开源证券

佳禾食品（605300.SH）

2023 年 11 月 19 日

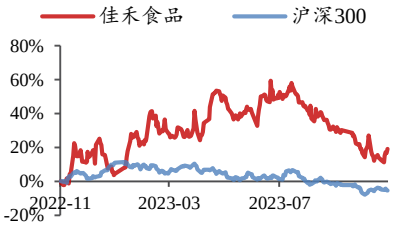
三季度业绩稳健增长，期待咖啡业务再提速

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/17
当前股价(元)	17.26
一年最高最低(元)	23.21/13.82
总市值(亿元)	69.04
流通市值(亿元)	9.94
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.58
近 3 个月换手率(%)	213.27

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q2 业务延续亮眼表现，盈利能力再上台阶—公司信息更新报告》-2023.9.1

《下游高景气助乘风而起，2023H1 业绩再超预期—公司信息更新报告》-2023.7.12

《盈利能力持续修复，2023Q1 业绩超预期—公司信息更新报告》-2023.5.3

初敏（分析师）
chumin@kysec.cn
证书编号：S0790522080008

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

● 2023Q3 业绩略低于预期，静待咖啡产能配置到位重新提速

2023Q1-3 实现营收 20.86 亿元/yoy+28.18%，归母净利润 2.06 亿元/yoy+240.77%。单 Q3 实现营收 7.59 亿元/yoy+13.88%，归母净利润 0.7 亿元/yoy+162.55%，业绩弹性环比有所减弱，主要系 2022 年同期基数相对较高&产能错配拖累咖啡起量速度。我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计归母净利润为 2.81/3.48/3.96 亿元（原值为 3.01/4.11/5.04 亿元），yoy+143.8%/+23.8%/+13.6%，对应 EPS0.70/0.87/0.99 元，**当前股价对应 PE 为 24.5/19.8/17.4 倍。**考虑到当前下游扩容红利仍在延续，传统主业植脂末有较强支撑，咖啡业务品类结构丰富，兼备中期产线随市调整能力，看好后续第二曲线重启快增长，**维持“买入”评级。**

● 植脂末主业稳健增长，产能错配咖啡短期承压

分业务：植脂末/ 咖啡/植物基/其他产品单 Q3 营收分别为 5.03/0.70/0.28/0.99 亿元，yoy+10.8%/3.96%/-2.46%/+21.02%。受益头部茶饮客户门店持续扩张&供应份额提升，植脂末仍为增长主要动力，同时紧抓下游动向灵活拓新，配套产品稳步贡献增量，突出业务调整能力已获验证。Q3 咖啡增速环比明显滑坡，主要系咖啡粉液产品放缓，产能配置与下游现磨咖啡豆高增趋势错配，导致 H1 大客户突破成果未如期兑现至收入端，公司后续聚焦品类结构调整、产能配置优化及新客扩张，咖啡业务有望重入正轨。**分渠道：**2023Q3 工业客户/连锁/经销/其他渠道分别实现同比+17.12% /+11.27% /+9.15%/-18.07%，连锁餐饮合作加固基础上持续开发工业客户。**分区域：**2023Q3 华北/东北/华中/电子商务实现同比增速 333.6%/64.6%/38.2%/54.2%，电商渠道表现亮眼，自有品牌持续放量。

● 加大费用投放深耕市场，盈利能力韧性显现

费用端：2023Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.31%/2.66%/1.11%/-0.17%，yoy+0.6/-0.65/-0.09/+1.03pct，Q3 经销商净增 73 家，叠加 C 端布局加速推进，销售费用投放合理提升，费用率呈小幅增长。**盈利能力：**Q3 毛利率 18.91%/yoy+8.73pct，归母净利率 9.29%/yoy+5.26pct。全年维度看，公司积极开展套保应对原材料成本风险，择机锁价下预计 2024 年盈利能力整体维持稳定。

● 风险提示：咖啡业务进展不及预期，原材料价格波动，食品安全问题等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,399	2,428	2,988	3,552	3,999
YOY(%)	28.0	1.2	23.1	18.9	12.6
归母净利润(百万元)	151	115	281	348	396
YOY(%)	-30.2	-23.4	143.8	23.8	13.6
毛利率(%)	13.6	12.3	18.1	18.5	18.7
净利率(%)	6.3	4.8	9.4	9.8	9.9
ROE(%)	7.7	5.7	12.4	13.4	13.4
EPS(摊薄/元)	0.38	0.29	0.70	0.87	0.99
P/E(倍)	45.8	59.8	24.5	19.8	17.4
P/B(倍)	3.5	3.4	3.0	2.7	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1598	2154	2406	2736	2962
现金	341	541	665	791	959
应收票据及应收账款	243	422	396	577	519
其他应收款	6	5	8	8	10
预付账款	54	37	76	59	93
存货	364	360	472	513	593
其他流动资产	590	788	788	788	788
非流动资产	850	957	1081	1206	1291
长期投资	0	39	76	114	151
固定资产	628	670	755	842	893
无形资产	57	55	58	60	62
其他非流动资产	165	193	191	190	184
资产总计	2448	3111	3486	3942	4252
流动负债	453	1040	1170	1298	1238
短期借款	0	555	605	667	555
应付票据及应付账款	340	362	445	510	562
其他流动负债	114	123	120	121	121
非流动负债	39	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	49	49	49	49
负债合计	492	1090	1219	1347	1288
少数股东权益	1	0	0	1	1
股本	400	400	400	400	400
资本公积	795	793	793	793	793
留存收益	763	830	1067	1347	1646
归属母公司股东权益	1954	2022	2267	2594	2964
负债和股东权益	2448	3111	3486	3942	4252

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	100	124	273	259	456
净利润	150	115	282	349	396
折旧摊销	67	75	58	70	80
财务费用	-1	-18	-6	-4	0
投资损失	-0	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-136	-72	-45	-141	-7
其他经营现金流	20	26	-14	-12	-11
投资活动现金流	-437	-429	-164	-178	-149
资本支出	227	108	76	150	100
长期投资	-249	-284	-37	-37	-37
其他投资现金流	39	-37	-51	9	-12
筹资活动现金流	402	389	-34	-17	-26
短期借款	0	555	50	62	-112
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	361	-2	0	0	0
其他筹资现金流	1	-165	-84	-80	86
现金净增加额	61	101	75	64	280

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2399	2428	2988	3552	3999
营业成本	2073	2129	2448	2897	3253
营业税金及附加	9	10	12	14	16
营业费用	46	67	90	99	112
管理费用	69	69	72	78	84
研发费用	25	29	28	32	36
财务费用	-1	-18	-6	-4	0
资产减值损失	-7	-5	3	3	3
其他收益	13	13	13	13	13
公允价值变动收益	15	16	15	14	13
投资净收益	0	3	3	3	3
资产处置收益	1	0	1	0	0
营业利润	195	157	371	460	523
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	5	2	3	2
利润总额	194	153	371	459	521
所得税	44	37	89	110	125
净利润	150	115	282	349	396
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归属母公司净利润	151	115	281	348	396
EBITDA	251	245	428	525	601
EPS(元)	0.38	0.29	0.70	0.87	0.99

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.0	1.2	23.1	18.9	12.6
营业利润(%)	-32.2	-19.7	136.7	24.1	13.5
归属于母公司净利润(%)	-30.2	-23.4	143.8	23.8	13.6
获利能力					
毛利率(%)	13.6	12.3	18.1	18.5	18.7
净利率(%)	6.3	4.8	9.4	9.8	9.9
ROE(%)	7.7	5.7	12.4	13.4	13.4
ROIC(%)	7.3	5.0	9.8	10.6	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	20.1	35.0	35.0	34.2	30.3
净负债比率(%)	-17.2	1.0	-2.6	-4.7	-13.6
流动比率	3.5	2.1	2.1	2.1	2.4
速动比率	2.5	1.7	1.6	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	10.8	7.3	7.3	7.3	7.3
应付账款周转率	7.1	6.4	6.4	6.4	6.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.29	0.70	0.87	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.31	0.68	0.65	1.14
每股净资产(最新摊薄)	4.89	5.05	5.67	6.49	7.41
估值比率					
P/E	45.8	59.8	24.5	19.8	17.4
P/B	3.5	3.4	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	24.0	25.0	14.2	11.4	9.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn