

佳禾食品（605300）

证券研究报告

2021年09月02日

收入高增利润承压，近待原料价跌，远看咖啡增长

公司发布 2021H1 报告

公司发布 2021 年半年报，21H1 实现营业收入 11.09 亿元，同比+55.73%；归母净利 0.72 亿元，同比-7.78%；扣非归母净利 0.66 亿元，同比-2.81%；基本 EPS 为 0.19 元/股，同比-13.64%。

上半年收入高增速良好

咖啡/其他固体饮料增速较快，具有良好前景。植脂末产品仍然占据主要地位，占销售收入 82.37%。餐饮连锁同比增长最快，与 2020H1 相比为+99.79%。华东地区仍为主要销售地区，而西南片区正在崛起。

原材料价格上涨致使成本压力较大

公司产品的原材料（包括玉米淀粉、食用植物油、乳粉、咖啡豆等）成本占当期主营业务成本的比重比较高，上述主要原材料的市场价格在报告期内出现较大幅度的波动。2021H1 销售毛利率为 14.21%，同比-9.64pct。2021H1 销售费用率为 2.00%，较上年披露销售费用率同比-3.99pct。

盈利预测

中长期来看，由于大宗原材料价格有望回落，公司成本端压力将得到缓解，释放利润。因此我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 24.50 亿元/ 31.92 亿元/ 41.36 亿元，同时将净利润从 2.40 亿元/3.28 亿元/4.71 亿元分别上调为 2.60 亿元/ 3.56 亿元/ 5.20 亿元，对应 PE 分别为 29X/21X/14X。维持“买入”评级，建议持续关注！

风险提示：市场竞争风险、食品安全风险、原材料价格波动风险

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.64 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	40.01
A 股总市值(百万元)	7,456.19
流通 A 股市值(百万元)	745.79
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	17.25
一年内最高/最低(元)	33.44/13.50

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenji@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《佳禾食品-公司点评:21H1 成本上涨利润承压，降本&扩产&拓品下利润增厚可期》 2021-08-06
- 2 《佳禾食品-首次覆盖报告:扩产植脂末、咖啡成长可期，规划植物蛋白前景广阔》 2021-07-13

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,836.45	1,874.37	2,449.50	3,192.26	4,135.91
增长率(%)	15.11	2.07	30.68	30.32	29.56
EBITDA(百万元)	397.81	345.01	380.38	519.53	746.40
净利润(百万元)	271.54	215.89	259.41	356.00	519.90
增长率(%)	108.60	(20.49)	20.16	37.23	46.04
EPS(元/股)	0.68	0.54	0.65	0.89	1.30
市盈率(P/E)	27.18	34.18	28.45	20.73	14.20
市净率(P/B)	6.20	5.25	4.32	3.58	2.86
市销率(P/S)	4.02	3.94	3.01	2.31	1.78
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.90	12.32	7.91

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 公司发布 2021 年中业绩公告

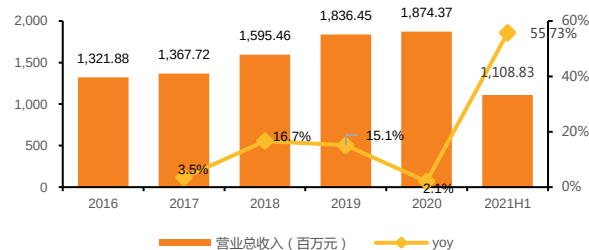
公司发布 2021 年半年报，21H1 实现营业收入 11.09 亿元，同比+55.73%；归母净利 0.72 亿元，同比-7.78%；扣非归母净利 0.66 亿元，同比-2.81%；基本 EPS 为 0.19 元/股，同比-13.64%。

2. 2021H1 业绩点评

2.1. 收入端：营收情况良好，下游需求充足

公司 2021 年半年营收情况较好，下游客户需求较为充足。21H1 实现营业收入 11.09 亿元，同比+55.73%。

图 1：2021H1 营业收入相较 2020H1 上升且增速大



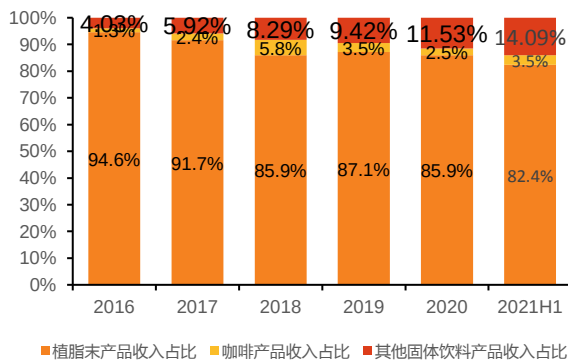
资料来源：公司公告、天风证券研究所

分季度来看：21Q1/Q2 营业收入分别为 5.89 亿元/5.20 亿元，收入同比分别为+81.77%/+34.02%。

分产品来看：咖啡/其他固体饮料增速较快，具有良好前景。植脂末产品仍然占据主要地位，收入为 8.53 亿元，占销售收入 82.37%，其收入同比+59.92%。21H1 咖啡/其他固体饮料等产品收入分别为 0.37 亿元 / 1.46 亿元，与 2020 年相比变动+87.41%/+111.49%，占比销售收入分别为 3.54%/14.09%。三种产品收入占比较 2020 年变化-3.46pct/+0.41pct/+3.05pct。

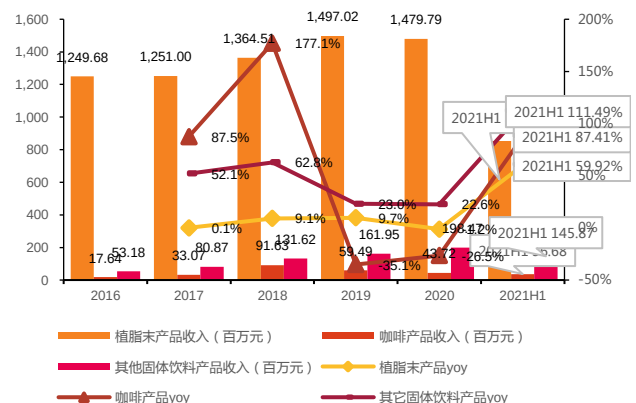
分渠道来看：食品工业企业/餐饮连锁/经销/其他半年销售收入分别为 2.47/5.97/1.70/0.20 亿元，同比+27.66%/+99.79%/+40.57%/+82.08%。

图 2：植脂末产品仍然为主要收入来源



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

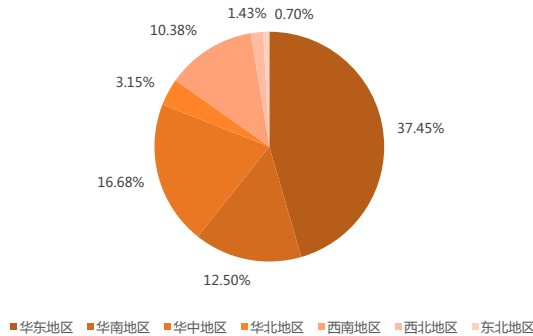
图 3：咖啡产品收入增速较大



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

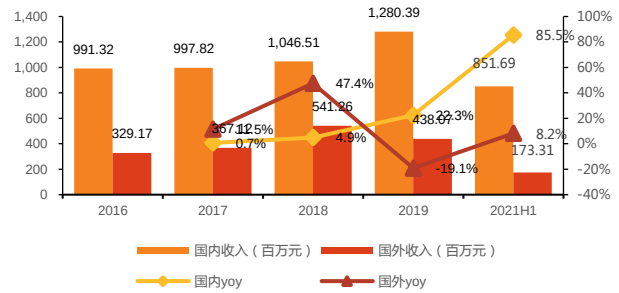
分地区来看：国内/境外/电商收入为 8.52 亿元/1.73 亿元/0.10 亿元，同比+85.51%/+8.17%/+78.02%。国内华东地区仍为主要销售区域，而西南地区和华东地区则由于期内经销商数量增加 3 个/10 个，使得销售收入增速较快，同比 201.99%/90.17%，华北地区经销商则减少 10 个/4 个。

图 4：华东地区仍为销售主要区域



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 5：国内收入增速逐渐加快



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

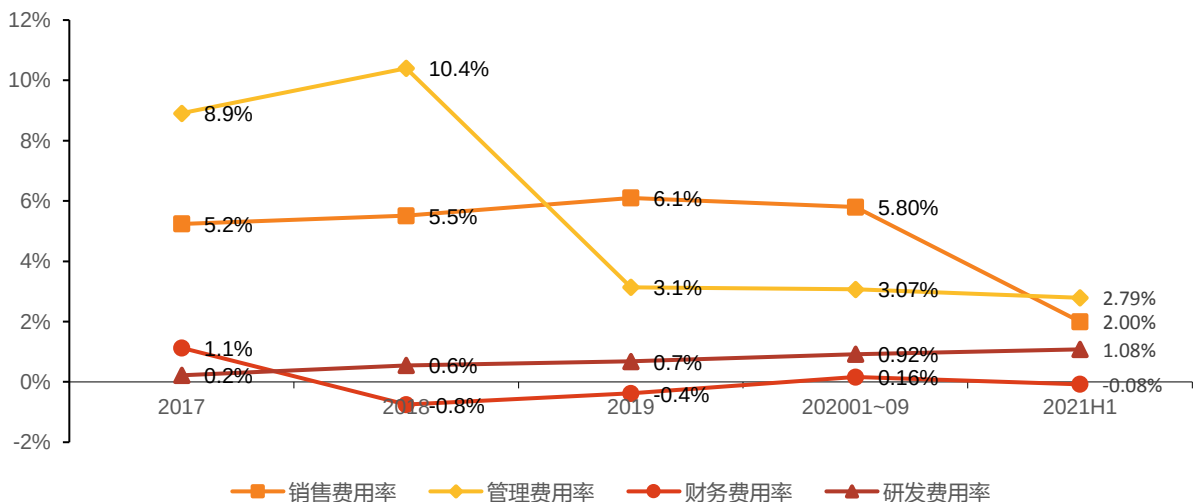
2.2. 成本费用端：原料价格上升带来压力

公司产品的原材料（包括玉米淀粉、食用植物油、乳粉、咖啡豆等）成本占当期主营业务成本的比重比较高，上述主要原材料的市场价格在报告期内出现较大幅度的波动，回顾 2021 年上半年上述大宗原料走势，其中：玉米淀粉较去年同期涨幅超三成以上，食用油脂较去年同期涨幅超四成以上，乳粉、咖啡豆等较去年同期也有较大的涨幅，因此成本端承压较大。

2021H1 销售毛利率为 14.21%，同比-9.64pct。2021H1 销售费用率为 2.00%，较上年披露销售费用率同比-3.99pct；管理费用率/研发费用率/财务费用率为 2.79%/1.08%/-0.08%，同比-0.91pct/+0.23pct/+0.29pct。

与此同时，由于其 2021H1 执行新收入准则，将销售费用中的运输费用等计营业成本，因此导致销售费用率及毛利率变化较大。按照今年统计口径计算得 2020H1 的营业成本为 5.68 亿元，而 2021H1 则为 9.51 亿元，今年同比+67.40%；同时，该口径下 2020H1 毛利率和销售费用率分别为 20.19%，2.34%，今年同比分别-5.98pct，-0.34pct。

图 6：新口径测度导致销售费用率降低明显

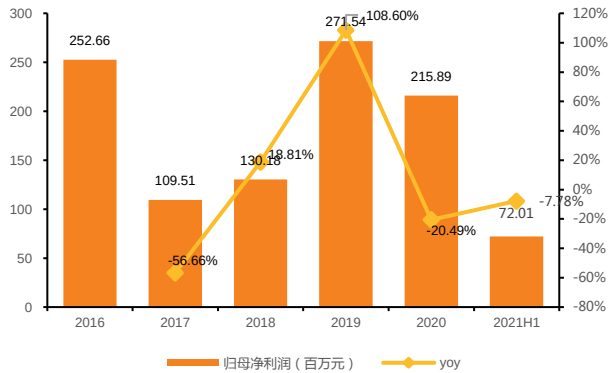


资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

2.3. 利润端：公司利润仍有待提高

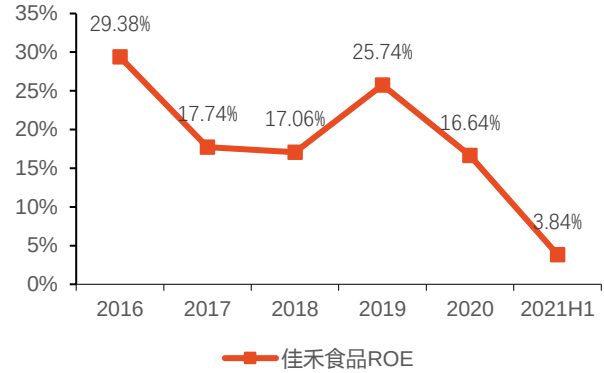
2021H1 公司利润仍有待提高，其策略性布局以及原材料价格的上涨对公司的净利润均有所冲击。同时，受海外疫情影响、海运费用大幅上涨及公司研发投入的增加等均导致利润并不十分乐观。半年来公司销售净利率为 6.48%，同比-4.49pct。ROA 为 3.49%，同比-1.41pct；ROE（摊薄）为 3.84%，同比-2.32pct。其中分季度而言，21Q1/Q2 归母净利润分别为 0.57 亿元/0.15 亿元，归母净利润同比分别为+44.05%/-61.54%，扣非归母净 0.54 亿元/0.12 亿元，同比+46.39%/-60.00%。

图 7：归母净利润波动较大



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 8：ROE 今年可能下降



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

3. 盈利预测

展望未来，公司系植脂末行业龙头企业，通过规模优势、数字化经营更易实现成本管控，提升产品竞争力。中长期来看，由于大宗原材料价格有望回落，公司成本端压力将得到缓解，释放利润。因此我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 24.50 亿元/ 31.92 亿元/ 41.36 亿元，同时将净利润从 2.40 亿元/3.28 亿元/4.71 亿元分别上调为 2.60 亿元/ 3.56 亿元/ 5.20 亿元，对应 PE 分别为 29X/21X/14X。建议持续关注！

4. 风险提示

市场竞争风险：公司在植脂末行业国内及出口市场竞争中具有较强的竞争优势，如果公司不能保持品质及技术优势、并及时根据市场提升生产能力，植脂末产品的市场占有率可能下降，进而影响公司的经营业绩。

食品安全风险：公司产品主要为植脂末、咖啡及其他固体饮料，与消费者的身体健康直接相关，如果公司因质量控制出现疏漏或瑕疵而发生产品质量问题，将有可能产生食品安全风险甚至导致食品安全事故，从而影响公司的信誉及持续盈利能力。

原材料价格波动风险：公司产品的原材料成本占比较高，若未来葡萄糖浆、玉米淀粉、食用植物油、乳粉、咖啡豆等的市场价格出现较大幅度的波动，而公司的植脂末、咖啡等产品销售价格不能同步调整，公司可能会面临原材料价格波动风险，从而对公司盈利产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	239.40	301.26	550.73	583.34	1,081.32
应收票据及应收账款	190.83	203.28	298.84	349.15	490.39
预付账款	54.49	39.36	46.33	84.35	83.77
存货	172.22	248.64	262.23	391.49	435.63
其他	398.68	378.16	391.48	386.31	392.60
流动资产合计	1,055.60	1,170.69	1,549.60	1,794.64	2,483.71
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	378.85	532.44	630.82	738.12	834.76
在建工程	43.56	21.18	48.71	77.22	76.33
无形资产	41.03	58.68	56.31	53.94	51.57
其他	82.75	65.11	66.87	63.03	57.87
非流动资产合计	546.20	677.40	802.71	932.30	1,020.53
资产总计	1,601.80	1,848.10	2,352.31	2,726.94	3,504.24
短期借款	0.00	0.00	15.00	10.00	10.00
应付票据及应付账款	284.45	304.83	494.54	522.28	757.22
其他	127.25	124.44	131.70	126.09	146.55
流动负债合计	411.70	429.27	641.25	658.37	913.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.04	13.59	4.56	6.07	8.07
非流动负债合计	0.04	13.59	4.56	6.07	8.07
负债合计	411.74	442.86	645.81	664.43	921.84
少数股东权益	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01
资本公积	434.40	434.40	434.40	434.40	434.40
留存收益	831.19	1,047.08	1,306.50	1,662.50	2,182.39
其他	(435.54)	(436.25)	(434.40)	(434.40)	(434.40)
股东权益合计	1,190.06	1,405.23	1,706.50	2,062.51	2,582.40
负债和股东权益总计	1,601.80	1,848.10	2,352.31	2,726.94	3,504.24

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	271.54	215.89	259.41	356.00	519.90
折旧摊销	27.17	47.47	36.46	46.56	56.62
财务费用	(4.85)	8.73	(2.04)	(2.63)	(4.15)
投资损失	0.00	0.00	(2.90)	(0.97)	(1.29)
营运资金变动	403.09	(62.48)	68.96	(191.06)	74.52
其它	(496.10)	(23.33)	12.22	(6.11)	3.05
经营活动现金流	200.87	186.28	372.11	201.79	648.65
资本支出	231.27	177.96	169.03	178.50	147.99
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(367.88)	(339.78)	(350.56)	(345.31)	(302.81)
投资活动现金流	(136.62)	(161.82)	(181.53)	(166.82)	(154.82)
债权融资	0.00	0.00	15.00	10.00	10.00
股权融资	6.00	(8.68)	43.90	2.63	4.15
其他	(6.02)	47.14	0.00	(15.00)	(10.00)
筹资活动现金流	(0.01)	38.46	58.90	(2.37)	4.15
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	64.24	62.92	249.48	32.61	497.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,836.45	1,874.37	2,449.50	3,192.26	4,135.91
营业成本	1,298.78	1,415.88	1,865.04	2,381.93	3,018.42
营业税金及附加	12.97	8.56	12.25	15.96	20.68
营业费用	111.95	108.83	146.97	191.54	248.15
管理费用	57.70	52.90	73.49	95.77	124.08
研发费用	12.57	17.50	24.50	31.92	41.36
财务费用	(6.99)	7.97	(2.04)	(2.63)	(4.15)
资产减值损失	(5.24)	(2.14)	(1.54)	(2.97)	(2.22)
公允价值变动收益	11.73	12.00	12.22	(6.11)	3.05
投资净收益	0.00	0.00	2.90	0.97	1.29
其他	(21.14)	(35.16)	(30.24)	10.28	(8.69)
营业利润	364.12	288.04	345.96	475.60	693.93
营业外收入	0.48	0.35	1.59	0.81	0.91
营业外支出	1.98	1.56	1.67	1.73	1.65
利润总额	362.62	286.83	345.88	474.67	693.19
所得税	91.08	70.94	86.47	118.67	173.30
净利润	271.54	215.89	259.41	356.00	519.89
少数股东损益	0.00	0.00	(0.00)	0.00	(0.00)
归属于母公司净利润	271.54	215.89	259.41	356.00	519.90
每股收益（元）	0.68	0.54	0.65	0.89	1.30

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	15.11%	2.07%	30.68%	30.32%	29.56%
营业利润	70.30%	-20.89%	20.11%	37.47%	45.91%
归属于母公司净利润	108.60%	-20.49%	20.16%	37.23%	46.04%
获利能力					
毛利率	29.28%	24.46%	23.86%	25.38%	27.02%
净利率	14.79%	11.52%	10.59%	11.15%	12.57%
ROE	22.82%	15.36%	15.20%	17.26%	20.13%
ROIC	41.01%	43.89%	36.69%	46.93%	47.72%
偿债能力					
资产负债率	25.70%	23.96%	27.45%	24.37%	26.31%
净负债率	-20.12%	-21.44%	-31.39%	-27.80%	-41.49%
流动比率	2.56	2.73	2.42	2.73	2.72
速动比率	2.15	2.15	2.01	2.13	2.24
营运能力					
应收账款周转率	10.32	9.51	9.76	9.85	9.85
存货周转率	11.21	8.91	9.59	9.77	10.00
总资产周转率	1.26	1.09	1.17	1.26	1.33
每股指标（元）					
每股收益	0.68	0.54	0.65	0.89	1.30
每股经营现金流	0.50	0.47	0.93	0.50	1.62
每股净资产	2.98	3.51	4.27	5.16	6.46
估值比率					
市盈率	27.18	34.18	28.45	20.73	14.20
市净率	6.20	5.25	4.32	3.58	2.86
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.90	12.32	7.91
EV/EBIT	0.00	0.00	18.69	13.54	8.56

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com