

方熾棠
(886-2)2563-6262
yantang.fang@firstsec.com.tw

鮮活果汁-KY(1256)

買進, TP 345 (潛在報酬 15%)

買進

Price(02/08):300.5

Target Price : 345

● 近期投資評等

● 公司基本資料

股本(億)	3.380
收盤價	302
成交量	20.00
市值(億)	102.1
P/E(x)	17.6

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	3.61	0.05
投信	0	0
自營商	0.07	0.01
融資率	1.02	0.04
券餘(張)	0	0

● 除權息狀況

現金股利	13
現金股利(總和)	13
現金股利(去年)	12
股票股利	0
除息日	2022/07/22
除權日	--
殖利率(%)	4.59

● 近期報酬率(%)

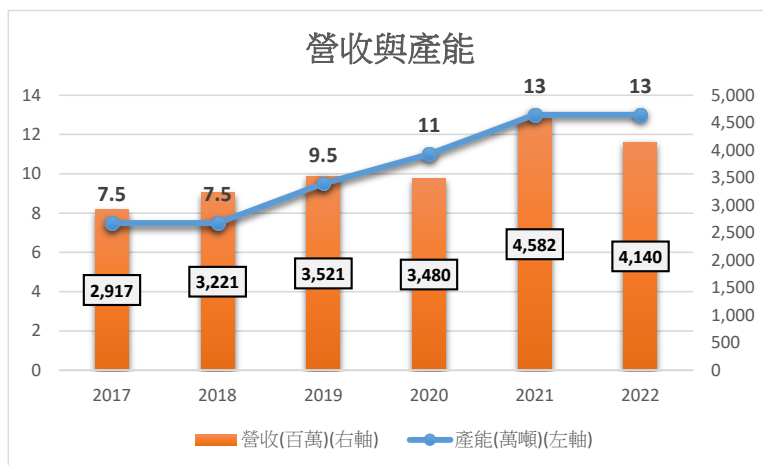
日	週	月
---	---	---

展望 2023 年(1) 在公司持續增加產能以及中國經濟復甦下，營收有望在 23Q2 看到回升，預估 2023 年營收 YoY+14%；(2)砂糖價格仍位在高點，預計在 23Q2 砂糖價格回落後，毛利率將大幅改善；(3)在營收回升後，營業利益率有望逐季改善。綜合以上，研究部預估 2023 年營收為 47.19 億，YoY+13.9%，稅後淨利 5.86 億，YoY+63.31%，EPS17.16 元，鑑於中國復甦後，營收將大幅回升，公司長期營運穩健向上，給予區間偏上緣本益比 20x，目標價 345 元，投資建議買進。

公司基本資料

鮮活控股股份有限公司為茶飲原料供應商，並以水果相關製品為公司業務核心，22Q3 果粒、果汁、果粉營收比重分別為 49.5%、49.1%、1.2%，受到季節變化，產品結構也會有改變，銷售地區中國比重 100%，客戶型態以及營收占比為為經銷商 30%、連鎖餐飲系統客戶 66%、工廠 2%、其他 2%。目前公司擁有三大工廠，總產能 13 萬噸，分別為昆山廠 7 萬噸、天津廠 3 萬噸、廣東廠 3 萬噸。

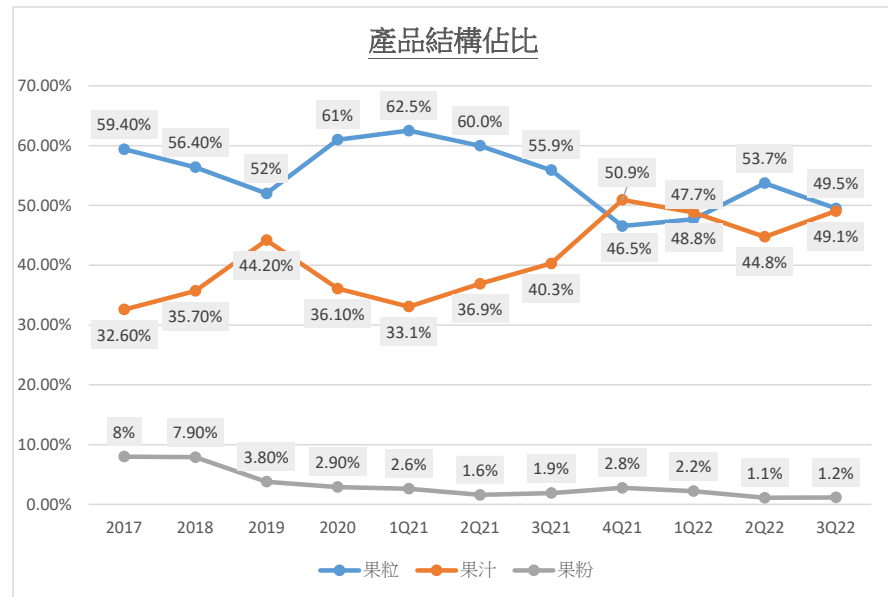
圖一、營收與產能



來源:公司資料，第一金投顧彙整

0.5 4.14 17.97

圖二、產品結構佔比

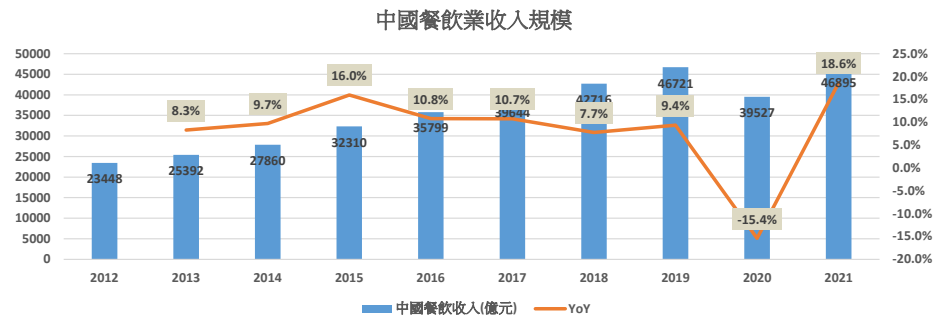


來源:公司資料，第一金投顧彙整

中國解封後，公司營收有望大幅回升，預估 2023 年營收為 47.19 億，YoY+13.9%

鮮活 1 月營收為 1.78 億元，MoM-47.8%，YoY-53.4%，營收較 12 月大幅下滑，主要因 1 月為農曆春節假期，客戶多會提前 10~15 天備貨，因此客戶多在 12 月先拉貨。而鮮活果汁主要業務為提供餐飲業果汁相關製品，位於供應鏈的中游，主要提供製作手搖飲、調配冰沙相關等水果類飲品，然 2022 年受到疫情影響，營收較 2022 年大幅下滑約 10%，展望 2023 年公司對中國市場保持樂觀，雖然目前 2023 年不確定性仍多，公司是期待在 23Q2 需求回升。研究部認為，公司在 2021 年有增加產能，受疫情影響，預計新增產能效益尚未完全顯現，而中國餐飲、飲料市場在疫情前每年皆有雙位數至高個位數的增長，2020~2022 整體餐飲業需求被疫情壓抑，目前整體中國餐飲市場規模大，也仍具成長性，而鮮活為中國餐飲市場重要的果汁供應商，客戶，因此預計在中國解封後，公司營收有望大幅回升，預估 2023 年營收為 47.19 億，YoY+13.9%。

圖四、中國餐飲業收入規模，疫情前每年皆有高個位數到雙位數的增



長

來源:中國國家統計局，第一金投顧彙整

2023 年隨著中國糖產量回復正常，毛利率有望在 23Q2 回升

公司產品主要原料為水果、原汁、砂糖，由於水果有特定的產季，因此公司在採購原料上，會與廠商簽訂長期合約，而 2022 年毛利率有顯著下滑，22Q3 毛利率為 30.7%，YoY-5.7ppt，主要是受到砂糖、膠體原物料價格上漲所致，而針對單價較高的存貨，公司會以即時採購為主。公司主要的糖原料皆在中國採購，根據中國白糖期貨價格顯示目前糖的價格仍在高點，並且有持續向上的態勢。而公司主要客戶型態為經銷商佔比 30%、連鎖餐飲系統客戶佔比 66%，而連鎖餐飲系統、工廠客戶大多數品項是客製化產品、經銷商客戶大多為常規產品，常規產品較容易轉嫁成本給客戶，客製化產品由於需要性價比來爭取合作機會，因此較難把成本轉嫁給客戶，並且 2022 年中國市場受到疫情影響，漲價後客戶也難以承受相應的成本，因此 2022 年毛利率大幅下滑，研究部認為在 2023 年中國經濟逐漸回復正常下，原物料上漲的部分，有機會可以轉嫁給客戶，以及中國糖受到疫情影響產量大幅下滑，目前價格位於歷史高點，1 月可見成品白糖已有下滑，但 2 月中國白糖期貨再度大漲至 5800~5900 元之間，短期成本難以下降，預計 23Q1 毛利率將持續承壓，然研究部預期在中國白糖產量回復到過往水準、巴西 4 月開始榨糖後，預計 23Q2 砂糖價格有望回落，公司毛利率有望回升。

表一、公司產品毛利率區間

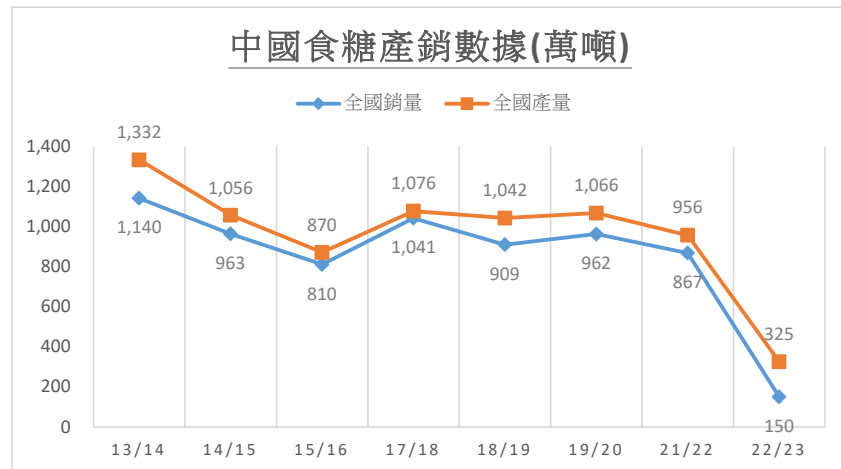
產品類別	毛利率區間
果汁	20~42%
果粒	19~42%
果粉	14~31%

表二、客戶組成佔比

客戶型態	佔比
經銷商客戶	30%
連鎖餐飲系統	66%
工廠系統	2%
其他	2%

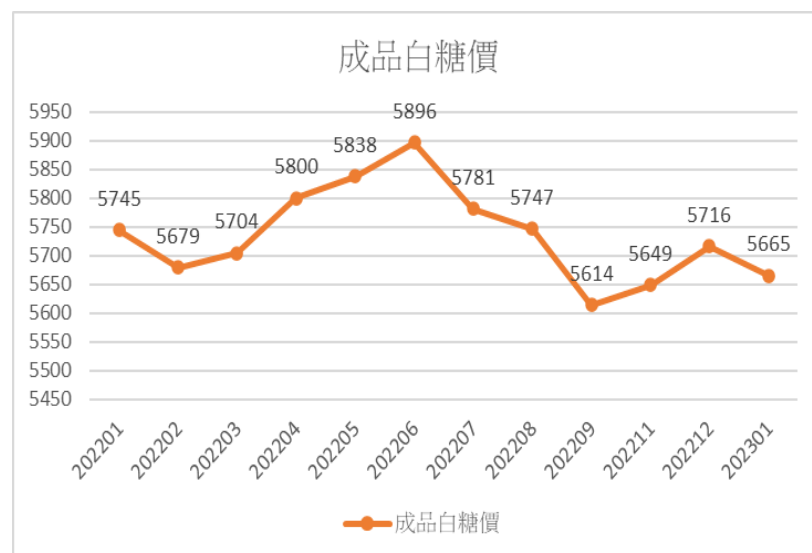
來源:公司資料，第一金投顧彙整

圖五、中國食糖產銷數據(萬噸)



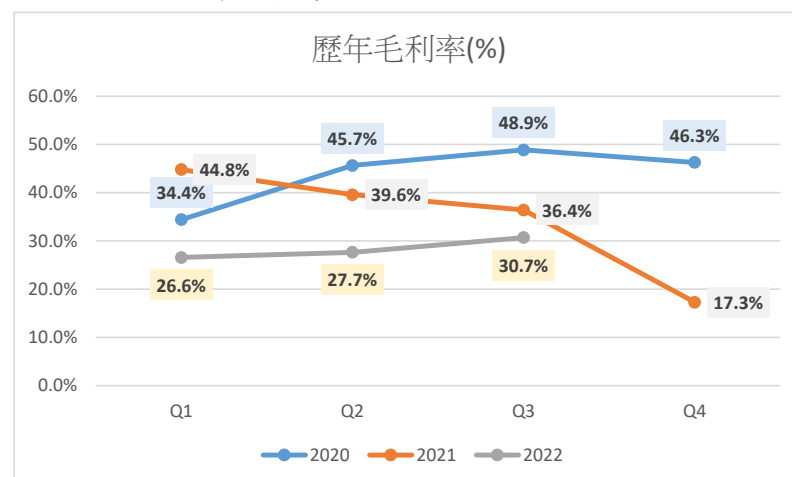
來源:中國糖網，第一金投顧彙整

圖六、成品白糖價，過往高低點約落在 5500~5700 之間



來源:中國糖網，第一金投顧彙整

圖七、公司歷年毛利率



來源:公司資料，第一金投顧彙整

營業利益率在營收回升、成本改善下有望持續回升，但難以回到過往水準

在費用上，公司 22Q3 短期租賃費用 YoY+101%，主要因公司新增廣西廠的冷庫租賃，以及房租上漲下，同時也壓抑營業利益率，過去公司營業利益率約在 22%~24%左右，2022 年營業利益率約在 8.5%~17.7%之間，展望 2023 年隨著營收規模拉升、毛利率改善下，預計 2023 年營業利益率將持續改善，但難以回到過往水準。在業外收入上，公司過去穩定有收到中國政府補助，而 2022 年美元強勢，截至匯兌收益貢獻公司約 1.4 元，但隨著近期美元回落，公司表示 22Q4 已有約 316 萬元人民幣的匯兌損失，約 1577 萬台幣，預估 2022 年匯兌收益貢獻約 0.9 元，展望 2023 年在美元不再強勢下，預估將會持續有匯兌損失，但公司往年持續有申請到中國政府補助款，預計可以彌補匯兌損失。綜合以上，稅後淨利 5.8 億，YoY+63.31%，EPS17.16 元。

圖八、公司歷年中國政府補助款



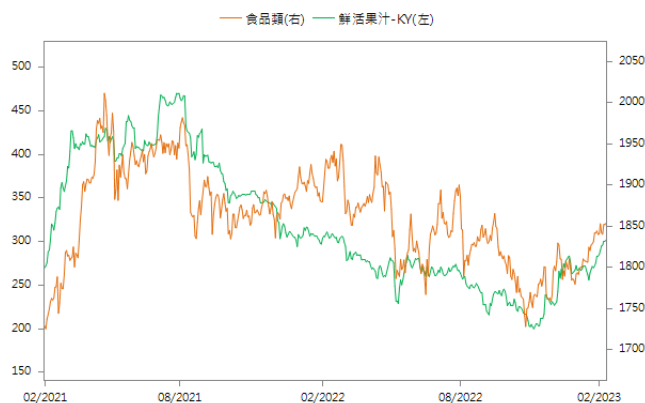
來源:公司資料，第一金投顧彙整

投資建議與結論:

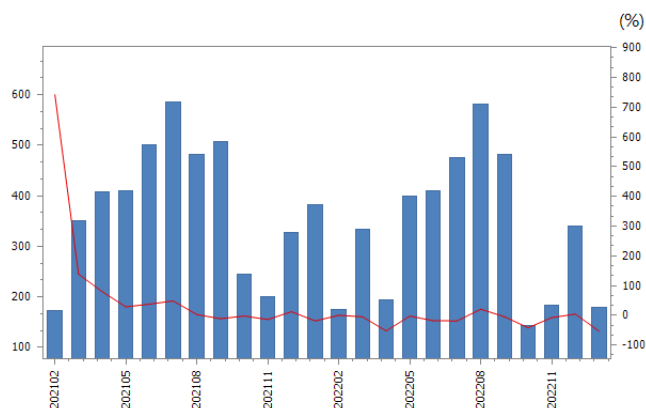
展望 2023 年(1) 在公司持續增加產能以及中國經濟復甦下，營收有望在 23Q2 看到回升，預估 2023 年營收 YoY+14%；(2) 砂糖價格仍位在高點，預計在 23Q2 砂糖價格回落後，毛利率將大幅改善；(3) 在營收回升後，營業利益率有望逐季改善。綜合以上，研究部預估 2023 年營收為 47.19 億，YoY+13.9%，稅後淨利 5.86 億，YoY+63.31%，EPS17.16 元，鑑於中國復甦後，營收將大幅回升，公司長期營運穩健向上，給予區間偏上緣本益比 20x，目標價 345 元，投資建議買進。



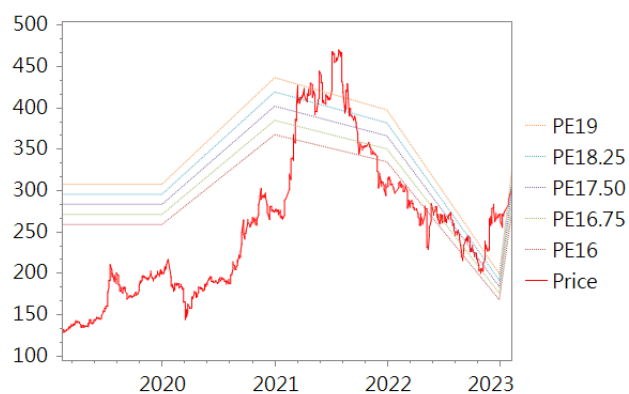
股價相對指數走勢圖



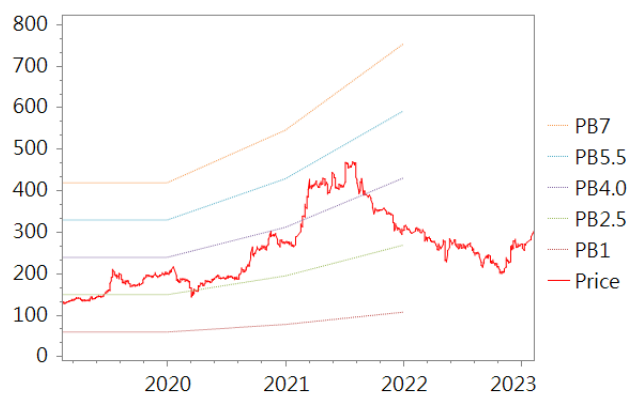
月營收&年增率



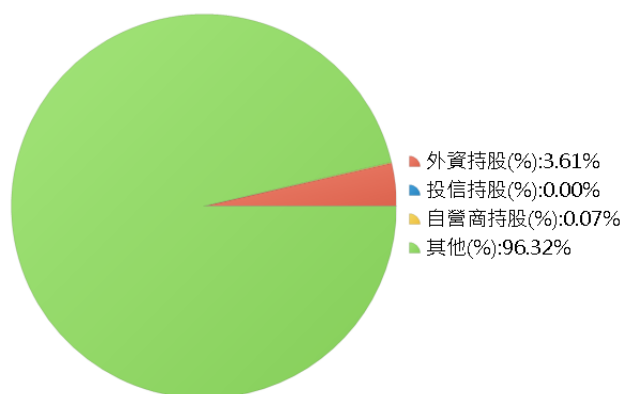
Forward PE bands



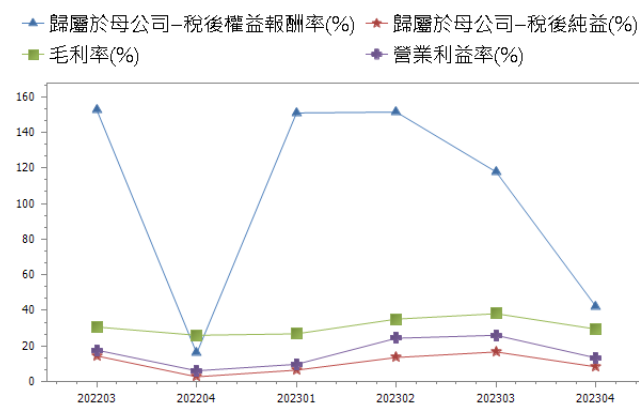
Forward PB bands



持股統計



財務比率



1256 鮮活果汁-KY 綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022F	2023F
營業收入淨額	889.2	1,008	1,540	702.7	915.9	1,362	1,588	853.1	4,140	4,720
毛利率	26.58	27.66	30.7	26.05	26.86	35.12	38.18	29.52	28.29	33.53
營業利益率	8.54	11.2	17.72	6.09	9.74	24.4	26.04	13.34	12.19	20.11
營業外收入及支出	3.146	12.88	56.58	-15.77	3.270	1.880	17.38	1.460	56.83	23.99
稅前純益	79.06	125.8	329.5	27.03	92.44	334.3	430.9	115.3	561.4	972.9
稅後純益	44.48	69.44	222.3	19.28	59.33	185.1	265.3	70.97	355.5	580.6
普通股股本	338.4	338.4	338.4	338.4	338.4	338.4	338.4	338.4	338.4	338.4
未稀釋 EPS	1.31	2.05	6.57	0.57	1.75	5.47	7.84	2.1	10.51	17.16
稀釋後 EPS	1.31	2.05	6.57	0.57	1.75	5.47	7.84	2.1	10.51	17.16
QoQ(%)										
營收	27.39	13.4	52.69	-54.36	30.33	48.71	16.6	-46.29		
營業利益	-	48.75	141.68	-84.32	108.45	272.56	24.44	-72.49		
稅後純益	342.1	56.14	220.15	-91.33	207.72	211.91	43.33	-73.25		
YoY(%)										
營收	-10.54	-23.45	-2.09	0.67	3	35.08	3.16	21.4	-9.64	14
營業利益	-70.76	-69.01	-26.97	-	17.52	194.35	51.56	165.93	-49.11	88.1
稅後純益	-77.66	-70.58	-15.62	91.65	33.4	166.49	19.31	268.1	-49.83	63.31

1256 鮮活果汁-KY 資產負債表

單位:Mn	2018	2019	2020	2021
流動資產	1,282	1,403	1,559	2,447
現金及約當現金	511	306	557	1,641
短期投資合計	224	547	341	0
應收帳款與票據合計	198	285	289	280
存貨	250	210	300	451
非流動資產	1,326	1,744	1,998	2,375
投資性不動產	--	0	0	0
無形資產	24	22	19	39
資產總計	2,608	3,147	3,557	4,822
流動負債	673	914	702	629
一年內到期長期負債	6	--	--	--
非流動負債	155	174	185	171
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	--	--	--	--
負債總計	829	1,088	887	800
資本公積	426	426	426	1,146
保留盈餘	1,081	1,408	1,976	2,278
權益總計	1,779	2,058	2,671	4,021

1256 鮮活果汁-KY 現金流量表

營業活動現金流量	528	721	864	673
投資活動現金流量	-802	-680	-205	-247
籌資活動現金流量	-182	-139	-415	664
本期現金增減數	-465	-205	251	1,084

1256 鮮活果汁-KY 綜合損益表

單位: Mn, %, 元	2020	2021	2022F	2023F
營業收入淨額	3,480	4,582	4,140	4,720
毛利率	45.95	36.25	28.29	33.53
營業利益率	28.45	21.63	12.19	20.11
營業外收入及支出	29.17	26.30	56.83	23.99
稅前純益	1,019	1,018	561.4	972.9
稅後純益	778.2	708.7	355.5	580.6
普通股股本	338.4	338.4	338.4	0.000
未稀釋 EPS	22.99	20.94	10.51	17.16
稀釋後 EPS	22.97	20.94	10.5	17.16
YoY(%)				
營收	-1.17	31.68	-9.64	14
營業利益	31.45	0.13	-49.11	88.1
稅後純益	41.97	-8.93	-49.83	63.31

1256 鮮活果汁-KY 財報分析

年度	2018	2019	2020	2021
稅後權益報酬率(%)	27.29	29.06	33.35	22.56
稅後資產報酬率(%)	17.92	19.05	23.22	16.92
流動比率(%)	190.38	153.43	222.22	388.85
速動比率(%)	143.64	125.16	171.44	308.8
負債比率(%)	31.77	34.59	24.93	16.6
利息保障倍數(倍)	67.21	67.05	200.96	952.91
應付款項週轉天數(天)	67.04	80.39	108.25	66.84
應收款項週轉天數(天)	19.67	25.19	30.81	23.48
存貨週轉天數(天)	40.99	38.32	48.87	46.32