

# 南侨食品 (605339)

## 烘焙油脂领军者，产能释放+冷冻面团打开成长新空间

### 深耕近三十年，烘焙油脂相关制品领军者

南侨食品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。公司最主要的产品为烘焙应用油脂，销售额占比保持在 60%以上。受 2020 年新型冠状病毒肺炎疫情影响，2020 年烘焙应用油脂、进口品、馅料销售额较去年同期有所下降，淡奶油销售额增幅下降，但冷冻面团销售额大幅增长。

### 烘焙行业前景广阔，带动上游原材料长足发展

国内烘焙业起步较晚，发展增速快潜力大。我国人均烘焙食品的消费量稳步提高，但与世界发达国家和地区相比，仍有较大的提升空间。烘焙行业稳步发展也将带动包括烘焙油脂、冷冻面团在内的烘焙原材料市场快速发展。随着消费者更为看重烘焙食品的口感和品质，房租和人力成本不断上涨，冷冻烘焙食品市场开始迅速发展。

### 冷冻面团开始发力，研发实力铸壁垒，产能释放突破限制

公司竞争力：1) 公司拥有领先行业的烘焙原材料技术积累，保障产品的安全与品质，同时帮助公司开发冷冻面团等新业务时阻力更小。2) 公司拥有完善的全方位服务体系。3) 公司拥有完善稳定的渠道，客户资源强大。当前公司高毛利的冷冻面团业务开始放量，募集资金后产能限制逐步解除，未来冷冻面团、烘焙油脂等产能有望高速增长，拉动业绩增长。

### 盈利能力稳步提升，规模效益凸显

烘焙应用油脂、淡奶油、进出口、冷冻面团是公司的主要营收来源，近年来公司烘焙油脂营收占比不断下降，冷冻面团业务开始高速增长。盈利能力方面，公司 2017-2020 年主营业务毛利率保持着上升趋势，分别为 34.19%/34.57%/38.74%/38.78%，净利率 10.25%/11.75%/12.69%/14.02%，盈利能力稳步提升。公司期间费用率总体呈下降趋势，销售费用率和管理费用率均处于同行业较低水平。

**投资建议：**公司作为烘焙油脂行业领军者，在烘焙原材料领域已有雄厚的技术积累，助力产品高质稳定，公司服务体系完善，渠道稳定，客户资源强大，同时高毛利的冷冻面团业务开始放量起航，未来有望拉动业绩快速增长。预计公司 21-23 年净利润分别为 4.1 亿元、4.8 亿元、5.9 亿元。公司作为烘焙油脂第一股，逐步发力冷冻面团业务，未来两年预计冷冻面团产能将得到长足保障，综合来看给予公司 21 年 54-80 估值，目标市值区间 220-326 亿，本次公开发行后总股本为 4.24 亿股，对应目标价区间 52-77 元/股。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、疫情影响风险

### 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	62.8 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	423.53
流通 A 股股本(百万股)	63.53
A 股总市值(百万元)	26597.65
流通 A 股市值(百万元)	3989.65
每股净资产(元)	5.67
资产负债率(%)	32.47
一年内最高/最低(元)	76.76/20.38

### 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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,351.09	2,322.40	2,662.53	3,070.83	3,709.35
增长率(%)	(0.53)	(1.22)	14.65	15.33	20.79
EBITDA(百万元)	521.75	581.84	551.87	649.46	784.35
净利润(百万元)	298.33	325.25	407.09	480.23	588.36
增长率(%)	7.54	9.02	25.16	17.97	22.52
EPS(元/股)	0.70	0.77	0.96	1.13	1.39
市盈率(P/E)	81.87	75.10	60.00	50.86	41.51
市净率(P/B)	13.45	12.56	10.11	8.44	7.01
市销率(P/S)	10.39	10.52	9.17	7.95	6.58
EV/EBITDA	0.00	0.00	42.18	35.42	28.46

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 南侨食品：深耕近三十年，烘焙油脂相关制品领军者</b>	<b>6</b>
1.1. 主营烘焙应用油脂产品，销售模式经销为主，销售区域覆盖全国	6
1.1.1. 母公司业务广泛，深耕烘焙应用油脂产品三十年	6
1.1.2. 烘焙应用油脂产品为主，冷冻面团增长可期	6
1.1.3. 公司采取直营和经销两种模式，以华东、华中、华南地区为主	7
1.1.4. 主要产品产能利用接近饱和，预计未来扩大产能带来利润增长	7
1.2. 股权集中的家族企业，子公司业务专注烘焙油脂制品	8
1.3. 募资增加产能、优化产品结构和开发生产新产品，提高运输效率	9
<b>2. 烘焙行业前景广阔，带动上游原材料长足发展</b>	<b>10</b>
2.1. 烘焙市场起步晚发展快，人均消费成长空间广阔	10
2.2. 烘焙油脂：跟随下游市场快速发展，市场竞争格局分散	11
2.3. 冷冻面团：空间广阔，起步期发展正当时	14
<b>3. 冷冻面团开始发力，研发实力铸壁垒，产能释放突破限制</b>	<b>17</b>
3.1. 多项成熟工艺支撑丰富产品系列，冷冻面团业务逐步发力	17
3.2. 致力研发优化产品品质与生产效率，多项专利铸就高壁垒	22
3.3. 经销直销双向发展，拓宽市场规模优化客户质量	24
3.3.1. 经销模式降低销售成本，客户关系稳定渠道加速拓展	25
3.3.2. 直营收入及客户关系稳定，客户质量显著提高	26
3.4. 原材料占营业成本比例八成以上，募资有望释放产能突破限制	27
<b>4. 财务分析：盈利能力稳步提升，规模效益凸显</b>	<b>30</b>
4.1. 营业收入持续增长后进入稳步发展阶段	30
4.2. 期间费用率总体呈下降趋势，研发投入处于行业上游	33
4.3. 主营业务毛利率稳步上升，公司主要产品毛利率维持稳定	35
4.4. 盈利能力显著，近年来净利率保持较快增长水平	36
4.5. 存货规模逐步扩张，近年来进入稳定状态	38
4.6. 经营活动现金流净额有所提升，未来生产规模有望进一步扩大	39
<b>5. 盈利预测及投资建议</b>	<b>40</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>41</b>

## 图表目录

图 1：南侨食品发展历程	6
图 2：产品营收占比	7
图 3：不同渠道营收占比	7
图 4：营收地区分布	7
图 5：股权结构（截至 2020 年 12 月 31 日）	8

图 6: 天津南侨财务数据 (单位: 万元)	9
图 7: 广州南侨财务数据 (单位: 万元)	9
图 8: 国内烘焙行业处于快速发展阶段	10
图 9: 烘焙食品市场规模逐渐增大	11
图 10: 2020 年消费者购买快消食品偏好品类 TOP6	11
图 11: 居民人均可支配收入日益提高	11
图 12: 居民人均食品支出不断提高	11
图 13: 烘焙行业全产业链	12
图 14: 我国烘焙油脂产量及需求量 (单位: 万吨)	12
图 15: 我国进口食用油脂金额 (动、植物油、脂及其分解产品; 精制的食用油脂; 动、植物蜡。单位: 万元/月)	13
图 16: 烘焙油脂市场主要公司	13
图 17: 冷冻面团制作流程	15
图 18: 冷冻面团优势	15
图 19: 冷冻面团占面包行业比重	16
图 20: 立高食品 2017-2020 冷冻烘焙销售量 (单位: 吨)	17
图 21: 立高 2017-2020 冷冻烘焙销售额 (百万元)	17
图 22: 公司产品一览 (一)	17
图 23: 公司产品一览 (二)	18
图 24: 烘焙应用油脂生产工艺流程图	19
图 25: 淡奶油生产工艺流程图	19
图 26: 冷冻面团生产工艺流程图	20
图 27: 2018-2020 公司各类产品收入情况 (万元)	20
图 28: 2020 年各类产品收入占比	20
图 29: 公司各产品毛利率	20
图 30: 奶油类产品毛利率对比	21
图 31: 冷冻面团类产品毛利对比	21
图 32: 2018-2020 年冷冻面团收入及占比 (万元)	21
图 33: 2018-2020 年冷冻面团收入、成本及毛利率 (万元)	21
图 34: 公司研发费用情况 (万元)	22
图 35: 公司专利数量 (项)	22
图 36: 公司主要产品的技术水平	23
图 37: 经销、直销商销售金额 (亿元)	24
图 38: 经销直销商销售金额占比 (%)	24
图 39: 各级经销商销售金额占比 (%)	25
图 40: 经销商数目与增减情况 (家)	26
图 41: 经销商营业金额分析 (万元)	26
图 42: 三家公司经销商数量及经销收入占比	26
图 43: 直营客户收入金额及占比 (亿元, %)	27
图 44: 直营客户数目与增减情况 (家)	27
图 45: 直营客户平均销售金额分析 (万元)	27

图 46: 2020 年公司主营业务成本占比 .....	27
图 47: 2020 年烘焙应用油脂、淡奶油主要原材料占比 (%) .....	27
图 48: 国内棕榈油、豆油、大豆交货价 (元/吨) .....	28
图 49: 烘焙油脂产量及需求量分析 (万吨) .....	28
图 50: 南侨食品、上海海融淡奶油销售金额 (亿元) .....	29
图 51: 公司主要产品产能利用率 (%) .....	29
图 52: 公司主要产品产销比 (%) .....	30
图 53: 公司 2015-2020 营业总收入 (单位: 万元) .....	30
图 54: 2015-2020 主营业务收入构成按销售渠道划分 .....	31
图 55: 2015-2020 主营业务收入构成按产品划分 .....	32
图 56: 2015-2020 主营业务收入构成按销售区域划分 .....	32
图 57: 2015-2020 主营业务收入构成按季节划分 .....	32
图 58: 2015-2020 公司各项费用 (单位: 万元) 及期间费用率 .....	33
图 59: 公司各类费用率 .....	33
图 60: 2015-2020 可比公司销售费用率 .....	33
图 61: 2015-2020 可比公司管理费用率 .....	34
图 62: 2018-2020 可比公司研发费用率 .....	34
图 63: 2015-2020 公司主营业务毛利率 .....	35
图 64: 2018-2020 公司分销售渠道毛利率 .....	35
图 65: 2015-2020 公司产品毛利率及 YOY .....	36
图 66: 2015-2020 可比公司毛利率对比 .....	36
图 67: 2015-2020 公司净利润 (单位: 万元) 及 YOY .....	37
图 68: 2015-2020 公司净利率 .....	37
图 69: 2017-2020 可比公司净利率对比 .....	37
图 70: 2017-2020 可比公司净资产收益水平对比 .....	38
图 71: 2015-2020 公司存货规模 (单位: 万元) 及 YOY .....	38
图 72: 2015-2020 公司存货结构 .....	38
图 73: 2017-2020 可比公司存货周转天数对比 .....	38
图 74: 2015-2020 公司各类现金流量净额 (单位: 万元) .....	39
图 75: 2015-2020 与其他公司经营现金流和净利润比例稳定, 处于行业高水平 .....	39
表 1: 产品类别 .....	6
表 2: 主要产品产能利用率 .....	8
表 3: 子公司的基本情况及 2020 年度财务数据 (单位: 万元) .....	9
表 4: 募资主要用途 (单位: 万元) .....	9
表 5: 各烘焙油脂企业产能 .....	14
表 6: 冷冻面团分类 .....	15
表 7: 公司研发项目与进展情况 .....	24
表 8: 公司净资产收益率近年来有所下降 .....	37

表 9：公司各业务收入及净利润预测（百万元） .....	40
表 10：可比公司市值和估值 .....	41

## 1. 南侨食品：深耕近三十年，烘焙油脂相关制品领军者

南侨食品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。

### 1.1. 主营烘焙应用油脂产品，销售模式经销为主，销售区域覆盖全国

#### 1.1.1. 母公司业务广泛，深耕烘焙应用油脂产品三十年

南侨食品母公司南侨集团成立于 1952 年，前身为南侨工业公司，主要从事乳制品、面粉、餐饮、洗涤用品等，在日本、泰国、中国大陆及中国台湾地区均有布局。1996 年在天津设立生产基地，进军大陆烘焙油脂市场；2003 年成立天津吉好，生产淡奶油产品；2007 年成立广州南侨公司，兴建广州厂，生产烘焙油脂、淡奶油；2010 年成立南侨食品前身上海侨兴；2012 年成立上海南侨。

南侨食品主要从事烘焙油脂相关制品的研发、生产与销售。前身上海侨兴于 2010 年成立，2017 年整体变更设立股份公司南侨食品。南侨食品于 2016 年接收股东顶好开曼转让的天津南侨（100%控股天津吉好）100%股权、广州南侨 100%股权和上海南侨 99%股权，并分别与 2016、2017 年和 2019 年设立全资子公司重庆侨兴、广州吉好和武汉侨兴。

图 1：南侨食品发展历程



资料来源：招股说明书，南侨集团官网，天风证券研究所

#### 1.1.2. 烘焙应用油脂产品为主，冷冻面团增长可期

公司最主要的产品为烘焙应用油脂，销售额占比保持在 60%以上。受 2020 年新型冠状病毒肺炎疫情影响，2020 年烘焙应用油脂、进口品、馅料销售额较去年同期有所下降，淡奶油销售额增幅下降，但冷冻面团销售额大幅增长。

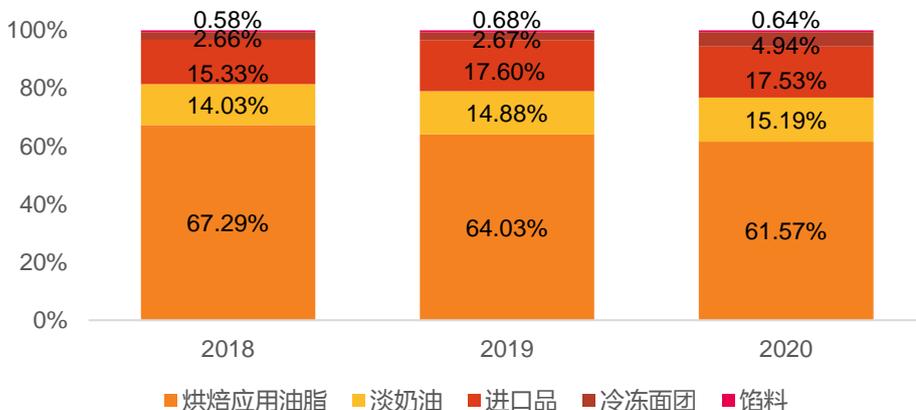
表 1：产品类别

应用领域	主要产品
烘焙应用油脂	南侨经典系列、南侨维佳系列、南侨澳仕系列、南侨欧仕系列、王牌系列、玉峰系列等
淡奶油	侨艺系列
馅料	焙可芯、焙可诗

冷冻面团	菠萝系列、可颂系列、丹麦系列、起酥系列、汤种系列、欧包系列、分享系列、美点系列、多拿滋系列及基础面团系列等
进口品	米吉、福瑞兰

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 2：产品营收占比



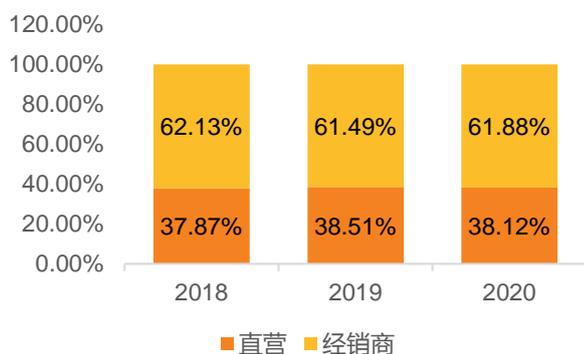
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.1.3. 公司采取直营和经销两种模式，以华东、华中、华南地区为主

公司采取直营和经销两种模式。直营渠道主要以品牌知名度较高的客户为主，公司为该类客户提供新烘焙产品的研发、技术支援、人员培训、门店营运管理咨询等协助、辅导，以建立长期合作的同盟关系。公司向经销商的销售均为买断式销售，即公司产品向经销商销售后公司产品所有权的主要风险和报酬已转移至经销商，经销商按其销售定价自行销售，其销售行为与公司无关。

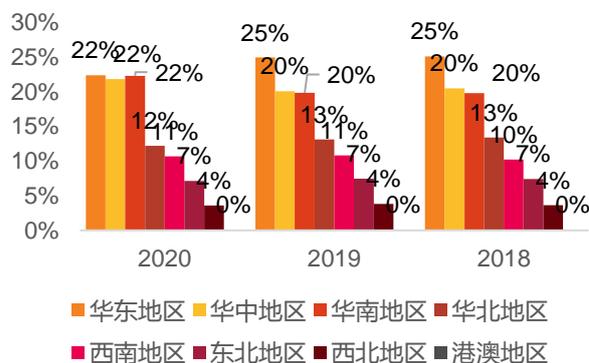
公司产品在境内各地区均有销售，且以华东、华中、华南地区为主，华北、西南、东北等地次之，西北、港澳等地为辅，该分布情况与各地区的自身的饮食习惯关系较为密切。此外，公司在各地区的收入占比较为稳定，主要得益于公司成熟的销售渠道的建立以及稳定的产品品质的维持。

