

## 成本红利释放，盈利能力优化

2024 年 01 月 22 日

➤ **事件:** 公司发布 2023 年度业绩预告, 23 年预计实现归母净利润 2.53~2.79 亿元, 同比增长 118.97%~142.02%; 扣非归母净利润 2.18~2.45 亿元, 同比增长 133.65%~162.12%。

➤ **收入端 Q4 预计增长稳健, 咖啡内部结构持续优化。** 收入方面, 我们预计 23Q4 实现稳健增长, 具体来看: 1) 植脂末: Q4 预计增长稳健, 除基数影响外, 预计主要受下游茶饮竞争激烈、消费者口味需求频繁变动影响; 2) 咖啡: Q4 整体预计增长稳健, 烘焙咖啡增速或高于速溶咖啡; 产品结构上, 受低价连锁咖啡影响, 速溶咖啡行业增长受限, 公司过去咖啡产品以速溶咖啡为主, 23 年积极发力现磨咖啡业务, 定增扩产精品咖啡豆、精品研磨咖啡粉、精品冷萃热萃咖啡液、RTD 即饮咖啡、冻干及混合风味咖啡, 完善咖啡产品布局、拓展利润增长点, 后续新客拓展下咖啡业务有望重回增长快车道。

➤ **成本红利释放, 盈利能力优化。** 利润方面, 经测算单 Q4 预计实现归母净利润 0.47~0.73 亿元, 同比-15.1%~+33.3%; 扣非归母净利润 0.41~0.67 亿元, 同比-24.1%~+25.6%。成本端来看, 公司直接材料占成本比重大 (22 年直接材料占主营业务成本比重达 83%), 原料价格波动将对公司营业利润产生显著影响。23 年受益于成本红利, 主要原材料食用植物油、乳粉等价格回落, 预计毛利端持续优化。费用端来看, 销量提升下规模效应或有释放, 但考虑到公司 BC 业务布局持续完善, 相关市场费用或有增加; 叠加持续开发新品, 在研发费用上预计投入稳定。

➤ **新品顺应行业发展需求, 咖啡定增扩产优化产品结构。** 作为植脂末行业龙头, 公司在生产规模及定制化服务方面优势突出, 23 年推出植脂乳化产品顺应行业需求, 上半年“年产十二万吨植脂乳化制品项目”一期已实施完成; 第二增长曲线咖啡业务新增连锁客户库迪, 主要供给烘焙咖啡, 23 年 5 月定增扩展精品咖啡产能, 有助于进一步优化公司的产品结构。

➤ **投资建议:** 看好公司在成本回落、产能充足下释放业绩弹性, 咖啡、燕麦奶渗透率加速提升驱动中远期发展。我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 30.0/35.1/41.5 亿元, 同比增长 23.4%/17.2%/18.2%; 归母净利润分别为 2.7/3.2/4.0 亿元, 同比增长 134.7%/19.0%/22.7%, 当前股价对应 P/E 分别为 22/19/15X, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求恢复不及预期, 咖啡业务拓展不及预期, 原材料价格波动风险。

推荐

维持评级

当前价格:

15.20 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书: S0100522090002

邮箱: zhanglingyu@mszq.com

## 相关研究

1. 佳禾食品 (605300.SH) 首次覆盖报告: 专注饮品供应链, 开启植物营养新时代-2023/09/13

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,428	2,995	3,510	4,148
增长率 (%)	1.2	23.4	17.2	18.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	115	271	322	396
增长率 (%)	-23.4	134.7	19.0	22.7
每股收益 (元)	0.29	0.68	0.81	0.99
PE	53	22	19	15
PB	3.0	2.7	2.4	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 1 月 19 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,428	2,995	3,510	4,148
营业成本	2,129	2,422	2,845	3,364
营业税金及附加	10	15	18	21
销售费用	67	84	97	112
管理费用	69	81	93	110
研发费用	29	45	53	50
EBIT	121	363	423	512
财务费用	-18	10	4	-2
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	157	353	420	515
营业外收支	-4	-1	-1	-1
利润总额	153	352	419	514
所得税	37	81	96	118
净利润	115	271	322	396
归属于母公司净利润	115	271	322	396
EBITDA	199	445	516	616

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	541	478	539	718
应收账款及票据	422	451	433	455
预付款项	37	73	85	101
存货	360	431	507	599
其他流动资产	794	800	801	803
流动资产合计	2,154	2,233	2,365	2,676
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	670	683	689	695
无形资产	55	55	54	53
非流动资产合计	957	1,020	1,024	1,025
资产合计	3,111	3,253	3,389	3,701
短期借款	555	355	155	55
应付账款及票据	362	431	507	599
其他流动负债	123	152	170	194
流动负债合计	1,040	939	832	849
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	49	59	63	64
非流动负债合计	49	59	63	64
负债合计	1,090	998	895	913
股本	400	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,022	2,256	2,493	2,788
负债和股东权益合计	3,111	3,253	3,389	3,701

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	1.17	23.36	17.22	18.17
EBIT 增长率	-32.34	200.62	16.66	21.02
净利润增长率	-23.45	134.74	19.02	22.72
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	12.29	19.12	18.96	18.90
净利润率	4.75	9.04	9.18	9.54
总资产收益率 ROA	3.71	8.32	9.51	10.69
净资产收益率 ROE	5.71	12.01	12.93	14.19
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.07	2.38	2.84	3.15
速动比率	1.69	1.84	2.13	2.32
现金比率	0.52	0.51	0.65	0.85
资产负债率 (%)	35.02	30.67	26.42	24.66
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	63.52	55.00	45.00	40.00
存货周转天数	61.71	65.00	65.00	65.00
总资产周转率	0.87	0.94	1.06	1.17
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.29	0.68	0.81	0.99
每股净资产	5.05	5.64	6.23	6.97
每股经营现金流	0.31	0.85	1.12	1.22
每股股利	0.09	0.21	0.25	0.31
<b>估值分析</b>				
PE	53	22	19	15
PB	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	31.24	13.94	12.03	10.08
股息收益率 (%)	0.59	1.39	1.65	2.03

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	115	271	322	396
折旧和摊销	78	82	92	103
营运资金变动	-72	-41	24	-15
经营活动现金流	124	338	449	490
资本开支	-107	-86	-89	-100
投资	-284	0	0	0
投资活动现金流	-429	-142	-89	-100
股权募资	0	0	0	0
债务募资	50	-201	-202	-100
筹资活动现金流	389	-259	-299	-210
现金净流量	101	-63	61	179

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026