

## 如何理解爱乐甜的潜力与优势

上篇报告我们分析了在减糖趋势加速的背景下，公司以爱乐甜向消费端创业的机遇，本篇报告我们将进一步探讨如何去理解爱乐甜的市场潜力及先发优势。

## 核心观点

- **爱乐甜面对终端用糖千亿级完全替代市场：**爱乐甜零卡糖作为直接用糖场景的替代品，目前从餐饮业的小 B 和直接消费 C 端两个角度进行推广。我国蔗糖年消费量达 1600 万吨，此外还有少量淀粉糖消费。其中 70% 是食品工业需求，另外 30% 即 500 万吨小 B 端和 C 端糖的直接消费就是爱乐甜的替代目标。我们将前者再分为手工烘焙、现制饮料（奶茶、咖啡等）和餐饮烹饪，则上述四个细分场景的糖消费量级分别约为 200、60、60 和 180 万吨，可见小 B 端替代潜力巨大，占总直接替代空间的 64%，尤其是手工烘焙和现制饮料，也是公司产品推广合作的重点抓手。按照可查询的小 B 和 C 端零卡糖的单位甜度价格，完全替代市场潜力在千亿以上。
- **爱乐甜先发优势明显：**从商业模式、品牌建设和时代需求三方面看，我们认为公司方向正确，先发优势明显。商业模式上，公司以头部或网红小 B（如乐乐茶）为切入点，借助成熟品牌流量推向较大客群，相对单纯杀入 C 端能力跨度和教育成本更低；C 端的铺设与小 B 端渗透呼应，加深品牌形象，也能够引发其他潜在合作意愿。品牌建设上，消费品牌的核心在于心智的占领，一是塑造专业性，二是打造爆款特征；参考业内成功案例如宝矿力、Oatly 燕麦奶、薇诺娜等，爱乐甜通过聚焦减糖垂直领域及“丁香医生”的医学权威背书塑造专业性，而“爱乐甜”这一品牌名本身具有传播性和故事性，与流量商家合作引流也具备爆款体质。时代需求上，十九大以来国家陆续出台健康行动政策，减糖是其中重要一环，下游也将做出积极的表率；而国内未见在产品 and 品牌上成体系的减糖方案供应方，这是爱乐甜迎来的时代机遇。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 8.04、11.57 和 14.16 亿元。按照可比公司 21 年 23 倍市盈率，给予目标价为 47.38 元并维持买入评级。

## 风险提示

- 产品和原材料价格波动；新产能投放不及预期；终端市场开拓不及预期。

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,133	3,972	3,738	4,484	5,078
同比增长(%)	-7.7%	-3.9%	-5.9%	20.0%	13.2%
营业利润(百万元)	1,063	940	939	1,349	1,651
同比增长(%)	-11.9%	-11.6%	-0.1%	43.7%	22.4%
归属母公司净利润(百万元)	912	809	804	1,157	1,416
同比增长(%)	-10.8%	-11.3%	-0.6%	44.0%	22.4%
每股收益(元)	1.63	1.44	1.43	2.06	2.53
毛利率(%)	33.0%	31.3%	33.0%	38.0%	40.6%
净利率(%)	22.1%	20.4%	21.5%	25.8%	27.9%
净资产收益率(%)	24.7%	19.3%	17.2%	21.8%	22.8%
市盈率	24.6	27.7	27.9	19.4	15.8
市净率	5.7	5.0	4.6	3.9	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

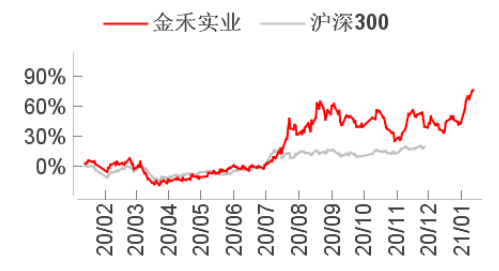


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月12日)	39.99元
目标价格	47.38元
52周最高价/最低价	37.43/18.92元
总股本/流通A股(万股)	56,083/55,909
A股市值(百万元)	17,773
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年01月12日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-7.90	4.59	-7.45	66.53
相对表现	-8.66	-1.40	-12.72	38.01
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬

021-63325888\*2504

wanliyong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090003

## 相关报告

从新消费趋势看公司甜味剂的新机遇： 2020-09-21

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1	如何看爱乐甜的战略 .....	4
2	爱乐甜面对怎样的市场空间 .....	4
2.1	居民直接食糖消费量 .....	5
2.2	餐饮食糖消费量 .....	6
2.3	市场潜力测算 .....	8
3	爱乐甜的优势如何? .....	9
3.1	商业模式 .....	9
3.2	品牌建设 .....	9
3.3	时代需求 .....	14
4	投资建议 .....	15
5	风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1:《深圳经济特区健康条例》碳酸饮料销售提示标识（2021 年 1 月 1 日实施） .....	4
图 2: 公司爱乐甜现有主要产品形态.....	5
图 3: 居民人均食糖消费量（千克/年，2019） .....	5
图 4: 我国新式茶饮行业市场规模及预测（亿元） .....	6
图 5: 我国现磨咖啡行业市场规模及预测（亿元） .....	6
图 6: 我国烘焙零食行业市场规模及预测（亿元） .....	7
图 7: 我国食糖终端消费量结构.....	8
图 8: 爱乐甜代表性合作餐饮商家举例 .....	9
图 9: 宝矿力水特医师推荐 .....	10
图 10: 国内皮肤学级护肤品市场规模（亿元）及增速.....	11
图 11: 薇诺娜零售额（百万元） .....	12
图 12: 玉泽零售额（百万元） .....	12
图 13: 爱乐甜与丁香医生合作 .....	12
图 14: Oatly 燕麦奶宣传概念.....	14
图 15: 我国医保收支情况（亿元） .....	15
表 1: 现制饮料用糖量估算（2021 年） .....	6
表 2: 手工烘焙用糖量估算（2021 年） .....	7
表 3: 零卡糖终端替代市场潜力测算.....	8
表 4: 国内皮肤学医师主打的头部护肤品牌 .....	11
表 5: Oatly 燕麦奶营养成分与某主流品牌常规牛奶对比 .....	13
表 6: 国家层面减糖相关政策 .....	14
表 7: 可比公司估值（截至 2020/01/11） .....	16

## 1 如何看爱乐甜的战略

上篇报告中我们从减糖新消费的大趋势出发，分析了公司作为甜味剂 toB 的“隐形冠军”拓展能力圈，以终端代糖产品“爱乐甜”向消费领域创业的机遇和优势。公司由传统的化工制造业向消费行业拓展也得到市场极大兴趣，尤其是近期公司所属行业分类由化学原料及化学制品制造业切换至食品制造业，进一步扩大了对市场的辐射面。随着公司爱乐甜业务不断发展，未来跨行业的关注度有望持续提升。但我们认为，市场对这块业务所面对的空间以及公司战略构架和优势并没有形成较为具体的认识。

上一篇报告我们粗略测算国内食糖除工业需求外的直接消费量约 500 万吨，这也是爱乐甜在大的 toC 框架下所面对的市场，这其中包括餐饮（to 小 B）和居民直接食用（toC）两个板块，而公司爱乐甜现有的产品序列和商业合作针对这两个子版块也有所区分和侧重。另一方面，消费品的核心在于消费者心智的抓取，我们认为公司在品牌树立等市场营销方面也处在正确的方向上。以爱乐甜为载体，公司由上游制造向终端应用环节延伸，以产品+服务的模式提升食品添加剂产品的附加值，并通过贴近并教育消费者推动减糖意识觉醒，也将进一步倒逼食品工业加速向减糖转型。健康消费的政策陆续出台也印证了我们对减糖趋势拐点的判断，尤其是国内首部地方性健康法规《深圳经济特区健康条例》今年 1 月 1 日起正式开始实施，其中第四十七条就对含糖饮料销售场所的标识进行了明确规范，并设置相应处罚规则，从微观层面引导减糖生活方式的普及。总而言之，我们认为的事业顺应时代潮流，并具有很大的先发优势，具体如下：

图 1：《深圳经济特区健康条例》碳酸饮料销售提示标识（2021 年 1 月 1 日实施）



资料来源：深圳市卫健委，东方证券研究所

## 2 爱乐甜面对怎样的市场空间

作为一款终端零卡糖/代糖产品，爱乐甜针对的是消费和生活领域直接食用糖并且对糖的使用是有明确感知的场景，可以是直接吃糖果制品，或是在饮料及其他食品加入固态糖或者糖浆的操作。我

们上一篇报告中测算，我国全年 1600 万吨的蔗糖消费量，此外还有包括少量果葡糖浆等的淀粉糖消费，扣除 70% 左右的食物工业的 B 端消费，剩下 30% 即约 500 万吨为糖的直接消费情景，这也就是爱乐甜瞄准的领域，而这个领域又可以分为餐饮业的 to B 和直接的 toC 端。另一方面，从爱乐甜的产品序列和形态看，有 1 倍和 6 倍甜度零卡糖固体颗粒，可以用于 C 端和小 B 端的烘焙、饮料和烹饪等场景；也有高浓度糖浆，包括小瓶装的家用风味糖浆和大桶浓浆，分别用于 C 端和小 B 端的饮料制作。所以厘清这些细分场景的替代潜力对理解爱乐甜的直接市场空间至关重要。

**图 2：公司爱乐甜现有主要产品形态**

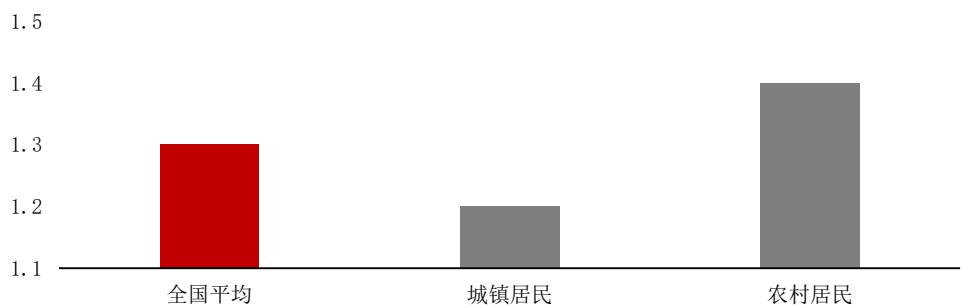


资料来源：淘宝网，东方证券研究所

## 2.1 居民直接食糖消费量

根据中国统计年鉴的数据，近年来我国居民食糖消费水平较为稳定。城镇、农村居民年度食糖直接消费量分别为 1.2kg 和 1.4kg，全国居民平均水平在 1.3kg 左右。以 14 亿人口基数测算，居民直接食用的食糖量为 182 万吨，这是爱乐甜 toC 端产品所面对的替代市场。

**图 3：居民人均食糖消费量（千克/年，2019）**

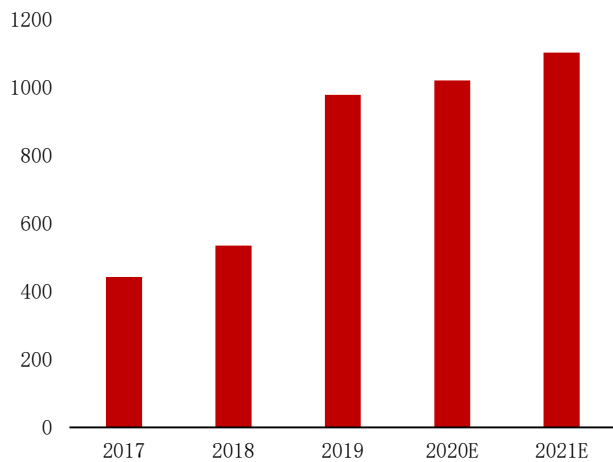


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

## 2.2 餐饮食糖消费量

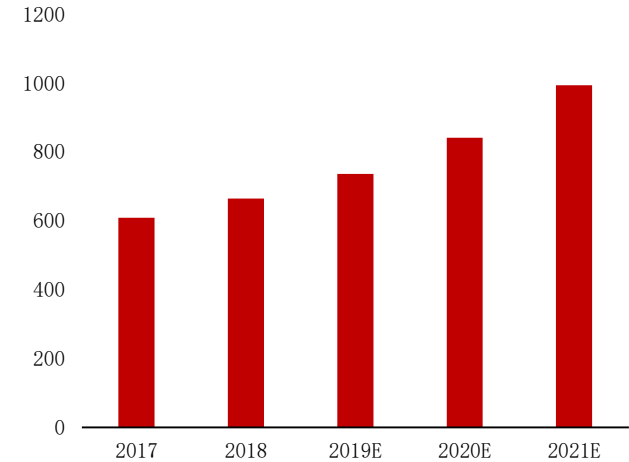
就 to 小 B 而言，最切实可感的用糖场景要数近年快速发展且爆品层出不穷的现制饮料，包括新式茶饮、现磨咖啡等，以及手工烘焙店。在消费升级的大趋势下，我国新式茶饮和现磨咖啡行业都处于较快的发展期，新老品牌纷纷抢占赛道。据奈雪的茶与 CBNDData 公司去年共同发布的《2020 新式茶饮白皮书》以及 NCB D（餐宝典）去年的报告，二者当前市场规模今年均达到千亿元水平。基于此市场规模，我们对现制饮料的用糖规模进行粗略测算。由于底层数据极为分散且不可得，而且饮品因为品种差异，客单价和含糖量均存在较大差别，我们采用自上而下的方式进行估算。假设平均客单价 20 元/杯，单杯含糖量约 60g，则新式茶饮和现磨咖啡直接用糖量为 60 万吨。

图 4：我国新式茶饮行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：CBNDData，奈雪的茶，东方证券研究所

图 5：我国现磨咖啡行业市场规模及预测（亿元）



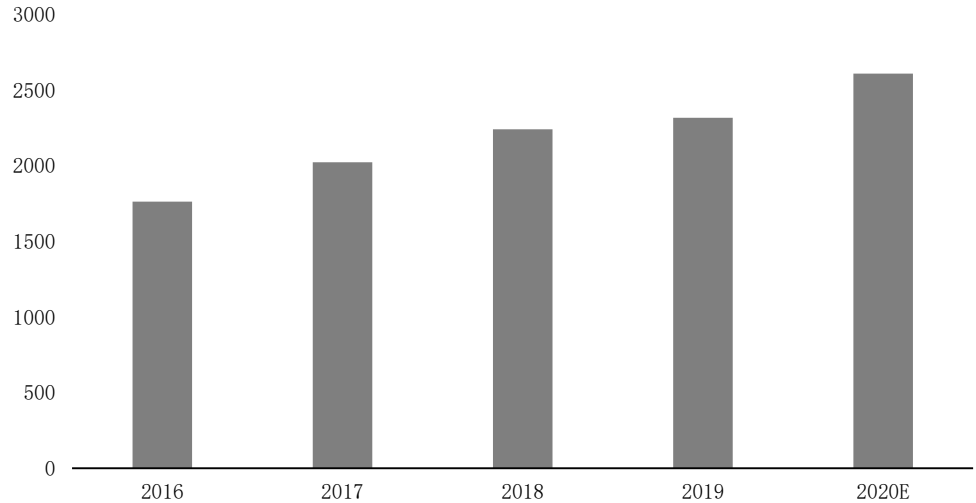
资料来源：NCBD，东方证券研究所

表 1：现制饮料用糖量估算（2021 年）

项目	数据
市场规模（亿元）	2000
客单价（元/杯）	20
数量（亿杯）	100
单杯含糖量（克/杯）	60
<b>现制饮料糖需求量（万吨）</b>	<b>60</b>

资料来源：互联网，东方证券研究所

我国烘焙行业发展还处于相对初期位置，人均烘焙消费量较欧美日韩发达国家仍然具有很大差距，未来有很大的发展空间。目前烘焙行业规模约 2600 亿，对应烘焙产品消费量约 1200 万吨。除食品工业的长保、短保产品外，手工类烘焙门店产品占到近 73%，是烘焙行业的中坚力量，即 870 万吨以上的产品消费量。其中蛋糕和糕点在烘焙行业占比在 80%以上，也是耗糖量最高产品，糖添加比重可达到 20-30%，其余产品包括餐包、吐司等糖添加量在 10-15%，那么烘焙产品加权平均糖添加量为 23%，对应到手工烘焙店的糖消费量在 200 万吨。

**图 6：我国烘焙零食行业市场规模及预测（亿元）**


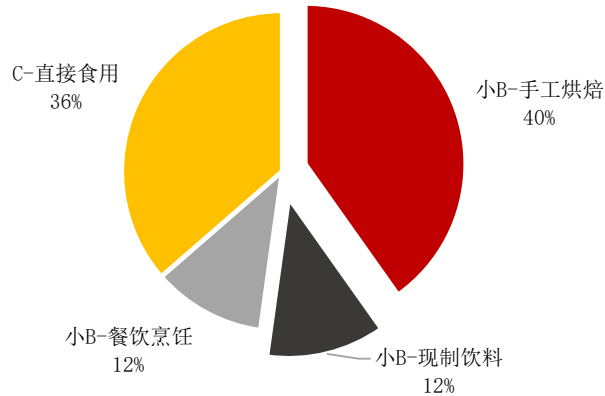
资料来源：公开信息，东方证券研究所

**表 2：手工烘焙用糖量估算（2021 年）**

项目	数据
烘焙产品量（万吨）	1200
手工类烘焙占比	73%
手工类烘焙产品量（万吨）	874
烘焙产品含糖量	23%
手工类烘焙产品糖需求量（万吨）	201

资料来源：互联网，东方证券研究所

可以看出，现制饮料和手工烘焙的糖消费量达到 260 万吨，是小 B 领域最重要的耗糖终端。以 500 万吨直接耗糖总量扣除上述二者以及居民直接食糖量，其余 50 万吨直接需求量可以认为是餐饮烹饪领域制作菜品时所需。至此，我们得以大致拆分我国终端用糖结构，其中餐饮行业占比 64%，包括手工烘焙（40%）、现制饮料（12%）、餐饮烹饪（12%），直接食用占比 36%。

**图 7：我国食糖终端直接消费量结构**


资料来源：东方证券研究所

### 2.3 市场潜力测算

我们按照淘宝上所查询的零卡糖价格测算市场潜力。对小 B 的三大场景而言，我们采用爱乐甜专门为餐饮业提供的大桶装零卡糖浆的定价，即单位甜度 22 元/kg（2.2 万元/吨）；对于 C 端场景，由于爱乐甜相对于同行零卡糖产品有明显溢价，我们还是按照上篇报告中所采用的同行平均 40 元/kg（4 万/吨）的单位甜度价格保守测算，则完全替代直接蔗糖消费的市场潜力在千亿以上。进一步如果考虑各场景的替代难易程度，我们分别假设手工烘焙、现制饮料、餐饮烹饪、直接食用的目标渗透率为 30%、40%、15%和 15%，则以当前静态各场景耗糖量测算的市场潜力也有 300 亿以上。其中小 B 场景的市场潜力最大，且随着我国烘焙、新式茶饮需求规模的持续增长，这块蛋糕还有扩大的空间。当然必须要说明的是，由于对小 B 的商业模式是以产品+配方服务的方式开展，是非标准化的，故价格也很难绝对统一；类似的，C 端产品同样因为产品形态和包装的不同价格也有所差异，我们在此主要是为认识市场潜力提供一种角度。

**表 3：零卡糖终端替代市场潜力测算**

直接终端	耗糖量 (万吨)	零卡糖价格 (万元/吨)	完全替代规模 (亿元)	替代比例 E	测算替代规模 (亿元)
小 B-手工烘焙	201	2.2	442	30%	133
小 B-现制饮料	60	2.2	132	40%	53
小 B-餐饮烹饪	57	2.2	126	15%	19
C-直接食用	182	4.0	728	15%	109
<b>合计</b>	<b>500</b>		<b>1428</b>		<b>313</b>

资料来源：东方证券研究所



### 3 爱乐甜的优势如何？

面对国内直接用糖千亿级的完全替代市场，目前国内未见在产品和品牌上成体系的参与者。然而从商业模式、品牌建设和时代需求三个方面看，我们认为公司具备很强先发优势，具体如下：

#### 3.1 商业模式

从前文测算可以看出，零卡糖在 to 小 B 场景的市场潜力最大，我们认为这也是爱乐甜业务开展的最重要抓手，即为餐饮企业提供甜味解决方案。不仅仅是从市场空间的角度，从商业逻辑的角度看也是合理的选择。一方面，在业务启动初期重点与头部或网红餐饮企业小 B 端合作并进行品牌露出，能够借助成熟品牌的流量快速推向较大的客户群体；另一方面，提供甜味配方相当于公司从最擅长的原料制造向技术服务拓展一步，相对单纯杀入 C 端而言能力跨度和教育市场的成本更低。企业在减糖消费的大趋势下也有产品升级的需求，能通过和爱乐甜在产品和品牌上合作，为自身的消费者带来减糖、代糖的认知和理念，同时还能体现出品牌的社会责任感，是一件彼此双赢的事业。而 C 端在线上平台和线下商超的铺设与小 B 端呼应，让产品从商家渗透到消费者日常生活可及之处，加深品牌印象；也能够引发潜在合作商的合作意愿。通过对爱乐甜现有商业活动的观察，我们认为其布局也正是如此展开。一方面与包括乐乐茶、SeeSaw 咖啡、ABC Cooking 等现制茶饮、咖啡和烘焙头部企业合作并不断拓展新客户，另一方面通过线上线下的方式铺设销售渠道。

图 8：爱乐甜代表性合作餐饮商家举例



资料来源：互联网，东方证券研究所

#### 3.2 品牌建设

爱乐甜是公司向消费领域拓展能力圈的新的创业，而消费品牌的核心在于消费者心智的占领，参考当前市面上获得成功的品牌，我们认为公司正处在正确的道路上，并且具有很强的先发优势。我们认为心智占领的能力来自两个方面，一是塑造专业性，二是打造爆款特征。

- 专业性

爱乐甜作为一款零卡糖产品，为消费者带来的是获得甜味的同时不产生碳水带来的负担，健康是其最本质的标签。那么作为一款与健康高度相关的产品，通过品牌塑造传达出的专业性往往决定了消费者的第一印象及购买意愿。回顾市面上成功的类似案例，我们认为专业性一般可通过两个方面打

造，一是通过权威背书，二是专注垂直功能领域，二者相辅相成。而医生、医疗机构是对健康相关产品具备最直接背书能力的主体。

从食品行业看，极具代表性的成功案例要属日本的运动饮料宝矿力水特（Pocari Sweat）。宝矿力水特由日本第三大药企大塚制药于 80 年代推出，而大塚最核心的产品其实是点滴注射液，在日本被誉为“点滴之王”。宝矿力水特诞生的品牌故事正是 70 年代时，公司员工在海外出差期间因水土不服、食物中毒而腹泻不止，为防止脱水需要大量注射生理盐水，由此萌发了生产可直接饮用以补充水分和电解质的饮料的想法，作为“能喝的点滴液”，宝矿力水特应运而生。产品的形态，包括色泽、成分和口味，乃至命名中的“Sweat”，都能让消费者迅速且精准地与补充体液相关联，植入快速解除“口渴”甚至“体渴”的概念，专注补充电解质来解渴的垂直领域。对应用场景的设定除运动以外，还包括其他任何出汗要补水的场景，如泡温泉、饮酒过度等等。再加上大塚医药制造的技术功底加持，产品本身做出了明显的差异化，在竞争激烈的运动饮料领域实现存在感。

同时，宝矿力水特的一大特色是获得医师推荐这一权威背书，在日韩等对成熟的市场，医生对患有轻度感冒、发烧造成失水的患者都会建议喝宝矿力水特来调养。产品也获得了日本最大的医生咨询网站“AskDoctors”的医师推荐，在拥有超过 29 万名医生会员的日本最顶级的面向医疗从业人员的专门网站“m3.com”上注册的医生，会对商品和服务进行评价，只有在满足一定标准的情况下才能成为“AskDoctors”的“经医生确认的商品”。医生平台的权威推荐，满足了消费者对健康和功能性的诉求，促进产品接受度和粘性的形成。

图 9：宝矿力水特医师推荐

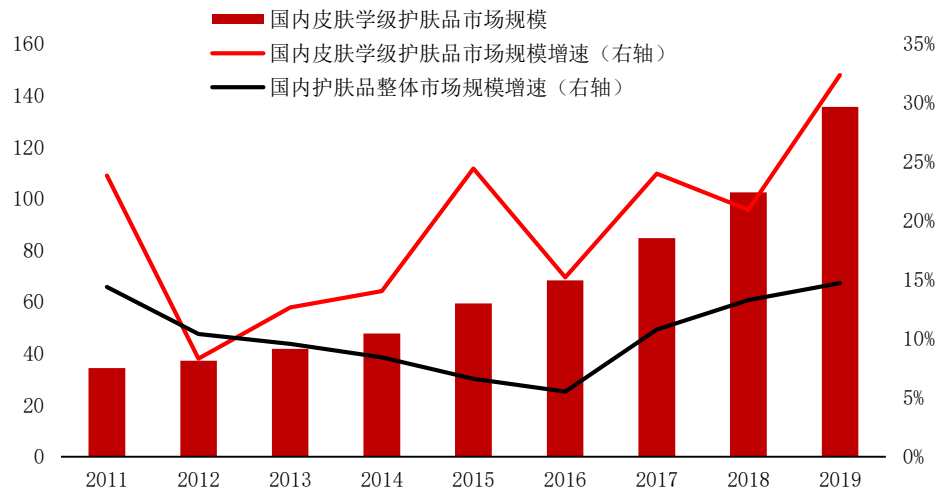


资料来源：宝矿力水特官网，东方证券研究所

如果把视野从食品领域向其他消费行业拓展，功能性护肤品或者说“药妆”则是另一个更具代表性的健康相关行业。虽然国家药品监管局出于规范市场、杜绝虚假宣传等原因，从 19 年起不允许企业以“药妆”、“医学护肤品”等概念宣传产品，但市场并没有因此消失而是保持快速增长，其背后是问题肌肤的增加与消费者重视度的提高，需求越来越刚性。欧睿以“皮肤学级护肤品”的口径统计了相关市场的规模，近 10 年国内皮肤学级护肤品市场规模平均增速达到 19%，远高于国内护肤品整体市场 10% 的增速。对于护肤品来说，专业和科学是产品力壁垒的来源。参考近年来快速成长的头部国民功能性护肤品牌“薇诺娜”和“玉泽”的成功案例，我们发现品牌塑造出的专业性

同样来源于一方面在具体功能领域的垂直深耕，主打某一核心功效并贴上标签；另一方面则是医生和相关机构作为高势能专业群体的权威背书。例如上海家化与瑞金医院皮肤科合作于 09 年推出的品牌“玉泽”，主打的皮肤屏障（即皮肤角质层和皮脂膜）修护的功效与概念。上海家化 18 年还与瑞金医院成立了联合实验室，瑞金皮肤科团队也以玉泽产品临床研究成果的论文获得国家级科研优秀奖项，形成强有力的背书。

**图 10：国内皮肤学级护肤品市场规模（亿元）及增速**



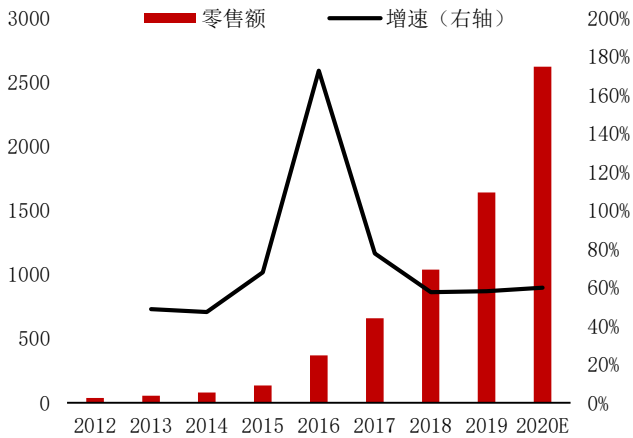
资料来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

**表 4：国内皮肤学医师主打的头部护肤品牌**

品牌	专注功效	机构背书	科研成果
薇诺娜	敏感肌护理	昆明医科大学第一附属医院 (云南省皮肤病医院)	17 年发布《薇诺娜医学护肤品及其在临床中的应用》，包含 11 篇国家级共识与指南，64 篇基础研究和临床应用文章
玉泽	皮肤屏障修护	瑞金医院、华山医院等	相关论文荣获国家教育部“2019 年度高等学校科学研究优秀成果奖(科学技术)”一等奖

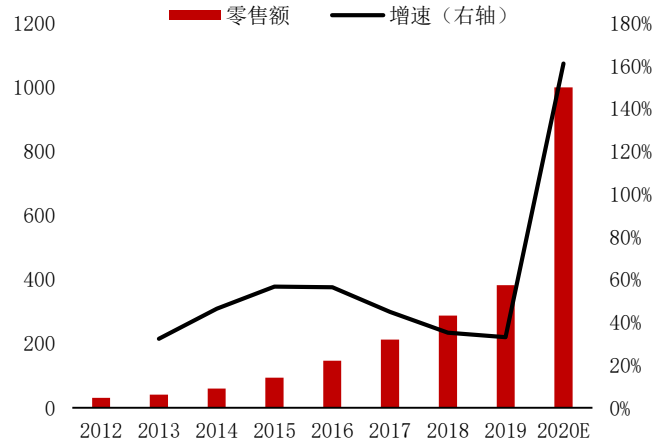
资料来源：公开信息，东方证券研究所

图 11: 薇诺娜零售额 (百万元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 东方证券研究所

图 12: 玉泽零售额 (百万元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 东方证券研究所

爱乐甜专注于健康无热量的甜味来源, 主攻包括饮品、烘焙、烹饪等日常生活与消费中与用糖最近的场景, 在功能上本身就具备很强的垂直性, 容易贴上标签。同时, 爱乐甜与国内最大的医学健康内容与医疗健康服务的平台——丁香医生合作, 爱乐甜成为丁香医生独家授权的零卡糖品牌, 不仅在产品包装上进行了显眼标识, 还与丁香医生举办了系列线下的“换糖行动”。丁香医生从 14 年成立已经成为医疗健康领域的头部新媒体, 在各大平台相关板块的粉丝数几乎常年登顶, 权威性高。借助丁香医生的权威背书, 能够帮助提高国人对低糖饮食观念的重视, 引导开展健康的饮食习惯, 同时打消传统概念对零卡糖相关的天然或者合成甜味剂在使用安全性方面的疑虑, 推动需求侧的觉醒。参考护肤品品牌的成功经验, 我们展望如果公司未来能够与科研机构在上述领域有进一步的论文、专著等成果落地, 将能够进一步提升自身的专业性和品牌力, 更好地占领消费者心智高地。

图 13: 爱乐甜与丁香医生合作



资料来源: 淘宝网, 公开信息, 东方证券研究所

### ● 爆款特征

第二个方面是爱乐甜正在打造并且逐渐具备的爆款特征，我们认为这也从两个方面体现，一是新奇的名称或概念，二是联手头部餐饮引流。其中最典型的案例是这两年风靡的 Oatly 燕麦奶。Oatly 于 90 年代起源于瑞典，核心卖点是通过在欧盟获得专利的酶解技术萃取燕麦中的营养成分并转化为液体饮料——“可以喝的燕麦”。虽然从营养成分的角度看，燕麦奶在蛋白质方面明显不如传统牛奶，而碳水又较高，营养的性价比是明显逊色的。但因为专注植物蛋白，对乳糖不耐人群友好，符合一类小众群体的刚性需求；且植物性产品自带健康、环保、素食等概念光环，本身也极具个性和话题性。Oatly 于 18 年初进入中国市场，以“咖啡大师燕麦饮”这款产品 and 精品网红咖啡馆合作的方式切入，并且以精品咖啡文化发展领先的上海为起点，快速覆盖咖啡门店并形成辐射。截至 19 年 Oatly 在大中华区总共覆盖包括咖啡馆、素食、零售等多个场景的近 3000 家门店。我们认为个性化的概念叠加上传播人群的精准定位，是 Oatly 成为爆款的一大重要因素。20 年 4 月，星巴克中国宣布启用 Oatly，以星巴克发起的“GOODGOOD 星善食”为合作载体，主要是倡导健康身心以及爱护地球的理念，燕麦奶进一步进入主流视野。而借助顶级头部餐饮的流量，小众爆款得以进一步出圈成为大众爆款。其实对于星巴克这种头部企业而言，与具备健康、环保等概念的品牌合作，也满足了其彰显自身社会责任感的需求。

从这一角度看，爱乐甜是国内少有的拥有独立品牌的零卡糖产品，品牌名具备传播产品效果和品牌故事的功能，容易引起好奇和关注，在推广上也是以头部或者网红茶饮、烘焙商家为合作对象引流来打造爆款。而在减糖健康生活方式的大趋势下，食品、餐饮企业也将积极在减糖转型上表态，反过来也会推动它们与国内领先的零卡糖品牌合作的需求，爱乐甜在其中就具备很强先发优势。

**表 5：Oatly 燕麦奶营养成分与某主流品牌常规牛奶对比**

每 100ml 营养成分	Oatly 燕麦奶	Oatly 燕麦奶（咖啡大师）	纯牛奶	脱脂纯牛奶
能量 kj	191	245	284	139
蛋白质 g	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	3.2	3.2
脂肪 g	1.5	1.5	4.0	0
碳水化合物 g	<b>6.6</b>	<b>6.5</b>	4.8	5
膳食纤维 g	0.8	0.8	0	0
钠 mg	42	42	0	0
钙 mg	120	120	100	100

资料来源：淘宝网，东方证券研究所

图 14: Oatly 燕麦奶宣传概念



资料来源: 互联网, 东方证券研究所

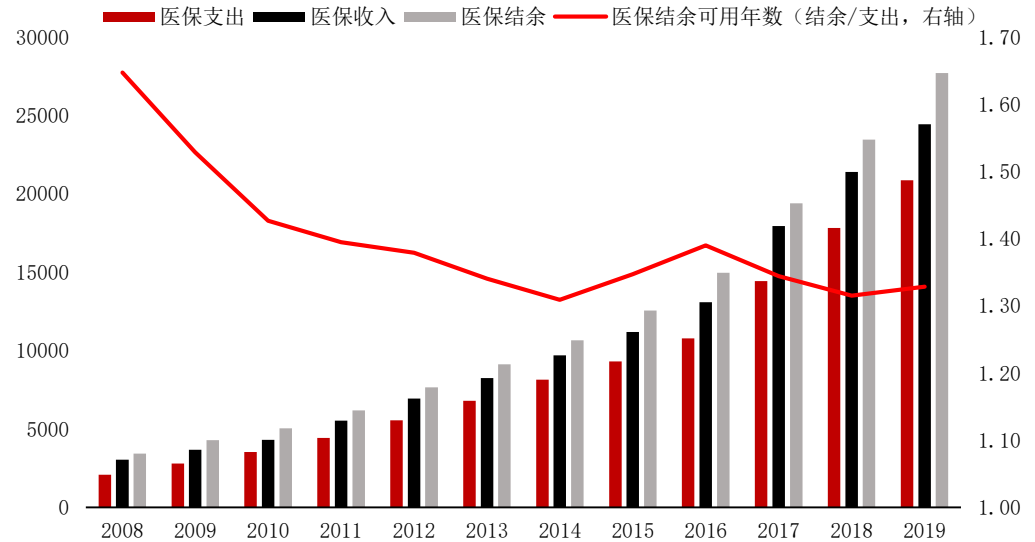
### 3.3 时代需求

开头所提及的深圳健康条例是国内减糖政策逐步推行落地的一个微观缩影。事实上, 慢性病已经成为我国居民主要死亡原因和疾病负担。加之医保负担日益加大, 医保基金结余/支出比常年维持历史低位。所以无论从维护人民健康的坚定决心还是医保负担的客观压力出发, 党和国家采取政策引导和干预的手段降低居民生病率、延长健康寿命都具有极强的意愿以及合理性。从 17 年十九大报告起, 卫健委近年来以“三减三健”(减盐、减油、减糖、健康口腔、健康体重、健康骨骼)为核心推出系列政策, 减糖正是其中重要一环。20 年因为新冠疫情, 工作重心转向抗疫, 但从减糖食品饮料的市场反应来看, 也正是疫情触发了减糖生活方式的向上拐点。随着国内疫情平复可控, 我们判断减糖政策的加码推进回再次回归日程表, 餐饮和食品头部企业也有望在这一浪潮中做出更多积极的响应和表率, 这是爱乐甜即将迎来的时代机遇。

表 6: 国家层面减糖相关政策

时间	政策	出处
2017 年 10 月	健康中国方略	十九大报告
2018 年 9 月	“三减三健”专项行动 (“三减”包括减盐、减油、减糖)	国家卫健委
2019 年 3 月	《健康口腔行动方案 (2019—2025 年)》	国家卫健委
2019 年 7 月	健康中国行动 (2019—2030 年)	国家卫健委

资料来源: 政府网站, 东方证券研究所

**图 15: 我国医保收支情况 (亿元)**


资料来源: Wind, 东方证券研究所

从金禾自身的能力配置上看, 随着 20 年 7 月合肥的金禾研究所开业启动, 公司合肥、滁州、南京三大基地构成的“三位一体”研发平台搭建完毕。合肥研究所是公司前端研发基地, 负责现有产品技术优化和工艺改进以及新产品的储备; 滁州本部承接研究所的成果, 进行放大和产业化落地; 南京的金禾益康, 即爱乐甜的经营主体, 则是产品应用开发的基地, 以及进行品牌推广。而且我们认为, 益康子公司的爱乐甜事业不仅仅是公司在市场营销方面的技能拓展和延伸, 与下游餐饮、食品客户在配方上更加深度的协作开发, 还能够加深公司对甜味剂等添加剂应用的理解, 更精准地把握客户的思考方式和需求痛点, 从而反过来赋能主业, 并通过对外技术服务延伸化工制造的价值链。

## 4 投资建议

我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 8.04、11.57 和 14.16 亿元。按照可比公司 21 年 23 倍市盈率, 给予目标价为 47.38 元并维持买入评级。

**表 7：可比公司估值（截至 2020/01/11）**

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
兄弟科技	0.04	0.12	0.19	0.28	119.90	42.62	26.39	17.87
华鲁恒升	1.51	1.23	1.72	2.09	28.79	35.24	25.28	20.74
安迪苏	0.37	0.57	0.68	0.78	29.92	19.34	16.36	14.11
新和成	1.01	1.85	2.11	2.38	36.96	20.13	17.66	15.68
安琪酵母	1.09	1.59	1.77	2.07	53.98	37.03	33.44	28.47
保龄宝	0.10	0.28	0.50	0.82	115.30	39.29	21.86	13.47
调整后平均					59.04	32.92	22.80	17.10

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 5 风险提示

1. 产品和原材料价格波动：公司化工产品因为供需变化具有一定的周期波动性，对产品盈利能力有较为明显的影响。
2. 新产能投放不及预期：新产能建设投产调试具有不确定性，公司新产品具有达产不及预期的风险。
3. 终端市场开拓不及预期：公司 2C 端产品终端需求的打开依赖教育推广和渠道建设，若需求拓展不及预期将影响放量。



**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,976	1,776	2,373	3,189	4,290	营业收入	4,133	3,972	3,738	4,484	5,078
应收票据及应收账款	821	220	475	409	554	营业成本	2,767	2,729	2,505	2,779	3,017
预付账款	77	65	66	76	88	营业税金及附加	38	32	32	37	43
存货	311	373	342	379	412	营业费用	130	131	116	139	157
其他	656	1,567	1,212	1,391	1,303	管理费用及研发费用	166	222	202	238	268
<b>流动资产合计</b>	<b>3,840</b>	<b>4,000</b>	<b>4,468</b>	<b>5,444</b>	<b>6,648</b>	财务费用	35	(19)	1	9	(1)
长期股权投资	3	4	3	3	3	资产减值损失	17	17	2	2	0
固定资产	1,315	1,774	1,696	1,621	1,483	公允价值变动收益	9	6	8	8	8
在建工程	227	53	132	164	170	投资净收益	58	29	30	30	30
无形资产	91	102	98	95	91	其他	14	45	20	30	20
其他	218	216	93	65	71	<b>营业利润</b>	<b>1,063</b>	<b>940</b>	<b>939</b>	<b>1,349</b>	<b>1,651</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,854</b>	<b>2,149</b>	<b>2,023</b>	<b>1,948</b>	<b>1,818</b>	营业外收入	1	6	4	5	4
<b>资产总计</b>	<b>5,695</b>	<b>6,149</b>	<b>6,490</b>	<b>7,392</b>	<b>8,466</b>	营业外支出	7	8	8	8	8
短期借款	180	100	140	120	130	<b>利润总额</b>	<b>1,058</b>	<b>937</b>	<b>935</b>	<b>1,346</b>	<b>1,647</b>
应付票据及应付账款	779	716	681	743	814	所得税	146	129	131	188	231
其他	327	308	315	317	325	<b>净利润</b>	<b>912</b>	<b>808</b>	<b>804</b>	<b>1,157</b>	<b>1,416</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,287</b>	<b>1,125</b>	<b>1,136</b>	<b>1,180</b>	<b>1,269</b>	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款	1	1	1	1	1	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>912</b>	<b>809</b>	<b>804</b>	<b>1,157</b>	<b>1,416</b>
应付债券	468	499	480	480	480	每股收益(元)	1.63	1.44	1.43	2.06	2.53
其他	19	43	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>488</b>	<b>543</b>	<b>481</b>	<b>481</b>	<b>481</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,775</b>	<b>1,667</b>	<b>1,617</b>	<b>1,661</b>	<b>1,749</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	559	559	561	561	561	营业收入	-7.7%	-3.9%	-5.9%	20.0%	13.2%
资本公积	411	366	440	440	440	营业利润	-11.9%	-11.6%	-0.1%	43.7%	22.4%
留存收益	2,753	3,366	3,868	4,725	5,711	归属于母公司净利润	-10.8%	-11.3%	-0.6%	44.0%	22.4%
其他	197	192	4	4	4	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,920</b>	<b>4,482</b>	<b>4,873</b>	<b>5,731</b>	<b>6,716</b>	毛利率	33.0%	31.3%	33.0%	38.0%	40.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,695</b>	<b>6,149</b>	<b>6,490</b>	<b>7,392</b>	<b>8,466</b>	净利率	22.1%	20.4%	21.5%	25.8%	27.9%
						ROE	24.7%	19.3%	17.2%	21.8%	22.8%
						ROIC	21.4%	16.5%	15.3%	19.7%	20.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	31.2%	27.1%	24.9%	22.5%	20.7%
净利润	912	808	804	1,157	1,416	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	199	212	396	465	543	流动比率	2.98	3.56	3.93	4.61	5.24
财务费用	35	(19)	1	9	(1)	速动比率	2.73	3.22	3.63	4.29	4.91
投资损失	(58)	(29)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	420	797	(254)	79	(113)	应收账款周转率	26.0	20.6	18.8	21.9	21.0
其它	(543)	(863)	(74)	(6)	(8)	存货周转率	8.7	7.8	7.0	7.6	7.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>963</b>	<b>906</b>	<b>843</b>	<b>1,674</b>	<b>1,808</b>	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
资本支出	(392)	(517)	(387)	(415)	(401)	每股指标(元)					
长期投资	50	93	(46)	23	(12)	每股收益	1.63	1.44	1.43	2.06	2.53
其他	(61)	(812)	393	(138)	126	每股经营现金流	1.72	1.62	1.50	2.99	3.22
<b>投资活动现金流</b>	<b>(402)</b>	<b>(1,237)</b>	<b>(40)</b>	<b>(530)</b>	<b>(286)</b>	每股净资产	6.99	7.99	8.69	10.22	11.98
债权融资	26	30	(19)	(0)	0	估值比率					
股权融资	(100)	(45)	76	0	0	市盈率	24.6	27.7	27.9	19.4	15.8
其他	(532)	(322)	(263)	(328)	(420)	市净率	5.7	5.0	4.6	3.9	3.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(605)</b>	<b>(337)</b>	<b>(205)</b>	<b>(328)</b>	<b>(420)</b>	EV/EBITDA	15.6	17.9	15.2	11.1	9.2
汇率变动影响	(12)	10	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.4	22.0	21.5	14.9	12.3
<b>现金净增加额</b>	<b>(57)</b>	<b>(657)</b>	<b>597</b>	<b>816</b>	<b>1,102</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)