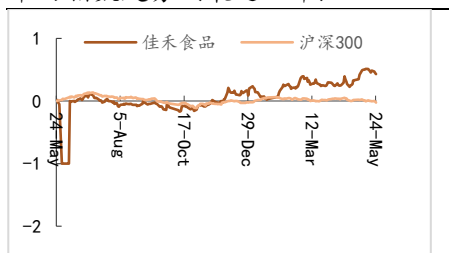


评级： 买入

核心观点

赵瑞
分析师
SAC 执证编号：S0110522120001
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	21.14
一年内最高/最低价 (元)	22.98/11.67
市盈率 (当前)	52.39
市净率 (当前)	4.06
总股本 (亿股)	4.00
总市值 (亿元)	84.56

资料来源：聚源数据

相关研究

- **新式茶饮行业市场空间广阔，带动上游植脂末行业景气度。**根据中国连锁经营协会发布的《2022 新茶饮研究报告》，2017-2021 年我国新茶饮市场收入规模从 422 亿元增长至 1003 亿元，年复合增长率为 24.16%；随着产品口味创新、线上外卖服务拓展，未来我国新茶饮市场收入规模仍有望维持较快增速。中长期看，新式茶饮市场的快速崛起将直接提升上游植脂末行业的景气度，头部供应商作为“卖铲子”的角色，在产业链的重要性也将更加凸显。2023 年，随着疫后下游茶饮行业需求持续复苏，以及棕榈油等原材料价格趋于回落，成本压力缓解，公司业绩将迎来向上弹性。
- **产能基础持续夯实，渠道建设不断完善。**2022 年公司植脂末业务实现营业收入 17.50 亿元，受行业承压影响，同比下降 5.76%。公司持续夯实产能基础，“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植脂末生产基地，截至 2022 年末，公司植脂末总产能达到 25.5 万吨/年。公司顺利按期完成零反植脂末替代计划，截至 2022 年末，公司 95.22% 的销售收入来源于零反产品，已全面停售含反产品。公司销售模式以直销为主、经销为辅，2022 年直销、经销渠道销售收入占比分别为 89%、11%，2023Q1 末经销商数量为 510 个，较 2022 年末增加 17 个。公司已构建了较为完善的营销网络体系，拥有高效优质的销售渠道，建立了以华东、华南为核心，并完善覆盖华北、西南、华中、东北、西北等区域的销售布局。
- **咖啡业务未来增长值得期待。**2022 年公司咖啡业务实现营业收入 2.14 亿元，同比大增 108.84%，近年来快速成为公司的第二大业务板块。根据《2022 年中国现磨咖啡行业研究报告》，我国现磨咖啡行业规模从 2017 年的 284 亿元增长至 2021 年的 876 亿元，年均复合增长率达 32.52%。根据头豹研究院，我国预包装咖啡市场规模从 2016 年的 139.10 亿元增长至 2021 年的 411.50 亿元，年均复合增长率达 24.22%。从咖啡加工端来看，其市场规模有望持续受益于下游咖啡消费快速增长，另一方面，咖啡加工端市场格局分散，企业市占率提升空间大。公司发布公告拟定增募资不超过 7.5 亿元，主要用于咖啡扩产建设项目，该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，有利于进一步提升精品咖啡生产规模，增强公司咖啡产品的竞争力，咖啡业务未来持续快速增长可期。
- **投资建议：**预计 2023、2024、2025 年公司归母净利润分别为 2.6 亿元、3.6 亿元、4.6 亿元，同比分别增长 128%、36%、28%，当前股价对应 PE 分别为 32、24、19 倍。首次覆盖，给予买入评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，食品安全风险。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	24.3	30.7	38.6	48.3
营收增速 (%)	1.2	26.6	25.7	25.0
净利润 (亿元)	1.2	2.6	3.6	4.6
净利润增速 (%)	-23.4	128.2	35.8	27.8
EPS(元/股)	0.29	0.66	0.89	1.14
PE	73.3	32.1	23.6	18.5

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2154	2317	2622	3083	经营活动现金流	124	165	212	282
现金	541	550	612	770	净利润	115	263	358	457
应收账款	422	511	642	803	折旧摊销	75	7	6	5
其它应收款	5	7	8	11	财务费用	(13)	(1)	(1)	(1)
预付账款	37	44	55	68	投资损失	(3)	(30)	(29)	(30)
存货	360	416	516	642	营运资金变动	(69)	(81)	(132)	(161)
其他	1	1	1	1	其它	18	7	10	12
非流动资产	957	1022	1091	1165	投资活动现金流	(429)	(44)	(47)	(51)
长期投资	39	44	49	54	资本支出	108	68	71	76
固定资产	670	739	812	890	长期投资	36	(5)	(5)	(5)
无形资产	55	48	39	31	其他	(358)	30	29	29
其他	107	107	107	107	筹资活动现金流	389	(112)	(103)	(72)
资产总计	3111	3339	3712	4248	短期借款	376	(73)	(22)	38
流动负债	1040	1041	1139	1328	长期借款	0	(4)	0	0
短期借款	555	482	460	498	其他	(5)	(36)	(82)	(112)
应付账款	351	412	511	635	现金净增加额	83	9	62	159
其他	48	57	70	87					
非流动负债	49	49	49	49	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	2	2	2	2	营业收入	1.2%	26.6%	25.7%	25.0%
负债合计	1090	1090	1188	1378	营业利润	-19.7%	129.7%	36.1%	27.9%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-23.4%	128.2%	35.8%	27.8%
归属母公司股东权益	2022	2249	2524	2870	获利能力				
负债和股东权益	3111	3339	3712	4248	毛利率	12.3%	18.0%	19.2%	19.7%
					净利率	4.8%	8.6%	9.3%	9.5%
					ROE	5.7%	11.7%	14.2%	15.9%
					ROIC	3.9%	9.6%	11.9%	13.5%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	2428	3073	3862	4830	资产负债率	35.0%	32.7%	32.0%	32.4%
营业成本	2129	2519	3119	3880	净负债比率	18.0%	14.4%	12.4%	11.7%
营业税金及附加	10	13	17	21	流动比率	2.07	2.23	2.30	2.32
营业费用	67	92	116	145	速动比率	1.73	1.83	1.85	1.84
研发费用	29	37	46	58	营运能力				
管理费用	69	83	104	130	总资产周转率	0.78	0.92	1.04	1.14
财务费用	(18)	(1)	(1)	(1)	应收账款周转率	7.30	6.59	6.70	6.69
资产减值损失	(15)	0	0	0	应付账款周转率	6.07	6.38	6.51	6.53
公允价值变动收益	16	14	14	14	每股指标(元)				
投资净收益	16	16	15	16	每股收益	0.29	0.66	0.89	1.14
营业利润	157	360	490	627	每股经营现金	0.31	0.41	0.53	0.71
营业外收入	1	1	1	1	每股净资产	5.05	5.62	6.31	7.17
营业外支出	5	5	5	5	估值比率				
利润总额	153	356	486	623	P/E	73.3	32.1	23.6	18.5
所得税	37	93	128	165	P/B	4.2	3.8	3.3	2.9
净利润	115	263	358	457					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	115	263	358	457					
EBITDA	139	366	495	630					
EPS (元)	0.29	0.66	0.89	1.14					

分析师简介

赵瑞，农业及食品饮料行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创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。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现