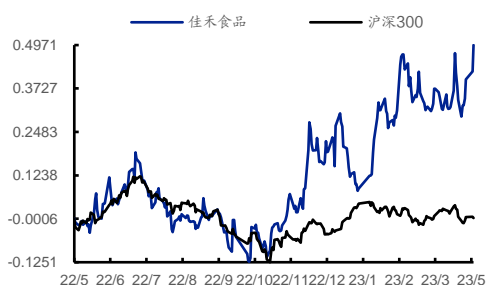


研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人：王尧 S0350121120031
 wangy26@ghzq.com.cn

业绩超预期，咖啡第二成长曲线渐显

——佳禾食品（605300）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
佳禾食品	11.0%	22.0%	49.7%
沪深300	-2.1%	-3.0%	0.2%

市场数据

当前价格(元)	20.93
52周价格区间(元)	11.67-21.13
总市值(百万)	8,372.21
流通市值(百万)	1,205.06
总股本(万股)	40,001.00
流通股(万股)	5,757.59
日均成交额(百万)	91.80
近一月换手(%)	4.95

相关报告

《——佳禾食品（605300）年报及一季报点评：疫情影响需求，静待成本拐点（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-04-30
 《——佳禾食品（605300）公司深度研究：一站式植物基饮品供应商，尽享新式茶饮红利（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-04-19

事件：

佳禾食品发布 2022 年报及 2023 年一季报公告，2022 年实现收入 24.28 亿元，同比+1.17%；归母净利润 1.15 亿元，同比-23.45%；扣非净利 0.93 亿元，同比-28.03%。2023Q1 实现收入 6.41 亿元，同比+22.77%；归母净利润 0.63 亿元，同比+267.18%；扣非净利 0.51 亿元，同比+265.43%。

投资要点：

- **植脂末主业恢复明显，业绩超预期。**疫情期间下游现制茶饮开店和需求受损，公司去年上半年整体表现受影响较大，进入下半年后，植脂末订单稳步恢复，2022Q4 每月销售预计环比都有个位数增长，叠加咖啡业务充分享受行业高增红利、植物基产品快速增长，去年 Q4 收入增长 24.07%。2023Q1 延续较快增长，增速达 22.77%，其中粉末油脂/咖啡/植物基分别增长 27.12%/64.49%/35.55%。利润端由于棕榈油成本下降明显、咖啡产能利用率提升，弹性凸显。我们认为当前公司植脂末主业位于稳步复苏通道，竞争格局改善，咖啡及植物基维持高增，进入二季度后基数较低，预计今年 Q2 业绩弹性更高。
- **毛利率稳步修复中，净利率有望回到双位数水平。**公司原材料中棕榈油占比较高，去年棕榈油价高增，成本压力较大影响毛利率。当前棕榈油价已基本回落至 2021 年同期水平，有效提振植脂末毛利率表现。而咖啡业务方面，尽管近两年咖啡豆平均价格上涨，但公司通过合同锁定咖啡豆价格和供应量，外加产能利用率提高，咖啡毛利率稳中有升。公司整体毛利率 2022Q4 同比增加 1.96pct 至 15.48%，2023Q1 同比增加 5.50pct 至 16.97%。我们认为公司今年整体毛利率仍将随着成本压力缓解、咖啡新品旺销，回归正常水平。受益于毛利率修复，公司 2022Q4 净利率同比+0.64pct 至 6.86%，2023Q1 同比+6.58pct 至 9.88%，已超过 2021 年 Q1 水平，恢复趋势明确。
- **咖啡及植物基第二曲线开始显现，看好成本价跌后的业绩弹性。**公司是我国植脂末龙头，深耕植脂末市场 20 年以来，已形成产品优、研发强、响应下游需求快速、客户渠道资源丰厚等多重竞争优势，我们预计植脂末随着奶茶行业的发展而持续增长。截至 2022 年底，公司 95.22%的销售收入来源于零反脂产品，已全面停售含反脂产品，顺利实现零反式计划。同时，公司不断丰富咖啡和植物饮料业务，第二增长曲线开始显现。咖啡业务正处于快速成长阶段，公司将凭借强

