

2022 年 06 月 30 日

依赖进口的重要食品原料，价格较高位回落

原材料专题分析之棕榈油

主要观点：

► **棕榈油是重要的植物油品种，国内 70%以上用于食用消费：**棕榈油是三大植物油之一，占油脂总产量的 30%左右，由油棕榈树上的棕榈果压榨而成。2022 年全球棕榈油产量 7914 万吨，其中 80%以上来自于印尼和马来西亚，印尼是第一大生产国，我国目前并未大面积种植油棕树。国内棕榈油广泛应用于餐饮业、食品工业和油脂化工，70%以上用于食用消费，是重要的食品原材料。

► **国内棕榈油消费量大但依赖进口，价格与国际价格联动：**我国是棕榈油第三大进口国和第四大消费国，年消费量在 600 万吨左右，基本都依赖于进口，因此国内棕榈油的采购价格与国际价格联动性高，价格调节机制弱。

► **价格波动受供需影响，短期难以重回高点：**国内棕榈油价格波动较大，价格波动受国内外棕榈油供给和国内棕榈油需求影响。近期价格波动较大，5 月价格上涨主因马来西亚棕榈油产量下降、替代品供应量减少和印尼禁止出口政策影响，6 月价格回落主因印尼出口禁令取消，马来西亚棕榈油预期增产。未来棕榈油价格走势仍需观察宏观环境与全球供给变化，但难以重回前期高点，各需求企业的成本压力有所缓解。

► **标的推荐：**食品饮料行业中棕榈油使用比例高的公司主要有立高食品、南侨食品、海融科技、佳禾食品、甘源食品、安井食品等，综合考虑成本下降弹性与公司基本面，重点推荐立高食品和安井食品。立高食品疫情后下游需求复苏叠加原材料成本下降，公司基本面趋好，维持增持评级；安井食品业绩稳健，B 端业务受益于餐饮放开和恢复，预制菜持续放量，综合成本下行，维持买入评级。

风险提示

棕榈油价格下降不及预期、核心标的成本下降不及预期。

盈利预测与估值

重点公司											
股票	股票	收盘价	投资	EPS (元)				P/E			
代码	名称	(元)	评级	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300973.SZ	立高食品	97.22	增持	1.82	1.79	2.54	3.45	53	54	38	28
603345.SH	安井食品	163.66	买入	2.33	3.11	3.90	4.72	70	53	42	35

资料来源：wind、华西证券研究所

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

分析师：刘来珍

邮箱：liulz@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

正文目录

1. 棕榈油用途广泛，主要依赖进口	3
1.1. 棕榈油来自于棕榈果压制，印尼和马来西亚是主要生产国	3
1.2. 棕榈油广泛应用于食品和工业，国内棕榈油进口依赖度高	5
2. 棕油价格受供需和替代品价格影响	6
2.1. 棕榈油价格波动和影响因素分析	6
2.2. 供需仍是观察棕榈油价格走势的重要指标	9
3. 标的推荐	9
3.1. 棕榈油成本占比较高的标的	9
3.2. 标的推荐：立高食品、安井食品	11
4. 风险提示	13

图表目录

图表 1 棕榈油压榨生产过程	3
图表 2 全球棕榈油产量稳步增加	4
图表 3 印尼棕榈油产量快速增加	4
图表 4 马来西亚、印尼棕榈油产量占比合计达 80%	4
图表 5 棕榈油产量有一定的季节性	5
图表 6 食用油用途分析	5
图表 7 国内棕榈油进口分季度数量	6
图表 8 国内棕榈油进口量	6
图表 9 棕榈油价格波动影响因素	7
图表 10 棕榈油价格（元/吨）	7
图表 11 马来西亚棕榈油产量近期呈下降趋势	8
图表 12 近期棕榈油价格波动较大	8
图表 13 棕榈油成本占比较高的标的分析	10

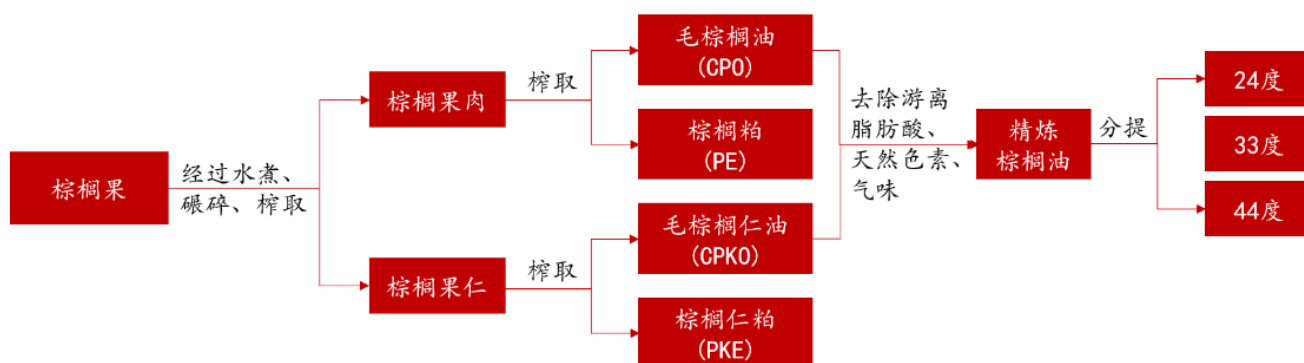
1. 棕榈油用途广泛，主要依赖进口

1.1. 棕榈油来自于棕榈果压制，印尼和马来西亚是主要生产国

棕榈油是三大植物油之一，食用历史悠久：棕榈油是一种热带木本植物油，是世界上生产量、消费量和国际贸易量最大的植物油品种之一，在油脂总产量中的占比超过 30%，与大豆油、菜籽油并称为“世界三大植物油”，拥有超过五千年的食用历史。

