

佳禾食品 (605300.SH)

收入多点开花, Q1 业绩超预期

22Q4 收入/利润同比+24.1%/+36.7%, 23Q1 收入/利润同比+22.8%/+267.2%, Q1 收入、利润超预期, 22Q4/23Q1 植脂末同比+23.54%、+27.12%, 主要受益于茶饮行业需求恢复及在大客户中份额提升。咖啡、植物基等产品表现优秀, Q1 分别增长 64%、36%。展望全年, 收入端行业需求恢复, 研发端公司积极扩展产品线, 加大咖啡、植物基、创新食品产业布局, 为公司长远发展奠定基础。我们认为随着下游茶饮/工业企业客户恢复、咖啡植物基等产品放量, 低基数下动销恢复可期, 叠加成本端原材料价格回落, 利润弹性可期。我们预计 23-24 年 EPS 为 0.66 元、0.82 元, 对应 23 年 30 倍 PE, 维持“强烈推荐”评级。

- 22Q4 收入/利润同比+24.1%/+36.7%。公司 22 年实现营业收入/利润/扣非归母净利润分别为 24.28/1.15/0.93 亿元, 收入/利润/扣非归母净利润同比 +1.17%/-23.45%/-28.03%。其中, 22Q4 公司收入/利润/扣非归母净利润分别为 8.0/0.55/0.54 亿, 同比+24.07%/+36.66%/+8.94%。22Q4 实现毛利率 15.48%, 同比+1.96pct, 销售费用率同比+0.31pct 至 2.11%, 管理费用率同比-1.61pcts 至 1.56%, 研发费用率同比-0.18pct 至 0.86%, 财务费用率同比-0.07pct 至 0.34%, 最终公司 22Q4 实现净利率 6.86%, 同比+0.63pct, 扣非净利率 6.69%, 同比+2.05pcts。
- 22Q4 植脂末增速转正, 咖啡、植物基等高增延续。分品类看, 22 年植脂末收入 17.50 亿元, 同比-5.76% (Q4 同比+23.54%)。受益于竞争对手退出, 公司在下游大客户中供应份额提升, Q4 植脂末增速转正。量价拆分看, 22 年植脂末销量/均价分别同比-13.5%/+8.9%, 公司提价应对成本上涨。22 年咖啡收入 2.14 亿元, 同比增长 108.8%, 销量/均价分别同比 43.8%/45.2%, 单价较高的冻干咖啡等增长较快。植脂末收入 0.88 亿元, 同比增长 23.4%, 其中销量增长 66.4%, 均价下滑 25.8%, 推测与推广期加大折扣有关。22 年华东/华南/西南/华中/华北/东北/西北/电商/境外收入同比-3.1%/+2.1%/+29.8%/+23.2%/-44.0%/-22.3%/+0.9%/-3.0%/-23.1%, 华中、西南及华北区域增速较快。分渠道看, 22 年餐饮连锁收入同比+8.97%, 食品工业企业/经销渠道收入同比-4.69%/-29.36%。
- 23Q1 收入多点开花, 成本下行结构改善推动净利率提升。23Q1 实现营业收入/利润/扣非归母净利润分别为 6.41/0.63/0.51 亿元, 同比分别 +22.77%/+267.18%/+265.43%。分产品看, Q1 植脂末/咖啡/植物基收入分别为 4.82/0.55/0.25 亿, 同比+27.12%/+64.49%/+35.55%, 植脂末随下游茶饮行业需求恢复, 咖啡与植物基新品继续快速增长, 收入占比明显提升。分渠道看, Q1 经销渠道/餐饮连锁/食品工业企业收入同比 -2.84%/+19.40%/+83.53%。受益于油脂等成本下降以及 22 年公司产品提价, 23Q1 实现毛利率 16.97%, 同比+5.50pcts, Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比-0.99pct/-0.87pct/-0.19pct/+0.18pct, 最终 Q1 公司实现归母净利润率 9.87%, 同比+6.57pcts, 扣非净利率 7.97%, 同比+5.29pcts, 盈利能力改善明显。
- 23 年展望: 需求逐步改善, 成本红利释放, 盈利能力恢复可期。渠道调研反馈, Q1 需求逐步改善, 1-2 月以消化库存为主, 3 月受益于茶饮行业恢

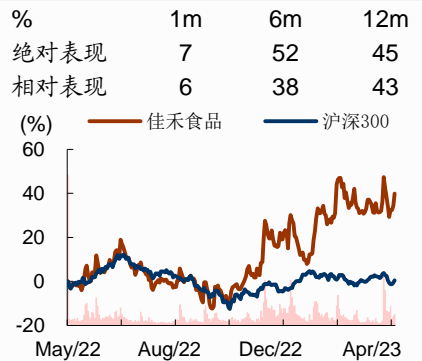
强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料  
当前股价: 19.56 元

基础数据

总股本 (万股)	40001
已上市流通股 (万股)	5758
总市值 (亿元)	78
流通市值 (亿元)	11
每股净资产 (MRQ)	5.2
ROE (TTM)	7.7
资产负债率	34.0%
主要股东	柳新荣
主要股东持股比例	32.26%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《佳禾食品 (605300) —H1 成本拖累业绩, 全年收入高增可期》2021-08-26
- 《佳禾食品 (605300) —粉末油脂先锋, 竞争优势强化》2021-07-11

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

田地 S1090522080001

tiandi@cmschina.com.cn

复收入快速恢复，咖啡、植物基等产品表现优秀，Q1 分别增长 64%、36%，全年低基数&成本红利下业绩明显加速。公司在产品多元化、营销端、客户服务多方面推动，加大市场布局，开展咖啡、植物基系列产品全面推广，利润端油脂等成本压力下降，利润弹性明显，盈利能力有望明显改善。

- **投资建议：Q1 动销恢复，23 年期待改善，维持“强烈推荐”评级。** Q1 公司收入/归母净利润同比+22.77%/+267.18%，受益于茶饮行业需求恢复及在大客户中份额提升，22Q4/23Q1 植脂末同比+23.54%、+27.12%，咖啡、植物基等产品表现优秀，Q1 分别增长 64%、36%。展望全年，收入端行业需求恢复，研发端公司积极扩展产品线，加大咖啡、植物基、创新食品产业布局，为公司长远发展奠定基础。我们认为随着下游茶饮/工业企业客户恢复、咖啡植物基等产品放量，低基数下动销恢复可期，叠加成本端原材料价格回落，利润弹性可期。我们预计 23-24 年 EPS 为 0.66 元、0.82 元，对应 23 年 30 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响，成本上行，行业竞争阶段性加剧等。

**财务数据与估值**

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2399	2428	2933	3419	3975
同比增长	28%	1%	21%	17%	16%
营业利润(百万元)	195	157	356	440	552
同比增长	-32%	-20%	127%	24%	26%
归母净利润(百万元)	151	115	265	328	413
同比增长	-30%	-23%	130%	24%	26%
每股收益(元)	0.38	0.29	0.66	0.82	1.03
PE	51.9	68.0	29.5	23.8	18.9
PB	4.0	3.9	3.5	3.1	2.8

资料来源：公司数据、招商证券

**表 1：佳禾食品单季度利润表**

单位：百万元	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	2021	2022
一、营业总收入	673	710	856	630	694	728	859	794	2817	2911
二、营业总成本	601	632	760	583	659	690	816	735	2481	2748
其中：营业成本	435	471	560	421	490	494	580	540	1834	1986
营业税金及附加	4	4	5	4	8	6	7	7	18	25
营业费用	98	88	103	82	81	87	97	94	365	347
管理费用	37	40	72	56	58	61	73	58	173	248
研发费用	27	25	17	22	27	37	37	29	82	122
财务费用	0	0	-3	-1	-9	1	1	2	-3	-8
资产减值损失	1	4	5	-1	4	4	21	5	13	28
三、其他经营收益	7	1	11	1	4	3	6	2	20	15
公允价值变动	7	1	11	1	4	3	6	2	21	15
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	79	78	106	48	39	41	50	61	356	178
加：营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
减：营业外支出	0	2	0	0	0	0	1	0	3	2
五、利润总额	78	76	106	48	39	41	48	61	353	176
减：所得税	15	15	21	8	9	11	5	12	70	32
六、净利润	64	61	86	40	30	30	43	50	283	144
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净	64	61	86	40	30	30	43	50	283	144
EPS	0.38	0.36	0.51	0.24	0.18	0.18	0.26	0.29	1.67	0.85

主要比率

毛利率	35.4%	33.6%	34.5%	33.1%	29.4%	32.1%	32.5%	32.0%	34.9%	31.8%
主营税金率	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	1.1%	0.9%	0.8%	0.9%	0.6%	0.9%
营业费率	14.6%	12.3%	12.0%	13.0%	11.7%	12.0%	11.3%	11.9%	12.9%	11.9%
管理费率	5.6%	5.7%	8.4%	8.9%	8.3%	8.4%	8.5%	7.3%	6.2%	8.51%
营业利润率	11.7%	11.0%	12.4%	7.6%	5.7%	5.6%	5.8%	7.7%	12.6%	6.1%
实际税率	18.9%	20.0%	19.6%	15.9%	22.8%	26.5%	10.1%	18.9%	19.8%	18.3%
净利率	9.4%	8.6%	10.0%	6.4%	4.4%	4.1%	5.0%	6.3%	10.0%	4.9%

YoY

收入增长率	60.6%	33.8%	40.4%	8.8%	3.1%	2.5%	0.4%	26.2%	55.7%	3.3%
营业利润增长率	10.8%	-23.8%	14.8%	-48.2%	-49.9%	-47.8%	-53.5%	28.8%	22.6%	-50.1%
净利润增长率	10.2%	-26.5%	16.6%	-45.3%	-52.2%	-50.5%	-49.4%	24.6%	22.0%	-49.2%

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 佳禾食品历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 佳禾食品历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《佳禾食品（605300）—H1 成本拖累业绩，全年收入高增可期》2021-08-26
- 2、《佳禾食品（605300）——粉末油脂先锋，竞争优势强化》2021-07-11

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1598	2154	1985	2185	2576
现金	341	541	260	311	533
交易性投资	551	788	788	788	788
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	243	422	488	568	661
其它应收款	6	5	6	7	9
存货	364	360	400	461	529
其他	94	38	43	50	57
<b>非流动资产</b>	850	957	988	1016	1042
长期股权投资	0	39	39	39	39
固定资产	628	670	708	742	773
无形资产商誉	57	55	50	45	40
其他	165	193	191	191	190
<b>资产总计</b>	<b>2448</b>	<b>3111</b>	<b>2973</b>	<b>3202</b>	<b>3618</b>
<b>流动负债</b>	453	1040	673	653	754
短期借款	0	555	114	0	0
应付账款	340	362	411	474	543
预收账款	13	15	17	19	22
其他	100	109	132	160	189
<b>长期负债</b>	39	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0	0
其他	39	49	49	49	49
<b>负债合计</b>	<b>492</b>	<b>1090</b>	<b>723</b>	<b>702</b>	<b>804</b>
股本	400	400	400	400	400
资本公积金	795	793	793	793	793
留存收益	759	828	1057	1306	1621
少数股东权益	1	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1954	2022	2251	2499	2814
<b>负债及权益合计</b>	<b>2448</b>	<b>3111</b>	<b>2973</b>	<b>3202</b>	<b>3618</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	100	124	264	311	385
净利润	151	115	265	328	413
折旧摊销	67	75	78	81	84
财务费用	(1)	(18)	(12)	(9)	(11)
投资收益	(0)	(3)	(35)	(35)	(35)
营运资金变动	(136)	(65)	(38)	(61)	(73)
其它	19	18	5	6	7
<b>投资活动现金流</b>	(437)	(429)	(76)	(76)	(76)
资本支出	(227)	(108)	(110)	(110)	(110)
其他投资	(210)	(322)	35	35	35
<b>筹资活动现金流</b>	402	389	(469)	(185)	(87)
借款变动	(4)	424	(445)	(114)	0
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	361	(2)	0	0	0
股利分配	0	(48)	(36)	(80)	(98)
其他	5	14	12	9	11
<b>现金净增加额</b>	<b>64</b>	<b>83</b>	<b>(280)</b>	<b>50</b>	<b>222</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	2399	2428	2933	3419	3975
营业成本	2073	2129	2420	2789	3198
营业税金及附加	9	10	13	15	17
营业费用	46	67	67	74	86
管理费用	69	69	80	94	109
研发费用	25	29	35	41	47
财务费用	(1)	(18)	(12)	(9)	(11)
资产减值损失	(11)	(15)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	15	16	18	18	18
其他收益	13	13	13	13	13
投资收益	1	3	4	4	4
<b>营业利润</b>	195	157	356	440	552
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	194	153	352	435	548
所得税	44	37	86	107	135
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	151	115	265	328	413

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	28%	1%	21%	17%	16%
营业利润	-32%	-20%	127%	24%	26%
归母净利润	-30%	-23%	130%	24%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.6%	12.3%	17.5%	18.4%	19.5%
净利率	6.3%	4.8%	9.0%	9.6%	10.4%
ROE	7.7%	5.7%	11.8%	13.1%	14.7%
ROIC	7.7%	4.0%	10.9%	13.0%	14.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.1%	35.0%	24.3%	21.9%	22.2%
净负债比率	0.1%	18.0%	3.8%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	2.1	2.9	3.3	3.4
速动比率	2.7	1.7	2.4	2.6	2.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	1.0	1.1	1.1
存货周转率	6.8	5.9	6.4	6.5	6.5
应收账款周转率	10.8	7.3	6.4	6.5	6.5
应付账款周转率	6.4	6.1	6.3	6.3	6.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.38	0.29	0.66	0.82	1.03
每股经营净现金	0.25	0.31	0.66	0.78	0.96
每股净资产	4.89	5.04	5.63	6.25	7.03
每股股利	0.12	0.09	0.20	0.25	0.31
<b>估值比率</b>					
PE	51.9	68.0	29.5	23.8	18.9
PB	4.0	3.9	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	28.3	34.6	17.0	14.0	11.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**于佳琦：**食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

**田地：**复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

**陈书慧：**美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

**任龙：**美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

**刘成：**上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

**胡思蓓：**复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300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指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。