

佳禾食品 (605300.SH) 植脂末龙头再启航，咖啡注入成长新动力

2023年04月26日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

初敏（分析师）

张宇光（分析师）

chumin@kysec.cn

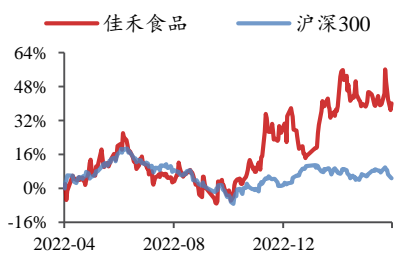
zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790520030003

日期	2023/4/25
当前股价(元)	18.50
一年最高最低(元)	21.13/11.67
总市值(亿元)	74.00
流通市值(亿元)	10.65
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.58
近3个月换手率(%)	242.26

股价走势图



数据来源：聚源

● 现制饮品配料领先供应商，多领域布局成长可期

佳禾食品深耕植脂末领域二十余载，2015 年外延切入咖啡、植物基优质成长性赛道。2022Q1-Q3 公司业绩受疫情影响阶段性承压，实现利润 0.6 亿元，同比下滑 45.3%。我们认为公司研产销一体化服务模式护城河坚固，B 端客户资源丰富合作稳定，短期看随终端需求、原材料价格、产能瓶颈等前期承压因素皆迎来拐点，预计业绩逐季向好改善；展望未来，随国内咖啡、燕麦奶需求渗透加速，公司咖啡、植物基业务有望接棒中远期成长。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润分别为 1.17/2.37/3.74 亿元，对应 EPS 为 0.29/0.59/0.93 元，当前股价对应 PE 为 63.2/31.3/19.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 中低端现制奶茶刚需配料，植脂末现金牛业务稳扎稳打

植脂末口感佳、成本低、易储存，可替代价格昂贵的牛奶脂肪，现阶段仍是中低端现制奶茶的刚需配料。据中国连锁协会，低线城市现制茶饮渗透率不足 20%，中低端奶茶下沉市场空间充足，预计 2020-2025 年中低端茶饮规模 CAGR 超过 20%。受益于现制茶饮市场增长红利，公司 2021 年植脂末营收规模达 18.57 亿元，收入占比 77.4%，长期为稳定现金牛。新产能释放后植脂末总产能达到 25.5 万吨整体翻倍，进一步保障稳定供给能力，为业绩重启增长保驾护航。

● 前瞻布局咖啡/植物基优质赛道，打造公司第二/三增长曲线

(1) 咖啡：低渗透、高复购、多场景产品属性推高行业天花板。供需多因素共振推动持续现磨咖啡行业持续向好，艾瑞咨询预计 2020-2024 年 CAGR 高达 32% 2024 年规模有望超过 1900 亿元。公司前瞻布局咖啡产业，具备全品类咖啡产品供应能力，同时精准卡位冷萃咖啡液、冻干咖啡粉等高景气细分赛道，连锁咖啡品牌新客户订单进展顺利，2023Q1-Q3 咖啡业务实现营收 1.38 亿元。同比 +134%。(2) 植物基：公司积极把握燕麦奶健康新风尚，发力 C 端扩展能力边界，2023Q1-Q3 植物基业务实现营收 0.69 亿元，同比 +82%。

● 风险提示：咖啡业务进展不及预期，原材料价格波动，食品安全问题。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,874	2,399	2,516	3,162	3,899
YOY(%)	2.1	28.0	4.9	25.7	23.3
归母净利润(百万元)	216	151	117	237	374
YOY(%)	-20.5	-30.2	-22.4	102.2	58.0
毛利率(%)	24.5	13.6	12.1	16.0	18.9
净利率(%)	11.5	6.3	4.7	7.5	9.6
ROE(%)	15.4	7.7	5.8	10.5	14.3
EPS(摊薄/元)	0.54	0.38	0.29	0.59	0.93
P/E(倍)	34.3	49.1	63.2	31.3	19.8
P/B(倍)	5.3	3.8	3.7	3.3	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内植脂末老牌龙头，咖啡、植物基业务厚积薄发.....	5
1.1、深耕植脂末二十余载，外延发展卡位优质赛道.....	5
1.2、股权结构清晰明晰，核心团队能力突出.....	6
1.3、财务分析：短期业绩承压，长期成长可期.....	7
2、植脂末：中低端奶茶驱动成长，下沉市场渗透空间仍足.....	10
2.1、行业趋势：国内植脂末主要应用从固体、即饮奶茶切换至现制奶茶.....	12
2.2、行业增量：中低端奶茶发力下沉市场，挖掘植脂末成长潜力.....	15
2.3、竞争格局：海外巨头自产自供，公司长期领跑本土市场.....	16
3、咖啡：享受行业高景气空间，成长性和稀缺性兼具.....	18
3.1、中国咖啡历史复盘：多轮变革逐步渗透，多业态融合共进.....	18
3.2、行业驱动：低渗透+高复购打造长坡厚雪，细分赛道表现分化.....	19
3.2.1、供需两端同频共振，现磨咖啡行业高速增长.....	20
3.2.2、便捷咖啡赛道分化，新式品类备受追捧.....	22
3.3、竞争格局：咖啡加工环节产能分散，公司布局全面具备稀缺性.....	24
4、植物基：健康消费新风尚，把握燕麦奶战略机遇.....	26
5、竞争优势：产研一体聚焦服务，筑深公司护城河.....	28
5.1、研发端：顺应趋势创新不辍，产品结构持续优化.....	28
5.2、高定制：专项研发+柔性生产，提供一站式定制服务.....	30
6、把握边际：前期承压因素逐步释放，业绩有望重回增长通道.....	32
6.1、需求：终端消费强势复苏，库存去化完成新订单预计提速.....	32
6.2、产能：募投项目平稳落地，产能释放突破成长瓶颈.....	32
6.3、成本：部分原材料价格下行，利润弹性释放在即.....	33
7、盈利预测与投资建议.....	34
7.1、关键假设.....	34
7.2、可比公司估值.....	35
8、风险提示.....	36
附：财务预测摘要.....	37

图表目录

图 1：植脂末龙头地位稳固，咖啡、植物基业务打造新成长曲线.....	5
图 2：多品牌协同发展，提供一站式定制化服务.....	6
图 3：公司股权结构清晰明晰.....	7
图 4：2022Q1-Q3 公司营收短期承压（亿元）.....	8
图 5：2022Q3 营收同比重启增长.....	8
图 6：咖啡、植物基饮品业务营收贡献逐年上升.....	8
图 7：2022Q1-Q3 咖啡业务营收高增 134%（亿元）.....	8
图 8：头部客户高粘性+低单一客户依赖性.....	9
图 9：主营业务直销占比提升趋势明显.....	9
图 10：境外收入占比呈逐年下滑趋势.....	9
图 11：植脂末相关大宗商品原材料占比超七成.....	10
图 12：毛利率水平持续下行.....	10
图 13：2022Q1-Q3 归母净利润同比下挫 45.3%（亿元）.....	10

图 14: 2023Q1-Q3 销售/管理费用率小幅提升	10
图 15: 植脂末生产标准化程度高	11
图 16: 反式脂肪酸多来源于工业生产	12
图 17: 不饱和植物油氢化过程产生反式脂肪酸	12
图 18: 茶饮迭代驱动国内植脂末市场成长	12
图 19: 截至 2022 年底全国现制茶饮门店数接近 50 万家	13
图 20: 中国现制茶饮市场市场规模突破 1000 亿元	13
图 21: 现制茶饮市场从消费升级转向消费分级	14
图 22: 中低端现制茶饮门店城市分布二线以下为主	14
图 23: 国内植脂末消费量逐年上升 (万吨)	15
图 24: 2017-2022 年全球植脂末市场规模 CAGR 为 3.56% (亿美元)	15
图 25: 2017-2022 年中国植脂末市场规模 CAGR 为 5.31% (亿美元)	15
图 26: 植脂末出口量逐年提升 (万吨)	15
图 27: 低线城市现制茶饮市场仍有空间	16
图 28: 10-20 元中端茶饮仍是首选价格带	16
图 29: 高、中、低端现制茶饮市场格局渐趋稳定	16
图 30: 中低端奶茶市场仍将持续扩容 (十亿元)	16
图 31: 公司处于咖啡产业链中游	18
图 32: 中国咖啡市场逐步向多元化发展	19
图 33: 全球主要国家人均消费量均值达 449 杯/年	19
图 34: 中国生咖啡消费量整体呈上升趋势 (万吨/年)	19
图 35: 咖啡饮用年限越久, 摄入频次越高	20
图 36: 咖啡消费场景多元化	20
图 37: 国内 TOP10 连锁咖啡店本土品牌占六席	20
图 38: 现磨咖啡市场连锁化率将持续上行	20
图 39: 城镇和农村居民可支配收入稳步增长 (元)	21
图 40: 国内现磨咖啡消费带有一定消费升级属性	21
图 41: 疫情期间现磨咖啡门店总数快速增长	22
图 42: 2024 年中国现磨咖啡市场预计超 1900 亿元	22
图 43: 2017-2021 年中国冻干咖啡粉市场规模 (亿元)	23
图 44: 2017-2021 年我国冷萃咖啡液市场规模 (亿元)	23
图 45: 全球咖啡豆烘焙市场 CR10 为 35% (按产量计算)	24
图 46: 咖啡豆加工环节繁多, 后端工艺技术壁垒高	25
图 47: 引进德国大型先进咖啡生产设备, 具备咖啡一体化生产能力	26
图 48: 全球植物基奶中国市场占比达 34%	27
图 49: 中国燕麦奶市场规模 (亿元) 2020-2025CAGR 为 64.34%	27
图 50: 燕麦奶通过混搭咖啡、茶饮打响知名度	28
图 51: OATLY 营收稳健增长 (亿美元)	28
图 52: “非常麦”燕麦奶面向 C 端	28
图 53: 燕麦粉、椰浆等产品面向 B 端	28
图 54: 研发费用率稳步提升	29
图 55: 粉末油脂研发项目获国家科学技术进步二等奖	29
图 56: 公司 2022 年内全面升级为零反脂产品	29
图 57: 咖啡相关技术研发成果深厚	30
图 58: 国内首创冷萃冰滴咖啡技术	30

图 59: 咖啡/茶饮高频上新成常态	31
图 60: 强定制化能力提升大客户粘性	31
图 61: 新潮茶咖产品一站式解决方案	31
图 62: 棕榈油、豆油期货结算价稳步回落(人民币元)	33
图 63: 玉米淀粉期货结算价稳步回落(人民币元)	33
表 1: 核心团队多具技术背景, 长期合作稳定高效.....	7
表 2: 植脂末应用领域趋向多元化	11
表 3: 500ml 红糖波霸奶茶使用植脂末成本仅为牛奶的四分之一.....	14
表 4: 佳禾稳居国内植脂末行业第一梯队	17
表 5: 2023 年 2-3 月咖啡赛道投融资热度不减, 多集中于下游零售领域.....	21
表 6: 精品速溶咖啡兼具便捷性和性价比优势.....	23
表 7: 国内咖啡供应商众多, 公司全品类布局具有稀缺性.....	25
表 8: 燕麦奶具有无乳糖、低脂、低胆固醇等优势.....	27
表 9: 2020 前三季度公司前五大客户中四家为连锁茶饮品牌.....	30
表 10: 2023 年一季度公司餐饮连锁品牌客户稳步拓店.....	32
表 11: 2021 年前公司植脂末产能长期接近饱和.....	32
表 12: 全面推进植脂末、咖啡、植物基扩产增效.....	33
表 13: 2022-2024 年公司营业总营收增速分别为 4.9%/25.7%/23.3%	35
表 14: 佳禾食品 2023-2024 年 PE 指标低于行业平均水平.....	36

1、国内植脂末老牌龙头，咖啡、植物基业务厚积薄发

1.1、深耕植脂末二十余载，外延发展卡位优质赛道

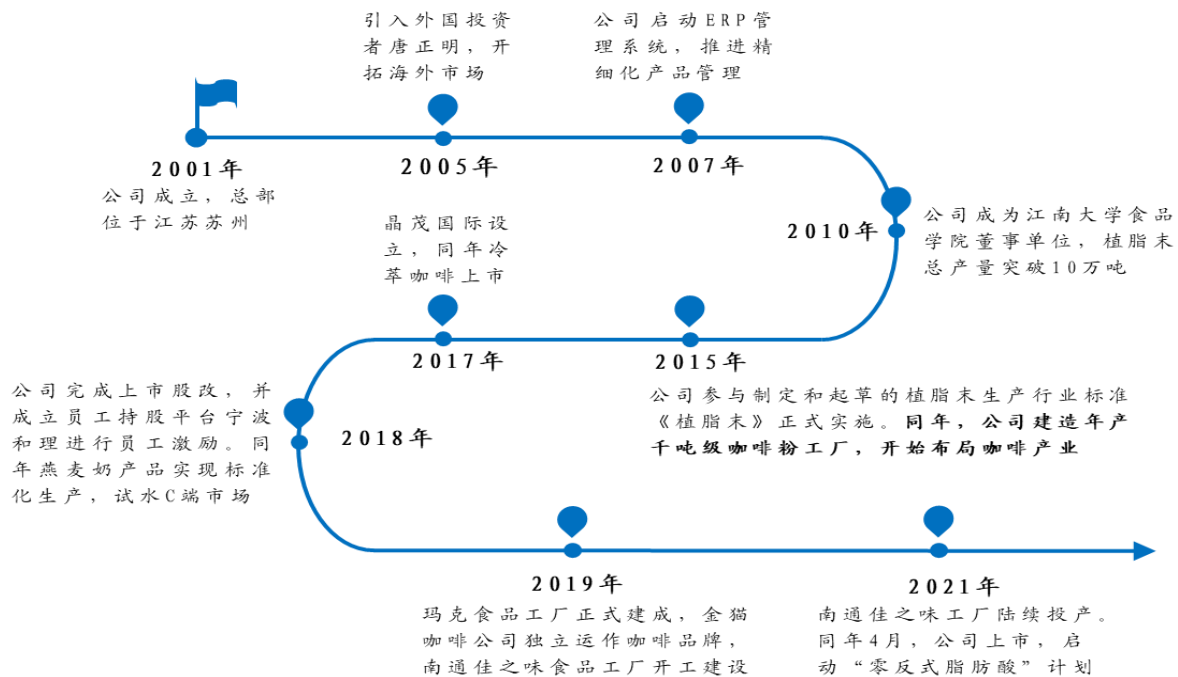
深耕植脂末行业二十载，已成长为国内领先的现制饮品配料及植物基饮品供应商。公司发展历程可分为三个阶段：

(1) 植脂末业务立身，十余年稳扎稳打构筑龙头地位。2001年1月，公司成立于江苏苏州，是国内较早一批进入植脂末产品领域的企业；2005年引入外籍股东唐正明，业务兼顾海外市场；2015年参与《植脂末》、《粉末油脂》行业标准制定抢占技术高地，多年来龙头地位稳固。

(2) 启动多元化战略，内生外延发挥协同优势。2015年引进德国全套先进设备，建造年产千吨级咖啡粉工厂，利用粉末油脂业务的B端资源协同优势，开拓咖啡产业；2017年冷萃咖啡产品量产上市；2018年重组成立股份公司，同年量产燕麦奶产品，正式切入植物基饮品领域试水C端。

(3) 成功上市加速扩产，品牌体系全面开花。2019年玛克食品工厂正式建成，金猫咖啡公司独立运作咖啡品牌，南通佳之味食品工厂开工建设，持续完善咖啡、植物基布局，进一步丰富品类；2021年4月公司上市，植脂末、咖啡产能扩张步入快车道。

图1：植脂末龙头地位稳固，咖啡、植物基业务打造新成长曲线



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司坚持全产业链布局，已积累优质丰富的客户资源。公司自成立以来始终围绕食品配料主业提供研产销一体化服务，早期主要服务香飘飘、统一、娃哈哈、联合利华等知名食品工业企业，后紧抓市场机遇开拓连锁餐饮领域，截止2022H1已与

古茗、沪上阿姨、瑞幸、连咖啡等近 200 个饮品品牌达成稳定合作，现已形成粉末油脂、咖啡、植物基三驾马车齐头并进的业务格局：

(1) **粉末油脂业务**：植脂末是公司核心产品，产品 SKU 丰富可覆盖多种应用场景，为食品加工企业、连锁奶茶品牌下游客户特供定制。

(2) **咖啡业务**：面向场景化咖啡需求开发，目前已形成覆盖从咖啡豆、咖啡液、咖啡粉的全工艺流程产品线，主要开拓 B 端市场，是公司第二成长曲线。

(3) **植物基业务**：依托成熟技术和冷冻燕麦浆原料供应基础，已推出燕麦粉、椰浆等 B 端产品和主打 C 市场的“非常麦”燕麦奶。

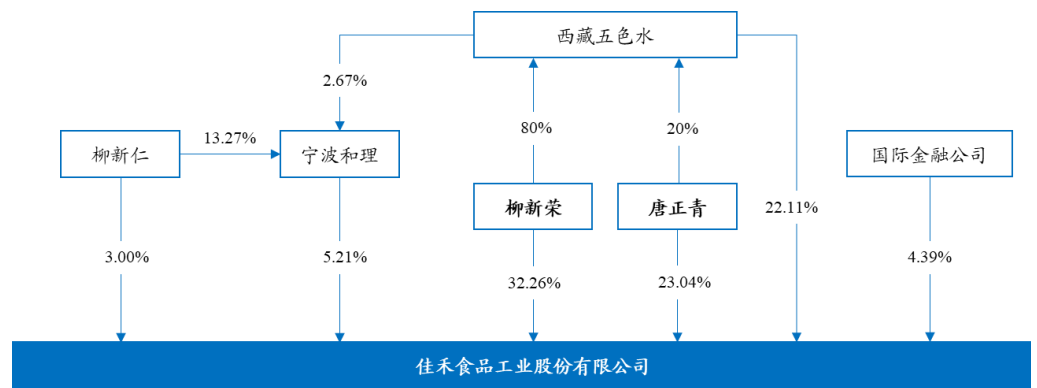
图2：多品牌协同发展，提供一站式定制化服务



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、股权结构清晰明晰，核心团队能力突出

家族式企业股权结构稳定集中，员工共享企业发展红利。董事长柳新荣和唐正青夫妇分别直接和间接通过西藏五色水、宁波和理合计持有公司 50.05%和 27.49%股份，合计持有 77.54%股份，是公司实际控制人；其弟柳新仁任公司董事、副总经理、董秘，直接和间接通过宁波和理共持有公司 3.69%股份。2018 年公司成立员工持股平台宁波和理进行员工激励，激励对象为共计 36 名公司主要管理人员，公司股东及员工通过直接和间接持股实现与公司利益高度绑定。

图3：公司股权结构清晰明晰


资料来源：公司公告、开源证券研究所

管理层专业技术能力突出，核心团队长期合作稳定高效。公司管理层多拥有食品生产相关技术背景，高度重视技术创新，能够有效避免管理层与生产部门脱节，保持长期技术优势。核心团队均拥有 15-20 年的食品饮料行业从业经验，合作多年长期稳定，与公司一同成长。

表1：核心团队多具技术背景，长期合作稳定高效

高管	职务	履历
柳新荣先生	董事长、总经理	50岁，高级经济师，曾任吴江市松陵粮管所营业员、苏州佳格食品有限公司品管员/研发员、汕头雅园乳品厂技术主管，2001年创立佳禾食品至今。
柳新仁先生	董事、副总经理、董秘	47岁，硕士研究生学历，曾在吴江市电信局任职，2004年起就职于佳禾食品，历任采购经理、采购总监、监事。
张建文先生	董事、副总经理	56岁，本科学历，曾任苏州糖果冷饮厂生产技术科科员、苏州肯德基有限公司襄理、苏州佳格食品有限公司品管研发部/采购部/行政部主任，现任中国饮料工业协会固体饮料分会和新零售饮料分会副会长，2002年起就职于佳禾食品至今。
周月军先生	监事会主席	53岁，本科学历，曾任淮安市楚州区泾口粮管所质检员、淮安市楚州区博里粮管所副所长，2002年起就职于佳禾食品至今。
徐伟东先生	副总经理	49岁，曾任苏州佳格食品有限公司部门经理、苏州润喆食品有限公司经理、2012-2015年任佳禾食品制造总监、2015-2017年任苏州优尔食品工业有限公司副总经理、2017年至今回到佳禾食品任职副总经理至今。
王伊宁先生	财务总监	45岁，硕士研究生学历，曾任中拓正泰会计师事务所审计经理，思瑞安复合材料(中国)有限公司财务经理，上海海融食品科技股份有限公司财务副总监，上海盛生澳玛生物医药有限公司财务总监。

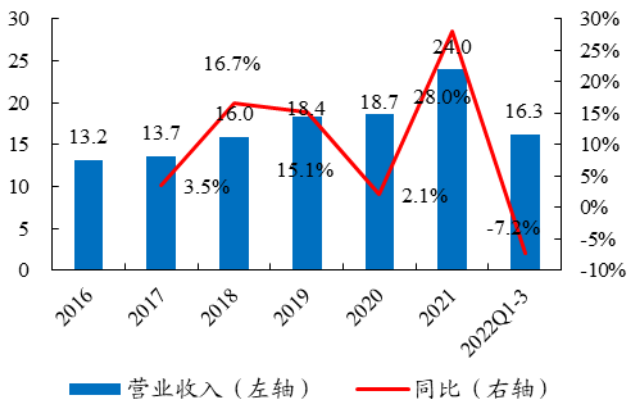
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务分析：短期业绩承压，长期成长可期

营收端公司整体保持稳定增长，2022年疫情扰动收入短期下滑。受益于现制茶饮市场高速成长红利，2016-2021年公司营收自13.2亿元增长至24亿元，CAGR为12.7%。其中2020年营收增速放缓系疫情冲击所致，2021年营收快速反弹。2022H1

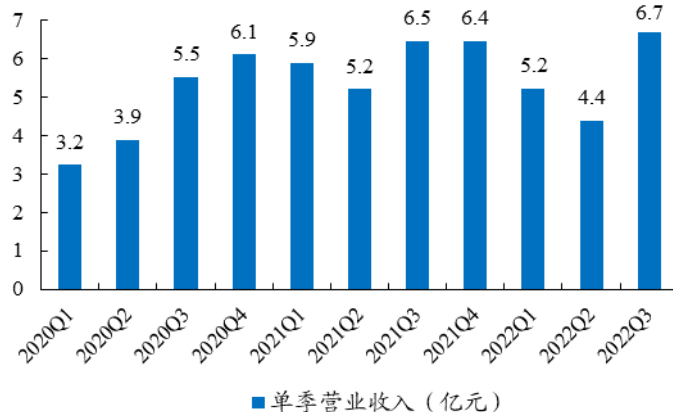
疫情扰动压制下游终端消费，收入端承压严重，2022Q1-Q3 营收同比下滑 7.2%；分季度看，2022 年前三季度营收同比分别为-11.3%/-15.6%/3.2%，随疫情防控优化终端消费回补，Q3 收入端明显改善。

图4：2022Q1-Q3 公司营收短期承压（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

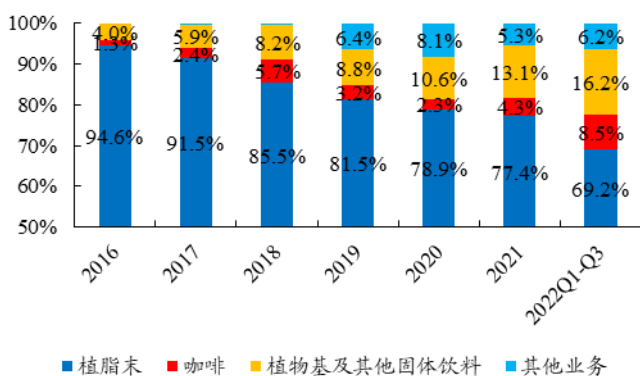
图5：2022Q3 营收同比重启增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

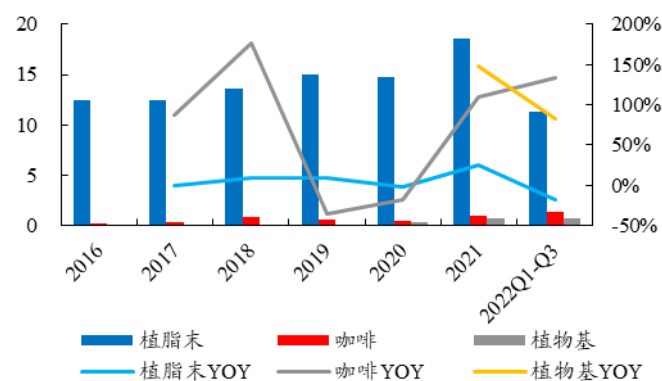
分业务看，粉末油脂业务为营收重要支柱，咖啡&植物基业务营收贡献逐年提升。植脂末业务是公司现金牛业务，2022 上半年疫情影响订单下滑导致 2022Q1-Q3 收入 11.26 亿元，同比-16.69%，占比降至 69.2%。同时受益于咖啡和植物基行业机遇及下游客户的顺利开拓，咖啡和植物基业务快速放量，2022Q1-Q3 分别实现营收 1.02 亿元/0.69 亿元，同比+134%/+82%，新业务低基数下表现强韧性，有望打开未来成长空间。

图6：咖啡、植物基饮品业务营收贡献逐年上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2022Q1-Q3 咖啡业务营收高增 134%（亿元）

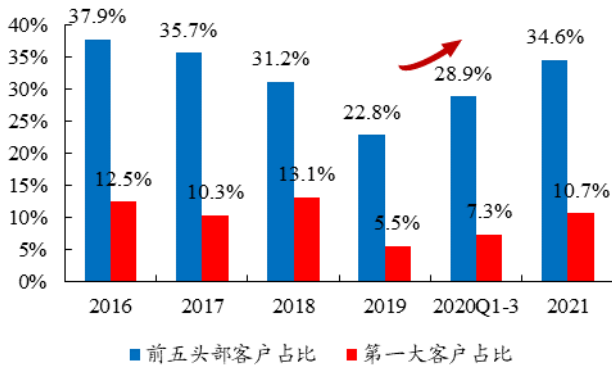


数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：2021 年后植物基业务数据分拆披露）

分销售模式看，公司聚焦食品加工企业和连锁奶茶/咖啡品牌等 B 端客户定制化服务，以直销为主。公司通过直销把握终端需求趋势，深度参与下游产品研发，提升核心客户粘性，前五大客户占比自 2019 年后回升至 34.6%，2021 年第一大客户蜜雪冰城销售占比 10.66%，保持高头部客户粘性同时对单一客户依赖性尚可。近年下游奶茶市场差异化竞争加剧，公司不断强化定制化服务能力，截至 2022Q3 公司直销收入占比已从 2016 年的 71%提升至 88%。同时经销模式覆盖小体量客户，实现渠道降本和市场扩容。公司通过不断扩大合作经销商规模，加速三四线城市销售网络下

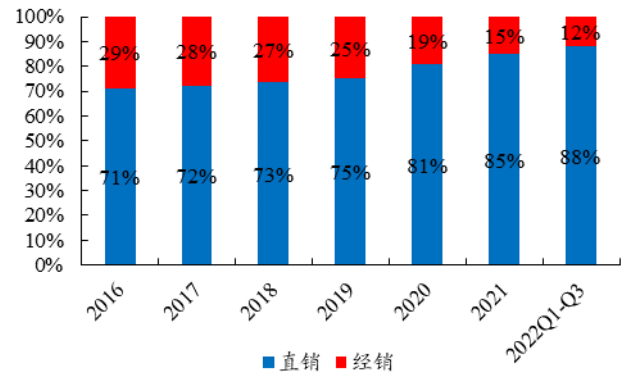
沉，向长尾客户销售标准化的通用产品，打响品牌知名度，截止 2022 年 9 月，经销商数量超过 554 家。

图8：头部客户高粘性+低单一客户依赖性



数据来源：佳禾招股书、开源证券研究所

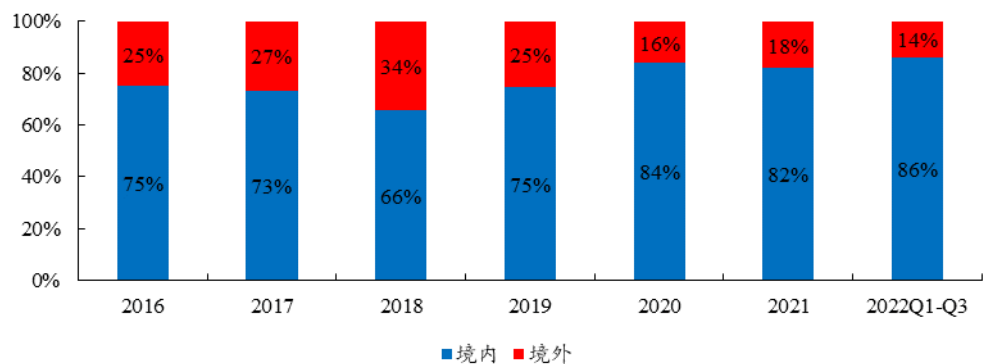
图9：主营业务直销占比提升趋势明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区看，公司产品以内销为主，境外收入占比逐年下滑。国际贸易方面，公司形成了以新加坡为中心，辐射马来西亚、印度尼西亚、缅甸等东南亚市场的销售格局，以出口植脂末和速溶咖啡粉为主。疫情持续扰动下出口业务受阻，2022Q1-Q3 境外收入同比-29.89%，占比下滑至 14%。

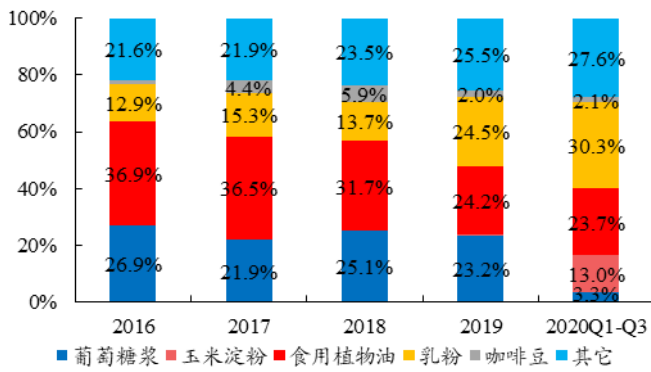
图10：境外收入占比呈逐年下滑趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

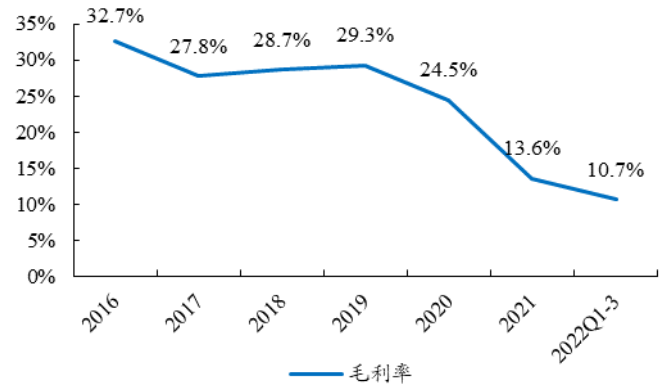
原材料价格上行叠加新业务高产线固定成本，盈利端持续承压。2021 年公司产品原材料成本占比 82%，以葡萄糖浆、玉米淀粉、食用植物油等大宗商品，以及咖啡豆和乳粉为主，其中粉末油脂相关大宗商品原材料占比接近 70%。2020 年后疫情反复和俄乌冲突背景下，国际货运不畅、主产地减产等因素驱动粮油、乳粉、咖啡豆等原材料价格震荡上行，公司提价幅度不及原材料涨幅导致毛利率水平进入长期下行通道，2023Q1-Q3 毛利率水平降至 10.7%。整体营收下滑叠加原材料价格持续上浮，2022Q1-Q3 归母净利润进一步下滑至 0.6 亿元，同比-45.3%。

