

佳禾食品 (605300.SH)

增持 (维持)

消费品/食品饮料
当前股价: 11.98 元

Q3 植脂末调整, 期待营收恢复

基础数据

24Q3 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比-20.1%/-81.3%/-82.7%, Q3 植脂末、植物基板块仍在调整, 系行业需求下降、头部客户订单波动影响, 咖啡业务稳定增长。Q4 随着行业旺季到来动销有望环比改善, 咖啡业务新客户持续开拓, 营收端有望逐季改善。利润端今年油脂价格略有上行, 价格竞争激烈, 全年利润端仍有承压。预计公司 24-25 年 EPS 预测为 0.27、0.29, 对应 24 年 PE44X, 维持“增持”评级。

总股本 (百万股)	400
已上市流通股 (百万股)	400
总市值 (十亿元)	4.8
流通市值 (十亿元)	4.8
每股净资产 (MRQ)	5.4
ROE (TTM)	6.2
资产负债率	22.8%
主要股东	柳新荣
主要股东持股比例	32.26%

□ 24Q3 收入/扣非归母净利润分别同比-20.1%/-82.7%, 利润表现不及预期。公司发布 2024 年三季度报告, 24Q3 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 6.07/0.13/0.11 亿, 同比-20.06%/-81.25%/-82.74%。24 年前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 16.80/0.83/0.73 亿, 同比分别-19.46%/-59.88%/-59.16%, 受植脂末板块调整影响, 收入、盈利承压。

股价表现

□ 植脂末、植物基业务仍在调整, 咖啡板块实现双位数增长。1) 粉末油脂: 单 Q3 粉末油脂实现收入 2.48 亿元, 同比下滑 50.73%, 系茶饮行业新趋势下植脂末需求下降、头部客户订单波动, 期待 Q4 旺季需求恢复。2) 咖啡业务: 单 Q3 咖啡营收 0.79 亿, 同比+13.19%, 收入增长稳定, 冻干咖啡车间投产后, 形成由浓缩咖啡、速溶咖啡粉、冷萃咖啡液、冻干咖啡四大生产线组成的全产业链产线, 以高性价比产品开拓市场。3) 植物基业务: 植物基单 Q3 营收 0.22 亿, 同比下滑 22.05%, 系椰子类需求略承压, 燕麦奶增长较好, 公司加大 C 端线上资源投入, 完善 C 端产品矩阵。

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-9	-29
相对表现	-7	-22	-42



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 成本上行毛利率承压, 费用投入增加净利率下滑明显。24Q3 公司实现毛利率 15.02%, 同比-3.9pct, 毛利率承压系油脂价格上行、低毛利产品占比上升所致。24Q3 销售/管理/研发费用率分别为 7.29%/3.67%/1.26%, 同比+3.98%/+1.01%/+0.15pct, 其中销售费用率上升主要系公司加大 C 端宣传费、电商平台费用投入。最终, 24Q3 公司实现归母净利率 2.18%, 同比-7.11pct, 实现扣非归母净利率 1.79%, 同比-6.51pct。

相关报告

□ 投资建议: 植脂末、植物基板块承压, 期待营收逐季恢复。Q3 收入/扣非归母净利润分别同比-20.1%/-82.7%, Q3 植脂末、植物基板块仍在调整, 咖啡业务稳定增长。Q4 随着行业旺季到来动销有望环比改善, 咖啡业务新客户持续开拓, 营收端有望逐季改善。利润端今年油脂价格略有上行, 价格竞争激烈, 预计利润端仍有承压。预计公司 24-25 年 EPS 预测为 0.27、0.29, 对应 24 年 PE 44X, 维持“增持”评级。

- 1、《佳禾食品 (605300) —Q2 经营承压, 关注植脂末恢复》2024-09-03
- 2、《佳禾食品 (605300) —23 年稳健收官, 24Q1 经营承压》2024-04-23
- 3、《佳禾食品 (605300) —收入多点开花, Q1 业绩超预期》2023-05-03

□ 风险提示: 宏观经济影响、出口业务受阻、客户订单波动、行业竞争加剧、新品推广不及预期等

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

胡思蓓 S1090524090002

husibei@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2428	2841	2261	2352	2476
同比增长	1%	17%	-20%	4%	5%
营业利润(百万元)	157	340	144	153	160
同比增长	-20%	117%	-58%	6%	5%
归母净利润(百万元)	115	258	109	116	121
同比增长	-23%	123%	-58%	6%	5%