棕榈油由油棕树上的棕榈果压榨而成，果肉和果仁分别产出棕榈油和棕榈仁油，传统概念上所言之棕榈油只包含前者。棕榈果经水煮、碾碎、榨取工艺后，得到毛棕榈油，毛棕榈油经过精炼，去除游离脂肪酸、天然色素、气味后，得到精炼棕榈油（RBD PO）及棕榈色拉油（RBD PKO）。根据不同需求，通过分提可以得到 24 度、33 度、44 度等不同熔点的棕榈油。

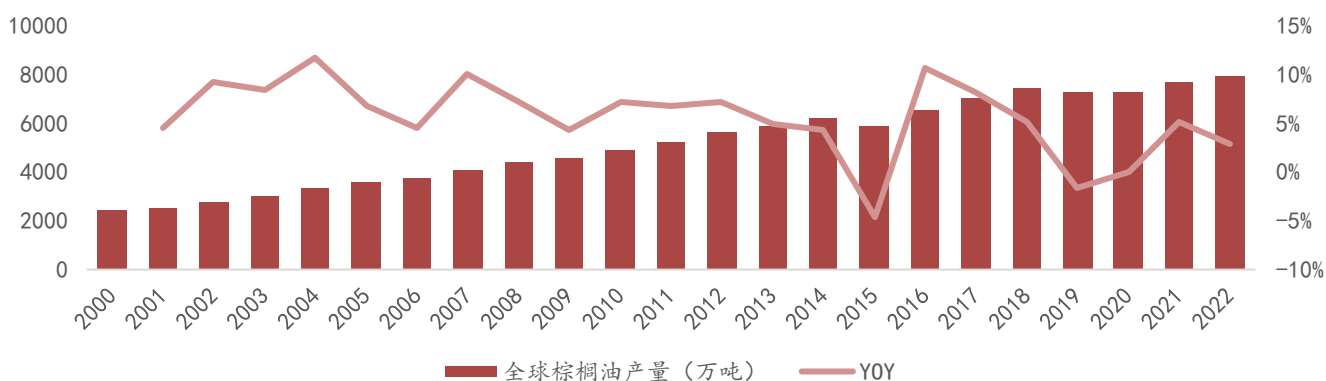
图表 1 棕榈油压榨生产过程



资料来源：wind、华西证券研究所

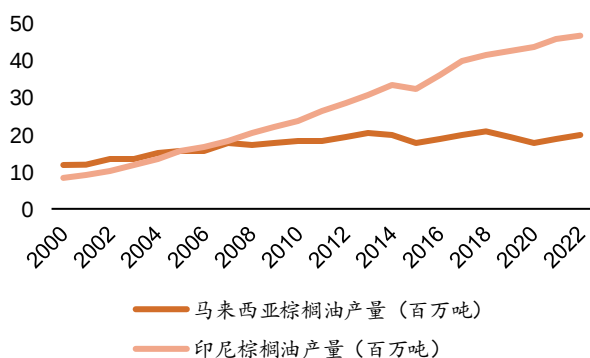
印尼和马来西亚是棕榈油的主要生产国：参考美国农业部预测数据，预计 2022 年全球棕榈油产量为 7914 万吨，同比提升 2.8%，近 10 年棕榈油产量年化增长 3.4%，总产量稳步增加。东南亚和非洲是棕榈油的主要产区，产量约占世界棕榈油总产量的 88%，印度尼西亚（4650 万吨/年）和马来西亚（1980 万吨/年）是全球主要的棕榈油生产国，两者共占全球棕榈油产量的 80% 以上，其余生产国为尼日利亚、泰国等。

图表 2 全球棕榈油产量稳步增加



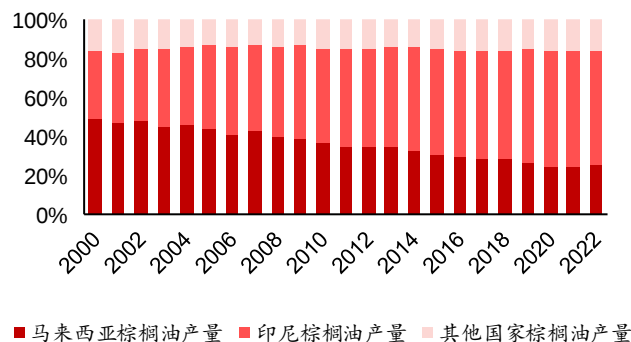
资料来源: wind、华西证券研究所

图表 3 印尼棕榈油产量快速增加



资料来源: wind、华西证券研究所

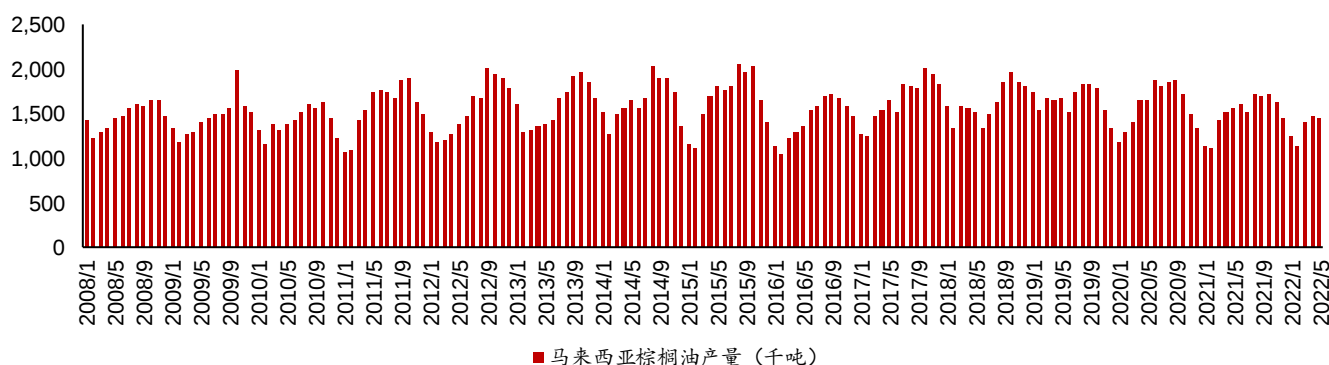
图表 4 马来西亚、印尼棕榈油产量占比合计达 80%



资料来源: wind、华西证券研究所

油棕商业性较优，产量有一定的季节性：油棕是一种四季开花结果及长年都有收成的农作物，它的商业性生产可保持 25 年。油棕是世界上生产效率最高的产油植物，棕榈树通常 2-3 年开始结果，8-15 年进入旺产期，到 18-20 年后开始老化、产量降低。目前马来西亚每公顷油棕最多可生产大约 5 吨的油脂，产量比同面积的花生高出五倍，比大豆高出九倍。油棕产量有明显的季节性。马来西亚棕榈油的旺产期为 9、10 月，11 月开始回落，1、2、3 月为低产期。

图表 5 棕榈油产量有一定的季节性

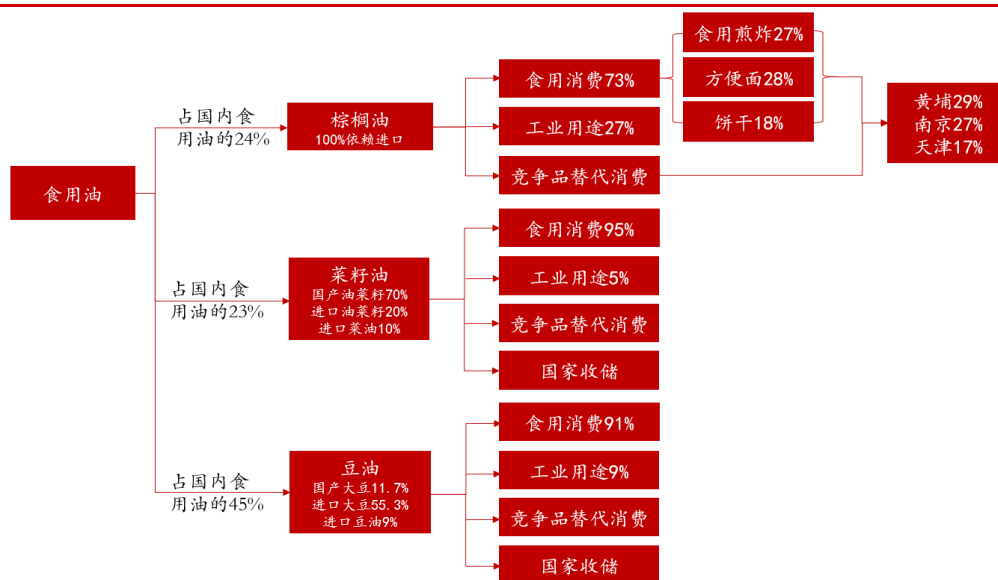


资料来源: wind、华西证券研究所

1.2. 棕榈油广泛应用于食品和工业，国内棕榈油进口依赖度高

棕榈油在餐饮业、食品工业和油脂化工业用途广泛：与其它食用油脂相比，棕榈油产品在煎炸、烧烤食物方面表现出更大的优势。在我国，目前食用精炼棕榈油主要指标是熔点不超过 24℃-33℃，用于食品(面包、饼干等)的煮炸方面，每年的需要量占进口量的绝大部分。在食品工业中，棕榈油像其它食用油一样，容易被消化、吸收、以及促进健康，一般被加工成起酥油、人造奶油、氢化棕榈油、煎炸油脂和专用油脂等。工业使用的精炼棕榈油，要求熔点不低于 44℃，主要用于制造肥皂、硬脂酸及甘油。

图表 6 食用油用途分析

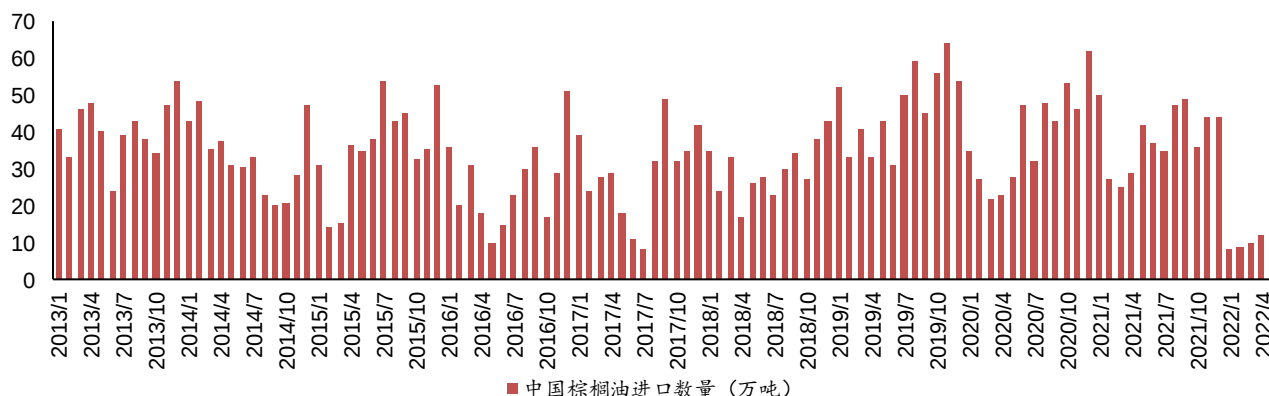


资料来源: 百度文库、华西证券研究所

我国是棕榈油第三大进口国：根据中研普华研究报告，棕榈油主要消费国家和地区有中国、印度、印尼、欧盟 27 国。目前，世界最大的棕榈油消费国是印度，约

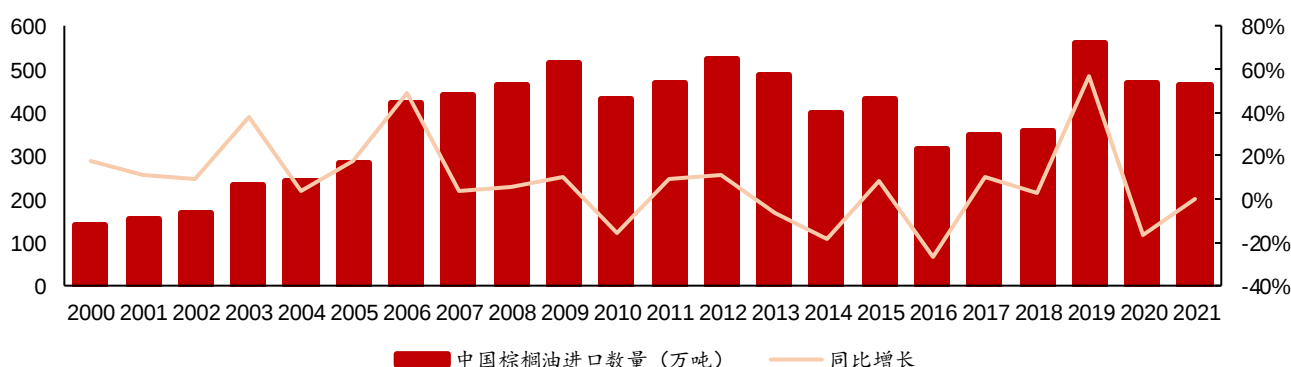
占全球棕榈油消费量的 16%；印尼是全球第二大棕榈油消费国，占全球棕榈油消费总量的 14%左右；欧盟是全球第三大棕榈油消费国，占全球棕榈油消费总量的 11%左右；中国是世界第三大棕榈油进口国，且是世界第四大棕榈油消费国，占全球棕榈油市场约 9%的份额。国内棕榈油消费量在 600 万吨左右，基本全部依赖进口，由于棕榈油的熔点较高，消费具有一定的季节性，夏季消费量比较大，冬季较小，消费的季节性直接表现为进口量的季节性。

图表 7 国内棕榈油进口分季度数量



资料来源：wind、华西证券研究所

图表 8 国内棕榈油进口量



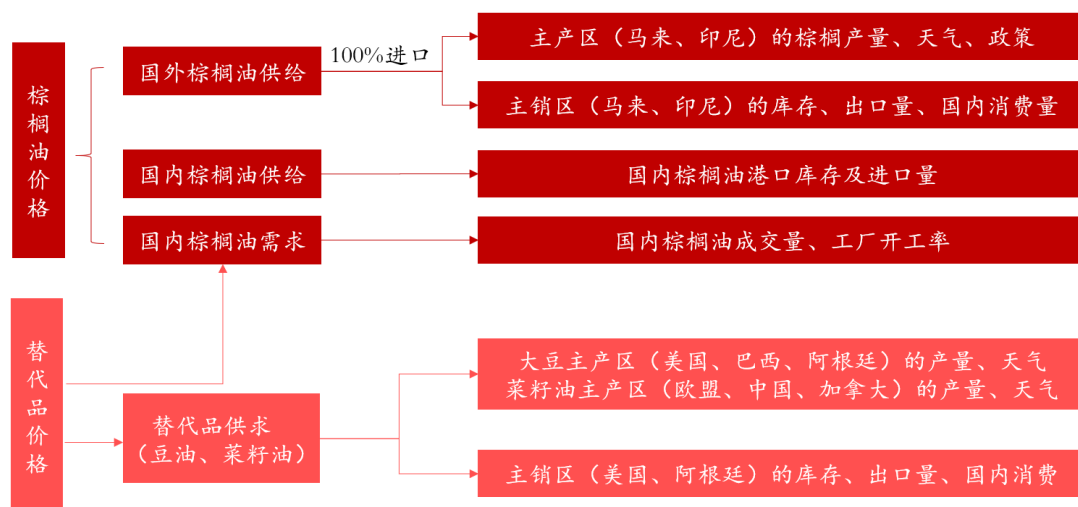
资料来源：wind、华西证券研究所

2. 棕油价格受供需和替代品价格影响

2.1. 棕榈油价格波动和影响因素分析

棕榈油价格主要受供需变化影响：棕榈油价格波动较大，影响棕榈油价格因素有很多，主要有主产国印度尼西亚和马来西亚的天气、产量、出口量、期末库存等，中游阶段国内棕榈油港口库存及进口量，下游的食用植物油消费量、方便面产量等以及豆油、菜油对棕榈油的替代量对棕榈油价格也有影响。

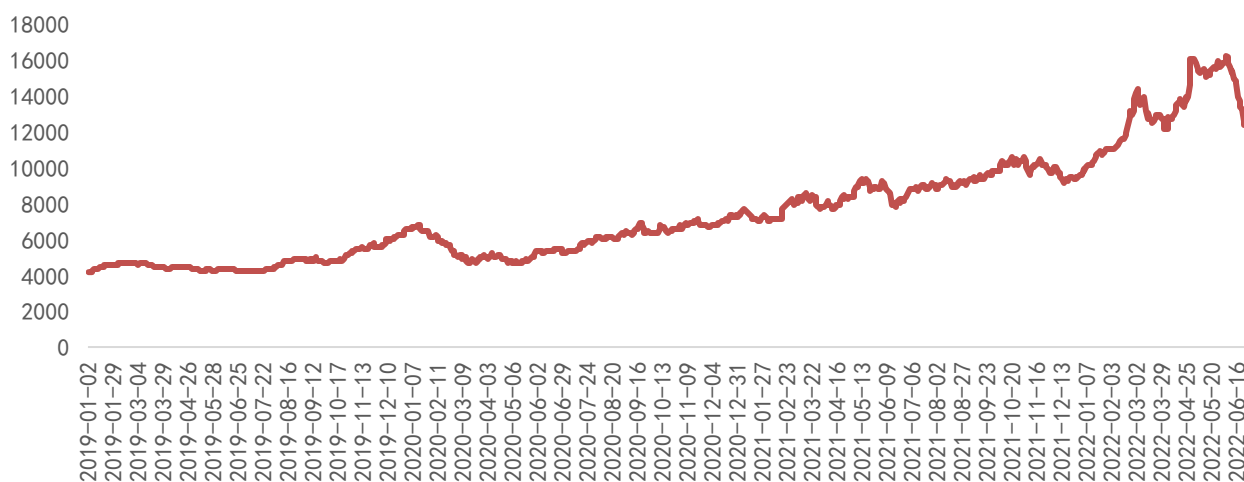
图表 9 棕榈油价格波动影响因素



资料来源：华西证券研究所

今年以来棕榈油价格居高不下，现货价最高超过 16000 元/吨，近两个月价格先涨后跌，价格波动较大。

图表 10 棕榈油价格（元/吨）

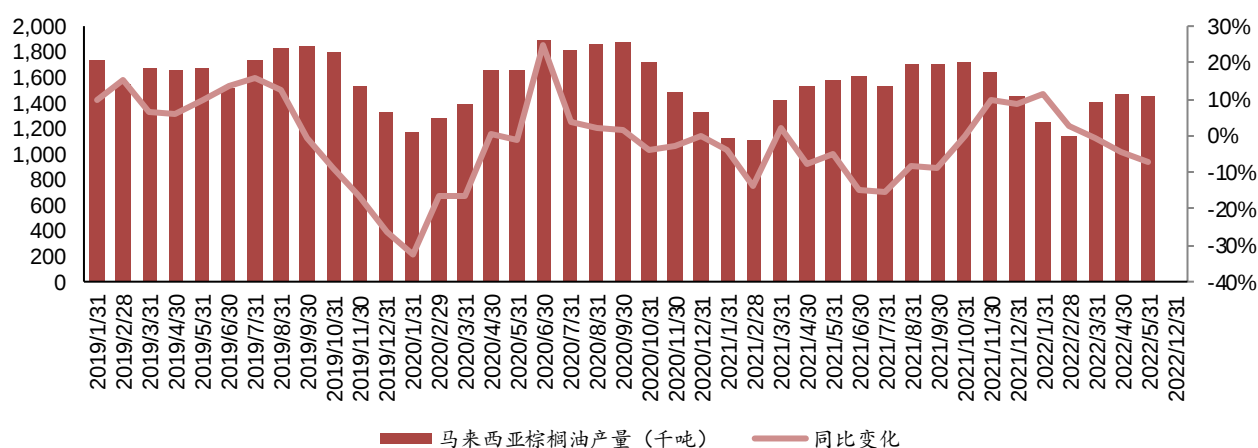


资料来源：wind、华西证券研究所

5 月棕榈油价格持续高位，我们分析原因如下：

马来西亚棕榈油产量呈下降趋势：马来西亚棕榈树龄逐年老化，外劳短缺问题未能得到妥善解决，直接影响马来西亚棕榈油产量。相较于印尼油棕的平均树龄 12-13 年，马来西亚油棕平均树龄为 15-16 年，已进入产量衰退期。另外，马来西亚棕榈种植业极度依赖外籍劳工，种植园 80%以上的工人来自海外，自 2020 年 3 月外国劳动力无法入境以来，马来西亚棕榈种植园短缺的劳动力已经从 2019 年的 5 万名增加到 2021 年 9 月的 7.5 万名，铲果工短缺将导致棕榈果串收获不及时，影响棕榈油产量。

图表 11 马来西亚棕榈油产量近期呈下降趋势

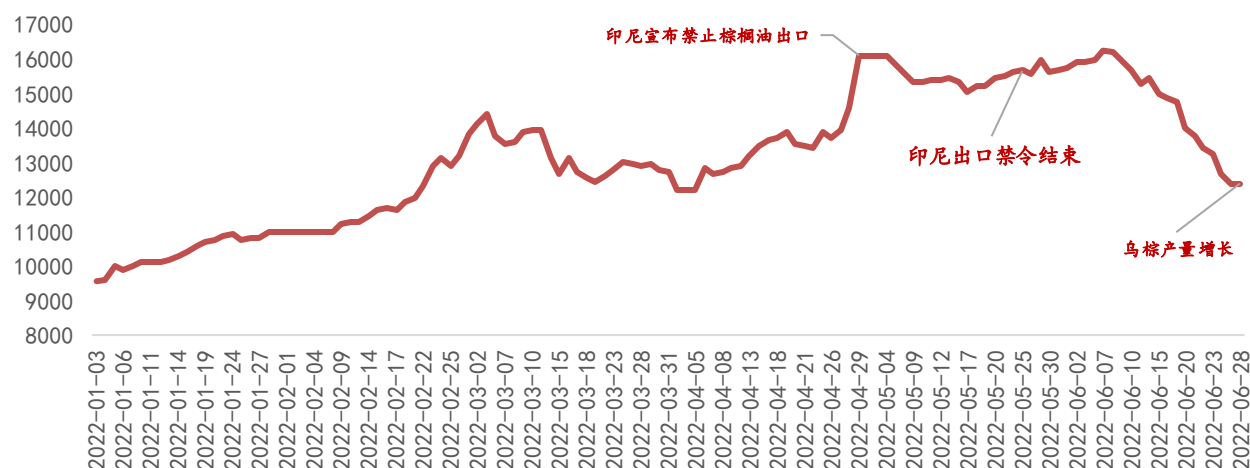


资料来源：wind、华西证券研究所

替代品供应减少，对棕榈油的依赖和需求在疫情后持续增长：由于阿根廷和巴西等主要生产国的干旱天气，预计豆油和菜籽油产量降低。GTAS 数据显示，2022 年第一季度阿根廷的豆油出口量为 69.3 万吨，大约是 2021 年第一季度 120 万吨的一半。乌克兰和俄罗斯占全球菜籽油产量的 60%，俄乌冲突背景下，葵花籽油生产和出口受限，价格急剧上升。

印尼宣布禁止出口，市场供给减少：4 月 28 日印尼宣布禁止出口棕榈油，以保护国内消费，此举进一步减少了棕榈油的供给，使得棕榈油价格再次升高。

图表 12 近期棕榈油价格波动较大



资料来源：wind、华西证券研究所

6 月以来棕榈油价格下行，我们分析主要是因为：

印尼禁令取消，加速出口：由于储存能力有限，印尼 5 月 23 日取消禁令，加速出口。为腾出罐容，减少进入生产旺季的产量损失，稳住棕榈果价格，减少抗议，印尼政府 6 月中旬出台了一系列刺激出口的政策，包括 DMO 由 5 月的 1 比 3 增长至 1 比 5，征收特别出口税增加额外的出口配额以及降低出口税费等举措，释放了在短期出口禁令期间积累的棕榈油库存，短期棕榈油供给增加。

6 月马棕预期增产，短期内市场竞争激烈：马来西亚 5 月节假日较多，全国有 6 天公共假期及 4 天产区州属假期，6 月之后节假日减少，往年开斋节后基本能有高于

季节性的 10%以上的环比增幅。印尼加速出口和马棕预期增产使得短期内供给增加，带来了棕榈油价格的连续下跌。

2.2. 供需仍是观察棕榈油价格走势的重要指标

短期来看，印尼政府 7 月底之前加速出口的决心不变，库存量将进一步释放，马来西亚棕榈油开始增产，市场供应量增加，因此短期价格重新回到前期高点的可能性不高。但印尼出口政策多变，短期印尼产量问题仍未解决，油脂的工业需求增长，形成一定的价格支撑，因此预计短期难以快速回落。因此未来棕榈油价格走势仍需观察宏观环境与全球供给变化，但难以重回前期高点，各需求企业的成本压力有所缓解。

3. 标的推荐

3.1. 棕榈油成本占比较高的标的

图表 133 棕榈油成本占比较高的标的分析

棕榈油相关分析	采购方式	受影响分析	价格下降弹性
立高食品 ● 油脂是公司第一大原材料，占比 17%左右，不同产品使用的油脂有所差异，冷冻烘焙食品使用的油脂主要包括烘焙应用油脂、猪油等，奶油使用的油脂主要为棕榈仁油，酱料使用的油脂主要为大豆油。 ● 公司大量原材料为大宗商品的加工品，与大宗商品价格波动关系密切，部分烘焙应用油脂价格与棕榈油相关。	● 对面粉、油脂、糖类等主要原材料和大宗原料，公司会结合市场行情，对预计价格上涨的原材料与供应商提前达成协议，确定接下来几个月的采购价格，分批进行采购。	● 2021 年公司主要原料大豆油、棕榈仁油、煎炸油、葡萄糖粉受市场供需影响，2021 年度价格分别同比上涨约 38%、33%、36%、33%，造成公司主营业务成本同比上涨 2.4%。 ● 公司 2021/22Q1 毛利率受原材料成本上涨，分别同比下降 1.6/3.4pct。	● 如果棕榈油价格下降 10%，将带动毛利率提升约 1.1pct。
南侨食品 ● 公司主要从事烘焙油脂相关制品的研发、生产与销售，主要原材料为棕榈油、豆油、椰子油等原料油，棕榈油是公司第一大原材料，占比 20%左右，原材料成本受大宗商品价格波动影响。	公司原料油由采购单位依市场行情、库存水平及销售/生产需求计划决定采购数量，公司根据市场价格变化情况调整采购策略，采购每日电话询价。	● 21 年公司整体毛利率同比减少 7.68%，其中烘焙应用油脂、淡奶油、冷冻面团及馅料毛利率分别减少 9.47pct、7.39pct、13.23pct 和 19.43pct，原材料价格上涨是主要原因。 ● 公司 22Q1 毛利率下降 12.6pct，成本端承压。	● 如果棕榈油价格下降 10%，将带动毛利率提升 2 个点以上。
海融科技 ● 公司第一大原材料油脂主要是代可可脂，即经加工的棕榈仁油，油脂占成本约 30%。 ● 根据招股说明书测算，油脂价格每变动 1%，公司毛利率变动约 0.25pct。	● 公司主要采用“以产定购”、自主采购的模式，公司统一与供应商谈判确定采购价格、供货周期等主要采购条款并签订采购合同。	● 21 年公司整体毛利下降 9.27pct，其中植脂奶油、巧克力、果酱分别下降 9.5/7.05/8.58pct；22Q1 毛利率下降 16.95pct。	● 如果棕榈油价格下降 10%，将带动毛利率提升 2 个点以上。
佳禾食品 ● 植物油是公司核心原材料，棕榈油价格下降后相关豆油、椰子油价格有望回落。	● 公司根据产品特性以及年度经营预算，对于大宗通用性原料预测分析后进行部分战略性采购。	● 21 年公司植脂末、咖啡、植物基、其他产品的直接材料同比分别增长 40.17%/125.19%/160.43%/53.84%，主要系销量增长带动材料成本的增加以及主要原材料市场价格上涨所致。 ● 公司 2021/22Q1 毛利率受原材料成本上涨影响，同比下降 10.87/9.09pct。	● 如果棕榈油价格下降 10%，相关植物油价格也有望回落，预计对毛利率至少有 1-2 个点的提升。
安井食品 ● 公司油脂类成本占比 5%左右，占比不高，但价格上涨较多。	● 公司通用性的大宗农产品根据销售、生产需求批量采购或锁定价格。	● 公司 21 年油脂类和分离蛋白采购平均价格同比 +34.92%/+18.83%。	● 如果棕榈油价格下降 10%，相关油脂价格也有望回落，有望带来公司毛利率 0.5 个点左右的提升。

甘
源
食
品

● 棕榈油是公司第一大辅料，占比 15%左右。

● 公司根据年度目标与计划，编制全年采购预算，制订年度采购计划；公司日常采购的材料主要为各类产品原材料、辅料、调味料以及包装材料等。

● 受产区产量、市场供求等因素影响，2021 年棕榈油采购价格同比涨幅达 43.25%，因油价上涨因素导致 2021 年相关油炸产品成本同期上升 3,344 万元。

● 若棕榈油价格下降 10%，将带动公司毛利率至少 1 个点的提升。

资料来源：wind、华西证券研究所测算

3.2. 标的推荐：立高食品、安井食品

立高食品：公司油脂成本占比约 17%，棕榈油价格上升使 2021 年毛利明显承压，根据我们测算，如果棕榈油价格下降 10%，将带动毛利率提升约 1.1pct。疫情后下游需求复苏叠加原材料成本下降，公司基本面趋好。我们预计公司 22-24 年收入增速分别为 25.7%/31.2%/24.9%，归母净利润分别为 3.0/4.3/5.8 亿元，对应增速分别为 6.8%/42.2%/35.9%，EPS 分别为 1.79/2.54/3.45 元，对应 2022 年 6 月 29 日收盘价 97.22 元的估值分别为 54/38/28 倍，维持增持评级。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,817	3,542	4,648	5,805	净利润	283	302	430	584
YoY (%)	55.7%	25.7%	31.2%	24.9%	折旧和摊销	74	84	106	125
营业成本	1,834	2,374	3,062	3,767	营运资金变动	-70	-38	22	41
营业税金及附加	18	18	23	29	经营活动现金流	291	351	560	753
销售费用	365	397	581	755	资本开支	-714	-650	-550	-450
管理费用	173	278	310	355	投资	0	0	0	0
财务费用	-3	-4	0	0	投资活动现金流	-712	-650	-550	-450
资产减值损失	-8	0	0	0	股权募资	1,105	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	356	378	537	730	筹资活动现金流	1,000	-2	-2	-2
营业外收支	-3	0	0	0	现金净流量	580	-302	8	301
利润总额	353	378	537	730	主要财务指标				
所得税	70	76	107	146	成长能力				
净利润	283	302	430	584	营业收入增长率	55.7%	25.7%	31.2%	24.9%
归属于母公司净利润	283	302	430	584	净利润增长率	22.0%	6.8%	42.2%	35.9%
YoY (%)	22.0%	6.8%	42.2%	35.9%	盈利能力				
每股收益	1.82	1.79	2.54	3.45	毛利率	34.9%	33.0%	34.1%	35.1%
资产负债表 (百万元)					净利率	10.0%	8.5%	9.2%	10.1%
货币资金	784	483	490	791	总资产收益率 ROA	11.2%	10.2%	12.0%	13.5%
预付款项	33	47	55	57	净资产收益率 ROE	14.3%	13.2%	15.8%	17.7%
存货	282	390	461	516	偿债能力				
其他流动资产	234	289	357	440	流动比率	2.76	1.94	1.72	1.86
流动资产合计	1,333	1,209	1,364	1,803	速动比率	2.11	1.24	1.07	1.27
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.62	0.77	0.62	0.81
固定资产	525	929	1,282	1,565	资产负债率	21.6%	23.1%	24.0%	23.9%
无形资产	156	202	247	291	经营效率				

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

非流动资产合计	1,200	1,766	2,210	2,535	总资产周转率	1.11	1.19	1.30	1.34
资产合计	2,533	2,976	3,574	4,338	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.82	1.79	2.54	3.45
应付账款及票据	236	306	386	475	每股净资产	11.73	13.51	16.05	19.50
其他流动负债	247	317	406	497	每股经营现金流	1.72	2.07	3.30	4.45
流动负债合计	483	623	792	972	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析	2021A	2022E	2023E	2024E
其他长期负债	65	65	65	65	PE	53.31	54.46	38.30	28.18
非流动负债合计	65	65	65	65	PB	11.26	7.20	6.06	4.99
负债合计	547	688	856	1,037					
股本	169	169	169	169					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,986	2,288	2,718	3,302					
负债和股东权益合计	2,533	2,976	3,574	4,338					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

安井食品：公司油脂类成本占比 5%左右，占比不高，但价格上涨较多，对毛利率仍有所影响，价格回落将对毛利率带来正向影响；公司其他原材料中鱼浆价格近期回落 5%以上，肉类价格下降较多，成本端压力持续缓解。公司业绩稳健，B 端业务受益于餐饮放开和恢复，预制菜持续放量，综合成本下行，业绩有望超预期。我们预计公司 22-24 年收入增速分别为 25.4%/26.5%/19.0%，归母净利润分别为 9.1/11.4/13.9 亿元，对应增速分别为 33.9%/25.2%/21.2%，EPS 分别为 3.11/3.90/4.72，对应 2022 年 6 月 29 日收盘价 163.66 元的估值分别为 53/42/35 倍，维持买入评级。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,272	11,630	14,714	17,514	净利润	687	920	1,152	1,396
YoY (%)	33.1%	25.4%	26.5%	19.0%	折旧和摊销	251	168	182	193
营业成本	7,221	8,990	11,330	13,450	营运资金变动	-407	545	-330	-95
营业税金及附加	59	73	93	110	经营活动现金流	538	1,541	976	1,459
销售费用	849	1,047	1,310	1,541	资本开支	-908	-1,076	-1,217	-1,197
管理费用	320	372	456	560	投资	662	-200	-200	-200
财务费用	1	4	1	3	投资活动现金流	-216	-1,184	-1,381	-1,354
资产减值损失	-11	0	0	0	股权募资	0	49	0	0
投资收益	99	93	37	44	债务募资	579	0	0	0
营业利润	860	1,165	1,470	1,783	筹资活动现金流	-76	-213	-112	-11
营业外收支	19	14	6	6	现金净流量	244	144	-517	93
利润总额	879	1,179	1,476	1,789	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	193	259	325	394	成长能力				
净利润	687	920	1,152	1,396	营业收入增长率	33.1%	25.4%	26.5%	19.0%
归属于母公司净利润	682	914	1,144	1,386	净利润增长率	13.0%	33.9%	25.2%	21.2%
YoY (%)	13.0%	33.9%	25.2%	21.2%	盈利能力				
每股收益	2.33	3.11	3.90	4.72	毛利率	22.1%	22.7%	23.0%	23.2%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率	7.4%	7.9%	7.8%	8.0%
货币资金	1,145	1,289	772	865	总资产收益率 ROA	7.8%	8.3%	9.1%	9.3%
预付款项	92	113	157	176	净资产收益率 ROE	13.4%	15.3%	16.0%	16.3%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

存货	2,414	3,309	3,887	4,687	偿债能力				
其他流动资产	709	933	1,367	1,738	流动比率	1.38	1.22	1.20	1.23
流动资产合计	4,361	5,644	6,182	7,466	速动比率	0.59	0.48	0.41	0.43
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.36	0.28	0.15	0.14
固定资产	2,899	3,542	4,240	4,941	资产负债率	41.4%	44.8%	42.5%	42.0%
无形资产	500	677	917	1,123	经营效率				
非流动资产合计	4,411	5,331	6,371	7,379	总资产周转率	1.06	1.06	1.17	1.18
资产合计	8,771	10,976	12,553	14,845	每股指标 (元)				
短期借款	256	256	256	256	每股收益	2.33	3.11	3.90	4.72
应付账款及票据	1,652	2,371	2,796	3,315	每股净资产	17.30	20.41	24.31	29.04
其他流动负债	1,243	2,007	2,108	2,486	每股经营现金流	1.84	5.26	3.33	4.97
流动负债合计	3,150	4,635	5,160	6,057	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	141	141	141	141	估值分析				
其他长期负债	336	136	36	36	PE	70.35	52.54	41.98	34.64
非流动负债合计	477	277	177	177	PB	9.87	7.37	6.19	5.18
负债合计	3,628	4,912	5,338	6,234					
股本	244	293	293	293					
少数股东权益	70	77	85	95					
股东权益合计	5,144	6,064	7,215	8,611					
负债和股东权益合计	8,771	10,976	12,553	14,845					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 风险提示

棕榈油价格下降不及预期：虽然棕榈油价格较高点已明显回落，但后续价格仍要关注供需变化以及印尼出口政策调整，价格下降不及市场预期。

核心标的成本下降不及预期：价格下降传导到企业端仍要关注企业的采购价格和采购周期，有一定的传导时间，存在核心标的成本下降不及预期的可能性。

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景。

刘来珍：华西证券食品饮料行业研究员，3 年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020 年 9 月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。