

海融科技 (300915)

证券研究报告

2020 年 12 月 31 日

非氢化技术引领健康植脂奶油，多品类协同拓展渠道

烘焙业发展带动上游原料增长，植脂奶油健康化升级。我国烘焙行业快速发展，根据欧睿国际统计，预计 2020 年烘焙行业市场规模将达到 2,567 亿元。冷链物流的发展有力保障了烘焙原料的运输，作为烘焙食品的上游产业，奶油供需两端迅速增长，2019 年奶油总产量达 10 万吨，总消费量达 66 亿元。植脂奶油具有成本低、保质期长、易塑形的优点，应用场景广泛，随着消费升级市场份额不断提升。海融创新的非氢化技术引领奶油行业迈入“5G”时代，产品兼顾健康与口感，推动植脂奶油市场发展。

植脂奶油为主的产品矩阵丰富，广泛占领海内外市场。海融科技主要从事植脂奶油、巧克力、果酱等烘焙食品原料的研发、生产、销售，主要产品为植脂奶油。销售模式上，公司以经销为主、直销为辅。地域分布上，公司产品销售集中在华东、华中和华南地区，同时重点布局海外渠道。公司上市拟募集资金 9.68 亿元，将主要用于生产线、冷藏库及科研中心建设；并设立冷冻甜点研发项目，尝试延伸业务至半成品烘焙领域。

创新非氢化技术紧扣健康需求，多元品类渠道协同促销售，全方位服务强化顾客粘性。海融科技多维度提升核心竞争力。**1) 重视研发：**公司研发投入高于行业平均水平，自创多项专利技术，推出非氢化含乳脂植脂奶油，引领烘焙行业健康发展趋势；**2) 深耕渠道：**经销商数量不断增加，合理产品组合的协同效应助力渠道渗透，扁平化管理提升运营效率，海外渠道迅速扩张；**3) 创新服务：**完善服务体系提高顾客忠诚度，主要客户收入稳定且粘性强，依靠 5G 技术创新“互联网+”服务方案，完善销售服务网络。

发力含乳脂植脂奶油，高毛利带动盈利水平快速提升。2014-2019 年公司营收稳步增长，由 2.5 亿增至 5.8 亿元，CAGR 达 18%；植脂奶油收入占比超 90%，经销模式收入占比约 88%，华东、华中和华南地区收入占比约 50%。公司扣非归母净利润由 0.2 亿元增至 0.7 亿元，CAGR 达 31%。公司优化产品结构，重点推广含乳脂植脂奶油，收入占比快速增长；其毛利率提升拉动综合毛利率增长，公司毛利率高于同行业平均水平。公司期间费用率处于合理水平，资本结构与偿债能力不断优化，现金流水平稳定健康。

投资建议：海融科技深耕烘焙食品原料行业，作为我国植脂奶油行业标准的参与者与制定者，坚持创新技术推动产品不断升级，开启烘焙行业非氢化新时代。依托渠道协同优势，积极拓展海内外营销网络。借助互联网为烘焙业践行新零售模式，成为行业领先的增值服务提供商。随着奶油市场扩大及公司开发烘焙半成品新市场，业绩有望进一步增长。我们预计公司 20-22 年 EPS 为 1.41 元/股、1.85 元/股、2.32 元/股，对应 PE 分别为 57X、43X、35X，参考行业可比公司平均估值水平，给予公司 21 年 62 倍 PE，对应目标价为 115.18 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，技术风险，市场竞争风险，下游行业波动风险，经销商管理风险，与反式脂肪酸相关的风险，疫情影响风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	541.06	583.57	588.77	764.80	974.59
增长率(%)	14.82	7.86	0.89	29.90	27.43
EBITDA(百万元)	109.13	123.28	113.04	154.83	197.50
净利润(百万元)	72.93	76.72	84.64	111.20	139.03
增长率(%)	4.80	5.19	10.32	31.38	25.03
EPS(元/股)	1.22	1.28	1.41	1.85	2.32
市盈率(P/E)	66.20	62.93	57.05	43.42	34.73
市净率(P/B)	23.16	17.92	13.08	10.05	7.79
市销率(P/S)	8.92	8.27	8.20	6.31	4.95
EV/EBITDA	0.00	0.00	40.99	30.39	23.07

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	80.47 元
目标价格	115.18 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	60.00
流通 A 股股本(百万股)	15.00
A 股总市值(百万元)	4,828.20
流通 A 股市值(百万元)	1,207.05
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	23.70
一年内最高/最低(元)	172.00/77.01

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 海融科技：优质烘焙原料供应商	7
1.1. 深耕行业 17 年，不断创新奶油制造工艺，保障食品安全	7
1.2. 主营植脂奶油，经销为主的销售模式，广泛占领海内外市场	7
1.2.1. 植脂奶油为主，多品类产品丰富产品矩阵	7
1.2.2. 经销商遍布全国各地，海内外销售并重	8
1.2.3. 产能利用情况	9
1.3. 股权结构稳定，组织架构清晰	9
1.4. 募资扩产多条生产线，缓解长期产能压力，布局冷冻甜点业务	13
2. 烘焙市场高速发展拉动原料需求，植脂奶油升级空间广阔	14
2.1. 烘焙市场成熟度低，成长空间广阔	14
2.1.1. 国内烘焙行业起步晚，快速发展正当时	14
2.1.2. 人均消费量偏低，消费升级促增长，未来提升空间大	15
2.1.3. 行业集中度较低，冷链物流发展助力原料运输，短保产品成为热门赛道	16
2.2. 烘焙业发展带动上游原料增长，未来市场空间大	17
2.2.1. 奶油行业逐渐升级，供需齐升产业景气度高	18
2.2.2. 市场充分竞争，行业整体集中度低	19
2.2.3. 植脂奶油应用范围广，健康化成为新的关注点	20
2.2.4. 巧克力果酱行业前景光明，多元化产品品类促增长	22
3. 非氢化技术领先烘焙行业，互联网赋能服务模式创新	24
3.1. 丰富品类扩展应用领域，差异化竞争抢占优质赛道	24
3.2. 技术创新推动产品升级，引领烘焙业步入非氢化新时代	26
3.3. 扁平化管理提升运营效率，协同效应促进渠道渗透	31
3.4. 全方位服务强化客户粘性，借助 5G 技术创新解决方案	34
4. 经营能力稳健，盈利水平逐年提升	37
4.1. 海内外市场规模稳步增长，植脂奶油营收占比高	37
4.2. 植脂奶油拉动毛利率增长，整体水平高于同业	38
4.3. 期间费用随营收增长，销售费用占比高	40
4.4. 盈利能力稳步提升	41
4.5. 资产结构与偿债能力不断优化	42
4.6. 现金流水平稳定健康	42
5. 盈利预测与投资建议	44
6. 风险提示	45

图表目录

图 1：海融科技发展历程	7
图 2：公司主要产品	8
图 3：植脂奶油占公司营收极大比重	8
图 4：公司销售渠道以经销为主	8

图 5：2020H1 华东地区占国内经销商数量比重较大（单位：家）	8
图 6：2019 年公司海外销售占比近 20%	9
图 7：2019 年印度和泰国市场是海外收入的主要来源	9
图 8：公司股权结构稳定	10
图 9：控股股东、实际控制人及其关系密切的家庭成员控制的其他企业	11
图 10：欣融国际净资产规模不断增长	11
图 11：欣融食品主营食品原料及添加剂的代理业务（单位：百万元）	11
图 12：组织架构清晰、部门权责明确	12
图 13：国内烘焙行业处于快速发展阶段	14
图 14：烘焙食品市场规模逐渐增大	14
图 15：2020 年消费者购买快销食品偏好品类 TOP6	14
图 16：面包为代表的西式早餐便携度高	15
图 17：我国人均烘焙食品消费量逐年提高	15
图 18：人均烘焙食品消费额处于世界低位水平（美元/人）	15
图 19：居民人均可支配收入日益提高	15
图 20：居民人均食品支出不断提高	15
图 21：2019 年全球主要国家烘焙行业市场集中度对比（CR5）	16
图 22：2019 年全球各国烘焙行业前五大公司市占率	16
图 23：我国前五大烘焙公司市占率	16
图 24：烘焙行业销售额区域分布	16
图 25：冷链物流市场规模持续增长	16
图 26：冷链物流设施完备程度逐渐提高	16
图 27：消费者对于休闲食品的健康程度关注度高	17
图 28：公司位于烘焙食品产业链的上游	18
图 29：烘焙行业成本原材料占比高	18
图 30：奶油市场随蛋糕销售额增长而提升	18
图 31：我国奶油行业逐渐迭代升级	18
图 32：我国奶油市场产量持续增长	19
图 33：我国奶油市场消费量不断提高	19
图 34：国内植脂奶油主要品牌	19
图 35：海融植物奶油线上销售规模较小	20
图 36：植脂奶油销量逐年增加（单位：吨）	21
图 37：我国进口动物奶油的金额与单价呈波动趋势	21
图 38：欧美动物奶油消费量保持平稳，印度市场持续增长（千吨）	21
图 39：美国植脂产品零售增速超过动脂产品	21
图 40：果酱市场需求日益增长	22
图 41：果酱产量逐年提高	22
图 42：巧克力市场规模稳定增长	23
图 43：海融科技产品矩阵丰富	24
图 44：海融科技丰富产品群扩展应用领域	25
图 45：内销的含乳脂植脂奶油收入快速增长（单位：万元，%）	25

图 46: 内销的含乳脂植脂奶油占植脂奶油收入比例提升	25
图 47: 海融科技奶油收入高于立高	26
图 48: 海融含乳脂植脂奶油单价更高 (单位: 十吨、元/公斤)	26
图 49: 海融科技奶油毛利率高于立高	26
图 50: 海融科技含乳脂植脂奶油毛利率高于立高	26
图 51: 海融含乳脂植脂奶油成本主要为直接原料 (单位: 元/公斤)	26
图 52: 立高含乳脂植脂奶油成本主要为直接原料 (单位: 元/公斤)	26
图 53: 海融科技研发费用率高于同行业平均水平	27
图 54: 海融科技主要研发项目成本占比 80%以上	27
图 55: 海融科技技术创新推动产品升级	28
图 56: 海融 5G 烘焙快闪店全面应用飞青花 5G 奶油	29
图 57: 飞青花植脂奶油占内销含乳植脂奶油收入比例上升	29
图 58: 海融科技产品生产严格的操作程序和监控制度	30
图 59: 海融科技建立全过程质量控制体系	30
图 60: 前十大供应商采购金额占比约 50%	30
图 61: 前五名物流供应商运费占运费总额的比例超过 70%	30
图 62: 海融科技营销架构完整	31
图 63: 海融科技各个区域销售人员数量相对稳定 (人)	32
图 64: 销售人员平均薪酬及销售费用薪酬占营业收入比例逐年增长	32
图 65: 2017-2019 年经销商数量与平均收入增加	32
图 66: 2017-2019 年约 50%经销收入来自中小规模经销商 (百万元)	32
图 67: 持续存在业务往来的经销商数量较多且占比增加	32
图 68: 持续存在业务往来的经销商销售额占主营业务收入 80%以上	32
图 69: 立高食品华东、华南地区销售占比约 60%	33
图 70: 立高食品经销商数量呈下降趋势 (家)	33
图 71: 海融印度 2017-2019 年经销商增长比例高于退出比例	33
图 72: 新增经销商收入整体远高于退出经销商	33
图 73: 海融印度销售收入呈逐年增长的态势	34
图 74: 2017-2019 年印度植脂奶油销量增速在 20%以上	34
图 75: 海融科技创新烘焙行业解决方案	34
图 76: 海融科技帮助终端客户研发应用产品	35
图 77: 经销模式前十大客户销售金额占主营业务比例超过 10%	35
图 78: 直销模式前五大客户销售金额占主营业务比例约 4%	35
图 79: 2017 年至 2020H1 进入过前十大客户的主要客户销售情况 (单位: 百万元)	35
图 80: 公司营收规模逐年扩大	37
图 81: 公司在同业中营收规模较小 (万元)	37
图 82: 植脂奶油营收增速快 (亿元)	37
图 83: 2019 年植脂奶油营收占比超过 90%	37
图 84: 海内外业务齐增长 (亿元)	38
图 85: 国内业务区域分布集中	38
图 86: 海融印度营收规模持续增长	38

图 87: 海外营收集中于东南亚地区	38
图 88: 公司销售模式以经销为主	38
图 89: 产品毛利率呈上涨趋势	39
图 90: 毛利率高于同业平均水平	39
图 91: 内销含乳脂奶油毛利率最高	39
图 92: 内销含乳脂奶油毛利贡献度大	39
图 93: 国内毛利率高于整体水平	39
图 94: 直销模式毛利率高于经销模式	39
图 95: 期间费用率逐年上涨	40
图 96: 公司主要期间费用为销售费用	40
图 97: 销售费用中运输费与工资占比超过 70%	40
图 98: 销售费用率与行业水平基本持平	40
图 99: 研发费用率高于同业平均水平	41
图 100: 财务费用控制水平强 (单位: 万元)	41
图 101: 扣非归母净利润稳步增长	41
图 102: 扣非归母净利率有所下滑	41
图 103: ROE(加权)呈下降趋势	41
图 104: 流动比率、速动比率逐年增加	42
图 105: 资产负债率逐年降低	42
图 106: 经营活动现金流水平较稳定 (单位: 百万元)	42
图 107: 销售收入回款状况良好	42
图 108: 存货周转率低于行业平均水平	43
图 109: 一年以内应收账款占比超过 90%	43
表 1: 海融科技各生产线产能利用率	9
表 2: 公司董高监主要成员持股比例及简介	10
表 3: 实际控制人控制的经营型公司与海融科技不存在同业竞争业务	12
表 4: 海融科技拟建设生产线产能	13
表 5: 海融科技拟投资项目资金预算	13
表 6: 各销售模式优劣对比	17
表 7: 各企业奶油全网销量排名	20
表 8: 植脂奶油主要品牌产品概况	20
表 9: 动物奶油与植物奶油对比	21
表 10: 植脂奶油不等于反式脂肪酸	22
表 11: 中国主要果酱品牌公司情况	22
表 12: 海融科技主要商标被评为“上海市著名商标”	24
表 13: 海融科技研发投入逐年增长 (单位: 人、万元)	27
表 14: 海融科技主要发明专利	27
表 15: 海融科技核心技术与专利的对应关系	28
表 16: 非氢化技术难点及技术成果	29
表 17: 2017 年-2020H1 已完成的主要非氢化研发项目	29

表 18: 海融科技经销商内控管理制度完备	31
表 19: 海融科技主要客户概况	36
表 20: 海融科技收入成本费用预测表	44
表 21: 海融科技财务数据和估值表	45
表 22: 可比公司估值	45

1. 海融科技：优质烘焙原料供应商

1.1. 深耕行业 17 年，不断创新奶油制造工艺，保障食品安全

海融科技成立于 2003 年，以植脂奶油、巧克力、果酱等烘焙食品原料的研发、生产、销售为主营业务。自成立以来，公司在植脂奶油领域不断探索创新，植脂奶油业务占公司营收比重 90%以上。海融科技以为顾客提供安全、时尚、美味的食品为目标，为多家大型烘焙企业提供优质原料。

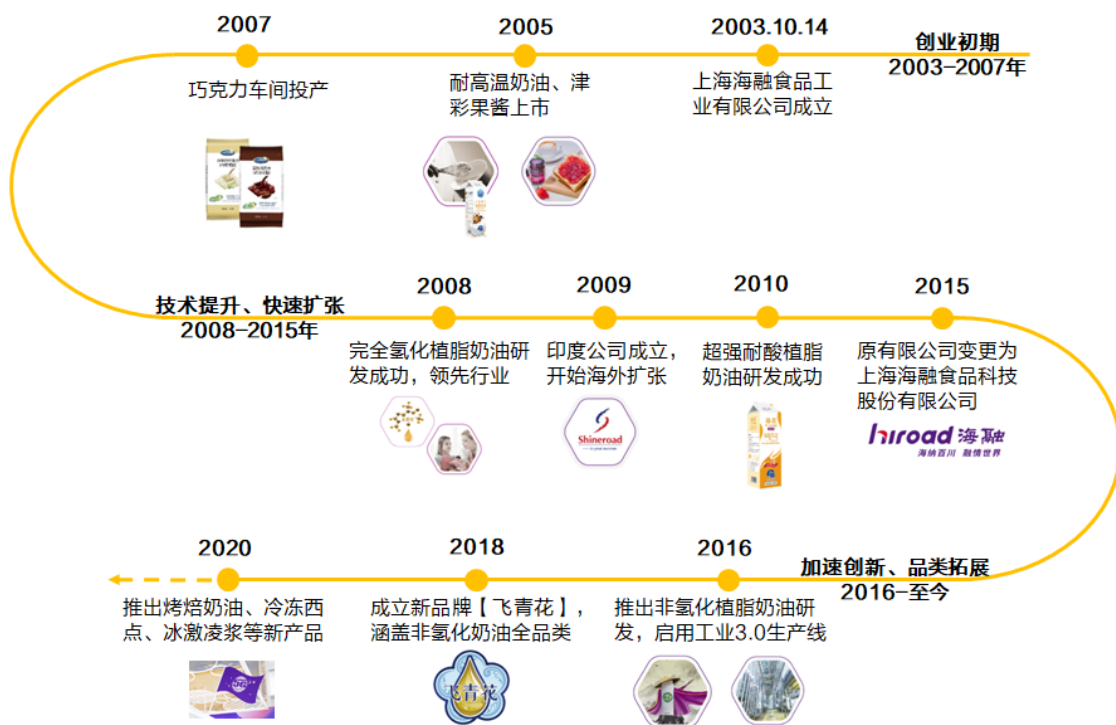
公司发展至今 17 年，大致分为以下三个阶段：

创业初期（2003-2007 年）：2003 年，上海海融食品工业有限公司由黄海晓、黄海瑚兄弟共同成立。2005 年，公司先后推出耐高温奶油、津彩果酱，并于 2007 年开始供应巧克力烘焙原料，逐渐丰富品类。

技术提升、快速扩张（2008-2015 年）：在这一阶段，公司实现了氢化植脂奶油的突破，于 2008 年成功研发完全氢化植脂奶油。两年后，该产品进一步提升，公司推出超强耐酸植脂奶油。与此同时，公司开始了海外扩张的步伐。2009 年，公司成立印度公司，开拓印度市场的业务；随后于 2014 年进一步增加果冻类食品的生产与销售。2015 年公司从原来的有限公司变更为股份制公司。

加速创新、品类拓展（2016-2020 年）：2016 年开始，公司进一步提升奶油产品的技术标准，推出非氢化植脂奶油，旨在降低生产中的反式脂肪酸，符合国家食品质检标准。此外，公司积极拓展其他与植脂奶油相关的品类，提升公司产品的多样性。

图 1：海融科技发展历程



资料来源：海融科技公司官网，天风证券研究所

1.2. 主营植脂奶油，经销为主的销售模式，广泛占领海内外市场

1.2.1. 植脂奶油为主，多品类产品丰富产品矩阵

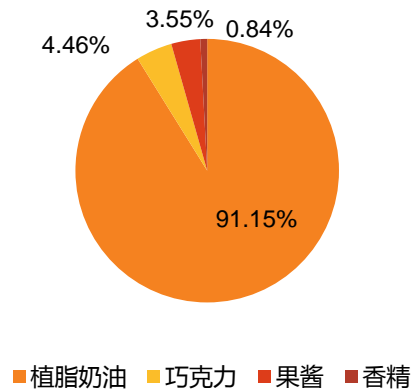
公司主营产品为植脂奶油、巧克力、果酱等烘焙食品原料。其中，植脂奶油为公司的主要产品，5 年来占据公司营收 90%左右，巧克力、果酱分别占 4%~5%，是对于烘焙原料产品

的有利补充。除此之外，公司于 2018 年开始推出其他与植脂奶油相关的衍生产品，如食用油脂制品、冷冻卡仕达酱、海象食品配料等，进一步丰富产品矩阵。

图 2：公司主要产品



图 3：植脂奶油占公司营收极大比重



资料来源：海融科技公司官网，天风证券研究所

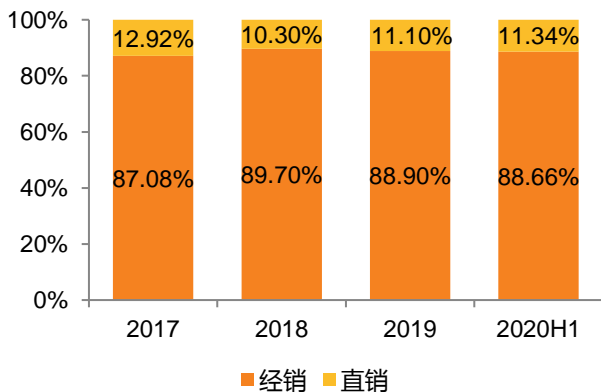
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

1.2.2. 经销商遍布全国各地，海内外销售并重

公司产品销售渠道以经销为主，直销模式为辅。经销占公司整体收入的 88%左右，近三年来该比例较为稳定；在其余的直销客户中，以国内或区域知名大型连锁烘焙食品经营企业，如安徽巴莉甜甜、米旗、八十五度、金凤成祥等。

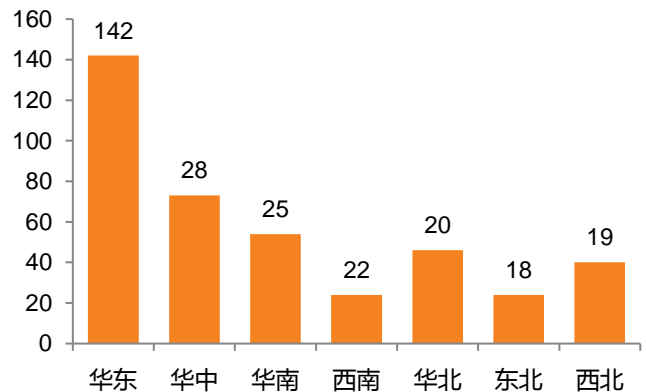
从地域分布上来看，公司在国内市场各地均有经销商布局，华东地区经销商占比较大。截止 2020 年 6 月，公司在华东有 142 家经销商。各地区近年来经销商数量占比相对稳定。

图 4：公司销售渠道以经销为主



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 5：2020H1 华东地区占国内经销商数量比重较大（单位：家）



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所（注：华东地区包括大客户销售人员及销售支持人员）

除国内市场外，公司产品同样销往以东南亚为主的海外市场。自 2009 年公司收购印度公司以来，不断在东南亚其他国家开拓市场，目前海外经销商占比 20%左右，在印度、尼泊尔、泰国、马来西亚、越南、印尼和加拿大。其中，印度和泰国由于布局较早、市场较大，占海外收入的 90%左右。

图 6：2019 年公司海外销售占比近 20%

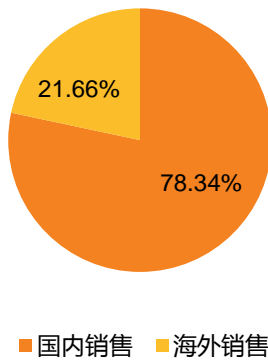
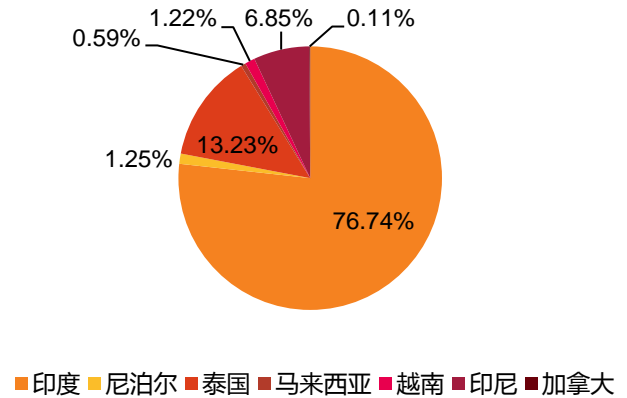


图 7：2019 年印度和泰国市场是海外收入的主要来源



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

1.2.3. 产能利用情况

公司目前产能利用率较低，但预期增长较快。公司在 2017-2019 年间，公司主要产品植脂奶油的产能利用率低于 80%，果酱、巧克力的产能利用率在 2019 年同样低于 80%，但公司未来产能利用率提升空间较大。原因在于：(1)2018 年，公司推出的新产品冷冻卡仕达酱导致植脂奶油生产线改造，进而削减产能。除此之外，公司生产的食用油脂同新品种的推出使得公司产品的需求不断提升。(2)公司近三年来植脂奶油、果酱、巧克力的产销率均在 100%左右波动，市场对于公司产品需求旺盛。(3)公司近年来植脂奶油销售量增长速度较快，2017-19 年间植脂奶油销售额 CAGR 达 11%。

表 1：海融科技各生产线产能利用率

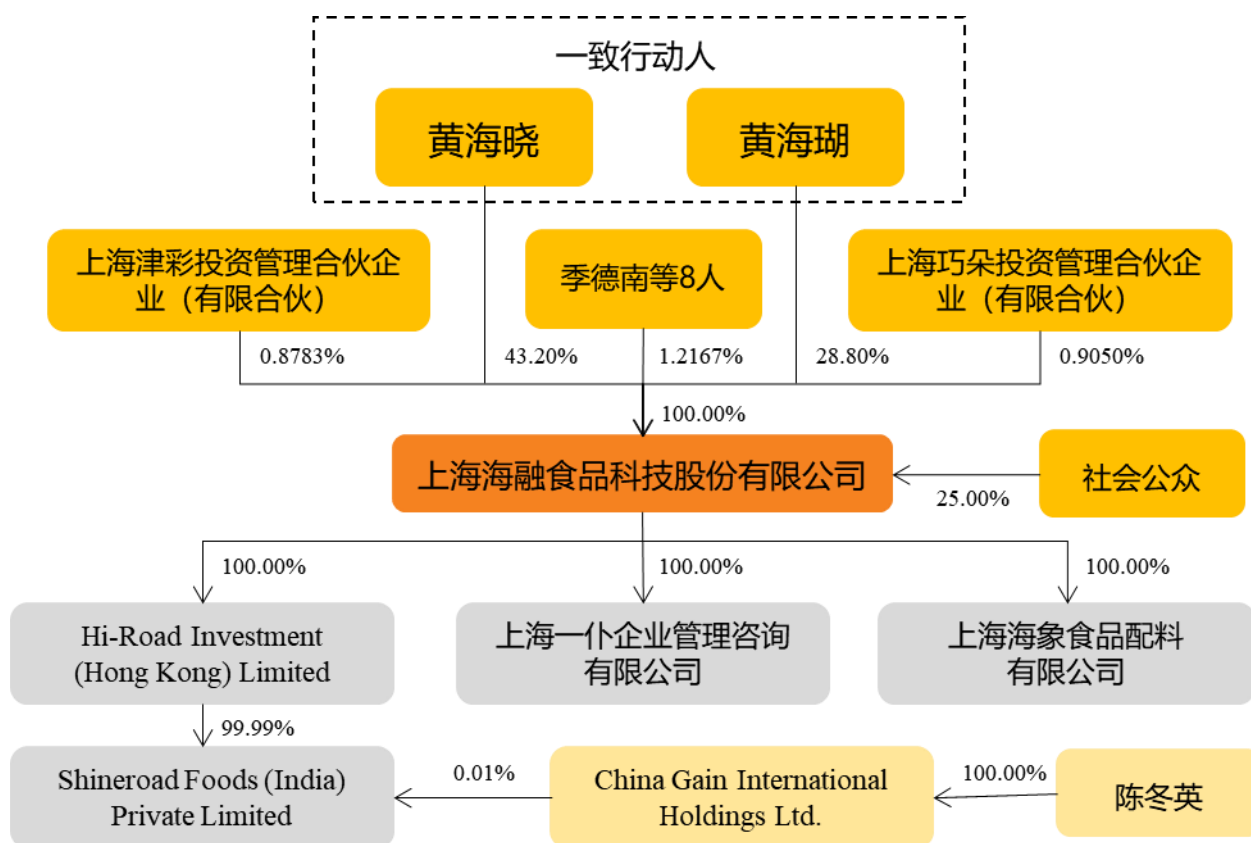
产品		2017 年	2018 年	2019 年
植脂奶油	产能（吨）	68400	54000	56000
	产能利用率	54.30%	78.28%	78.86%
果酱	产能（吨）	1350	1350	1350
	产能利用率	64.22%	60.89%	75.41%
巧克力	产能（吨）	1150	1500	1500
	产能利用率	70.60%	86.73%	82.09%
香精香料	产能（吨）	600	600	600
	产能利用率	12.20%	15.61%	16.37%

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

1.3. 股权结构稳定，组织架构清晰

控股股东为黄海晓，实际控制人为黄海晓和黄海瑚。本次发行后，控股股东黄海晓直接持有海融科技 43.20%股份；自公司成立至今，一致行动人黄海晓和黄海瑚一直共同控制公司，另一实际控制人黄海瑚持有公司 28.80%股份，实际控制人黄海晓及黄海瑚两人合计控制海融科技 72.00%股份。公司的员工持股平台巧朵投资与津彩投资分别持有公司股份的 0.91%和 0.88%，季德南等 8 名自然人持股 1.22%，社会公众股占比 25%。除核心技术人员黄新宇通过津彩投资间接持有公司股份外，海融科技董事、监事、高级管理人员均直接持股且属于前十名自然人股东。公司实际控制人黄海晓和黄海瑚具备多年烘焙食品原料行业经商经验，积累了丰富的行业经验和客户资源，在业内具有良好的口碑。

图 8：公司股权结构稳定



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

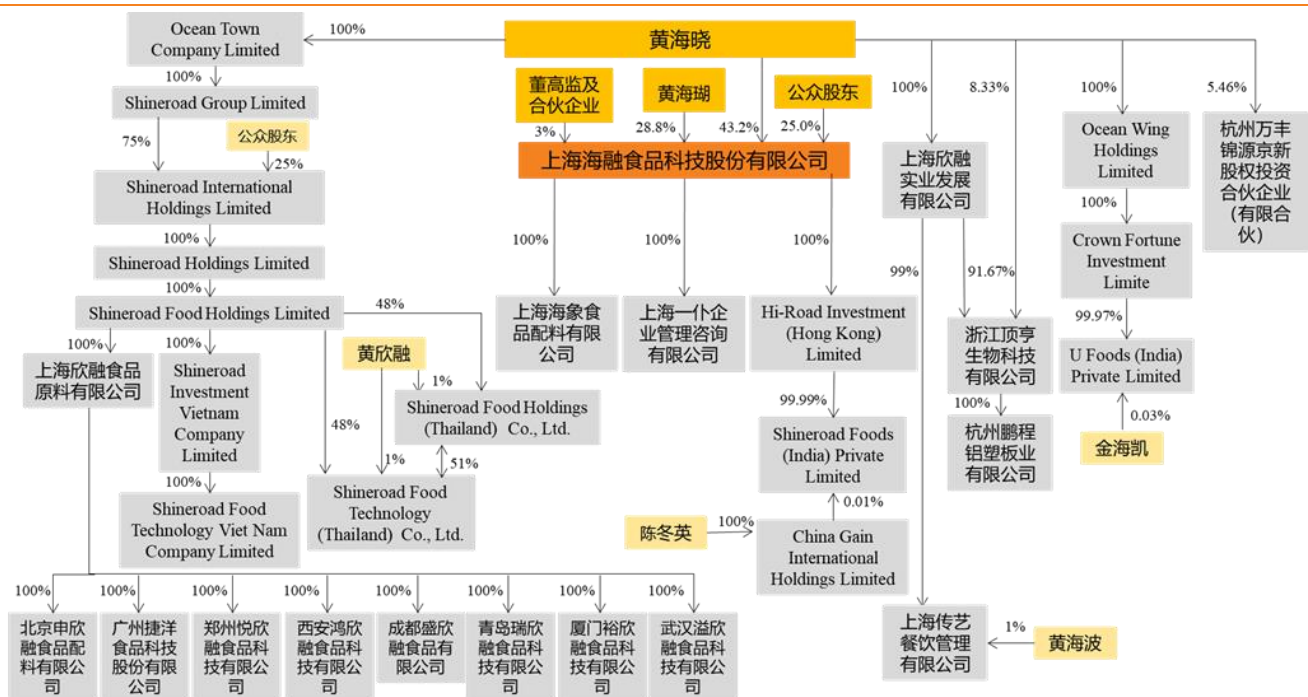
表 2：公司董高监主要成员持股比例及简介

姓名	职务	持股比例	简介
黄海晓	董事长	43.2000%	2011 年获复旦大学工商管理硕士学位。1996 年至今担任上海欣融实业发展有限公司执行董事。2015 年 11 月起任海融科技董事长。
黄海瑚	董事、总经理	28.8000%	2001 年-2005 年任苏州欣融食品有限公司总经理。2003 年-2015 年 11 月任上海海融食品工业有限公司总经理。2015 年 11 月起任海融科技董事、总经理。
季德南	董事、副总经理	0.2167%	2001 年-2004 年任中国焙烤食品糖制品工业协会职业培训中心秘书长。2005 年-2015 年 11 月任上海海融食品工业有限公司营销部经理、副总经理。2015 年 11 月起任海融科技董事、总经理。
裴国伟	董事、财务总监	0.2167%	2003 年-2006 年任上海欣融实业发展有限公司财务会计部经理。2006 年-2015 年 11 月任上海海融食品工业有限公司财务总监。2015 年 11 月起任海融科技董事、财务总监。
沈正伟	副总经理	0.1000%	2004 年-2005 年任上海欣融实业发展有限公司总裁助理。2009 年-2015 年 11 月任上海海融食品工业有限公司制造中心总监。2015 年 11 月起任海融科技副总经理。
曹建	副总经理	0.2000%	2002 年-2005 年任职于上海欣融实业发展有限公司区域经理。2006 年-2015 年 11 月任上海海融食品工业有限公司研发部经理、研发总监。2015 年 11 月起任海融科技副总经理。
王玮华	董事会秘书	0.2167%	2012 年-2015 年 5 月任上海欣融实业发展有限公司总裁助理、人事行政总监、海融印度执行副总裁。2015 年 11 月起任董事会秘书。
黄新宇	研发经理	0.0400%	2010 年至今任海融科技研发经理。

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

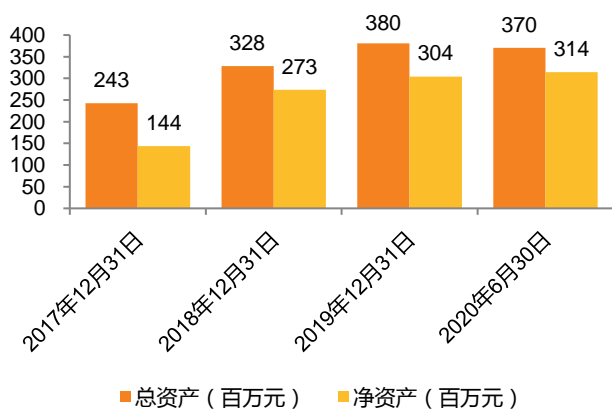
海融科技与其关联公司不存在同业竞争。上海欣融实业发展有限公司为黄海晓 100%控股公司，成立于 1996 年，主营业务为技术咨询、技术服务。2003 年，欣融实业以 60%出资比例与黄海湖共同设立海融有限；2015 年，欣融实业将持有的海融有限 60%股权转让给黄海晓。欣融实业为投资型公司，以持股为主要目的；其控股子公司上海传艺餐饮管理有限公司主营业务为餐饮服务，浙江顶亨生物科技有限公司主营业务为含茶制品、固体饮料和水果干制品等产品的研究、生产和销售。上海欣融食品原料有限公司为欣融国际最主要的经营实体，成立于 2011 年。欣融食品及其子公司主要经营食品原料和添加剂的代理业务、选材咨询及配方研究，主要代理销售雀巢、三菱化学食品、索尔维等大型国际知名企业的部分食品原料和添加剂，不从事生产加工业务；其代理的产品包括蔗糖脂肪酸酯、炼乳、奶精、咖啡粉、复配糕点乳化剂等；主要下游客户为阿尔卑斯奶糖、曼妥思、不二家、徐福记等品牌的食品生产企业。

图 9：控股股东、实际控制人及其关系密切的家庭成员控制的其他企业



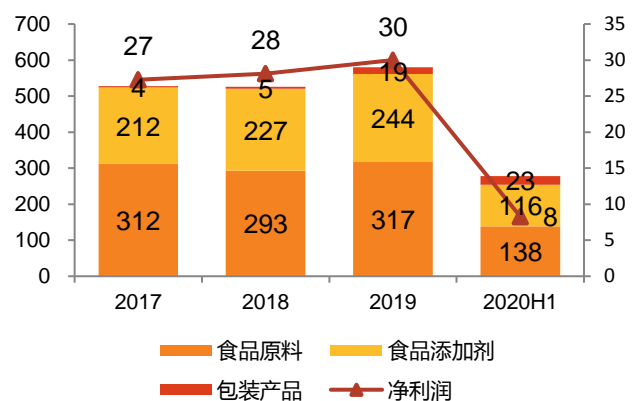
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 10：欣融国际净资产规模不断增长



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 11: 欣融食品主营食品原料及添加剂的代理业务(单位:百万元)



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

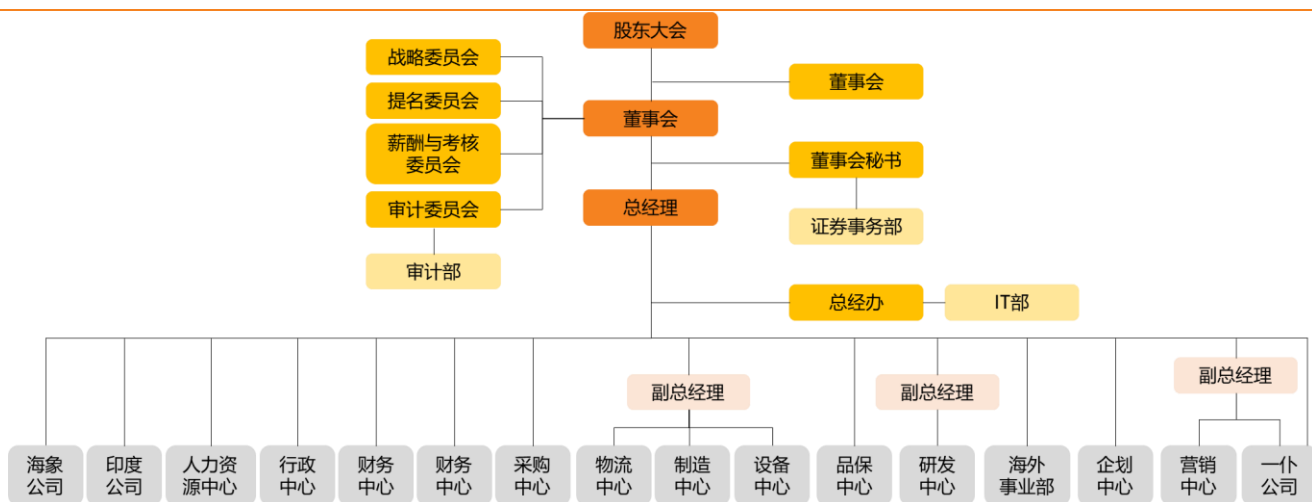
表 3：实际控制人控制的经营型公司与海融科技不存在同业竞争业务

关联方名称	成立时间	注册地	主营业务	关联关系
上海欣融食品原料有限公司	2011 年	上海	食品原料、添加剂代理贸易、选材咨询及配方研究	黄海晓通过 Ocean Town Company Limited 控制的公司，Shineroad Food Holdings Limited 直接持股 100.00%
上海传艺餐饮管理有限公司	2019 年	上海	餐饮服务	欣融实业持有该公司 99.00%的股权
浙江顶亨生物科技有限公司	2012 年	临安	含茶制品、固体饮料和水果干制品等产品的研究、生产和销售	黄海晓直接持股 8.33%、黄海晓通过上海欣融实业发展有限公司持股 91.67%
U Foods (India) Private Limited	2014 年	印度	果冻类食品生产和销售	Crown Fortune Investment Limited 直接持股 99.97%
Shineroad Investment Vietnam Company Limited	2019 年	越南	食品原料，添加剂，食品机械贸易，食品技术服务/咨询	Shineroad Food Holdings Limited 直接持股 100.00%
Shineroad Food Technology Viet Nam Company Limited	2019 年	越南	食品原料，添加剂，食品机械贸易，食品技术服务/咨询	Shineroad Investment Vietnam Company Limited 直接持股 100.00%
Shineroad Food Holdings (Thailand) Co., Limited	2019 年	泰国	食品原料，添加剂，食品机械贸易，食品技术服务/咨询	Shineroad Food Technology (Thailand) Co., Ltd 直接持股 51.00%，Shineroad Food Holdings Limited 直接持股 48.00%
Shineroad Food Technology (Thailand) Co., Limited	2019 年	泰国	食品原料，添加剂贸易，食品技术服务/咨询	Shineroad Food Holdings (Thailand) Co., Ltd.直接持股 51.00%，Shineroad Food Holdings Limited 直接持股 48.00%

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

组织架构清晰，部门权责明确，公司治理水平提升。公司下设人力资源中心、行政中心、财务中心、采购中心、物流中心、制造中心、设备中心、品保中心、研发中心、海外事业部、企划中心、营销中心、证券事务部共 13 个职能部门。基于公司发展战略，公司不断完善法人治理结构，提升公司治理水平。

图 12：组织架构清晰、部门权责明确



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

1.4. 募资扩产多条生产线，缓解长期产能压力，布局冷冻甜点业务

公司上市拟募集资金 9.68 亿元，将主要用于增加 2 条植脂奶油生产线、3 条果酱生产线、6 条巧克力生产线以及 2 条冷冻甜点生产线。植脂奶油产能增加 57.1%、果酱、巧克力生产线的产能相较于原来增长 5.9 倍和 4.7 倍，为冷冻甜点的重要原料。新的生产线均预计于经营 4 年后达到最大产能，植脂奶油生产线预计增加营收 3.6 亿元，税前净利润率 14.0%；巧克力果酱工厂预计增加营收 3.3 亿元，税前净利润率 16.5%；冷冻甜点生产线预计增加收入 2.73 亿元，税前净利润率 12.3%；除此之外，公司也投入 8953 万元建设冷藏库、5026 万元研发新产品。公司在未来计划设立冷冻甜点研发项目，实现从传统烘焙行业到半成品烘焙业务的拓展。

表 4：海融科技拟建设生产线产能

	植脂奶油	果酱	巧克力	冷冻甜点
新增产能（吨）	32000	8000	7000	4000
新增产能百分比	57.1%	592.6%	466.7%	N/A

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

表 5：海融科技拟投资项目资金预算

建设内容	建设期（年）	投资金额（万元）	募集资金投入额（万元）	占比
植脂奶油扩产建设项目	2	6263	6263	14.5%
果酱、巧克力扩产建设项目	2	7839	7839	18.2%
冷冻甜点工厂建设项目	2	9960	9960	23.1%
冷藏库建设项目	1	8953	8953	20.8%
研发中心建设项目	1	5026	5026	11.67%
补充流动资金	-	5000	5000	11.62%
合计	-	43041	43041	100%

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

2. 烘焙市场高速发展拉动原料需求，植脂奶油升级空间广阔

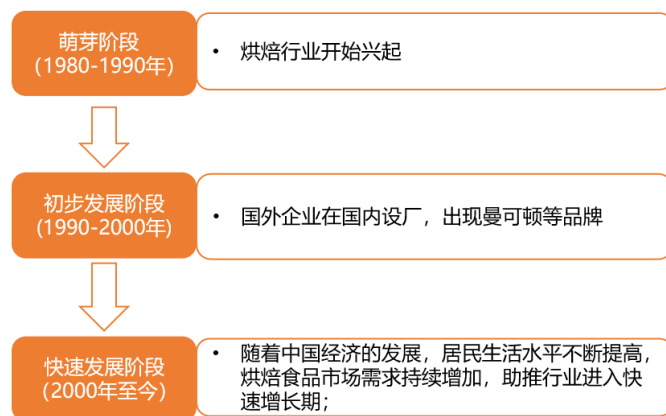
2.1. 烘焙市场成熟度低，成长空间广阔

烘焙原料下游客户集中在 B 端，烘焙企业发展起决定性作用。烘焙食品原料的下游行业为焙烤食品制造业，使用群体包括烘焙食品加工销售企业和家庭消费者。B 端的烘焙企业数量和规模的扩张将带动烘焙食品原料行业的发展，烘焙企业零售业态的丰富与升级将扩大烘焙食品行业的市场容量。由于烘焙食品对于我国来说属于舶来品，中国家庭制作烘焙食品的习惯并不普遍，因此，C 端的家庭消费占比较小。

2.1.1. 国内烘焙行业起步晚，快速发展正当时

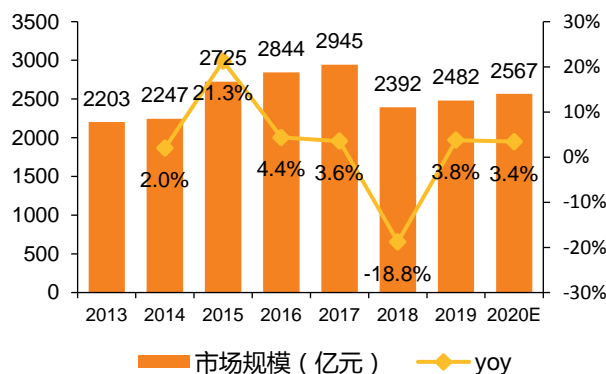
国内烘焙业起步较晚，发展增速快潜力大。中国的烘焙业兴起于上世纪 80 年代，2000 年之后开始快速发展，目前仍处于高速成长期。在欧美国家，烘焙食品一直是作为早餐和主食，而在我国则主要作为零食和甜点。在 2020 年的消费者购买的快销食品品类中，烘焙食品以 44.2% 的偏好度位居第 4。近年来，随着人们生活节奏的加快，以及年轻一代的饮食习惯西化，以面包为代表的西式早餐凭借便携度高逐渐在早餐市场中凸显优势，呈现出一定的正餐化趋势。在休闲食品与正餐化的双重推动下，烘焙食品的市场规模不断扩大。根据欧睿国际统计，预计 2020 年烘焙行业的市场规模将达到 2,567 亿元。

图 13：国内烘焙行业处于快速发展阶段



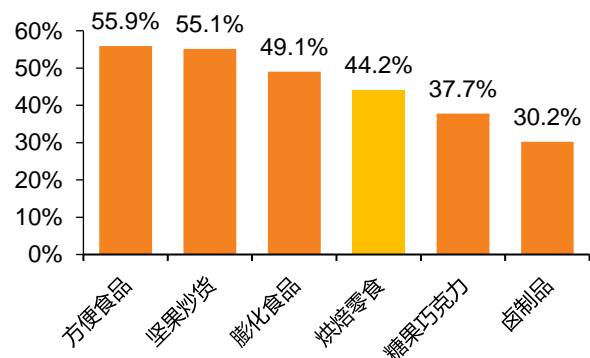
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 14：烘焙食品市场规模逐渐增大



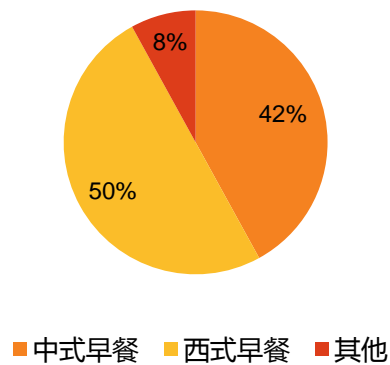
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 15：2020 年消费者购买快销食品偏好品类 TOP6



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 16: 面包为代表的西式早餐便携度高

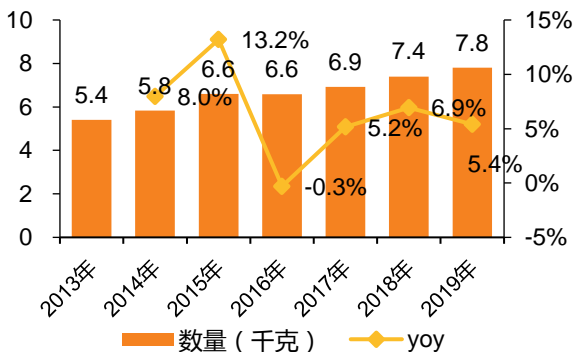


资料来源：英敏特，天风证券研究所

2.1.2. 人均消费量偏低，消费升级促增长，未来提升空间大

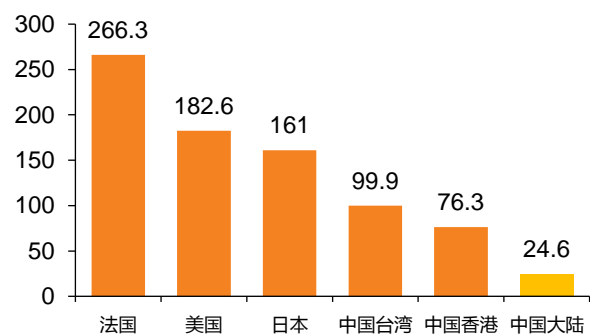
人均消费量偏低，未来增长空间广阔。我国人均烘焙食品的消费量稳步提高，从 2013 年的 5.4 千克提升至 2019 年的 7.8 千克，CAGR 为 6.3%。但与世界发达国家和地区相比，仍有较大的提升空间。据中国产业信息网的统计显示，2019 年，中国内地人均烘焙食品消费额为 24.6 美元/人，处于全球后 25% 的水平。远低于与中国饮食习惯相似的亚洲其他国家和地区。

图 17: 我国人均烘焙食品消费量逐年提高



资料来源：中国食品工业协会烘焙专业委员会，天风证券研究所

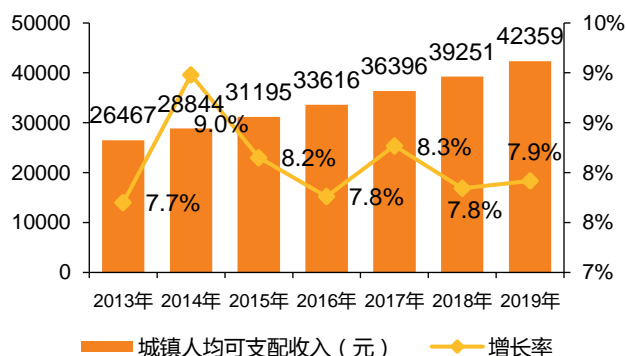
图 18: 人均烘焙食品消费额处于世界低位水平（美元/人）



资料来源：欧睿国际，立高食品招股说明书，天风证券研究所

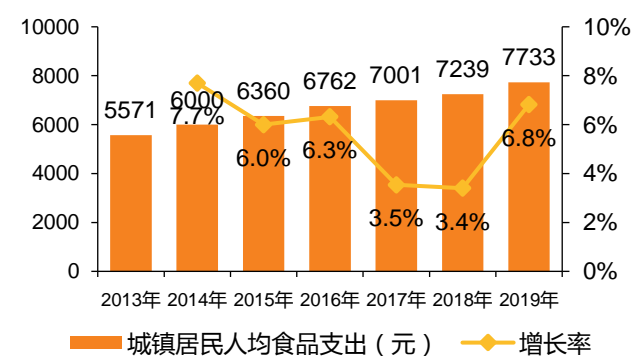
消费升级趋势明显，居民需求多元化。随着居民生活水平的提高，人均可支配收入持续增长，终端消费者对食品的丰富的营养，广泛的附加功能、多元化口味等方面的要求会不断提高。

图 19: 居民人均可支配收入日益提高



资料来源：海融科技招股说明书，国家统计局，天风证券研究所

图 20: 居民人均食品支出不断提高



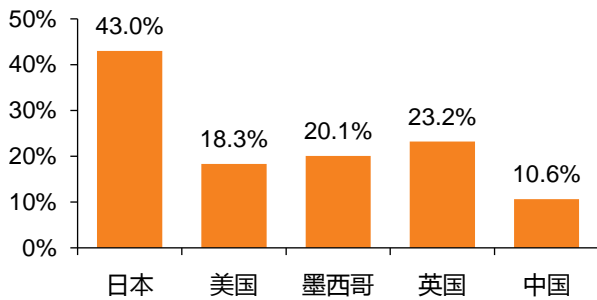
资料来源：海融科技招股说明书，国家统计局，天风证券研究所

2.1.3. 行业集中度较低，冷链物流发展助力原料运输，短保产品成为热门赛道

市场格局分散，集中度水平较低。近年来，我国出现了桃李面包、达利园、盼盼等一些优质本土企业，但烘焙行业集中度还是较低。2019 年我国烘焙行业 CR5 为 10.6%，行业龙头达利园和桃李的市场占有率仅为 3.7%和 3.3%，远低于日本、美国等国家，市场格局分散。

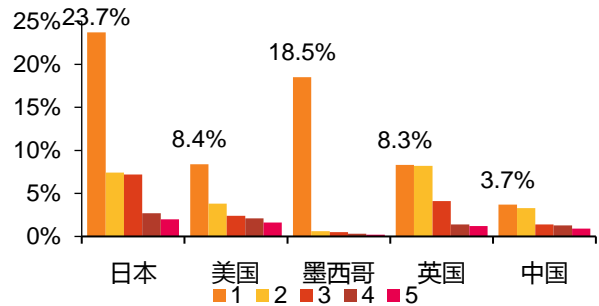
从区域分布来看，华东、华中地区的烘焙企业数量和销售额超过 60%。主要由于华东华中地区经济较为发达，消费者渗透率高，对西方饮食的接受度也更强。

图 21：2019 年全球主要国家烘焙行业市场集中度对比（CR5）



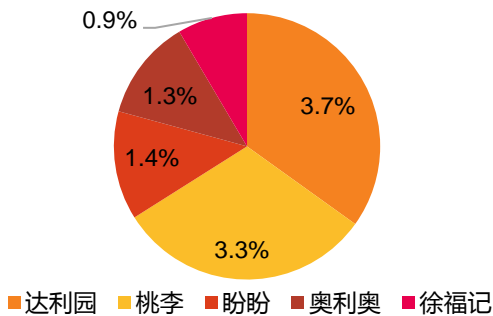
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 22：2019 年全球各国烘焙行业前五大公司市占率



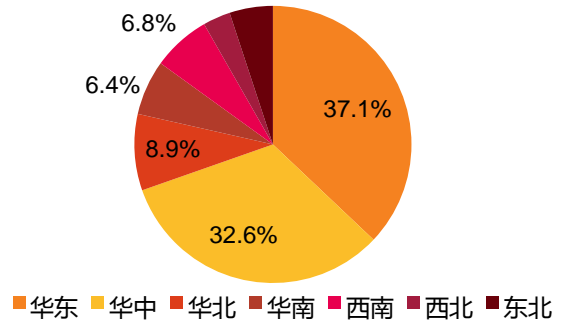
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 23：我国前五大烘焙公司市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

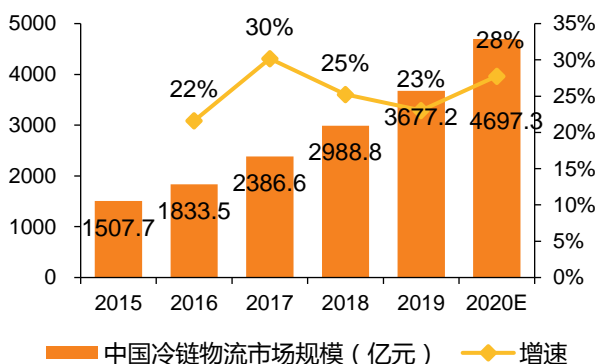
图 24：烘焙行业销售额区域分布



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

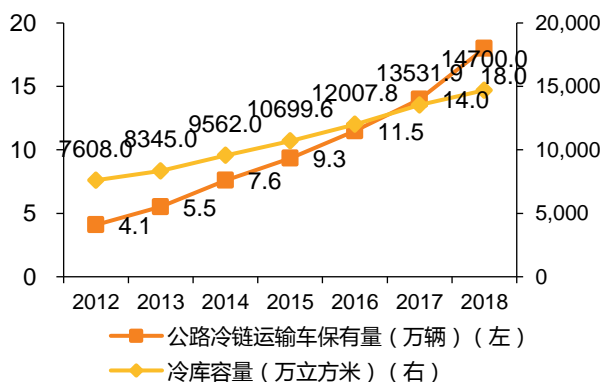
冷链物流市场日趋成熟，助力烘焙食品原料的运输。烘焙食品的原料中大都保质期较短，为保持新鲜度和保障食品安全，需要采用冷链运输。近年来，我国冷链物流市场规模持续增长，2019 年已经达到 3677.2 亿元的规模，2015-2019 年的 CAGR 为 25%。公路冷链运输车的保有量在 2018 年达到 18 万辆，冷库容量达到 14700 万立方米。设施与资源的完备程度逐渐提高，为烘焙原料的运输提供了有力保障。

图 25：冷链物流市场规模持续增长



资料来源：中国冷链发展报告，天风证券研究所

图 26：冷链物流设施完备程度逐渐提高



资料来源：Wind，天风证券研究所

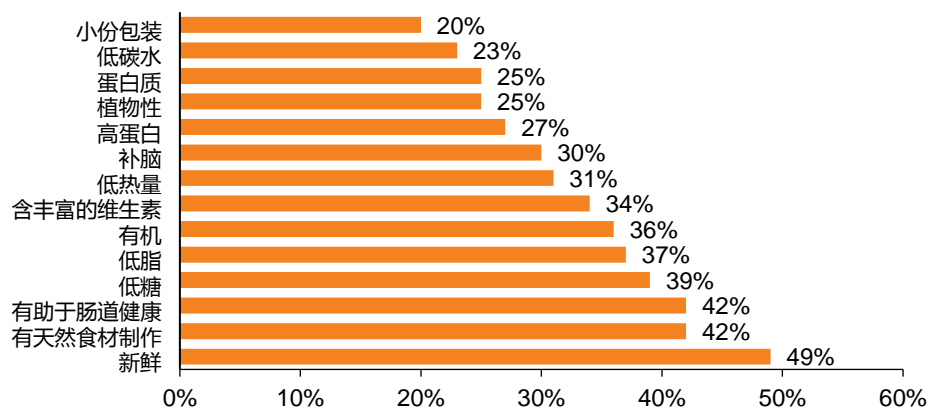
健康化发展新趋势，短保产品优势显著。从销售模式上来看，可以分为零售模式和烘焙店模式，零售模式又可以按照产品的保质期分为长保、中保和短保。结合消费升级的趋势以及消费者对于产品的要求来看，短保烘焙食品更符合消费者的健康化需求。

表 6：各销售模式优劣对比

类别	长保	中保	短保	烘焙店
保质期	6 个月及以上	30-90 天为主	5-10 天为主	2-5 天为主
模式	中央工厂+批发	中央工厂+批发	代工+电商	中央工厂+门店销售
特征	中央工厂生产，以直营或经销模式通过 KA 等渠道销售	中央工厂生产，以直营或经销模式通过 KA 等渠道销售	通过代工生产，用互联网渠道进行销售	中央工厂生产成品后运至品牌门店再加工后销售
产品价格	5-12	15-20	8-15	
市场定位	口感好、营养健康	便携	易储存、便携	
代表企业	达利食品、盼盼食品	港荣食品、小白心里软	三只松鼠、良品铺子	桃李面包、克莉丝汀、85 度 C、面包新语

资料来源：前瞻产业研究院，艾媒咨询，天风证券研究所

图 27：消费者对于休闲食品的健康程度关注度高



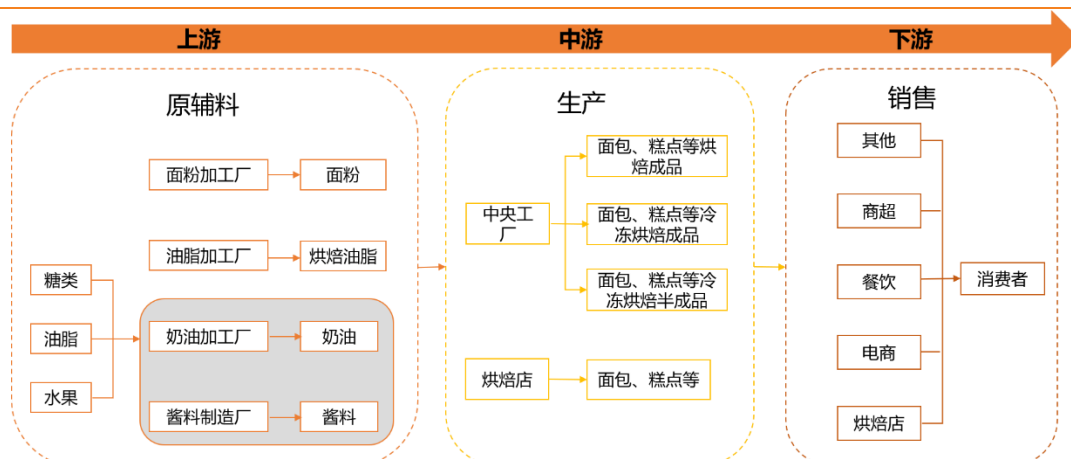
资料来源：亿滋&Harris Poll，天风证券研究所

2.2. 烘焙业发展带动上游原料增长，未来市场空间大

公司的主营产品包括植脂奶油、果酱、巧克力等，属于烘焙原料行业。烘焙食品原料是指烘焙食品生产企业制作面包、蛋糕、西点、传统中式点心等烘焙食品所需要的糖、油脂、面粉、奶油、果酱、巧克力、香精香料、酵母等各类原辅材料。

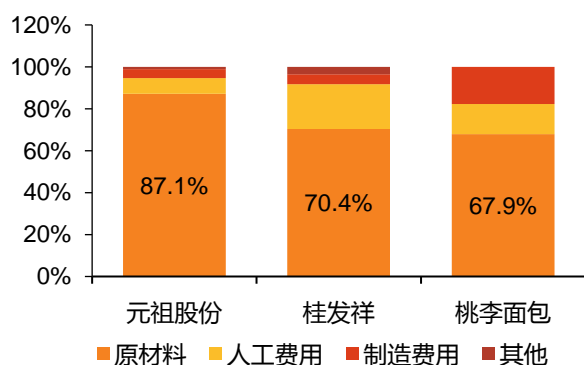
烘焙原料行业位于烘焙食品的产业链上游，烘焙食品行业的发展推动原料行业的发展。从几家代表性烘焙企业的成本结构来看，原材料在其成本中占比高。以蛋糕市场为例，欧睿国际的数据显示，我国 2019 年的蛋糕市场销售额为 981.7 亿元，蛋糕原材料成本约占 25%-35%，而奶油在原材料中占比约 35%，根据此数据测算，我国奶油市场规模已经达到 88.4 亿元到 117.8 亿元。

图 28：公司位于烘焙食品产业链的上游



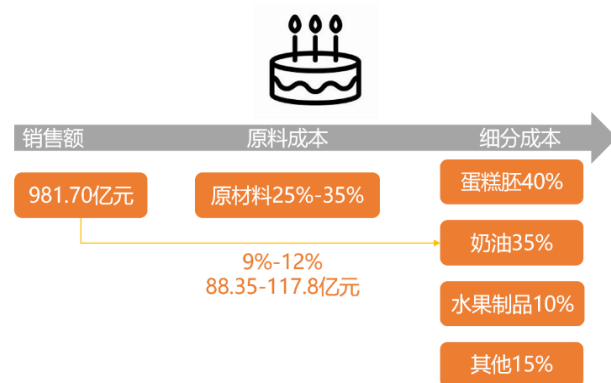
资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 29：烘焙行业成本原材料占比高



资料来源：各大企业 2018 年年报，天风证券研究所

图 30：奶油市场随蛋糕销售额增长而提升

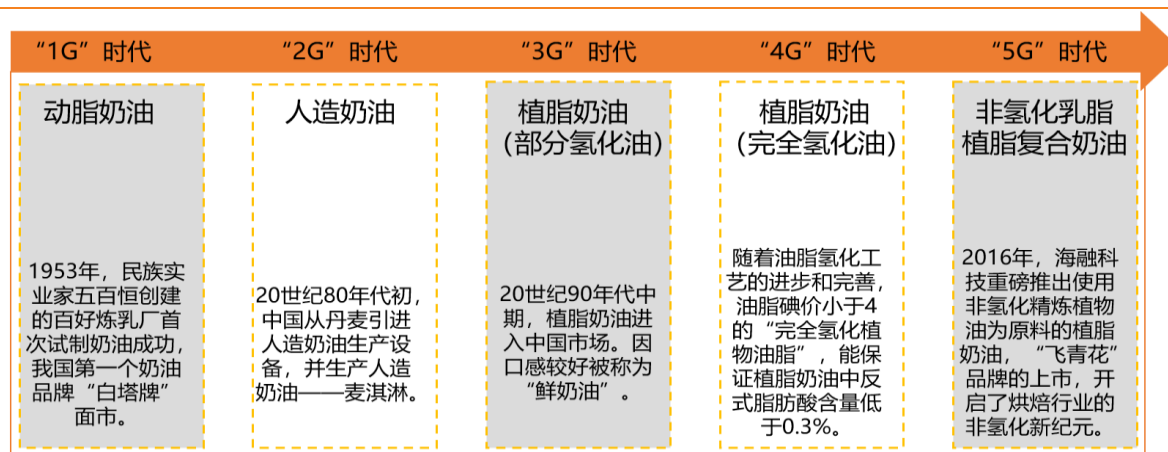


资料来源：立高食品招股说明书，欧睿国际，天风证券研究所

2.2.1. 奶油行业逐渐升级，供需齐升产业景气度高

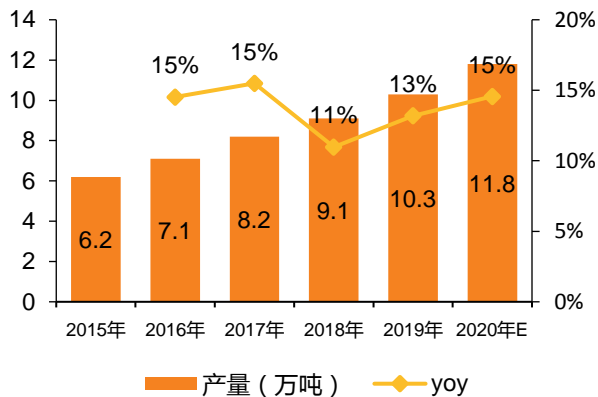
奶油行业不断升级，供需两端都呈增长态势。我国奶油行业的发展经历了5个重要的时期，从“1G”时代的动脂奶油到“5G”时代的非氢化乳脂植脂复合奶油，逐渐兼顾了口感和健康度。从供给端来看，近年奶油行业的总产量逐渐提高，2019 年度达到 10.3 万吨，2015-2019 年的 CAGR 为 13.5%，根据中商产业研究院的预测，预计 2020 年度的产量为 11.8 万吨。从需求端来看，奶油的市场总消费量也在不断提升，2019 年度达到 65.9 亿元，2015-2019 年的 CAGR 为 17.2%，预计 2020 年度将实现 79.9 亿的消费收入。

图 31：我国奶油行业逐渐迭代升级



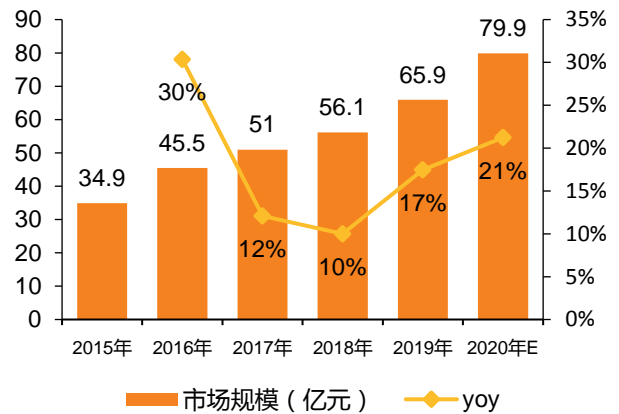
资料来源：消费日报网，天风证券研究所

图 32：我国奶油市场产量持续增长



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

图 33：我国奶油市场消费量不断提高



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

2.2.2. 市场充分竞争，行业整体集中度低

规模企业与小生产并存，市场竞争激烈。目前国内植脂奶油行业的主要生产厂商为南侨食品集团(上海)股份有限公司、维益食品(苏州)有限公司、海融食品科技、立高食品股份有限公司等。行业内规模化企业和小型生产并存，整体仍然是一个完全竞争的市场。随着我国对食品安全要求越来越高，且消费者水平的逐步提升，规模企业逐渐占领市场，抢夺市场份额竞争态势趋于激烈。

图 34：国内植脂奶油主要品牌



资料来源：海融科技、立高食品、维益食品、南侨股份公司官网及招股说明书，天风证券研究所

国外品牌占据线上销售前列，海融食品仍有提升空间。从线上销售数据来看，目前奶油的头部品牌主要是雀巢、安佳等国外品牌。国内植脂奶油生产商线上销量排名不太高。根据 2019 年 12 月-2020 年 11 月的数据统计，海融植脂奶油的线上销量占有率为 2.9%，销售额占有率为 1.9%。相较于同业企业维益、立高和南侨，海融在线上端的销售规模仍有较大的提升空间。

表 7：各企业奶油全网销量排名

公司名称	简介	销量排名
上海海融食品科技股份有限公司	公司自成立以来，一直以植脂奶油、巧克力、果酱等烘焙食品原料的研发、生产、销售为主营业务，其中，植脂奶油系列产品为公司的主要产品。	35
维益食品（苏州）有限公司	维益是美国冷冻食品制造商，植脂奶油和冷冻食品业的知名品牌。其子公司维益食品（苏州）有限公司是其于国内投资设立的植脂奶油工厂，旗下有“金钻”、“凝白”、“惠誉”等多个知名产品。	10
立高食品股份有限公司	公司主要从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产和销售。公司主要产品包括奶油、水果制品、酱料、巧克力等烘焙食品原料和冷冻烘焙半成品及成品。	22
南侨食品集团（上海）股份有限公司	公司主要从事烘焙油脂相关制品的研发、生产与销售。公司产品按照应用领域来分主要有烘焙应用油脂、淡奶油、馅料、冷冻面团、进口品五大系列，产品范围涵盖 200 多个品种。	15
盐城顶益食品有限公司	公司主要生产各类搅打植脂和乳脂奶油、巧克力、果味酱等烘焙食品原料。	50 以外

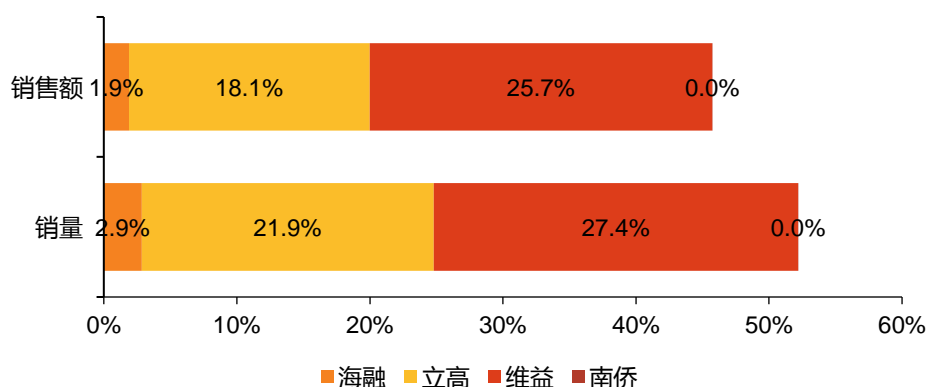
资料来源：海融科技招股说明书，淘宝网，天风证券研究所

表 8：植脂奶油主要品牌产品概况

企业	品牌	销售均价	规格
海融	丝诺	28.8 元/盒	980g/盒
	柚歌	24.8 元/盒	980g/盒
立高	立高	15.8 元/盒	1kg/盒
	美蒂雅	22.5 元/盒	1kg/盒
维益	金钻	21 元/盒	1kg/盒
	维益	24.5 元/盒	1L/盒
南侨	侨艺	29.8 元/盒	1L/盒

资料来源：淘宝网，天风证券研究所

图 35：海融植物奶油线上销售规模较小



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

2.2.3. 植脂奶油应用范围广，健康化成为新的关注点

植物奶油在烘焙领域得到广泛应用，市场份额高。动物奶油（天然奶油）是一种乳制品，是从牛奶的脂肪中分离所得。而植脂奶油是一种经人工乳化的食用油脂制品。植脂奶油的口感与天然奶油相似，保存期更长，价格要比天然奶油低，自发明以来一直被世界各地的食品生产商广泛使用。同时，植脂奶油由于其具有更好的打发性、可塑性和操作性，更适用于蛋糕裱花塑形，使其在烘焙食品行业的应用更为突出。植脂奶油已在烘焙食品连锁经营企业领域占据了重要份额。

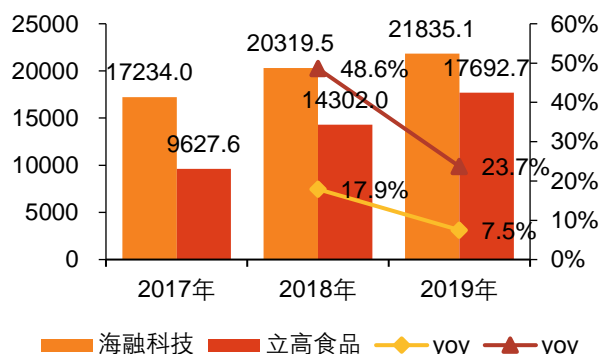
表 9：动物奶油与植物奶油对比

	动物奶油	植物奶油
原料	牛奶	棕榈油、玉米糖浆以及其他氢化成分
性质	稳定性差，不易塑形，打发率低，保质期短	稳定性强，易塑形，打发率高，保质期长
外观	乳白色，偏黄	亮白色
口感	奶味中，甜度低，口感更好	奶味淡，甜度高
营养	不含反式脂肪酸，脂肪含量 47%-10%之间	含有大量不能被人体消化吸收的反式脂肪酸
价格	价格较高，多数为进口	价格较低，品牌众多
用途	咖啡，慕斯蛋糕，布丁等	蛋糕，面包，饼干，冰淇淋等

资料来源：智研咨询，天风证券研究所

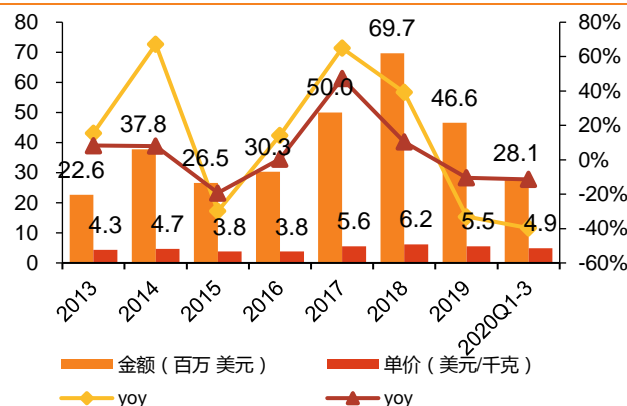
国内外都未出现植脂奶油被动物奶油替代的趋势。从国内市场来看，我国乳脂奶油产品受制于奶源的不足，主要依赖于进口，从 2013 年至今，动物奶油的单价与总金额都呈波动趋势。海融科技和立高食品作为国内植脂奶油的两大龙头生产商，选取这两家公司的销量来看，植脂奶油的销量在逐年增加。国内并未呈现出植脂奶油被动物奶油替代的趋势。从国际市场来看，印度市场的动物奶油消费量保持持续增长，2015-2019 年的复合增长率为 3.89%；而欧盟国家及美国市场消费量则保持较为平稳。2019 年度，美国植脂产品的零售增速超过了动脂产品；2017-2019 年度，海融科技子公司海融印度植脂奶油销售数量由 6,815.47 吨增长至 10,431.46 吨，持续保持 20%以上的增长率，显示出印度植脂奶油市场的需求增长。

图 36：植脂奶油销量逐年增加（单位：吨）



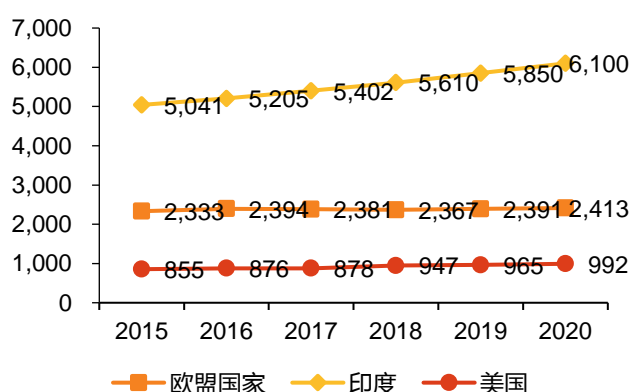
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 37：我国进口动物奶油的金额与单价呈波动趋势



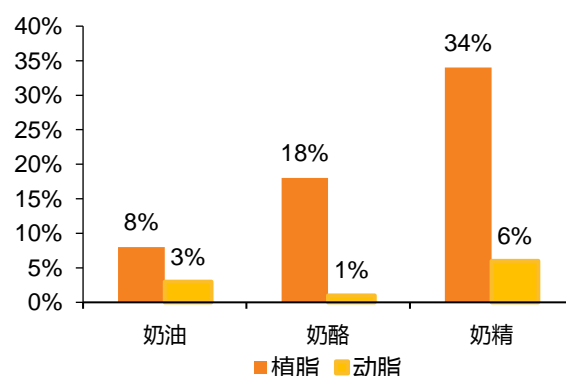
资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

图 38：欧美动物奶油消费量保持平稳，印度市场持续增长（千吨）



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 39：美国植脂产品零售增速超过动脂产品



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

植脂奶油技术升级，符合国家健康标准。传统的植物奶油来自液态的植物油，氢化制成可以改变脂肪酸的结构，使液态油变硬，部分氢化（或选择性氢化）的植物油脂会含有一定量的反式脂肪酸，这种物质会增加人类患心脏病的风险，因此，植脂奶油一直被消费者视为不健康的代表。海融长期以来重视饮食健康，并通过技术升级降低植脂奶油产品中的反式脂肪酸含量，在原料选择上采用反式脂肪酸含量极低的全氢化植物油和非氢化植物油，植脂奶油产品符合我国《预包装食品营养标签通则》的规定，并据此将产品中的反式脂肪（酸）量标识为零。

表 10：植脂奶油不等于反式脂肪酸

植脂奶油类别	反式脂肪酸含量
非氢化	极其微小
部分氢化（选择性氢化）	一定量
全氢化	极其微小

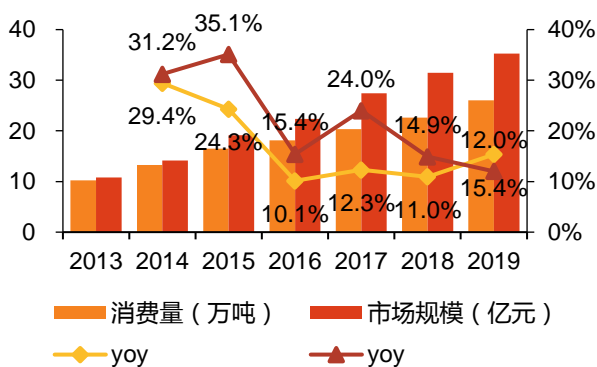
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

2.2.4. 巧克力果酱行业前景光明，多元化产品品类促增长

海融食品目前主要集中在植物奶油这一品类上，而巧克力和果酱作为公司份额较小的产品，未来增长潜力大，公司此次上市募资的用途之一是果酱、巧克力扩产建设项目，有利于丰富公司产品矩阵，扩大公司增长动力。

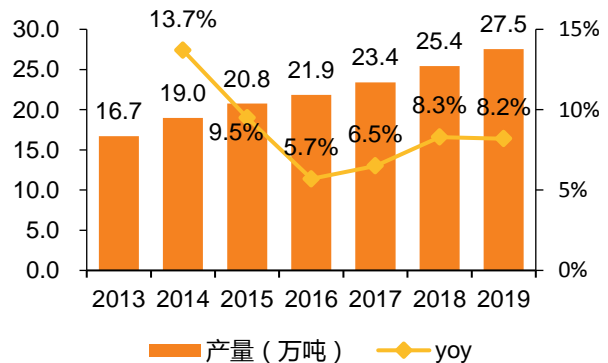
BC 端需求双增长，果酱行业发展潜力大。相比新鲜水果，果酱既保持鲜果特有的天然风味，还具有保质期长、易保存等特点。随着消费模式的升级，果酱的市场规模日益增长。一方面，作为烘焙行业的原材料之一，烘焙业的增长带动果酱市场需求，按照烘焙食品行业经验数据测算，目前国内烘焙食品行业对果酱的需求约为 20 亿元，并保持逐年增长的态势。另一方面，随着面包等西式早点的渗透率提高，果酱在居民早餐中的应用愈发普遍。2013-2019 年，我国果酱消费量从 10.2 万增长至 26.1 万吨，CAGR 为 16.9%；市场规模从 10.8 亿元增长至 35.3 亿元，CAGR 为 21.8%。

图 40：果酱市场需求日益增长



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 41：果酱产量逐年提高



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

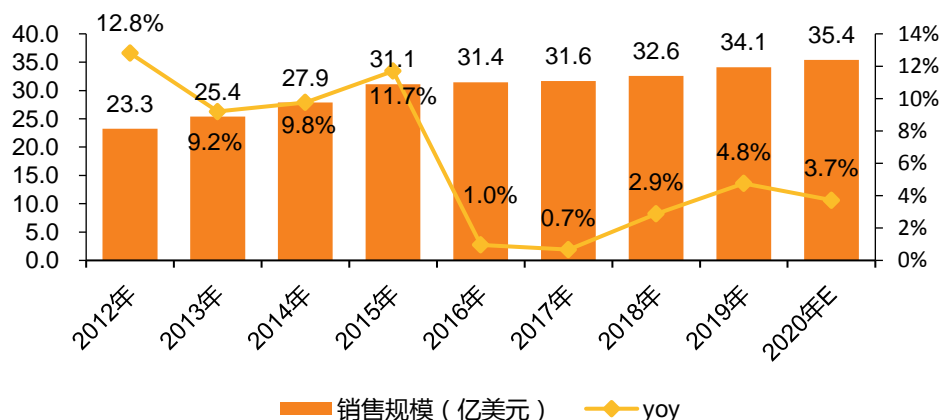
表 11：中国主要果酱品牌公司情况

品牌	企业	简介
丘比 KEWPIE	杭州丘比食品有限公司	主要是生产沙拉酱、沙拉汁、果酱以及其他加工食品的企业。
ANDROS 安德鲁	北京安德鲁水果食品有限公司	旗下有众多品牌及贴牌产品（巧婆婆、爱果士、倍乐果、果乐士、MAMIENOVA、梦果鲜、SOLOITALIA）销至于全球 100 余个国家的零售、餐饮、工业等各个渠道。
mccormick 味好美	上海味好美食品有限公司	味好美也是世界领先的“百年老字号”品牌，产品包括了顶料、水果粒酱和糖浆。
百利	东莞市鸿兴食品有限公司	生产沙拉酱、豆制品、樱桃类、发酵糠、番茄类、果酱类、花生酱、风味酱、调味粉、奶制品及各种餐饮、烘焙调味品的现代化民营科技企业。

资料来源：智研咨询，天风证券研究所

下游客户向 B 端倾斜，巧克力市场稳定增长。近年来，由于对健康和体重的控制，巧克力糖的消费遇冷，其应用领域逐渐由零售转向烘焙与冰淇淋行业。零售端的销售不佳，但销售规模仍不断增长，主要是由于烘焙行业增长的拉动。按照烘焙食品行业经验数据测算，目前国内烘焙食品行业对巧克力的需求约为 15-20 亿元。2012-2019 年，销售规模由 23.3 亿美元增长至 34.1 亿美元，CAGR 为 5.6%。

图 42：巧克力市场规模稳定增长





资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

3. 非氢化技术领先烘焙行业，互联网赋能服务模式创新

3.1. 丰富品类扩展应用领域，差异化竞争抢占优质赛道

海融科技是我国植脂奶油市场领域的领先企业及知名品牌。公司高度重视品牌建设，成功塑造了“海融”品牌形象，多年来以质量保信誉，以信誉促进品牌知名度和市场价值提升。公司生产的植脂奶油反式脂肪酸成分极低，符合市场主流发展方向，在下游烘焙食品加工销售企业中形成了良好口碑，提高了最终用户重复购买率，带动销售增长。目前，“海融”品牌已成为具有较高知名度和美誉度的烘焙食品原料品牌，具备市场相对竞争优势。随着品牌知名度的不断提升，海融科技的业务在品牌方面存在进口替代的空间。

表 12：海融科技主要商标被评为“上海市著名商标”

商标图样	注册号	专用权期限	评定
	27171070	2018/11/14-2028/11/13	2015 年 1 月，被上海市工商行政管理局评为“上海市著名商标”。
	15009852	2016/11/7-2026/11/6	

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

积极拓展多类型产品线及应用领域，丰富的产品矩阵适应市场多元化趋势。随着消费者健康意识的加深，公司产品向低脂、高纯度、易打发、制备方法科学健康的方向转换。公司的奶油、果酱、巧克力系列产品广泛用于蛋糕、西点的表面涂抹装饰及面包、月饼等馅料夹心。为满足不同人群的美食需求，海融科技创新推出含乳、耐酸、耐高温、椰子、咖啡、麦香等特色奶油及独树一帜的创新型烘焙原料。冷冻甜点可有效降低连锁烘焙饼店的日常损耗与人工成本、延长产品货架期，近年来需求量快速增加。未来公司将重点发展冷冻甜点系列产品，实现由烘焙食品原料领域向半成品领域的延伸，丰富产品结构与业务结构，利用协同效应促进销售增长，增强风险抵御能力。

图 43：海融科技产品矩阵丰富

奶油系列				
	飞青花牛奶奶油、奶酪奶油、乳脂植脂奶油系列	美尊浓、丝诺、沁护、海纳德乳脂植脂奶油	桑爱、海纳德、季歌（沁白）、椰迷植脂奶油	巧朵咖啡、巧克力植脂奶油
				
	桑爱经典（奶油伴侣）、海纳德麦香（耐热性）、柚歌（耐酸性）植脂奶油	Merrylady 多用途餐饮乳脂植脂奶油、咖啡用浓缩奶、饮品奶油、葡挞专用奶油	鑫融软冰淇淋浆料、胶囊冰淇淋	
果酱系列				
	津彩 1KG 袋装果酱系列（无添加）	津彩佐餐果酱系列（15/50/150g）	津彩优选系列、A 系列、蛋糕专用果酱（上选/精选）系列	津彩耐烘焙果酱系列
				津彩饮品果酱
巧克力系列				
	蒂娜（非氢化）苦甜/白牛奶、（非氢化）彩色、涂层巧克力	蒂娜非氢化巧克力酱	帝王花（非氢化）苦甜/白牛奶、彩色、铲花、非氢化香浓白巧克力	

资料来源：海融科技公司官网，天风证券研究所

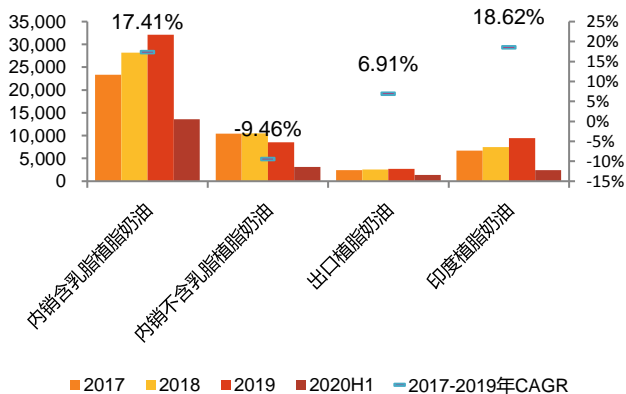
图 44：海融科技丰富产品群扩展应用领域



资料来源：海融科技公司官网，天风证券研究所

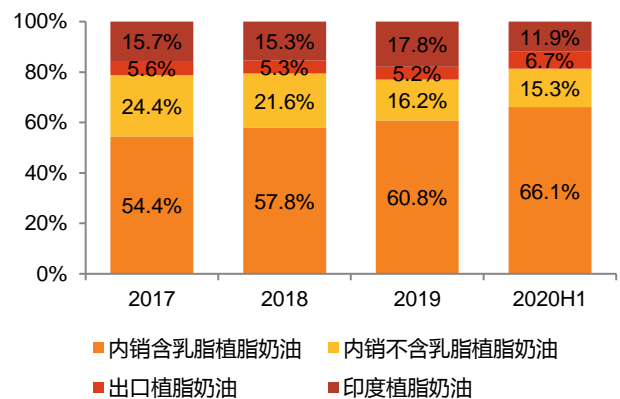
优化产品结构，发力含乳植脂奶油，拉动营收及毛利率快速增长。公司的植脂奶油分为含乳脂植脂奶油和不含乳脂植脂奶油。含乳脂植脂奶油含有天然乳脂成分，兼具稀奶油奶香浓郁、口感细腻和植脂奶油打法性好、稳定性强的优点，深受烘焙店与消费者的喜爱，市场需求增速明显更高。由于含乳植脂奶油工艺技术难度较大，需要长期的经验积累才能形成稳定的产能，因此生产企业较少。据此公司采取差异化竞争策略，重点推广含乳植脂奶油，2018 年主推丝诺含乳脂植脂奶油系列产品，2019 年度较 2017 年度该系列产品的销量从 6,493 吨增长至 11,163 吨。在植脂奶油分类产品中，内销的含乳脂植脂奶油收入快速增长，2017-2019 年 CAGR 为 17.41%；占植脂奶油收入比例从 2017 年的 54.41% 提升至 2020H1 的 66.09%。相比竞争对手立高食品，2017 年至 2020H1，海融奶油系列产品毛利率高于立高，内销含乳脂植脂奶油毛利率由 2017 年的 57.90% 上升至 2020H1 的 59.13%；而 2020H1 立高含乳脂植脂奶油毛利率为 52.99%。海融含乳脂植脂奶油毛利率更高主要由于其单位直接原料成本低于立高，且单位售价更高。

图 45：内销的含乳脂植脂奶油收入快速增长（单位：万元，%）



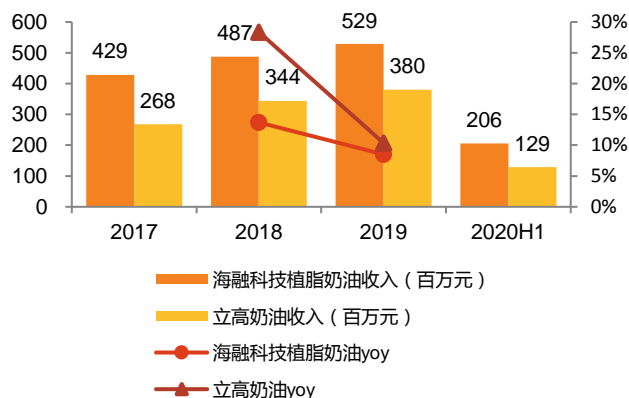
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 46：内销的含乳脂植脂奶油占植脂奶油收入比例提升



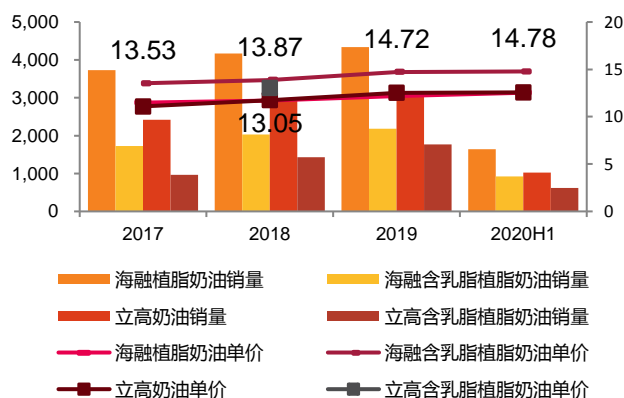
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 47：海融科技奶油收入高于立高



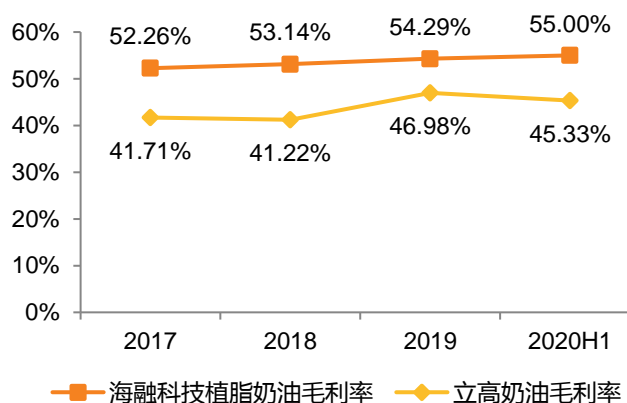
资料来源：海融科技招股说明书，立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 48：海融含乳脂植脂奶油单价更高（单位：十吨、元/公斤）



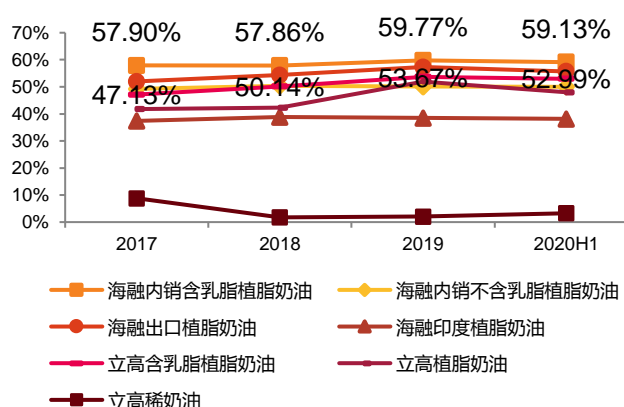
资料来源：海融科技招股说明书，立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 49：海融科技奶油毛利率高于立高



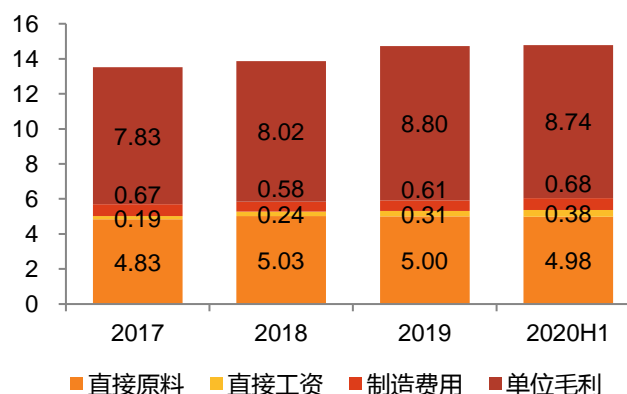
资料来源：海融科技招股说明书，立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 50：海融科技含乳脂植脂奶油毛利率高于立高



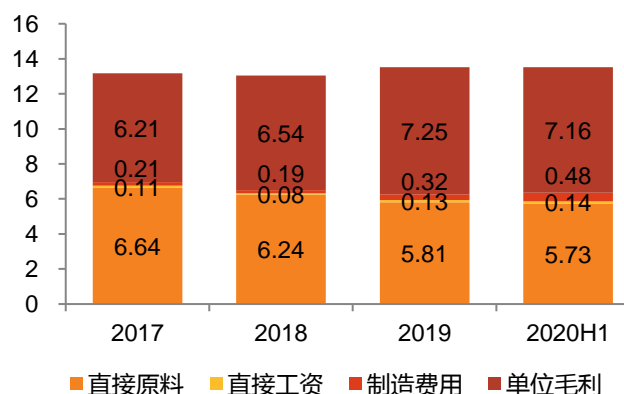
资料来源：海融科技招股说明书，立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 51：海融含乳脂植脂奶油成本主要为直接原料（单位：元/公斤）



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 52：立高含乳脂植脂奶油成本主要为直接原料（单位：元/公斤）



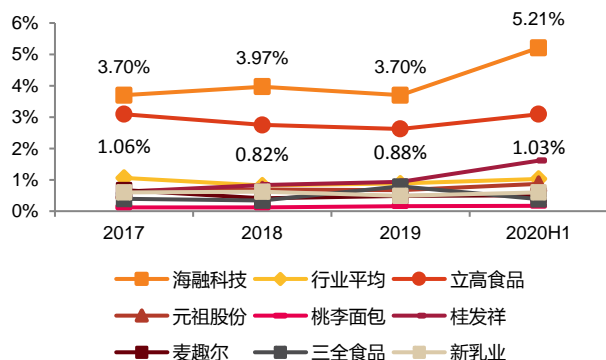
资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

3.2. 技术创新推动产品升级，引领烘焙业步入非氢化新时代

深耕烘焙食品原料行业，高度重视技术研发。公司配备了较为先进的分析检测仪器和研发设备，建立了独有的原料分析数据库，研发投入力度较大。2017 年至 2020H1，公司累计研发投入为 7,236.19 万元，研发费用率从 2017 年的 3.70% 上升至 2020H1 的 5.21%，高于同行业平均水平。公司的研发项目主要集中在不同类型的植脂奶油制作、非氢化代可可脂

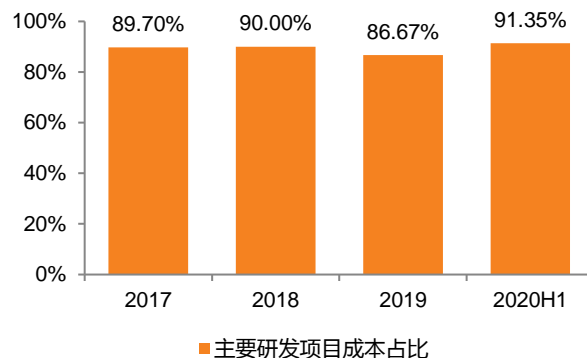
巧克力酱以及果酱的制作，主要研发项目成本占研发费用比例在 80%以上，研发项目与研发费用匹配。截至 2020 年 6 月 30 日，公司研发人员共 82 人，占公司员工总数 10.99%；公司建立了较为完备的科技人才培养及激励机制，主要核心技术人员稳定。

图 53：海融科技研发费用率高于同行业平均水平



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 54：海融科技主要研发项目成本占比 80%以上



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

表 13：海融科技研发投入逐年增长（单位：人、万元）

项目	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年 1-6 月	
	研发人员	研发投入	研发人员	研发投入	研发人员	研发投入	研发人员	研发投入
南侨股份	110	4,927.88	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露
立高食品	71	2,958.78	84	3,610.62	102	4,150.52	112	2,069.89
海融科技	95	1,741.71	99	2,147.82	82	2,158.70	82	1,187.96

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

自主研发掌握核心配方，技术创新推动产品升级。海融科技拥有 3000 多平方米的独立研发中心及专业研发团队，与多家研究所、大专院校开展合作。截至 2020 年 6 月 30 日，公司在国内取得专利权属证书的专利合计 38 项，其中发明专利 23 项。公司大力投入研发植脂奶油配方，取得“一种混合乳脂的植脂奶油及其制备方法”发明专利。公司的植脂奶油配方克服了传统植脂奶油打发率低、稳定性差、口感差等缺点，并通过多次试验，自主研发掌握了混合植脂奶油、低脂植脂奶油、低反式脂肪酸植脂奶油、耐酸植脂奶油等配方。通过持续自主研发和创新，海融科技陆续向市场推出含乳脂植脂奶油、非氢化巧克力、可用于热加工的植脂奶油等新产品，有力带动了销售增长。

表 14：海融科技主要发明专利

专利名称	权利人	专利类型	专利申请日	取得方式
一种用硅胶柱层析法分离纯化甘油磷酸胆碱的方法	江南大学、海融科技	发明专利	2011/1/11	继受取得
一种混合乳脂的植脂奶油及其制备方法	海融科技	发明专利	2012/3/31	原始取得
天然植物奶油粉末、动植物奶油粉末的制备方法	海融科技	发明专利	2013/12/3	继受取得
天然植物稀奶油、动植物稀奶油和脱脂植物蛋白质粉的制备方法	海融科技	发明专利	2013/12/3	继受取得
一种制备零反式脂肪酸预打发植脂奶油的方法	江南大学、海融科技	发明专利	2014/4/15	继受取得
植脂奶油 3D 打印系统及其工艺	海融科技	发明专利	2015/1/12	原始取得
超声波植脂奶油分子粉碎加工工艺	海融科技	发明专利	2015/1/12	原始取得
奶油生产线加料称重系统及加料称重方法	海融科技	发明专利	2016/6/24	原始取得
奶油生产线裹包设备	海融科技	发明专利	2016/6/24	原始取得
奶油生产线剩料清理系统	海融科技	发明专利	2016/6/24	原始取得
一种低脂人造奶油	海融科技	发明专利	2014/4/29	继受取得

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

表 15：海融科技核心技术与专利的对应关系

技术名称/产品名称	对应的专利名称	专利类型	技术成果及具体表征
低反式脂肪酸型植脂奶油生产技术	一种制备零反式脂肪酸预打发植脂奶油的方法	发明专利	成功开发利用低反式脂肪酸原料油脂生产的低反式脂肪酸型植脂奶油，通过使用新的乳化稳定体系及掩蔽技术使该奶油稳定性、操作性及口感与常规产品相近
植脂奶油连续充气打发技术	奶油连续充气打发器	实用新型	更改常规的手工植脂奶油打发方式，采用自动化设备进行连续性植脂奶油打发，通过关键参数的控制技术使植脂奶油打发度更高、组织更细腻
植脂奶油配料混合循环技术	奶油配料混合循环系统	实用新型	提高混合物料的质量均匀度，缩短物料混合分散的时间，提高生产效率
混合乳脂的植脂奶油制备	一种混合乳脂的植脂奶油及其制备方法	发明专利	克服乳脂与植脂的相容性差的难点，使用专用的乳化稳定体系使得成本相对低的植脂奶油口感接近高成本的天然淡奶油，但是具有比天然淡奶油更好的操作性能
低脂植脂奶油	一种低脂人造奶油	发明专利	精选动植物油脂，调整配比，降低用量，配合卵磷脂、聚甘油酯等乳化剂增进体系稳定性和产品应用性

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 55：海融科技技术创新推动产品升级



资料来源：海融科技公司官网，天风证券研究所

技术升级引领烘焙业进入非氢化新时代，第三代植脂奶油代表飞青花品牌受到市场欢迎。作为我国植脂奶油行业标准的参与者与制定者，海融科技长期以来重视饮食健康，通过技术升级降低植脂奶油产品中的反式脂肪酸含量，在原料选择上采用反式脂肪酸标识为0的全氢化植物油和非氢化植物油；而海融主要竞争对手立高食品并未在植脂奶油生产中应用非氢化技术。2011年，公司放弃使用“部分氢化油”，而采用“完全氢化油”作为原料，大幅降低产品的反式脂肪酸含量，领先美国食品药品监督管理局（FDA）的要求。2016年，海融科技自主研发、成功推出烘焙行业跨时代新产品非氢化系列奶油和系列巧克力制品；其中油脂原料采用物理分提技术，不采用氢化反应，从根源上杜绝了加工过程产生的反式脂肪酸。2018年，以“飞青花”为品牌的非氢化系列奶油成功上市，作为绿色健康的食物原料降低了食源性疾病的风险。“飞青花”系列植脂奶油产品2019年度实现了2,795吨的销售，销售金额占内销含乳植脂奶油的比例由2018年的1.24%上升至2019年的12.80%，成为新的含乳脂植脂奶油销售主打产品之一。

表 16：非氢化技术难点及技术成果

技术名称	技术来源	技术难点	技术成果及具体表征
非氢化植脂奶油	自主研发	非氢化油脂固体脂肪含量、塑性较氢化油脂差，造成产品组织及稳定性较差	通过选用、调配不同固体脂肪含量、甘油三酯组成的精炼油脂进行复配，结合乳化稳定体系的调整，改善产品的组织和操作性、稳定性
非氢化代可可脂巧克力	自主研发	使用非氢化油脂原料制作的代可可脂类巧克力产品在操作性上会比常规产品要差	顺应国际潮流，生产更利于人体健康的低反式脂肪酸含量的代可可脂类巧克力产品；使用特有的脂肪结晶技术使该类产品具有良好的操作性与口感

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

表 17：2017 年-2020H1 已完成的主要非氢化研发项目

期间	项目名称	研发方式
2018 年度	非氢化奶油制备项目	自主研发
2018 年度	非氢化巧克力酱制备项目	自主研发
2019 年度	彩色巧克力酱(非氢化)制备项目	自主研发

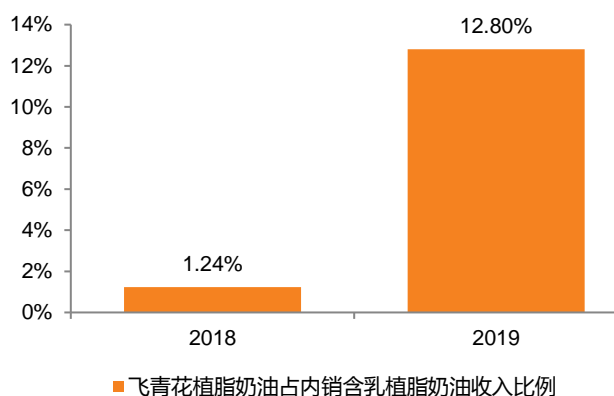
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 56：海融 5G 烘焙快闪店全面应用飞青花 5G 奶油



资料来源：海融科技公司官网，天风证券研究所

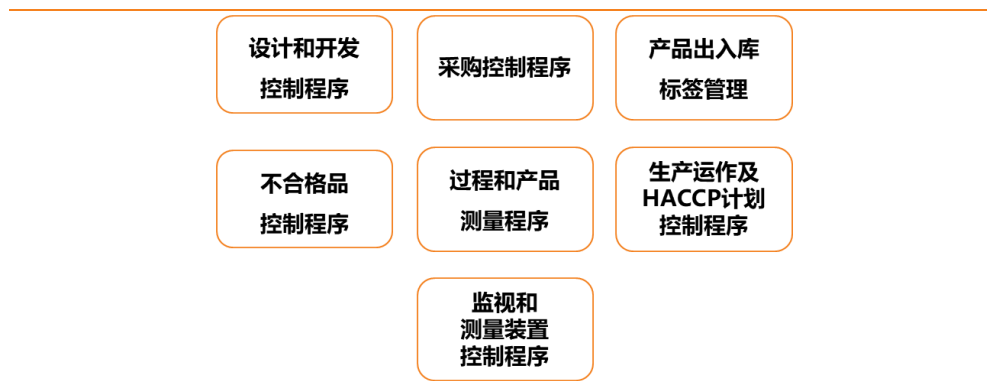
图 57：飞青花植脂奶油占内销含乳植脂奶油收入比例上升



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

全过程质量控制体系保障食品质量与安全，降低产品风险。公司高度重视产品质量安全，2007 年通过了危害分析与关键控制点 HACCP 体系认证，并于 2013 年通过了 ISO9001 质量管理体系认证，多年来产品质量稳定。公司成立了专门的质量管理部门，对原材料及产成品进行严格的质量控制，建立了覆盖原材料采购、产品生产加工和销售流通过程的质量控制体系。①**原材料质量控制：**公司建立严格的供应商评估体系，由品控中心、采购中心和研发中心等组成评估小组，负责供应商调查评核。2017 年至 2020H1，公司前十大供应商采购金额占总采购金额比例约 50%。②**生产过程质量控制：**海融科技主动创新植脂奶油生产工艺流程，自主设计并实施了植脂奶油生产线技术改造项目，被评为“上海市产业转型升级发展专项资金项目”。在项目实践的基础上，公司同时取得了“奶油生产线加料称重系统及加料称重方法”、“奶油生产线裹包设备”和“奶油生产线剩料清理系统”等三项发明专利。公司打造领先行业的工业 3.0 全自动奶油生产线，生产过程全部为全自动密闭式管道输送，各工艺节点设立关键控制点和监控限值，助力产品品质从优秀走向卓越。③**物流环节质量控制：**公司植脂奶油产品内陆及海运运输均需全程零下 18 摄氏度冷链运输。公司严格要求物流车辆与人员，选取具有冷链运输能力与资质的第三方物流进行产品运输。此外，公司与包材供应商合作优化、改良外包装结构，尽可能减少产品包装破损概率。2017 年至 2020H1，公司前五名物流供应商运费占运费总额的比例均超过 70%。

图 58：海融科技产品生产严格的操作程序和监控制度



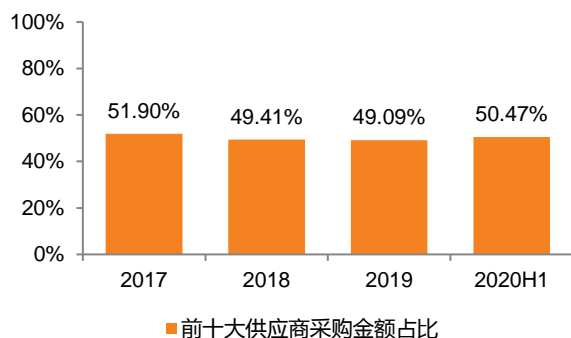
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 59：海融科技建立全过程质量控制体系



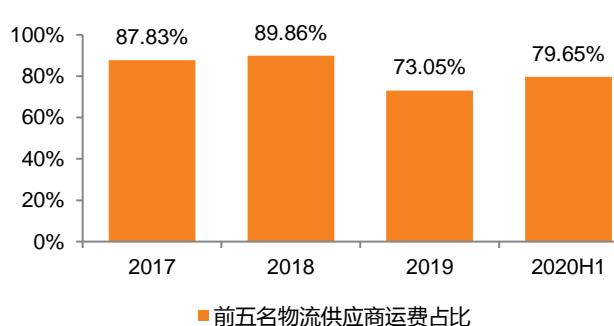
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 60：前十大供应商采购金额占比约 50%



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 61：前五名物流供应商运费占运费总额的比例超过 70%



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

3.3. 扁平化管理提升运营效率，协同效应促进渠道渗透

完备的经销商内控管理制度增强渠道掌控力度，扁平化管理提升渠道运营效率。公司重视营销网络建设，目前已构建了覆盖全国 30 个省、直辖市及自治区、印度大部分邦，以及部分东南亚国家的销售渠道。由于烘焙食品加工销售企业分布分散，公司以经销模式为主、经销结合直销的模式进行销售，并建立了完整的营销架构。①**经销模式**：公司依据经销商实力、诚信度、忠诚度“三大原则”严格筛选优质经销商，确保其市场开拓能力；并制定完备的经销商内控管理制度，敦促经销商提高销售能力与服务质量。同时，公司对经销商实行扁平化管理，各经销商之间无从属或者层级关系，有利于公司控制产品价格体系，提高销售渠道的运营效率。②**直销模式**：公司注重发展直销客户，巩固与直销客户的合作关系，扩大销售收入。公司向前十大直销客户中的安徽巴莉甜甜的销售收入从 2017 年度的 487 万元逐年增长至 2019 年度的 785 万元。此外，公司实行扁平化管理，有利于公司及时吸收下游客户反馈意见，保证生产研发对接市场需求。

图 62：海融科技营销架构完整



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

表 18：海融科技经销商内控管理制度完备

经销商内控管理制度具体措施	主要内容
资格认定	经销商必须具备一定的经营实力与烘焙食品原料销售经验，公司从组织架构、人员构成、硬件设施、渠道覆盖、当地市场竞争情况等方面综合考核认定资格。
供货管理	经销商需要在协议约定的区域内按照不低于经销协议约定的价格销售约定的产品。
日常经营管理	包括对经销商业务培训、订货和货款结算管理、零售价格监督管理及促销活动管理等。公司配有专门的业务人员协助经销商完成订货及终端销售工作。
销售支持	公司协助经销商开拓市场，协助经销商对终端烘焙企业进行营销，培训经销商人员的业务技能，传递公司产品信息、促销信息等。
经销商综合考评	从销售情况、市场开发、终端烘焙企业满意度等多方面对经销商定期考核测评，对于考核不合格的经销商终止合作。

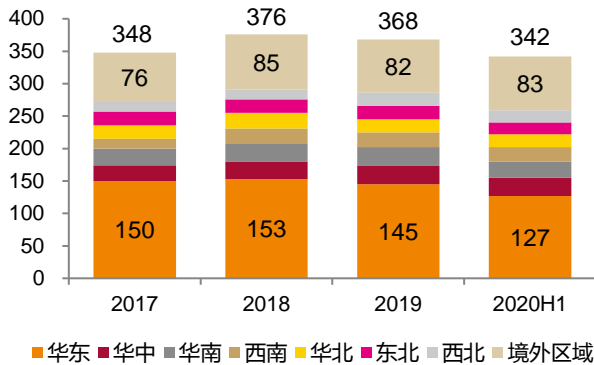
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

品类丰富助力协同扩展销售渠道，经销商数量不断提升，营销网络扩大。公司主要通过销售人员主动开拓新客户、客户主动与公司合作、建立第三方电商平台等方式新增客户。①公司加强营销队伍建设：2017 年至 2020H1，销售人员平均薪酬逐年上升，增速高于上海同期；销售费用薪酬占营业收入比例逐年增长；公司销售客户数量增长。公司员工过半数为销售人员，各地区销售人员数量相对稳定，与销售收入相匹配。②经销商数量增加：公司产品品类丰富、产品组合合理，不同品类产生较强的渠道协同效应，有利于渠道渗透与经销商管控。公司经销商数量由 2017 年初的 496 家增加至 2019 年末的 659 家，带动销售增长。2020 年 1-6 月受新冠疫情影响，部分经销商与公司交易减少，导致统计的经销商数量减少较多。公司主要向中小规模经销商进行销售，2017-2019 年度，公司的经销商收入

有 50%左右来自于销售规模在 100-500 万元的经销商。公司与经销商合作关系良好，持续存在业务往来的经销商数量较多，销售收入占主营业务收入比重一直保持在 80%以上。未来，公司将加大中西部地区的营销网络建设，重点突破西北、东北区域，同时向俄罗斯、菲律宾、韩国、新加坡以及中东等外埠市场拓展。

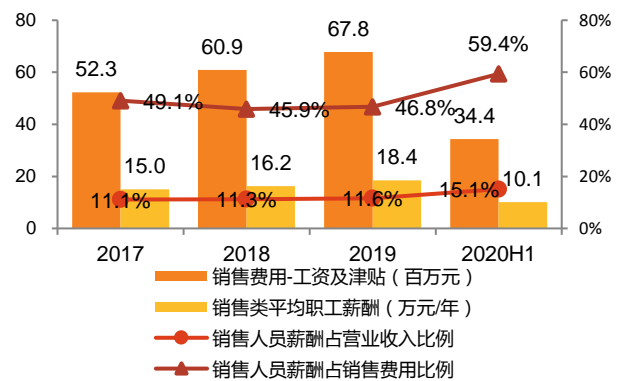
公司主要竞争对手立高食品最主要的销售区域为华东、华南地区。2017 年至 2020H1，立高在华东、华南区域的销售占比均在 30%左右；经销商整体数量呈下降趋势。海融科技积极拓展境外营销网络，2017 年至 2020H1 境外销售占比均在 15%以上；而截至 2020 年 6 月 30 日，立高食品没有进入海外市场。

图 63：海融科技各个区域销售人员数量相对稳定（人）



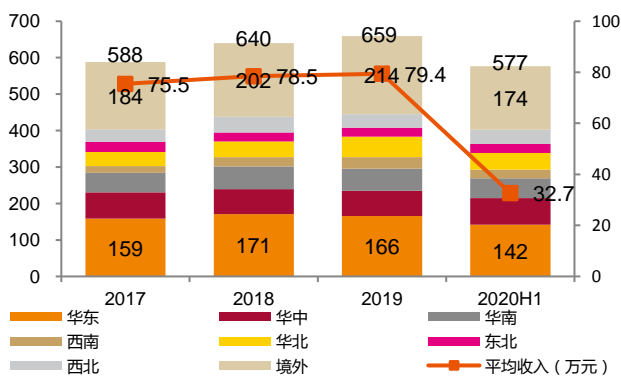
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 64：销售人员平均薪酬及销售费用薪酬占营业收入比例逐年增长



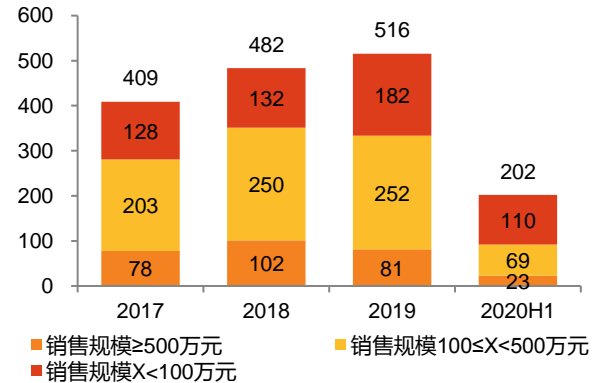
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 65：2017-2019 年经销商数量与平均收入增加



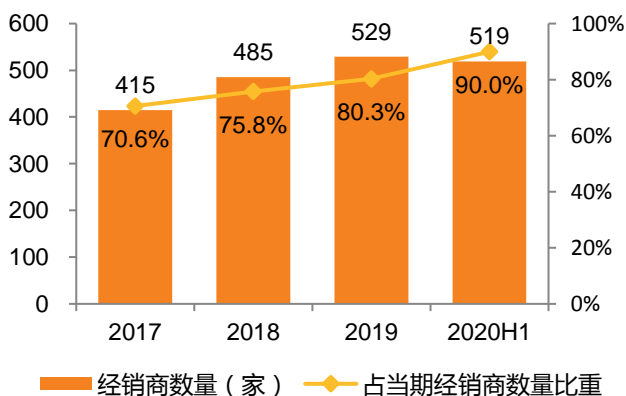
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 66：2017-2019 年约 50%经销收入来自中小规模经销商(百万元)



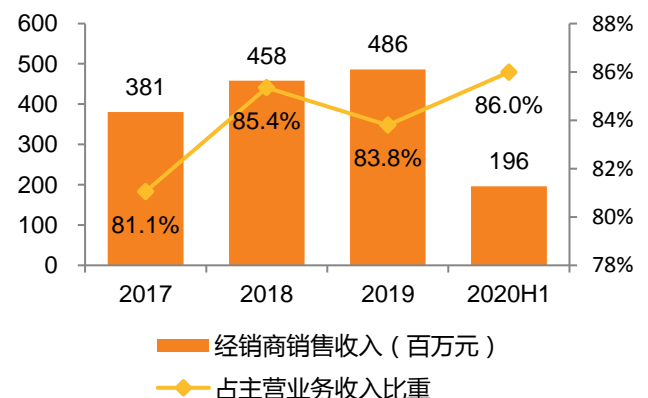
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 67：持续存在业务往来的经销商数量较多且占比增加



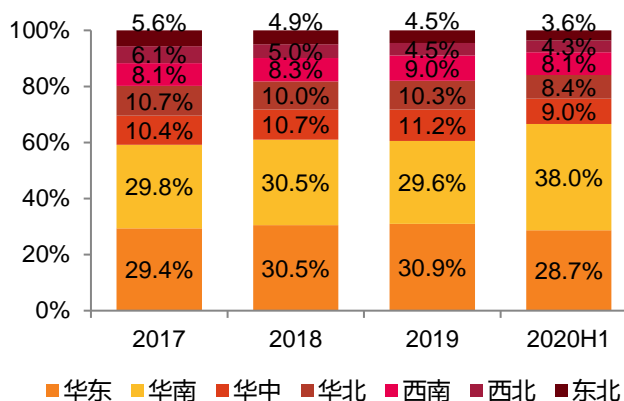
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 68：持续存在业务往来的经销商销售额占主营业务收入 80%以上



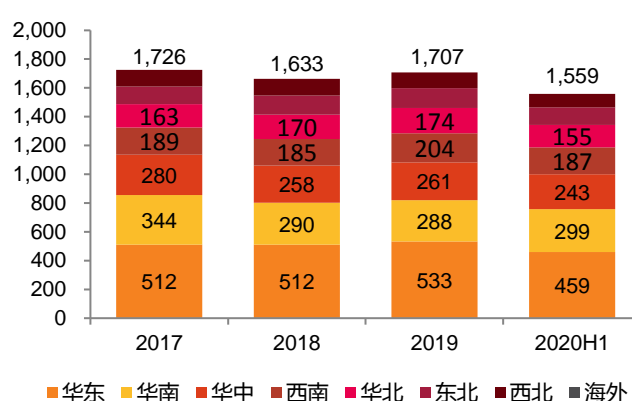
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 69：立高食品华东、华南地区销售占比约 60%



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

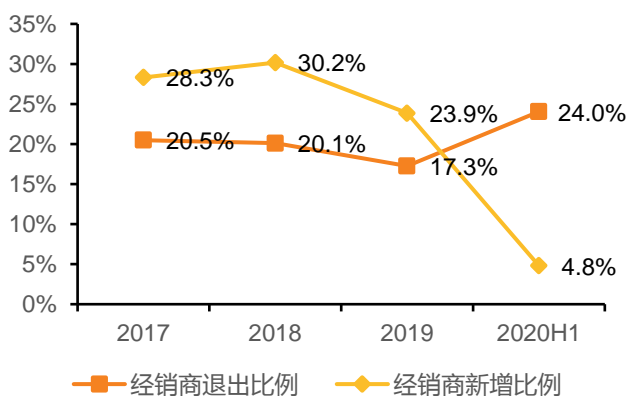
图 70：立高食品经销商数量呈下降趋势（家）



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

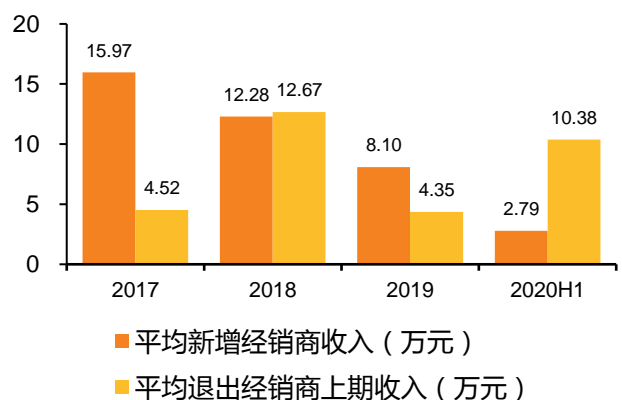
海外渠道扩张迅速，与主要经销商合作稳定。近年来，公司的海外业务收入占比均在总收入 20%左右，与公司主营收入增速相近。公司的海外渠道布局主要集中于东南亚地区，其中印度、尼泊尔地区主要由其子公司海融印度管理，而其他地区，如泰国、印尼等地则由海融科技为销售主体。①在泰国和印尼地区，海融科技的经销商数量高度集中，合作时间较长：泰国和印尼合计占海融科技海外业务收入 20%以上，是海融科技除印度以外收入占比最大的地区。KCG Corporation Co. Ltd 是海融在泰国的唯一经销商，双方的合作关系始于 2009 年；PT.Sukanda Djaya 是公司在印尼的唯一经销商，双方自 2013 年开始合作至今。②在印度地区，海融科技的经销商数量逐年增加，低效经销商不断被淘汰。海融印度坚持本土化策略，在印度索尼帕设有生产基地，已形成独立完整的生产、采购和销售体系。海融印度与客户合作关系稳定，除 2020H1 的疫情影响之外，海融印度的经销商数量逐年上升，每年约 80%的经销商为上期参与合作的经销商，前十大客户的销售金额从 2017 年度的 2,076 万元增长至 2019 年度的 3,306 万元。与此同时，退出的经销商的经营效率普遍低于新增的经销商经营效率。除了 2018 年新增经销商的平均收入和退出经销商的平均收入相近之外，2017 年、2019 年新增经销商的平均收入远高于同年退出的经销商。随着印度经济水平提高，印度烘焙食品行业蓬勃发展，带动海融印度销售收入快速增长，2019 年海融印度营业收入同比增长 25%。

图 71：海融印度 2017-2019 年经销商增长比例高于退出比例



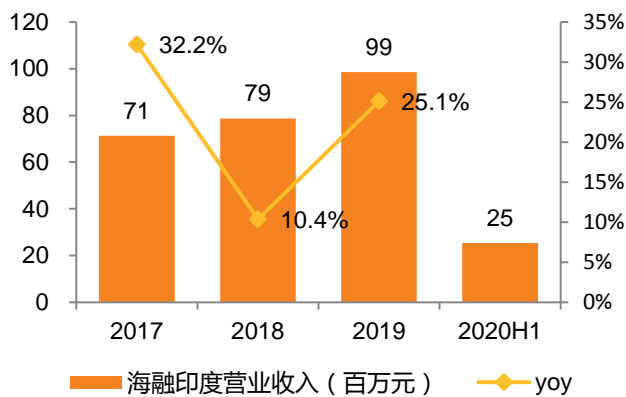
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 72：新增经销商收入整体远高于退出经销商



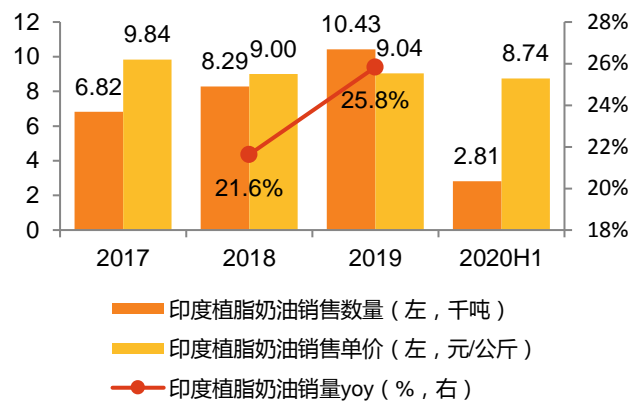
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 73：海融印度销售收入呈逐年增长的态势



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 74：2017-2019 年印度植脂奶油销量增速在 20%以上



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

3.4. 全方位服务强化客户粘性，借助 5G 技术创新解决方案

全方位跟踪咨询服务强化客户粘性，以互联网赋能烘焙业，完善销售服务网络。海融科技高度重视产品的售前售后服务质量，于 2014 年成立子公司一仆咨询，建设全方位客户服务体系，提高公司竞争优势。①**研发创新烘焙产品应用方案**：一仆咨询能够专门针对公司产品进行应用技术和烘焙产品研发，并向烘焙食品加工销售企业输出烘焙产品配方和技术培训，帮助完成产品上市推广。近年来，公司先后为终端客户推出脏脏包、法棍泡芙、波士顿派、黄金牛乳等新烘焙产品应用方案，帮助客户拓展营销方式。②**企业管理咨询**：一仆咨询还能够协助烘焙食品加工销售企业进行品牌规划、品牌营销、店面推广和营运管理培训。③**互联网赋能烘焙业**：疫情期间公司主动创新客户服务模式，利用网络直播技术进行线上培训与技术指导，帮助客户开展网络营销活动。作为烘焙行业领先的增值服务提供商，海融科技提出“互联网+”的后疫情时代解决方案；未来海融将借助阿里“大数据+直播+外卖”完善的直播带货链条，以“门店直播，线上联动”，借助 5G 技术为烘焙业践行新零售模式，帮助广大烘焙饼店提升销量。

图 75：海融科技创新烘焙行业解决方案



资料来源：海融科技公司官网，天风证券研究所

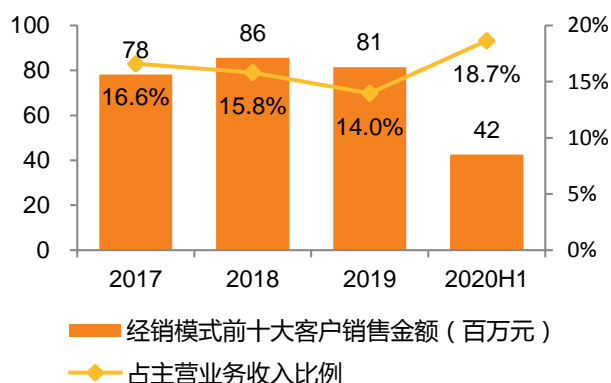
图 76：海融科技帮助终端客户研发应用产品



资料来源：海融科技公司官网，天风证券研究所

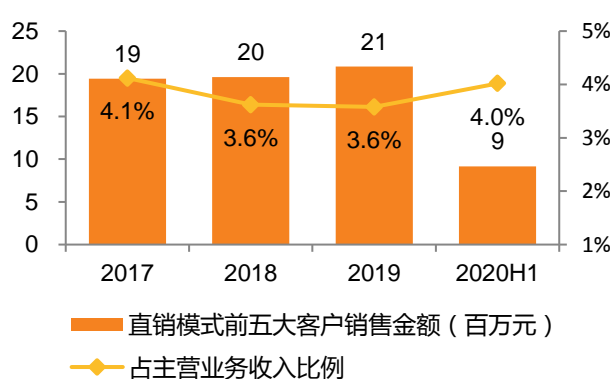
完善的产品售前售后服务提升市场占有率与客户忠诚度，带动公司销售收入快速增长。依靠行之有效的内部控制制度及完善的售前售后服务，客户粘性较强，公司与主要客户之间的合作关系较为稳定。客户较高的信任度保证了公司与主要客户的交易具有可持续性。2017 年至 2020H1，公司前十大客户主要为经销客户，合作稳定；经销模式前十大客户销售金额占主营业务收入比例高于 10%；直销模式前五大客户销售金额占主营业务收入比例约为 4%。作为主要经销商之一的广州嘉怡食品，合作客户包括丹喜、华荣饼业、穗味轩、西饼郎等品牌。

图 77：经销模式前十大客户销售金额占主营业务比例超过 10%



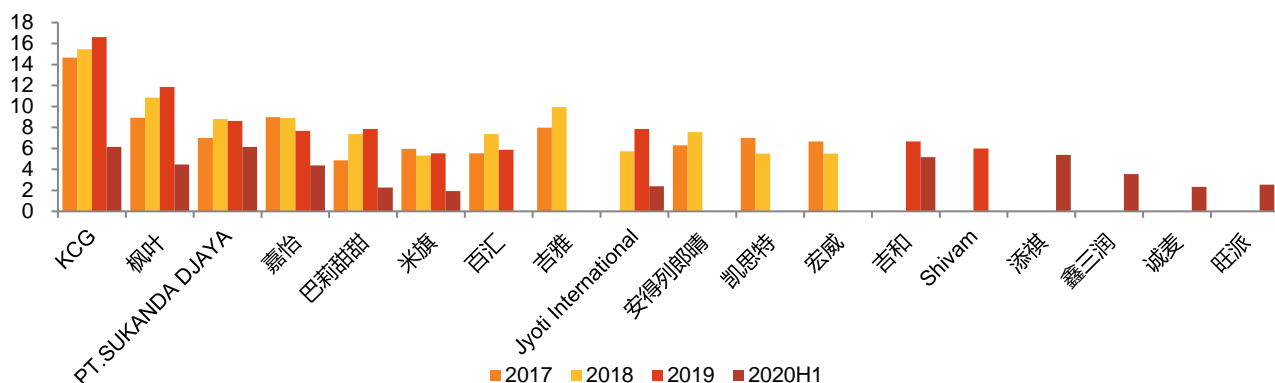
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 78：直销模式前五大客户销售金额占主营业务比例约 4%



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 79：2017 年至 2020H1 进入过前十大客户的主要客户销售情况 (单位：百万元)



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

表 19：海融科技主要客户概况

客户名称	成立时间	合作开始时间	合作方式	销售内容
KCG CORPORATION CO.,LTD	1985 年	2009 年	经销	植脂奶油
重庆枫叶食品工业有限责任公司	2004 年	2007 年	经销	植脂奶油、果酱、巧克力
PT.SUKANDA DJAYA	2011 年	2013 年	经销	植脂奶油
广东嘉怡食品有限公司	2007 年	2007 年	经销	植脂奶油、果酱、巧克力
安徽巴莉甜甜食品有限公司	2005 年	2010 年	直销	植脂奶油、果酱、巧克力
米旗食品股份有限公司	1999 年	2007 年	直销	植脂奶油、果酱
吉林省百汇食品添加剂有限公司	2008 年	2009 年	经销	植脂奶油、果酱、巧克力
Jyoti International	2007 年	2014 年	经销	植脂奶油、果酱
昆明吉和商贸有限公司	1998 年	2007 年	经销	植脂奶油、果酱、巧克力
Shivam Enterprises	2003 年	2009 年	经销	植脂奶油、果酱

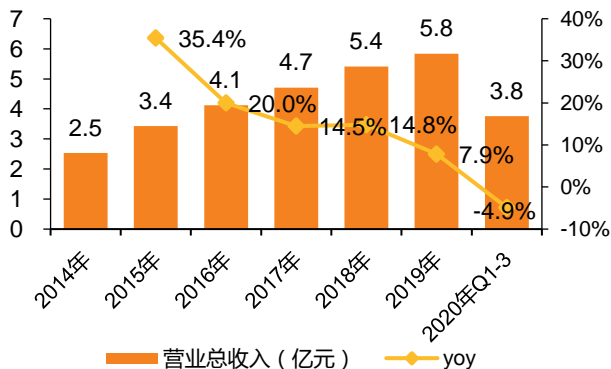
资料来源：海融科技招股说明书、天风证券研究所

4. 经营能力稳健，盈利水平逐年提升

4.1. 海内外市场规模稳步增长，植脂奶油营收占比高

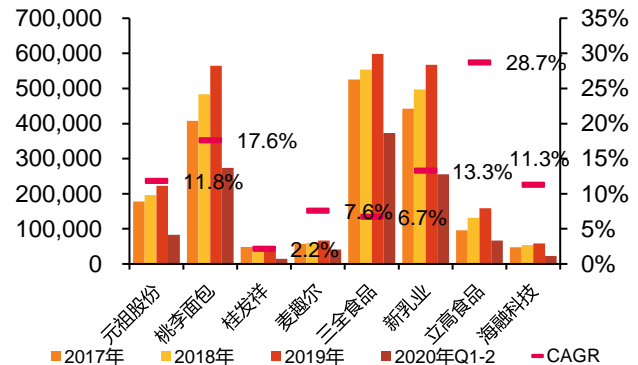
公司的营收规模逐年增长，同比增速高。2019 年公司的营收达到 5.8 亿元，2014-2019 年的 CAGR 为 18.2%。烘焙食品制造行业的快速发展助力上游原料食品行业的增长。2020 年前三季度营收同比下滑，主要是受疫情影响，消费者减少了出门次数，导致下游产业烘焙食品的需求降低，进而引起烘焙原材料的需求下降。与同业其他公司相比，海融科技的营收规模较小。

图 80：公司营收规模逐年扩大



资料来源：Wind，天风证券研究所

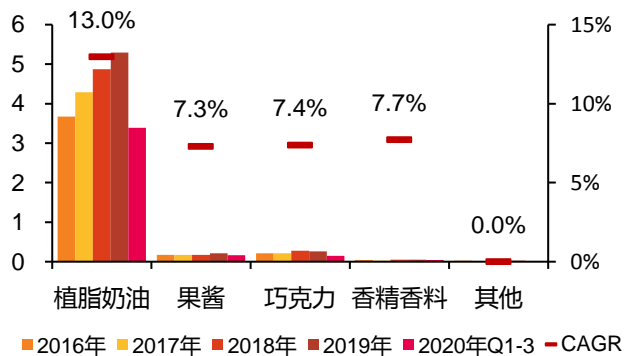
图 81：公司在同业中营收规模较小（万元）



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

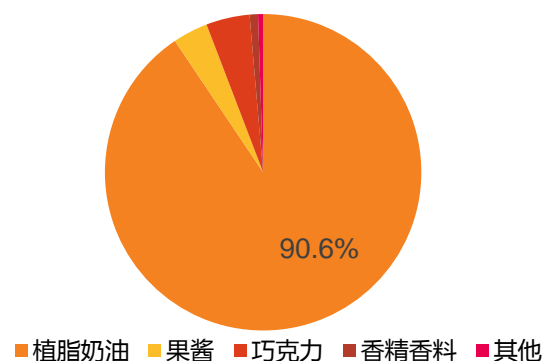
植脂奶油营收贡献度大，增速高。分产品来看，公司多年来深耕植脂奶油这一细分品类，不断革新生产技术。植脂奶油在公司的所有产品品类中占有绝对比重，2019 年，植脂奶油的营收占比高达 90.6%。营收增速在所有品类中最高，2016-2019 年 CAGR 达到 13%。果酱和巧克力等其他品类占比较小，但总体也呈增长趋势，丰富了公司的产品矩阵。

图 82：植脂奶油营收增速快（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

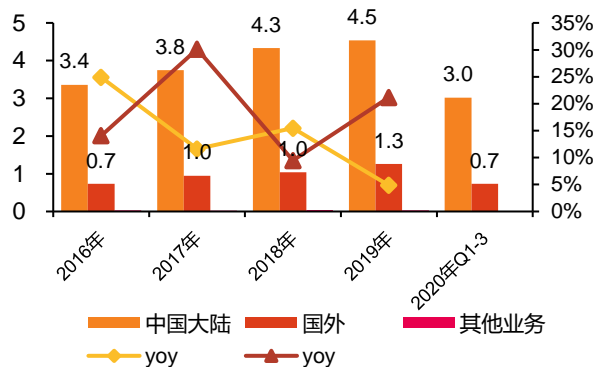
图 83：2019 年植脂奶油营收占比超过 90%



资料来源：Wind，天风证券研究所

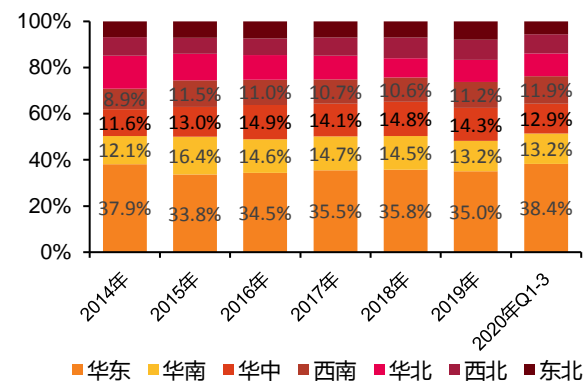
国内外业务齐增长，国内区域分布集中，海外东南亚市场表现佳。分地区来看，公司在国内和国际市场的营收都在稳步增长。其中，国内市场的营收占比 80%左右，主要集中于华东、华南、华中区域。烘焙原料的运输对时效与新鲜度要求较高，因此区域分布是需求导向，与下游行业的分布相匹配。海外市场公司的销售网络遍及印度、泰国、越南、马来西亚等南亚、东南亚“一带一路”沿线国家。其中，印度营收占比超过 70%，主要系公司在印度设立子公司海融印度，近年来，该公司的营收规模增长较快。

图 84：海内外业务齐增长（亿元）



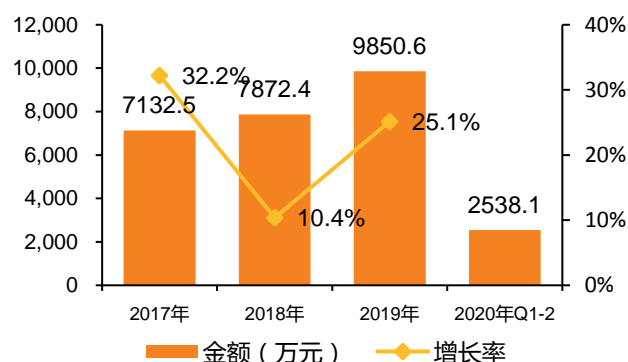
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 85：国内业务区域分布集中



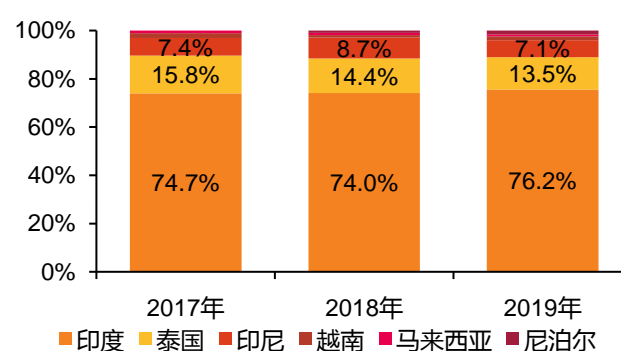
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 86：海融印度营收规模持续增长



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

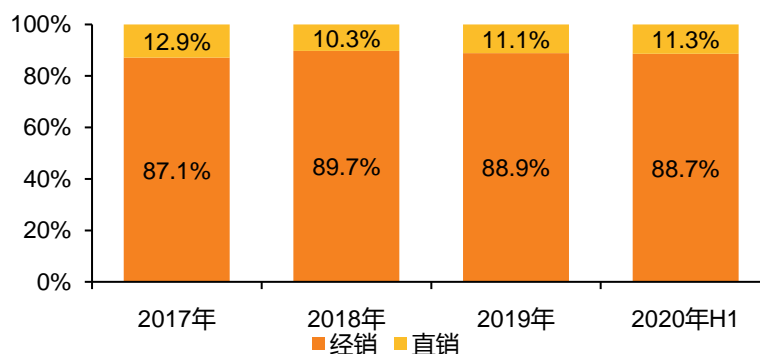
图 87：海外营收集中于东南亚地区



资料来源：Wind，天风证券研究所

经销收入占比高。从销售模式来看，经销营收占比超过 85%。针对烘焙食品加工销售企业分布较为分散、市场集中度较低的特点，公司采取经销模式，主要是考虑到通过经销商在当地的营销能力、仓储能力、运输能力以及渠道优势，能够迅速打开公司在当地的产品销售市场，同时能加快公司产品销售市场规模的进一步扩大，以实现公司品牌的提升。

图 88：公司销售模式以经销为主

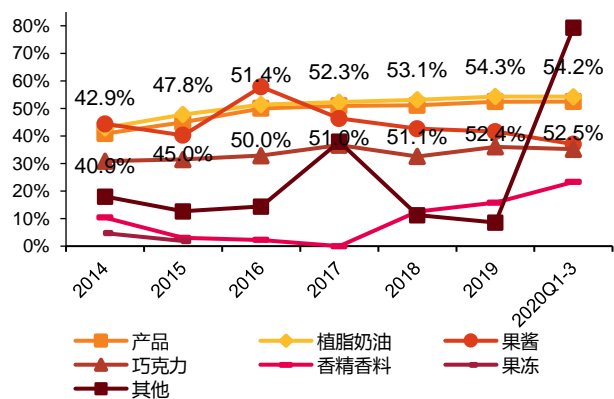


资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

4.2. 植脂奶油拉动毛利率增长，整体水平高于同业

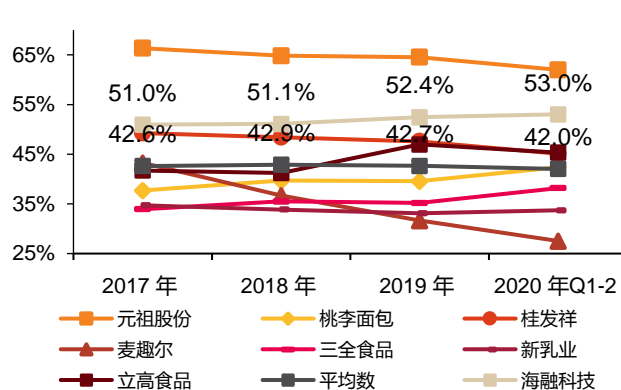
整体毛利率小幅上涨，高于行业平均水平。公司的毛利率整体呈增长趋势，从 2014 年的 40.9%，上涨至 2019 年的 52.4%，CAGR 高达 105%。植脂奶油的毛利率始终高于整体水平，对主营产品的毛利率有较大拉动作用。与同业相比，公司的毛利率高于行业平均水平，仅次于元祖股份。

图 89：产品毛利率呈上涨趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

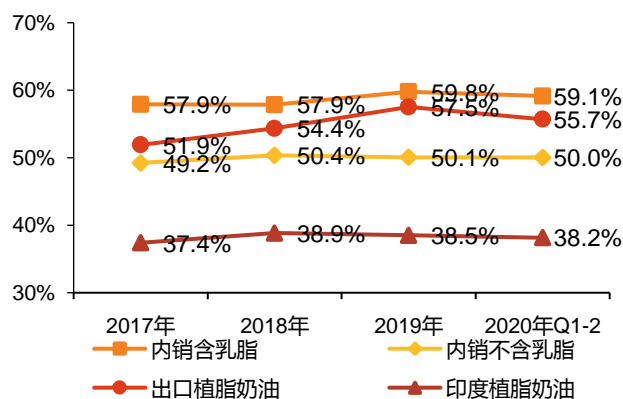
图 90：毛利率高于同业平均水平



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

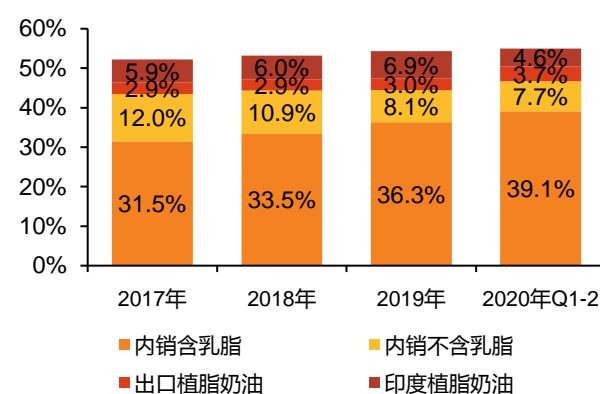
内销含乳脂奶油毛利率逐年增长，毛利贡献度大。分产品来看，公司的植脂奶油占整体毛利的比例超过 90%。其中，内销的含乳脂植脂奶油对植脂奶油的总体毛利率的贡献最大，随着其销售占比的逐年提升和毛利率的提升，其对植脂奶油产品的毛利率贡献逐年增长，是导致植脂奶油总体毛利率增长的主要因素。印度植脂奶油在印度进行独立生产和销售，拥有独立的销售渠道和采购渠道，因此其毛利率水平与整体毛利率波动趋势不太一致。

图 91：内销含乳脂奶油毛利率最高



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

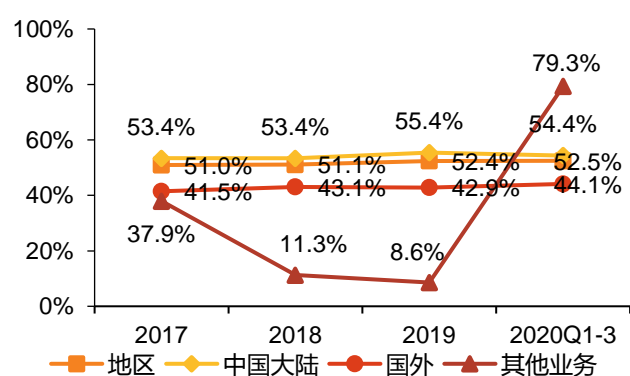
图 92：内销含乳脂奶油毛利贡献度大



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

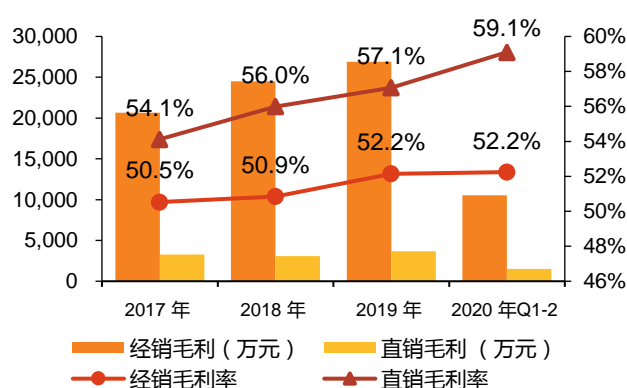
国内毛利率领先整体水平，直销模式优于经销模式。分地区看，国内的综合毛利率高于整体水平，主要是由于公司在印度地区的独立生产和销售，导致毛利率与国内水平有一定差距。分销售模式看，经销模式是公司主营业务收入的主要来源，对公司毛利贡献最大。直销模式的毛利率水平更高。

图 93：国内毛利率高于整体水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 94：直销模式毛利率高于经销模式



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

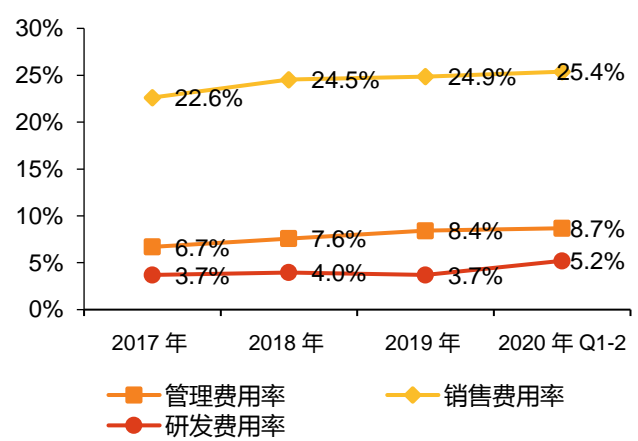
4.3. 期间费用随营收增长，销售费用占比高

期间费用逐年上涨，销售费用影响大。2017-2019 年，公司的期间费用呈现上涨趋势，主要是由于营收规模的增长。其中，销售费用率超过 20%，是期间费用的最主要来源。

图 95：期间费用率逐年上涨



图 96：公司主要期间费用为销售费用



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

销售费用与行业水平一致，运输费与工资占比高。公司的销售费用率较高，主要是由于产品销售是经销+直销模式，营销网络遍布全国大部分省市自治区，销售人员及市场营销人员较多，公司员工过半数为销售人员，因此销售人员的工资津贴占比较高。此外，公司的产品遍布全国各地甚至远销印度，产品的冷链运输对物流要求高，导致运输费用整体较高。与行业平均水平相比，公司的销售费用率仍处于合理区间。

研发费用率高于行业水平，财务费用控制水平强。作为高新技术企业，公司每年都投入大量资金用于研发，相关研发人员的薪酬也较高。研发投入最终也促进了公司的产品升级，占据行业领先地位。自 2018 年来，公司的财务费用始终未为负值，利息收入高于支出，财务费用控制水平较强。

图 97：销售费用中运输费与工资占比超过 70%

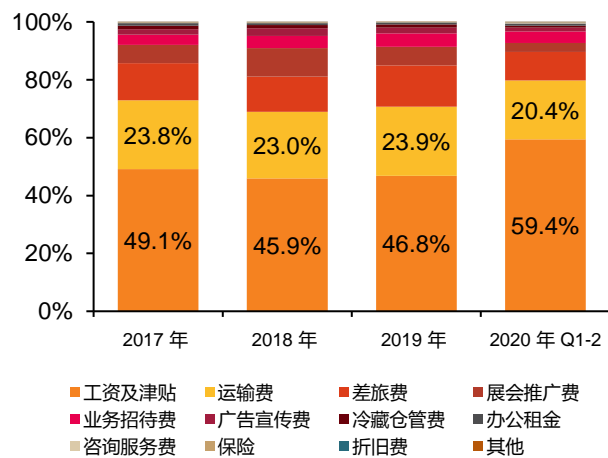
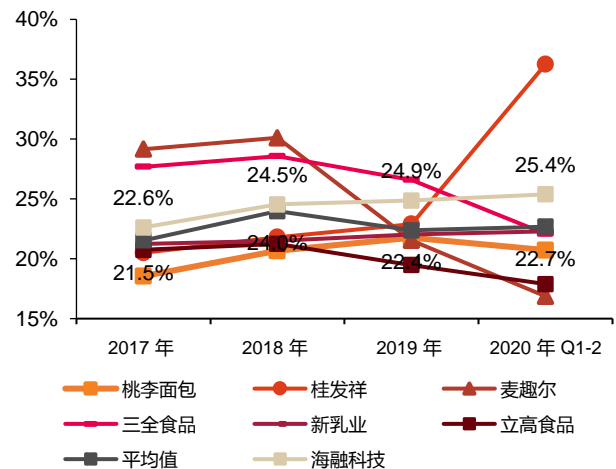


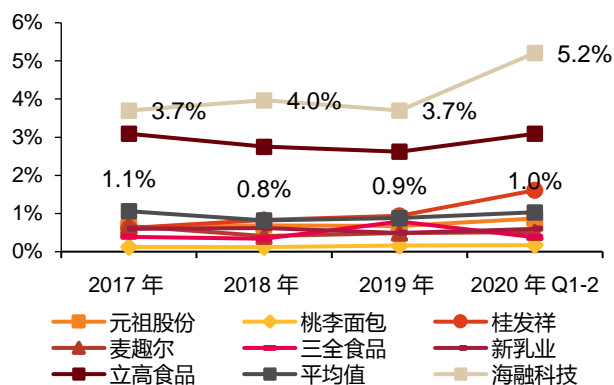
图 98：销售费用率与行业水平基本持平



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

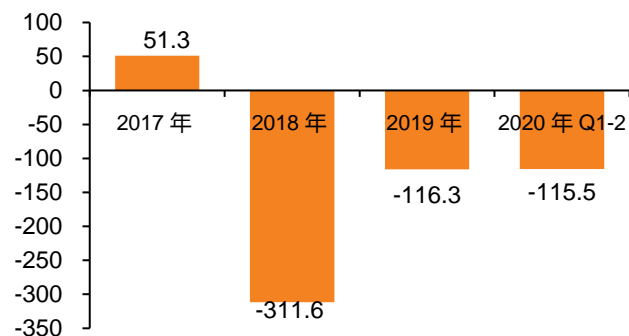
资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 99：研发费用率高于同业平均水平



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 100：财务费用控制水平强（单位：万元）

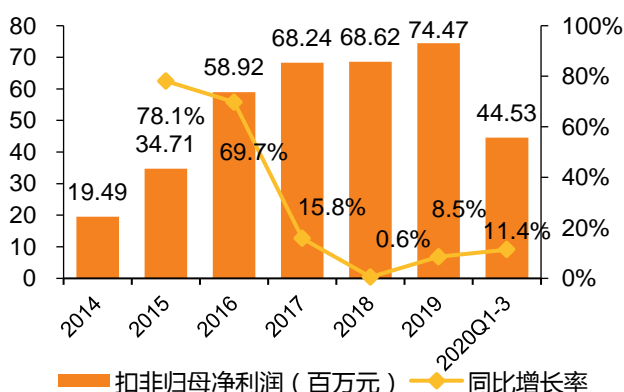


资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

4.4. 盈利能力稳步提升

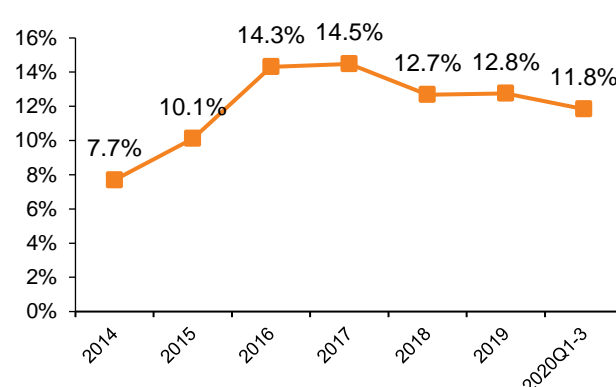
盈利能力提升，扣非归母净利润稳步增长。2019年底，公司的扣非归母净利润达到7447万元，2014-2019年的CAGR为31%。近年来，公司进入产品升级优化期，增速有所放缓。扣非归母净利润持续增长，但净利率有所下滑，主要是期间费用率上涨所致。同理，ROE（加权）也有一定的下滑。

图 101：扣非归母净利润稳步增长



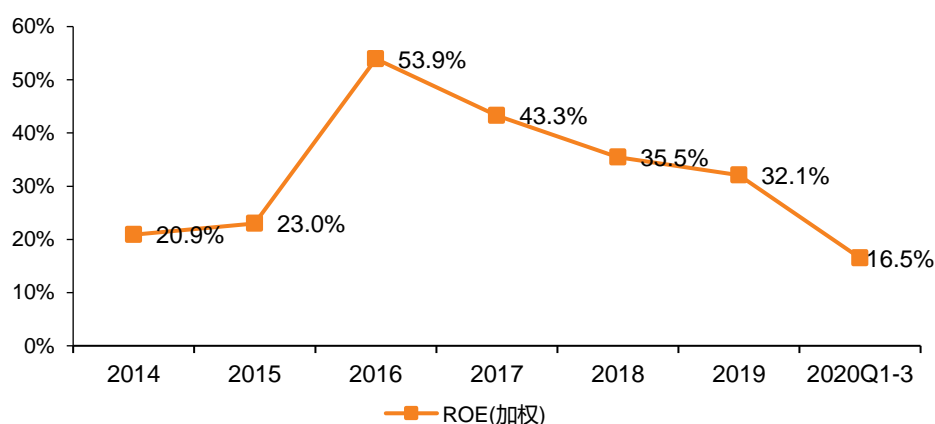
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 102：扣非归母净利率有所下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 103：ROE(加权)呈下降趋势



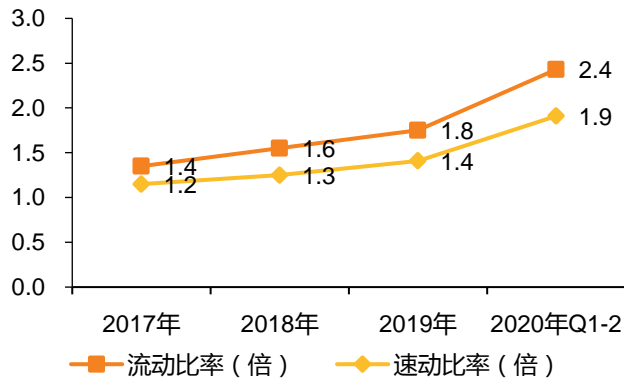
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.5. 资产结构与偿债能力不断优化

资产负债率逐年下降，资本结构不断优化。近年公司的资产负债率逐渐走低，经营稳健，资产结构不断优化。

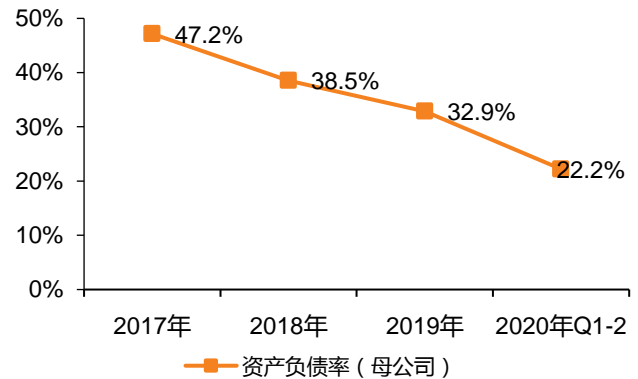
流动比率与速动比率逐年增加，短期偿债能力良好。近年中，公司的资产流动性较高，流动比率和速动比率都较为平稳。2019 年，公司的流动比率与速动比率分别为 2.4 倍和 1.9 倍。公司负债中占比较大的是预收的货款，在其后的几个月内均实现了销售。且公司的经营活动产生的现金为偿债提供了足够的保障，资金偿付压力较小。

图 104：流动比率、速动比率逐年增加



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 105：资产负债率逐年降低

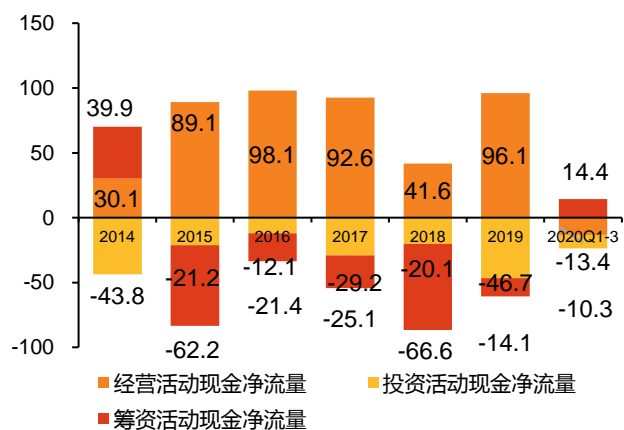


资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

4.6. 现金流水平稳定健康

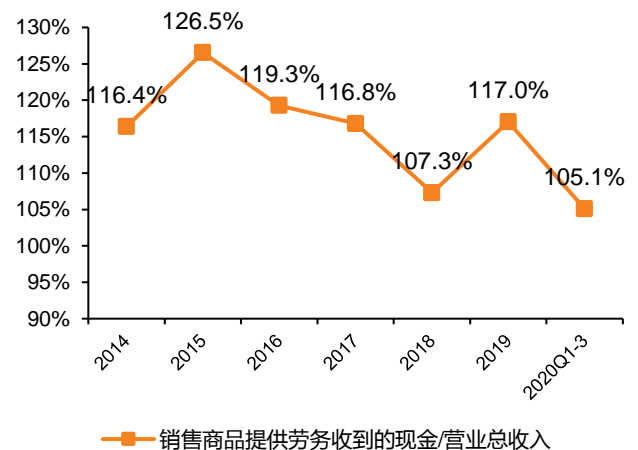
经营活动现金流水平稳定，销售收入回款状况良好。公司的经营活动产生的现金流水平较为稳定，有小幅增长趋势。2018 年大幅减少，主要是受预收款项变动和支付给职工的现金增长的双重影响。销售商品提供劳务收到的现金/营业总收入的比值始终大于 1，公司的销售回款状况良好。

图 106：经营活动现金流水平较稳定（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

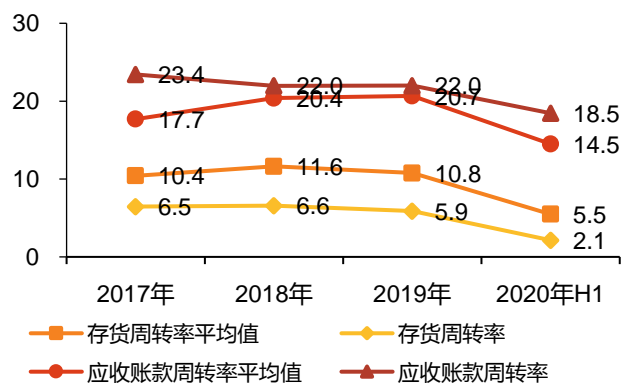
图 107：销售收入回款状况良好



资料来源：Wind，天风证券研究所

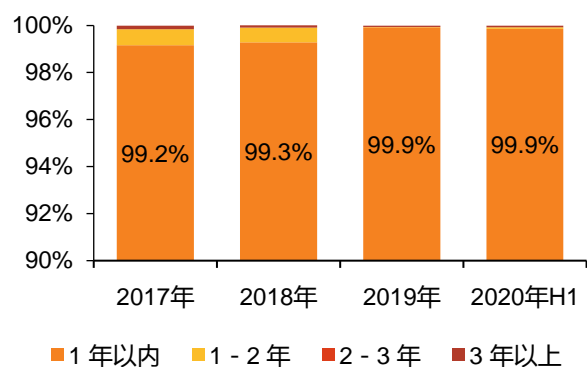
存货周转率低于同业水平，应收账款管理水平优。公司的存货周转率略低于同行业平均水平，存货管理水平有待提高。1 年以内的应收账款占比 90% 以上，且账龄主要为 2 个月以内，与公司提供的信用期限相匹配。公司对于应收账款的管理情况较好，坏账发生率较低。

图 108：存货周转率低于行业平均水平



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

图 109：一年以内应收账款占比超过 90%



资料来源：海融科技招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

收入假设：公司主要从事植脂奶油、巧克力、果酱等烘焙食品原料的研发、生产、销售，作为我国植脂奶油行业标准的参与者与制定者受益于奶油市场的扩张，我们预计2020-2022年，公司营业收入增速分别为1%/30%/27%；其中，植脂奶油收入增速分别为2%/29%/17%，果酱收入增速分别为4%/34%/178%，巧克力收入增速分别为-29%/60%/141%。

成本费用假设：受高毛利率产品含乳脂植脂奶油营收占比增长较快的影响，预计2020-2022年毛利率分别为53.1%/53.8%/53.2%。预计公司各项期间费用率逐步优化，2020-2022年，管理费用率分别为8.3%/8.4%/8.3%；研发费用率分别为3.4%/3.5%/3.5%；财务费用率分别为-0.3%/-0.2%/-0.2%。

表 20：海融科技收入成本费用预测表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	541	584	589	765	975
yoy	15%	8%	1%	30%	27%
植脂奶油收入	487	529	538	697	815
yoy	14%	9%	2%	29%	17%
果酱收入	17	21	21	29	80
yoy	2%	20%	4%	34%	178%
巧克力收入	28	26	18	30	71
yoy	33%	-7%	-29%	60%	141%
毛利率	51.1%	52.4%	53.1%	53.8%	53.2%
管理费用率	7.6%	8.4%	8.3%	8.4%	8.3%
研发费用率	4.0%	3.7%	3.4%	3.5%	3.5%
财务费用率	-0.6%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

海融科技深耕烘焙食品原料行业，作为我国植脂奶油行业标准的参与者与制定者，坚持创新技术推动产品不断升级，开启烘焙行业非氢化新时代。依托渠道协同优势，积极拓展海内外营销网络。借助互联网为烘焙业践行新零售模式，成为行业领先的增值服务提供商。随着奶油市场扩大及公司开发烘焙半成品新市场，业绩有望进一步增长。我们预计公司20-22年EPS为1.41元/股、1.85元/股、2.32元/股，对应PE分别为57X、43X、35X。估值方面，我们选取海天味业、天味食品、千禾味业、桃李面包和新乳业作为可比公司，以消除疫情影响后的2021年作为对比基础，可比公司估值均值在62倍左右。我们认为海融科技作为我国植脂奶油行业标准的参与者与制定者，引领行业技术进步，随着高毛利的含乳脂植脂奶油营收占比上升，盈利水平将稳步提升，基于2021年62倍PE，则对应公司价值在69亿元，折合股价约为对应目标价115.18元，给予“买入”评级。

表 21：海融科技财务数据和估值表

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	541.06	583.57	588.77	764.80	974.59
增长率(%)	14.82	7.86	0.89	29.90	27.43
EBITDA(百万元)	109.13	123.28	113.04	154.83	197.50
净利润(百万元)	72.93	76.72	84.64	112.20	139.03
增长率(%)	4.80	5.19	10.32	31.38	25.03
EPS(元/股)	1.22	1.28	1.41	1.85	2.32
市盈率(P/E)	66.20	62.93	57.05	43.42	34.73
市净率(P/B)	23.16	17.92	13.08	10.05	7.79
市销率(P/S)	8.92	8.27	8.20	6.31	4.95
EV/EBITDA	0.00	0.00	40.99	30.39	23.07

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 22：可比公司估值

股票代码	股票简称	市值	股价	EPS				PE			
		百万元	12-30	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603288.SH	海天味业	647,991	199.97	1.98	1.96	2.32	2.73	101	102	86	73
603317.SH	天味食品	47,848	76.00	0.72	0.69	0.93	1.26	106	110	82	60
603027.SH	千禾味业	25,442	38.22	0.43	0.45	0.59	0.76	89	85	65	50
603866.SH	桃李面包	40,945	60.20	1.04	1.31	1.49	1.75	58	46	40	34
002946.SZ	新乳业	15,111	17.70	0.29	0.34	0.47	0.59	61	52	38	30
平均值				0.89	0.95	1.16	1.42	83	79	62	50
300915.SZ	海融科技	4,828	80.47	1.28	1.41	1.85	2.23	63	57	43	35

注：EPS 预测来自 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

食品安全风险：若公司在原材料采购、生产过程中未严格执行公司的食品质量安全体系产生疏忽，或公司产品在流通至终端消费者的过程中出现食品安全的疏忽，将对公司产品的质量安全产生影响。同时，若同行业其他公司发生食品安全问题，可能将引发终端消费者对公司产品食品质量安全的担忧。

技术风险：若公司不能提高研发实力，或者公司的技术与工艺未能跟上竞争对手新技术、新工艺的持续升级或者消费者对烘焙食品的需求变化，则可能面临市场的竞争地位下降的风险。

市场竞争风险：若公司不能持续创新，抓住机遇扩大业务规模，不断适应消费者需求的升级，将会在未来的市场竞争中处于不利地位。

下游行业波动风险：若消费者的消费习惯发生变化，或者下游连锁饼店、面包房等烘焙食品加工销售企业出现经营不善等经营问题，将会对公司的产品需求产生不利影响。

经销商管理风险：公司主要通过经销商对外销售产品。若公司对经销商管理不善，可能造成经销商不能很好地理解公司品牌和发展目标，影响公司声誉，并且导致客户关系疏离，影响公司的销售和经营。

与反式脂肪酸相关的风险：植物油脂作为植脂奶油的原材料之一，因为氢化加工工艺的不同，可能存在反式脂肪酸，从而导致使用植物油脂的植脂奶油产品也可能存在反式脂肪酸。若未来随着各国法律法规要求越加严格以及消费者对食品营养、功能、健康要求的日益提

高，调整植脂奶油的技术要求，公司未能顺应市场及法律环境调整植脂奶油产品配方及生产工艺，可能导致公司植脂奶油产品面临销售下滑的风险。

疫情影响风险：受疫情影响和根据疫情防控的要求，消费者可能减少出门次数，对蛋糕、面包等烘焙食品的消费减少，导致烘焙饼店、烘焙类食品生产企业销售减少，从而对烘焙食品原材料的需求下降。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	146.84	172.78	189.02	116.74	265.13
应收账款	24.89	25.46	24.25	11.50	17.81
预付账款	2.63	3.53	2.81	5.16	5.14
存货	43.43	50.96	36.85	76.37	69.02
其他	4.57	5.44	4.54	8.17	7.46
流动资产合计	222.36	258.17	257.46	217.94	364.56
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	70.55	105.59	225.63	354.06	471.53
在建工程	32.36	24.14	50.48	78.29	76.97
无形资产	25.61	25.30	24.17	23.05	21.92
其他	5.05	7.25	5.57	5.96	6.26
非流动资产合计	133.57	162.28	305.85	461.36	576.68
资产总计	355.92	420.45	563.31	679.30	941.24
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	57.90	49.64	49.10	82.72	87.47
其他	75.39	97.75	141.75	112.66	230.94
流动负债合计	143.29	147.39	190.85	195.38	318.41
长期借款	0.32	0.25	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.82	3.36	3.21	3.46	3.35
非流动负债合计	4.14	3.61	3.21	3.46	3.35
负债合计	147.43	151.01	194.06	198.84	321.76
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
股本	45.00	45.00	60.00	60.00	60.00
资本公积	44.45	44.45	44.45	44.45	44.45
留存收益	163.65	224.61	309.25	420.45	559.48
其他	(44.61)	(44.63)	(44.45)	(44.45)	(44.45)
股东权益合计	208.49	269.44	369.26	480.45	619.48
负债和股东权益总	355.92	420.45	563.31	679.30	941.24

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	265.78	341.74	435.89	535.81	678.18
折旧摊销	58.36	58.57	16.01	18.64	21.22
财务费用	0.00	0.02	(27.73)	(36.26)	(46.26)
投资损失	(2.42)	(4.28)	(2.97)	(3.22)	(3.49)
营运资金变动	60.14	(76.63)	39.17	110.07	(45.15)
其它	(5.44)	101.34	(1.83)	(0.67)	(0.33)
经营活动现金流	376.43	420.76	458.55	624.37	604.17
资本支出	48.56	41.76	59.27	80.25	50.08
长期投资	(2.02)	5.26	0.00	0.00	0.00
其他	(127.78)	(194.41)	(115.30)	(157.70)	(96.47)
投资活动现金流	(81.25)	(147.40)	(56.03)	(77.44)	(46.40)
债权融资	0.00	1.80	0.00	0.00	0.00
股权融资	8.62	630.13	27.73	36.26	46.26
其他	(183.15)	(205.93)	(1.80)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(174.53)	426.00	25.93	36.26	46.26
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	120.65	699.36	428.44	583.19	604.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	541.06	583.57	588.77	764.80	974.59
营业成本	264.65	277.56	276.25	353.09	456.60
营业税金及附加	2.44	1.81	1.83	2.37	3.02
营业费用	132.80	145.05	142.48	187.37	236.83
管理费用	41.05	49.14	48.87	64.24	80.89
研发费用	21.48	21.59	20.02	26.77	34.11
财务费用	(3.12)	(1.16)	(1.51)	(1.28)	(1.60)
资产减值损失	2.12	(0.15)	1.02	1.00	0.62
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5.06)	(1.40)	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	84.71	91.15	99.81	131.23	164.13
营业外收入	0.57	0.35	0.52	0.48	0.45
营业外支出	0.50	1.16	0.66	0.77	0.86
利润总额	84.78	90.34	99.66	130.94	163.71
所得税	11.85	13.62	15.03	19.74	24.68
净利润	72.93	76.72	84.64	111.20	139.03
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	72.93	76.72	84.64	111.20	139.03
每股收益（元）	1.22	1.28	1.41	1.85	2.32

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	11.49%	13.08%	18.31%	20.19%	24.62%
营业利润	15.13%	18.07%	22.03%	23.69%	26.98%
归属于母公司净利润	13.67%	27.62%	28.06%	22.92%	26.57%
获利能力					
毛利率	52.94%	53.15%	53.91%	54.49%	54.98%
净利率	13.78%	15.55%	16.83%	17.21%	17.48%
ROE	28.25%	19.97%	20.37%	20.02%	20.22%
ROIC	170.98%	264.35%	233.68%	227.11%	330.61%
偿债能力					
资产负债率	28.41%	19.35%	16.15%	17.36%	15.32%
净负债率	-32.51%	-20.79%	-47.72%	-54.01%	-56.01%
流动比率	2.49	4.17	5.22	4.97	5.74
速动比率	2.18	3.86	4.85	4.63	5.37
营运能力					
应收账款周转率	27.15	28.33	28.05	27.83	28.07
存货周转率	17.51	17.70	18.57	18.37	18.67
总资产周转率	1.56	1.27	1.11	1.07	1.08
每股指标（元）					
每股收益	0.66	0.84	1.08	1.33	1.68
每股经营现金流	0.93	1.04	1.14	1.55	1.50
每股净资产	2.34	4.22	5.30	6.62	8.30
估值比率					
市盈率	46.67	36.57	28.56	23.23	18.35
市净率	13.18	7.30	5.82	4.65	3.71
EV/EBITDA	0.00	15.11	21.33	16.40	12.17
EV/EBIT	0.00	16.35	22.04	16.92	12.52

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com