



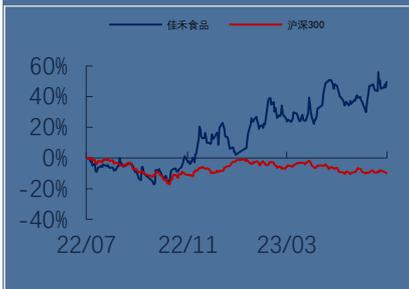
Research and
Development Center

深耕饮品供应链，多业务协同发力

—佳禾食品(605300)公司深度报告

2023年7月23日

马铮 食品饮料行业首席分析师
S1500520110001
13392190215
mazheng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
佳禾食品 (605300)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	22.12
52 周内股价波动区间 (元)	23.07-12.25
最近一月涨跌幅 (%)	10.60
总股本 (亿股)	4.00
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	88.48

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

深耕饮品供应链，多业务协同发力

2023 年 07 月 23 日

本期内容提要：

- ◆ **投资建议：**现制茶饮赛道持续扩容，公司下游茶饮客户持续拓店，有望拉动植脂末业务增长。咖啡业务是公司第二增长曲线。公司目前已拥有完整的咖啡产品线，能为客户提供一站式解决方案。公司旗下金猫咖啡品牌，依托于 B 端产品的技术优势，也开始布局 C 端。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.74/0.94/1.18 元，对应 PE 分别为 30.01/23.65/18.69 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **下游场景需求扩张带动植脂末行业增长。**奶茶、咖啡、烘焙以及麦片等领域持续增长的市场空间为植脂末市场的发展提供了重要的推动力。2016-2021 年国内现制茶饮的市场规模年复合增长率为 57.23%。由于植脂末行业具有产品品质要求不断提高、规模经济效益明显的特性，行业集中度有望进一步加强。
- ◆ **咖啡需求总量提升，精品速溶咖啡表现亮眼。**国内不同价格带的咖啡产品及业态大量涌现，它们快速培养起国内消费者对咖啡的成瘾性。长期趋势来看，目前国内咖啡的人均消费水平仍较低，而咖啡是强复购产品，后期咖啡市场仍有广阔空间。冷萃咖啡、冻干咖啡等精品速溶咖啡，兼顾便捷性与风味品质，能满足消费者在特定场景的需求，日趋受到市场和消费者的认可。
- ◆ **植脂末业务发展稳健，23 年需求回暖营收增长有弹性。**公司深耕植脂末赛道，已掌握了多项关键技术。随着产能的逐步释放，植脂末业务规模优势逐渐显现。公司凭借多年的研发优势、实时跟进消费偏好变化，每年推出多项新产品，以满足终端消费者差异化的消费需求。22 年受疫情影响，植脂末业务营收下滑，展望 23 年需求回暖植脂末业务有望加速增长。长期来看，受益于下游现制茶饮行业扩容、以及海外市场拓展，公司植脂末业务有望保持稳健增长。
- ◆ **咖啡和植物基增长迅速，有望成为新增长点。**公司 2015 年开始布局咖啡业务，通过引进国外先进设备、构建专业团队，目前已拥有完整的咖啡产品线，能为客户提供一站式解决方案。公司积极扩建咖啡产能，布局精品速溶咖啡高景气赛道，同时加强与云南咖啡产区合作，强化供应链能力。植物基近年来发展迅速，公司依托 B 端茶饮和咖啡类客户开发椰子为原料的产品，同时推出 C 端“非常麦”燕麦奶品牌。随着营养健康的理念深入人心，植物基产品有望持续受益。
- ◆ **风险因素：**原材料价格上涨超预期；产能投放不及预期；下游客户流失的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,399	2,428	3,162	3,863	4,648
增长率 YoY %	28.0%	1.2%	30.3%	22.2%	20.3%
归属母公司净利润(百万元)	151	115	295	374	474
增长率 YoY%	-30.2%	-23.4%	155.6%	26.9%	26.5%
毛利率%	13.6%	12.3%	18.7%	19.1%	19.6%
净资产收益率 ROE%	7.7%	5.7%	13.0%	14.5%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.29	0.74	0.94	1.18
市盈率 P/E(倍)	57.14	61.33	30.01	23.65	18.69
市净率 P/B(倍)	4.41	3.50	3.90	3.42	2.95

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 07 月 21 日收盘价

目录

投资逻辑	5
1 植脂末领先企业，咖啡、植物基添新动力	6
1.1 深耕植脂末赛道，工艺水平领先	6
1.2 产品矩阵丰富，咖啡、植物基持续高增	6
1.3 B端渠道为主，布局C端市场	8
1.4 股权结构稳定，员工持股绑定利益。	9
2 现制饮品需求提升，催化供应链发展	11
2.1 下游需求扩张带动植脂末行业增长	11
2.2 咖啡需求总量提升、消费结构多元化	12
2.3 营业健康概念引领植物基饮品市场	13
3 植脂末：基石业务，核心在于供应链	15
3.1 研发端实力领先，规模化生产效率高	15
3.2 从工业客户到现制茶饮的迭代升级	15
3.3 顺应升级趋势，优化产品结构	16
4 咖啡：全产品线布局，提供一站式服务	18
4.1 引入先进生产技术，重视研发驱动	18
4.2 打造一站式咖啡产品服务	18
4.3 适应消费需求，优化产能布局	19
5 盈利预测	21
6 风险因素	23

表目录

表 1: 核心高管团队经验丰富	10
表 2: 植脂末行业取得多项研发成果	15
表 3: 2016 年公司前五大客户	16
表 4: 2020 年 1-9 月公司前五大客户	16
表 5: 金猫咖啡产品线齐全	19
表 6: 公司定增项目募投产能	20
表 7: 公司收入预测	21
表 8: 可比公司估值对比	22

图目录

图 1: 佳禾食品发展历程	6
图 2: 咖啡、植物基以及其他固体饮料占比提升	7
图 3: 产品以植脂末为主	7
图 4: 植脂末业务保持相对稳定增长	7
图 5: 咖啡业务持续高增长	7
图 6: 原材料以乳粉、植物油为主	8
图 7: 2023 年主要原材料价格趋势下降	8
图 8: 佳禾食品品牌矩阵	8
图 9: 直销渠道为主，经销渠道为辅	9
图 10: 公司前五大客户占比较高	9
图 11: 业务以国内市场为主	9
图 12: 华东地区营收占比最高	9
图 13: 创始人绝对控股，股权结构稳定	10
图 14: 植脂末产业链结构	11
图 15: 植脂末消费规模增长稳健	11
图 16: 现制茶饮市场规模快速增长	11
图 17: 咖啡各加工环节	12
图 18: 2016-2021 年中国咖啡市场规模 CAGR 11.6%	13
图 19: 国内人均咖啡消费量相比海外偏低	13
图 20: 2016-2021 年中国现磨咖啡市场 CAGR 32.52%	13
图 21: 精品速溶咖啡相比传统速溶咖啡增长更快	13
图 22: 2016-2020 年植物基市场规模复合增长为 19.6%	14
图 23: 燕麦奶市场规模保持高增长	14
图 24: 蜜雪冰城采购植脂末金额高增长	16
图 25: 公司在蜜雪冰城的采购比例趋势提升	16
图 26: 公司零反脂产品占比明显提升	17
图 27: 公司推出功能性粉末油脂新品	17

图 28: 领先的电子鼻检测设备.....	18
图 29: 金猫咖啡 GEA 热萃取线.....	18
图 30: 速溶咖啡粉产能利用率有提升空间.....	20
图 31: 已投入产能以焙烤咖啡豆、速溶咖啡为主.....	20

投资逻辑

市场担心公司下游大客户选择自建供应链。我们认为：公司深耕植脂末行业，在供应链方面已取得较强的竞争优势。公司持续做大植脂末体量，形成规模化效应，并不断研发创新产品，加强对于客户的服务。同时，公司通过开发中小客户以分担大客户流失的风险。公司积极开拓经销商渠道、推动市场下沉，同时在烘焙、餐饮等场景做跨界推广，以提升中小客户的占比。

我们对佳禾食品的核心推荐逻辑如下：

1、植脂末业务发展稳健，有望持续受益于下游客户需求提升。公司深耕植脂末赛道，已掌握了多项关键技术。随着产能的逐步释放，植脂末业务规模优势逐渐显现。22 年受疫情影响，植脂末业务营收下滑，展望 23 年需求回暖植脂末业务有望加速增长。受益于下游现制茶饮行业扩容、以及海外市场拓展，公司植脂末业务有望保持稳健增长。

2、咖啡业务是公司第二增长曲线。咖啡市场持续扩容，目前国内咖啡的人均消费水平仍较低，未来咖啡市场仍有广阔空间。公司积极扩建冻干、冷萃咖啡产能，以匹配消费者的需求升级。随着下游连锁咖啡客户持续放量，以及新客户的开发，公司咖啡业务有望保持高增。同时咖啡产能利用率提升，也有望带动毛利率的提升。

3、植物基业务 BC 兼顾，发展迅速。公司依托 B 端茶饮和咖啡类客户开发以椰子为原料的产品，同时在 C 端主推燕麦奶品牌“非常麦”。随着健康、环保的理念深入人心，公司植物基产品有望持续受益。

1 植脂末领先企业，咖啡、植物基添新动力

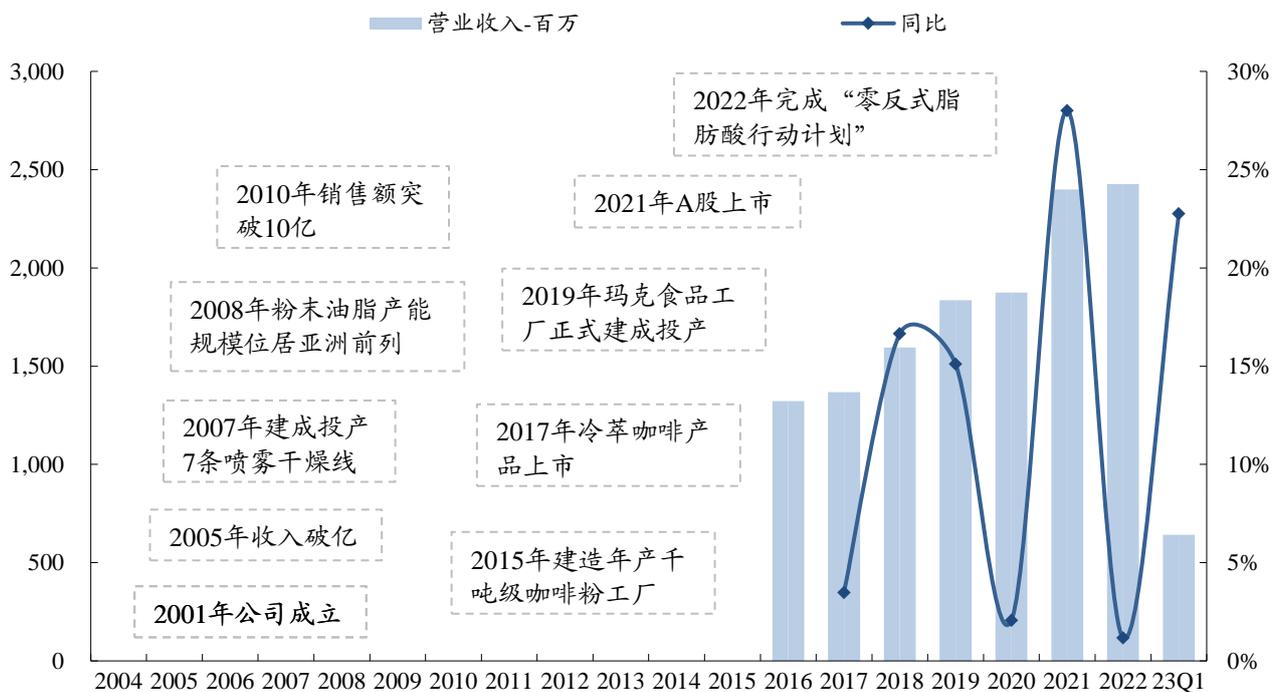
1.1 深耕植脂末赛道，工艺水平领先

公司是国内植脂末行业的领先企业。2001 年公司成立于江苏吴江，二十余载聚焦于以植脂末为核心的研发、生产和销售。2015 年公司建造年产千吨级咖啡粉工厂，开始拓展咖啡业务。公司目前主要业务包括植脂末、咖啡、植物基以及其他固体产品，旗下拥有“非常麦”、“晶花”、“金猫”、“佳芝味”等核心品牌，覆盖数十个产品系列。

前期聚焦植脂末赛道。2001 年公司成立，当年即建成投产第一条喷雾干燥线，实现稳定生产；2005 年，公司销售收入首次突破亿元；2007 年，公司建成投产七条喷雾干燥线，年营业额达到 4.5 亿元。2008 年，公司粉末油脂系列产品产能规模位居亚洲前列；2010 年，公司销售额首次突破 10 亿元大关。

从植脂末业务向咖啡、植物基等赛道延伸。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；2017 年冷萃咖啡产品上市，实现冷萃咖啡工业化；2019 年，玛克食品工厂正式建成投产，南通佳之味食品有限公司开工建设；2022 年金猫咖啡获得“国家高新技术企业”认定，同年公司完成“零反式脂肪酸行动计划”。

图 1: 佳禾食品发展历程



数据来源: Wind、公司官网, 信达证券研发中心

1.2 产品矩阵丰富，咖啡、植物基持续高增

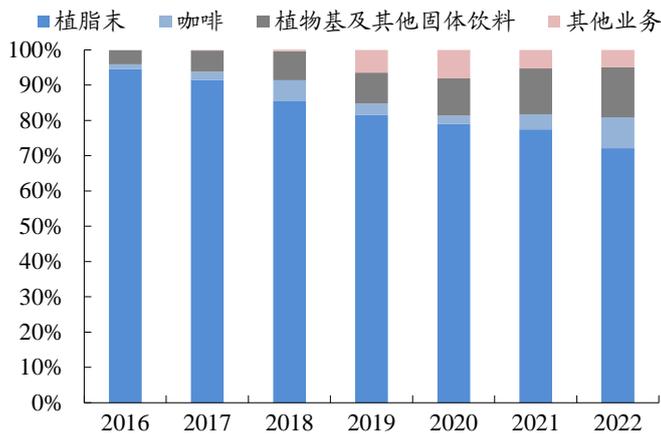
植脂末占据主力，咖啡第二成长曲线亮眼。目前公司已构建以植脂末为主、咖啡及各类固体饮料并重的产品布局。公司产品矩阵丰富，覆盖面广，除了植脂末、咖啡产品之外，公司产品还包含有燕麦奶、椰浆、椰子粉、糖浆等。

植脂末是基石业务，营收占比超过七成。植脂末业务保持稳健增长，2016-2022 年营收复合增长为 5.8%，其中销量复合增长 2.3%。2022 年植脂末业务实现营收 17.5 亿元，同比下降 5.8%，主要由于受疫情的影响，但营收占比仍有 72.08%。

持续发力咖啡业务，咖啡营收贡献逐年提升。咖啡业务快速放量，2016-2022年营收复合增长为51.1%，其中销量复合增长39.2%。2022年公司咖啡业务营收2.14亿元，同比增长109.4%，仍然保持高增。

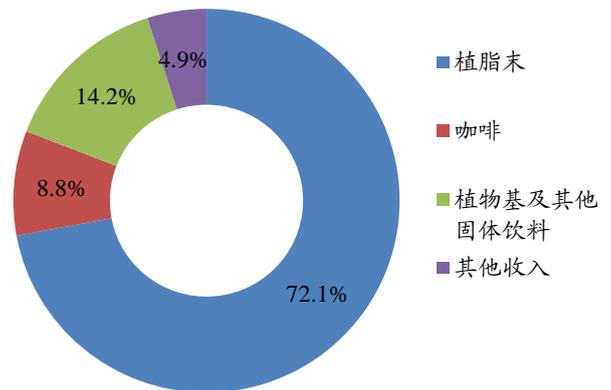
植物基以及其他固体饮料业务营收占比逐年增加。公司植物基系列产品主要分为两大类，第一类是以椰子为原料的产品，例如椰乳和椰子粉等，主要用于茶饮和咖啡类客户的饮品。第二类是自主研发的燕麦奶产品。2022年前三季度植物基业务接近七千万的规模，其中椰子类产品占比接近50%。

图2：咖啡、植物基以及其他固体饮料占比提升



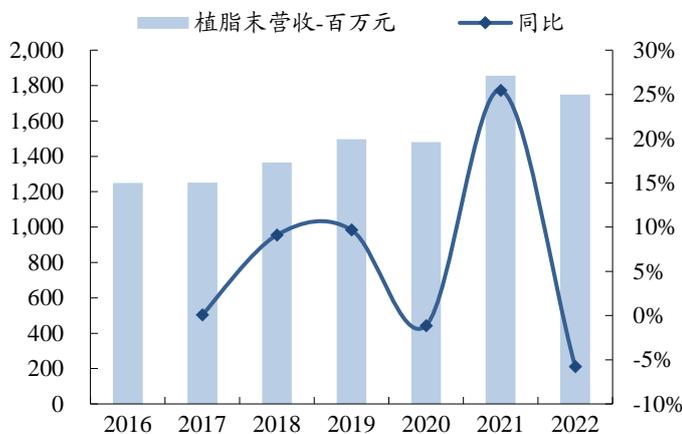
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图3：产品以植脂末为主



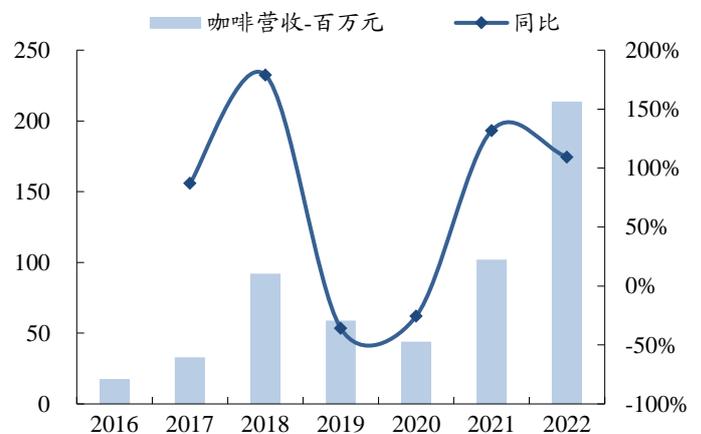
资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：数据截止2022年末

图4：植脂末业务保持相对稳定增长



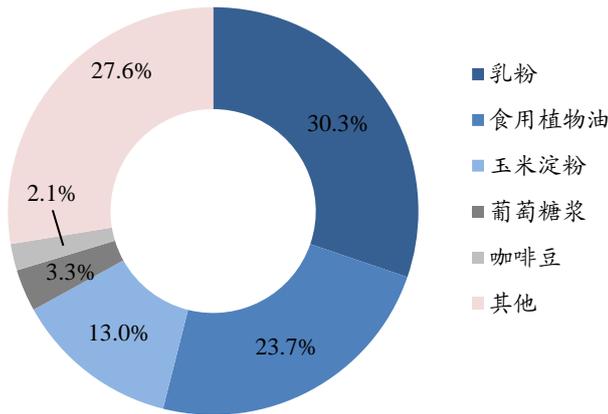
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图5：咖啡业务持续高增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

低基数下，2023年业绩有望实现高增。受疫情影响，营收增速放缓。2022年公司实现营收24.28亿元，同比上升1.17%。原材料价格回落，利润率有望回升。公司主要原材料为葡萄糖浆，食用植物油，乳粉、咖啡豆等大宗商品。2022年油脂等原材料涨价，导致毛利率、净利率逐步下降。展望2023年，随着原材料价格回落，利润端有望展现出较大弹性。

图 6：原材料以乳粉、植物油为主


资料来源：佳禾食品招股说明书，信达证券研发中心 注：数据截止 2020 年 1-9 月

图 7：2023 年主要原材料价格趋势下降


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司旗下有**非常麦、晶花、金猫和佳芝味**四大品牌。晶花品牌专注于食品配料产品，尤其是其粉末油脂系列产品稳居全球前列，是中国规模较大、产品线完整的食品配料专业生产加工品牌。金猫品牌专注于咖啡产品供应，用专业团队提供专业服务，用全球优质咖啡豆与大型进口的烘焙系统和专业萃取线，打造咖啡领域的黄金品牌。佳芝味专注于糖浆产品，拥有先进的生产设备，糖浆产品色值低、纯度高。品牌集研发、生产、销售、服务于一体，打造糖浆产品领域的高质量品牌。非常麦品牌专注于健康植物蛋白饮品的研发、探索与推广，其目标为打造可持续促进“健康、快乐、环保”的国民生活的产品。

图 8：佳禾食品品牌矩阵

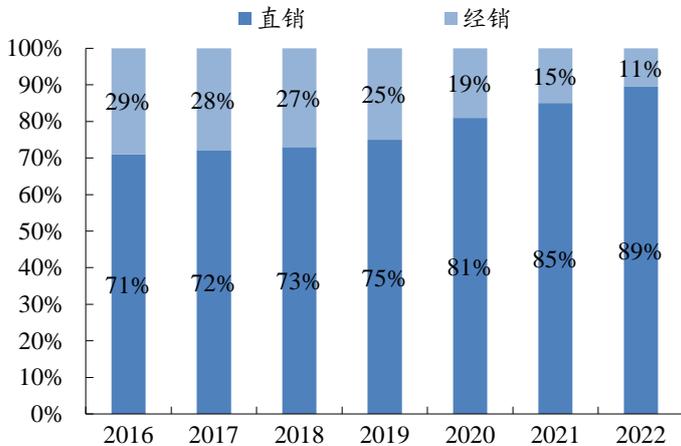

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.3 B 端渠道为主，布局 C 端市场

渠道模式以**直销为主、经销为辅**。2022 年直销占比近 9 成，前五大客户占比近 5 成。公司采取了直销与经销相结合的销售模式，既能加强对直接客户的开发及对终端市场的把握，又能借助经销商的渠道降低交易成本、扩大市场覆盖面、节省运输及仓储成本。凭借自身的产能和研发优势，公司与 B 端大客户深入合作绑定，下游客户不仅包含统一、香飘飘、娃哈哈、联合利华、TORABIKA（印尼）等知名食品工业企业，也不乏“CoCo 都可”、“85°C”、“沪上阿姨”、“古茗”、“益禾堂”、“蜜雪冰城”等消费者耳熟能详的餐饮连锁品牌。

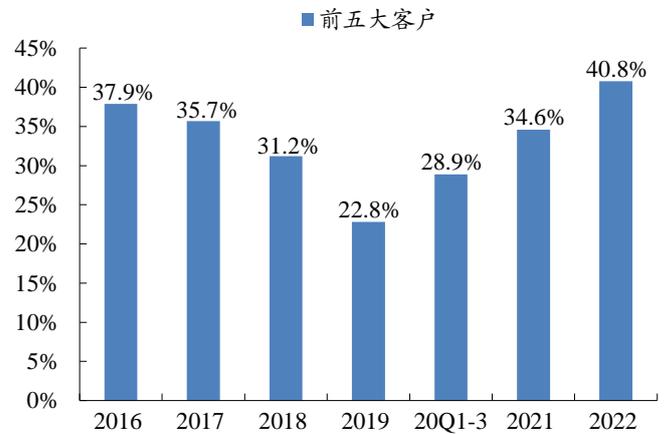
积极拓展 C 端渠道。面向 C 端渠道销售的“非常麦”燕麦奶、“金猫”咖啡、“苏小丸”预制甜品等产品，快速扩张渠道，提高企业盈利能力。“金猫咖啡”及“非常麦”这两支产品作为公司 C 端业务推广的两支品牌，通过经销商渠道线上线下推广。

图 9：直销渠道为主，经销渠道为辅



资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，信达证券研发中心

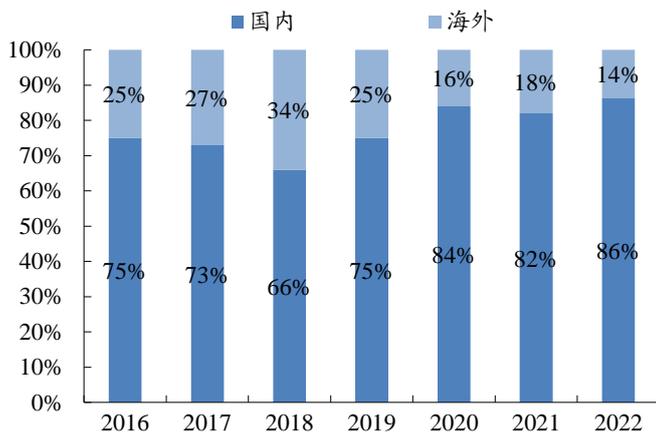
图 10：公司前五大客户占比较高



资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，信达证券研发中心

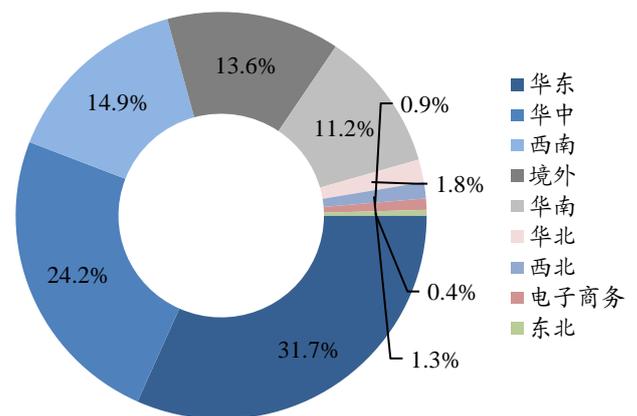
立足国内市场，开拓东南亚市场。公司拥有较为完善的国内外营销网络体系及销售渠道。国内业务方面，公司建立了以华东、华南等消费集聚地为核心，并全面覆盖华北、西南、华中、东北、西北等七大区域的销售布局，同时设置了二十余处区域营销及服务分支机构，持续地进行市场开拓和客户服务。在国外，公司采取强强联合的经营策略，寻找“战略伙伴”，同时通过国际销售团队，形成了以新加坡为中心，覆盖马来西亚、印度尼西亚等东南亚市场的销售布局。目前公司已建立的营销服务网络覆盖全球 20 多个国家和地区，立足国内市场，开拓国外市场。

图 11：业务以国内市场为主



资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，信达证券研发中心

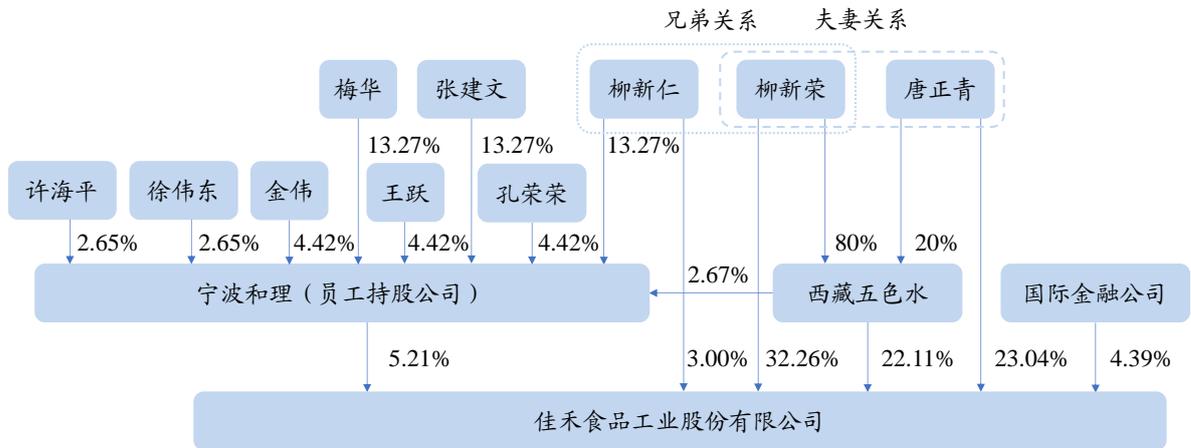
图 12：华东地区营收占比最高



资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：数据截止 2022 年末

1.4 股权结构稳定，员工持股绑定利益。

创始人绝对控股，股权结构集中。柳新荣夫妇直接和间接通过西藏五色水、宁波和理合计持有公司 77.41% 股份，是公司实际控制人；其弟柳新仁直接和间接通过宁波和理共持有公司 3.69% 股份。员工持股平台绑定核心骨干利益，2018 年公司成立员工持股平台公司宁波和理对共计 36 名公司主要管理人员进行激励，使公司股东及员工与公司利益高度绑定。

图 13: 创始人绝对控股, 股权结构稳定


数据来源: Wind、佳禾食品招股说明书, 信达证券研发中心 注: 截止 2023 年 3 月 31 日

表 1: 核心高管团队经验丰富

姓名	职务	入职时间	相关经历	薪酬-万元
柳新荣	董事长、总经理	2001 年	1973 年 7 月生, 中专学历, 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。	197.20
徐伟东	副总经理	2017 年	1974 年 7 月生, 大专学历。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。2018 年至今任本公司副总经理。	64.33
柳新仁	副总经理	2004 年	1976 年 5 月生, 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。2018 年至今任公司董事, 副总经理, 董事会秘书。	92.61
张建文	副总经理	2002 年	1967 年 1 月生, 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。2018 年至今任公司董事, 副总经理。	89.01
王伊宁	财务总监	2014 年	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。	

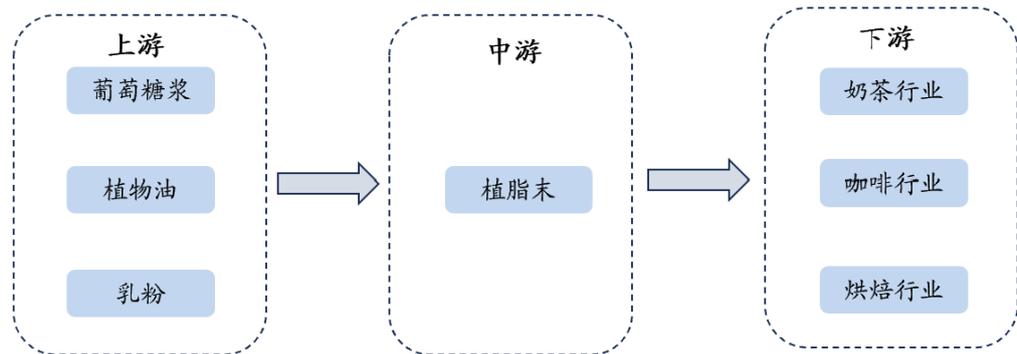
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2 现制饮品需求提升，催化供应链发展

2.1 下游需求扩张带动植脂末行业增长

植脂末下游应用场景广泛。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组织、增香增味，并能够明显提升食品及饮料口感的醇厚度、顺滑度和饱满度，植脂末已成为奶茶、咖啡制品的常用配料，又常用于速溶麦片及蛋糕、饼干等烘焙食品，在现代食品生产和加工中具有重要的作用。

图 14：植脂末产业链结构



数据来源：佳禾食品招股说明书，信达证券研发中心

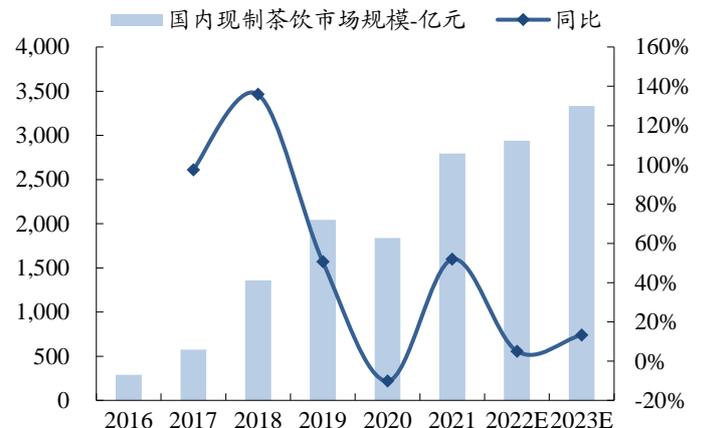
不断提升的植脂末需求为行业发展提供了广阔的市场空间。奶茶、咖啡、烘焙以及麦片等领域持续增长的市场空间为植脂末市场的发展提供了重要的推动力。随着我国经济水平不断上升，国民人均可支配收入呈现快速增长的态势，人们对饮品品质的追求越来越高，因现制茶饮具有现场即时制作、加工过程透明、口味可根据顾客喜好灵活调配等多项特点，促使现制茶饮快速融入年轻消费群体的生活，直接推动了现制茶饮行业快速增长。国内现制茶饮的市场规模由 2016 年的 291 亿元增长至 2021 年的 2,796 亿元，年复合增长率为 57.23%。

图 15：植脂末消费规模增长稳健



资料来源：佳禾食品招股说明书，信达证券研发中心

图 16：现制茶饮市场规模快速增长



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，信达证券研发中心

植脂末出口量保持快速增长态势。随着国内植脂末生产商在植脂末研发及制造能力、成本等方面优势逐渐凸显，国内植脂末产品陆续出口至海外多个市场，其中东南亚地区已成为国内植脂末产品出口的主要地区之一。根据中国食品报引用的海关统计数据，2016-2018

年，国内植脂末产品出口量保持逐年增长态势，分别为 13.75 万吨、15.33 万吨和 19.59 万吨，复合增长率达到 19.36%。

植脂末行业集中度有望进一步加强。2018 年佳禾食品植脂末产品销售规模在国内市场的占有率为 14.33%，在出口市场的占有率为 26.85%。国外厂家较少在植脂末细分领域完全参与市场的直接竞争。国外植脂末厂家以雀巢、奇异鸟及超级集团等公司为代表，大多建立自身的植脂末生产产能，以保障内部食品生产链条的完整和供应的可靠性。由于植脂末行业具有产品品质要求不断提高、规模经济效应明显、技术研发水平越发重要等行业特征，同时兼具原材料价格波动等因素的影响，小型企业难以在短期内提升经营规模从而降低单位成本，同时其抵御风险的能力也较弱，在市场竞争中的生存空间将不断受到挤压，因此，未来植脂末行业的产能有进一步集中的趋势。

2.2 咖啡需求总量提升、消费结构多元化

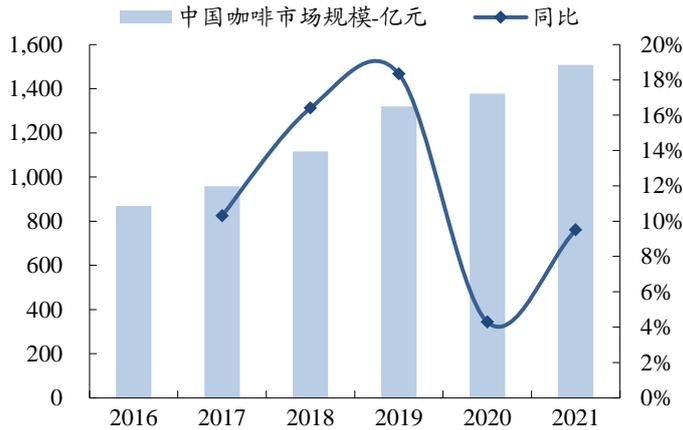
咖啡主要由咖啡豆制成，由于咖啡豆含有丰富的咖啡因等生物碱、绿原酸、粗多糖、有机酸、咖啡油脂等成分，具有独特的醇香口味和提神的作用。国内咖啡整体产业链，可以划分为上游种植、中游深加工和下游流通三个环节。目前市场上咖啡主要分为现磨咖啡、速溶咖啡和即饮咖啡等产品类型。

图 17：咖啡各加工环节

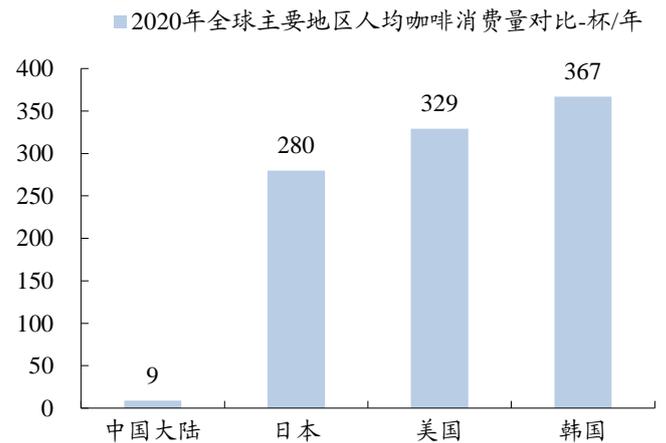


数据来源：金猫咖啡微信公众号，信达证券研发中心

国内咖啡行业是高成长赛道。消费者摄入现磨咖啡的目的从初期的社交性场景需求，已经发展成为功能性需求，大多数人已从生理或心理对咖啡产生了依赖，尤其是一线城市消费者因工作压力较大，提神的生理需求已成为咖啡饮用的主要原因。同时，我国咖啡消费渗透率相比国外成熟市场仍有很大提升空间，相比全球主要成熟咖啡市场年人均咖啡消费杯数平均值为 449 杯，而我国年人均咖啡消费杯数仅为 9 杯。

图 18: 2016-2021 年中国咖啡市场规模 CAGR 11.6%


资料来源: 智研咨询, 信达证券研发中心

图 19: 国内人均咖啡消费量相比海外偏低


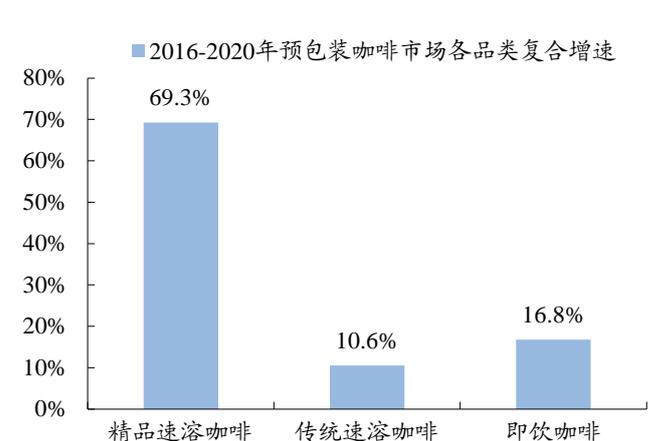
资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 信达证券研发中心

咖啡行业消费结构呈现多元化的趋势。随着消费者消费理念的不断成熟，其对口味、价格、便利性等方面需求日趋多元化。传统速溶咖啡的增长遇到了瓶颈，升级版的速溶咖啡、现制咖啡等开始不断发展。现磨咖啡的风味更佳，尽管价格相应较高，但市场依然保持了快速增长。国内现磨咖啡行业规模从 2017 年的 284 亿元增长至 2021 年的 876 亿元，年均复合增长率高达 32.52%。精品预包装咖啡因其工艺特点能够保留更好的咖啡风味，日益受到消费者的追捧。2016 年-2020 年，预包装咖啡市场因受到精品速溶咖啡的驱动，年均复合增长率为 26.01%，其中精品速溶咖啡增速最快，年均复合增长率为 69.25%，传统速溶咖啡和即饮咖啡的年均复合增长率分别为 10.55% 和 16.78%。

品质咖啡渐成热点，冻干咖啡备受青睐。冻干技术使用了冷冻和升华等独特工艺，生产出来的咖啡具有溶解性好、溶解速度快、溶解温度低等特点，饮用的便捷性得到进一步的提升；同时，低温留香工艺能够最大限度地保持咖啡的浓郁香气，因此冻干咖啡作为兼顾便捷性与风味品质的速溶咖啡产品，已逐步赢得了市场和咖啡消费者的认可。我国冻干咖啡粉市场规模由 2017 年的 1.14 亿元增长至 2021 年的 17.52 亿元，年均复合增长率为 98.00%。

图 20: 2016-2021 年中国现磨咖啡市场 CAGR 32.52%


资料来源: 蜜雪冰城招股说明书, 信达证券研发中心

图 21: 精品速溶咖啡相比传统速溶咖啡增长更快


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

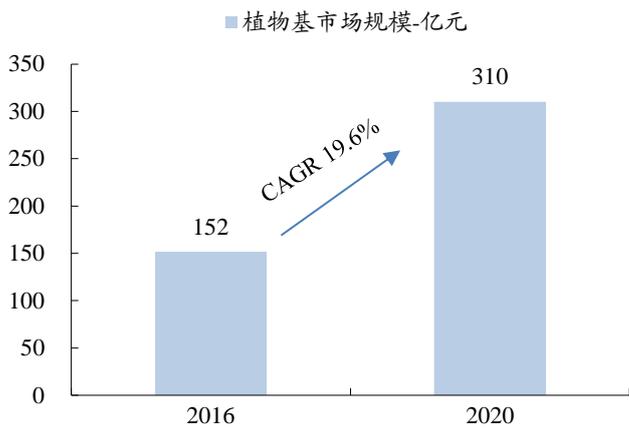
2.3 营业健康概念引领植物基饮品市场

植物基奶以“牛奶替代品”的定位推向市场，发展迅速，市场空间广阔。近年来，植物基奶市场快速崛起，植物基奶以“牛奶替代品”的定位推向市场，更符合消费者日益增长的营养

健康需求，且更符合当前低碳环保的发展趋势。植物蛋白食品研发中，酶制剂有助于改进植物蛋白的营养、感官及功能性质。专一酶法处理保留优质可溶性膳食纤维、对营养和口感起积极作用，使产品可搭配咖啡和茶饮等创造更多风味。

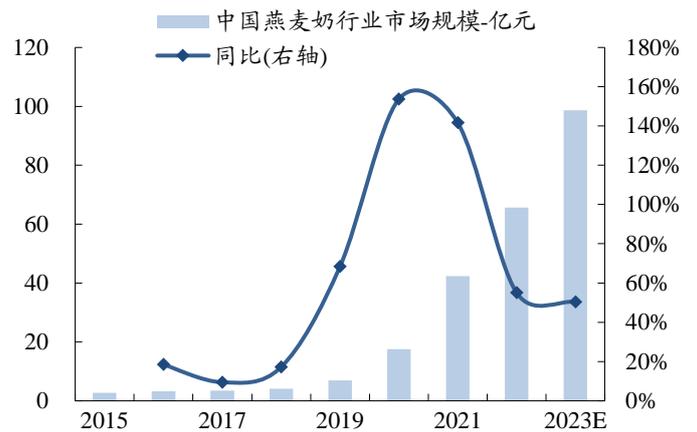
植物基行业快速增长，燕麦奶品类脱颖而出。国内植物基奶主要品类包括豆奶、燕麦奶和椰奶。我国植物奶市场规模从2016年的151.75亿元增长至2020年的310.26亿元，年均复合增长率为19.58%，保持高速增长。燕麦奶作为近年来新兴起的高附加值品类以远高于行业整体的速度增长。根据《2023年植物基新茶饮白皮书》，我国燕麦奶市场规模由2019年的6.9亿元增长至2021年的42.3亿元，年均复合增长率为147.60%，预计2025年市场规模将达到209.8亿元。

图 22: 2016-2020 年植物基市场规模复合增长为 19.6%



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 燕麦奶市场规模保持高增长



资料来源: 《2023年植物基新茶饮白皮书》, 信达证券研发中心

3 植脂末：基石业务，核心在于供应链

3.1 研发端实力领先，规模化生产效率高

深耕植脂末领域，公司已掌握多项关键技术。作为国内较早进入粉末油脂行业的企业之一，公司构建了较为完整、专业、高效的研发体系，已组建一支拥有六十余名以食品科学为主要学科背景、有着丰富行业经验的研发团队。公司曾荣获“国家科学技术进步奖二等奖”，标志着公司创新能力达到新的高度，公司自主研发的粉末油脂包埋微胶囊化工艺技术，已达到行业领先水平，植脂末产品也被认定为江苏省“专精特新”产品。

随着产能的逐步释放，植脂末业务规模优势逐渐显现。规模化生产的企业能够采用自动化、节能化较高的大型生产设备，从而带来更高的生产效率，更稳定、安全的品质保证。同时，也有着稳定的经营活动现金流及利润规模，可以保证相对较高的技术研发投入，从而保持产品的品质优势，提高公司的核心竞争力。新进入者难以在短时间内达到一定的业务规模。

表 2: 植脂末行业取得多项研发成果

序号	研发项目	研发成果
1	油脂的包埋——微胶囊化技术	公司自主研发的微胶囊化技术在行业中保持领先地位，可实现 40% 脂肪含量以下的产品“表面油脂含量占脂肪的比例”数值低于 1%，显著提升了植脂末产品的溶解性、流动性及复原乳状液稳定性。
2	耐酸植脂末技术	公司自主研发出零蛋白植脂末，可使得产品的耐酸性能低至 pH3.0，并兼具良好的增白效果和独特的风味。
3	冷溶植脂末技术	公司通过自主研发及改进产品配料和加工工艺，生产出冷溶植脂末产品，能够实现在冰水混合物（0°C）中良好溶解。
4	高固形物料浆技术	公司通过自主研发的高固形技术工艺可以在减少生产配料用水的同时，使得料浆乳化形状保持稳定，实现料浆较低的含水率，从而显著降低产品能耗成本。
5	喷雾干燥粉体化技术	公司通过对换热理论的研究，采用直热技术进行喷雾干燥，极大的提升了热能利用效率，降低产品单位能耗。

数据来源：佳禾食品招股说明书，信达证券研发中心

3.2 从工业客户到现制茶饮的迭代升级

顺应品类发展，实现大客户迭代升级。公司原有主要客户有统一、娃哈哈、香飘飘等食品工业企业，近年来随着现制茶饮行业发展不断开拓茶饮连锁客户，目前已开拓蜜雪冰城、古茗、沪上阿姨、茶百道等大型连锁茶饮客户。目前与公司稳定合作的饮品品牌数量达到近两百个，通过与客户的长期合作，公司的产品得到客户充分认可，树立了良好的市场形象。

为客户提供解决方案，加强客户粘性。下游客户对于植脂末厂商具有一定的黏性，一旦选定了某种植脂末产品，在饮料开发或销售过程中，一般不会频繁更换供应商，这是因为不同生产厂商的植脂末的口味、品质各不相同。公司在服务方面有优势，为客户提供定制化产品，可以满足客户多样化、功能化的产品需求。公司通过组建专门的产品研究室，持续进行风味和功能化产品的开发。公司凭借多年的研发优势，实时跟进消费偏好变化，每年推出多项新产品，以满足终端消费者差异化的消费需求。

表 3: 2016 年公司前五大客户

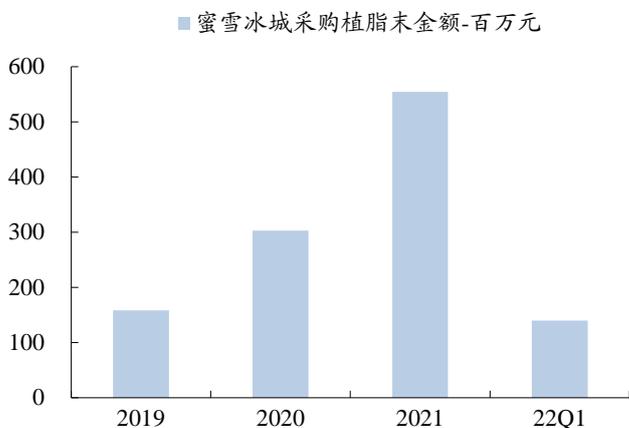
客户名称	销售金额-万元	销售占比
统一企业（中国）投资有限公司	16,477	12.5%
香飘飘食品股份有限公司	16,442	12.4%
Golden key Co., Ltd	6,801	5.2%
GOLDEN CHEMICAL SDN.BHD	5,310	4.0%
上海肇亿商贸有限公司	4,996	3.8%
小计	50,026	37.9%

数据来源：佳禾食品招股说明书，信达证券研发中心

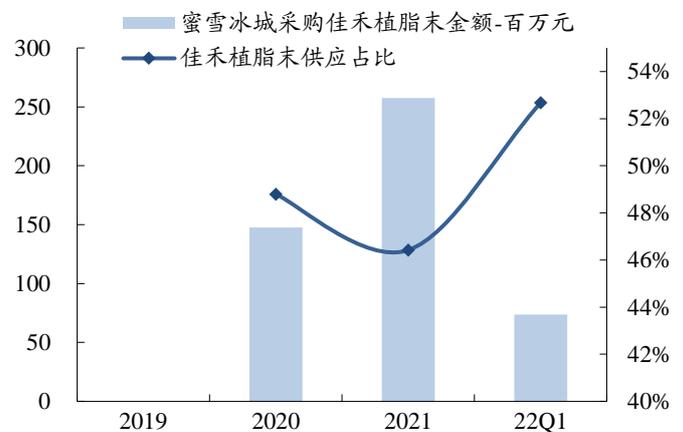
表 4: 2020 年 1-9 月公司前五大客户

客户名称	销售金额-万元	销售占比
河南大咖食品有限公司	9,209.78	7.29%
浙江古茗科技有限公司	7,509.51	5.94%
上海肇亿商贸有限公司	6,942.31	5.49%
L and Z Pte Ltd	6,703.20	5.31%
上海臻黔贸易商行	6,166.29	4.88%
小计	36,531.09	28.91%

数据来源：佳禾食品招股说明书，信达证券研发中心

图 24: 蜜雪冰城采购植脂末金额高增长


资料来源：蜜雪冰城招股说明书，信达证券研发中心

图 25: 公司在蜜雪冰城的采购比例趋势提升


资料来源：蜜雪冰城招股说明书，信达证券研发中心

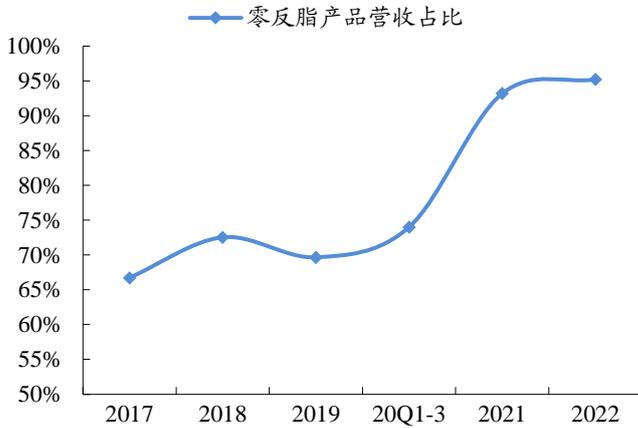
3.3 顺应升级趋势，优化产品结构

实现植脂末全面清零计划。为持续推进行业健康发展，响应世卫组织的号召，公司致力于推动零反脂植脂末全面替代含反脂植脂末产品，并制定了相应的总体目标和实施计划《零反式脂肪酸行动计划》：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。自发布《零反式脂肪酸行动计划》以来，公司大力组织科研力量开展技术攻关、产品创新，致力于零反脂植脂末产品的推广与应用。在研发层面，公司针对零反脂植脂末进行了多层次的研发，植脂末产品彻底告别反式脂肪酸，提前一年完成世界卫生组织（WHO）关于从全球食品供应中消除工业生产的反式脂肪酸的号召。截至

2022 年末，公司 95.22%的销售收入来源于零反脂产品，公司已全面停售含反脂产品。

顺应粉末油脂产品健康化和功能化的发展趋势。公司研究开发满足市场需求的功能性粉末油脂产品，在进一步优化产品结构、丰富产品品种的同时，带动粉末油脂产品的升级和健康发展。公司紧抓功能性食品市场，在粉末油脂领域不断突破创新，推出了亚麻酸系列、结构酯系列、DHA 系列等粉末油脂创新产品。

图 26: 公司零反脂产品占比明显提升



资料来源: 佳禾食品招股说明书、公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 公司推出功能性粉末油脂新品



资料来源: 佳禾餐饮服务微信公众号, 信达证券研发中心

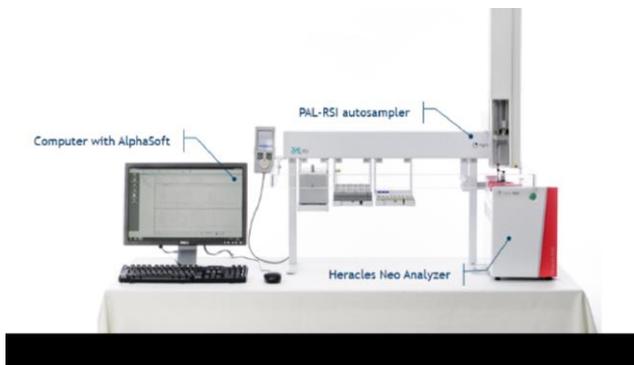
4 咖啡：全产品线布局，提供一站式服务

4.1 引入先进生产技术，重视研发驱动

金猫咖啡引入进口专业咖啡生产线。公司自设立以来高度重视生产线工艺和技术研发工作，以技术和配方驱动业务发展，形成了独特的配方及先进的工艺。公司在咖啡领域拥有冷萃冰滴咖啡技术、低咖啡因速溶咖啡技术、电子鼻电子舌风味检测等核心技术。公司引进了欧洲领先的电子鼻检测设备，用于精密监测和调控产品的香气。金猫咖啡工厂和大师品鉴馆门店，从德国引进共 6 台先进的自控热风 Probat 烘焙机，总产量可达 3 吨/小时，年烘焙产能 2 万吨。在金猫咖啡的烘焙设备中，也包含大型 Neptune 3000 烘焙机，单批次可烘焙 600 千克咖啡豆，更大程度减少批次差异，使得烘焙效率更高，品质更稳定。并且，这一款咖啡机可接驳电脑程序，记录 999 条不同烘焙曲线，满足客户对于不同咖啡口味和烘焙深度的定制化需求。在咖啡萃取方面，金猫咖啡使用的是德国进口的全套 GEA 热萃取线，八柱萃取柱连续不间断生产，芳香回收系统，为热敏性咖啡液更好的保留香气风味，因此金猫咖啡在浓缩咖啡的萃取上，可以达到更高的得率，更稳定的品质。

公司生产线规模上有优势，可以满足大客户大批量供货需求。在咖啡行业里的烘焙工艺是相对简单的，生产线上的大机器来做这件事并不复杂，但是萃取、冻干、喷干工艺则相对复杂，比如喷雾干燥需要很大的生产通道，来使萃取液水分挥发变成粉状，冻干制取则更加复杂，因此对生产基地规模有很高要求。同时冻干技术设备投入资金较大，只有生产规模增加，产能利用率提升，才会产生规模效应。

图 28: 领先的电子鼻检测设备



资料来源：金猫咖啡微信公众号，信达证券研发中心

图 29: 金猫咖啡 GEA 热萃取线



资料来源：金猫咖啡微信公众号，信达证券研发中心

4.2 打造一站式咖啡产品服务

咖啡业务定位以 B 端客户为主，提供综合解决方案。公司从 2015 年就开始布局咖啡赛道，从最开始面向 B 端客户销售速溶咖啡，慢慢布局到精品咖啡豆、冷萃咖啡液、冻干咖啡粉、挂耳咖啡等。公司通过引入进口专业咖啡生产线以及持续的咖啡研发投入，已开发了包括精品咖啡豆、研磨咖啡粉、咖啡浓缩液、速溶咖啡粉及三合一咖啡饮料等完整咖啡产品线，并根据市场特殊需求，研发推出冷萃咖啡液。公司于 2018 年推出面向 C 端品牌“金猫咖啡”，包括精品咖啡豆、冷萃咖啡液、精品速溶咖啡粉等产品。公司目前客户群仍主要为专业的咖啡连锁客户以及众多的网红品牌。

表 5: 金猫咖啡产品线齐全

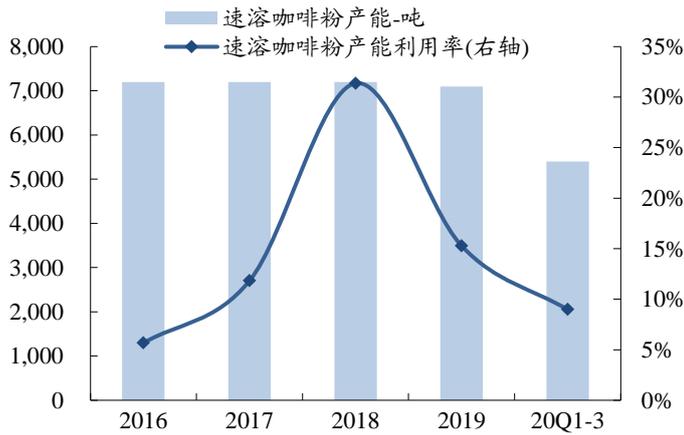
产品系列	产品图例	产品特点
精品咖啡豆		精选各类精品咖啡豆，并根据不同烘焙度打造多样风味。1、中浅度烘焙单品豆：耶加雪菲、云南、曼特宁、哥伦比亚等产品。2、中深度烘焙意式豆产品。
速溶咖啡粉		主要面向食品工业客户的咖啡原料产品：1、选用高品质咖啡豆，经过进口成熟烘焙、萃取及高温干燥工序而制成，品质稳定。2、采用丹麦香气回收技术，以减少咖啡香气损失。3、产品可根据客户需求进行定制化生产
三合一咖啡		通过高品质速溶咖啡粉与植脂末的搭配，可以提供各种咖啡风味，产品系列包括经典咖啡、白咖啡、拿铁咖啡、摩卡咖啡、椰香咖啡、炭烧咖啡及卡布奇诺咖啡等。
冷萃咖啡液		近年来流行的咖啡产品：1、精选阿拉比卡咖啡豆，通过 0~10°C 冷水滴萃、持续 8~12 小时连续精萃过滤而成。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。
冻干咖啡		近年来流行的咖啡产品：1、纯阿拉比卡咖啡豆。2、低温萃取头道咖啡液，高纯度无杂味。3、低温冻干，高度锁鲜。

数据来源：佳禾食品招股说明书，信达证券研发中心

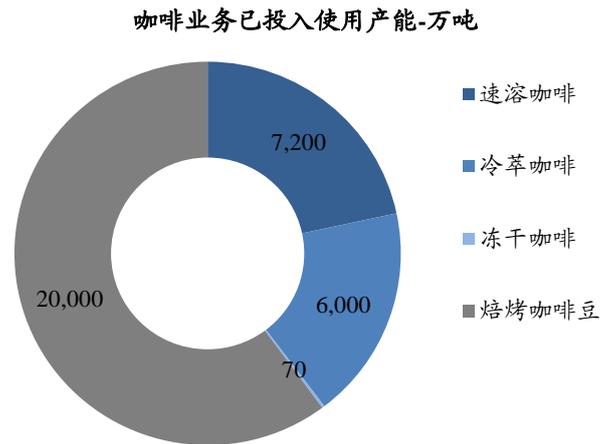
4.3 适应消费需求，优化产能布局

咖啡产能利用率爬坡，毛利率有望趋势提升。早期公司咖啡产品中，速溶咖啡粉是公司主要咖啡产品。长期以来受限于传统速溶咖啡品类的发展，速溶咖啡粉的产能利用率一直偏低。公司通过积极开拓工业客户以及出口市场，速溶咖啡粉产能利用率有望提升。同时毛利率较高的精品速溶咖啡占比提升，也有望带动咖啡业务毛利率稳步提升。

积极扩建冻干、冷萃咖啡产能，以适应消费者的需求升级。公司在咖啡扩建项目中，将升级冻干、RTD（即饮产品）生产、冷杀菌等生产工艺，建设智能化生产制造执行系统、综合能源管理系统等智能系统，实现生产工艺、智能化水平的双重升级。募投项目投向为咖啡领域，可帮助其优化产能，建设符合品质化消费时代咖啡产品格局的生产线，满足下游消费需求；完善产业布局，提高公司综合竞争力。

图 30: 速溶咖啡粉产能利用率有提升空间


资料来源: 佳禾食品招股说明书, 信达证券研发中心

图 31: 已投入产能以焙烤咖啡豆、速溶咖啡为主


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 数据截止 2021 年末

表 6: 公司定增项目募投产能

序号	项目名称
1	年产 16,000 吨焙烤咖啡豆
2	年产 3,000 吨研磨咖啡粉
3	年产 8,000 吨冷热萃咖啡液
4	年产 10,000 吨 RTD 即饮咖啡
5	年产 610 吨冻干及混合风味咖啡

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

5 盈利预测

我们预计公司 23-25 年实现营业收入分别为 31.62 亿元、38.63 亿元和 46.48 亿元，同比增速分别为 30.3%、22.2%和 20.3%，毛利率分别为 18.7%、19.1%和 19.6%。细分来看：

植脂末：现制茶饮品牌下沉三四线市场，下游奶茶客户持续拓店有望拉动公司植脂末业务增长。22 年下游客户受疫情影响需求较弱，我们预计 23 年植脂末业务在低基数下增长有望提速。我们预计公司 23-25 年植脂末业务实现收入分别为 22.60 亿元、26.51 亿元和 30.28 亿元，同比增长分别为 29.2%、17.3%和 14.2%。

咖啡：咖啡市场规模扩容，公司积极扩充产能匹配市场需求，下游咖啡客户的发展有望带动公司增长。公司旗下金猫咖啡依靠 B 端的技术优势，布局 C 端业务，也有望成为新的增长点。我们预计公司 23-25 年咖啡业务实现收入分别为 3.29 亿元、5.02 亿元和 7.32 亿元，同比增长分别为 54.0%、52.6%和 45.8%。

植物基：公司布局椰浆、燕麦奶植物基产品，随着消费者营养健康、低碳环保等意识提升，公司有望享受植物基饮品行业发展的红利。我们预计公司 23-25 年植物基业务实现收入分别为 1.25 亿元、1.75 亿元和 2.46 亿元，同比增长分别为 41.8%、40.4%和 40.4%。

费用端：公司布局 C 端业务，费用投入相对稳健，我们预计销售费用率较为平稳。我们预计公司 23-25 年销售费用率分别为 2.7%、2.7%和 2.7%。管理费用率相对平稳，我们预计 23-25 年管理费用率分别为 2.7%、2.6%和 2.6%。

基于上述假设，我们预计公司 23-25 年实现归母净利润分别为 2.95 亿元、3.74 亿元和 4.74 亿元，同比增长分别为 155.6%、26.9%和 26.5%。

表 7：公司收入预测

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
植脂末	收入-百万元	1,857	1,750	2,260	2,651	3,028
	YOY	25.5%	-5.8%	29.2%	17.3%	14.2%
	毛利率	15.2%	13.4%	21.7%	21.7%	21.7%
咖啡	收入-百万元	102	214	329	502	732
	YOY	109.1%	108.8%	54.0%	52.6%	45.8%
	毛利率	2.9%	10.8%	12.4%	15.6%	18.7%
植物基	收入-百万元	71	88	125	175	246
	YOY	147.3%	23.4%	41.8%	40.4%	40.4%
	毛利率	15.9%	5.8%	8.5%	10.3%	12.0%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

相对估值：对比 4 家可比上市餐饮供应链公司，佳禾食品 23 年估值水平要低于 4 家平均水平。公司深耕植脂末赛道，已掌握了多项关键技术。随着产能的逐步释放，植脂末业务规模优势逐渐显现。受益于下游现制茶饮行业扩容、以及海外市场拓展，公司植脂末业务有望保持稳健增长。咖啡业务是公司第二增长曲线。公司积极扩建冻干、冷萃咖啡产能，以匹配消费者的需求升级。随着下游连锁咖啡客户持续放量、以及新客户的开发，公司咖啡业务有望保持高增。

表 8: 可比公司估值对比

证券简称	TTM	EPS		TTM	PE		PEG	当前市值 (亿元)	当前股价 (元)
		23E	24E		23E	24E			
宝立食品	0.6	0.7	0.8	30.7	28.5	23.7	1.04	76.7	19.2
安井食品	4.3	5.0	6.3	34.8	29.8	23.8	0.92	437.5	149.2
立高食品	0.9	1.7	2.4	68.9	36.6	26.2	0.68	105.8	62.5
千味央厨	1.2	1.7	2.2	56.9	41.0	31.3	1.10	58.9	68.0
平均					34.0	26.3	0.94		
佳禾食品	0.4	0.7	0.9	54.8	30.0	23.6	0.86	88.5	22.1

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 更新于 2023 年 7 月 21 日。

投资建议: 现制茶饮品牌下沉三四线市场, 下游奶茶客户持续拓店有望拉动公司植脂末业务增长。22 年下游客户受疫情影响需求较弱, 我们预计 23 年植脂末业务在低基数下增长有望提速。公司目前已拥有完整的咖啡产品线, 能为客户提供一站式解决方案, 同时深加工产线具有规模优势。公司旗下金猫咖啡, 依托于 B 端产品的技术优势, 也进行 C 端的布局, 有望享受未来咖啡行业发展的红利。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.74/0.94/1.18 元, 对应 PE 分别为 30.01/23.65/18.69 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6 风险因素

原材料成本上涨超预期。上游原材料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

产能投放不及预期。若新工厂产能投放不及预期，公司业绩将会受影响。

下游客户流失的风险。若下游客户选择自建原料生产线，公司业绩将会受影响。

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,598	2,154	2,466	2,625	2,902
货币资金	341	541	850	800	844
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	243	422	477	582	700
预付账款	54	37	51	63	75
存货	364	360	423	514	614
其他	596	794	665	666	668
非流动资产	850	957	1,118	1,284	1,455
长期股权投资	0	39	38	38	38
固定资产(合计)	628	670	795	903	996
无形资产	57	55	53	51	49
其他	165	193	231	291	371
资产总计	2,448	3,111	3,583	3,909	4,357
流动负债	453	1,040	1,267	1,273	1,306
短期借款	0	555	698	633	600
应付票据	29	11	14	17	20
应付账款	311	351	423	471	512
其他	114	123	132	152	173
非流动负债	39	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0	0
其他	39	49	49	49	49
负债合计	492	1,090	1,317	1,322	1,355
少数股东权益	1	0	0	1	1
归属母公司股东权益	1,954	2,022	2,266	2,587	3,000
负债和股东权益	2,448	3,111	3,583	3,909	4,357

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,399	2,428	3,162	3,863	4,648
同比(%)	28.0%	1.2%	30.3%	22.2%	20.3%
归属母公司净利润	151	115	295	374	474
同比(%)	-30.2%	-23.4%	155.6%	26.9%	26.5%
毛利率(%)	13.6%	12.3%	18.7%	19.1%	19.6%
ROE%	7.7%	5.7%	13.0%	14.5%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.29	0.74	0.94	1.18
P/E	57.14	61.33	30.01	23.65	18.69
P/B	4.41	3.50	3.90	3.42	2.95
EV/EBITDA	34.00	35.41	19.46	15.41	12.23

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,399	2,428	3,162	3,863	4,648
营业成本	2,073	2,129	2,571	3,126	3,737
营业税金及附加	9	10	13	15	19
销售费用	46	67	85	104	125
管理费用	69	69	85	100	121
研发费用	25	29	38	46	51
财务费用	-1	-18	6	4	3
减值损失合计	-7	-5	0	0	0
投资净收益	0	3	2	2	2
其他	24	19	23	25	30
营业利润	195	157	388	493	624
营业外收支	-1	-4	0	0	0
利润总额	194	153	388	493	624
所得税	44	37	93	118	150
净利润	150	115	295	375	474
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	151	115	295	374	474
EBITDA	243	200	447	564	704
EPS(当)	0.38	0.29	0.74	0.94	1.18

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	100	124	332	340	425
净利润	150	115	295	375	474
折旧摊销	67	78	78	94	110
财务费用	4	-13	13	13	12
投资损失	0	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	-136	-72	-51	-138	-167
其它	15	18	-1	-1	-2
投资活动现金流	-437	-429	-103	-257	-276
资本支出	-222	-107	-241	-261	-281
长期投资	-249	-284	133	0	0
其他	33	-38	4	4	5
筹资活动现金流	402	389	81	-133	-105
吸收投资	422	0	0	0	0
借款	0	50	143	-66	-33
支付利息或股	0	-49	-63	-67	-72
现金流净增加额	61	101	309	-50	44

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	18513322185
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com



华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。