图 3：不同渠道营收占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：营收地区分布



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.1.4. 主要产品产能利用接近饱和，预计未来扩大产能带来利润增长

公司油脂产品产能利用率接近饱和，预计未来将会严重影响公司的供货能力，进而制约公司的销售增长潜力，因此尽快地投资建设生产线扩大产能势在必行；公司冷冻面团产品

产能利用率已经饱和，且冷冻面团产品毛利率较高，通过投资新建和扩建冷冻面团生产线进一步增加产能可以增强公司的盈利能力。

表 2：主要产品产能利用率

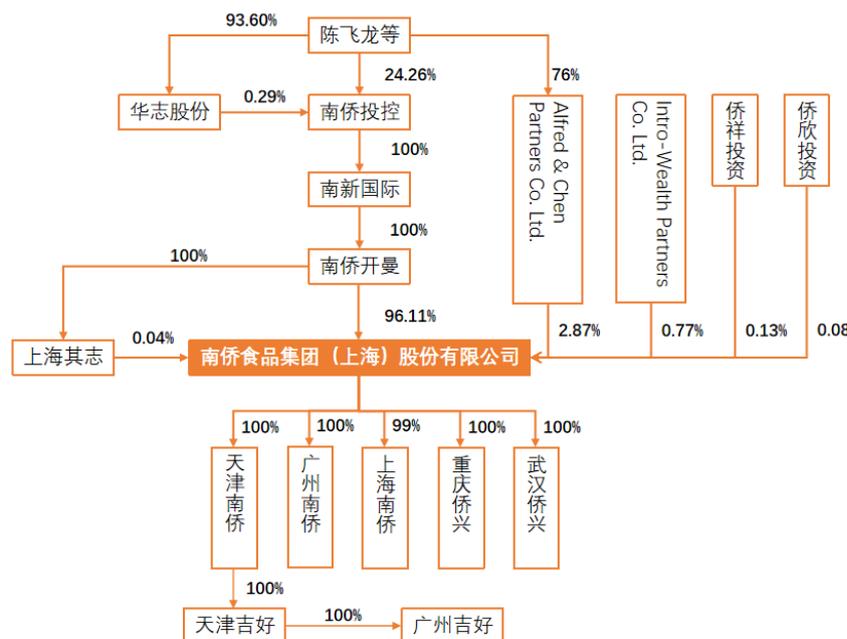
产品		2018	2019	2020
烘焙应用油脂	产能	113,589	113,589	124,698
	产能利用率	97%	97%	80%
淡奶油	产能	29,843	26,173	26,173
	产能利用率	56%	68%	68%
冷冻面团	产能	3,437	3,437	3,437
	产能利用率	71%	66%	104%
馅料	产能	2,703	2,703	2,703
	产能利用率	26%	29%	27%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.2. 股权集中的家族企业，子公司业务专注烘焙油脂制品

陈飞龙、陈飞鹏、陈正文、陈怡文间接控制公司 99.02% 的股份，为公司实际控制人。其中陈飞龙、陈飞鹏为兄弟关系，陈正文和陈怡文为陈飞龙之子女。南侨投控持有南新国际 100% 的股权，南新国际持有南侨开曼 100% 股权，南侨投控通过南侨开曼间接持有公司 96.11% 的股份，南侨投控为公司间接控股股东。截至 2020 年 12 月 31 日，陈飞龙直接持有并通过华志股份有限公司间接持有南侨投控合计 11.63% 的股份，陈飞鹏直接持有并通过华志股份有限公司间接持有南侨投控合计 12.89% 的股份。鉴于南侨投控第一大股东皇家可口所持南侨投控的股份（持股比例为 15.65%）无表决权，且其他股东持股比例较为分散，因此陈飞龙和陈飞鹏在南侨投控股东会表决权方面可以实现对南侨投控的有效控制。陈飞龙、陈飞鹏、陈正文和陈怡文通过南侨开曼、Alfred & Chen 及上海其志合计可以间接控制公司 356,499,794 股股份的表决权，占公司股份的 99.02%，从而实现对公司的绝对控制。

图 5：股权结构（截至 2020 年 12 月 31 日）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

南侨食品的七家子公司为在各地的分公司，分别为天津南侨、广州南侨、上海南侨、重庆侨兴、天津吉好、广州吉好、武汉侨兴。

表 3：子公司的基本情况及 2020 年度财务数据（单位：万元）

子公司名称	成立时间	投资时间	投资比例	主营业务	营业收入	净利润
天津南侨	1995	2016	100%	烘焙油脂制品生产与销售	43,599.30	6,000.96
广州南侨	2005	2016	100%	烘焙油脂制品生产与销售	54,215.83	6,042.46
上海南侨	2012	2016	99%	烘焙油脂制品生产与销售	45,968.22	3,532.44
重庆侨兴	2016	2016	100%	烘焙油脂制品销售	82,791.71	7,293.39
天津吉好	2003	2016	100%	烘焙油脂制品生产与销售	6,238.92	3,353.97
广州吉好	2017	2017	100%	烘焙油脂制品生产与销售	20,733.48	3,947.90
武汉侨兴	2019	2019	100%	烘焙油脂制品技术服务	-	-214.78

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：天津南侨财务数据（单位：万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 7：广州南侨财务数据（单位：万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.3. 募资增加产能、优化产品结构和开发生产新产品，提高运输效率

本次募集资金主要用于建设新的生产、仓储设备和发展研发团队以及客服团队。

**中国烘焙食品市场空间广阔，公司相应扩充产能。**受益于我国烘焙食品行业的快速发展和巨大潜力，公司主营的烘焙油脂系列产品的市场需求旺盛、增速快、前景广阔，但公司目前的生产能力已不能满足市场快速发展的需要，产能不足，加上部分设备设施需进行自动化以及节能降耗方面的升级改造，已限制了公司的业务发展。本次募投项目中，公司拟通过投资新增油脂、冷冻面团等生产线，对已有的生产线进行部分设备的升级改造，来提升公司的生产效率、扩大产能，以适应市场快速增长的需求，实现公司的增长目标。

**优化产品结构以及开发生产新产品，扩大冷冻面团类产品产能。**公司以生产销售各类烘焙用油脂制品为主业，其中冷冻面团产品目前占公司销售收入的比例较低，但该产品不管是市场前景、产品毛利率、还是从满足公司未来重点发展的客户需求来分析，都具有较大的发展潜力。公司有必要新建和扩建冷冻面团产品的生产线，尽快扩大冷冻面团类产品的产能。

**减少配送距离，保证产品的新鲜度，降低运输成本。**通过投资新建上海、广州冷冻面团生产线，扩建天津现有的冷冻面团生产线，公司可以基本完成冷冻面团在中国经济最发达的东部沿海地区的生产布局，让产品销售可以基本覆盖华北、华东和华南等地区。通过项目的顺利实施，更加完善的生产布局不仅可以提高公司冷冻面团产品的销售规模，同时将有利于降低该产品的运输成本，提高产品品质，增强客户满意度，提升公司的盈利能力。

表 4：募资主要用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目实施主体	投资额	拟投入募集资金金额
1	扩产建设及技改项目	上海南侨	33,751.7	25,881.13
		天津南侨	33,891.9	28,866.00
		广州南侨	4,606.9	4,050.00
	小计		72,250.5	58,797.13
2	冷链仓储系统升级改造项目	上海南侨	4,800	4,800
		天津南侨	6,530	6,530
		广州南侨	1,630	1,630
	小计		12,960.00	12,960.00
3	研发中心升级改造项目	上海南侨	2,010	2,010
		天津南侨	2,695.6	2,695.6
		广州南侨	1,765	1,765
	小计		6,470.60	6,470.60
4	客户服务中心与信息化系统建设及升级项目	公司	20,900.0	
	合计		112,581.10	99,127.73

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

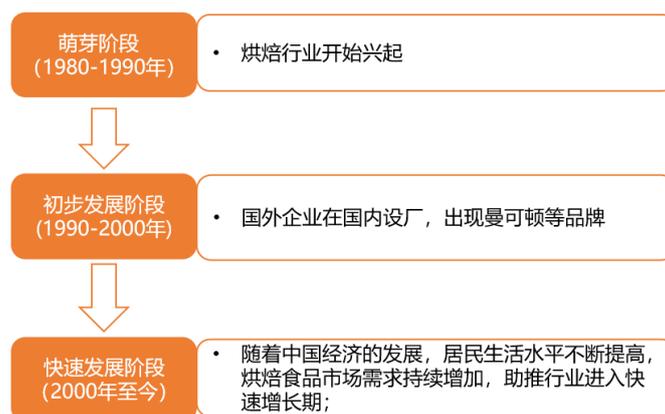
## 2. 烘焙行业前景广阔，带动上游原材料长足发展

### 2.1. 烘焙市场起步晚发展快，人均消费成长空间广阔

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。

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的品类中，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 8：国内烘焙行业处于快速发展阶段



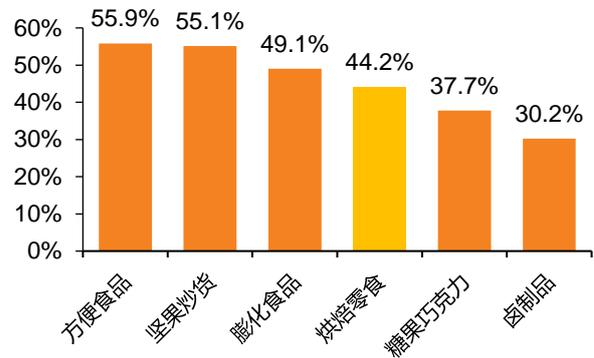
资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 9：烘焙食品市场规模逐渐增大



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

图 10：2020 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

**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。

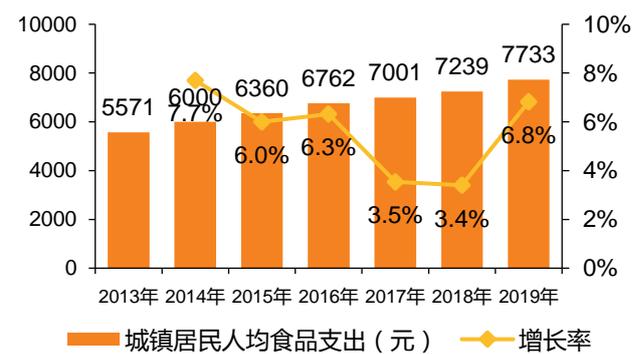
**年轻一代饮食西化，推动烘焙行业发展。**面包、蛋糕正逐渐成为都市年轻人早餐及下午茶的重要组成部分，烘焙在消费者其他正餐中的比例也在增加，正餐化趋势明显。首先，主食结构上，西式餐饮较传统中式餐饮如豆浆油条、面条包子等更便于保存、携带，且口味、品种多样，符合年轻一代快节奏和多样化的生活模式，因此烘焙食品有望提高在主食消费中的渗透率。其次，咖啡厅、蛋糕甜品店逐渐成为休闲放松的主要消费场所，“饮品+烘焙”成为下午茶主流，蛋糕、面包等作为休闲消费将稳定增长。最后，西方节日的盛行和年轻人追求仪式感的特点，也令作为节日消费的烘焙食品得以快速增长。

图 11：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 12：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

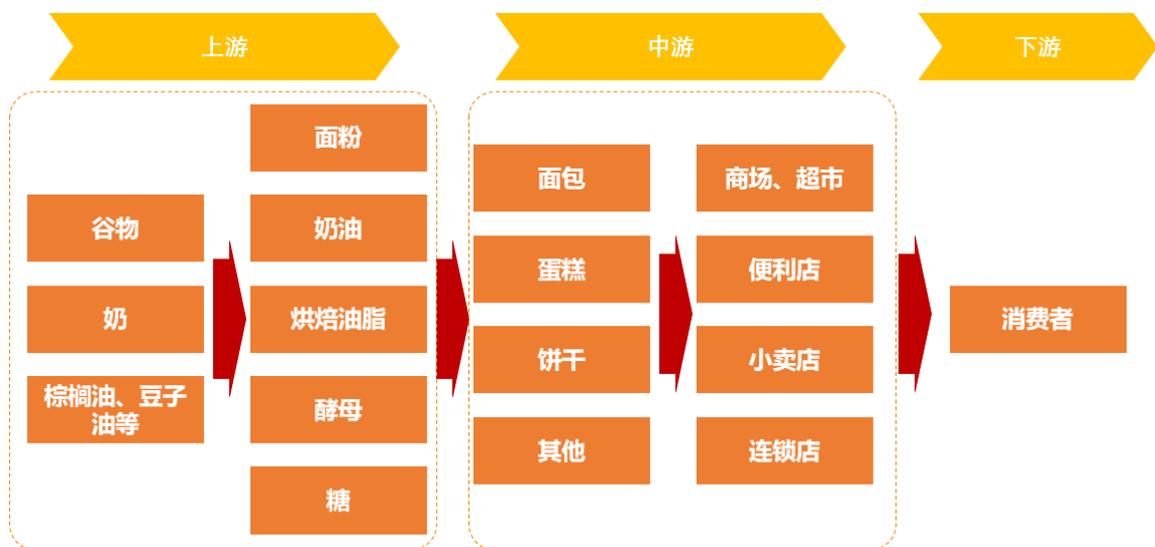
## 2.2. 烘焙油脂：跟随下游市场快速发展，市场竞争格局分散

公司主营业务为烘焙油脂相关制品的研发、生产和销售，主要产品包括烘焙油脂、淡奶油及进口品（天然奶油）等，属于烘焙食品原料行业，处于烘焙产业链的上游。

烘焙油脂行业和烘焙食品行业作为产业链中的上下游关系，两者的发展往往具有相关性和一致性。烘焙油脂是烘焙食品最主要的生产原料之一，在烘焙产品制作中具有非常独特的功能性，不仅可提供面团合适的延展性、塑化性，使面糊具备适当的乳化性、酪化性、分散性，并可令烘焙产品具有柔软性、起酥性、吸水性和稳定性等诱人风味。烘焙油脂具备

拌入空气打发性、安定面糊、隔离水蒸汽、分层、润滑和酥松的功能，在保留烘焙食品的香味及口感的同时，可提供脂溶性维生素 A、D、E、K 等载质、为人体提供生长所需的热量及营养素。

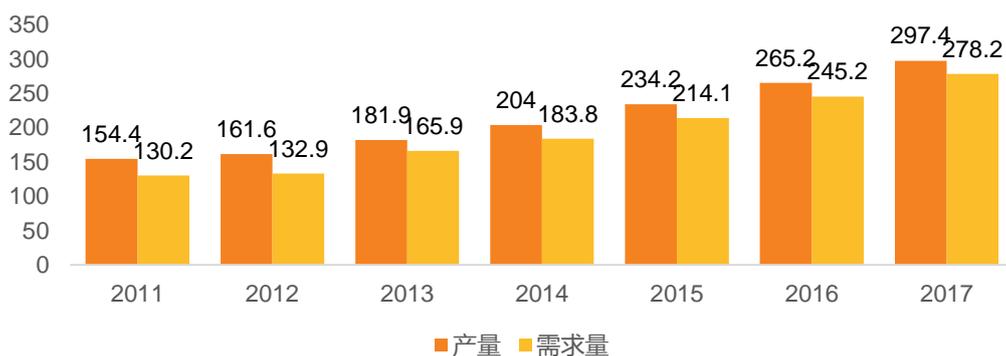
图 13：烘焙行业全产业链



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

烘焙油脂市场需求量随着下游市场规模增长不断扩大，烘焙油脂市场得到了较快发展。我国烘焙油脂市场的产品主要分为人造奶油、起酥油和天然奶油，其中人造奶油和起酥油主要以国内生产为主；天然奶油则依赖于国外进口，国内消费者对于人造奶油和起酥油品种和数量的需求增长。2011 年至 2017 年，我国烘焙油脂产量由 154.4 万吨增长至 297.4 万吨，年均复合增长率为 11.55%；烘焙油脂需求量由 130.2 万吨上升至 278.2 万吨，年均复合增长率为 13.49%。

图 14：我国烘焙油脂产量及需求量（单位：万吨）



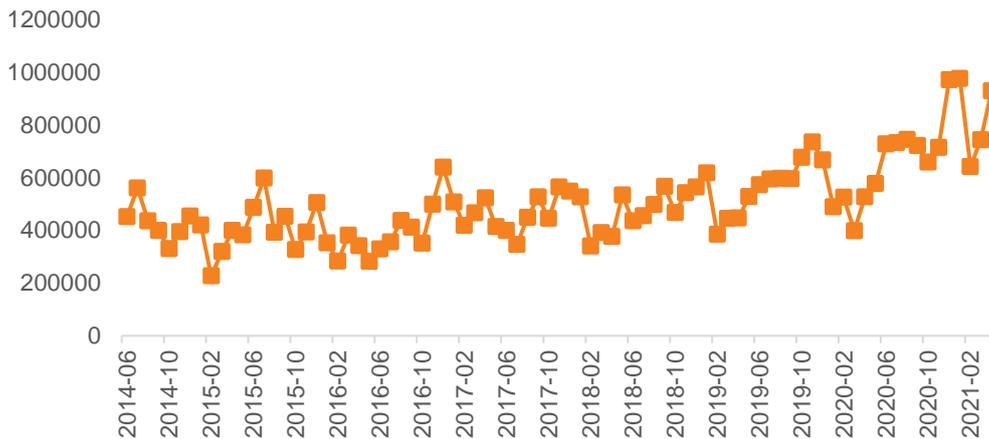
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

烘焙油脂主要分为三类：人造奶油、起酥油及黄油。人造奶油也称为玛淇淋，是指生产者利用动、植物油脂依照天然奶油的特性进行冷冻捏合等操作制作而成，是一种常用的天然奶油替代品，价格较为低廉。目前市场上，我国人造奶油主要为油包水型，主要成份是油脂（80%），水分（14%-17%）、食盐（0-3%）、乳化剂（0.2%-0.5%）、乳成分及其他一些色素香精等，其中油脂中最为主要的是植物油、动物油、酯交换油脂等。起酥油是在人造奶油基础上进一步发展而来，起酥油从英文“shorten”一词转化取得，其意指将该类油脂加工饼干等，可使其十分酥脆，故将此类特性的油脂称为“起酥油”。起酥油和人造奶油的主要区别在于起酥油不含水。黄油是用牛奶加工而成的一种固态油脂，为新鲜牛奶加以搅拌

之后上层的浓稠状物体滤去部分水分之后的产物。

**食用油脂需求量逐渐增加。**根据海关总署，2014 至今我国进口食用油脂、各类油脂及其分解产品的需求量不断增加，2021 年 1 月我国进口相关油脂金额 97.6 亿元，达到历史新高。根据中国焙烤食品糖制品工业协会数据显示，2018 年国内焙烤食品糖制品行业（含糕点/面包、饼干、糖果巧克力、蜜饯、方便面和冷冻饮品）主要产品产量合计约为 2,646.36 万吨，主营业务收入为 5,634.05 亿元，同比增长 6.12%；利润总额为 513.21 亿元，同比增长 12.75%；出口交货值 179.66 亿元，同比增长 9.27%。焙烤食品糖制品行业整体保持着良好的上升势头。

图 15：我国进口食用油脂金额（动、植物油、脂及其分解产品；精制的食用油脂；动、植物蜡。单位：万元/月）



资料来源：海关总署，天风证券研究所

**竞争格局方面，目前国内市场上烘焙油脂主要分为人造奶油、起酥油、黄油及其他类型油脂，行业内各个主要企业在各自优势领域占据着重要地位。**除南侨食品外，具有代表性的优势企业有：南海油脂工业（赤湾）有限公司、艾迪科食品（常熟）有限公司、嘉吉粮油（南通）有限公司、阿胡斯卡尔斯油脂（张家港）有限公司、不二制油（张家港）有限公司、张家港统清食品有限公司、英联马利食品（上海）有限公司等。

图 16：烘焙油脂市场主要公司

南侨食品	烘焙油脂、淡奶油、冷冻面团等	代表品牌:
南海油脂工业(赤湾)有限公司	各种动、植物油脂,及油脂分装和仓储业务	代表品牌:“金味”、“金鹂”、“花旗”、“银鹂”
艾迪科食品(常熟)有限公司	食用油脂制品、食品馅料等	代表品牌:“莉仕”
嘉吉粮油(南通)有限公司	饲料、油脂、淀粉等生产和销售	代表品牌:“星贝可”、“融佳”、“焙芙”
阿胡斯卡尔斯油脂(张家港)有限公司	食品配料、食用油脂制品、食品添加剂等	AAK油脂
不二制油(张家港)有限公司	油脂、糕点与面包制造原材料	代表品牌:“维芙”
张家港统清食品有限公司	起酥油、液态奶油、黄油、猪油等	“统一特级酥油”、“统一液态奶油”、“统一高级黄油”
英联马利食品(上海)有限公司	食用油脂制品产品的研发、生产和销售	代表品牌:“金帝皇”、“名师来”、“美膳”等

资料来源:招股说明书,天风证券研究所

**烘焙油脂市场集中度偏低,国内外企业并存,规模企业与小企业并存。**从产量来看,嘉吉粮油和南海油脂分别达到24万吨和20万吨,南侨食品与阿胡斯卡尔斯公司产量类似,2017年南侨食品产量的市场占有率约为3.4%。整体来看烘焙油脂市场已存在较大规模企业,而整体市场集中度不算太高,规模企业与小企业并存。

**烘焙油脂企业近年来呈现出明显的规模效应。**由于烘焙油脂的生产和销售对于生产环境、生产技术、设备投资、仓储和运输等都有着较高的要求,因此烘焙油脂企业只有拥有完备的生产设备和技术支持,才能满足各个环节的高标准要求。未来,龙头企业能凭借规模优势和研发优势,提供更稳定的高品质产品,更全面的服务,市占率有望持续提升。

表 5: 各烘焙油脂企业产能

企业名称	产能
南侨食品	10.11 万吨
南海油脂工业(赤湾)有限公司	20 万吨
艾迪科食品(常熟)有限公司	-
嘉吉粮油(南通)有限公司	约 24 万吨
阿胡斯卡尔斯油脂(张家港)有限公司	约 10 万吨
不二制油(张家港)有限公司	约 6 万吨
张家港统清食品有限公司	-
英联马利食品(上海)有限公司	-
英联马利食品(东莞)有限公司	约 2 万吨