图11: 植脂末相关大宗商品原材料占比超七成



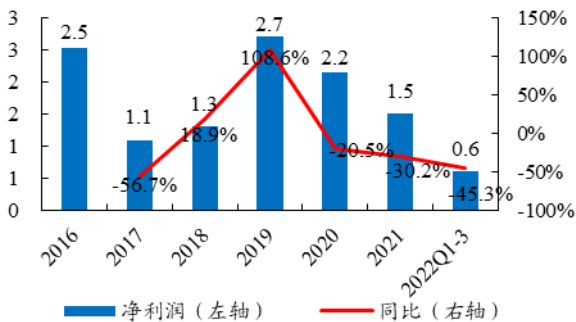
数据来源: 佳禾招股书、开源证券研究所

图12: 毛利率水平持续下行



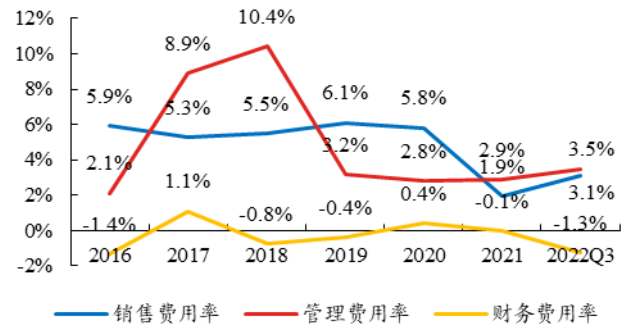
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2022Q1-Q3 归母净利润同比下挫 45.3% (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2023Q1-Q3 销售/管理费用率小幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司整体控费能力较强, 2022 年前三季度费用小幅提升。2017-2021 年公司持续推进降本增效, 期间费用率由 16.2% 下降至 6.2%, 其中同期销售费用率由 5.3% 下降至 1.9%, 体现出公司与主要客户合作关系已逐步稳固。2022Q1-Q3 销售/管理费用增长主要系营收规模收缩及扩大 C 端营销投入所致, 财务费用率下降明显主要来源于汇兑收益增加。

2、植脂末: 中低端奶茶驱动成长, 下沉市场渗透空间仍足

植脂末是一种标准化生产的粉末状食品配料, 又称奶精, 具备口感佳、成本低、易于存储与运输、风味多等优势。生产上采用“微胶囊”技术将淀粉糖浆、乳蛋白等壁材通过“水包油”方式对植物油脂进行包埋, 经喷雾干燥工序形成粉末状颗粒。其主要用途为改善食品的内部组织、提香增味, 并能够明显提升食品及饮料口感的醇厚、顺滑度和饱满度, 可替代奶制品。植脂末早期作为咖啡伴侣引入国内, 目前广泛应用于奶茶、咖啡、烘焙的生产和加工。

图15：植脂末生产标准化程度高


资料来源：佳禾招股书、开源证券研究所

食品配方、生产工艺持续优化，植脂末应用场景趋向多元化。植脂末油脂类型、配比、调味料均可根据客户需求定制化生产，按脂肪含量可分为高脂植脂末、中脂植脂末和低脂植脂末，可满足口感差异化需求。按功能性可分为冷溶型、耐酸型、发泡型植脂末，近年椰子油、亚麻油等新型油脂材料逐步开发，如中链链脂肪酸甘油酯（MCT），在人体内的吸收和代谢速度显著快于普通植物油脂制品，更是打开医疗、保健等高端领域市场应用空间。

表2：植脂末应用领域趋向多元化

分类标准	产品名称	产品特点	应用场景
脂肪含量	高脂植脂末	脂肪含量决定香度和口感，分别适用于不同用途，一般在制作饮料时普遍选用 20%~50%的脂肪含量的植脂末	蛋糕、奶油、饼干
	中脂植脂末		速溶咖啡、冰淇淋粉、固体饮料
	低脂植脂末		珍珠奶茶、麦芽、果粉
功能性	冷溶型植脂末	以椰子油为原料，加冰环境中可快速溶解	冰式饮品
	耐酸型植脂末	酸性环境下稳定，不会产生破乳分层	酸性食品、酸性饮品
	发泡型植脂末	加入充气工艺，可在速溶饮料表面形成奶油状泡沫	卡布奇诺、拿铁咖啡
	中链链脂肪酸甘油酯（MCT）	以中链甘油三脂为原料，有提高食物生热效应从而帮助提高新陈代谢帮助减脂功能	术后食品补充剂、蛋白粉添加剂
健康性	零反式脂肪酸植脂末	原材料为全氢化植物油或非氢化植物油（棕榈油、亚麻籽油）	-
	含反式脂肪酸植脂末	原材料为部分氢化植物油（主要为大豆油）	-

资料来源：佳禾招股书、21 食品商务网、开源证券研究所

替换油脂原材料可解决植脂末健康性问题。市场大部分对植脂末的质疑来自于反式脂肪酸，因为过量摄入加工来源的反式脂肪酸会增加心血管疾病的风险。但植脂末生产过程本身不含反式脂肪酸，食品工业中常使用氢化技术将成本较低的不饱

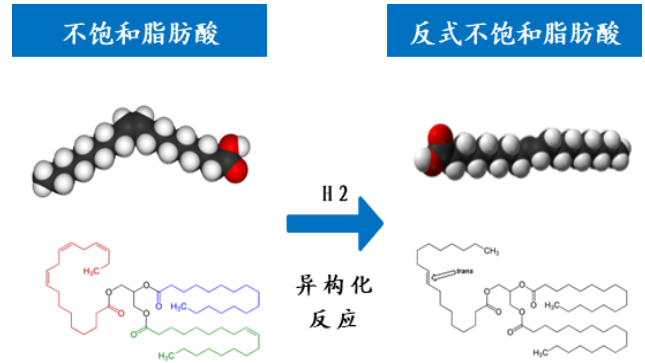
和液态植物油（主要为大豆油）加工形成半固态或固体油脂，以便于保存和运输，异构式反应将使氢化大豆油含有一定比例的反式脂肪酸，而完全氢化植物油（棕榈油）和非氢化植物油（椰子油）反式脂肪酸含量极其微小，因此无需谈“反”色变。

图16：反式脂肪酸多来源于工业生产

图17：不饱和植物油氢化过程产生反式脂肪酸



资料来源：香港消费者委员会、开源证券研究所

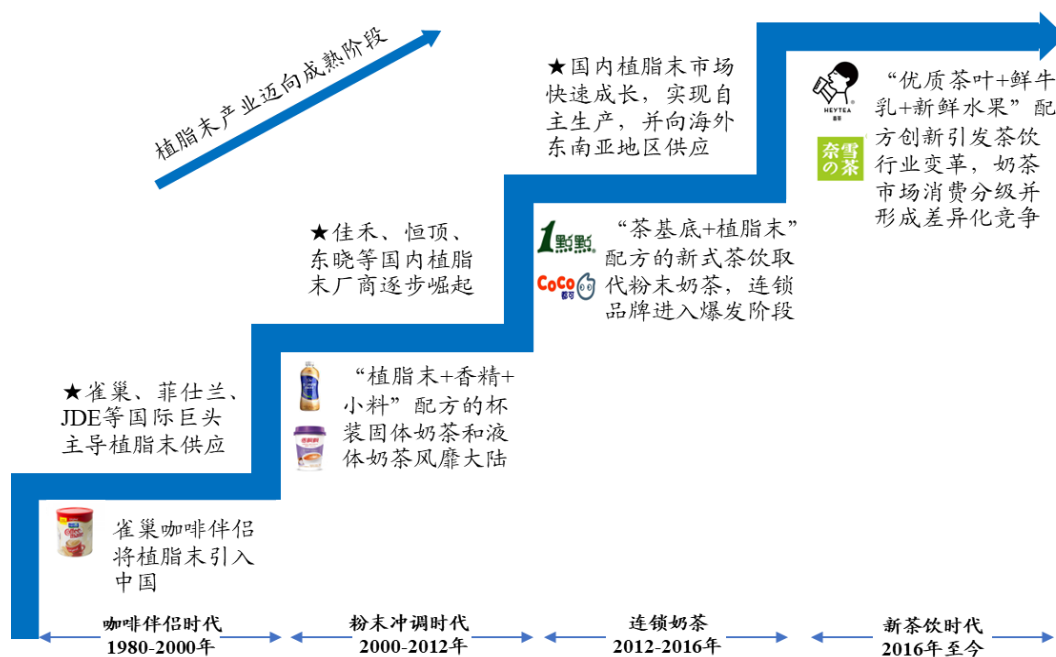


资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

2.1、行业趋势：国内植脂末主要应用从固体、即饮奶茶切换至现制奶茶

国内植脂末产品迭代主要依托于奶茶形态的变迁。由于植脂末奶香味足、口感顺滑醇厚的特点，问世起被作为冲缓咖啡苦味的调味品使用，1980年代雀巢以咖啡伴侣名称将植脂末带入国内市场。相对于作为舶来品的咖啡，奶茶更符合国人饮用习惯，植脂末作为各阶段形态奶茶的重要配料逐步打开市场空间。整体来看，国内植脂末市场应用经历了固体奶茶、即饮奶茶、现制奶茶三个阶段。

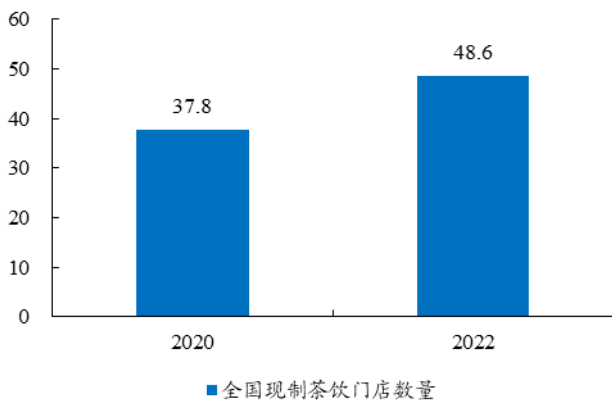
图18：茶饮迭代驱动国内植脂末市场成长



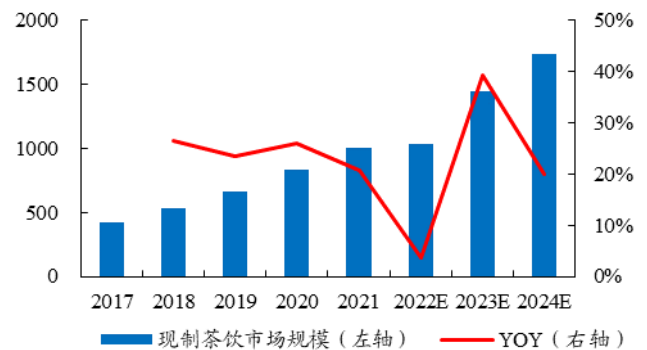
资料来源：佳禾招股书、开源证券研究所

固体奶茶、即饮奶茶早年是植脂末主要应用市场。2000年后使用“植脂末+香精+小料”配方的固体奶茶问世，产品凭借价格低廉、即冲即饮、口味醇香风靡大陆，香飘飘、优乐美等固体奶茶品牌抓住市场良机迅速崛起，带动植脂末起步渗透。其后以统一阿萨姆为代表采用类似配方的便捷式液体奶茶饮料也逐步占据一定市场。随着收入水平提升，消费者对于茶饮的口味多样性、新鲜程度、添加剂含量等品质化需求升级，固体奶茶逐步式微，同时市场主流即饮奶茶均创新配方使用天然植物油（椰子油）代替植脂末，**现制奶茶开始逐步替代部分固体、即饮奶茶产品需求。**

现制茶饮后来居上成为植脂末行业成长驱动主引擎。2012年后台式奶茶品牌一点点、CoCo引领街头奶茶配方升级，粉末式奶茶逐步被“茶基底+植脂末”的现制奶茶取代，现制奶茶消费习惯逐步养成，连锁奶茶品牌进入高速增长阶段，驱动植脂末行业稳步扩张。根据中国连锁协会测算，2022年底在营业的现制茶饮门店总数约48.6万家，相较2020年底37.8万家增长超28%；2017-2021年现制茶饮市场规模从422亿元增长至1003亿元，CAGR达到24.16%。下游逐步渗透叠加疫情影响，行业扩张速度有所放缓，2023年随社会消费面逐步复苏现制茶饮市场规模有望恢复至1450亿元，2021-2024年仍将维持20%增速成长。

图19：截至2022年底全国现制茶饮门店数接近50万家


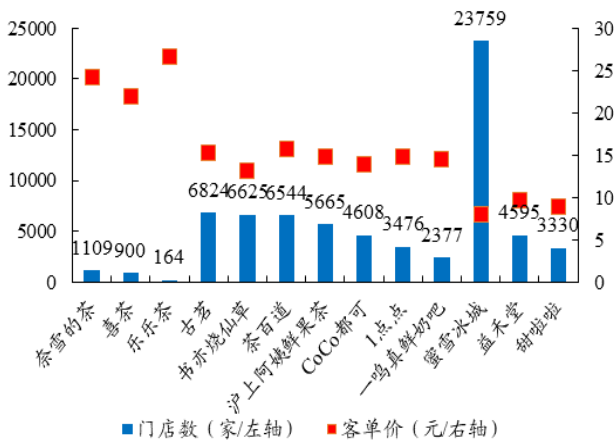
数据来源：中国连锁协会、开源证券研究所

图20：中国现制茶饮市场规模突破1000亿元


数据来源：中国连锁协会、开源证券研究所

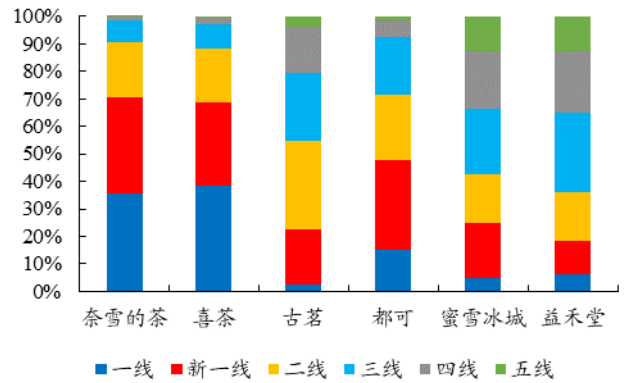
现制奶茶市场已形成价格层次分明的品牌梯队，其中低端品牌为主流。2016年后响应消费升级提速和健康需求，奈雪、喜茶等新锐品牌“优质茶叶+鲜牛乳+新鲜水果”配方的精品茶饮进入公众视野，推动茶饮行业变革。目前现制茶饮市场各档次品牌价格段分层明显，高端市场形成一线城市喜茶、奈雪的茶、乐乐茶的寡头格局；中端市场古茗、CoCo都可、茶百道等品牌激烈角逐，门店数量稳步增长；蜜雪冰城为代表的低端茶饮聚焦更下沉市场，面向价格敏感型更高的低收入群体。

图21：现制茶饮市场从消费升级转向消费分级



数据来源：窄门餐眼、开源证券研究所

图22：中低端现制茶饮门店城市分布二线以下为主



数据来源：窄门餐眼、开源证券研究所

中低端奶茶市场竞争激烈，低价策略下植脂末解决成本痛点。从中低端奶茶店的产品结构来看，尽管近年来奶茶店的SKU在不断丰富，但是以珍珠奶茶为代表及其他口味的传统奶茶品种仍为中低端奶茶店核心单品。而植脂末以下两点优势决定其成为中低端奶茶配料优选。

(1) **口感方面**，植脂末通过均质工艺制取细小均一的蛋白颗粒，相比牛奶其油脂、蛋白更易溶解、分布均匀，**更易产生顺滑、浓香的口感**；同时植脂末脂肪含量在20-50%之间，牛奶脂肪含量在3-4%左右，植脂末较易保证饮品醇厚度。

(2) **成本方面**，以晶花旗舰店推荐红糖波霸配方为例，其成本主要由茶基底、植脂末/牛奶、珍珠、杯子等材料费及水电、租金、人工等经营费用构成，一般材料费占比15-20%。单杯500ml规格奶茶中牛奶与茶的比例为1:3，为保证口感一般需要牛乳375ml，若使用植脂末冲调仅需55克，以晶花旗舰店植脂末22元/kg均价和安佳官网进口全脂牛奶12元/L均价测算，单杯500ml规格奶茶所需植脂末和牛奶成本为4.5元和1.21元。规模化的连锁奶茶店毛利率水平在55-65%左右，单杯价格在10-15元的奶茶若要保证价格竞争力，原材料成本应控制在3-5元内，植脂末仍是中低端奶茶配料首选。

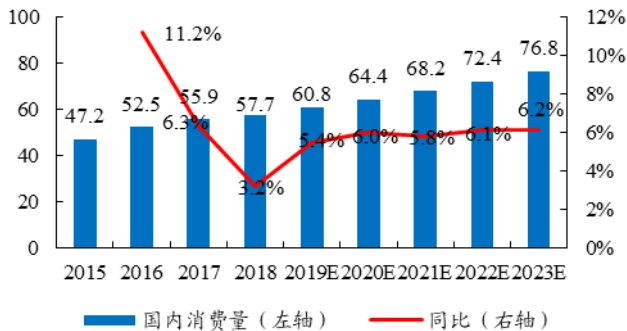
表3：500ml 红糖波霸奶茶使用植脂末成本仅为牛奶的四分之一

原材料	用量	单价	单杯成本
晶花植脂末	55g	22 元/kg	1.21 元
牛奶	375ml	12 元/L	4.5 元
红糖珍珠	80g	9.9 元/500g	1.6 元
阿萨姆红茶水	180ml (1: 40 茶水比)	29 元/500g	0.26 元
杯子	1 个	188 元/500 个	0.38 元
合计			植脂末 3.45 元/牛奶 6.74 元

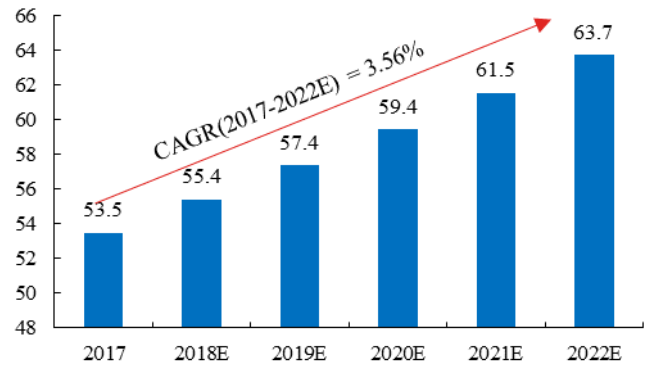
数据来源：晶花旗舰店、开源证券研究所

国内植脂末行业整体已进入成熟阶段，受益于现制奶茶市场快速增长，近年植脂末市场规模仍稳步扩张。根据中国食品报数据，2017 年我国植脂末的消费量为55.86 万吨，预计至 2023 年达到 76.82 万吨，CAGR 为 5.91%。分区域看，根据 Statista 数据，2017 年植脂末全球市场规模达到 53.5 亿美元，预计到 2022 年将达到

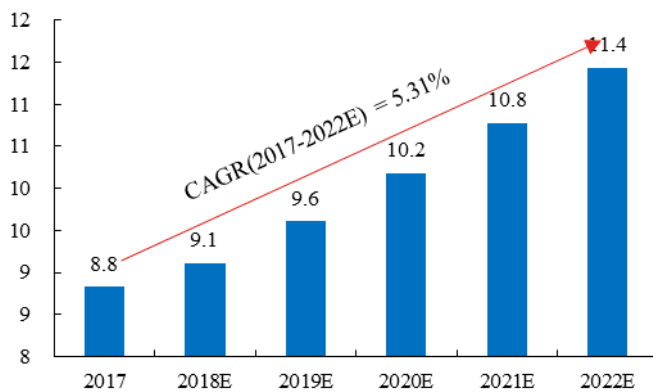
63.73 年 (CAGR 为 3.56%)，预计 2022 年我国植脂末市场规模达到 11.48 亿美元 (5 年 CAGR 5.31%)，占全球比重为 18%，增速高于全球。国内植脂末生产企业主要崛起于杯装固体奶茶流行时期，国内植脂末市场的发展经历了进口消费阶段、自主生产阶段和研发创新阶段。目前国内市场逐渐由进口主导转变为国产为主，并形成了一定规模的出口，植脂末出口量从 2015 年 12.02 万吨增长至 2019 年 22.35 万吨，CAGR 为 16.77%。

图23：国内植脂末消费量逐年上升（万吨）


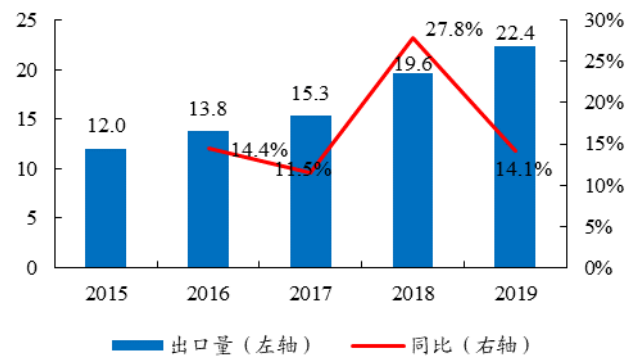
数据来源：佳禾招股书、开源证券研究所

图24：2017-2022 年全球植脂末市场规模 CAGR 为 3.56%（亿美元）


数据来源：佳禾招股书、开源证券研究所

图25：2017-2022 年中国植脂末市场规模 CAGR 为 5.31%（亿美元）


数据来源：佳禾招股书、开源证券研究所

图26：植脂末出口量逐年提升（万吨）


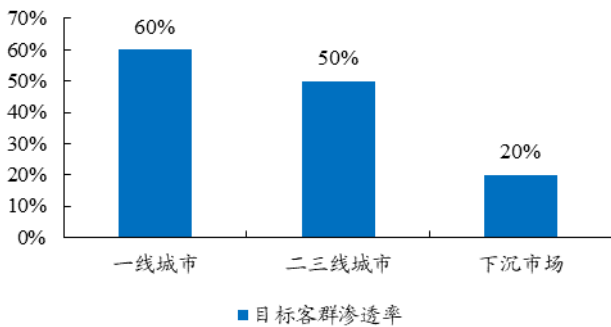
数据来源：佳禾招股书、开源证券研究所

2.2、行业增量：中低端奶茶发力下沉市场，挖掘植脂末成长潜力

现制茶饮低线城市潜力还未充分挖掘。根据中国连锁协会，2022 年现制茶饮目标客群的渗透率超四成，其中一线城市目标客群渗透率趋近 60%，二三线城市渗透率为 50%左右，低线城市渗透率不足 20%，仍有进一步下沉空间。**其中 10-20 元中端奶茶仍是当前消费者选择的主力价格带。**根据 2023 年《315 新茶饮调查问卷》样本显示，近半数调研对象认为现制茶饮单杯价格应在 15-20 元区间，12%仅接受单价 10 元以下的低端饮品，仅有 2.68%消费者能够接受 25 元以上的单杯价格。**综合来看，中低端连锁品牌以加盟模式为主，在下沉市场区域渠道覆盖、门店运营、供应链管**

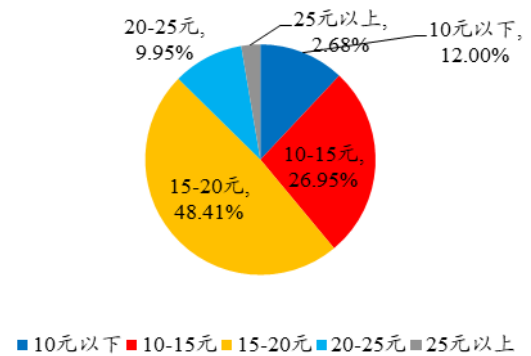
理上具备优势。

图27：低线城市现制茶饮市场仍有空间



数据来源：中国连锁协会、开源证券研究所

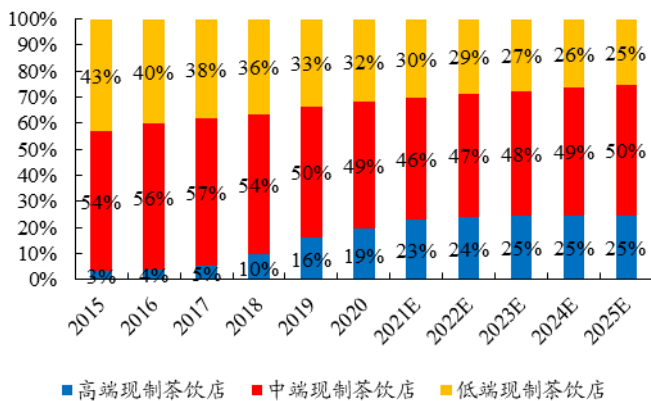
图28：10-20元中端茶饮仍是首选价格带



数据来源：每日经济新闻、开源证券研究所

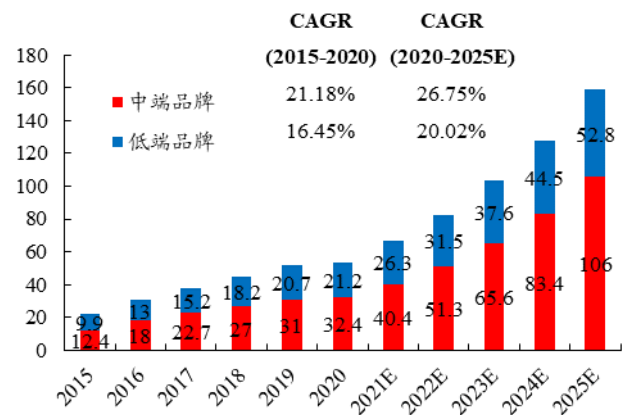
现制茶饮中低端市场未来增速依然可观。区别于高端奶茶将对中低端奶茶市场发展产生较大威胁的市场观点，我们认为各梯队品牌主力客群消费特征不同，将在市场中长期共存，并形成差异化竞争，共同推动现制茶饮市场整体规模的扩大。根据弗若斯特沙利文数据，近年随消费者品质化需求渗透，高端茶饮市场规模占比逐步提升，但2023年后消费层级市场份额将趋于稳定，其中中低端市场基本盘稳固，份额占比达75%。2020-2025年中低端茶饮将维持20%以上的复合增长率继续扩张，其中中端茶饮市场增速相对领先。

图29：高、中、低端现制茶饮市场格局渐趋稳定



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图30：中低端奶茶市场仍将持续扩容（十亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2.3、竞争格局：海外巨头自产自供，公司长期领跑本土市场

海外植脂末多应用于咖啡伴侣和食品配料，国际巨头产能以自供为主。植脂末在海外市场消费历史久远，但消费场景较国内相对单一，雀巢、菲仕兰、超级集团等跨国食品工业企业通过自建植脂末产能，以保障内部食品生产链条的完整和供应的可靠性，因此较少参与国内市场的直接竞争。

植脂末行业新入局者较少，整体格局较为稳定。植脂末属于传统行业，工艺成

熟技术壁垒相对较低，但由于先发厂商经过多年本土市场的精准服务，凭借稳定生产规模建立起深厚的品牌效应、客户基础，目前国内植脂末市场仍由少数成立时间较早的优质企业占有大部分市场份额。**2018年佳禾在国内植脂末市场份额达14.33%，同时由于在东南亚市场深耕多年，在植脂末出口市场累积的渠道和产品优势更为明显，2018年出口市场占有率为26.85%。**

表4：佳禾稳居国内植脂末行业第一梯队

梯次	竞争厂商	成立时间	主营业务	基本资料	专利情况
第一梯队	雀巢公司	1876年	咖啡、咖啡伴侣	雀巢咖啡起源于1930年，东莞雀巢有限公司是雀巢集团最早在中国大陆的咖啡生产基地，成立于1988年10月，注册资本为53,600万人民币	-
	奇异鸟公司	1894年	植脂末	荷兰皇家菲仕兰公司旗下的一家生产植脂末的公司， 2021年是蜜雪冰城植脂末第一大供应商，采购金额达2.92亿	-
	超级集团	1987年	速溶咖啡、谷物、植脂末	2017年被荷兰咖啡和茶叶生产巨头JACOBSDOUWEEGBERTS (JDE) 集团收购。截至2016年末总资产为36.72亿人民币，净资产为26.69亿人民币，2016年度营业收入为24亿人民币，其中速溶咖啡粉、植脂末等食品配料业务收入8.35亿人民币，全年净利润为2.16亿人民币	-
	佳禾食品	2001年	植脂末、咖啡、植物基	2021年植脂末出货量为16.84万吨，实现营收18.57亿元	截止2022年6月30日，专利权累计61个，其中8个发明专利
外资背景	无锡超科	2003年	植脂末	由新加坡大型食品制造商超级集团在中国大陆设立的植脂末生产基地，2016年营业收入6.43亿元，净利润0.68亿元	6项发明专利、7项实用新型专利
	江苏皇室	2004年	咖啡、植脂末、麦片	由菲律宾食品饮料公司通用罗比娜 (URC) 集团旗下公司投资在中国大陆建立，2019年营收为184.76亿人民币，净利润13.93亿人民币	-
	凯美瑞	2014年	乳制品	是爱尔兰大型食品配料企业凯美瑞集团在中国大陆的植脂末生产基地，2019年营收为565.92亿人民币，净利润为44.31亿人民币	2项发明专利、3项实用新型专利
国内厂商	广东文辉	2001年	植脂末	拥有广东文辉和上海文辉两个植脂末生产基地，为国内较早专业生产植脂末的企业	上海文辉12项经授权的实用新型专利权
	江西维尔宝	2001年	植脂末	注册资本为1,280万人民币，以开发、生产-维尔宝 牌植脂末系列产品为主	9项专利权，包括1项发明专利和8项实用新型专利。
	诸城东晓	2004年	玉米淀粉、食用葡萄糖、植脂末	注册资本：8000万人民币	5项发明专利 33项实用新型专利
	江西恒顶	2006年	大米、植脂末	注册资本：10000万人民币	2项发明专利 20项实用新型专利

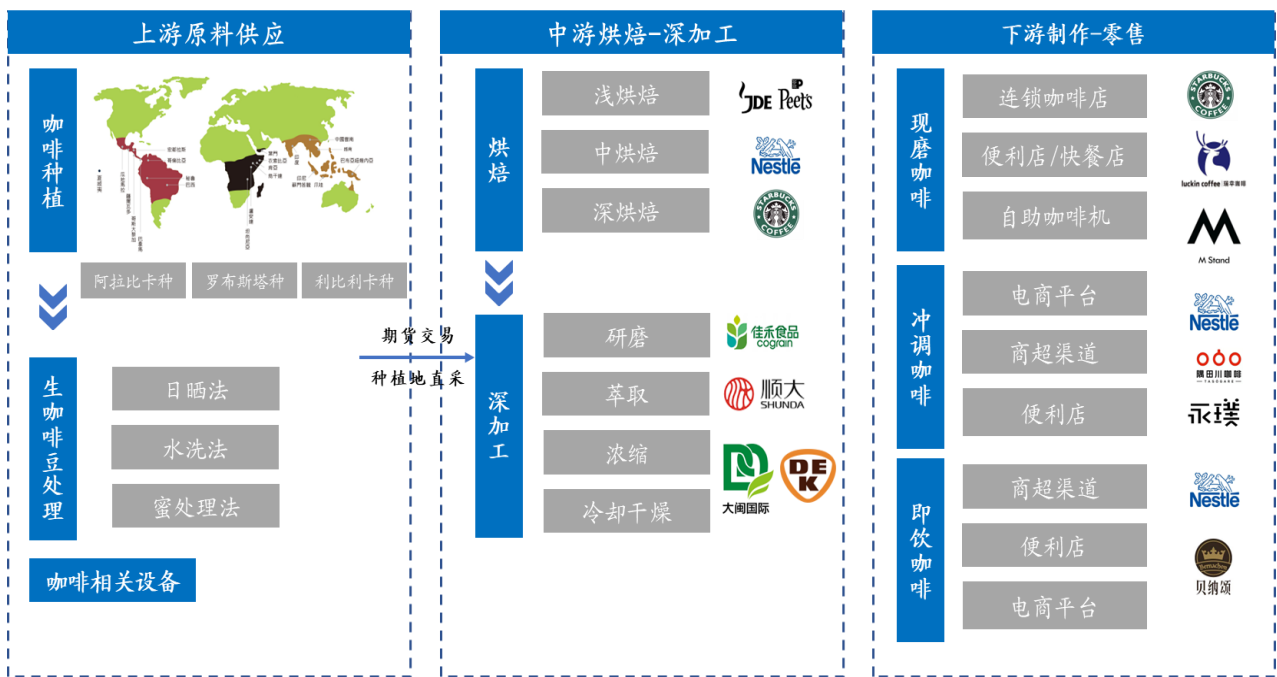
资料来源：佳禾招股书、开源证券研究所

3、咖啡：享受行业高景气空间，成长性和稀缺性兼具

3.1、中国咖啡历史复盘：多轮变革逐步渗透，多业态融合共进

咖啡产业由上游种植业、中游咖啡深加工及下游咖啡零售行业构成,价值占比分别为 1%/6%/93%，咖啡下游零售是核心价值来源。上游全球咖啡豆生产区相对集中，由于历史和气候原因，产区主要集中在巴西、越南、哥伦比亚和印度尼西亚地区，国内产区以云南为主。中游由烘焙工厂和深加工代工厂组成；下游以现磨咖啡、包装咖啡零售品牌为主，

