



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

多曲线协同发力，盈利改善与成长性兼备

买入（首次）

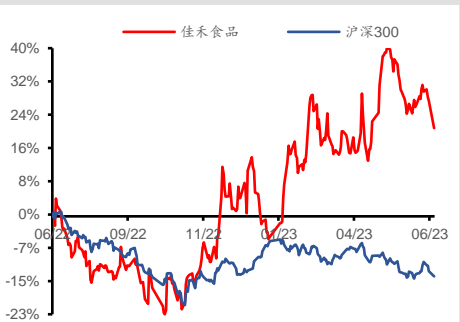
行业：食品饮料
日期：2023年06月30日

分析师：王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001
联系人：梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870123050017

基本数据

最新收盘价（元）	19.22
12mth A 股价格区间（元）	12.25-22.33
总股本（百万股）	400.01
无限售 A 股/总股本	14.39%
流通市值（亿元）	11.07

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

佳禾食品：植脂末龙头企业，拓展咖啡等多维增长曲线

佳禾食品成立于2001年，成立之初主要进行植脂末的研发、生产和销售，经过20多年的时间佳禾已经成长为国内植脂末龙头企业。2022年公司营收达到24亿元（yoy+1%），归母净利润为1.15亿元（yoy-23%）；2023Q1公司营收为6.41亿元（yoy+23%），归母净利润为0.63亿元（yoy+267%）。深耕植脂末的同时，公司多元化布局咖啡、植物基等业务，2015年公司引进德国先进设备，开始拓展咖啡业务，2019年公司则将咖啡业务转移至子公司金猫咖啡进行独立运作，公司咖啡业务逐渐崭露头角；2022年，咖啡业务销售占比达9%，已发展成为公司第二增长曲线。此外，公司在2018年开始拓展燕麦奶产品，并逐渐试水C端业务。

下游茶饮下沉空间广阔，高性价比优势下植脂末有望继续增长

供给端，2020-2022年全国各线城市茶饮门店数占比分布中一线城市及新一线城市的合计占比分别为34%、32%、29%，呈现出小幅下降。而二线城市和三线城市的门店数量占比则明显提升，预计茶饮行业将加速下沉。尽管一线及新一线城市开店数量渐趋于饱和，但伴随低线城市居民收入水平和消费能力提升，预计国内连锁茶饮企业将加大在低线城市的开店速度。需求端，茶饮主要消费价格带以10-20元为主。其中，2022年10元以下茶饮占比大幅提升至24%，而15-20元、20-25元及25元以上的茶饮消费占比则呈现下降趋势，消费者更加追求性价比。由于植脂末较鲜牛奶更具成本优势且口感上会更加醇厚和顺滑，预计在茶饮市场持续下沉的趋势下，更具性价比的中低端奶茶渗透率提升将有望驱动植脂末市场进一步增长。

供需双旺驱动咖啡市场扩容

需求端，由于咖啡兼具功能、心理及社交属性，消费粘性较强。根据《2021年中商产业餐饮行业报告》，2021年日本、美国人均现制咖啡消费量分别达到176和313杯，而中国内地咖啡人均消费量仅为1.6杯。而咖啡的消费量与消费能力密切相关，长期来看国内咖啡饮用人群渗透率及饮用频次将有望持续提升。供给端，国内咖啡品牌不断增加，品牌定位差异化下，产品价格段也更为丰富。咖啡口味不断推新，生椰、乌龙、橘皮等丰富风味的咖啡在口感上符合更多的国内消费者偏好。价格带和口味的创新和丰富促使咖啡消费更加大众化和日常化，叠加外卖渠道的崛起降低了消费者的触达成本，预计更多消费者将养成咖啡饮用习惯。根据人民数据《咖啡产业发展情况研究报告》，2022年国内咖啡市场规模达到4856亿元，2020-2022年复合增速为27%，预计国内咖啡市场保持较快增长。

短期受益原料成本企稳回落、新产能投产、下游客户拓展催化

(1) 佳禾食品原材料成本占总成本比重达80%以上，主要原材料包括乳粉、食用植物油、玉米淀粉及咖啡豆，2022年下半年随着各国防疫政策的逐渐调整，生产和物流逐渐恢复正常，原材料价格呈现回落态势，预计公司盈利能力将持续改善；(2) 公司供应链稳定，植脂末产能长期处于高负荷状态，2022年1月年产十二万吨植脂末项目正式投

产，公司粉末油脂总产能25.5万吨/年，突破原有生产瓶颈限制；(3)公司现有客户以连锁茶饮品牌为主，如蜜雪冰城、古茗、都可CoCo、沪上阿姨和益禾堂等，随着茶饮品牌门店数量的拓展，公司产品持续放量。

建设咖啡全产业链，打造第二增长曲线，中长期增长动能强劲

公司通过引进全套先进的生产设备和技术，金猫咖啡打造了从烘焙、研磨到萃取的咖啡加工全产业链生态平台。金猫咖啡拥有成熟的咖啡产线包括热萃咖啡液、速溶咖啡粉、自主研发冷萃、冻干咖啡生产线及咖啡豆烘焙，能够为客户提供一站式采购服务，预计有助于降低客户的采购沟通成本，增强客户的粘性。并且公司咖啡募投项目投产后，将提高公司在咖啡领域的生产能力，同时有助于降低公司的生产成本增强规模优势。此外，公司推出 C 端咖啡产品，向附加值更高的咖啡产业链下游延伸布局，2B+2C 共同赋能，进一步拓展咖啡业务的增长空间。2022 年，公司咖啡业务销售收入达 2.14 亿元（同比+110%），营收占比达 9%，已逐渐成长为第二增长曲线。

■ 投资建议

公司作为植脂末行业龙头企业，在产品品质、生产规模、渠道和客户等方面已经形成多重优势壁垒。同时前瞻布局市场快速扩容的咖啡业务，第二增长曲线明晰，中长期增长动能强劲。此外，原料成本上行的不利因素已经逐步得到缓解，短期盈利能力将迎来修复。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 30.91/38.19/46.28 亿元，归母净利润分别为 2.66/3.65/4.75 亿元，对应每股收益分别为 0.67/0.91/1.19，对应的 PE 分别为 28.88/21.07/16.18。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

原材料价格波动；食品安全风险；咖啡业务拓展不及预期等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2428	3091	3819	4628
年增长率	1.2%	27.3%	23.5%	21.2%
归母净利润	115	266	365	475
年增长率	-23.4%	130.7%	37.1%	30.3%
每股收益（元）	0.29	0.67	0.91	1.19
市盈率（X）	66.63	28.88	21.07	16.18
市净率（X）	3.80	3.42	2.94	2.49

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 06 月 26 日收盘价）

目 录

1 植脂末行业龙头，咖啡、植物基接力起势	6
1.1 深耕植脂末业务，开拓咖啡、植物基增长新引擎.....	6
1.2 股权结构集中，高管团队经验丰富.....	6
1.3 咖啡业务高速增长，盈利能力加速上修.....	8
2 下游茶饮市场蓬勃发展，咖啡行业方兴未艾	10
2.1 植脂末下游应用扩展，抬升成长天花板.....	10
2.2 掘金咖啡广阔蓝海市场，供需双向赋能高增.....	15
3 短期盈利拐点，咖啡第二增长曲线成长可期	21
3.1 植脂末原料成本逐渐回落，盈利能力有望改善.....	21
3.2 公司供应链稳定，产能扩张突破生产瓶颈限制.....	22
3.3 客户粘性强，受益于大客户拓店加快+新客户开拓.....	25
3.4 重视研发创新，定制化产品满足下游差异化需求.....	27
3.5 咖啡加工全产业链布局，2B+2C 打开增长空间.....	28
3.6 与粮科所合作，实现植物基产业化布局.....	29
4 盈利预测及投资建议	32
4.1 盈利预测.....	32
4.2 投资建议.....	33
5 风险提示：	34

图

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构（截至 2023 一季报）.....	7
图 3：2016-2023Q1 公司营收.....	8
图 4：2016-2022 公司营收构成.....	8
图 5：植脂末营收及增速.....	9
图 6：咖啡营收及增速.....	9
图 7：公司归母净利润及增速.....	9
图 8：公司毛利率和净利率.....	9
图 9：公司营业成本构成.....	10
图 10：公司费用率变化.....	10
图 11：植脂末产业链.....	10
图 12：植脂末主要下游应用.....	11
图 13：中国新式茶饮市场规模及增速.....	12
图 14：2020-2022 年全国各线城市茶饮门店数占比分布.....	13
图 15：2023 年全国部分茶饮三线及以下城市门店数 top10 品牌（截至 2023 年 2 月 8 日）.....	13
图 16：2020-2022 年全国茶饮品牌人均消费价位占比分布.....	13
图 17：2022 年中国新式茶饮消费者购买因素.....	14
图 18：公司零反脂替代计划.....	14
图 19：植脂末市场消费量.....	15
图 20：咖啡产业链价值分布.....	15
图 21：中国消费者摄入现磨咖啡的主要原因.....	16

图 22: 中国咖啡市场规模.....	16
图 23: 2021 年人均年现制咖啡消费量 (杯)	17
图 24: 2022 年中国咖啡消费频率	17
图 25: 平均月收入与咖啡渗透率	18
图 26: 平均月收入与咖啡饮用频次	18
图 27: 中国城镇人均可支配收入	18
图 28: 2014-2022 年 5 月中国咖啡相关企业数量及增速	19
图 29: 2014-2021 年中国咖啡行业融资整体情况	19
图 30: 2021 年中国咖啡爱好者购买单杯咖啡的价格分布 ...	19
图 31: 2022 年美团咖饮搜索关键词排名	19
图 32: 2021 年美团餐饮外卖典型高增速小众品类订单量同比	20
图 33: 2021 年美团外卖咖啡不同城市线订单量同比情况 ...	20
图 34: 选择外卖渠道购买咖啡的原因	20
图 35: 2020 年 1-9 月公司原材料成本构成 (原料成本占总营业成本的比重)	21
图 36: 棕榈油期货结算价 (元/吨)	22
图 37: 玉米淀粉期货结算价 (元/吨)	22
图 38: 全球食品价格指数: 奶类	22
图 39: 植脂末主要生产流程	23
图 40: 植脂末产能利用率	24
图 41: 咖啡产能利用率	24
图 42: 植脂末产销率	24
图 43: 咖啡产销率	24
图 44: 公司主要销售模式占比 (%)	26
图 45: 2022 年公司销售区域构成	26
图 46: 公司销售网络	27
图 47: 公司研发费用及增速	27
图 48: 可比公司研发费用率 (%)	27
图 49: 金猫咖啡产品系列	28
图 50: 金猫咖啡 B 端部分产品	29
图 51: 金猫咖啡 C 端部分产品	29
图 52: 2020 年中国速溶咖啡竞争格局	29
图 53: 2021 年中国乳糖不耐受人群占比	30
图 54: 燕麦奶市场规模	30
图 55: 与粮科所签约	30
图 56: 公司燕麦奶产品	30
图 57: 公司创新产品	31
图 58: 公司创新产品举例	31
表	
表 1: 公司主要高管团队介绍	7
表 2: 国内茶饮市场发展阶段	12
表 3: 公司主要在建项目情况	24
表 4: 公司预计产能情况	25

表 5: 公司 2020 年前三季度前五大客户	26
表 6: 公司收入和成本拆分 (按产品)	32
表 7: 可比公司估值	33

1 植脂末行业龙头，咖啡、植物基接力起势

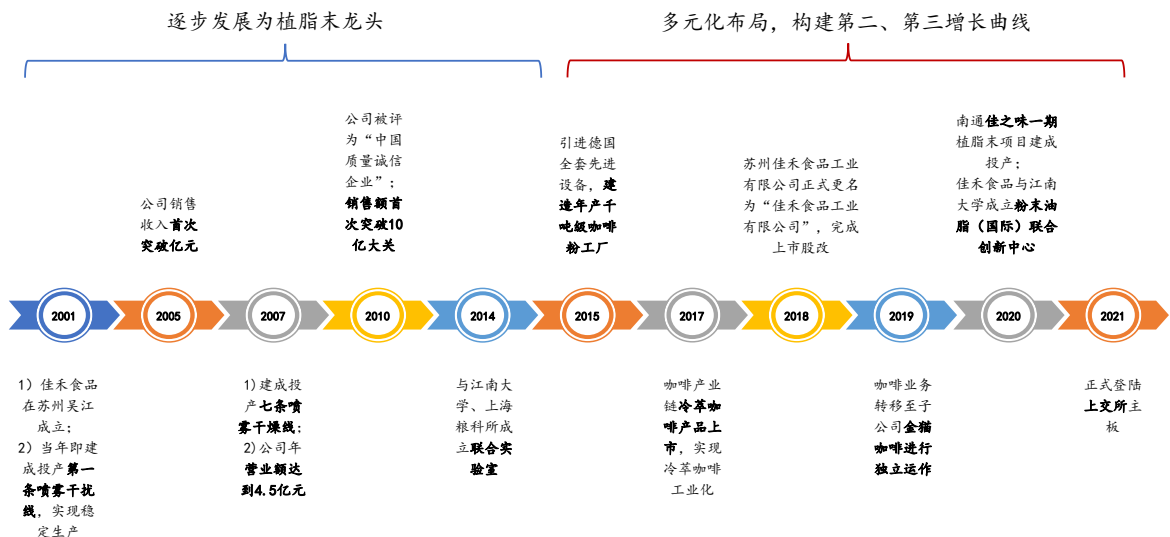
1.1 深耕植脂末业务，开拓咖啡、植物基增长新引擎

佳禾食品成立于 2001 年，主要从事植脂末、咖啡、植物基及其他固体饮料等产品的研发、生产和销售业务。

2001-2014 年，逐步发展成为国内植脂末行业龙头：2001 年，佳禾食品在苏州吴江成立，当年即建成投产第一条喷雾干燥线，实现稳定生产。2007 年，公司建成投产七条喷雾干燥线，年销售额达 4.5 亿元。2010 年，销售额突破亿元大关，公司逐渐发展成为国内植脂末行业龙头企业。

2015 年至今，多元化布局咖啡、植物基等业务，打开第二增长曲线：2015 年，公司引进德国先进设备，建造年产千吨级咖啡粉工厂，开始拓展咖啡业务；2017 年，冷萃咖啡上市，实现冷萃咖啡的工业化生产；2019 年，公司将咖啡业务转移至子公司金猫咖啡进行独立运作，公司咖啡业务逐渐崭露头角；2022 年，咖啡业务销售占比达 9%，已发展成为公司第二增长曲线。此外，公司在 2018 年开始拓展燕麦奶产品，并逐渐试水 C 端业务。

图 1：公司发展历程



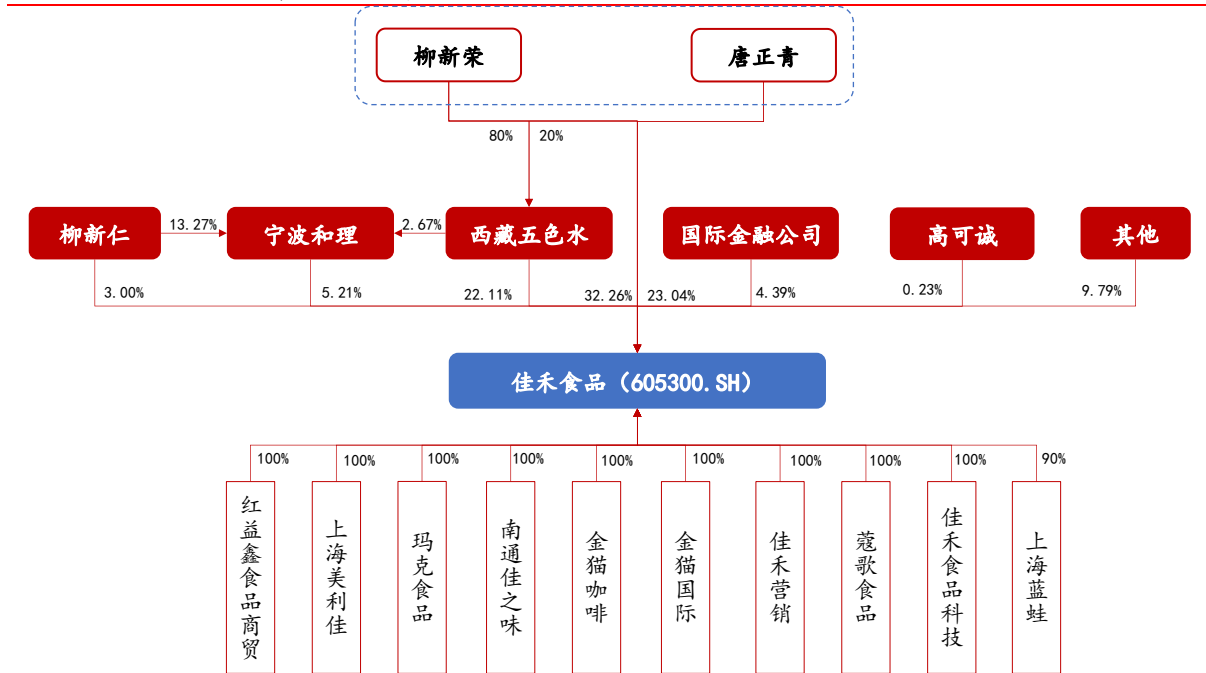
资料来源：公司官网，招股说明书，上海证券研究所

1.2 股权结构集中，高管团队经验丰富

截至 2023 一季报，公司实控人为董事长柳新荣和唐正青夫妇，直接持股分别为 32.26%和 23.04%，通过西藏五色水和宁波和理间接持股分别为 17.80%和 4.45%，合计持股为 77.55%。此外，柳新仁为柳新荣之弟，直接持股 3%，通过宁波合理持股约 0.69%，合计持股约为 3.69%，公司股权结构集中。

请务必阅读尾页重要声明

图 2：公司股权结构（截至 2023 一季报）



资料来源：Wind，上海证券研究所

主要管理人员经验丰富，核心团队成员稳定。公司董事长柳新荣具有产品相关研发经验；副总经理、董秘柳新仁 2004 年起就职于佳禾食品，历任采购经理、采购总监、监事；副总经理张建文、营销中心总经理梅华等均与佳禾食品一起成长十余年，拥有丰富的研发、采购和营销经验。

表 1：公司主要高管团队介绍

姓名	职务	履历
柳新荣	董事长、总经理	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、董事会秘书	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	曾任苏州糖果冷饮厂生产技术科科长；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。
梅华	董事、营销中心总经理	2007 年 7 月起 就职于佳禾食品，曾任销售经理、重点客户部总监。现任本公司董事、营销中心总经理。
许海平	监事、BPM 总监	曾任苏州狮王啤酒有限公司销售职员；苏州威力盟电子有限公司 IT 经理； 2006 年 6 月起 就职于佳禾食品，担任 IT 总监。现任佳禾食品监事、BPM 总监。
陈建强	职工代表监事、金猫咖啡工厂厂长	曾任上海佳格食品有限公司生产科长； 2013 年 5 月起 就职于佳禾食品，担任制造主管，曾任公司设备工程师。2019 年在金猫咖啡担任生产经理。现任佳禾食品职工代表监事、金猫咖啡工厂厂长。

徐伟东 副总经理

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；佳禾食品制造总监；苏州优尔食品工业有限公司副总经理。**2017年**至今就职于佳禾食品。现任本公司副总经理。

王伊宁 财务总监

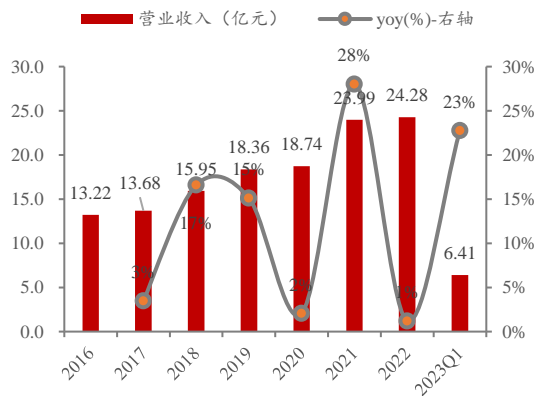
曾任中拓正泰会计师事务所审计经理、思瑞安复合材料（中国）有限公司财务经理、上海海融食品科技股份有限公司财务副总监、上海盛生澳玛生物医药有限公司财务总监。**2023年1月**至今任公司财务总监。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.3 咖啡业务高速增长，盈利能力加速上修

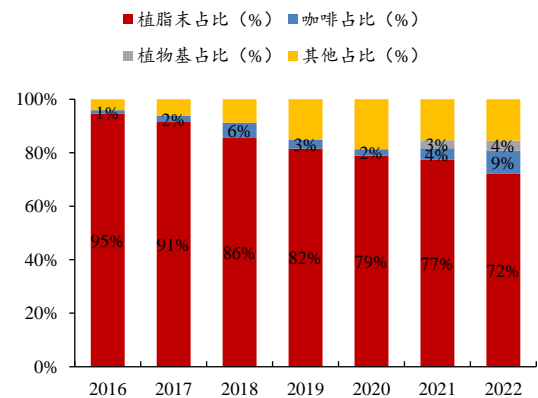
营收端复苏态势明显，咖啡业务延续高增。公司下游客户以线下消费的茶饮等连锁企业为主，乘下游增长之风，2016-2019年公司营收持续增长，CAGR 达到 12%。2020 年受疫情影响，线下客流出行减少，公司营收增速减缓；但 2021 年公司利用品牌效应和渠道优势，积极抢占市场，营收增速快速恢复。2022 年受国内环境变化冲击，营收增速再次回落，但仍略有增长，可以看到公司主要业务具有较强的韧性。疫情放开后，下游客流快速恢复，公司 2023Q1 销售明显复苏，叠加 2022Q2 和 Q3 低基数效应，我们认为公司全年营收将保持加快恢复态势。从营收构成方面看，公司咖啡业务在疫情期间仍保持高增，2021 年和 2022 年咖啡业务同比增速分别为 132%和 110%，2022 年营收占比达 9%，已成为公司第二增长曲线。

图 3：2016-2023Q1 公司营收



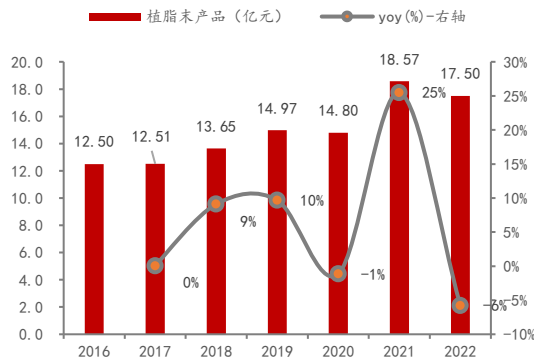
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：2016-2022 公司营收构成



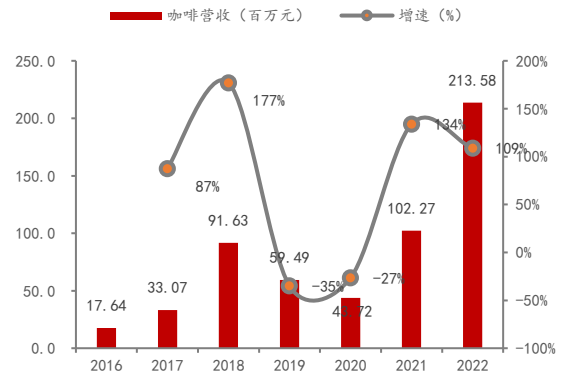
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：植脂末营收及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

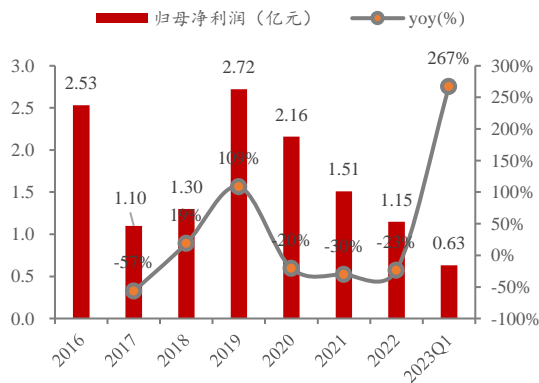
图 6：咖啡营收及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

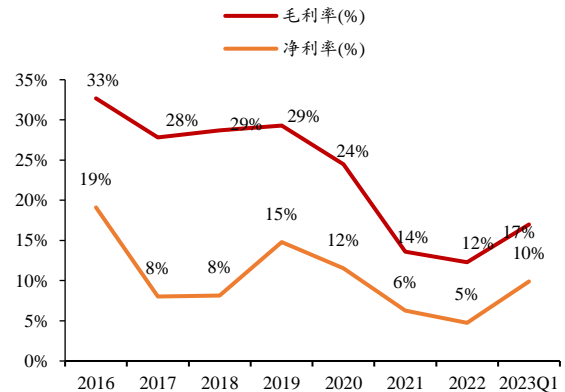
费用率稳健，原材料成本高点回落，盈利能力持续修复。2017 年，因公司计提较高的股份支付费用，归母净利润大幅下降；2020 年以来，因内外经济环境的变化导致油脂、乳制品等大宗商品价格持续上行，叠加主要原材料产地缺工和出口政策变动、国际航运物流不畅等因素，公司原材料价格及进口运输成本出现大幅波动，上游原材料成本大增。公司原材料成本占总成本的比重达 80% 以上，公司毛利率下滑带动盈利能力下降，但疫情放开后，主要原材料价格呈现回落趋势，公司盈利能力企稳回升，2023Q1 公司净利率恢复至 10%。我们预计在 2023 年全年原材料价格下降背景下，公司总体盈利能力将持续提升。

图 7：公司归母净利润及增速



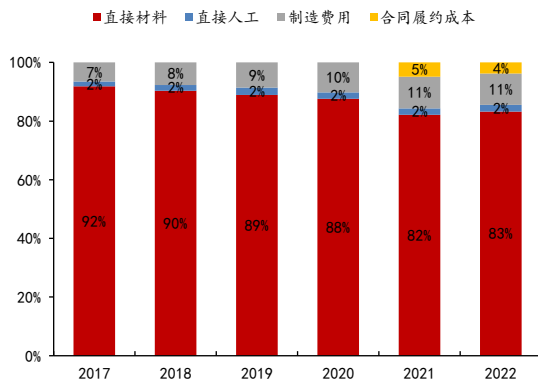
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：公司毛利率和净利率



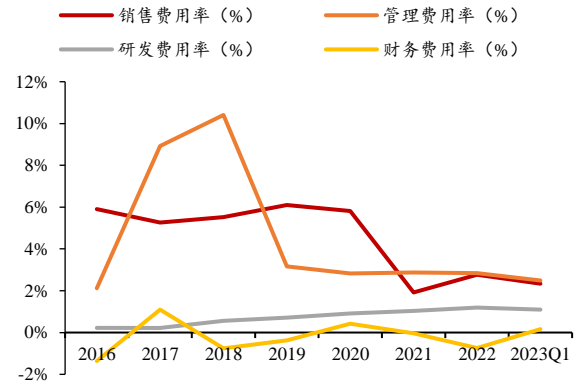
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：公司营业成本构成



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 10：公司费用率变化



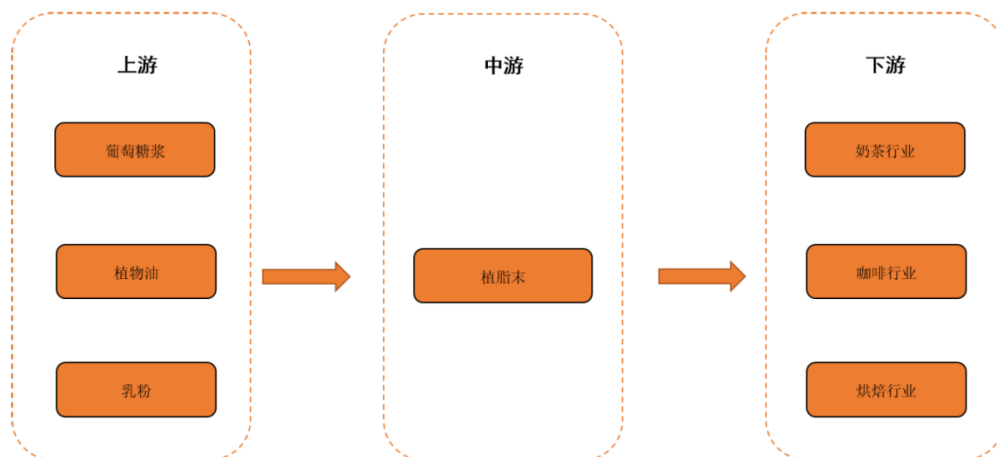
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 下游茶饮市场蓬勃发展，咖啡行业方兴未艾

2.1 植脂末下游应用扩展，抬升成长天花板

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。由于其能够改善食品的内部结构、增香增味，并能够明显提升食品及饮料口感的醇厚度和顺滑度和饱满度。植脂末（1）具有良好的水溶性，能够在水中形成均匀稳定的乳液状，可以明显提升奶茶口感和香味；（2）具有使咖啡更加爽滑的作用；（3）可改善面团的加工性能，提高可塑性，使烘焙食品更酥松，口感更细腻。因此，植脂末广泛应用于奶茶、咖啡、烘焙等食品饮料。

图 11：植脂末产业链



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

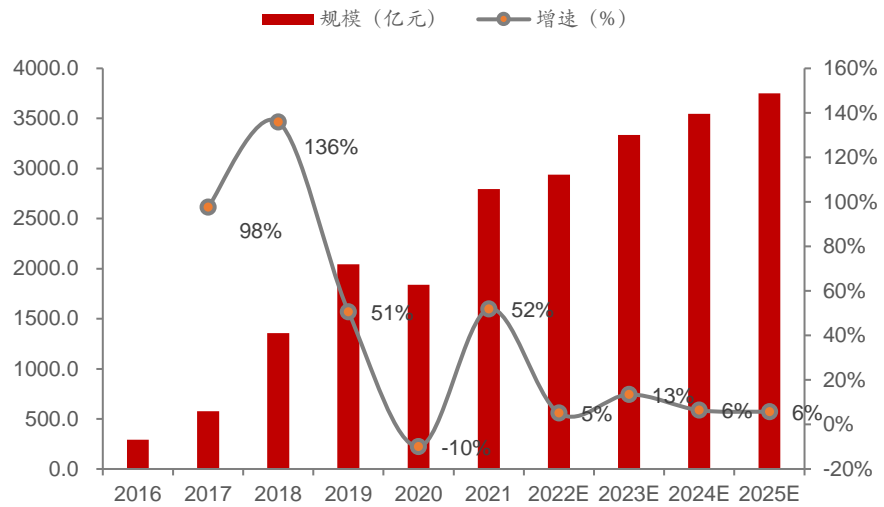
图 12: 植脂末主要下游应用



资料来源：公司招股书，公司官网，公司 2022 年报，上海证券研究所

茶饮市场由 1.0 到 3.0，驱动植脂末市场持续增长。国内现制茶饮市场经历从 1.0 粉末调剂阶段到 2.0 街头阶段，进入到 3.0 新式茶饮阶段。在 1.0 阶段，主要以奶茶粉末来进行勾兑，品牌化程度低，门店以街边店为主。这个时期植脂末消费量快速崛起，尤其是香飘飘、优乐美等奶茶品牌的涌现，植脂末需求不断提升。随着消费水平的提升，消费者对于奶茶的口感和产品品质有了更高的要求，因此品牌开始使用茶末茶渣或普通茶叶制作基底茶，但是奶还是以奶精粉即植脂末为主。在 3.0 阶段，新式茶饮出现，以优质茶叶萃取，加入新鲜水果或鲜奶的产品受到年轻消费者的喜爱。根据艾媒数据中心，2022 年国内新式茶饮市场规模达到 2938.5 亿元，2016-2022CAGR 约为 47%，预计 2025 年规模将达到 3749.3 亿元，2022-2025CAGR 为 8.5%。

图 13: 中国新式茶饮市场规模及增速



资料来源: 艾媒数据中心, 上海证券研究所

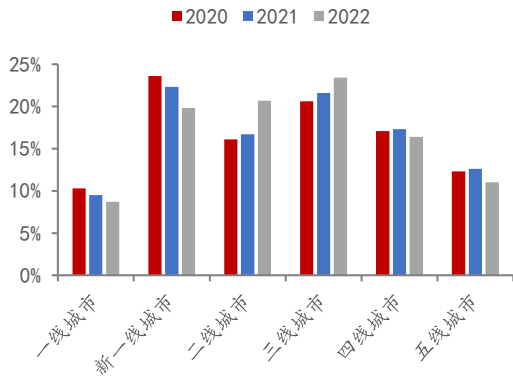
表 2: 国内茶饮市场发展阶段

发展阶段	粉末调制阶段	街头阶段	新式茶饮阶段
原料	奶茶粉末	茶末茶渣或普通茶叶制作的基底茶, 奶精粉	天然原料, 优质茶叶萃取, 加入新鲜水果或鲜奶
品牌文化	无品牌概念, 以产品概念为主	品牌连锁概念为主, 侧重于产品本身, 品牌只为加盟业务服务	以优质产品为基础, 以品牌文化建设为核心, 注重专属品牌文化及 IP 的打造
消费场景	街边店	店铺+外部平台	店铺+外部平台+自主平台

资料来源: 观研天下, 上海证券研究所

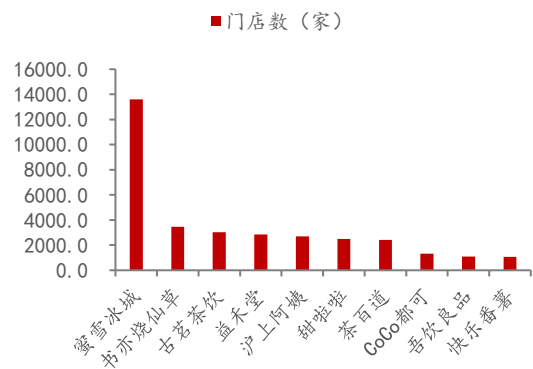
低线城市门店扩张潜力大, 有望成为茶饮市场新增量。根据红餐大数据, 2020-2022 年, 全国各线城市茶饮门店数占比分布中一线城市及新一线城市的合计占比分别为 34%、32%、29%, 呈现出小幅下降。而二线城市和三线城市的门店数量占比则明显提升, 茶饮行业持续下沉。我们认为随着一线及新一线城市开店数量逐渐饱和, 长期来看低线城市的收入水平和消费能力将逐渐提升, 预计低线城市仍有较大的增长空间。其中, 我们认为定价中低端的茶饮品牌更符合低线城市的消费需求, 拓展速度或将更快。根据红餐大数据, 截至 2023 年 2 月 8 日, 2023 年全国部分茶饮三线及以下城市门店数 top10 品牌蜜雪冰城的门店数超过 13000 家, 远高于其他品牌。

图 14: 2020-2022 年全国各线城市茶饮门店数占比分布



资料来源: 红餐大数据, 上海证券研究所

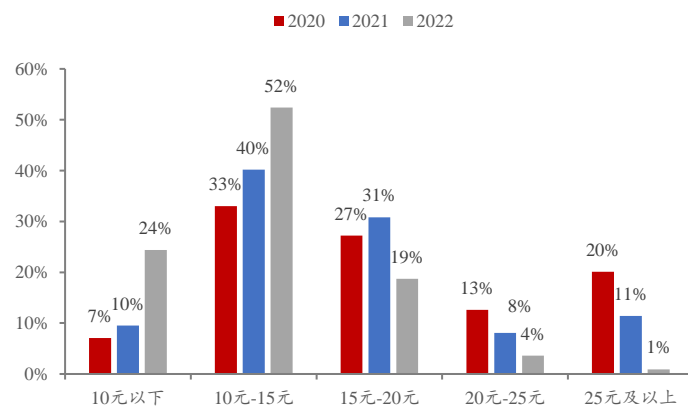
图 15: 2023 年全国部分茶饮三线及以下城市门店数 top10 品牌 (截至 2023 年 2 月 8 日)



资料来源: 红餐大数据, 上海证券研究所

中低端奶茶更具性价比, 可能会成为消费者选择的主要价格带。我们将奶茶市场根据价格带分为低端、中端、高端三类, 其中 10 元以下为低端, 10-20 元为中端, 20 元以上为高端。虽然现制茶饮市场快速增长, 但主要消费的价格带以 10-20 元为主, 根据红餐大数据 2022 年 10-20 元奶茶消费占比合计为 71%, 较 2020 年的 50%提升 21pct。并且 2022 年 10 元以下的占比大幅提升至 24%, 而 15-20 元、20-25 元及 25 元以上的消费占比则呈现下降趋势。随着中低端奶茶消费者占比提升, 预计植脂末仍有增长空间。

图 16: 2020-2022 年全国茶饮品牌人均消费价位占比分布

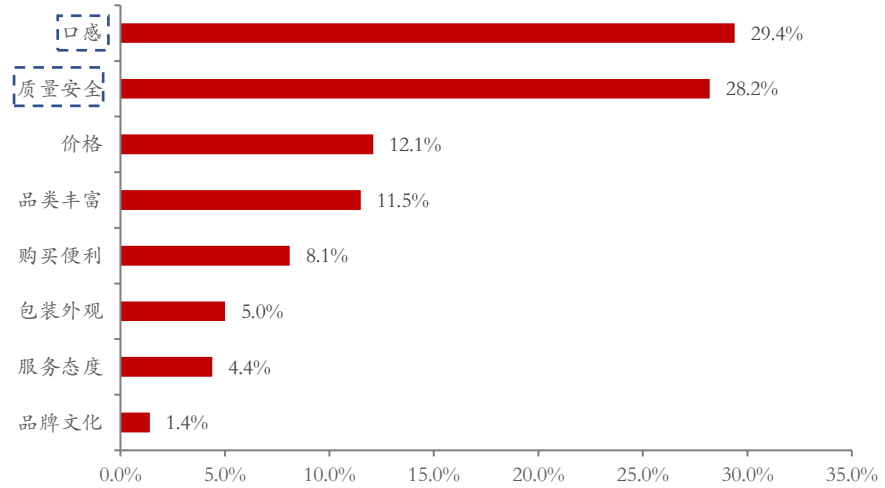


资料来源: 红餐大数据, 上海证券研究所

口感和质量安全是影响购买的重要因素, 植脂末口感更优、零反脂满足安全需求。根据艾媒数据中心, 2022 年中国新式茶饮消费者购买因素中口感占比达到 29.4%, 质量安全占比为 28.2%, 远高于其他因素。我们认为与牛奶相比, 植脂末由于脂肪含量更高且油脂和蛋白更容易溶解于水, 因此用于奶茶后口感上会更加

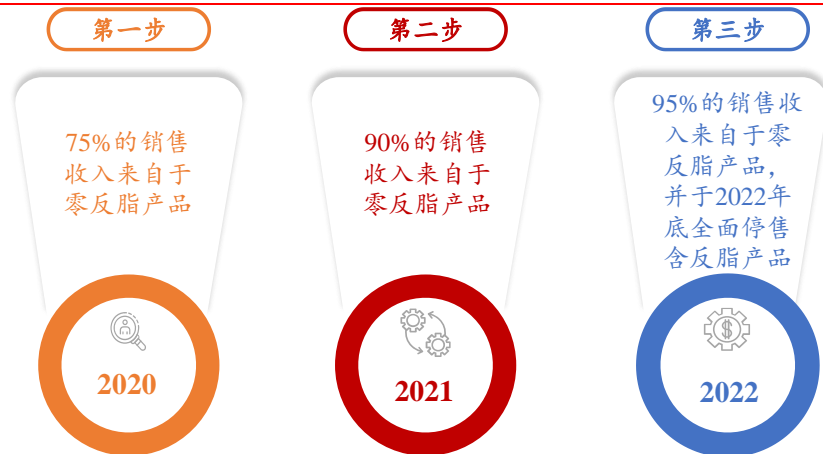
醇厚和顺滑。此外，2022 年底公司含反脂的产品已经停售，以基于精炼代可可脂生产的零反脂植脂末全面替代基于氢化大豆油生产的含反脂植脂末产品，满足消费者和国家监管对产品安全的要求。

图 17: 2022 年中国新式茶饮消费者购买因素



资料来源: 艾媒数据中心, 上海证券研究所

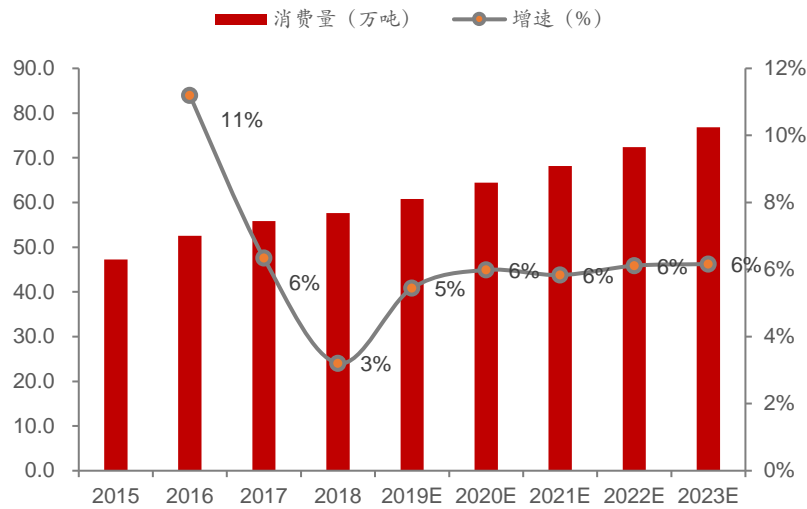
图 18: 公司零反脂替代计划



资料来源: 公司招股书, 上海证券研究所

植脂末市场规模预计持续稳健增长。我们认为在茶饮市场持续下沉的趋势下, 更具性价比的中低端奶茶渗透率提升将有望驱动植脂末市场进一步增长。根据佳禾食品招股书披露, 国内市场方面, 2015-2020 年我国植脂末消费量逐年增长, 消费量从 47.24 万吨增长至 64.43 万吨, 2015-2020 年 CAGR 为 6.4%, 预计 2023 年中国植脂末消费量将增长至 76.82 万吨左右。

图 19: 植脂末市场消费量



资料来源: 佳禾招股书, 中国食品报, 上海证券研究所

2.2 掘金咖啡广阔蓝海市场, 供需双向赋能高增

2.2.1 咖啡功能性和依赖性兼备, 行业景气度高

咖啡市场主要包括上游咖啡豆原料和咖啡机的供给, 中游咖啡的烘焙、萃取等深加工流程, 下游连锁咖啡店、便利店等咖啡流通渠道三个环节。我们认为头部咖啡品牌在规模效应下对原料及产品议价能力强, 因此在上游咖啡豆采购及下游产品定价上具有优势。

图 20: 咖啡产业链价值分布

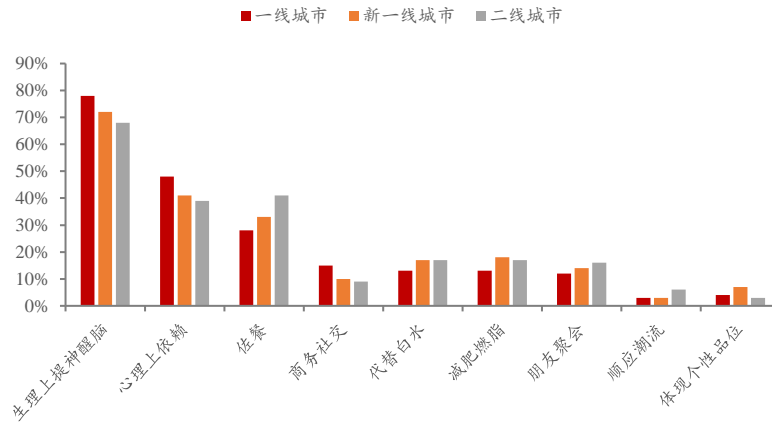


资料来源: 艾媒咨询, 上海证券研究所

咖啡兼具功能、心理及社交属性, 有助于增强消费者粘性。咖啡因作为一种常见的中枢神经兴奋剂, 可增强大脑快感中枢的

多巴胺活性，因此喝咖啡会产生轻度的欣快感、有效缓解疲劳。从中国消费者摄入现磨咖啡的主要原因来看，一线城市中 78%的消费者是由于生理上的提神醒脑，48%由于心理上的依赖，佐餐和商务社交分别占 28%和 15%。

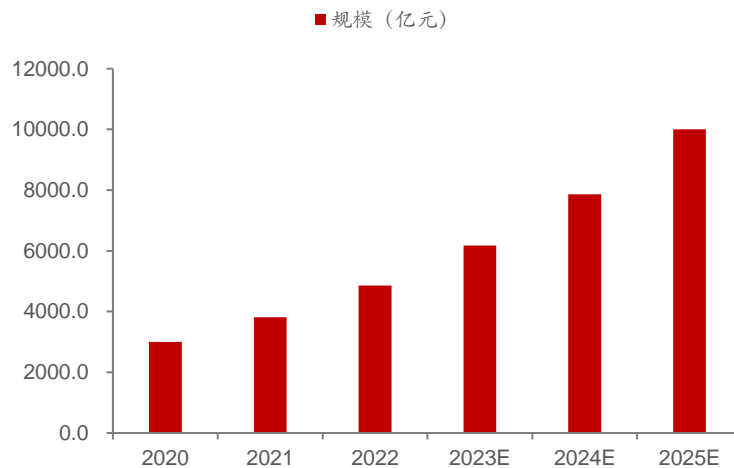
图 21：中国消费者摄入现磨咖啡的主要原因



资料来源：《德勤中国现磨咖啡行业白皮书》，上海证券研究所

国内咖啡市场已经进入增长快车道。近几年随着国内咖啡供需双向驱动，咖啡市场有望保持高速增长。根据人民数据《咖啡产业发展情况研究报告》，2022 年国内咖啡市场规模达到 4856 亿元，2020-2022 年复合增速为 27%。

图 22：中国咖啡市场规模



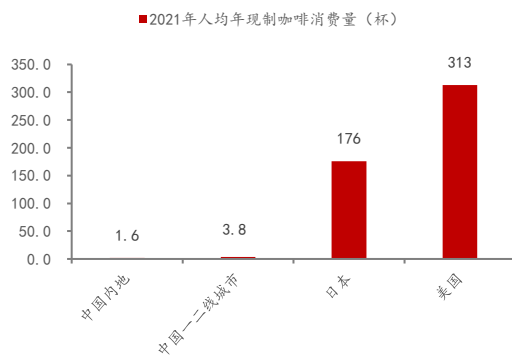
资料来源：人民数据《咖啡产业发展情况研究报告》，上海证券研究所

2.2.2 需求端：咖啡习惯逐渐形成，渗透率与消费频次有望同增

国内咖啡人均消费量较发达国家提升空间大，消费者咖啡饮用习惯逐渐养成。根据《2021 年中商产业餐饮行业报告》，2021

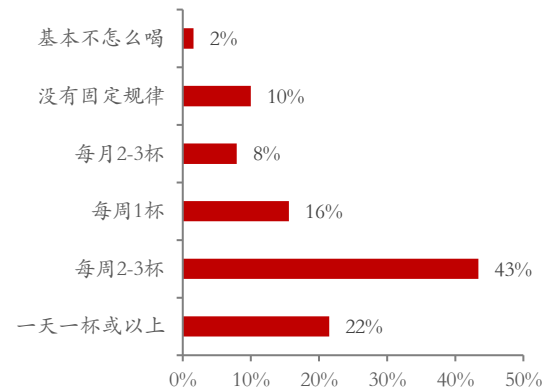
年中国内地现制咖啡人均消费量仅为 1.6 杯，而日本、美国分别达到 176 和 313 杯。主要是由于咖啡作为舶来品，不符合国内消费者的饮食习惯，我们认为咖啡消费仍以功能性为主，需要一定的市场教育时间。根据《2021 年中商产业餐饮行业报告》，2021 年一线、二线城市消费者的平均咖啡消费量为 3.8 杯。此外，根据艾媒咨询，2022 年咖啡饮用频率中每周 2-3 杯的人群占比为 43%，每周 1 杯及以上达到 22%，我们认为国内消费者的咖啡饮用习惯逐步养成，国内咖啡市场具有巨大的增长潜力。

图 23：2021 年人均年现制咖啡消费量（杯）



资料来源：《2021 年中商产业餐饮行业报告》，上海证券研究所

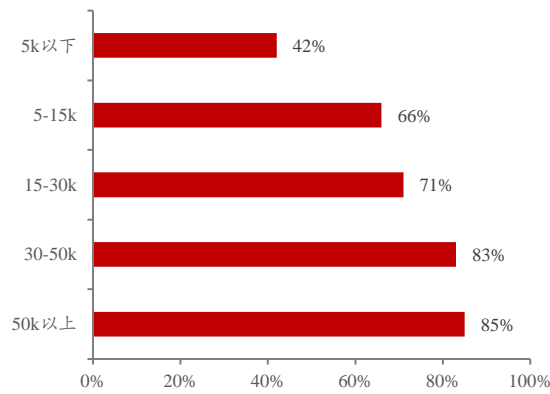
图 24：2022 年中国咖啡消费频率



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所

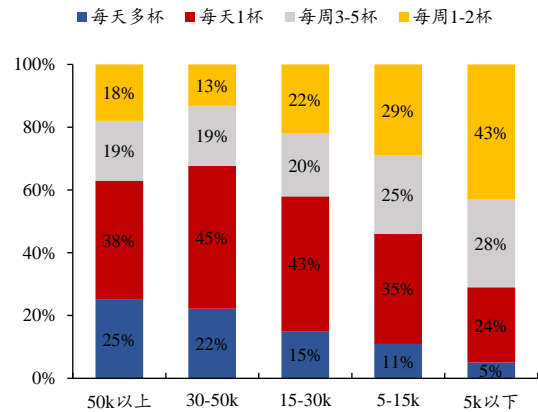
消费能力提升带动渗透率与频次提升。咖啡消费具有一定的可选属性，受消费能力和生活习惯的影响。根据德勤报告，平均月收入 50k 以上的消费者咖啡渗透率为 85%，而月收入在 5k 以下的消费者渗透率在 42%。此外，消费频次上，月收入 50k 以上的消费者每天饮用咖啡一杯及以上的占比为 63%，月收入 5k 以下的消费者每天一杯及以上咖啡的占比为 29%。因此，长期来看，预计随着国内人均可支配收入的增长，咖啡消费的渗透率和饮用频次将持续提升。

图 25: 平均月收入与咖啡渗透率



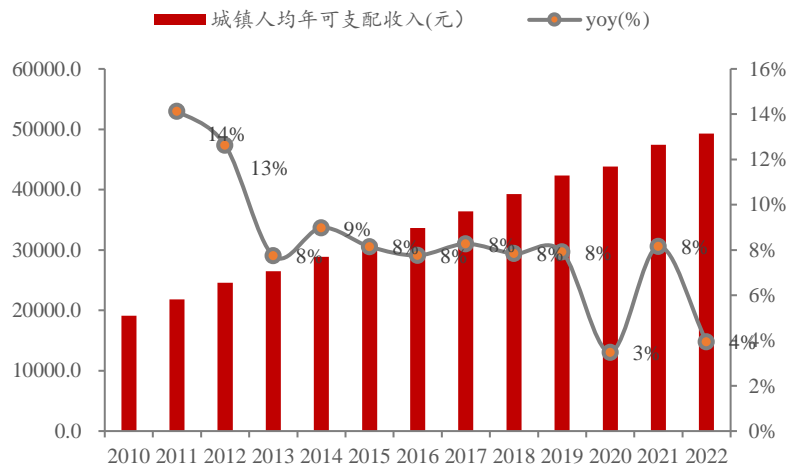
资料来源:《德勤中国现磨咖啡行业白皮书》, 上海证券研究所

图 26: 平均月收入与咖啡饮用频次



资料来源:《德勤中国现磨咖啡行业白皮书》, 上海证券研究所

图 27: 中国城镇人均可支配收入

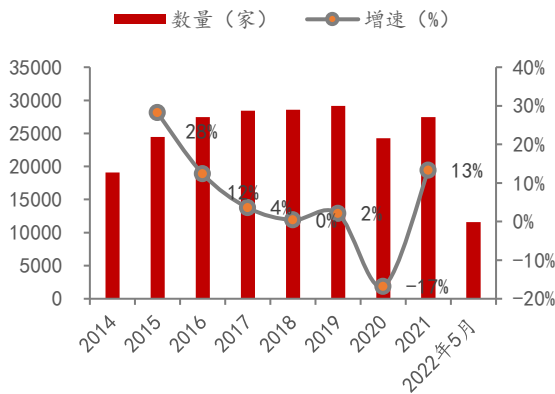


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2.3 供给端: 产品、渠道多元化, 加速咖啡饮用日常化

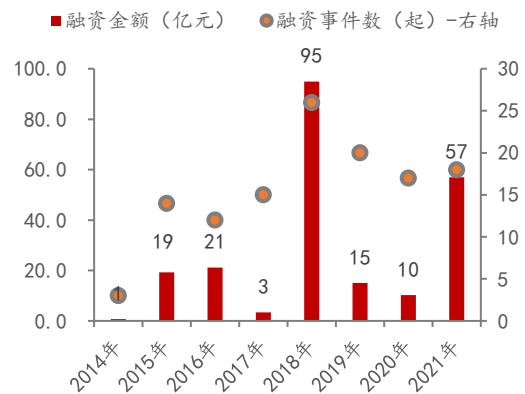
新品牌持续入局, 咖啡场景拓展。随着咖啡消费的不断增长, 新兴品牌持续入局。根据艾媒咨询, 2014-2019年中国咖啡相关企业数量持续增长, 2020年受疫情影响中国咖啡相关企业数量呈负增长, 截至2022年5月, 中国咖啡相关企业总注册量超10万家。2021年开始, 中国咖啡相关企业数量呈现上升趋势。根据人民数据《咖啡产业发展情况研究报告》, 2018年我国咖啡行业融资达到顶峰, 发生融资事件共26起, 融资金额共95亿元。随后咖啡行业相对遇冷, 融资事件和融资金额略有下降。但2021年中国咖啡行业重焕活力, 2021年中国咖啡行业发生融资事件18起, 融资金额为57亿元。我们认为新品牌的持续入局, 为咖啡市场提供更多的新场景、新玩法, 加快咖啡消费市场的人群教育。

图 28: 2014-2022 年 5 月中国咖啡相关企业数量及增速



资料来源: 艾媒咨询, 上海证券研究所

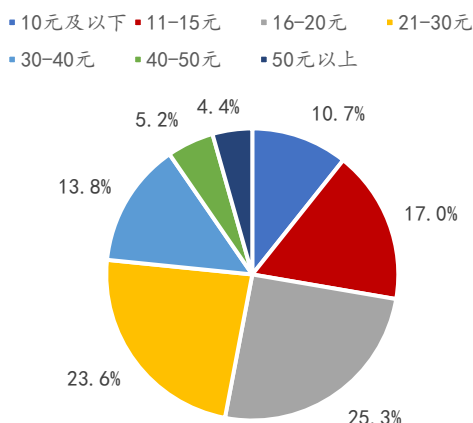
图 29: 2014-2021 年中国咖啡行业融资整体情况



资料来源: 人民数据《咖啡产业发展情况研究报告》, 上海证券研究所

咖啡产品价格分散化、口味饮品化，带动咖啡饮用日常化。
国内咖啡品牌不断增加，品牌定位差异化下，产品的价格段也更为丰富。国内咖啡价格以中高端为主，根据艾媒咨询 2021 年国内咖啡爱好者购买单杯咖啡的价格以 16-20 元和 21-30 元为主，占比分别为 25.3%和 23.6%，而低于 15 元的合计占比仅为 27.7%。我们认为随着更多品牌的进入，将推出更多更具性价比的咖啡产品，有望降低咖啡的饮用门槛。此外，咖啡产品在口味上不断推新，桂花、乌龙、陈皮等丰富风味的咖啡在口感上符合更多的国内消费者的偏好。经典美式黑咖啡口感上比较酸、涩，部分国内的消费者对于经典咖啡的口味较难接受，因此消费者的渗透较难提升。随着价格带和口味的创新和丰富将促使咖啡消费更加大众化和日常化，有望推动咖啡消费人群进一步扩容。

图 30: 2021 年中国咖啡爱好者购买单杯咖啡的价格分布



资料来源: 艾媒咨询, 上海证券研究所

图 31: 2022 年美国咖饮搜索关键词排名

2022 年美国咖饮搜索关键词排名

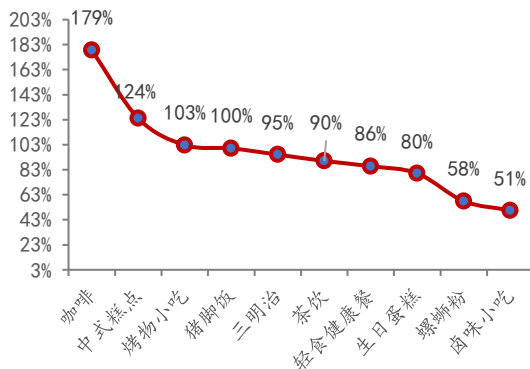
排名	搜索关键词
1	茅台咖啡
2	桂花咖啡
3	黑芝麻咖啡
4	陈皮咖啡
5	乌龙咖啡
6	罗汉果咖啡
7	中式炖咖
8	酒酿拿铁

资料来源: 红餐大数据, 上海证券研究所

咖啡外卖订单高增，有望降低消费者购买成本。随着国内咖啡品牌的增加，咖啡运营模式也持续推新，外卖也成为咖啡消费请务必阅读尾页重要声明

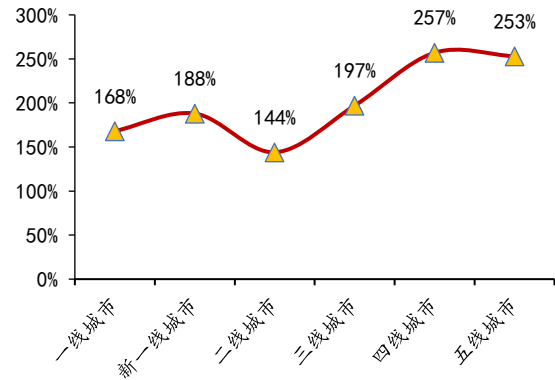
的重要方式之一。根据美团数据，从2021年以来外卖典型高增长小品类订单量同比来看，咖啡同比增速为179%，高于中式糕点、烤物小吃等品类。从城市分布看，一线及新一线城市外卖订单量增速分别达到168%和188%，低线城市超过200%的增长。根据德勤报告，线上外卖具有性价比高、购买更方便、品牌选择更多、不需排队、方便团体订单等优势，我们认为外卖渠道的崛起降低了消费者的购买成本，咖啡产品触达消费者的路径缩短，有望提升消费者购买的频次。

图 32：2021 年美团餐饮外卖典型高增速小众品类订单量同比



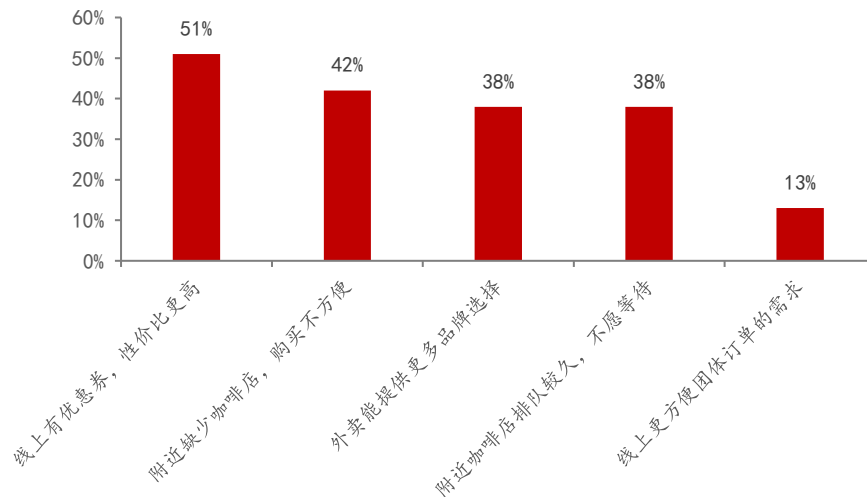
资料来源：《美团：2022 中国现制咖啡品类发展报告》，上海证券研究所

图 33：2021 年美团外卖咖啡不同城市线订单量同比增长情况



资料来源：《美团：2022 中国现制咖啡品类发展报告》，上海证券研究所

图 34：选择外卖渠道购买咖啡的原因



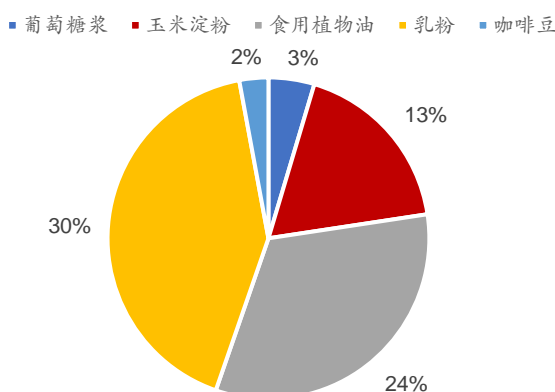
资料来源：《德勤中国现磨咖啡行业白皮书》，上海证券研究所

3 短期盈利拐点，咖啡第二增长曲线成长可期

3.1 植脂末原料成本逐渐回落，盈利能力有望改善

公司主要原材料包括乳粉、食用植物油、玉米淀粉、葡萄糖浆及咖啡豆，占原料成本的比重分别为 30%、24%、13%、3%和 2%。由于油脂和乳制品等原料以进口为主，受疫情影响主要原材料产地出现缺工生产受阻，叠加国际航运物流不畅等因素，2021 年以来公司原材料成本持续增长。其中，棕榈油价格持续走高，2022 年 3 月达到每吨 1.2 万元以上高点；全球奶类食品价格指数 2022 年 6 月达到 150 点。玉米淀粉以国内生产为主，价格相对平稳，但在 2022 年 3 月也达到每吨 3400 元以上高位。2022 年下半年随着各国防疫政策的逐渐调整，生产和物流逐渐恢复正常，原材料价格呈现回落态势，我们预计 2023 年全年原材料成本将保持企稳回落，有望促进公司盈利能力的向上修复。

图 35：2020 年 1-9 月公司原材料成本构成（原料成本占总营业成本的比重）



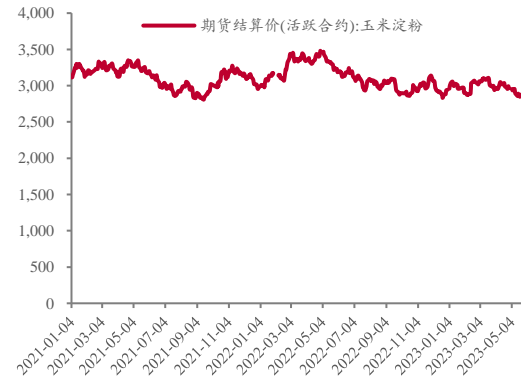
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 36: 棕榈油期货结算价(元/吨)



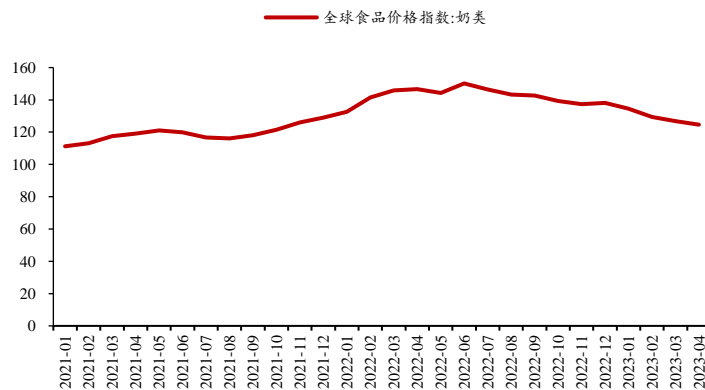
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 37: 玉米淀粉期货结算价(元/吨)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 38: 全球食品价格指数: 奶类

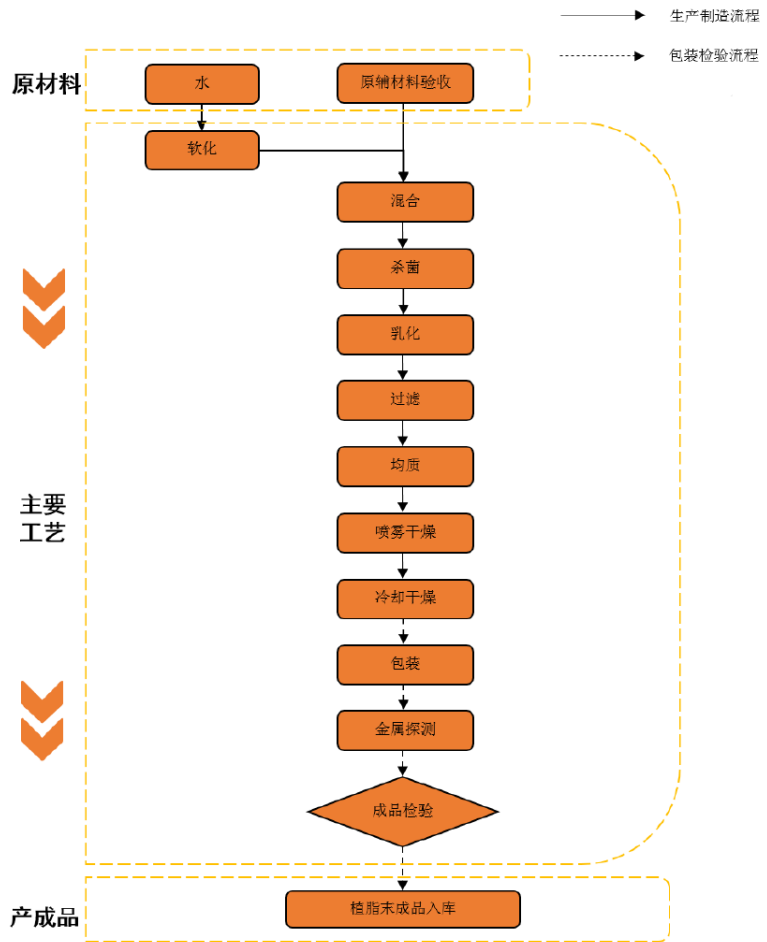


资料来源: Wind, 上海证券研究所

3.2 公司供应链稳定, 产能扩张突破生产瓶颈限制

生产工艺流程复杂, 公司供应链保障能力强。食品配料的生产环节较多, 生产工艺较为复杂, 以植脂末的生产为例, 从原料到最终成品入库经历了 11 个环节。但随着下游消费需求多元化和精细化增加, 生产模式也逐渐发展成终端消费者驱动的模式。植脂末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, 对于上游原料供应企业需要更高的生产能力和交付能力来保证不同产品的品质的稳定性。公司打造了智能示范车间, 推行精益化生产模式, 制造团队具备多年的行业经验。同时, 公司在关键工艺和产品间的快速换型上执行标准化作业, 实现不同品种产品的快速切换, 并通过配备全自动的包装线和严密的产品检验设备, 保障生产的高效、稳定。此外, 公司生产基地位于长三角核心地区, 生产物料供应和运输物流基础较为发达, 有助于提升公司的供应效率。

图 39：植脂末主要生产流程

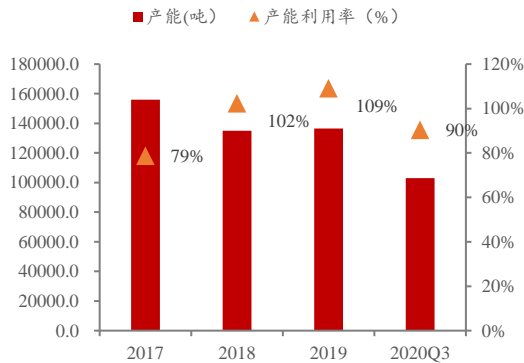


资料来源：公司招股书，上海证券研究所

募资扩产能，突破产能瓶颈，优化产品结构。公司是国内植脂末行业龙头企业，生产规模在 2019 年已经达到 13.6 万吨，产能利用率为 109%，产销率为 99%；2020 年前三季度公司植脂末产能利用率达到 90%，产销率达到 100%。公司总体产能处于满产状态，下游客户的进一步扩张受到产能的限制。2019 年，公司咖啡产能为 7200 吨，主要以速溶咖啡为主，产能利用率为 15%，产销率为 107%，主要由于 2019 年公司将咖啡业务由子公司金猫咖啡独立运营，并受咖啡生产及出口相关许可证照切换及变更影响，销量有所下降。为了突破植脂末产能的限制及生产更多咖啡新品，公司 2021 年募资建设“年产十二万吨植脂末生产基地建设项目”和“年产冻干咖啡 2,160 吨项目”。**2022 年 1 月年产十二万吨植脂末项目正式投产，公司粉末油脂总产能将达 25.5 万吨/年。截至 2022 年底，一期项目产能目标 6 万吨/年，生产线已经完成无菌验证，具备投产运行能力；二期项目预计将于 2024 年建**

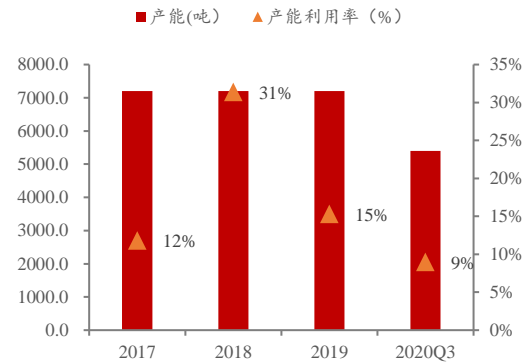
成投产。此外，为了满足精品咖啡客户“多品种，小批量”的需求，公司2023年5月公告向特定对象发行股票募资不超过7.5亿元，其中5.5亿元用于咖啡产能建设，该项目建成后将形成年产16000吨烘焙咖啡豆、3000吨研磨咖啡粉、8000吨冷热萃咖啡液、10000吨RTD即饮咖啡和610吨冻干及混合风味咖啡的生产能力。

图 40: 植脂末产能利用率



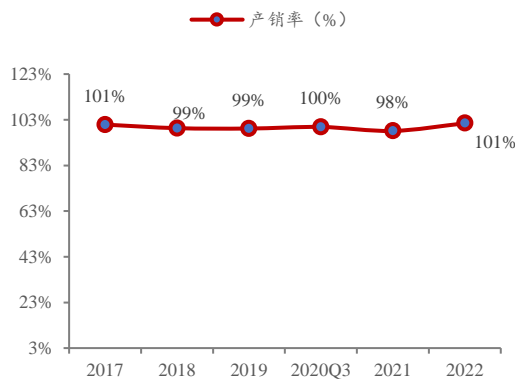
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 41: 咖啡产能利用率



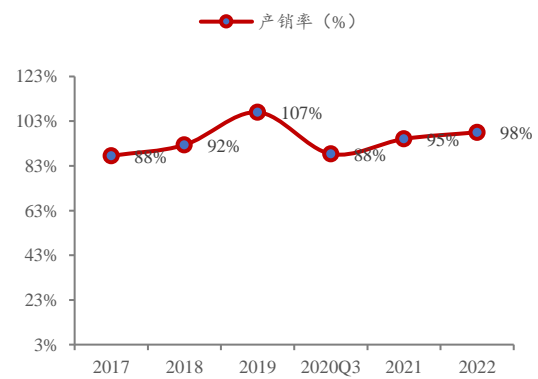
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 42: 植脂末产销率



资料来源：公司招股书，公司公告，上海证券研究所

图 43: 咖啡产销率



资料来源：公司招股书，公司公告，上海证券研究所

表 3: 公司主要在建项目情况

在建工程项目	设计年产产能	2022年建设情况更新
年产十二万吨植脂末生产基地建设项目	120,000	2022年1月正式投产，公司粉末油脂总产能25.5万吨/年
年产十二万吨植脂乳化制品项目	120,000	截至2022年底，一期项目产能目标6万吨/年，生产线已经完成无菌验证，具备投产运行能；二期项目预计将于2024年建成投产
年产15,000吨调制乳粉	15,000	已经完成车间工程建设
年产2160吨冻干咖啡项目	2160	已经完成车间工程建设

咖啡扩产建设项目	年产 16000 吨焙烤咖啡豆、3000 吨研磨咖啡粉、8000 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	-
----------	---	---

资料来源：公司公告，《佳禾食品 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，上海证券研究所

表 4：公司预计产能情况

产品大类	产品小类	2022 年产能	在建产能	建成后合计产能
粉末油脂	植脂末	255,000		255,000
咖啡	速溶咖啡	7,200	3,000 吨研磨咖啡粉	10,200
	冷萃咖啡	6,000	8,000 吨冷热萃咖啡液	14,000
	冻干咖啡	70	年产 2160 吨冻干咖啡项目，已经完成车间工程建设；610 吨冻干及混合风味咖啡	2,840
	焙烤咖啡豆	20,000	16000	36,000
	即饮咖啡		10,000 吨 RTD 即饮咖啡	10,000
植物基	燕麦奶	40,000		40,000

资料来源：公司公告，《佳禾食品 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，上海证券研究所

3.3 客户粘性强，受益于大客户拓店加快+新客户开拓

下游茶饮客户对于产品稳定性要求高，对上游原料粘性增强。由于公司下游客户是食品饮料生产企业，对于产品的安全、健康方面有很高要求，下游客户在进行供应商的选择时会比较谨慎，会综合评估原料生产企业的产品开发能力、质量控制能力、快速服务能力以及性价比等因素，优先选择市场口碑好、质量可靠的优质供应商及其产品。另外，由于下游客户为了维持产品的口味及品质的一致性，不会频繁更换供应商，因此具有较强的客户粘性。

公司现有客户以中端连锁茶饮为主，预计门店扩张及产品拓展将带动采购需求增加。公司能及时洞察下游茶饮行业变化趋势，不仅与统一、香飘飘、娃哈哈、联合利华、TORABIKA（印尼）等知名食品工业企业进行合作，同时与多个连锁茶饮品牌在发展初期开始合作。截至 2020 年 Q3 公司前五大客户分别为蜜雪冰城、古茗、都可 CoCo、沪上阿姨和益禾堂。根据窄门餐眼，截至 2023 年 1 月 3 日，蜜雪冰城的门店数超 2 万家，古茗和沪上阿姨门店数超 5000 家，都可 CoCo 和益禾堂门店数超 4000 家。我们认为预计随着茶饮品牌门店数量的继续拓展，公司产品将持续放量；并且随着下游茶饮品牌进行产品拓展，如蜜雪冰城推出幸运咖，或将带动公司咖啡业务销量的进一步增长。

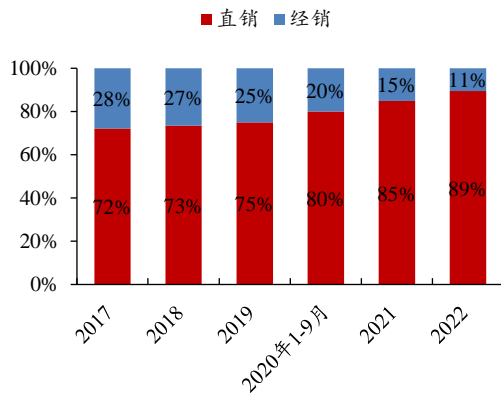
表 5：公司 2020 年前三季度前五大客户

排名	客户名称	客户所在区域	销售产品	销售模式	销售金额(万元)	占当期销售收入的比重	主营产品
1	河南大咖食品有限公司(蜜雪冰城)	河南省	植脂末、其他固体饮料等	直销	9,209.78	7.29%	奶茶
2	浙江古茗科技有限公司(古茗)	浙江省	植脂末、咖啡、其他固体饮料等	直销	7,509.51	5.94%	奶茶
3	上海肇亿商贸有限公司(都可 CoCo)	北京市、上海市等多个省市	植脂末	直销	6,942.31	5.49%	奶茶
4	上海臻黔贸易商行(沪上阿姨)	上海市	植脂末、其他固体饮料等	直销	6,166.29	4.88%	奶茶
5	益世润城(湖北)商贸有限公司(益禾堂)	湖北省	植脂末	直销	4,499.26	3.56%	奶茶

资料来源：公司公告，上海证券研究所

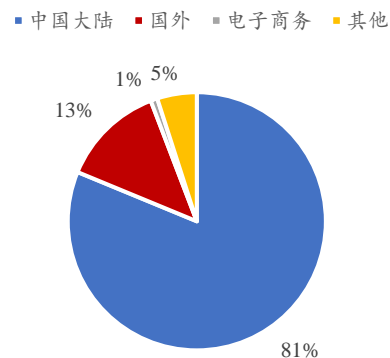
经销客户有望增加，叠加国际销售恢复，促进销售增长。公司已经形成直销为主，经销为辅的销售模式。公司销售网络广阔，覆盖华东、华南、华北主要城市，直销模式对于客户的接触更多，有助于公司加强与客户的直接联系，加强对行业发展趋势的把握。同时为了加强区域的覆盖，公司与经销商进行合作，截至 2020 年 9 月末公司合作的经销商数量已超过 400 家。受疫情影响，小客户承担风险的能力更弱，资金压力大，2022 年经销收入下降。疫后复苏，公司或将加大对于经销商的支持力度，经销收入有望回升。此外，2022 年公司收入中境外收入为 13%，公司境外客户集中于东南亚地区，疫情后预计出口将逐渐修复。

图 44：公司主要销售模式占比 (%)



资料来源：公司招股书，公司公告，上海证券研究所

图 45：2022 年公司销售区域构成



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 46: 公司销售网络

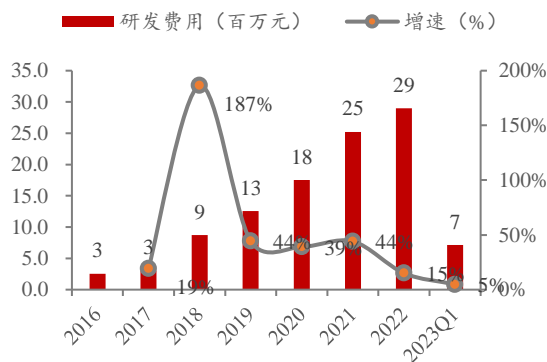


资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

3.4 重视研发创新, 定制化产品满足下游差异化需求

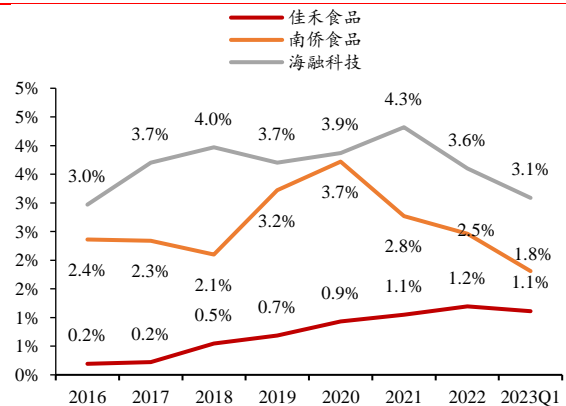
公司研发投入快速增长, 2022 年研发费用达到 2901 万元, 同比增长 15%, 并且公司研发费用率自 2017 年以来不断提升。我们认为主要是由于公司持续进行食品配方、生产工艺的改进和创新, 进一步丰富了公司的产品结构, 满足客户差异化的需求。截至 2022 年底, 公司专利技术产品冷溶植脂末、耐酸植脂末、零糖植脂末等产品已实现量产, 自主研发的发泡粉末油脂也进入量产阶段。此外, 公司依托丰富的产品开发经验, 已建立全面的产品体系, 通过为客户提供定制化的食品原料研发, 满足消费者的多元化需求。

图 47: 公司研发费用及增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 48: 可比公司研发费用率 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3.5 咖啡加工全产业链布局，2B+2C 打开增长空间

公司以全资子公司金猫咖啡来运作咖啡业务。金猫咖啡是一家集咖啡研发、生产、销售为一体的大型咖啡企业。通过引进全套先进的生产设备和技术，金猫咖啡打造了从烘焙、研磨到萃取的咖啡加工全产业链生态平台。金猫咖啡建设了成熟的咖啡生产线，包括热萃咖啡液生产线、速溶咖啡粉生产线、自主研发冷萃咖啡液生产线、冻干咖啡生产线及咖啡豆烘焙，能够为客户提供一站式采购服务，降低客户的采购沟通成本。

图 49：金猫咖啡产品系列



资料来源：金猫咖啡微信公众号，上海证券研究所

拓展 C 端业务，向高附加值产业链下游延伸。金猫咖啡为咖啡门店等 B 端客户供应的产品包括烘焙咖啡豆、研磨咖啡粉、速溶咖啡粉、咖啡浓缩液、冷萃咖啡液等。依托于 B 端产品的技术优势，金猫咖啡向产业链下游延伸布局，推出了 C 端咖啡产品，如条包冷萃咖啡液、小喵杯冻干咖啡粉、IAC 金奖咖啡豆等产品。国内速溶咖啡市场主要以国际品牌为主，2020 年雀巢占比达到 28.5%，其他品牌占比相对较低。国内速溶咖啡企业还处于成长初期，市场份额较小，预计在产品 and 供应链方面具有优势的优秀上游咖啡原料企业将占有一定的市场份额。

图 50: 金猫咖啡 B 端部分产品



资料来源: 金猫咖啡微信公众号, 上海证券研究所

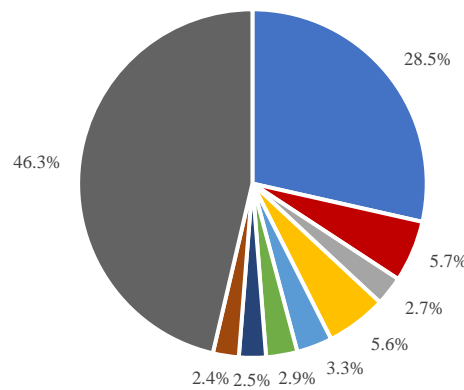
图 51: 金猫咖啡 C 端部分产品



资料来源: 金猫咖啡微信公众号, 上海证券研究所

图 52: 2020 年中国速溶咖啡竞争格局

■ 雀巢 ■ lim's ■ 旧街场 ■ G7 ■ geoffroy ■ 中咖 ■ 麦斯威尔 ■ 科林 ■ 其他



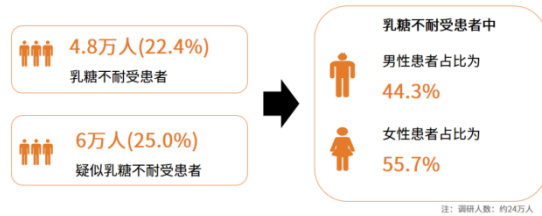
资料来源: 华经产业研究院, 上海证券研究所

3.6 与粮科所合作, 实现植物基产业化布局

燕麦奶符合健康生活需求, 预计市场规模保持较快增长。植物基饮料包括所有类型的植物基蛋白饮料, 包括大豆、大米、坚果 (如花生、杏仁)、谷物 (如燕麦、藜麦、玉米)、种子 (如亚麻籽、奇亚籽) 和椰子饮料等。我们认为随着人民生活水平、健康意识提升之后, 对优质蛋白的摄入会越来越多, 消费者对于植物基的产品需求不断提升。其中, 燕麦奶市场规模呈现了较快的增长, 根据艾媒咨询预计 2022 年中国燕麦奶市场规模达到 65.6 亿元, 2015-2022 年 CAGR 达到 58%, 根据艾媒咨询 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%。由于中国有较多的乳糖不耐受人群, 而燕麦奶产品中不含

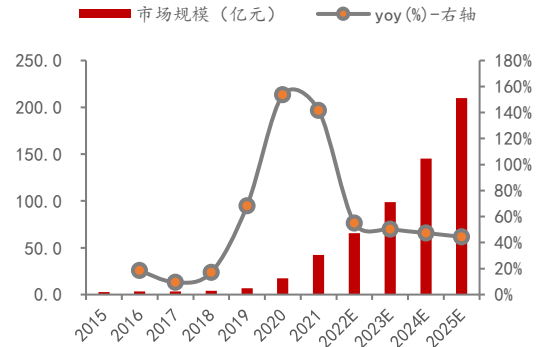
乳糖，更适合乳糖不耐受的人群，预计燕麦奶市场有较大的增长空间，艾媒咨询预计 2025 年中国燕麦奶市场规模达到 210 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 47%。

图 53：2021 年中国乳糖不耐受人群占比



资料来源：春雨医生，艾媒数据中心，上海证券研究所

图 54：燕麦奶市场规模



资料来源：艾媒数据中心，上海证券研究所

与国家粮科所合作，推出优质燕麦奶产品。公司与国家粮科院在燕麦奶与植物奶方面有着深入的联合开发、成果产业化等方面合作。植物基研究团队致力于研究中国特色的谷物（如燕麦、青稞、芝麻等）、坚果（如巴旦木、榛子等）、豆类（如鹰嘴豆、豌豆、大豆等等），获得多项技术成果并根据市场需求逐步进行产业化。依托自主研发的酶解、浓缩技术，公司率先在上市冷冻燕麦浆产品、为燕麦奶行业市场发展提供更天然优质原料的基础上，推出了面向消费者的多种燕麦奶饮料。预计随着公司继续在植物基产业进行产业化布局，将进一步提高高品质植物基产品的供应能力。

图 55：与粮科所签约



资料来源：佳禾食品微信公众号，上海证券研究所

图 56：公司燕麦奶产品



资料来源：佳禾食品微信公众号，上海证券研究所

深挖客户潜在需求，多元创新产品满足一站式采购需求。公司在食品配料行业深耕细作，精准定位市场需求，积极深挖专业客户需求并通过持续不断的创新。持续为茶饮、咖啡、烘焙、大餐饮等渠道开发出精准的、适配的标准化产品。公司不断将持有的专利技术、自主研发技术成果进行转化，开发出一系列的创新产品，其中有代表性的产品包括：卡丽玛浓醇牛乳、晶花磷虾油粉、苏小丸系列石磨豆花、苏小丸系列烧仙草、晶花原味双皮奶、晶花燕麦冻、晶花麻薯粉等，为市场提供更多解决方案。

图 57：公司创新产品



资料来源：公司 2022 年年报，上海证券研究所

图 58：公司创新产品举例



资料来源：公司 2022 年年报，上海证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

(1) **植脂末**: 公司是国内植脂末行业龙头企业, 植脂末仍是公司占比最高的业务。**收入端**, 预计将受益于下游连锁茶饮客户的扩店及新客户的拓展; 同时新产能投产后, 公司解除生产能力的制约。**成本端**, 上游油脂、乳粉等原料价格回落趋势有望持续, 植脂末原料成本将逐渐下降, 毛利率有较大的修复弹性。预计 2023-2025 年公司粉末油脂业务营收分别为 2158.38/2628.81/3032.06 百万元, 同比增速分别为 23.35%/21.80%/15.34%; 营业成本分别为 1705.63/2061.25/2382.14 百万元, 同比增速分别为 12.61%/20.85%/15.57%。

(2) **咖啡**: **收入端**, 公司在咖啡全产业链布局, 生产和研发能力强, 能为客户提供一站式采购服务, 受益于咖啡市场快速扩容及咖啡客户不断的增加。**成本端**, 随着公司咖啡销量的增加带动产能利用率提升, 规模优势将逐渐体现。预计 2023-2025 年咖啡业务营收分别为 465.43/714.14/1071.22 百万元, 增速分别为 117.92%、53.44%、50.00%; 营业成本分别为 385.70 /522.18/694.26 百万元, 增速分别为 102.35%、35.38%、32.95%。

(3) **植物基及其他业务**: 随着公司对新产品的投入增加及消费者健康意识提升, 预计燕麦奶等植物基饮品将逐步放量。其中, 预计 2023-2025 年植物基业务营业收入分别为 118.85/142.63/201.10 百万元, 同比增速分别为 34.92%/20.00%/41.00%; 营业成本分别为 109.39/128.35/177.12 百万元, 同比增速分别为 31.82%/17.33%/38.00%。

表 6: 公司收入和成本拆分 (按产品)

	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3091.49	3818.74	4628.01
yoy(%)	27.35%	23.52%	21.19%
营业总成本 (百万元)	2515.67	3015.59	3558.81
yoy(%)	18.14%	19.87%	18.01%
毛利率 (%)	18.63%	21.03%	23.10%
粉末油脂			
营业收入 (百万元)	2158.38	2628.81	3032.06
yoy(%)	23.35%	21.80%	15.34%
收入占比 (%)	69.82%	68.84%	65.52%
营业成本 (百万元)	1705.63	2061.25	2382.14
yoy(%)	12.61%	20.85%	15.57%
咖啡			
营业收入 (百万元)	465.43	714.14	1071.22
yoy(%)	117.92%	53.44%	50.00%
收入占比 (%)	14.58%	18.17%	22.91%

营业成本 (百万元)	385.70	522.18	694.26
yoy(%)	102.35%	35.38%	32.95%
植物基			
营业收入 (百万元)	118.85	142.63	201.10
yoy(%)	34.92%	20.00%	41.00%
收入占比 (%)	3.84%	3.73%	4.35%
营业成本 (百万元)	109.39	128.35	177.12
yoy(%)	31.82%	17.33%	38.00%
其他产品			
营业收入 (百万元)	235.08	225.68	222.07
yoy(%)	-8.11%	-4.00%	-1.60%
收入占比 (%)	7.36%	5.74%	4.75%
营业成本 (百万元)	211.81	203.34	207.40
yoy(%)	-10.00%	-4.00%	2.00%
其他业务			
营业收入 (百万元)	113.73	107.48	101.56
yoy(%)	-5.50%	-5.50%	-5.50%
收入占比 (%)	3.56%	2.73%	2.17%
营业成本 (百万元)	103.14	100.48	97.89
yoy(%)	-2.58%	-2.58%	-2.58%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

4.2 投资建议

公司作为植脂末行业龙头企业,在产品品质、生产规模、渠道和客户等方面已经形成多重优势壁垒。同时前瞻布局市场快速扩容的咖啡业务,第二增长曲线明晰,中长期增长动能强劲。此外,原料成本上行的不利因素已经逐步得到缓解,短期盈利能力将迎来修复。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 30.91/38.19/46.28 亿元,归母净利润分别为 2.66/3.65/4.75 亿元,对应每股收益分别为 0.67/0.91/1.19,对应的 PE 分别为 28.88/21.07/16.18。首次覆盖,给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价	每股收益(元)				市盈率(X)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300973.SZ	立高食品	115	67.94	0.85	1.84	2.62	3.59	80.02	37.02	25.98	18.91
300915.SZ	海融科技	32	35.63	1.04	1.43	1.98	2.74	34.37	24.86	18.01	12.98
605339.SH	南侨食品	83	19.47	0.38	0.86	1.16	1.44	51.24	22.60	16.85	13.48
平均								55.21	28.16	20.28	15.12
605300.SH	佳禾食品	77	19.22	0.29	0.67	0.91	1.19	66.63	28.88	21.07	16.18

资料来源: Wind, 上海证券研究所

备注: 可比公司预测均来自 Wind 一致预期,以 2023 年 6 月 26 日收盘价计算

5 风险提示：

原材料价格波动：公司主要原料有葡萄糖浆、玉米淀粉、植物油、乳粉、咖啡豆等，受到国际政策等影响，若价格产生较大波动将对公司盈利能力产生影响。

食品安全风险：公司作为茶饮及咖啡等食品饮料行业的原料供应企业，产品安全至关重要，若出现食品安全问题，将出现客户流失风险。

咖啡业务拓展不及预期：咖啡业务逐渐成为公司增长的新驱动，公司咖啡新产品不断推出，若渠道及客户拓展不及预期将影响新业务的市场开发进度。

市场需求下降的风险：公司生产的粉末油脂、咖啡、植物基等产品作为奶茶、咖啡、烘焙及麦片等食品饮料的重要原料，其业务的增减受下游行业的影响较大。若宏观经济或消费偏好发生重大不利变化，导致消费者对奶茶、咖啡、烘焙及麦片食品的消费需求严重下降，则下游的食品工业客户及餐饮连锁类客户将会减少对粉末油脂、咖啡、植物基及其他产品的购买量，进而影响到公司产品的销售。

汇率变动的风险：公司有一部分的业务出口，因此汇率的变动会产生汇兑损益进而影响公司的利润。如果未来人民币汇率继续出现较大幅度波动或单边持续波动，将对公司经营成果造成一定的影响。

产业政策变动的风险：植脂末、咖啡及其他固体饮料是中国食品行业重要的组成部分，一直以来国家对于该行业给予了大量政策支持和政策指导。如果未来的产业政策或行业规划出现变化，将可能导致公司的市场环境和发展空间出现变化，将给经营带来风险。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	541	783	1077	1631
应收票据及应收账款	422	353	408	465
存货	360	413	491	575
其他流动资产	831	1046	1246	1445
流动资产合计	2154	2595	3222	4116
长期股权投资	39	52	69	92
投资性房地产	25	20	15	8
固定资产	670	733	771	793
在建工程	44	44	52	51
无形资产	55	60	61	62
其他非流动资产	123	137	138	138
非流动资产合计	957	1047	1105	1143
资产总计	3111	3642	4327	5259
短期借款	555	740	987	1316
应付票据及应付账款	362	460	519	623
合同负债	15	20	23	29
其他流动负债	109	118	130	149
流动负债合计	1040	1339	1659	2117
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	49	53	53	53
非流动负债合计	49	53	53	53
负债合计	1090	1392	1713	2170
股本	400	400	400	400
资本公积	793	793	793	793
留存收益	830	1058	1423	1898
归属母公司股东权益	2022	2250	2615	3090
少数股东权益	0	0	-1	-1
股东权益合计	2022	2250	2614	3089
负债和股东权益合计	3111	3642	4327	5259

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	124	502	437	612
净利润	115	266	364	475
折旧摊销	78	93	106	116
营运资金变动	-72	103	-73	-26
其他	3	40	40	47
投资活动现金流量	-429	-386	-363	-353
资本支出	-107	-163	-154	-140
投资变动	-284	-209	-212	-216
其他	-38	-14	3	3
筹资活动现金流量	389	129	221	294
债权融资	50	184	247	329
股权融资	0	0	0	0
其他	339	-55	-26	-35
现金净流量	101	243	294	554

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2428	3091	3819	4628
营业成本	2129	2516	3016	3559
营业税金及附加	10	13	16	20
销售费用	67	94	148	209
管理费用	69	88	116	156
研发费用	29	45	68	95
财务费用	-18	-8	-13	-19
资产减值损失	-5	-6	-6	-6
投资收益	3	1	2	3
公允价值变动损益	16	0	0	0
营业利润	157	352	479	627
营业外收支净额	-4	-2	-2	-2
利润总额	153	350	477	625
所得税	37	84	113	150
净利润	115	266	364	475
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	115	266	365	475

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	12.3%	18.6%	21.0%	23.1%
净利率	4.8%	8.6%	9.6%	10.3%
净资产收益率	5.7%	11.8%	14.0%	15.4%
资产回报率	3.7%	7.3%	8.4%	9.0%
投资回报率	3.5%	8.7%	9.8%	10.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	1.2%	27.3%	23.5%	21.2%
EBIT 增长率	-32.3%	183.3%	35.7%	30.5%
归母净利润增长率	-23.4%	130.7%	37.1%	30.3%
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.67	0.91	1.19
每股净资产	5.05	5.62	6.54	7.72
每股经营现金流	0.31	1.26	1.09	1.53
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.87	0.92	0.96	0.97
应收账款周转率	7.30	7.98	10.04	10.60
存货周转率	5.88	6.51	6.67	6.68
偿债能力指标				
资产负债率	35.0%	38.2%	39.6%	41.3%
流动比率	2.07	1.94	1.94	1.94
速动比率	1.69	1.59	1.62	1.65
估值指标				
P/E	66.63	28.88	21.07	16.18
P/B	3.80	3.42	2.94	2.49
EV/EBITDA	35.72	17.57	13.34	10.22

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。