

2024年01月13日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 植脂末龙头地位稳固，咖啡筑就新增长曲线

## —佳禾食品（605300.SH）公司深度报告

### 买入(维持)

### 投资要点

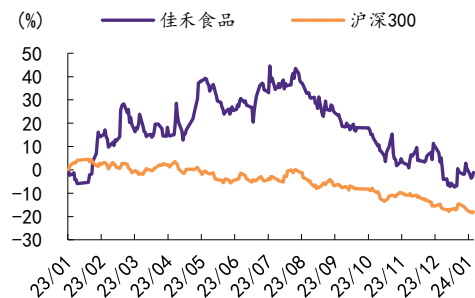
分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2024-01-11

当前股价(元)	15.78
总市值(亿元)	63
总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	58
52周价格范围(元)	14.78-23.07
日均成交额(百万元)	48.0

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 1、《佳禾食品（605300）：业绩符合预期，植脂末业务稳健增长》2023-10-29
- 2、《佳禾食品（605300）：利润弹性释放，咖啡业务增长亮眼》2023-08-30
- 3、《佳禾食品（605300）：植脂末基本盘稳固，增长业务空间充足》2023-07-21

#### 公司概况：植脂末行业龙头，着力业务拓展

佳禾食品成立于2001年，2008年公司植脂末产能达亚洲前列；2015年引进德国咖啡生产线，目前已形成咖啡全产业链产线；2021年推出面向C端的“非常麦”燕麦奶，已成立C端营销团队，有望成为未来第三增长曲线。

#### 植脂末业务：龙头优势明显，客户转型提高议价权

1) 2023年我国植脂末市场规模预计达90亿元，同增10%。①中低端奶茶市场及咖啡与烘焙市场仍能提供对植脂末稳定缓慢的增长需求，预计未来3-5年内植脂末市场规模为稳定个位数增长。②国内领先的植脂末生产商已具备先发优势，其中佳禾食品已成为国内植脂末市场龙头企业，未来头部生产企业在不断的品质与工艺精进下扎实稳步提高市场份额。2) 2023Q1-Q3植脂末业务收入14亿元，同增28%。增长方向为加大对工业客户的开发，提高议价权；茶饮连锁方面稳定大客户开拓小客户，产能充足保持稳定增长。①针对大型连锁客户的定制化需求，公司具备完整研发链条与服务，提供包括配方、规格、包装及全产业链在内的集成化供应。②公司零反产品具备一定性价比优势，对中小规模客户具备吸引力。③截至2022年底公司粉末油脂总产能达25.5万吨/年，产销率101.45%，产能利用率56.33%。

#### 咖啡业务：品类战略切换顺畅，生产能力筑高壁垒

1) 2023年我国咖啡市场规模为1806亿元，同增24%，2013-2023CAGR为28%。未来增长确定性强，现磨咖啡与精品速溶咖啡仍为增长主线。①2023年我国现磨咖啡门店共12万家，连锁化率18%。未来中小规模门店增长空间来自于下沉市场的扩张，增长机会在于头部品牌价格战停止后消费者需求释放。②2022年全球精品咖啡市场规模458亿美元，2022-2030年CAGR为11%。长期速溶咖啡品类内部结构升级、外部提供居家场景，精品速溶咖啡市场增长具备支撑力。2) 2023年Q1-Q3公司咖啡收入1.8亿元，同增30%。①设备的完善与技术的加持使公司

具备全咖啡品类标准化供应的能力，同时快速响应客户需求提供解决方案。②目前烘焙咖啡豆收入占比从10%+提升至30%，在较短时间内完成内部品类侧重点的转变。③金猫各咖啡品类的单杯价格普遍较低，同时产品品质仍在线，在精品速溶咖啡赛道具备高性价比差异化优势。④后续中小型咖啡连锁客户及植脂末业务中积累的茶饮客户预计成为新增量。⑤目前冻干产能利用率80%左右，速溶产能利用率30%左右，仍处于产能爬坡期，预计达到15%毛利率为较合理水平。

### ■ 植物基及其他业务：提前布局第三曲线，有望实现轮动增长

1) 2023年我国燕麦奶市场规模预计为99亿元，同比增长50%。①主要系消费者健康意识提升且替换部分牛奶不耐受人群的需求，驱动力持续向上确定性强。②OATLY在中国燕麦奶市场市占率为14.30%，其他燕麦奶品牌均处于市场培育初期。2) 2023Q1-Q3公司植物基业务收入0.79亿元，同增14.49%。目前产品竞争力较强，宣传卖点具备差异化，现阶段需加大品牌投放与渠道拓宽力度，抢占市场份额并有效建立品牌认知。

### ■ 盈利预测

我们认为公司短期依靠连锁客户开发与经销渠道扩张，长期三大业务处于增长期，其中粉末油脂业务未来预计保持稳定增长；咖啡业务完成全产业链布局，未来现磨咖啡市场增长确定性强而带动咖啡豆放量；植物基业务提前站位着力培育，未来增长取决于C端投放力度与效果。短期现制茶饮与现磨咖啡竞争激烈带来一定压力，我们略调整公司2023-2025年EPS分别为0.70/0.84/1.07（前值分别为0.72/0.92/1.20元），当前股价对应PE分别为23/19/15倍，维持“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

食品安全风险；大客户合作终止风险；咖啡放量不及预期风险；产能利用率提升不及预期风险；C端开拓不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	2,428	2,865	3,296	4,045
增长率（%）	1.2%	18.0%	15.1%	22.7%
归母净利润（百万元）	115	279	336	427
增长率（%）	-23.4%	142.1%	20.2%	27.1%
摊薄每股收益（元）	0.29	0.70	0.84	1.07
ROE（%）	5.7%	12.9%	14.4%	16.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、 公司概况：植脂末行业龙头，着力业务拓展.....	8
1.1、 深耕植脂末数年，业务扩展顺利.....	8
1.2、 股权集中度高，高管稳定性强.....	10
1.3、 咖啡业务高增，生产企业客户增速快.....	11
1.4、 原料成本控制力提升，盈利能力稳定向上.....	13
2、 植脂末业务：龙头优势明显，客户转型提高议价权.....	15
2.1、 国内植脂末应用广泛，市场规模稳定提升.....	15
2.1.1 现制茶饮驱动增长，多应用场景保障增长.....	15
2.1.2 竞争格局稳定，先发优势明显.....	21
2.2、 研发优势利于品牌沉淀，产能充足助力市场开拓.....	22
2.2.1 客户类型持续更迭，把握议价权为核心.....	23
2.2.2 研发实力强，定制化能力满足大客户需求.....	24
2.2.3 产能供应充足，标准化产品开拓中小客户.....	26
3、 咖啡业务：品类战略切换顺畅，生产能力筑高壁垒.....	28
3.1、 咖啡市场扩容趋势明朗，中下游均有增长空间.....	28
3.1.1 下游附加值最高，现磨咖啡与精品咖啡为增长主线.....	28
3.1.2 中游集中度提升趋势明确，不同环节能力要求不同.....	36
3.2、 布局全面紧抓赛道红利，客户开发潜在空间广阔.....	38
3.2.1 产品布局转换顺利，规模化优势筑高成本壁垒.....	39
3.2.2 大客户释放品牌效应，产能扩张支撑需求增长.....	42
4、 植物基及其他业务：提前布局第三曲线，有望实现轮动增长.....	44
4.1、 燕麦奶增长潜力大，差异化品牌或迎机遇.....	44
4.1.1 植物基饮市场基础深厚，燕麦奶贡献新增长点.....	44
4.1.2 参与者共同培育市场，品牌定位与认知为破局关键.....	46
4.2、 植物基：产品品质在线，期待C端团队发力.....	47
4.3、 其他业务：产品配备齐全，满足一站式购买需求.....	50
5、 盈利预测评级.....	51
6、 风险提示.....	51

## 图表目录

图表 1：佳禾食品发展历程.....	8
图表 2：公司业务布局情况.....	9
图表 3：2016-2023 前三季度佳禾营业收入逐步增长.....	9
图表 4：2023Q1-Q3 佳禾净利润大幅增长.....	9
图表 5：佳禾食品股权结构（截止 2023Q3）.....	10
图表 6：佳禾核心管理层介绍.....	11
图表 7：2016-2023 前三季度公司分业务营收（亿元）.....	12

图表 8: 2016-2023 前三季度公司分业务营收增速 .....	12
图表 9: 2017-2023 前三季度直销和经销收入 (亿元) .....	12
图表 10: 2018-2023 前三季度直销和经销收入增速 .....	12
图表 11: 2016-2023 前三季度分地区收入 (亿元) .....	13
图表 12: 2017-2023 前三季度分地区营收增速 .....	13
图表 13: 2016-2023 前三季度公司毛利率和净利率 .....	14
图表 14: 2016-2023 前三季度公司各项费用率 .....	14
图表 15: 2017-2020 年 9 月公司主要原材料采购金额占比 .....	14
图表 16: 公司 2020 年 1-9 月主要原材料占比 .....	14
图表 17: 中国大宗商品价格指数: 油料油脂 .....	15
图表 18: 玉米淀粉期货结算价 (元/吨) .....	15
图表 19: 植脂末成分组成与应用场景 .....	16
图表 20: 2017-2022 年全球植脂末市场规模及增速 .....	16
图表 21: 2015-2023 年中国植脂末市场规模及增速 .....	16
图表 22: 2015-2023 年中国植脂末消费量及增速 .....	17
图表 23: 2015-2019 年中国植脂末出口量及增速 .....	17
图表 24: 由植脂末到反式脂肪酸传导路径 .....	17
图表 25: 喜茶“烤黑糖波波牛乳茶”配方为 0 奶精 0 植脂末 .....	18
图表 26: 奶茶使用植脂末与牛奶成本对比 .....	18
图表 27: 植脂末产品与鲜牛乳产品价格差异 .....	19
图表 28: 2015-2025 年不同价位现制茶饮市场规模 (亿元) 及增速 .....	19
图表 29: 2023 年 3-6 月美团外卖新品数量及销量价位带分布 .....	19
图表 30: 2020-2022 年全国茶饮品牌人均消费价位占比 .....	20
图表 31: 2020-2022 年全国各线城市茶饮门店数占比 .....	20
图表 32: 2016-2023 年中国咖啡市场规模及增速 .....	20
图表 33: 2018-2025 年中国烘焙食品市场规模及增速 .....	20
图表 34: 植脂末行业境内竞对情况 .....	21
图表 35: 2017-2023 前三季度植脂末业务收入及增速 .....	22
图表 36: 2017-2022 年植脂末销量及增速 .....	22
图表 37: 2017-2022 年植脂末均价及增速 .....	22
图表 38: 主要客户由食品工业客户转向茶饮连锁客户 .....	23
图表 39: 2020-2023 前三季度总收入客户结构 .....	23
图表 40: 2016-2023 前三季度总收入国内外分布 .....	23
图表 41: 2022 年现制茶饮行业市占率 (门店数口径) .....	24
图表 42: 2017-2022 年前五大客户情况 .....	24
图表 43: 2021 年主要茶饮品牌客单价对比 (元) .....	24

图表 44: 2016-2023 年前三季度公司研发费用率 .....	25
图表 45: 美团外卖新茶饮头部品牌上新数及总量增长情况 .....	25
图表 46: 2020-2022 年奶茶品牌产品上新数量 (个) .....	25
图表 47: 公司研发成果 .....	25
图表 48: 含反式脂肪酸产品收入及占比 .....	26
图表 49: 完成 0 反式脂肪酸行动计划 .....	26
图表 50: 零反与非零反产品价格对比 .....	26
图表 51: 霸王茶姬公布产品原料为 0 氢化植物油 .....	27
图表 52: “卡丽玛牛乳” 产品介绍 .....	27
图表 53: “晶花” 品牌标准化产品分布 .....	27
图表 54: 公司 2023 年秋冬菜单应用及椰子系应用方案 .....	27
图表 55: 2017-2022 年佳禾植脂末产能及产能利用率 .....	28
图表 56: 2017-2022 年佳禾植脂末产量、同比及产销率 .....	28
图表 57: 咖啡产业链及价值链一览 .....	29
图表 58: 2017-2022 年全球咖啡产量、进口量及消费量 .....	30
图表 59: 2017-2022 年全球咖啡进口量细分规模及增速 .....	30
图表 60: 全球咖啡产地分布 .....	30
图表 61: 全球咖啡主要生产国及产量占比 .....	30
图表 62: 2013-2023 年中国咖啡市场规模及增速 .....	31
图表 63: 2022 年全球及不同国家人均咖啡消费杯数 .....	31
图表 64: 2017-2022 年我国咖啡产量、进口量及消费量 .....	31
图表 65: 2018-2022 年云南省咖啡生产情况 .....	31
图表 66: 中国消费者饮用咖啡目的 .....	32
图表 67: 中国咖啡消费者饮咖频次情况 .....	32
图表 68: 库迪 8.8 元&瑞幸 9.9 元&各大咖啡品牌联名活动 .....	32
图表 69: 消费者饮用咖啡与奶茶对比 .....	32
图表 70: 2017-2024 年中国现磨咖啡市场规模及占比 .....	33
图表 71: 2019-2023 年中国现磨咖啡馆连锁化率 .....	33
图表 72: 截至 2023 年 12 月底主要咖啡品牌门店数量 (家) .....	33
图表 73: 2020-2022 年美国各现制咖啡门店数规模与增速 .....	34
图表 74: 2022. 04-2023. 03 不同线级城市咖啡店增长情况 .....	34
图表 75: 2022 年中国不同线级城市连锁咖啡店数量占比 .....	34
图表 76: 2022 年中国不同规模连锁咖啡店数占比 .....	34
图表 77: 2023 年各咖啡品牌低价活动列示 .....	35
图表 78: 2022-2025 年现磨咖啡各价格段规模占比情况 .....	35
图表 79: 2022-2030 年全球精品咖啡市场规模 (亿美元) .....	36



图表 80: 2022 年淘宝直播咖啡热销品类及产品	36
图表 81: 2017-2021 年中国冻干咖啡粉市场规模	36
图表 82: 2017-2021 年中国冷萃咖啡液市场规模	36
图表 83: 咖啡品牌建厂情况	37
图表 84: 中游咖啡厂家主要参与者情况	38
图表 85: 2016-2023 前三季度咖啡营收及增速	39
图表 86: 2016-2023 前三季度咖啡销量及增速	39
图表 87: 2016-2023 前三季度咖啡均价及增速	39
图表 88: 佳禾咖啡生产设备齐全且排名靠前	40
图表 89: 公司取得的部分资质认证	41
图表 90: 公司取得的部分专利证书	41
图表 91: 2017 年至 2020 年 1-9 月各咖啡品类收入占比	41
图表 92: 2017 年至 2020 年 1-9 月咖啡品类均价 (元/kg)	41
图表 93: 金猫咖啡产品矩阵	42
图表 94: 主流咖啡品牌单杯价格 (元/杯)	42
图表 95: 主流咖啡品牌单价 (元/ml&元/g)	42
图表 96: 2023Q3 咖啡业务客户占比	43
图表 97: 2017-2022 年咖啡产量情况	44
图表 98: 2018-2022 年咖啡业务毛利率	44
图表 99: 咖啡业务产能建设	44
图表 100: 2018-2024 年全球植物基市场价值统计 (亿美元)	45
图表 101: 2020 年全球整体乳制品、液态奶及植物奶市场规模拆分	45
图表 102: 2009-2028 年我国植物基饮市场规模及增速	45
图表 103: 2015-2025 年中国燕麦奶行业市场规模及增速占比	45
图表 104: 牛奶与市售非乳制植物性牛奶替代品中 250ml 的能量和营养素值 (平均±标准偏差)	46
图表 105: 全国乳糖不耐受人群占比	46
图表 106: 2023 年燕麦奶关联云词	46
图表 107: 2020-2022 年 OATLY 在中国营收及市占率	47
图表 108: 2022 年中国燕麦奶行业艾媒金榜分数	47
图表 109: 2019-2023 前三季度植物基业务营收及增速	48
图表 110: 2019-2023 前三季度植物基业务销量及增速	48
图表 111: 2019-2023 前三季度植物基业务销量及增速	48
图表 112: 公司植物基主要产品	49
图表 113: 燕麦奶产品价格对比	49
图表 114: 非常麦品牌会议营销、消费者互动及品牌联动事件列举	50
图表 115: 2020-2023 前三季度其他业务营收及增速	50

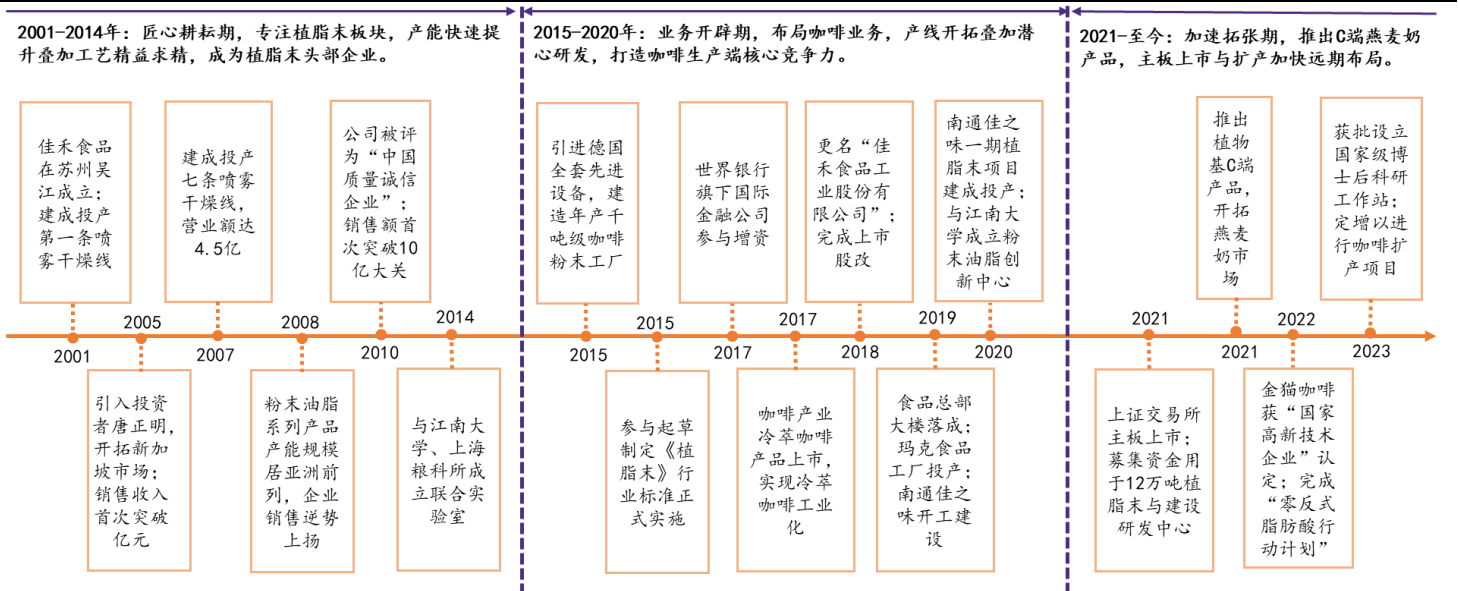
图表 116: 2020-2023 前三季度其他产品销量及增速 .....	50
图表 117: 盈利预测 .....	51

# 1、公司概况：植脂末行业龙头，着力业务拓展

## 1.1、深耕植脂末数年，业务扩展顺利

植脂末业务根基深厚，长远布局咖啡与植物基业务。佳禾食品成立于 2001 年，从植脂末业务切入茶饮上游领域并深耕二十余年，目前已拓展至植脂末、咖啡和植物基三大业务板块。2008 年公司植脂末产能达亚洲前列，2015 年引进德国咖啡生产线，目前已形成咖啡全产业链产线，成为第二增长曲线。目前公司在 B 端已建立优质产线，拥有佳禾食品、佳之味食品和金猫咖啡三大生产基地，同时分别于 2021、2023 年推出面向 C 端的“非常麦”燕麦奶、“卡丽玛”牛乳茶，目前已成立 C 端营销团队，有望成为未来第三增长曲线。

图表 1：佳禾食品发展历程



资料来源：公司官网，公司招股书，公司公告，华鑫证券研究

**匠心耕耘期（2001-2014 年）：**专注植脂末板块，产能快速提升叠加工艺精益求精，成为植脂末头部企业。2001 年公司顺利建成并投产第一套喷雾干燥线，并于 2007 年建成投产七条产线，先发占领植脂末市场。2010 年公司销售额突破 10 亿元，在产能驱动销售快速提升的同时着力聚焦研发，2014 年与江南大学、上海粮科所成立联合实验室。

**业务开辟期（2015-2020 年）：**布局咖啡业务，产线开拓叠加潜心研发，打造咖啡生产端核心竞争力。2015 年公司引进德国全套先进设备，建成年产千吨级咖啡粉末工厂；2017 年实现冷萃咖啡工业化；2018 年成立全资子公司“金猫咖啡”以独立运作咖啡业务，逐步成为咖啡全产业链供应商，先发优势凸显。

**加速拓张期（2021 年-至今）：**推出 C 端燕麦奶产品，主板上市与扩产加快远期布局，三大板块层层推进。2021 年公司进行 C 端布局，推出直面消费者的“非常麦”燕麦奶，



2022 年推出“金猫”品牌的 C 端咖啡产品，并成立 C 端团队独立运作，利用生产端产品优势的同时补齐渠道运作能力，期待 C 端业务后续放量。

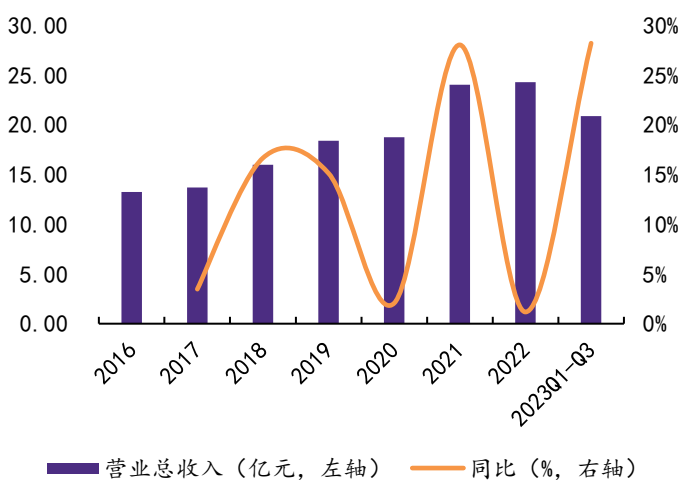
图表 2：公司业务布局情况



资料来源：WIND，华鑫证券研究

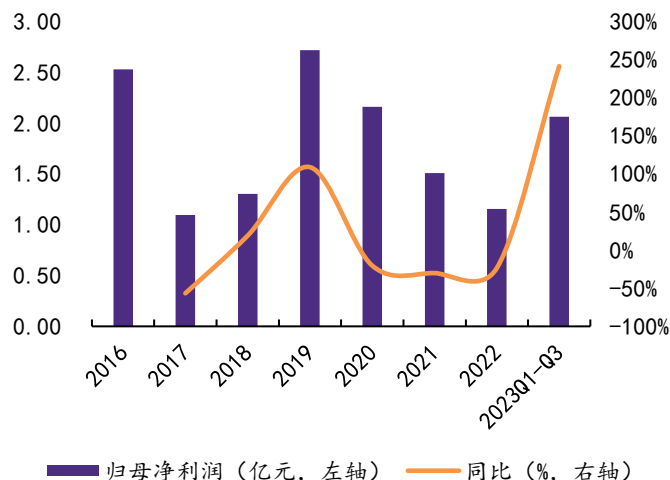
营收稳中有升，低基数与成本受益带来利润释放。2016-2022 年公司营收 CAGR 为 10.66%，2022 年营收 24.28 亿元，同比增长 1.17%，主要系下游开店受疫情影响所致。2023Q1-Q3 公司实现营收 20.86 亿元，同比增长 28.18%；归母净利润 2.06 亿元，同比增长 240.77%，主要系茶饮消费场景复苏下植脂末业务大幅增长，同时原料价格下降带来成本端有效改善，利润端弹性释放。

图表 3：2016-2023 前三季度佳禾营业收入逐步增长



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 4：2023Q1-Q3 佳禾净利润大幅增长

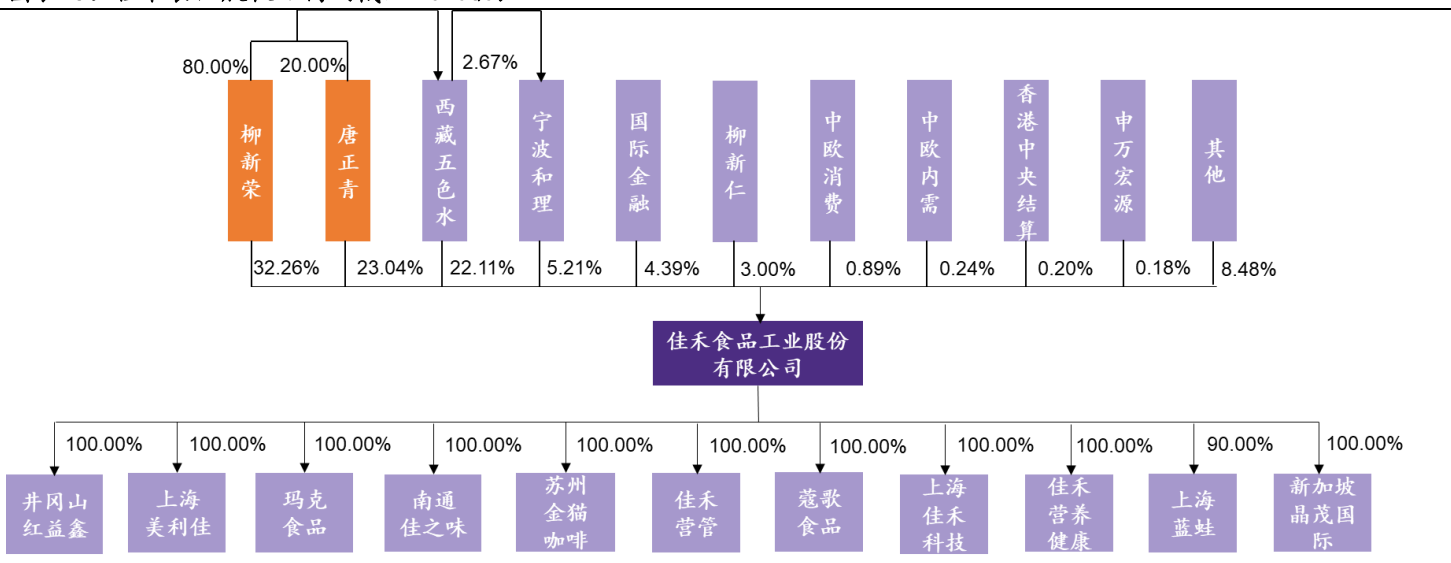


资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 1.2、股权集中度高，高管稳定性强

股权结构集中，员工激励制度到位。董事长兼创始人柳新荣、唐正青夫妇为实际控制人，直接持有公司股份合计 55.30%，通过西藏五色水、宁波和理分别间接持有公司股份 22.11%、0.14%，合计持有公司股份 77.55%，股权结构集中。截至 2023Q3，公司控股参股的子公司共 13 家，负责不同业务品牌的生产、销售和营销，各业务板块运作相互独立。另外，2018 年公司设立宁波和理员工持股平台激励 36 名管理人员，目前占公司总股份 5.21%，深度绑定公司与管理层利益，利于公司长期战略稳定与长远发展。

图表 5：佳禾食品股权结构（截止 2023Q3）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

管理层人员稳定，技术背景深厚。公司多数高级管理人员均在公司任职十余年，且基本为生产及技术业务出身，对公司生产端判断与掌控力强，熟悉程度高，利于生产研发端与公司长期战略相互配合与促进。公司从植脂末业务扩展到咖啡业务，供应端能及时跟进且生产技术排在行业前列，与其管理人员丰富的生产经验亦相关。

图表 6：佳禾核心管理层介绍

姓名	职务	个人简历
柳新荣	董事长、总经理	历任吴江市松陵粮管所营业员；苏州佳格食品有限公司品管员、研发员；汕头雅园乳品厂技术主管；2001年5月起创办佳禾食品。现任本公司董事长兼总经理、上海佳禾科技执行董事、蔻歌食品执行董事。
柳新仁	董事、副总经理、董事会秘书	曾在吴江市电信局任职；2004年2月起就职于佳禾食品，历任采购经理、采购总监、监事。现任本公司董事、副总经理、董事会秘书，上海蓝蛙执行董事。
张建文	董事、副总经理	曾任苏州糖果冷饮厂生产技术科科长；苏州肯德基有限公司襄理；2002年3月起就职于佳禾食品，曾任副总经理。现任本公司董事、副总经理，中国饮料工业协会固体饮料分会和新零售饮品分会副会长。
梅华	董事	2007年7月起就职于佳禾食品，曾任销售经理、重点客户部总监。现任本公司董事、营销中心总经理。
周月军	监事	曾任淮安市楚州区泾口粮管所质检员；淮安市楚州区博里粮管所副所长；2002年6月起就职于佳禾食品工业股份有限公司，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、党务主任；蔻歌食品监事；上海佳禾科技监事；南通佳之味监事；金猫咖啡监事；上海蓝蛙监事；玛克食品监事；佳禾营销监事；上海佳津监事；美利佳食品监事。
许海平	监事	曾任苏州狮王啤酒有限公司销售职员；苏州威力盟电子有限公司IT经理；2006年6月起就职于佳禾食品，担任IT总监。现任佳禾食品监事、BPM总监
陈建强	职工代表监事	曾任上海佳格食品有限公司生产科长；2013年5月起就职于佳禾食品，担任制造主管，曾任公司设备工程师。2019年在金猫咖啡担任生产经理。现任佳禾食品职工代表监事、金猫咖啡工厂厂长。
徐伟东	副总经理	曾任苏州佳格食品有限公司部门经理；苏州润喆食品有限公司经理；佳禾食品制造总监；苏州优尔食品工业有限公司副总经理。2017年至今就职于佳禾食品，现任公司副总经理。

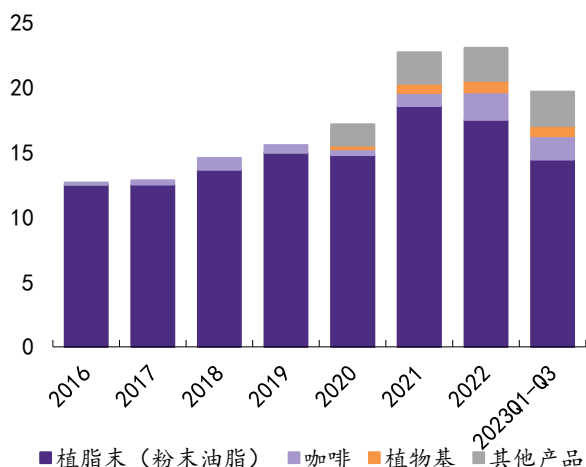
来源：WIND，华鑫证券研究

### 1.3、咖啡业务高增，生产企业客户增速快

**植脂末为基本盘，咖啡引领增长。**2016-2022年公司植脂末、咖啡营收 CAGR 分别为 5.77%、51.53%，植脂末业务作为基本盘，增长稳定；咖啡业务处于快速成长期。2020-2022年植物基、其他产品营收 CAGR 分别为 74.69%、24.78%，植物基即燕麦奶产品于 2021 年开始加大推广，目前处于初期布局阶段；其他产品包括糖浆、布丁、其他固体饮料等，满足中小客户一站式购买需求的同时充分释放公司规模优势。

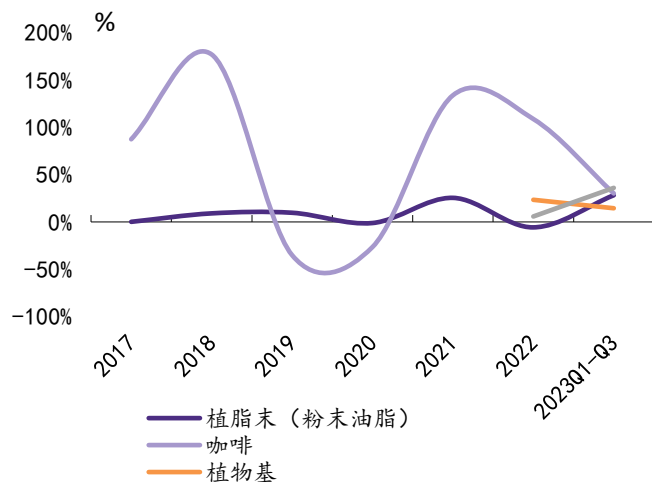
公司多业务布局战略持续推进，植脂末营收占比由 2016 年的 98.61%降低 25.17pct 至 2023 前三季度的 73.44%，其中上半年受益于下游茶饮场景复苏与 2022 年同期较低基数，实现恢复性增长；咖啡营收占比较 2016 年提升 7.76pct 至 9.15%，2023 前三季度同比增长 30.12%，成为公司一大增长引擎；2023 前三季度植物基、其他产品营收分别占比 4.00%、13.41%，收入分别同比增长 14.49%、36.01%。其他产品中“佳芝味”糖浆目前放量较快，包括红糖、蜂蜜、蔗糖糖浆等。

图表 7：2016-2023 前三季度公司分业务营收（亿元）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

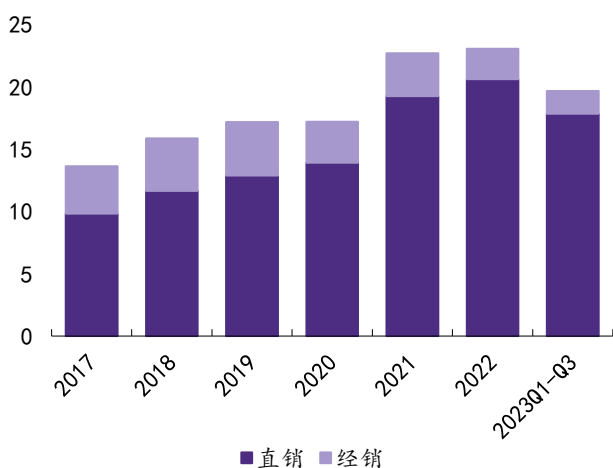
图表 8：2016-2023 前三季度公司分业务营收增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

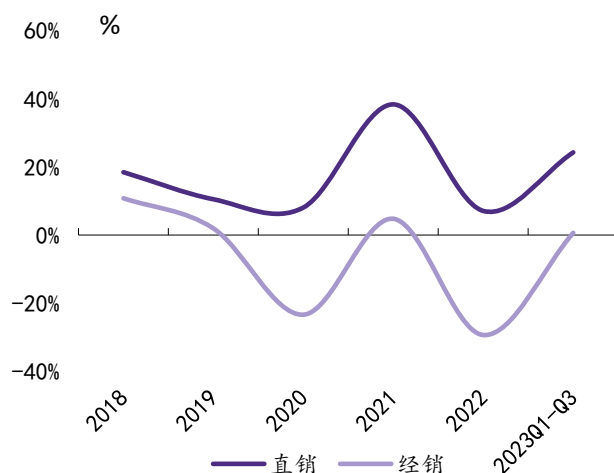
**直销占比持续提升，生产企业客户增速较快。**公司销售模式以直销为主、经销为辅，2017-2022 年直销、经销渠道营收 CAGR 分别为 15.96%、-8.53%，直销渠道保持快速增长，主要面向食品工业、现制茶饮等较大客户。2023Q1-Q3 直销渠道营收 17.85 亿元，同比增长 24.29%，占比较 2017 年提升 18.67pct 至 90.78%。其中生产企业、连锁渠道营收分别为 5.78/11.22 亿元，同比增长 73.57%/21.32%，主要系连锁茶饮业态竞争逐步激烈环境下，公司调整策略方向即开发较多食品工业客户。2023Q1-Q3 经销渠道营收为 1.81 亿元，同比增长 0.63%，经销商所采购植脂末等产品主要供应给食品工业、餐饮连锁企业，截止 2023Q3 末，公司经销商数量 566 家，较年初增加 73 家。

图表 9：2017-2023 前三季度直销和经销收入（亿元）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 10：2018-2023 前三季度直销和经销收入增速

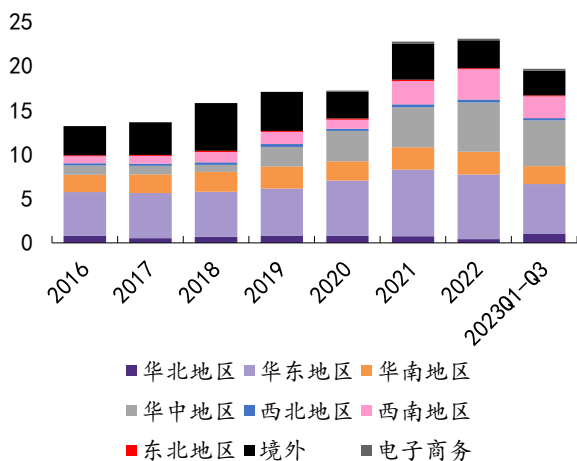


资料来源：WIND，华鑫证券研究

华东华中为境内主力市场，境外市场逐步修复。2016-2022 境内、境外营收 CAGR 分别

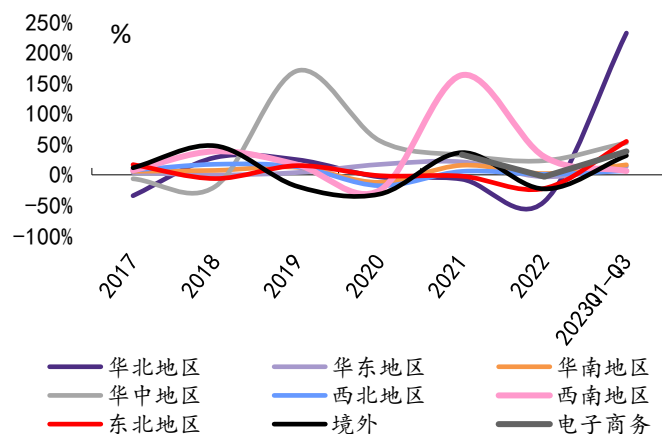
为 12.20%、-0.75%。2016-2018 年公司境外收入占比持续增大，2019-2022 年因疫情影响收入占比降低，2023 年前三季度境外业务逐步好转，实现营收 2.8 亿元，同比增长 31.52%，后续预计将贡献增量。境内分区域看，华东和华中地区为公司主要销售市场，2023Q1-Q3 营收分别占比 28.62%、26.31%，同时华中地区保持较高增速，2023Q1-Q3 营收增速达 52.59%。西南、华南地区逐步起势，2023Q1-Q3 营收分别占比 12.53%、10.28%。另外华北、东北地区目前基数较小，2023Q1-Q3 营收取得较快增长，分别同比增长 232.17%、54.77%。

图表 11：2016-2023 前三季度分地区收入（亿元）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 12：2017-2023 前三季度分地区营收增速

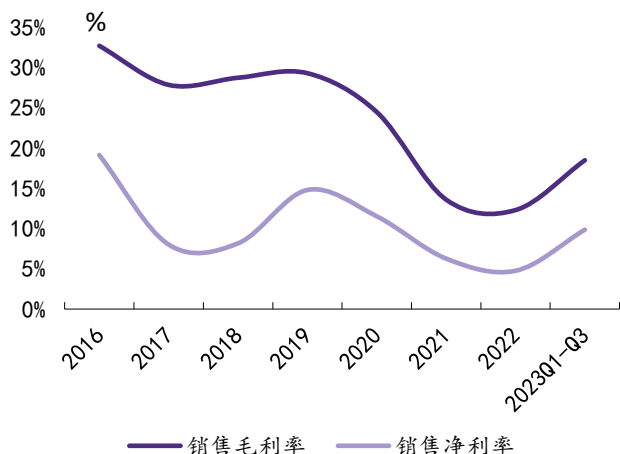


资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 1.4、原料成本控制力提升，盈利能力稳定向上

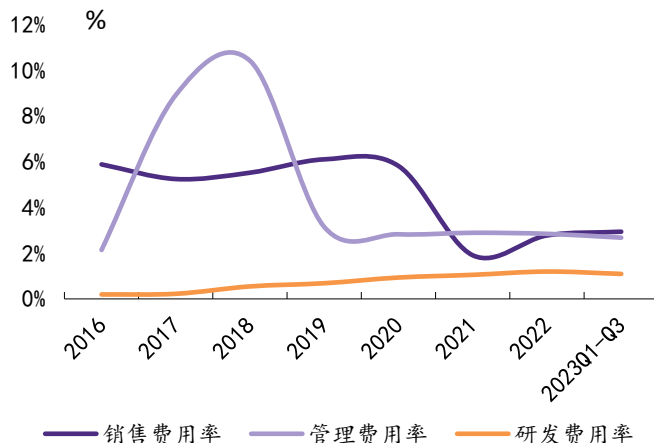
**原料价格下行，盈利能力改善。**2023Q1-Q3 公司毛利率/净利率分别为 18.48%、9.85%，较同期分别提升 7.76/6.14pct。2023 年以来盈利能力改善主要原因为原材料价格下行叠加费用控制有效，2023Q1-Q3 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 2.94%/2.67%/1.09%，分别同比下降 0.16pct/0.80pct/0.27pct。公司毛利率水平较 2016 年下降主要系：1) 植脂末业务占比不断下降，咖啡业务仍在产能爬坡期，毛利率未完全释放；2) 随着现制茶饮市场的发展，公司客户重心转向连锁客户，对毛利端产生一定影响。2016 年以来，公司销售费用率不断优化，系公司以 B 端为主，费用投放注重效率，2023Q1-Q3 较 2016 年降低 2.94pct。

图表 13: 2016-2023 前三季度公司毛利率和净利率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

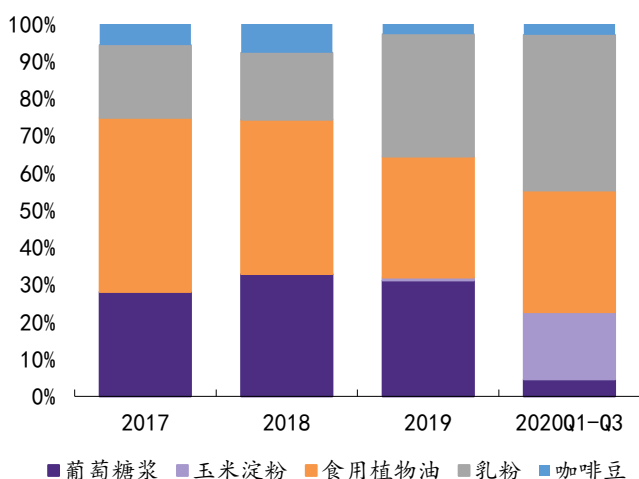
图表 14: 2016-2023 前三季度公司各项费用率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

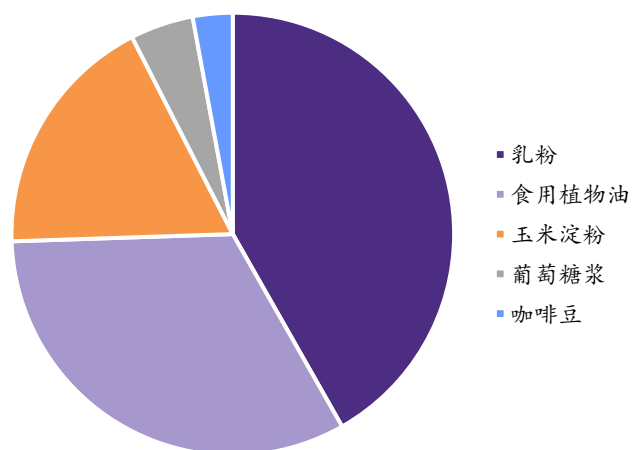
原料价格波动造成压力, 套期保值业务实施预计避免部分风险。公司产品主要原材料为乳粉、食用植物油、玉米淀粉、葡萄糖浆、咖啡豆等, 2020 年 1-9 月份原料采购金额分别占比 30.25%、23.68%、13.03%、3.34%和 2.11%。疫情前公司毛利率维持在 30%左右, 疫情期间上游原材料成本受国内外经济环境影响大幅上升, 毛利率下降。2023Q3 以来, 油脂等原料价格下降后毛利率有所恢复, 净利率随毛利率波动; 玉米淀粉价格于 2020 年后亦有大幅增长, 给公司成本端造成一定压力。2023 年 10 月 28 日, 公司发布开展期货套期保值业务的可行性分析报告, 对玉米淀粉、植物油脂、白糖等原材料进行套期保值, 提前控制成本, 预计减少原料价格波动对公司成本端产生的影响。

图表 15: 2017-2020 年 9 月公司主要原材料采购金额占比



资料来源: 公司招股书, 华鑫证券研究

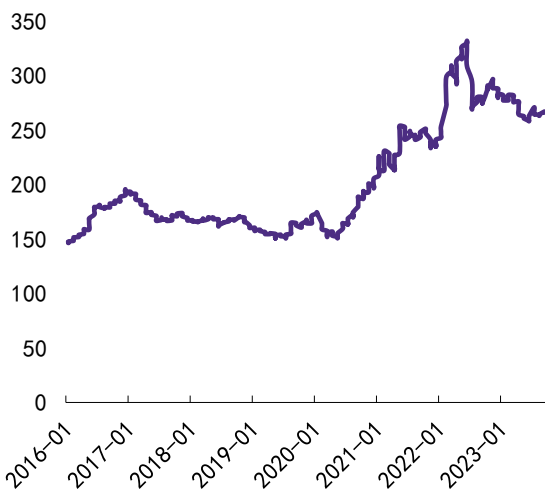
图表 16: 公司 2020 年 1-9 月主要原材料占比



资料来源: 公司招股书, 华鑫证券研究

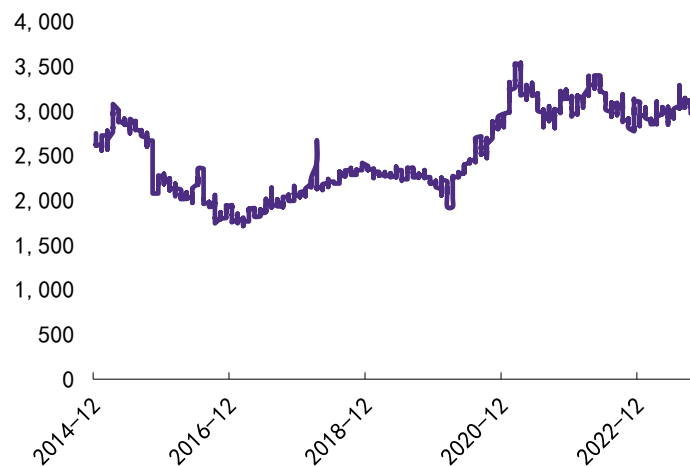


图表 17：中国大宗商品价格指数：油料油脂



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 18：玉米淀粉期货结算价（元/吨）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 2、植脂末业务：龙头优势明显，客户转型提高议价权

### 2.1、国内植脂末应用广泛，市场规模稳定提升

#### 2.1.1 现制茶饮驱动增长，多应用场景保障增长

植脂末种类多样，应用场景广泛。植脂末是一种**粉末状食品配料**，具有稳定性好、增香增脂、风味多样、储运方便等特点，主要原料为植物油、乳粉、淀粉糖浆等，添加乳化剂、增稠剂、稳定剂、风味剂等辅料，采用微胶囊包埋技术，经乳化均质、喷雾干燥等工艺加工成，可以提升食品及饮料的口感。植脂末**对食品及饮料口感的醇厚度、顺滑度和饱满度有较显著的提升作用，可以理解为奶粉替代物**，故常用于制作奶茶、咖啡、燕麦、烘焙食品等，一般在制作饮料时选用 20%-50%脂肪含量的植脂末。随着配方与工艺的改进，冷溶型、耐酸型、MCT 等功能性植脂末亦逐步亮相市场，扩大应用场景至保健医疗等领域。

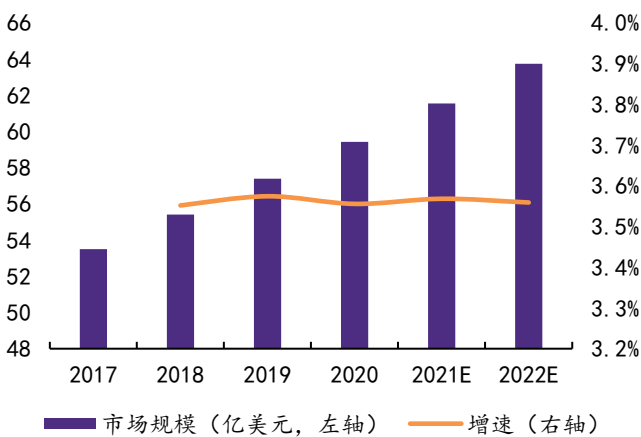
图表 19: 植脂末成分组成与应用场景



资料来源: 公司招股书, 华经产业研究院, 华鑫证券研究所

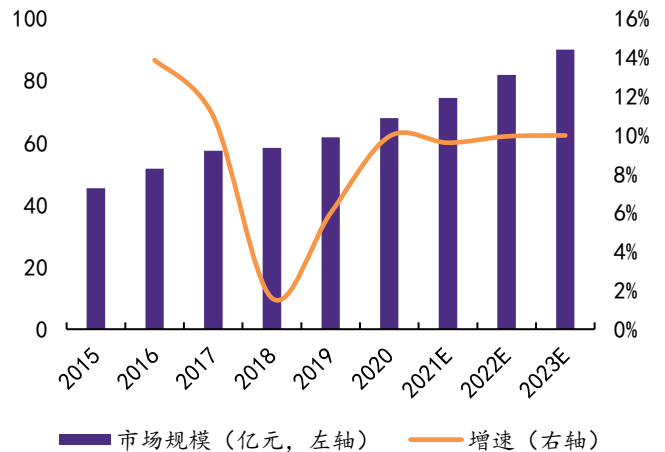
植脂末市场稳定增长, 量增为主。根据华经产业研究院, 2022 年全球植脂末市场规模 63.73 亿美元, 同比增速为 3.56%, 保持稳定增长。2023 年我国植脂末市场规模预计达 90.08 亿元, 同比增长 10.0%; 2015-2023 年植脂末消费量、均价 CAGR 分别为 6.27%、2.51%, 市场规模增长以量驱动为主。同时在下游需求的拉动下, 我国植脂末生产企业的配方工艺、生产水平、制造能力等得到提升, 并形成一定出口量。2019 年我国植脂末出口量达到 22.35 万吨, 已成为东南亚地区植脂末产品的重要出口地之一。

图表 20: 2017-2022 年全球植脂末市场规模及增速



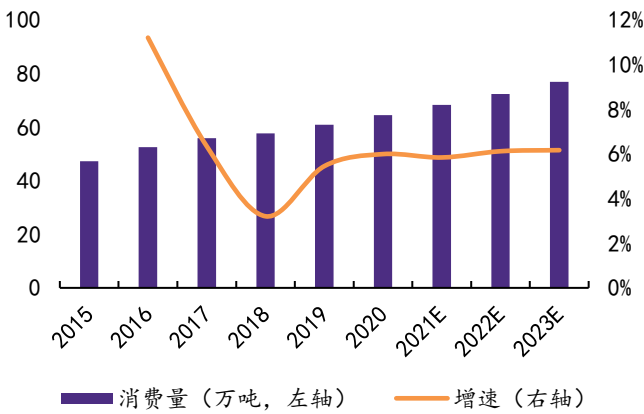
资料来源: STATISTA, 公司招股书, 华鑫证券研究

图表 21: 2015-2023 年中国植脂末市场规模及增速



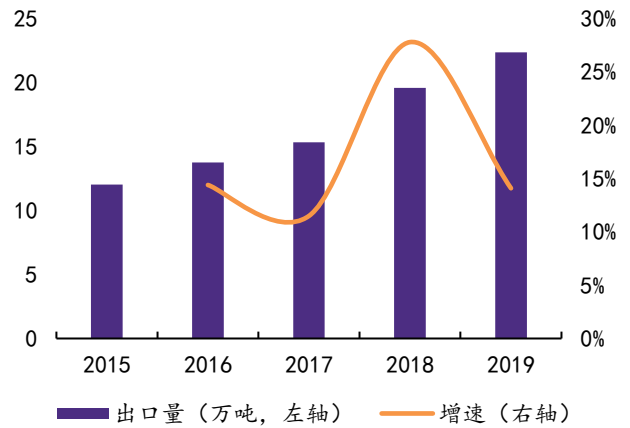
资料来源: 华经产业研究院, 共研产业咨询, 中国食品报, 公司招股书, 华鑫证券研究

图表 22: 2015-2023 年中国植脂末消费量及增速



资料来源: 中国食品报, 公司招股书, 华鑫证券研究

图表 23: 2015-2019 年中国植脂末出口量及增速

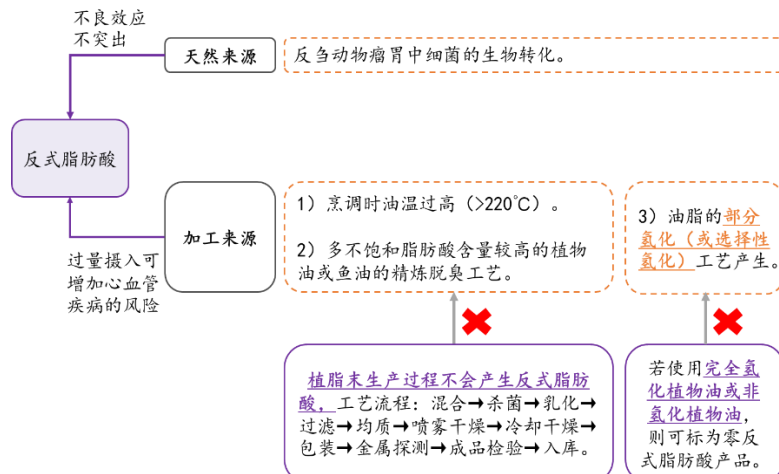


资料来源: 智研咨询, 华鑫证券研究

植脂末在国外最初主要运用于咖啡伴侣, 其与咖啡融合后口感更胜奶油, 因此受到市场欢迎。而植脂末在中国的发展, 更依托于奶茶的迭代和发展。1) 奶茶发展初期, 以香飘飘、优乐美为代表的固体奶茶是植脂末的主要消费场景, 其中冲调粉末中发挥奶味的即为植脂末。2) 2012 年一点点、Coco 等现制连锁奶茶品牌出现, 配方从传统粉末冲泡迭代升级为“茶基底+植脂末”, 带动植脂末行业稳步增长。但随着健康化消费升级与新式茶饮品牌兴起, 市场对于植脂末未来增长趋势表示担忧, 主要来自于: 1) 认为植脂末中含有反式脂肪酸, 其使用不符合健康化消费趋势; 2) 认为使用场景占比最大的奶茶行业为宣传健康概念, 将逐步弃用植脂末; 3) 认为奶茶行业缩减植脂末使用后, 无其余消费场景支撑其规模。我们将在下文逐个解答以上担忧, 讨论植脂末的未来增长来源及其持续性。

1) **植脂末≠反式脂肪酸**。植脂末中是否含有反式脂肪酸取决于其使用的植物油是否为部分氢化, 若植物油部分氢化, 则会产生反式脂肪酸。根据原卫生部发布的《食品安全国家标准预包装食品营养标签通则》, 当反式脂肪酸含量小于等于 0.3g/100g 食品时, 可标示为“0”或“无”或“不含”反式脂肪酸。故当植脂末生产方精准把控原料, 不使用氢化植物油时, 即可在其植脂末产品中标示“0 反式脂肪酸”, 目前市面上已有多款零反产品。

图表 24: 由植脂末到反式脂肪酸传导路径



资料来源: 公司招股书, 华鑫证券研究所

2) 高端茶饮打造健康定位提供 0 植脂末产品，但追求高性价比的中低端茶饮市场难以弃用植脂末。 尽管目前市面上已有许多标注“0 反式脂肪酸”的植脂末产品，但植脂末与反式脂肪酸划上等号的消费认知一时难以轻易改变，高端现制茶饮品牌纷纷以生牛乳、鲜奶等原料替代植脂末的使用，向消费者宣贯其更健康的品牌理念与产品定位，以占领更高的产品价位带，如奈雪的茶、喜茶等推出的“鲜奶茶”、“生牛乳奶茶”等。

图表 25：喜茶“烤黑糖波波牛乳茶”配方为 0 奶精 0 植脂末



资料来源：喜茶小程序，华鑫证券研究所

植脂末口感与成本占优，为中低端奶茶优选配料。 对于中低端现制茶饮品牌而言，成本管控的高要求限制着其原料的选取，植脂末的高性价比使得多数茶饮品牌仍使用其作为奶制品的主要替代品。口感方面，由于植脂末脂肪含量高于牛奶，因此植脂末的醇厚与顺滑度优于牛奶，口感更好，奶香味更浓；且用牛奶调配饮品时，高温会破坏蛋白质结构，导致饮品口感与营养成分受到影响。成本方面，经过我们测算，奶茶基底使用植脂末时的成本分别为使用纯奶、鲜奶、鲜牛乳的 1/3、1/4、1/5，成本优势明显。 另外鲜奶、牛乳等原料对运输、储存的要求更高，保质期更短。目前古茗、沪上阿姨、蜜雪冰城等连锁茶饮品牌仍以使用植脂末为主。蜜雪冰城招股书披露 2021 年植脂末采购量高达 4.92 万吨，反映其庞大需求。部分中低端奶茶品牌顺应趋势提供两种奶基底作为选择，但鲜奶/牛乳基底的产品价格普遍高于植脂末基底，未处于原优势价格带，且可选种类少，仅作为简单布局。

图表 26：奶茶使用植脂末与牛奶成本对比

	使用植脂末	使用纯牛奶	使用鲜牛奶	使用鲜牛乳
单价 (元/kg)	22.5	15.9	23.8	28.89
500ml 奶茶用量	45g	180ml	180ml	180ml
500ml 奶茶成本 (元/杯)	1.01	2.86	4.28	5.20

资料来源：京东，农百科，华鑫证券研究

注：茶水与牛奶用量假设 1:1 配比

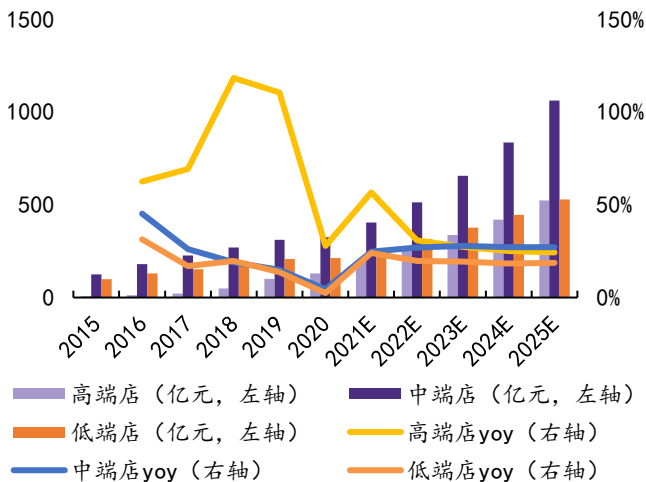
图表 27：植脂末产品与鲜牛乳产品价格差异



资料来源：coco、一点点小程序，华鑫证券研究

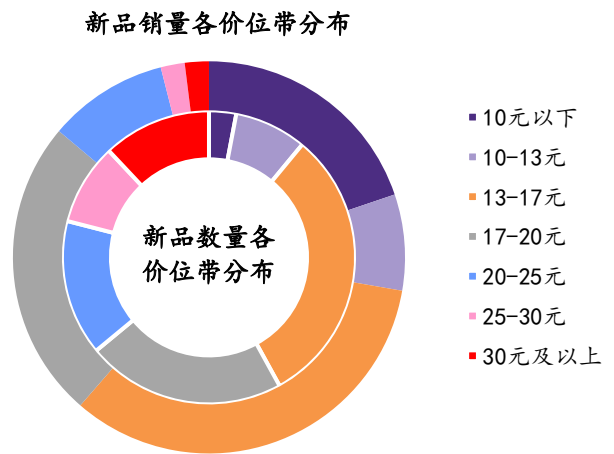
中低端茶饮占整体市场比重高，未来扩容趋势将持续。根据奈雪招股书及灼灼咨询，2023 年我国高端、中端和低端现制茶饮店市场规模预计分别为 336、656、376 亿元，中低端茶饮店占比 75.44%，仍为现制茶饮店的主要价位带。2021-2025 年高端、中端、低端现制茶饮市场规模 CAGR 分别为 26.79%、27.27%、19.03%，高中端茶饮店增速仍维持在 20% 以上，我们认为未来中低端奶茶市场扩容趋势仍将持续：1) 茶饮品牌人均消费额在 15 元以下价位带的比例逐年提升，现制茶饮市场经历野蛮增长阶段后回归理性，在追求高性价比的消费趋势下 25 元以上价位带的消费需求支撑力较弱，根据美团，2023 年 3-6 月 25 元以上新品数量占比 21%，销量占比 4%；10 元以下新品占比 3%，而销量占比 20%。2) 未来门店在低线城市的下沉与扩张仍有空间。根据红餐大数据，三线、四线、五线城市的每万人茶饮门店数分别约为 4.87/4.40/4.42 家，为一线城市的 69.37%/62.68%/62.96%。总的来看，中低端茶饮市场规模的增长将稳定支撑植脂末的需求。

图表 28：2015-2025 年不同价位现制茶饮市场规模（亿元）及增速



资料来源：奈雪招股书，灼灼咨询，华鑫证券研究

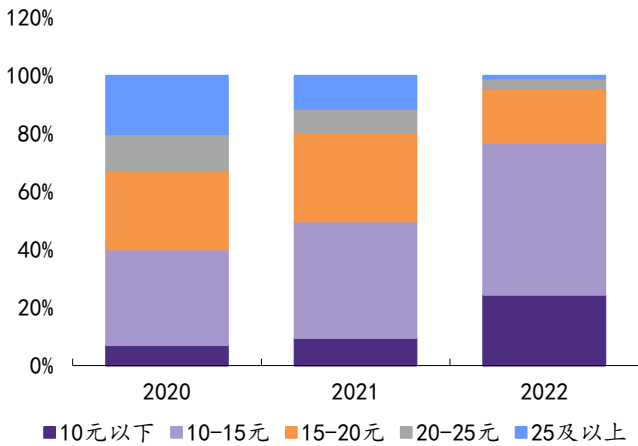
图表 29：2023 年 3-6 月美团外卖新品数量及销量价位带分布



资料来源：美团外卖，华鑫证券研究

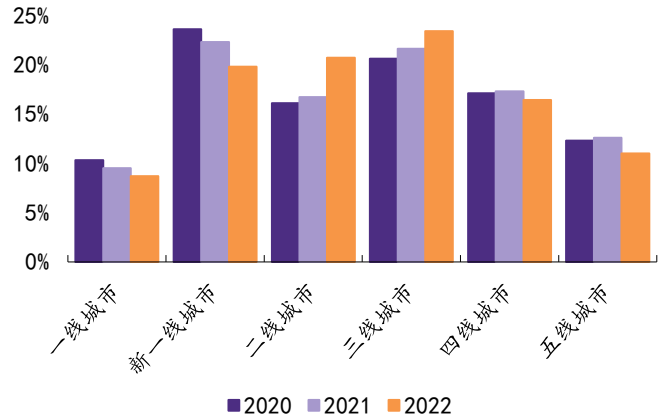


图表 30：2020-2022 年全国茶饮品牌人均消费价位占比



资料来源：红餐大数据，华鑫证券研究

图表 31：2020-2022 年全国各线城市茶饮门店数占比

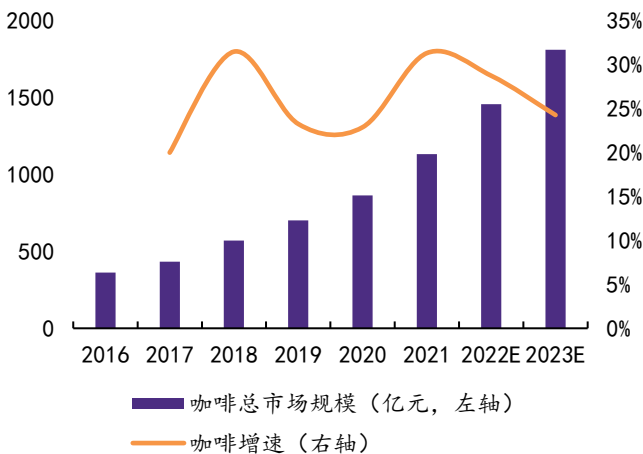


资料来源：红餐大数据，华鑫证券研究

**3) 植脂末应用广泛，咖啡、烘焙等场景亦较重要。**植脂末在海外主要为“咖啡伴侣”，进入我国后主要受我国现制茶饮市场增长驱动，但近几年我国咖啡市场亦发展迅速，根据中商情报网，2016-2023 年咖啡市场规模 CAGR 为 25.86%。从使用植脂末的主要细分行业速溶咖啡来看，根据艾媒咨询，2023-2026 年速溶咖啡市场规模 CAGR 为 27.28%，2023 年市场规模预计为 533 亿元，仍处于增速较快、空间较广的阶段。另外烘焙食品亦为植脂末的重要应用场景之一，根据艾媒咨询，2023 年我国烘焙食品市场规模预计为 3069.90 亿元，未来两年 CAGR 预计为 7.05%，处于稳定增长期，为植脂末市场提供稳定需求。

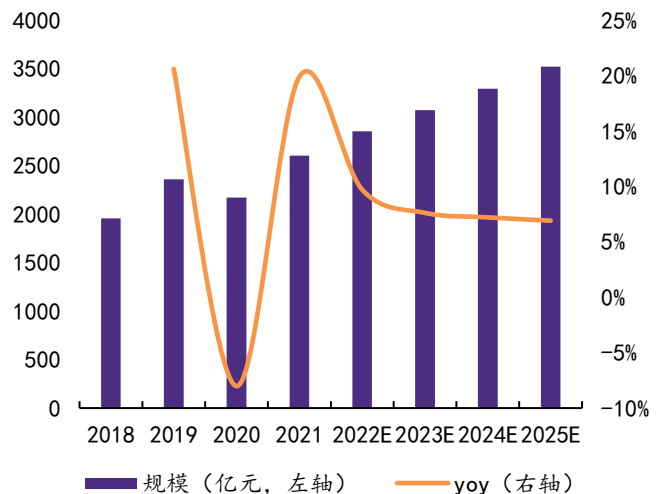
总结来看，关于植脂末未来需求稳定性的三点担忧从传导路径、场景进化的角度具备消退的可能，即中低端奶茶市场及潜在的咖啡与烘焙市场仍能提供对植脂末稳定缓慢的增长需求，而其能否较快速增长则取决于市场对消费者认知的引导，目前从各品牌商以健康化定位吸引消费者的品牌诉求看，“植脂末≠反式脂肪酸”的认知较难被广泛接受，故我们认为植脂末市场规模未来 3-5 年内预计均为稳定的个位数增长。

图表 32：2016-2023 年中国咖啡市场规模及增速



资料来源：中商情报局，华鑫证券研究

图表 33：2018-2025 年中国烘焙食品市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究



### 2.1.2 竞争格局稳定，先发优势明显

海外市场参与者多为保障自身供应而设，较少直接参与市场竞争。境外植脂末生产企业以雀巢、奇异鸟、超级集团为主，分别位于瑞士、荷兰和新加坡，生产的植脂末产品主要供应其主业，如雀巢旗下的植脂末生产公司主要为雀巢咖啡供应咖啡伴侣，奇异鸟作为荷兰皇家菲仕兰公司旗下的子公司，主要为其乳制品供应植脂末。植脂末仅为其布局上游供应链的细分原料产品之一，并不是市场直接参与者，故海外竞对较少。

国内竞争格局稳定，先发优势与规模优势为核心。境内植脂末生产企业主要分为两部分，一部分为海外食品巨头在国内设的分公司，如无锡超科、江苏皇室食品、凯美瑞等；另一部分为较早进入植脂末市场的本土成长企业，集中设立于我国奶茶行业发展初期，成为国内植脂末市场的主要供应来源，同时部分企业具有出口业务。**国内领先的植脂末生产商经过多年的研发积淀与规模积累，已在产品配方、关键工艺、生产规模、客户基础上具备先发优势，后续企业较难赶超故已形成稳定的竞争格局，其中佳禾食品 2018 年国内市场占有率 14.33%，出口市场占有率 26.85%，已成长为国内植脂末市场龙头企业。**

图表 34：植脂末行业境内竞对情况

企业名称	成立时间	主营业务	基本情况	专利
无锡超科食品有限公司	2003 年 4 月	植物末	注册资本 4185 万美元，截至 2016 年末总资产 6.14 亿元，净资产 5.07 亿元，2016 年营收 6.43 亿元，净利润 0.68 亿元	6 项发明专利和 7 项实用新型专利
江苏皇室食品工业有限公司	2004 年 12 月	咖啡、植脂末、麦片等	2019 年末总资产 1686.53 亿菲律宾比索，净资产 951.85 亿菲律宾比索，2019 年营收 1341.75 亿菲律宾比索，净利润 101.15 亿菲律宾比索	——
凯美瑞食品（南通）有限公司	2014 年 2 月	乳制品、消费食品	注册资本为 3442.80 万欧元，截至 2019 年末的总资产为 95.04 亿欧元，净资产为 45.62 亿欧元，2019 年度营业收入为 72.41 亿欧元，净利润为 5.67 亿欧元	2 项发明专利和 3 项实用新型专利
广东文辉生物科技有限公司、上海文辉食品工业有限公司	2009 年 2 月	植脂末	注册资本为 3000 万人民币	12 项经授权的实用新型专利权
诸城东晓生物科技有限公司	2004 年 12 月	玉米淀粉、食用葡萄糖、麦芽糖浆、麦芽糖醇、植脂末	注册资本为 8000 万人民币	5 项发明专利和 33 项实用新型专利
江西恒顶食品有限公司	2006 年 2 月	大米和五谷粗粮深加工及植脂末	注册资本为 10000 万人民币	2 项发明专利和 20 项实用新型专利
山东天久实业集团有限公司	2006 年 7 月	植脂末、麦芽糖、果糖、淀粉糖	注册资本为 1200 万人民币	7 项发明专利权、18 项实用新型专利权

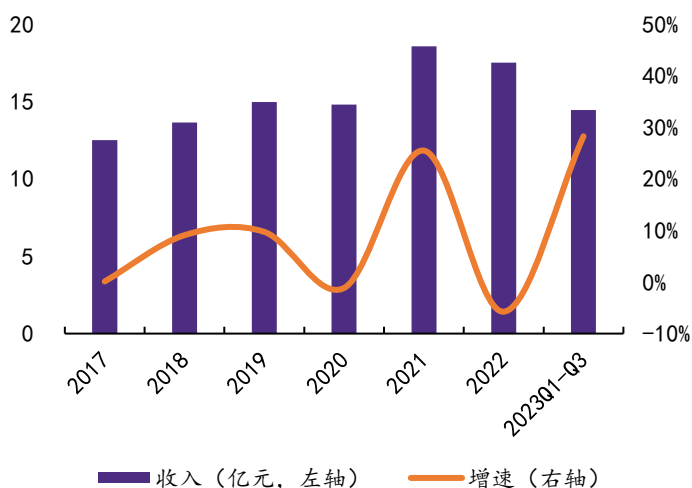
资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

健康化与多样化消费趋势不变，植脂末品质与工艺要求不断提高。目前零反式脂肪酸的植脂末逐步被下游客户采用，在健康化趋势下，预计后续将替代含反式脂肪酸的植脂末。另外，随着新式茶饮市场的不断发展及规模的不断扩大，下游客户对植脂末生产企业的大规模生产能力、先进研发技术、保证统一品质口感及满足定制化需求的要求持续提高，**中小企业竞争力逐步减弱，预计后续集中度将进一步提高，头部生产企业在不断的品质与工艺精进下扎实稳步提高市场份额。**

## 2.2、研发优势利于品牌沉淀，产能充足助力市场开拓

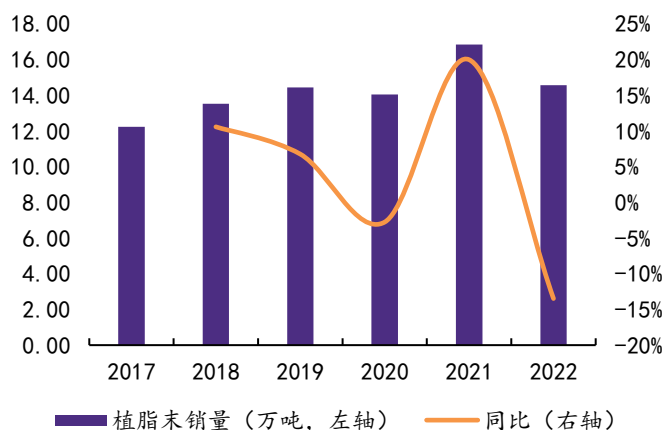
销量易受客户经营影响，吨价持续上升。2023Q1-Q3 公司植脂末业务收入 14.44 亿元，同增 28.25%，主要原因为 2023 年以来现制茶饮板块消费复苏明显，同时 2022 年疫情影响下基数较低。量价拆分看，2022 年植脂末销量 14.57 万吨，同减 13.47%，主要系疫情影响下客户业务量减少所致；2017-2022CAGR 为 3.57%，长期维度保持平稳增长。2022 年植脂末吨价 1.20 万元/吨，同增 8.92%，自 2019 年呈上升趋势，价格提升为收入增长驱动力。四季度因 2022 年同期基数逐步抬升，植脂末收入压力渐显，全年预计仍保持双位数增长，后续在工业客户开发力度加大、茶饮客户保持稳定的基础上，植脂末业务预计保持稳定增长。

图表 35：2017-2023 前三季度植脂末业务收入及增速



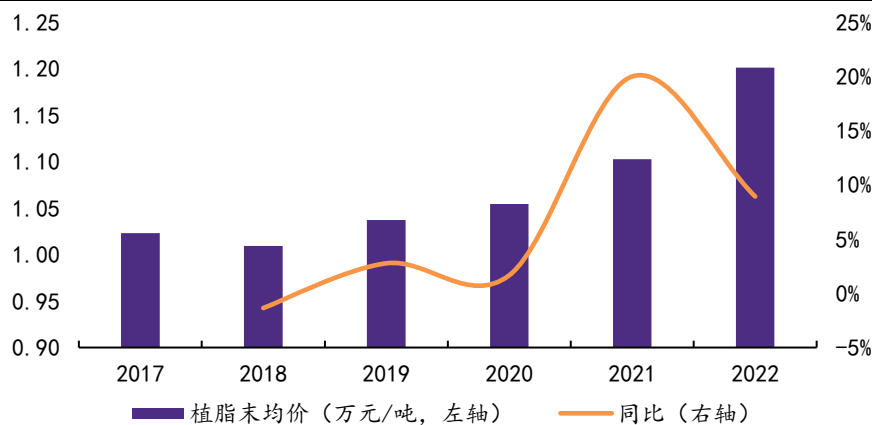
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 36：2017-2022 年植脂末销量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 37：2017-2022 年植脂末均价及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

### 2.2.1 客户类型持续更迭，把握议价权为核心

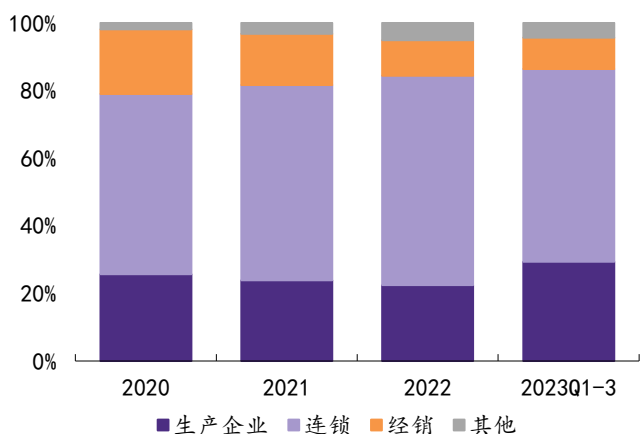
连锁客户为主，加大工业客户开拓力度。公司客户结构发展分为三个阶段：1) 2018 年以前，以统一、香飘飘为代表的食品工业企业为主，为液体奶茶、固体奶茶的生产提供产品；2) 2018-2022 年，随着现制茶饮市场的快速发展，茶饮连锁客户成为公司主要客户，如 2020 年前三季度前五大客户中四家均为茶饮连锁客户（蜜雪冰城、古茗、Coco、沪上阿姨）；3) 由于现制茶饮市场规模扩大，头部连锁茶饮品牌议价权逐步提高，易对公司毛利造成影响，2023 年以来，公司再次加大对工业客户的开拓，以标准化产品供应提高自身议价权，2023 前三季度工业客户占比达 29.38%，同比提升 7.58pct；同时茶饮连锁方面稳定大客户开拓小客户。另外，过去出口业务基本占公司收入 20%以上，2018 年最高占比达 34.07%，后在疫情影响下出口收入占比萎缩至 2022 的 13.77%，2023 年以来体现出口复苏迹象，前三季度占比提升至 14.23%，后续出口比重预计将持续提高。

图表 38：主要客户由食品工业客户转向茶饮连锁客户

2017年前五大客户				以食品工业客户为主转向以茶饮客户为主	2020年1-9月前五大客户			
客户名称	销售产品	销售金额(万元)	占销售收入比重		客户名称	销售产品	销售金额(万元)	占销售收入比重
统一企业(中国)投资有限公司	植脂末、速溶咖啡粉	14148.5	10.34%	➔	河南大咖食品有限公司	植脂末、其他固体饮料	9209.78	7.29%
香飘飘食品股份有限公司	植脂末、速溶咖啡粉、其他固体饮料	11151.57	8.15%		浙江古茗科技有限公司	植脂末、速溶咖啡粉、其他固体饮料	7509.51	5.94%
上海肇亿商贸有限公司	植脂末	7658.77	5.60%		上海肇亿商贸有限公司	植脂末	6942.31	5.49%
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	2841.52	2.08%		上海臻黔贸易商行	植脂末、其他固体饮料	6166.29	4.88%
温岭市良山商贸有限公司	植脂末、其他固体饮料	2335.84	1.71%		益世润城(湖北)商贸有限公司	植脂末	4499.26	3.56%

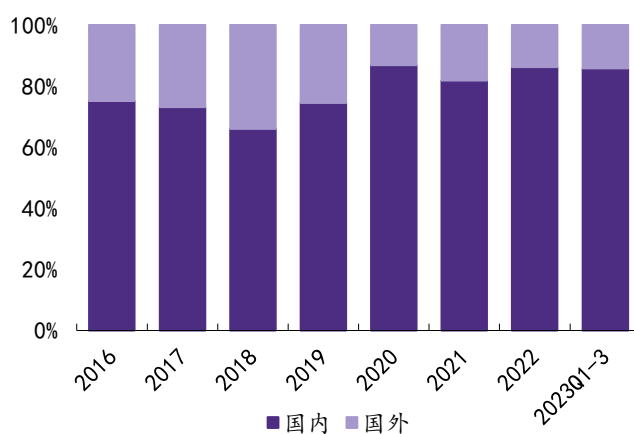
资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 39：2020-2023 前三季度总收入客户结构



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 40：2016-2023 前三季度总收入国内外分布

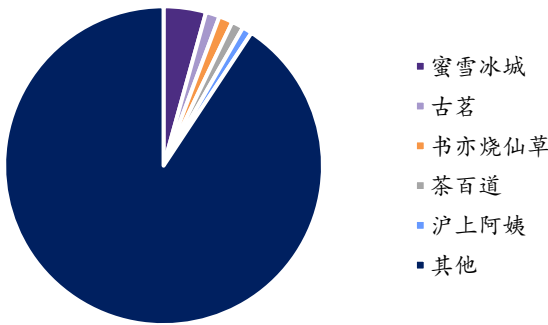


资料来源：WIND，华鑫证券研究

下游连锁茶饮竞争激烈，追求客户结构多元化。2022 年公司前五大客户销售占比达 40.82%，主要系连锁现制茶饮品牌占比较高，我们认为茶饮连锁品牌关于原料需求的未来

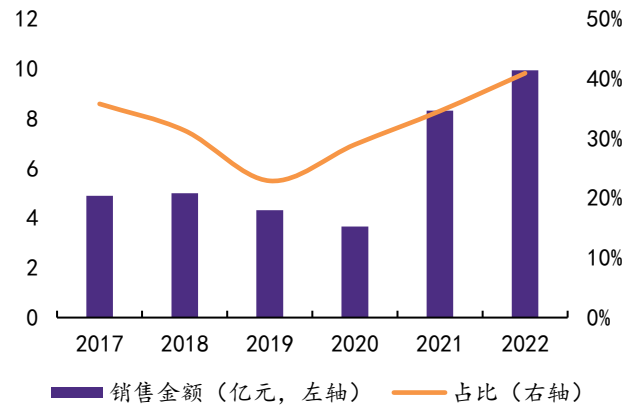
发展趋势为：1) 头部竞争加剧&低价策略下需做好成本控制，预计在向上游供应链挤压利润的同时要求合作方具备较强的定制研发能力；2) 全行业竞争格局相对分散，腰部客户数量多且价位带集中在中低端，标准化产品即能满足其需求。佳禾目前顺应行业发展趋势，在稳固好已规模化大型茶饮连锁门店需求的基础上，将通过经销商加大对中小规模茶饮店的布局，而公司过去在与头部品牌合作的过程中积累的口碑效应亦能发挥部分作用。2023 年整体效果不及预期主要系经济环境弱复苏下更加考验中小茶饮店的抗风险能力，部分门店受损；后续预计通过客户结构的多元化巩固植脂末业绩水平，保持平稳增长。

图表 41：2022 年现制茶饮行业市占率（门店数口径）



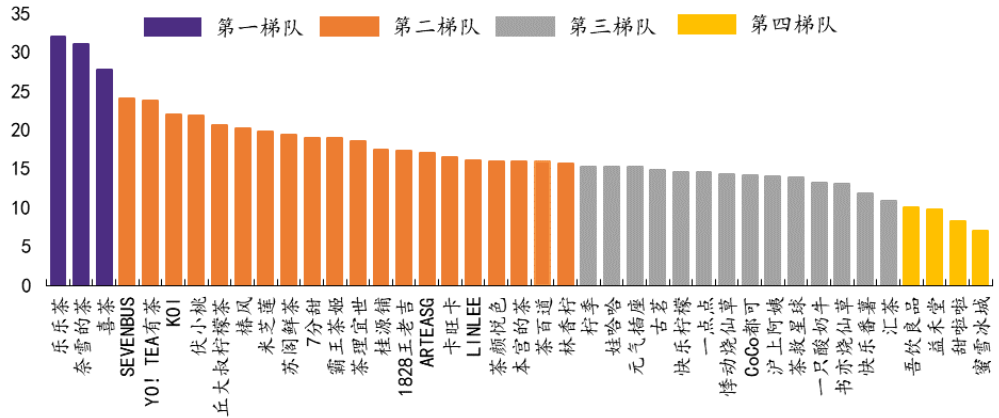
资料来源：勤策消费研究所，华鑫证券研究

图表 42：2017-2022 年前五大客户情况



资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

图表 43：2021 年主要茶饮品牌客单价对比（元）



资料来源：NCBD，华鑫证券研究

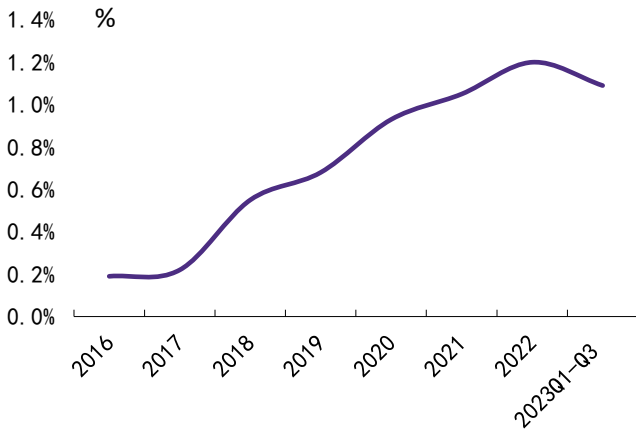
### 2.2.2 研发实力强，定制化能力满足大客户需求

研发能力强，技术业内领先。2022 年公司研发费用率为 1.20%，较 2016 年提升 1.01pct，研发投入力度持续提升，植脂末产品亦于 2021 年已被认定为江苏省“专精特新”产品，获“江苏精品”认定，产品专业认可度高。公司目前设立 2 个研发中心，苏州研发基地负责原材料、产品配方等基础研发，上海研发基地负责应用性研发，研发基地配备专业研发团队。同时未来将继续加强自身研发实力，1) 公司上市时募投项目之一“新建研发

中心”计划投资 5274.50 万元，其中包括募集资金 3552.72 万元，目前已投 136.81 万元，原预计于 2023 年 4 月建设完成，考虑到行业技术快速发展，公司调整部分设备和实施地点，预计于 2024 年 12 月建设完毕。2) 2023 年 5 月，公司获批设立国家级博士后科研工作站，加快产学研创新成果转化。

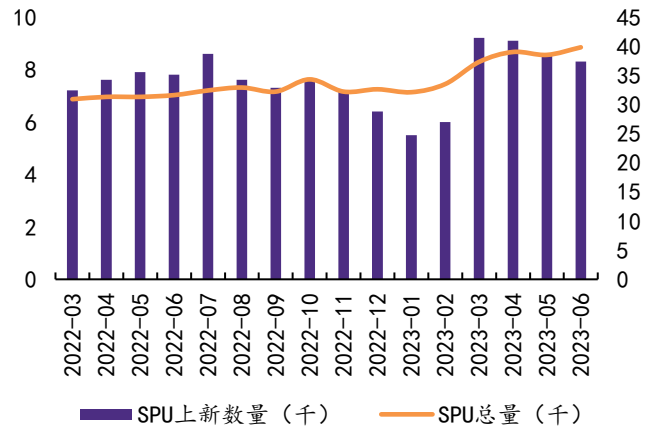
**大客户定制需求高，强研发提高客户粘性。**公司对研发的重视和投入除了带来直接的产品品质提升外，还有利于公司满足推新速度快、同质化竞争激烈的新茶饮企业对于定制化产品的需求，提升客户粘性。根据咖门，2020 年以来大型连锁茶饮品牌产品上新数量普遍提升，体现多元消费需求及激烈竞争环境催化下茶饮口味的多样化趋势，大型连锁茶饮客户往往配备研发团队，同时要求上游供应商提供定制化服务。截至 2021 年年底，佳禾拥有门店数大于 1000 家的连锁类客户超过 10 个。针对大型连锁客户的定制化需求，佳禾具备完整的研发链条与服务，从场景、口感到类别定制开发客户需要的不同产品，提供包括配方、规格、包装及全产业链在内的集成化供应，具备研发优势。

图表 44：2016-2023 年前三季度公司研发费用率



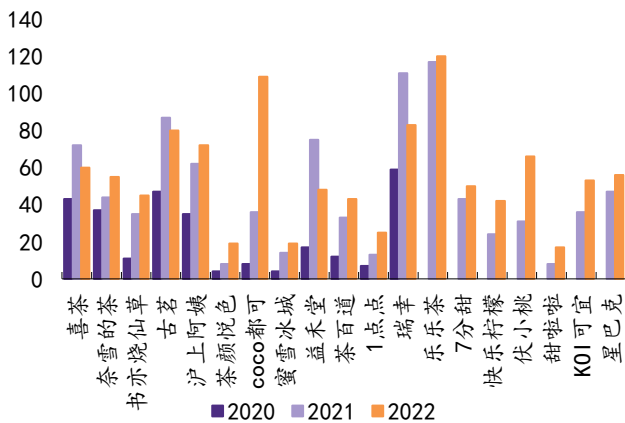
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 45：美团外卖新茶饮头部品牌上新数及总量增长情况



资料来源：美团外卖，中国连锁经营协会，华鑫证券研究

图表 46：2020-2022 年奶茶品牌产品上新数量 (个)



资料来源：咖门，华鑫证券研究

图表 47：公司研发成果

技术名称	技术特点	阶段
油脂包埋—微胶囊化技术	用于提升植脂末产品的溶解性、流动性及复原乳状液稳定性	大批量生产
高固形物料浆技术	减少生产配料用水时使料浆乳化形状稳定，实现较低含水率	大批量生产
喷雾干燥粉体化技术	采用喷雾干燥技术实现产品的粉体化成型	国家实用新型专利
冷溶植脂末技术	出冷溶植脂末产品，能够实现在冰水混合物 (0°C) 中良好溶解	小批量生产
复合固体饮料技术	固体饮料色泽均一，速溶性、稳定性良好，减少干燥后混料工序	小批量生产
冷萃冰滴咖啡技术	将冰水均匀地滴在咖啡粉上，采用低温和 8-12 小时长时间萃取工艺，最大限度保持咖啡浓郁香气、提升柔和口感	小批量生产

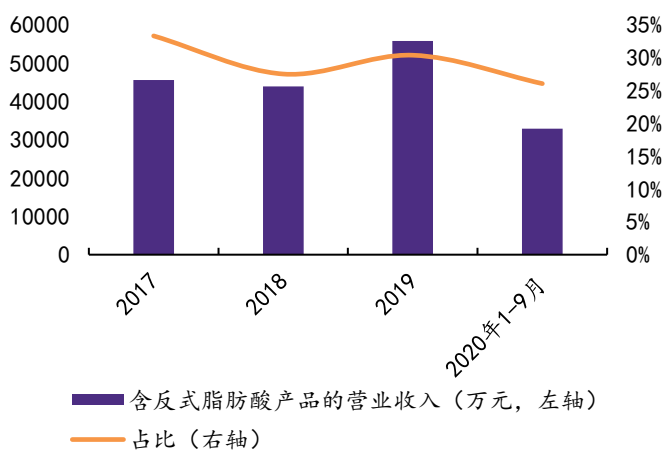
资料来源：公司招股书，华鑫证券研究



### 2.2.3 产能供应充足，标准化产品开拓中小客户

全面停售含反脂产品，高性价比体现成本管控优势。2019 年佳禾推动《零反式脂肪酸行动计划》，分三步走实现去反式脂肪酸。由于反式脂肪酸来源于原材料氢化大豆，佳禾开发出以精炼代可可脂替代氢化大豆油作为植物油原材料，实现生产风味与氢化大豆油产品接近、且不含反式脂肪酸的植脂末，截至 2022 年，公司 95.22% 的销售收入来源于零反脂产品，并已全面停售含反脂产品。零反产品一方面顺应健康化趋势，符合消费者拒绝反式脂肪酸的现状；另一方面能取得更高溢价，价格区间在 19-40 元不等，普遍集中在 21-26 元；而非零反产品价格区间普遍在 15-19 元。横向比较看，佳禾的零反产品具备一定的性价比优势，价差较非零反产品小，同时提供多种口味产品，对中小规模客户吸引力较强。

图表 48：含反式脂肪酸产品收入及占比



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 49：完成 0 反式脂肪酸行动计划



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

图表 50：零反与非零反产品价格对比

零反式脂肪酸产品			含反式脂肪酸产品		
品牌	产品	单价 (元/kg)	品牌	产品	单价 (元/kg)
晶花 (佳禾)	T50 植脂末	19.00	文辉	D50 植脂末	15.80
	T90 植脂末	20.00		D98 植脂末	16.40
	C80 植脂末	22.00	落枝花	80A 植脂末	16.80
超科 (Super 食品)	cs935 植脂末	19.00	广禧	A80 植脂末	16.72
	cs966 植脂末	20.00		T90 植脂末	17.20
广禧	A90 植脂末	22.50	恒顶	A30 植脂末	15.06
	A95 植脂末	23.80		T60 植脂末	19.30
落枝花	90A 植脂末	21.00	盾皇	005 奶茶专用植脂末	17.94
	奶茶专用植脂末	26.00	饮力健	005 奶茶专用植脂末	18.30
三花 (雀巢)	三花植脂末	39.90	盾广鲜	特调植脂末	18.46

资料来源：京东，淘宝，华鑫证券研究

拥抱市场需求，不断进行产品升级。2023 年 7 月 28 日，拥有超 3000 家门店的茶饮品牌霸王茶姬公布其大单品的配料表，其中用于调节口感的“冰勃郎非氢化基底乳”0 氢化植



物油、0 反式脂肪酸，获得消费者一致好评。2023 年 11 月 21 日，佳禾上市两款顺应茶饮“真”、“轻”时代的健康化产品即卡丽玛牛乳和轻乳奶油，卡丽玛牛乳在原奶基底产品 0 反的基础上做到 0 氢化并含 4% 优质乳蛋白，口感亦较普通牛奶更醇厚顺滑，符合当下健康化消费习惯，同时体现公司较强的研发力与较快的响应速度。

图表 51：霸王茶姬公布产品原料为 0 氢化植物油



资料来源：霸王茶姬官方微信公众号，华鑫证券研究

图表 52：“卡丽玛牛乳”产品介绍



资料来源：公司官方微信公众号，华鑫证券研究

**标准化产品布局全面，打造一站式供应服务。**佳禾与大客户的合作带来口碑效应的同时，定制化开发经验亦能促进其研发能力及市场需求敏感度的提升，能定期为中小客户提供符合当下需求热潮的标准化菜单，如 2023 年秋冬推出的“牛乳系列”及“椰子系列”应用方案。另外，“晶花”品牌除供应标准化植脂末产品外，还包括即食冻、奶油&奶基底，冷冻饮品制作料、饮品小料制作料等创意产品，为中小客户提供标准化门店菜单的同时提供配套标准化原料，为其采购缩短时间及节约成本，体现一站式产品供应能力，同时标准化产品占比的提升亦将提高公司自身的盈利能力且更利于原料与库存管理。

图表 53：“晶花”品牌标准化产品分布



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 54：公司 2023 年秋冬菜单应用及椰子系应用方案

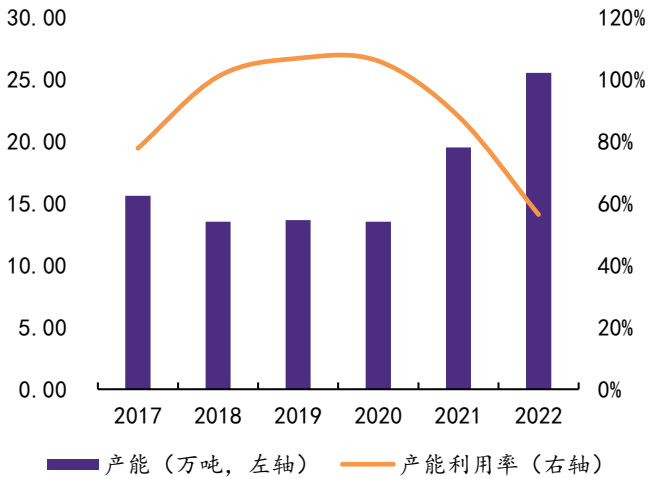


资料来源：公司官方微信公众号，华鑫证券研究

积极扩张产能并推进数字化车间改造，高效率生产下满足市场需求。公司过去面临产

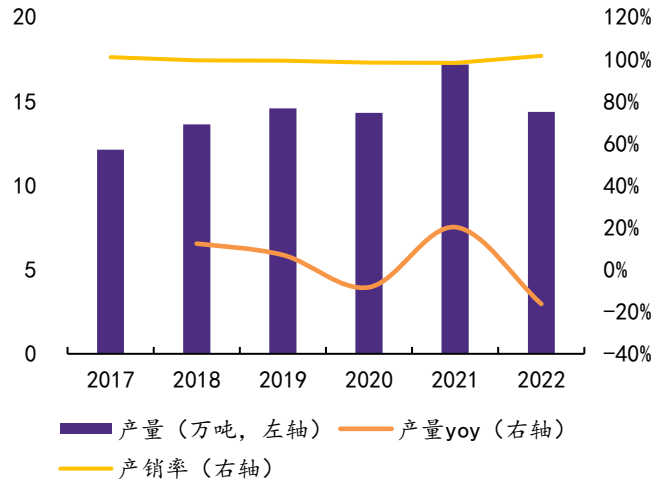
能瓶颈，2019 年产能利用率高达 107%，2021 年投资建设“年产 12 万吨植脂末生产基地”项目，已于 2022 年 1 月正式投产；另外“年产 12 万吨植脂乳化制品项目”分两期建设，一期产能目标 6 万吨/年已具备投产能力。截至 2022 年底公司粉末油脂总产能达 25.5 万吨/年，产销率 101.45%，产能利用率 56.33%，有较大的提升空间，预计随着产能利用率的提升，盈利能力将持续提升。同时公司积极推进“数字化工厂项目”，在生产管理、安全管理、质量管理、设备管理、财务、营销、运营等维度开展数字化提升、降本增效。

图表 55：2017-2022 年佳禾植脂末产能及产能利用率



资料来源：WIND, 公司招股书, 华鑫证券研究

图表 56：2017-2022 年佳禾植脂末产量、同比及产销率



资料来源：WIND, 公司招股书, 华鑫证券研究

### 3、咖啡业务：品类战略切换顺畅，生产能力筑高壁垒

#### 3.1、咖啡市场扩容趋势明朗，中下游均有增长空间

##### 3.1.1 下游附加值最高，现磨咖啡与精品咖啡为增长主线

咖啡产业链价值分布清晰，下游品牌端位于利益分配顶层。下游直接触达和培育消费者，具备更高的品牌溢价；中游目前以咖啡熟豆供应为主，粗加工技术壁垒较低故以量取胜、品质制胜；上游以产地为关键，全球咖啡习惯培育较成熟叠加供应量充足，议价权较低。

**1) 咖啡生产上游**主要为种植咖啡豆、采摘咖啡果后初加工为咖啡生豆，咖啡豆主要分为阿拉比卡豆、罗布斯塔豆，产量分别占比 70%、30%，后者咖啡因含量更高故口味更苦，前者脂肪与含糖量更高且口味更多样，故价格通常更贵。由于咖啡上游技术壁垒低、咖啡豆供应充足，产业价值链较低故利益分配较低，仅占咖啡生产全链条的 1%。

**2) 咖啡生产中游**主要包括粗加工与精加工，粗加工即将咖啡生豆放置在不同时长与温度下烘焙为咖啡熟豆，分为浅烘、中烘与深烘；精加工为在咖啡熟豆的基础上进行研磨、

萃取、干燥等操作，产出物为各种咖啡制品或中间品。中游参与者一般分为第三方工厂和品牌自有工厂，由于精品咖啡消费习惯仍在培育起步期，故目前中游以供给咖啡熟豆居多，技术壁垒较量产精品咖啡低，利益分配为生产链条的6%。

**3) 咖啡生产下游**为各咖啡品牌商和消费者，若将下游按消费场景分，包括对应现制咖啡的门店场景、对应速溶咖啡的自助场景与对应即饮咖啡的便携场景。下游利益分配占比93%，主要系下游品牌效应强带来更高的品牌附加值和溢价，尤其大型连锁咖啡品牌具备更高的议价权，以星巴克、瑞幸为代表的现磨咖啡品牌亦向上游延伸以保障供应链稳定性。

图表 57：咖啡产业链及价值链一览

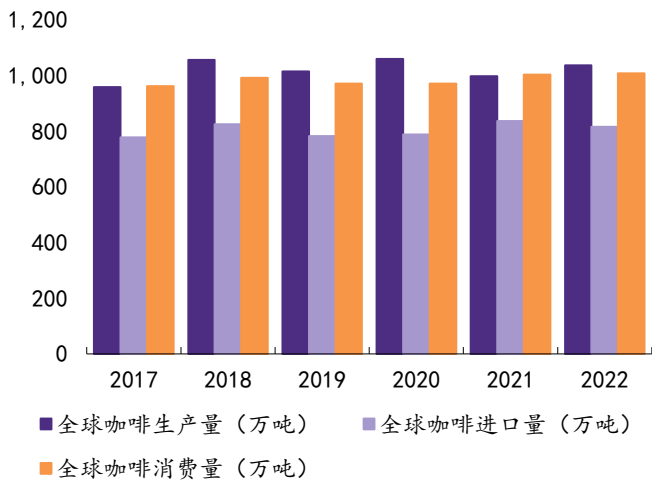


资料来源：阿里新服务研究中心，艾媒咨询，USDA，华鑫证券研究所

全球咖啡市场规模增长平稳，产地风味区隔明显带来多元品种。根据中国食品报，2022 年全球咖啡产业市场规模超 4000 亿美元，产业规模庞大。从量上看，2022 年全球咖啡产量/进口量/消费量分别为 1036.50/816.02/1007.67 万吨，2017-2022 年 CAGR 分别为 1.57%/0.96%/0.93%，供略大于需并处于稳定缓慢增长阶段，其中 2021 年全球最大的咖啡豆生产国巴西遭遇严重干旱，咖啡豆产量骤减，2022 年有所恢复。从结构上看，2022 年全球咖啡豆/速溶咖啡/烘焙及磨碎咖啡进口量占比分别为 83.73%/12.80%/3.47%，咖啡豆消耗量占比高；另外 2017-2022 年全球咖啡豆/速溶咖啡/烘焙及磨碎咖啡进口量 CAGR 分别为 0.70%/1.50%/5.66%，烘焙及磨碎咖啡进口量复合增速突出。从产区分布上看，咖啡主要种植于以赤道为中心的南北纬 25 度环绕地带，其中，美洲产区以巴西、哥伦比亚、危地马拉等为代表，风味柔和平衡；非洲产区以埃塞俄比亚、卢旺达等为代表，醇厚圆润，风味多样；亚洲产区以越南、印度、中国云南等为主，风味含土味、巧克力及甜味。从产地占

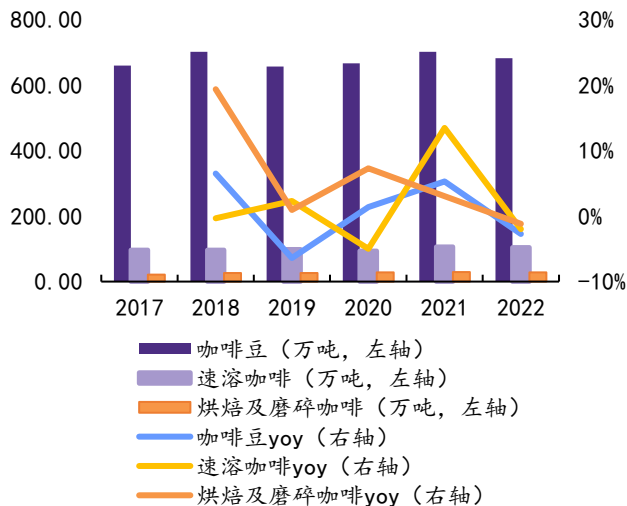
比上看, 2022 年全球咖啡产量 CR3/ CR10 分别为 61.02%/87.96%, 分布较集中, 其中巴西为第一大咖啡生产国, 占比 36.24%。

图表 58: 2017-2022 年全球咖啡产量、进口量及消费量



资料来源: USDA, 华鑫证券研究

图表 59: 2017-2022 年全球咖啡进口量细分规模及增速



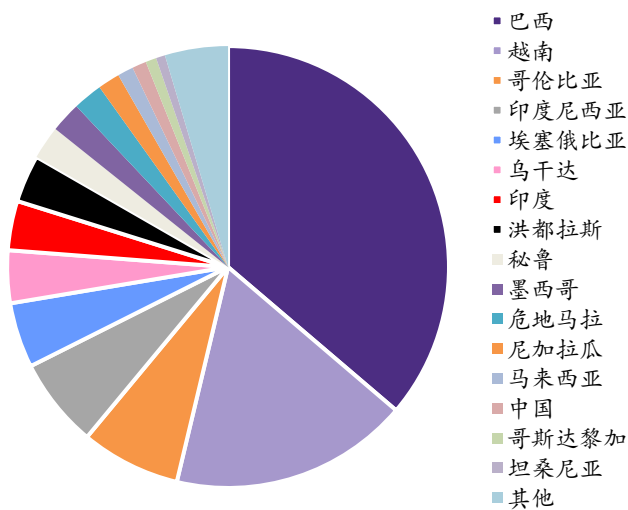
资料来源: USDA, 华鑫证券研究

图表 60: 全球咖啡产地分布



资料来源: 消费界, 华鑫证券研究

图表 61: 全球咖啡主要生产国及产量占比



资料来源: USDA, 华鑫证券研究

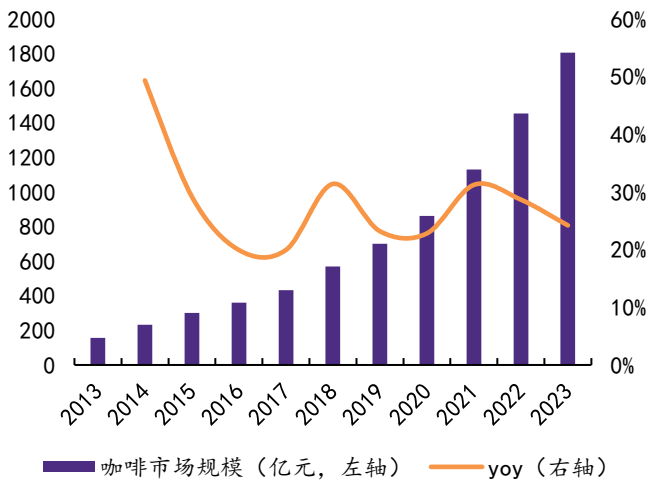
我国咖啡市场快速增长, 人均消费提升空间足。根据中国连锁经营协会, 2023 年我国咖啡市场规模为 1806 亿元, 同增 24.21%, 2013-2023CAGR 为 27.75%, 处于快速增长阶段。  
从需求端看, 2022 年我国人均咖啡消费杯数为 11.30, 为全球平均水平的 15.03%, 为日本/越南/印度尼西亚等亚洲地区的 5.45%/9.75%/18.17%, 咖啡人均消费水平较低与我国根基深厚的饮茶文化、咖啡单价长期保持较高水平、大众消费习惯培育速度较慢有关, 2023 年以来低价咖啡与咖啡饮料化、大众化推进速度加快, 人均消费提升空间充足同时驱动力亦强。

咖啡进口比重较大, 云南产区推进精品化建设。从供给端看, 2022 年我国咖啡生产量/进口量/消费量分别为 10.80/22.80/28.80 万吨, 2017-2022 年 CAGR 分别为 -



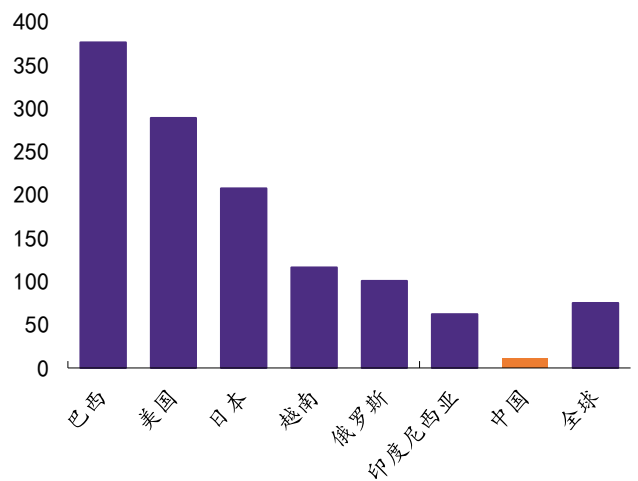
1.59%/7.52%/10.60%，对进口依赖程度较高。我国咖啡生产以云南产区为主，2022年云南产区咖啡产量占全国98.70%，以小粒咖啡为主。过去云南产区投入少、未引入专业检测机器故标准化程度低；商业豆定价系统受纽约期货影响较大，同时基础设施建设薄弱，咖农种植意愿不强；长期为雀巢和星巴克两大咖啡巨头供应品种上限较低的咖啡豆，以满足其对速溶咖啡的需求，对云南产区产量与品质均造成影响。近两年云南省政府重视度持续提升、产区机械化程度提高、对咖农培训专业化提升、推进精品化加工以延长产业链，云南产区技术不断精进、品质持续提升、实现产品多样化，标准化与精品化持续深入。

图表 62：2013-2023 年中国咖啡市场规模及增速



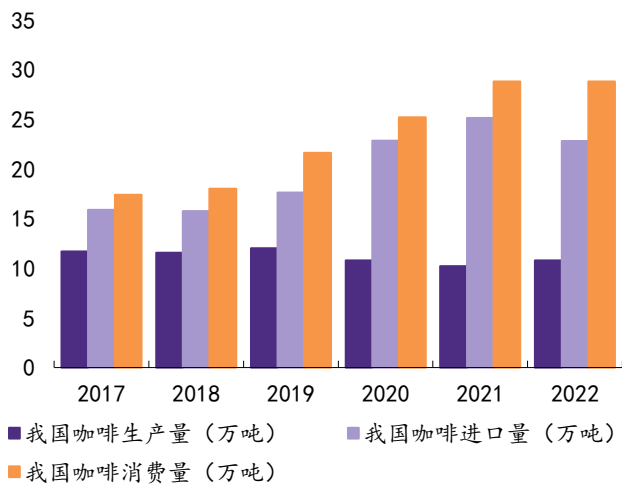
资料来源：消费界，中国连锁经营协会，华鑫证券研究

图表 63：2022 年全球及不同国家人均咖啡消费杯数



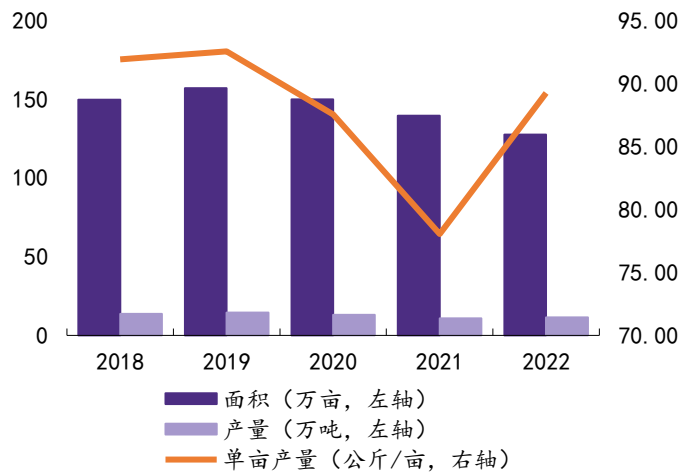
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 64：2017-2022 年我国咖啡产量、进口量及消费量



资料来源：USDA，华鑫证券研究

图表 65：2018-2022 年云南省咖啡生产情况

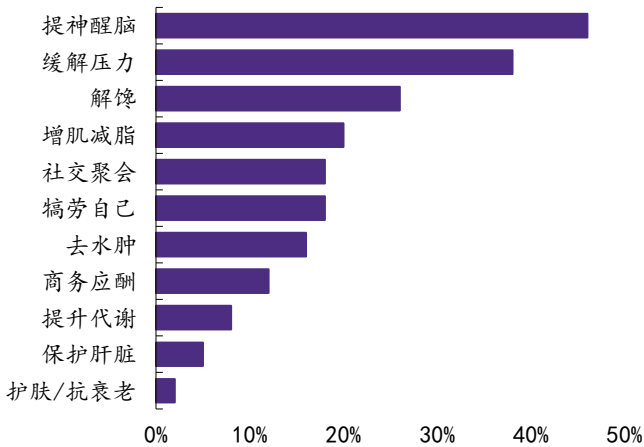


资料来源：云南省农业厅，华鑫证券研究

**未来我国咖啡市场由供需共同驱动，增长确定性强。1) 需求端：咖啡具有上瘾性、功能性，形成较强的消费粘性与复购率。**根据极光数据，消费者饮用咖啡目的中“提神醒脑”与“缓解压力”分别占比 46%、38%，体现咖啡因带来的强功能性；根据 CBNDATA，我国消

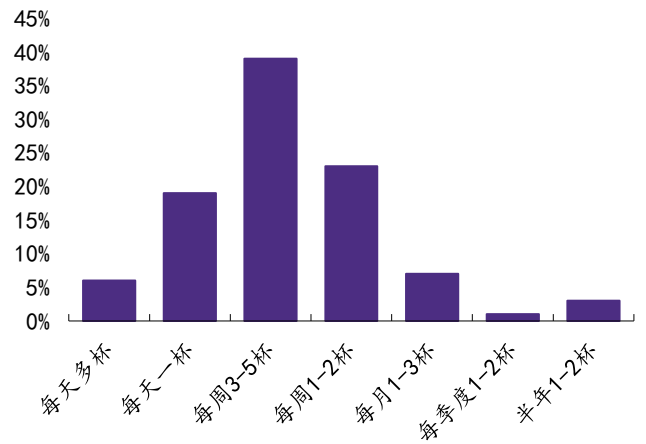
费者饮咖每周 3-5 次和 1-2 次分别占比 39%、23%，体现咖啡高复购率。**2) 供给端：国际咖啡豆供应量充足，同时国内产区向标准化精品化转型利于咖啡品牌成本管控。**随着云南产区生产标准化持续提升叠加国潮热，星巴克、雀巢、瑞幸等咖啡品牌开始向云南产区采购咖啡豆，价格优势、运输成本优势均有所体现，同时有效保障产品质量。**3) 供需共振：低价策略与联名造势刺激需求，口味多样与下沉开发市场满足需求。**  
 ①2023 年库迪与瑞幸 9.9 元优惠的推出将现磨咖啡市场由“高价精品”&“平价商业”打入“低价大众”消费，供给端通过规模化成本管控将咖啡消费门槛降低，同时各咖啡品牌通过联名、种草加大品牌推广，为咖啡附上交友与社交属性。  
 ②“生椰拿铁”等产品的推出除带来咖啡消费热度外，衍生出的多样口味咖啡产品饮料化趋势明显，提高消费者接受程度并附加休闲属性；另外，瑞幸、幸运咖等现磨咖啡门店的下沉打开县级城市的消费市场。

图表 66：中国消费者饮用咖啡目的



资料来源：极光数据，华鑫证券研究

图表 67：中国咖啡消费者饮咖频次情况



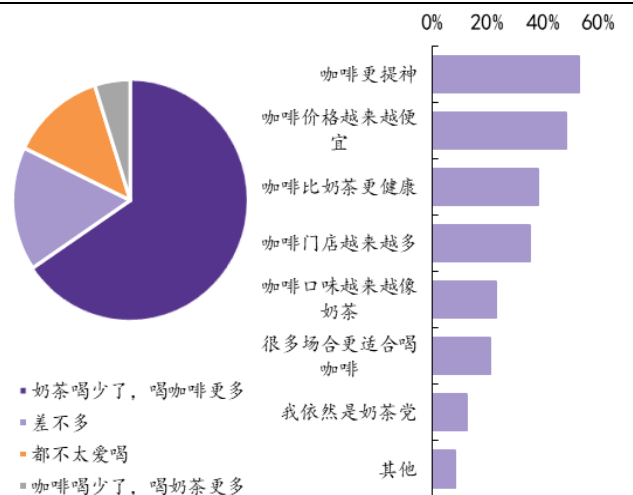
资料来源：CBNDATA，华鑫证券研究

图表 68：库迪 8.8 元&瑞幸 9.9 元&各大咖啡品牌联名活动



资料来源：咖啡沙龙，瑞幸小程序，库迪公众号，华鑫证券研究

图表 69：消费者饮用咖啡与奶茶对比



资料来源：中国新闻周刊，华鑫证券研究

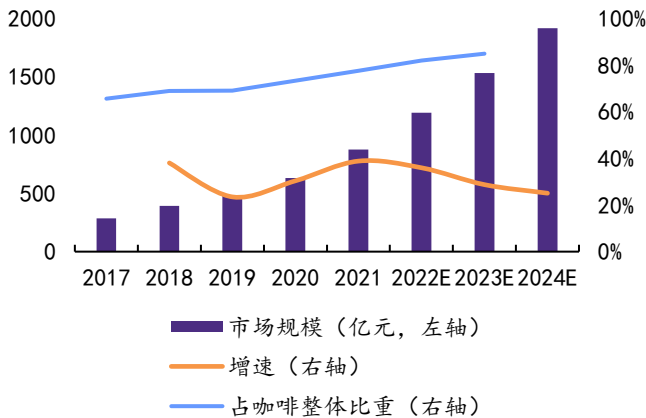
现磨咖啡增长迅猛，价格战短期催化。2023 年我国现磨咖啡市场规模达 1533 亿元，



2017-2023 年 CAGR 为 32.45%，实现快速增长。我们认为，现磨咖啡市场增长的短期催化因素为 2023 年各大现磨咖啡品牌价格战开启后，一方面带动咖啡消费大众化从而促进咖啡市场扩容，一方面推动精品速溶咖啡消费者转向低价现磨咖啡而带来结构变化，2023 年现磨咖啡市场占比达 84.88%，较 2017 年提升 19.29pct；长期根本性催化因素为咖啡消费者教育的持续深入，是供给端不断宣导下消费者对咖啡原生口感追求的表现。

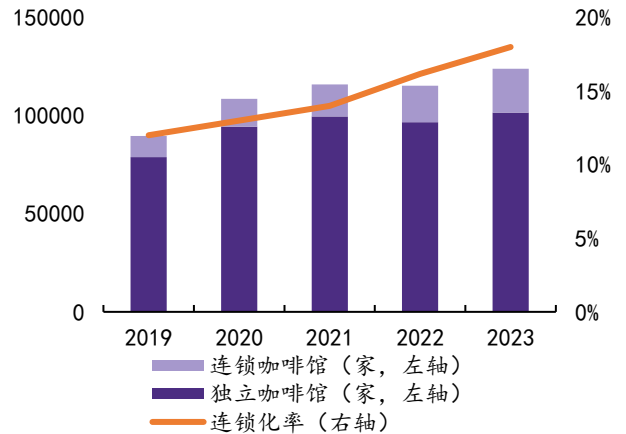
门店规模&下沉市场共同驱动，现磨咖啡将持续扩容。根据消费界，2023 年我国现磨咖啡门店预计共 12.38 万家，其中独立咖啡门店 10.16 万家，连锁化率为 17.99%，对比茶饮市场 2021 年即 40%的连锁化率仍有空间，尤其在 2023 年价格战背景下连锁咖啡门店更具供应链管控与成本优势，独立咖啡门店受到较严重挤压。同时，目前连锁咖啡品牌亦表现出明显的“长尾布局”，截至 2023 年底，门店数量靠前的瑞幸、星巴克、库迪、幸运咖门店数量分别达到 14711/7707/7380/2793 家，而多数连锁咖啡品牌门店数量仍在 1000 家以下。我们认为，未来连锁化率提升的趋势和方向不变，咖啡市场持续扩容下头部连锁品牌红利仍将持续，但中小规模门店仍有较大的增长空间与机会，增长空间主要来自于下沉市场的扩张，增长机会在于头部品牌价格战停止后消费者的需求释放。

图表 70：2017-2024 年中国现磨咖啡市场规模及占比



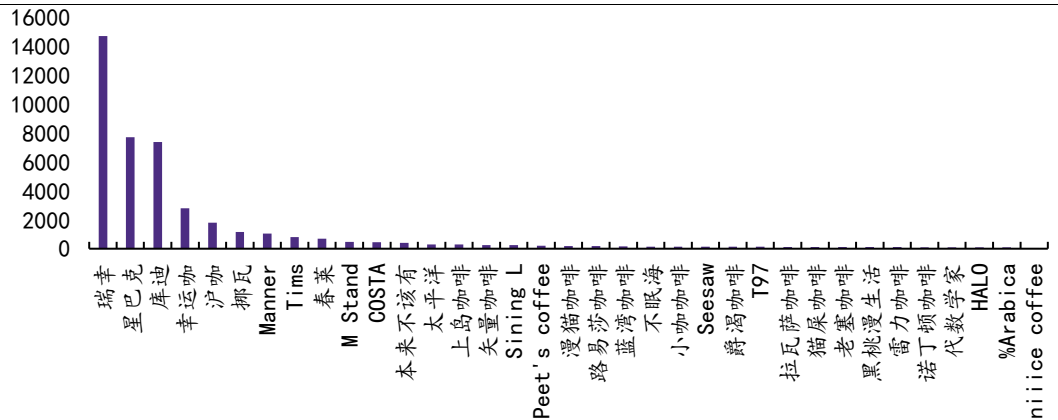
资料来源：艾瑞咨询，消费界，中国连锁经营协会，华鑫证券研究所

图表 71：2019-2023 年中国现磨咖啡馆连锁化率



资料来源：头豹，美团，消费界，华鑫证券研究所

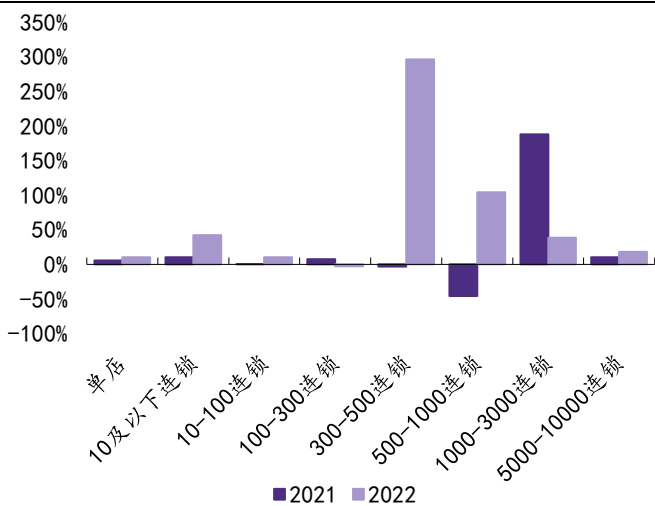
图表 72：截至 2023 年 12 月底主要咖啡品牌门店数量 (家)



资料来源：窄门餐眼，华鑫证券研究所

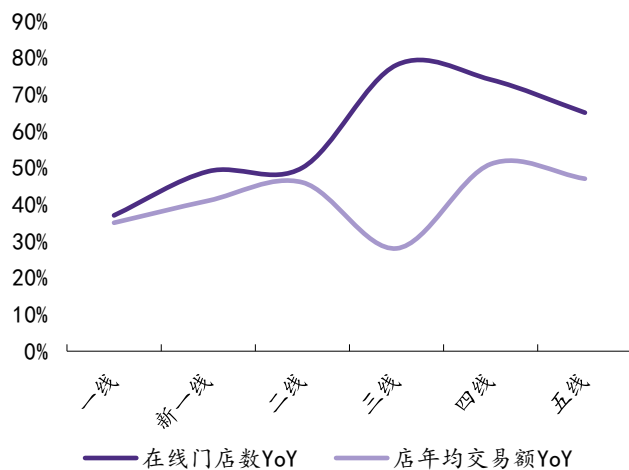
下沉市场空间足结构佳，各规模咖啡品牌均有机会。根据美团美食，2022年“300-500连锁”、“500-1000连锁”的咖啡门店数量增速最快，分别为295.97%、104.18%，中小规模连锁咖啡品牌扩张增速可观。根据CBNDATA，2022.04-2023.03三线及以下城市咖啡店门店扩张速度快，四五线城市咖啡店年均交易额增速最快，分别达51%、47%，低线城市的咖啡消费渗透率次逐步提升。未来空间上看，2022年三线及以下咖啡店仅占13.7%，下沉市场空间仍足；结构上看，瑞幸、星巴克、幸运咖三线及以下门店占比分别为27.65%、23.02%、34.59%，中小型连锁咖啡店在低线城市的布局仍能加密。我们判断，现磨咖啡市场竞争加剧态势下大型咖啡连锁品牌将继续发挥规模化优势获得增长，中小型连锁咖啡店则需针对目标消费人群提供差异化产品，在大赛道持续扩容的趋势下把握增长机会。

图表 73：2020-2022 年美团各现制咖啡门店数规模与增速



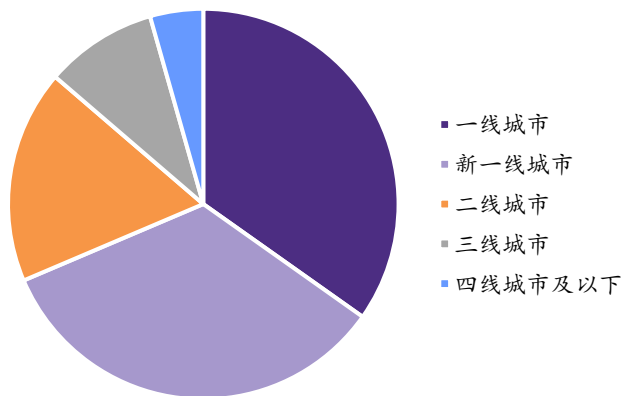
资料来源：美团美食，华鑫证券研究

图表 74：2022.04-2023.03 不同线级城市咖啡店增长情况



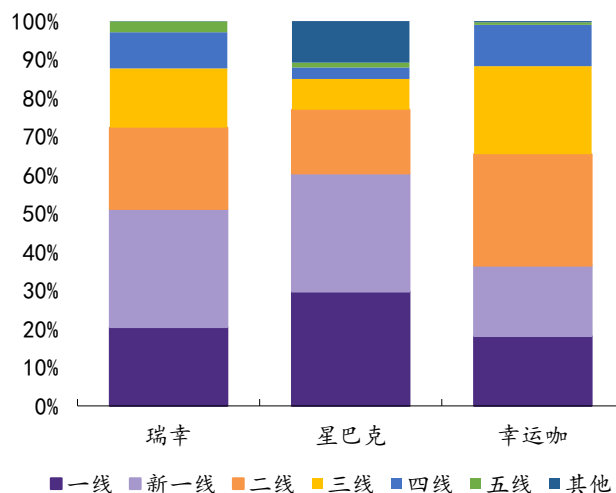
资料来源：CBNDATA，美团，华鑫证券研究

图表 75：2022 年中国不同线级城市连锁咖啡店数量占比



资料来源：窄门餐眼，艾瑞咨询，华鑫证券研究

图表 76：2022 年中国不同规模连锁咖啡门店数占比



资料来源：窄门餐眼，消费界，华鑫证券研究

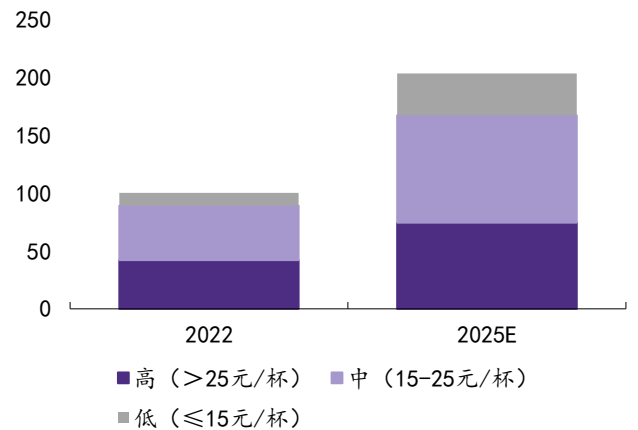
市场终将回归理性，内部结构仍有变化契机。2023 年库迪与瑞幸开启 9.9 元大战后，多家咖啡品牌均推出低价促销活动，但维持低价现磨咖啡销售需极强的供应链管理与成本管控能力，同时保持较高的单店出杯量以平摊门店固定成本，故多数咖啡品牌仅在较短的规定的期限内提供优惠。目前库迪与瑞幸仍坚持低价策略，其中瑞幸凭借优秀的供应链管理能力、庞大的门店数量、积累的品牌认知与声量较大的营销联名活动在“每周 9.9 元”的活动中更有优势，并宣布该活动至少持续两年。相比之下，库迪单品售价与成本更贴近，单杯规模化咖啡的成本为 9.55 元，单杯利润较薄的同时需保证每日 400 杯出杯量。我们认为，目前现磨咖啡的低价态势是在需求弱复苏态势叠加咖啡市场竞争加速的背景下出现的，在消费者教育逐步到位、大型咖啡品牌地位稳固后，价格战预计结束而回归到理性正常水平，根据 CBNDATA，2025 年现磨咖啡中高价位带规模仍占比 83%。而价格战的结束一方面将为中小型规模咖啡门店带来机会，另一方面为过去性价比突出的精品速溶咖啡让出部分市场。

图表 77：2023 年各咖啡品牌低价活动列示

品牌	优惠活动	开始日期	活动时间
库迪咖啡	9.9元促销	2023.2	2023.4暂停
瑞幸咖啡	每周9.9元	2023.4	2023.6宣布常态化，持续至少两年
库迪咖啡	8.8元促销	2023.4	2023.5改为天天9.9元
挪瓦咖啡	7.9元周年活动	2023.7	2023.7.15-2023.7.21
幸运咖	9.9元两杯	2023.7	2023.7.3-2023.7.30
Tims咖啡	9.9元	2023.9	2023.9.1-2023.9.28
星巴克	19.9元限时优惠		各平台接替上线

资料来源：界面新闻，聚展，南方都市报，FOODTALKS，华鑫证券研究

图表 78：2022-2025 年现磨咖啡各价格段规模占比情况

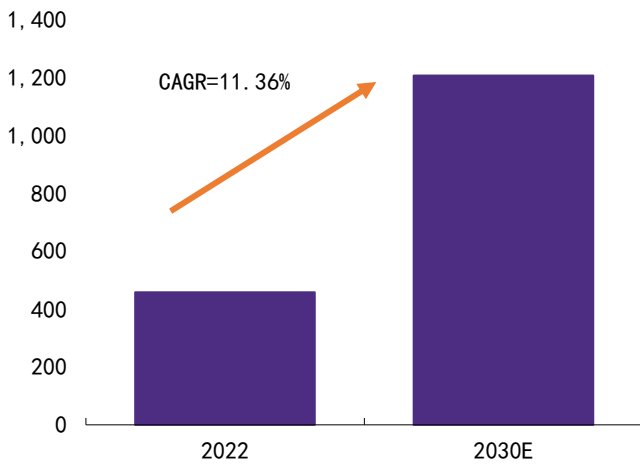


资料来源：CBNDATA，美团，华鑫证券研究

精品速溶咖啡工艺要求更高，较传统产品有更高溢价。速溶咖啡中冷萃咖啡、冻干咖啡等精品咖啡通过不同的技术工艺更好地保留咖啡风味，满足消费者在自制场景下对咖啡口味的要求，故较传统速溶咖啡能获得更高溢价，亦称为精品速溶咖啡。在现磨咖啡未实行低价策略时其平价售价在 20 元左右，中高端售价在 20 元以上，而精品速溶咖啡平均售价在 5-6 元，最高为 10 元，更具性价比的同时便携性更高，可对应家庭或办公场景。

高性价比优势短期受到挑战，未来速溶咖啡升级趋势明确。精品速溶咖啡在过去的消费热潮中实现快速增长，2021 年冷萃咖啡液、冻干咖啡粉市场规模分别为 10 亿、18 亿元，过去 5 年 CAGR 分别为在 210%、98%。而现磨咖啡价格战后价位带的下移对精品速溶咖啡造成较大影响，其高性价比优势受到挑战，销售增速下滑明显。我们认为，现磨咖啡对精品速溶咖啡的影响短期存在，但长期速溶咖啡品类内部结构升级、外部提供居家场景，精品速溶咖啡市场增长具备支撑力。根据咖啡金融网，2022 年精品咖啡市场规模为 457.53 亿美元，以 11.36% 的 CAGR 增长至 2030 年的 1205.39 亿美元，在咖啡消费发展成熟期精品速溶咖啡对传统速溶的替代趋势明确。

图表 79：2022-2030 年全球精品咖啡市场规模（亿美元）



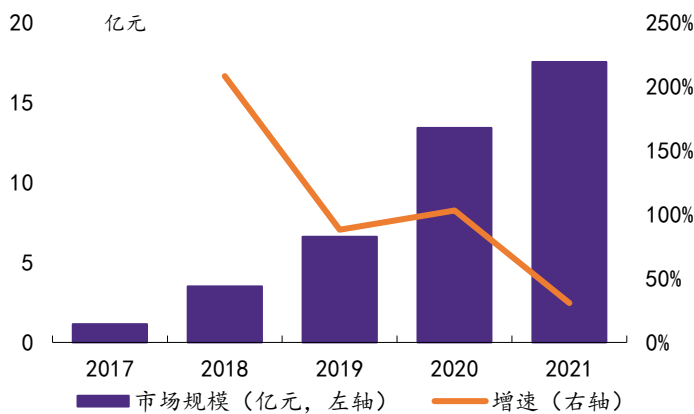
资料来源：咖啡金融网，华鑫证券研究

图表 80：2022 年淘宝直播咖啡热销品类及产品



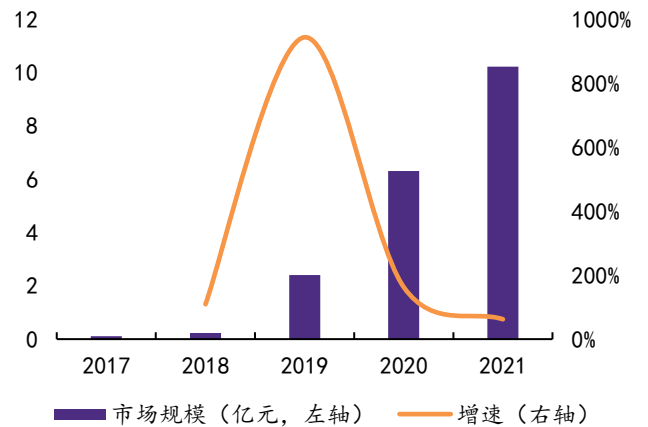
资料来源：淘宝，华鑫证券研究

图表 81：2017-2021 年中国冻干咖啡粉市场规模



资料来源：中国速溶咖啡行业现状深度分析与发展前景调研报告（2022-2029年），华鑫证券研究

图表 82：2017-2021 年中国冷萃咖啡液市场规模



资料来源：中国速溶咖啡行业现状深度分析与发展前景调研报告（2022-2029年），华鑫证券研究

### 3.1.2 中游集中度提升趋势明确，不同环节能力要求不同

**先发优势明显，中游集中度预计提升。**对应前文分析的下游两大发展趋势，自下而上延伸出对中游供应商的不同要求，现磨咖啡需要在不同烘焙程度下供应质量稳定的咖啡豆，精品速溶咖啡则需要先进技术加成且满足其定制化需求。在咖啡进入平价大众消费时代后，更考验厂家备货周转、拼配豆协调、产能规模等特点，而拥有全产业链规模化生产能力及成本优势的中游厂家更具先发优势与话语权，未来集中度预计持续提升。

**头部品牌向上延伸，中游仍有市场。**目前星巴克、瑞幸、幸运咖等大型咖啡连锁品牌均已建设自有咖啡工厂，其中瑞幸、库迪咖啡厂建成后，各大自有品牌预计共供应 16-17 万吨产能。咖啡品牌的向上扩张对第三方中游供应厂家造成一定挤压，但对应 2022 年我国 28 万吨咖啡消费量仍有较大缺口，同时咖啡消费具有增长预期。同时对应无法延伸至中上

游的中小型咖啡客户，第三方中游供应工厂在成本控制、原料管控等方面更具优势；精品速溶咖啡亦为下游重要需求点之一，市场空间潜力仍大。

图表 83：咖啡品牌建厂情况

咖啡品牌	咖啡产业链布局
星巴克	2023 年 9 月，星巴克江苏昆山咖啡创新产业园正式开启运营，覆盖咖啡豆产业链的进口、烘焙、包装、储存和物流等，投产后年产能将达到 <b>6 万吨</b> 。
瑞幸	2022 年底位于江苏昆山的烘焙基地动工，预计 2024 年建成，烘焙产能 3 万吨。投产后将依托于江苏、福建两大烘焙基地，形成年产能超过 <b>4.5 万吨</b> 的自加工烘焙供应网络。
库迪	2023 年 7 月宣布建设咖啡豆烘焙、咖啡机制造、植物基、糖浆等供应链配套项目。其中，咖啡烘焙基地年产能 <b>4.5 万吨</b> ，是目前国内最大的单体咖啡烘焙工厂，于在 2023 下半年正式投入运营。
幸运咖	建立大型咖啡烘焙工厂，配备自动化设备及机器；截至 2023Q3 末，咖啡产能 <b>1.125 万吨</b> 。
Manner Coffee	2019 年设立烘焙工厂，提供原料以及咖啡设备，目前产能利用率 1/3，完全使用的话足以供应 <b>1000-1500 家</b> 门店。
Tims Coffee	有专业的咖啡供应链，从种植、种植农培训、采摘、到自己的烘焙厂等等环节独立完成。

资料来源：壹零社，明亮公司，36 氪 pro，咖啡金融网，咖门，华鑫证券研究

**中游头部企业较稳定，全产业链生产与成本管控能力是关键。**根据 CBNDATA，目前咖啡中游参与者的前八位均较早在国内布局，具备先发优势与规模化优势，产能规模与产品稳定性、定制化技术及成本管控能力构筑其较稳固的行业地位，同时依靠原有 B 端客户基础更易于开发其他 B 端客户。从产品布局来看，多数以烘焙咖啡、挂耳咖啡为主，依靠较强技术研发能力的精品速溶咖啡布局较少，故具备从咖啡豆到冷萃咖啡液、冻干咖啡粉等一站式生产能力的企业亦更有优势。未来中游市场预计向头部集中，同时对其全产业链标准化产品生产、满足定制化功能、成本与产能管控的要求趋高。



图表 84：中游咖啡厂家主要参与者情况

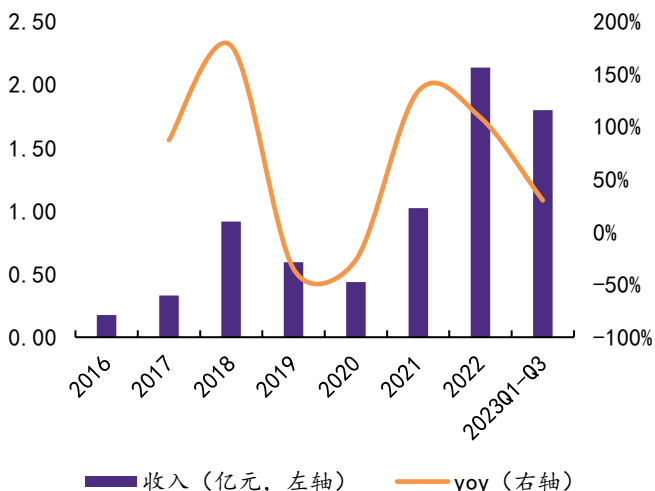
咖啡厂家	提供产品	拥有产能	工厂地	生产优势	简介
顺大	咖啡生豆全球采购、生豆物流中心、焙炒咖啡豆、咖啡挂耳包、固体饮料粉	昆山首期工厂已建设 <b>9000 吨生豆仓储以及 7 万吨咖啡烘焙产能</b>	昆山	拥有 3 台 320kg 德国 Probat 烘焙设备，突破传统深度烘焙焦苦味太重的瓶颈，实现火力加强版燃烧器与新风速冷技术冷却盘，稳定深烘质量并提高品质。	2006 年开启咖啡萃取液的研发；2014 年收购开发区弘惠食品并布局咖啡产业；2017 年在综保区设立亿政食品，2020 年 5 月完成建厂，11 月开始投产。
立宇	焙炒咖啡豆、研磨咖啡粉、咖啡提取液	咖啡烘焙产能 <b>1.5 万吨/年，咖啡萃取产能 3000 吨/年</b>	台湾、江苏、安徽	布勒清理除石设备、色选机、意大利 Brambati、德国 Probat 热风炒焙设备、连续式高压低温萃取设备、美国 MPE 滚轴磨豆机。	2002 年成立，2003 年咖啡萃取厂投产，2006 年烘焙咖啡厂投产，2011 年咖啡包装厂投产，2014 年咖啡新厂落成投产，2018 年新厂投产。
金猫	咖啡豆、挂耳咖啡、冷萃咖啡液、冻干咖啡粉	咖啡烘焙产能 <b>2 万吨/年，速溶/萃取/冻干分别为 7000/6700/70 吨/年</b>	苏州	从咖啡豆烘焙、萃取到喷雾干燥、冷冻干燥，提供咖啡全产业链解决方案，引进德国自控热风 Probat 烘焙机及进口全套 GEA 热萃线。	2001 年成立，2015 年引入德国先进咖啡生产设备，2018 年成立全资子公司金猫咖啡，2023 年发布定增投产公告。
开展	咖啡豆、滤挂咖啡、冻干咖啡粉	每年 <b>6500 吨咖啡豆，4800 万片滤挂咖啡</b> 的产量规模	上海、台湾	全国 3 座大型咖啡工厂，率先自欧洲引进无菌填充设备，全程自动化生产包装。	1996 年进入中国成立公司，旗下有恋奶球、宝珈丽糖浆、璞珞咖啡、常春奶油四大自有品牌。
喜神	咖啡豆、挂耳咖啡及冻干咖啡	<b>千吨级烘焙咖啡产能</b>	台湾、南京	国内早期拥有全自动工业 4.0 工艺，国家高新技术企业资质认定，多项咖啡技术专利。	1993 年成立于台湾。
捷荣	炒磨咖啡、速溶咖啡、三合一咖啡	每年烘焙咖啡产量超过 <b>4400 吨</b>	东莞、香港	安装电脑化咖啡生产线，配备自动系统。	1932 年成立，香港领导地位，1994 年成立珠海捷荣；2011 年建立东莞捷荣，引进巴西先进咖啡全自动产线。
金米兰	咖啡豆、咖啡粉	产能 <b>7000 吨</b>	——	全自动智能咖啡生产线，G20 杭州峰会官方选用咖啡品牌。	创立于 1995 年
阿露玛	咖啡豆、挂耳咖啡	——	上海	是中国首家导入日式滴滤式咖啡生产线的厂家。	2006 年成立，是九红株式会社在中国以日本的烘焙技术和品质管理手法的咖啡烘焙工厂。

资料来源：新浪财经，食品创新配方，人民融媒体，立宇食品公众号，开展官网，开展公众号，Foodtalks，顺企网，知己咖啡故事，京东，食品伙伴网，捷荣公司官网，金米兰公司官网，证券日报，金融界，阿拉比亚咖啡，YUDO 佑道创意，华鑫证券研究

### 3.2、布局全面紧抓赛道红利，客户开发潜在空间广阔

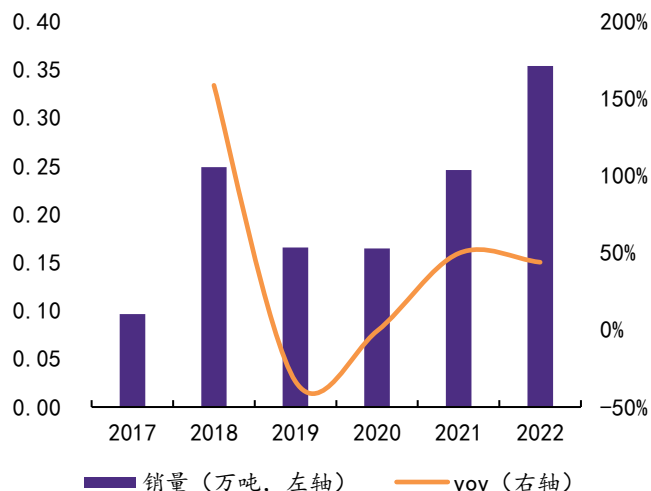
咖啡业务量价齐升，增长潜力可观。2022 年公司咖啡收入 2.14 亿元，同增 108.84%，实现翻倍增长，其中销量/均价分别同增 43.84%/45.19%，顺应咖啡行业发展态势量价齐升。2016-2022 年咖啡收入 CAGR 为 51.53%，实现高速增长，其中 2019 年因公司将咖啡业务转移至全资子公司金猫咖啡独立运作，许可证进行变更故销量有所下降。2023 年前三季度咖啡收入 1.80 亿元，同增 30.12%，增速下滑主要系下游咖啡市场结构发生变化，现磨咖啡的降价致精品速溶咖啡增长受阻，公司产品结构需调整所致。

图表 85：2016-2023 前三季度咖啡营收及增速



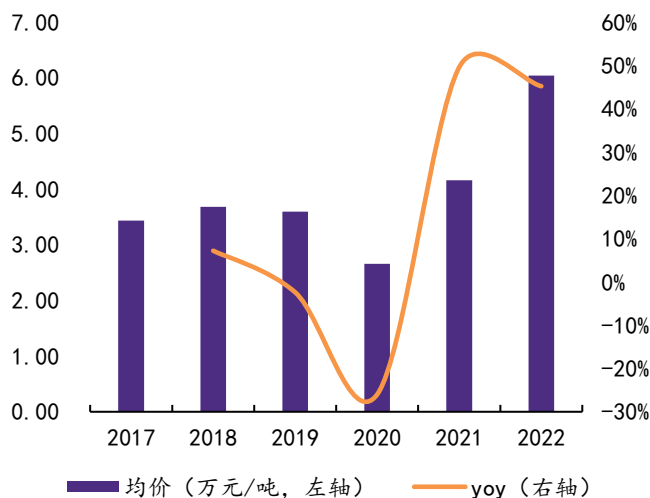
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 86：2016-2023 前三季度咖啡销量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 87：2016-2023 前三季度咖啡均价及增速




资料来源：WIND，华鑫证券研究

### 3.2.1 产品布局转换顺利，规模化优势筑高成本壁垒

设备齐全支撑全产业链布局，具备深加工产业化优势。公司目前已拥有从前端筛选、挑拣、烘焙到中端研磨、萃取及后端喷干、冻干的全产业链，1) **烘焙**：依靠自德国引入的烘焙机记录不同烘焙曲线，并将烘焙特性转化为数字反馈至电子鼻，最终与咖啡大师共同确定烘焙曲线从而形成固定生产工艺，在减少人工影响的同时最大化控制人工成本，实现全自动化标准化烘焙，且烘焙得率亦较高。目前烘焙机可达到 3 吨每小时，属于业内领先水平。2) **萃取**：热萃装备为德国进口的 GEA 八角萃取柱，冷萃装备为公司自研冰滴产业化工艺，用 0-10 度冰水进行 8-12 小时慢萃取得到 3 种规格的商业用萃取产品，为目前全国

规格最大的冷萃产线。3) **喷干&冻干**：热萃后喷干得速溶咖啡粉，冷萃后冻干得冻干咖啡粉，冻干能最大程度保留咖啡香气，但制作时间长、能耗贵，故冻干咖啡粉售价更高。

图表 88：佳禾咖啡生产设备齐全且排名靠前

设备名称	来源	介绍	设备/工艺流程图片
PROBAT 烘焙机	德国进口	自控热风 Probat 烘焙机，总产量可达 3 吨/小时，年烘焙产能 2 万吨。其中，包含 1 台大型 Neptune3000 烘焙机，单批次可烘焙 600kg 咖啡豆，可接驳电脑程序，记录 999 条不同烘焙曲线，满足客户对于不同咖啡口味和烘焙深度的定制化需求。	
GEA 八角萃取柱	德国进口	八柱萃取，更高的得率，更稳定的品质，可年产 1.4 万吨热萃咖啡液，7200 吨速溶咖啡粉。	
冷萃咖啡设备	自主研发	采用 8-12 小时冰滴工艺，可年产 6000 吨的冷萃咖啡液。	
芳香回收系统	——	把香味从咖啡液中分离出来以后，再在双级冷凝系统中被回收。拥有智能化的控制系统，更加优化了人员配置。	
超快速气相色谱电子鼻	欧洲进口	用于精密监测和调控产品的香气，帮助配比出最好的咖啡豆。	

资料来源：金猫咖啡微信公众号，华鑫证券研究

**注重后端研发，响应速度快。**除设备引进和研发外，公司亦注重后端生产技术的研究及加工，截至 2022 年底，公司拥有 63 项有效专利，其中发明专利 11 项；拥有冷萃冰滴咖啡技术、低咖啡因速溶咖啡技术、电子鼻电子舌风味检测等核心技术；研发团队中 7 人获得 Q-Grader 证书；获批建设“苏州市咖啡深加工工程技术研究中心”。设备的完善与技术的加持使公司具备全咖啡品类标准化供应的能力，同时快速响应客户需求提供解决方案。

图表 89：公司取得的部分资质认证



资料来源：金猫咖啡微信公众号，FOODTALK，华鑫证券研究

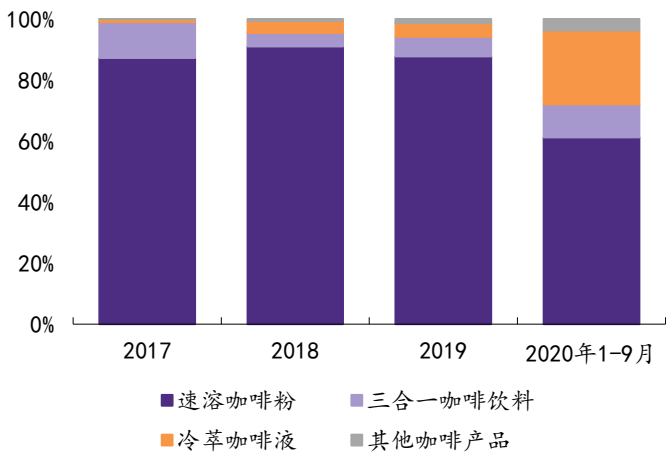
图表 90：公司取得的部分专利证书



资料来源：金猫咖啡微信公众号，华鑫证券研究

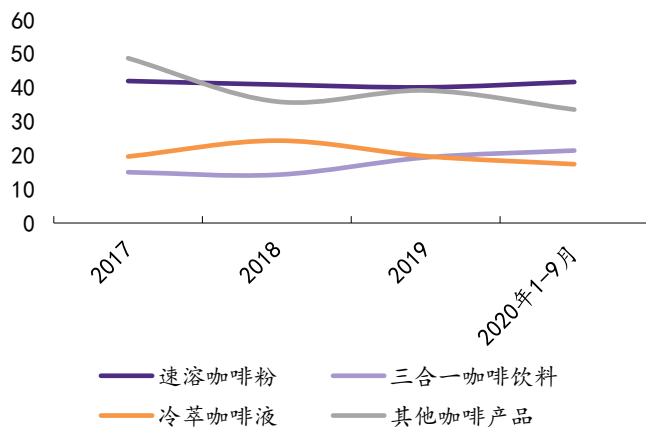
产品品类丰富，侧重方向灵活可变。2017-2019 年速溶咖啡粉收入占比在 90%左右，2020 年起冷萃咖啡液的营收占比逐步提升，主要系公司推广冷萃咖啡液从食品工业扩张至现调饮品领域的应用。截至 2022 年底，公司速溶咖啡粉收入占比已降低至 50%，精品速溶咖啡占比提升至 20%以上，包括冷萃咖啡液、冻干咖啡粉，精品速溶咖啡的战略与业务积累取得初步成功。2023 年以来，现磨咖啡市场的价格战使得咖啡市场增量结构发生变化，同时为上游烘焙咖啡豆供应商的量价带来机遇与挑战。得益于公司此前全产业链的布局，目前烘焙咖啡豆的收入占比已从此前的 10%+提升至 2023 年前第三季度的 30%，成功在较短时间内完成内部品类侧重点的转变，实现咖啡豆的深耕与规模起量。我们判断，在未来几年现磨咖啡市场快速发展的情况下，上游供应的品类中烘焙咖啡豆确为主要方向，目前佳禾已逐步向该方向转化，而在咖啡的大众消费者教育日趋完善下，对应家庭场景的精品速溶咖啡需求仍有空间，公司前后端生产均有布局和优势。

图表 91：2017 年至 2020 年 1-9 月各咖啡品类收入占比



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 92：2017 年至 2020 年 1-9 月咖啡品类均价 (元/kg)



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

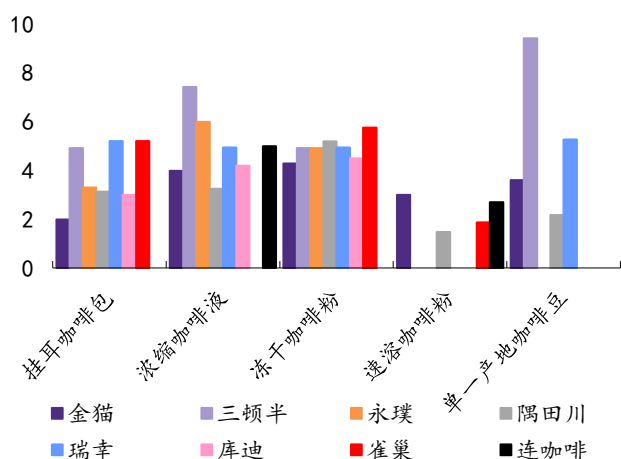
产品矩阵覆盖 BC 两端，成本优势带来高性价比。公司产品除面向 B 端的烘焙咖啡豆、研磨咖啡粉、速溶咖啡粉、冷萃咖啡液外，亦以“金猫”品牌推出 C 端产品，包括条包冷萃咖啡液、冻干咖啡粉及咖啡豆，目前以线上销售为主，后续预计将推出 RTD 即饮咖啡，进一步扩大 C 端销售规模。与目前市场主流的 C 端咖啡品牌相比，金猫各咖啡品类的单杯价格普遍较低，同时产品品质仍在线，如 20 倍超浓缩咖啡液单价仍低于其他品牌 15 倍浓缩咖啡液，主要得益于公司规模化生产下较强的成本管控力。我们认为，精品速溶咖啡的消费痛点在于较现磨咖啡更有性价比的同时，较传统速溶咖啡的口感和风味更接近现磨，对品质有一定要求，故高性价比同时品质保障的产品具备差异化优势。

图表 93：金猫咖啡产品矩阵

面向客户	产品名称	产品介绍
B 端	烘焙咖啡豆	单品咖啡豆、意式咖啡豆。选用采自全球优质产地的生豆，Probat 烘焙机烘焙，连续两年荣获 IAC 金奖
	研磨咖啡粉	挂耳、过滤包。均为新鲜烘焙，辅以充氮工艺保留新鲜口感
	速溶咖啡粉	冻干咖啡粉、速溶粉。拥有低酸、高甜的口感，醇厚度高
	咖啡浓缩液	冷冻款。采用真空浓缩工艺，风味稳定
	冷萃咖啡液	冷冻款、常温款。100%阿拉比卡咖啡豆，Q-Grader 把控品质
C 端	条包冷萃咖啡液	9°C+9h，低温慢冷萃，保留咖啡真本味
	小喵杯冻干咖啡粉	在冷萃液基础上进行冷冻干燥，保留本味之余，还能更久保存，让消费者能够随时随地享用一杯精品咖啡
	IAC 金奖咖啡豆	IAC 金奖是咖啡届的奥斯卡

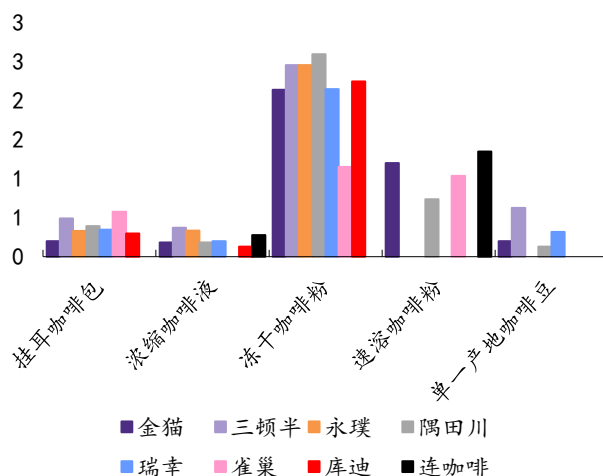
资料来源：金猫咖啡微信公众号，华鑫证券研究

图表 94：主流咖啡品牌单杯价格（元/杯）



资料来源：淘宝，华鑫证券研究  
注：浓缩咖啡液为15倍浓缩咖啡液，佳禾速溶咖啡粉为三合一

图表 95：主流咖啡品牌单价（元/ml&元/g）



资料来源：淘宝，华鑫证券研究  
注：浓缩咖啡液为15倍浓缩咖啡液，佳禾速溶咖啡粉为三合一

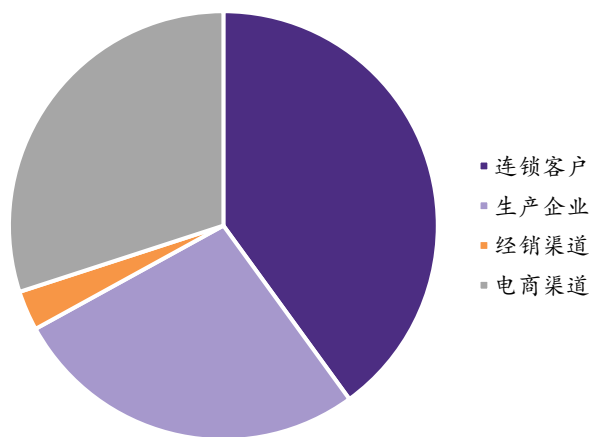
### 3.2.2 大客户释放品牌效应，产能扩张支撑需求增长

与大客户合作建立示范效应，中小客户下沉市场潜力仍大。目前公司拥有库迪、连咖



啡、奈雪、Seesaw、M stand 等客户，各客户的咖啡品类需求不同，其中，向库迪供应从粗加工的咖啡豆到深加工的冷萃咖啡液、冻干咖啡粉等全链路的咖啡产品，且提供“一键代发”服务。该模式目前已较成熟，后续有望复制至其他中小客户以形成口碑传导效应。1) 目前公司连锁客户占比分散，以点对点开发为主，**在此前为知名大客户供应产品的品牌效应加持下，与中小型连锁客户合作更有竞争力。**2) 随着咖啡奶茶化、饮料化的趋势持续，茶饮连锁品牌、邮局纷纷推出咖啡产品，如沪上阿姨、古茗、Post Coffee 等，往往仅作为新增布局而非重点业务，故对供应商定制化能力及产能要求较高，**佳禾在植脂末业务中积累的茶饮客户便易成为咖啡业务新增量，节约沟通成本的同时提高双方效率。**

图表 96：2023Q3 咖啡业务客户占比

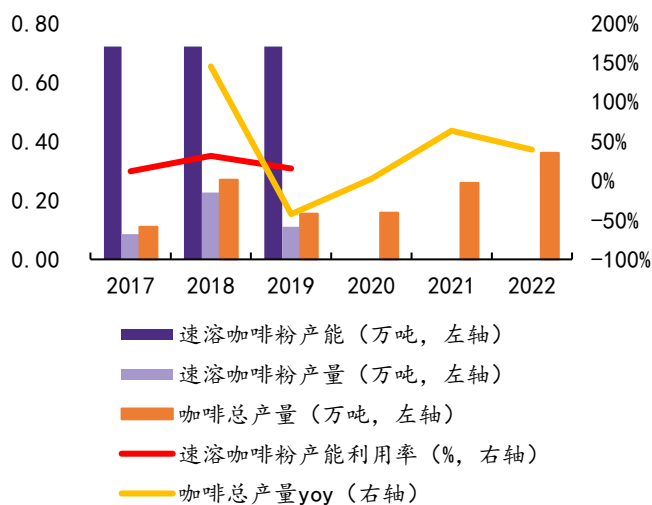


资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

**积极应对市场变化，有效扩大咖啡产能。**公司目前拥有 7200 吨速溶咖啡生产线、6000 吨冷萃咖啡、70 吨冻干咖啡和 20000 吨焙烤咖啡豆产能，另外 2023 年 5 月发布定增公告，募集 7.5 亿元资金中 5.5 亿元用于咖啡扩产项目，建成后新增年产 16000 吨焙烤咖啡豆、3000 吨研磨咖啡粉、8000 吨冷热萃咖啡液、10000 吨 RTD 即饮咖啡和 610 吨冻干及混合风味咖啡的产能。**公司扩产目前以咖啡豆为主，预计单独打造新的咖啡豆烘焙产线以应对现磨市场需求，同时传统速溶与精品速溶各工段品种做好常规扩产工作。**

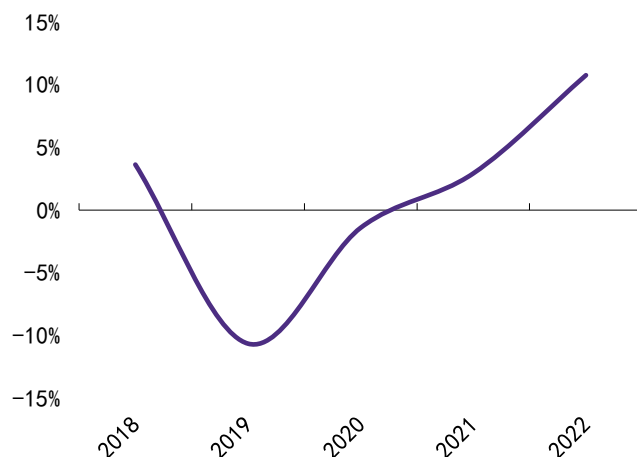
**产能利用率叠加原料价格控制力提升，毛利率具备上升空间。**目前冻干产能利用率 80% 左右，速溶产能利用率 30% 左右，对应 2022 年 10.76% 的咖啡业务毛利率，未来咖啡豆规模扩大后，产能利用率的提升有望带动毛利率进一步提升。另外，公司咖啡豆未来以阿拉比卡豆为主，采购地主要为巴西、越南和云南等，目前已与云南当地的咖啡生产基地合作，公司直接采购，尽量减少中间环节以降低成本；海外产区通过大型贸易商进行采购，利用锁价锁单机制保持咖啡豆价格的稳定。**我们判断咖啡业务仍处于产能爬坡期，同时通过期货盘稳定咖啡豆价格，预计后续达到 15% 毛利率为较合理水平，仍有提升空间。**

图表 97: 2017-2022 年咖啡产量情况



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 华鑫证券研究

图表 98: 2018-2022 年咖啡业务毛利率



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 99: 咖啡业务产能建设

咖啡品类	已投入使用产能 (吨)	咖啡品类	拟扩建产能 (吨)
速溶咖啡	7200	烘焙咖啡豆	16000
冷萃咖啡	6000	研磨咖啡粉	3000
冻干咖啡	70	冷热萃咖啡液	8000
烘焙咖啡豆	20000	RTD 即饮咖啡	10000
		冻干及混合风味咖啡	610

资料来源: 2021 年年报, 公司向特定对象发行股票证券募集说明书 (申报稿), 华鑫证券研究

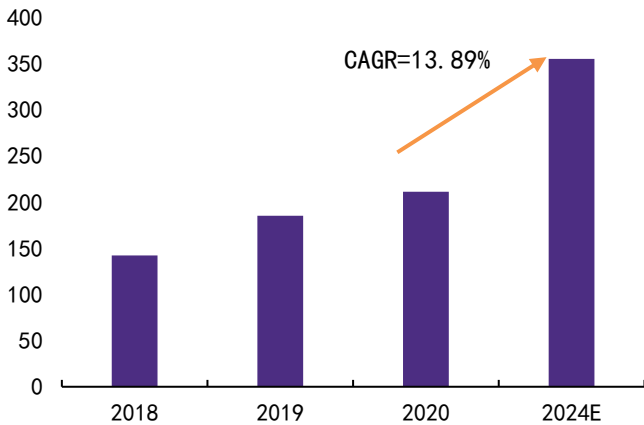
## 4、植物基及其他业务: 提前布局第三曲线, 有望实现轮动增长

### 4.1、燕麦奶增长潜力大, 差异化品牌或迎机遇

#### 4.1.1 植物基饮市场基础深厚, 燕麦奶贡献新增长点

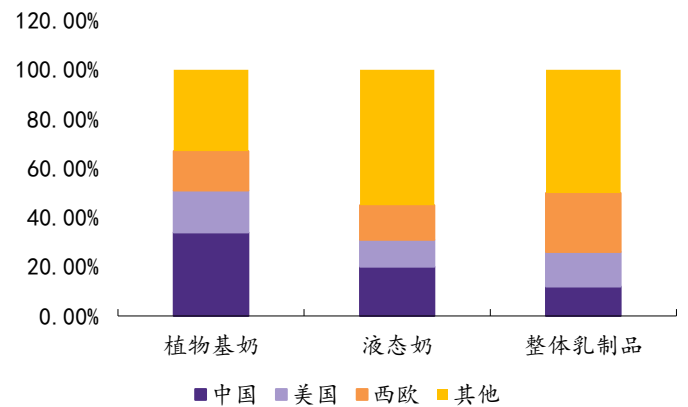
全球植物基市场稳步增长, 我国植物基奶市场占比最高。植物基是将植物蛋白作为替代蛋白的食物和饮料, 如植物基肉、植物基奶等, 其中, 植物基饮品包括大豆、燕麦、椰子等植物蛋白。近几年植物基食物的消费逐步起势主要是其健康属性带来的, 富含维生素、膳食纤维等健康的功能性成分的同时, 相对动物性食物中饱和脂肪、胆固醇等危险因素较少。目前全球植物基市场从市场探索期逐渐进入迅速推广期, 根据 Research and Markets, 2024 年全球植物基市场规模预计 355 亿美元, 较 2020 年 CAGR 为 14%, 处于稳步增长阶段。根据艾媒咨询数据, 2020 年我国已成为全球最大植物基奶市场, 占比已高于液态奶市场。

图表 100：2018-2024 年全球植物基市场价值统计（亿美元）



资料来源：RESEARCH AND MARKETS, 町芒研究院, 金融界, 华鑫证券研究

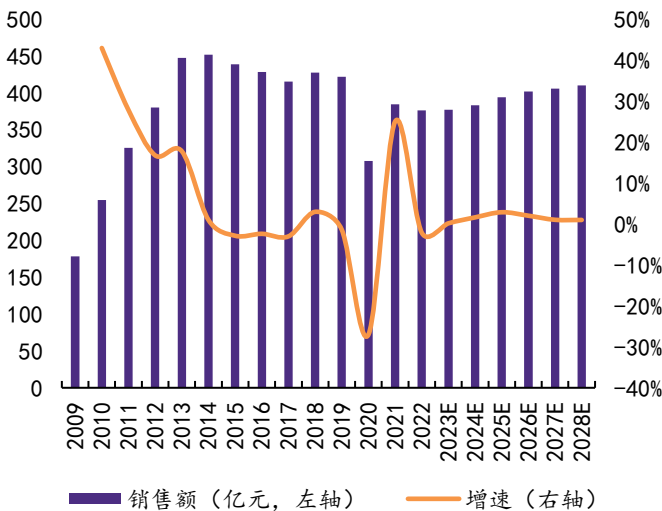
图表 101：2020 年全球整体乳制品、液态奶及植物奶市场规模拆分



资料来源：艾媒咨询, 华鑫证券研究

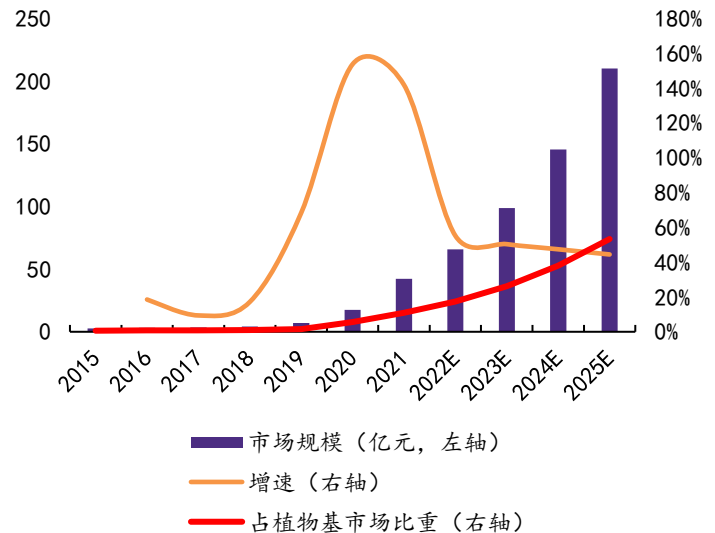
**国内植物基饮市场稳定增长，燕麦奶增长潜力大。**根据欧睿数据，2022 年我国植物基饮市场规模 376.38 亿元，预计 2028 年可突破 400 亿元，市场规模稳定增长，主要系过去以核桃、杏仁为代表的植物蛋白已建立较好的消费者认知，形成稳定消费习惯，而燕麦奶的增长为我国植物基饮市场带来新增量。根据艾媒咨询，我国燕麦奶市场规模近几年实现快速增长，2023 年市场规模预计为 98.6 亿元，同比增长 50.30%，2015-2023 年 CAGR 为 56.79%，占植物基饮市场比重亦持续提升。

图表 102：2009-2028 年我国植物基饮市场规模及增速



资料来源：欧睿, 华鑫证券研究

图表 103：2015-2025 年中国燕麦奶行业市场规模及增速占比



资料来源：艾媒咨询, 华鑫证券研究

**健康价值高，需求增长持续性强。**从消费人群来看，牛奶可能引起乳糖不耐症、牛奶蛋白过敏、素食主义相关问题，故植物基饮成为乳糖不耐受人的选择，对于追求健康日常减脂、素食人群亦有较好帮助。根据春雨医生，我国乳糖不耐受者占比国民总数 22.4%，疑似乳糖不耐受者占 25%。**从营养价值来看**，植物乳能量含量一般低于牛奶主要系其所含乳糖

较少，同时燕麦奶膳食纤维含量约 10%，远高于其他类谷物，利于降低血浆胆固醇和低密度脂蛋白胆固醇。我们认为，随着消费者健康意识提升，富含膳食纤维且其他营养素维持较高水平的燕麦奶受到青睐，主要系消费者健康意识提升且替换部分牛奶不耐受人群的需求所致，而非简单的消费热潮，驱动力持续向上确定性强。

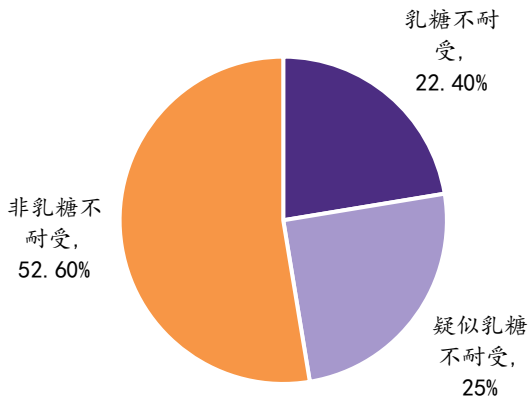
应用场景绑定现制门店，供给端推力较强。从应用场景来看，根据阿里数据平台，燕麦奶已与咖啡、奶茶成强关联性，2018 年燕麦奶第一大供应商 OATLY 进入中国，从独立精品咖啡馆入手，推出咖啡大师燕麦奶作为咖啡现调标配逐步出现在各咖啡馆中，2020 年与星巴克合作推出 OATLY 燕麦奶拿铁，口碑效应实现有效传导。燕麦奶与咖啡结合的原理为燕麦奶中的菜籽油具备乳化作用，中和咖啡苦味的同时使咖啡口感更醇厚浓郁，而杏仁奶、豆奶等其他植物基饮易与咖啡中的酸产生反应而导致分层。2022 年 OATLY 推出茶饮大师燕麦奶，专为现制茶饮定制，并陆续与现饮奶茶品牌合作。OATLY 从 B 端切入燕麦奶市场，在扩大应用场景的同时便于大范围启动消费者教育，一定程度提升消费者对燕麦奶的接受度。

图表 104：牛奶与市售非乳制植物性牛奶替代品中 250ml 的能量和营养素值（平均±标准偏差）

品类	碳水化合物 (g)	蛋白质 (g)	脂质 (g)	纤维 (g)	能量 (Kcal)	铁 (mg)	钙 (mg)	钠 (mg)
牛奶	12.08 ± 0.58	8.22 ± 0.55	9.00 ± 0.50	-	160 ± 2.5	0.24 ± 0.01	303	119.2 ± 6.29
大豆乳	6.39 ± 4.33	7.83 ± 1.72	4.40 ± 1.46	1.16 ± 0.49	101 ± 21	-	300 ± 150	90.7 ± 41.4
杏仁乳	5.47 ± 5.90	1.97 ± 1.06	4.45 ± 1.32	1.16 ± 0.69	73 ± 30	5.25	273 ± 145	14.3 ± 46.1
燕麦奶	19.78 ± 4.01	2.33 ± 0.85	2.55 ± 0.81	1.54 ± 0.96	117 ± 13.3	-	288 ± 148	90.2 ± 66.6
大米乳	26.50 ± 5.54	0.82 ± 0.55	2.66 ± 0.72	0.89 ± 0.86	135 ± 19	-	288 ± 147	85.6 ± 14.8
椰子乳	4.19 ± 2.98	0.53 ± 0.46	4.86 ± 1.85	1.25 ± 0.32	71 ± 38	-	280 ± 27	85.6 ± 22.3

资料来源：《2023 年中国燕麦奶白皮书》，华鑫证券研究

图表 105：全国乳糖不耐受人群占比



资料来源：全国乳糖不耐受大调研，华鑫证券研究

图表 106：2023 年燕麦奶关联云词



资料来源：阿里数据平台，华鑫证券研究

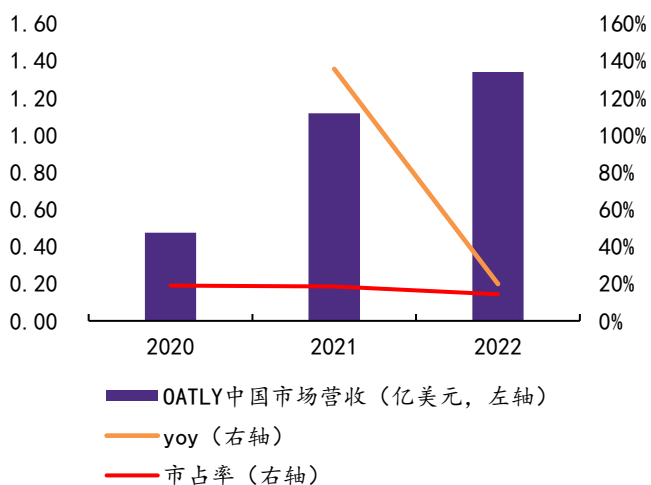
#### 4.1.2 参与者共同培育市场，品牌定位与认知为破局关键

市场扩容早期，竞争格局分散。根据 CBNDATA，燕麦奶市场参与者可分为 OATLY、达能等国际知名品牌，伊利、蒙牛等国内传统品牌，每日盒子、Oatoat、非常麦等新兴品牌三大梯队，并形成 B 端和 C 端两大销售渠道。目前燕麦奶市场竞争格局分散，多数品牌进入市场时间较短，随市场扩容而提升规模。其中，OATLY 因较早进入市场，同时进行渠道与品

类创新，精进产品工艺，已在燕麦奶市场形成较好的消费者认知和渠道基础。根据 OATLY 公告，2022 年燕麦奶在中国市场实现营收 1.34 亿美元，2020-2022 年 CAGR 为 68.04%，在中国燕麦奶市场市占率为 14.30%，基本保持稳定。除 OATLY 外，部分品牌如伊利、OATOAT、每日盒子通过持续营销或较强的基础资源获得一定市场基础，其他燕麦奶品牌均处于市场培育初期，广阔的燕麦奶市场仍为各品牌建立认知提高声量、共同培育市场、竞争格局并不明晰的初期阶段。

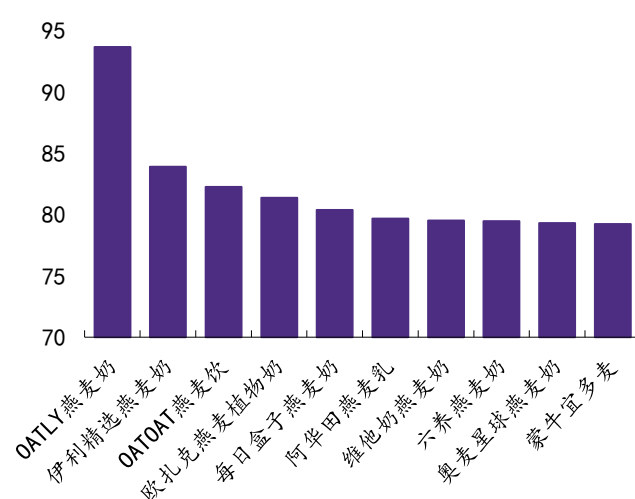
**营销与渠道多元化创新，提高品牌声量为关键。**目前各品牌在规格、口味与卖点设计上进行差异化打造：1) 在前期与咖啡实现较好融合的基础上，与茶饮、烘焙、冰淇淋等多种品类进行创新融合，加强消费者培育的同时突出差异性。2) 深入与咖啡的结合，将“燕麦拿铁”品类多元创新并下沉至低线城市，扩大消费基础。3) C 端强化消费者认知，如口味多样化的“谷物星球”和与谷物定位强关联的“好哩”；拓宽渠道与场景，如“oat oat”较早即进驻便利店系统。我们认为燕麦奶市场目前处于培育初期，较高的市场价格要求品牌商说服消费者支付相应的品牌溢价，在品牌定位和打造上须突出差异化与优势，同时辅  
以较大力度的品牌投放与宣传。

图表 107：2020-2022 年 OATLY 在中国营收及市占率



资料来源：鳌头财经，艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 108：2022 年中国燕麦奶行业艾媒金榜分数



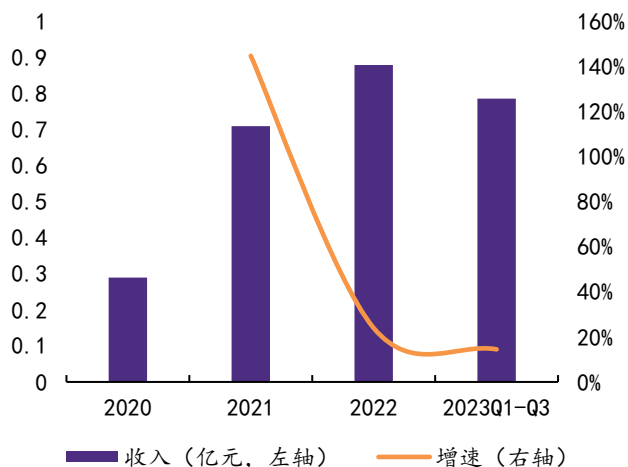
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

## 4.2、植物基：产品品质在线，期待 C 端团队发力

**第三增长曲线培育中，提前布局提早站位。**公司植物基业务从 B 端起步，2014 年以椰浆、椰粉为主切入，后拓展至燕麦浓浆、燕麦粉，技术开发及产业化布局基础较好，同时导入植脂末与咖啡积累的客户资源。2021 年起公司发力 C 端，推出“非常麦”燕麦奶，从产品延伸到渠道扩张对植物基赛道布局，目前燕麦奶产能 4 万吨。2022 年公司植物基业务收入 0.88 亿元，同增 23.94%；其中，2022 年销量 0.74 万吨，同增 66%；均价 1.19 万元/吨，同减 26%，主要系下游工业客户略受影响，价格层面略有下滑。2023Q1-Q3 公司植物基业务收入 0.79 亿元，同增 14.49%，C 端业务处于磨合期，收入稳定增长；B 端逐步恢复。

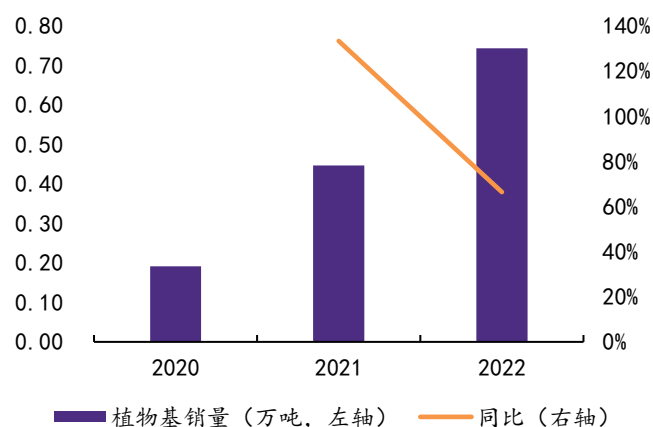


图表 109：2019-2023 前三季度植物基业务营收及增速



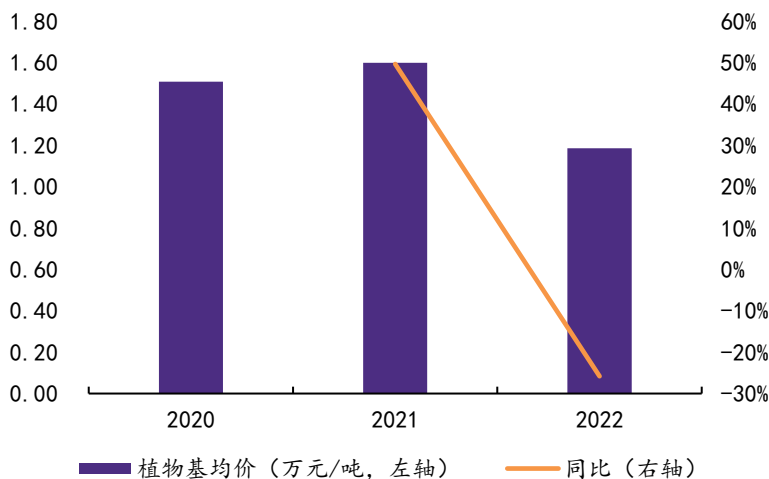
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 110：2019-2023 前三季度植物基业务销量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究




图表 111：2019-2023 前三季度植物基业务销量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

**技术沉淀自主研发，健康性标识深入差异化定位。**公司与国家粮科院进行深度合作，依托自主研发的酶解及浓缩技术上市燕麦产品，为国内首家获得欧洲素食认证的燕麦奶品牌。同时公司于2023年7月上市“非常麦”有机燕麦奶，生产全过程均遵循有机食品要求，包装上印有区别于其他燕麦品牌的“Nutri-Grade”饮料分级标识，主要依据饮料中的糖和脂肪酸含量进行评级，其中，A级代表糖分含量极低如无糖茶、咖啡、矿泉水；B级属于健康范畴，每100ml所含的糖和饱和脂肪酸分别为1-5g/0.7-1.2g，如低糖果汁、低糖茶饮等，“非常麦”有机燕麦奶即属于该等级，糖分仅来源于燕麦酶解产生的糖分。该设计在燕麦奶原健康属性突出的基础上增强其独特性与差异化，更能深化其健康定位。**与其他燕麦奶产品对比来看，“非常麦”燕麦奶较其他品牌偏高，主要系原料为含量≥10%的纯燕麦，同时水溶性膳食纤维的主要成分β-葡聚糖含量较高，健康属性更强。**

图表 112: 公司植物基主要产品

系列	产品	规格	价格 (元/瓶)	图片
	燕麦奶 (原味)	1L	27.5	
	燕麦奶 (原味/榛果/黑巧)	330ml	10	
		250ml	7.5	
非常麦	有机燕麦奶	1L	28	
	浓醇原味燕麦饮	1L	28	
卡丽玛	椰浆	1L	26	

资料来源: 京东, 佳禾乐点, 华鑫证券研究

图表 113: 燕麦奶产品价格对比

产品名称	规格	价格 (元)	燕麦来源	膳食纤维含量
非常麦燕麦奶 (有机)	1L	28.0	燕麦 (≥10%)	有机认证, β-葡聚糖含量 0.4g/100ml
非常麦燕麦奶	1L	27.5	燕麦 (≥10%)	β-葡聚糖含量 0.3g/100ml
	250ml	7.5	燕麦浓浆	β-葡聚糖含量 0.3g/100ml
麦子和麦 (Oat oat)	1L	22.5	燕麦 (≥10%)	膳食纤维含量 0.6mg/100ml
	330ml	9.8	燕麦	膳食纤维含量 3.5mg/100ml
Oatly 燕麦奶 (咖啡大师)	1L	22.0	燕麦浆 (水, 燕麦)	膳食纤维含量 0.8mg/100ml
	250ml	5.9		
Oatly 燕麦奶 (醇香)	250ml	6.6		
每日盒子	250ml	7.0	燕麦浆 (≥40%)	优质植物蛋白含量高于行业水平标准 0.8~1.0g/100ml
欧扎克燕麦奶	250ml	5.9	燕麦 (>8%)	以聚葡萄糖计的膳食纤维含量 3.6g/100g
伊利植选燕麦奶	250ml	2.5	燕麦	以聚葡萄糖计的膳食纤维含量 3.2g/100ml
维他奶燕麦奶	250ml	2.5	酶解燕麦粉 (>15g/盒)	—

资料来源: 京东, 华鑫证券研究

**C 端团队独立齐全, 线上线下联动营销。**公司目前已组建独立 C 端团队, 其中线上由电商团队在抖音、天猫等平台推广, 线下依托 B 端在全国设立的 6 个营销分公司招募 C 端团队进行分销, 包括上海、华东、华北、华中、华南、西南 6 个区域, 及销售部门、通路企划部、经销商管理部、总经办等部门, 团队配备齐全。从营销策略上看, 以与消费者互动及联名活动为主, 高空品牌投放动作较少。我们认为, 公司燕麦奶产品竞争力较强, 同时宣传卖点均具备差异化, 现阶段需加大品牌投放与渠道拓宽力度, 反复向消费者宣导产品定位, 抢占市场份额并有效建立品牌认知。

图表 114: 非常麦品牌会议营销、消费者互动及品牌联动事件列举

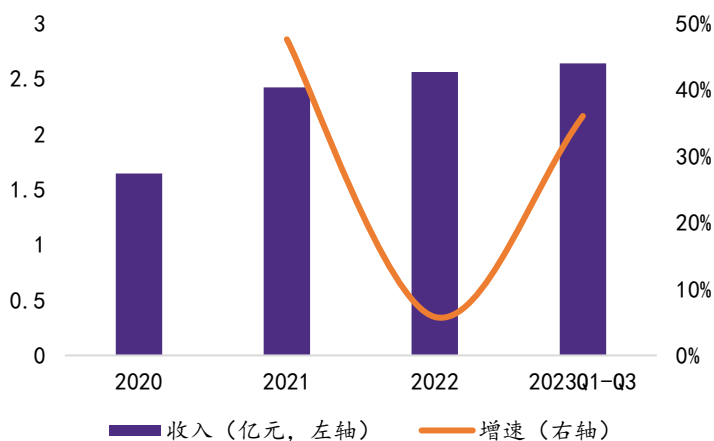
类型	时间	事件
会议营销	2022	出展第 106 届全国糖酒商品交易会
		出展中国国际烘焙展览会
	2023	出展中国食业雄安大会
		出展 FBFI 食品创新展
		出展国际植物基产品及新蛋白食品饮料展览会
消费者互动	2021	出展首届博鳌健康食品科学大会
	2022	赞助上海青浦区健步走活动
		助力上海高尔夫俱乐部工艺巡回赛总决赛
品牌联动营销	2022	赞助江苏苏州赛区“中国小篮球”联赛
		非常麦 XAO 史密斯 特别联合直播
		非常麦 X 佳奥 打造精致露营新潮玩法
		非常麦 X 蔚来 niolife 打造星空露营 party
		非常麦 X MISSLYN 露营撒野计划
		非常麦 X 依铂利夫 特别联合直播

资料来源: 中国日报, SUPOAT 非常麦官微, 佳禾食品官微, 依哥智慧家居官微, 华鑫证券研究

### 4.3、其他业务: 产品配备齐全, 满足一站式购买需求

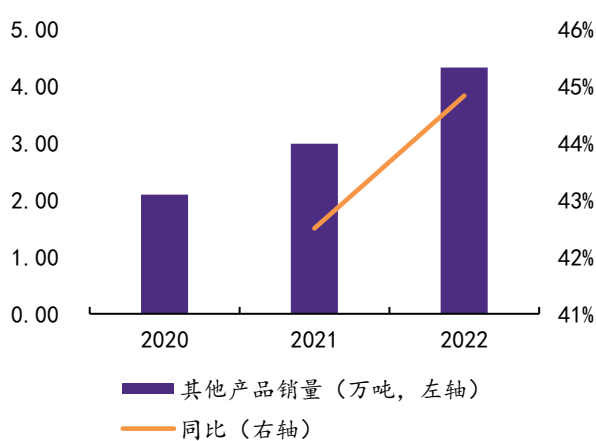
糖浆产品不断推陈出新, 不局限于 B 端销售。公司除植脂末、咖啡、植物基三大基本业务外, 还设立了糖浆事业与创新食品事业, 共同归属于“其他业务”类。目前公司日产糖浆 600 余吨, 以“佳芝味”品牌向 B 端茶饮、食品工业、烘焙等客户供应蔗糖糖浆、葡萄糖浆等, 2023 年以来实现较快增长。创新食品则包括果冻、布丁、烧仙草等产品, 为茶饮、咖啡等客户提供标准化原料产品, 满足客户一站式购买需求, 同时贡献部分业绩增量。2023 年前三季度其他业务实现收入 2.64 亿元, 同比增长 36.01%, 实现较快增长。

图表 115: 2020-2023 前三季度其他业务营收及增速



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 116: 2020-2023 前三季度其他产品销量及增速



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

## 5、盈利预测评级

我们认为公司短期依靠连锁客户的开发与经销渠道的扩张，长期三大业务均处于增长期，其中粉末油脂业务具备龙头和客户基础，未来预计保持稳定增长；咖啡业务已完成全产业链布局，未来现磨咖啡市场增长确定性强从而带动公司咖啡豆放量；植物基业务提前站位着力培育，未来增长取决于C端投放力度与效果。短期现制茶饮与现磨咖啡竞争激烈带来一定压力，我们略调整公司2023-2025年EPS分别为0.70/0.84/1.07（前值分别为0.72/0.92/1.20元），当前股价对应PE分别为23/19/15倍。

图表 117：盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入（百万元）	2,428	2,865	3,296	4,045
YoY	1.2%	18.0%	15.1%	22.7%
归母净利润（百万元）	115	279	336	427
YoY	-23.4%	142.1%	20.2%	27.1%
摊薄每股收益（元）	0.29	0.70	0.84	1.07
ROE（%）	5.7%	12.9%	14.4%	16.6%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 6、风险提示

- (1) 食品安全风险；
- (2) 大客户合作终止风险；
- (3) 咖啡放量不及预期风险；
- (4) 产能利用率提升不及预期风险；
- (5) C端开拓不及预期风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	541	696	884	1,086
应收款	428	392	361	388
存货	360	322	332	360
其他流动资产	826	925	1,007	1,062
流动资产合计	2,154	2,336	2,584	2,896
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	788	888	968	1,018
固定资产	670	652	619	582
在建工程	44	18	7	3
无形资产	55	53	50	47
长期股权投资	39	39	39	39
其他非流动资产	148	148	148	148
非流动资产合计	957	909	863	819
资产总计	3,111	3,245	3,447	3,715
<b>流动负债:</b>				
短期借款	555	585	605	615
应付账款、票据	362	322	332	360
其他流动负债	109	109	109	109
流动负债合计	1,040	1,032	1,059	1,101
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	49	49	49	49
非流动负债合计	49	49	49	49
负债合计	1,090	1,081	1,108	1,150
<b>所有者权益</b>				
股本	400	400	400	400
股东权益	2,022	2,164	2,339	2,565
负债和所有者权益	3,111	3,245	3,447	3,715

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	115	279	336	427
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	72	47	46	44
公允价值变动	16	13	10	8
营运资金变动	-79	36	27	-28
经营活动现金净流量	124	375	419	450
投资活动现金净流量	-429	-55	-37	-9
筹资活动现金净流量	461	-107	-141	-191
现金流量净额	156	213	241	251

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,428</b>	<b>2,865</b>	<b>3,296</b>	<b>4,045</b>
营业成本	2,129	2,340	2,676	3,271
营业税金及附加	10	12	14	16
销售费用	67	74	92	113
管理费用	69	66	73	85
财务费用	-18	4	-1	-6
研发费用	29	34	40	49
费用合计	148	179	204	241
资产减值损失	-10	-3	0	0
公允价值变动	16	13	10	8
投资收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>157</b>	<b>352</b>	<b>420</b>	<b>531</b>
加: 营业外收入	1	1	2	3
减: 营业外支出	5	4	3	2
<b>利润总额</b>	<b>153</b>	<b>349</b>	<b>419</b>	<b>532</b>
所得税费用	37	70	83	105
<b>净利润</b>	<b>115</b>	<b>279</b>	<b>336</b>	<b>427</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>115</b>	<b>279</b>	<b>336</b>	<b>427</b>

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	1.2%	18.0%	15.1%	22.7%
归母净利润增长率	-23.4%	142.1%	20.2%	27.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	12.3%	18.3%	18.8%	19.1%
四项费用/营收	6.1%	6.2%	6.2%	6.0%
净利率	4.8%	9.7%	10.2%	10.6%
ROE	5.7%	12.9%	14.4%	16.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.0%	33.3%	32.2%	31.0%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	5.7	7.3	9.1	10.4
存货周转率	5.9	7.3	8.1	9.1
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.29	0.70	0.84	1.07
P/E	54.7	22.6	18.8	14.8
P/S	2.6	2.2	1.9	1.6
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5



## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。