

一手买理财，一手补流！佳禾食品：植脂末遭抵制，主业大溃退，定增转型，股民买单

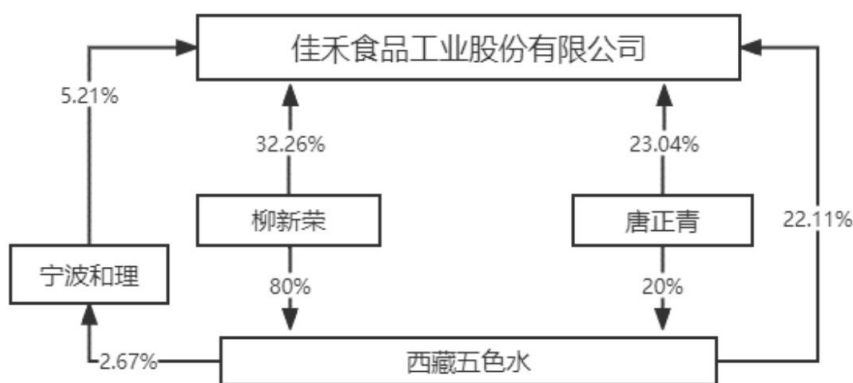
导语：在红海中寻求第二增长曲线？

作者：市值风云 App：塔山

一、兴也植脂末，衰也植脂末

佳禾食品（605300.SH，下称公司）成立于 2001 年，于 2021 年上市。公司起家于植脂末（粉末油脂），也被称为“植脂末第一股”。

公司控股股东为柳新荣，实际控制人为柳新荣和唐正青夫妇，截至今年三季度末，柳新荣和唐正青通过直接及间接方式合计持有上市公司 77.54% 的股份。



（来源：2023 年报）

植脂末（也称奶精）为公司主打产品，是奶茶、咖啡、烘焙及麦片食品等下游产品的原材料。在植脂末之外，公司还布局了咖啡、植物基及其他产品。

公司已打造“佳禾”、“晶花”、“金猫”、“佳芝味”、“非常麦”等品牌矩阵，产品以直销为主、经销为辅。

下游客户包括香飘飘、统一、娃哈哈等传统食品企业，也覆盖了“CoCo 都可”、“85°C”、“沪上阿姨”、“古茗”、“益禾堂”、“蜜雪冰城”等新茶饮品牌。

2020年1-9月，蜜雪冰城、古茗、CoCo都可分别位列前三大客户。

期间	排名	客户名称	销售金额	占当期销售收入的比重
2020年 1-9月	1	河南大咖食品有限公司 蜜雪冰城	9,209.78	7.29
	2	浙江古茗科技有限公司 古茗	7,509.51	5.94
	3	上海肇亿商贸有限公司 CoCo都可	6,942.31	5.49
	4	L and Z Pte Ltd	6,703.20	5.31
	5	上海臻黔贸易商行	6,166.29	4.88
		小 计		36,531.09

(来源：招股书)

植脂末成本占优，为中低端奶茶优选配料，这跟公司的茶饮客户结构基本吻合。

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

(来源：华鑫证券)

2020年公司植脂末产品国内市占率达到 21.8%。

位，根据华经产业研究院的数据，2020年全国植脂末市场规模为 67.97 亿元，2020年全国植脂末消费量为 64.43 万吨，由此计算，2020年公司粉末油脂产品销售规模在国内市场的占有率为 21.77%，销售量占国内植脂末消费量的比例为 21.78%。

(来源：公司公告)

除内销外，公司产品还出口至东南亚等地，2024年上半年，外销占比为 21%。

植脂末一直是公司主要的收入来源，历史收入占比基本在 6 成以上。

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
粉末油脂	1,925,908,323.50	1,478,297,878.83	23.24	10.07	-2.40	增加 9.80 个百分点
咖啡	261,008,454.46	227,239,511.56	12.94	22.20	19.22	增加 2.18 个百分点
植物基	106,413,420.74	93,430,604.90	12.20	20.80	12.59	增加 6.40 个百分点
其他产品	361,182,091.00	345,840,229.12	4.25	41.18	46.95	减少 3.76 个百分点

(来源: 2023 年报)

随着“奶茶经济”的蓬勃发展，作为主要配料的植脂末，自然也充分受益。

但近年来，随着消费者健康意识的提升，越来越多的人开始抵制植脂末（可能含反式脂肪酸），为迎合消费者的需求，中高端茶饮品牌都打出了“0 植脂末”的标签，集体“抛弃”植脂末。

尽管公司已全面停售含反式脂肪酸产品（2022 年末），但在行业大趋势下，公司植脂末业务仍然受到了较大冲击。

2018-2023 年，公司营收保持稳步增长，CAGR 达到 12.2%。但今年前三季度总营收同比下滑 19.5%。

佳禾食品 - 营收及增速

● 营业收入 (元) ● 营收YOY



(来源：市值风云 APP)

其中，粉末油脂营收同比下滑 42.2%，接近腰斩。

产品分类	2024 年 1-9 月销售收入	2023 年 1-9 月销售收入	增减变动幅度
粉末油脂	835,291,390.09	1,444,437,641.69	-42.17%
咖啡	192,878,415.07	179,979,761.86	7.17%
植物基	62,569,090.05	78,691,102.80	-20.49%
其他产品	369,567,807.11	263,690,167.42	40.15%
合计	1,460,306,702.32	1,966,798,673.77	-25.75%

(来源：公司公告)

与此相对应的是，来自连锁渠道（主要是茶饮）的收入也同比下降 44.5%。

渠道类型	2024 年 1-9 月销售收入	2023 年 1-9 月销售收入	增减变动幅度
生产企业	548,766,657.88	577,766,870.41	-5.02%
连锁	622,100,768.90	1,121,650,268.27	-44.54%
经销	177,087,645.05	181,329,195.82	-2.34%

(来源：公司公告)

此外，公司大客户蜜雪冰城已在其招股书中透露了自建植脂末产能的计划。

项目围绕大咖食品的智能制造升级和扩能开展建设，拟在“大咖国际产业园一期项目”基础上构建更为强大的自主供应链体系。项目定位上，将主要围绕自主生产所需原材料植脂末的产线建设，以及奶昔粉、奶茶粉产品产线的工艺升级及扩能开展相关建设，重点引进喷雾干燥工艺，增强量产能力和品质把
(来源：蜜雪冰城招股书（申报稿）)

虽然公司表示粉末油脂的性价比和物流成本更有优势，未来粉末油脂的下滑趋势会放缓。

但风云君认为，如果健康茶饮的消费趋势不变，那么公司核心业务植脂末面临的挑战可能会是长期性的。

14. 针对今年下游现制茶饮行业整体情况，公司有什么看法？

答：您好，茶饮行业经历快速增长后，整体市场正逐渐从增量转向存量，今年很多餐饮品牌在打价格战，整个行业在回归理性、价格回归，并且存量博弈。在这个情况下，我们觉得未来粉末油脂的下滑趋势会放缓，粉末油脂的性价比和物流成本更有优势。

(来源：公司公告)

二、定增加码咖啡产能，收入占比还较低

在传统核心产品之外，公司也布局了其他品类，包括咖啡、植物基产品（燕麦奶等），以及茶饮小料、牛乳、浓缩奶油等其他创新产品。



(来源：公司公告)

同时，公司将渠道策略调整为“2B2C 兼顾，双轮驱动发展”，尝试从 B 端走向 C 端，通过燕麦奶、冷萃咖啡等产品，直接面向消费者。

2024 年前三季度，植脂末产品收入占比降至 49.7%，咖啡、植物基、其他产品（其他固体饮料等）收入占比分别为 11.5%、3.7%、22%。

其他产品虽然占比偏高，但毛利率较低，近几年都在个位数水平。

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
粉末油脂	1,925,908,323.50	1,478,297,878.83	23.24	10.07	-2.40	增加 9.80 个百分点
咖啡	261,008,454.46	227,239,511.56	12.94	22.20	19.22	增加 2.18 个百分点
植物基	106,413,420.74	93,430,604.90	12.20	20.80	12.59	增加 6.40 个百分点
其他产品	361,182,091.00	345,840,229.12	4.25	41.18	46.95	减少 3.76 个百分点

(来源：2023 年报)

在新品类中，咖啡业务被公司视为第二增长曲线。

公司于 2017 年开始涉足咖啡领域，初期面向 B 端客户销售速溶咖啡，后续拓展到咖啡豆、冷萃咖啡液、冻干咖啡粉等产品。

基于此，公司于 2018 年面向 C 端市场推出了“金猫咖啡”品牌，主打咖啡液、咖啡粉类产品。2019 年公司将咖啡业务转移至子公司金猫咖啡进行独立运作。

公司咖啡业务处于咖啡加工环节，主要面向 B 端，C 端还在推进“金猫咖啡”的品牌建设。

10. 公司计划做咖啡的转型吗，后续的重心可能由B端转向C端？请公司详细介绍一下？

答:感谢您的关注！咖啡主要业务还是在B端。B端：针对现有咖啡连锁、工业类客户，支撑后期咖啡业务的发展，产品主要是烘焙咖啡豆、咖啡粉、咖啡液等。C端：着重“金猫咖啡”自有品牌建设，现在布局比较多的是咖啡液、咖啡粉类产品。后期也不排除会推出咖啡副品牌，或者和C端其他品牌做联名。渠道方面我们注重线上&线下相结合的方式，线上更多是做咖啡品牌培育、线下会与便利店、商超等进行合作。

(来源：公司公告)

公司咖啡产品主要终端客户为大型连锁咖啡茶饮企业及食品加工企业。2023 上半年公司开始向库迪供应咖啡豆等产品，瑞幸也是公司的客户。

4. 上半年开始向库迪供应咖啡豆，现在合作情况？是否致力于开发其他增长点？

答:感谢您的提问。我们从今年5月开始向库迪供应咖啡豆，当前与库迪的合作比较稳定。除了供应咖啡豆以外，我们目标是提供咖啡全产业链的解决方案，基于该目标，我们还为库迪提供咖啡液、咖啡粉等产品，同时我们发展了云仓和一件代发的业务形态。现在金猫咖啡向库迪供应全链路的咖啡产品，涉足从原料、生产、定制到运输、交付等全套环节。后面也会努力向其他大客户发展这方面

(来源：公司公告 20230908)

目前，公司咖啡原料产能规模在咖啡中游加工厂中排名第三。咖啡加工市场存在大量中小生产商，集中度较低，2022 年公司咖啡业务收入对应的市场份额还不足 1%。

项目	数据
2022 年中国咖啡行业市场规模 (A)	4,856.00
咖啡加工细分市场价值占比 (B)	6%
2022 年中国咖啡加工细分市场规 模 (C=A×B)	291.36
2022 年公司咖啡业务收入 (D)	2.14
2022 年公司咖啡业务市场占有率 (E=D÷C)	0.73%

(来源: 公司公告)

近年来, 公司咖啡业务增长良好, 2020-2023 年, 咖啡业务收入从 0.4 亿元增至 2.6 亿元, CAGR 达 81%。但今年前三季度收入增速有所放缓, 仅为 7.2%。

产品分类	2024 年 1-9 月销售收入	2023 年 1-9 月销售收入	增减变动幅度
粉末油脂	835,291,390.09	1,444,437,641.69	-42.17%
咖啡	192,878,415.07	179,979,761.86	7.17%
植物基	62,569,090.05	78,691,102.80	-20.49%
其他产品	369,567,807.11	263,690,167.42	40.15%

(来源: 公司公告)

由于下游客户采购规模较大, 议价能力较强, 同时终端市场竞争激烈, 供应链内卷严重, 公司咖啡业务毛利率整体处在较低水平。

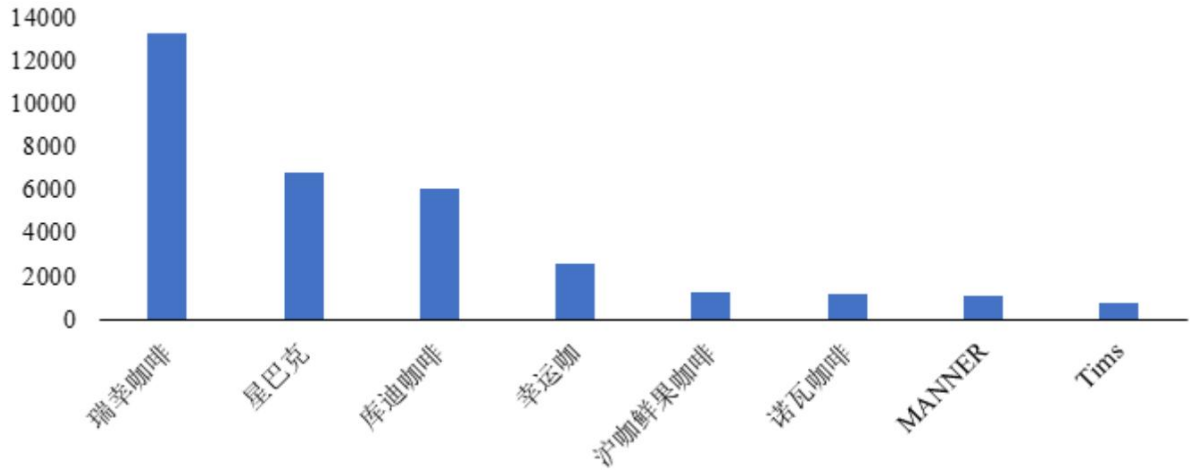
随着产品放量及高品质咖啡产品占比的提升, 2024 年上半年咖啡毛利率提升至 18% (2023 年为 12.9%)。

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
粉末油脂	1,925,908,323.50	1,478,297,878.83	23.24	10.07	-2.40	增加 9.80 个百分点
咖啡	261,008,454.46	227,239,511.56	12.94	22.20	19.22	增加 2.18 个百分点
植物基	106,413,420.74	93,430,604.90	12.20	20.80	12.59	增加 6.40 个百分点
其他产品	361,182,091.00	345,840,229.12	4.25	41.18	46.95	减少 3.76 个百分点

(来源：2023 年报)

近年来，咖啡市场仍呈扩张态势。以瑞幸咖啡、星巴克、库迪咖啡为代表的现磨咖啡门店数量增长迅速。

2023 年，我国头部咖啡品牌门店家数如下表：



(来源：公司公告)

新茶饮品牌以及部分餐饮企业也在大力涉足咖啡行业。

品牌	咖啡业务布局
蜜雪冰城	咖啡品牌“幸运咖”门店已超过2,500家
奈雪	入股咖啡品牌“怪物困了”；新店型“奈雪PRO”定位精品咖啡
沪上阿姨	推出杨枝甘露咖啡、龙眼生椰咖啡、鲜柠美式产品；旗下咖啡店“沪咖·东方拿铁”已在上海营业
古茗	推出榴莲生椰拿铁、牛油果生椰拿铁产品
茶百道	关联公司申请多枚“COFFREE”商标，咖啡子品牌“咖灰”落地成都
书亦烧仙草	投资咖啡品牌DOC咖啡
茶颜悦色	咖啡品牌“鸳央”门店破70家
7分甜	旗下咖啡门店数量近20家
柠季	全资控股咖啡品牌“RUU”
喜茶	推出了“喜鹊咖”的茶咖新品牌
麦当劳	拥有咖啡品牌McCafé（麦咖啡），2020年宣布未来三年将投资25亿元加速布局中国内地咖啡市场，至2023年8月，麦咖啡门店数量已拓展至2,500家，两年内增长近1,700家，咖啡师超过10,000人
肯德基	拥有咖啡品牌“KCOFFEE”，2021年销量超过1.7亿杯，2022年下半年进一步以独立门店形式开设KCOFFEE咖啡馆，至2023年末KCOFFEE咖啡馆独立门店数量已超过200家

(来源：公司公告)

随着下游市场的增长，公司产能已存在不足。2023年1-9月，咖啡业务产能利用率已接近饱和。

单位：吨

项目	2023年1-9月	2022年度	2021年度	2020年度
产能	2,250	3,000	3,000	3,000
生产量	2,129.15	2,685.23	1,560.16	848.25
产能利用率	94.63%	89.51%	52.01%	28.27%

(来源：公司公告)

2023年，公司推出定增预案，准备通过募投资项目扩大咖啡产能以及补流，项目总投资金额为8.2亿元。近日，公司定增事项获得了上交所审核通过。

项目建成后将形成年产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生产能力，产品主要面向B端市场。

单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额	使用募集资金金额
1	咖啡扩产建设项目	62,115.10	55,000.00
2	补充流动资金项目	20,000.00	17,500.00
	合计	82,115.10	72,500.00

(来源：公司公告)

本项目预计 2026 年投产，参考公司的测算，预计经营期内平均营业收入为 11.2 亿元，约为 2023 年营收规模的 40%。

(1) 项目效益测算基本情况

本项目经营期内平均营业收入为111,872.00万元，平均毛利率为14.25%，平均净利润为7,693.24万元，内部收益率为14.03%，投资回收期为7.60年。

(来源：公司公告)

除了咖啡，因“燕麦拿铁”而走红的燕麦奶，也是公司重点布局的方向，2018 年公司就已推出燕麦奶，前期做 B 端，后续向 C 端推出了自有品牌“芬大师”和“非常麦”，目前该产品收入占比还较低，仅为个位数。



(来源：公司官网)

三、业绩大幅下滑，手握大笔理财还要募资补流

随着新品类的布局及 C 端市场的开拓，近几年公司销售费用增长显著，今年前三季度销售费用率达到 6.3%。

2021 年销售费用大幅下滑主要是公司根据新收入准则要求，将运费调整至营业成本所致。



(来源：市值风云 APP)

前三季度，公司 C 端市场开拓取得一定成效，电子商务渠道收入同比增长 106.3%，但规模相当有限。

由于 C 端还在起始阶段（千万级营收规模），公司预计至少要到过亿级才能看到销售费用率的拐点，所以后续销售费用率可能还将维持在较高水平。

区域	2024年1-9月销售收入	2023年1-9月销售收入	增减变动幅度
华东地区	553,013,911.49	562,995,128.67	-1.77%
华南地区	125,171,228.37	202,195,070.42	-38.09%
西南地区	116,881,063.77	246,518,906.84	-52.59%
华中地区	162,875,588.85	517,532,898.22	-68.53%
华北地区	141,929,497.14	102,074,073.39	39.05%
东北地区	8,385,952.05	11,141,344.16	-24.73%
西北地区	17,027,717.37	23,742,520.45	-28.28%
电子商务	42,880,413.39	20,785,980.50	106.29%
境外	292,141,329.89	279,812,751.12	4.41%
合计	1,460,306,702.32	1,966,798,673.77	-25.75%

(来源：公司公告)

受植脂末主要原材料（食用油、葡萄糖浆、乳粉等）价格波动影响，该业务毛利率波动较大，导致公司综合毛利率总体有一定下滑，前三季度毛利率为 16.8%。

同时，受销售费用大增影响，前三季度净利率也下滑明显。

佳禾食品 - 利润率



市值风云



(来源: 市值风云 APP)

另外, 今年9月份原材料油脂、咖啡豆价格涨幅较大, 预计会对全年毛利率构成一定负面影响。

19. 今年咖啡、粉末油脂原料价格有不同程度的上涨, 当前主要原料的采购情况, 全年原料成本展望?

答:感谢您的关注! 粉末油脂的原材料主要有油脂、淀粉和乳粉, 其中淀粉和乳粉价格较稳定。目前9月份油脂价格同比去年9月涨幅超过40%, 后期会相应有所价格上涨的调价机制。咖啡豆价格上涨幅度60%, 高于油脂。采购机制方面, 咖啡豆按单采购, 因为不同客户对咖啡豆的品种、产区有不同需求。签订合同时保证咖啡能保持良好发展的毛利率, 由于现在价格处于高位, 保证一个季度内的合同量来维持生产的正常运行, 新客户签单时会启动调价机制, 以保证后期采购。油脂类产品价格会传导到客户端, 毛利率变化不会大。目前油脂行情处于高位, 公司没有签订太远期的油脂合同。

(来源: 公司公告)

对应的, 公司扣非归母净利润也波动较大。今年前三季度, 收入下滑叠加销售费用侵蚀, 扣非归母净利润同比下降 59.2%。

佳禾食品 - 净利润

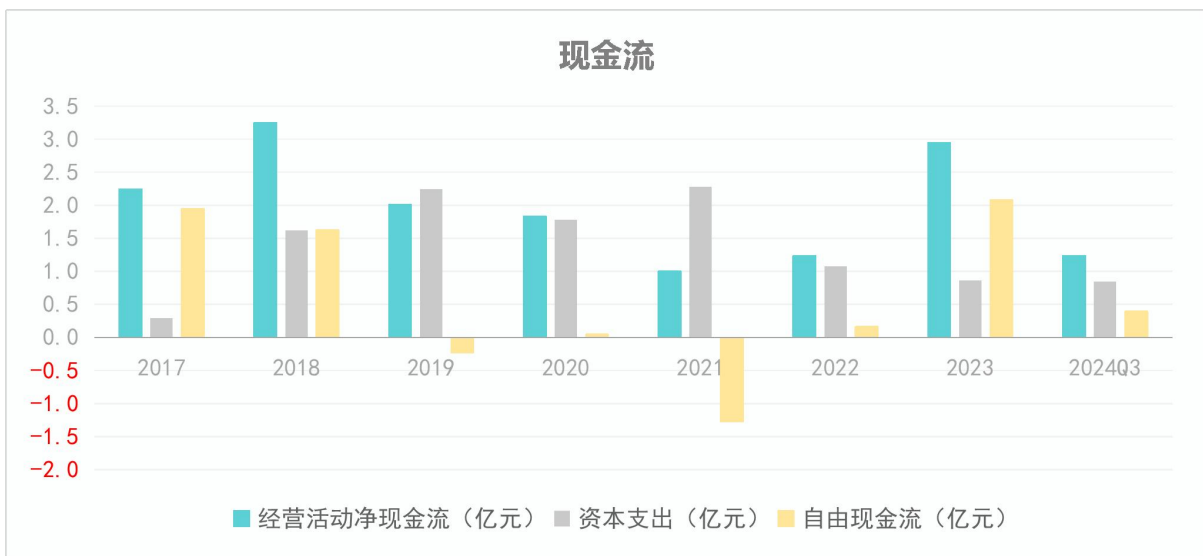


	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
归母净利润 (元)	1.3亿	2.7亿	2.2亿	1.5亿	1.2亿	2.6亿	8265.6万
扣非归母净利润 (元)	2.4亿	2.6亿	1.9亿	1.3亿	9341.1万	2.2亿	7253.6万
归母净利润YOY (%)	18.9%	108.6%	-20.5%	-30.2%	-23.4%	123.4%	-59.9%
扣非归母净利润YOY (%)	30.3%	5.0%	-24.2%	-33.2%	-28.0%	139.6%	-59.2%



(来源: 市值风云 APP)

2017年以来, 公司经营活动净现金流均为正。受募投资项目影响, 资本支出金额总体较高, 自由现金流表现一般。



(来源: 同花顺 iFind, 制图: 市值风云 APP)

上市以来，公司累计股权融资 4.5 亿元（不含本次定增募资），累计分红 1.95 亿元，平均分红率为 37.2%。

佳禾食品 - 现金分红



(来源：市值风云 APP)

2022 年以来，公司有息负债出现明显增长，有息负债率相对不高。

佳禾食品 - 负债率



市值风云



(来源：市值风云 APP)

公司有息负债主要为短期借款，基本都是票据贴现形成的借款。

(1). 短期借款分类

√适用 □不适用

单位：元 币种：人民币

项目	期末余额	期初余额
保证借款	-	30,000,000.00
票据贴现形成的借款	149,754,375.00	523,818,742.70
短期借款利息	-	20,833.32
合计	149,754,375.00	553,839,576.02

(来源：2024 半年报)

截至今年三季度末，公司账上货币资金 4.9 亿元，交易性金融资产 5.8 亿元，有息负债合计 2.5 亿元，扣除有息负债后的类现金资产为 8.2 亿元。

从半年报情况看，货币资金有小部分受限，交易性金融资产主要为银行理财。结合问询函看，银行理财主要是结构性存款。可见，公司流动性非常充裕。

1、货币资金

√适用 □不适用

单位：元 币种：人民币

项目	期末余额	期初余额
库存现金	-	-
数字人民币	434.00	434.00
银行存款	604,984,464.35	603,466,399.45
其他货币资金	32,360,196.83	106,263,484.63
存放财务公司存款	-	-
合计	637,345,095.18	709,730,318.08
其中：存放在境外的款项总额	28,058,942.38	18,150,199.88

截至 2024 年 6 月 30 日，货币资金期末余额中，除其他货币资金保证金存款受限部分 17,014,021.15 元用于银行承兑汇票、信用证、及第三方平台只支付业务，银行存款 50,000,000.00 元用于银行承兑汇票质押外，无抵押、质押或冻结等对使用有限制、存放在境外且资金汇回受到限制的款项。

2、交易性金融资产

√适用 □不适用

单位：元 币种：人民币

项目	期末余额	期初余额	指定理由和依据
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	291,120,808.23	703,973,152.20	/
其中：			
银行理财产品	291,120,808.23	664,073,414.55	/
基金理财产品	-	39,899,737.65	/
歌斐创世优选一号投资基金	-	-	
合计	291,120,808.23	703,973,152.20	/

(来源：2024 半年报)

问题来了，公司账上躺着大笔银行理财，还准备定增募资 7.3 亿元，其中还要拿 1.8 亿元补流，这合理吗？

本次发行募集资金总额为不超过人民币 **72,500.00** 万元（含本数），扣除发行费用后的募集资金净额将用于以下项目：

单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额	使用募集资金金额
1	咖啡扩产建设项目	62,115.10	55,000.00
2	补充流动资金项目	20,000.00	17,500.00
	合计	82,115.10	72,500.00

(来源：公司公告)