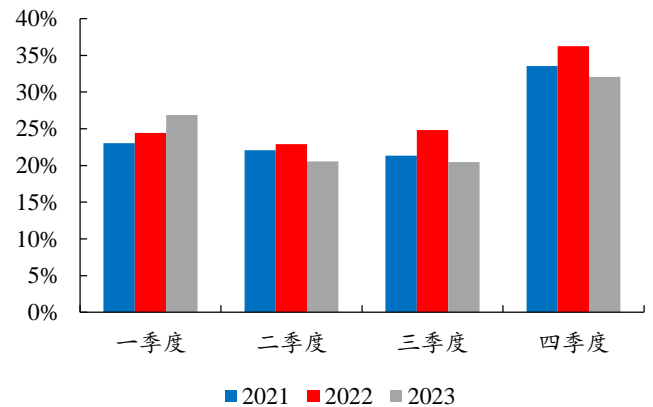


图15：公司 2021-2023 年四季度营收占比在 30% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：椰子汁释放新需求，水果罐头认知改善

2.1、椰子汁市场稳步扩容，椰子水和厚椰乳带来新的消费需求

2.1.1、植物蛋白饮料市场广阔，椰子液体饮品为重要品类

植物蛋白饮料市场规模超千亿元，椰子液体饮品占比较高。植物蛋白饮料指以植物果仁、果肉及大豆为原料，经加工、调配后，再经高压杀菌或无菌包装制得的乳状饮料。随着生活水平提高，消费者对于健康化、品质化需求日益提升，植物蛋白饮料具备天然绿色健康特性，近年来市场规模稳步增长。根据中商情报网测算，2022年我国植物蛋白饮料市场规模达到1351亿元，其中椰子液体饮品为第二大植物蛋白饮料，2022年市占率达14.2%，未来随着行业市场化程度以及健康化饮食需求提升，椰子液体饮品市场份额仍有较大提升空间。

图16：植物蛋白饮料市场规模超千亿元

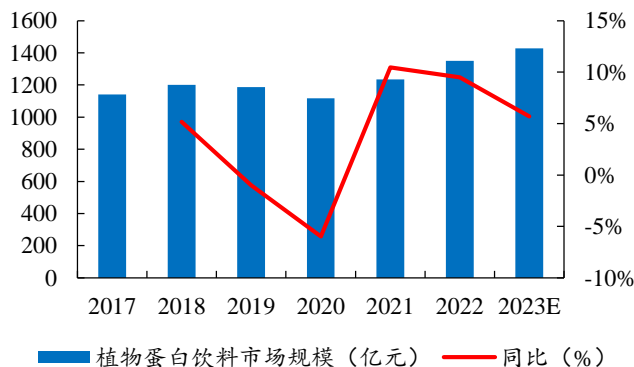
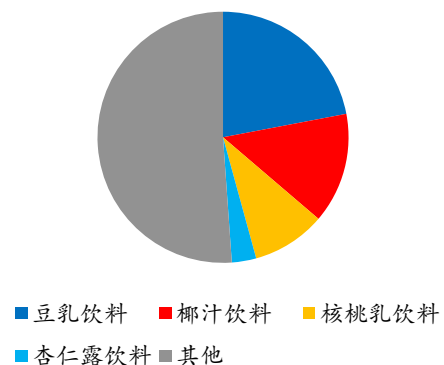


图17：2022年椰汁产品为第二大植物蛋白饮料

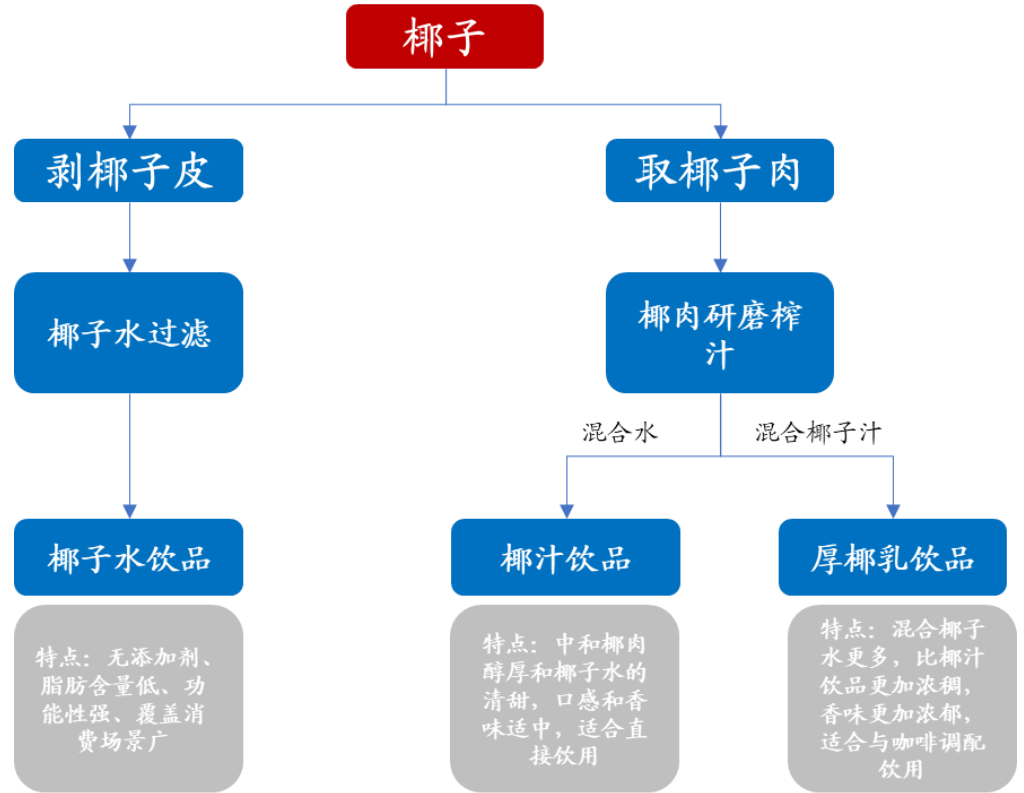


数据来源：中商情报网、开源证券研究所

数据来源：中商情报网、开源证券研究所

椰子液体饮品主要分为椰子水、椰子汁和厚椰乳三大类别，其中椰子水为剥椰子皮后获得天然植物椰子水，其热量较低，含有丰富营养物质。椰汁和厚椰乳饮品是将椰子肉研磨后加入椰子水和少量水调配而成，椰汁混合水较多，味道中和椰奶的醇厚和椰子水的清甜，更加适合直饮；而厚椰乳混合椰子水较多，味道更加浓稠，香味更加浓郁，适合与咖啡、茶饮混合调配饮用。

图18：椰子液体饮品分为椰子水、椰子汁和厚椰乳



资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

我国椰子饮品市场发展可以分为以下三个阶段：

1987-2013 年：椰树研发天然椰汁饮料，打开椰子汁品类发展新篇章。1955 年椰树集团在海南以生产罐头起家，1989 年研发推出椰子汁饮品，饮品以铁罐包装，主要在宴席、送礼、团购、餐饮等消费场景，带动椰树集团规模快速扩张，90 年代基本占据椰汁市场 90% 份额。随着椰汁行业的扩张，椰泰、欢乐家、特种兵等品牌陆续进入市场，并通过新颖包装、产品创新、场景聚焦等方式，占据一定市场份额。

2014-2019 年：椰子水产品进入扩张，国外品牌率先打开市场。2014 年椰子水市场规模开始进入扩张期，一方面由于传统国内椰汁品牌形象老化、推出新品较少、不重视电商渠道等原因，行业规模发展减缓。另一方面椰子水国际品牌开始快速扩张，2014 年全球椰子水龙头品牌维他可可进入中国市场，其拥有丰富的营销和推广经验，快速打开国内椰子水市场。在海外品牌引领下，天喔、椰树、欢乐家等品牌也均推出相关椰子水产品。

2020 年至今：受益于现制咖啡、茶饮市场火爆，新品类厚椰乳需求快速提升。随着生活品质提升，年轻消费群体对于咖啡、奶茶等调饮需求发生变化，从过去的传统奶咖开始向多元化基底发展。2020 年菲诺品牌创新推出厚椰乳产品，并主要面向 B 端茶饮客户，2021 年瑞幸咖啡与菲诺合作推出新品生椰拿铁，产品上市后迅速

火爆市场，并带动以椰奶为基底的咖啡和茶饮需求迎来高速增长，各类以椰乳为元素的咖啡、奶茶产品层出不穷。

图19：2020年以来新品类厚椰乳需求快速提升

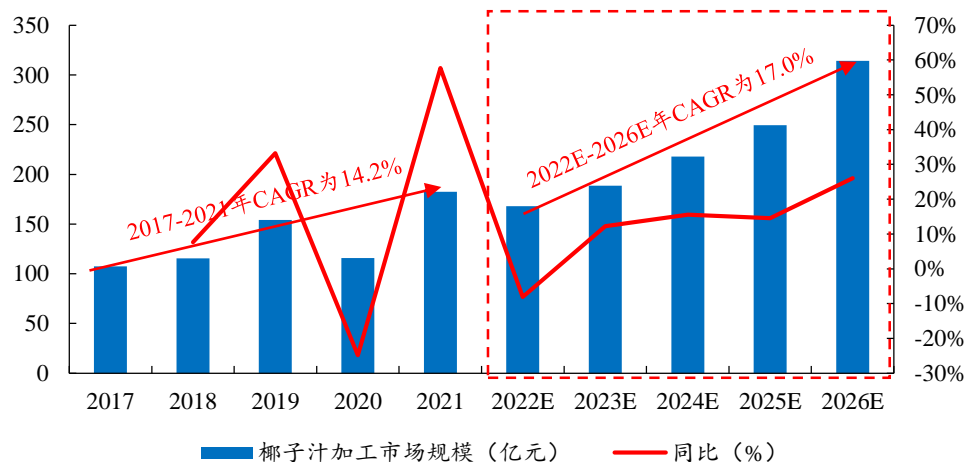


资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

2.1.2、椰子汁：健康化需求推动市场扩容，行业格局较为稳定

椰子汁市场稳步扩容，预计2022-2026年行业规模CAGR有望保持17%。根据头豹研究院测算，2017年以来我国椰子汁加工市场规模稳步增长，2021年椰子汁市场规模增长至182.6亿元，2017-2021年行业规模CAGR达14.2%。未来随着消费者健康化、潮流化、营养化意识提升，椰子汁市场规模有望加快增长，预计2022-2026年行业规模CAGR将达到17%。

图20：预计2022-2026年椰子汁行业CAGR将达到17%



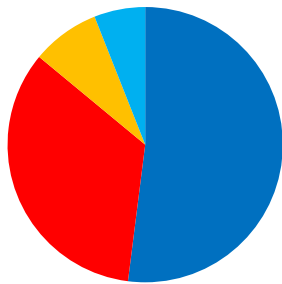
数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

椰子汁产品集中在餐饮、送礼和宴席等消费场景，主要通过线下传统渠道销售。椰子汁产品在发展中，品牌商主要围绕现饮消费群体进行营销推广。分场景看，在餐饮和送礼场景中，椰子汁产品多以小瓶包装为主；在家宴、婚宴、聚餐等消费场景，产品销售多以大瓶装为主。在销售渠道方面，由于椰子汁主要以即饮为主，产品的便利性成为首要考虑因素，企业销售主要集中在线下传统渠道和餐饮渠道，线

上电商占比较小。

椰子汁市场呈现“一超多强”格局，行业仍有大量中小生产企业。根据天眼查数据显示，我国涉及“椰子、椰奶、椰乳”的企业超过 6500 家，其中椰子汁行业头部品牌主要有椰树、苏萨、欢乐家、菲诺等。根据头豹研究院测算，2022 年椰子汁行业 CR3 估计在 44%左右，其中椰树集团作为老牌椰汁企业市占率预计 29%，为行业龙头品牌，其次苏萨和欢乐家市占率预计分别为 10%和 5%，其他生产企业合计市占率预计 56%。

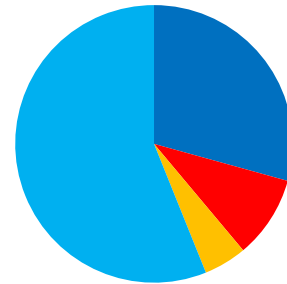
图21：2022 年椰汁液体饮品传统零售、经销渠道占比达 52%



■ 传统渠道 ■ 餐饮渠道 ■ 电商渠道 ■ 其他渠道

数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

图22：2022 年椰子汁行业 CR3 占比约 44%



■ 椰树 ■ 苏萨 ■ 欢乐家 ■ 其他

数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

椰子汁产品口味相对单一，口味、包装、品类延展将带来新的消费需求。海外椰子汁品牌由于发展较早，产品种类相对较为丰富，产品以椰子汁为主体并添加营养元素或者混搭多种口味方式，将椰子汁产品向营养化、多元化方面创新。例如美国 Genius 品牌开创了“椰子奶昔”品类，有原味、摩卡味、香草肉桂味；CreativeRoots 品牌将水果口味与椰汁进行融合，提供了橙子菠萝、西瓜柠檬、混合浆果、桃子芒果等口味。目前我国传统椰子汁多以原味生榨椰子汁为主，在产品口味、包装类型、品类延展上相对单一，部分企业也在进行椰子汁升级和深度挖掘，推出了水果椰子汁、坚果椰子汁、谷物椰子汁等，未来随着国内品牌持续开发和创新，椰子汁消费群体将逐步扩大。

图23：美国 Genius 品牌开创了“椰子奶昔”品类



资料来源：Foodaily 每日食品公众号

图24：CreativeRoots 品牌将水果口味与椰子水融合



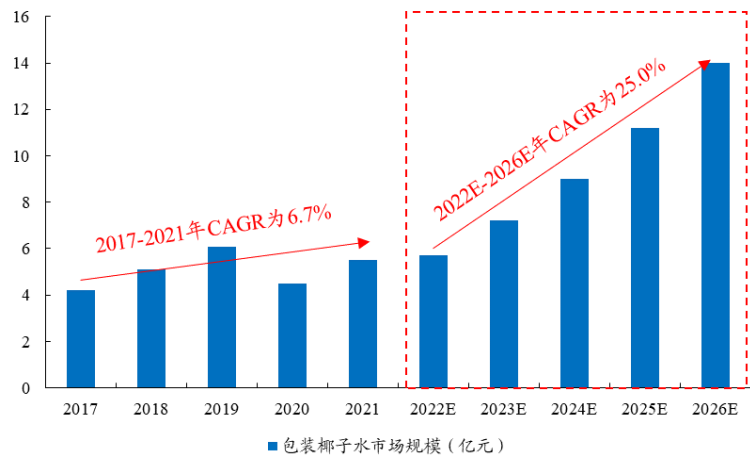
资料来源：食研汇 FTA 公众号

2.1.3、椰子水：具备多种健康属性，仍在培育发展期

椰子水具备多种健康属性，逐步进入大众视野。椰子水为天然植物水，其内部含有丰富的电解质，如钾、钠和镁，有助于维持身体的正常功能，同时卡路里含量较低，不含脂肪和胆固醇，具有低脂、低糖、低热量、高纤维等健康特性。近年来随着消费者对健康饮品的需求不断增加，椰子水逐渐受到消费者青睐，产品不仅满足椰子风味，更符合身体健康化和低热量的需求，成为健身爱好者、运动员、健康生活追求者的首选饮品。

椰子水市场目前仍在培育阶段，未来随着健康意识提升，行业将快速扩容。虽然椰子水具备多种健康化属性，但产品进入我国市场时间较晚，消费者培育时间较短，多数人群对椰子水认知度较低，导致行业过去增速较慢。未来在居民健康意识提升下，椰子水饮品消费意愿将持续增强，推动行业市场规模将呈现快速增长趋势，根据头豹研究院测算，2022-2026年椰子水行业预计复合增速将达25%，市场规模有望快速突破10亿元。

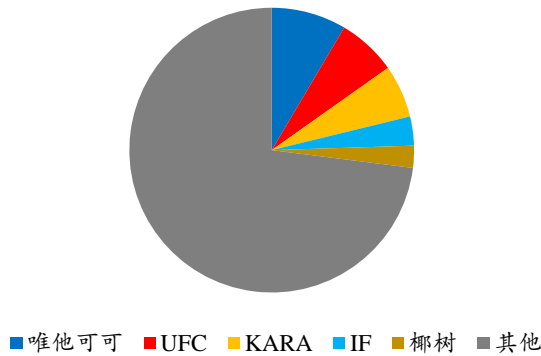
图25：包装椰子水市场规模预计 2022-2026 年 CAGR 达 25%



数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

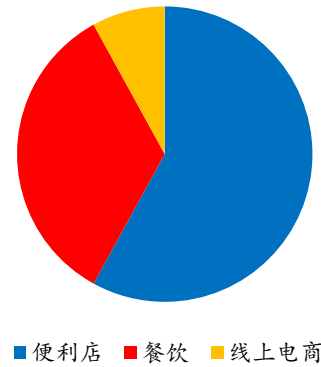
椰子水行业集中度较低，商超便利店为主要销售渠道。我国椰子水市场行业集中度较低，2022年行业CR5占比达27%，头部企业主要以海外品牌为主，包括唯他可可、UFC、KARA等，近年来我国传统品牌开始持续发力椰子水市场，椰树集团、欢乐家等企业纷纷推出相关产品。从销售渠道看，椰子水产品消费多以自饮和聚餐为主，因此商超便利店和餐饮门店为主要销售渠道。

图26：2022年椰子水市场集中度较低



数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

图27：2022年商超和便利店为椰子水主要销售渠道

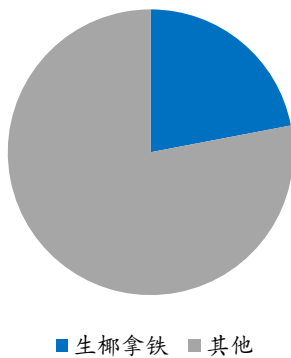


数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

2.1.4、厚椰乳：B端需求高速增长，开启百亿蓝海市场

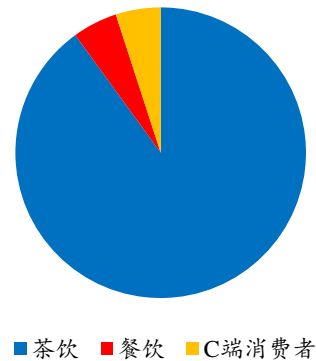
瑞幸生椰拿铁成功出圈，咖啡+厚椰乳的新搭配成为咖啡消费主流。2020年瑞幸咖啡开始与菲诺合作，并于2021年推出生椰拿铁新品，产品采用厚椰乳搭配高品质咖啡豆打造，上市后凭借醇厚清甜的口感，迅速成为了咖啡行业的口味风向标，目前累计销量超过3亿杯。根据前瞻产业研究院显示，2022年生椰拿铁产品销量占比约22%，为公司核心大单品。瑞幸生椰拿铁成为潮流饮品后，带动厚椰乳+咖啡的全新组合成为消费者首选，厚椰乳产品开始在各类咖啡连锁门店中广泛使用，根据头豹研究院测算，2022年菲诺厚椰乳产品90%销售主要流向咖啡、茶饮连锁店。

图28：2022年瑞幸生椰拿铁产品占公司总销量的22%



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图29：2022年菲诺厚椰乳产品主要在茶饮咖啡店中使用



数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

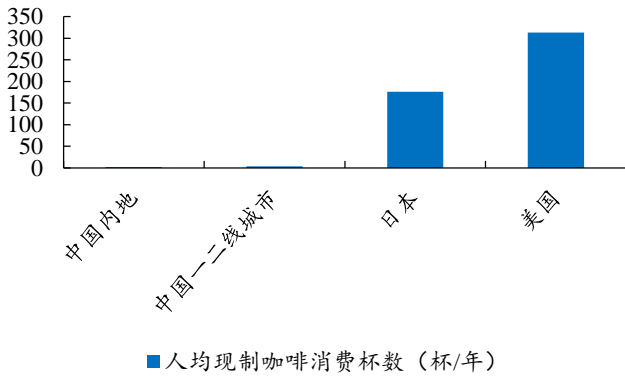
图30：主流咖啡品牌纷纷推出椰类相关的咖啡产品



资料来源：各品牌微信小程序、开源证券研究所

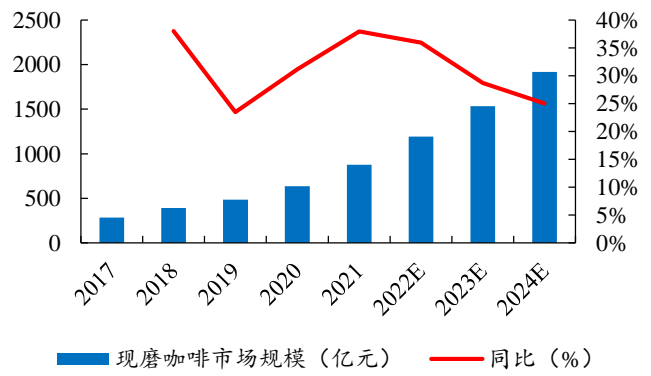
我国咖啡销量较低，现制咖啡市场扩容空间较大。现磨咖啡作为“消费升级”类产品，消费属性与我国新消费需求吻合，目前我国现制咖啡市场仍处于发展初期阶段，2021年一二线城市人均咖啡销量仅为3.8杯/年，与其他发达国家对比存在较大差距，未来随着人均收入水平和消费意识提升，咖啡人均消费量仍有较大提升空间。根据艾瑞咨询显示，2023年我国现制咖啡市场规模预期超1000亿元，未来有望保持高速扩容趋势。

图31：2021年我国人均现制咖啡消费量较低



数据来源：美团餐饮公众号、开源证券研究所

图32：现制咖啡市场有望高速扩容



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

随着B端厚椰乳需求高速增长，工业椰浆市场将突破百亿元。B端厚椰乳供应目前仍处于拓展阶段，未来具备较大成长潜力，一方面厚椰乳饮品在咖啡行业中渗透率仍在快速提升，主流品牌和新兴品牌持续加大椰类咖啡产品的推新；另一方面当前咖啡连锁门店处于快速扩张期，三四线城市存在较大空白区域，头部品牌门店数量逐年高速增长，2024年瑞幸咖啡门店数量已突破1.7万家，星巴克超过7000家，库迪咖啡超过6000家。随着厚椰在咖啡市场渗透率提升和咖啡连锁门店数量增长双驱动下，未来3-5年B端厚椰乳产品需求将呈现高速增长，根据头豹研究院测算，2025年工业椰浆市场规模将突破百亿元，2022-2026年预计复合增速将达到44.6%。

图33: 瑞幸咖啡门店数量突破 1.7 万家

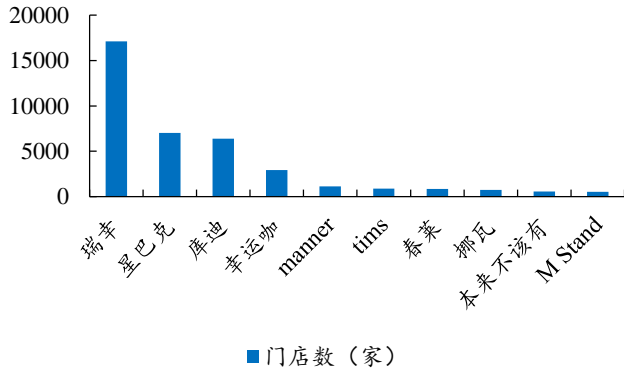
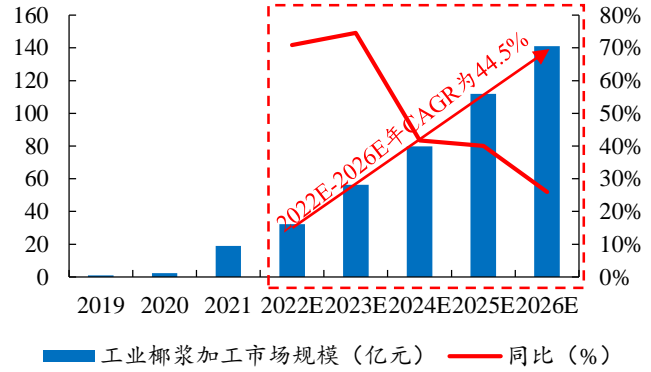


图34: 工业椰浆加工市场规模预计 2022-2026 年 CAGR 达 44.6%

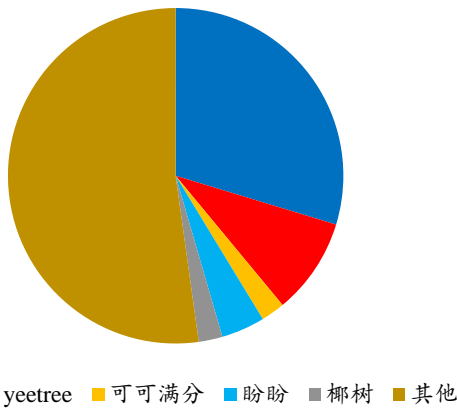


数据来源: 极海品牌检测公众号、开源证券研究所 (截至 2024 年 2 月)

数据来源: 头豹研究院、开源证券研究所

厚椰乳进入壁垒较高, 行业竞争格局较为分散, 市场处于蓝海阶段。厚椰乳行业进入壁垒相对较高, 一方面需要企业具备完善的生产供应链体系, 能有效保证产品稳定品质、优异的口感和较高的性价比; 另一方面 B 端渠道与传统 C 端渠道有较大区别, 企业需要具备专门的 B 端业务团队, 向茶饮连锁门店布局。因此目前行业竞争者相对较少, 市场仍处于蓝海阶段, 知名品牌仅有菲诺、可可满分、盼盼、欢乐家等, 根据头豹研究院测算, 菲诺作为厚椰乳行业的领军企业, 2022 年其市场份额预计 30% 左右, 其余品牌份额相对较少。随着 B 端厚椰乳市场高速扩容, 预计品牌知名度和消费者认知更高的产品有望占据更大市场份额。

图35: 2022 年厚椰乳行业菲诺市占率预计 30% 左右



数据来源: 头豹研究院、开源证券研究所

图36: 厚椰乳知名品牌较少



资料来源: 食评方公众号、天猫超市

表2: 厚椰乳品牌持续增加

品牌	企业介绍	产品	渠道	销售情况
菲诺	成立于 2015 年, 是一家专注椰基植物饮品研发、生产与销售的全产业链公司。原材料来自于泰国、越南、印尼和中国海南等地的椰子, 并在桐乡、海口、深圳、上海设立四大研发基地。大单品菲诺厚椰乳已进驻全国 13W+ 线下茶饮、咖啡门店。	厚椰乳、生椰小拿铁、椰子水等	B 端+C 端	厚椰乳产品年销售额达 10 亿元
可可满分	成立于 2020 年 10 月, 隶属于果荃健康科技 (海南) 有限公司。	无糖椰乳、椰子	C 端	

品牌	企业介绍	产品	渠道	销售情况
	满分以椰奶为切入点，产品包括无糖椰乳、风味椰乳、椰水椰乳等品类。可可满分定位中高端品牌，产品主打无糖、低糖的概念。	水		
盼盼食品	1996年诞生于福建晋江，公司一直致力于产品研发和技术创新，始终以“优质、健康、绿色、时尚”的产品面对消费大众，同时不断开拓占领市场。2021年7月，盼盼顺势推出新品厚椰乳。	厚椰乳、椰浆	B端+C端	
椰子跳动	2022年盼盼食品旗下的伽那食品推出新锐品牌椰子跳动，主攻咖啡茶饮、甜品烘焙和餐饮等B端市场。	厚椰乳、生椰乳、椰浆等	B端	
植白说	成立于2019年，是可口可乐中国面向时尚休闲社交场景推出的植物基品牌，旨在为喜爱植物基饮品的都市消费者带来多元化的生活方式和更好的饮用体验。	燕麦乳、椰子汁、厚椰乳	C端	
椰达	熊猫乳品旗下品牌。熊猫乳品1996年诞生于浙江温州，公司在浙江、山东、海南等地建立生产基地，在上海设立销售与应用技术服务中心，公司主要产品有：熊猫牌炼乳、奶酪、奶油、奶酱，椰达牌椰浆、椰乳等系列产品。	厚椰乳、椰浆	B端+C端	

资料来源：很有菲诺味儿公众号、FoodTalks 公众号、36 氪未来消费公众号、盼盼休闲食品旗舰店公众号、熊猫乳品官网、中国上市公司协会公众号、开源证券研究所

2.2、水果罐头具备长期发展潜力，行业规模将持续增长

2.2.1、水果罐头具有多种优势，消费者认知和接受度持续改善

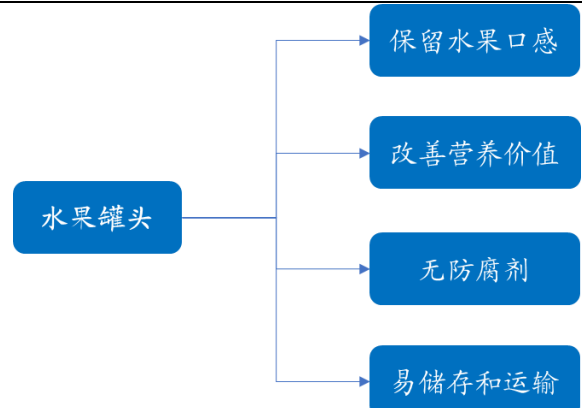
水果罐头以新鲜水果为原料，具备水果口感、易储存和便捷性等优势。水果罐头是以新鲜水果为主要原料，添加水和白砂糖后，经过加工处理、罐装、排气、密封、加热杀菌、冷却等工序，最大限度消灭了有害微生物，达到商业无菌，从而延长食品保质期。因此，水果罐头不仅最大程度地保留了食品的营养物质和香味口感，而且还改善了食品的营养价值。此外，水果罐头还具备易储存和易运输的特性，因为新鲜水果受产地和季节影响较大，远距离运输费用和保鲜难度相对较高，通过水果罐头可以更好降低物流成本。

图37：欢乐家黄桃罐头以新鲜水果为主要配料



资料来源：淘宝欢乐家官方旗舰店

图38：水果罐头具备多种优势



资料来源：开源证券研究所

过去消费者对水果罐头认知存在误解，导致行业发展受限。水果罐头食品在上世纪 80-90 年代因其方便储存和鲜美味道，受到广大消费者喜爱。但随着居民生活水平提高，健康化饮食意识增强，水果罐头食品欢迎程度有所下降，主要由于大众消

消费者对水果罐头存在认知变差，认为其较长的保质期和鲜美的味道，是因为其中添加了防腐剂，导致水果加工后对比新鲜水果没有营养价值，行业发展也因此受到了一定程度的制约和限制。

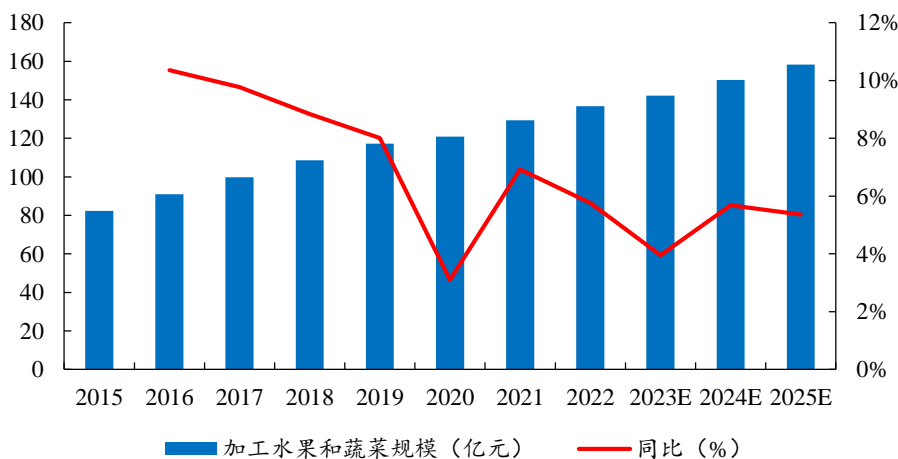
随着罐头食品销售和食用量增加，消费者对水果罐头认知逐步改变。2020年由于居民出行受到较大限制，外出餐饮和消费场景减少，大部分时间以居家饮食为主，家庭团聚食品现象较为普遍，而罐头产品作为易于储存且安全美味的食品，为居民提供了更多便利性。同时2022年底受益于黄桃罐头热潮，水果罐头得到了大量的宣传和推广，消费者不仅对水果罐头有了更多认知，更品尝到了节令水果的鲜甜味道。

未来随着消费场景和产品类型的多样化以及消费观念转变下，水果罐头具备长期持续发展潜力。一方面当前水果罐头产品正在向多元化发展，过去产品多以大罐装和单一水果为主，现在逐步向小瓶包装、多样化水果发展，未来有望逐步在休闲食品、烘焙业、自助餐、家庭消费等多样化消费场景中应用。另一方面随着日常节奏的加快，年轻消费群体的消费观念将向美味、方便、安全等特性转变，而工业化、标准化的水果罐头产品将得到更多消费者的青睐和认可。

2.2.2、水果罐头市场增速稳定，行业集中度较低

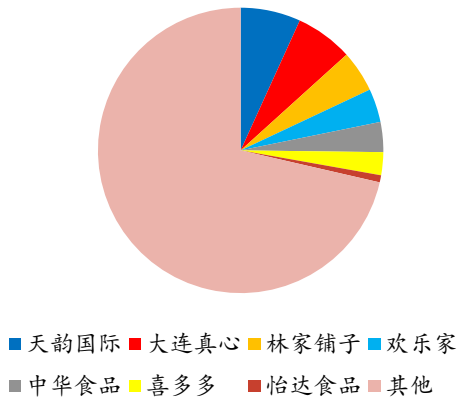
水果罐头市场规模较大，未来有望维持5%复合增速持续扩容。欧睿数据库将水果罐头归为加工水果和蔬菜行业（Processed Fruit and Vegetables），根据欧睿数据库显示，近年我国加工水果和蔬菜市场规模持续增长，2022年市场规模达到136.8亿元，2015-2022年行业复合增速为7.5%，未来随着产品多样化以及消费群体增加，预计2023-2025年行业将保持5%复合增速增长。

图39：加工水果和蔬菜市场规模预计2023-2025年将保持5%复合增速增长

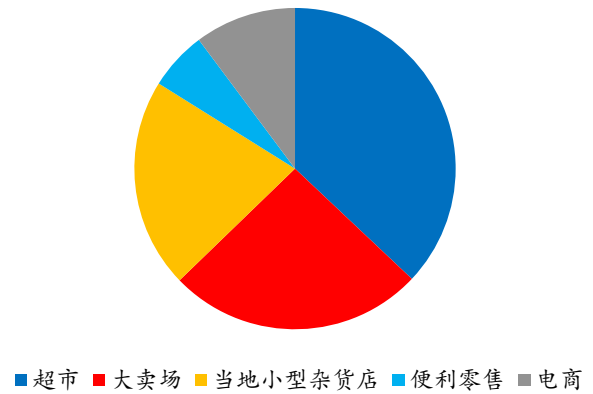


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

水果罐头行业集中度较低，线下商超销售为主要渠道。根据欧睿数据库显示，我国加工水果和蔬菜集中度较低，行业CR5仅为25.2%，同时头部企业差距较小，前五名企业天韵国际、大连真心、林家铺子、欢乐家和中华食品市占率分别为7%、7%、5%、4%和3%，未来头部企业市占率仍有较大提升空间。此外，行业销售主要集中在线下零售，其中超市、大卖场、小型杂货店为前三大销售渠道，合计销售占比超过80%，线上销售占比仅为10%。

图40：2022年我国加工水果和蔬菜市场集中度较低


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图41：2022年我国加工水果和蔬菜市场主要集中在线下商超


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

3、椰子汁和水果罐头双驱动，市场、渠道稳步拓展

3.1、品牌：行业内拥有较高知名度，积极布局线上线下营销推广

公司水果罐头和椰子汁的品牌知名度和市场认可度较好，并屡次获得行业认可。公司现为中国罐头工业协会副理事长单位，中国饮料工业协会理事单位，并多次获得行业认可。2016年获得中国罐头工业协会的“中国罐头十强企业（内销）”称号；2018年、2019年度，连续获得中国罐头工业协会颁发的“中国罐藏食品领先品牌”称号；2018年荣获中国食品安全健康产业论坛“中国安全食品（行业）十大消费者满意品牌”称号；2018年、2019年荣膺中国品牌影响力发展论坛“中国品牌影响力100强”称号。

在营销方面公司积极布局线上线下双轨模式进行品牌宣传推广。线上公司通过抖音平台、网红推广等方式，增加品牌曝光，增强与消费者互动，并携手椰子汁品牌形象代言人，通过新媒体平台进行电商直播销售；此外公司通过短视频广告精准推广和投放，积极触达年轻消费群体，保持稳定的市场品牌推广。线下公司选择重点区域，在传统的城市楼宇、电子屏幕、公交车体、机场地铁等地点进行推广，通过强化产品陈列、并结合节庆、习俗文化、大型展会等推广方式提高产品在消费者面前的曝光度。

图42：公司携手产品代言人进行电商直播



欢乐家电商平台直播



欢乐家品牌代言人稳定

资料来源：欢乐家食品公众号

图43：公司积极在线下商超进行推广布局



资料来源：食业家公众号

3.2、椰子汁：深耕C端消费场景，切入B端打造新增长点

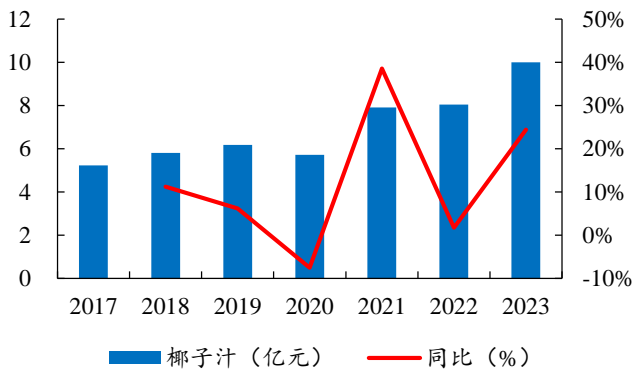
3.2.1、椰子汁深耕线下消费场景，具备较大增长弹性

公司椰子汁为自主研发生产，原材料和生产端优势保障产品质量。公司核心产品椰子汁由公司自主研发生产，其原材料椰肉产自越南等东南亚国家，通过冷链进口保障原材料口感，同时稳定供应量和产品成本。此外，公司在冷链生产线上与世界一流的PET无菌冷灌装设备生产商法国西得乐共同研究设计，采用双线法的方式将果肉与椰子汁分开处理，成功实现了在中性植物蛋白饮料中添加果粒成分的工艺创新有效保留了椰子汁的新鲜度及营养价值。

2020-2022年消费场景缺失较多，椰子汁产品营收波动较大。2017-2019年受益于餐饮市场发展，公司椰子汁产品营收和销量保持稳步增长趋势。2020-2022年由于全国线下消费场景受限，即饮、宴席以及节假日送礼场景缺失较多，公司椰子汁销售再度受到较大影响，业绩增速波动较大。2022年公司椰子汁营收增速仅为1.7%，销量增速为3.0%。

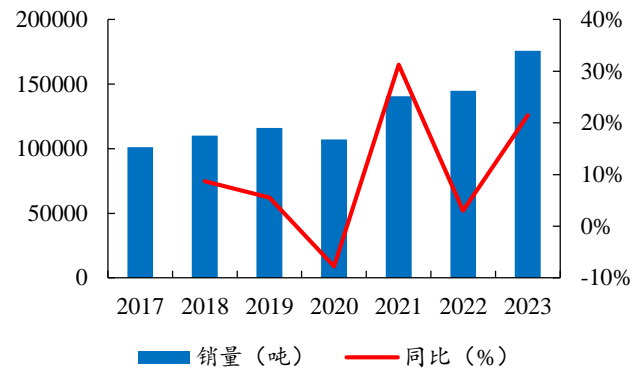
2023年消费场景快速恢复，椰子汁产品具备较大增长弹性。2023年在线下消费场景逐步恢复下，公司椰子汁业务迎来快速增长，一方面线下餐饮和宴席场景快速恢复，带动大瓶装椰子汁快速增长；另一方面出行限制解除后，跨区域出行和节假日走亲访友带动送礼场景增加，小瓶装产品需求明显提升。在线下消费场景恢复以及送礼需求提升带动下，2023年公司椰子汁产品实现较好增长，全年椰子汁营收同比增长24.4%，销量同比增长21.5%。

图44：2017-2023年椰子汁营收 CAGR 达 11.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2017-2023年椰子汁销售 CAGR 达 9.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

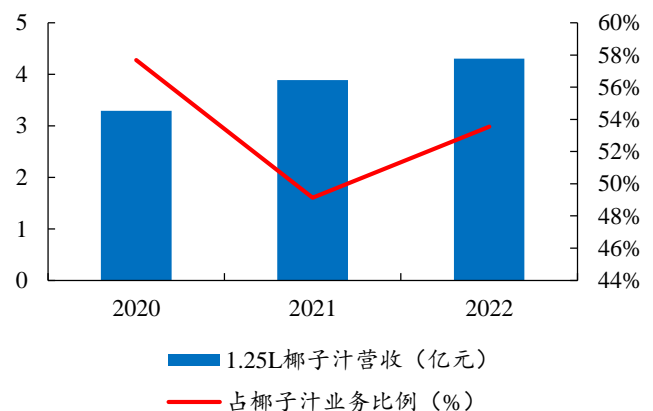
分产品结构看，1.25L 和 245ml 两款产品贡献椰子汁大部分营收，实现在即饮、宴席和礼品场景全面覆盖。1.25L 的 PET 瓶装椰子汁为公司椰子汁业务第一大单品，主要面向餐饮、宴席等消费场景，同时产品在品质、口感、品牌上都具备一定优势，消费者对于产品形象印象较深，2020 年以来保持稳步增长，2020-2022 年营收 CAGR 达 14.3%，营收占比基本稳定在 50% 以上。245ml 的蓝彩铁罐装椰子汁为公司第二大单品，主要面向礼品场景并兼顾即饮渠道，2022 年产品在椰子汁业务营收占比为 21.9%，未来随着公司品牌影响力提升，245ml 椰子汁有望在即饮和礼品市场中快速增长。其他椰子汁相关产品主要偏向于即饮场景。

图46：2022年1.25L和245ml两种规格椰子汁贡献大部分营收



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

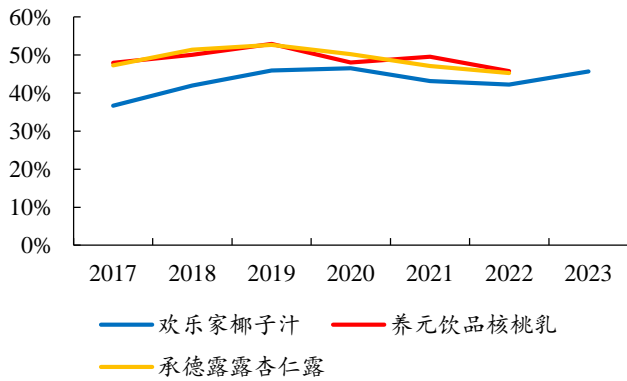
图47：2020年以来1.25L椰子汁产品贡献过半营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

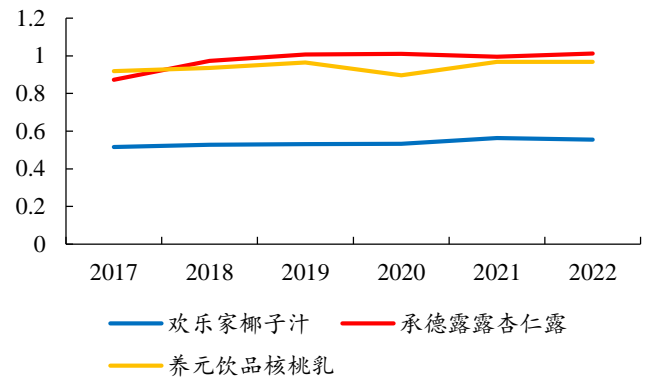
对比行业竞品，欢乐家椰子汁毛利率和单吨价格仍有提升空间。受益于成本下降和规模化效应，2017 年以来公司椰子汁业务毛利率稳步提升，较行业竞品差距持续缩小，未来随着单位成本下降，毛利率仍有提升空间。在单吨价格方面，由于小瓶装产品单吨销售价格高于大包装产品，而公司椰子汁产品中 1.25L 大瓶装规格占比较多，导致每吨销售价格较低，2022 年单吨销售价格在 0.56 万元/吨。对比行业竞品，养元饮品和承德露露均以 240ml 饮品规格为主，销售单吨价格较高，基本在 0.9 万元/吨左右。未来随着公司小包装产品的快速发展，公司椰子汁单吨价格具备较大成长空间。

图48: 欢乐家椰子汁毛利率(%)较竞品差距持续缩小



数据来源: Wind、开源证券研究所

图49: 欢乐家椰子汁产品单吨销售价格(万元/吨)仍有较大提升空间



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2.2、椰子水把握健康化消费趋势，布局年轻消费群体

把握健康化消费趋势，推出椰子水相关饮品。近年来随着消费者对于健康化、低热量饮食需求的增加，公司紧跟行业变化和消费者需求升级的趋势，从风味创新、工艺改良、配料改进等角度丰富产品结构。2022年公司推出了以椰子水为配料的功能饮料和电解质运动饮料等新品，产品包括欢乐家椰子水、椰鲨电解质饮料、椰鲨维生素饮料等，产品原材料来源于东南亚国家的青椰，同时主打0脂肪、低卡、健康、含有天然电解质等特点。

椰子水焕新升级，聚焦发力体育、运动场景，有望在一二线城市加大推广。2023年10月公司对椰子水产品进行全新升级，产品包装向年轻时尚化发展，产品规格以小瓶包装250ml和330ml为主，目前新产品主要在电商平台销售，通过直播、短视频等方式进行品牌宣传和推广，更快触达年轻消费群体，为后续线下销售做好铺垫。新款椰子水产品可以增加公司在即饮市场的产品品类，拓宽即饮产品的价格带。

图50: 公司推出新品椰子水



资料来源: 欢乐家食品公众号

图51: 公司推出电解质能量饮料椰鲨



资料来源: 长江品牌包装设计公众号

3.2.3、厚椰乳搭建研发和销售团队，B端市场有望成为新的发展机遇

现制咖啡茶饮兴起下，公司开始进军厚椰乳领域。随着现制咖啡茶饮市场的兴起，以厚椰乳为基底的现制饮品有了更多的应用场景。2022年公司通过自主研发推出厚椰乳产品，主要在电商平台向大众消费群体试销。2023年公司开始发力B端厚椰乳市场拓展，目前已组建相关业务团队及构建相关业务架构，由品牌推广、市场、销售等业务岗位组成，并将根据业务发展情况进行人员匹配，加大产品研发和应用研发力度。

公司在B端业务上具备品牌、原材料、产品、渠道优势，厚椰乳产品有望成为公司新的发展机遇。

(1) **品牌**：公司椰子汁过去主要面向C端消费者，在主销区域品牌认知和影响力较高，C端良好品牌形象有助于公司获得B端客户的认可和信赖。

(2) **原材料**：公司椰子汁原材料主要来自东南亚国家，通过大量采购获得与供应商的强议价能力，同时公司已规划在越南建立原材料生产基地，项目落地后有望提高原材料供给的稳定性，并进一步降低采购成本。

(3) **产品**：公司生产供应链优势明显，椰子汁口感柔和，消费者接受度较高，目前公司已经推出了1L装厚椰乳产品，专门面向线下咖啡和茶饮门店，同时产品主打0色素、0香精和0防腐特点，复合大众健康化消费需求。

(4) **渠道**：公司在线下具备大量三四线城市销售渠道，前期公司有望通过渠道经销商先切入低线城市连锁门店，积累B端业务发展经验并对产品进行打磨和改良，为后续大客户开拓奠定基础。

图52：公司推出1L装厚椰乳产品



资料来源：淘宝欢乐家官方旗舰店、开源证券研究所

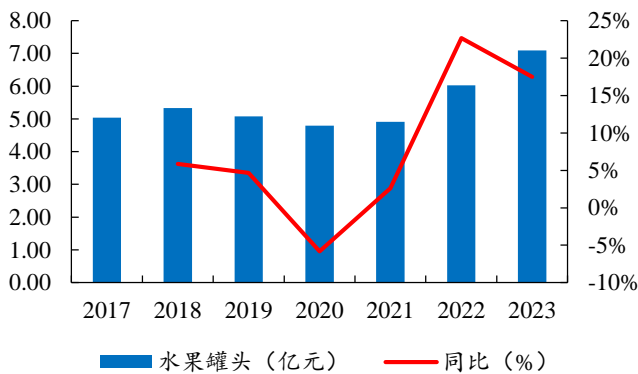
3.3、水果罐头：业务模式稳定发展，探索休闲化消费场景

公司深耕水果罐头业务二十余年，业务模式成熟，已发展至行业前列。公司自2001年成立以来，一直从事生产水果罐头产品生产，目前公司在山东省临沂市、湖北省汉川市、湖北省宜昌市和广东省湛江市都设有工厂，同时综合不同水果的季节特点，经过多年的发展形成了南果北果的综合型的水果罐头企业。根据中国罐头工

业协会的行业调查结果，欢乐家水果罐头从 2019 年到 2021 年连续三年在国内市场的销售量和销售额位居全行业前三名。

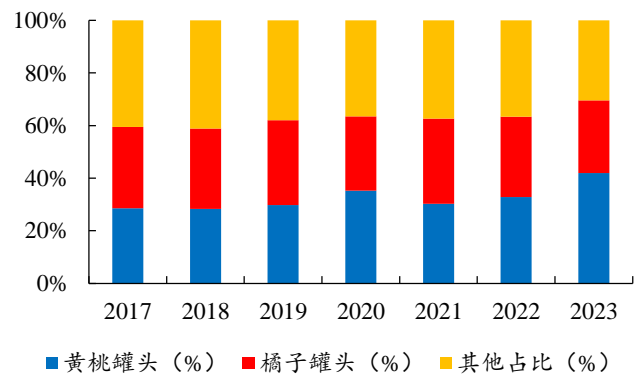
受益于消费者认知和接受度提升，2022 年以来水果罐头业务实现较好增长。2017-2021 年公司水果罐头业务增长相对较慢，营收基本稳定在 5 亿元左右，一方面国内消费者对罐头产品缺乏认知，消费需求较弱；另一方面受到中美贸易摩擦导致海外出口有所减少。2022 年末受到黄桃罐头热潮影响，水果罐头产品受到大量消费者关注，同时在媒体宣传下，大众对罐头食品认知度和接受度明显提升，2022 年公司水果罐头业务同比增长 22.8%。2023 年随着消费场景快速恢复，水果罐头延续较好增长，全年水果罐头同比增长达 17.5%。

图53: 2017-2023 年水果罐头营收 CAGR 为 5.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

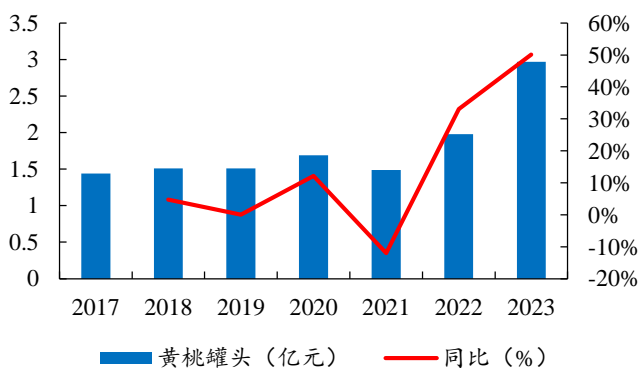
图54: 黄桃和橘子罐头贡献大部分营收



数据来源: Wind、开源证券研究所

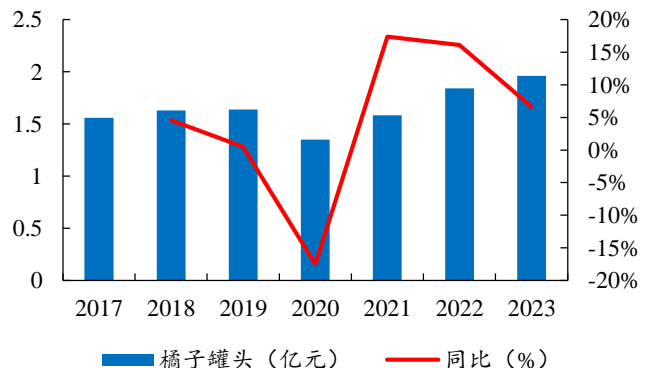
以橘子和黄桃罐头为核心，并兼顾多品类水果罐头产品。分产品结构看，公司水果罐头中以橘子罐头和黄桃罐头为主，其中黄桃罐头为第一大产品，2017-2023 年营收 CAGR 为 12.8%，2023 年受益于黄桃罐头热潮，公司黄桃罐头同比增长 50.1%，在水果罐头业务中营收占比达 42.0%。橘子罐头为第二大单品，2017-2023 年营收 CAGR 达 3.9%，2023 年收入同比增长 6.7%，在水果罐头业务中营收占比达 27.6%。此外，公司在两大单品外兼具多种品类水果罐头，包括什锦、雪梨、杨梅、荔枝等罐头产品，2023 年其他水果罐头产品营收占比为 30.5%。

图55: 2017-2023 年黄桃罐头营收 CAGR 达 12.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图56: 2017-2023 年橘子罐头营收 CAGR 达 3.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司根据水果价格调整产品出厂价，保持均价稳步提升，毛利率行业领先。由于不同新鲜水果产季不同，例如黄桃的产季为每年 6 月下旬至 9 月上旬，橘子的产季为每年 11 月到第二年 1 月，因此水果价格波动性较大。公司在水果罐头定价主要

根据当季水果采购成本进行平衡，2017-2023 年水果罐头均价从 7.72 元/千克提升至 10.5 元/千克。此外由于公司水果罐头均价稳步提升，毛利率水平相较于行业竞品表现更好。

图57：2023 年公司水果罐头均价达 10.5 元/千克

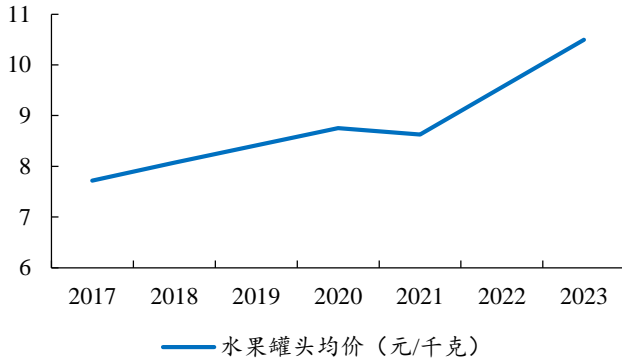
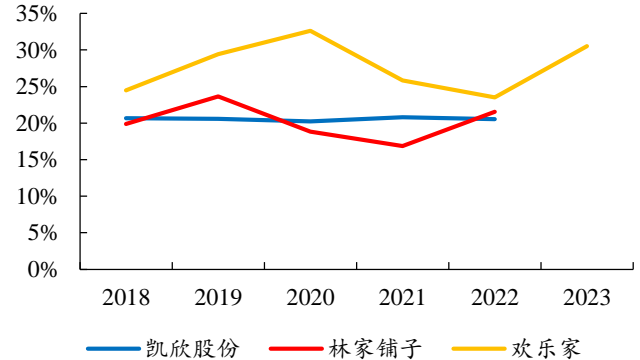


图58：欢乐家水果罐头毛利率（%）位居行业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2017-2019 年水果罐头均价为黄桃罐头和橘子罐头平均计算所得）

数据来源：Wind、开源证券研究所

推出便捷化、休闲化小包装产品，量贩零食渠道有望贡献新增量。2022 年以来黄桃罐头热点事件不仅带动水果罐头销量提升，更对消费者起到了培育和宣传的重要作用。公司在水果罐头方面做了更多优化，研发思路开始向便携、年轻化和休闲化的小包装罐头产品转变，并调整产品的配方、规格、包装等，让水果罐头的应用场景更加丰富。2023 年公司针对热销产品黄桃罐头推出了 252g 玻璃瓶和 200g 铁盒两种小包装产品，并于四季度在线下零食量贩门店中布局小包装水果罐头产品。未来随着量贩零食渠道的蓬勃发展，零食门店有望贡献新的销售增量，打开水果罐头新的发展空间。

图59：欢乐家 252g 玻璃瓶黄桃罐头



资料来源：淘宝欢乐家官方旗舰店

图60：欢乐家 200g 铁盒黄桃罐头



资料来源：淘宝欢乐家官方旗舰店

3.4、市场：优势区域加速发展，薄弱区域提升覆盖率

公司市场基本实现全国范围覆盖，核心市场以华中和西南区域为主，市场竞争力较强。华北、西北、东北区域相对薄弱，空白市场覆盖率有待提升。华东、华南

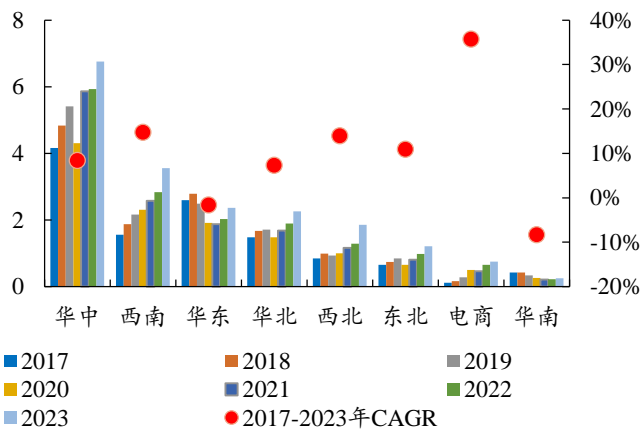
区域行业相关竞品较多，市场竞争压力较大。

华中、西南区域：优势市场持续加大投入，品牌影响力和市场优势较为稳固。 华中和西南为公司两大优势市场，其中华中区域设有两个生产加工基地，有效保障当地的市场供应，公司在当地的经销商资源较为丰富，渠道结构呈现扁平化特征，因此整体建设更加完善，2017-2023年华中市场营收CAGR达8.4%，营收占比达35%。西南区域中公司的黄桃罐头和椰子汁系列产品销售较好，同时经销商开拓力度也在持续增加，带动市场营收逐年稳步增长，2020年超过华东区域成为公司第二大市场，2017-2023年西南区域营收CAGR达14.7%，营收占比提升至18.5%。未来公司将继续加大华中和西南市场投入力度，持续巩固区域内品牌和市场竞争优势。

华北、西北、东北区域：北方市场发展相对薄弱，未来将持续提升市场覆盖率。 由于各区域的自然地域环境和消费者偏好有所不同，导致北方市场发展相对薄弱，一方面北方市场中植物蛋白杏仁露饮料、核桃乳饮料销售相对较好，椰子汁饮品发展有所受限；另一方面水果罐头消费有所差异。2023年华北、西北和东北区域营收占比分别为11.7%、9.7%和6.3%。未来随着公司品牌影响力提升，北方市场覆盖率仍有提升空间。

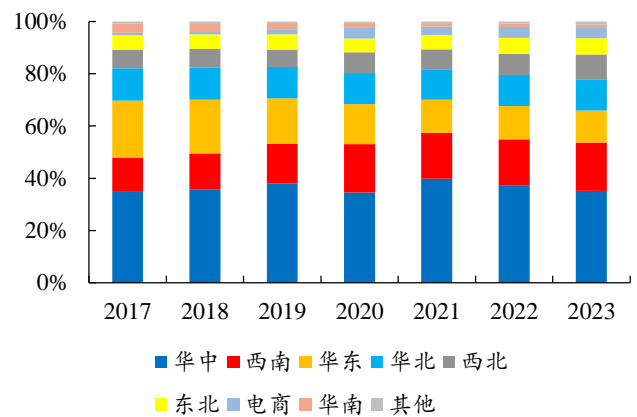
华东、华南区域：行业竞品较多，销售压力较大。 华东地区及华南地区经济发达，消费者可供选择的日常消费食品种类繁多，市场竞争较大。分区域看，在华东地区，一方面当地品牌如特种兵椰子汁等具有本土市场优势，另一方面长三角地区作为生产经营活动的主要地区，汇聚了大量新锐品牌和海外龙头品牌，导致华东区域竞争激烈。在华南地区，椰树牌椰子汁、天地壹号苹果醋等品牌在南方市场占有率及品牌影响力较大，导致公司椰子汁销售承压。2023年华东和华南区域营收占比分别下滑至12.3%和1.3%。

图61：公司多区域营收（亿元）实现稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：华中和西南市场营收占比（%）持续提升



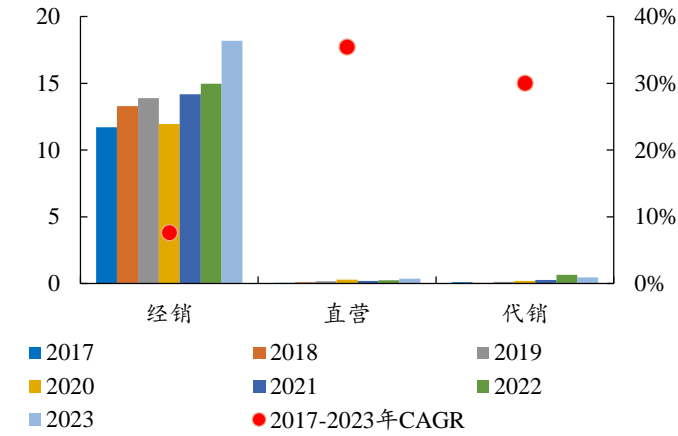
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5、渠道：扁平化、下沉式发展，经销商质量有望持续提升

经销贡献主要收入，直营和代销快速增长。 公司销售渠道主要包括经销、直营和代销三种模式，其中经销为公司主要销售模式，2023年营收占比达95.6%。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。直营和代销模式主要通过线上电商平台进行销售，直营为公司开设旗舰店进行销售，代销通过电商平台自营店进行销售，2017年以来

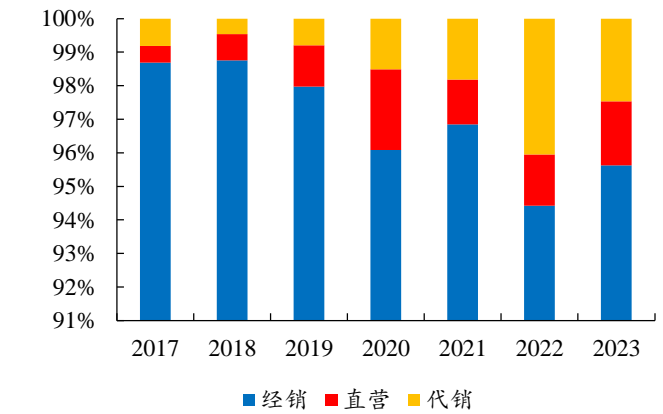
两模式实现高速增长，2017-2023 年营收 CAGR 分别为 35.5%和 30.0%，但营收占比相对较小，2023 年合计营收占比仅为 4.4%。未来公司将加大兴趣电商和社交电商的投入力度，采用线上直播等方式辅助销售，同时将开发便携、年轻化和休闲化的电商平台产品吸引更多消费群体。

图63：2023 年经销模式实现营收 18.2 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

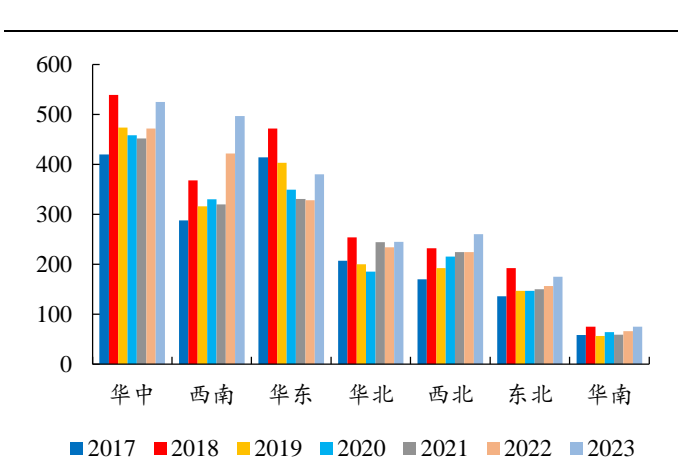
图64：2023 年经销模式营收占比 (%) 达 95.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

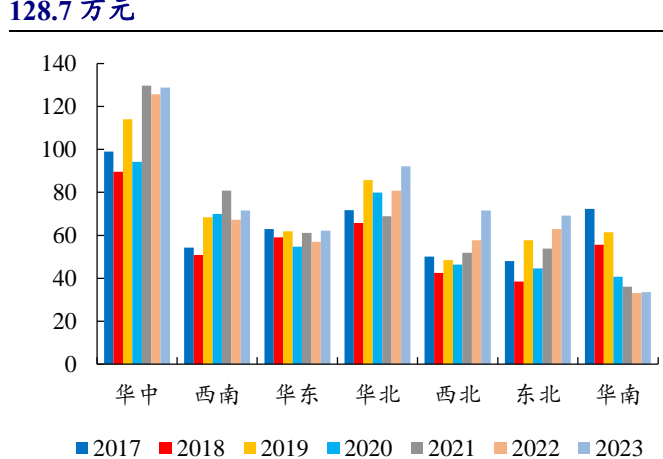
经销渠道采用扁平化和下沉式发展，多区域经销商实现稳步发展。在渠道经销商管理上，公司采取扁平化和下沉式的管理模式，部分销售区域细分至县域市场甚至建制镇，并持续对经销商提供服务和支持，协助经销商共同进行网点维护。2023 年公司合作的经销商共 2157 家，其中华中、华东地区和西南地区经销商数量最多，2023 年三区域经销商数量合计占比约 65.0%。此外，在市场精耕下多区域经销商得到较好发展，华中区域经销商平均年销售额从 2017 年不到 100 万元增长至 2023 年 128.7 万元，华东、西南、华北、西北、东北经销商规模均实现稳步提升，仅华南区域经销商规模有所下滑。

图65：华中、西南、华东经销商数量 (家) 较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：2023 年华中区域经销商平均年销售 (万元) 达 128.7 万元

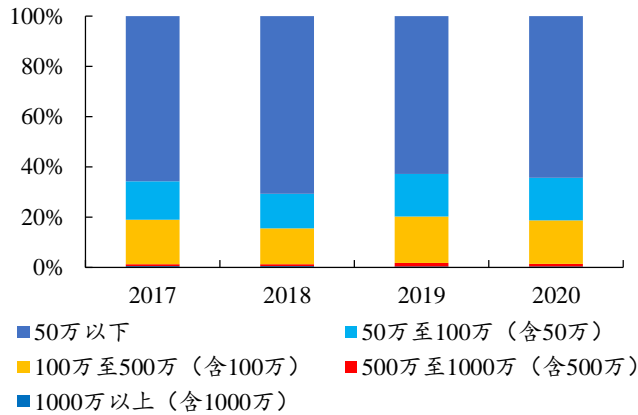


数据来源：Wind、开源证券研究所

未来公司将加大开拓终端网点，经销商销售额有望持续提升。2023 年公司将继续通过增网点、扩渠道的方式，持续开拓终端网点，2023 年终端网点数量已增长至约 70 万家。同时公司将重点加大对流通和餐饮渠道的开发，增加即饮渠道的拓展力度，扩宽产品的消费场景，带动经销商体量稳步增长。2020 年公司年销售额 50 万元

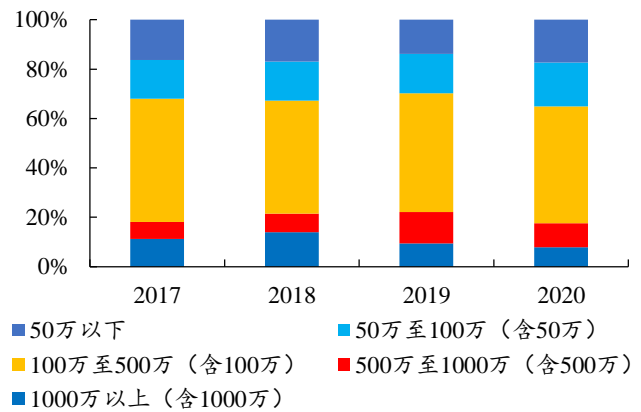
以上经销商占比达 35.6%，贡献销售收入达 82.7%，未来年销售额 50 万元以上经销商数量占比仍有较大提升空间。

图67：年销售额 50 万元以上的经销商数量占比 (%) 稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图68：年销售额 50 万元以上的经销商营收占比 (%) 超 80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.6、产能：推动加工和生产基地建设，为后续发展提供保障

公司目前共有四大生产基地，有效保障产品的供给和销售。2010 年以来，公司陆续在湖北省、山东省、广东省建立了四大生产基地，其中湖北汉川和湖北枝江两大生产基地靠近橘子产区，主要生产饮料和橘子罐头；山东临沂生产基地靠近黄桃产区，以生产水果罐头为主，同时生产部分饮料产品。广东湛江生产基地为新建产地，计划新增建设年产 13.65 万吨饮料和罐头产能，目前处于设备调试和试产阶段，主要进行生产了荔枝、菠萝等小品类的南方水果罐头。公司四大生产基地具备接近水果原料产地及交通便利等优势，有效保障水果新鲜品质并降低运输成本。

表3：公司目前共有四大生产基地

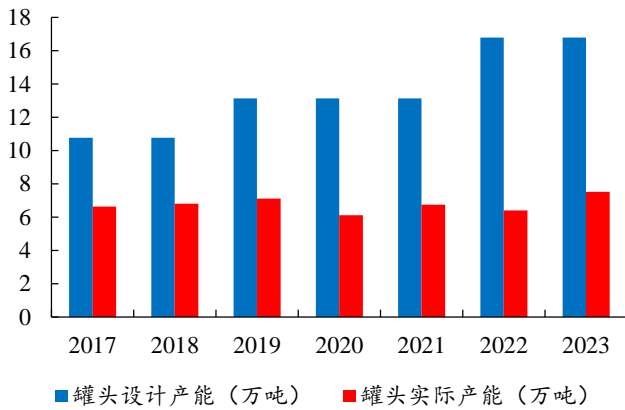
公司名称	公司类型	建成投产时间	主要业务
武汉欢乐家	湖北省汉川市的生产基地	2015 年	目前承担生产中心、采购中心、研发中心等职能。该生产基地以生产饮料产品为主，同时生产部分橘子罐头。
山东欢乐家	山东省临沂市的生产基地	2012 年	靠近黄桃产区，以生产罐头产品为主，同时生产部分饮料产品。
湖北欢乐家	湖北省枝江市的生产基地	2010 年	靠近橘子产区，主要生产罐头产品，由于建设时间较早，规模小于临沂和汉川生产基地，但其地理位置优良，可覆盖西南腹地。
湛江欢乐家	广东省湛江市的在建生产基地	2024 年陆续投入使用	公司在建生产基地，目前处于设备调试和试产阶段。

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司设计产能规模较大，有效保障罐头和饮料业务在旺季阶段的生产和销售。从产能情况来看，2023 年公司罐头业务设计产能达 16.78 万吨，实际产能为 7.51 万吨；饮料业务设计产能达 47.19 万吨，实际产能为 20.85 万吨。公司设计产能明显高于实际产能，一方面罐头产品具有季产年销特点，需要在水果特定产季进行生产；另一方面饮料和罐头具有一定的礼品属性，产品销售和需求旺季主要在春节、中秋

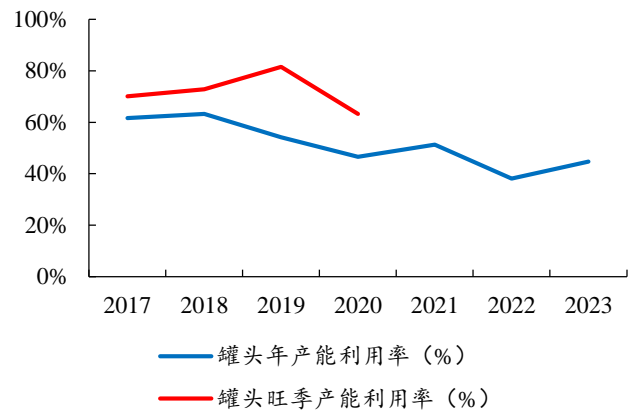
期间。因此为保障市场销售供应，公司在旺季需要具备充足产能，而淡季产能可能存在部分闲置。随着广东湛江生产基地逐步投产，有望持续增加公司旺季产能，为公司旺季销售提供充足保障。

图69：2023年罐头设计产能达16.78万吨



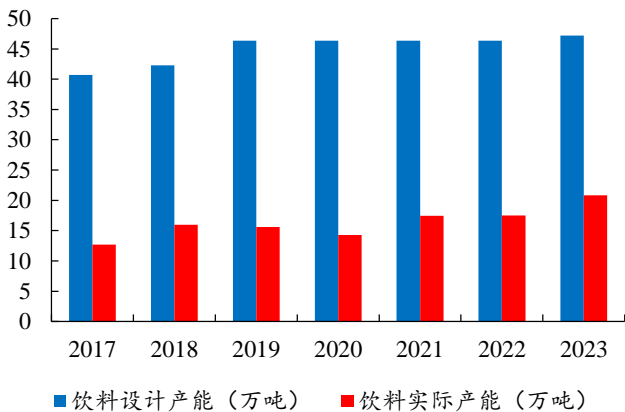
数据来源：Wind、开源证券研究所

图70：2023年罐头产能利用率为44.8%



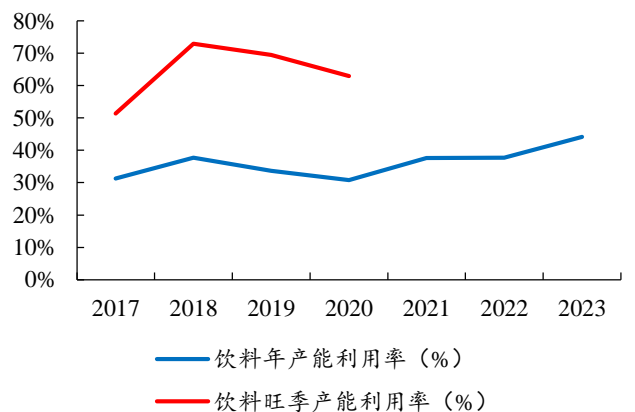
数据来源：Wind、开源证券研究所

图71：2023年饮料业务设计产能达47.19万吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图72：2023年饮料产能利用率为44.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

越南建设椰子加工生产基地，布局上游原料端，保障原材料稳定供给。2023年6月，公司公告将在越南投资建设椰子加工项目，该项目总投资不超过1835.61万美元，项目建成后可生产椰子类相关产品，包括椰子水、生榨椰肉汁以及椰蓉等。在2024年公司将继续有序推进越南椰子加工项目的具体实施工作，以加强核心产品的原料自身供应及在供应链方面的竞争力，同时开展生榨椰肉汁等原料的业务拓展工作，逐步形成原料的供应和销售体系。

4、盈利预测与投资建议

收入假设：公司形成椰子汁和水果罐头双轮驱动的发展战略，分品类看，受益于消费场景恢复，宴席、送礼、聚餐等需求增长较好，带动椰子汁业务快速增长，同时随着消费者健康化意识提升以及现制茶饮咖啡赛道崛起，公司新品椰子水和B

端厚椰乳业务有望逐步贡献增量,预计饮料业务2024-2026年营收增速分别为25.2%、19.5%、18.2%。2022年底受益于黄桃罐头关注度上升,消费者对水果罐头的认知度和接受度发生明显改善,收入实现较好增速,未来公司将在零食量贩渠道加大布局零食化的水果罐头产品,打造多元化消费场景,罐头业务有望保持稳步发展,预计罐头业务2024-2026年营收增速分别为9.4%、7.6%、6.0%。其他业务发展预计相对平稳,预计2023-2025年营收增速分别10.0%、10.0%、10.0%。

毛利率假设:公司未来在保持椰子汁和水果罐头两大主业稳步发展的同时,将重点发力毛利较高的新业务,预计公司毛利率可能保持平稳上升,预计2024-2026年整体毛利率分别为39.1%、39.8%、40.3%。

费用假设:2024年公司将持续推进新业务布局,在量贩零食渠道、椰子水新产品,B端厚椰乳项目等项目上仍需投入费用,预计公司费用水平可能有所提升。长期随着新业务持续放量,规模化优势下预计费用率保持平稳,预计2024-2026年费用率分别为18.8%、18.8%、18.4%。

表4: 收入拆分预测表

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
饮料	收入(百万元)	935.5	1143.0	1431.2	1710.0	2020.4
	增速	-0.4%	22.2%	25.2%	19.5%	18.2%
	毛利率	40.7%	44.4%	43.5%	43.5%	43.7%
罐头	收入(百万元)	648.1	757.8	828.9	891.9	945.5
	增速	23.5%	16.9%	9.4%	7.6%	6.0%
	毛利率	22.3%	29.7%	30.8%	32.1%	32.4%
其他	收入(百万元)	12.4	21.6	23.7	26.1	28.7
	增速	47.0%	74.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	84.5%	58.6%	58.6%	58.6%	58.6%
营业总收入	收入(百万元)	1596.0	1922.6	2283.8	2628.0	2994.7
	增速	8.4%	20.5%	18.8%	15.1%	14.0%
	毛利率	33.6%	38.7%	39.1%	39.8%	40.3%
	费用率	15.9%	18.4%	18.9%	18.9%	18.5%

数据来源:公司公告、开源证券研究所(注:费用率包括销售费用率、管理费用率和财务费用率)

欢乐家属于食品和饮料制造企业,我们选取了产品和商业模式较为相似的6家公司,发现2024年同行业公司估值平均水平为20.6倍,欢乐家估值水平为20.3倍,处于行业平均水平。目前欢乐家正处于开拓创新阶段,新业务有望打开更高成长空间,估值水平仍有提升空间。

投资建议:首次覆盖给予“增持”评级。公司形成椰子汁和水果罐头为核心的双驱动发展战略,同时积极推进产品创新,通过新品椰子水、厚椰乳等产品,打造新成长曲线,并借助经销渠道网络,实现全国区域布局。我们预计公司2024-2026年净利润分别为3.4亿元、4.1亿元、4.8亿元,分别同比+22.6%、+19.3%、+17.6%,EPS分别为0.76、0.91、1.07元,当前股价对应PE分别为20.3、17.0、14.5倍,首次覆盖给予“增持”评级。

表5：可比公司估值：欢乐家估值处于行业平均水平

证券简称	股价 (元)	EPS			PE		
		2023A/E	2024E	2025E	2023A/E	2024E	2025E
承德露露	8.3	0.61	0.66	0.73	13.67	12.64	11.42
养元饮品	25.4	1.39	1.58	1.85	18.30	16.10	13.75
均瑶健康	9.1	0.23	0.33	0.46	39.39	27.45	19.70
东鹏饮料	186.7	4.97	6.27	7.66	37.57	29.78	24.38
李子园	13.4	0.66	0.76	0.92	20.35	17.67	14.60
熊猫乳品	19.5	0.81	0.98	1.2	24.11	19.93	16.28
平均值					25.57	20.60	16.69
欢乐家	15.5	0.62	0.76	0.91	25.00	20.33	17.03

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：股价截至2024年3月29日，欢乐家、东鹏饮料盈利预测来自开源证券研究所，其余公司盈利预测均来自于Wind一致预测）

5、风险提示

(1) 原材料涨价风险：公司主营业务椰子汁和水果罐头中原材料成本占比较大，原材料成本存在波动风险；

(2) 食品安全风险：对于食品加工制造企业，卫生安全要求较为关键，若生产过程出现食品安全问题，对公司销售可能产生负面影响；

(3) 新业务拓展不及预期：公司新业务椰子水、厚椰乳项目可能存在开拓进展不及预期的风险；

(4) 宏观经济复苏不及预期：宏观环境可能影响消费群体收入水平和消费意愿，可能对公司销售产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1132	1288	1405	1575	1865
现金	732	895	1063	1223	1435
应收票据及应收账款	125	123	0	0	0
其他应收款	2	3	3	3	3
预付账款	18	10	23	15	29
存货	222	248	307	324	389
其他流动资产	33	9	9	9	9
非流动资产	859	939	1018	1078	1131
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	571	632	713	774	828
无形资产	156	163	158	152	148
其他非流动资产	133	144	147	152	155
资产总计	1991	2227	2423	2653	2997
流动负债	630	726	581	424	312
短期借款	0	0	271	114	0
应付票据及应付账款	311	418	0	0	0
其他流动负债	319	308	310	310	312
非流动负债	21	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	18	18	18	18
负债合计	651	743	598	441	330
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	450	448	448	448	448
资本公积	342	313	313	313	313
留存收益	570	772	1079	1436	1844
归属母公司股东权益	1340	1483	1825	2212	2667
负债和股东权益	1991	2227	2423	2653	2997

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	343	351	45	479	484
净利润	203	278	341	407	479
折旧摊销	68	71	65	76	88
财务费用	-6	-7	6	7	-3
投资损失	-2	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	69	7	-350	11	-59
其他经营现金流	10	3	-15	-20	-18
投资活动现金流	-47	-114	-141	-135	-138
资本支出	62	135	143	137	140
长期投资	13	18	0	0	0
其他投资现金流	2	3	2	2	2
筹资活动现金流	-93	-135	-6	-27	-21
短期借款	0	0	271	-157	-114
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-3	0	0	0
资本公积增加	-0	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-93	-104	-276	130	93
现金净增加额	203	100	-103	317	325

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1596	1923	2284	2628	2995
营业成本	1060	1178	1392	1583	1789
营业税金及附加	17	21	26	29	34
营业费用	166	237	274	315	359
管理费用	93	124	151	173	197
研发费用	1	3	3	4	4
财务费用	-6	-7	6	7	-3
资产减值损失	-5	-2	0	0	0
其他收益	9	10	11	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2	2
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	279	377	460	549	646
营业外收入	0	0	1	1	0
营业外支出	3	1	2	2	2
利润总额	276	375	459	547	645
所得税	73	97	118	141	166
净利润	203	278	341	407	479
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	203	278	341	407	479
EBITDA	323	420	509	607	702
EPS(元)	0.45	0.62	0.76	0.91	1.07

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	8.4	20.5	18.8	15.1	14.0
营业利润(%)	13.0	34.9	22.2	19.3	17.7
归属于母公司净利润(%)	10.7	36.9	22.6	19.3	17.6
获利能力					
毛利率(%)	33.6	38.7	39.1	39.8	40.3
净利率(%)	12.7	14.5	14.9	15.5	16.0
ROE(%)	15.2	18.8	18.7	18.4	17.9
ROIC(%)	13.8	17.3	15.7	16.9	17.0
偿债能力					
资产负债率(%)	32.7	33.4	24.7	16.6	11.0
净负债比率(%)	-53.5	-59.5	-42.7	-49.6	-53.3
流动比率	1.8	1.8	2.4	3.7	6.0
速动比率	1.4	1.4	1.8	2.9	4.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	10.8	15.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.1	4.1	9.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.62	0.76	0.91	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.78	0.10	1.07	1.08
每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.32	4.08	4.94	5.96
估值比率					
P/E	34.1	24.9	20.3	17.0	14.5
P/B	5.2	4.7	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	19.2	14.4	12.1	9.6	7.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn