

佳禾食品 (605300)

扩产植脂末、咖啡成长可期，规划植物蛋白前景广阔

上游稳定、下游爆发，壁垒构筑植脂末行业集中格局。20年中国植脂末市场规模超过10亿美元，增速快于全球水平。**1) 上游：**葡萄糖浆、食用植物油、乳粉等原料价格与谷物、油脂等大宗商品强相关；**2) 中游：**国外品牌植脂末产线主要供给自身产品需求，品牌、规模、客户、渠道和人才等构成较高行业壁垒，竞争格局较为集中；**3) 下游：**①19年固体奶茶市场规模达46.53亿元，17年液体奶茶市场规模为40.81亿元，市场格局稳定。②现制奶茶市场呈现井喷式发展，2020年现制奶茶零售店消费价值规模达666亿元，过去五年CAGR高达23.6%，预计2025年市场规模达2110亿元。③中国速溶咖啡占比高达72%，咖啡行业带动速溶咖啡市场快速成长。④中国人均烘焙食品消费相比发达国家较低，增长空间大。

研发、供应链、营销提升佳禾品牌势能，服务奶茶市场。**1) 产品方面：**公司提供丰富的产品矩阵，包括植脂末、固体饮料、茶叶、咖啡、燕麦奶等，为上千家企业提供植脂末等产品，与近200个饮品品牌和公司建立稳定合作关系，提供定制化的服务应对快速崛起的餐饮连锁品牌。**2) 技术方面：**公司深耕食品配料，高度重视技术研发，拥有17项植脂末、咖啡行业相关国家专利，并持续投入研发，多年技术积累帮助佳禾参与建立行业标准。**3) 渠道方面：**国内以华东、华南为中心，营销网络辐射大半个中国，国际市场方面，建立新加坡业务中心辐射东南亚，2018年公司植脂末出口占国内植脂末出口市场的26.85%。公司以直销为主、经销为辅，19年直销占比74.98%，直销帮助抓住客户需求，经销帮助快速扩张。

经营业绩稳步提升，盈利能力行业领先。①20年营收18.74亿元，疫情下实现增长，分业务，20年植脂末收入占比85.9%，略有下降，为收入主要来源，分地区，2019年中国大陆收入占比74.5%；②成本端：20年1-9月主营业务毛利率为24.72%，疫情下产销量、毛利率同比下降，植脂末毛利率相对稳定，咖啡毛利波动大，整体毛利低于食品加工行业水平；③费用端：整体期间费用率近年来有所下降；④利润端：公司盈利能力波动提升，盈利能力领先行业；⑤资产端：现金流量有所下降，资本结构逐年优化。

佳禾食品作为我国植脂末行业的头部企业，深耕行业二十年，不断改进技术、扩展渠道，给客户个性化服务提高粘性。佳禾与下游知名奶茶客户保持良好的合作关系，持续供应大量优质植脂末产品，并且探索进入下游咖啡行业建立品牌的可能，成长空间广阔。预计公司2021-2023年EPS为0.65元/股、0.89元/股、1.30元/股，对应PE分别为47X/34X/23X。我们认为佳禾具有市占率优势、市场先行者优势，在下游特别是现制茶饮行业迅速发展的过程中能够预期快速成长；此外，植脂乳项目如顺利推进，有望进一步巩固其在上游市场的地位。参考可比公司给出平均估值，我们给定公司价值为174.1亿元，目标价为43.53元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险；食品安全风险；原材料价格波动风险；募投项目实施不达预期的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,836.45	1,874.37	2,449.50	3,192.26	4,135.91
增长率(%)	15.11	2.07	30.68	30.32	29.56
EBITDA(百万元)	397.81	345.01	380.38	519.53	746.40
净利润(百万元)	271.54	215.89	259.41	356.00	519.90
增长率(%)	108.60	(20.49)	20.16	37.23	46.04
EPS(元/股)	0.68	0.54	0.65	0.89	1.30
市盈率(P/E)	44.72	56.25	46.81	34.11	23.36
市净率(P/B)	10.20	8.64	7.12	5.89	4.70
市销率(P/S)	6.61	6.48	4.96	3.80	2.94
EV/EBITDA	0.00	0.00	29.43	21.49	14.30

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	33元
目标价格	43.53元

基本数据

A股总股本(百万股)	400.01
流通A股股本(百万股)	40.01
A股总市值(百万元)	13,200.33
流通A股市值(百万元)	1,320.33
每股净资产(元)	4.06
资产负债率(%)	20.39
一年内最高/最低(元)	33.40/13.50

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
刘畅	分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
李珍妮	分析师
SAC执业证书编号：S1110520120002	
lizhenni@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 深耕植脂末二十年，驶在奶茶、咖啡业“快车道”	5
1.1. 深耕行业二十年，为奶茶咖啡提供优质植脂末	5
1.2. 主营植脂末，发力咖啡、其他固体饮料赛道	6
1.2.1. 植脂末为主，进军下游咖啡行业寻找新增长点	6
1.2.2. 直销、经销互为补充，海内外市场并重发力	6
1.2.3. 植脂末需扩产，咖啡产能利用率低	7
1.3. 股权结构稳定，组织架构清晰	7
1.4. 募资扩产植脂末、冻干咖啡产线，未来规划植脂乳生产线	10
2. 需求端拉动供给，上下游齐头并进	11
2.1. 廉价优质的牛奶替代品，植脂末市场空间广阔	11
2.2. 上游：原料价格受大宗商品市场影响	12
2.3. 中游：植脂末市场需求稳中有增，高壁垒形成较为集中的竞争格局	13
2.4. 下游：茶饮及烘焙行业蓬勃发展，市场需求不断提升	14
2.4.1. 国内奶茶市场规模增量可观，现制茶饮呈井喷式增长	15
2.4.2. 食品原料革新催生新的固体饮料市场需求，咖啡行业有望实现高速增长	17
2.4.3. 国内烘焙产品人均消费低，增长势头强劲	19
3. 借研发+供应链+营销之翼，乘奶茶经济之风，成就品牌之势	21
3.1. 丰富的产品矩阵打造一站式解决方案	21
3.2. 注重研发，铸就核心竞争力	23
3.3. 打造高效稳定供应链，积极拓产展望未来	24
3.4. 打造完善的国内外营销网络，巩固品牌影响力	25
4. 新业务收入稳步提升，盈利能力保持稳定	29
4.1. 营业收入保持持续增长，基本摆脱疫情影响	29
4.2. 毛利率有所下降，低于行业平均水平	30
4.3. 期间费用率有所降低	31
4.4. 归母净利率水平逐年上升	32
4.5. 现金流量有所下降，资本结构逐年优化	33
5. 盈利预测及估值	35
6. 风险提示	36

图表目录

图 1：佳禾发展历程	5
图 2：公司主要产品	6
图 3：植脂末占公司营收比重较大	6
图 4：2017-2020Q3 直销、经销收入持续增长	6
图 5：直销比例超过 70%	6
图 6：2017-2020Q3 中国境内销售收入上升、境外收入波动	7
图 7：中国境内销售占比 70%左右	7

图 8: 公司股权结构稳定, 子公司业务围绕公司主业展开	9
图 9: 佳禾食品组织架构	10
图 10: 植脂末市场上下游产业链梳理	11
图 11: 全球与中国植脂末市场规模对比	12
图 12: 全球与中国植脂末市场销量测算	12
图 13: 2017-2020 年植脂末原料单价与大宗商品价格波动对比	12
图 14: 佳禾食品植脂末国内销售及出口规模	14
图 15: 我国城镇居民人均可支配收入与食品烟酒支出持续增大	14
图 16: 我国固体奶茶行业规模逐渐增大	15
图 17: 中国现制茶饮行业发展历程	15
图 18: 中国现制茶饮店现制茶饮市场规模	16
图 19: 2021 年国内名称含“奶茶”的店面数	16
图 20: 我国固体饮料规模以上企业数量、销售规模和盈利能力增长趋势	17
图 21: 2010-2018 年全球速溶咖啡与现磨咖啡消费量对比	18
图 22: 2015-2023 年中国零售杯装咖啡市场与中国零售杯装现磨咖啡市场规模	18
图 23: 2018 年中国咖啡市场份额中速溶咖啡占比高	18
图 24: 中美咖啡消费量对比 (万吨)	18
图 25: 2018 至 2020 年 Oatly 公司全球及亚洲市场营收统计	19
图 26: 中国烘焙市场规模及预测	19
图 27: 2013-2019 年中国人均烘焙市场消费量	19
图 28: 2019 年全球部分国家人均烘焙食品消费情况	20
图 29: 佳禾食品的产品矩阵	21
图 30: 反式脂肪酸产品收入占比有下降态势	22
图 31: 广泛的合作品牌	23
图 32: 一站式定制化服务	23
图 33: 佳禾食品研发投入不断加大	24
图 34: 植脂末产能及其利用率情况	25
图 35: 咖啡产能及其利用率情况	25
图 36: 佳禾食品在国内植脂末市场占比	26
图 37: 出口份额有增长趋势	26
图 38: 境外销售占比情况	26
图 39: 直销收入占比超七成	27
图 40: 境外收入占比趋降	27
图 41: 植脂末产品单价及其变动率	28
图 42: 咖啡产品单价及其变动率	28
图 43: 佳禾食品质量控制程序	28
图 44: 营业收入稳定增长	29
图 45: 植脂末产品增速平缓, 其他业务增长较快	29
图 46: 植脂末产品是主要收入来源	29
图 47: 中国大陆收入增速逐渐加快	30
图 48: 中国大陆收入占比有所下降	30

图 49: 毛利率水平保持稳定.....	30
图 50: 佳禾食品毛利率低系产品结构不同所致.....	31
图 51: 前五大原材料供应商提供原料占比.....	31
图 52: 销售收入金额(万元)及原材料成本占比.....	31
图 53: 公司期间费用率有所降低.....	32
图 54: 归母净利润存在波动.....	32
图 55: 归母净利率存在波动.....	32
图 56: 净现比有所下降.....	34
图 57: 资产负债率逐年下降.....	34
图 58: 流动比率、速动比率逐年增加.....	34
表 1: 佳禾主要产品产能利用率情况.....	7
表 2: 佳禾食品董监高、核心技术人员间接持股情况及简介.....	8
表 3: 佳禾食品子公司及其业务.....	9
表 4: 募投资金用于两条产线建设、研发中心建设、信息化系统升级.....	10
表 5: 植脂末、植脂奶油、燕麦奶原料、工艺及产品.....	11
表 6: 国内植脂末生产企业数据对比.....	13
表 7: 主要现制茶饮品牌融资情况.....	17
表 8: 2020 年 1-9 月佳禾食品前五大客户.....	22
表 9: 2017 年佳禾食品前五大客户.....	22
表 10: 专利对比.....	23
表 11: 佳禾食品专利技术详情.....	23
表 12: “新建研发中心项目”研发人员增加情况.....	24
表 13: 原材料采购合同以框架采购协议为主.....	25
表 14: 2020 年 1-9 月前五大经销商.....	27
表 15: 佳禾食品 ROE 分解(杜邦分析).....	33
表 16: 佳禾食品 ROE、总资产周转率与同行比较.....	33
表 17: 现金流量表主要数据.....	33
表 18: 流动资产中货币资金比重下降.....	34
表 19: 佳禾食品收入及成本费用假设.....	35
表 20: 可比公司估值.....	36

1. 深耕植脂末二十年，驶在奶茶、咖啡业“快车道”

1.1. 深耕行业二十年，为奶茶咖啡提供优质植脂末

佳禾食品成立于2001年，主要从事植脂末、咖啡及其他固体饮料等产品的研发、生产和销售业务。2020年公司植脂末业务收入占总收入近八成，固体饮料业务收入占一成。佳禾目前旗下拥有“晶花”、“金猫”等核心品牌，“ERIC 爱立克”、“卡丽玛”等重要品牌，覆盖数十个产品系列。

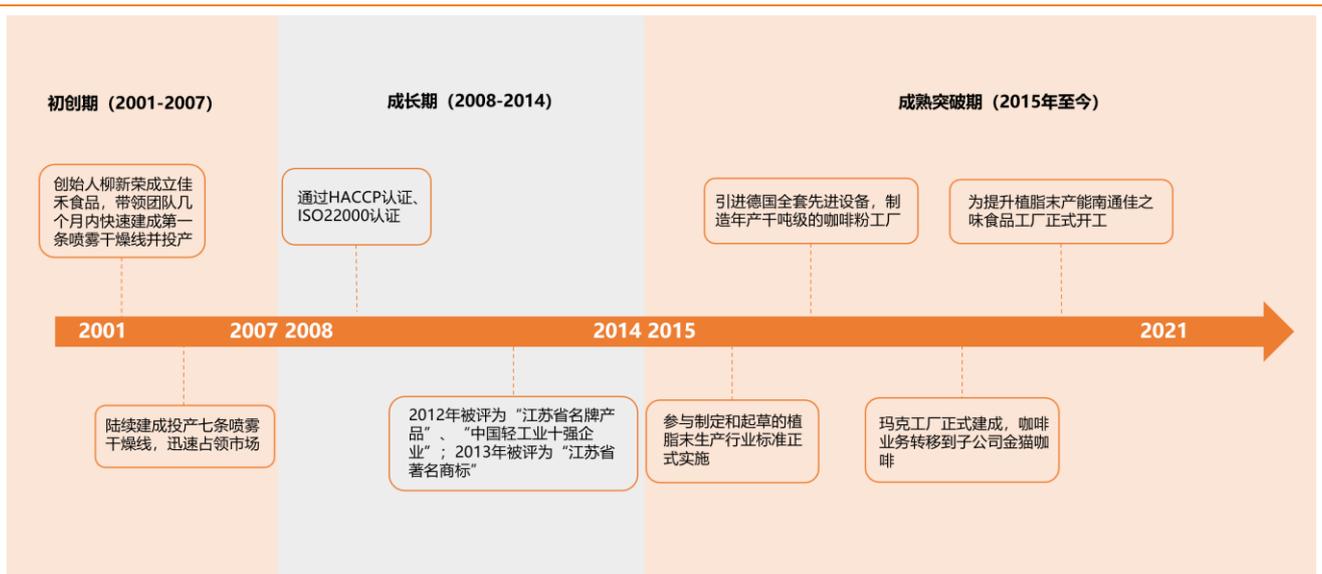
公司成立至今20年，大致分为以下三个阶段：

初创期（2001-2007年）：上世纪九十年代，植脂末进入国内消费市场，生产技术被国外垄断，进口价格高昂。2001年5月，柳新荣成立佳禾食品，制定详细的研发和生产规划，带领佳禾团队运用专业知识应用于生产线、生产工艺和物料配方的构建和稳定优化，仅用数月就快速建成第一条喷雾干燥线并顺利投产，并在几年时间里建成投产七条喷雾干燥线，迅速占领国内植脂末市场。

成长期（2008-2014年）：随着中国经济的持续发展，“奶茶经济”迅速崛起，现制奶茶店处于迅速发展阶段，市场正在培育期，且外卖市场尚未发展，现制不能满足消费者的需求；以植脂末为主要原料的杯装奶茶可以随时随地享用，赢得了消费者的热捧，拉动植脂末产品的需求增长。佳禾于2008年、2009年分别通过了HACCP认证、ISO22000认证，2012年被评为“江苏省名牌产品”、“中国轻工业十强企业”，2013年被评为“江苏省著名商标”。

成熟突破期（2015年至今）：2015年，佳禾参与制定和起草的植脂末生产行业标准正式实施，同时现制奶茶行业中CoCo、益禾堂、蜜雪冰城、浙江古茗等连锁奶茶品牌迅速发展，对上游植脂末产生巨大需求，佳禾与下游奶茶企业建立了良好的合作关系。2015年，公司引进德国全套先进设备，制造年产千吨级的咖啡粉工厂，响应终端客户的一站式采购需求，带来新的业务增长点。2019年，玛克工厂正式建成，咖啡业务转移到独立运营的金猫咖啡子公司，南通佳之味食品工厂开工建设，植脂末产能得到提升，公司往下游咖啡及其他固体饮料发展，与现有业务形成协同效应。目前，佳禾为不同下游应用的各类客户研发定制化的植脂末、咖啡等产品，以满足客户及市场差异化的需求。

