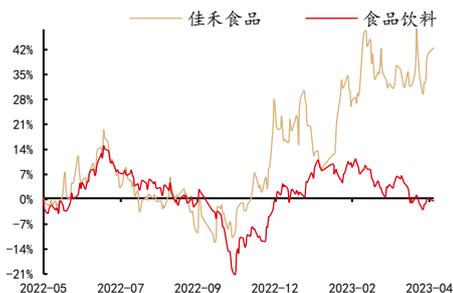


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	19.88
总股本/流通股本(亿股)	4.00 / 0.58
总市值/流通市值(亿元)	80 / 11
52周内最高/最低价	20.61 / 12.25
资产负债率(%)	35.0%
市盈率	68.55
第一大股东	柳新荣
持股比例(%)	32.3%

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 杨逸文
SAC 登记编号: S1340522120002
Email: yangyiwen@cnpsec.com

佳禾食品(605300)

经营加速恢复，一季度业绩超预期

● 事件

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，Q1 收入增速符合此前预测，利润增速大超预期。2022 年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 24.28/1.15/0.93 亿元，同比+1.17%/-23.45%/-28.03%，其中 Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 8/0.55/0.54 亿元，同比+24.07%/+36.66%/+78.94%。23Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 6.41/0.63/0.51 亿元，同比+22.77%/+267.18%/+265.43%。

● 核心观点

22Q4 显著恢复，咖啡全年达翻倍，客户订单进一步落地。2022 年公司植脂末、咖啡、植物基分别实现收入 17.5/2.14/0.88 亿元，同比-5.76%/+108.84%/+23.41%，受到下游客户需求影响植脂末业务同比下滑。23 年 Q1 植脂末、咖啡、植物基分别实现收入 4.82/0.55/0.25 亿元，同比+27.12%/+64.49%/+35.55%，根据客户备货节奏及订单落地情况来看，1-2 月平稳、3 月较大幅度增长。

油脂价格下降带来的成本改善已然体现，植脂末和咖啡毛利率均有大幅改善。2022 年，公司毛利率/归母净利率为 12.29%/4.75%，分别同比-1.3/-1.53pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 2.77%/2.84%/1.2%，分别同比+0.87/-0.05/+0.14pct。23 年 Q1，公司毛利率/归母净利率为 16.97%/9.87%，分别同比+5.5/+6.57pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 2.35%/2.54%/1.11%，分别同比-0.99/-0.87/-0.19pct。

展望 2023 年，我们认为公司短期逻辑逐步兑现：1) 下游茶饮行业复苏，公司基本盘植脂末如期恢复增长，作为龙头持续提升份额；2) 新兴业务咖啡新客户订单落地，随着客户进一步开拓展望全年收入增长预期乐观；3) 22 年主要原材料价格上涨影响毛利，23 年一季度表现来看棕榈仁油等原材料价格稳中有降，预计全年成本压力同比缓解，盈利能力得到改善。

长期来看，公司渠道不断完善，B 端 C 端协同发力。公司在 B 端不断构筑客户、产量、价格优势的基础上，“金猫咖啡”“非常麦”两大品牌推动 C 端渠道建设，推动营销驱动方式变革，渠道结构更加稳定完善；C 端产品上新有序，近期推出“金猫咖啡鲜萃冻干小金罐”，充氮锁鲜展现创新优势。**产能逐步爬坡，生产能力构建核心壁垒。**目前 12 万吨植脂末产能已达到可使用状态，行业内来看增量突出，更好满足市

场增量需求；咖啡全产业链产品供应具有优势，近年来冻干咖啡等高毛利产品占比提升不断优化品类毛利，随着精品咖啡产能扩张，新订单交付将更有保障。

● 盈利预测与投资建议

22 年报表端营收利润基本与此前预测一致，2023 年一季度净利率恢复超预期，因此我们上调 23-24 年预测、同时给予 25 年假设，预计 2023-2025 年营收分别为 32.29/40.73/49.96 亿元，同比+33%/26.1%/22.7%，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.05/4.08/5.26 亿元，同比+164.7%/33.7%/28.9%，未来三年 EPS 分别为 0.76/1.02/1.32 元，对应当前股价 PE 分别为 26/19/15 倍，给予 23 年 35 倍 PE 估值，对应目标价 26.6 元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

