

佳禾食品 (605300)

掘金植脂末，咖啡第二成长曲线逐显

买入 (首次)

2023年06月28日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

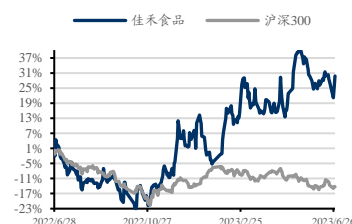
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,428	3,158	4,018	5,008
同比	1%	30%	27%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	115	267	364	486
同比	-23%	132%	36%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.29	0.67	0.91	1.21
P/E (现价&最新股本摊薄)	71.38	30.80	22.63	16.96

关键词: #产能扩张 #业绩超预期

投资要点

- **植脂末龙头供应商，咖啡、植物基注入新动能。**公司主要从事植脂末、咖啡及其他固体饮料等产品研发生产和销售业务。23Q1 归母净利润0.63 亿元，同比+267%，管理层经验丰富，员工利益高度绑定。
- **植脂末：市场需求趋于多样化，龙头优势凸显。**1) 2020 年全球植脂末市场规模 59.42 亿美元，2020 年我国植脂末市场规模约 68 亿元，2015-2020 年 CAGR=8.4%，国内企业凭借精准服务、生产规模、品牌效应有较为粘性客户基础，其中佳禾食品 2018 年市占率约 14%。2) **公司优势：客户端品牌口碑建立，产品体系丰富。**公司当前品牌效应和口碑已确立，茶饮大客户长期合作；截至 2022 年植脂末产能 25.5 万吨/年，在国内企业中扩产规模最大。3) **盈利提升方向：**公司全面停售反脂产品，持续推动产品健康化；持续推进研发，加快客户转型，提高小 B、工业客户和海外客户占比，降低大客户依赖。随着公司规模扩大，产能利用率持续提升&原材料价格下行，进一步推动盈利能力。
- **咖啡：东风已至，咖啡发展进入快车道。**1) 2020 年全球咖啡市场规模超千亿美元，预计 2022-2027 年 CAGR 保持 7%稳定增长。2021 年中国咖啡市场规模 1547 亿元，2022 年将增长至近 1700 亿元。目前速溶容量最大，现磨占比持续提升。咖啡门店竞争持续激烈，截至 23 年 4 月咖啡门店数量 105328 家。2) **公司优势：全品类供应能力，产能持续适配。**公司参与全产业链生产开发，以统速溶粉+冻干粉为主。持续投入研发。拥有 7200 吨速溶咖啡生产线和全套精品咖啡生产链、2160 吨冻干咖啡项目，今年 5 月份公告将定增扩建咖啡豆产线，明年预计可使用。
- **C 端销售：单独成立 C 端业务条线，产品品牌慢慢孵化。**1) 2019 年全球燕麦奶市场规模超 2.5 亿美元，预计 2020-2026 年 CAGR 将超 10.2%；我国燕麦奶 2019 年约 7 亿元，预计到 2025 年增长至 210 亿元，2020-2025 年 CAGR=64%。品牌梯队正在形成，有较大上升空间。2) 公司目前拥有 C 端咖啡品牌“金猫咖啡”、燕麦奶品牌“非常麦”，23 年单独成立 C 端业务线，新负责人在快消品经验丰富，接手后计划分工精细化、渠道扩张，有望持续推动该业务增长。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司处于植脂末客户稳定、咖啡客户持续增加、产能持续提升阶段，盈利能力将趋于稳定，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.67、3.64、4.86 亿元，同比+132%、36%、33%，给予 2024 年 PE 为 35 倍，目标价 32 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**咖啡业务下游大客户扩张速度不及预期、上游原材料波动加剧、食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.59
一年最低/最高价	11.67/22.98
市净率(倍)	3.95
流通 A 股市值(百万元)	1,185.49
总市值(百万元)	8,236.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.21
资产负债率(% ,LF)	34.02
总股本(百万股)	400.01
流通 A 股(百万股)	57.58

相关研究

内容目录

1. 植脂末龙头供应商，咖啡、植物基注入新动能	5
1.1. 发展历程：深耕植脂末二十载，第二成长曲线渐显	5
1.2. 营收拆分：植脂末占比超 70%，加速开拓咖啡、植物基业务	5
1.3. 股权结构清晰明晰，员工共享发展红利	7
2. 植脂末：市场需求趋于多样化，龙头优势凸显	8
2.1. 植脂末下游需求多样化，行业空间广阔	8
2.2. 需求恢复推动基本盘夯实，产能扩张铸就领军实力	14
2.2.1. 公司优势：客户端品牌口碑建立，产品体系丰富	15
2.2.2. 盈利提升：跟随需求多样化变化，产能配合持续放量	16
3. 行业东风已至，咖啡发展驶入快车道	18
3.1. 国内外市场空间广阔，咖啡业务下游竞争愈发激烈	18
3.2. 公司优势：佳禾具备全品类供应能力，产能持续适配中	23
4. C 端销售：单独成立 C 端业务条线，产品品牌慢慢孵化	27
5. 盈利预测与评级	28
6. 风险提示	30

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 2016-2023Q1 营收及同比增速	5
图 3: 2016-2023Q1 归母净利润及同比增速	5
图 4: 公司分产品收入占比 (%)	6
图 5: 公司分产品毛利率情况.....	6
图 6: “非常麦”燕麦奶面向 C 端	7
图 7: 燕麦粉、椰浆等产品面向 B 端	7
图 8: 分渠道营收占比情况.....	7
图 9: 分地区营收占比情况.....	7
图 10: 股权结构清楚明晰.....	8
图 11: 居民人均可支配收入.....	9
图 12: 中国植脂末市场规模及同比增速.....	9
图 13: 中国植脂末消费规模及预测.....	10
图 14: 全球植脂末市场规模及预测.....	10
图 15: 玉米淀粉(元/吨)	10
图 16: 乳粉价格 (美元/吨)	10
图 17: 棕榈油价格(元/吨)	11
图 18: 豆油价格 (元/吨)	11
图 19: 2020 年 1-9 月公司分产品结构收入占比	12
图 20: 中国茶饮行业融资情况.....	12
图 21: 中国新式茶饮市场规模及预测.....	13
图 22: 2020 年中国现制茶饮行业市场份额 (销售额口径)	13
图 23: 中国茶饮品牌人均消费价位占比分布.....	13
图 24: 中国各线城市茶饮门店数占比分布.....	13
图 25: 2020 年新式茶饮行业集中度 (按品牌)	13
图 26: 2022 年新式茶饮行业集中度 (按门店数量)	13
图 27: 代表茶饮品牌月均开店情况.....	14
图 28: 2023 年全国各线城市每万人茶饮门店数.....	14
图 29: 2022 年中国与全球部分市场咖啡消费量对比.....	14
图 30: 2019 年烘焙食品消费量对比.....	14
图 31: 植脂末业务营业收入 (亿元)	15
图 32: 植脂末销量及 yoy.....	15
图 33: 佳禾植脂末销售单价及 yoy.....	16
图 34: 植脂末业务成本分布 (亿元)	16
图 35: 公司植脂末研发情况.....	16
图 36: 全球咖啡市场规模.....	18
图 37: 2022 年分地区/国家咖啡市场规模占比	18
图 38: 中国咖啡市场时间线.....	19
图 39: 中国咖啡行业市场规模.....	20
图 40: 2020 年各国/地区人均咖啡消费量对比	20
图 41: 2020 年分地区/国家不同咖啡种类占比	20
图 42: 中国咖啡行业各赛道市场份额占比.....	20

图 43:	2022 年部分地区/国家人均咖啡饮用杯数	21
图 44:	2022 年国内咖啡消费月均金额	21
图 45:	2022 年中国咖啡消费者的消费频率	21
图 46:	2023 不同线级城市咖啡门店增长情况	21
图 47:	中国现磨咖啡连锁品牌现有门店数量	22
图 48:	2020 年即饮咖啡企业市场份额（按销量）	22
图 49:	2023 年咖啡行业投融资事件	22
图 50:	佳禾涉及的咖啡产业链情况	23
图 51:	咖啡业务营业收入和毛利（亿元）	23
图 52:	公司营业收入拆分	23
图 53:	佳禾咖啡产品收入及 yoy（亿元）	24
图 54:	佳禾咖啡产品销量及 yoy	24
图 55:	佳禾咖啡产品吨价及 yoy	25
图 56:	佳禾研发费用及增长率	25
图 57:	公司推出燕麦奶产品	27
图 58:	公司金猫咖啡产品	27
图 59:	国内燕麦奶行业规模及 yoy	28
图 60:	2021 年中国乳糖不耐受患者人数及比例	28
表 1:	主要管理层情况	8
表 2:	植脂末各成分及功能	9
表 3:	国内植脂末生产企业情况	11
表 4:	植脂末与牛奶成本对比	12
表 5:	公司前五大客户	15
表 6:	公司零反式脂肪酸行动计划	17
表 7:	境外销售前五名客户	17
表 8:	公司植脂末项目产能及其利用率	18
表 9:	咖啡产业链情况	18
表 10:	咖啡分类及预计市场规模	19
表 11:	2023 年现磨咖啡品牌扩张计划	22
表 12:	国内主要咖啡豆供应商的烘焙能力	24
表 13:	公司咖啡产品系列	26
表 14:	截至 2021 年末咖啡业务产能（吨）	26
表 15:	公司盈利预测	29
表 16:	可比公司估值表	30

1. 植脂末龙头供应商，咖啡、植物基注入新动能

1.1. 发展历程：深耕植脂末二十载，第二成长曲线渐显

植脂末业务立身，积极打造咖啡业务成长曲线。2001年成立于江苏吴江，20年来公司深耕于以植脂末为核心的食品原料及配料的研发、生产和销售，发展历程可大致分为三个阶段：**(1) 植脂末业务做根基，成就领先。**2008年公司粉末油脂系列产品产能规模就位居亚洲前列，2010年销售额首次突破10亿元大关。**(2) 打造新成长曲线，拓展业务。**2015年公司引进德国全套先进设备，建造年产千吨级咖啡粉工厂，逐步拓展咖啡、植物基及其他固体饮料产品业务；2017年公司实现冷萃咖啡工业化。**(3) 聚焦核心业务增长，加速扩产。**2021年公司上市，植脂末业务在国内外奶茶咖啡原料链条上已确立较为领先市场地位。公司当前聚焦于现有核心业务增长，积极建设“年产12万吨植脂末生产基地建设项目”和“年产冻干咖啡2160吨项目”，为长期发展奠基。

图1：公司发展历程



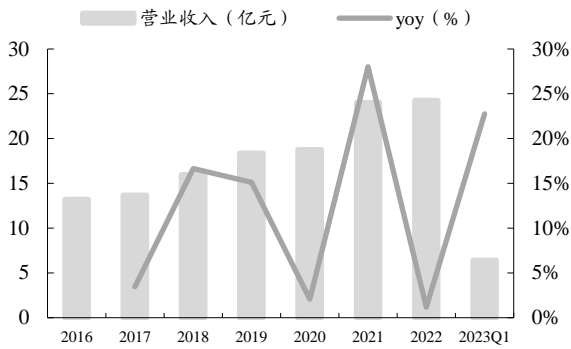
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.2. 营收拆分：植脂末占比超70%，加速开拓咖啡、植物基业务

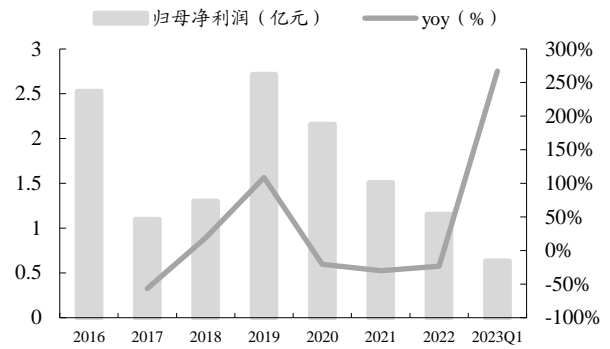
疫后业绩逐步恢复，利润端成本改善明显。2016-2022年公司营收从13.22亿元增至24.28亿元（CAGR=10.66%），其中2022年受外部影响使得下游客户需求受到冲击增加成本端原材料价格上涨，整体收入利润承压；Q4后消费场景和需求逐步恢复，原材料价格逐步回落推动收入利润明显改善（22Q4营收/归母净利润8/0.6亿元，同比+24%/+37%），23Q1高增趋势延续。

图2：2016-2023Q1 营收及同比增速

图3：2016-2023Q1 归母净利润及同比增速



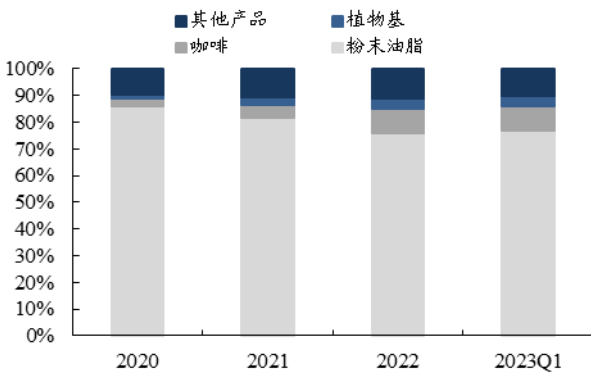
数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

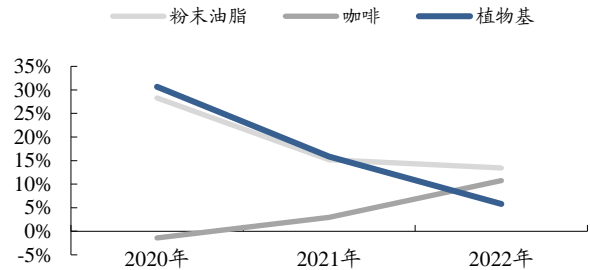
分业务看，1) 植脂末为核心产品，多年来龙头地位稳固。2023Q1 粉末油脂业务营收 4.82 亿元，同比+27.12%，占总营收比重 75%+。2) 咖啡业务打造新增长曲线，快速放量贡献业绩弹性。公司咖啡产品适配下游需求，目前已形成全工艺流程产品线。公司充分发挥供应链优势、主营业务间协同优势，2022 年公司咖啡业务营收 2.13 亿元，同比+108.84%，23Q1 营收同比+64.5%。3) 植物基品类持续丰富，产品逐步升级。其他植物基产品包括燕麦粉、椰浆等 B 端产品和主打 C 端市场等“非常麦”燕麦奶。2023Q1 营收 0.88 亿元，同比+23.41%，实现让生活更添健康和美味。

图4: 公司分产品收入占比 (%)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图5: 公司分产品毛利率情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图6：“非常麦”燕麦奶面向 C 端



数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

图7：燕麦粉、椰浆等产品面向 B 端

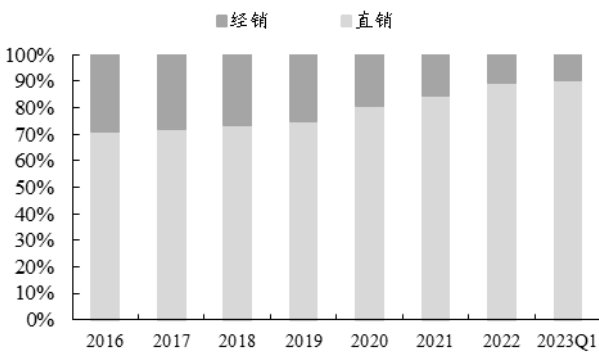


数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

分渠道来看，直销为主、经销为辅，深度绑定 B 端大客户。公司凭借在 B 端的长期渠道资源和优势，以需求出发扩大研发，进一步提升 B 端的“晶花”粉末油脂、咖啡、“佳芝味”糖浆、“卡丽玛”椰浆及浓醇牛乳等创新食品等产品竞争力，直销客户目前已涵盖奶茶、咖啡、烘焙等下游行业及多家知名食品企业。同时公司顺势推出面向 C 端渠道产品快速扩张渠道。

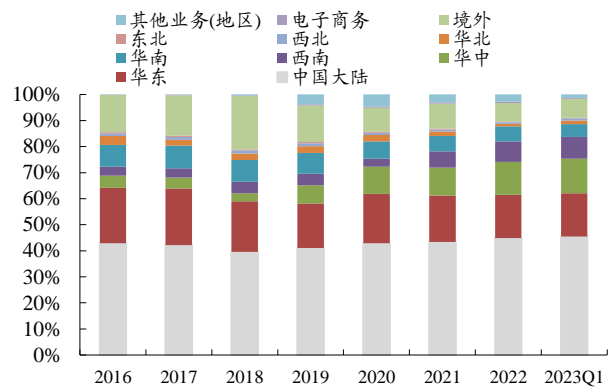
分地区来看，国内为基本盘，稳步开拓东南亚。公司结合自身地理区位及经营策略，建立了以华东、华南等消费集聚地为核心，全面覆盖华北、西南、华中、东北、西北等七大区域的销售布局；同时公司组建国际销售团队，并形成了以新加坡为中心，辐射马来西亚、印度尼西亚等东南亚市场的销售布局，境外成为未来公司重要销售方向之一。

图8：分渠道营收占比情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图9：分地区营收占比情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.3. 股权结构清晰明晰，员工共享发展红利

家族式企业股权结构集中稳定，管理层经验丰富。公司董事长柳新荣夫妇合计持有 77.54% 股份，为实际控制人。此外，宁波和理为员工持股平台，激励对象为 36 名公司

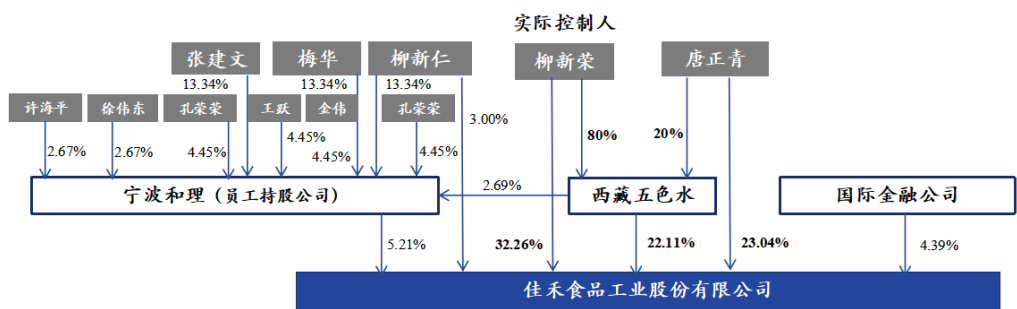
主要管理人员，实现公司股东及员工与公司利益高度绑定。公司管理层大多在公司任职多年，工作经验丰富。

表1: 主要管理层情况

姓名	职位	主要经历
柳新荣	董事长、总经理	50岁，高级经济师，历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5月起创办佳禾食品；现任本公司董事长兼总经理、西藏五色水董事、美利佳食品执行董事兼总经理、玛克食品总经理、晶茂国际董事、南通佳之味执行董事兼总经理、金猫咖啡执行董事兼总经理、上海佳禾科技执行董事、蔻歌食品执行董事。
柳新仁	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2月起就职于佳禾食品，历任采购经理、采购总监、监事；现任本公司董事、副总经理、董事会秘书，上海蓝蛙执行董事，晶茂国际董事，上海佳津执行董事兼总经理，上海植匠执行董事，苏州轻点餐饮有限公司执行董事兼经理。
张建文	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；苏州南门商业大厦职员；苏州佳格食品有限公司品管研发部、采购部、行政部主任；2002年3月起就职于佳禾食品，曾任副总经理。现任本公司董事、副总经理，中国饮料工业协会固体饮料分会和新零售饮品分会副会长。
尉安宁	独立董事	60岁，博士研究生学历，曾任烟台张裕葡萄酒股份有限公司董事；大成食品（亚洲）有限公司董事会主席；佳禾食品独立董事；良品铺子股份有限公司独立董事。
周月军	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。
王伊宁	财务总监	46岁，硕士研究生学历，中国注册会计师，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。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所（截止2023年1季报）

图10: 股权结构清晰明晰



数据来源：公司公告、Wind、东吴证券研究所（截至2023年1季报）

2. 植脂末：市场需求趋于多样化，龙头优势凸显

2.1. 植脂末下游需求多样化，行业空间广阔

植脂末是以葡萄糖浆、食用植物油、乳粉为主要原料，通过微胶囊化、喷雾干燥等技术工艺制成的粉末型食品配料。由于其能改善食品内部结构、增香提味并且提升食品口感，植脂末不仅被用作奶茶、咖啡制品和速溶麦片等饮料的配料，还常用于蛋糕、饼干等烘焙食品。而随着食品配方以及生产工艺的持续创新改进，多种功能型植脂末也相继推出，粉末油脂产品拓展应用延申至保健、医疗等领域。

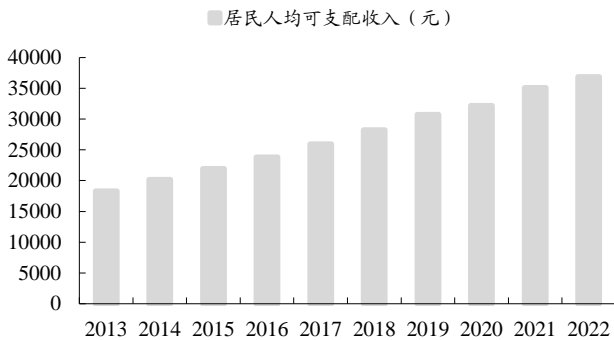
表2: 植脂末各成分及功能

产品成分	组分	作用
脂肪	/	提供能量，改善口感，调节粘度
蛋白质	/	提供营养价值，增强稳定性
糖	/	提供甜味和热量
乳化剂	蛋白质、酯类等	增强乳胶稳定性
稳定剂	胶体类等	提高蛋白质胶体溶解度，调节浓度
缓冲剂	磷酸盐、柠檬酸盐	提高蛋白质胶体溶解度
调色调味品	奶油香精、白脱香精	增香

数据来源：华经产业研究院、东吴证券研究所

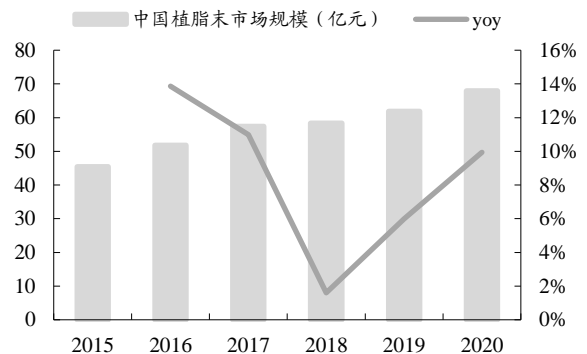
植脂末跟随下游需求而定，国内外均呈现稳健增长。根据欧睿数据显示，2020 年全球植脂末市场规模 59.42 亿美元（2017-2020 年 CAGR=4%），我国同期规模 67.97 亿元（CAGR=6%），全球市占率 15%左右。行业跟随下游需求而动，不太受进出口影响，2015-2020 年我国植脂末消费量从 47.24 万吨逐年增长至 64.43 万吨（CAGR=6.4%）。

图11: 居民人均可支配收入



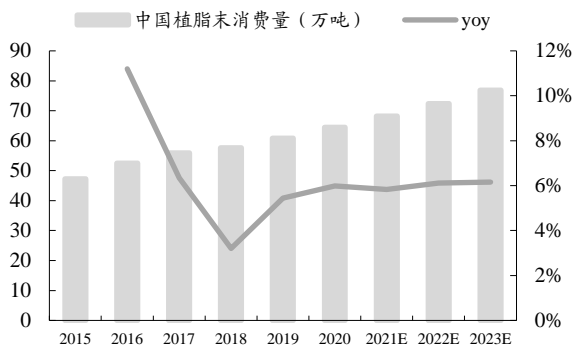
数据来源：同花顺 iFinD、东吴证券研究所

图12: 中国植脂末市场规模及同比增速



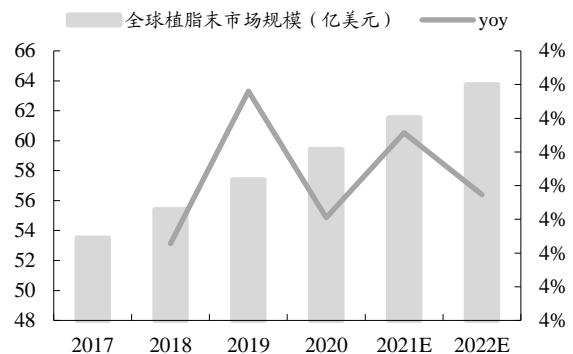
数据来源：华经产业研究院、东吴证券研究所

图13: 中国植脂末消费规模及预测



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

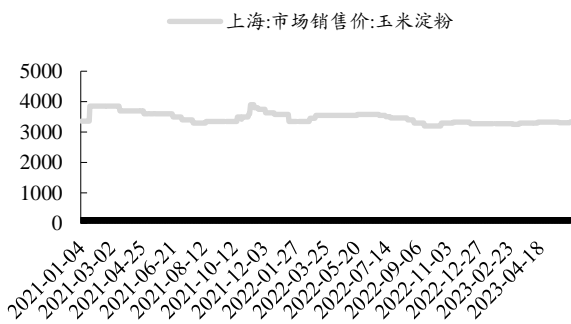
图14: 全球植脂末市场规模及预测



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

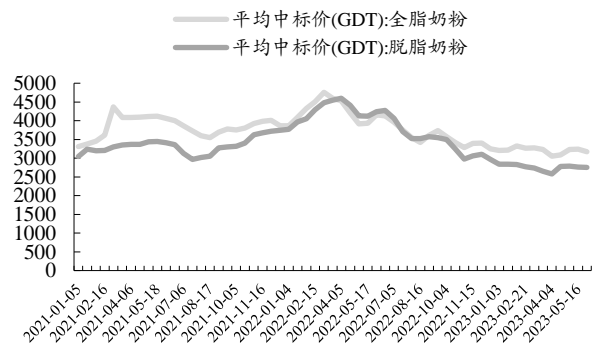
上游端: 植脂末原材料多为大宗商品, 价格变动是影响公司盈利的主要因素。植脂末主要原材料包括葡萄糖浆、食用植物油、乳粉等, 主要是谷物/油脂等大宗商品, 而大宗商品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求等较多因素影响, 作为植脂末生产企业产品销售价格无法进行及时调整, 因此会面临较大的原材料价格变动风险、同时, 由于不同公司使用的是特定的原材料, 较难在市场上找到直接期货品类进行套期保值。2020年1-9月公司原材料成本占主营成本比重70%+。其中玉米淀粉、食用植物油、乳粉等占比分别为13.03%、23.68%、30.25%, 对公司利润影响较大。

图15: 玉米淀粉(元/吨)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图16: 乳粉价格(美元/吨)

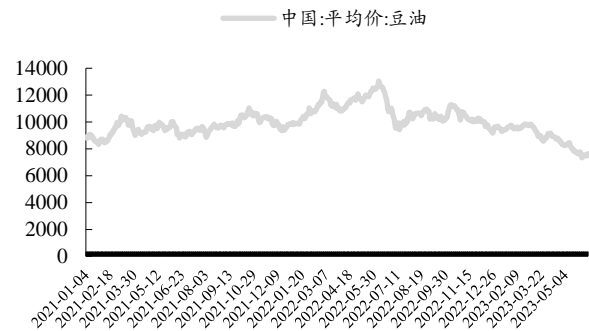


数据来源: Wind、东吴证券研究所

图17: 棕榈油价格(元/吨)



图18: 豆油价格 (元/吨)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

数据来源: wind、东吴证券研究所

中游端: 是少数进入时间长的优质企业的竞技场, 国内企业优势更显著, 产能效率和品牌粘性是重点。由于行业存在品牌效应、市场规模、客户基础、营销渠道等诸多壁垒, 本土企业凭借多年本土精准服务、生产规模、品牌效应拥有较为粘性的客户基础; 而国外植脂末生产商如雀巢、奇异鸟和超级集团等自建更多是用于保证自身植脂末需求。其中, 佳禾属于国内植脂末产量规模较大、唯一上市的企业, 2018年佳禾市占率为14%, 到2020年提升到20%左右。

表3: 国内植脂末生产企业情况

企业名称	成立时间	注册资本	主营业务	营收情况	专利情况
佳禾食品工业股份有限公司	2001年5月	40001万元	植脂末、咖啡、固体饮料	2022年营收24.28亿元, 净利润1.154亿元	2项实用新型专利、3项外观设计专利
无锡超科食品有限公司	2003年4月	4185万美元	植脂末	2016年营业收入6.43亿元, 净利润0.68亿元	4项发明专利
江苏皇室食品工业有限公司	2004年12月	4980万美元	咖啡、植脂末、麦片	2022年营收1499.04亿菲律宾比索, 净利润144.71亿菲律宾比索	无
凯美瑞食品(南通)有限公司	2014年2月	3442.8万欧元	乳制品、消费食品	2022年营收87.22亿欧元, 净利润6.07亿欧元	无
广东文辉生物科技有限公司	2001年4月	3000万元	植脂末	未披露财务信息	无
上海文辉食品工业有限公司	2009年2月	18000万元	植脂末	未披露财务信息	12项实用新型专利
诸城东晓生物科技有限公司	2004年12月	8000万元	玉米淀粉、食用葡萄糖、麦芽糖浆、麦芽糖醇、植脂末	未披露财务信息	17项发明专利、17项实用新型专利、4项外观设计专利
江西恒顶食品有限公司	2006年2月	10000万元	大米、五谷粗粮深加工、植脂末	未披露财务信息	3项发明专利、9项实用新型专利、1项外观设计专利

江西维尔宝食品生物有限公司	2001年12月	1280万元	植脂末	未披露财务信息	14项实用新型专利
山东天久实业集团有限公司	2006年7月	1200万元	植脂末、麦芽糖、果糖、淀粉糖	未披露财务信息	无
福建省邦领食品有限公司	2001年8月	1600万元	植脂末(咖啡、奶茶用)	未披露财务信息	无

数据来源：华经产业研究院、公司公告、东吴证券研究所

下游端：植脂末性价比优势凸显，仍为奶制品主要替代品。根据京东晶花旗舰店植脂末产品红晶花价格以及其提供的奶茶配方，一杯红糖奶茶所需植脂末 45g，成本约 1.03 元（22.8 元/1kg），植脂末占奶茶原材料成本比重约为 16%-25%。而若是按照 1: 1 的牛奶：茶水比例进行调制，则需要 180ml 的牛奶以达到相似口感。使用 14.8 元/1L 的雀巢全脂牛奶或是 29.8 元/950ml 的味全牛奶来计算，每杯奶茶所需的牛奶的成本为 2.66 元或 5.65 元。中低端奶茶主流价位集中在 10-15 元，对于成本的控制更加严苛，植脂末对比纯牛奶存在明显价格优势。

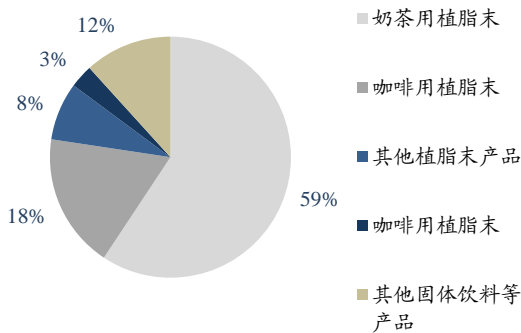
表4：植脂末与牛奶成本对比

原材料	用量	单价	单杯成本
晶花植脂末	45g	22.8 元/1kg	1.03 元
雀巢全脂牛奶	180ml	14.8 元/1L	2.66 元
味全牛奶	180ml	29.8 元/950ml	5.65 元

数据来源：京东旗舰店、东吴证券研究所测算

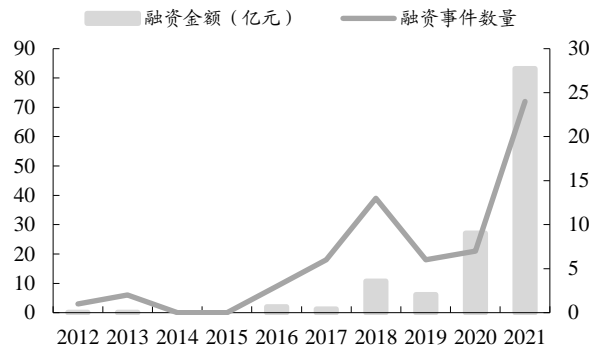
新式茶饮后来居上，植脂末乘势发展。茶饮市场成为植脂末最大增量来源行业之一，**1) 新式茶饮市场参与者众多，全国新茶饮数量约 48.6 万家，蜜雪冰城强势扩店，下沉市场仍有发力空间。**《2022 中国现制茶饮渠道消费者与行业趋势报告》显示截至 2021 年中国现制茶饮排名前十品牌总计营收 572.5 亿，约占 40% 市场份额；截至 2023 年 2 月 8 日，蜜雪冰城、古茗与书亦烧仙草分别以 23487、6705 以及 6608 家店的规模位列前三。**2) 中低价位带茶饮市场占比有所提升，2022 年人均消费 10-15 元的茶饮品牌数占比超 50%；**下沉市场竞争激烈，2022 年三线及以下城市茶饮门店数达 50.8%，均呈上升趋势。

图19：2020年1-9月公司分产品结构收入占比



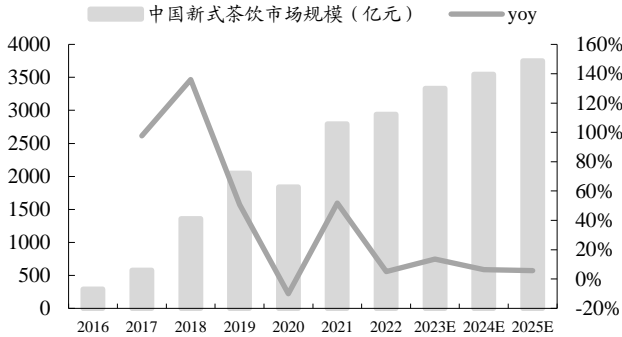
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图20：中国茶饮行业融资情况



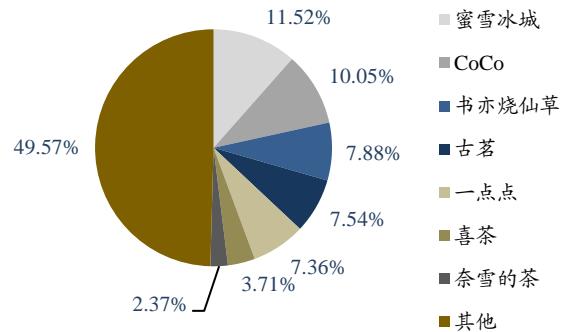
数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图21: 中国新式茶饮市场规模及预测