图 1：佳禾发展历程



资料来源：公司官网，佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

1.2. 主营植脂末，发力咖啡、其他固体饮料赛道

1.2.1. 植脂末为主，进军下游咖啡行业寻找新增长点

公司主营产品为植脂末、咖啡、其他固体饮料等。2017-2020 年，植脂末为公司的主要产品，该产品业务收入占比从 91.65% 下降到 85.94%，占比较高且呈下降趋势；其他固体饮料业务收入占比由 5.92% 上升到 11.53%，咖啡产品收入占比较小，有较大的提升空间。

图 2：公司主要产品



图 3：植脂末占公司营收比重较大



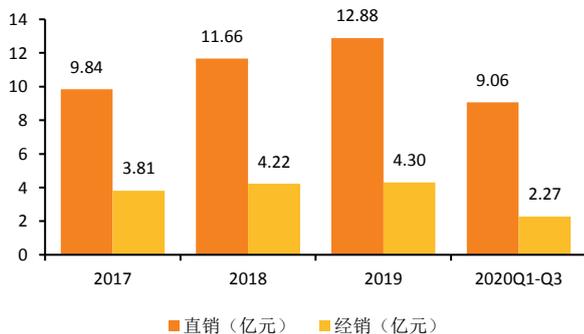
资料来源：晶花天猫旗舰店首页，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2.2. 直销、经销互为补充，海内外市场并重发力

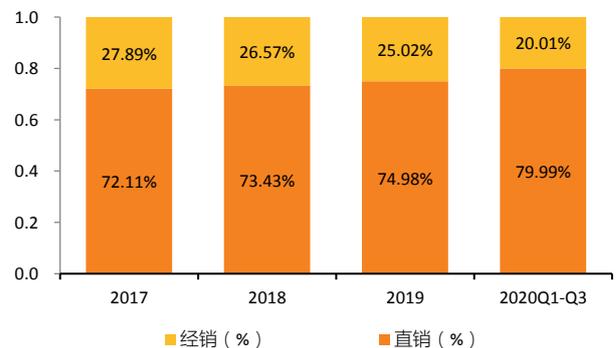
采取“直销为主、经销为辅”的销售方式。公司直销模式收入占比超过 70%，为公司销售的主要渠道。直销为主，有助于公司增强寻找下游客户的能力、加强对终端市场的把控，经销为辅，可以借助于经销商渠道降低交易成本、扩大市场覆盖面、节省运输及仓储成本。公司的直销客户主要包括香飘飘、统一、哇哈哈、联合利华、TORABIKA（印尼）等食品企业，奶茶、咖啡及烘焙等餐饮连锁店以及部分线上消费者。截至 2020 年 9 月末，公司合作的经销商数量超过 400 家，建立了以华东、华南等消费集聚地为核心，全面覆盖华北、西南、华中、东北、西北等七大区域的销售布局。

图 4：2017-2020Q3 直销、经销收入持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：直销比例超过 70%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

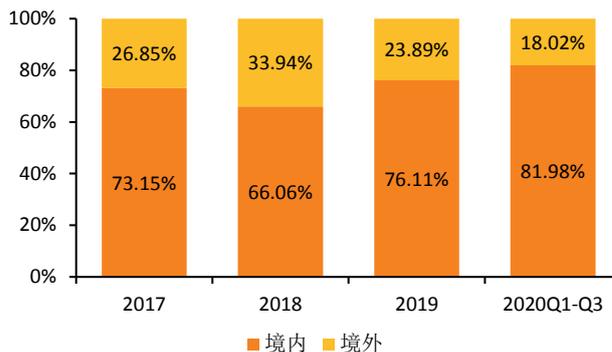
国内业务持续成长，同时进军东南亚。公司近年来境内销售收入均呈现增长趋势，境内销售收入占比为 70% 左右，收入占比比较为稳定；近年来境外收入占比在 20% 以上，2019 年境外收入有所下降。为拓展境外市场，公司成立国际贸易部门，并在新加坡设立了业务中心，形成了以新加坡为中心，辐射马来西亚、印度尼西亚等东南亚市场的销售布局，境外销售成为公司重要的销售发展方向。

图 6：2017-2020Q3 中国境内销售收入上升、境外收入波动



资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

图 7：中国境内销售占比 70%左右



资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

1.2.3. 植脂末需扩产，咖啡产能利用率低

植脂末产能利用率高，咖啡产能待利用。公司的主要产品为植脂末、咖啡及其他固体饮料，速溶咖啡粉是公司主要咖啡产品，其他固体饮料生产活动较为简单灵活。根据招股说明书的产能及利用率情况，2018-2019 年公司植脂末产品的产量均超过产能，2020 年受新冠肺炎疫情影响，公司植脂末产量下降，产能利用率有所降低，2020 年下半年产能利用率已达到 100%左右；公司速溶咖啡粉产能利用率持续处于较低水平，2019 年咖啡业务转移到子公司及 2020 年的新冠肺炎疫情使速溶咖啡粉产能利用率进一步下降。

表 1：佳禾主要产品产能利用率情况

产品		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月	
植脂末	产能 (吨)	156000	135000	136400	103050	
	产量(吨)	直接销售	121219.63	136135.87	145579.58	91581.23
		连续加工	1659.09	2095.10	3338.37	1604.85
		小计	122878.71	138230.97	148917.95	93186.08
	产能利用率(%)	78.77	102.39	109.18	90.43	
速溶咖啡粉	产能 (吨)	7200	7200	7200	5400	
	产量(吨)	直接销售	812.12	2228.96	1061.81	462.67
		连续加工	39.64	30.23	39.97	22.66
		小计	851.76	2259.19	1101.77	485.33
	产能利用率(%)	11.83	31.38	15.30	8.99	

注：2018 年 5 月-2018 年 9 月，2 号干燥喷雾设备进行技术改造，2018 年 5 月-2019 年 2 季度，1 号干燥喷雾设备进行技术改造，停工期间植脂末产能扣减。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 股权结构稳定，组织架构清晰

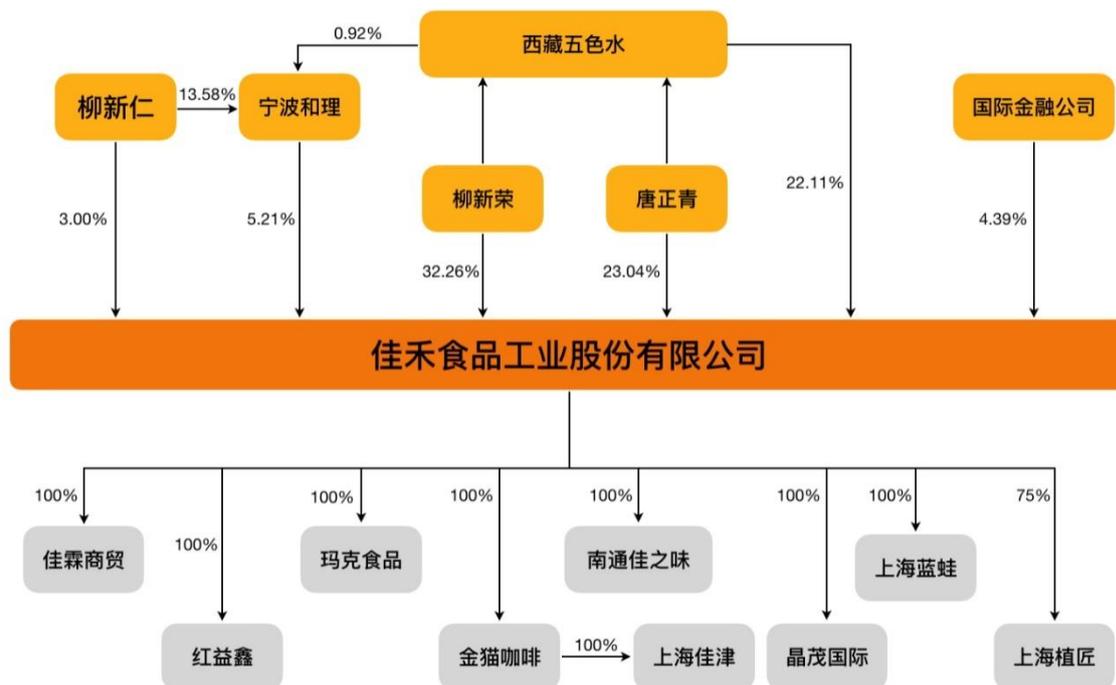
公司控股股东为柳新荣，实际控制人为柳新荣、唐正青。截至 4 月 30 日，公司董事长、总经理柳新荣直接持有佳禾食品 32.26%的股份，通过西藏五色水和宁波和理间接持有公司股份的 17.80%；柳新荣配偶唐正青直接持有公司 23.04%的股份；公司董事、副总经理、董事会秘书柳新仁直接持有公司 3.00%股份，通过宁波和理间接持有公司 0.69%股份；其他公司董事、监事、高级管理人员及核心技术人员均通过宁波和理间接持有公司股份。公司拥有 8 家全资子公司，子公司业务主要围绕公司植脂末、咖啡等固体饮料领域进行布局。

表 2：佳禾食品董监高、核心技术人员间接持股情况及简介

姓名	职务	持股比例		总持股比例	简介
		直接持股比例	间接持股比例		
柳新荣	董事长、 总经理	32.26%	17.80%	55.05%	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；油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、佳霖商贸执行董事兼总经理、玛克食品执行董事兼总经理、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。
柳新仁	董事、副 总经理、 董事会 秘书	3.00%	0.69%	3.69%	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。
张建文	董事、副 总经理	-	0.69%	0.69%	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经理；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	-	0.69%	0.69%	2007年7月起就职于佳禾食品，曾任销售经理。现任本公司董事、重点客户部总监。
周月军	监事会 主席	-	0.09%	0.09%	曾任淮安市楚州区泾口粮管所质检员；淮安市楚州区博里粮管所副所长；2002年6月起就职于佳禾食品，现任本公司监事会主席、党支部书记、工会主席、仓储经理。
许海平	监事	-	0.14%	0.14%	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。现任本公司监事、IT总监。
陈建强	职工代 表监事	-	0.05%	0.05%	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。现任本公司职工代表监事、设备工程师。
徐伟东	副总经 理	-	0.14%	0.14%	曾任苏州佳格食品有限公司部门经理；苏州润品食品有限公司经理；2012年至2015年任佳禾食品制造总监；2015年至2017年任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。
沈学良	财务经 理	-	0.14%	0.14%	曾任苏州亨利国际贸易有限公司会计；2006年5月至2014年10月任佳禾食品会计；2014年10月至2019年10月任佳禾食品财务经理。2019年10月至今任佳禾食品财务总监。

资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

图 8：公司股权结构稳定，子公司业务围绕公司主业展开



资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

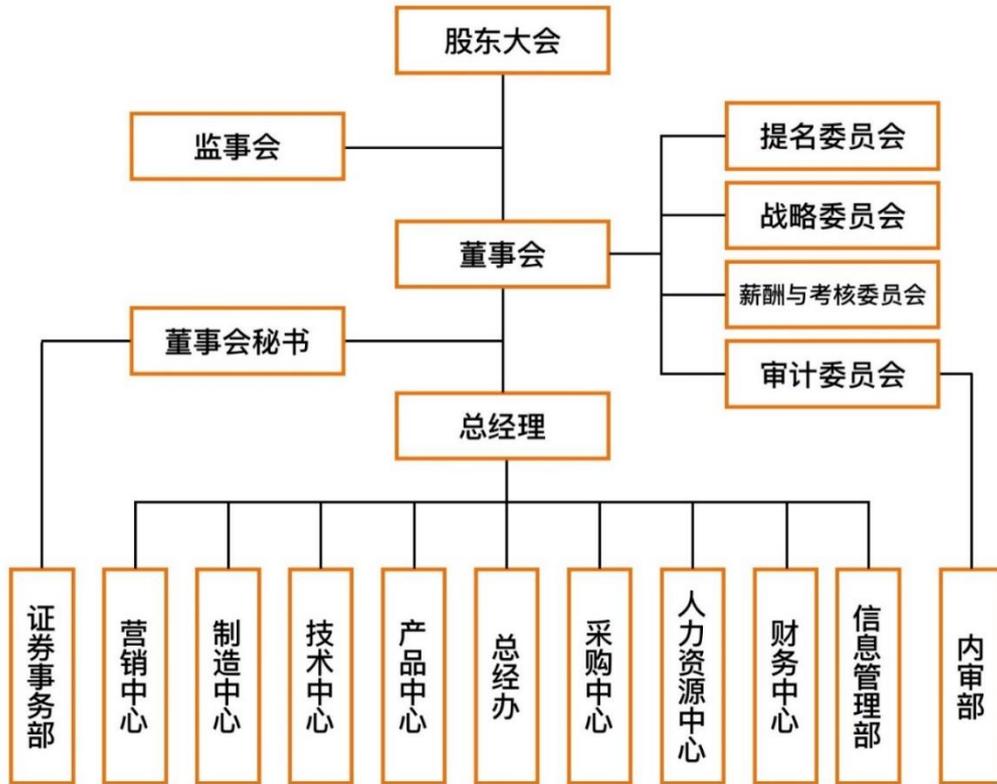
表 3：佳禾食品子公司及其业务

序号	公司名称	与佳禾食品关系	主要经营业务/业务定位
1	金猫咖啡	全资子公司	从事咖啡业务
2	南通佳之味	全资子公司	作为募集资金投资项目“年产十二万吨植脂末生产基地建设项目”的实施主体，在该项目投产后，经营植脂末等产品的生产及销售
3	玛克食品	全资子公司	咖啡、固体饮料等产品的小包装生产业务；同时，作为募集资金投资项目“新建研发中心项目”的实施主体
4	晶茂国际	全资子公司	新加坡窗口公司，负责部分原材料、商品的进出口及分装业务
5	佳霖商贸	全资子公司	植脂末、咖啡及固体饮料的电商业
6	红益鑫	全资子公司	负责部分原材料的采购
7	上海蓝蛙	全资子公司	贸易
8	上海佳津	全资孙公司	公司产品体验门店
9	上海植匠	控股子公司	部分产品的零售

资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

公司组织架构清晰，部门分工权责明确。公司董事会秘书下设证券事务部，总经理下设营销中心、制造中心、技术中心、产品中心、总经办、采购中心、人力资源中心、财务中心、信息管理部等 9 个部门，审计委员会下设内审部。

图 9：佳禾食品组织架构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 募资扩产植脂末、冻干咖啡产线，未来规划植脂乳生产线

募资主要用于两条新产线建设、研发中心建设以及信息化系统升级建设。公司上市共发行 4001 万股，发行价格为 11.25 元/股，共募集资金 45011.25 万元。募集资金扣除发行费用后的净额将全部用于公司主营业务相关的项目，包括建设“年产十二万吨植脂末生产基地建设项目”和“年产冻干咖啡 2160 吨项目”，公司植脂末产线多年来处于饱和状态，植脂末生产基地的建设将能有效解决植脂末产能问题，而冻干咖啡项目则可以帮助公司进一步丰富咖啡产品种类、优化咖啡产品结构；此外公司还将新建研发中心及升级建设信息化系统。为紧跟植脂乳化产品的市场需求，公司未来规划建设“年产十二万吨植脂乳化制品（含蛋白饮料、调制奶、植脂奶油、冰淇淋浆）智能生产线新建项目”，以扩充植脂乳化产品产能，公司将尝试将植脂乳项目与现有产品综合考虑，从而产生协同效应。

表 4：募投资金用于两条产线建设、研发中心建设、信息化系统升级

序号	投资项目	投资总额(万元)	募投资金(万元)	实施周期
1	年产十二万吨植脂末生产基地建设项目	36512.61	36521.61	18 个月
2	年产冻干咖啡 2160 吨项目	11713.72	-	12 个月
3	新建研发中心项目	5274.50	3552.72	24 个月
4	信息化系统升级建设项目	2945.71	-	24 个月
	合计	56455.54	40074.33	-

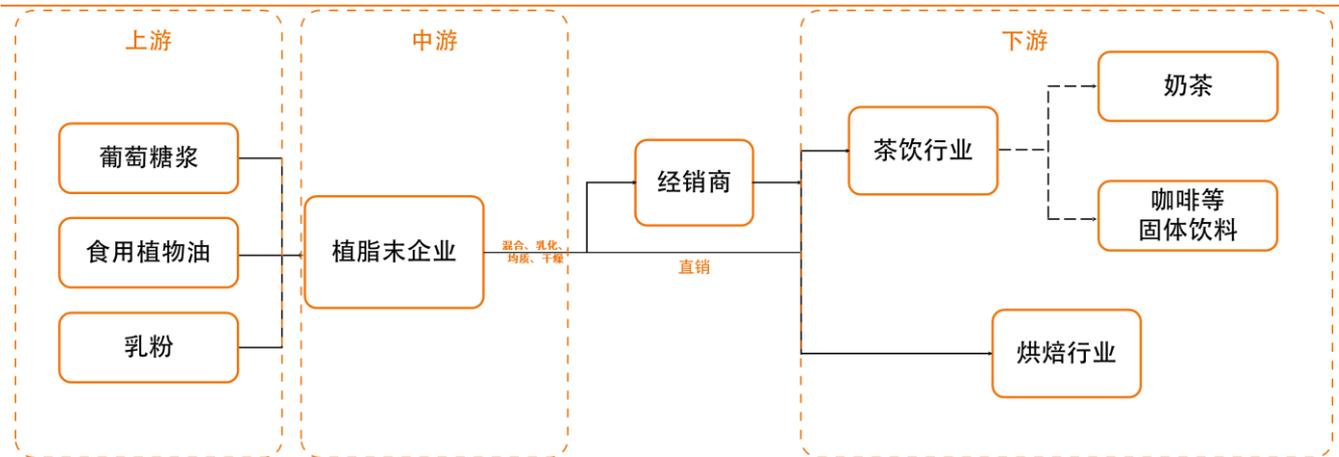
资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

2. 需求端拉动供给，上下游齐头并进

2.1. 廉价优质的牛奶替代品，植脂末市场空间广阔

植脂末是一种水溶性粉末油脂。植脂末的主要原料包括葡萄糖浆、食用植物油、乳粉等，同时植脂末以乳化剂、稳定剂、风味剂为辅料，经乳化、均质、喷雾干燥而成。植脂末产品的销售模式分为直销和经销商销售两种，下游行业包括茶饮行业和烘焙行业，其中茶饮行业又可进一步细分为奶茶、咖啡等固体饮料行业。

图 10：植脂末市场上下游产业链梳理



资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

植脂末和燕麦奶皆为牛奶的替代品。不同于植脂末以植物油为原料、经过复杂工艺后形成固状粉末，燕麦奶是以燕麦或燕麦粉为原料，通过酶分解燕麦纤维素形成可吸收的营养物质而制成的液体奶，由此可解决人体对牛奶乳糖不耐受的问题。而另一类植脂乳化产品植脂奶油则与植脂末的原料基本相同，经过不同的工艺形成固态的奶油产品。

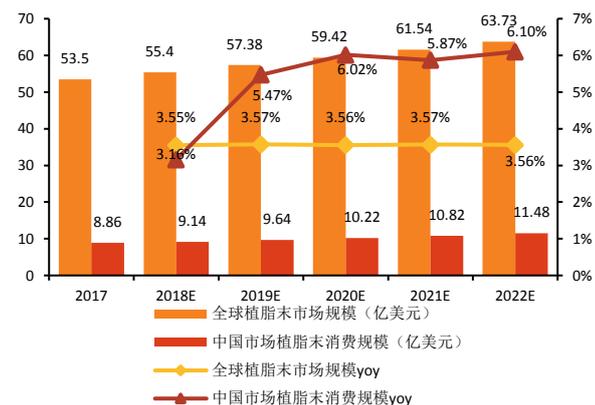
表 5：植脂末、植脂奶油、燕麦奶原料、工艺及产品

	原料	工艺	产品形态转换	替代产品
植脂末	植物油、葡萄糖浆、乳粉	乳化、均质、喷雾干燥等	液态→固态	牛奶
植脂奶油	棕榈油（植物油）、玉米糖浆	混合、乳化、搅拌、均质、冷却等	液态→固态	动物奶油
燕麦奶	燕麦、水	研磨、酶解、均质、复配等	固态→液态	牛奶

资料来源：佳禾招股说明书，立高招股说明书，天风证券研究所

植脂末整体市场规模稳中有增。根据市场研究机构 Statista 的预测数据显示，2020 年全球植脂末市场规模将近 60 亿美元，其中中国市场规模超过 10 亿美元，2022 年全球植脂末市场规模将增长至 63.73 亿美元，据我们测算，五年 CAGR 为 3.56%。而中国市场由于高速增长和消费升级，据我们测算会有更高的 CAGR（5.32%）。2020 年中国植脂末的市场规模为 10.22 亿美元，预计 2022 年市场规模可达 11.48 亿美元，参考 2017 年植脂末价格 10.23 元/kg，测算出 2022 年全国植脂末消费量为 72.36 万吨。

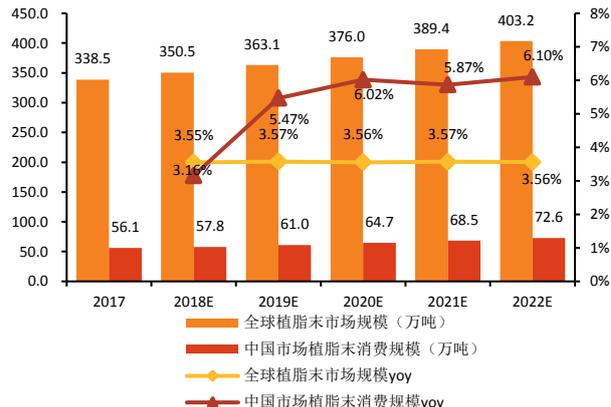
图 11：全球与中国植脂末市场规模对比



注：中国市场植脂末规模（亿美元）由消费规模参考 2017 年价格 10.23 元/kg，与 2021 年 7 月 3 日人民币兑美元汇率 6.4729 计算得出，2018 年中国市场植脂末消费规模（万吨）是准确值。

资料来源：佳禾食品招股说明书，欧睿国际，天风证券研究所

图 12：全球与中国植脂末市场销量测算



注：全球市场植脂末规模（万吨）由消费规模参考 2017 年价格 10.23 元/kg，与 2021 年 7 月 3 日人民币兑美元汇率 6.4729 计算得出，2018 年中国市场植脂末消费规模（万吨）是准确值。

资料来源：佳禾食品招股说明书，欧睿国际，天风证券研究所

2.2. 上游：原料价格受大宗商品市场影响

植脂末产品原料多为大宗商品深加工产物。植脂末产品的加工原料包括葡萄糖浆、食用植物油、乳粉等，主要来源于谷物、油脂等大宗商品。由于大宗商品交易历史悠久，且糖浆、食用油等为大宗商品的一次加工产品，供应充足，产品之间无差异化。本报告统计整理了原料上游产品如白糖，豆油，玉米的价格，根据佳禾招股说明书提供的葡萄糖浆、食用植物油、玉米淀粉的定价，总体来看葡萄糖浆和玉米淀粉随着白糖和玉米价格呈上涨趋势，2019 年葡萄糖浆的价格变动略滞后于白糖价格变化，植物食用油的价格随豆油价格先下跌至 2019 年，后触底增长。2020 年原材料涨价的原因系由新冠疫情来临，各国超发流动性导致，同时由于最近巴西作为大豆原产地受干旱肆虐，进一步强化了大豆价格的提高。因此上游产品价格波动与原料价格强相关，说明该行业市场化程度高，原料价格的波动主要来自于大宗商品供应量的波动。

图 13：2017-2020 年植脂末原料单价与大宗商品价格波动对比



资料来源：Wind，佳禾招股说明书，天风证券研究所

2.3. 中游：植脂末市场需求稳中有增，高壁垒形成较为集中的竞争格局

行业新进入者面临诸多壁垒，国外企业主要供给自身需求。国内植脂末行业具备广阔市场前景，和相对较高的利润率，吸引一批新企业进入该行业，但诸多壁垒如品牌效应、生产规模、客户基础、营销渠道及人才稀缺等提高了行业进驻门槛。目前国内植脂末市场仍被少数优质公司占据大部分生产份额，未来少数公司在技术研发、产品品质、销售渠道及品牌知名度等方面的优势将进一步加大，进而获得更多的市场占有率。较之于国内植脂末行业的公司主营特点，国外同行业很难找到植脂末细分领域参与市场的直接竞争。国外植脂末生产商如雀巢、奇异鸟及超级集团等公司常以植脂末作为咖啡伴侣及食品配料的方式供给市场，该类食品生产大多建立植脂末产线以供给自身产品需求，而植脂末业务在公司整体业务范围中实际占比较低。

表 6：国内植脂末生产企业数据对比

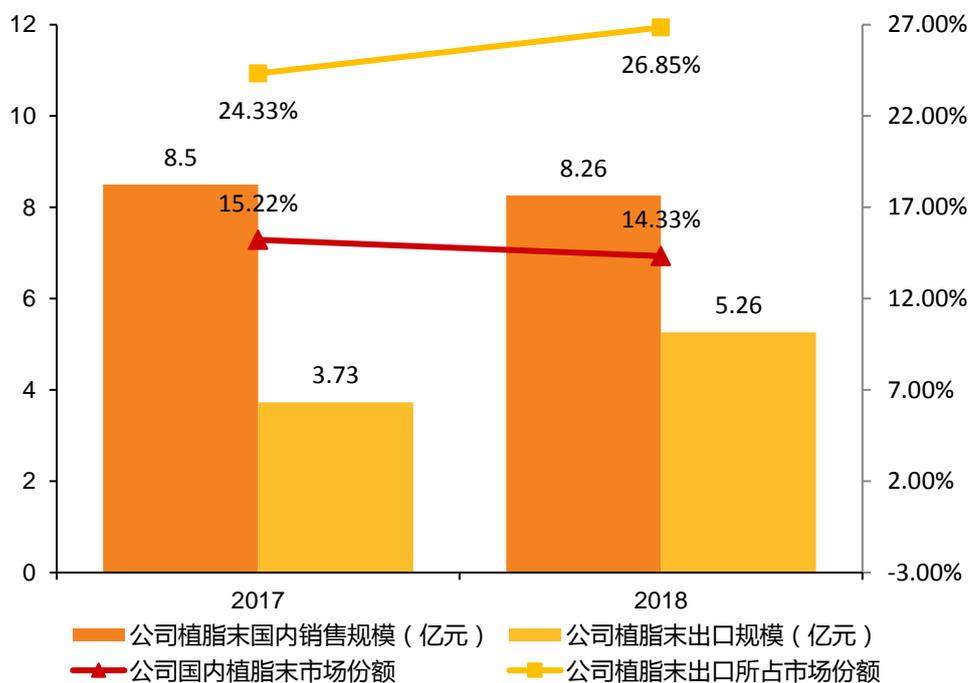
企业名称	成立时间	注册资本	主营业务	营收利润情况	专利情况
佳禾食品工业股份有限公司	2001年5月	40001万元	植脂末、咖啡、固体饮料	2019年营收18.36亿元,净利润2.715亿元	7项发明专利 2项实用新型专利 1项外观设计专利
无锡超科食品有限公司	2003年4月	4185万美元	植脂末	2016年营业收入6.43亿元,净利润0.68亿元	6项发明专利 7项实用新型专利
江苏皇室食品工业有限公司	2004年12月	4980万美元	咖啡、植脂末、麦片	2019年营收1341.75亿菲律宾比索,净利润101.15亿菲律宾比索(2019年汇率:1菲律宾比索=0.1377人民币)	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	2019年营收72.41亿欧元,净利润5.67亿欧元(2019年汇率:1欧元=7.8155人民币)	2项发明专利 3项实用新型专利
广东文辉生物科技有限公司	2001年4月	3000万人民币	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	18000万人民币	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	8000万人民币	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	5项发明专利 33项实用新型专利
江西恒顶食品有限公司	2006年2月	10000万人民币	大米、五谷粗粮深加工、植脂末	未披露财务信息	2项发明专利 20项实用新型专利
江西维尔宝食品生物有限公司	2001年12月	1280万人民币	植脂末	未披露财务信息	1项发明专利 8项实用新型专利
山东天久实业集团有限公司	2006年7月	1200万人民币	植脂末、麦芽糖、果糖、淀粉糖	未披露财务信息	7项发明专利 8项实用新型专利
福建省邦领食品有限公司	2001年8月	1600万人民币	植脂末(咖啡、奶茶用)	未披露财务信息	无

资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

佳禾植脂末市占率较高，上市融资扩大产能有助于巩固业内市场地位。根据中国食品报发布的国内植脂末行业规模数据，在2017年和2018年公司国内植脂末销售规模分别为8.50万吨、8.26万吨，占国内植脂末市场的15.22%、14.33%，国内植脂末市场的市占率略有下降；植脂末出口规模分别为3.73万吨、5.26万吨，占国内植脂末出口的24.33%、26.85%，海外市场份持续提升。由此可知，佳禾在2017年至2018年优先发展海外市场，同时由

于植脂末产能不足，国内市占率略有下降。根据佳禾招股书显示，公开发行股票融资的主要用途为投资年产十二万吨植脂末生产基地建设项目，项目金额 36521.61 万元，占总募投资金的 91.13%，植脂末产能的持续扩大，有助于公司不断巩固业内市场地位。

图 14：佳禾食品植脂末国内销售及出口规模

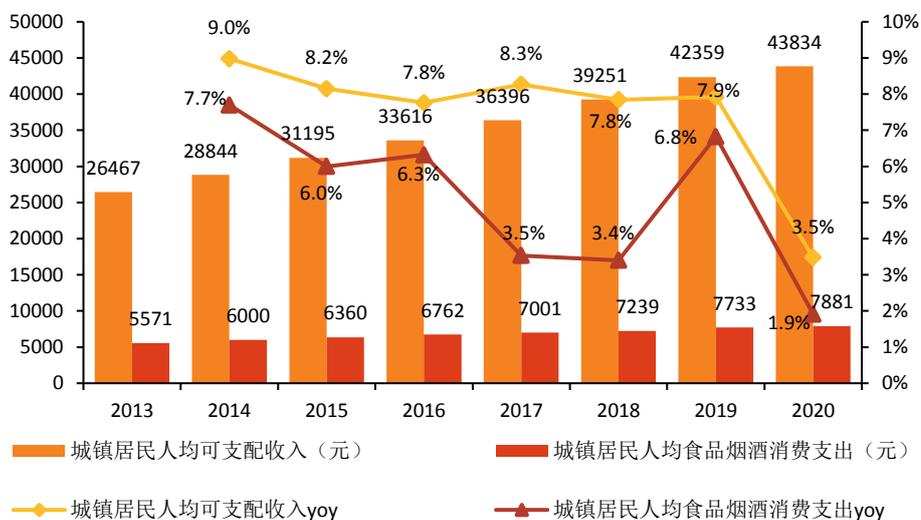


资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

2.4. 下游：茶饮及烘焙行业蓬勃发展，市场需求不断提升

奶茶、固体饮料、烘焙食品领域的发展对植脂末产品的市场需求起决定性作用。以植脂末为原料的下游行业主要包含两部分：以奶茶、固体饮料为代表的饮料行业和以烘焙食品、麦片为代表的食品行业。由于我国人均可支配收入的不断提高，消费者饮食结构逐步由温饱型转为休闲型，以奶茶和烘焙点心为代表的快消产品迅速崛起，为植脂末行业的发展提供了很大机遇。

图 15：我国城镇居民人均可支配收入与食品烟酒支出持续增大



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.4.1. 国内奶茶市场规模增量可观，现制茶饮呈井喷式增长

奶茶消费持续稳定增长，市场规模增量可观。从产品形态上分类，奶茶产品可细分为固体奶茶、液体奶茶和现调奶茶。

固体奶茶和液体奶茶市场稳定增长。固体及液体奶茶领域的市场份额主要由食品工业企业占据，经过多年市场选择，竞争格局稳定。其中杯装固体奶茶领域逐步形成以“香飘飘”、“优乐美”、“香约”等奶茶品牌为头部的格局现状，2019年的行业规模达46.53亿元，2014-2019年的CAGR为5.4%；液体奶茶领域同样保持不断发展的趋势，2017年的市场规模达40.81亿元，同比增长10.8%。

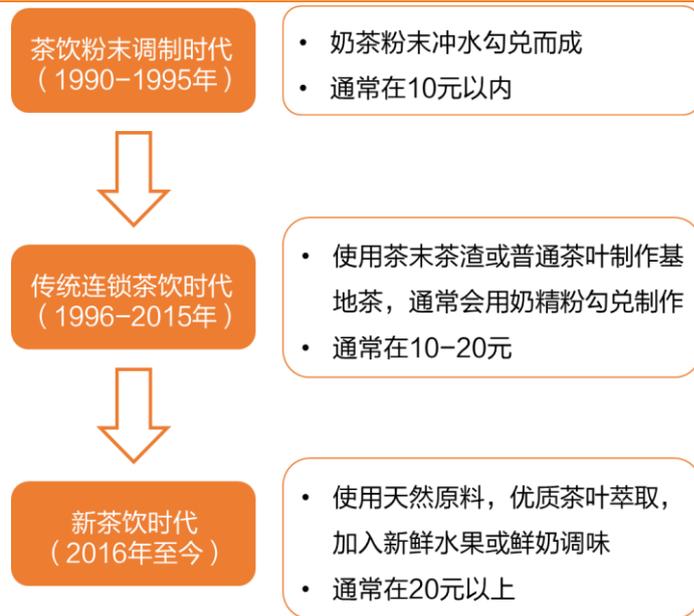
图 16：我国固体奶茶行业规模逐渐增大



资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

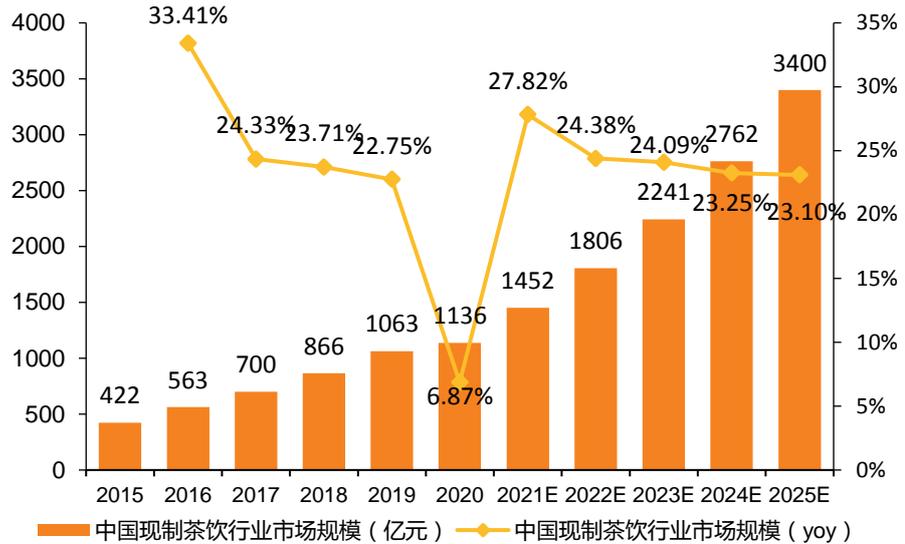
现制茶饮市场呈现井喷式增长。现制奶茶的市场则属于消费者耳熟能详的食品饮料连锁店，近年来结合制作工艺的不断创新，现调奶茶出现口味的改善以及价格的提升。同时伴随着互联网社交、线上外卖的兴起，社交属性赋能现调茶饮，市场需求出现井喷式增长。2020年现制茶饮零售店的消费价值规模达1136亿元，过去五年对应的CAGR高达21.9%，保持并预计继续高速增长，预计2025年现制茶饮市场规模将超过3400亿。

图 17：中国现制茶饮行业发展历程



资料来源：奈雪的茶招股说明书，天风证券研究所

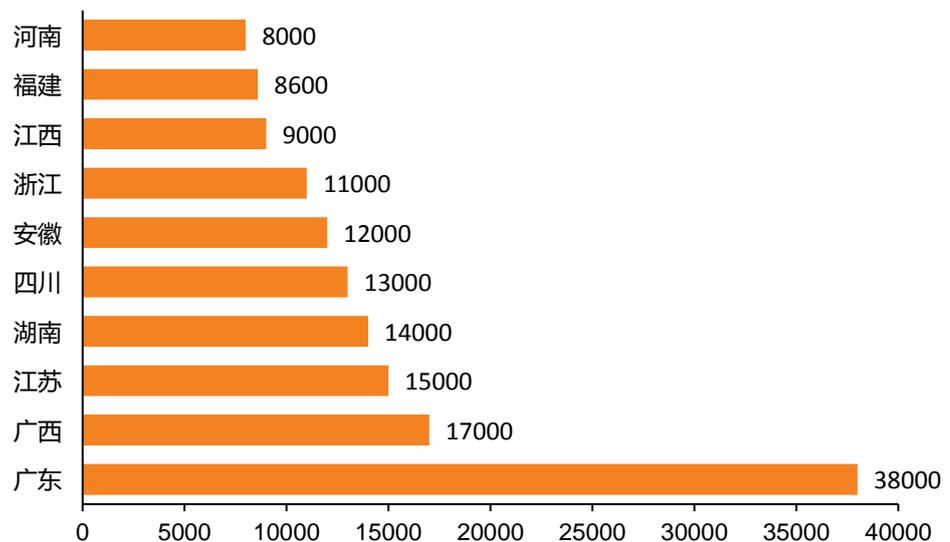
图 18：中国现制茶饮店现制茶饮市场规模



资料来源：奈雪的茶招股说明书，天风证券研究所

现制茶饮市场群雄涌现，增强对上游原料需求。根据奈雪的茶招股说明书，截至 2021 年 12 月 31 日，中国约有 348000 家现制茶饮店。同时，国内主要现制茶饮品牌相继完成不同轮次的融资。根据天眼查所得数据，截至 2021 年 3 月 9 日，全国奶茶店数目超过一万家省份达七个，其中广东省奶茶店数目超过 3 万家。日益激烈的业内竞争，将增加市场对奶茶产品的供给，从而增加对上游植脂末的需求量。同时又由于业内竞争的激烈，奶茶店出于降低成本的需求，则优先选择价低品质优的植脂末产品，这种势能强化了植脂末行业的头部集中逻辑，持续性利好业内龙头公司。

图 19：2021 年国内名称含“奶茶”的店面数



资料来源：天眼查，天风证券研究所

表 7：主要现制茶饮品牌融资情况

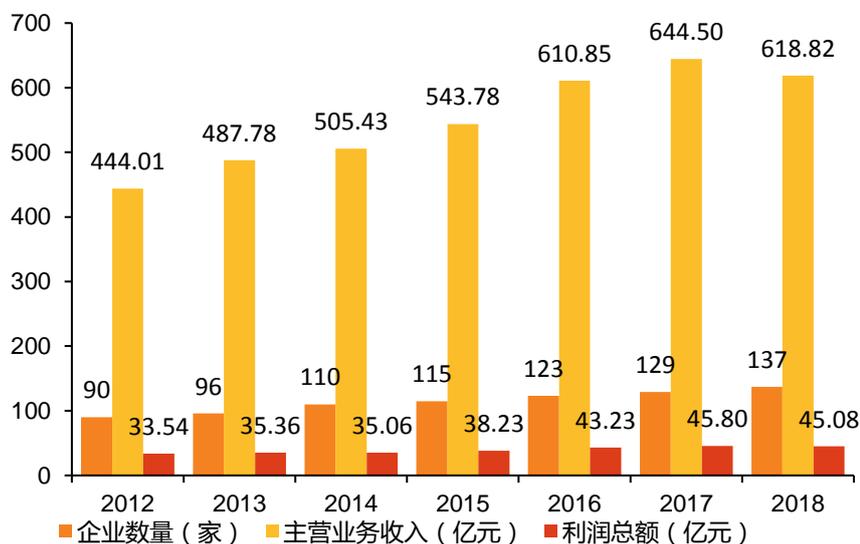
品牌	成立时间	融资时间	轮次	金额
奈雪の茶	2014-05-12	2021-06-30	IPO	50.94 亿港元
喜茶	2016-01-11	2021-06-24	D 轮	600 亿元
乐乐茶	2016-10-31	2019-04-03	Pre-A 轮	近 2 亿元
茶煮	2016-08-22	2018-03-12	Pre-A 轮	千万级人民币
1314 茶（原答案茶）	2017-08-24	2018-05-17	A 轮	2000 万元
煮葉	2015-04-23	2019-02-18	A 轮	数千万元
关茶	2015-09-14	2018-06-01	A 轮	数千万元
肆伍客	2016-12-08	2018-05-03	Pre-A 轮	近千万元
骑士老虎茶	2014-07-11	2018-08-21	A 轮	2000 万元
漫雪的茶	2014-07-11	2018-08-21	A 轮	2000 万元

资料来源：企查查，前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.4.2. 食品原料革新催生新的固体饮料市场需求，咖啡行业有望实现高速增长

固体饮料行业持续增长，原料创新刺激市场需求。固体饮料是植脂末产品的重要下游市场。固体饮料是用食品原辅料、食品添加剂等加工成的粉末、颗粒状或块状供冲调或冲泡饮用的固体制品，具有质量稳定、保存周期长，同时便于携带和运输的特点。目前国内主流固体饮料包括植物固体饮料、果蔬固体饮料、茶固体饮料等产品。由于固体饮料具有组分营养化、品类多样化、方便携带化的特点，近年来该行业取得快速发展。2012 至 2018 年期间，规模以上的固体饮料制造企业从 90 家增加到 137 家，主营业务收入和利润增长分别从 444.01 亿元和 33.54 亿元，增至 618.82 亿元和 45.08 亿元，各类原料的创新催生出更加丰富的固体饮料细分市场。

图 20：我国固体饮料规模以上企业数量、销售规模和盈利能力增长趋势

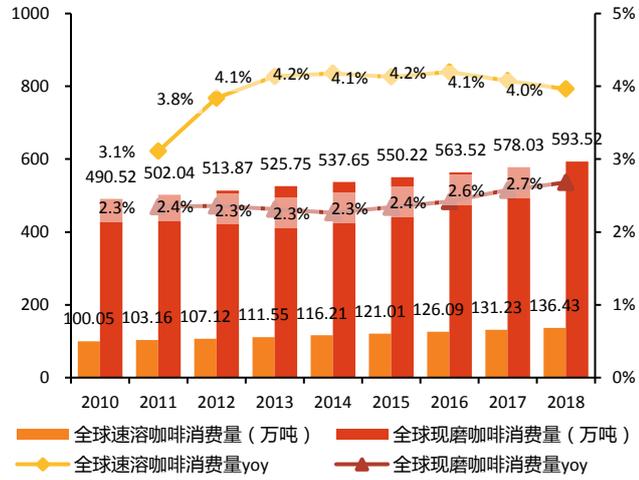


资料来源：中国轻工业统计年鉴，佳禾招股说明书，天风证券研究所

植脂末助力速溶咖啡开拓广阔市场空间。咖啡是固体饮料市场的重要组成部分。近年来咖啡消费观念逐渐深入人心，通过饮用咖啡提神醒脑、提升工作效率已成为办公族的日常生活，同时通过咖啡馆等场所进行交流洽谈等社交活动，咖啡逐渐承担社交功能。植脂末常作为咖啡伴侣应用于速溶咖啡产品，通过使咖啡更加香醇爽滑来改善速溶咖啡口感，进而实现增长态势。根据研究机构 Statista 数据显示，较之于现磨咖啡（CAGR 2.4%），全球速溶咖啡在 2010-2018 年的消费量（CAGR 4.0%）以接近翻倍的增速同比增长，这得益于速溶咖啡便于携带，易于储存、冲泡、饮用快捷及性价比高的特征。由于咖啡对我国而言属于“舶来品”，速溶咖啡更是优先占据中国咖啡市场的半壁江山，于 2018 占据全国咖啡份

额的 72%。根据 the Frost & Sullivan Report 数据预测，2023 年中国咖啡市场规模将达 1806 亿元，速溶咖啡行业将受益于中国咖啡市场的扩张快速成长，进而扩大对原料植脂末的需求。

图 21：2010-2018 年全球速溶咖啡与现磨咖啡消费量对比



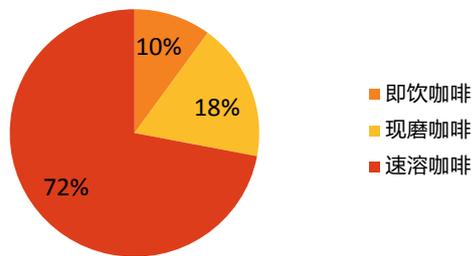
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 22：2015-2023 年中国零售杯装咖啡市场与中国零售杯装现磨咖啡市场规模



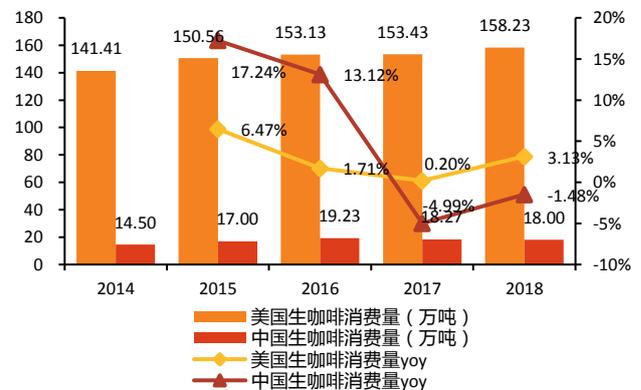
资料来源：瑞幸招股说明书，the Frost & Sullivan Report，天风证券研究所

图 23：2018 年中国咖啡市场份额中速溶咖啡占比高



资料来源：艾媒数据中心，天风证券研究所

图 24：中美咖啡消费量对比（万吨）



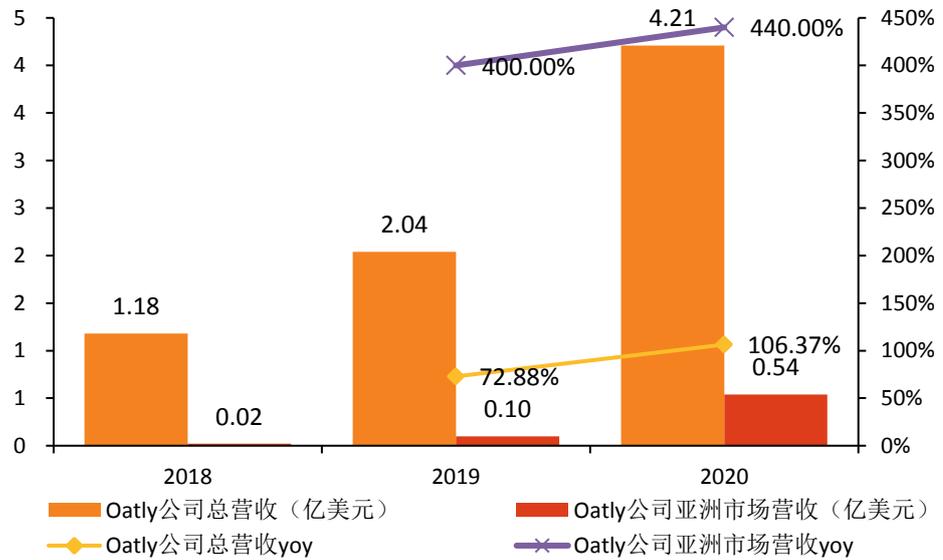
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

中国咖啡市场未来提升空间大。作为国外引入的食品饮料，国内人民逐步形成对咖啡的饮食习惯，但目前人均消费量与世界发达国家相比较低，因此有广阔的市场提升空间。据统计，2014-2018 年中国年均生咖啡的消费量仅为美国的 11.5%，但从 CAGR 角度出发，中国的咖啡消费量增速（5.55%）为美国（2.85%）的 194%，咖啡的弱成瘾性以及社交属性加成或许是其消费量快速增长的推动力。

植物基牛奶异军突起，燕麦奶市场急速扩张。近年来，以燕麦奶为首的植物基牛奶异军突起。燕麦奶是通过淀粉酶对燕麦浆水解，并加入少量植物油而加工成的植物基牛奶，在保留膳食纤维的同时又拥有微微甜味。根据 Oatly 招股说明书，亚洲是最大的植物基牛奶消费市场，由于乳糖不耐受的情况在亚洲普遍发生，进一步强化了市场对植物基牛奶的需求。根据欧睿国际数据分析，2020 年亚洲的除中国市场的豆奶外的植物基牛奶市场份额大概为 80 亿美元。在 Oatly 等植物基牛奶厂商的推动下，2025 年中国植物基牛奶市场份额有望翻倍。Oatly 自 2018 年进入中国市场，至 2020 年底门店已扩展至 4700 家，总共拥有超过 9500 个植物基牛奶的餐饮服务与销售网点，增长率超过 450%。Oatly 在中国的急速扩张，

可充分证明植物基牛奶大受欢迎，市场前景广阔。目前佳禾自主研发推出的产品“芬大师”燕麦奶已推向市场，有望分享行业成长红利。

图 25：2018 至 2020 年 Oatly 公司全球及亚洲市场营收统计

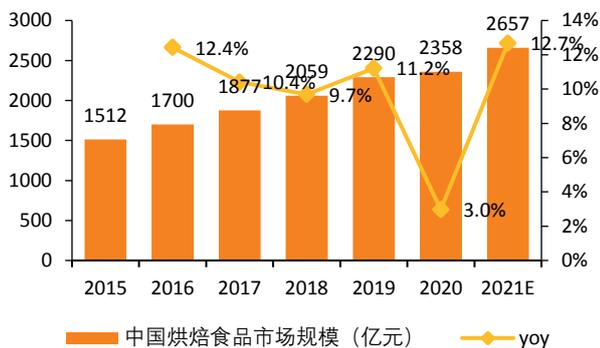


资料来源：Oatly 招股说明书，天风证券研究所

2.4.3. 国内烘焙产品人均消费低，增长势头强劲

国内烘焙食品市场增长势头强劲。烘焙用植脂末可改善面团加工性能，提升烘焙食品口感，因此植脂末在烘焙食品领域应用广泛。烘焙用植脂末的下游使用群体包括烘焙食品加工销售企业和家庭消费者，通常以面包、蛋糕、甜点等产品形式被消费。随着食品行业的发展，烘焙企业零售业态的丰富与升级将不断扩大烘焙食品的市场容量。近年来，人们生活节奏日益加快，烘焙食品凭借即食性以及营养性逐渐占据了年轻一代的早餐市场，并呈现出正餐化趋势。2015-2020 年，中国烘焙食品市场规模持续以 9.29% 的 CAGR 逐步抬升。同时日益提升的消费趋势在人均烘焙食品消费量上也有所体现，2020 年人均烘焙食品消费量在 7.3 千克，过去六年对应的 CAGR 为 4%，人均烘焙食品消费量逐年抬升。

图 26：中国烘焙市场规模及预测



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

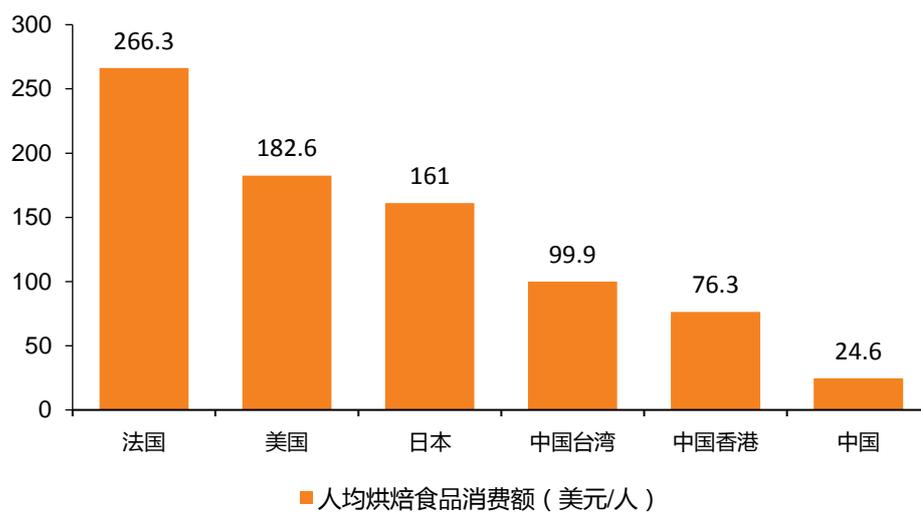
图 27：2013-2019 年中国人均烘焙市场消费量



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

烘焙食品人均消费低，未来增量巨大。国内烘焙食品行业较之于发达国家市场较小，但市场增速迅猛。自 2009 年以来，中国对亚太区域烘焙市场增量贡献占 85%，2011-2016 年，中国烘焙市场年消费额的 CAGR 达 11.93%。因此，快速扩张的烘焙食品增量市场，将有效带动咖啡及烘焙用植脂末产品市场需求持续提升。

图 28：2019 年全球部分国家人均烘焙食品消费情况



资料来源：立高食品招股说明书，欧睿国际，天风证券研究所

3. 借研发+供应链+营销之翼，乘奶茶经济之风，成就品牌之势

3.1. 丰富的产品矩阵打造一站式解决方案

多生态的产品系列+定制化开发，为客户提供一站式的解决方案。公司目前拥有的产品系列包括植脂末系列、固体饮料系列、茶叶系列、咖啡系列、燕麦奶系列和相应的配料产品（果糖和奶基底等）。公司为客户提供完整的产品链条，提升客户粘性，帮助客户实现一站式采购。

图 29：佳禾食品的产品矩阵



资料来源：佳禾食品招股说明书，官方销售店，天风证券研究所

植脂末系列：①品牌力强，“晶花”是江苏省著名商标，在国际上也享有一定的声誉。②更健康，通过以精炼代可可脂替代氢化大豆油作为植物油原材料，公司的大部分植脂末产品都已经实现零反脂目标，到 22 年或可实现全部植脂末产品零反脂的目标。③销量大，公司 2017 年-2018 年植脂末销量分别为 12.23 和 13.52 万吨，公司的植脂末市场占有率分别为 15.22%和 14.33%，出口份额分别为 24.33%和 26.85%。

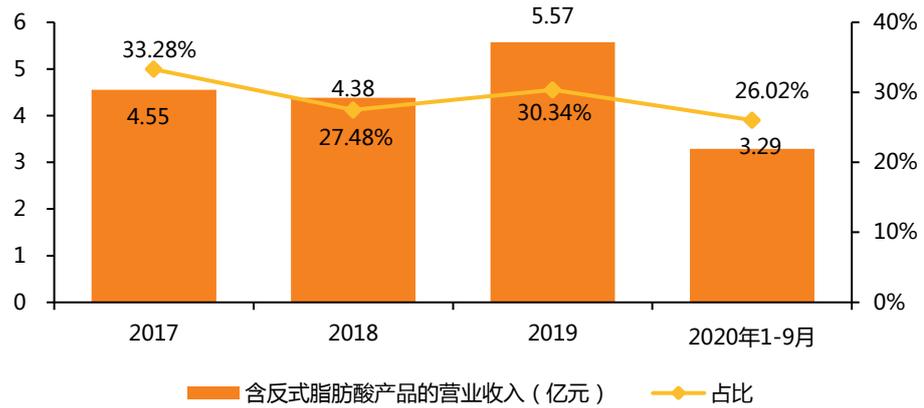
固体饮料系列：品类繁多，应用场景丰富，包括各种口味的布丁粉、椰浆粉、海藻晶冻粉、咖啡粉等，为客户提供了更多搭配的选择。

茶叶系列：包括了大红袍、阿萨姆红茶、锡兰红茶和茉莉花茶等，搭配植脂末和果糖可以调配不同口味的饮品。

咖啡系列：公司依托其在植脂末领域积累的技术和客户发展的下游产品线，主打冷萃咖啡。

燕麦奶：直接面向 C 端用户，是未来发展新方向。

图 30：反式脂肪酸产品收入占比有下降态势



资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

定制化产品响应客户需求，积极参与下游产业链企业新产品开发。2019 年公司为上千家企业提供植脂末等产品，在所有产品中定制化产品占比相对较高。公司通过强大的定制化能力获得了客户的充分认可，目前近 200 个饮品品牌和公司建立了稳定的合作关系。近些年随着居民消费升级和安全意识的不断提升，现调奶茶市场增长迅猛，公司因为具有良好的产品定制和开发能力，逐渐地和知名的餐饮连锁品牌建立了联系，包括像蜜雪冰城、益禾堂、古茗、沪上阿姨等一些知名品牌，目前公司的年平均新款数量多达 1000 款，已在现调饮品领域确立了较为领先的地位，通过对比 2020 年 1-9 月和 2017 年佳禾食品的前五大客户数据可以看出公司的主要客户已经从工业食品类转为餐饮连锁品牌类，反映了公司依靠优秀的定制化能力来应对市场变化并积极调整客户群体的能力。

表 8：2020 年 1-9 月佳禾食品前五大客户

排名	客户	销售金额 (万元)	占销售收入比重%
1	河南大咖食品有限公司	9209.78	7.29
2	浙江古茗科技有限公司	7509.51	5.94
3	上海肇亿商贸有限公司	6942.31	5.49
4	L and Z Pte Ltd	6703.20	5.31
5	上海臻黔贸易商行	6166.29	4.88

资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

备注：1 为“蜜雪冰城”、2 为“古茗”、3 为“coco 都可” 5 为“沪上阿姨”

表 9：2017 年佳禾食品前五大客户

排名	客户	销售金额 (万元)	占销售收入比重%
1	统一企业 (中国) 投资有限公司	14148.50	10.34
2	香飘飘食品股份有限公司	11151.57	8.15
3	L and Z Pte Ltd	9664.91	7.07
4	上海肇亿商贸有限公司	7658.77	5.60
5	PT.TORABIKA EKA SEMESTA	6207.29	4.54

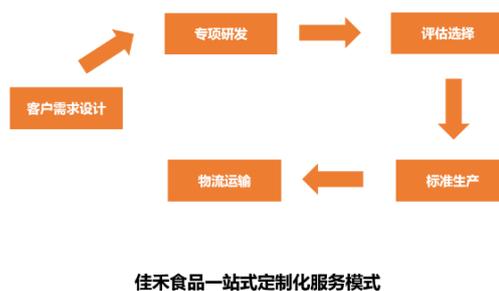
资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

图 31：广泛的合作品牌



资料来源：各品牌官网，天风证券研究所

图 32：一站式定制化服务



佳禾食品一站式定制化服务模式

资料来源：佳禾食品官网，天风证券研究所

3.2. 注重研发，铸就核心竞争力

深耕食品配料，高度重视技术研发。在专利层面：公司共拥有 17 项国家专利（包含 5 项发明专利），包括零糖植脂末制备技术、中碳链脂肪酸粉末油脂制备技术、冷溶型植脂末制备技术和其他多种功能性植脂末制备技术，公司大力投入资金研发功能性更强，健康属性更强的植脂末产品，在布局未来植脂末市场的同时也可以通过这些专利技术提高产品利用率。例如，零糖植脂末可以减少 20% 的成本净重，提高植脂末的利用率的同时还减少了喷雾干燥等成本；中碳链脂肪酸粉末油脂制备技术可以满足人体快速功能需求。

表 10：专利对比

公司名称	专利数量
佳禾食品工业股份有限公司	17 项国家专利，包括发明专利 5 项
无锡超科食品有限公司	13 项专利权，包括 6 项发明专利和 7 项实用新型专利
凯美瑞食品（南通）有限公司	5 项专利权，包括 2 项发明专利和 3 项实用新型专利
广东文辉生物科技有限公司、上海文辉食品工业有限公司	12 项实用新型专利

资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

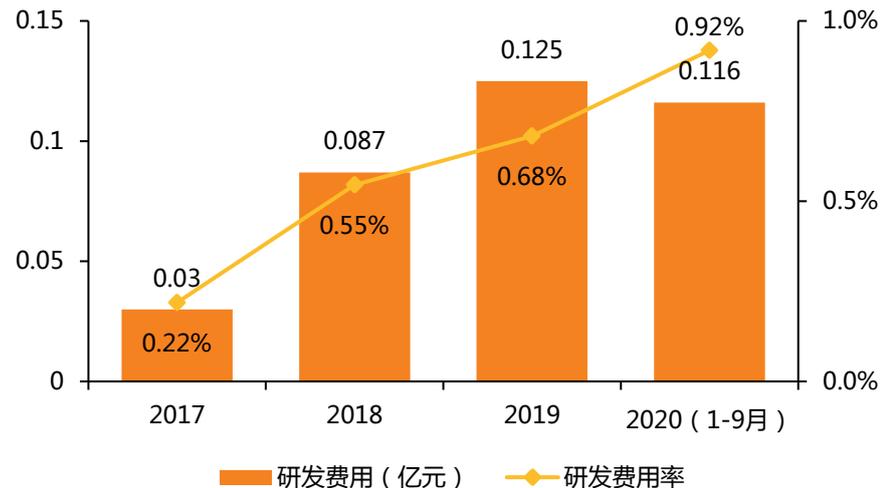
表 11：佳禾食品专利技术详情

序号	专利名称	简述
1	油脂的包埋——微胶囊化技术	“表面油脂含量占脂肪的比例”小于 1%，显著提升植脂末的溶解性、流动性
2	高固形物料浆技术	减少生产配料用水的同时保证料浆乳化形状的稳定，显著降低产品能耗成本
3	喷雾干燥粉体化技术	极大提升热能利用效率，降低产品单位能耗
4	耐酸植脂末技术	零蛋白植脂末，可使产品耐酸性能低至 PH3.0，扩大产品使用范围
5	冷溶植脂末技术	实现在冰水混合物中良好溶解，用于冰咖啡、冰奶茶等冷饮调制
6	复合固体饮料技术	使得固体饮料色泽均一、冲调速溶性、稳定性好，降低能耗及材料损耗
7	冷萃冰滴咖啡技术	最大限度保持咖啡浓郁的香气

资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

在研发投入方面：公司的研发费用自 2017 年起不断上涨，2017 年研发投入为 304.36 万元，2020 年 1-9 月研发投入达 1157.47 万元，研发投入占比由 17 年的 0.22% 上升至 20 年 9 月的 0.92%，此外，在公司此次募投的 5.64 亿资金中将会有 9.34% 用于建设“新建研发中心项目”，该项目将会引入更多技术人员，购买更为先进的机器设备以支持公司的研发进程。

图 33：佳禾食品研发投入不断加大



资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

在研发团队建设方面：截止 2020 年 9 月 30 日，公司共有员工 804 人，其中研发及技术人员有 50 人，预计“新建研发中心项目”会增加 16 名工程师、17 名研究员、3 名分析员、2 名实验员以及 3 位博士后。在公司目前的员工当中有 26 位获得研究生学历，并且有多人获得了 Q-Graden 证书及 SCA—Roaster 认证，设计师的平均工作年限高达 9 年。

表 12：“新建研发中心项目”研发人员增加情况

类别	数量
工程师	16
分析员	3
实验员	2
研究员	17
博士后	3
总计	41

资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

在业界标准制定方面：公司通过多年的技术积累在业界已经有了一定影响力，公司参与“食品工业专用油脂制造关键技术开发及产业化”项目并获得 2019 年度中国轻工业联合会科学技术进步一等奖，作为主要起草人参与制定了植脂末生产行业标准 QB/T 4791《植脂末》和粮食行业标准《粉末油脂》（已完成终审，待发布实施）。**在联合高校方面：**公司积极和高校展开研发合作，2020 年 7 月公司牵手江南大学食品学院成立“健康粉末油脂（国际）联合创新中心”，该中心将助力公司推进健康型粉末油脂的研发进程，适应未来市场发展趋势；同月，子公司南通佳之味和江苏科技大学达成协议成立“谷物健康（南通）创新中心”，该中心可为日后公司开发针对 C 端用户的燕麦奶产品提供技术支持。

3.3. 打造高效稳定供应链，积极拓产展望未来

从采购、仓储到物流，搭建起牢固的供应链条。
①采购环节：公司采用“以产定购，安全库存”的采购模式，综合考虑宏观经济、行业经济、供应商报价情况等因素与供应商签订长期的框架协议，并通过编制原材料每日库存表来控制库存情况。如若遇到市场原材料价格波动情况，公司可以临时调整订单，并且规模优势使得公司有较强的定期调价能力，该种模式可以降低原材料持有成本。在国际市场上，公司则通过子公司晶茂国际向境外供应商采购糖浆、茶叶等原材料。
②仓储环节：公司的采购及仓储人员数量高达 100

人，占总员工的 12.44%，公司拥有智能化仓储车间，仓储环节严格遵照规范，产品需分类并按严格标准堆放，品管员将日常追踪成品出库情况。③**物流环节**：公司生产基地位于物流发达的长三角核心地带，合作客户千余家，产品运输链覆盖全国三十余个省份、直辖市和自治区以及二十余个国家和地区。公司拟投入 2945.71 万元来建设“信息化系统升级建设项目”，该项目将以信息技术支持公司物流配送业务的发展。此外，公司子公司南通佳之味将花费 1990 万元采购智能物流系统，该设备有利于公司打造更为高效的物流配送系统。

表 13：原材料采购合同以框架采购协议为主

签订主体	供应商名称	合同形式/金额
佳禾食品	嘉吉粮油（南通）有限公司	框架采购协议
佳禾食品	中粮东海粮油工业（张家港）有限公司	框架采购协议
红益鑫	益海嘉里食品科技有限公司	框架采购协议
南通佳之味	黑龙江金象生化有限责任公司	框架采购协议
佳禾食品	Fonterra Ingredients Ltd	273.41 万美元
红益鑫	阿胡斯卡尔斯油脂（张家港）有限公司	框架采购协议

资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

积极投资新项目，稳定供应能力。公司的产品种类繁多，截至 2020 年 9 月公司在交易的产品品种数量已经达到 2000 余个，拥有千余家客户，加之优越的地理位置和 10 万吨级的大规模产能，使得公司有着不俗的产品供应能力。但是目前公司的植脂末产品的产能已经达到其瓶颈期，咖啡的产能利用率较低，具体而言，植脂末产品 2017 年至 2020 年 1-9 月的产能分别为 15.6、13.5、13.64 和 10.305 万吨，其产能利用率分别为 78.77%、102.39%、109.18%和 90.43%；速溶咖啡粉产品 2017 年至 2020 年 1-9 月的产能分别为 0.72、0.72、0.72 和 0.54 万吨，其产能利用率分别为 11.83%、31.38%、15.30%和 8.99%。为了稳定供应能力，公司此次募投将投资建设“年产十二万吨植脂末生产基地建设项目”，该项目占用此次募投资金为 3.65 亿元，占总募投资金的 91.13%，对于公司重视的咖啡项目，公司将投入 1.17 亿元建设“年产冻干咖啡 2160 吨项目”，资金占比达 20.75%，该项目不会增加目前速溶咖啡的整体产能。

图 34：植脂末产能及其利用率情况



资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

图 35：咖啡产能及其利用率情况



资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

3.4. 打造完善的国内外营销网络，巩固品牌影响力

完善的营销网络+合理的营销模式，助力公司抢占未来市场份额。公司不仅在国内有着成熟完备的营销网络，而且还在东南亚地区搭建了巨大的营销网络，未来东南亚市场奶茶饮

品的快速发展或将成为公司另一个增长动力。**就国内市场而言：**公司的营销核心在华东、华南等消费聚集地，而华北、华中、东北、西北、西南等七大区域加上二十多个区域销售和服务分支机构，使得佳禾可以辐射到大半个中国。**就国际市场而言：**公司主要在东南亚地区发力，通过建立在新加坡的业务中心，公司可以辐射马来西亚、印度尼西亚等多个东南亚市场，就数据而言，2018年公司的植脂末出口占到了国内植脂末出口份额的26.85%，而东南亚地区是公司境外销售收入的最大来源，占比超过9成，未来随着奶茶经济的发酵以及东南亚市场经济的快速发展，公司有望在东南亚将建立稳固的市场地位。

图 36：佳禾食品在国内植脂末市场占比

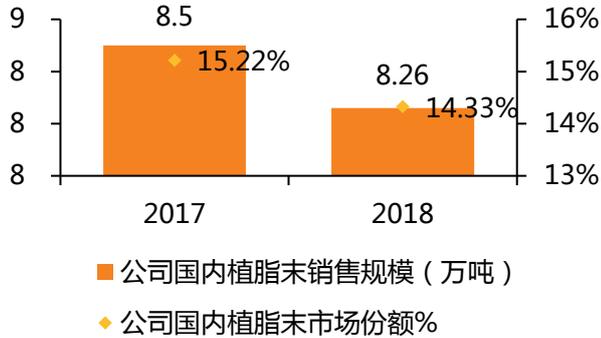
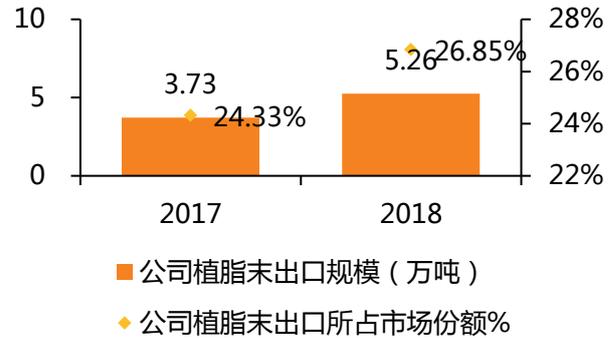


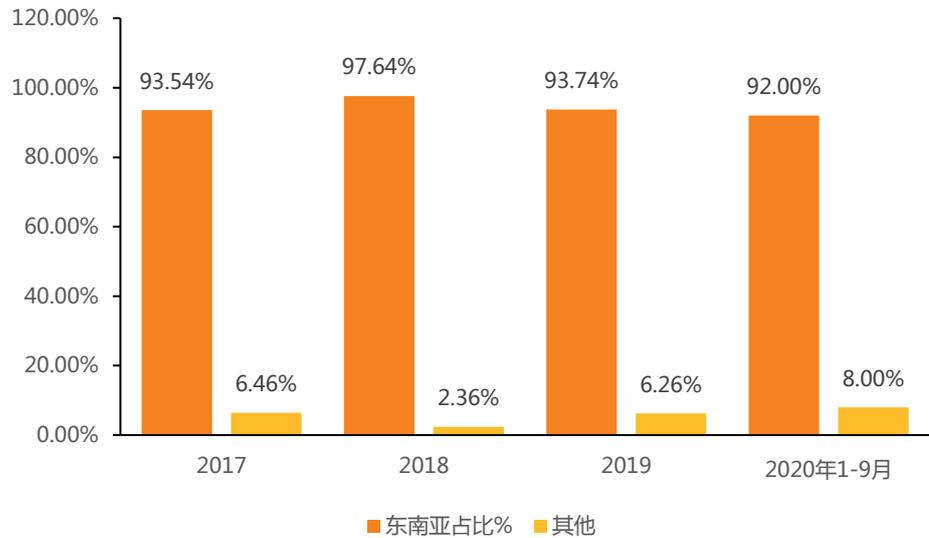
图 37：出口份额有增长趋势



资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

图 38：境外销售占比情况



资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

除了发达的营销网络，公司还有着合理且高效的营销模式。公司采取的是“直销为主，经销为辅”的销售模式，该模式最大的优势就是在通过直销来加强和客户的合作的同时又能享受到经销商渠道降成本的好处。**直销模式下**，公司可以直接接触到重要的客户，并且通过响应客户的个性化产品需求来把握市场的动态，保证了公司创新的方向正确。直销模式是公司最主要的收入来源，2017-2019年直销收入分别为9.84亿元、11.66亿元和12.88亿元，2020年1-9月为9.06亿元，2017-2019年份直销收入占比分别为72.11%、73.43%和74.98%，2020年1-9月占比达到79.99%，直销收入占比处于稳定增长阶段。**经销模式下**，公司的风险转移出去了，而且所需的成本相对较小，能帮助公司快速地扩张其营销网络，截至2020年9月末，公司合作的经销商数量已超过400家。按地区来分，境内销售占比较小，且有逐步下降的趋势，17-19年境外销售收入占比分别为26.9%、34.09%、25.49%，2020年1-9月占比20.08%，其中东南亚地区的境外销售收入的主要来源，占到九成以上。

表 14：2020 年 1-9 月前五大经销商

经销商名称	销售金额（万元）	占当期经销收入比重%
杭州贝克丹士食品有限公司	2099.22	6.69
上海桌诚食品有限公司	1892.97	6.03
广州市白云区松洲香顿食品经营部	1131.91	3.61
广州市宸曦贸易有限公司	1109.73	3.54
海南旭隆盛贸易有限公司	1095.50	3.49

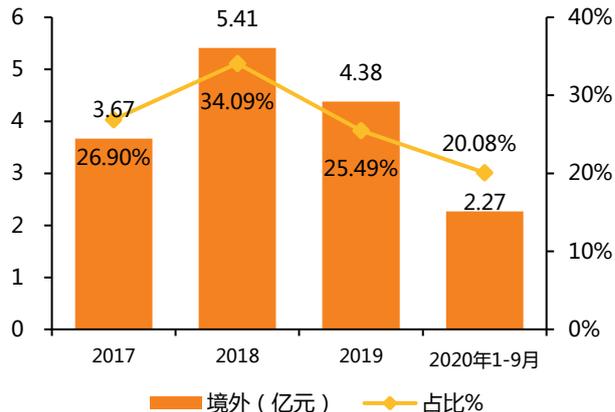
资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

图 39：直销收入占比超七成



资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

图 40：境外收入占比趋降



资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

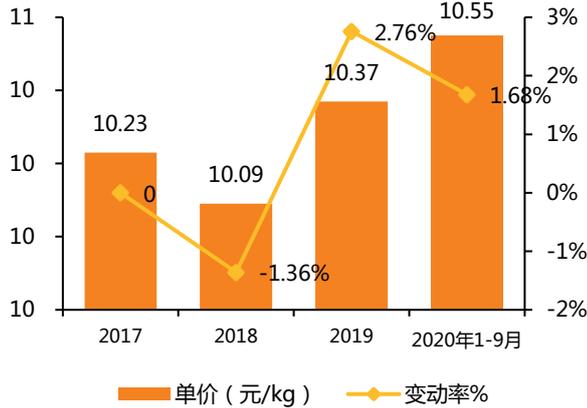
用专业的服务和超高的产品品质打造强大的品牌力。公司深耕食品配料产品长达 20 年，数十年如一日用诚信经营和超高标准的质量控制获得了客户信任，打造出了国内甚至国际知名的佳禾品牌。

强大的产品开发能力：公司拥有一个负责产品开发的技术中心，配备了一个拥有近五十名经验丰富的专业人员的研发团队，该技术中心为“江苏省认定企业技术中心”，通过对产品市场动态的关注来持续进行新产品的开发，保证了公司具有较高水平的产品开发能力。目前公司正在进行多方向的产品研发项目，功能性粉末油脂产品开发及其标准化生产方向包含了打发型植脂末开发等两个项目，咖啡等饮料的加工技术研究方向包含了功能性速溶咖啡产品等四个项目，液体浓浆类产品的开发研究方向包含了植脂厚（浓/淡）奶产品的开发等三个项目。

深入人心的产品品牌：公司的品牌体系包括核心的“晶花”品牌和“ERIC 爱立克”、“卡丽玛”两个重要品牌以及数十个产品系列的品牌，公司的“晶花”品牌在阿里巴巴以及淘宝等电商平台均有开设网店，其中淘宝的“晶花旗舰店”粉丝数量达到了 2.7w 人，好评率 100%；在阿里巴巴上“佳禾食品源头厂家”店铺拥有 0.61w 粉丝远超同类门店，服务评级达到 4.5 星。

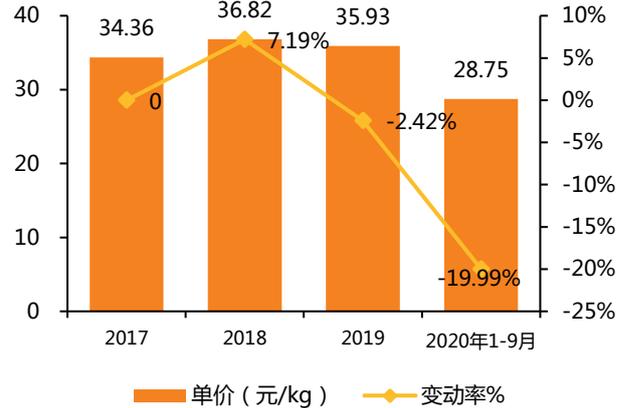
稳定的产品价格：公司的植脂末产品单价的波动水平较小，减少了客户采购的风险，2017 年到 2020 年 1-9 月公司的植脂末产品单价分别为 10.23、10.09、10.37 和 10.55 元/kg，2018 年至 2020 年 1-9 月植脂末价格变动率分别为 -1.36%、2.76% 和 1.68%；公司的咖啡产品单价波动率相对较大，2017 年到 2020 年 1-9 月公司的咖啡产品单价分别为 34.36、36.82、35.93、28.75 元/kg，2018 年至 2020 年 1-9 月咖啡价格变动率分别为 7.19%、-2.42% 和 -19.99%。

图 41：植脂末产品单价及其变动率



资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

图 42：咖啡产品单价及其变动率

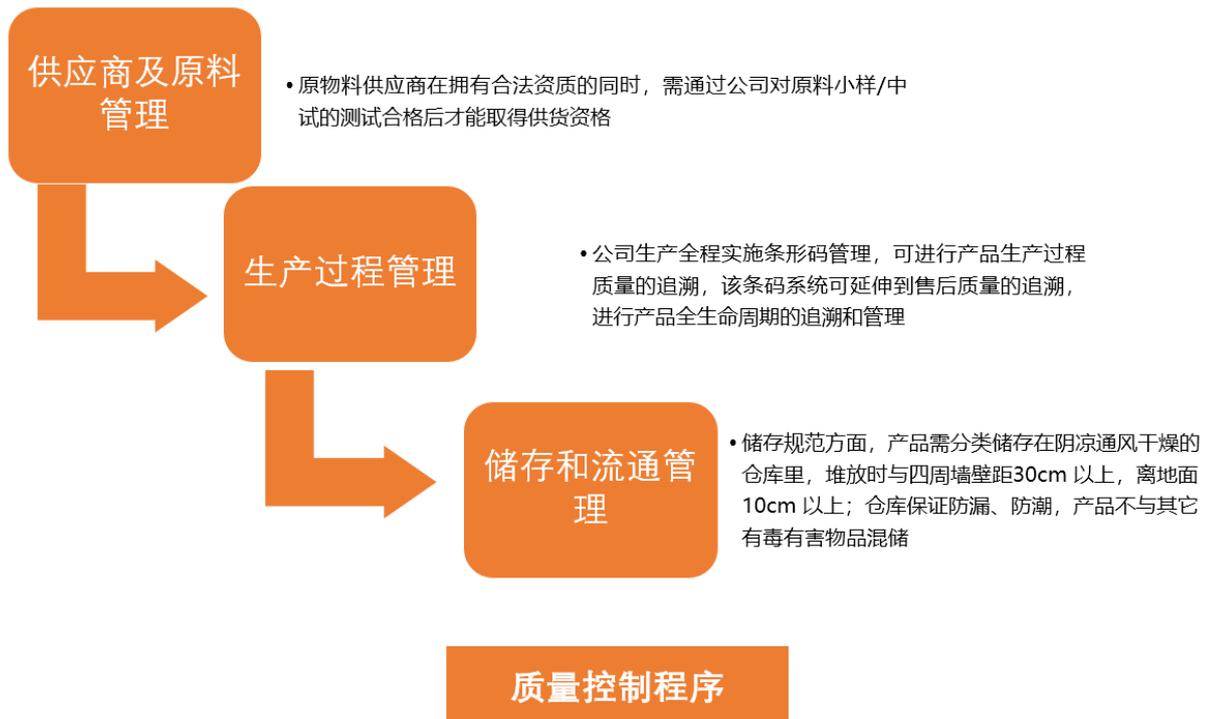


资料来源：佳禾招股说明书，天风证券研究所

良好的经营声誉：公司获得过包括中国质量诚信企业在内的四项国家级奖项，获得了包括江苏省著名商标在内的七项江苏省级奖项，还获得了五项苏州市级奖项，此外，公司用 99.9% 以上的合同履约率和 100% 的合同争议解决率获得了业内的一致好评。

完整的质量控制体系：公司建立了多层级的全面质量管理体系，通过了包括 ISO9001 质量管理体系认证在内的四项体系认证和各类产品认证，公司在 ERP 的基础上建立了信息化的质量控制平台，实现生产经营各环节的可追溯性。

图 43：佳禾食品质量控制程序



资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

4. 新业务收入稳步提升，盈利能力保持稳定

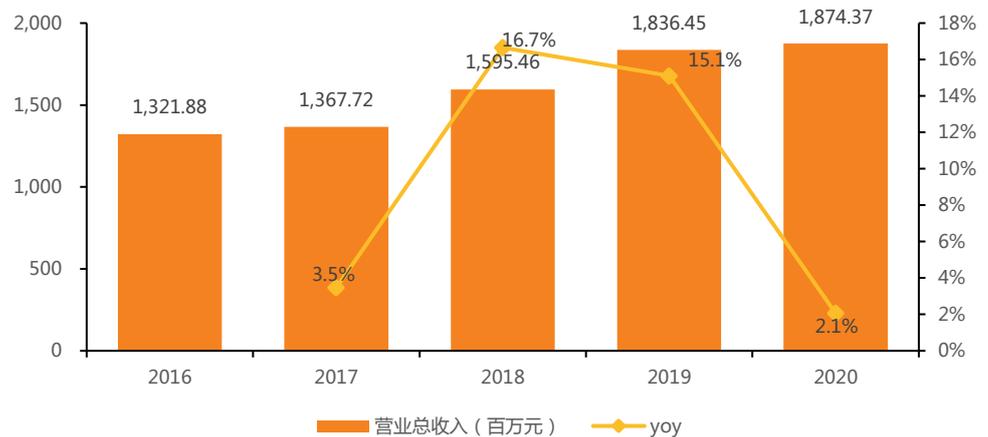
4.1. 营业收入保持持续增长，基本摆脱疫情影响

营业收入呈持续增长态势，2020 年小幅放缓。2016-2020 年公司营业收入呈增长态势，整体保持良好的经营业绩，其中 2018-2019 年增速较高。2020 年公司营收为 18.74 亿元，同比增长 2.1%。新冠疫情对公司业务造成一定的影响，但随着国内疫情管控持续向好，下游客户需求不断提升，疫情对公司的影响已基本消失，预计业绩增速将有所回升。

分业务看：植脂末产品是收入的主要来源。公司主要业务分为植脂末产品、咖啡产品和其他固体饮料产品等。植脂末产品收入占比逐年缓慢下降，但仍在 85%以上，2020 年收入达 14.80 亿元，同比下降 1.2%，占营收比例为 85.9%；咖啡产品收入 18 年后有所下降，2020 年达 0.44 亿元，同比下降 26.5%，占营收比例 2.5%；其他固体饮料收入持续高速增长，2020 年达 1.98 亿元，同比增长 22.6%，占营收比例为 11.5%。

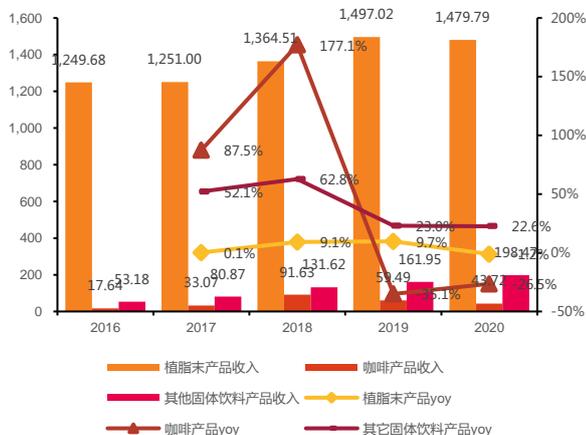
分区域看：中国大陆收入占比缓慢下降。随着公司向海外市场扩展，海外市场收入高速增长，由 2016 年的 3.29 亿增长至 2019 年的 4.38 亿。中国大陆市场收入在保持稳定增长的同时，占比由 2016 年的 75.1%下降至 2018 年的 65.9%，并于 2019 年反弹至 74.5%，共 12.8 亿。

图 44：营业收入稳定增长



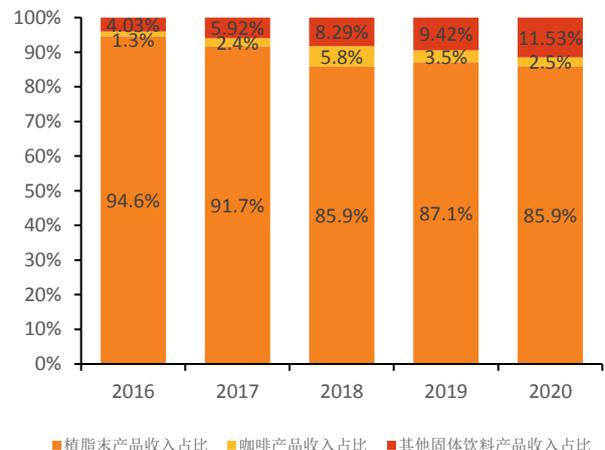
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：植脂末产品增速平缓，其他业务增长较快



资料来源：Wind，佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

图 46：植脂末产品是主要收入来源



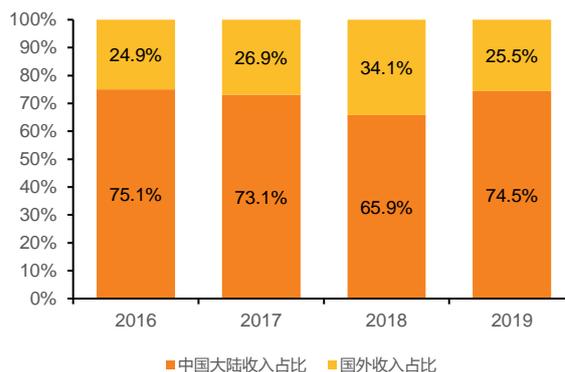
资料来源：Wind，佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

图 47：中国大陆收入增速逐渐加快



资料来源：Wind，佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

图 48：中国大陆收入占比有所下降



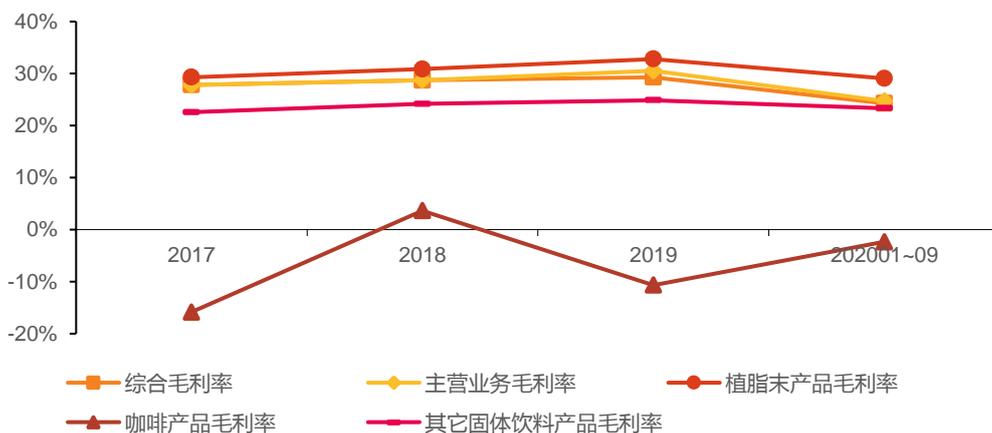
资料来源：Wind，佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

4.2. 毛利率有所下降，低于行业平均水平

公司毛利率水平有所下降。2019 年综合毛利率为 29.28%，主营业务毛利率为 30.53%；2020 年 1~9 月综合毛利率为 24.27%，主营业务毛利率为 24.72%，整体有所下降，主要系新冠疫情导致产销量下降，单位固定成本以及原材料成本上升所致。

分业务看：植脂末毛利率相对稳定，咖啡毛利率波动性大。2019 年植脂末产品毛利率为 32.78%，2020 年 1~9 月为 29.07%，2017-2020 年间均持平或高于同期综合毛利率，稳定维持在 30%左右，主要系植脂末产品工艺技术成熟稳定。其他固体饮料产品毛利率略低于综合毛利率，稳定在 23~25%之间。咖啡产品毛利率较低，除 2018 年(3.63%)外均为负值，主要系咖啡产品产能释放不充分，且固定成本较高所致。

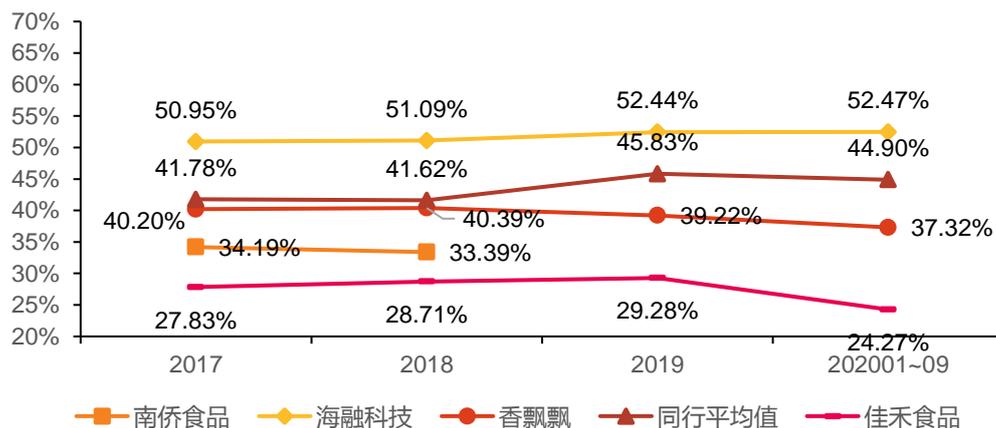
图 49：毛利率水平保持稳定



资料来源：wind，佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

佳禾食品毛利率水平低于行业平均水平。由于植脂末行业尚无上市公司，无法直接对比行业内竞争对手数据，因此选取了在产业链及上下游等方面相类似的南侨食品、海融科技及香飘飘公司进行同行业对比分析。其中，海融科技与香飘飘公司在产品结构、客户类型以及销售模式等方面与佳禾食品均有不同，因此毛利率相差较大，可比性不强；南侨食品毛利率略高于佳禾食品，主要系产品结构不同所致，但二者成本结构与原材料较相似，因此具有相近的毛利率及波动趋势。

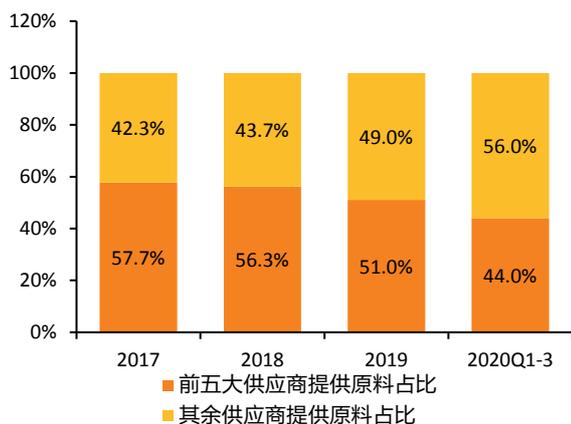
图 50：佳禾食品毛利率低系产品结构不同所致



资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

原材料采购金额占营收比例约 65%，产品劳动附加值高。根据公司招股说明书，原材料成本占销售收入比例为 62.5%-68.7%。同时公司上游稳定的原材料供货商包括嘉吉投资(中国)有限公司、大成糖业控股有限公司、中粮集团有限公司、益海嘉里食品销售有限公司等行业头部公司，供应链保障良好。

图 51：前五大原材料供应商提供原料占比



资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

图 52：销售收入金额（万元）及原材料成本占比

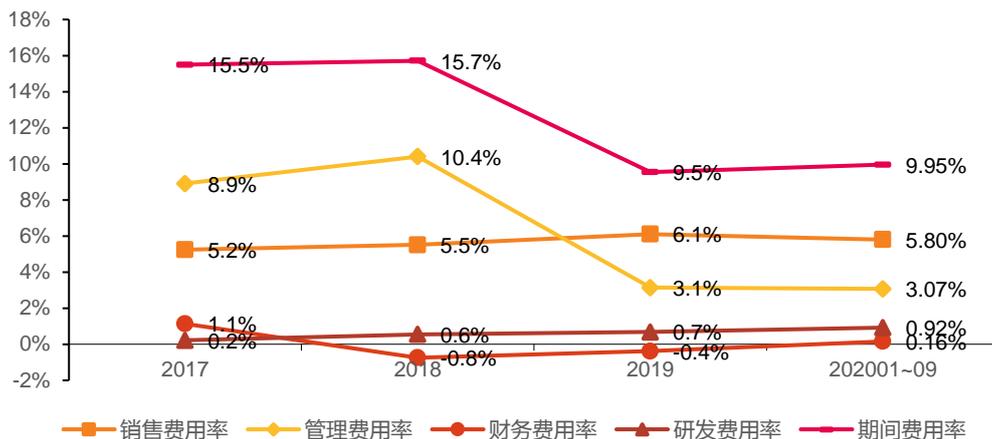


资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

4.3. 期间费用率有所降低

公司整体期间费用率近年来有所下降。2017 年起至 2020 年 1-9 月，公司期间费用占营业收入的比例分别为 15.49%、15.71%、9.54%和 9.95%。2017、2018 年占比较高，主要由于员工直接或间接持股和上市咨询服务费导致的管理费用增加，以及销售人员薪酬提高导致的销售费用增加所致。2019 年起，销售费用率缓慢增加，为缅甸市场扩张带来的出口费用增加所致；管理费用率大幅下降，是由于停止股份支付所致。

图 53：公司期间费用率有所降低



资料来源：佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

4.4. 归母净利率水平逐年上升

公司盈利能力波动性提升。公司于 2017~2018 年计提了较高的股份支付费用，因此归母净利润较大幅减少。2017~2019 年，归属于母公司股东的净利润整体呈现增长趋势。2020 年，由于新冠疫情等因素的影响，归母净利润下滑至 2.16 亿元，同比下降 20.49%；归母净利率为 11.5%，同比下降 3.3pct，但整体仍保持了较好的利润水平。

图 54：归母净利润存在波动



资料来源：Wind，佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

图 55：归母净利率存在波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利能力领先行业。近两年佳禾食品 ROE 存在一定波动，但仍处于行业平均位置。2020 年佳禾食品的 ROE 为 16.64%，同比下降 9.10pct，领先于香飘飘，但低于南侨食品与海融科技。佳禾食品 2020 年 ROE 水平下降，系资产周转率和销售净利率的下降幅度较大所致。同行业内，公司资产周转率处于行业较高水平，仅略低于海融科技，总体保持平稳。

表 15：佳禾食品 ROE 分解（杜邦分析）

	2016	2017	2018	2019	2020
净资产收益率(ROE)	29.38%	17.74%	17.06%	25.74%	16.64%
同比增长(pct)		-11.64	-0.68	8.68	-9.10
因素分解:					
销售净利率	19.11%	8.01%	8.16%	14.79%	11.52%
权益乘数	1.42	1.80	1.51	1.38	1.33
资产周转率(次)	1.08	1.23	1.38	1.26	1.09

资料来源：Wind，佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

表 16：佳禾食品 ROE、总资产周转率与同行比较

年份	ROE(%)					资产周转率(次)				
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020
佳禾食品	29.38%	17.74%	17.06%	25.74%	16.64%	1.08	1.23	1.38	1.26	1.09
南侨食品	22.30%	17.47%	19.43%	17.58%	17.14%	0.89	0.91	0.97	0.94	0.84
海融科技	53.93%	43.28%	35.45%	32.10%	22.14%	1.52	1.39	1.49	1.50	0.60
香飘飘	23.53%	19.58%	15.26%	14.70%	13.33%	1.23	1.06	1.06	1.1	0.87

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.5. 现金流量有所下降，资本结构逐年优化

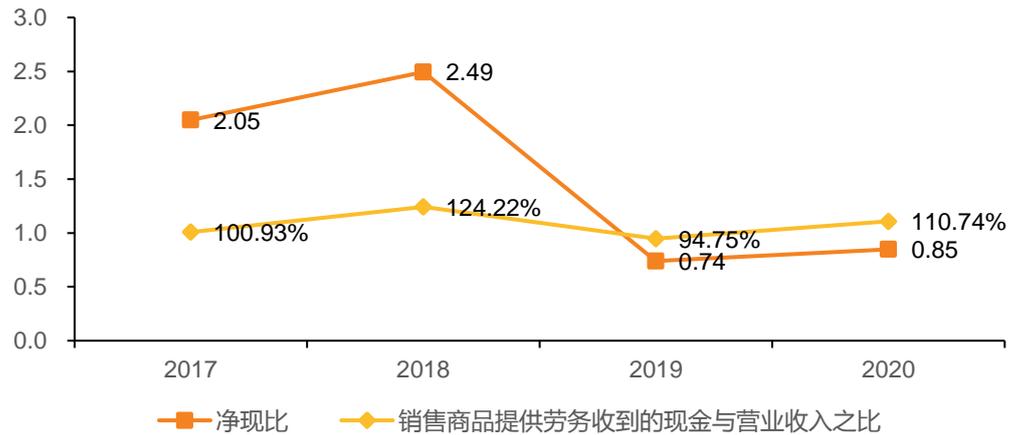
公司现金流量存在下降趋势，销售收入回款状况良好。2017 年至 2020 年 9 月，公司经营活动产生现金流量净额分别为 2.24 亿元、3.25 亿元、2.01 亿元和 1.22 亿元。2020 年现金流量净额下降主要原因系受到新冠疫情影响，净利润由 2019 年的 2.72 亿元下降至 1.42 亿元。2019 年起净现比有所下降，主要原因系公司存货及经营性应收项目增加，以及经营性应付项目减少所致。销售商品提供劳务收到的现金与营业收入之比始终保持较高水平，除 2019 年外，该比值均大于 1，公司的销售回款状况良好。2019 年该比值较低，主要系当年植脂末及其他固体饮料产品销售有较大增长。

表 17：现金流量表主要数据

(单位：百万元)	2017	2018	2019	2020-09
经营活动产生的	224.30	324.66	200.87	183.12
现金流量净额				
投资活动产生的	214.42	-401.09	-136.62	-161.82
现金流量净额				
筹资活动产生的	-396.42	-71.38	-0.0115	38.46
现金流量净额				
现金及现金等价	30.86	-134.08	67.96	51.9
物增加额				
净利润	109.51	130.17	271.54	215.89

资料来源：Wind，佳禾食品招股说明书，天风证券研究所

图 56: 净现比有所下降

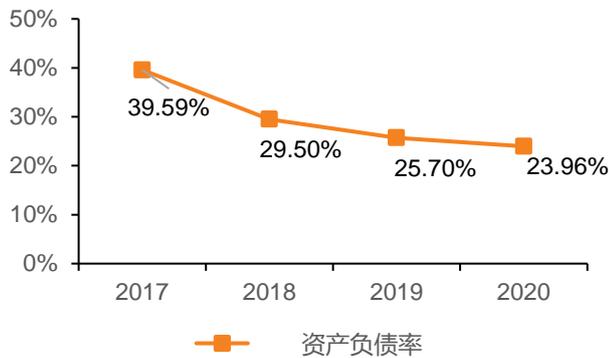


资料来源: 佳禾食品招股说明书, 天风证券研究所

资产负债率显著下降, 资产结构不断优化。截至 2020 年, 公司资产负债率为 23.96%, 同比减少 1.74pct, 相比于 2017 年同比-15.63pct。公司负债规模和结构合理, 低于 40% 的资产负债率明显低于同行业公司, 既保证了公司的稳健经营, 又通过适当的负债经营加速业务增长, 财务风险较低。

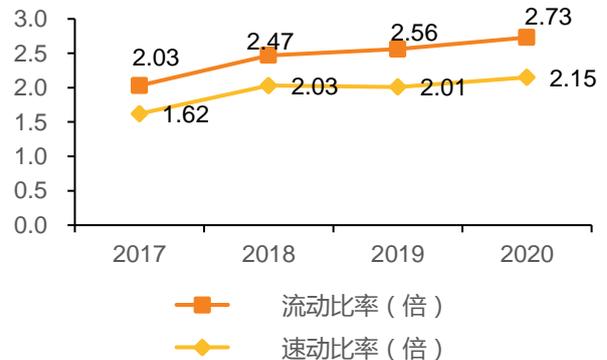
短期偿债能力提高, 流动速动比率逐年增加。截至 2020 年, 公司流动比率、速动比率分别为 2.73、2.15, 明显高于同行业公司。公司流动资产结构良好, 可变现性较强, 具有较强的偿债能力。流动资产中货币资金、应收账款和存货占比分别为 25.73% /17.36% /21.24%, 同比+3.07pct /-0.72pct /+4.93pct。

图 57: 资产负债率逐年下降



资料来源: 佳禾食品招股说明书, Wind, 天风证券研究所

图 58: 流动比率、速动比率逐年增加



资料来源: 佳禾食品招股说明书, Wind, 天风证券研究所

表 18: 流动资产中货币资金比重下降

	2017	2018	2019	2020
货币资金/流动资产	36.10%	17.96%	22.66%	25.73%
应收账款/流动资产	19.18%	16.92%	18.08%	17.36%
存货/流动资产	19.08%	16.37%	16.31%	21.24%

资料来源: 佳禾食品招股说明书, Wind, 天风证券研究所

5. 盈利预测及估值

收入假设：公司主要从事植脂末、咖啡、其他固体饮料的研发、生产、销售，作为我国植脂末行业的领先厂商，并且收益于现制奶茶和咖啡行业的持续扩张，我们预计 2021-2023 年，公司营业收入增速分别为 30.7%/30.3%/29.6%，其中植脂末产品的收入增速分别为 29.9%/30.3%/29.6%，咖啡产品的收入增速分别为 86.3%/48.6%/38.7%，其他固体饮料等产品的收入增速分别为 25%/25%/25%。

成本费用假设：公司组织生产经验丰富，生产工艺成熟，公司新建设工厂逐渐投产并改进流程，并且扩产带来规模效应，预计 2021-2023 年毛利率逐渐上升，分别为 23.9%/25.4%/27.0%。预计公司各项期间费用保持稳定，2021-2023 年，销售费用率/管理费用率/研发费用率预计分别维持在 6.0%/3.0%/1.0%的水平。

表 19：佳禾食品收入及成本费用假设

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1836	1874	2449	3192	4136
yoy	15.1%	2.1%	30.7%	30.3%	29.6%
植脂末产品收入	1497	1480	1922	2504	3246
yoy	9.7%	-1.2%	29.9%	30.3%	29.6%
咖啡产品收入	59	44	81	121	168
yoy	-35.1%	-26.5%	86.3%	48.6%	38.7%
其他固体饮料等产品收入	162	198	248	310	388
yoy	23.0%	22.6%	25.0%	25.0%	25.0%
销售费用率	6.1%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

佳禾食品作为我国植脂末行业的头部企业，深耕植脂末行业二十年，不断改进技术、扩展渠道并且给客户个性化的服务，产生了较强的粘性。下游奶茶、咖啡行业正在迅速成长，需求拉动上游不断升级产能和产品，佳禾与下游知名奶茶客户保持良好的合作关系，持续供应大量优质植脂末产品，并且探索进入下游咖啡行业建立品牌的可能，成长空间广阔。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.65 元/股、0.89 元/股、1.30 元/股，对应 PE 分别为 47X/34X/23X。可比估值方面，我们选取海天味业、干禾味业、南侨食品、立高食品、海融科技为可比公司。可比公司 2022 年 PE 区间为 35-60X，平均 PE 为 49X。我们认为佳禾具有市占率优势、市场先行者优势，在下游特别是现制茶饮行业迅速发展的过程中，奶茶店对植脂末的需求能够预期快速增长；此外，公司全面的咖啡生产技术有助于建立品牌，植脂乳项目如顺利推进，佳禾有望进一步巩固其在上游市场的地位，增加客户的粘性。因此参考可比公司给出平均估值，我们给定公司价值为 174.1 亿元，目标价为 43.53 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 20：可比公司估值

股票代码	股票简称	市值 (百万元)	股价 07-11	EPS				PE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603288.SH	海天味业	479,812	113.90	1.98	1.79	2.12	2.50	58	64	54	46
603027.SH	千禾味业	21,887	27.40	0.31	0.34	0.46	0.61	88	81	60	45
605339.SH	南侨食品	17,725	41.85	0.90	0.94	1.10	1.34	47	44	38	31
300973.SZ	立高食品	24,929	147.21	1.83	1.88	2.52	3.35	81	78	58	44
300915.SZ	海融科技	5,194	57.71	1.88	1.27	1.66	2.05	31	45	35	28
平均值				1.38	1.24	1.57	1.97	61	74	49	39
605300.SH	佳禾食品	12,144	30.36	0.6	0.65	0.89	1.30	51	47	34	23

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

市场竞争风险：公司在植脂末行业国内及出口市场竞争中具有较强的竞争优势，如果公司不能保持品质及技术优势、并及时根据市场提升生产能力，植脂末产品的市场占有率可能下降，进而影响公司的经营业绩。

食品安全风险：公司产品主要为植脂末、咖啡及其他固体饮料，与消费者的身体健康直接相关，如果公司因质量控制出现疏漏或瑕疵而发生产品质量问题，将有可能产生食品安全风险甚至导致食品安全事故，从而影响公司的信誉及持续盈利能力。

原材料价格波动风险：公司产品的原材料成本占比较高，若未来葡萄糖浆、玉米淀粉、食用植物油、乳粉、咖啡豆等的市场价格出现较大幅度的波动，而公司的植脂末、咖啡等产品销售价格不能同步调整，公司可能会面临原材料价格波动风险，从而对公司盈利产生不利影响。

募投项目实施不达预期的风险：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 2160 吨项目”实施过程中，市场环境、技术、管理等方面如出现重大不利变化将会严重影响项目的实施结果，进而影响公司的预期收益。公司存在募投项目建成后所产生的经济效益、产品的市场接受程度、销售价格、生产成本等达不到预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	239.40	301.26	550.73	583.34	1,081.32
应收票据及应收账款	190.83	203.28	298.84	349.15	490.39
预付账款	54.49	39.36	46.33	84.35	83.77
存货	172.22	248.64	262.23	391.49	435.63
其他	398.68	378.16	391.48	386.31	392.60
流动资产合计	1,055.60	1,170.69	1,549.60	1,794.64	2,483.71
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	378.85	532.44	630.82	738.12	834.76
在建工程	43.56	21.18	48.71	77.22	76.33
无形资产	41.03	58.68	56.31	53.94	51.57
其他	82.75	65.11	66.87	63.03	57.87
非流动资产合计	546.20	677.40	802.71	932.30	1,020.53
资产总计	1,601.80	1,848.10	2,352.31	2,726.94	3,504.24
短期借款	0.00	0.00	15.00	10.00	10.00
应付票据及应付账款	284.45	304.83	494.54	522.28	757.22
其他	127.25	124.44	131.70	126.09	146.55
流动负债合计	411.70	429.27	641.25	658.37	913.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.04	13.59	4.56	6.07	8.07
非流动负债合计	0.04	13.59	4.56	6.07	8.07
负债合计	411.74	442.86	645.81	664.43	921.84
少数股东权益	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)	(0.00)
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01
资本公积	434.40	434.40	434.40	434.40	434.40
留存收益	831.19	1,047.08	1,306.50	1,662.50	2,182.39
其他	(435.54)	(436.25)	(434.40)	(434.40)	(434.40)
股东权益合计	1,190.06	1,405.23	1,706.50	2,062.51	2,582.40
负债和股东权益总计	1,601.80	1,848.10	2,352.31	2,726.94	3,504.24

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	271.54	215.89	259.41	356.00	519.90
折旧摊销	27.17	47.47	36.46	46.56	56.62
财务费用	(4.85)	8.73	(2.04)	(2.63)	(4.15)
投资损失	0.00	0.00	(2.90)	(0.97)	(1.29)
营运资金变动	403.09	(62.48)	68.96	(191.06)	74.52
其它	(496.10)	(23.33)	12.22	(6.11)	3.05
经营活动现金流	200.87	186.28	372.11	201.79	648.65
资本支出	231.27	177.96	169.03	178.50	147.99
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(367.88)	(339.78)	(350.56)	(345.31)	(302.81)
投资活动现金流	(136.62)	(161.82)	(181.53)	(166.82)	(154.82)
债权融资	0.00	0.00	15.00	10.00	10.00
股权融资	6.00	(8.68)	43.90	2.63	4.15
其他	(6.02)	47.14	0.00	(15.00)	(10.00)
筹资活动现金流	(0.01)	38.46	58.90	(2.37)	4.15
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	64.24	62.92	249.48	32.61	497.98

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,836.45	1,874.37	2,449.50	3,192.26	4,135.91
营业成本	1,298.78	1,415.88	1,865.04	2,381.93	3,018.42
营业税金及附加	12.97	8.56	12.25	15.96	20.68
营业费用	111.95	108.83	146.97	191.54	248.15
管理费用	57.70	52.90	73.49	95.77	124.08
研发费用	12.57	17.50	24.50	31.92	41.36
财务费用	(6.99)	7.97	(2.04)	(2.63)	(4.15)
资产减值损失	(5.24)	(2.14)	(1.54)	(2.97)	(2.22)
公允价值变动收益	11.73	12.00	12.22	(6.11)	3.05
投资净收益	0.00	0.00	2.90	0.97	1.29
其他	(21.14)	(35.16)	(30.24)	10.28	(8.69)
营业利润	364.12	288.04	345.96	475.60	693.93
营业外收入	0.48	0.35	1.59	0.81	0.91
营业外支出	1.98	1.56	1.67	1.73	1.65
利润总额	362.62	286.83	345.88	474.67	693.19
所得税	91.08	70.94	86.47	118.67	173.30
净利润	271.54	215.89	259.41	356.00	519.89
少数股东损益	0.00	0.00	(0.00)	0.00	(0.00)
归属于母公司净利润	271.54	215.89	259.41	356.00	519.90
每股收益(元)	0.68	0.54	0.65	0.89	1.30

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	15.11%	2.07%	30.68%	30.32%	29.56%
营业利润	70.30%	-20.89%	20.11%	37.47%	45.91%
归属于母公司净利润	108.60%	-20.49%	20.16%	37.23%	46.04%
获利能力					
毛利率	29.28%	24.46%	23.86%	25.38%	27.02%
净利率	14.79%	11.52%	10.59%	11.15%	12.57%
ROE	22.82%	15.36%	15.20%	17.26%	20.13%
ROIC	41.01%	43.89%	36.69%	46.93%	47.72%
偿债能力					
资产负债率	25.70%	23.96%	27.45%	24.37%	26.31%
净负债率	-20.12%	-21.44%	-31.39%	-27.80%	-41.49%
流动比率	2.56	2.73	2.42	2.73	2.72
速动比率	2.15	2.15	2.01	2.13	2.24
营运能力					
应收账款周转率	10.32	9.51	9.76	9.85	9.85
存货周转率	11.21	8.91	9.59	9.77	10.00
总资产周转率	1.26	1.09	1.17	1.26	1.33
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.54	0.65	0.89	1.30
每股经营现金流	0.50	0.47	0.93	0.50	1.62
每股净资产	2.98	3.51	4.27	5.16	6.46
估值比率					
市盈率	44.72	56.25	46.81	34.11	23.36
市净率	10.20	8.64	7.12	5.89	4.70
EV/EBITDA	0.00	0.00	29.43	21.49	14.30
EV/EBIT	0.00	0.00	32.55	23.61	15.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com