图31：公司处于咖啡产业链中游



资料来源：美团、beandoc 咖啡官网、开源证券研究所

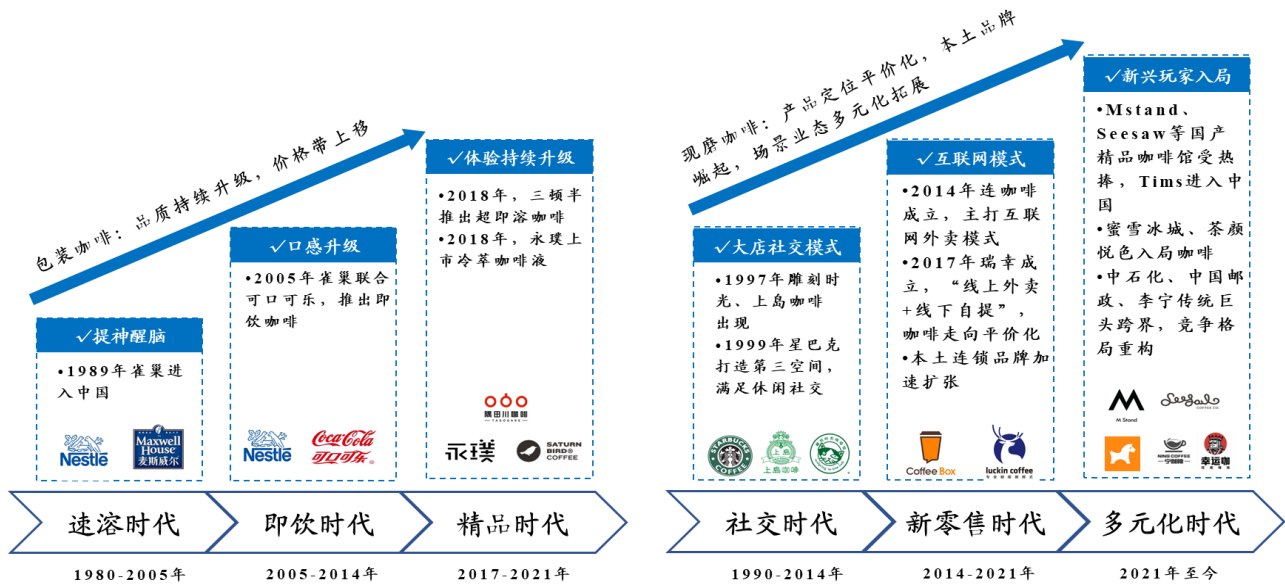
中国咖啡市场从 1980 年代雀巢引入速溶咖啡开始逐步渗透，产品形态、消费场景、商业模式前后历经多轮深刻变革，目前已进入多业态融合共进阶段。总体来看，中国咖啡市场发展历程呈现以下三点趋势：

(1) 咖啡饮用日常化，消费场景多元化。国内早期咖啡文化呈现“廉价速溶和精品现磨”的二元结构，分别以功能需求和强社交属性为消费驱动，得益于城镇生活节奏加快和饮用习惯大众化，咖啡饮品逐步从纯社交、文化属性向以提神解乏的纯功能性需求为主。

(2) 消费分级趋势明显，现磨/包装咖啡市场低中高端层次逐步形成。一方面后疫情时代现磨咖啡市场消费者更注重性价比，市场价格带整体不断下移，平价咖啡得以覆盖到更广泛的消费人群；另一方面消费者对速溶咖啡价格敏感性降低，并开始追求便捷咖啡品质化和个性化体验。

(3) 咖啡风味饮料化，头部品牌本土化。现磨咖啡风味贴合本土消费者口味，进一步扩大消费受众，同时本土连锁咖啡品牌和精品速溶咖啡品牌抓住机遇以差异化产品和模式的错位竞争策略迅速崛起。资本加持下茶饮品牌、中石化、李宁等众多跨界玩家纷纷入局打开行业新想象空间。

图32：中国咖啡市场逐步向多元化发展

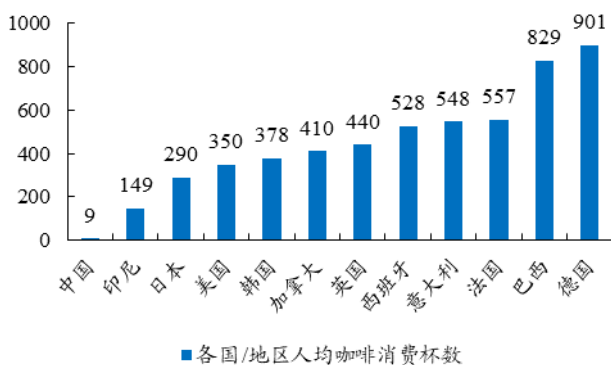


资料来源：艾瑞咨询、德勤、开源证券研究所

3.2、行业驱动：低渗透+高复购打造长坡厚雪，细分赛道表现分化

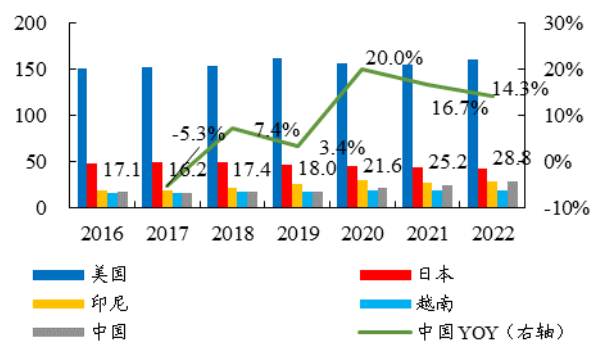
咖啡作为舶来品，在国人饮品中整体渗透率依然较低。根据德勤数据，2020年中国咖啡人均消费量为9杯/年，远低于全球主要国家咖啡消费量均值449杯/年。从生咖啡豆消费量看，2020年开始我国生咖啡进入快速增长期，2022年中国生咖啡消费量达28.8万吨，同比增长14.3%，但和日本、印尼等亚洲国家仍有差距。

图33：全球主要国家人均消费量均值达449杯/年



数据来源：德勤、欧瑞数据、阿里新服务研究中心、开源证券研究所

图34：中国生咖啡消费量整体呈上升趋势 (万吨/年)

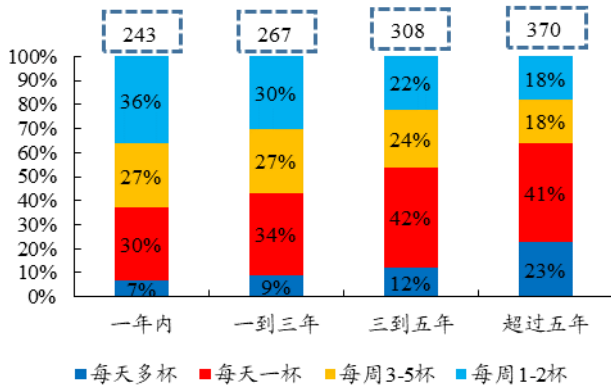


数据来源：Wind、开源证券研究所

成瘾性驱动核心客群高复购，提升客单价。从产品消费动因出发，咖啡中咖啡因含量是茶水的3倍，成瘾性更强，同时由于咖啡的特殊风味，消费人群渗透速度整体慢于茶饮，但客户消费生命周期相对更长。根据德勤消费者调研，一二线城市中已养成咖啡饮用习惯的高粘性群体年均消费量可高达300杯，已接近海外成熟咖啡市场水平。

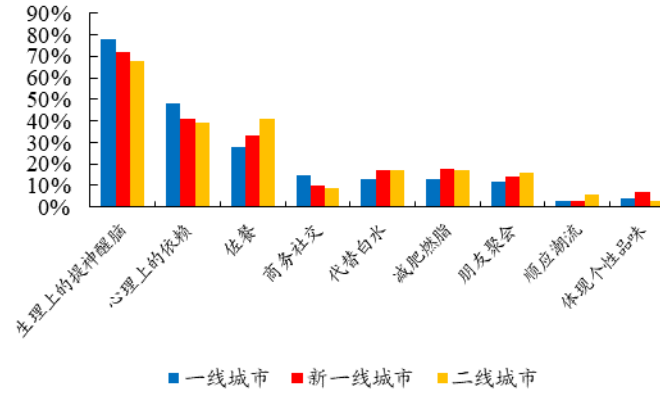
咖啡消费场景和功能性更丰富，可提升潜在消费频次。随城镇生活节奏加快，咖啡饮品逐步从社交、文化属性向提神解乏的纯功能性需求转变，德勤调研显示咖啡在强社交场景如商务社交、减脂瘦身等观念养成上已形成稳定的认知，潜在消费频次和行业空间天花板被打开。

图35：咖啡饮用年限越久，摄入频次越高



数据来源：德勤、开源证券研究所

图36：咖啡消费场景多元化

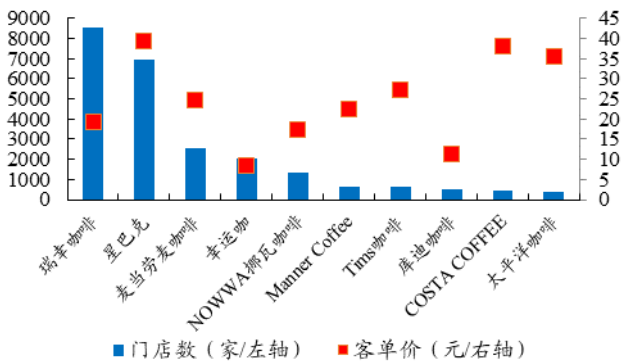


数据来源：德勤、开源证券研究所

3.2.1、供需两端同频共振，现磨咖啡行业高速增长

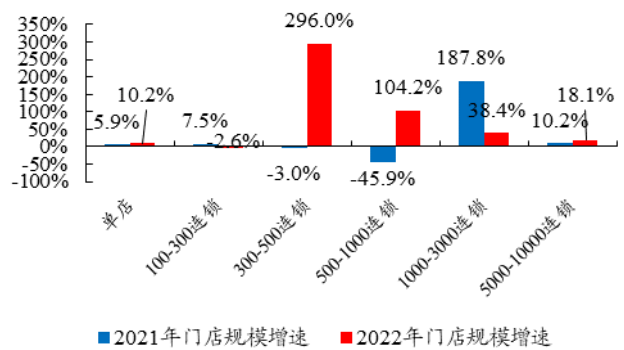
从供给端看现磨咖啡市场格局重塑，优质本土品牌推动咖啡品类大众化。现磨咖啡行业早期星巴克、COSTA 等海外巨头占据较大市场份额，2018 年后本土咖啡品牌整体采取错位竞争策略，主打性价比和高端精品两种差异化模式，各价格带均已跑出单店模型可盈利，品牌力优质的细分龙头。根据窄门餐眼，国内门店数 TOP10 中本土品牌已占 6 席。疫情加速单体出清，叠加近年资本介入推动现磨咖啡赛道连锁化率不断提升，供给端更多平价优质产品出现，同时口味偏向本土化，显著推动了现磨咖啡潜在客群渗透率和核心顾客消费频次提升。

图37：国内 TOP10 连锁咖啡店本土品牌占六席



数据来源：窄门餐眼（截至 3 月 14 日）、开源证券研究所

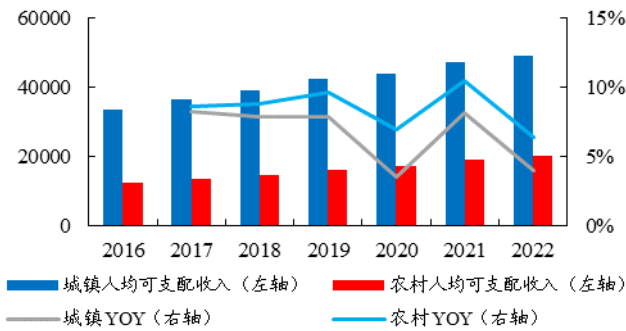
图38：现磨咖啡市场连锁化率将持续上行



数据来源：美团、开源证券研究所

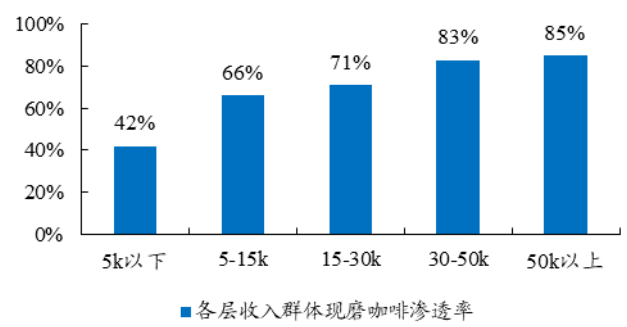
从需求端看咖啡具备消费升级属性，居民收入提升是基础推动力。对比现制茶饮市场，现磨咖啡饮品消费平均价格水平仍较高。根据德勤消费者调查，国内收入越高的人群，咖啡的渗透率相对越高，月薪水在 5000 以下人群中，咖啡渗透率仅 42%。长期来看，消费升级仍是大势所趋，随人均可支配收入水平不断提升，现磨咖啡消费将持续渗透。

图39：城镇和农村居民可支配收入稳步增长（元）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图40：国内现磨咖啡消费带有一定消费升级属性



数据来源：德勤、开源证券研究所

资本持续加码，赛道新品牌百舸争流。赛道火热推动部分现制茶饮企业推出咖啡子品牌，如茶颜悦色鸳鸯咖啡、蜜雪冰城幸运咖等，其中主打三四线下沉市场的幸运咖门店数2023年已突破2000家。**2023年2-3月咖啡行业投融资事件高达17起，咖啡赛道投融资热度延续，**获投品牌经营模式、客户定位愈加趋于多元化，覆盖多场景，多业态，新玩家加速入局推动行业规模进一步扩容。

表5：2023年2-3月咖啡赛道投融资热度不减，多集中于下游零售领域

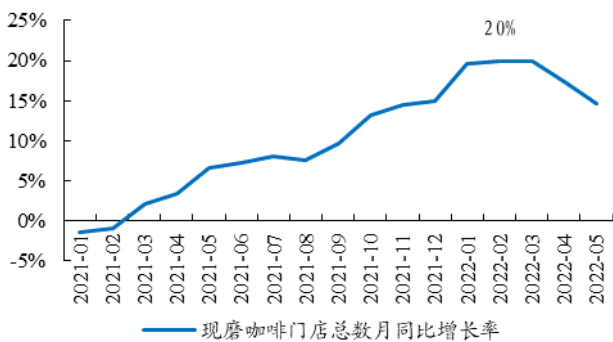
时间	公司名称	轮次	金额	投资方	市场定位
2023/2/1	由心咖啡	战略融资	未披露	礼达基金	连锁咖啡店
2023/2/2	幸猫咖啡	A轮	1亿-10亿元	Bit Origin	现制精品咖啡店
2023/2/8	巴哥埃	天使轮	1000万	华为	共享咖茶室服务商
2023/2/13	雷力咖啡	A轮	3000万元	昕晟基金管理有限公司	连锁咖啡店
2023/2/13	AoTiger 虎闻咖啡	天使轮	未披露	梅花创投	连锁咖啡店
2023/2/14	伽那食品	战略融资	未披露	领投机构：黑蚁资本 跟投机构：内向基金	椰乳品牌
2023/2/15	奢啡 CEPHEI	战略融资	数千万	金沙江创投	功能性咖啡店
2023/2/25	小咖	B+轮	未披露	领投机构：清控资管集团 跟投机构：国开行	智能咖啡运营服务商
2023/3/1	Au Café	战略融资	未披露	北京嘉州金控资产管理有限公司	咖啡品牌
2023/3/7	茶芝星	战略融资	1500万	森信基金管理有限公司	谷物咖啡品牌
2023/3/14	嗨罐咖啡	天使轮	未披露	初芽创投	咖啡品牌
2023/3/20	小咖主	A轮	1亿	领投机构：星米资本 跟投机构：AD-VC基金	连锁咖啡店
2023/3/24	热茶科技	战略融资	未披露	深圳市云网联科技有限公司	咖啡茶饮零售服务商
2023/3/26	百盒科技	A+轮	未披露	Mdrenalin	连锁咖啡店
2023/3/27	一口十一	天使轮	5000万	欧若拉投资	咖啡及面点烘焙品牌

2023/3/27	隅田川咖啡	C 轮	数亿元	领投资机构:沂景资本,建德市国有资产投资控股集团有限公司 跟投资机构:不二资本,启明创投	挂耳锁鲜咖啡品牌
2023/3/30	布鲁熊咖啡	天使轮	未披露	艺领基金管理有限公司	森系咖啡品牌

