

2024年04月19日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 一季度业绩不及预期，连锁客户销售承压

## —佳禾食品（605300.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn  
联系人：肖燕南 S1050123060024  
xiaoyan@cfsc.com.cn

2024年4月18日，佳禾食品发布2023年年报及2024年一季度报。

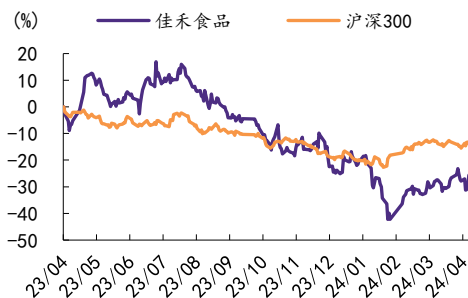
### 投资要点

#### 基本数据

2024-04-19

当前股价(元)	13.45
总市值(亿元)	54
总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	58
52周价格范围(元)	11.4-23.07
日均成交额(百万元)	47.24

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《佳禾食品（605300）：业绩符合预期，成本红利释放》2024-01-21
- 《佳禾食品（605300）：植脂末龙头地位稳固，咖啡筑就新增长曲线》2024-01-13
- 《佳禾食品（605300）：业绩符合预期，植脂末业务稳健增长》2023-10-29

#### 业绩不及预期，下游需求走弱及竞争加剧为主因

全年收入符合预期，利润靠近业绩预告区间下沿。2023年总营收28.41亿元（同增17.04%），归母净利润2.58亿元（同增123.39%）；其中2023Q4总营收7.55亿元（同减5.62%），归母净利润0.52亿元（同减5.80%）。一季度业绩略不及预期，利润承压明显。2024Q1总营收5.41亿元（同减15.61%），归母净利润0.46亿元（同减27.71%）。全年成本下降释放利好，一季度费用投放力度加大。2023年毛利率/净利率分别为17.97%/9.03%，分别同比+5.69/4.28pcts，主要受益于原材料价格下降。2024Q1毛利率/净利率分别同比+0.98/-1.31pcts，净利率下降主要系期间费用率提升所致，销售/管理/研发费用率分别同比+2.27/1.24/0.12pcts。一季度经营净现金流高增，销售回款基本持平。2023/2024Q1销售回款分别为31.64/7.58亿元，分别同增26.03%/0.03%；经营净现金流分别同增137.58%/480.12%，主要系去年原材料成本下行，而今年上行趋势明显故采购同比下降所致。

#### 植脂末承压明显，其他产品表现亮眼

粉末油脂营收承压明显，其他产品营收高增。2023年粉末油脂/咖啡/植物基/其他产品营收为19.26/2.61/1.06/3.61亿元，同增10.07%/22.20%/20.80%/41.18%；2024Q1以上各类产品的营收分别同比-35.18%/-22.22%/-9.61%/+51.04%。下游茶饮客户议价能力增强，向上游布局意愿提高。2023年植脂末销量/均价分别同比+15.81%/-4.96%，毛利率同比+9.80pcts，量增为主，原材料价格变化向下游传导能力强。目前公司已成为植脂末行业龙头，加大研发投入和工艺创新，开发打造冷溶植脂末、耐酸植脂末等多款细分差异化产品，提高客户粘性。咖啡业务结构变化，期待产能利用率提升带来盈利能力提高。2023年门店咖啡市场竞争激烈，对上游生产企业形成较大压力，公司由精品速溶咖啡为主转向咖啡豆为主，产业链上移造成均价下降，2023年咖啡销量/均

价分别同比+40.85%/-13.24%，毛利率同比+2.18pcts。公司目前拟募投资金以建设咖啡豆为主的生产基地，项目建成后预计年产能达到 16,000 吨焙烤咖啡豆、3000 吨研磨咖啡粉、8000 吨冷热萃咖啡液、10000 吨 RTD 即饮咖啡及 610 吨冻干和混合风味咖啡。植物基业务加大费用投放，其他业务销量高增。2023 年植物基销量/均价分别同比+26.79%/-4.72%，毛利率同比+6.40pcts。2023 年公司推出“非常麦”有机燕麦奶，推动健康化升级，提高产品形象。2023 年其他产品销量/均价分别+58.47%/-10.91%，毛利率同比-3.76pcts，公司将 UHT 无菌灌装技术应用于果冻、布丁等产品，标准化程度高，利于客户一站式购买。

### ■ 连锁客户承压，生产企业与境外市场稳增

一季度基地市场受损，境外市场增长亮眼。2023 年华东/华中/境外/西南营收为 8.13/6.80/3.80/3.13 亿元，分别同比+11.25%/+21.81%/+20.68%/-9.04%，基地市场表现较稳健，境外市场亦有所恢复；一季度表现放缓，华东/华中/境外营收分别同比分别为-4.04%/-67.08%/+3.85%。华北、西北营收增速明显，2023/2024Q1 华北营收分别同增 214.00%/117.50%，2024Q1 西北营收同增 292.04%。一季度连锁客户受损，生产企业稳健增长。2023 年直销/经销营收分别为 24.11/2.43 亿元，分别同比+16.84%/-0.13%，直销实现双位数增长，毛利率同比+7.08pcts。2024Q1 生产企业/连锁/经销营收同比+6.28%/-41.47%/-13.12%，生产企业实现稳增，连锁客户承压明显。

### ■ 盈利预测

我们认为公司短期承压主要受下游连锁客户稳定性影响，长期粉末油脂业务预计稳增；咖啡业务期待咖啡豆放量；植物基业务增长取决于 C 端投放力度与效果。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.72/0.85/1.05 元，当前股价对应 PE 分别为 19/16/13 倍，维持“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

食品安全风险；大客户合作终止风险；咖啡不及预期风险；产能利用率提升不及预期风险；C 端开拓不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,841	3,209	3,698	4,334
增长率（%）	17.0%	12.9%	15.3%	17.2%
归母净利润（百万元）	258	286	341	421
增长率（%）	123.4%	11.0%	19.2%	23.6%
摊薄每股收益（元）	0.64	0.72	0.85	1.05
ROE（%）	11.5%	12.0%	13.3%	15.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	710	875	1,068	1,284
应收款	389	440	405	416
存货	304	363	376	390
其他流动资产	755	846	928	982
流动资产合计	2,158	2,523	2,777	3,071
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	704	804	884	934
固定资产	696	658	618	578
在建工程	15	6	2	1
无形资产	53	50	48	45
长期股权投资	38	38	38	38
其他非流动资产	240	240	240	240
非流动资产合计	1,042	993	947	903
资产总计	3,200	3,516	3,723	3,974
<b>流动负债:</b>				
短期借款	554	584	604	614
应付账款、票据	229	363	376	390
其他流动负债	95	95	95	95
流动负债合计	889	1,060	1,090	1,116
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	65	65	65	65
非流动负债合计	65	65	65	65
负债合计	954	1,125	1,155	1,181
<b>所有者权益</b>				
股本	400	400	400	400
股东权益	2,246	2,392	2,569	2,792
负债和所有者权益	3,200	3,516	3,723	3,974

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	257	286	341	421
少数股东权益	-1	0	0	0
折旧摊销	82	49	46	44
公允价值变动	25	13	10	8
营运资金变动	-68	40	29	-11
经营活动现金净流量	294	388	427	462
投资活动现金净流量	-67	-54	-36	-9
筹资活动现金净流量	-62	-110	-144	-188
现金流量净额	165	224	247	265

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,841</b>	<b>3,209</b>	<b>3,698</b>	<b>4,334</b>
营业成本	2,331	2,638	3,031	3,539
营业税金及附加	15	14	16	17
销售费用	89	93	107	119
管理费用	75	83	96	108
财务费用	-5	-1	-6	-11
研发费用	31	39	44	52
费用合计	190	214	242	268
资产减值损失	0	-3	0	0
公允价值变动	25	13	10	8
投资收益	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>340</b>	<b>361</b>	<b>427</b>	<b>524</b>
加:营业外收入	6	1	2	3
减:营业外支出	1	4	3	2
<b>利润总额</b>	<b>345</b>	<b>358</b>	<b>426</b>	<b>525</b>
所得税费用	88	72	85	104
<b>净利润</b>	<b>257</b>	<b>286</b>	<b>341</b>	<b>421</b>
少数股东损益	-1	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>258</b>	<b>286</b>	<b>341</b>	<b>421</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	17.0%	12.9%	15.3%	17.2%
归母净利润增长率	123.4%	11.0%	19.2%	23.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	18.0%	17.8%	18.0%	18.3%
四项费用/营收	6.7%	6.7%	6.5%	6.2%
净利率	9.0%	8.9%	9.2%	9.7%
ROE	11.5%	12.0%	13.3%	15.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.8%	32.0%	31.0%	29.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	7.3	7.3	9.1	10.4
存货周转率	7.7	7.3	8.1	9.1
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.64	0.72	0.85	1.05
P/E	20.9	18.8	15.8	12.8
P/S	1.9	1.7	1.5	1.2
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。