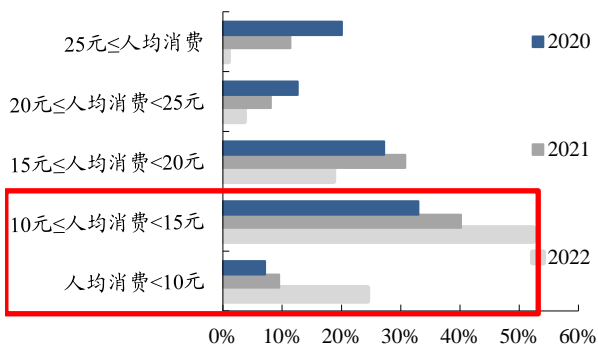
数据来源: 艾媒咨询、东吴证券研究所

图22: 2020年中国现制茶饮行业市场份额(销售额口径)



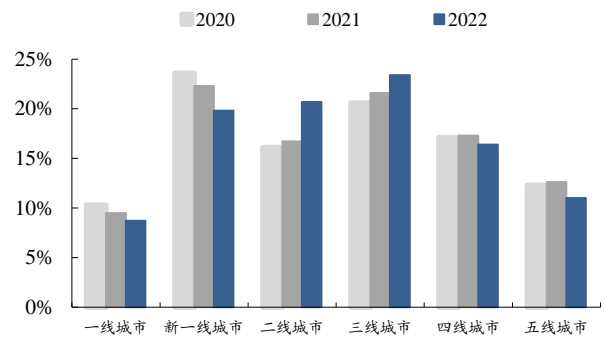
数据来源: 前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图23: 中国茶饮品牌人均消费价位占比分布



数据来源: 《中国茶饮品类发展报告 2023》、东吴证券研究所

图24: 中国各线城市茶饮门店数占比分布



数据来源: 《中国茶饮品类发展报告 2023》、东吴证券研究所

图25: 2020年新式茶饮行业集中度(按品牌)

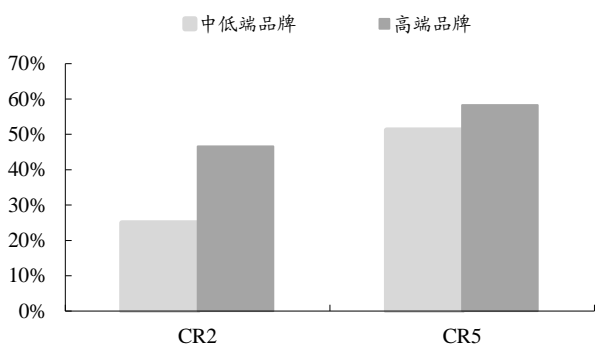
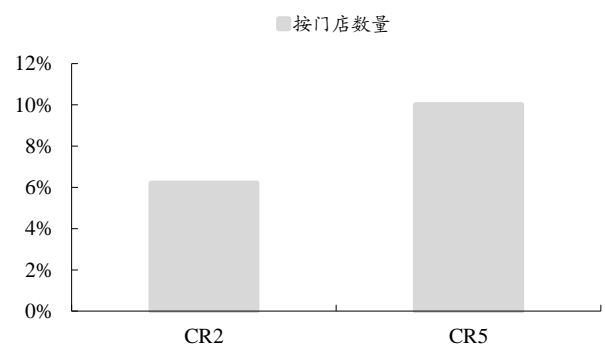


图26: 2022年新式茶饮行业集中度(按门店数量)

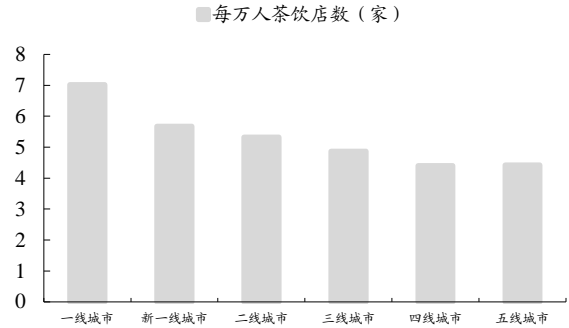
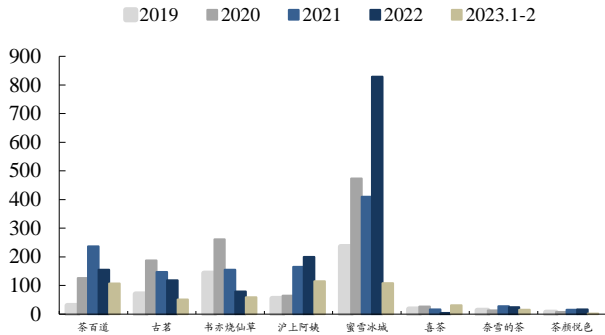


数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图27：代表茶饮品牌月均开店情况

图28：2023年全国各线城市城市的每万人茶饮门店数



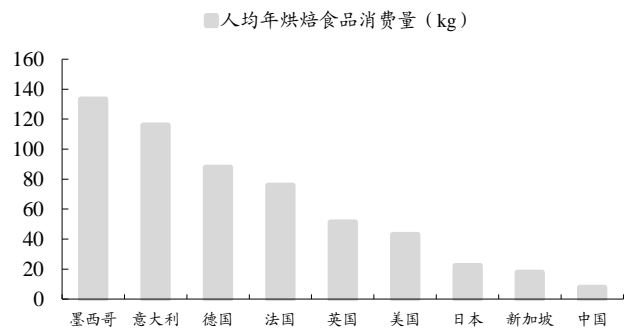
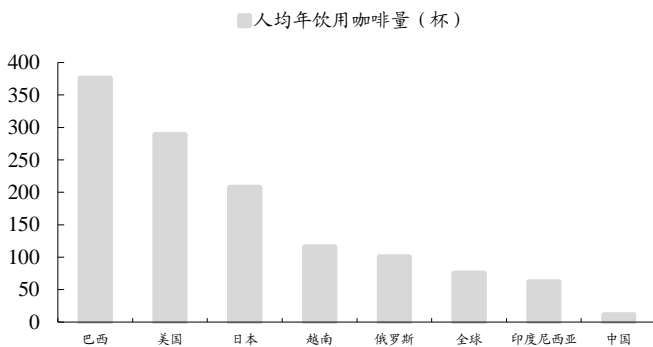
数据来源：窄门餐眼、东吴证券研究所

数据来源：《中国茶饮品类发展报告 2023》、东吴证券研究所

咖啡、烘焙行业未来增长空间巨大，植脂末需求将稳步上升。咖啡是植脂末应用时间最长的领域。中国咖啡市场仍处于较早时期，2022年中国人均咖啡消费量低于美日等地区，未来增长空间巨大。咖啡市场中三合一速溶咖啡中使用植脂末相对最多，白糖45-55%、咖啡粉不到10%、植脂末占速溶咖啡成本比重预计在30-40%；同速溶咖啡市场相似，2019年我国人均烘焙食品消费量远低于部分西方国家与日本，有较大的发展潜能，并且目前其市场规模正保持上升趋势，将带动烘焙用植脂末产品的市场需求持续提升。烘焙食品中以面包为例，原材料成本约占总成本比重约50%-60%左右，若简单将植脂末等同于油脂，我们预计植脂末在烘焙面包原材料成本占比约6%-7%。

图29：2022年中国与全球部分市场咖啡消费量对比

图30：2019年烘焙食品消费量对比



数据来源：欧睿、东吴证券研究所

数据来源：《2021年中国连锁餐饮行业报告》、东吴证券研究所

2.2. 需求恢复推动基本盘夯实，产能扩张铸就领军实力

2.2.1. 公司优势：客户端品牌口碑建立，产品体系丰富

品牌端：下游客户多家知名茶饮品牌，品牌口碑建立。公司是直销为主销售模式，与连锁饮料企业的关系紧密，近几年随着下游需求变化，客户结构略有变化：2017年前五大客户中主要是工业企业+"Coco"一家连锁茶饮企业；截至20年前三季度，前五大客户中有四家连锁茶饮企业，销售收入占比达到23.6%。目前公司下游客户包括"CoCo都可"、"蜜雪冰城"、"沪上阿姨"、"瑞幸"、"喜茶"、"奈雪の茶"等众多知名茶饮、餐饮品牌。

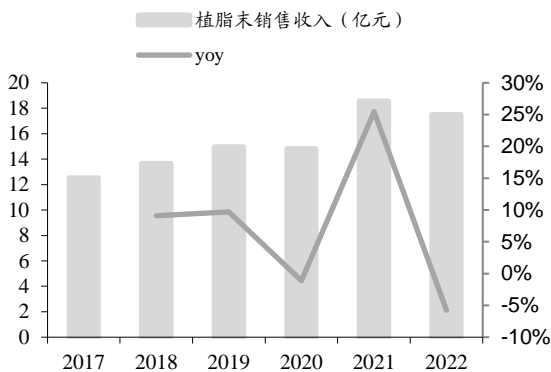
表5：公司前五大客户

2017年	旗下品牌	销售占比	2020年Q1-Q3	旗下品牌	销售占比
统一企业(中国)投资有限公司	统一	10.34%	河南大咖食品有限公司	蜜雪冰城	7.29%
香飘飘食品股份有限公司	香飘飘	8.15%	浙江古茗科技有限公司	古茗	5.94%
LandZPteLtd		7.07%	上海肇亿商贸有限公司	COCO	5.49%
上海肇亿商贸有限公司	Coco	5.60%	LandZPteLtd		5.31%
PT. TORABIKAEKAS EMESTA		4.54%	上海臻黔贸易商行	沪上阿姨	4.88%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

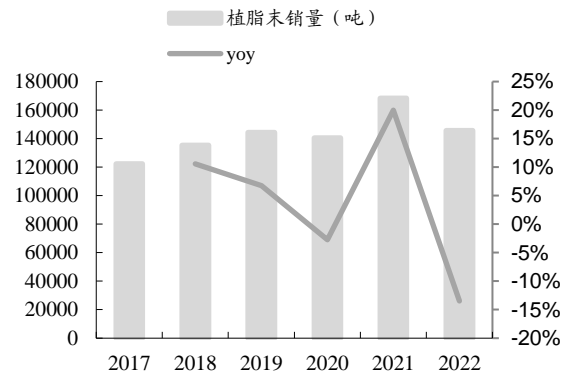
生产端：产能充足保驾护航，销售量价齐升。截至2022年公司有植脂末产能25.5万吨/年，在国内企业中扩产规模最大，为公司长期发展奠定了基础。从销售端来看，当前公司的产能利用率处于持续攀升的态势，产销率保持100%左右，公司植脂末产品销售单价近年来呈现稳定增长态势（2022年公司销量因需求下降而受损，公司给产品提价之后整体单价保持提升）。

图31：植脂末业务营业收入（亿元）



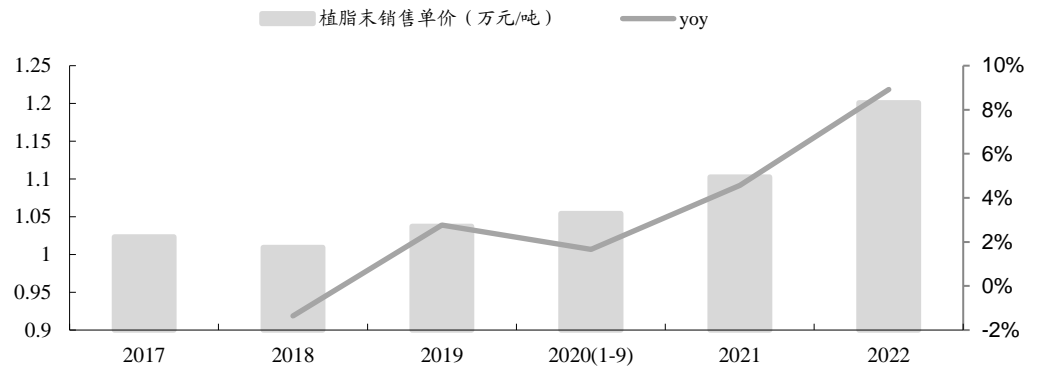
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：植脂末销量及yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

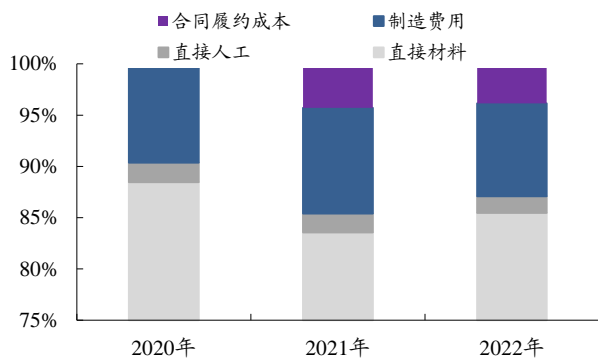
图33: 佳禾植脂末销售单价及 yoy



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

产品端: 部分锁价平滑成本变动, 持续研发丰富产品系列。公司 20 年建立专门调价机制, 新合同根据后期原材料趋势情况协商价格, 伴随 2021 年油脂价格增长, 公司采购策略转变为分季度、分批锁定的方式, 随着研发持续深入 (专利技术产品如冷溶植脂末、耐酸植脂末、零糖植脂末产品已量产) 和客户的持续合作, 公司对下游客户也有一定的议价权。

图34: 植脂末业务成本分布 (亿元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图35: 公司植脂末研发情况

公司植脂末研发成就	
1	参与起草《植脂末》、《粉末油脂》、《植物基奶油》等多项标准
2	“国家科学技术进步奖二等奖”
3	江苏省“专精特新”产品
4	健康粉末油脂 (国际) 联合创新中心
5	苏州市功能性粉末油脂工程技术研究中心

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.2.2. 盈利提升: 跟随需求多样化变化, 产能配合持续放量

此前市场对公司植脂末业务的担忧主要集中于以下几个方面: 1.植脂末产品所含的反式脂肪酸对人体健康的隐患。2.大客户自建供应链对公司带来的挑战。我们认为, 当前公司植脂末业务已成功实现成分转型、持续推动客户转型以应对潜在挑战, 具体来看:

产品转型: 全面停售反脂产品, 持续推动产品健康化。据中国连锁经营协会发布的新茶饮调查问卷, 当前消费者对奶茶的需求更多是口感与健康的平衡: 经典奶茶的丝滑感、奶盖的层次感和低糖低卡低脂的追求。2019 年, 公司推动《零反式脂肪酸行动计划》,

截至 2022 年 95.22% 的销售收入来源于零反脂产品，并已全面停售含反脂产品。未来公司将持续通过建立与健全标准体系，提升反式脂肪酸风险监测，继续工艺革新和加大健康营养食品研发等途径，努力为消费者带来更多“健康营养、美味、实惠”的产品。

表6: 公司零反式脂肪酸行动计划

步骤	具体规划及目标
第一步	2020 年 75% 的销售收入来源于零反脂产品
第二步	2021 年 90% 的销售收入来源于零反脂产品
第三步	2022 年 95% 的销售收入来源于零反脂产品，并于 2022 年末全面停售含反脂产品

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

客户转型：持续推进研发，加快客户转型。植脂末产业链后端布局难度较大，而公司深耕行业多年，主要优势在于供应链，为客户提供各类产品的解决方案，已占据先发优势。公司集中精力做大优势产品销量，发挥规模效应，并不断研发创新产品、拓展新品类。同时积极推动客户转型，一方面，公司计划持续提高经销商中小客户的比例，降低大客户依赖程度。另一方面，公司进一步发展海外业务，出口业务发展迅速、此外，公司不断开拓新的产品类别和销售渠道，在工业渠道、餐饮业和烘焙渠道进行拓展，分担大客户自建供应链所带来的风险。

表7: 境外销售前五名客户

2020 年排名	客户名称	所在地区	销售金额 (万元)	销售占比 (%)
1	L and Z Pte Ltd	缅甸	6,703.20	5.31
2	Golden key Co., Ltd	缅甸	3,414.45	2.70
3	GOLDEN CHEMICAL SDN.BHD	马来西亚、泰国	3,037.71	2.40
4	Future Enterprises PTE. LTD	新加坡	2,846.57	2.25
5	ELEGANCE INNOVA PTE LTD	新加坡、缅甸	1,545.04	1.22

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

产能利用率持续提升&原材料价格下行，进一步推动盈利能力。2021 年 7 月公司募投项目“年产 12 万吨植脂末生产基地建设项目”上市，规划总投资额为 36521.61 万元，预计实施周期为 18 个月，2022 年 1 月 11 日，该项目全面投产运行，2022 年产能利用率 56.33%，有较大的提升空间。此外如前述，公司原材料价格属于影响盈利较为主要的因素，全年原材料下行趋势明显。根据我们做的敏感性测算来看，原材料下行&产能利用率提升对于盈利能力的拉升作用较大。

表8: 公司植脂末项目产能及其利用率

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
产能(吨)	156000	135000	136400		195000	255000
产量(吨)	122879	138231	148918	142881	171643	143632
销量(吨)	122278	135208	144347	140359	168403	145714
产能利用率	78.77%	102.39%	109.18%		88.02%	56.33%

数据来源: 招股说明书、公司公告、东吴证券研究所

3. 行业东风已至, 咖啡发展驶入快车道

3.1. 国内外市场空间广阔, 咖啡业务下游竞争愈发激烈

咖啡是用经过烘焙磨粉的咖啡豆制作出来的饮品, 产业下游环节价值贡献较高。咖啡产品可分为现磨(毛利率较高)、速溶、即饮咖啡三类。从产业链看, 上游种植环节集中度偏低, 参与者主要由中小咖农、种植基地以及国外的高品质庄园, 价值贡献占整个产业链的 1%, 属于低利润区; 中游与上游情况相似; 下游流通环节包括批发和零售, 整体上集中度较高, 价值贡献占整个产业链的 93%, 属于高利润区。

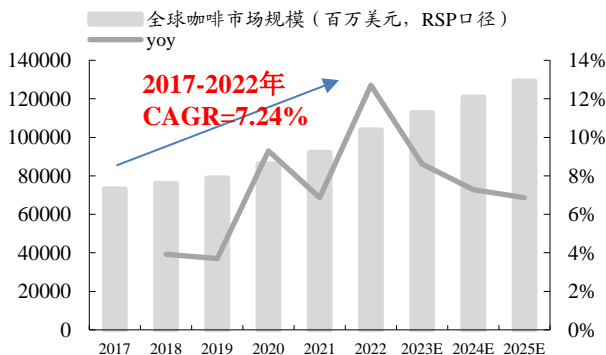
表9: 咖啡产业链情况

环节	产品类型	价值贡献占比
上游: 种植	咖啡生豆	1%
中游: 深加工	咖啡烘焙豆	6%
下游: 流通	咖啡饮品	93%

数据来源: 前瞻产业研究院、东吴证券研究所

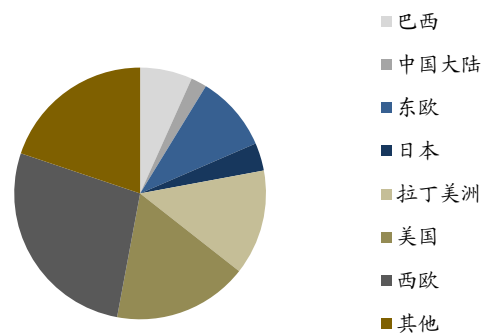
全球咖啡市场持续增长, 美欧日现磨咖啡占比大。根据 Euromonitor, 目前全球咖啡市场规模超千亿美元(零售口径), 2017-2022年 CAGR 为 7.24%, Euromonitor 预计 2022-2027年 CAGR 仍保持约 7%稳定增长, 其中欧美的咖啡市场规模最大。

图36: 全球咖啡市场规模



数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

图37: 2022年分地区/国家咖啡市场规模占比

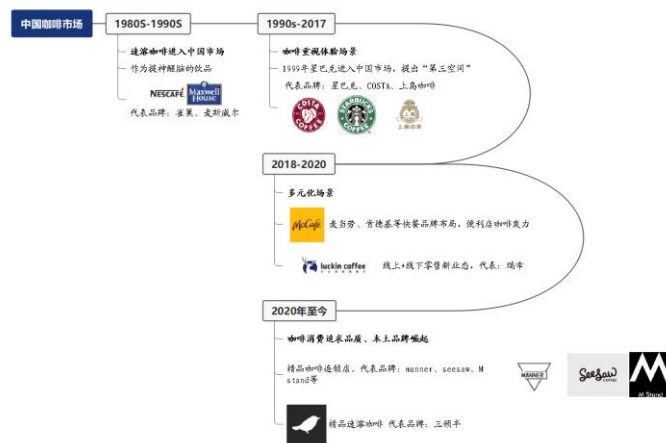


数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

全球视角看：全球咖啡产业经历从速溶→品牌连锁→精品咖啡的发展路径。第一次浪潮（1938-1970年），1938年，雀巢开发速溶咖啡，咖啡产业实现商品化和速食化。到1974年雀巢公司全球咖啡市场市占率达到30%。第二次浪潮（1971-2000年），以星巴克为代表的品牌连锁咖啡厅扩张，咖啡逐步更重视社交属性。第三次浪潮（2003-至今），人们开始对咖啡的产地、品种、采摘月份、处理方式和风味等赋予标签化介绍，精品化咖啡发展，产品本身成为消费者注重的核心要素。

反观国内市场，将咖啡浪潮集中于近三四十年，现磨/精品咖啡快速发展，竞争激烈。从20世纪80年代速溶咖啡进入中国市场，主打提神醒脑功效；再到1990s后，星巴克为代表的一众强调社交属性的连锁咖啡店兴起，但发展缓慢，到2018年左右咖啡市场呈现多元化场景，连锁咖啡、快餐连锁品牌、便利店均推出自营咖啡产品，而且近两年本土咖啡品牌迅速崛起，涌现出manner、seesaw、M stand等一系列国产品牌，主打精品咖啡连锁店，行业竞争日趋激烈。

图38：中国咖啡市场时间线



数据来源：公开信息整理、东吴证券研究所

国内咖啡赛道仍处于成长期，低渗透率。国内咖啡市场处于成长期，根据艾媒咨询，2021年中国咖啡行业市场规模1547亿元，2022年，我国咖啡市场规模将进一步增长至近1700亿元。人均饮用频次方面，仅一线城市与发达国家的相接近，而整体咖啡人均饮用杯数仅为9杯/年。我们认为当前国内咖啡市场处于成长期，除一线外渗透率仍然较低。同时从品类角度来看，因为国内主要饮用人群分布在一线城市（月均金额较高），对于现磨、精品咖啡的需求持续提升，现磨持续保持高增。

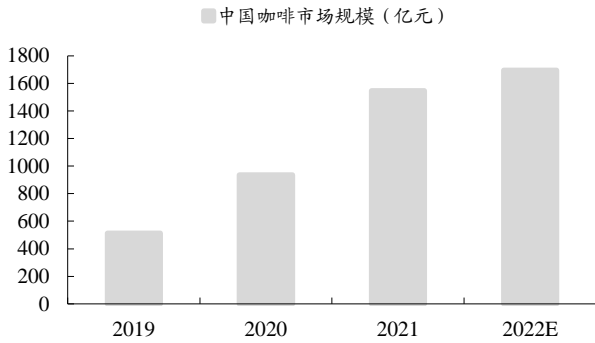
表10：咖啡分类及预计市场规模

分类	细分种类	代表品牌	2021年市场规模	毛利率	预计增速
现磨咖啡	咖啡豆	拉瓦萨、意大利、星巴克、UCC			
	挂耳咖啡	隅田川咖啡、意大利、三顿半	600亿元	50%-70%	20%-30%
速溶咖啡	咖啡胶囊				
	三合一速溶	麦斯威尔、三顿半、星巴克、	850亿元（冷萃和冻干	30%-50%	传统速溶

黑咖啡	雀巢等	粉预计 20-30 亿左右)	5%-10%
咖啡液			
即饮咖啡	雀巢、星巴克、UCC	95 亿元	70%-80%
咖啡饮料			10%-15%

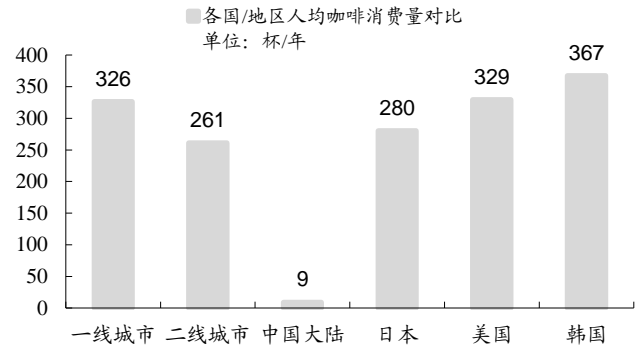
数据来源：观研天下、艾媒咨询、东吴证券研究所测算

图39：中国咖啡行业市场规模



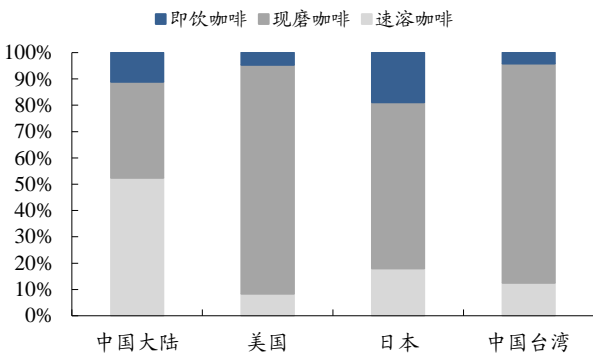
数据来源：艾媒咨询、东吴证券研究所

图40：2020年各国/地区人均咖啡消费量对比



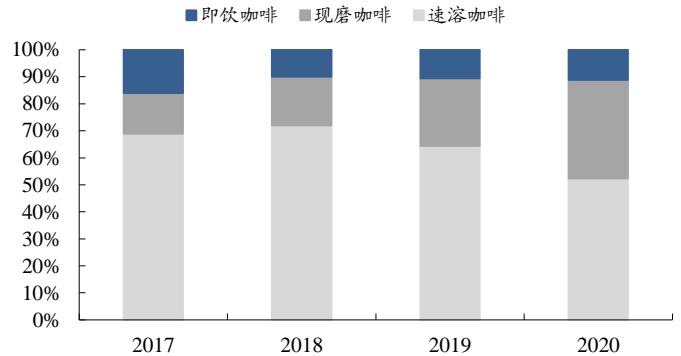
数据来源：德勤研究中心、东吴证券研究所

图41：2020年分地区/国家不同咖啡种类占比



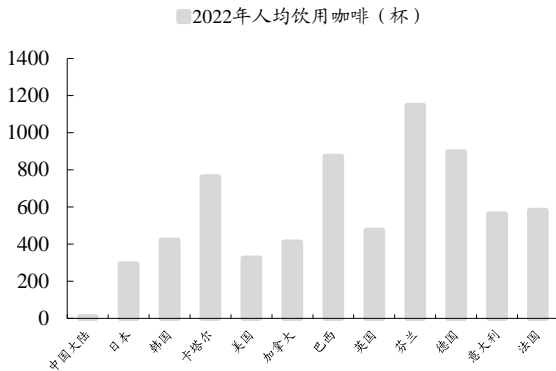
数据来源：艾瑞咨询、东吴证券研究所

图42：中国咖啡行业各赛道市场份额占比



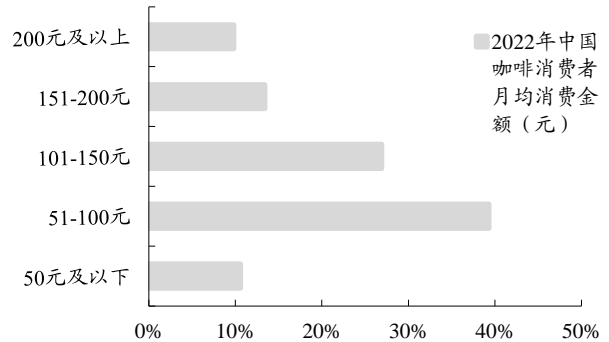
数据来源：艾瑞咨询、德勤研究、东吴证券研究所

图43: 2022年部分地区/国家人均咖啡饮用杯数



数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

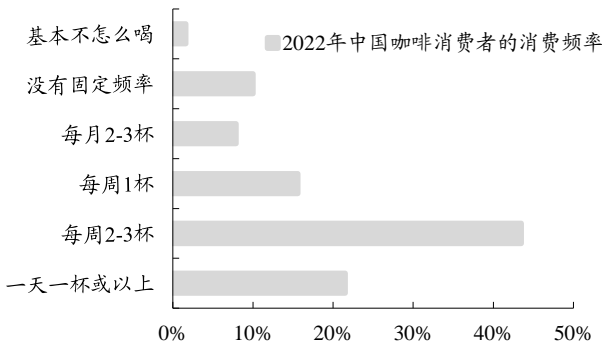
图44: 2022年国内咖啡消费月均金额



数据来源: 艾瑞咨询、东吴证券研究所

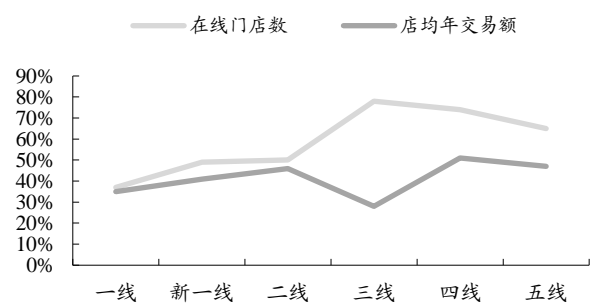
看未来，消费升级创造多样化需求，三四线城市成主要引擎。咖啡消费者的饮用场景呈现多方向分化，店面设计和消费者体验成为新的影响因素。除提神等基本功能外，休闲放松、社交聚会成为新兴的重要消费影响因素。随经济增长和消费升级，一二线城市的消费习惯辐射作用明显，据美团数据，三四线城市在线门店数量与店均年交易额同增，正成为咖啡市场增长主要引擎。

图45: 2022年中国咖啡消费者的消费频率



数据来源: 艾媒咨询、东吴证券研究所

图46: 2023不同线级城市咖啡门店增长情况

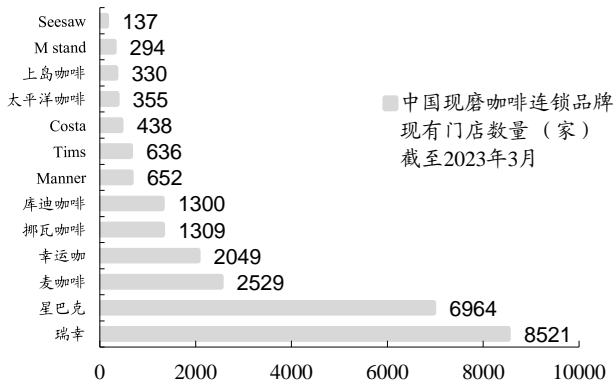


数据来源: 艾媒咨询、东吴证券研究所

现磨咖啡市场保持高增，竞争激烈，处于百舸争流阶段。近年来国内速溶咖啡品类整体增速缓慢，主要原因在于雀巢增速放缓（CAGR在4%左右），精品速溶咖啡近几年增速较高但占比仍较低。但现磨咖啡角度，保持高增且竞争激烈，截至2021年底，星巴克占据约35%的市场份额，瑞幸咖啡占据约6%的市场份额，2022年中国现磨咖啡连锁品牌共计733个，其中28个品牌的门店数量超过100家。截至2023年3月31日，中国咖啡市场有6家连锁品牌（如瑞幸咖啡、星巴克、幸运咖、库迪咖啡）突破1000家

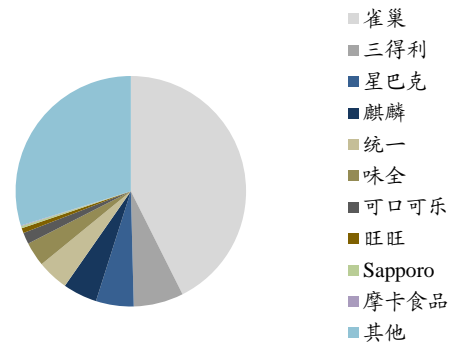
门店。此外咖啡赛道投融资热度延续，23Q1 咖啡行业投融资事件就至少有 17 起。

图47：中国现磨咖啡连锁品牌现有门店数量



数据来源：头豹研究中心、窄门餐眼、东吴证券研究所

图48：2020 年即饮咖啡企业市场份额（按销量）



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图49：2023 年咖啡行业投融资事件

公开日期	品牌名称	融资轮次	金额	投资机构	细分品类
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	1500w (美元)	Bit Origin	精品咖啡店
2023/2/8	巴哥埃	天使轮	1000w (人民币)	华为	共享奶茶室服务商
2023/2/13	雷力咖啡	A轮	3000w (人民币)	昕晟基金	连锁咖啡店
2023/2/13	AoTiger	天使轮	未披露	梅花创投	连锁咖啡店
2023/2/15	CEPHEI	战略融资	未披露	金沙江创投	功能性咖啡店
2023/2/25	小咖	B+	未披露	清控资管集团	智能咖啡运营服务商
2023/3/1	Au Café	战略融资	未披露	嘉州金控	咖啡品牌
2023/3/7	茶芝星	战略融资	1500w (人民币)	森信基金	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 (人民币)	星米资本	连锁咖啡店
2023/3/24	热茶科技	战略融资	未披露	云网联科技	咖啡茶饮零售服务商
2023/3/27	一口十一	天使轮	未披露	欧若拉投资	咖啡及面点烘焙品牌
2023/3/27	隅田川咖啡	C轮	未披露	沂景资本	咖啡品牌
2023/3/30	布鲁熊咖啡	天使轮	未披露	艺领基金	咖啡品牌
2023/4/15	HUSHANG沪上餐门	A轮	未披露	香港Aubac资本	茶咖啡供应链服务
2023/4/7	星茵咖啡	天使轮	200w (美元)	香港誉邦投资	咖啡品牌
2023/5/8	星茵咖啡	A轮	2500w (美元)	中天资本	咖啡品牌

数据来源：企查查、东吴证券研究所

表11：2023 年现磨咖啡品牌扩张计划

品牌	现有门店数量	拓店计划
----	--------	------

瑞幸咖啡	截至 2022 年四季度末，门店数为 8214 家	2023 年 1 月 30 日，瑞幸咖啡官宣开启“2023 年度首轮新零售合作伙伴招募计划”，此轮招募覆盖全国 15 省 80 个城市，新增钦州、佳木斯、松原、包头、通辽、攀枝花、西双版纳等 33 个城市。
星巴克	截至 2022 年四季度末，门店数为 6090 家	2022 年 9 月，星巴克中国发布 2025 战略愿景，计划至 2025 年，以平均每 9 小时开出一家门店的速度，新增开 3000 家门店，覆盖中国 300 个城市
麦咖啡	截至 2023 年 3 月末，门店数超过 2500 家	2022 年 8 月，麦咖啡重磅发布“奶铁系列”，蓄力更高速增长，预计 2023 年新增约 1000 家门店，其中大部分将位于三线城市
Tims 天好咖啡	截至 2023 年 3 月末，门店数超 600 家	Tims 天好中国 CEO 卢永臣接受采访时表示，计划到 2023 年底前开拓 1000 家门店，2026 年前开出 2750 家门店
库迪咖啡	截至 2023 年 3 月末，门店数约 1300 家	库迪咖啡计划 2023 年年底开拓 2500 家门店，2024 年发展到 6000 家，2025 年底门店数达 1 万家
COSTA COFFEE	截至 2023 年 3 月末，门店数超 400 家	COSTA COFFEE 中国计划到 2025 年，门店突破 1000 家

数据来源：头豹产业研究、东吴证券研究所

3.2. 公司优势：佳禾具备全品类供应能力，产能持续适配中

咖啡业务涉及全产业链，营收规模增长迅速。作为佳禾食品“三足鼎立”规划之一的咖啡业务自 2015 年布局后逐步发展，涉足咖啡的全产业链发展。目前正处于快速成长阶段，2021、2022 年销售额增长率连续突破 100%，2022 年营收突破两个亿，目前传统速溶粉+冻干粉整体占比 6 成左右，多品相一应俱全。

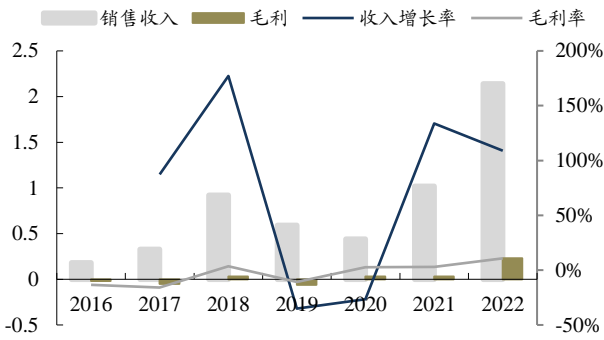
图 50：佳禾涉及的咖啡产业链情况



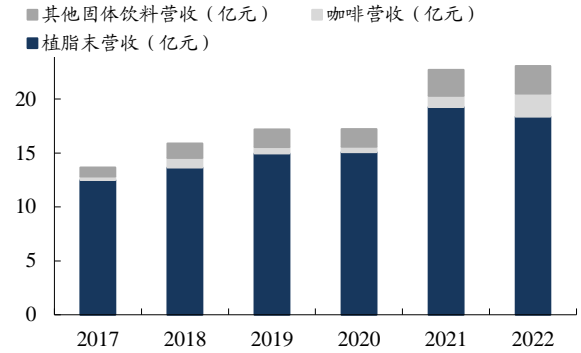
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 51：咖啡业务营业收入和毛利（亿元）

图 52：公司营业收入拆分



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

原料&产能&研发构筑竞争优势，客户持续稳固壁垒。从生产端来看，在咖啡原料领域，佳禾食品经过多年供应商积累已形成一定的行业竞争力和市场规模；目前国内产能达到千吨的工厂较少，而且投入技术方面依旧有壁垒，因此国内咖啡供应大部分还集中在一些头部企业，比如顺大、立宇、佳禾等，公司拥有自主研发的冷萃咖啡标准化产线和“低咖啡因速溶咖啡”、“冷萃咖啡”相关专利技术，工厂通过 UTZ 认证、HALAL 认证、FSSC22000 认证、雨林联盟 (RA) 认证。在终端消费领域，不同于雀巢/无锡超科采取自我配套模式，以标品为主；佳禾则由客户端切入，从研发端开始研发适配客户异质化需求的产品，拥有几百个 SKU，更为灵活，与下游瑞幸、连咖啡等客户联系紧密。

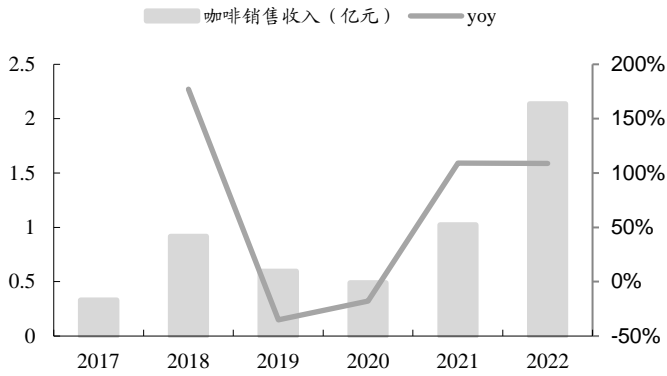
表12: 国内主要咖啡豆供应商的烘焙能力

公司	产能情况	主要合作
金猫咖啡	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、连咖啡等
主要生产加工企业	顺大食品 烘焙年产量超过 10000 吨	
	立宇食品 咖啡豆烘焙量超过 15000 吨/年,咖啡萃取液生产量 6000 吨/年	
连锁品牌自建	星巴克 烘焙产能 6 万吨	自用
	瑞幸 烘焙产能超 6 万吨	自用

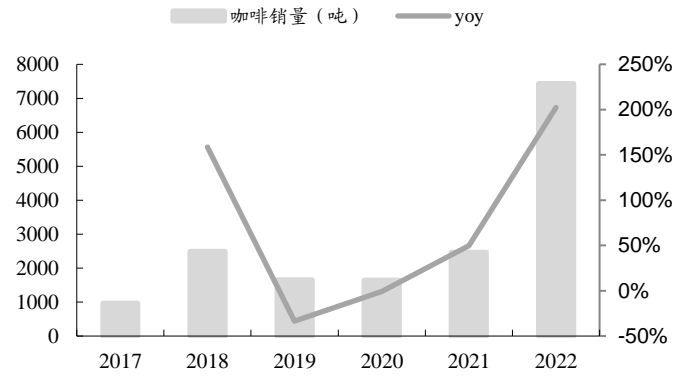
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图53: 佳禾咖啡产品收入及 yoy (亿元)

图54: 佳禾咖啡产品销量及 yoy



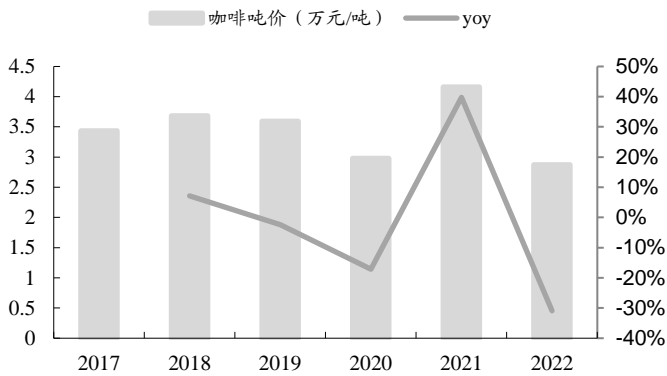
数据来源：公司公告、东吴证券研究所



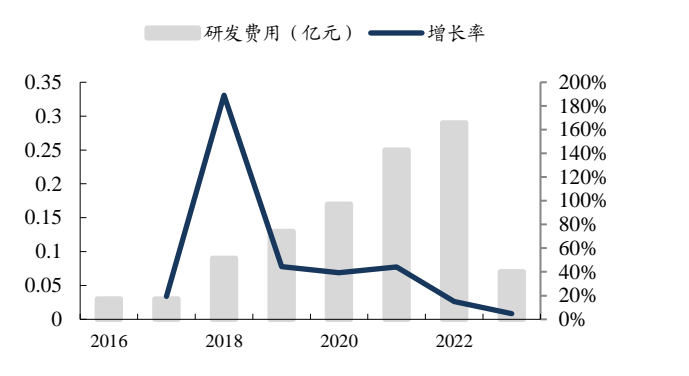
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图55: 佳禾咖啡产品吨价及 yoy

图56: 佳禾研发费用及增长率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司紧抓市场高速增长的机遇，加大投入研发，持续提升咖啡业务竞争力。伴随着国内咖啡消费理念和习惯的逐步形成，人们对品质、性价比、口感风味等方面有了更高的追求。公司组建专门研发团队应用专业化仪器（电子鼻和电子舌）和数据模型，代替咖啡师品尝的方式，制定出烘焙曲线，将烘焙咖啡标准化，为大规模生产奠定基础。萃取方面采用香味回收技术，尽最大程度减少咖啡加工过程中的香味流失。未来公司将充分发挥咖啡业务与粉末油脂业务的协同效应，针对咖啡在不同场景下的细分市场和客户群持续推出高品质的咖啡产品；通过实施冻干咖啡、咖啡豆产线设置及制造项目，提升公司咖啡产品的档次及附加值，增强竞争力；全力打造金猫咖啡品牌，加大市场开拓和营销力度，推动C端市场发展。

表13: 公司咖啡产品系列

产品系列	产品特点	产品图例	单价 (kg/吨)
精品咖啡豆	<p>精选各类精品咖啡豆，并根据不同烘焙度打造多样风味。</p> <p>(1)中浅度烘焙单品豆：耶加雪菲、云南、曼特宁、哥伦比亚等产品。</p> <p>(2)中深度烘焙意式豆产品。</p> <p>主要面向食品工业客户的咖啡原料产品：</p>		39.92
速溶咖啡粉	<p>(1)选用高品质咖啡豆，经过进口成熟烘焙、萃取及高温干燥工序而制成，品质稳定。</p> <p>(2)采用丹麦香气回收技术，以减少咖啡香气损失。</p> <p>(3)产品可根据客户需求进行定制化生产。</p>		41.67
冷萃咖啡液	<p>(1)精选阿拉比卡咖啡豆，通过 0~10℃冷水滴萃、持续 8~12 小时连续精萃过滤而成。</p> <p>(2)经冷萃的咖啡冰滴液口感更加醇厚顺滑，避免了由热萃取带来的尖酸及苦涩感。</p>		17.38
三合一咖啡饮料	<p>通过高品质速溶咖啡粉与植脂末的搭配，可以提供各种咖啡风味，产品系列包括经典咖啡、白咖啡、拿铁咖啡、摩卡咖啡、椰香咖啡、炭烧咖啡及卡布奇诺咖啡等。</p>		21.42

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所（单价为截至 2021 年 9 月的数据）

大幅扩建规模化产能，构建全套产品体系生产链。公司已形成规模化的咖啡生产能力。公司拥有 7200 吨的速溶咖啡生产线和全套的精品咖啡豆、速溶咖啡粉、冷萃咖啡液、冻干咖啡粉的生产链。同时另有 2160 吨的冻干咖啡项目分期在建，第一期为年产 120 吨的项目，预计 2023 年投产。目前的冻干咖啡粉的产能是 70 吨/年，基本达到满产的状态，主要采取两种销售形式，一种是为连锁客户制作 2-4g 小罐咖啡产品，占到销量的 90%以上；另一种是“金猫咖啡”生产。目前定制类的 C 端产品与传统的大包 B 端产品比例约为 1:1，未来随着的 120 吨的产能的释放，C 端的产品比例预计上升较多。

定增扩产解决咖啡产能瓶颈，坚实发展基础。公司 2023 年 5 月发布了《2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》拟募集资金，其中 5.5 亿元将用于咖啡扩产建设项目。预计项目建成后将形成年产 16000 吨焙烤咖啡豆、3000 吨研磨咖啡粉、8,000 吨冷热萃咖啡液、10000 吨 RTD 即饮咖啡和 610 吨冻干及混合风味咖啡的生产能力，进一步满足精品咖啡需求。

表14: 截至 2021 年末咖啡业务产能 (吨)

咖啡产品小类	已投入使用产能 (吨)	2023.5 定增扩产项目拟建新增(吨)
速溶咖啡	7,200	
冷萃咖啡	6,000	
冻干咖啡	70	
焙烤咖啡豆	20000	

年产 2160 吨冻干咖啡项目	建设中	年产 16,000 吨焙烤咖啡豆、3,000 吨研磨咖啡粉、8,000 吨冷热萃咖啡液、10,000 吨 RTD 即饮咖啡和 610 吨冻干及混合风味咖啡的产能。
-----------------	-----	---

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

存量客户为主，加速开拓新合作新客户。咖啡业务内销方面主要面向食品工业企业、茶饮连锁店品牌，如“瑞幸”、“幸运咖”等；食品工业客户主要为 RTD 咖啡类饮企业；外销方面主要是 TORABIKA（印尼）等国外速溶咖啡生产商及食品工业企业。目前公司咖啡客户主要是专业咖啡店，随着连锁茶饮对咖啡业务和植脂末业务的兼容和对新品种的开拓，例如部分茶饮客户会开拓咖啡业务，公司有望取得更深度的客户合作。同时，公司也持续进行新客户的开拓，如部分对咖啡萃取液、精品咖啡豆和冻干咖啡粉大量需求的新型专业咖啡连锁店，一次性通过率接近 100%，进一步推动公司咖啡业务的增长。

4. C 端销售：单独成立 C 端业务条线，产品品牌慢慢孵化

成立独立销售团队，C 端业务分离发展。佳禾食品之前的发展模式是以 B 端为主，九成以上的业务均来自 B 端。公司从 2021 年开始尝试 C 端相关业务，2022 年开始主推 C 端麦燕麦奶，包括金猫咖啡、社区团购等。2023 年公司在深圳基站重组成立了新的专业电商的团队推终端产品销售。3 月份开始调整架构实现 BC 端完全分离，并给予 C 端团队相对比较宽泛的授权范围进行自主运作。2023 年公司单独成立 C 端业务条线，新负责人在快消品的经验非常丰富，接手后计划进入商超卖场等渠道，分工精细化、渠道扩张将持续推动该业务的增长。

主推“非常麦”燕麦奶，C 端产品销售额稳定增长。C 端产品包括冻干咖啡、燕麦奶。燕麦奶主打两款，“芬大师”可以和咖啡有比较好的结合，搭配有浓郁口感；“非常麦”则针对餐饮类产品；咖啡依托“金猫咖啡”品牌，研发精品速溶咖啡、冷萃咖啡等产品。得益于较强的原材料供应体系、标准化的生产研发能力和定制化的供应体系，公司有望在 C 端咖啡业务上获得竞争优势，将 C 端咖啡业务做到亿级的规模；植物基方面则凭借酶解等关键技术储备和国内众多网红燕麦奶 C 端客户的合作经验，主打“非常麦”燕麦奶，月销售额保持在百万水平。

线上+线下双向推广，C 端渠道营销持续发力。线上由电商团队在抖音、京东、天猫等平台上进行推广；线下依托公司 B 端在全国设立的六个营销分公司招募 C 端团队进行全国分销的推广，包括社群和公众号引流、商超、电商平台、抖音小红书等新媒体、CVS、特殊渠道等，开拓新的经销商。2022 年 1-6 月燕麦奶 C 端客户占比从个位数上升至小两位数；同时，市场端广泛宣传加大品牌建设力度，对销售团队采用“公司内部的激励+外部对经销商的激励”两个层面的激励机制。

图57：公司推出燕麦奶产品

图58：公司金猫咖啡产品



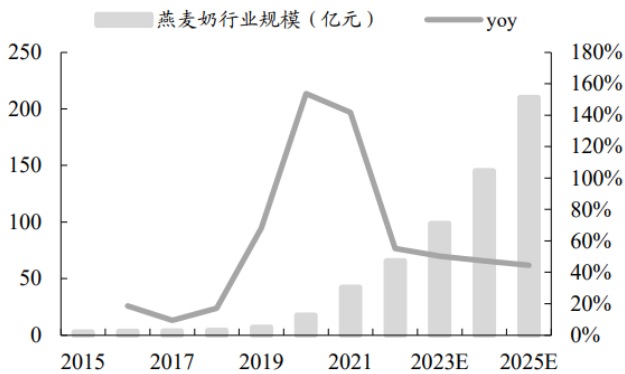
数据来源：官方公众号、东吴证券研究所



数据来源：官方公众号、东吴证券研究所

燕麦奶热度持续，顺应健康潮流。国内燕麦奶高速发展的动力更多来自于国内的消费基数以及健康消费的诉求。谷物类消费认知基础好，对乳糖不耐友好，燕麦风味接受度和好感度高，消费场景多元，后疫情下激增的健康消费诉求，均构成了燕麦奶赛道的发展基础。1) 增速来看，2019 年全球燕麦奶市场规模超过 2.5 亿美元，预计到 2020 年至 2026 年，复合年增长率将超过 10.2%；而我国燕麦奶 2019 年仅 7 亿元左右，预计到 2025 年增长至 210 亿元，2020-2025 年 CAGR=64%。2) 竞争格局来看，品牌梯队正在形成，尚未饱和，市场空间仍大。

图59：国内燕麦奶行业规模及 yoy



数据来源：艾媒数据中心、东吴证券研究所

图60：2021 年中国乳糖不耐患者人数及比例



数据来源：艾媒数据中心、东吴证券研究所

5. 盈利预测与评级

收入端：1) 植脂末：今年受益于下游茶饮行业、咖啡行业的复苏和增长，量有望止跌回升较多，毛利率同比有较大幅度提升；2) 咖啡业务销量保持高增，毛利率维持同比稳定；3) C 端表现预计正常恢复增长，毛利率保持回升；4) 糖浆业务下游工业客户稳定，销量和毛利率维持提升。综上，我们预计公司 23-25 年收入分别实现 32、40、50 亿元，同比+30%、27%、25%。

利润端：1) 毛利率稳中有升，同比超过前两年；2) 费用率方面，公司主要面对 B

端企业，C 端占比仍较小，短期销售费用率保持较为稳定，管理费用率由于研发费用+人工支出等保持一定的比例。综上，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.67、3.64、4.86 亿元，同比增长 132%、36%、33%。

表15: 公司盈利预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2428	3,158	4,018	5,008	
	yoy	1%	30%	27%	25%
毛利率	12%	15%	16%	17%	
粉末油脂	1750	2187	2677	3140	
	yoy	-6%	25%	22%	17%
毛利率	13.44%	16.87%	18.74%	18.68%	
销量 (万吨)	14.57	18.21	21.86	25.14	
	yoy	-13%	25%	20%	15%
吨价 (万元/吨)	1.20	1.20	1.22	1.25	
	yoy	9%	0%	2%	2%
咖啡	214	396	672	1088	
	yoy	109%	85%	70%	62%
毛利率	10.76%	10.86%	11.54%	14.73%	
销量 (万吨)	3.54	6.37	10.19	15.28	
	yoy	44%	80%	60%	50%
吨价 (万元/吨)	6.04	6.22	6.59	7.12	
	yoy	45%	3%	6%	8%
植物基	88	115	159	228	
	yoy	23%	30%	39%	43%
毛利率	5.80%	10.70%	16.41%	19.07%	
销量 (万吨)	7.43	9.66	13.05	17.61	
	yoy	66%	30%	35%	35%
吨价 (万元/吨)	1.19	1.2	1.2	1.3	
	yoy	-26%	0%	3%	6%
其他产品收入	256	3.40	3.90	4.31	
	yoy	6%	33%	15%	11%
毛利率	8.01%	11.21%	8.24%	9.09%	
其他业务收入	1.2	1.2	1.2	1.2	
	yoy	-6%	0%	0%	0%
归母净利润	115	267	364	486	
	yoy	-23.45%	131.73%	36.09%	33.49%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

空间: 考虑公司这两年处于植脂末客户稳定、咖啡客户持续增加、产能持续提升阶段, 在 B 端的优势更加显著, 盈利能力将趋于稳定, 公司为中国领先的食品配料供应商, 我们选取同行业的食品加工企业立高食品、海融科技、南侨食品作为可比公司, 2023-2025 年可比公司的对应 PE 为 28/20/15 倍。考虑到 PE 与公司业绩成长相匹配, 我们令

PEG=1,考虑未来归母净利润增速,我们给予2024年PE为35倍,对应目标价32元,给予“买入”评级。

表16: 可比公司估值表

公司名称	代码	股价 (元)	总市值(亿 元)	EPS (元)				PE (x)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
立高食品	300973.SZ	68.90	117	0.85	1.84	2.62	3.59	81.15	37.45	26.30	19.19
海融科技	300915.SZ	35.65	32	1.04	1.43	1.98	2.74	34.38	24.93	18.01	13.01
南侨食品	605339.SH	19.78	85	0.38	0.86	1.16	1.44	52.05	23.00	17.05	13.74
平均								55.86	28.46	20.45	15.31
佳禾食品	605300.SH	20.59	82	0.29	0.67	0.91	1.21	71.38	30.80	22.63	16.96

数据来源: wind, 东吴证券研究所(收盘价为2023年6月28日价格,除佳禾食品外均为wind一致预期)

6. 风险提示

咖啡业务下游大客户扩张速度不及预期。咖啡业务发展与公司客户扩展速度密切相关,如果扩张不及预期,有可能影响咖啡业务的增速。

上游原材料波动加剧。原材料成本占比相对较大,若原材料价格大幅上涨,公司净利润将受到较大影响。

食品安全问题。食品安全是底线,食品安全事件会影响公司发展。

佳禾食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,154	7,664	8,405	9,288	营业总收入	2,428	3,158	4,018	5,008
货币资金及交易性金融资产	1,328	365	152	144	营业成本(含金融类)	2,129	2,682	3,367	4,164
经营性应收款项	460	676	860	1,141	税金及附加	10	15	18	24
存货	360	6,612	7,379	7,986	销售费用	67	69	84	105
合同资产	0	0	0	0	管理费用	69	79	96	120
其他流动资产	6	12	14	17	研发费用	29	32	43	55
非流动资产	957	1,593	2,108	2,508	财务费用	(18)	(30)	(39)	(55)
长期股权投资	39	38	37	36	加:其他收益	13	47	35	49
固定资产及使用权资产	674	1,007	1,420	1,817	投资净收益	3	(3)	0	0
在建工程	44	354	464	474	公允价值变动	16	0	0	0
无形资产	55	49	43	36	减值损失	(15)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	营业利润	157	357	483	643
其他非流动资产	139	139	139	139	营业外净收支	(4)	(4)	(4)	(4)
资产总计	3,111	9,258	10,514	11,796	利润总额	153	353	479	639
流动负债	1,040	7,169	8,371	9,568	减:所得税	37	85	115	153
短期借款及一年内到期的非流动负债	559	4	4	4	净利润	115	267	364	486
经营性应付款项	362	1,549	1,998	2,533	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	15	2,682	2,693	2,499	归属母公司净利润	115	267	364	486
其他流动负债	105	2,935	3,676	4,533	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.67	0.91	1.21
非流动负债	49	49	49	49	EBIT	121	282	409	540
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	199	354	503	650
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.29	15.09	16.21	16.84
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	4.75	8.47	9.06	9.70
其他非流动负债	49	49	49	49	收入增长率(%)	1.17	30.08	27.25	24.62
负债合计	1,090	7,219	8,421	9,618	归母净利润增长率(%)	(23.45)	131.73	36.09	33.49
归属母公司股东权益	2,022	2,039	2,093	2,179					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,022	2,039	2,093	2,179					
负债和股东权益	3,111	9,258	10,514	11,796					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	124	557	710	906	每股净资产(元)	5.05	5.10	5.23	5.45
投资活动现金流	(429)	(716)	(613)	(514)	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	389	(805)	(310)	(400)	ROIC(%)	4.02	9.24	15.01	19.17
现金净增加额	101	(964)	(213)	(8)	ROE-摊薄(%)	5.71	13.11	17.39	22.30
折旧和摊销	78	72	94	110	资产负债率(%)	35.02	77.98	80.09	81.53
资本开支	(107)	(714)	(614)	(514)	P/E(现价&最新股本摊薄)	71.38	30.80	22.63	16.96
营运资本变动	(72)	(2,613)	(491)	(548)	P/B(现价)	4.07	4.04	3.94	3.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