每股收益(元)	0.29	0.64	0.27	0.29	0.30
PE	41.6	18.7	44.1	41.5	39.7
PB	2.4	2.1	2.1	2.1	2.0

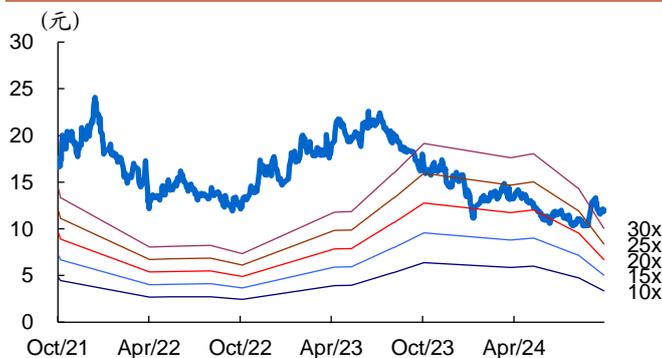
资料来源：公司数据、招商证券

佳禾食品单季度利润表

单位: 百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	2022	2023
一、营业总收入	800	641	686	759	755	541	532	607	2428	2841
二、营业总成本	725	573	602	674	692	488	507	594	2302	2541
其中: 营业成本	676	532	553	615	630	444	438	516	2129	2331
营业税金及附加	3	4	3	4	4	3	3	3	10	15
营业费用	17	15	21	25	28	25	37	44	67	89
管理费用	12	16	19	20	19	20	20	22	69	75
研发费用	7	7	7	8	9	7	8	8	29	31
财务费用	3	1	-5	-1	1	-2	-5	1	-18	-5
资产减值损失	0	-1	-3	-1	-1	0	-6	0	-5	-6
三、其他经营收益	4	15	8	8	8	7	4	3	32	40
其他收益	1	9	2	2	3	2	1	3	13	17
公允价值变动收益	-1	6	7	7	5	5	3	0	16	25
投资收益	4	-1	0	-1	-1	0	0	1	3	-2
四、营业利润	79	83	92	93	71	60	29	16	157	340
加: 营业外收入	0	0	3	1	1	0	0	1	1	6
减: 营业外支出	1	0	0	0	0	1	0	1	5	1
五、利润总额	78	84	95	94	71	60	29	16.8	153	345
减: 所得税	23	20	23	25	20	13	5	3.0	37	88
六、净利润	55	63	72	70	51	46	24	13.7	115	257
减: 少数股东损益	0	0	0	-0.7	-0.6	0.6	0.3	0.5	0	-1
七、归属母公司净利润	55	63	72	70	52	46	24	13	115	258
EPS	0.14	0.16	0.18	0.18	0.13	0.11	0.06	0.03	0.3	0.6
主要比率										
毛利率	15.5%	17.0%	19.4%	18.9%	16.6%	18.0%	17.8%	15.02%	12.3%	18.0%
主营税金率	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%
营业费率	2.1%	2.4%	3.1%	3.3%	3.7%	4.6%	7.0%	7.3%	2.8%	3.1%
管理费	1.6%	2.5%	2.8%	2.7%	2.5%	3.8%	3.7%	3.7%	2.8%	2.6%
营业利润率	9.9%	13.0%	13.4%	12.3%	9.4%	11.1%	5.4%	2.7%	6.5%	12.0%
实际税率	30.0%	24.2%	23.9%	26.1%	28.4%	22.2%	17.5%	18.1%	24.4%	25.5%
净利率	6.9%	9.9%	10.5%	9.3%	6.9%	8.5%	4.5%	2.2%	4.8%	9.1%
YoY										
收入增长率	24.1%	22.8%	56.3%	13.9%	-5.6%	-15.6%	-22.4%	-20.1%	1.2%	17.0%
营业利润增长率	60.2%	291.9%	298.8%	179.5%	-10.3%	-27.8%	-68.8%	-82.7%	-19.7%	116.7%
净利润增长率	36.7%	267.2%	341.1%	162.5%	-5.8%	-27.7%	-67.2%	-81.3%	-23.4%	123.4%

资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 佳禾食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 佳禾食品历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《佳禾食品（605300）—Q2 经营承压，关注植脂末恢复》2024-09-03
- 2、《佳禾食品（605300）—23 年稳健收官，24Q1 经营承压》2024-04-23
- 3、《佳禾食品（605300）—收入多点开花，Q1 业绩超预期》2023-05-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2154	2158	1542	1629	1722
现金	541	710	262	325	386
交易性投资	788	704	704	704	704
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	422	387	293	305	321
其它应收款	5	2	2	2	2
存货	360	304	240	251	264
其他	38	51	41	43	45
非流动资产	957	1042	1048	1053	1058
长期股权投资	39	38	38	38	38
固定资产	670	696	707	717	726
无形资产商誉	55	53	48	43	39
其他	193	255	255	255	255
资产总计	3111	3200	2590	2682	2780
流动负债	1040	889	283	293	305
短期借款	555	554	0	0	0
应付账款	362	229	186	194	205
预收账款	15	11	9	9	10
其他	109	95	89	90	91
长期负债	49	65	65	65	65
长期借款	0	0	0	0	0
其他	49	65	65	65	65
负债合计	1090	954	348	358	370
股本	400	400	400	400	400
资本公积金	793	794	794	794	794
留存收益	828	1050	1046	1129	1215
少数股东权益	0	1	1	0	(0)
归属于母公司所有者	2022	2244	2240	2323	2409
负债及权益合计	3111	3200	2590	2682	2780

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	124	294	277	144	143
净利润	115	258	109	116	121
折旧摊销	75	86	86	87	87
财务费用	(18)	(5)	(1)	(9)	(11)
投资收益	(3)	2	(35)	(35)	(35)
营运资金变动	(65)	(53)	125	(16)	(21)
其它	18	6	(7)	1	1
投资活动现金流	(429)	(67)	(58)	(58)	(58)
资本支出	(108)	(86)	(92)	(92)	(92)
其他投资	(322)	19	35	35	35
筹资活动现金流	389	(45)	(667)	(24)	(24)
借款变动	424	(20)	(555)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(2)	1	0	0	0
股利分配	(48)	(36)	(113)	(33)	(35)
其他	14	10	1	9	11
现金净增加额	83	182	(447)	62	61

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2428	2841	2261	2352	2476
营业成本	2129	2331	1885	1972	2079
营业税金及附加	10	15	12	12	13
营业费用	67	89	143	142	147
管理费用	69	75	82	85	90
研发费用	29	31	25	26	27
财务费用	(18)	(5)	(1)	(9)	(11)
资产减值损失	(15)	(6)	(6)	(6)	(6)
公允价值变动收	16	25	20	20	20
其他收益	13	17	17	17	17
投资收益	3	(2)	(2)	(2)	(2)
营业利润	157	340	144	153	160
营业外收入	1	6	3	3	3
营业外支出	5	1	1	1	1
利润总额	153	345	146	155	162
所得税	37	88	37	40	42
少数股东损益	0	(1)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利	115	258	109	116	121

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	1%	17%	-20%	4%	5%
营业利润	-20%	117%	-58%	6%	5%
归母净利润	-23%	123%	-58%	6%	5%
获利能力					
毛利率	12.3%	18.0%	16.6%	16.2%	16.0%
净利率	4.8%	9.1%	4.8%	4.9%	4.9%
ROE	5.7%	11.5%	4.9%	5.0%	5.0%
ROIC	4.0%	8.9%	4.8%	4.6%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	35.0%	29.8%	13.5%	13.4%	13.3%
净负债比率	18.0%	17.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	2.4	5.4	5.6	5.6
速动比率	1.7	2.1	4.6	4.7	4.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	5.9	7.0	6.9	8.0	8.1
应收账款周转率	7.3	7.0	6.7	7.9	7.9
应付账款周转率	6.1	7.9	9.1	10.4	10.4
每股资料(元)					
EPS	0.29	0.64	0.27	0.29	0.30
每股经营净现	0.31	0.73	0.69	0.36	0.36
每股净资产	5.04	5.58	5.60	5.81	6.02
每股股利	0.09	0.28	0.08	0.09	0.09
估值比率					
PE	41.6	18.7	44.1	41.5	39.7
PB	2.4	2.1	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	21.2	10.6	19.3	19.1	18.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。