

2024年08月31日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润不及预期，咖啡销售环比改善

—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8月30日，佳禾食品发布2024年中报。

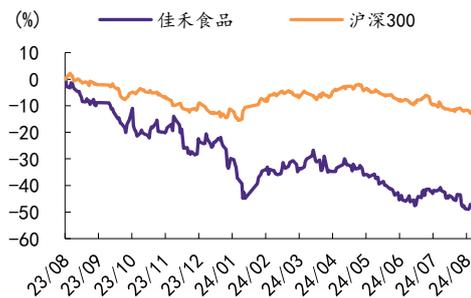
投资要点

基本数据

2024-08-30

当前股价（元）	10.56
总市值（亿元）	42
总股本（百万股）	400
流通股本（百万股）	400
52周价格范围（元）	10.32-20.4
日均成交额（百万元）	36.11

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《佳禾食品（605300）：一季度业绩不及预期，连锁客户销售承压》2024-04-20
- 《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

业绩不及预期，利润下滑明显

利润表现不及预期，盈利承压明显。2024H1 总营收 10.73 亿元（同减 19.12%），归母净利润 0.69 亿元（同减 48.77%），扣非净利润 0.62 亿元（同减 46.19%）。2024Q2 总营收 5.32 亿元（同减 22.41%），归母净利润 0.24 亿元（同减 67.19%），扣非净利润 0.21 亿元（同减 66.64%）。咖啡豆价格上涨致毛利率下降，费用投放力度大。2024H1 毛利率/净利率分别为 17.85%/6.55%，分别同比 -0.37/-3.68pcts；2024Q2 分别为 17.75%/4.51%，分别同比 -1.65/-6.06pcts，上半年罗布斯塔咖啡豆价格明显上涨，毛利率受较大影响。2024H1 销售/管理/研发费用率分别为 5.80%/3.76%/1.38%，同比 +3.08/+1.07/+0.30pcts；2024Q2 为 7.01%/3.73%/1.53%，同比 +3.94/+0.91/+0.48pcts，销售费用率同比增长幅度较大主要系公司宣传费、电商平台费用增加所致。现金流为负主要系销售收入下降所致，销售回款同比下降。2024H1/2024Q2 经营活动现金流净额分别为 0.73/-0.70 亿元，去年同期分别为 1.33/1.09 亿元；销售回款分别为 13.42/5.84 亿元，分别同比 -14.00%/-27.25%。截至 2024H1 末，合同负债 0.09 亿元（环比 -0.04 亿元）。

植脂末受损较大，咖啡销售逐步恢复

2024H1 粉末油脂/咖啡/植物基/其他产品营收分别为 5.87/1.14/0.41/2.06 亿元，分别同比 -37.59%/+3.36%/-19.63%/+25.13%，分别占比 61.95%/12.03%/4.31%/21.72%，毛利率分别为 22.57%/18.00%/17.17%/6.04%；2024Q2 营收分别为 2.75/0.69/0.18/1.08 亿元，同比 -40.13%/+24.99%/-29.22%/+8.41%，分别占比 58.32%/14.75%/3.90%/23.03%。粉末油脂营收下降主要系下游茶饮客户影响所致，目前自主研发的发泡粉末油脂量产，着力丰富产品结构；咖啡 Q2 实现双位数增长，主要系公司重新梳理产品，推出金猫 15 倍胶囊意式咖啡液且辅以 10 倍、20 倍浓缩咖啡液，在抖音咖啡液热销榜位列第一；非常麦燕麦奶上半年营业额同比增长，线上挑战赛话题播放量高达 3.8 亿，并转化上万名新用户。

■ 境外销售表现较好，连锁渠道承压

分区域看，2024H1 境内/境外营收分别为 8.48/2.25 亿元，分别同比-26.29%/+27.65%，分别占比 79.02%/20.98%，毛利率分别为 16.80%/21.82%，境外营收实现较好增长，占比逐步回升。2024H1 华东/华南/西南/华中/华北/东北/西北/电商营收为 3.51/0.81/0.77/0.88/0.85/0.06/0.12/0.22 亿元，分别同比-6.96%/-33.47%/-55.81%/-72.29%/+31.13%/-6.88%/-24.96%/+90.75%，西南、华中下滑幅度较大；2024Q2 营收分别为 1.64/0.31/0.31/0.36/0.49/0.03/0.05/0.15 亿元，分别同比-10.06%/-51.44%/-59.89%/-77.36%/+1.44%/-21.09%/-23.17%/+131.91%。分渠道看，2024H1 生产企业/连锁/经销/其他营收分别为 3.82/3.82/1.14/0.70 亿元，同比-1.47%/-46.33%/+1.90%/+27.21%，连锁渠道受损较明显；2024Q2 营收分别为 2.02/1.63/0.64/0.42 亿元，分别同比-7.46%/-51.75%/+17.78%/+38.07%。截至 2024H1 末，总经销商 611 家，较 2023 年年末增加 49 家。

■ 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。根据中报，我们调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.44/0.56/0.71（前值分别为 0.72/0.85/1.05）元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/15 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	2,420	2,782	3,290
增长率（%）	17.0%	-14.8%	15.0%	18.2%
归母净利润（百万元）	258	176	223	285
增长率（%）	123.4%	-31.6%	26.3%	28.0%
摊薄每股收益（元）	0.64	0.44	0.56	0.71
ROE（%）	11.5%	7.5%	9.1%	11.0%

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	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	2,841	2,420	2,782	3,290
现金及现金等价物	710	933	1,058	1,201	营业成本	2,331	2,011	2,300	2,706
应收款	389	331	305	315	营业税金及附加	15	10	12	13
存货	304	277	285	298	销售费用	89	102	106	115
其他流动资产	755	835	917	970	管理费用	75	68	75	86
流动资产合计	2,158	2,376	2,565	2,785	财务费用	-5	-3	-5	-9
非流动资产:					研发费用	31	27	33	39
金融类资产	704	804	884	934	费用合计	190	193	209	231
固定资产	696	658	618	578	资产减值损失	0	-3	0	0
在建工程	15	6	2	1	公允价值变动	25	13	10	8
无形资产	53	50	48	45	投资收益	-2	0	0	0
长期股权投资	38	38	38	38	营业利润	340	223	279	354
其他非流动资产	240	240	240	240	加:营业外收入	6	1	2	3
非流动资产合计	1,042	993	947	903	减:营业外支出	1	4	3	2
资产总计	3,200	3,370	3,512	3,688	利润总额	345	220	278	355
流动负债:					所得税费用	88	44	55	70
短期借款	554	584	604	614	净利润	257	176	223	285
应付账款、票据	229	277	285	298	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	95	95	95	95	归母净利润	258	176	223	285
流动负债合计	889	969	995	1,020					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	65	65	65	65	营业收入增长率	17.0%	-14.8%	15.0%	18.2%
非流动负债合计	65	65	65	65	归母净利润增长率	123.4%	-31.6%	26.3%	28.0%
负债合计	954	1,034	1,060	1,085	盈利能力				
所有者权益					毛利率	18.0%	16.9%	17.3%	17.7%
股本	400	400	400	400	四项费用/营收	6.7%	8.0%	7.5%	7.0%
股东权益	2,246	2,336	2,451	2,602	净利率	9.0%	7.3%	8.0%	8.7%
负债和所有者权益	3,200	3,370	3,512	3,688	ROE	11.5%	7.5%	9.1%	11.0%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	29.8%	30.7%	30.2%	29.4%
净利润	257	176	223	285	营运能力				
少数股东权益	-1	0	0	0	总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.9
折旧摊销	82	49	46	44	应收账款周转率	7.3	7.3	9.1	10.4
公允价值变动	25	13	10	8	存货周转率	7.7	7.3	8.1	9.1
营运资金变动	-68	154	23	-11	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	294	392	302	325	EPS	0.64	0.44	0.56	0.71
投资活动现金净流量	-67	-54	-36	-9	P/E	16.4	24.0	19.0	14.8
筹资活动现金净流量	-4	-56	-87	-124	P/S	1.5	1.7	1.5	1.3
现金流量净额	223	282	179	193	P/B	1.9	1.8	1.7	1.6

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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

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。