资料来源:企查查、IT 桔子、蓝鲨消费、开源证券研究所

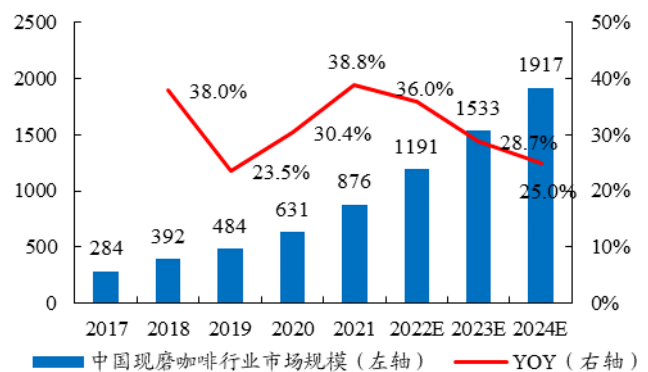
供需合力推动现磨咖啡行业进入高速增长阶段，2020-2024 年 CAGR 达 32%。 2020 年后多次疫情反复，导致线下连锁餐饮业持续承压，现磨咖啡行业逆势扩张，展现赛道充足韧性。根据艾瑞咨询测算，2021 年中国现磨咖啡市场规模约为 876 亿元，较上一年同期增长 38.9%，预计到 2024 年规模有望超过 1900 亿元，2020-2024 年 CAGR 高达 32%。

图41：疫情期间现磨咖啡门店总数快速增长



数据来源:美团、开源证券研究所

图42：2024 年中国现磨咖啡市场预计超 1900 亿元



数据来源:艾瑞咨询、开源证券研究所

3.2.2、便捷咖啡赛道分化，新式品类备受追捧

技术升级拉动创新，精品速溶咖啡“便捷+精致”特点备受新一代消费者青睐。传统速溶咖啡逐步式微，新式品类快速导入。

随着国民咖啡饮用习惯逐步培养，中国速溶咖啡市场逐步扩大，其中 2021 年传统速溶咖啡市场规模突破 120 亿元，同比增长 6%，目前仍然处于绝对领先地位，但受到新兴品类速溶咖啡冲击，份额占比由 2017 年 98.9% 下滑至 2021 年 83%。

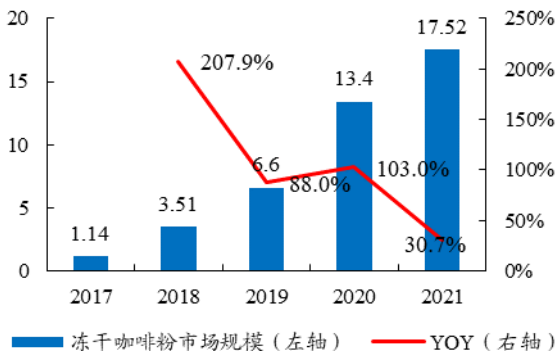
以三顿半为代表的冻干咖啡粉国产品牌精准聚焦新一代咖啡消费群体需求，通过传统电商、社交平台等新渠道快速累积一批消费受众，**推动冻干咖啡粉市场规模由 2017 年 1.14 亿元增长至 2021 年 17.52 亿元，CAGR 达到 98%。**

冷萃咖啡液市场起量时间节点稍晚，受益于相似产品定位的冻干咖啡对消费者习惯的培养，2021 年市场规模突破 10 亿元，同比增长 62.2%，2017-2021 年 CAGR 高达 210.5%，预计未来仍将以双位数增速持续成长。

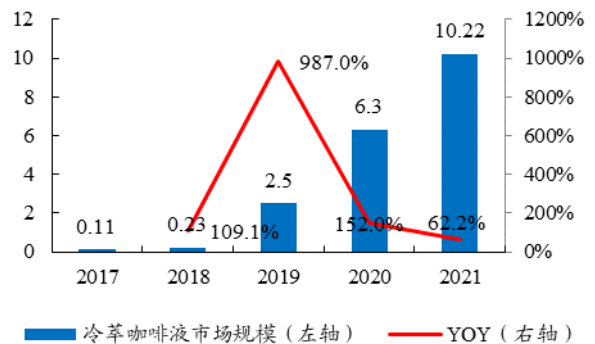
表6: 精品速溶咖啡兼具便捷性和性价比优势

咖啡品类	产品介绍	代表品牌	产品展示	大致价位
传统速溶咖啡	传统普通速溶咖啡采用高温干燥造粒方式, 生产过程中咖啡原本的香气被破坏, 且往往采用品质较差的罗布斯塔豆	雀巢		雀巢 1+2 1.5-1.8 元/条
		麦斯威尔		麦斯威尔经典三合一 0.9-1.2 元/条
挂耳咖啡	用研磨好的咖啡粉放置在使用无纺布制作的装滤袋密封的便携式咖啡	雀巢		雀巢经典挂耳咖啡 4.3 元/包
		隅田川		隅田川挂耳咖啡 5 元/包
冷萃咖啡液	一般热萃咖啡原液是通过 85°C 以上的净化水充分萃取, 而冷萃咖啡液将冰水均匀的滴在咖啡粉上, 采用低温 8-12 小时的长时间萃取方式, 具有咖啡液清澈、香气浓郁、口感柔和的特点, 填补了消费者对于夏季咖啡的消费需求, 可与冷水、牛奶自由搭配	永璞		永璞闪萃咖啡液 7 元/杯
		Seesaw		Seesaw 萃取咖啡液 7.4 元/杯
冻干咖啡	冻干咖啡大多选用品质更高的阿拉比卡咖啡豆, 以咖啡浓缩液为原料, 预先充加氮气将咖啡浓缩液冷却发泡, 经超低温设备进行冷冻得出含水结晶固体, 经连续升华干燥制成, 可以更大限度地保留咖啡原香与风味。	三顿半		三顿半冷萃冻干咖啡 7.9 元/包
		永璞		永璞无糖冻干咖啡 4.6 元/包

资料来源: 佳禾招股书、每日食品网、天猫、开源证券研究所

图43: 2017-2021 年中国冻干咖啡粉市场规模 (亿元)


数据来源: 观研天下、开源证券研究所

图44: 2017-2021 年我国冷萃咖啡液市场规模 (亿元)


数据来源: 观研天下、开源证券研究所

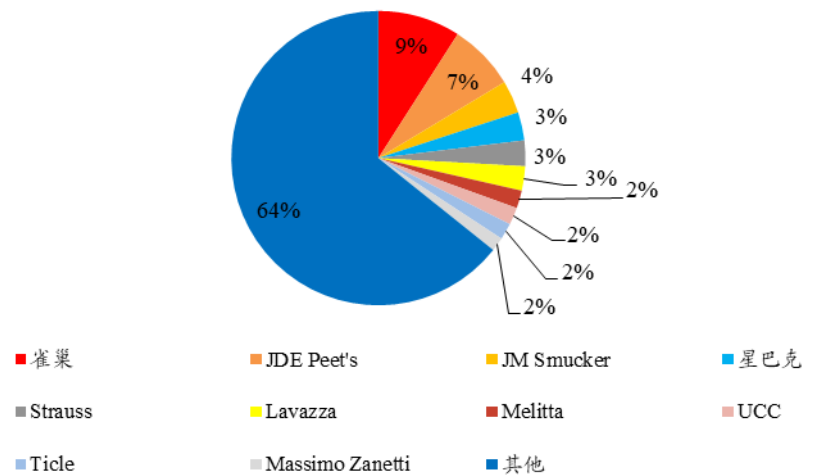
3.3、竞争格局：咖啡加工环节产能分散，公司布局全面具备稀缺性

咖啡豆加工链条长，环节繁多，产业链整合壁垒较高。咖啡豆从种植端最终流通至消费市场需要经历三个生产阶段，包含 8-9 个工艺处理环节，不同环节行业格局差异较大：

(1) 上游采摘的生咖啡豆经过日晒法，水洗法，蜜处理法等简单工艺筛选、处理后，一般可在咖啡豆产地完成，也可运至中游加工厂进行前置处理。

(2) 咖啡烘焙环节呈现小而散格局。从技术层面出发，烘焙工艺没有绝对门槛，品牌方一般自建烘焙厂（星巴克、瑞幸、Manner）或与较大产能的烘焙厂合作，以保障公司烘焙咖啡豆品质和稳定供应，《咖啡晴雨表报告 2020》数据显示，当前全球咖啡豆烘焙市场 CR10 仅为 35%。国内存在较多产量较小的烘焙作坊，同时国内现磨咖啡及便捷咖啡品牌多选择自建烘焙厂，其中星巴克和瑞幸烘焙厂项目落地后预计年产能均可突破 60000 吨，合计已与我国咖啡豆进口量相当，远超行业内烘焙咖啡单家供应商规模。

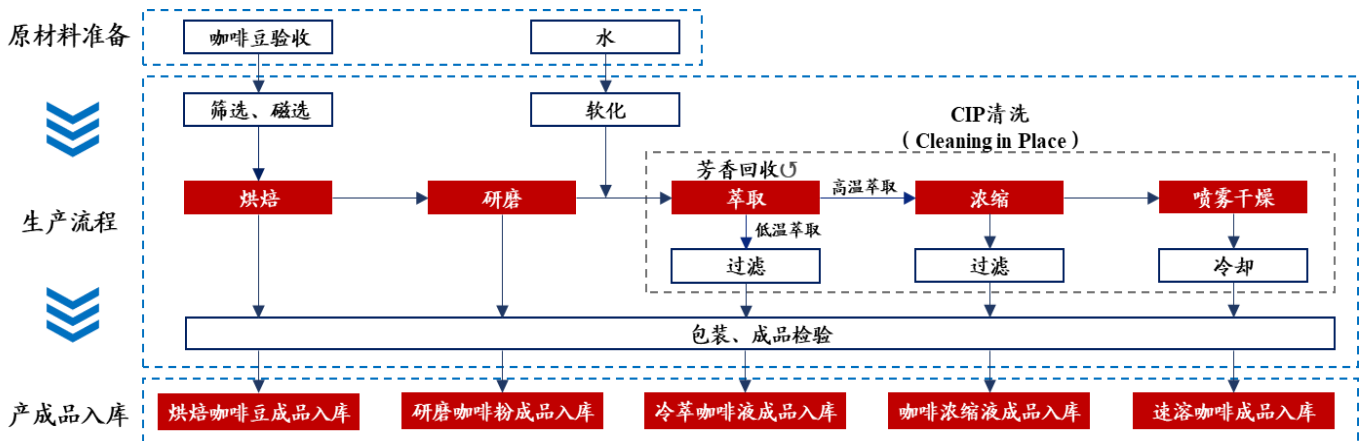
图45：全球咖啡豆烘焙市场 CR10 为 35%（按产量计算）



数据来源：《Coffee Barometer 2020》、开源证券研究所

(3) 烘焙咖啡豆深加工是在以速溶咖啡粉为最终产品的生产链条上，通过研磨、萃取、喷雾/冷冻干燥等系列工艺制取研磨咖啡粉、咖啡萃取液、冻干咖啡粉、速溶咖啡粉等形态、风味、场景差异化的产品。

图46：咖啡豆加工环节繁多，后端工艺技术壁垒高



资料来源：佳禾招股书、开源证券研究所

国内咖啡深加工市场格局分散，规模化生产能力+关键技术攻关+渠道构筑行业高壁垒：（1）咖啡豆深加工产线和品控标准化程度高，高生产效率需高度自动化的大型生产设备和厂房规模支持，前期设备购置和厂房建设资本投入大，爬坡周期长。进入中游供应领域的资本相对较少，小厂商较难形成规模化生产力。（2）冷萃咖啡液和冻干咖啡粉等后端工艺相对复杂，采用冷水萃取、低温干燥等工艺保留咖啡原味，技术难度相对较高。（3）品牌方普遍具有定制化需求，小体量工厂进入大品牌供应链难度高，同时客户渠道储备不深容易引发库存积压。受制于资金和产能规模，具备不同环节生产能力的小规模厂商趋于向更具专业化、差异化的细分方向发展。国内产线品类相对丰富，产能较为充裕的咖啡头部供应商主要聚集于苏、皖、浙、鲁等华东地区，如顺大、天际、金猫等。

表7：国内咖啡供应商众多，公司全品类布局具有稀缺性

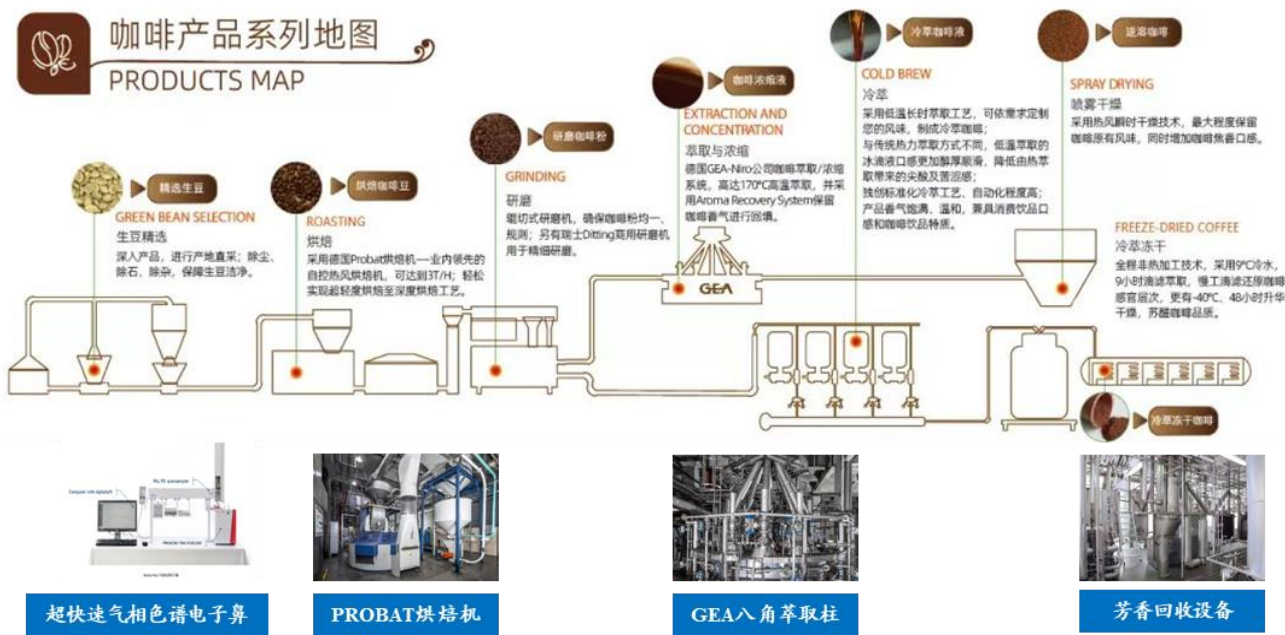
梯次	竞争厂商	成立时间	主营业务	年均产能情况	合作客户
连锁咖啡品牌	星巴克	1971	全国门店数 6964 家，排名第二	烘焙产能 6 万吨	自供
	瑞幸	2017	全国门店数 8521 家，排名第一	烘焙总产能超 6 吨	自供
	Manner	2015	全国门店数 652 家	4000 平工厂，产能未披露	自供
大中型加工厂	香港协成集团（顺大食品）	1995	国内领先的烘焙厂	烘焙线超 1 万吨	Tims、瑞幸
	香港协成集团（亿政咖啡）	2017	咖啡生豆全球采购、生豆物流、焙炒咖啡豆、咖啡挂耳包	生豆处理线 7 万吨 日本 fuso 挂耳 2 亿包 烘焙线 2.3 万吨	肯德基、Costa
	天际咖啡	2012	单一产地咖啡豆、挂耳咖啡、袋泡咖啡以及冷萃超即溶咖啡	-	瑞幸、旺旺、哇哈哈
	汇川实业	2019	专注冻干咖啡粉、咖啡冷萃液	冷萃液 6000 吨、冷萃冻干粉 1000 吨	-
	德国 DEK 咖啡	1955	1965 年推出冻干咖啡、即溶咖啡、牛乳基混合即溶咖啡，植物基混合即溶咖啡，咖啡豆/粉	-	沃尔玛、家乐福
	金猫咖啡	2015	咖啡豆、研磨粉、冷萃咖啡液、咖啡浓缩液、速溶咖啡、冻干咖啡、咖啡液体胶囊等	速溶咖啡 7200 吨、冷萃咖啡液 6000 吨、冻干咖啡满产 2160 吨、咖啡豆 2 万吨	瑞幸、Mstand