下游茶饮客户自建供应链、咖啡客户订单不及预期、原材料价格波动风险、食品安全风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2428	3229	4073	4996
增长率(%)	1.2	33.0	26.1	22.7
EBITDA（百万元）	210	452	580	733
归属母公司净利润（百万元）	115	305	408	526
增长率(%)	-23.4	164.7	33.7	28.9
EPS（元/股）	0.29	0.76	1.02	1.32
市盈率（P/E）	68.92	26.04	19.47	15.11
市净率（P/B）	3.93	3.48	3.02	2.57
EV/EBITDA	31.01	15.90	12.10	9.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2428	3229	4073	4996	营业收入	1.2%	33.0%	26.1%	22.7%
营业成本	2129	2654	3316	4037	营业利润	-19.7%	155.8%	34.3%	28.8%
税金及附加	10	11	14	17	归属于母公司净利润	-23.4%	164.7%	33.7%	28.9%
销售费用	67	71	88	100	获利能力				
管理费用	69	78	94	115	毛利率	12.3%	17.8%	18.6%	19.2%
研发费用	29	29	41	50	净利率	4.8%	9.5%	10.0%	10.5%
财务费用	-18	12	0	-2	ROE	5.7%	13.4%	15.5%	17.0%
资产减值损失	-5	-3	-4	-5	ROIC	7.3%	20.8%	26.1%	30.2%
营业利润	157	401	538	693	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	35.0%	25.3%	24.9%	25.5%
营业外支出	5	3	3	3	流动比率	2.07	2.89	3.07	3.15
利润总额	153	399	536	691	营运能力				
所得税	37	94	128	165	应收账款周转率	5.75	7.81	7.81	7.81
净利润	115	305	408	526	存货周转率	5.92	5.77	5.77	5.77
归母净利润	115	305	408	526	总资产周转率	0.78	1.06	1.16	1.21
每股收益(元)	0.29	0.76	1.02	1.32	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.29	0.76	1.02	1.32
货币资金	541	323	517	869	每股净资产	5.05	5.71	6.59	7.72
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	422	413	521	640	PE	68.92	26.04	19.47	15.11
预付款项	37	64	80	98	PB	3.93	3.48	3.02	2.57
存货	360	460	575	700	现金流量表				
流动资产合计	2154	2094	2540	3167	净利润	115	278	386	504
固定资产	674	666	681	717	折旧和摊销	75	41	44	44
在建工程	44	69	68	43	营运资本变动	-72	18	-87	-95
无形资产	55	54	52	50	其他	-1	30	13	10
非流动资产合计	957	965	971	976	经营活动现金流净额	117	367	356	464
资产总计	3111	3059	3511	4143	资本开支	-94	-50	-50	-50
短期借款	555	65	0	0	其他	-335	10	10	10
应付票据及应付账款	362	486	607	739	投资活动现金流净额	-429	-40	-40	-40
其他流动负债	123	175	219	267	股权融资	-2	0	0	0
流动负债合计	1040	726	826	1006	债务融资	552	-491	-65	0
其他	49	49	49	49	其他	-161	-54	-57	-71
非流动负债合计	49	49	49	49	筹资活动现金流净额	389	-545	-121	-71
负债合计	1090	775	875	1055	现金及现金等价物净增加额	94	-218	194	353
股本	400	400	400	400					
资本公积金	793	793	793	793					
未分配利润	828	1091	1443	1896					
少数股东权益	0	0	-1	-1					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	2022	2284	2636	3089					
负债和所有者权益总计	3111	3059	3511	4143					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048