

► **国内植脂末龙头，产品配料及一体化解决方案供应商。**公司深耕行业 20 余年，主要从事粉末油脂、咖啡、植物基及其他产品的研发、生产和销售。2020-23H1 植脂末营收占 80%左右；下游客户覆盖食品加工、现制茶饮、咖啡及其他餐饮，23H1 餐饮连锁渠道收入占比 56%。22 年公司营收 24.3 亿元，2016-2022 年 CAGR=10.7%，23H1 收入同比+41.5%。

► **植脂末：下游现制茶饮驱动行业扩容，佳禾规模优势及定制化服务能力突出，市占率有望进一步提升。**植脂末口感佳、成本低、易储存，保障低价策略下的毛利空间，为中低端茶饮常用配料。植脂末生产流程标准化强，且生产技术较为成熟，生产壁垒不高，**核心竞争要素为口味配方及定制化生产能力：体现为在下游茶饮客户需求快速迭代、口味要求较高下，供应商能否快速提供定制化解决方案。**作为行业龙头，佳禾在生产规模及定制化服务方面优势突出：**1) 产能方面**，22 年 1 月募投项目正式投产，完全达产后可实现年产 25.5 万吨；此外“年产十二万吨植脂乳化制品项目”二期预计于 2024 年建成投产。**2) 定制化服务方面**，公司研发储备充足，柔性生产实现灵活供给，服务上结合客户产品定位和生产需求提供全流程一体化服务，截至 23H1 公司稳定合作的饮品品牌数量近两百个。**未来下游现制茶饮市场快速扩容（据沙利文数据，预计中低端茶饮规模 20-25 年 CAGR=20%+，22 年低线城市现制茶饮渗透率不足 20%）叠加公司市占率持续提升，植脂末业务有望实现稳步增长。**

► **咖啡：高景气、高复购、低渗透，佳禾先发布局挖掘成长新动能。**国产咖啡连锁品牌迅速崛起，我国人均咖啡消费量提升空间广阔，公司前瞻布局咖啡产业，目前已实现全产品链布局，具备全品类咖啡供给能力。目前下游咖啡客户有序拓展，23 年 5 月定增扩展精品咖啡产能，未来在下游高景气、产能提升释放规模效应下，咖啡有望成为公司第二增长曲线。

► **植物基：燕麦奶增速领跑，“燕麦拿铁”持续升温佳禾打造第三增长曲线。**公司积极把握燕麦奶健康新风尚，近年植物基业务占比持续提升，利用 B 端优质资源，通过子品牌晶花、金猫向下游连锁茶饮客户推介“燕麦浆”和“燕麦粉”产品，向 C 端消费者推出“非常麦”燕麦奶，BC 渠道协同布局，21 年燕麦奶产能 4 万吨。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 31.7/39.6/48.1 亿元，同比+30%/25%/22%；归母净利润分别为 3.0/4.0/5.1 亿元，同比+161%/34%/26%。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.75/1.01/1.27 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 26/19/15x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格变动；咖啡业务进展不及预期；下游客户自建工厂；食品安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,428	3,165	3,957	4,812
增长率 (%)	1.2	30.4	25.0	21.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	115	301	403	507
增长率 (%)	-23.4	161.0	33.8	25.8
每股收益 (元)	0.29	0.75	1.01	1.27
PE	67	26	19	15
PB	3.8	3.4	3.0	2.6

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 13 日收盘价）

推荐

当前价格：

首次评级

19.28 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

目录

1 佳禾食品：国内植脂末龙头，产品配料及一体化解决方案供应商	3
1.1 深耕饮品行业 20 余年，产品多元协同发展	3
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富	6
1.3 下游茶饮需求显著复苏，成本下行盈利改善明显	7
1.4 渠道供应以 B 端为主，产品研发体系完备	10
2 植脂末：为饮品增添美味，下游现制茶饮驱动行业扩容	13
2.1 用于增香提味的粉末配料，核心为口味配方及定制化生产能力	13
2.2 中低端奶茶常用配料，现制茶饮驱动植脂末持续扩容	15
2.3 佳禾规模优势及定制化服务能力突出，市占率有望进一步提升	19
3 咖啡：高景气、高复购、低渗透，佳禾挖掘成长新动能	23
3.1 现磨咖啡快速发展，中国咖啡市场扩容	23
3.2 国产咖啡连锁品牌崛起，下沉市场渗透空间广阔	25
3.3 佳禾先发布局咖啡业务，构建全产品链生态体系	27
4 植物基：燕麦奶空间广阔，佳禾打造第三增长曲线	30
5 盈利预测与投资建议	34
5.1 盈利预测假设与业务拆分	34
5.2 估值分析	36
5.3 投资建议	37
6 风险提示	38
插图目录	40
表格目录	41

1 佳禾食品：国内植脂末龙头，产品配料及一体化解决方案供应商

1.1 深耕饮品行业 20 余年，产品多元协同发展

深耕植脂末 20 余年，产品配料及一体化解决方案供应商。佳禾食品成立于 2001 年，主要从事粉末油脂、咖啡、植物基及其他产品的研发、生产和销售业务，旗下设立“非常麦”、“晶花”、“金猫”、“佳芝味”等子品牌。公司自成立以来始终秉持立足自主研发、保障产品品质的理念，为客户提供安全、健康、优质、美味的产品，并以优良的产品品质、先进的研发技术、个性化的定制服务奠定了良好的市场地位。植脂末业务构成公司基本盘，2020-23H1 营收占比超 70%；下游客户覆盖食品加工、现制茶饮、咖啡及其他餐饮客户，23H1 公司餐饮连锁渠道收入占比为 56%，为公司主要销售渠道。

图1：公司位于产业链中游，提供食品原料解决方案



资料来源：公司官网，佳禾食品招股说明书，民生证券研究院（注：上述百分比为该分类 23H1 营收占比）

植脂末构成业务基本盘，咖啡、植物基多元发展。1) **植脂末**，22 年实现收入 17.5 亿元，营收占比达 76%（23H1 收入 9.4 亿元，同比+40.1%），具体包括奶茶用植脂末、咖啡用植脂末、烘焙用植脂末（2019 年奶茶/咖啡/其他植脂末占比分别为 65%/26%/9%），专利技术产品冷溶植脂末、耐酸植脂末、零糖植脂末产品以及自主研发的发泡粉末油脂已量产。2) **咖啡**，22 年实现收入 2.1 亿元，营收占比 9%（23H1 收入 1.1 亿元，同比+54.7%）；2015 年公司引进德国全套设备，

17 年冷萃咖啡产品上市；目前公司涵盖咖啡全产品链，并拥有自主研发的冷萃咖啡产线，主要通过子品牌“金猫”进行销售。**3) 植物基**，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，22 年公司植物基产品实现收入 0.9 亿元，营收占比 4% (23H1 收入 0.5 亿元，同比+26.6%)。**4) 其他产品**，22 年实现收入 2.6 亿元，营收占比 11% (23H1 收入 1.6 亿元，同比+47%)，主要包括糖浆及创新食品业务。

图2：公司业务拆分



资料来源：公司官网，佳禾食品招股说明书，民生证券研究院（注：左侧百分比为分别为该产品 23H1 营收占比/22 年毛利占比）

成立 20 余年以来，佳禾食品凭借其优质的产品、服务和研发能力，受到市场广泛认可并在行业内确立了较为领先的地位。复盘来看，公司发展历程可以分为以下 4 个阶段：

初创沉淀期 (2001~2007)：公司成立，实现由“0”到“1”。2001 年佳禾食品在苏州吴江成立，成立当年建成投产第一条喷雾干燥线，实现稳定生产。2005 年，公司销售收入首次突破亿元，并获得质量管理体系认证。2006 年，公司由梅堰搬迁至吴江友谊工业区。2007 年，建成投产七条喷雾干燥线，当年营业额达到 4.5 亿元。

扩产发展期 (2008~2015): 打磨技术, 布局咖啡。2008 年, 公司粉末油脂系列产品产能规模位居亚洲前列。2010 年, 公司被评为“中国质量诚信企业”; 销售额首次破 10 亿元大关。2013 年, 公司获得冷溶型、耐酸型植脂末及其制备方法、中碳链脂肪酸粉末油脂及其制备方法等发明专利。2014 年, 与江南大学、良友集团粮科所成立联合实验室, 建立技术合作关系, 实现科研与生产相结合。2015 年, 引进德国全套先进设备, 建造年产千吨级咖啡粉工厂; 同年佳禾参与起草和制定的植脂末行业标准正式实施。

融资转型期 (2017~2020): 完成上市股改, 产能持续布局。2017 年, 世界银行旗下的国际金融公司以对佳禾食品进行增资; 同年公司冷萃咖啡产品上市, 实现冷萃咖啡工业化, 并获得零糖植脂末及其制备方法发明专利。2018 年, 苏州市佳禾食品工业有限公司正式更名为“佳禾食品工业股份有限公司”, 完成上市股改。2019 年, 佳禾食品总部大楼顺利落成, 玛克食品工厂正式建成投产、南通佳之味食品有限公司开工建设。2020 年, 南通佳之味一期植脂末项目建成投产; 同年佳禾食品与江南大学成立粉末油脂(国际)联合创新中心。

创新成熟期 (2021 至今): 主板上市, 植脂末实现全面零反。2021 年, 上海证券交易所主板上市; 同年公司获得低咖啡因速溶咖啡及其制备方法发明专利。2022 年, 公司完成“零反式脂肪酸行动计划”, 产品全面清零。2023 年, 佳禾食品受邀参加首届博整健康食品科学大会暨博资会, 并获批设立国家级博士后科研工作站。

图3: 公司发展历程

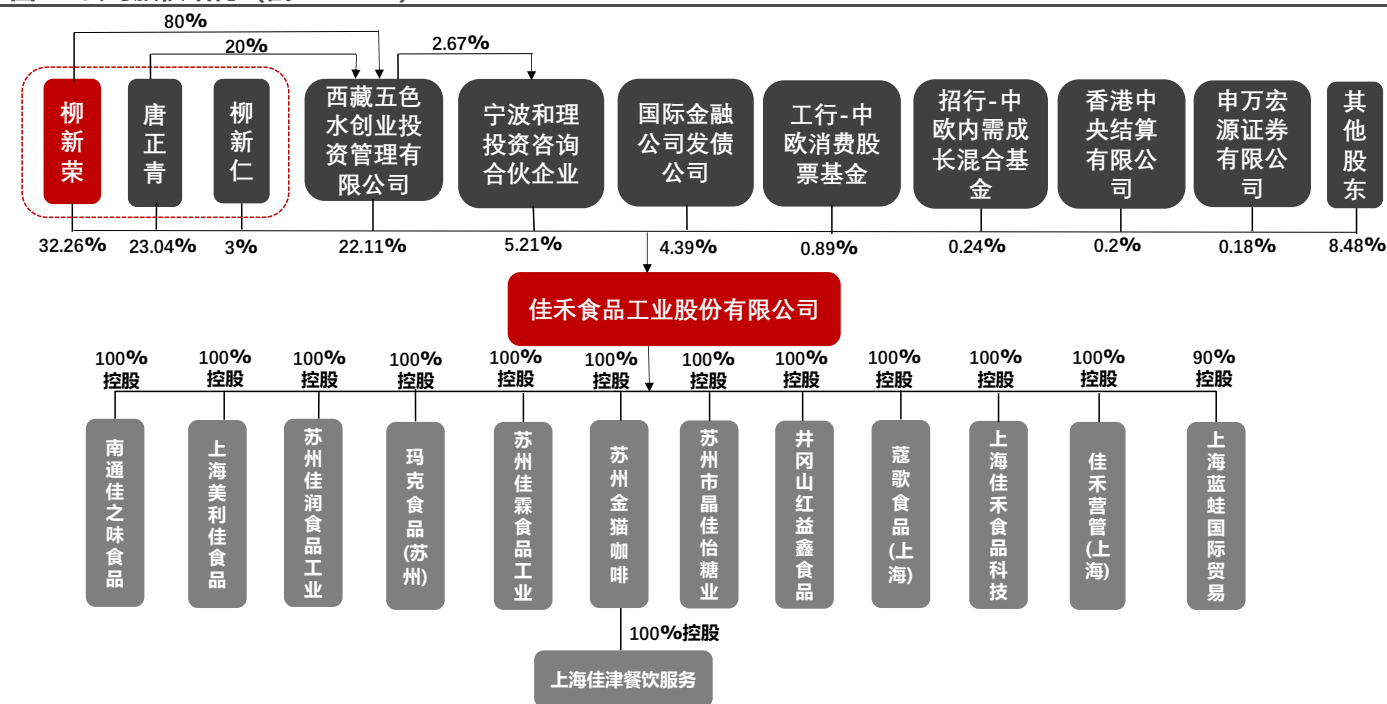
	初创沉淀期 (2001~2007)	扩产发展期 (2008~2015)	融资转型期 (2017~2020)	创新成熟期 (2021至今)
组织变迁	2001年: 佳禾食品在苏州吴江成立; 2006年: 公司由梅堰搬迁至吴江友谊工业区	2014年: 与江南大学、上海粮料所成立联合实验室	2017年: 世界银行旗下的国际金融公司以对佳禾食品进行增资; 2018年: 苏州市佳禾食品工业有限公司正式更名为“佳禾食品工业股份有限公司”, 完成上市股改; 2019年: 佳禾食品总部大楼顺利落成; 南通佳之味食品有限公司开工建设	2021年: 上海证券交易所主板上市; 2023年: 佳禾食品获批设立国家级博士后科研工作站
产品产能	2001年: 建成投产第一条喷雾干燥线; 2007年: 建成投产七条喷雾干燥线	2008年: 粉末油脂系列产品产能规模位居亚洲前列; 2015年: 引进德国全套先进设备, 建造年产千吨级咖啡粉工厂	2017年: 咖啡产业冷萃咖啡产品上市, 实现冷萃咖啡工业化; 2019年: 玛克食品工厂正式建成投产; 2020年: 南通佳之味一期植脂末项目建成投产	2022年: 完成“零反式脂肪酸行动计划”, 产品全面清零
业绩成就	2005年: 公司销售收入首次突破亿元; 2007年: 公司年营业额达到4.5亿元	2008年: 企业销售额逆势上扬; 2010年: 公司被评为“中国质量诚信企业”; 销售额首次突破10亿元大关; 2015年: 佳禾参与起草和制定的《植脂末》行业标准正式实施	2017年: 晶花荣获成都火锅饮品节“最佳火锅饮品供应商”	2022年: 金猫咖啡获得“国家高新技术企业”认定; 2023年: 佳禾食品受邀参加首届博整健康食品科学大会暨博资会
研发技术	2005年: 获得质量管理体系认证	2013年: 获得冷溶型、耐酸型植脂末及其制备方法、中碳链脂肪酸粉末油脂及其制备方法等发明专利	2017年: 获得零糖植脂末及其制备方法发明专利; 2020年: 佳禾食品与江南大学成立粉末油脂(国际)联合创新中心	2021年: 产品项目《食品工业专用油脂升级制造关键技术及产业化》获年度国家科技进步奖二等奖; 获得低咖啡因速溶咖啡及其制备方法发明专利

资料来源: 佳禾食品招股说明书, 公司官网, 民生证券研究院

1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

股权结构高度集中且稳定，柳新荣家族合计持股超 80%。截至 23H1，董事长柳新荣直接持股 32.26%，并通过西藏五色水间接持股 17.69%，总计持股 49.95%；其配偶唐正青通过直接和间接方式持股 27.46%，二人共计持股 77.41%，系佳禾食品实际控制人。柳新荣兄弟柳新仁持股 3%，家族持股份额超过 80%。子公司方面，金猫咖啡、南通佳之味、玛克食品、晶佳怡糖业等全资子公司围绕公司核心业务设立，红益鑫、蓝蛙等子公司为公司提供原材料采购、零售贸易、进出口业务、体验门店等支持性服务。

图4：公司股权结构（截至 23H1）



资料来源：佳禾食品公司公告，wind，民生证券研究院

管理层经验丰富，注重研发创新。佳禾食品创始人、董事长兼总经理柳新荣在创办佳禾食品前从事食品研发等技术方面工作。公司董事兼副总经理张建文自公司成立初期加入，此前在食品行业有多年从业经历。管理层相关经验丰富，注重产品研发，易与生产技术等相关部门产生协同效应。此外，公司管理人员也大多来自食品行业或历任佳禾食品公司的若干部门，对公司整体业务情况把控到位。

表1：公司管理层情况梳理

姓名	职务	出生年份	个人简历
柳新荣	董事长、董事、总经理	1973	历任吴江市松陵粮管所营业员；苏州佳格食品品管员、研发员；汕头雅园乳品厂技术主管；2001年起创办佳禾食品。现任佳禾食品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、上海佳禾食品科技执行董事兼总经理、蔻歌食品（上海）执行董事兼总经理。
张建文	董事、副总经理	1967	曾任苏州糖果冷饮厂生产技术科科长；苏州肯德基襄理；苏州南门商业大厦职员；苏州佳格食品品管研发部、采购部、行政部主任；2002年起就职于佳禾食品，曾任副总经理。现任佳禾食品公司董事、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、董事会秘书	1976	曾在吴江市电信局任职；2004年起就职于佳禾食品，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，上海蓝蛙国际贸易执行董事，晶茂国际董事，上海佳津餐饮服务执行董事兼总经理，上海植匠食品科技执行董事，南通佳之味食品井冈山分公司执行董事，南通佳之味食品上海分公司执行董事。
梅华	董事	1981	2007年7月起就职于佳禾食品，曾任销售经理。现任佳禾食品公司董事、重点客户部总监。
周月军	监事会主席、监事	1970	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年起就职于佳禾食品公司，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；蔻歌食品（上海）监事；上海佳禾食品科技监事；南通佳之味食品监事；苏州金猫咖啡监事；上海蓝蛙国际贸易监事；玛克食品（苏州）监事；上海植匠食品科技监事；上海佳津餐饮服务监事；苏州市佳霖食品商贸监事。
徐伟东	副总经理	1974	曾任苏州佳格食品部门经理；苏州润喆食品经理；佳禾食品制造总监；苏州优尔食品工业副总经理。2017年至今就职于佳禾食品。现任佳禾食品公司副总经理。
王伊宁	财务总监	1977	曾任中拓正泰会计师事务所审计经理、思瑞安复合材料（中国）财务经理、上海海融食品科技股份有限公司财务副总监、上海盛生澳玛生物医药财务总监。

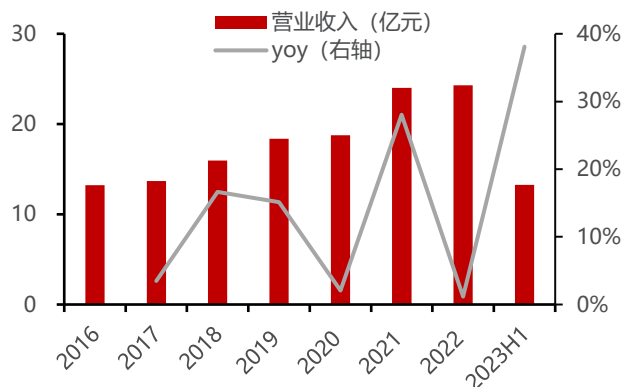
资料来源：佳禾食品公司公告，民生证券研究院

1.3 下游茶饮需求显著复苏，成本下行盈利改善明显

疫情扰动下营收短期波动，下游需求复苏营收稳步增长。受益于下游现制茶饮市场高速发展，公司营收稳健增长，由2016年的13.2亿元增长至2021年的24.3亿元，16-21年CAGR=10.7%；其中20年受疫情扰动，复工延迟下下游客户订单延迟执行，收入短期出现波动，增速降至2.1%；2021年伴随消费者对茶饮及咖啡等饮品的偏好不断提升，叠加各地政府不断采取措施提振消费，营收增速恢复至28%；22年疫情扰动收入增速下滑；23年以来下游需求稳步复苏收入恢复性增长，23H1收入同比+38.1%。

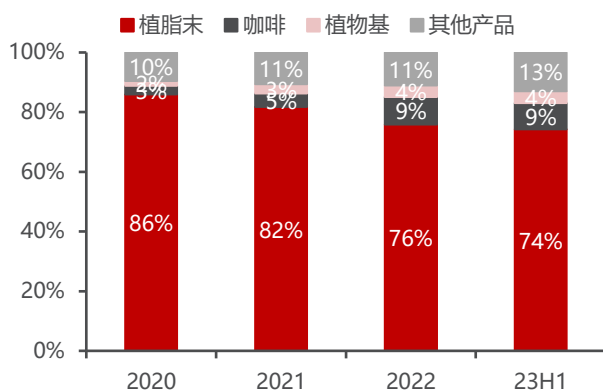
主营植脂末，产品结构多元化。分业务来看，植脂末为公司主要收入来源，伴随公司多元化战略的实施，植脂末营收入占比自2016年的95%降至2023H1的74%；植物基和其他产品营收逐渐增长，至2022年分别达到0.9/2.6亿元，占比3.82%/11.09%。受益于咖啡行业机遇和下游客户的顺利开拓，2022年咖啡产品收入达2.1亿元，同比+259.01%，22年占比9%。

图5：2016-2023H1 公司营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

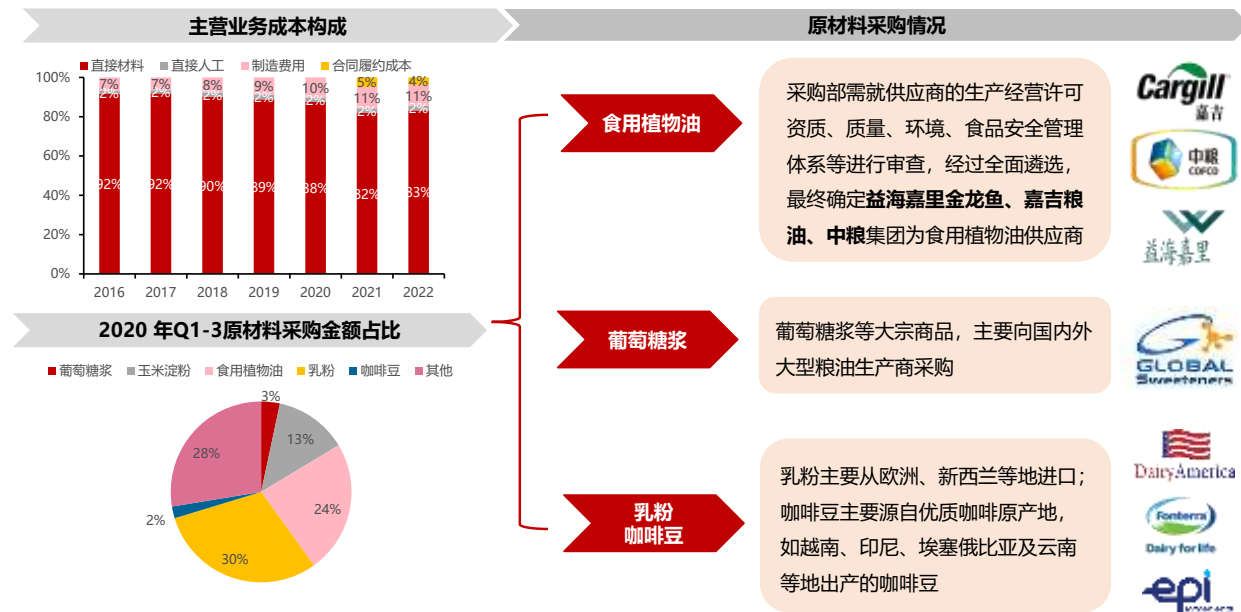
图6：2020-2023H1 分产品营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

直接材料占主营业务成本 83%，核心原材料为葡萄糖浆、食用植物油、乳粉等。公司上游原材料供应商涉及多国多领域，均为优质原料供给商，保障原材料质量和供应。根据公司招股书，20 年 Q1-3 食用植物油/乳粉/玉米淀粉/葡萄糖浆/咖啡豆的原材料采购金额占比分别为 24%/30%/13%/3%/2%。22 年直接材料占主营业务成本的比重达 83%，原材料价格波动将会对公司营业利润产生显著影响。

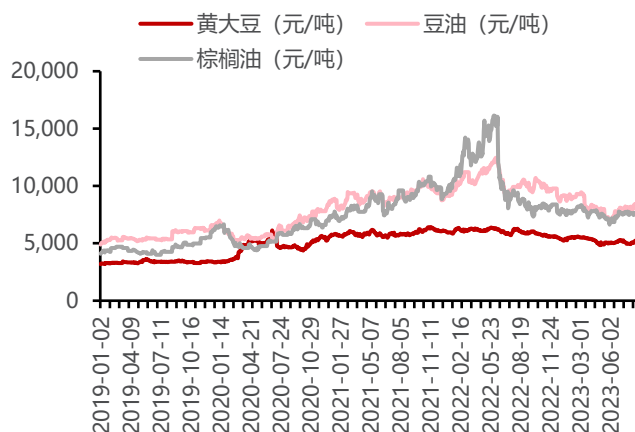
图7：原材料成本占比高，稳定合作上游供应商



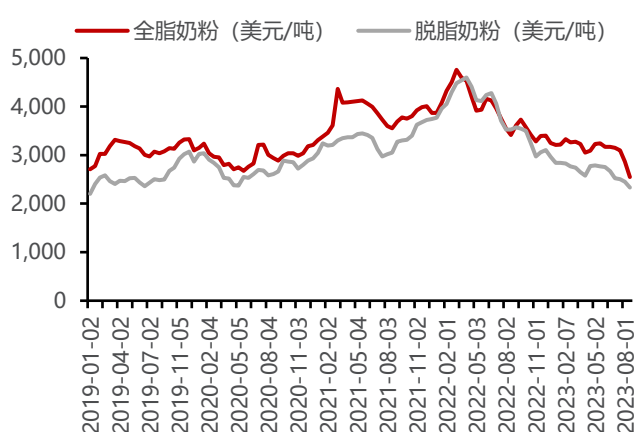
资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，民生证券研究院

原材料成本下行，利润压力有所缓解。疫情期间，上游主要原材料成本（食用植物油、乳粉）受国内外经济环境影响大幅上升，毛利率下降幅度较大。23 年初以来油脂等原材料价格持续下行，毛利率有所恢复。费用方面，公司近两年费用投放相对稳定，2016-2019 年管理费用率波动较大，除受会计准则调整影响，系 2017-2018 年国际金融公司增资入股价格远高于柳新仁、西藏五色水增资入股价格，且高于西藏五色水对宁波和理的股权转让价格，发生大额股份支付费用，属非

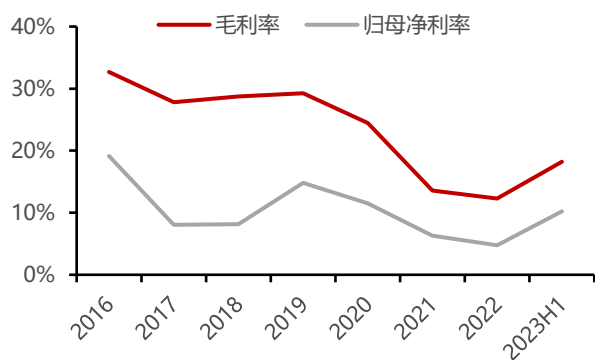
经常性成本。我们以 22 年为基准，假设直接材料占营业成本的比例不变，食用植物油、乳粉在直接材料占比等于 20 年 Q1-3 原材料采购金额占比，对原材料价格进行敏感性测算，**当食用植物油、乳粉原材料价格同时下降 10%时，毛利率将上涨 5pcts。**

图8：食用植物油期货结算价走势


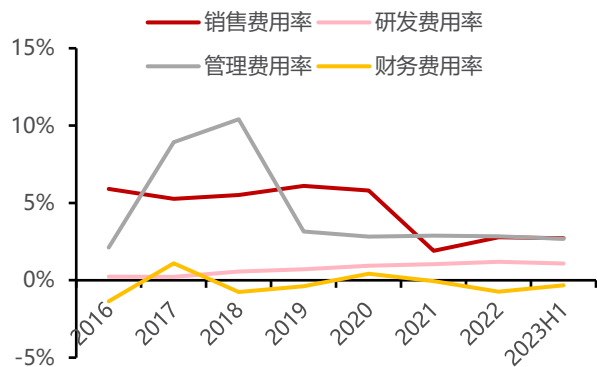
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：奶粉全球乳品交易均价走势


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2016-2023H1 毛利率及归母净利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2016-2023H1 费用率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：原材料价格敏感性测算

毛利率变动幅度 (pcts)		乳粉价格下降幅度					
		5%	10%	15%	20%	25%	30%
食用植 物油价 格下降 幅度	5%	2.37	3.68	5.00	6.32	7.63	8.95
	10%	3.42	4.74	6.05	7.37	8.68	10.00
	15%	4.47	5.79	7.10	8.42	9.74	11.05
	20%	5.53	6.84	8.16	9.47	10.79	12.10
	25%	6.58	7.89	9.21	10.53	11.84	13.16
	30%	7.63	8.95	10.26	11.58	12.89	14.21

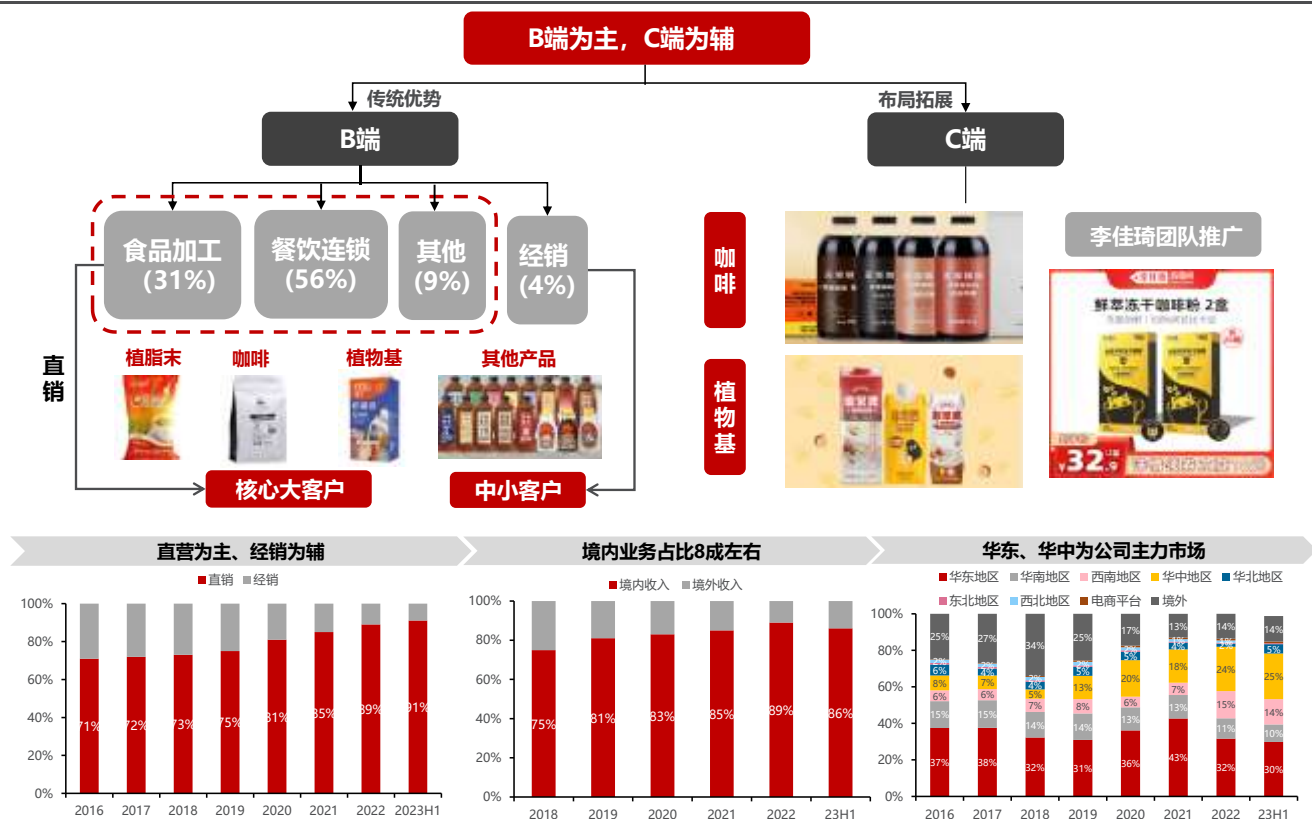
资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，民生证券研究院测算（注：上述毛利率变动幅度以 22 年为基期）

1.4 渠道供应以 B 端为主，产品研发体系完备

直销为主，经销为辅。分渠道看，公司通过直销精准把握客户需求，深度参与下游产品研发，增强客户粘性，其中直销客户以餐饮连锁为主，2023H1 餐饮连锁/食品工业渠道营收占比分别为 56%/31%。经销方面，公司通过经销模式不断扩大合作规模，加速三四线城市销售网络下沉，公司主要向经销渠道客户销售标准化产品，23H1 经销渠道营收占比 9%。

依托咖啡、植物基业务开拓 C 端市场。公司于 2022 年将整体渠道策略从“2B”调整为“2B2C 兼顾，双轮驱动发展”。保持传统 B 端优势渠道“晶花”粉末油脂、咖啡、“佳芝味”糖浆、“卡丽玛”椰浆及浓醇牛乳等产品竞争力、优质渠道资源的同时，试水 C 端销售渠道，推出“非常麦”燕麦奶、“金猫”咖啡等产品。

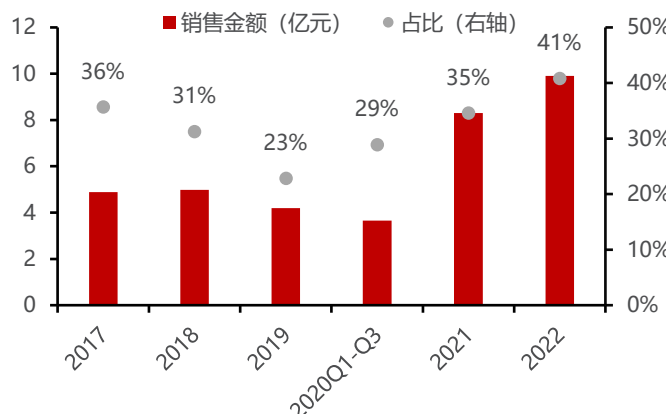
图13：直销为主，BC 兼顾



资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，民生证券研究院（注：上述食品加工/餐饮连锁/其他渠道占比为 23H1 数据）

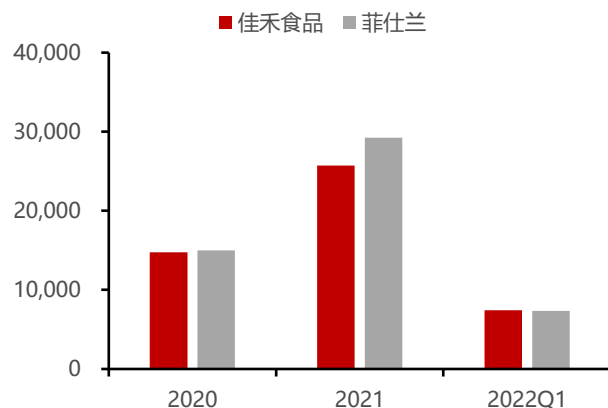
22 年前五大客户占比 41%，主要为连锁餐饮品牌。2022 年，公司前五大客户销售收入达 9.91 亿元，CR5 为 40.8%。公司与头部客户合作关系稳定，蜜雪冰城招股书显示，蜜雪冰城 2021 年采购佳禾植脂末产品共计 2.57 亿元，占公司整体营收的 10.7%。

图14：佳禾食品前五名客户销售额及占比



资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，民生证券研究院

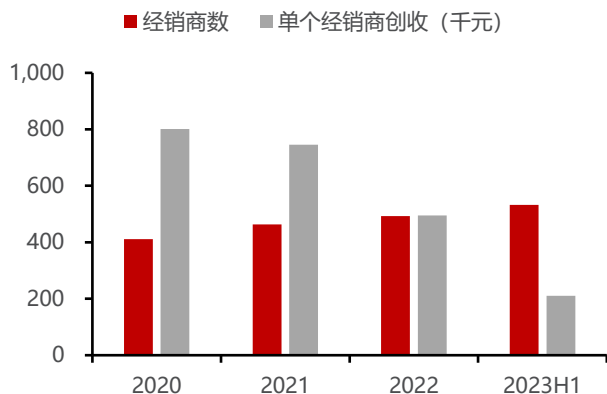
图15：蜜雪冰城前五大供应商中植脂末采购情况(万元)



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，民生证券研究院

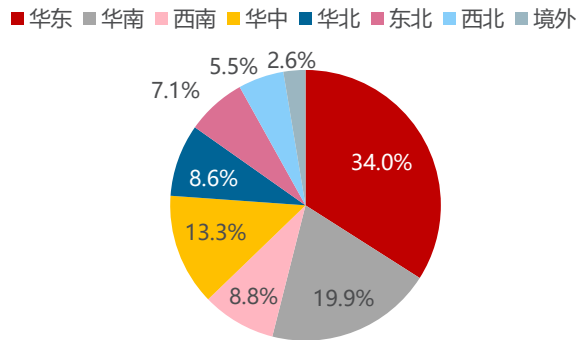
经销网络覆盖全国。公司现已建立较为完备的经销网络体系，截至 2023 年 H1，公司合作经销商数量达 510 家。公司经销商分布覆盖全国，其中 23H1 华东区域经销商数量达 181 家，2020-2023H1 年单个经销商创收有所下滑主要系公司持续扩大经销商队伍开拓下沉市场，加速三四线城市销售网络下沉。

图16：2020-2023H1 经销商数量及单个经销商创收



资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，民生证券研究院

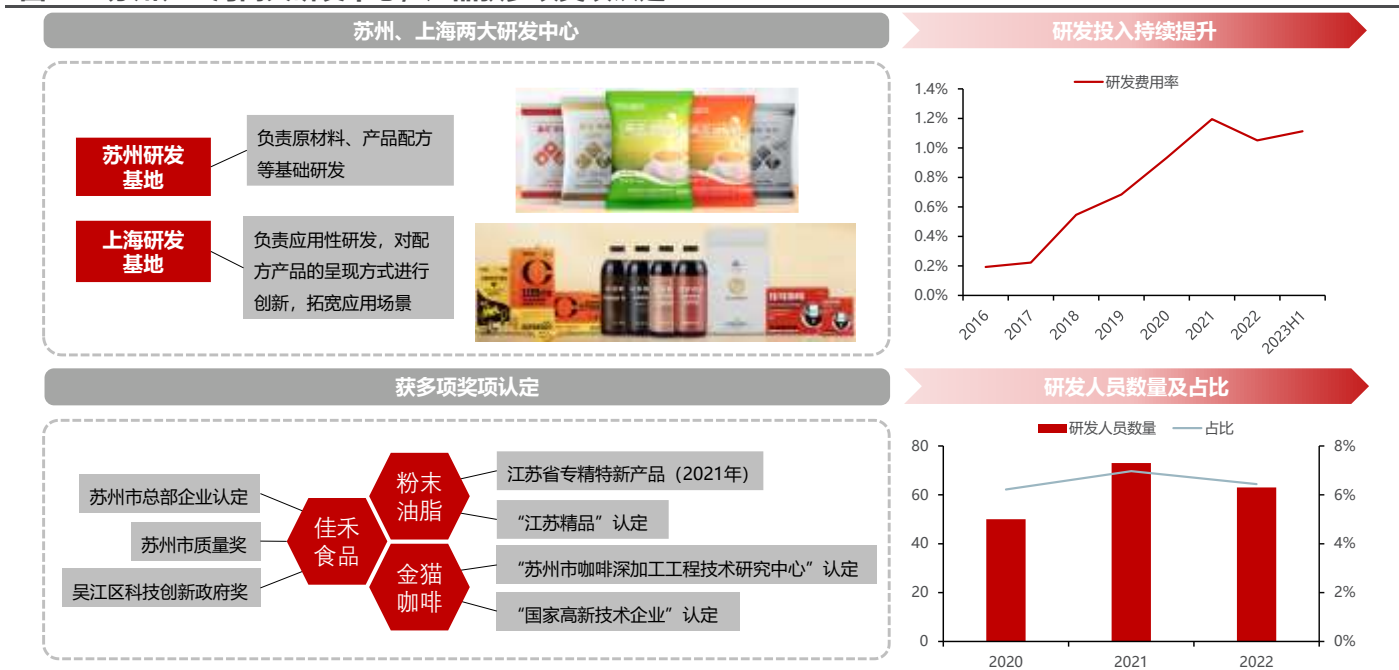
图17：23H1 经销商地区分布情况



资料来源：佳禾食品公司公告，民生证券研究院

专注产品研发，研发体系完备。研发体系上，公司设立苏州、上海两大研发中心，其中苏州研发基地负责原材料、产品配方等基础研究，上海研发基地负责应用性研发，对配方产品的呈现方式进行创新，拓宽应用场景。此外，公司持续专注于植脂末、咖啡等产品的工艺、技术研究，2021 年公司产品粉末油脂获批为江苏省专精特新产品及“江苏精品”认定，2022 年金猫咖啡获批建设“苏州市咖啡深加工工程技术研究中心”及“国家高新技术企业”认定。公司持续加大研发投入，2016-2023H1 研发费用率由 0.23%升至 1.11%。

图18：苏州、上海两大研发中心，产品获多项奖项认定



资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，公司官网，民生证券研究院

表1：公司主要研发成果

序号	专利名称	简述
1	油脂的包埋——微胶囊化技术	显著提升了植脂末产品的溶解性、流动性及复原乳液稳定性
2	高固形物料浆技术	减少生产配料用水，显著降低产品能耗成本
3	喷雾干燥粉体化技术	提升了热能利用效率，降低产品单位能耗
4	耐酸植脂末技术	使得产品的耐酸性能低至 pH3.0，扩大了产品使用范围
5	冷溶植脂末技术	该产品可应用于冷饮产品的调制，扩大了植脂末产品的应用领域
6	复合固体饮料技术	减少了干燥后的混料工序，有利于降低能耗及材料损耗
7	冷萃冰滴咖啡技术	能够最大限度的保持咖啡浓郁的香气、提升柔和的口感

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 植脂末: 为饮品增添美味, 下游现制茶饮驱动行业扩容

2.1 用于增香提味的粉末配料, 核心为口味配方及定制化生产能力

植脂末为粉末型食物配料, 广泛应用于食品饮料生产。植脂末是以葡萄糖浆、食用植物油、乳粉等为主要原料, 通过微胶囊化、喷雾干燥等技术工艺制成的粉末型食品配料。因其增醇增香的效果、相对动物油脂较低的成本和稳定的性能而广泛用于多种食品饮料生产中, 包括奶茶、咖啡、烘焙食品等。

图19: 植脂末各成分及功能

产品成分	组分	作用
脂肪	无	提供能量, 改善口感, 调节粘度
蛋白质	无	提供营养价值, 增强稳定性
糖	无	提供甜味与热量
乳化剂	蛋白质、酯类等	增强乳胶稳定性
稳定剂	胶体类等	提高蛋白质胶体溶解度, 调节浓度
缓冲剂	磷酸盐、柠檬酸盐	提高蛋白质胶体溶解度
调色调味品	奶油香精、白脱香精等	增香

资料来源: 华经情报网, 民生证券研究院

图20: 植脂末产业链上下游



资料来源: 佳禾食品招股说明书、公司公告, 民生证券研究院

植脂末分类多样以适用于不同场景。植脂末根据脂肪含量可分为高/中/低脂植, 制作饮料时普遍选用 20%~50%脂肪含量的植脂末。随着食品配方、生产工艺的持续创新改进, 冷溶型、耐酸型(多用于咖啡)等功能性植脂末逐步推出, 此外如中链脂肪酸甘油酯(MCT)等新型原料, 由于在人体内的吸收和代谢速度显著快于普通植物油脂制品, 因此主要应用于保健、医疗等领域。

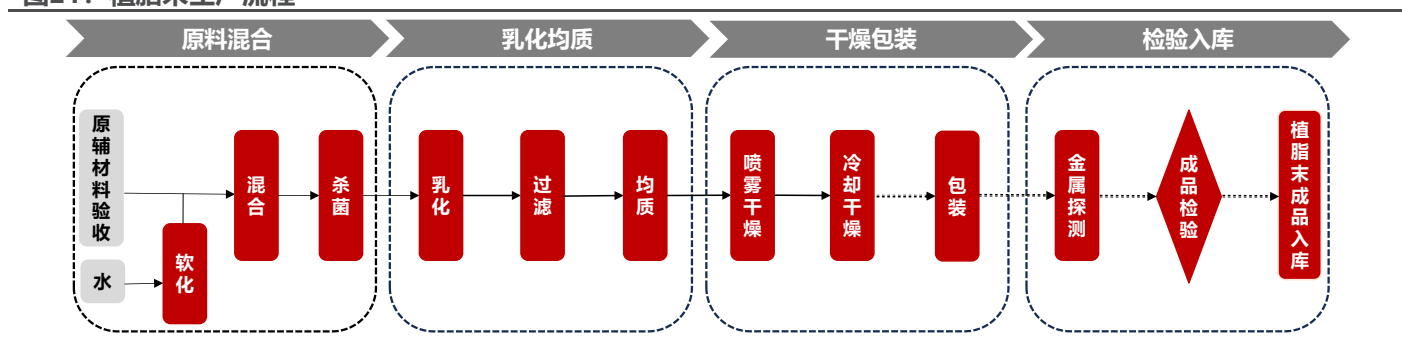
表2: 植脂末分类多样, 适用于不同场景

划分标准	类别名称	应用场景
脂肪含量	高脂植脂末	适用于蛋糕、奶油、饼干
	中脂植脂末	适用于速溶咖啡、冰淇淋粉、固体饮料
	低脂植脂末	适用于珍珠奶茶、麦芽、果粉
使用功能	冷溶型植脂末	以天然椰子油为原料, 加冰块环境中可快速溶解, 适用于冰式饮品
	耐酸性植脂末	酸性环境下稳定, 不会产生破乳 分层, 适用于酸性食品、酸性饮品
	发泡型植脂末	加入充气工艺, 可在速溶饮料表 面形成奶油状泡沫, 一般用于卡布奇诺、拿铁咖啡
	中链脂肪酸甘油酯 (MCT)	以中链甘油三酯为原料, 有提高 食物生热效应从而帮助提高新 陈代谢帮助减脂功能, 适用于术后食品补充剂、蛋白粉添加剂
营养健康	零反式脂肪酸植脂末	使用氢化植物油时反式脂肪酸含量小于等于 0.3g/100g
	含反式脂肪酸植脂末	使用氢化植物油时反式脂肪酸含量大于 0.3g/100g

资料来源: 食品商务网, 招股说明书, 民生证券研究院

生产流程标准化强，核心为口味配方及定制化生产能力。植脂末生产流程主要包括原料混合、乳化均质、干燥包装、检验入库四步，生产流程标准化强。由于生产步骤复杂度低，且我国植脂末生产技术已较为成熟，因此生产壁垒较低，产品间的差异和研发实力主要体现在口味。**在下游应用上**，对于食品加工客户，工业大单品对详细配比有明确需求，工厂多自主参与研发，同时产品迭代周期长、市场反馈需要时间；而对于茶饮客户，客户通常仅对口味提出需求，产品研发、配比等方面由供应商把握，需求端迭代速度快，考验供应商快速提供定制化解决方案的能力。

图21：植脂末生产流程

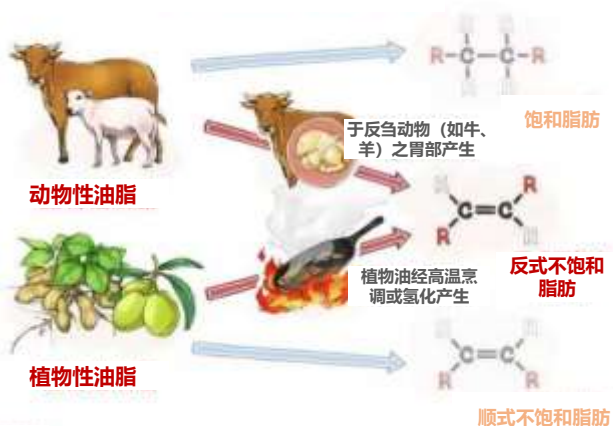


资料来源：佳禾食品招股说明书，民生证券研究院

植脂末生产可通过更换原材料实现“零反”。目前大多数消费者对于植脂末的担忧主要来自反式脂肪酸，其不当的摄入将会加速动脉硬化，容易导致心脑血管疾病。但植脂末的生产过程不会产生反式脂肪酸，是否含反式脂肪酸取决于所使用的植物油是否含有反式脂肪酸。反式脂肪酸主要来源于食品工业中常使用的氢化技术，该技术将成本较低的不饱和和液态植物油（大豆油等）加工成半固态或固体油脂以便于保存和运输，异构式反应将使氢化大豆油含有一定比例的反式脂肪酸。如果将植脂末中的油脂原料替换为完全氢化植物油（棕榈油）和非氢化植物油（椰子油），则可以大大降低反式脂肪酸的含量，进而提升安全性。

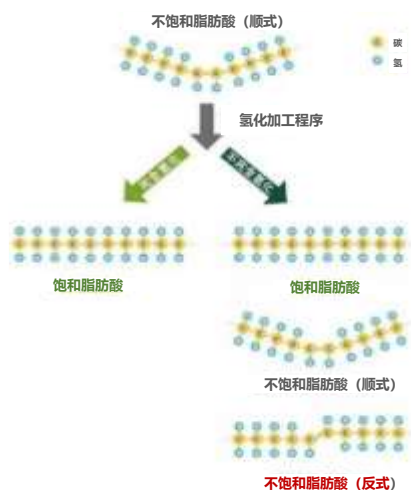
图22：反式脂肪酸产生过程

反式脂肪怎么来的



资料来源：Pansci 泛科学，民生证券研究院

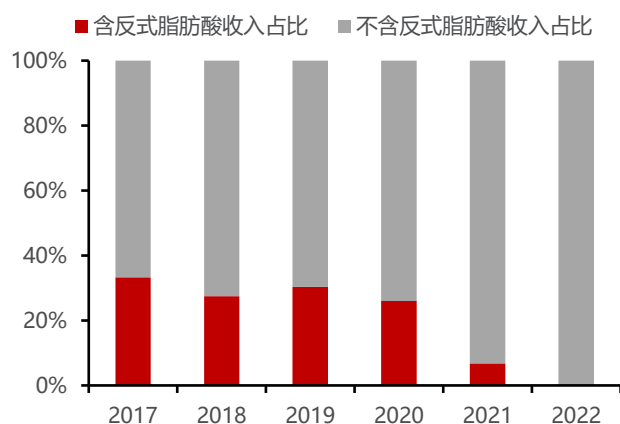
图23：不饱和植物油氢化过程产生反式脂肪酸



资料来源：良食脉动，民生证券研究院

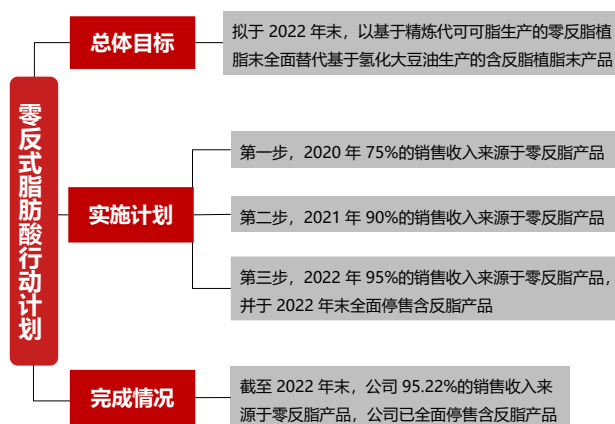
佳禾食品深耕行业多年，研发储备充足，2022 年已全面实现“零反”。公司深耕植脂末行业超 20 年，高度重视技术研发和产品创新，通过多年的技术积累，公司自主开发了零糖型植脂末、冷溶型植脂末、中碳链脂肪酸植脂末、耐酸型植脂末等多种产品，并掌握了乳化和微胶囊包埋等核心技术，相关产品和工艺已达到行业内领先水平。此外公司致力于零反植脂末产品的推广与应用，截至 2022 年末，公司 95.22%的销售收入来源于零反脂产品。目前公司已全面停售含反脂产品，“零反”三年计划如期完成。

图24：2022 年公司全面实现“零反”



资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，民生证券研究院

图25：零反式脂肪酸三年行动计划

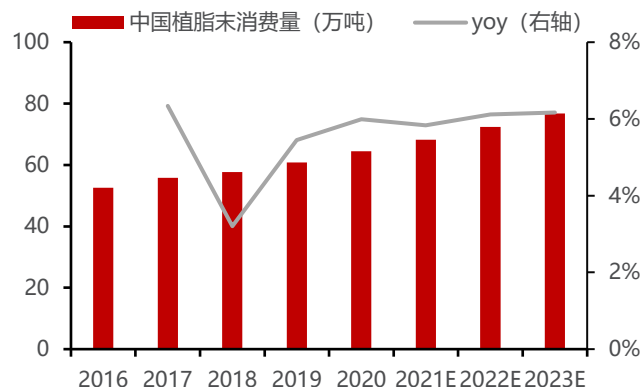


资料来源：佳禾食品公司公告，民生证券研究院

2.2 中低端奶茶常用配料，现制茶饮驱动植脂末持续扩容

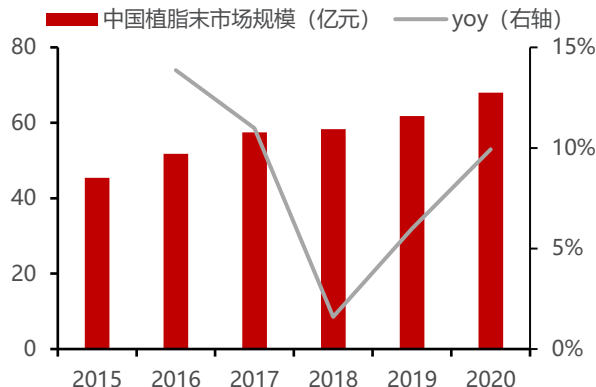
植脂末市场稳步扩容，2015-2020 年 CAGR=7%。2020 年我国植脂末消费量为 64.43 万吨，2015-2020 年 CAGR=4.17%，预计 2023 年植脂末消费量达 76.82 万吨；我国植脂末市场规模由 2015 年的 45.44 亿元增长至 2020 年的 67.97 亿元，期间复合增长率达 6.94%。国内植脂末出口至多个海外国家，2015-2019 年国内植脂末产品出口量从 12.02 万吨增长至 22.35 万吨，期间复合增长率达 16.8%。

图26：2016-2023 年我国植脂末消费量及增速



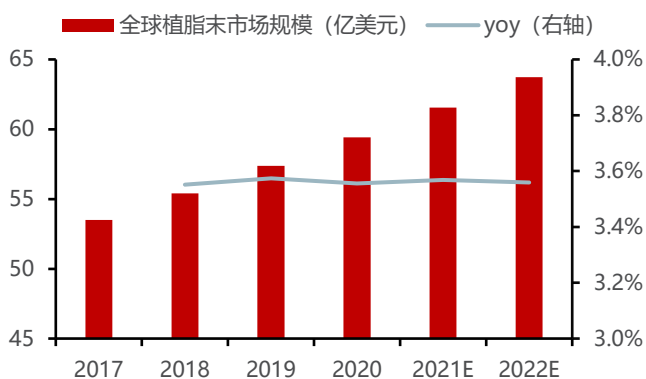
资料来源：中国食品报，民生证券研究院

图27：2015-2020 年我国植脂末市场规模及增速



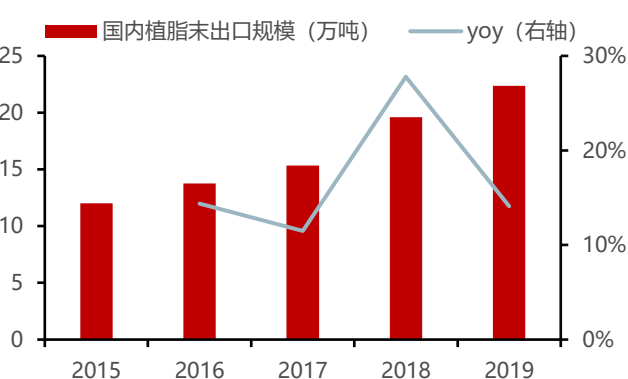
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图28：2017-2022 年全球植脂末市场规模及增速



资料来源：Statista，民生证券研究院

图29：2015-2019 年国内植脂末出口规模及增速



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

植脂末的下游应用经历了**固体茶饮-即饮茶-现制茶饮**三个阶段：

2011 年之前，植脂末主要应用于固体奶茶、即饮奶茶。21 世纪初期，联合利华旗下品牌立顿推出袋装即调奶茶，开创了奶茶产品工业化生产经营的先河。2005 年香飘飘推出固体杯装奶茶，开启固体冲泡奶茶大众化、工业化时代。固体奶茶凭借其价格低廉（定价在路边奶茶的一半左右）、即冲即饮的特点受到消费者欢迎，带动上游原料植脂末不断起势。在此之后，以阿萨姆为代表的便捷式液体奶茶饮料也开始占据部分市场份额。

中低端奶茶常用配料，现制茶饮成植脂末主要应用场景。2011 年前，现制茶饮多使用茶渣、茶叶、奶精等廉价原料制作，高毛利催生下现制茶饮行业逐步兴起。2011 年，台湾塑化剂事件曝光，奶茶原料的健康性愈发受消费者重视，同年一点点、贡茶分别推出加入真茶的泡鲜煮茶、奶盖茶，随后凭借选址+营销+加盟迅速扩张，现制茶饮行业逐步规范成熟。**在现制茶饮中，植脂末可以替代牛奶增香提味，并能够有效降低以低价策略经营的中低端奶茶的经营成本，保障利润空间。**此外，外卖及互联网平台的兴起使得现制茶饮不再受门店购买的限制，固体、即饮奶茶的便携性优势受到挑战，在现制茶饮多样化的口味、配料、温度选择下增速逐步放缓，

现制茶饮成植脂末主要应用场景。

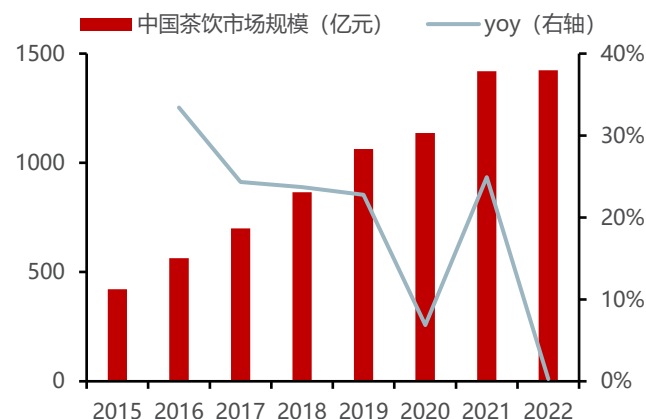
图30：植脂末下游应用变迁，现制茶饮高速发展



资料来源：佳禾食品、香飘飘、奈雪的茶招股说明书，红餐大数据，佳禾食品、香飘飘、奈雪的茶公司公告，民生证券研究院

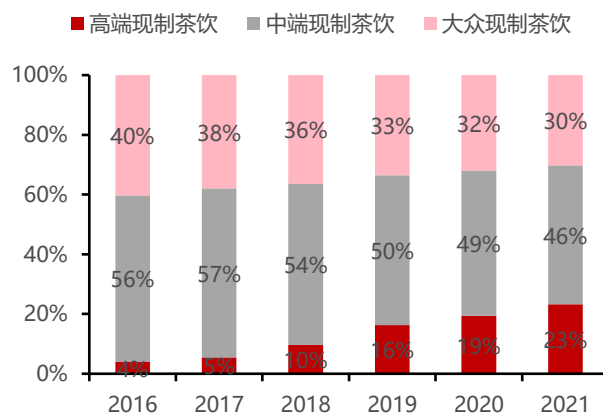
现制茶饮高速发展，中端及大众现制茶饮占比在 8 成左右。根据红餐大数据，2022 年我国现制茶饮市场规模为 1423 亿元，受外部环境扰动行业增速降至 0.3%，2015-2021 年 CAGR=22.4%，呈高速发展态势。在细分构成上，根据客单价可将现制茶饮分为高端（客单价大于 20 元，代表品牌为喜茶、奈雪等）、中端（客单价在 10-20 元，代表品牌为一点点、Coco 等）、大众（客单价小于等于 10 元，代表品牌为蜜雪冰城等），根据 Frost & Sullivan 数据，21 年中端及大众现制茶饮占比为 76%。

图31：2015-2022 年现制茶饮市场规模及增速



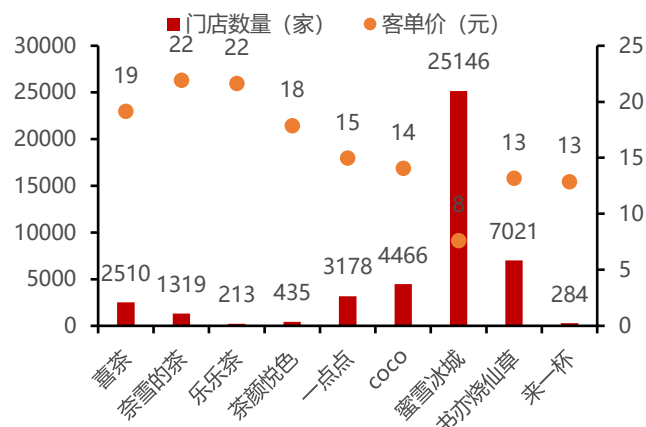
资料来源：红餐大数据，民生证券研究院

图32：2016-2021 年现制茶饮细分赛道构成



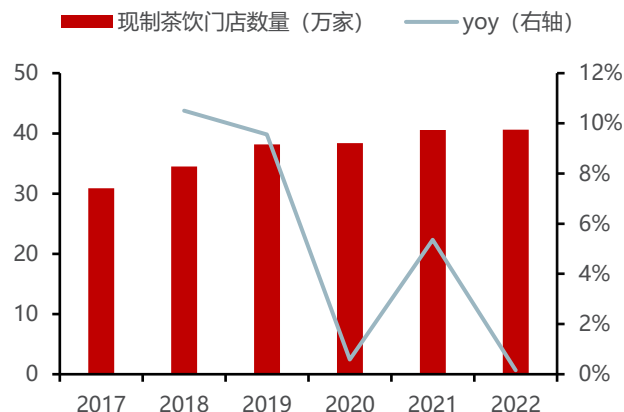
资料来源：奈雪的茶招股说明书，民生证券研究院

图33：各大茶饮品牌门店数及客单价



资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院（注：数据截至2023年9月13日）

图34：2017-2022 年现制茶饮门店数量及增速



资料来源：欧睿国际 PASSPORT 数据库，雀巢，民生证券研究院

有效压缩成本，保障低价策略下的毛利空间。一杯奶茶的成本主要由茶汤、植脂末/牛奶（根据需求另添加淡奶油调味）、糖浆、小料、包材等原材料，以及人工、水电租金等费用共同构成。根据佳禾的植脂末品牌——晶花的京东旗舰店给出的红糖波霸奶茶配方测算，使用植脂末的500ml奶茶单杯成本为2.5元，仅为使用牛奶成本的44%。以蜜雪冰城为例，售价7元的珍珠奶茶原材料在营收中的占比约为50%，需将单本原料成本压缩至3.5元/杯以内，植脂末的使用可以有效保障低价经营策略下的毛利空间。

图35：500ml 红糖波霸奶茶单杯成本测算



原料	用量	单价	成本(元/杯)
晶花植脂末	45g	22元/kg	1.0
雀巢全脂奶	375ml	11元/L	4.1
甘蔗糖浆	30g	10元/kg	0.3
阿萨姆红茶水	180ml	52元/kg	0.2
红糖珍珠	80g	10元/800g	1.0
单杯成本（不考虑包材、水电、人工、房租等）			
使用植脂末			2.5元/杯
使用牛奶			5.7元/杯

资料来源：晶花旗舰店，京东，民生证券研究院（注：植脂末、甘蔗糖浆、阿萨姆红茶单价均为晶花旗舰店产品价格，牛奶、红糖珍珠为京东售价，茶水比为1:40，奶茶比为1:3）

现制茶饮下沉空间广阔，中低端茶饮持续布局有望带动植脂末增长。根据中国连锁协会数据，2022年现制茶饮目标客群的渗透率超40%，其中一线城市目标客群渗透率为60%，二三线城市渗透率为50%，低线城市渗透率不足20%，现制茶饮仍具备下沉空间。在门店分布上，根据红餐网数据，2022年四线、五线城市奶茶门店占比分别为16%/11%，未来中低端茶饮持续布局有望带动植脂末进一步增长。

图36：下游茶饮品牌情况梳理

定位	品牌	成立时间	客单价（元）	经营模式	门店数量（家）	城市分布	开店计划
高端	喜茶	2012	19.2	直营+加盟 (22年11月放开加盟)	2510	一二线城市为主	/
	奈雪的茶	2015	21.9	直营+加盟 (23年7月放开加盟)	1319	一二线城市为主	23年新增600家
	乐乐茶	2016	21.6	直营+加盟 (23年4月放开加盟)	213	一二线城市为主	23年门店数达400家
中端	一点点	2010	15.0	直营+加盟	3178	一二线城市为主， 集中在江浙沪粤	/
	茶颜悦色	2015	17.9	直营+加盟	435	集中在长沙、武汉	/
	茶百道	2008	15.5	直营+加盟	7005	全国布局	/
	沪上阿姨	2013	14.7	直营+加盟	7125	全国布局，集中在 山东	23年计划新增3000家
	古茗	2010	15.5	直营+加盟	8295	二三线为主，集中 在浙闽粤	23年计划新增3000+门店， 门店总数突破10000家
	coco	1997	14.1	直营+加盟	4466	全国布局	/
	书亦烧仙草	2007	13.2	直营+加盟	7021	全国布局	/
大众	蜜雪冰城	1997	7.6	加盟为主	25146	全国布局，三四线 城市为主	2023年在全国范围内大力发 展“集装箱店型”，满足加 盟商在机场、高铁站、景区 、服务区、游乐场等的开店 需求，解决营业时间和场地 限制。
	来一杯	2007	12.9	直营+加盟	284	二线城市为主，集 中在山东	/

资料来源：窄门餐眼，连锁之窗，中国日报中文网，咖门 KamenClub，民生证券研究院（注：客单价、门店数量来自窄门餐眼，数据截至 2023 年 9 月 13 日）

2.3 佳禾规模优势及定制化服务能力突出,市占率有望进一步提升

植脂末生产趋于标准规模化，行业集中度较高，佳禾为行业龙头。由于粉末油脂行业具有产品品质要求不断提高、规模经济效应明显、技术研发水平越发重要等行业特征，同时兼具原材料价格波动等因素的影响，小型企业难以在短期内提升经营规模从而降低单位成本，同时其抵御风险的能力也较弱，在市场竞争中的生存空间将不断受到挤压，未来行业将进一步形成规模化、集约化的供应格局，市场份额逐步向规模型生产商集中。根据中国食品报的数据计算，**2018 年公司植脂末产品销售规模在国内市场的占有率为 14.33%，在出口市场的占有率为 26.85%。**

表3：行业内主要企业情况

地理位置	企业名称	企业概况	主营业务	资产情况	研发能力
境内企业	无锡超科	成立于 2003 年 4 月，注册资本 4185 万美元	植物脂肪粉	截至 2016 年末总资产为 6.14 亿元，净资产为 5.07 亿元	已取得经授权的 13 项专利权，包括 6 项发明专利和 7 项实用新型专利

	江苏皇室	成立于 2004 年 12 月, 注册资本 4980 万美元	咖啡、植脂末、麦片	截至 2023 上半年总资产为 1775.93 亿菲律宾比索, 净资产为 1182.17 亿菲律宾比索	拥有专利知识产权
	凯美瑞	成立于 2014 年 2 月, 注册资金 3442.80 万欧元	乳制品、消费食品	截至 2023 年上半年的总资产为 114.72 亿欧元, 净资产为 63.58 亿欧元	已取得经授权的 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 上海文辉	广东文辉成立于 2001 年 4 月, 注册资本 3000 万人民币, 上海文辉成立于 2009 年 2 月, 注册资本 18000 万人民币	植物脂肪粉	未公开披露其财务信息	广东文辉未拥有专利知识产权, 上海文辉取得 12 项经授权的实用新型专利权
	诸城东晓	成立于 2004 年 12 月, 注册资本 8000 万人民币	玉米淀粉、食用葡萄糖、麦芽糖浆、麦芽糖醇、植脂末等	未公开披露其财务信息	已取得经授权的 38 项专利权, 包括 5 项发明专利和 33 项实用新型专利
	江西恒顶	成立于 2006 年 2 月, 注册资本 10000 万人民币	大米和五谷粗粮深加工及植脂末等	未公开披露其财务信息	已取得经授权的 22 项专利权, 包括 2 项发明专利和 20 项实用新型专利
	江西维尔宝	成立于 2001 年 12 月, 注册资本 1280 万人民币	“维宝”牌植脂末系列	未公开披露其财务信息	维已取得经授权的 9 项专利权, 包括 1 项发明专利和 8 项实用新型专利。
	山东天久	成立于 2006 年 7 月, 注册资本 1200 万人民币	植脂末、麦芽糖、果糖、淀粉糖	未公开披露其财务信息	天美生物取得经授权的 10 项实用新型专利权, 天骄生物取得经授权的 7 项发明专利权和 8 项实用新型专利权。
	福建邦领	成立于 2001 年 8 月, 注册资本 1600 万人民币	咖啡专用、奶茶专用等各类植脂末产品	未公开披露其财务信息	未拥有专利知识产权
	雀巢公司	创立于 1867 年, 总部设在瑞士日内瓦, 在全球拥有超过 500 家工厂, 目前是世界上最大的食品制造商, 旗下的雀巢咖啡是全球最大的速溶咖啡以及咖啡伴侣生产商。 雀巢咖啡起源于 1930 年, 东莞雀巢有限公司是雀巢集团最早在中国大陆的咖啡生产基地, 成立于 1988 年 10 月, 注册资本为 53600 万人民币, 主营产品为咖啡、咖啡伴侣等。截至 2023 年上半年的总资产为 1316.00 亿欧元, 净资产为 368.23 亿欧元。			
	奇异鸟公司	创立于 1894 年, 是荷兰皇家菲仕兰公司旗下的一家生产植脂末的公司。皇家菲仕兰公司是 世界上最大的乳制品公司之一 , 总部设在荷兰。截至 2019 年末总资产为 90 亿欧元, 净资产为 34 亿欧元			
境外企业	超级集团	成立于 1987 年, 总部位于新加坡, 是东南亚最大的速溶咖啡、谷物及植脂末制造商之一。 超级集团业务分为品牌消费品和辅助食品配料, 在泰国、缅甸、马来西亚、中国、新加坡和菲律宾等主要市场开展业务。截至 2023 年第一季度的总资产为 15.47 亿新元, 净资产为 7.85 亿新元。			

资料来源: 佳禾食品招股说明书 (注: 研发能力截至 2021 年 4 月 19 日), 伦敦证券交易所, 英为财情报, 民生证券研究院

苏州、南通两大生产基地, 募投项目投产解决产能瓶颈。截至 2022 年末, 佳禾粉末油脂总产能 25.5 万吨/年, 其中由南通佳之味具体实施的“年产十二万吨植脂末生产基地建设项目”已于 2022 年 1 月正式投产, 该生产基地成为继苏州佳禾后的第二个粉末油脂 (植脂末) 生产基地。公司两大生产基地位于长三角核心地区 (苏州、南通), 公司主要的直销/经销客户多位于华东地区, 贴近植脂末下游领域

使公司在生产运输及服务上具备优势，同时较为发达完善的周边生产物料供应和运输物流基础有效提升公司供应效率。此外，为紧跟植脂乳化产品的市场需求，公司投资建设“年产十二万吨植脂乳化制品项目（含蛋白饮料、调制奶、植脂奶油、冰淇淋浆）”，分两期建设，一期项目产能目标 6 万吨/年，生产线已经完成无菌验证，具备投产运行能力；二期项目预计将于 2024 年建成投产。

图37：公司植脂末产能及产能利用率情况

指标	2017	2018	2019	2020Q1-3	2021	2022	2024E
植脂末	产能（吨）	156,000	135,000	136,400	103,050	195,000	255,000
	产量（吨）	122,879	38,231	148,918	93,186	171,643	143,632
	产能利用率	78.77%	28.32%	109.18%	90.43%	88.02%	56.33%
植脂乳化制品	产能（吨）	-				60,000	120,000

资料来源：佳禾食品招股说明书，公司公告，民生证券研究院

现制茶饮快速扩容，公司前五大客户中茶饮客户数量提升明显。下游奶茶行业在不断迭代，佳禾大客户由最初的香飘飘、统一等工业客户逐渐演变为餐饮业客户。在 2020 年 1-9 月中，佳禾前五大客户中知名奶茶连锁品牌占据四家。虽然产品形式在不断的更新换代，但其核心原料基本保持不变，佳禾作为上游供应商，需要不断增强柔性生产能力，在行业迭代中与头部品牌共同成长。

图38：前五大客户中餐饮客户数量提升

2020年1-9月前五大客户	对应品牌	类别	营收占比	2017年前五大客户	对应品牌	类别	营收占比
河南大咖食品有限公司	蜜雪冰城	餐饮	7.29%	统一企业投资有限公司	统一	工业	10.34%
浙江古茗科技有限公司	古茗奶茶	餐饮	5.94%	香飘飘食品股份有限公司	香飘飘	工业	8.15%
上海肇亿商贸有限公司	coco都可	餐饮	5.49%	L and Z Pte Ltd	缅甸奶茶三合一咖啡生产企业	外贸	7.07%
L and Z Pte Ltd	缅甸奶茶三合一咖啡生产企业	外贸	5.31%	上海肇亿商贸有限公司	coco都可	餐饮	5.60%
上海臻黔贸易商行	沪上阿姨	餐饮	4.88%	PT.TORABIKA EKA SEMESTA	可比可KOPIKO	外贸	4.54%
合计			28.91%	合计			35.70%

资料来源：佳禾食品招股说明书，民生证券研究院

柔性生产保障供给，定制化一站式服务增强客户黏性。从需求端来看，下游现制茶饮口味迭代迅速，公司需针对新产品新口味定制化生产对应的植脂末产品，为保障对下游客户需求的快速响应，公司在关键工艺和产品间的快速换型上执行标准化作业，实现不同品种产品生产的快速切换。**从供给端来看**，公司业务覆盖粉末油脂、咖啡、植物基及创新食品业务，满足客户一站式采购需求。针对大型客户，公司研发团队采取一对一专员对接，加强研发层面互动交流，结合客户产品定位和生产需求提供贯穿产品策划、配方设计、工艺研发、标准生产、冷链供应全流程的一体化服务，提升大客户粘性；针对中小型客户，公司依托标准化产品矩阵为中小

客户提供个性化的咨询服务。截至 23H1，公司为千余家客户提供粉末油脂、咖啡等产品，与公司稳定合作的饮品品牌数量近两百个。

图39：佳禾植脂末主要产品梳理

产品	规格	售价	单价 (元/kg)
晶花植脂末T90 (大包装商用粉)	1kg/袋	475元/20kg	23.75
晶花植脂末T50 (大包装商用粉)	1kg/袋	450元/20kg	22.5
晶花植脂末C800 (大包装商用粉)	1kg/袋	525元/20kg	26.25
晶花奶末（清香型）	5kg/袋	99元/袋	19.8
晶花红晶花植脂末	1kg/袋	22.5元/袋	22.5
晶花银晶花植脂末	1kg/袋	23.8元/袋	23.8
晶花金晶花植脂末	1kg/袋	27.5元/袋	27.5

资料来源：晶花京东旗舰店，民生证券研究院

图40：实现奶茶冲饮原料一站购



资料来源：晶花京东旗舰店，民生证券研究院

佳禾市占率有望提升，经测算 25 年预计达 25%+。22 年受疫情影响，茶饮门店终端消费受损，在消费场景恢复及下游茶饮需求持续旺盛下，我们预计 2023-2025 年中低端茶饮(单杯售价低于 20 元)市场规模增速分别为 25%/20%/15%；考虑到果汁、果茶等不使用植脂末的茶饮消费热度较高会对茶饮市场的产品结构产生影响，预计植脂末在中低端茶饮的渗透率分别为 7%/6%/6%。假设佳禾植脂末出口营收占比稳定在 15%，经测算佳禾植脂末业务 2023-2025 年在国内市场的占有率分别为 23%/24%/26%。

图41：植脂末市场规模及佳禾市占率测算

单位：亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
植脂末市场规模	68.0	78.1	71.3	82.8	93.3	102.0
yoy	9.9%	15.0%	-8.7%	16.1%	12.6%	9.3%
中低端茶饮市场规模（单杯售价低于20元）	915.6	1089.2	1019.5	1274.4	1529.2	1758.6
yoy		19.0%	-6.4%	25.0%	20.0%	15.0%
渗透率：植脂末/中低端现制茶饮	7%	7%	7%	7%	6%	6%
佳禾植脂末营收	14.8	18.6	17.5	22.3	26.9	31.5
yoy	-1.1%	25.5%	-5.8%	27.5%	20.4%	17.3%
佳禾植脂末营收--出口	2.4	3.3	2.5			
yoy		36.4%	-23.1%			
佳禾植脂末出口业务营收占比	16%	18%	14%	15%	15%	15%
佳禾植脂末营收--国内销售	12.4	15.3	15.0	19.0	22.8	26.8
yoy		23.3%	-2.0%	26.6%	20.4%	17.3%
市占率	18%	20%	21%	23%	24%	26%

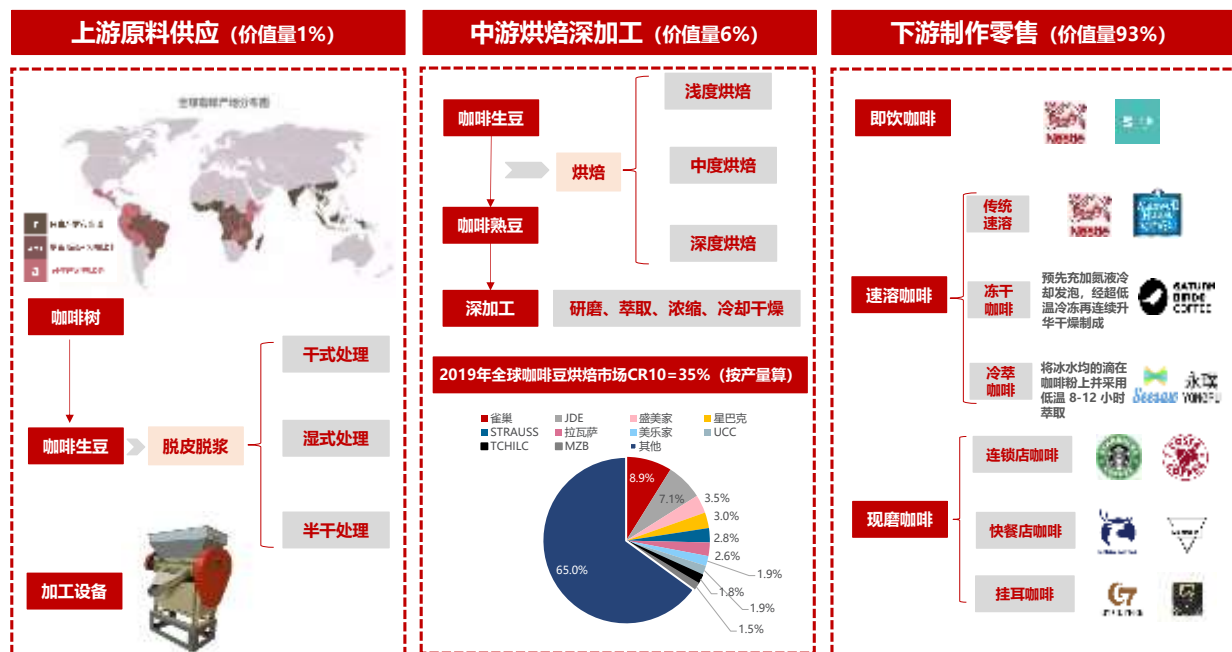
资料来源：佳禾食品公司公告，红餐大数据，灼识咨询，国际货币基金组织，中国食品报，华经产业研究院，民生证券研究院测算

3 咖啡：高景气、高复购、低渗透，佳禾挖掘成长新动能

3.1 现磨咖啡快速发展，中国咖啡市场扩容

咖啡行业产业链可以划分为上游原料供应、中游烘焙深加工和下游流通销售三个环节。上游原料生产地相对集中在巴西、越南、哥伦比亚和印度尼西亚地区，国内产区以云南为主；中游链条主要由烘焙企业和咖啡熟豆深加工企业构成，咖啡加工行业烘焙、磨制壁垒较低，行业内存在较多中小烘焙作坊，整体咖啡豆烘焙市场竞争分散，2019 年全球咖啡豆烘焙市占率 CR10 仅占 35%；咖啡下游制作零售环节是产业链主要价值来源。

图42：佳禾处于咖啡产业链中游



资料来源：艾瑞咨询，《coffee barometer 2020》，华经产业研究院，雅趣，民生证券研究院（注：价值量数据为2021年）

中国头部连锁品牌产能自建自给，小微跨界厂商开拓全新发展空间。目前，中国中游工厂主要分布在上海、广州等地。头部品牌选择向中游延伸，期望通过自建实现B端业务拓展与品牌资产沉淀。针对其他小微以及跨界厂商，中游的新模式、新应用、新形态为其提供了全新的解决方案：通过小体量品牌烘焙痛点切入赛道，设计与整合策划能力的叠加进一步拓展咖啡消费场景以及其优质文化载体的媒介功能。

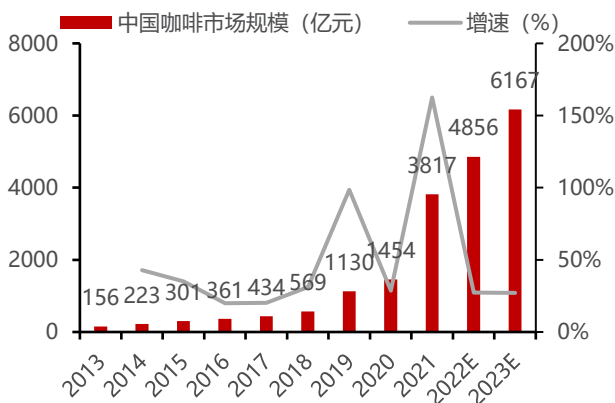
图43：产业链中游特点趋势

中游加工工厂top8					
1	顺大	2	立字	3	金猫
4	开展	5	喜神	6	捷荣
7	金米兰	8	阿露玛		
序号	企业名称	成立时间	主营业务	产能	下游客户
1	顺大食品	1995	提供包含香精香料、特殊配料、调味料、咖啡与茶等多元化产品	-	瑞幸、Times口
2	立字食品	2000	主营茶叶、咖啡、大麦、食品及其饮料	-	瑞幸
3	金猫咖啡	2019	咖啡豆烘焙、热冷萃、冻干、速溶	速溶咖啡粉产能7200吨、冷萃产能6000吨、咖啡豆产能20000吨、冻干咖啡产能70吨+，另有定增咖啡扩产建设项目在建	瑞幸、Mstand、连咖啡等
4	开展	2007	恋奶精球、恋调味糖浆、瑰珀咖啡、宝咖丽糖浆、常春奶油、饮料浓缩汁、各式茶款等	-	-
5	喜神食品	2017	国内知名咖啡豆烘焙厂之一，主营咖啡豆烘焙及后加工	-	库迪、茶享序
6	捷荣	1932	新加坡上市，稳占香港80%以上市场份额，2008年奥运会和2010年亚运会指定咖啡和奶茶供应商，捷荣(中国)主要负责中国大陆市场	-	-
7	金米兰	1995	专门为豪华酒店提供咖啡服务	生豆加工年产能7000吨	亚洲大酒店等
8	阿露玛	2006	可及焙烤咖啡产品的生产及销售	-	-
下游头部品牌布局烘焙，中游现有厂商积极创新加工模式					
品牌	头部连锁		小微精品		跨界厂商
趋势	品牌自建：部分头部咖啡连锁品牌正在加大对中游投资，自建工厂		模式创新：共享工厂场地的新模式，提供场地，收取场地费用作为收入		形态创新：冻干及咖啡液的新形态在B端的应用
中游案例	星巴克在昆山投资约11亿元建设绿色咖啡烘焙工厂 瑞幸第二家烘焙工厂已在2022年Q2完成投资协议，计划投资1.2亿美元		咖啡烘焙六厂：提供小体量咖啡豆代加工，同时允许咖啡馆烘焙师加工，只收取场地费，已吸引上海上百家中小咖啡馆前往烘焙		乐饮创新：其冻干及咖啡液产品，除了供应C端零售渠道，还会供给给将咖啡作为补充产品的配餐、奶茶店、烘焙店等交叉销售场景
优势分析	稳定供应 品质保障 品牌B端 烘焙业务拓展 品牌自身 资产沉淀		咖啡风味 定制化个性化 客户在B端 烘焙业务拓展		助力客户降 低进入门槛 助力客户 资本增效 行业多元 场景发展

资料来源：FoodTalks，红桥国际咖啡港《2023 中国城市咖啡发展报告》，佳禾食品公司公告，佳禾食品招股说明书，民生证券研究院（注：下游客户指合作过的客户，不代表当前仍然在合作）

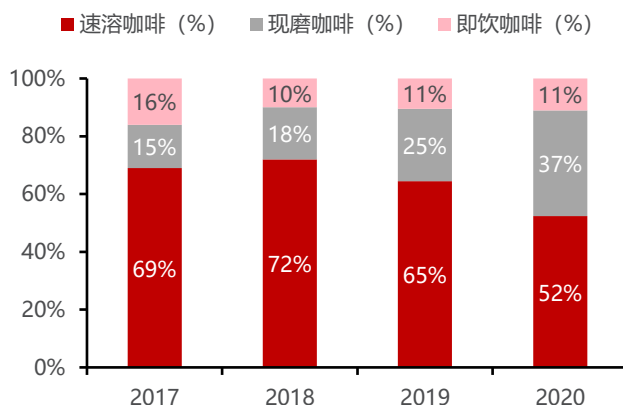
中国咖啡市场快速扩容，现磨咖啡占比提升。2013 年中国咖啡市场规模仅有 156 亿元，2021 年已突破 3000 亿，据嘉世咨询预测 2023 年将达到 6167 亿元，21-23 年 CAGR=43%。在细分占比上，我国咖啡市场目前仍然以速溶咖啡为主导，但随着现磨和即饮咖啡的快速发展，其市场份额逐年下降，速溶咖啡占比由 2017 年的 69% 下降至 2020 年的 52.4%；随着经济发展以及消费端的转型升级，现磨咖啡近年来发展尤为迅速，2020 年市场份额占比达 37%。

图44：中国咖啡市场规模发展迅速



资料来源：嘉世咨询，民生证券研究院

图45：中国咖啡市场份额占比

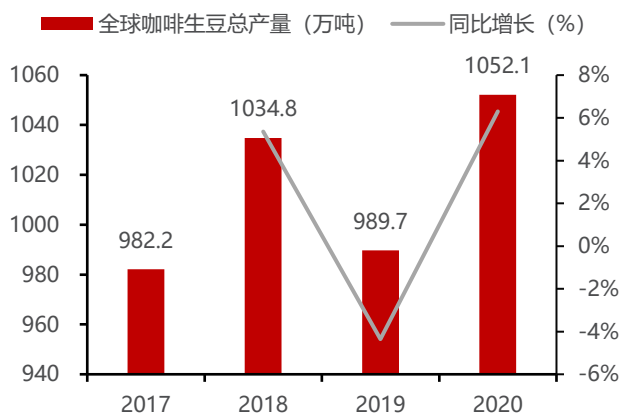


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

3.2 国产咖啡连锁品牌崛起，下沉市场渗透空间广阔

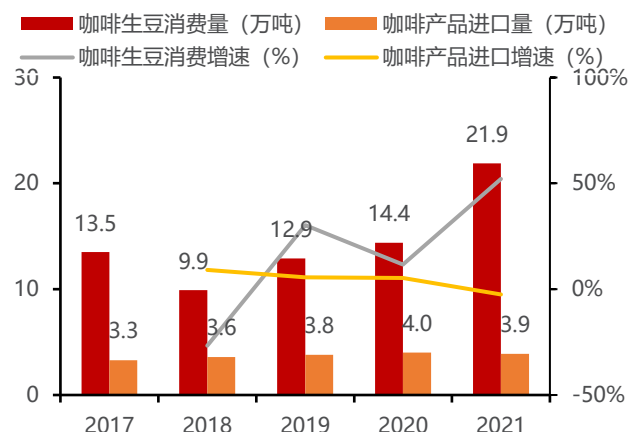
我国咖啡生豆消费量持续上升，咖啡市场快速扩张。2020 年，全球咖啡生豆总产量为 175347 千袋，相较 2019 年增长 6.3%。受气候、地质、海拔等因素影响，世界主要咖啡种植区多集中在南北回归线之间，其中南美洲咖啡豆产量最高，约占全球总产量的 50%左右。根据国际咖啡组织的统计数据，2020 年，全球咖啡生豆产量超过 100 万袋的国家共计 14 个，其中排名前五的国家咖啡生豆总产量约占全球总产量的 95%以上。2020 年，全球咖啡生豆出口总量为 11649 万袋，约占全球总产量的 66.4%。**我国咖啡生豆的消费量逐年增加。**2021 年咖啡生豆消费量增速高达 52.1%，我国咖啡市场处于快速扩张时期。

图46：2017-2022 年全球咖啡豆产量及增速



资料来源：国家统计局，艾瑞咨询，民生证券研究院

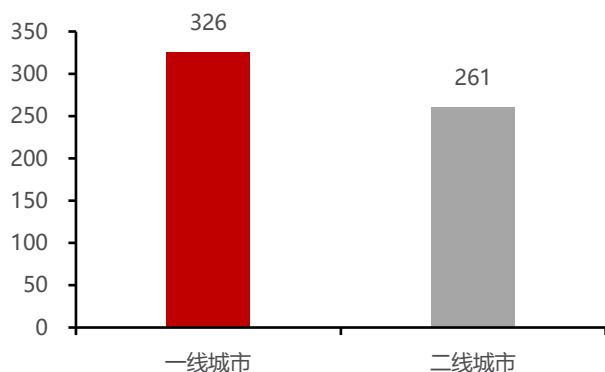
图47：中国咖啡生豆消费量及进口咖啡产品消费量



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

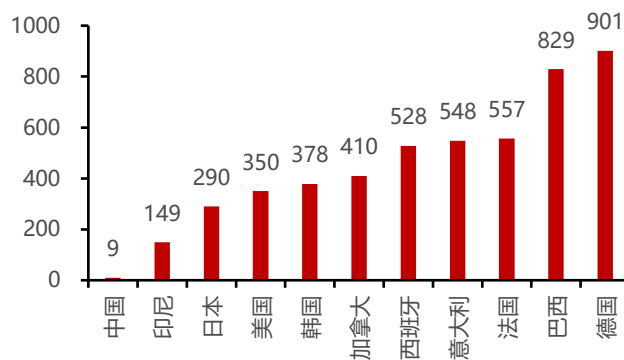
中国人均咖啡消费量较低，低线城市渗透空间广阔。2022 年，中国高线城市咖啡人均消费中一线城市人均消费达到 326 杯/年，二线城市达到 261 杯/年，而中国人均咖啡消费仅为 9 杯/年，高线城市咖啡消费量远高于我国平均水平。相较欧美、日韩等主要咖啡消费国，中国仍存在较大渗透空间。

图48：2022 年中国高线市场人均咖啡消费量（杯/年）



资料来源：安永《海南咖啡行业白皮书》，民生证券研究院

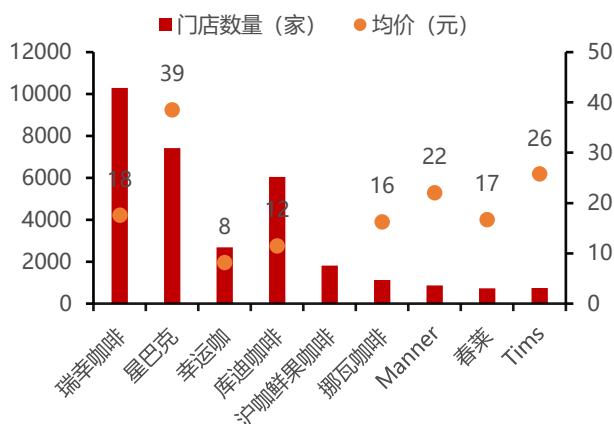
图49：2022 年全球人均咖啡消费（杯/年）



资料来源：安永《海南咖啡行业白皮书》，民生证券研究院

国内咖啡发展呈现“茶饮化”，口味普适度高易于拓展下沉市场。根据欧睿咨询数据，2022 年中国现制咖啡总零售规模为 640 亿元，2017-2022 年 CAGR=16.3%。目前国内咖啡品牌发展呈现“茶饮化”，区别于星巴克、Tims 等大厂模式下的咖啡品牌，本土品牌如瑞幸、NOWWA、库迪、幸运咖等推出生椰拿铁、生酪拿铁、厚乳拿铁等“茶饮化”咖啡，降低咖啡苦涩度，较一般标品咖啡普适度更高，降低咖啡饮用门槛，其中瑞幸 2021 年 4 月推出现的生椰拿铁上新 2 周年销量突破 3 亿杯、椰云拿铁上新一周销量突破 495 万杯、生酪拿铁上线首周突破 659 万杯。更易饮的“茶饮化”咖啡产品有助于拓展下沉市场，拉近与消费者的距离，根据欧睿咨询预测，2027 年现制咖啡市场规模有望突破 1900 亿元，23-27 年 CAGR= 23.5%。门店方面，截至 2022 年底，全国共有约 13.8 万家现制咖啡门店，其中连锁门店占 32%，连锁门店 17-22CAGR=31.2%。

图50：部分咖啡品牌门店数量及客单价



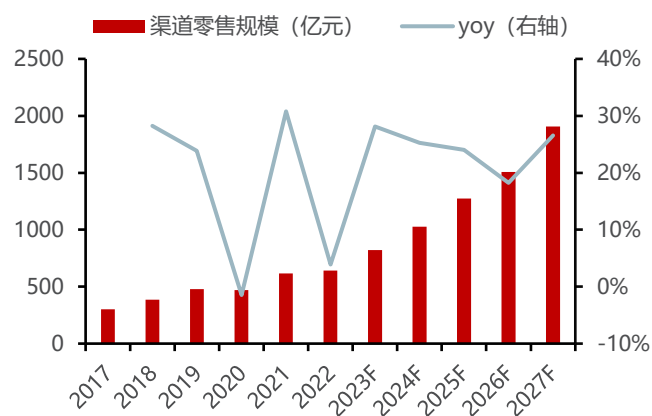
资料来源：窄门餐眼（截至 2023 年 9 月 13 日），民生证券研究院

图51：瑞幸“茶饮化”咖啡频出爆品



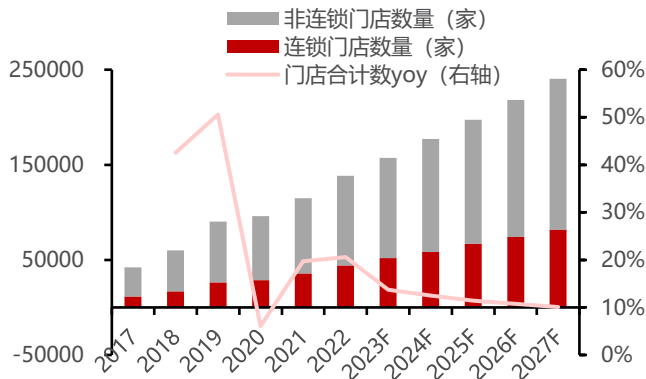
资料来源：瑞幸公众号，民生证券研究院

图52：中国现制咖啡渠道零售规模及增速



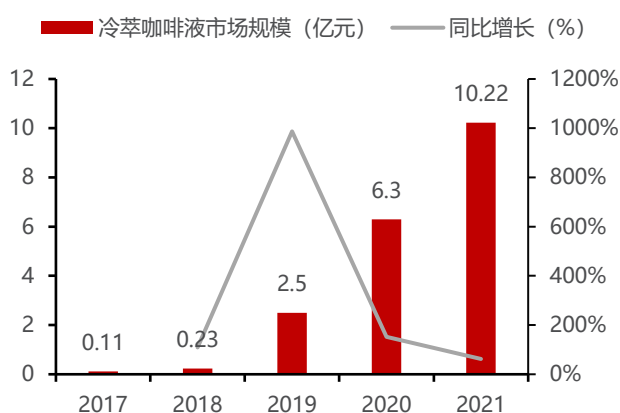
资料来源：欧睿咨询，民生证券研究院

图53：中国现制咖啡门店数量及增速

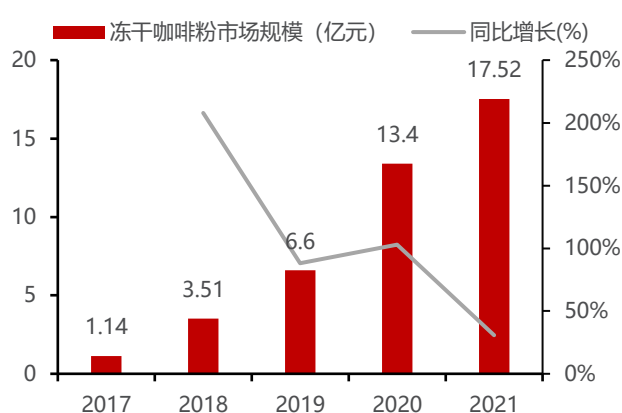


资料来源：欧睿咨询，民生证券研究院

冷萃、冻干咖啡等预包装咖啡快速兴起。1) **冷萃咖啡**：酸涩度低，咖啡口味更醇厚，节省咖啡门店精品咖啡制作工序，2021 年冷萃咖啡市场规模突破 10 亿元，同比增长 62.2%，17-21 年 CAGR=210.5%。2) **冻干咖啡**：有别于普通速溶咖啡的高温干燥造粒方式，冻干咖啡利用低温干燥工艺可以较好地保留咖啡原有风味，同时溶解性更好（可用冷水冲泡），近年来已成为备受市场追捧的新型速溶咖啡品种。随着国民咖啡饮用习惯逐步培养，中国速溶咖啡市场逐步扩大，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，期间 CAGR 达 98%。

图54：2017-2021 年我国冷萃咖啡液市场规模（亿元）


资料来源：观研天下，民生证券研究院

图55：2017-2021 年中国冻干咖啡粉市场规模（亿元）


资料来源：观研天下，民生证券研究院

3.3 佳禾先发布局咖啡业务，构建全产品链生态体系

2015 年布局咖啡业务，实现全产品链生产。公司紧跟咖啡市场需求，把握市场流行趋势，2015 年起布局咖啡业务，目前公司已实现咖啡全产品链布局，全面开拓了包括精品咖啡豆、研磨咖啡粉、咖啡浓缩液、速溶咖啡粉、冷萃咖啡液及三合一咖啡饮料等全系列咖啡产品。生产技术方面，公司 2015 年引进德国全套设备；2019 年单独设立金猫工厂进行生产和研发，引进德国先进设备 GEA 八角萃取柱，并采用公司自研的国内首创冷萃冰滴咖啡技术实现冷萃咖啡液的量产。由于冷萃咖啡生产周期较长（8-12 小时），国内目前除了几家头部连锁品牌能够实现冷萃咖啡液的自给自足外，其余茶饮店均无法实现。

图56：咖啡制作流程及佳禾主要咖啡产品梳理



资料来源：佳禾食品招股说明书，金猫天猫旗舰店，民生证券研究院

图57：PROBAT 烘焙机年烘焙产能达 2 万吨



资料来源：金猫咖啡公众号，民生证券研究院

图58：GEA 八角萃取柱年产 7.2 万吨速溶咖啡

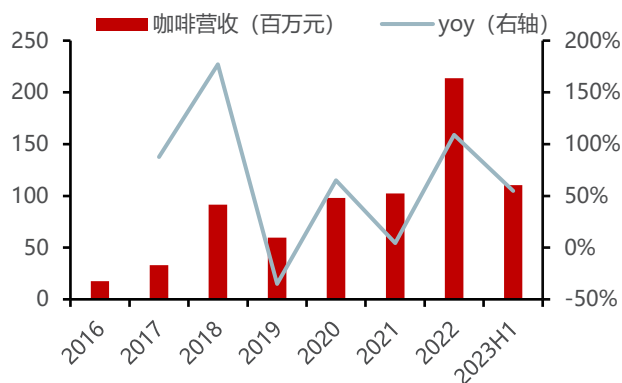


资料来源：金猫咖啡公众号，民生证券研究院

咖啡业务迅速起量，产能利用率提升下盈利能力持续改善。佳禾目前咖啡类产品主要包括速溶咖啡粉、冻干咖啡粉、浓缩咖啡液以及精品咖啡豆等。2016-2019 年咖啡营收 CAGR 达 150%，其中 2019 年咖啡营收占比下滑（2019 年占比 3.46%，同比-2.31pcts）主要系为进一步提升咖啡业务运营效率和提高咖啡品牌认知度，公司将咖啡业务转移至子公司金猫咖啡进行独立运作，受咖啡生产及出口相关许可证照切换及变更影响，咖啡类产品的产销量整体有所下降。疫情后公司咖啡迅速迎来恢复性增长，22 年实现收入 2.14 亿元，同比增长 109%。毛利率方面，伴随公司持续扩大销售规模有效利用产能，咖啡毛利率逐步提升；未来咖啡产

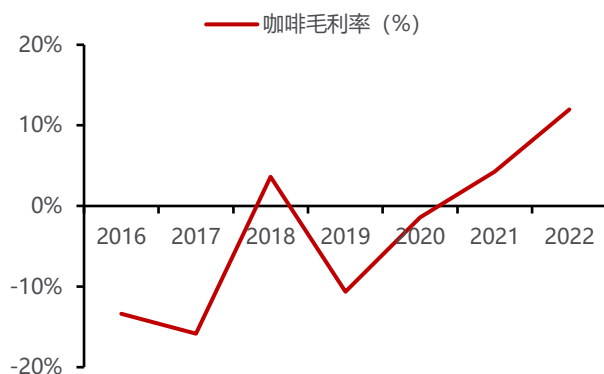
产能利用率提高下，毛利端有望进一步优化。

图59：2019-2023H1 佳禾咖啡业务营收及增速



资料来源：佳禾食品公司公告，民生证券研究院

图60：2016-2022 年咖啡业务毛利率



资料来源：佳禾食品公司公告，民生证券研究院

定增扩建精品咖啡产能。现磨咖啡门店快速扩张、精品预包装咖啡兴起下，公司23年5月定增募集资金7.5亿元，其中6.2亿元用于咖啡扩产建设项目，扩展精品咖啡产能。项目建成后将形成年产16,000吨焙烤咖啡豆、3,000吨研磨咖啡粉、8,000吨冷热萃咖啡液、10,000吨RTD即饮咖啡和610吨冻干及混合风味咖啡的生产能力，项目建设周期为24个月。

图61：公司咖啡产能梳理

指标	2017	2018	2019	2020Q1-3	2021	2022	募投项目全部达产
速溶咖啡粉							
产能 (吨)	7,200	7,200	7,200	5,400	7,200	7,200	7,200
产量 (吨)	851.76	2,259.19	1,101.78	485.33	-	-	-
产能利用率	11.83%	31.38%	15.30%	8.99%	-	-	-
冷萃热萃咖啡							
冻干咖啡					6,000	6,000	14,000
冻干咖啡					70	-	610
烘焙咖啡豆					20,000	20,000	36,000
研磨咖啡粉							3,000
RTD即饮咖啡							10,000

资料来源：佳禾食品招股说明书、公司公告，民生证券研究院

4 植物基：燕麦奶空间广阔，佳禾打造第三增长曲线

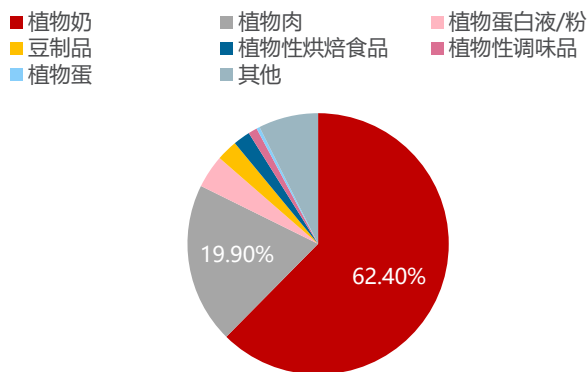
植物基指以植物为基础原料，用植物光合作用形成的植物蛋白代替动物蛋白，制造新型的食品饮料产品。现阶段植物基主要应用于植物肉、植物奶等领域。根据美国好食品研究所（Good Food Institute）数据，2020 年全球植物基产品细分销售份额中，植物奶和植物肉占比分别为 62%/20%，为占比最高的两个品类。根据中商产业研究院数据，2022 年全球植物基市场规模为 295 亿美元，18-22 年 CAGR=15.75%，预计 2024 年将达到 355 亿美元。

图62：植物基行业产业链梳理



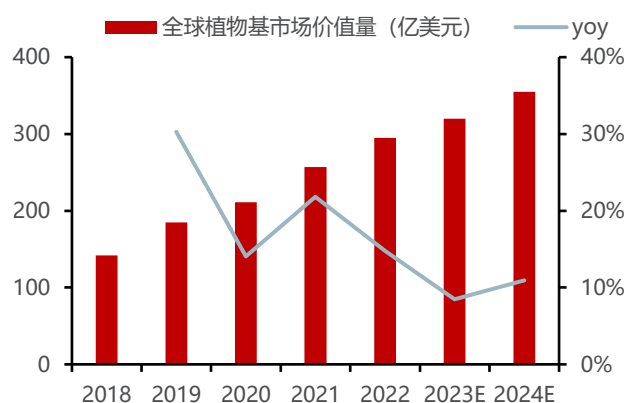
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图63：2020 年全球植物基产品细分销售份额



资料来源：Good Food Institute；星图，民生证券研究院

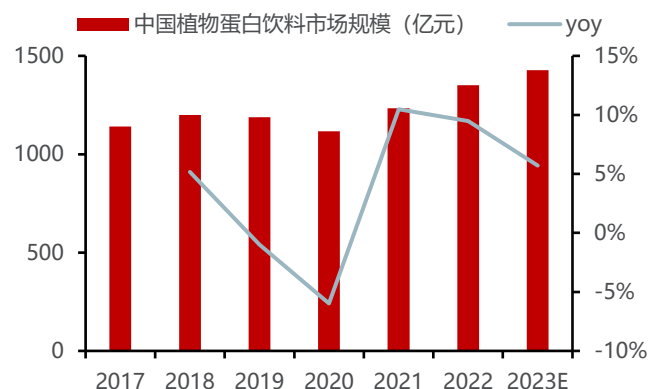
图64：2018-2024 年全球植物基市场价值量



资料来源：Reasearch and Markets；中商产业研究院，民生证券研究院

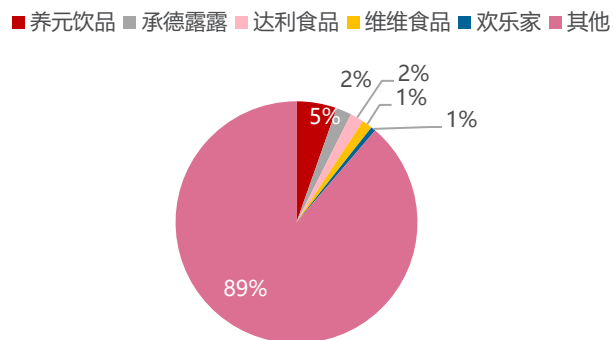
中国植物蛋白饮品稳步扩容，低碳理念、乳糖不耐受拉动植物基需求。2022年中国植物蛋白饮料市场规模为1351亿元，17-22年CAGR=2.86%。竞争格局来看，我国植物蛋白饮品目前格局较为分散，2021年CR5仅为11.32%。细分品类来看，目前植物蛋白饮品中占比最大的两个品类分别为豆乳（22年销售额占比28%）、椰汁（25%），燕麦奶仅占2%。

图65：2017-2023 年中国植物蛋白饮料市场规模



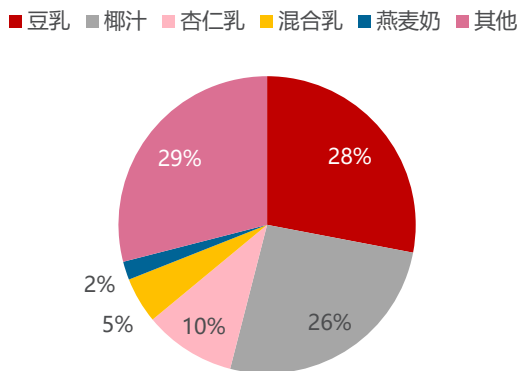
资料来源：Reasearch and Markets；中商产业研究院，民生证券研究院

图66：2021 年中国植物蛋白饮料行业竞争格局



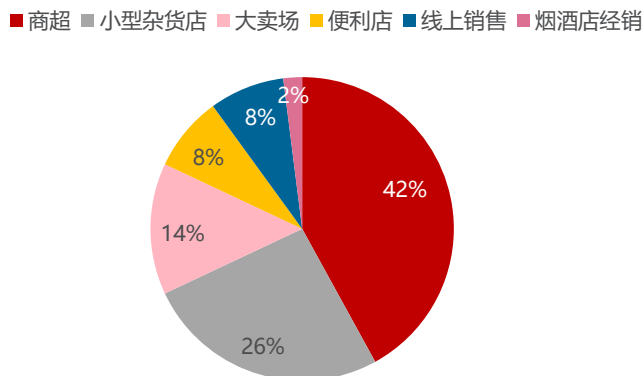
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

图67：2022 年中国植物蛋白饮料细分市场占比



资料来源：中商情报网，民生证券研究院

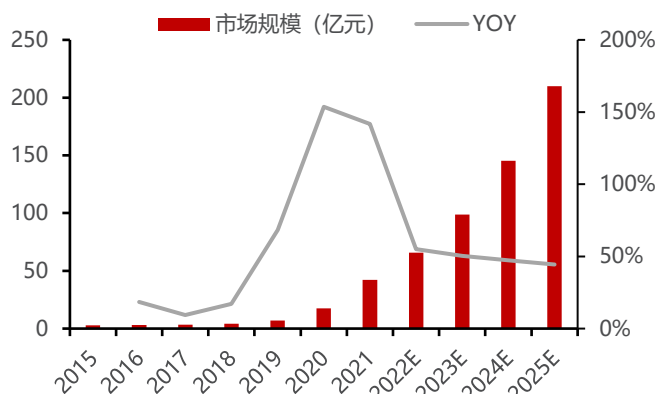
图68：2022 年中国植物蛋白饮料销售渠道占比



资料来源：中商情报网，民生证券研究院

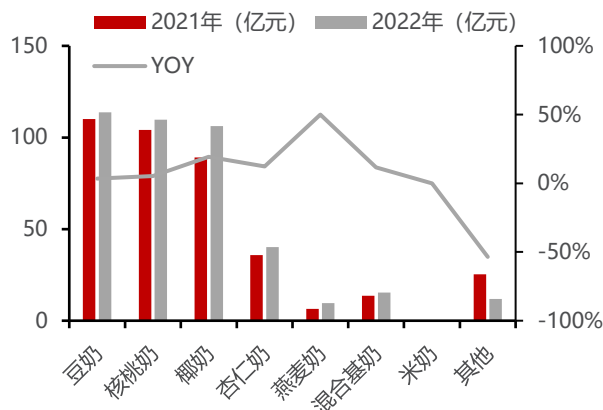
燕麦奶增速领跑行业，“燕麦拿铁”火热带动原料需求增长。从应用场景来看，燕麦奶可以满足乳糖不耐受人群的饮用需求，此外其主要应用场景为“奶咖”制作。“燕麦拿铁”等以燕麦奶替代牛奶作为奶咖原料的饮品受到消费者欢迎，带动燕麦奶需求增长，根据艾媒数据中心数据，2021年中国燕麦奶行业市场规模为42.3亿元，同比+141.71%，15-21年CAGR=58%，预计22-25年CAGR=47%。

图69：2015-2025 年中国燕麦奶行业市场规模



资料来源：艾媒数据中心，民生证券研究院

图70：2021-2022 年全球植物基饮品市场规模



资料来源：2023 中国燕麦奶行业白皮书，民生证券研究院

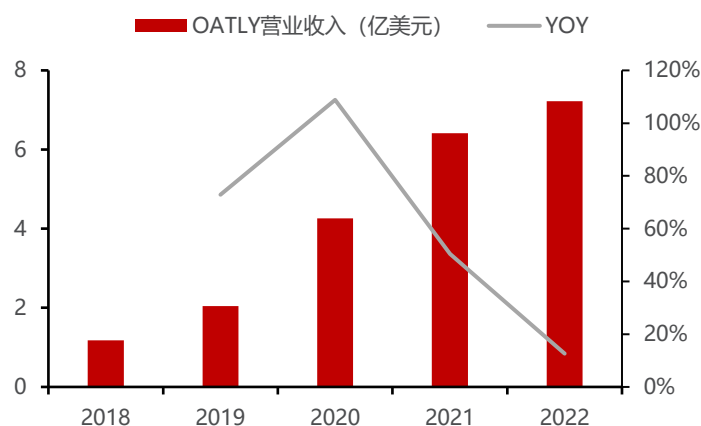
OATLY 率先引入“燕麦奶”概念，定位“咖啡新伴侣”。2018 年 OATLY 进入中国市场，在精品超市内直接售卖，由于品牌知名度有限且国内植物饮品市场已有豆奶、椰奶等品类，OATLY 燕麦奶销量并未快速增长。随后 OATLY 调整自身定位为“咖啡新伴侣”，与精品咖啡馆合作主推“燕麦拿铁”；2020 年 4 月 OATLY 与星巴克中国合作，在中国内地所有门店引入燕麦奶。伴随燕麦奶在亚洲地区的认知度与接受度提高，2022 年 OATLY 亚洲地区收入 1.5 亿美元，同比增长 32%，在所有地区中增速领先。

图71：中国燕麦奶行业发展情况梳理



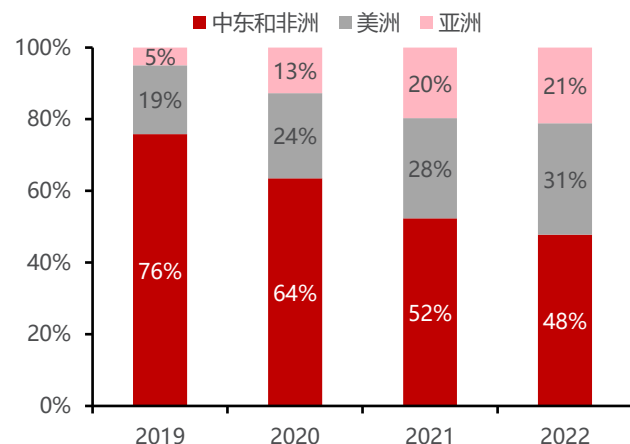
资料来源：21 年中国燕麦奶白皮书，消费新探，民生证券研究院

图72：2018-2022 年 OTALY 营收及增速



资料来源：OTALY 公告，民生证券研究院

图73：2019-2022 年 OATLY 营收分地区占比



资料来源：OTALY 公告，民生证券研究院

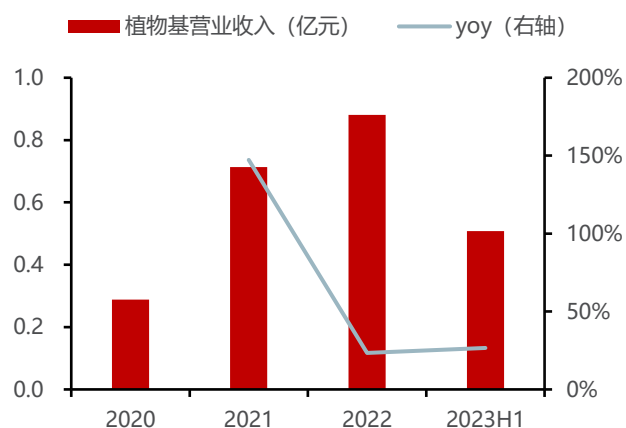
佳禾 BC 渠道协同布局，21 年燕麦奶产能 4 万吨。 依托自主攻关酶解、浓缩技术，公司在国内率先上市冷冻燕麦浆，利用 B 端优质资源，通过公司子品牌晶花、金猫向下游连锁茶饮客户推介“燕麦浆”和“燕麦粉”产品，向 C 端消费者推出“非常麦”燕麦奶开拓 C 端渠道。2022 年公司植物基产品营业收入达 0.9 亿元，同比+23%，20-22 年 CAGR=75%，2021 年公司燕麦奶产能达 4 万吨。

图74：佳禾食品植物基产品梳理

品牌	产品	规格	售价 (元/瓶)	单价 (元/250ml)
非常麦	燕麦奶0添加蔗糖早餐便携装 (原味/榛果/黑巧)	250ml/瓶	7.5	7.5
	燕麦奶饮料0蔗糖植物奶燕麦饮 (原味/榛果/黑巧)	330ml/瓶	10	7.58
	燕麦奶饮料0蔗糖植物奶燕麦饮早餐 (原味/榛果)	1L/瓶	33	8.25
芬大师	芬大师厚椰乳	1L/瓶	18.5	4.63
	芬大师燕麦奶植物蛋白饮料	1L/瓶	25	6.25

资料来源：非常麦京东旗舰店，1688 阿里巴巴采购批发网，民生证券研究院

图75：2020-2023H1 植物基营业收入及增速



资料来源：佳禾食品公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司作为国内现制饮品配料及植物基饮品供应商，粉末油脂、咖啡、植物基三大业务全品类布局完善，看好公司基本盘植脂末成本和需求扰动回归稳健增长通道，咖啡产品新客户开发、植物基 C 端市场上量陆续取得积极进展，注入成长新动能。分业务假设如下：

1) 植脂末：公司深耕行业 20 余年，是我国粉末油脂行业龙头生产商，客户资源丰富，提供定制化服务客户粘性高。伴随新式茶饮市场下沉及海外市场拓展，植脂末业务仍具备成长空间。目前公司植脂末产品主要为奶茶用植脂末（2019 年营收占比 64%），下游茶饮客户需求迭代快，对供应商定制化能力要求高。公司研发储备充足，可快速为下游茶饮客户提供定制化解决方案，对于最终产品研发的参与度较高，未来在茶饮客户需求稳步增长、持续拓店下，销售均价有望稳步增长。预计 2023-2025 年公司植脂末业务吨价增速分别为 2%/2%/2%，销量增速为 25%/20%/15%，预计收入整体增长 28%/22%/17%。

2) 咖啡：我国咖啡行业处在快速增长期，公司具备咖啡全品类生产供应能力，借助原有渠道优势快速拓展 B 端咖啡客户，公司咖啡产品已向多家下游连锁品牌客户供货。**产能方面**，公司现有速溶咖啡粉产能 7200 吨、冷萃产能 6000 吨、咖啡豆产能 20000 吨、冻干咖啡产能 70 吨+，另有定增咖啡扩产建设项目在建，建成后将形成年产 16,000 吨焙烤咖啡豆、3,000 吨研磨咖啡粉、8,000 吨冷热萃咖啡液、10,000 吨 RTD 即饮咖啡和 610 吨冻干及混合风味咖啡的生产能力。**订单方面**，公司咖啡新客户拓展顺利，23 年拓展新客户库迪，供给咖啡豆、挂耳包、冷萃液、冻干粉胶囊等产品，在手订单充足，预计公司咖啡业务将持续高增长，2023-2025 年收入整体增长 70%/50%/45%。

3) 植物基：公司前瞻性布局植物基行业，目前已拥有面向 B 端的椰浆、燕麦粉和面向 C 端的非常麦燕麦奶系列，公司 B、C 端业务持续布局，产品矩阵逐步完善，预计 2023-2025 年收入整体增长 30%/35%/35%。

4) 其他产品：其他产品主要包括糖浆及创新食品等奶茶小料，可搭配公司植脂末、咖啡等产品配套销售，为客户提供一站式采购服务，伴随植脂末、咖啡产品供应规模起量，糖浆及创新产品有望借助公司现有客户及渠道资源逐步导入，预计 2023-2025 年收入整体增长 30%/20%/20%。

5) 其他业务：其他业务收入主要为材料销售、废品销售、受托加工收入、租赁收入及其他，在主业稳步增长带动下，预计 2023-2025 年收入整体增长 3%/3%/3%。

毛利率方面，公司原材料为葡萄糖浆、食用植物油、玉米淀粉等大宗商品，22 年公司直接材料占主营业务成本的比重达 83%，原材料价格波动将对公司毛利率

产生较大影响，2020 年起外部环境影响下主要原材料价格震荡上行，公司毛利率进入长期下行通道。2023 年以来食用植物油、乳粉等原材料持续下行（棕榈油/豆油期货结算价较去年同期下滑 13%/16%，全脂/脱脂奶粉全球乳品交易均价较去年同期分别下滑 25%+/30%+），叠加咖啡、植物基业务稳步放量摊薄固定成本、持续开拓利润空间较高的中小型客户，毛利率有望稳步提升，预计 2023-2025 年公司整体毛利率分别为 18.8%/19.4%/19.8%。**分拆业务来看：**①植脂末 2023-2025 年毛利率预计分别为 21.5%/22%/22%；②咖啡 2023-2025 年毛利率预计分别为 13%/15%/18%；③植物基：目前体量较小，随产品稳步放量将进一步摊薄产线固定成本开支，预计 2023-2025 年毛利率分别为 11%/12%/12.5%；④其他产品：主要指糖浆及创新食品，销售规模稳步提升下预计 2023-2025 年毛利率分别为 12%/13%/13.5%。⑤其他业务：预计 2023-2025 年毛利率稳定在 13%。

表4：分业务预测（百万元）

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1874.37	2399.49	2427.64	3165.13	3956.73	4811.99
YoY	2.07%	28.02%	1.17%	30.38%	25.01%	21.62%
毛利率	24.46%	13.59%	12.29%	18.81%	19.44%	19.84%
植脂末	1,479.86	1,856.64	1,749.78	2,230.97	2,730.71	3,203.12
YoY	-1.15%	25.46%	-5.76%	28%	22%	17%
毛利率	28.29%	15.19%	13.44%	21.5%	22.0%	22.0%
咖啡	48.92	102.27	213.58	363.09	544.64	789.73
YoY	-17.77%	109.07%	108.84%	70%	50%	45%
毛利率	-1.41%	2.93%	10.76%	13%	15%	18%
植物基	28.87	71.38	88.09	114.52	154.60	208.72
YoY		147.28%	23.41%	30%	35%	35%
毛利率	30.68%	15.87%	5.80%	11%	12%	12.5%
其他产品	164.30	241.83	255.83	332.57	399.09	478.90
YoY		47.19%	5.79%	30%	20%	20%
毛利率	19.87%	4.52%	8.01%	12%	13%	13.5%
其他业务收入	152.43	127.36	120.36	123.97	127.69	131.52
YoY	29.19%	-16.44%	-5.50%	3%	3%	3%
毛利率	-0.68%	14.67%	12.03%	12.88%	12.88%	12.88%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

费用方面，公司整体控费能力较强，我们预计公司将保持当前研发投入，同时销售/管理费用维持于合理水平。①销售费用率：伴随公司销量持续提升，规模效应释放下费用率优化，考虑到公司 BC 业务布局持续完善，相关市场费用或有增加，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 2.5%/2.5%/2.6%；②管理费用率：预计 2023-2025 年管理费用率稳定在 2.6%；③研发费用率：公司保持一定研发投入，预计 2023-2025 年销售费用率稳定在 1%。④财务费用率：预计 2023-2025 年财务费用率分别为 0.32%/0.09%/-0.06%。

表5：费用预测（百万元）

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用	108.83	45.71	67.30	79.13	98.92	125.11
销售费用/营业收入	5.8%	1.9%	2.8%	2.5%	2.5%	2.6%
管理费用	52.90	69.30	69.01	82.29	102.87	125.11
管理费用/营业收入	2.8%	2.9%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	17.50	25.21	29.01	31.65	39.57	48.12
研发费用/营业收入	0.9%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
财务费用	7.97	-1.22	-17.80	10.19	3.56	-3.07
财务费用/营业收入	0.43%	-0.05%	-0.73%	0.32%	0.09%	-0.06%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

根据上述假设，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 31.7/39.6/48.1 亿元，同比 +30%/25%/22%；归母净利润分别为 3.0/4.0/5.1 亿元，同比 +161%/34%/26%。

5.2 估值分析

在可比公司选取上，我们选取与公司业务、商业模式相似的 A 股上市公司干味央厨、立高食品、海融科技进行对比，其中干味央厨、立高食品均为餐饮供应链公司，下游客户以 B 端为主；海融科技同为国内食品配料公司，业务以烘焙原料为主。以 2023 年 9 月 13 日收盘价计算，同行业 3 家公司 2023/2024/2025 年的 PE 均值为 36/26/20x；我们预计公司 2023/2024/2025 年 EPS 分别为 0.75/1.01/1.27 元/股，对应 2023/2024/2025 年 PE 分别为 26/19/15x，佳禾食品估值低于可比公司均值，具备估值优势。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
001215.SZ	干味央厨	62.35	1.18	1.71	2.27	2.91	53	36	27	21
300973.SZ	立高食品	68.26	0.85	1.65	2.38	3.23	80	41	29	21
300915.SZ	海融科技	39.95	1.04	1.30	1.75	2.33	39	31	23	17
均值							57	36	26	20
605300.SH	佳禾食品	19.28	0.29	0.75	1.01	1.27	67	26	19	15

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：股价时间为 2023 年 9 月 13 日，可比公司 eps 采用 wind 一致预期）

5.3 投资建议

看好公司在下游需求复苏、成本回落、产能充足下释放业绩弹性，咖啡、燕麦奶渗透率加速提升驱动中远期发展。公司研产销一体化模式具备护城河，客户渠道资源丰富、长期稳定合作，伴随下游茶饮客户需求持续恢复、成本压力释放、产能爬坡，有望释放业绩弹性。公司持续拓展咖啡、植物基等新业务，渠道上 2B2C 兼顾，积极布局驱动营收增长。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 31.7/39.6/48.1 亿元，同比+30%/25%/22%；归母净利润分别为 3.0/4.0/5.1 亿元，同比+161%/34%/26%。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.75/1.01/1.27 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 26/19/15x，首次覆盖，给予“推荐”评级

6 风险提示

1) 原材料价格变动：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。

2) 咖啡业务进展不及预期：作为公司第二增长曲线，公司合作下游咖啡连锁客户，若下游客户自身经营不及预期，对上游供货需求会产生影响。咖啡业务进展不及预期将会影响公司营收增长。

3) 下游客户自建工厂：公司植脂末业务主要合作下游茶饮客户，若下游茶饮客户拓展其他供货渠道或自建工厂，将会对公司植脂末业务营收造成影响。

4) 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。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,428	3,165	3,957	4,812
营业成本	2,129	2,570	3,187	3,857
营业税金及附加	10	16	20	24
销售费用	67	79	99	125
管理费用	69	82	103	125
研发费用	29	32	40	48
EBIT	121	402	528	656
财务费用	-18	10	4	-3
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	157	392	524	659
营业外收支	-4	-1	-1	-1
利润总额	153	391	523	658
所得税	37	90	120	151
净利润	115	301	403	507
归属于母公司净利润	115	301	403	507
EBITDA	199	485	620	760

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	541	495	601	851
应收账款及票据	422	477	488	527
预付款项	37	77	96	116
存货	360	458	568	687
其他流动资产	794	800	802	805
流动资产合计	2,154	2,307	2,554	2,986
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	670	683	689	695
无形资产	55	55	54	53
非流动资产合计	957	1,014	1,017	1,019
资产合计	3,111	3,321	3,571	4,005
短期借款	555	355	155	55
应付账款及票据	362	458	568	687
其他流动负债	123	166	193	225
流动负债合计	1,040	979	916	968
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	49	55	60	60
非流动负债合计	49	55	60	60
负债合计	1,090	1,034	975	1,028
股本	400	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,022	2,287	2,596	2,977
负债和股东权益合计	3,111	3,321	3,571	4,005

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.17	30.38	25.01	21.62
EBIT 增长率	-32.34	233.21	31.25	24.28
净利润增长率	-23.45	160.99	33.84	25.76
盈利能力 (%)				
毛利率	12.29	18.81	19.44	19.84
净利率	4.75	9.51	10.19	10.53
总资产收益率 ROA	3.71	9.07	11.29	12.66
净资产收益率 ROE	5.71	13.17	15.53	17.03
偿债能力				
流动比率	2.07	2.36	2.79	3.09
速动比率	1.69	1.81	2.06	2.25
现金比率	0.52	0.51	0.66	0.88
资产负债率 (%)	35.02	31.14	27.31	25.67
经营效率				
应收账款周转天数	63.52	55.00	45.00	40.00
存货周转天数	61.71	65.00	65.00	65.00
总资产周转率	0.87	0.98	1.15	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.75	1.01	1.27
每股净资产	5.05	5.72	6.49	7.44
每股经营现金流	0.31	0.87	1.26	1.46
每股股利	0.09	0.23	0.31	0.40
估值分析				
PE	67	26	19	15
PB	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	39.47	16.18	12.64	10.32
股息收益率 (%)	0.47	1.22	1.63	2.05

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	115	301	403	507
折旧和摊销	78	82	92	103
营运资金变动	-72	-59	-2	-30
经营活动现金流	124	347	504	586
资本开支	-107	-86	-89	-100
投资	-284	0	0	0
投资活动现金流	-429	-135	-89	-100
股权募资	0	0	0	0
债务募资	50	-201	-203	-100
筹资活动现金流	389	-258	-310	-235
现金净流量	101	-46	106	250

插图目录

图 1: 公司位于产业链中游, 提供食品原料解决方案	3
图 2: 公司业务拆分	4
图 3: 公司发展历程	5
图 4: 公司股权结构 (截至 23H1)	6
图 5: 2016-2023H1 公司营业收入及增速	8
图 6: 2020-2023H1 分产品营收占比	8
图 7: 原材料成本占比高, 稳定合作上游供应商	8
图 8: 食用植物油期货结算价走势	9
图 9: 奶粉全球乳品交易均价走势	9
图 10: 2016-2023H1 毛利率及归母净利率情况	9
图 11: 2016-2023H1 费用率情况	9
图 12: 原材料价格敏感性测算	9
图 13: 直销为主, BC 兼顾	10
图 14: 佳禾食品前五名客户销售额及占比	11
图 15: 蜜雪冰城前五大供应商中植脂末采购情况(万元)	11
图 16: 2020-2023H1 经销商数量及单个经销商创收	11
图 17: 23H1 经销商地区分布情况	11
图 18: 苏州、上海两大研发中心, 产品获多项奖项认定	12
图 19: 植脂末各成分及功能	13
图 20: 植脂末产业链上下游	13
图 21: 植脂末生产流程	14
图 22: 反式脂肪酸产生过程	14
图 23: 不饱和植物油氢化过程产生反式脂肪酸	14
图 24: 2022 年公司全面实现“零反”	15
图 25: 零反式脂肪酸三年行动计划	15
图 26: 2016-2023 年我国植脂末消费量及增速	16
图 27: 2015-2020 年我国植脂末市场规模及增速	16
图 28: 2017-2022 年全球植脂末市场规模及增速	16
图 29: 2015-2019 年国内植脂末出口规模及增速	16
图 30: 植脂末下游应用变迁, 现制茶饮高速发展	17
图 31: 2015-2022 年现制茶饮市场规模及增速	17
图 32: 2016-2021 年现制茶饮细分赛道构成	17
图 33: 各大茶饮品牌门店数及客单价	18
图 34: 2017-2022 年现制茶饮门店数量及增速	18
图 35: 500ml 红糖波霸奶茶单杯成本测算	18
图 36: 下游茶饮品牌情况梳理	19
图 37: 公司植脂末产能及产能利用率情况	21
图 38: 前五大客户中餐饮客户数量提升	21
图 39: 佳禾植脂末主要产品梳理	22
图 40: 实现奶茶冲饮原料一站购	22
图 41: 植脂末市场规模及佳禾市占率测算	22
图 42: 佳禾处于咖啡产业链中游	23
图 43: 产业链中游特点趋势	24
图 44: 中国咖啡市场规模发展迅速	24
图 45: 中国咖啡市场份额占比	24
图 46: 2017-2022 年全球咖啡豆产量及增速	25
图 47: 中国咖啡生豆消费量及进口咖啡产品消费量	25
图 48: 2022 年中国高线城市人均咖啡消费量 (杯/年)	25
图 49: 2022 年全球人均咖啡消费 (杯/年)	25
图 50: 部分咖啡品牌门店数量及客单价	26
图 51: 瑞幸“茶饮化”咖啡频出爆品	26
图 52: 中国现制咖啡渠道零售规模及增速	26
图 53: 中国现制咖啡门店数量及增速	26
图 54: 2017-2021 年我国冷萃咖啡液市场规模 (亿元)	27

图 55:	2017-2021 年中国冻干咖啡粉市场规模 (亿元)	27
图 56:	咖啡制作流程及佳禾主要咖啡产品梳理	28
图 57:	PROBAT 烘焙机年烘焙产能达 2 万吨	28
图 58:	GEA 八角萃取柱年产 7.2 千吨速溶咖啡	28
图 59:	2019-2023H1 佳禾咖啡业务营收及增速	29
图 60:	2016-2022 年咖啡业务毛利率	29
图 61:	公司咖啡产能梳理	29
图 62:	植物基行业产业链梳理	30
图 63:	2020 年全球植物基产品细分销售份额	30
图 64:	2018-2024 年全球植物基市场价值量	30
图 65:	2017-2023 年中国植物蛋白饮料市场规模	31
图 66:	2021 年中国植物蛋白饮料行业竞争格局	31
图 67:	2022 年中国植物蛋白饮料细分市场占比	31
图 68:	2022 年中国植物蛋白饮料销售渠道占比	31
图 69:	2015-2025 年中国燕麦奶行业市场规模	32
图 70:	2021-2022 年全球植物基饮品市场规模	32
图 71:	中国燕麦奶行业发展情况梳理	32
图 72:	2018-2022 年 OTALY 营收及增速	33
图 73:	2019-2022 年 OATLY 营收分地区占比	33
图 74:	佳禾食品植物基产品梳理	33
图 75:	2020-2023H1 植物基营业收入及增速	33

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司管理层情况梳理	7
表 1: 公司主要研发成果	12
表 2: 植脂末分类多样, 适用于不同场景	13
表 3: 行业内主要企业情况	19
表 4: 分业务预测 (百万元)	35
表 5: 费用预测 (百万元)	36
表 6: 可比公司 PE 数据对比	36
公司财务报表数据预测汇总	39

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026