

# 佳禾食品 (605300.SH)： 专注茶饮植脂末供应，咖啡植物基打造第二增长曲线

股票投资评级：  
**买入|维持**

姓名：蔡雪昱（分析师）  
SAC编号：S1340522070001  
邮箱：caixueyu@cnpsec.com

姓名：杨逸文（分析师）  
SAC编号：S1340522120002  
邮箱：yangyiwen@cnpsec.com

中邮证券

2023年7月3日

# 投资要点

- **专注茶饮行业供应，为国内植脂末龙头企业。** 佳禾食品深耕茶饮行业上游供应20年，目前已形成植脂末、咖啡、植物基三大类产品布局，核心产品植脂末贡献70%以上营收，咖啡植物基近两年增长迅猛。公司主要服务茶饮连锁客户，目前已与蜜雪冰城、茶百道、沪上阿姨、古茗等多家知名品牌达成合作。
- **细分赛道保持高增，行业空间广阔。** 分产品赛道来看，三大产品赛道均处于高增长态势：植脂末产品下游中低端现制茶饮2020-2025年将保持23.16%复合增长率、2025年市场规模预计达到1519亿元；咖啡市场规模稳步提升，预计2023年将达到1806亿元，近五年CAGR达到25.99%，消费者习惯正在不断培育；植物基赛道燕麦奶异军突起，2020-2025CAGR达64.34%，预计2025年市场规模突破200亿元。竞争格局来看，佳禾植脂末市占率超20%居龙头地位；咖啡市场由于产品品类丰富导致竞争格局分散，利好加工能力强大的上游企业；燕麦奶国外品牌龙头地位受国产品牌发展挑战，国产品牌市占率稳步提升。
- **生产端发力，打造产品、价格、规模优势。** 植脂末：B端客户实现从食品工业客户到现制茶饮客户迭代升级，通过推进产品健康化、提升产品性价比、积极推动产能扩张形成产品价格产能三重优势；咖啡：布局全产业链建设，不同产品满足不同渠道客户需求，近年来高毛利产品销量提升、产能扩张推动咖啡品类毛利不断改善；植物基：B端C端共同布局，目前仍处于起步阶段，营收迅速增长。
- **风险提示：** 原材料价格变动风险；市场竞争加剧风险；下游需求不足风险；食品安全风险。

# 目录

- 一 公司简析：专注茶饮行业，深耕植脂末市场
- 二 行业分析：茶饮、咖啡行业步入增长快车道
- 三 竞争优势：围绕大B客户，培育价格规模效益
- 四 盈利预测与投资评级
- 五 风险提示

# 一

## 公司简析：专注茶饮行业，深耕植脂末市场

1. 1企业沿革：植脂末龙头生产商，围绕茶饮业多点布局
1. 2收入分析：收入稳定增长，直销渠道为主
1. 3产品矩阵：植脂末+咖啡+植物基，一站满足多样需求
1. 4股权结构：股权结构集中，股权激励完善

# 1.1 企业沿革：植脂末龙头生产商，围绕茶饮业多点布局

- 佳禾食品是我国植脂末行业龙头生产商，2001年于苏州成立，深耕植脂末市场20年，形成产品品质优、研发能力强、响应下游需求快速、供应稳定、客户渠道资源丰厚等多重护城河，2018年公司植脂末产品的销售规模在国内市场市占率达14.33%，仅次于雀巢，出口市场占有率达到26.85%，均位于行业前列。
- 经过20多年的潜心耕耘，目前公司已拥有佳禾食品、南通佳之味食品、金猫食品三大生产基地，晶花、金猫、佳芝味三大品牌，粉末油脂、咖啡、植物基三大产品品类，销售网络覆盖全国24个省级行政区。
- 2022年，主营产品粉末油脂收入同比下降-5.76%，但咖啡产品逆势而行扩张迅速，收入同比增加108.84%。展望2023年，随着下游茶饮连锁行业的复苏、咖啡类产品规模效应逐渐形成、成本端承压情况的改善，预计公司经营效益将平稳向好。

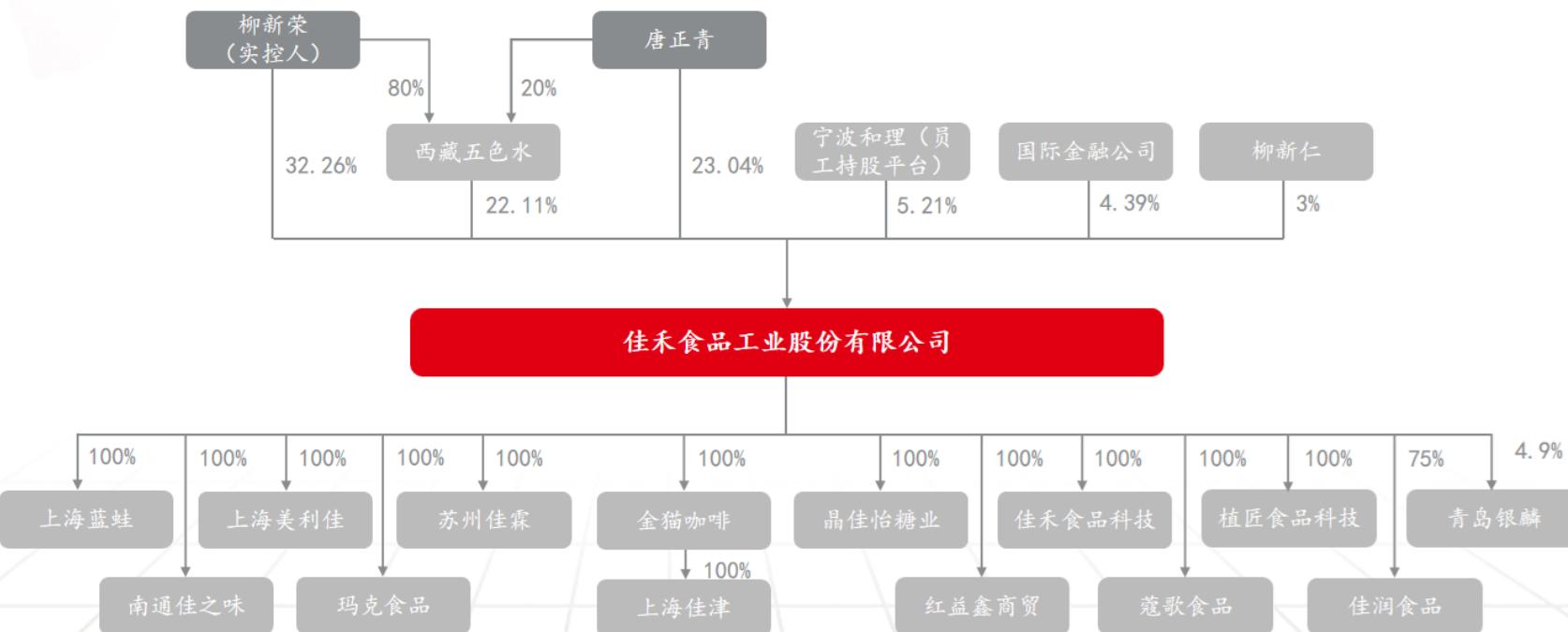
图表1：佳禾食品发展历程



## 1.4 股权结构：股权结构集中，股权激励完善

- **公司股权结构集中，实控人为柳新荣、唐正青夫妇。** 截止2022年公司董事长、总经理柳新荣先生直接持有佳禾食品32.26%的股份，并通过西藏五色水和宁波和理间接持有17.80%；唐正青女士为柳新荣先生配偶，直接持有公司23.04%的股份，通过西藏五色水持有4.42%。柳新荣、唐正青夫妇合计持有77.52%股份，为公司实控人。
- **股权激励制度完善，宁波和理为公司员工持股平台，占总股份5.21%，** 合伙人系管理人员及业务骨干组成，包含董事长、副总经理、销售总监、财务总监等高管以及其他各业务条线核心骨干。

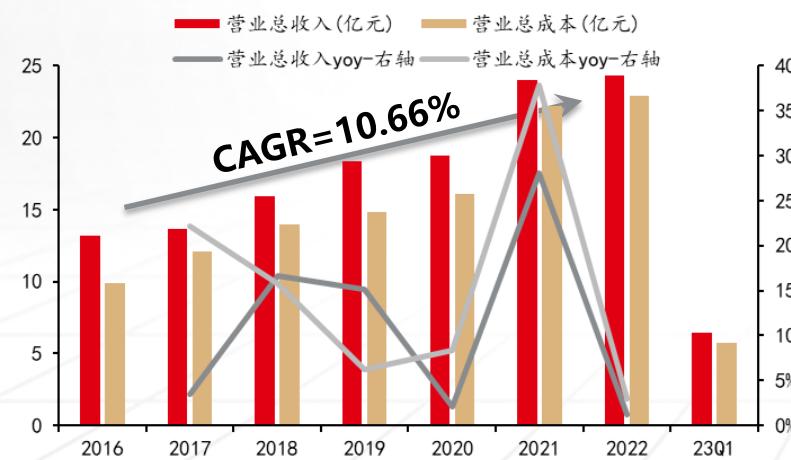
图表2：佳禾食品股权结构



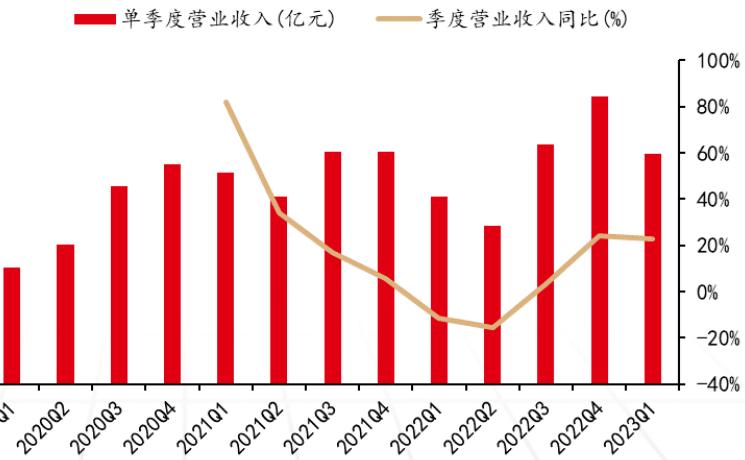
## 1.2 收入分析：收入稳定增长，直销渠道为主

- **营业收入近年来稳步增长，CAGR突破双位数。**佳禾食品成立于2001年，2005年营收破亿，2010年销售额首破10亿大关，近年来公司下游茶饮烘焙行业需求扩张推动公司规模稳步增长，2016-2022年均复合增长率达10.66%，2022年收入突破24亿元。
- **受粉末油脂需求变化影响，公司营收呈现季度性特征。**公司主营产品粉末油脂主要应用于奶茶类产品，秋冬季节为该产品销售旺季，导致公司营业收入呈现明显的季度化变动特征。
- **分产品结构看，粉末油脂产品占据主导，咖啡、植物基增长良好。**粉末油脂系列为公司核心优势产品，可用于奶茶、咖啡、烘焙、麦片等多种食品的加工，且可根据客户需求定制产品。粉末油脂近年来呈下滑趋势，但仍占据主导地位，2023年Q1占比达到75.24%。除此之外，咖啡、植物基产品近年来增长趋势良好。

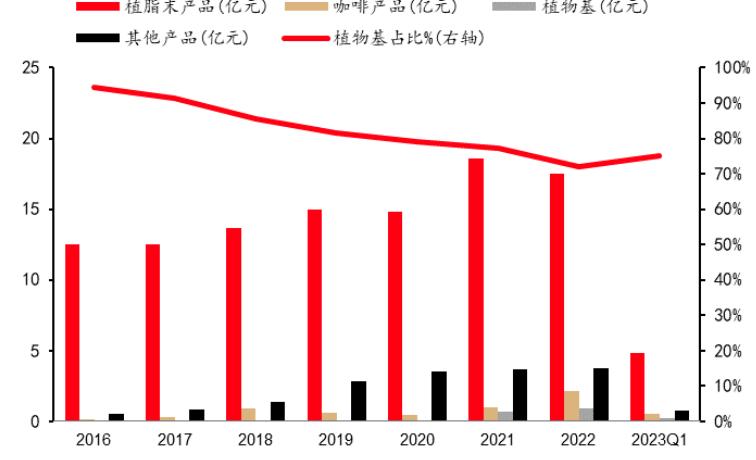
图表3：营业收入稳定增长



图表4：营业收入呈现季度变动特征



图表5：植脂末产品贡献主要收入来源



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.2 收入分析：收入稳定增长，直销渠道为主

## ■ 分渠道结构看，直销渠道为主且占比逐年增长。

公司采用“直销为主，经销为辅”的销售模式，2022年直销收入占比达89.43%，境外业务也以直营为主。公司面向的大客户主要有蜜雪冰城、沪上阿姨、茶百道等，随着下游茶饮行业的需求火爆，直销收入增速快于经销，未来或进一步扩大规模。

## ■ 分地域结构看，境内收入占比有所提升，境外

收入贡献不容小觑。从主营业务收入看，2022年过后境内收入占比进一步提升，2023年Q1境内收入占比达86.34%。

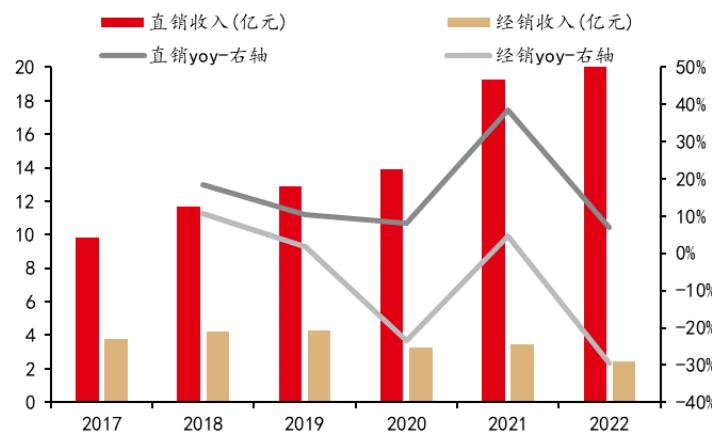
## ■ 国内范围来看，华东华中是主要市场。两大市

场占境内收入份额超60%，华中地区近年来份

额增长较快。此外，西南地区2022年销售额

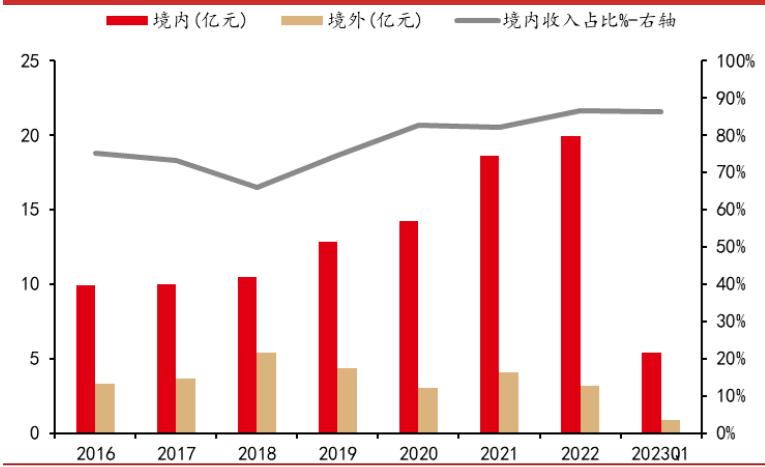
同比增速达29.77%，表现亮眼。

图表6：直销渠道为主且占比逐年增长



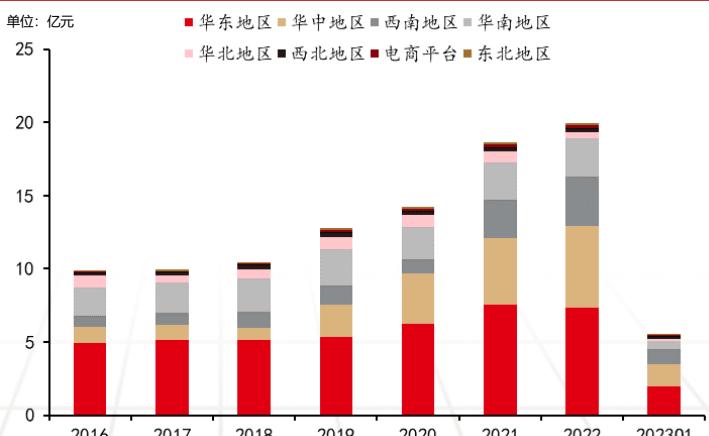
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表7：近2年境外收入占比有所下降



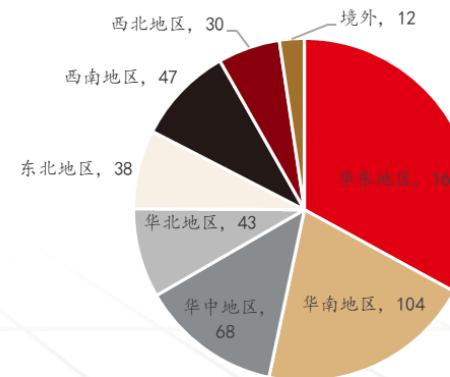
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表8：华东、华中地区为主要市场



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表9：2023Q1各地经销商数量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.3 产品矩阵：植脂末+咖啡+植物基，一站满足多样需求

中邮证券  
CHINA POST SECURITIES

- 围绕茶饮行业打造多样化产品矩阵，满足客户多样化采购需求。
- **植脂末**：主要品牌有“晶花”植脂末，产品包括奶茶用植脂末、咖啡用植脂末、烘焙用植脂末等，产品种类丰富，适用范围广泛，主要销往B端饮料加工企业、茶饮连锁品牌。
- **咖啡**：主要品牌为“金猫咖啡”，产品包括速溶咖啡、咖啡固体饮料、冷萃咖啡液、烘焙咖啡豆、研磨咖啡粉、咖啡浓缩液、冻干咖啡等，涵盖咖啡的全产品链。主要销往B端客户，同时在C端亦有布局。
- **植物基**：主要品牌有“非常麦”等。公司植物基产品主要包括燕麦奶，燕麦浆，燕麦粉以及椰浆产品等。
- **其他产品**：包括果冻、布丁、豆花、豆腐产品等，是公司产品多元化的重要补充，以满足客户一站式采购需求。

图表10：佳禾食品产品矩阵

植脂末	咖啡	植物基	其他产品
KING晶花非氢化粉末油脂	金猫咖啡焙炒咖啡豆系列 金猫咖啡浓缩咖啡液系列	非常麦燕麦奶	苏小丸预制品系列 Krima浓醇牛乳
KING晶花低糖粉末油脂 KING晶花发泡粉末油脂 KING晶花特殊食品用脂肪粉	金猫咖啡冻干咖啡粉系列 金猫咖啡速溶咖啡粉系列 金猫咖啡研磨咖啡粉系列	KING晶花燕麦浆 KING晶花燕麦粉 KING晶花椰浆系列	KING晶花浓缩奶油 KING晶花饮品配料制作料 KING晶花冷冻饮品制作料

请参阅附注免责声明

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.4 股权结构：股权结构集中，股权激励完善



图表11：佳禾食品管理层信息

姓名	职务	任职日期	个人简历	持股数量
柳新荣	董事长、董事、总经理	2018.12.20	柳新荣先生，中国国籍，拥有新加坡永久居留权，1973年7月出生，中专学历，高级经济师。曾在吴江市松陵粮管所、苏州佳格食品有限公司、汕头雅园乳品厂任职，2001年5月起创办佳禾食品。现任佳禾食品工业股份有限公司董事长兼总经理、西藏五色水董事等职务。	12902.57万股
张建文	董事、副总经理	2018.12.20	曾在苏州糖果冷饮厂、苏州肯德基有限公司、苏州南门商业大厦、苏州佳格食品有限公司任职，2002年3月起就职于佳禾食品，曾任副总经理。现任佳禾食品工业股份有限公司董事、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。	
柳新仁	董事、副总经理、董秘	2018.12.20	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。现任佳禾食品董事、副总经理、董事会秘书等职务。	1198.10万股
梅华	董事	2018.12.20	2007年7月起就职于佳禾食品，曾任销售经理，现任佳禾食品工业股份有限公司董事、重点客户部总监。	
徐伟东	副总经理	2018.12.20	曾在苏州佳格食品有限公司、苏州润喆食品有限公司、苏州优尔食品工业有限公司任职。2017年至今就职于佳禾食品。现任佳禾食品工业股份有限公司副总经理。	
王伊宁	财务总监	2023.01.18	曾在中拓正泰会计师事务所、思瑞安复合材料（中国）有限公司、上海海融食品科技股份有限公司、上海盛生澳玛生物医药有限公司任职。	
周月军	监事会主席，监事	2017.06.26	曾在淮安市楚州区泾口粮管所、淮安市楚州区博里粮管所任职，2002年6月起就职于佳禾食品工业股份有限公司，曾担任公司仓储经理。现任佳禾食品监事会主席、党支部书记、工会主席、行政主管。	
许海平	监事	2018.12.20	曾在苏州狮王啤酒有限公司、苏州威力盟电子有限公司任职，2006年6月起就职于佳禾食品工业股份有限公司，现任佳禾食品工业股份有限公司监事、BPM总监。	
陈建强	职工监事	2018.12.20	曾在上海佳格食品有限公司任职，2013年5月起就职于佳禾食品，历任制造主管、设备工程师、金猫咖啡生产经理。现任佳禾食品工业股份有限公司职工代表监事、苏州金猫咖啡有限公司工程设施部经理。	

资料来源：iFind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 二

# 行业分析：茶饮、咖啡行业步入增长快车道

- 2. 1 茶饮市场：中低端现制茶市场广阔带动植脂末需求
- 2. 2 咖啡市场：消费习惯不断培育，咖啡市场方兴未艾
- 2. 3 植物基市场：健康饮食新风口，国内品牌纷纷布局

## 2.1 茶饮市场：中低端现制茶市场广阔带动植脂末需求

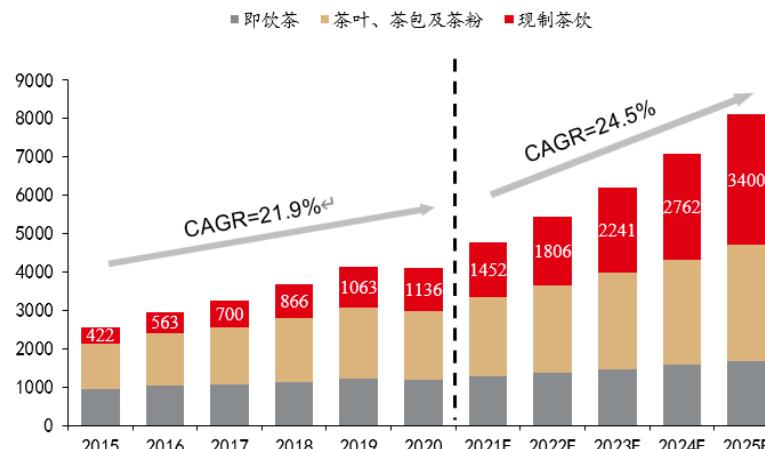
■ 现制茶饮规模不断扩大，预计未来几年将稳定发展。灼识咨询数据显示，2022年中国现制茶饮行业发展迅速，预计今后几年将加快增长速度，2021-2025年行业复合增长率为24.5%。

■ 现制茶饮中低端品牌更倾向于使用粉末油脂作为原材料，到2025年二者市场空间预计达到1519亿元。

■ 植脂末市场规模稳步扩张，产品需求十足。相较于高端茶饮品牌，中低端的品牌对植脂末原料的需求更大。而在目前的现制茶饮品牌梯队中，中低端茶饮品牌数量、门店数量均占优势，市场规模不断扩大，因此带来粉末油脂产品需求日益扩张，从需求端为公司产品销售提供保证。

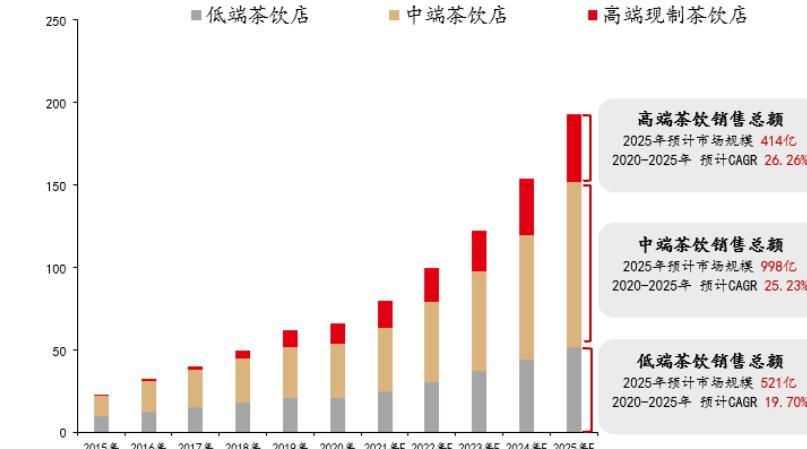
请参阅附注免责声明

图表12：中国茶市场规模（亿元）



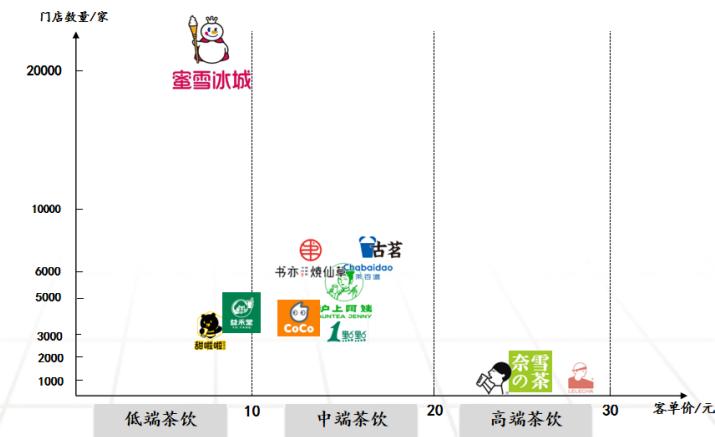
资料来源：灼识咨询，中邮证券研究所

图表13：高中低端茶饮市场规模（十亿元）



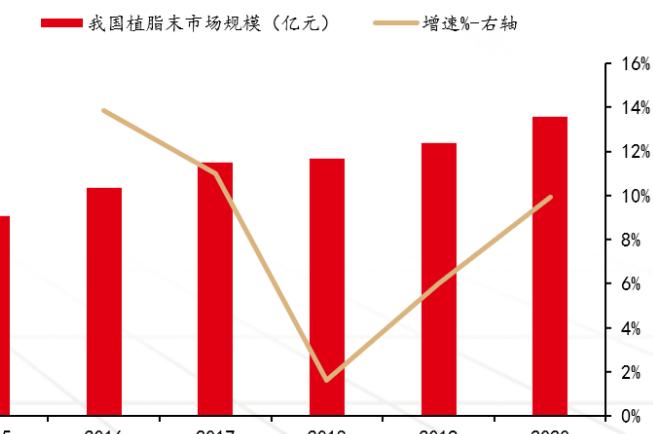
资料来源：灼识咨询，中邮证券研究所

图表14：不同奶茶品牌门店数量及客单价



资料来源：公开资料整理，中邮证券研究所

图表15：我国植脂末市场规模及增速

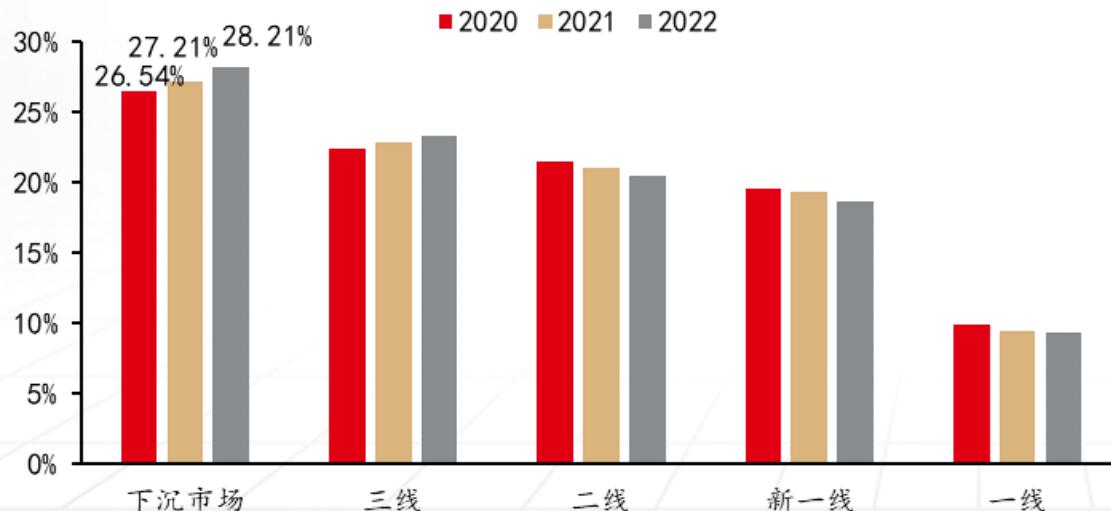


资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

## 2.1 茶饮市场：中低端现制茶市场广阔带动植脂末需求

- 现制茶下沉市场扩张迅速，中低端品牌增长空间广阔，近三年下沉市场茶饮连锁店数量占比进一步提高。
- 拓店节奏来看，中低端茶饮品牌门店扩张迅速，将进一步带动植脂末需求。2022年蜜雪冰城新增门店数量近万家，中低端茶饮品牌门店数量飞速增长将带来植脂末需求不断增长。

图表16：现制茶饮品类不同线级城市门店数量分布



资料来源：美团美食，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表17：新茶饮品牌门店扩张数量排名

排名	奶茶品牌	2021新增门店数	2022新增门店数
1	蜜雪冰城	4924	9890
2	茶百道	2848	1765
3	沪上阿姨	1989	2314
4	古茗	1782	1234
5	书亦	1863	898
6	甜啦啦	1430	964
7	益禾堂	1272	586
8	悸动	996	460
9	coco	870	378
10	快乐番薯	565	586
11	一点点	498	278
12	霸王茶姬	226	491
13	奈雪的茶	340	266
14	七分甜	410	163
15	喜茶	199	50

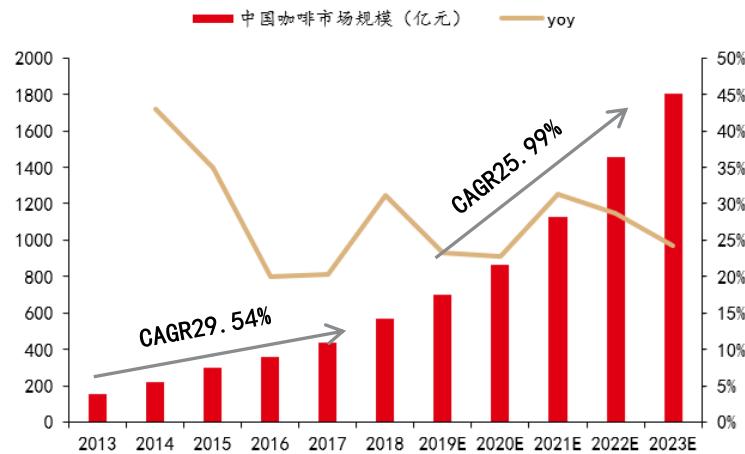
资料来源：餐企老板内参，中邮证券研究所

均为佳禾食品合作商

## 2.2 咖啡市场：消费习惯不断培育，咖啡市场方兴未艾

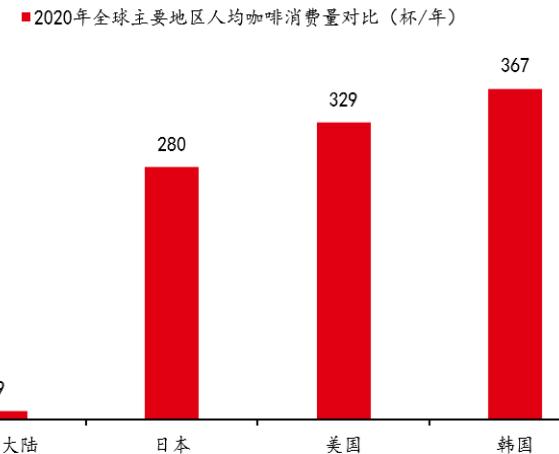
- 近年来，国内咖啡消费量不断增长。根据弗若斯特沙利文数据，我国咖啡市场规模预计2023年将达到1806亿元，近五年年复合增长率达到25.99%，咖啡市场规模稳步提升，消费者习惯正在不断培育。
- 相比欧美国家，我国人均咖啡消费量增长空间巨大。德勤咨询报告显示，2020 年中国的人均咖啡消费量仅为日本的3.21%、美国的2.74%和韩国的2.45%，中国的咖啡市场仍然存在较大的增长空间。
- 连锁咖啡品牌门店数量快速增长。2022年，幸运咖、瑞幸、Manner等咖啡连锁店扩店步伐迅速、门店数量也有显著增长。2020年以来，星巴克中国区收入增幅较小，而瑞幸咖啡2020、2021年度保持快速增长，国内咖啡品牌朝着低价格、高性价比的方向发展。

图表18：中国咖啡市场规模及增速



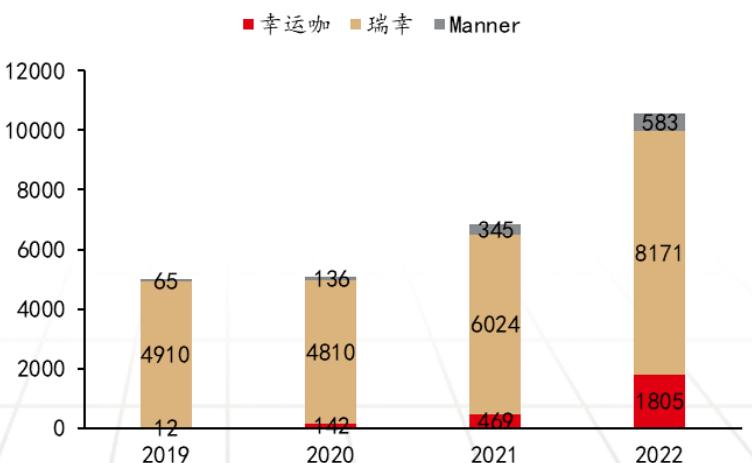
资料来源：弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

图表19：人均咖啡消费量对比



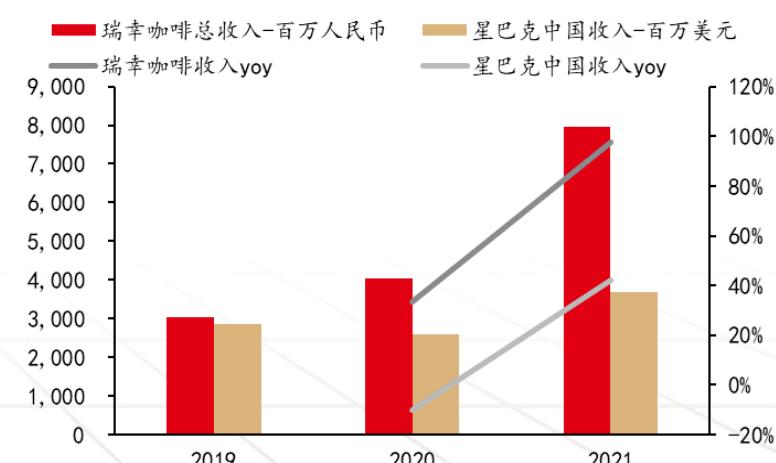
资料来源：德勤咨询，中邮证券研究所

图表20：连锁咖啡门店数量快速增长



资料来源：窄门餐眼，中邮证券研究所

图表21：星巴克中国收入规模

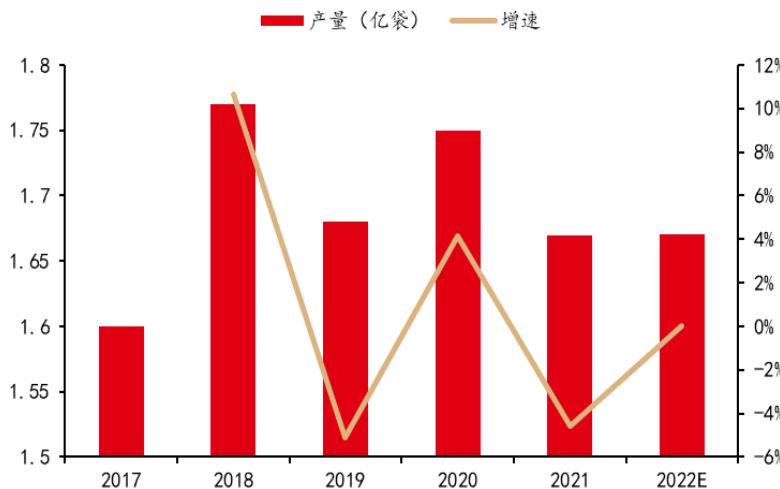


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

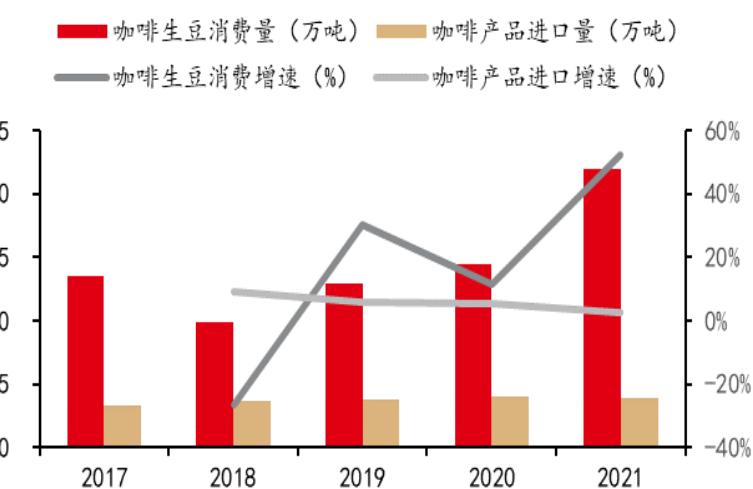
## 2.2 咖啡市场：消费习惯不断培育，咖啡市场方兴未艾

- **全球咖啡豆市场达到紧平衡，预期未来增速较缓。**根据美国农业部（USDA）数据，预计2022年全球咖啡豆消费总量达到1.67亿袋，同比增长1.09%。预计到2030年，全球咖啡豆消费量将以每年1%-2%的速度缓慢增长，市场已达供需紧平衡。
- **国内市场方兴未艾，云南咖啡备受青睐。**根据农业农村部数据，中国2021年咖啡生豆消费量达到21.90万吨，近五年复合增长率达到10.16%，相比全球市场，中国咖啡豆市场处于起步阶段。随着消费习惯不断培育，未来国内咖啡豆市场有望持续保持高增。此外，**云南种植咖啡豆也逐渐受到市场关注。**2021年云南咖啡豆种植面积达139.29万亩，产量达10.87万吨，为2021年中国咖啡豆进口量3.90万吨的2.79倍，云南逐渐成为我国高品质咖啡的最优势产区。

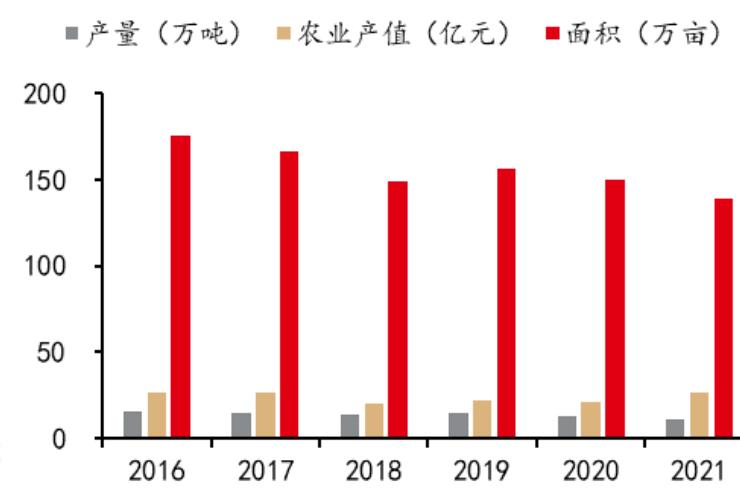
图表22：全球咖啡豆产量走势



图表23：中国咖啡豆消费量及进口量



图表24：云南咖啡豆产量及种植面积



资料来源：美国农业部（USDA），中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

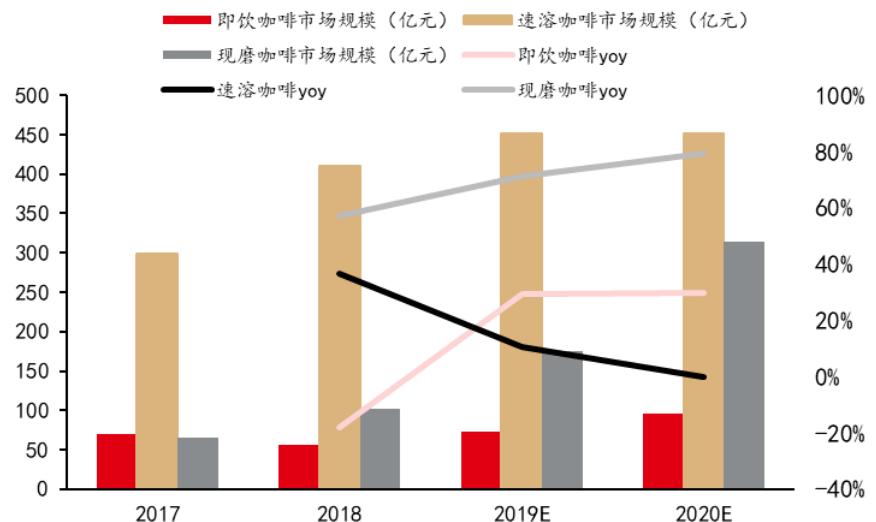
资料来源：农业农村部、海关总署、艾瑞咨询，中邮证券研究所

资料来源：2021年度云南省咖啡产业发展报告，中邮证券研究所

## 2.2 咖啡市场：消费习惯不断培育，咖啡市场方兴未艾

- **低价高性价比咖啡更受欢迎，冷萃、冻干咖啡增长迅速，咖啡新形态发展向好。**根据阿里新服务研究中心数据，胶囊咖啡、挂耳咖啡以及冻干咖啡的出现，使咖啡销售不断迎来新增长。据中研网分析，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，CAGR达到近98%。与此同时冷萃咖啡液迅速被消费者所接受，其市场规模由2017年的0.11亿元增长至2021年的10.22亿元，CAGR达到207.71%。
- **行业分工不断细化，产品形态日益丰富。**咖啡产品主要可以分为研磨咖啡、便捷咖啡、即饮咖啡和现磨咖啡四个产品大类，其中便捷咖啡有速溶咖啡、挂耳咖啡和咖啡液，速溶咖啡又具体包含传统速溶、冻干速溶和冷萃咖啡，这三者的主要区别在于干燥工艺有所不同。**与传统咖啡相比，冻干咖啡极具性价比。**

图表25：咖啡细分市场规模及增速

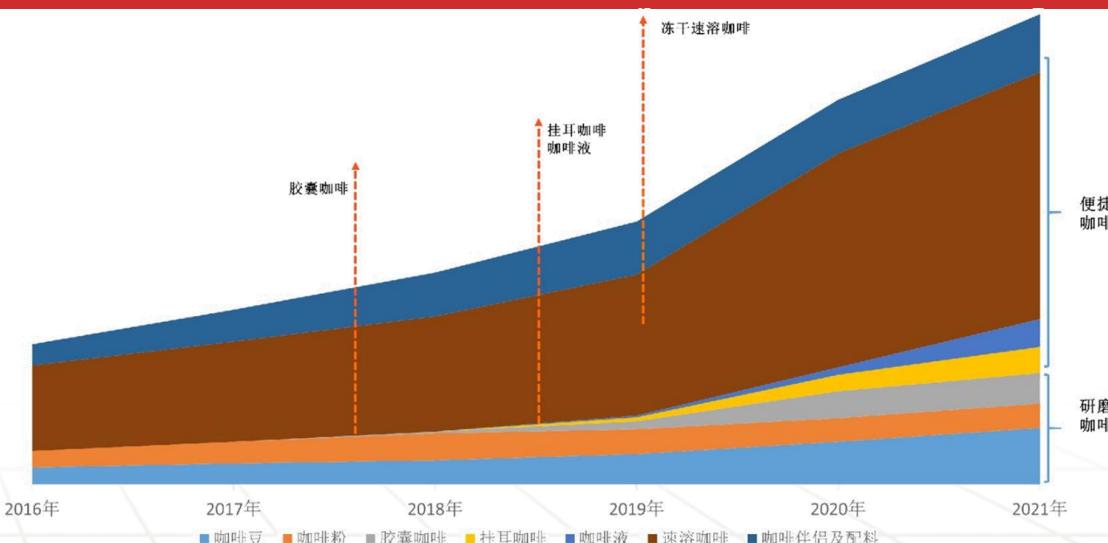


资料来源：Euromonitor，中邮证券研究所

注：即饮咖啡即为常说的咖啡饮料，一般是液体饮料，即开即饮。

请参阅附注免责声明

图表26：冻干速溶咖啡推动便捷咖啡销量增长



资料来源：淘宝天猫平台、阿里新服务中心研究院，中邮证券研究所

## 2.2 咖啡市场：消费习惯不断培育，咖啡市场方兴未艾



图表27：咖啡赛道一级投资情况

时间	行业	品牌	主营业务/品牌类型	融资轮次	融资金额	出资方
2023年3月	咖啡	布鲁熊咖啡	森系咖啡连锁	天使轮	未透露	艺领基金
2023年3月	咖啡	轻卡鹿	咖啡、吐司连锁	天使轮	未透露	黑石集团Blackstone
2023年3月	咖啡	DEAR BOX盲盒咖啡	盲盒咖啡连锁	A+轮	未透露	Adrenalin
2023年3月	咖啡	小咖主	非洲咖啡连锁	A轮	1亿人民币	星米资本、毅仁资本、AD-VC广告创投基金
2023年3月	咖啡	嗨罐咖啡	云南咖啡产品	天使轮	未透露	初芽创投
2023年3月	咖啡	悠小咖UPAYER	谷物咖啡连锁	A轮	1500万人民币	森信基金
2023年3月	咖啡	Au Cafe	深圳咖啡连锁	种子轮	未透露	嘉州金控
2023年3月	咖啡	一口十一食品	咖啡及面点烘焙	天使轮	5000万人民币	欧若拉投资
2023年2月	咖啡	奢啡CEPHEI	时尚咖啡	A轮	数千万人民币	金沙江创投
2023年2月	咖啡	幸猫咖啡	咖啡品牌	A轮	1500万美元	Bit Origin
2023年2月	咖啡	AoTiger虎闻咖啡	咖啡连锁	天使轮	未透露	梅花创投
2023年2月	咖啡	雷力咖啡	手作咖啡	A轮	3000万人民币	昕晟基金
2022年12月	咖啡	辛猫咖啡	新式咖啡品牌	天使轮	2500万	瓜子股份
2022年12月	咖啡	如此多娇	“国风特饮、东方味道”的茶咖新品牌	天使轮	1000万	啟赋资本
2022年12月	咖啡	比星咖啡	意式咖啡品牌	天使轮	未披露	前宇资本
2022年11月	咖啡	怪物困了	新锐鲜果咖啡连锁品牌	天使轮	100万人民币	奈雪的茶
2022年9月	咖啡	Two Sense	烘焙咖啡品牌	天使轮	数百万人民币	未披露
2022年9月	咖啡	xBloom母公司TBDxinc	咖啡机生态品牌	pre-A轮	1500万美元	未披露
2022年8月	咖啡	vinvin	咖啡果饮品牌	天使轮	数千万人民币	个人投资者

资料来源：中邮证券研究所，根据公开资料整理  
请参阅附注免责声明

## 2.3 植物基市场：健康饮食新风口，国内品牌纷纷布局

### ■ 植物蛋白成为消费新风口，燕麦奶引领潮流。

对比牛奶，以燕麦奶为首的植物蛋白饮料具备零乳糖、高纤维、低脂肪低胆固醇等优点。近年来国内燕麦奶行业市场飞速发展。根据艾媒咨询数据，2015-2025年，中国燕麦奶市场规模将从2.7亿元增长至209.8亿元，年复合增长率为54.54%。

■ 国产燕麦奶品牌纷纷崛起。国内多家企业布局燕麦奶赛道，目前市面上燕麦奶有豆本豆、伊利植选等多个品牌。根据OATLY披露的中国地区销售数据及国内燕麦奶市场规模分析得出，OATLY燕麦奶市占率近三年趋于稳定，约在18%左右，更多国产品牌入局。艾媒金榜综合多个维度评选出2022中国燕麦奶品牌TOP10，榜单中除OATLY一家遥遥领先之外，其余如伊利蒙牛等国产品牌表现不相上下，**行业竞争出现分散化趋势**。

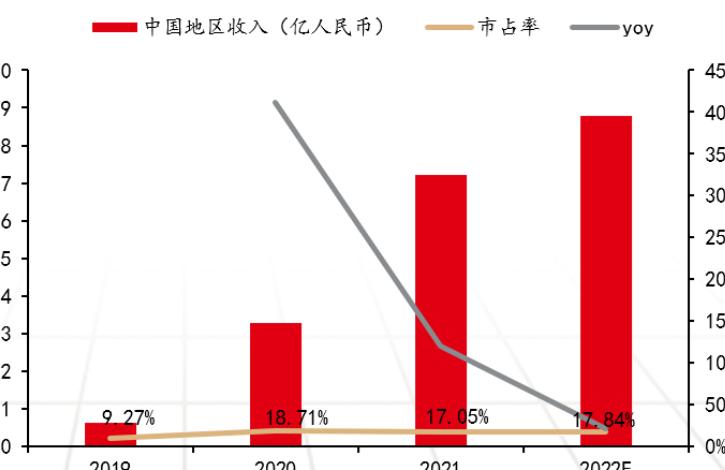
请参阅附录免责声明

图表28：中国燕麦奶市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中邮证券研究所

图表30：oatly中国收入及市占率测算



资料来源：艾媒咨询，oatly公司年报，中邮证券研究所

图表29：国内饮食企业布局燕麦奶



资料来源：天猫超市等，中邮证券研究所

图表31：2022中国燕麦奶艾媒金榜

排名	品牌	评分
1	OATLY燕麦奶	93.67
2	伊利植选燕麦奶	83.9
3	OATOAT燕麦饮	82.26
4	欧扎克燕麦植物奶	81.37
5	每日盒子燕麦奶	80.37
6	阿华田燕麦乳	79.67
7	维他奶燕麦奶	79.53
8	六养燕麦奶	79.47
9	奥麦星球燕麦奶	79.32
10	蒙牛宜多麦	79.22

资料来源：艾媒咨询，中邮证券研究所



## 三

### 竞争优势：围绕大B客户，培育价格规模效益

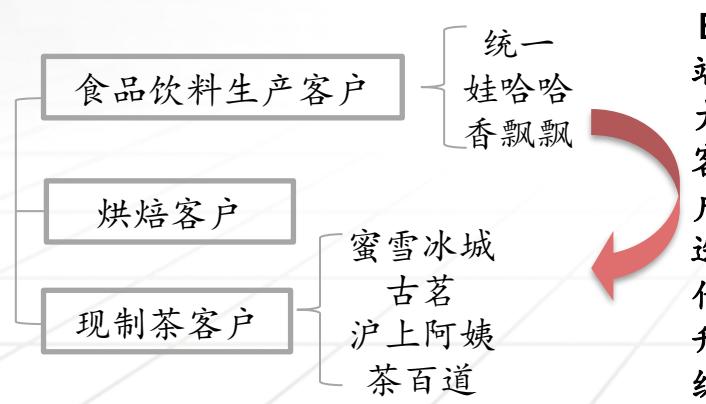
- 3. 1植脂末：B端客户迭代升级，产品价格产能优势显著
- 3. 2咖啡：布局全产业链建设，品类毛利不断改善
- 3. 3植物基：B端C端共同布局，营收迅速增长
- 3. 4同业对比：收入规模领先同业，费用率相对较低

### 3.1 植脂末：B端客户迭代升级，产品价格产能优势显著

中邮证券  
CHINA POST SECURITIES

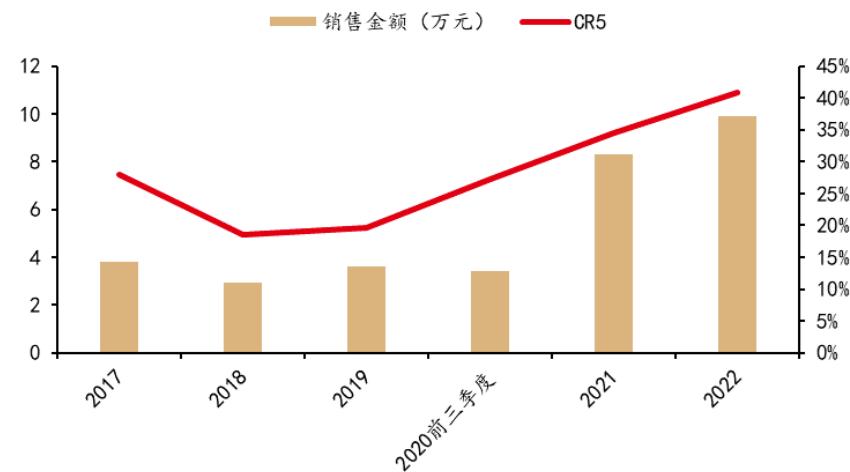
- **公司主要渠道直营大客户迭代升级，现制茶饮客户不断开拓。**公司原有主要客户有统一、娃哈哈、香飘飘等食品工业企业，近年来随着现制茶饮行业发展不断开拓茶饮连锁客户，目前已开拓蜜雪冰城、古茗等、沪上阿姨、茶百道茶饮客户，2020年前三季度前五大客户均为茶饮连锁品牌。
  - **公司在B端具有长期渠道资源和优势，不断积累优质客户资源。**2018-2022年，大客户销售占比出现提升趋势，直营渠道重要性不断凸显，优质客户资源不断积累。**茶饮行业大客户占据重要地位。**从公司2020年前三季度前五大客户的销售情况看，前几大客户均为奶茶连锁客户，且植脂末仍是销售给大客户的主要产品。2022年大客户占比约40%。

图表33：植脂末产品主要B端客户



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表32：大客户CR5占比超20%



资料来源：招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

图表34：2017-2020大客户迭代升级

2017年：食品饮料生产客户为主						2020年前三季度：茶饮连锁客户为主					
客户名称	销售产品	销售模式	销售金额(万元)	占当期销售 收入的比重	最终产品情况	客户名称	销售产品	销售模式	销售金额(万元)	占当期销售 收入的比重	最终产品情况
统一	植脂末、速溶咖啡粉	直销	14148.5	10.34%	奶茶	河南大咖(蜜雪冰城)	植脂末、其他固体饮料等	直销	9209.78	7.29%	奶茶
香飘飘	植脂末、速溶咖啡粉、其他固体饮料	直销	11151.57	8.15%	奶茶	浙江古茗(古茗)	植脂末、咖啡、其他固体饮料等	直销	7509.51	5.94%	奶茶
上海肇亿(都可coco)	植脂末	直销	7658.77	5.60%	奶茶	上海肇亿(都可coco)	植脂末	直销	6942.31	5.49%	奶茶
海南旭隆盛贸易有限公司	植脂末、速溶咖啡粉、其他固体饮料	经销	2841.52	2.08%	三合一咖啡等	上海臻黔(沪上阿姨)	植脂末、其他固体饮料等	直销	6166.29	4.88%	奶茶
温岭市良山商贸有限公司	植脂末、其他固体饮料	直销	2335.84	1.71%	奶茶	益世润城(益禾堂)	植脂末	直销	4499.26	3.56%	奶茶

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

### 3.1 植脂末：B端客户迭代升级，产品价格产能优势显著

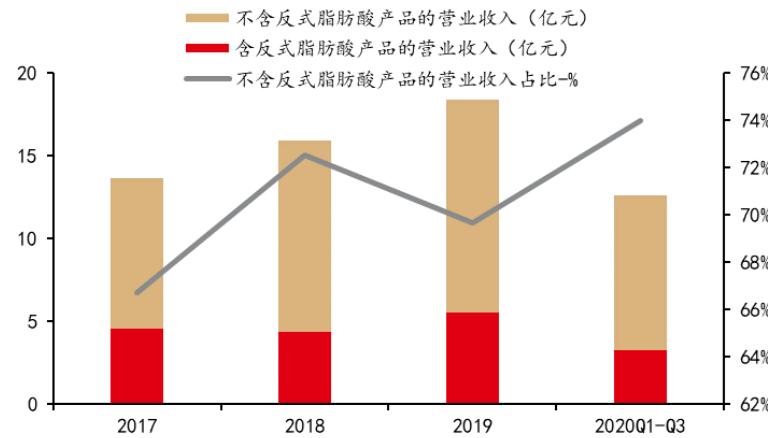
■ 产品、价格、产能三重优势为佳禾构筑大客户植脂末供应护城河，推动市占率上升。

■ 1) 响应零反式脂肪酸号召，产品升级满足健康化诉求。

■ 公司主要产品植脂末中所含反式脂肪酸主要因原材料使用氢化大豆油导致，在加工环节中并不会产生反式脂肪酸。为响应世卫组织零反式脂肪酸号召，公司积极推动植脂末产品向健康化发展，将油脂原料由氢化大豆油升级为精炼代可可脂（主要以棕榈仁油为原料），制定零反式脂肪酸替代计划，零反产品收入占比逐年提升，2022年底已完成产品升级，市场接受度良好。

■ 2021年，由于油料价格普遍走高叠加原料升级影响，公司原材料承压较大，影响盈利能力。2022年下半年原材料价格有所回落，利好公司主营业务盈利能力修复。  
请参阅附注免责声明

图表35：零反式脂肪酸产品收入提升



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

图表37：植脂末具有不可替代性

	植脂末	鲜奶
成本优势	每杯奶茶中约需添加植脂末50ml，晶花植脂末的价格约在20元每升，每杯奶茶的植脂末成本在1元左右	每杯奶茶中的鲜奶添加量约为150-200ml，鲜的价格约为12元每升，每杯奶茶的鲜奶成本在2元左右
口味优势	植脂末风味多样，佳禾食品可根据大客户要求进行定制化产品来满足不同口味需要，且口感浓郁	鲜奶的脂肪含量、功能性质（水溶性、乳化性、泡发性）不可改变，风味处理空间小且不够香醇
存储优势	产品更易储存、不易氧化、稳定性好，可存储的时间较长且风味不易散失，储存成本低	鲜奶不易储存，需要冷藏储存且容易变质，可存储的时间更短，风味更容易改变

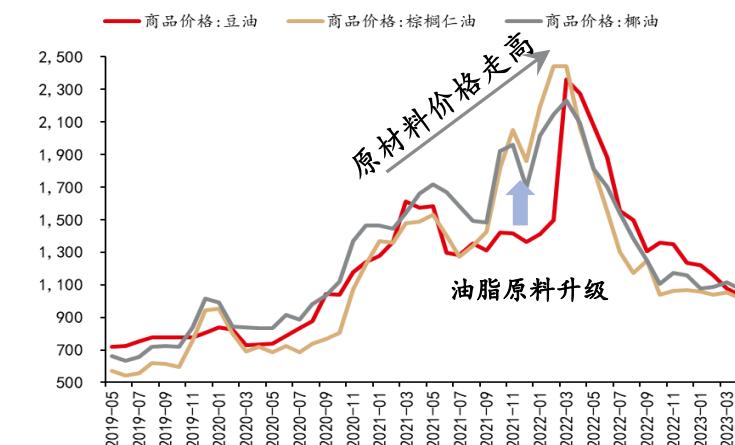
资料来源：根据公开资料整理，中邮证券研究所

图表36：零反式脂肪酸实施计划



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

图表38：原材料价格有所回落

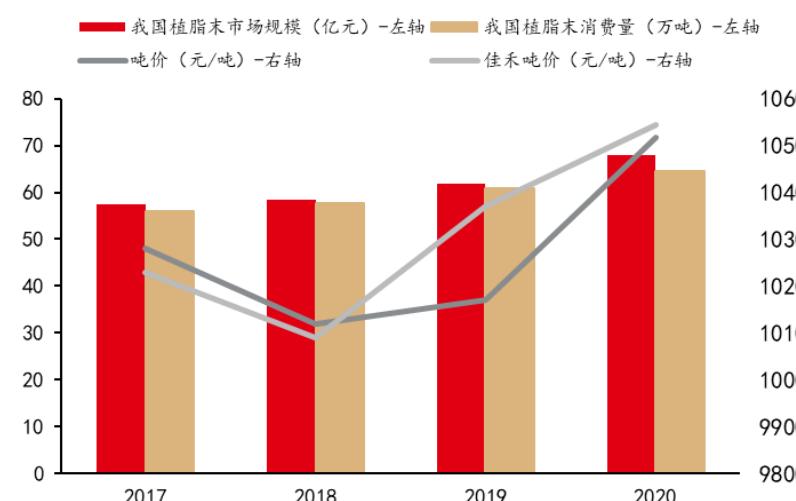


资料来源：iFind，中邮证券研究所

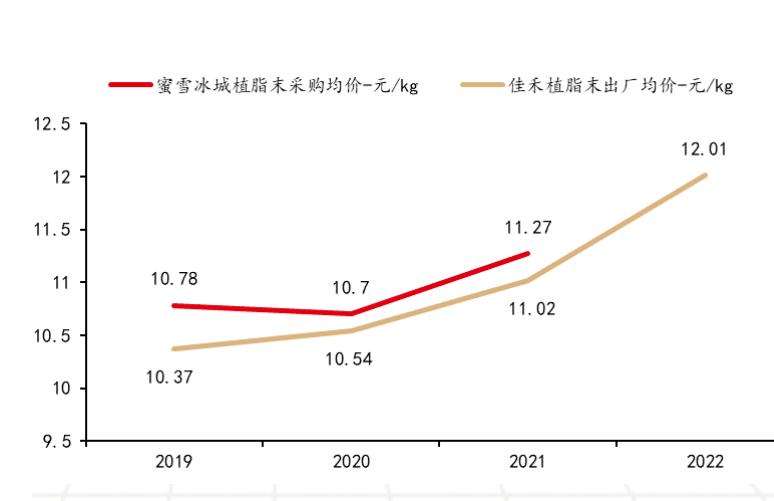
### 3.1 植脂末：B端客户迭代升级，产品价格产能优势显著

- **2) 价格处于行业平均水平，具有较高性价比。**
- 根据我国植脂末市场规模及消费吨数测算，我国植脂末市场平均价格约在10100-10600元/吨之间，2017、2018年佳禾植脂末出厂吨价略低于行业均值，2019年起由于原材料升级吨价略高于行业平均，相比同类产品具有较高性价比。
- **高性价比优势帮助适当降低大客户原料采购成本，在一家客户的同类产品供应商中具有价格优势。**根据我们测算，近三年，佳禾粉末油脂出场均价低于蜜雪冰城植脂末采购均价，在2020年成为蜜雪冰城供应商后拉低了蜜雪冰城植脂末的采购均价。
- **产品提价节奏稳健，成本上涨导致毛利承压。**2017年以来公司植脂末出厂吨价缓慢上扬，2022年原材料成本上涨明显盈利承压，若公司维持现有提价节奏，预计23年上半年油料价格回落后盈利能力得到修复。

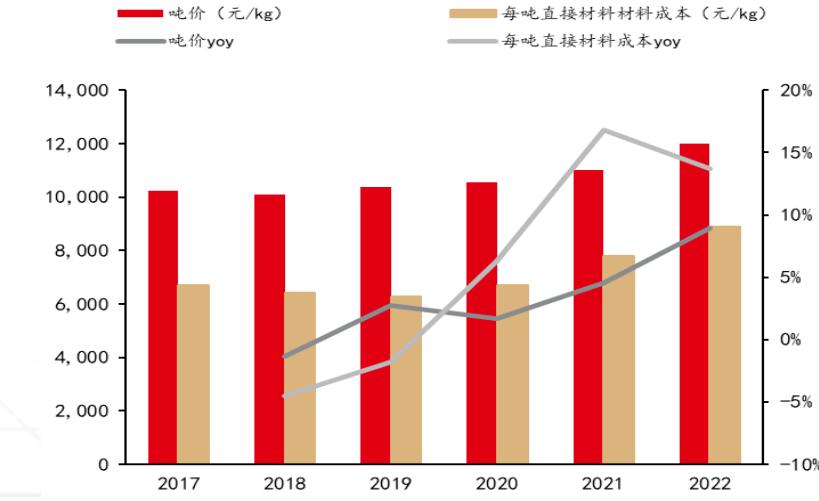
图表39：原料出厂价略高于行业平均



图表40：蜜雪冰城采购价与出厂价对比



图表41：成本上涨导致毛利承压



资料来源：华经产业研究院，公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：公司公告，蜜雪冰城招股说明书，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

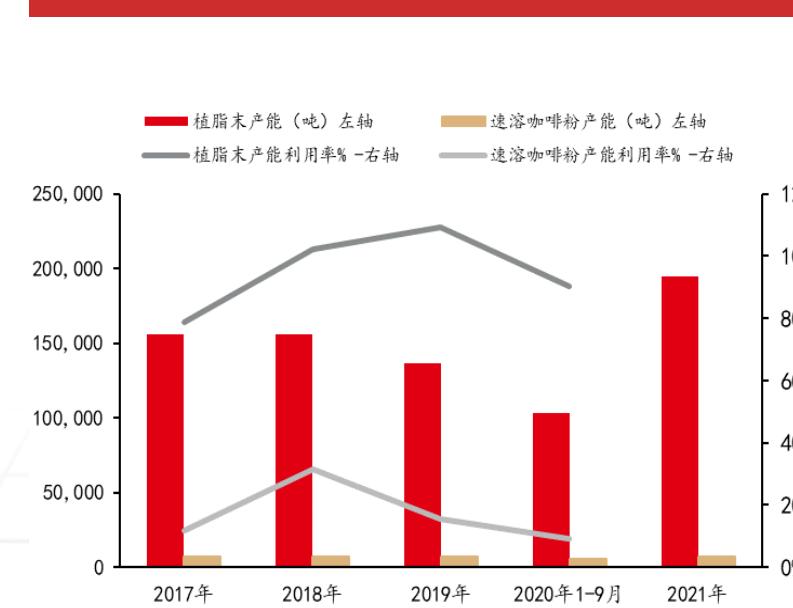
### 3.1 植脂末：B端客户迭代升级，产品价格产能优势显著

- **3) 产能充足，供货能力稳定。**
- 放眼植脂末国内生产品牌，与国内其他粉末油脂生产厂家相比，佳禾在注册公司规模、发明专利、营收情况多方面具有优势，在植脂末生产领域占据领先地位。
- **植脂末产能逐步释放，利用率保持高位：**近年来佳禾植脂末产能利用率持续保持在高位，近两年南通工厂计划新增12万吨产能并将逐步释放，在国内粉末油脂新增产能较少的情况下，有助于进一步提升生产能力，扩大规模优势。
- **产品、价格、产能三重优势拉动市占率提升，近年来细分行业市占率稳定在20%以上，龙头地位稳固。**根据我们测算，2016-2020年，佳禾食品在我国植脂末市场市占率稳定在20%-25%之间，在细分行业占据龙头地位。

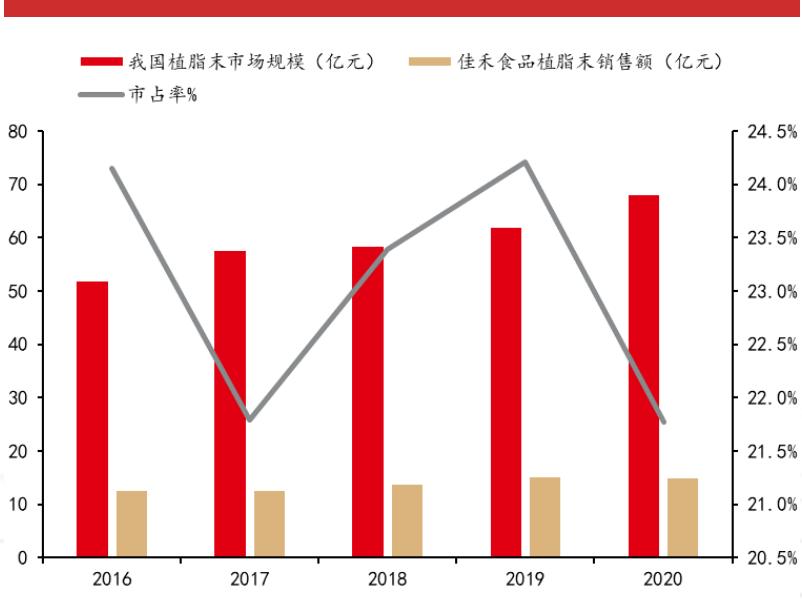
图表42：国内粉末油脂生产厂商对比

企业名称	成立时间	注册资本	主营业务	营收情况	专利情况
佳禾食品	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	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 2019年营收	6项发明专利7项实用新型专利
江苏皇室	2004年12月	4980万美元	咖啡、植脂末、麦片	1341.75亿菲律宾比索，净利润101.15亿菲律宾比索	-
南通凯爱瑞	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	2项发明专利3项实用新型专利

图表43：佳禾食品产能利用率情况



图表44：市占率稳定在20%以上



资料来源：中邮证券研究所，根据公开资料整理

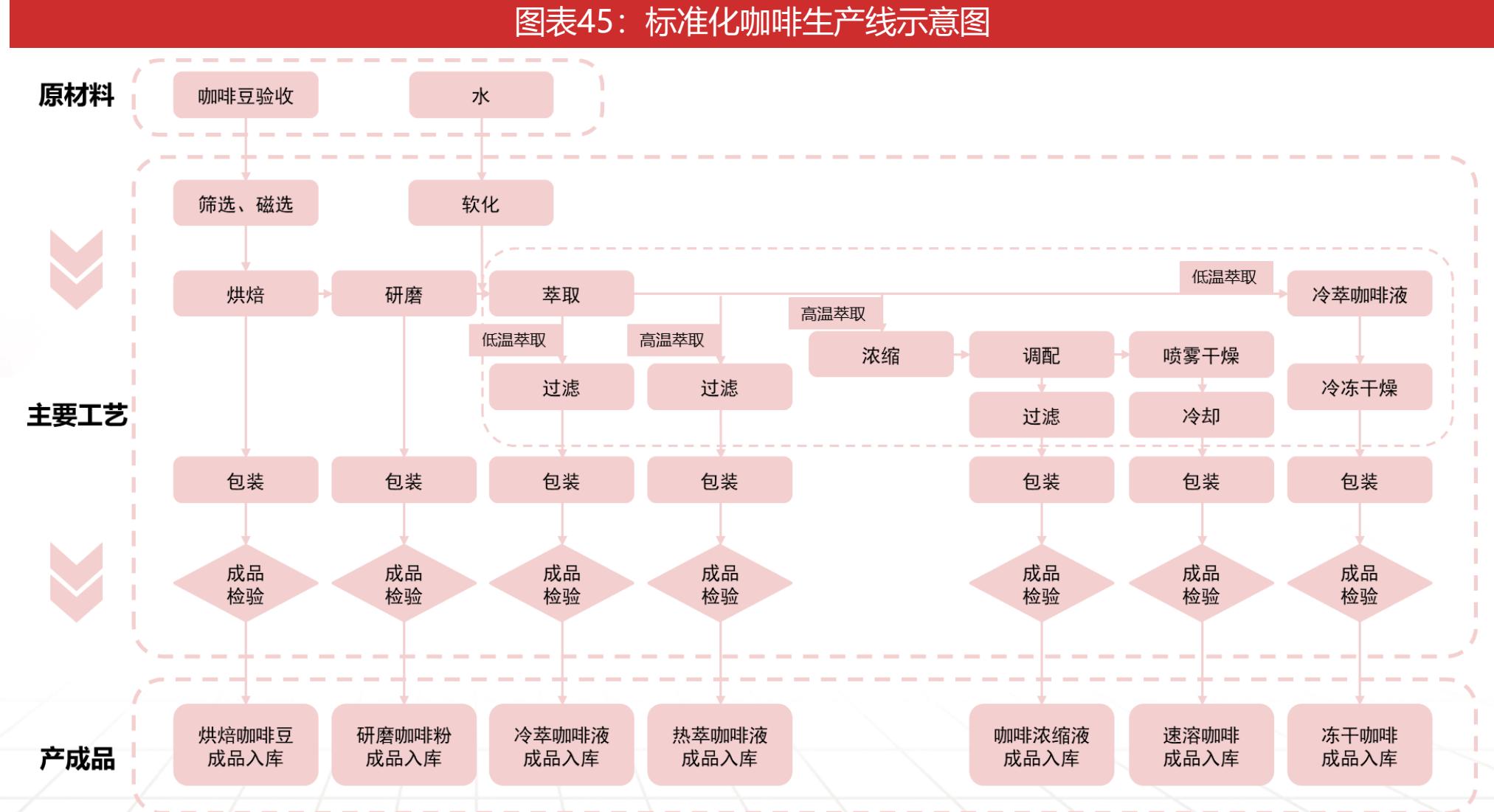
资料来源：招股说明书，中邮证券研究所  
注：2021年末公布产能利用率情况

资料来源：招股说明书，公司公告，中邮证券研究所

## 3.2 咖啡：布局全产业链建设，品类毛利不断改善

■ 1) 生产端，公司建有标准化的连续式咖啡生产线，产品种类丰富，生产端占优。公司引进先进设备布局标准化咖啡产线建设，实现从原材料咖啡豆到最终产品的全过程生产，可以生产烘焙咖啡豆、研磨咖啡粉、萃取咖啡液、浓缩咖啡液、速溶咖啡、冻干咖啡多种咖啡深加工产品，相对国内其他咖啡加工企业具有显著的生产端优势。

图表45：标准化咖啡生产线示意图



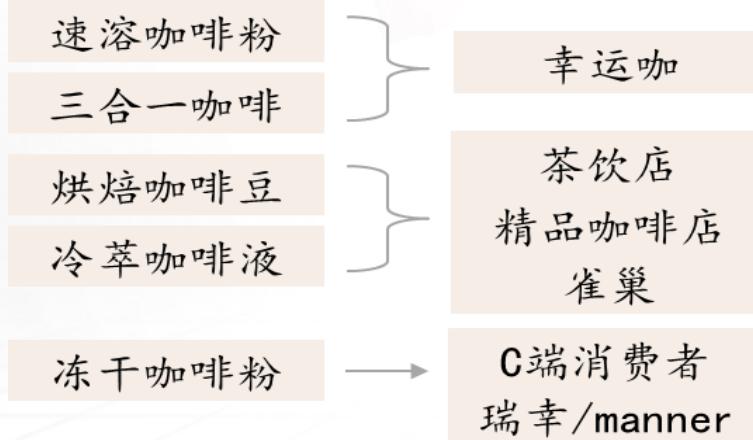
资料来源：招股说明书等，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 3.2 咖啡：布局全产业链建设，品类毛利不断改善

■ 2) 渠道端，多种产品面向不同类型客户，渠道具有多元化优势。目前公司咖啡产品主要面向B端客户，速溶咖啡粉、三合一咖啡主要售往B端大客户幸运咖；烘焙咖啡豆、冷萃咖啡液主要面向茶饮店、精品咖啡店等小B端客户；冷萃、冻干等咖啡品类打开C端市场，未来在保持B端优势基础上有望进一步拓展C端渠道。

图表46：咖啡产品面向多渠道客户



资料来源：中邮证券研究所，根据公开资料整理  
请参阅附注免责声明

图表47：不同种类咖啡销售渠道划分

渠道	冻干咖啡粉	冷萃咖啡液	速溶咖啡粉	咖啡烘焙豆	三合一咖啡
B端	主要客户为电商客户和连咖啡等咖啡连锁店，承接部分贴牌定制服务，为瑞幸提供线下礼盒装代工；定制化产品，具有差异性。	主要客户为古茗等茶饮连锁店；目前大型现制茶连锁店仍处于咖啡业务的初始阶段，需要提萃液等无需咖啡机可直接加工的原材料。	主要客户为现制茶饮大客户、瑞幸等连锁咖啡店和百胜小肥羊等餐饮品牌；主要竞争对手为北京顺达、江苏扬州中福与瑞幸等大型连锁咖啡品牌合作密切，受益于瑞幸等品牌的迅速扩张。	主要客户为精品咖啡店；毛利水平较高；目前是全国仅有的大型拥有烘焙设备的厂家，有竞争的先发优势；星巴克等大品牌可能会倾向于自产咖啡豆，但是很多品牌仍缺少外部直接供应能力，需要上游产业提供咖啡豆原材料。	主要客户为蜜雪冰城幸运咖；蜜雪冰城幸运咖在全国下沉市场扩张迅速；蜜雪冰城幸运咖主要为加盟模式，2022年4月正式对外开放加盟，半个月后加盟门店数量超过500家，目前有超过千家门店
C端	公司主推的C端产品为金猫冷萃冻干咖啡粉。	目前国内部分连锁咖啡品牌的咖啡液产品会选择代工厂代工，佳禾食品有望拓展C端产品代工厂业务。	目前国内C端速溶咖啡粉竞争格局较为集中，部分大品牌会与代工厂进行合作，佳禾食品可作为代工厂进行生产；目前主要的速溶咖啡代工厂包括郑州福润德食品有限公司、山东康美药业有限公司、天益食品（徐州）有限公司等。	目前国内C端品牌多为海外龙头，公司23年开发了雀巢大客户，为其供应大包装咖啡豆。	C端品牌以星巴克、AGF、雀巢、麦斯威尔等国外龙头品牌占据主要市场份额

资料来源：中邮证券研究所，根据公开资料整理

## 3.2 咖啡：布局全产业链建设，品类毛利不断改善



■ 另一方面，知名品牌咖啡产品代工需求旺盛，佳禾凭借自身咖啡一体化生产线优势，在代加工业务方面仍有较大发展空间。

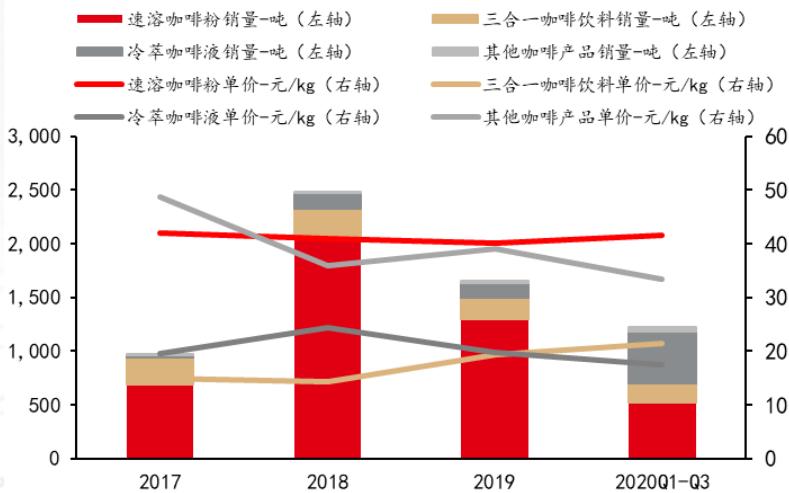
图表48：知名咖啡品牌代加工工厂情况

品牌名	商品名	供应商	供应商简介
G7 COFFEE	美式纯黑速溶咖啡粉	TRUNG NGUYEN INSTANT	公司是一家越南商业集团，自1996年以来一直从事研磨咖啡和速溶咖啡的生产，加工和分销。
蓝山咖啡	卡布奇诺三合一速溶咖啡粉	广西创泰食品科技有限公司	广西创泰食品科技有限公司是越南摩氏在中国唯一的直营商，是一家集原料进口、应用研发、生产加工及销售为一体的咖啡公司，专业接受OEM/ODM一站式代工服务。
暴肌独角兽	美式纯黑速溶咖啡粉	厦门欣盛川食品有限公司	公司是一家涵盖生产加工、包装设计、品牌孵化、市场营销等多方位的饮品产业链品牌综合服务商。
美好回忆	美式纯黑速溶咖啡粉	安徽省旅茗生物科技有限公司	成立于2016年，是一家以从事医药制造业为主，代用茶、调味料、方便食品、固体饮料、压片糖果生产、销售为辅的企业。
瑞幸咖啡	生椰拿铁冻干咖啡	魔饮萃取科技（青岛）有限公司	为乐饮创新科技（青岛）有限公司子公司，该公司为咖啡品牌方及食品加工企业提供精品速溶咖啡产品的OEM/ODM服务，目前是多家新锐咖啡品牌的核心供应商。
瑞幸咖啡	挂耳咖啡	天际咖啡（吴江）有限公司	天际咖啡专注咖啡行业，以拥有60多年烘焙经验的工厂为依托，探索如何将咖啡豆和烘焙工艺精妙融合，坚持新鲜烘焙，创新研发，确保品质始终如一。
碧翠园	美式纯黑速溶咖啡粉	控卡健康科技有限公司	法定代表人徐志佳，主要从事食品生产；食品经营；食品互联网销售等业务。
三顿半	美式纯黑速溶咖啡粉	原力计划饮品（江苏）有限公司	为江苏百思咖智能科技有限公司和长沙三顿半咖啡有限公司合资设立的子公司。
知乎知物	超浓缩黑咖啡萃取液	苏州金猫咖啡有限公司	控股股东为佳禾食品工业股份有限公司。
瑞幸咖啡	鲜萃咖啡液	大润食品（漳州）有限公司	
隅田川	意式速溶黑咖啡粉	大润食品（漳州）有限公司	大润国际成立于1995年，主营业务涵盖天然植物、海洋生物、天然矿物质三大领域，为全球市场提供原料、产品及一站式解决方案，广泛应用于酒店餐饮、大健康食品、保健医药等行业。
永璞	美式纯黑速溶咖啡粉	大润食品（漳州）有限公司	
Tims咖啡	浓缩意式咖啡液	大润食品（漳州）有限公司	
日本UCC	黑咖啡粉	UCC上岛株式会社	为日本公司。
AGF 咖啡	蓝罐速溶冻干咖啡粉	AGF	

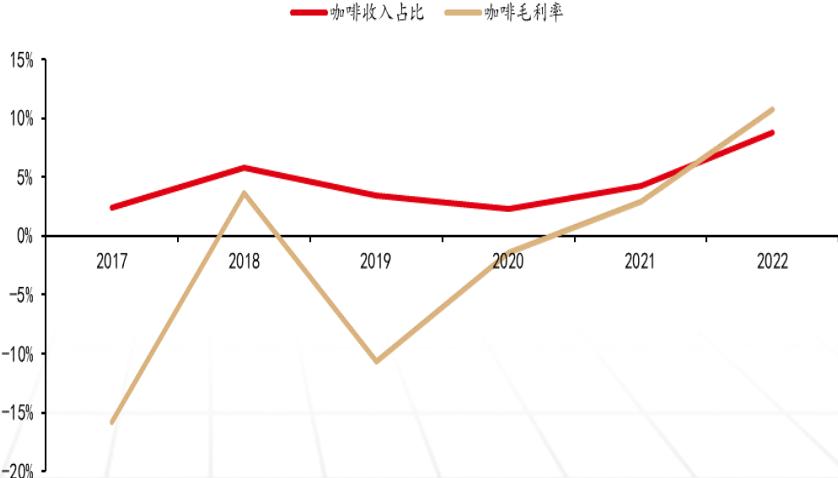
## 3.2 咖啡：布局全产业链建设，品类毛利不断改善

- **3) 产品与产能：高毛利产品占比提升叠加产能扩张，品类毛利不断改善。**
- **高毛利产品占比上升，促进品类毛利不断改善。**公司冷萃咖啡液销量占比提升显著，2020年前三季度冷萃咖啡液销量占比大幅提升，达39.98%。2022年速溶咖啡营收占比约20%、冻干咖啡粉占比约30%、烘焙咖啡豆+冷萃咖啡液占比超10%，三合一产品占比10%-20%。**由于冻干、冷萃咖啡加工程度复杂、国内生产厂商有限，毛利率更高。**公司冷萃咖啡液、冻干咖啡产品销量占比提升不断促进咖啡产品毛利率改善。
- **产能预期稳健扩张，侧重高毛利产品。**公司现有咖啡产能完善，烘焙咖啡豆加工能力达两万吨，截止2021年末已投放速溶咖啡产能7200吨、冷萃咖啡产能6000吨、冻干咖啡产能70吨，同时随着募投项目年产2160吨冻干咖啡项目达产，冻干咖啡产能将提升至2230吨。

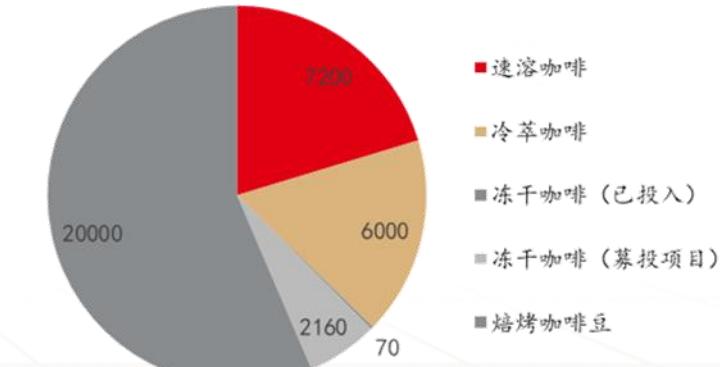
图表49：公司咖啡品类产品单价及销量



图表50：咖啡收入及利润变动趋势



图表51：咖啡产能分布（吨）



### 3.3 植物基：B端C端共同布局，营收迅速增长

- 产品矩阵：**公司目前植物及产品包括非常麦植物奶系列、植物浓浆系列、燕麦粉系列及椰浆系列。2022年植物基产品营业收入达8809.37万元，较上年增长23.41%；毛利率5.80%，较上年减少10.07%。**2022年燕麦奶增速较快、突破千万级营收，预计未来几年保持高速发展。**
- B端：**从事燕麦浓浆、燕麦粉、燕麦奶、椰浆、椰子粉的生产经营，其中燕麦浓浆和燕麦粉依靠经销渠道对接市场。
- C端：**拥有燕麦奶品牌“非常麦”，通过经销商电商双渠道布局，目前已达几千万营收。公司已在上海成立专门C端营销团队，线上线下全面开展销售，加强C端产品投放，C端运营经验或将助力公司咖啡等其他产品拓宽渠道。

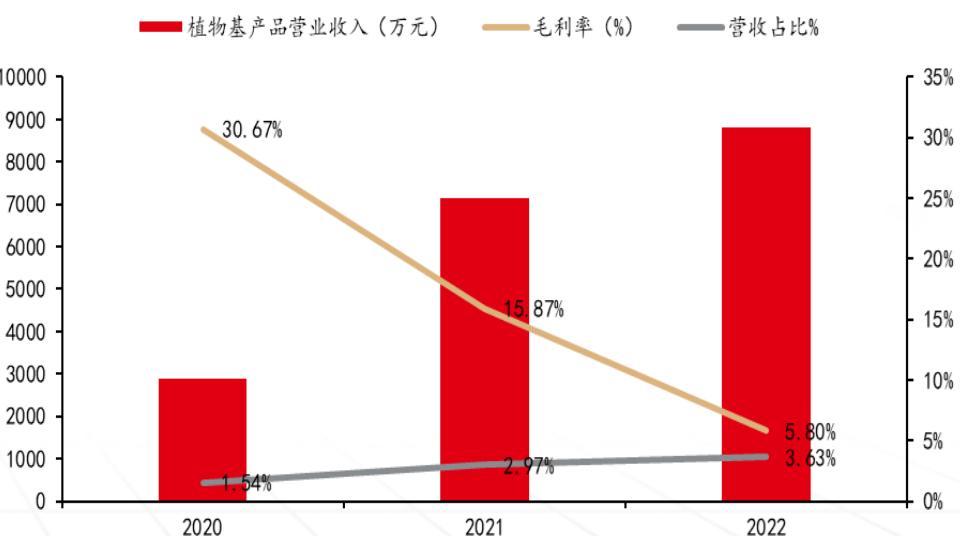
图表52：公司植物基产品矩阵



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表53：植物基产品营收占比逐年增长

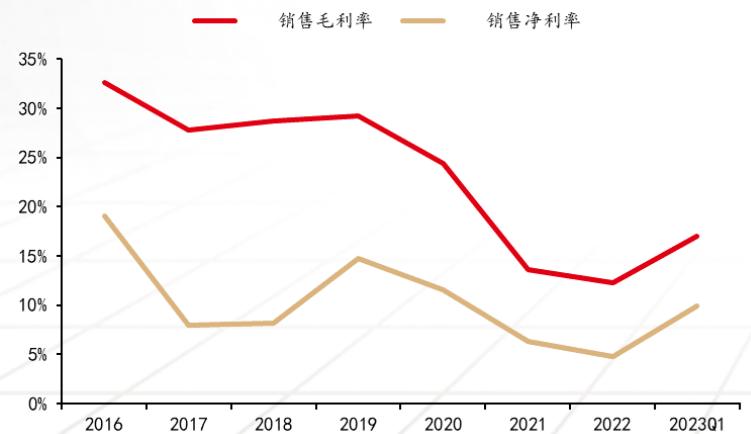


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3.4 同业对比：收入规模领先同业，费用率相对较低

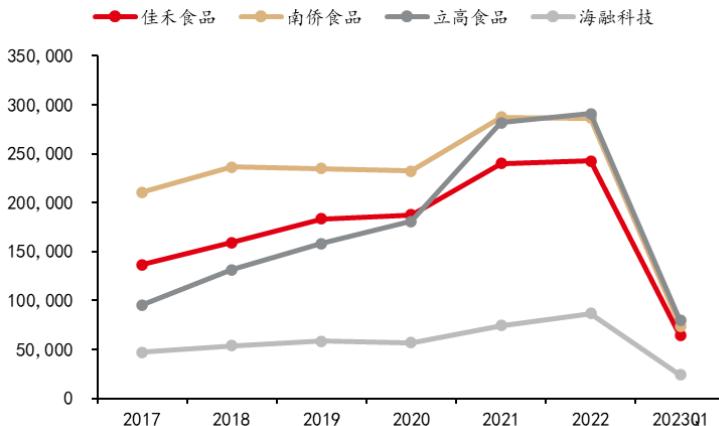
■ 营业收入方面，2021业绩承压明显，直销模式为主导致毛利率较低。佳禾食品与海融科技产品结构较为类似，佳禾食品收入规模更大，2020年以来，同业公司营收和归母净利润都有一定程度下滑；佳禾食品以直销模式为主，为寻求长期稳定发展直销客户，因此毛利率相对较低。

图表54：佳禾食品利润率走势分析



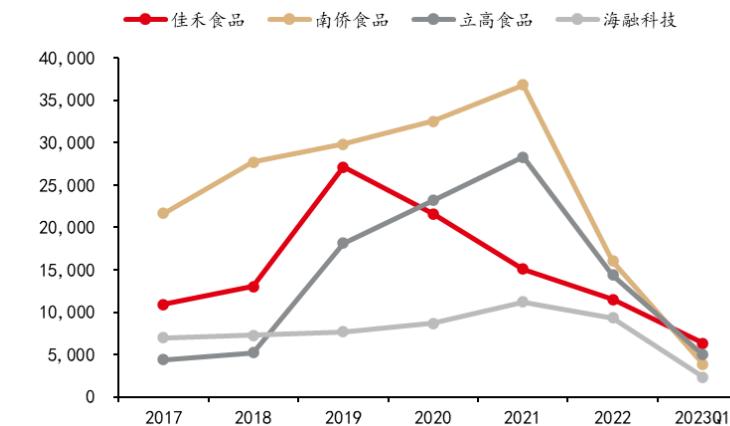
资料来源：公司公告，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表55：可比公司营业收入对比（万元）



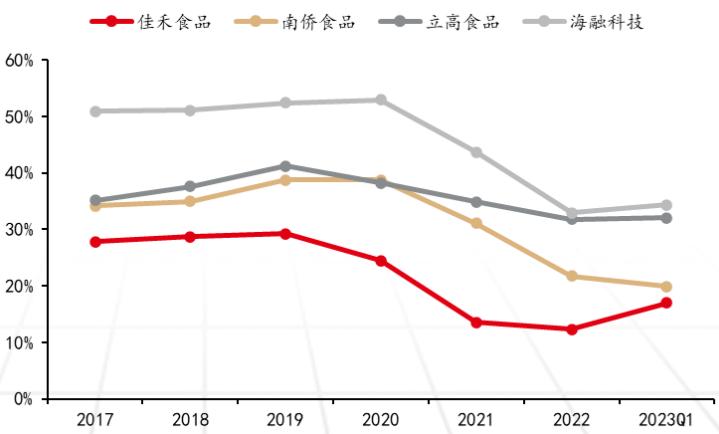
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表56：可比公司归母净利润对比（万元）



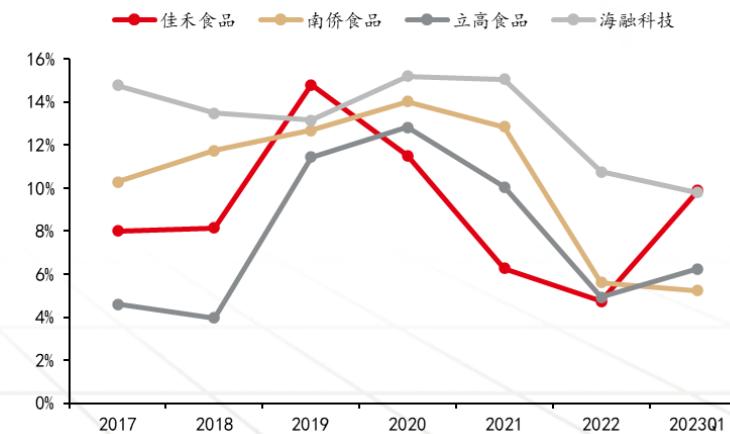
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表57：可比公司毛利率对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表58：可比公司净利率对比

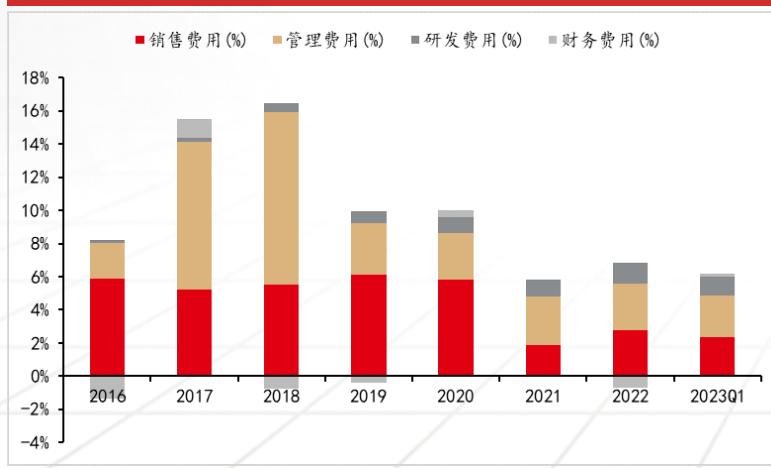


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3.4 同业对比：收入规模领先同业，费用率相对较低

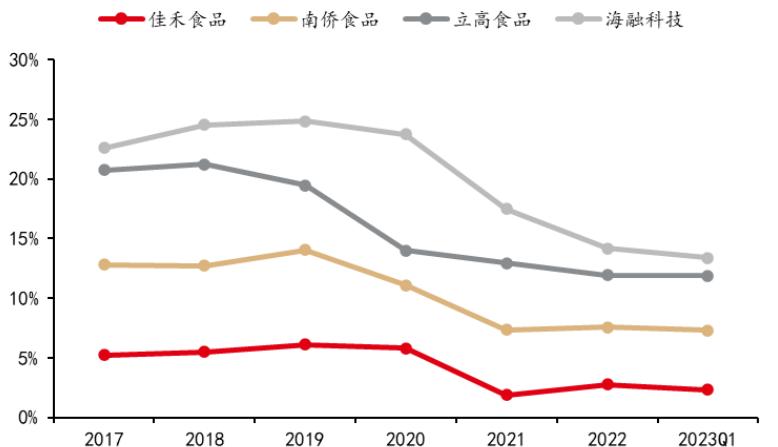
■ 费用端来看，佳禾食品毛利率较低但净利率与可比公司差距较小，主要由于期间费用率远低于同业可比公司。相对可比公司，公司B端业务占比更高，广告宣传投放更少，销售费率显著较低。2017、2018年公司推进员工持股计划显著推升管理费用，2019年起管理费用率回落至正常水平。

图表59：佳禾食品费用构成



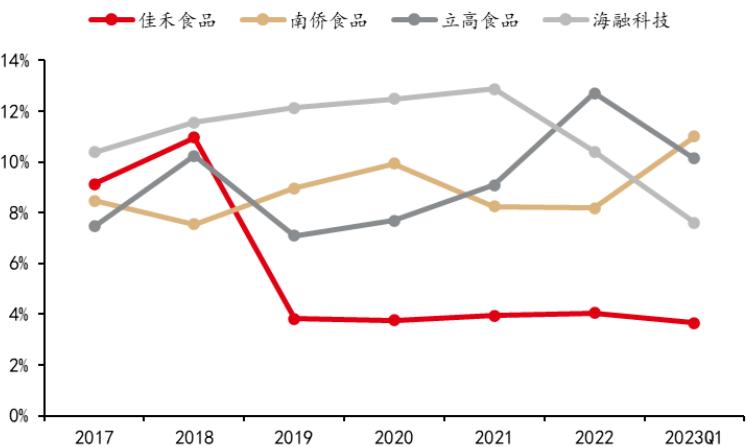
资料来源：公司公告，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表60：可比公司销售费用率对比



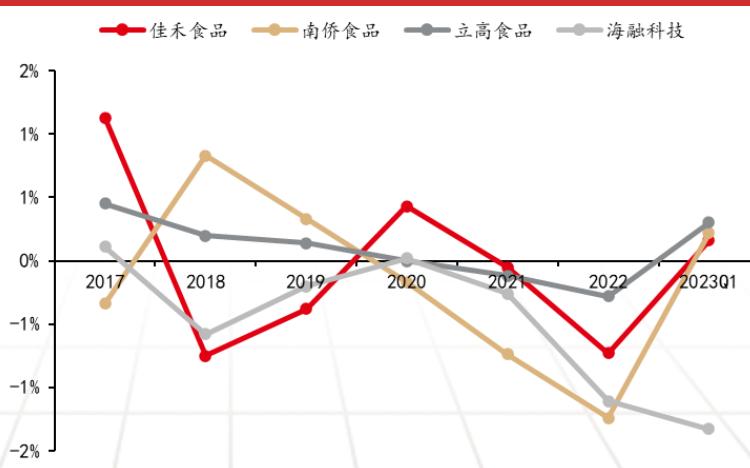
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表61：可比公司管理费用率对比



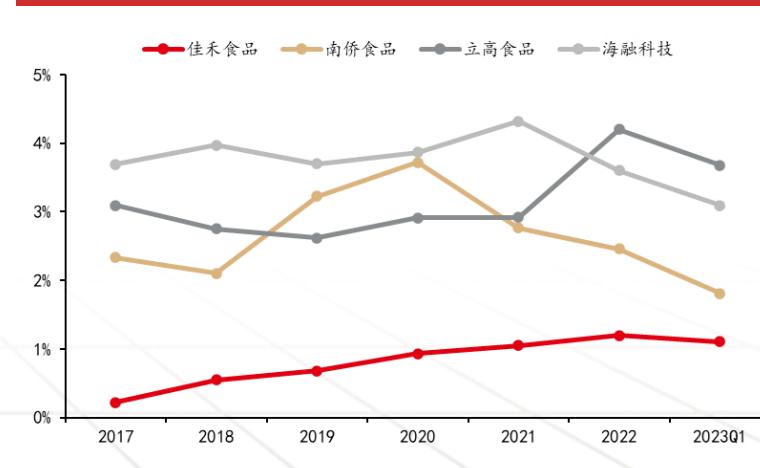
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表62：可比公司财务费用率对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表63：可比公司研发费用率对比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 四

## 盈利预测与投资评级

- 4. 1历史表现回顾及未来展望
- 4. 2可比公司估值与投资评级
- 4. 3风险提示

# 4.1 历史表现回顾及未来展望

图表64：企业复盘及短期展望

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
植脂末（粉末油脂）	营业收入（亿元）	12.50	12.51	13.65	14.97	14.80	18.57	17.49	21.17	24.34	27.25
	增速（yoy）			0.08%	9.11%	9.67%	-1.14%	25.47%	-5.8%	15%	12%
	毛利率	33.34%	29.28%	30.85%	32.78%	28.29%	15.19% <sup>1</sup>	13.44%	19%	20%	20%
咖啡产品	营业收入（亿元）	0.18	0.33	0.92	0.59	0.44	1.02	2.13	4.26	6.82	10.24
	增速（yoy）			83.33%	178.79%	-35.87%	-25.42%	131.82% <sup>2</sup>	108.84%	60%	50%
	毛利率	-13.39%	-15.84%	3.63%	-10.65%	-1.95% <sup>3</sup>	2.93%	10.76%	17%	18%	19%
植物基	营业收入（亿元）	-	-	-	-	-	0.71	0.88	1.75	3.15	4.73
	增速（yoy）	-	-	-	-	-	-	23.41%	100%	80%	50%
	毛利率	-	-	-	-	-	15.87%	5.8%	12%	15%	19%
合计	营业收入（亿元）	13.21	13.68	15.97	18.36	18.74	23.99	24.27	32.29	40.73	49.96
	费用率	6.84%	15.50%	15.71%	9.54%	9.99%	5.79%	6.81%	5.9%	5.4%	5.3%
	毛利率	32.68%	27.83%	28.71%	29.28%	24.46%	13.59%	12.29%	17.8%	18.6%	19.2%
	净利率	19.11%	8.01%	8.16%	14.79%	11.52%	6.27%	4.75%	9.5%	10.0%	10.5%
	归母净利润（亿元）	2.53	1.10	1.30	2.72	2.16	1.51	1.15	3.05	4.08	5.26
	增速（yoy）			-56.5%	18.2%	109.2%	-20.6%	-30.1%	-23.8%	164.7%	33.7%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1. 2021年第二季度油脂原料升级导致植脂末毛利率下滑13%。

2. 2021年由于通过扩大产能、如建有标准化的连续式冷萃咖啡生产线后，相关产品已实现产品的批量式生产并投放市场，咖啡产品营收增速提升134%。

3. 2020年由于前期的摊销减少、精品豆等高毛利产品占比不断提升，咖啡产品毛利率提升9%。

## 4.1 未来展望

- **消费升级&健康消费趋势下，植物基、咖啡产品增长空间广阔：**
  - 公司紧跟消费升级潮流提前布局植物基产品，随着燕麦奶市场规模的扩张，先发优势或将得到进一步验证；
  - 咖啡产品品类丰富，冷萃、冻干咖啡等新品推出及产能扩张有助于提升咖啡行业市占率；
  - 传统产品粉末油脂完成“零反式脂肪酸”升级，产品朝健康化方向迈进，随着采用牛乳作为原材料成为茶饮行业趋势，植脂末市场增速可能放缓。
- **渠道多元化发展，2022年后将迎复苏：**
  - 巩固B端优势，加快C端布局：目前公司渠道收入贡献仍以B端为主，进军C端成效值得关注。
  - 2022年后，海外渠道或将复苏：2020年前植脂末出口数量可观，2020年后境外业务收入占比显著降低，2022后可能迎来新变化。
- **随着成本压力改善，利润仍具上升空间：**
  - 2021、2022年度受到原材料升级替代、原材料价格上涨等多重因素的影响，公司毛利率净利率出现大幅度下降。随着原材料价格有所回落，咖啡等产品规模效应逐步呈现，整体利润仍具有一定的上升空间。

## 4.2 可比公司估值与投资评级



- 从行业角度来看，植脂末上游生产行业在2020年后产能不断收缩，而佳禾在植脂末行业的集中度有望提升，以及公司高自动化咖啡生产线也处于国内领先水平，生产端而言佳禾优势显著。22年报表端营收利润基本与此前预测一致，2023年一季度净利率恢复超预期，因此我们上调23-24年预测、同时给予25年假设，预计2023-2025年营收分别为32.29/40.73/49.96亿元，同比+33%/26.1%/22.7%，预计2023-2025年归母净利润分别为3.05/4.08/5.26亿元，同比+164.7%/33.7%/28.9%，未来三年EPS分别为0.76/1.02/1.32元，对应当前股价PE分别为28/21/17倍，维持“买入”评级。

图表65：可比公司估值

代码	名称	EPS			
		2022A	2023E	2024E	2025E
603170.SH	宝立食品	0.54	0.73	0.89	1.11
300915.SZ	海融科技	1.04	1.48	2.07	2.28
300973.SZ	立高食品	0.85	1.87	2.65	3.56
PE					
代码	名称	2022A	2023E	2024E	2025E
603170.SH	宝立食品	52.62	29.2	23.76	19.15
300915.SZ	海融科技	40.32	24.17	17.22	12.42
300973.SZ	立高食品	113.29	36.91	25.96	19.34
平均值		68.74	30.09	22.31	16.97

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：可比公司预测均为一致预期

请参阅附注免责声明

图表66：盈利预测与投资评级

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2428	3229	4073	4996
增长率（%）	1.2	33.0	26.1	22.7
EBITDA（百万元）	210	452	580	733
归属母公司净利润（百万元）	115	305	408	526
增长率（%）	-23.4	164.7	33.7	28.9
EPS(元/股)	0.29	0.76	1.02	1.32
市盈率（P/E）	75.37	28.47	21.29	16.52
市净率（P/B）	4.30	3.81	3.30	2.81
EV/EBITDA	31.01	17.55	13.38	10.23

资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

注：股价为2023年6月30日收盘价

## 4.3 风险提示

- **原材料价格变动风险：**公司主要生产原材料有棕榈仁油、椰油、葡萄糖浆、玉米淀粉、乳粉、咖啡豆等，受大宗农产品价格波动影响较大。若原材料价格短期陡增、产品价格调整不及时，可能导致盈利能力受损。
- **市场竞争加剧风险：**咖啡、植物基行业目前尚处发展初期，新进入者较多，短期内可能导致行业竞争进一步加剧。
- **下游需求不足风险：**公司为茶饮、咖啡行业上游生产企业，连锁茶饮大客户占公司销售收入比重较高，若茶饮咖啡行业恢复不及预期，可能面临订单不足导致销售增长停滞风险。
- **食品安全风险：**随着公司产品矩阵、销售渠道进一步丰富，食品安全风险管理难度上升，若出现食品安全问题将影响公司信誉，导致公司现有客户及潜在客户流失。

# 财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<strong>利润表</strong>				
营业收入	2428	3229	4073	4996
营业成本	2129	2654	3316	4037
税金及附加	10	11	14	17
销售费用	67	71	88	100
管理费用	69	78	94	115
研发费用	29	29	41	50
财务费用	-18	12	0	-2
资产减值损失	-5	-3	-4	-5
<strong>营业利润</strong>	<strong>157</strong>	<strong>401</strong>	<strong>538</strong>	<strong>693</strong>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	5	3	3	3
<strong>利润总额</strong>	<strong>153</strong>	<strong>399</strong>	<strong>536</strong>	<strong>691</strong>
所得税	37	94	128	165
<strong>净利润</strong>	<strong>115</strong>	<strong>305</strong>	<strong>408</strong>	<strong>526</strong>
归母净利润	115	305	408	526
<strong>每股收益(元)</strong>	<strong>0.29</strong>	<strong>0.76</strong>	<strong>1.02</strong>	<strong>1.32</strong>
<strong>现金流量表</strong>				
净利润	115	278	386	504
折旧和摊销	75	41	44	44
营运资本变动	-72	18	-87	-95
其他	-1	30	13	10
<strong>经营活动现金流净额</strong>	<strong>117</strong>	<strong>367</strong>	<strong>356</strong>	<strong>464</strong>
资本开支	-94	-50	-50	-50
其他	-335	10	10	10
<strong>投资活动现金流净额</strong>	<strong>-429</strong>	<strong>-40</strong>	<strong>-40</strong>	<strong>-40</strong>
股权融资	-2	0	0	0
债务融资	552	-491	-65	0
其他	-161	-54	-57	-71
<strong>筹资活动现金流净额</strong>	<strong>389</strong>	<strong>-545</strong>	<strong>-121</strong>	<strong>-71</strong>
<strong>现金及现金等价物净增加额</strong>	<strong>94</strong>	<strong>-218</strong>	<strong>194</strong>	<strong>353</strong>

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<strong>资产负债表</strong>				
货币资金	541	323	517	869
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	422	413	521	640
预付款项	37	64	80	98
存货	360	460	575	700
<strong>流动资产合计</strong>	<strong>2154</strong>	<strong>2094</strong>	<strong>2540</strong>	<strong>3167</strong>
固定资产	674	666	681	717
在建工程	44	69	68	43
无形资产	55	54	52	50
<strong>非流动资产合计</strong>	<strong>957</strong>	<strong>965</strong>	<strong>971</strong>	<strong>976</strong>
<strong>资产总计</strong>	<strong>3111</strong>	<strong>3059</strong>	<strong>3511</strong>	<strong>4143</strong>
短期借款	555	65	0	0
应付票据及应付账款	362	486	607	739
其他流动负债	123	175	219	267
<strong>流动负债合计</strong>	<strong>1040</strong>	<strong>726</strong>	<strong>826</strong>	<strong>1006</strong>
其他	49	49	49	49
<strong>非流动负债合计</strong>	<strong>49</strong>	<strong>49</strong>	<strong>49</strong>	<strong>49</strong>
<strong>负债合计</strong>	<strong>1090</strong>	<strong>775</strong>	<strong>875</strong>	<strong>1055</strong>
股本	400	400	400	400
资本公积	793	793	793	793
未分配利润	828	1091	1443	1896
少数股东权益	0	0	-1	-1
其他	0	0	0	0
<strong>所有者权益合计</strong>	<strong>2022</strong>	<strong>2284</strong>	<strong>2636</strong>	<strong>3089</strong>
<strong>负债和所有者权益总计</strong>	<strong>3111</strong>	<strong>3059</strong>	<strong>3511</strong>	<strong>4143</strong>

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<strong>成长能力</strong>				
营业收入	1.2%	33.0%	26.1%	22.7%
营业利润	-19.7%	155.8%	34.3%	28.8%
归属于母公司净利润	-23.4%	164.7%	33.7%	28.9%
<strong>获利能力</strong>				
毛利率	12.3%	17.8%	18.6%	19.2%
净利率	4.8%	9.5%	10.0%	10.5%
ROE	5.7%	13.4%	15.5%	17.0%
ROIC	7.3%	20.8%	26.1%	30.2%
<strong>偿债能力</strong>				
资产负债率	35.0%	25.3%	24.9%	25.5%
流动比率	2.07	2.89	3.07	3.15
<strong>营运能力</strong>				
应收账款周转率	5.75	7.81	7.81	7.81
存货周转率	5.92	5.77	5.77	5.77
总资产周转率	0.78	1.06	1.16	1.21
<strong>每股指标(元)</strong>				
每股收益	0.29	0.76	1.02	1.32
每股净资产	5.05	5.71	6.59	7.72
<strong>估值比率</strong>				
PE	75.37	28.47	21.29	16.52
PB	4.30	3.81	3.30	2.81

资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

# 感谢您的信任与支持!

中邮证券研究所食品饮料团队

姓名: 蔡雪昱 (分析师)

SAC编号:S1340522070001

邮箱:caixueyu@cnpsec.com

姓名: 杨逸文 (分析师)

SAC编号:S1340522120002

邮箱:yangyiwen@cnpsec.com

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

# 免责声明

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
	回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下	
市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
可转债评级	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