大的供应链优势，充分发挥咖啡业务与植脂末业务间的协同效应，享受行业成长红利。植物饮品方面，公司依托自主研发的酶解、浓缩技术，率先上市冷冻燕麦浆，今年燕麦奶产品也有新升级。看好公司今年咖啡及植物基产品放量带来的收入加速增长，利润端预计弹性更高。

- **盈利预测和投资评级** 预计公司 2023-2025 年实现净利润 2.79、3.75、4.82 亿元，同比+142%/35%/28%，对应 PE 为 29/21/16 倍，调升评级至“买入”评级。
- **风险提示** 1) 下游需求不及预期；2) 消费者对植脂末认知度不及预期风险；3) 原材料价格波动风险；4) 食品安全风险；5) 疫情影响超预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2428	3058	3727	4477
增长率(%)	1	26	22	20
归母净利润(百万元)	115	279	375	482
增长率(%)	-23	142	35	28
摊薄每股收益(元)	0.29	0.70	0.94	1.21
ROE(%)	6	12	14	15
P/E	61.00	28.53	21.18	16.49
P/B	3.50	3.46	2.97	2.52
P/S	2.91	2.60	2.13	1.78
EV/EBITDA	35.72	18.63	13.72	10.38

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：佳禾食品盈利预测表

证券代码:	605300				股价:	20.93		投资评级:	买入		日期:	2023/05/05	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	6%	12%	14%	15%	EPS	0.29	0.70	0.94	1.21				
毛利率	12%	18%	20%	21%	BVPS	5.05	5.75	6.69	7.89				
期间费率	5%	5%	5%	5%	估值								
销售净利率	5%	9%	10%	11%	P/E	61.00	28.53	21.18	16.49				
成长能力					P/B	3.50	3.46	2.97	2.52				
收入增长率	1%	26%	22%	20%	P/S	2.91	2.60	2.13	1.78				
利润增长率	-23%	142%	35%	28%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.78	0.86	0.94	0.97	营业收入	2428	3058	3727	4477				
应收账款周转率	5.75	7.20	6.93	6.78	营业成本	2129	2505	2989	3551				
存货周转率	6.74	7.09	7.26	7.35	营业税金及附加	10	13	16	19				
偿债能力					销售费用	67	85	104	128				
资产负债率	35%	35%	33%	31%	管理费用	69	81	112	125				
流动比	2.07	2.18	2.34	2.51	财务费用	-18	-8	-12	-15				
速动比	1.69	1.76	1.87	2.01	其他费用/(-收入)	29	28	35	45				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	157	374	507	654				
现金及现金等价物	1328	1598	1759	2063	营业外净收支	-4	-8	-13	-20				
应收款项	422	424	538	660	利润总额	153	366	494	634				
存货净额	360	432	513	609	所得税费用	37	87	119	152				
其他流动资产	43	63	73	86	净利润	115	279	375	482				
流动资产合计	2154	2517	2883	3417	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	670	704	777	841	归属于母公司净利润	115	279	375	482				
在建工程	44	44	44	44	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	204	240	240	258	经营活动现金流	124	374	341	483				
长期股权投资	39	39	39	39	净利润	115	279	375	482				
资产总计	3111	3544	3983	4600	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	555	555	555	555	折旧摊销	78	69	80	89				
应付款项	362	461	526	631	公允价值变动	-16	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-72	20	-124	-104				
其他流动负债	123	138	153	174	投资活动现金流	-429	-145	-164	-187				
流动负债合计	1040	1154	1234	1360	资本支出	-107	-109	-164	-170				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-284	-38	-2	-20				
其他长期负债	49	90	74	82	其他	-38	2	2	3				
长期负债合计	49	90	74	82	筹资活动现金流	389	40	-16	8				
负债合计	1090	1244	1308	1442	债务融资	50	40	-16	8				
股本	400	400	400	400	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	2022	2300	2676	3158	其它	339	0	0	0				
负债和股东权益总计	3111	3544	3983	4600	现金净增加额	101	270	161	304				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

王尧，复旦大学物理系本科，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖饮料、白酒、休闲食品等板块，曾任职于方正证券。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。