

## 佳禾食品 (605300.SH)

增持 (维持)

消费品/食品饮料  
目标估值: NA  
当前股价: 14.22 元

## Q2 利润侧承压，咖啡、植物基增长提速

公司发布 25 年半年报，25H1 公司分别实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 11.9 亿元/1,243 万元/240 万元，同比+10.4%/-82.1%/-96.1%。25Q2 公司营收增速环比回暖，粉末油脂降幅维稳，咖啡、植物基单季度增长提速，短期原材料价格上涨与营销费用增长压制利润率释放。展望 25H2，随着公司继续加大 C 端市场开拓力度，咖啡、植物基等产品有望继续保持快速增长，但预计利润侧仍有压力。

- 25H1 业绩表现与预告基本相符，25Q2 营收增速环比回暖。25H1 公司分别实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 11.9 亿元/1,243 万元/240 万元，同比+10.4%/-82.1%/-96.1%，25Q2 单季度分别实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 6.1 亿元/853 万元/219 万元，同比+15.5%/-64.1%/-89.7%。25H1 利润表现与业绩预告基本相符，25Q2 营收增速环比回暖，短期净利润承压主要系原材料成本上涨、公司拓展 C 端销售渠道费用同比增长所致。
- 25Q2 粉末油脂降幅维稳，咖啡、植物基单季度增长提速。25Q2 公司粉末油脂/咖啡/植物基/糖浆分别实现收入 2.6 亿元/1.2 亿元/0.3 亿元/0.5 亿元，同比-6.5%/+72.0%/+65.4%/-29.4%，25Q2 粉末油脂降幅维稳，咖啡、植物基环比 25Q1 单季度增长提速。粉末油脂侧公司积极布局下游新消费市场与销售渠道；咖啡业务侧公司大力布局 C 端咖啡业务（包括浓缩咖啡液、精品咖啡店、冻干咖啡等）、加大市场开拓与营销力度；植物基业务侧公司有机燕麦奶产品在线上平台销售良好，整体营收同比快速增长。
- 短期原材料价格上涨压制毛利率，C 端销售渠道费用投入增长导致净利率承压。25H1 公司毛利率/净利率分别为 12.4% (yoy-5.5pct)/1.3% (yoy-5.3pct)，毛利率侧主要系短期原材料阶段性上涨及公司产品结构调整所致。费用侧，25H1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 6.7% (yoy+0.9pct)/3.1% (yoy-0.7pct)/-0.1% (yoy+0.6pct)，报告期内公司持续布局咖啡等产品、大力拓展 C 端销售渠道，营销费用较去年同期有所增长，叠加利息收入减少，导致公司短期净利率承压。
- 投资建议：Q2 利润侧承压，咖啡、植物基增长提速。25Q2 公司营收增速环比回暖，粉末油脂降幅维稳，咖啡、植物基单季度增长提速，短期原材料价格上涨与营销费用增长压制利润率释放。展望 25H2，随着公司继续加大 C 端市场开拓力度，咖啡、植物基等产品有望继续保持快速增长，但预计利润侧仍有压力。由此，我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 0.1 元、0.2 元与 0.2 元，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：需求不及预期，品类推广不及预期，行业竞争加剧等。

## 财务数据与估值

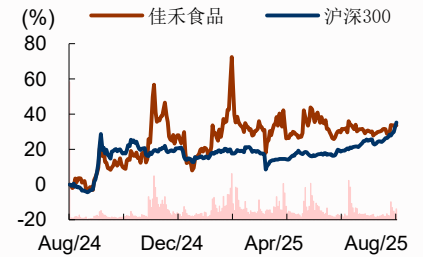
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2841	2311	2532	2814	3081
同比增长	17%	-19%	10%	11%	9%
营业利润(百万元)	340	111	63	107	132
同比增长	117%	-67%	-44%	71%	23%
归母净利润(百万元)	258	84	49	83	102
同比增长	123%	-67%	-42%	71%	23%
每股收益(元)	0.64	0.21	0.11	0.18	0.23

## 基础数据

总股本(百万股)	454
已上市流通股(百万股)	400
总市值(十亿元)	6.5
流通市值(十亿元)	5.7
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	0.9
资产负债率	17.7%
主要股东	柳新荣
主要股东持股比例	28.39%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-2	37
相对表现	-6	-15	3



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《佳禾食品 (605300) —Q3 植脂末调整，期待营收恢复》2024-10-28
- 《佳禾食品 (605300) —Q2 经营承压，关注植脂末恢复》2024-09-03
- 《佳禾食品 (605300) —23 年稳健收官，24Q1 经营承压》2024-04-23

陈书慧 S1090523010003  
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn  
胡思蓓 S1090524090002  
✉ husibei@cmschina.com.cn  
朱彦霖 研究助理  
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

PE	22.2	68.3	132.8	77.6	63.2
PB	2.5	2.7	2.2	2.2	2.1

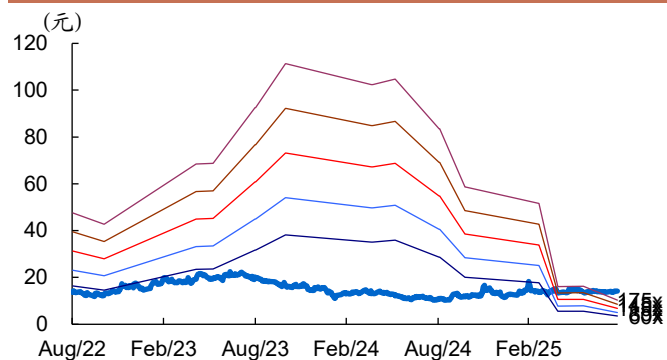
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	759	755	541	532	607	631	571	615	2,841	2,311
二、营业总成本	674	692	488	507	594	630	570	615	2,541	2,219
其中：营业成本	615	630	444	438	516	542	502	537	2,331	1,939
营业税金及附加	4	4	3	3	3	3	4	4	15	12
营业费用	25	28	25	37	44	49	41	39	89	156
管理费用	20	19	20	20	22	27	19	17	75	89
研发费用	8	9	7	8	8	6	8	10	31	29
财务费用	-1	1	-2	-5	1	-5	-3	1	-5	-11
资产减值损失	2	2	-9	7	-1	7	-1	7	6	5
三、其他经营收益	8	8	7	4	3	5	6	9	40	19
其它收益	2	3	2	1	3	3	3	3	17	10
公允价值变动收益	7	5	5	3	0	3	3	6	25	11
投资收益	-1	-1	0	0	1	-1	0	0	-2	-1
四、营业利润	93	71	60	29	16	6	6	9	340	111
加：营业外收入	1	1	0	0	1	0	0	1	6	3
减：营业外支出	0	0	1	0	1	1	1	0	1	2
五、利润总额	94	71	60	29	17	6	6	9	345	111
减：所得税	25	20	13	5	3	4	1	-1	88	25
六、净利润	70	51	46	24	14	2	5	10	257	86
减：少数股东损益	-1	-1	1	0	1	1	1	2	-1	2
七、归属母公司所有者净利润	70	52	46	24	13	1	4	9	258	84
<b>EPS</b>	<b>0.16</b>	<b>0.11</b>	<b>0.10</b>	<b>0.05</b>	<b>0.03</b>	<b>0.00</b>	<b>0.01</b>	<b>0.02</b>	<b>0.57</b>	<b>0.18</b>
<b>主要比率</b>										
毛利率	18.9%	16.6%	18.0%	17.8%	15.0%	14.1%	12.0%	12.7%	18.0%	16.1%
主营税金率	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费率	3.3%	3.7%	4.6%	7.0%	7.3%	7.8%	7.1%	6.4%	3.1%	6.7%
管理费用率	2.7%	2.5%	3.8%	3.7%	3.7%	4.3%	3.4%	2.8%	2.6%	3.9%
营业利润率	12.3%	9.4%	11.1%	5.4%	2.7%	1.0%	1.1%	1.4%	12.0%	4.8%
实际税率	26.1%	28.4%	22.2%	17.5%	18.1%	69.4%	17.2%	-8.6%	25.5%	22.9%
净利率	9.3%	6.9%	8.5%	4.5%	2.2%	0.2%	0.7%	1.4%	9.1%	3.6%
<b>同比增长率</b>										
收入增长率	13.9%	-5.6%	-15.6%	-22.4%	-20.1%	-16.5%	5.5%	15.5%	17.0%	-18.7%
营业利润增长率	179.5%	-10.3%	-27.8%	-68.8%	-82.7%	-91.4%	-89.5%	-69.2%	116.7%	-67.3%
净利润增长率	162.5%	-5.8%	-27.7%	-67.2%	-81.3%	-97.5%	-91.5%	-64.1%	123.4%	-67.4%

资料来源：公司数据、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）—Q3 植脂末调整，期待营收恢复》2024-10-28
- 2、《佳禾食品（605300）—Q2 经营承压，关注植脂末恢复》2024-09-03
- 3、《佳禾食品（605300）—23 年稳健收官，24Q1 经营承压》2024-04-23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2158	1891	2653	2765	2902
现金	710	501	1206	1234	1290
交易性投资	704	646	646	646	646
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	387	268	273	303	332
其它应收款	2	3	4	4	5
存货	304	349	387	425	462
其他	51	124	137	152	166
<b>非流动资产</b>	1042	990	985	962	922
长期股权投资	38	38	38	38	38
固定资产	696	634	635	616	581
无形资产商誉	53	51	46	41	37
其他	255	267	266	266	266
<b>资产总计</b>	<b>3200</b>	<b>2881</b>	<b>3639</b>	<b>3727</b>	<b>3824</b>
<b>流动负债</b>	889	645	666	684	701
短期借款	554	234	214	194	174
应付账款	229	285	324	355	387
预收账款	11	15	17	18	20
其他	95	111	111	115	120
<b>长期负债</b>	65	76	76	76	76
长期借款	0	0	0	0	0
其他	65	76	76	76	76
<b>负债合计</b>	<b>954</b>	<b>721</b>	<b>742</b>	<b>759</b>	<b>776</b>
股本	400	400	454	454	454
资本公积金	794	734	1391	1391	1391
留存收益	1050	1021	1045	1114	1191
少数股东权益	1	5	6	8	10
归属于母公司所有者权益	2244	2155	2891	2959	3037
<b>负债及权益合计</b>	<b>3200</b>	<b>2881</b>	<b>3639</b>	<b>3727</b>	<b>3824</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	294	296	97	91	108
净利润	257	86	49	83	102
折旧摊销	86	87	84	84	81
财务费用	(5)	(11)	(6)	(12)	(13)
投资收益	2	1	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	(52)	151	(13)	(49)	(47)
其它	6	(18)	2	5	4
<b>投资活动现金流</b>	(67)	(9)	(61)	(41)	(21)
资本支出	(86)	(108)	(80)	(60)	(40)
其他投资	19	99	19	19	19
<b>筹资活动现金流</b>	(45)	(494)	668	(22)	(32)
借款变动	(20)	(350)	(25)	(20)	(20)
普通股增加	0	0	54	0	0
资本公积增加	1	(60)	657	0	0
股利分配	(36)	(113)	(24)	(15)	(25)
其他	10	29	6	12	13
<b>现金净增加额</b>	<b>182</b>	<b>(207)</b>	<b>705</b>	<b>28</b>	<b>56</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	2841	2311	2532	2814	3081
营业成本	2331	1939	2200	2414	2628
营业税金及附加	15	12	13	15	16
营业费用	89	156	163	178	195
管理费用	75	89	82	91	99
研发费用	31	29	31	35	38
财务费用	(5)	(11)	(6)	(12)	(13)
资产减值损失	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	25	11	11	11	11
其他收益	17	10	10	10	10
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>营业利润</b>	340	111	63	107	132
营业外收入	6	3	3	3	3
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	345	111	63	108	132
所得税	88	25	13	22	28
少数股东损益	(1)	2	1	2	2
<b>归属于母公司净利润</b>	258	84	49	83	102

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	17%	-19%	10%	11%	9%
营业利润	117%	-67%	-44%	71%	23%
归母净利润	123%	-67%	-42%	71%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.0%	16.1%	13.1%	14.2%	14.7%
净利率	9.1%	3.6%	1.9%	3.0%	3.3%
ROE	12.1%	3.8%	1.9%	2.8%	3.4%
ROIC	8.9%	3.2%	1.4%	2.4%	2.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.8%	25.0%	20.4%	20.4%	20.3%
净负债比率	17.3%	8.3%	5.9%	5.2%	4.6%
流动比率	2.4	2.9	4.0	4.0	4.1
速动比率	2.1	2.4	3.4	3.4	3.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
存货周转率	7.0	5.9	6.0	5.9	5.9
应收账款周转率	7.0	7.1	9.4	9.8	9.7
应付账款周转率	7.9	7.5	7.2	7.1	7.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.64	0.21	0.11	0.18	0.23
每股经营净现金	0.73	0.73	0.21	0.20	0.24
每股净资产	5.58	5.35	6.36	6.51	6.68
每股股利	0.28	0.06	0.03	0.05	0.07
<b>估值比率</b>					
PE	22.2	68.3	132.8	77.6	63.2
PB	2.5	2.7	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	12.7	28.8	37.3	29.4	26.4

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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，任何机构和个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。