梯次	竞争厂商	成立时间	主营业务	年均产能情况	合作客户
小规模特色工厂	疯想文化	2020	旗下品牌有“一块小宇宙”，主要产品为立体成型的冻干咖啡	-	线上零售
	立兴食品	1993	冻干咖啡粉、冷萃咖啡液	冷萃冻干 730 吨	奈雪、旺旺、伊利
	佰澳达生物	2000	冷萃冻干咖啡粉、冷萃咖啡浓缩液	-	-

资料来源：佳禾招股书、FoodTalks、各公司官网、开源证券研究所

佳禾是少有具备咖啡全品类供应能力的国内厂商。公司 2015 年开拓咖啡业务，定位咖啡全产业链解决方案提供商，引进全套德国先进自动化生产设备和技 术，目前公司已具备烘焙咖啡豆、研磨粉、冷萃咖啡液、咖啡浓缩液、速溶咖啡、冻干咖啡、咖啡液体胶囊等全品类咖啡产品供给能力，各类产品已向瑞幸、奈雪、来 摩斯、Seesaw、MStand 等下游连锁品牌客户小批量供货，具备行业成长红利期的先 发优势。

图47：引进德国大型先进咖啡生产设备，具备咖啡一体化生产能力



资料来源：金猫咖啡公众号、开源证券研究所

4、植物基：健康消费新风尚，把握燕麦奶战略机遇

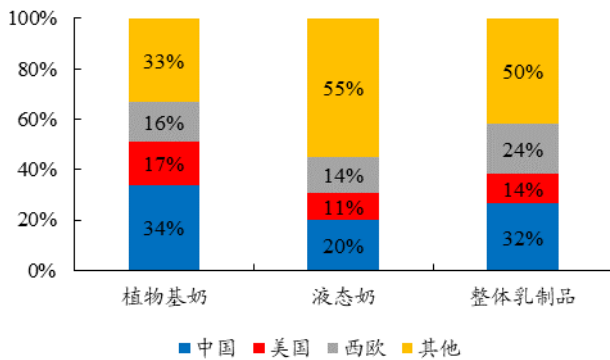
植物基饮品是将植物蛋白作为替代蛋白的新型饮品，包括大豆、大米、坚果、谷物、种子和椰子饮料。其中燕麦奶定位和口感偏向于牛奶替代物，从营养成分来看，具备零乳糖、高纤维、低脂肪低胆固醇等优点。燕麦的卖点是“无乳糖”，对乳糖不耐受的人群有优势，艾瑞咨询数据显示 2021 年中国乳糖不耐受患者占比为 22.4%，疑似乳糖不耐受患者比例为 25.0%。其中，乳糖不耐受患者中男性比例为 44.3%，女性比例为 55.7%。另外燕麦奶含有膳食纤维，相对于牛奶有独特优势。

表8: 燕麦奶具有无乳糖、低脂、低胆固醇等优势

成分/每 100 克	燕麦奶	牛奶
能量/kcal	48	61
蛋白质/g	0.8	3.27
脂肪/g	2.75	3.2
碳水化合物/g	5.1	4.63
膳食纤维/g	0.75	0
钙/mg	148	123
胆固醇/g	0	12
乳糖	0	4.81

数据来源:美国农业部、开源证券研究所

饮食健康理念深入人心，燕麦奶零乳糖特征可吸引众多潜在消费者。根据艾媒咨询测算，2020 年中国是全球最大的植物基奶市场，市场规模占比达 34%，燕麦奶作为首要的植物基奶品类，未来市场空间广阔。2025 年中国燕麦奶市场规模有望突破至 209.8 亿元，2020-2025CAGR 达 64.34%。

图48: 全球植物基奶中国市场占比达 34%


数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

图49: 中国燕麦奶市场规模(亿元) 2020-2025CAGR 为 64.34%


数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

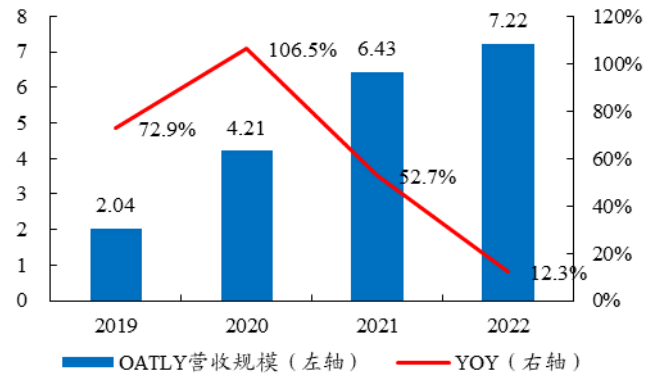
中国市场 OATLY 成功复制欧美模式，引发资本涌入新赛道。2018 年 OATLY 进入中国后通过与精品咖啡店合作，提供燕麦奶焕新服务，OATLY 品牌完成了咖啡赛道的植物基升级，同时向喜茶、书亦烧仙草等现制茶饮延申，持续打响知名度。累积品牌用户后，OATLY 开始发力电商渠道，抢占 C 端市场。2018 年 OATLY 上市后燕麦奶业务成长迅速，2022Q1-Q3 营收规模达 5.27 亿美元，同比增长 22.01%。

图50：燕麦奶通过混搭咖啡、茶饮打响知名度



资料来源：OATLY 天猫旗舰店

图51：OATLY 营收稳健增长（亿美元）



数据来源：OATLY 公告、开源证券研究所

与粮科院深度合作，植物基品类持续丰富。佳禾早在 2014 年即推出新鲜椰浆产品，依托自主攻关酶解、浓缩技术，公司率先上市冷冻燕麦浆，为燕麦奶行业市场发展提供更天然、优质原料。持续推进和国家粮科院在燕麦奶与植物奶方面的开发和成果产业化合作，公司立足 B 端资源，通过晶花、金猫等自主品牌向下游连锁茶饮客户推介“燕麦浆”和“燕麦粉”产品，同时向 C 端消费者推出“非常麦”。目前公司植物基业务仍处于起步阶段，2022Q1-Q3 实现收入 0.69 亿元，同比增长 82%。

图52：“非常麦”燕麦奶面向 C 端



资料来源：公司公告

图53：燕麦粉、椰浆等产品面向 B 端



资料来源：公司公告

5、竞争优势：产研一体聚焦服务，筑深公司护城河

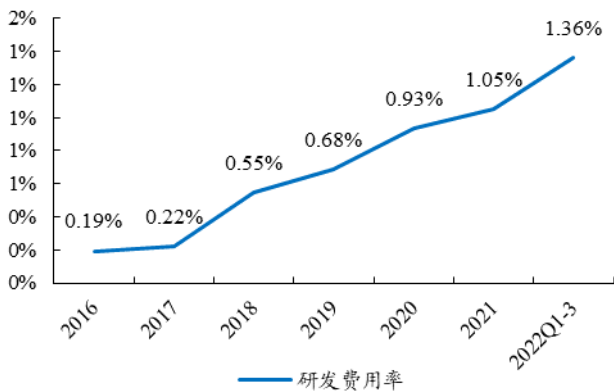
5.1、研发端：顺应趋势创新不辍，产品结构持续优化

持续加码研发投入，技术产业化成果行业领先。公司重视产品研发和技术创新，时刻把握下游需求变化站稳技术高地，研发费用率逐年提升至 1.36%。

(1) 粉末油脂领域：截至 2022 年 6 月 30 日，公司累计获得 61 个专利权，其中包含 8 个发明专利，2021 年公司申报的《食品工业专用油脂升级制造关键技术及产业化》项目荣获“2020 年度国家科学技术进步奖二等奖”。公司参与起草 QB/T 4791 轻工行业标准《植脂末》、粮食行业标准《粉末油脂》（待发布实施）、团体标准《植物

基奶油》等多项标准。

图54：研发费用率稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

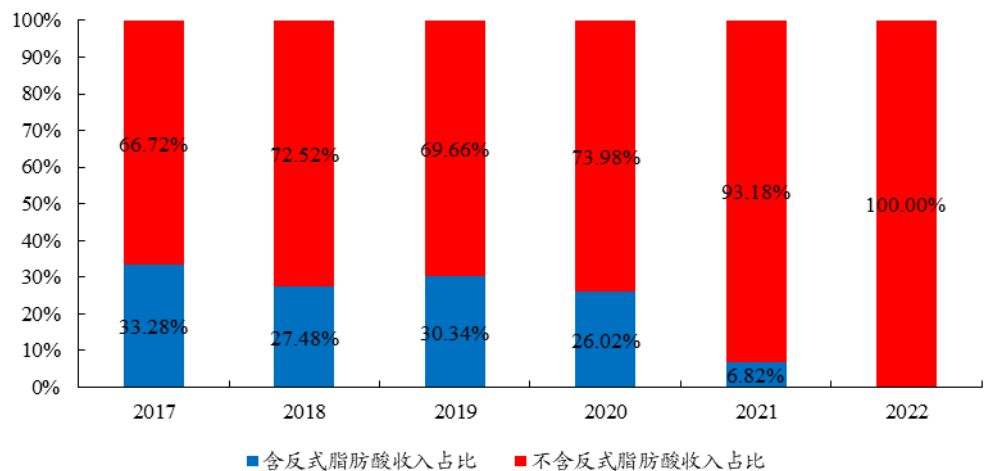
图55：粉末油脂研发项目获国家科学技术进步二等奖



资料来源：公司官网

推进植脂末产品结构优化和品类扩张并举。一方面 SKU 体系不断完善，“中碳链脂肪酸粉末油脂”、“零糖植脂末”、“冷溶植脂末”及“耐酸植脂末”满足各类消费场景的功能性植脂末产品接续实现产业化，自主研发的发泡粉末油脂也进入量产阶段，可满足客户差异化需求。另一方面积极响应食品安全舆论，并于 2020 年 7 月联合江南大学成立健康粉末油脂（国际）联合创新中心，充分对接高校科技与人才资源，聚焦于健康的植脂末及其衍生产品的开发。公司于 2020 年跟进实施“零反脂”植脂末替代计划，2022 年“零反脂”三年计划如期完成。

图56：公司 2022 年内全面升级为零反脂产品

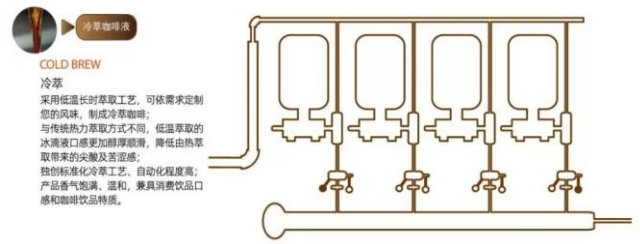


数据来源：佳禾招股书、公司公告、开源证券研究所

(2) 咖啡领域：聚焦研发成果产业化，精准卡位精品咖啡赛道。金猫咖啡独立运作以来一直致力于产品和技术创新，通过积极开展校企合作，推进研发成果持续转化，在冷萃咖啡产业化、脱咖啡因技术、咖啡保香技术等领域取得较大的技术突破，共申报专利 43 项、授权专利 25 项，在专业期刊发表学术论文 4 篇。公司采用自研的冷萃冰滴咖啡技术，实现冷萃咖啡液的连续性量产，以解决客户的需求痛点该项技术为国内首创。

图57：咖啡相关技术研发成果深厚

图58：国内首创冷萃冰滴咖啡技术



资料来源：金猫咖啡公众号

资料来源：金猫咖啡公众号

5.2、高定制：专项研发+柔性生产，提供一站式定制服务

公司现阶段客户以连锁餐饮品牌为主。2018年前公司客户集中于统一、香飘飘等食品加工企业和 L and Z Pte Ltd 等东南亚速溶咖啡生产商，受益于国内现制茶饮市场成长机遇，公司把握趋势与蜜雪冰城、古茗、CoCo 都可、沪上阿姨等国内头部连锁品牌建立稳定合作，并持续挖掘具备成长潜力的中小型连锁品牌，至 2022Q3 连锁类餐饮客户收入占比达 60.5%。

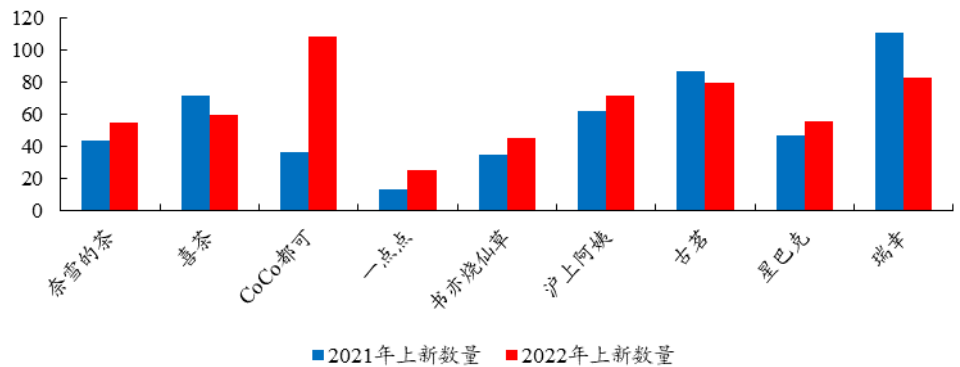
表9：2020 前三季度公司前五大客户中四家为连锁茶饮品牌

排名	2017		2020Q1-Q3		2021	
	客户名称	收入占比	客户名称	收入占比	客户名称	收入占比
1	统一企业（中国）投资有限公司	10.34%	河南大咖食品有限公司（蜜雪冰城）	7.29%	河南大咖食品有限公司（蜜雪冰城）	10.66%
2	香飘飘食品股份有限公司	8.15%	浙江古茗科技有限公司（古茗）	5.94%	-	7.92%
3	L and Z Pte Ltd	7.07%	上海肇亿商贸有限公司（CoCo）	5.49%	-	6.62%
4	上海肇亿商贸有限公司（CoCo）	5.6%	L and Z Pte Ltd	5.31%	-	5.03%
5	PT.TORABIKA EKA SEMESTA	4.54%	上海臻黔贸易商行（沪上阿姨）	4.88%	-	4.34%

资料来源：佳禾招股书、公司公告、开源证券研究所

茶饮/咖啡品牌差异化竞争，高频上新成常态，对供应商的快速反应能力有较高要求。（1）茶饮/咖啡产品形态丰富，多数品牌均有差异化的核心产品，植脂末和咖啡原料类型、风味及形态均需供应商定制特供。（2）中端茶饮市场品牌林立竞争激烈，同质化趋势下消费者对品牌忠诚度低，高频上新成为品牌核心竞争力。咖门《2023 年中国饮品行业产品报告》显示，2022 年 27 个综合性茶饮品牌共上新 1434 款新品，其中 CoCo、沪上阿姨、甜啦啦等中低端茶饮品牌以及星巴克、瑞幸等连锁咖啡品牌上新较快。同时茶饮上新通常具有季节性，菜单 SKU 更换较快，对供应商的快速反应能力有较高要求。

图59：咖啡/茶饮高频上新成常态



数据来源：咖门、开源证券研究所

公司具备全流程新产品开发设计能力，可快速响应客户的定制化需求。首先公司设有专门团队进行市场信息收集，团队的市场敏感度高，紧抓下游市场最新需求趋势；其次凭借多年的研发优势，通过建立专门的粉末油脂/咖啡实验室，数字化检测、测评风味曲线最终指导生产；再次针对大客户定制化需求，公司研发团队通过一对一专员对接，加强研发层面互动交流，结合客户产品定位和生产需求提供贯穿产品策划、配方设计、工艺研发、标准生产、冷链供应全流程的一体化服务，提升大客户粘性，截止 2022H1 门店数量超过 1000 家的连锁类客户数量已超过 10 个。针对中小型客户，公司依托植脂末+配套小料+咖啡产品的标准化产品矩阵为中小客户提供咨询服务，可零成本复制成熟产品方案。

图60：强定制化能力提升大客户粘性



资料来源：佳禾招股书、开源证券研究所

图61：新潮茶咖产品一站式解决方案



资料来源：晶花淘宝旗舰店、开源证券研究所

柔性生产模式提升稳定供应保障能力。随着下游食品消费的多元化、精细化发展，过去以食品生产商主导的消费品供应模式已开始向终端消费者需求驱动的生产模式进行转变，近年来粉末油脂、咖啡等食品配料生产逐步呈现出“多批次、小批量、多品种、多规格”的发展趋势。公司通过数字化车间系统改造，推行精益化生产模式，在关键工艺和产品间的快速换型上执行标准化作业，实现了不同品种产品生产的快速切换，满足客户在品种、数量、质量及供货时间上全方位的要求，2021年公司总计拥有 1600 余家客户，在交易产品数量达 1800 个。

6、把握边际：前期承压因素逐步释放，业绩有望重回增长通道

6.1、需求：终端消费强势复苏，库存去化完成新订单预计提速

奶茶/咖啡终端消费强势复苏，核心客户拓店加速。2022年末疫情防疫硬约束解除催化线下消费场景快速修复，强复苏预期叠加四季度是传统出货旺季，下游客户提前为备货，我们预计2022Q4公司收入实现同比小幅增长。随着现制茶饮/咖啡门店经营进一步好转，餐饮连锁品牌2023年门店扩张信心得到有效提振。根据窄门餐眼监测，公司客户主要核心连锁品牌客户2023年一季度拓店均重回快车道，站在当前时点看，我们预计2023Q1主要客户去库存陆续完成后，公司植脂末/咖啡新签订单有望明显提速。

表10：2023年一季度公司餐饮连锁品牌客户稳步拓店

赛道	品牌	门店数	新开门店				未来开店计划
			2022年12月	2023年1月	2023年2月	2023年3月	
茶饮	蜜雪冰城	23966	273	133	116	263	
	古茗	6980	86	47	102	111	2023年门店数新增3000家
	茶百道	6594	204	116	109	79	
	沪上阿姨鲜果茶	5963	198	111	118	308	2023年门店数新增3000家
	CoCo都可	4589	25	14	33	16	
	益禾堂	4438	30	25	28	27	
咖啡	瑞幸	9112	145	420	66	485	2023年门店数达10000家
	幸运咖	2169	266	87	110	139	
	Manner	687	28	50	22	24	2023年门店数达1000家
	M stand	303	21	17	2	7	

数据来源：窄门餐眼、开源证券研究所

6.2、产能：募投项目平稳落地，产能释放突破成长瓶颈

持续推进募投项目建成投产，植脂末产能完全释放。公司作为国内植脂末供应商龙头，植脂末业务曾受产能制约，2017-2021年产能利用率和产销率长期接近饱和，募投项目“年产12万吨植脂末生产基地”于2022H1建设完工，正式投产后预计植脂末总产能可达25.5万吨，公司中短期产能充足，新增产能为老客户供应增长和新客户开拓提供保障。

表11：2021年前公司植脂末产能长期接近饱和

产品	项目	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年
植脂末	产能(吨)	195000	-	136400	135000	156000
	产量(吨)	171643	142881	148918	138231	122879
	销量(吨)	168403	140,359	144347	135208	122278
	产能利用率	88.02%	-	109.18%	102.39%	78.77%

产销率	98.11%	98.23%	99.15%	99.32%	100.87%
-----	--------	--------	--------	--------	---------

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：2020年产能数据未披露）

咖啡业务产能充足，逐步导入下游咖啡品牌后成长可期。咖啡业务仍处于起步阶段，烘焙咖啡豆、冷萃咖啡液、冻干咖啡等主力产品正向连锁咖啡品牌小批量供应，目前产能利用率整体较低，产线固定开支拖累咖啡业务利润水平，待客户合作关系稳固，充裕产能可支撑长期成长。

表12：全面推进植脂末、咖啡、植物基扩产增效

产品大类	产品小类	募投项目	投产情况	已投入产能
粉末油脂	植脂末	年产12万吨植脂末生产基地建设项目	已投产	25.5万吨
咖啡	速溶咖啡	-	-	7200吨
	冷萃咖啡液	-	-	6000吨
	冻干咖啡	年产2160吨冻干咖啡项目	2022H2 释放部分产能	>70吨
	烘焙咖啡豆	-	-	20000吨
植物基及创新产品	燕麦奶及其他植脂乳化产品	年产15000万吨调制乳粉、年产十二万吨植脂乳化制品项目	2022H2 释放部分产能	燕麦奶40000吨

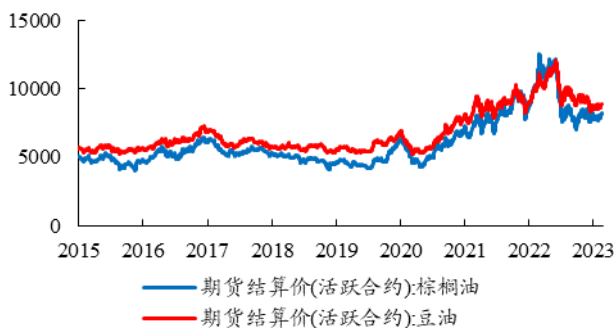
数据来源：公司公告、开源证券研究所

6.3、成本：部分原材料价格下行，利润弹性释放在即

我们认为公司未来盈利能力有望逐步修复，原因有以下三点：

(1) 短期看，核心业务粉末油脂主要原材料价格进入下行通道。植脂末油脂类原材料占比接近四成，随着国际供应链改善，除乳粉外，棕榈油、豆油等原材料油脂期货结算价已回归2020年初水平，整体处于局部低谷。短订单周期经营下，公司将适时建仓逐步加大原材料安全库存，锁定低成本原材料供给，以保障更高毛利率。

图62：棕榈油、豆油期货结算价稳步回落（人民币元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：玉米淀粉期货结算价稳步回落（人民币元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 中期看，新业务起量规模化效应摊薄产线刚性支出。冻干咖啡等高附加值产品新产能释放后加速起量，产品结构不断向高毛利产品靠拢，有望拉升整体盈利水

平。同时咖啡、植物基小体量业务新客户订单取得积极进展，产能利用率提升进一步摊薄产线固定成本。

(3) 长期看，客户结构优化进一步增厚利润。针对议价能力较强头部客户，公司通过价格谈判保证毛利率合理水平，同时推进下沉市场渠道持续扩容，挖掘高毛利的中小型优质品牌以优化订单来源，提升产品利润空间。

7、盈利预测与投资建议

7.1、关键假设

收入端：公司是国内卓越的现制饮品配料及植物基饮品供应商，粉末油脂、咖啡、植物基三大业务全品类布局完善，看好公司现金牛业务粉末油脂克服成本和需求扰动，回归稳健增长通道，咖啡产品新客户开发、植物基 C 端市场上量陆续取得积极进展，注入公司成长新动能。综合来看，我们预计 2022-2024 年公司实现总营收 25.16/31.62/38.99 亿元，同比+4.9%/+25.7%/+23.3%，分业务关键假设如下：

(1) **粉末油脂：**公司是国内较早进入植脂末产品领域的企业，多年精耕细作龙头地位稳固，B 端客户资源丰富同时核心客户粘性高。公司将持续深化核心客户合作，同步推进渠道下沉，积极拓展中小型客户和海外客户，进一步提升市占率。随 12 万吨新产能落地突破产能瓶颈，受益于下游现制茶饮市场需求回补粉末油脂业务有望重启增长，我们预计 2022-2024 年公司粉末油脂业务营收增速分别为 -4.34%/+28.75%/+13.30%。

(2) **咖啡：**目前公司已向瑞幸、连咖啡、M stand 等连锁咖啡品牌小批量供货冻干咖啡、冷萃咖啡液等产品。伴随未来下游客户持续拓宽，预计公司咖啡业务将维持高增长，2022-2024 年增速分别为+115%/+92.5%/+87.01%。

(3) **植物基：**业务主要分为 B 端用椰浆、燕麦粉和 C 端消费的燕麦奶，预计伴随业务产品进一步完善，B 端植物基产品将稳健增长；受益于人们的绿色健康意识正逐步增强，长期来看燕麦奶业务增量可期。我们预计 2022-2024 年增速为+68.11%/+28.75%/+23.60%。

(4) **其他产品和其他业务：**其他产品包括糖浆、奶油、布丁等配套产品，随植脂末、咖啡产品供应规模起量，糖浆及创新产品将逐步向客户导入，假设 2022-2024 年营收增速为+12%/+10%/+9%。其他业务主要为乳粉等材料直接销售，我们预计该业务营收整体维持稳定，我们预计 2022-2024 年增速分别为+2.1%/+2.1%/+2.1%。

毛利率假设：公司核心产品主要受上游原材料价格影响。当前粉末油脂处于原材料下行周期，同时考虑公司开拓利润空间较高的中小型客户取得积极进展，毛利率有望恢复至 2020 年水平。咖啡、植物基业务目前体量较小，随产品稳步放量进一步摊薄产线固定成本开支，我们预计未来 2 年公司整体毛利率将保持回升态势。

盈利假设：公司整体控费能力较强，我们预计公司将持续加大研发费用投入，增强产品竞争力，同时销售/管理费用维持于合理水平。长期来看，随着公司粉末油脂、咖啡、植物基三大业务放量同时规模效应逐步显现，我们看好公司盈利能力阶段承压后稳步修复。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.17/2.37/3.74 亿元，同比-22.4%/+102.2%/+58%，对应净利率 4.7%/7.5%/9.6%。

表13：2022-2024 年公司营业总营收增速分别为 4.9%/25.7%/23.3%

单位：万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	183,645	187,437	239,949	251,600	316,160	389,868
YOY	15.1%	2.1%	28.0%	4.9%	25.7%	23.3%
毛利率	29.3%	24.5%	13.6%	12.1%	16.0%	18.2%
粉末油脂收入	149,702	147,979	185,664	177,600	228,660	259,072
YOY	9.7%	-1.2%	25.5%	-4.3%	28.7%	13.3%
毛利率	32.8%	28.3%	15.2%	13.0%	21.0%	23.0%
收入占比	81.5%	78.9%	77.4%	70.6%	72.3%	66.5%
咖啡收入	5,949	4,372	10,227	22,000	42,350	79,200
YOY	-35.1%	-26.5%	133.9%	115%	92.5%	87.0%
毛利率	-10.6%	-13.5%	2.9%	10.0%	18.0%	20.0%
收入占比	3.2%	2.3%	4.3%	8.7%	13.4%	20.3%
植物基收入		2,887	7,138	12,000	15,450	19,096
YOY			147.3%	68.11%	28.75%	23.60%
毛利率		30.7%	15.9%	8.0%	15.0%	20.0%
收入占比		1.5%	3.0%	4.8%	4.9%	4.9%
其他产品收入		16,430	24,183	27,000	29,700	32,500
YOY			47.2%	11.6%	10.0%	9.4%
毛利率		19.9%	4.5%	8.0%	13.0%	18.0%
收入占比		8.8%	10.1%	10.7%	9.4%	8.3%
其他业务收入	11,798	15,770	12,736	13,000	13,270	13,550
YOY	1433.4%	33.7%	-19.2%	2.1%	2.1%	2.1%
毛利率	11.0%	2.7%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
收入占比	6.4%	8.4%	5.3%	5.2%	4.2%	3.5%
归母净利润	27,154	21,589	15,072	11,702	23,656	37,368
YOY	108.6%	-20.5%	-30.2%	-22.4%	102.2%	58.0%
净利率	14.8%	11.5%	6.3%	4.7%	7.5%	9.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

7.2、可比公司估值

佳禾食品是国内植脂末领域供应商龙头，依托成熟的研产销一体化模式，研发、产能、渠道优势稳固；咖啡/植物基领域公司布局全面且具备先发优势，产能释放后有助于公司抓住行业景气度提升机遇，进一步抢占市场份额。站在当前时点，我们认为前期业绩压制因素已渐次释放，伴随业务加速放量公司利润有望稳步抬升。鉴于公司为国内领先的食物配料供应商，引用国内规模较大的食品加工企业为可比公司，2023-2024 年可比公司的对应 PE 为 35.1/24.5 倍。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润分别为 1.17/2.37/3.74 亿元，对应 EPS 为 0.29/0.59/0.93 元，当前股价对应 PE 为 63.2/31.3/19.8 倍。考虑到公司作为食物配料行业领先企业，多因素催化业绩弹性可期，给予“买入”评级。

表14：佳禾食品 2023-2024 年 PE 指标低于行业平均水平

代码	公司名称	4月25日	EPS			PE			评级
		收盘价	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300915.SZ	海融科技	37.88	1.0	1.9	2.6	40.3	20.0	14.4	未评级
605339.SH	南侨食品	22.20	0.4	0.9	1.2	60.7	25.7	19.2	未评级
300973.SZ	立高食品	93.80	0.9	1.6	2.4	99.8	59.7	39.9	增持
	平均		0.8	1.5	2.1	66.9	35.1	24.5	
605300.SH	佳禾食品	18.50	0.29	0.59	0.93	63.2	31.3	19.8	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期，立高食品、佳禾食品盈利预测来自开源证券研究所）

8、风险提示

咖啡业务进展不及预期，原材料价格波动，食品安全问题

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1171	1598	1694	1986	2224
现金	301	341	541	450	752
应收票据及应收账款	203	243	225	363	362
其他应收款	4	6	5	8	7
预付账款	39	54	44	80	73
存货	249	364	289	495	439
其他流动资产	374	590	590	590	590
非流动资产	687	850	827	922	1039
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	533	628	612	704	817
无形资产	59	57	60	64	68
其他非流动资产	95	165	154	153	154
资产总计	1857	2448	2521	2908	3263
流动负债	428	453	457	620	616
短期借款	0	0	0	31	0
应付票据及应付账款	304	340	347	478	504
其他流动负债	124	114	111	112	112
非流动负债	24	39	39	39	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	39	39	39	39
负债合计	453	492	497	660	656
少数股东权益	0	1	1	1	1
股本	360	400	400	400	400
资本公积	434	795	795	795	795
留存收益	612	763	870	1083	1410
归属母公司股东权益	1405	1954	2023	2248	2607
负债和股东权益	1857	2448	2521	2908	3263

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	183	100	238	18	513
净利润	216	150	117	236	374
折旧摊销	47	67	54	61	75
财务费用	8	-1	-30	-12	-12
投资损失	0	-0	1	-3	-1
营运资金变动	-94	-136	108	-254	88
其他经营现金流	6	20	-12	-11	-11
投资活动现金流	-162	-437	-17	-141	-177
资本支出	178	227	31	157	191
长期投资	25	-249	0	0	0
其他投资现金流	-8	39	14	16	15
筹资活动现金流	38	402	-21	0	-3
短期借款	0	0	0	31	-31
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	0	361	0	0	0
其他筹资现金流	38	1	-21	-30	28
现金净增加额	52	61	200	-122	334

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1874	2399	2516	3162	3899
营业成本	1416	2073	2211	2656	3163
营业税金及附加	9	9	10	13	16
营业费用	109	46	78	79	90
管理费用	53	69	86	92	109
研发费用	17	25	33	44	58
财务费用	8	-1	-30	-12	-12
资产减值损失	-2	-7	-2	1	2
其他收益	18	13	13	13	14
公允价值变动收益	12	15	13	13	14
投资净收益	0	0	-1	3	1
资产处置收益	-0	1	2	0	1
营业利润	288	195	154	316	498
营业外收入	0	1	3	2	2
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	287	194	156	315	498
所得税	71	44	39	79	125
净利润	216	150	117	236	374
少数股东损益	0	-0	-0	-0	0
归属母公司净利润	216	151	117	237	374
EBITDA	325	251	208	375	571
EPS(元)	0.54	0.38	0.29	0.59	0.93

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	2.1	28.0	4.9	25.7	23.3
营业利润(%)	-20.9	-32.2	-20.9	104.3	57.9
归属于母公司净利润(%)	-20.5	-30.2	-22.4	102.2	58.0
获利能力					
毛利率(%)	24.5	13.6	12.1	16.0	18.9
净利率(%)	11.5	6.3	4.7	7.5	9.6
ROE(%)	15.4	7.7	5.8	10.5	14.3
ROIC(%)	14.9	7.3	5.7	10.3	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	20.1	19.7	22.7	20.1
净负债比率(%)	-21.3	-17.2	-26.7	-18.6	-28.8
流动比率	2.7	3.5	3.7	3.2	3.6
速动比率	2.0	2.5	2.9	2.2	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	9.5	10.8	10.8	10.8	10.8
应付账款周转率	5.4	7.1	7.1	7.1	7.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.38	0.29	0.59	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.25	0.60	0.05	1.28
每股净资产(最新摊薄)	3.51	4.89	5.06	5.62	6.52
估值比率					
P/E	34.3	49.1	63.2	31.3	19.8
P/B	5.3	3.8	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	20.8	26.0	30.3	17.2	10.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn