

## 供需两端共振，业绩弹性值得期待

### 核心观点

2022年公司下游茶饮等客户销售受限明显，公司产品需求下滑，粉末油脂销量同比下滑13.47%。得益于销售价格的提升，以及咖啡等业务的高速增长，公司全年营收24.28亿元，同比略增长1.17%。2023年以来，销售场景持续恢复，下游需求增长的情况下，公司实现营收6.41亿元，同比增长22.77%。2022年成本压力明显，四季度以来压力逐渐缓解，2023年一季度毛利率同比明显提升。叠加费用投放转为收紧，公司2022年归母净利率水平同比下滑1.53pcts至4.75%，2023年一季度则同比大幅提升6.57pcts至9.87%

近年来头部茶饮企业逆市扩张，23年下游需求有望加速恢复。同时公司经销渠道的中小企业以及海外市场亦逐步回暖，客户结构改善带来利润率提升。成本端2020年后承压明显，年初以来上游核心原材料价格均有回落趋势，成本端压力已经进入下行阶段，全年毛利率有望明显提升。

### 事件

4月28日，公司发布2022年报及2023年一季报：22年实现营收24.28亿元，同比增长1.17%，归母净利润1.15亿元，同比降低23.45%，扣非归母净利润0.93亿元，同比降低28.03%；23Q1实现营收6.41亿元，同比增长22.77%，归母净利润0.63亿元，同比增长267.18%，扣非归母净利润0.51亿元，同比增长265.43%。

### 简评

#### 22年全年收入微增，一季度迎来开门红

2022年公司下游茶饮等客户销售受限明显，公司产品需求下滑，粉末油脂销量同比下滑13.47%。得益于销售价格的提升，以及咖啡等业务的高速增长，公司全年营收24.28亿元，同比略增长1.17%；其中单四季度实现营收8.00亿元，同比增长24.07%，销售有恢复趋势。2023年以来，销售场景持续恢复，下游需求增长的情况下，公司实现营收6.41亿元，同比增长22.77%。

分产品看，公司2022年粉末油脂、咖啡、植物基、其他产品分别实现营收17.50、2.14、0.88、2.56亿元，同比-5.76%、+108.84%、

## 佳禾食品 (605300.SH)

维持

增持

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:s1440518060003

SFC 编号:BOT242

营成广

jianchengguang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521020003

SFC 编号:BPB626

发布日期：2023年05月03日

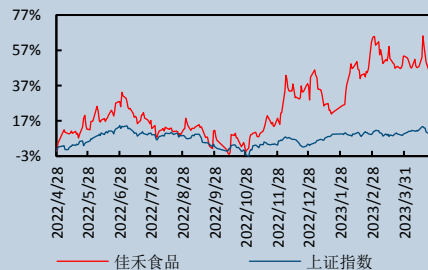
当前股价：19.56元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
6.94/4.73	28.85/27.06	44.14/31.80
12月最高/最低价(元)		20.61/12.25
总股本(万股)		40,001.00
流通A股(万股)		5,757.59
总市值(亿元)		78.24
流通市值(亿元)		11.26
近3月日均成交量(万)		227.25
主要股东		
柳新荣		32.26%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

2023-04-26  
【中信建投食品饮料】佳禾食品(605300.SH):盈利拐点已至，第二成长曲线值得期待

+23.41%、+5.79%。2023Q1 分别实现营收 4.82、0.55、0.25、0.65 亿元，同比+27.12%、+64.49%、+35.55%、+14.64%。植脂末已恢复增长，咖啡业务保持较高增速。

分渠道看，全年直营/经销渠道实现营收 20.63、2.44 亿元，同比+7.08%、-29.36%。公司销售模式以“直销为主、经销为辅”，经销渠道的中小企业在外部因素影响下受损更加严重。2023 年一季度，生产企业、连锁、经销、其他渠道实现营收 1.69、3.75、0.58、0.24 亿元，同比+83.53%、+19.40%、-2.84%、+13.43%。中小企业客户仍在恢复中，对生产企业客户销售则实现较大幅度增长。

### 成本压力逐渐释放，23 年利润弹性显著

产品利润水平方面，公司 2022 全年毛利率为 12.29%，同比下滑 1.30pcts。其中，粉末油脂、咖啡、植物基、其他产品毛利率分别为 13.44%、10.76%、5.80%、8.01%，同比-1.75pcts、+7.83pcts、-10.07 pcts、+3.49pcts。2022 年油脂、乳制品等大宗商品价格攀升至高位，叠加国际航运物流不畅等因素，公司原材料价格及进口运输成本出现大幅增长。仅咖啡业务随着销量增长，规模效应逐步体现，盈利水平提升。2022 年四季度公司毛利率同比提升 1.96pcts 至 15.48%，成本压力已开始缓解。2023 年以来，上游成本下滑带来较大毛利率提升，一季度公司毛利率 16.97%，同比增长 5.50pcts。

费用方面，2022 年公司不断拓展销售渠道，销售人员薪酬同步增长。全年销售费用金额同比增长 47.24%，费用率同比增长 0.87pcts 至 2.77%。管理费用率略下滑 0.05pcts 至 2.84%。2023 年以来费用整体有所控制，一季度销售费用率同比下降 0.99pcts 至 2.35%，管理费用率同比下降 0.87pcts 至 2.54%。公司盈利水平随成本及费用变动也在明显好转，2022 年公司归母净利率水平同比下滑 1.53pcts 至 4.75%，2023 年一季度则同比大幅提升 6.57pcts 至 9.87%。

### 下游加速复苏，咖啡及植物基第二曲线值得期待

近年来头部茶饮企业逆市扩张，23 年下游需求有望加速恢复。同时公司经销渠道的中小企业以及海外市场亦逐步回暖，客户结构改善带来利润率提升。成本端 2020 年后承压明显，年初以来上游核心原材料价格均有回落趋势，成本端压力已经进入下行阶段，全年毛利率有望明显提升。

我国咖啡市场仍在快速成长期，且人均消费量仍远低于世界水平。公司引入先进技术设备，布局咖啡全品类产品。近年销售增长迅速，且在下游茶饮企业纷纷布局咖啡业务的趋势下，有望凭借合作关系逐步导入咖啡产品销售。此外，在环保和健康意识影响下，植物基市场发展迅速，公司该业务有望实现翻倍以上的同比增速。

**盈利预测：**预计 2023-2025 年公司实现收入 32.06、41.62、52.95 亿元，实现归母净利润 2.65、3.84、5.00 亿元，对应 EPS 为 0.66、0.96、1.25 元，对应 PE 为 30X、20X、16X。

### 风险提示：

(1) 下游大客户加大自建产能：出于节约成本考虑，若头部连锁茶饮品牌等下游大客户未来加大植脂末产能建设，将会降低公司产品采购需求，从而导致收入增长低于预期。

(2) 原材料成本下行不及预期：近期公司核心原材料成本明显下行，有望释放利润弹性，若宏观因素或国际政治因素等影响下大宗商品价格下行不及预期，公司成本端仍将承受较大压力。

(3) 食品安全风险：公司植脂末产品作为食品添加剂，虽然目前基本实现零反产品的全面替代，若发生相关行业风险事件可能波及产品销售。

**重要财务指标**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,399.49	2,427.64	3,206.04	4,162.19	5,295.21
YOY(%)	28.02	1.17	32.06	29.82	27.22
净利润(百万元)	150.72	115.38	264.89	384.16	499.57
YOY(%)	-30.19	-23.45	129.58	45.03	30.04
EPS(摊薄/元)	0.38	0.29	0.66	0.96	1.25
P/E(倍)	51.91	67.81	29.54	20.37	15.66

资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

### 菅成广

华东政法大学法学硕士，2021 年 2 月加入中信建投食品饮料团队，曾就职于国泰君安证券、光大证券，财务分析能力较强，拥有多领域研究经验。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk