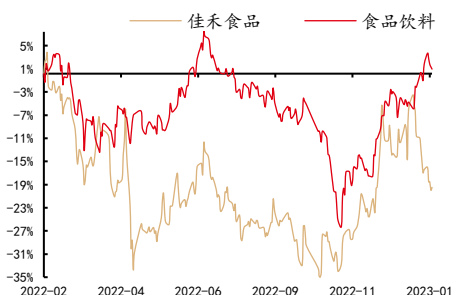


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	15.18
总股本/流通股本(亿股)	4.00 / 0.58
总市值/流通市值(亿元)	61 / 9
52 周内最高/最低价	19.72 / 12.25
资产负债率(%)	20.1%
市盈率	38.92
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)

植脂末大盘稳固，咖啡增长潜力即将释放

● 事件

疫情期间，公司经营受损明显，2022 年上半年收入同比下跌 13.32%，前三季度同比下跌 7.24%；三年来归母净利润一路走低，2020、2021、2022 年前三季度归母净利润同比增速为-20.49%、-30.19%、-45.30%，2020、2021、2022 年前三季度毛利率分别为 24.46%、13.59%、10.72%，净利率分别为 11.52%、6.27%、3.71%，盈利能力一路下滑。2022 年前三季度，主营产品植脂末收入同比下降 16.69%，但咖啡和植物基产品逆势而行扩张迅速，收入同比增加 134.07%、81.88%。展望 2023 年，随着下游茶饮连锁行业的复苏、咖啡类产品规模效应逐渐形成、成本端承压情况的改善，预计公司经营效益将持续向好。

● 核心观点

作为茶饮上游供应商，公司在疫情期间受到茶饮行业整体经营状况影响较大。佳禾食品主要从事植脂末（粉末油脂）、咖啡、植物基及其他产品的研发、生产和销售，其中植脂末产品在国内同行业占据领先地位，并出口东南亚多国家。据中国连锁协会估计，2021 年前新茶饮市场拥有超 20% 的行业复合增长速度，而受疫情影响 2022 年新茶饮市场规模仅有 3.7% 增长率，行业整体增长缓慢，在此背景下公司收入影响严重，2022 年收入增速明显放缓，上半年收入同比下滑超 10%，前三季度同比下跌 7.24%；归母净利润受到原材料价格波动影响，相比疫情前大打折扣。我们预计 2023 年下游需求将迎来全面复苏。

随着疫情影响退散，公司在发展战略上以植脂末为基本盘，积极发展咖啡和植物燕麦奶，增长曲线清晰。产品端来看，**植脂末**：主要从事 B 端业务，大客户有蜜雪冰城、沪上阿姨、茶百道等，大客户占比约四成，2021 年毛利率大幅下滑系原材料升级所致，2022 年利润率保持稳定，疫情过后随着线下茶饮店经营情况的好转，植脂末需求迎来复苏，新增 12 万吨植脂末产能，进一步巩固行业领先地位。基于消费者对健康饮品的需求与日俱增，公司在 22 年底将传统植脂末产品升级替代为零反式脂肪酸产品，终端客户接受度较高，产品升级以完成。**咖啡**：主要产品分为速溶咖啡、冻干咖啡粉、烘焙咖啡豆和冷萃咖啡液，主要对接 B 端客户。公司咖啡生产在设备、人才、研发上都具有竞争优势，在国内咖啡供给缺口较大情况下，近两年咖啡销量增长迅速，2022 年营收规模预计同比翻番并实现双位数毛利率，在产能进一步扩张的布局下，未来几年有望将保持高速增长态势，产能

利用率也将得到提升。**植物基：**从事燕麦浓浆、燕麦粉、燕麦奶、椰浆、椰子粉的生产经营，其中燕麦浓浆和燕麦粉依靠经销渠道对接市场，另外公司拥有 C 端燕麦奶品牌“非常麦”，通过经销商电商双渠道布局，目前已达几千万营收。公司植物基类产品增长迅速，2022 年前三季度销售收入同比增长 81.88%，23 年公司单独成立 C 端业务条线，新负责人接手后计划进入商超卖场等渠道，分工精细化、渠道扩张将持续推动该业务高速增长。

成本端看，22 年原料成本整体承压较大，23 年预计成本将明显改善。植脂末自 21 年 Q2 开始毛利率大幅下滑（会计口径改变+原材料价格走高），22 年主要油脂、乳粉等原材料价格出现双位数上涨，成本端承压较大。咖啡产品原料采用全球采购模式，22 年咖啡生豆涨幅超过 30%，预计 23 年咖啡豆价格稳定，并将采取锁单进一步降低原料波动的影响，而大宗油脂价格将呈现下滑趋势。展望 2023 年，伴随原材料价格的稳定及一系列锁单措施，公司盈利能力预计迎来显著改善。

如何看待蜜雪冰城计划自建供应链的影响？根据市场情况来看，我们认为品牌自建供应链对销售量整体影响较小。作为蜜雪冰城的两大植脂末供应商之一，随着另一家供应商产线调整后植脂末供应的减少，在品牌自身难以在短期内依靠自身产能补齐缺口，因此仍会加大对佳禾植脂末的采购量。另外，随着公司渠道的进一步开拓和大客户规模的不断增长，长期来看该影响将被进一步减弱。

● 盈利预测与投资建议

从行业角度来看，植脂末上游生产行业在疫情期间产能不断收缩，而佳禾在植脂末行业的集中度有望提升，以及公司高自动化咖啡生产线也处于国内领先水平，生产端而言佳禾优势显著。2023 年疫情恢复后中低端茶饮需求有望迅速回升，成本端改善明显，我们预计 2022-24 年营业总收入分别为 24.41/32.25/40.17 亿元，对应增速分别为 1.7%/32.1%/24.6%，22-24 年归母净利润预测分别为 1.05/2.04/2.67 亿元，对应增速-30.1%/93.6%/31%，对应 22-24 年 EPS 分别为 0.26/0.51/0.67 元，对应当前股价 PE 为 65/34/26 倍，参考餐饮供应链整体估值区间，给予 23 年 43 倍 PE 估值，对应目标价 21.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：

市场竞争加剧风险；原材料成本变动风险；政策超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2399	2441	3225	4017
增长率(%)	28.0%	1.7%	32.1%	24.6%
EBITDA（百万元）	260	179	311	394
归属母公司净利润（百万元）	151	105	204	267
增长率(%)	-30.2%	-30.1%	93.6%	31.0%
EPS(元/股)	0.38	0.26	0.51	0.67
市盈率（P/E）	45.52	65.07	33.62	25.66
市净率（P/B）	3.51	3.35	3.07	2.78
EV/EBITDA	30.50	33.34	19.03	14.73

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)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	2399	2441	3225	4017	营业收入	28.0%	1.7%	32.1%	24.6%
营业成本	2073	2118	2702	3322	营业利润	-32.2%	-28.2%	92.8%	30.9%
税金及附加	9	13	17	21	归属于母公司净利润	-30.2%	-30.1%	93.6%	31.0%
销售费用	46	74	103	145	获利能力				
管理费用	69	85	106	137	毛利率	13.6%	13.2%	16.2%	17.3%
研发费用	25	33	45	56	净利率	6.3%	4.3%	6.3%	6.7%
财务费用	-1	-1	-2	-3	ROE	7.7%	5.1%	9.1%	10.8%
资产减值损失	-7	-6	-7	-9	ROIC	14.5%	7.2%	16.7%	19.8%
营业利润	195	140	270	353	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	20.1%	23.4%	26.1%	28.0%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	3.53	3.09	2.87	2.77
利润总额	194	139	269	352	营运能力				
所得税	44	34	65	85	应收账款周转率	9.87	9.54	9.54	9.54
净利润	150	105	204	267	存货周转率	5.70	6.20	6.20	6.20
归母净利润	151	105	204	267	总资产周转率	0.98	0.91	1.07	1.17
每股收益(元)	0.38	0.26	0.51	0.67	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.38	0.26	0.51	0.67
货币资金	341	560	687	874	每股净资产	4.89	5.12	5.58	6.17
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	243	256	338	421	PE	45.52	65.07	33.62	25.66
预付款项	54	60	79	98	PB	3.51	3.35	3.07	2.78
存货	364	341	436	536	现金流量表				
流动资产合计	1598	1818	2156	2562	净利润	150	83	183	246
固定资产	634	631	649	689	折旧和摊销	67	41	44	44
在建工程	55	77	75	47	营运资本变动	-136	134	-48	-45
无形资产	57	55	53	51	其他	19	11	11	10
非流动资产合计	850	858	864	870	经营活动现金流净额	100	269	189	256
资产总计	2448	2676	3021	3432	资本开支	-206	-50	-50	-50
短期借款	0	0	0	0	其他	-231	10	8	8
应付票据及应付账款	340	422	539	662	投资活动现金流净额	-437	-40	-42	-42
其他流动负债	114	166	213	263	股权融资	401	0	0	0
流动负债合计	453	588	752	925	债务融资	4	-1	-1	-1
其他	39	38	38	37	其他	-3	-10	-20	-26
非流动负债合计	39	38	38	37	筹资活动现金流净额	402	-11	-20	-27
负债合计	492	627	789	962	现金及现金等价物净增加额	61	219	127	187
股本	400	400	400	400					
资本公积金	795	795	795	795					
未分配利润	759	853	1036	1275					
少数股东权益	1	1	1	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1955	2049	2232	2470					
负债和所有者权益总计	2448	2676	3021	3432					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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