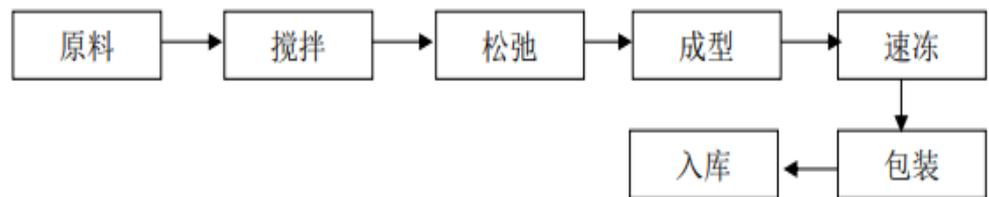
资料来源:招股说明书,天风证券研究所

注:公司产能为 2017 年产能

### 2.3. 冷冻面团: 空间广阔, 起步期发展正当时

冷冻面团通过将面粉、油脂等原料经由称料、搅拌、分割、杆压、松弛、成型等步骤后,在-35℃之下急速冷冻,最终形成属于面包的冷冻半成品,之后进行烘烤最终制作出各种烘焙制品。公司目前以生产销售各类烘焙用油脂制品为主业。其中,冷冻面团产品目前占南侨食品销售收入的比例较低,但该产品未来市场潜力较大。

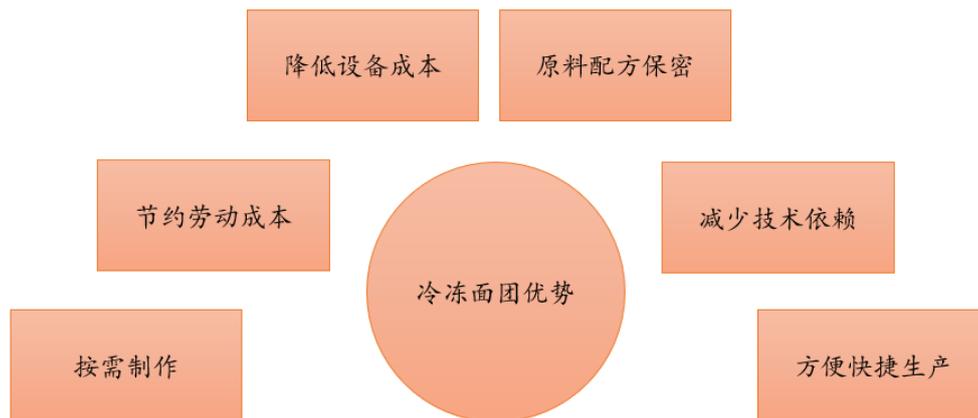
图 17：冷冻面团制作流程



资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

冷冻面团进行产业链再分工，可有效降低烘焙业者的运营成本，满足消费者对现烤产品的需求。传统烘焙食品制作涵盖发酵、分割、揉圆、松弛、烘烤等多个步骤，需要大量时间和人力成本。而冷冻烘焙食品将大部分工作压缩到供给端，需求端仅需要进行最终的烤制。冷冻面团的这一优势有助于减缓烘焙业者的经营压力，一方面，烘焙连锁代理不再需要有经验的面包师，一般员工稍加训练即可完成最终的烤制过程；同时，冷冻面团均由工厂批量生产，可有效降低店面面积，减少店面投资。此外，相对于传统的包装面包和超市商店分销的销售方式，冷冻面团更符合消费者对于烘焙产品“新鲜现烤、专业好吃、快速方便”要求。在消费者对烘焙食品口感、安全、营养健康要求不断提升的大背景下，不含防腐剂、口味更佳的现烤产品更加受到消费者的青睐。

图 18：冷冻面团优势



资料来源：安琪酵母官网，天风证券研究所

表 6：冷冻面团分类

分类	工艺	适用范围
未成型冷冻面团	搅拌-松弛-分割-滚圆-冷藏-解冻-整形-醒发-装饰-烘烤-冷却-成品	打面：为避免面团发酵，面团理想温度在 18~21 摄氏度，面粉至少含有 12% 蛋白质，酵母用量根据冷藏条件增加 50-100%，采用后加酵母法。
预成形的冷冻面团	搅拌-松弛-分割-滚圆-整形-冷藏-解冻-醒发-装饰-烘烤-冷却-成品	急冻：冷空气温度：-30℃~-20℃，贮存条件-20℃
预醒发冷冻面团	搅拌-松弛-分割-滚圆-整形-醒发-冷藏-解冻-装饰-烘烤-冷却-成品	贮存运输条件-18℃

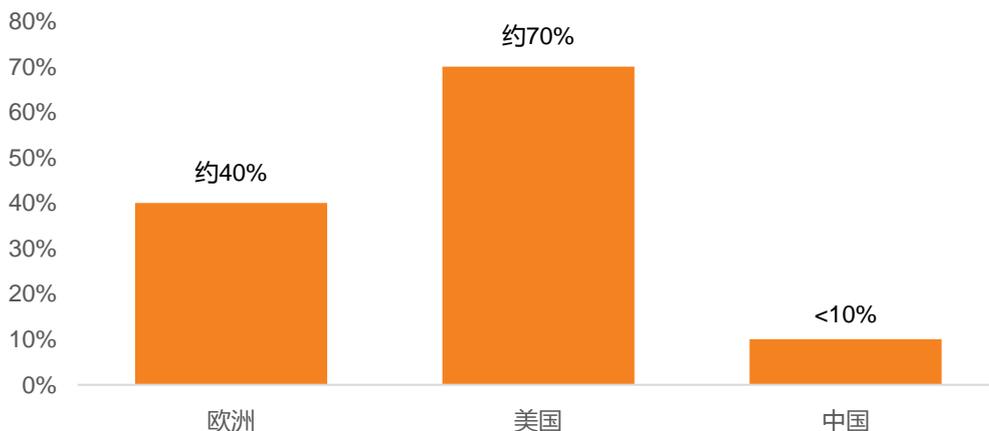
预烘烤冷冻面团	将面团烘烤至 60% 再冷却至面包中心温度 $30 \pm 1^\circ\text{C}$ ，然后再以急冻储存 将面团烘烤至 90% 后直接急冻	搅拌-松弛-分割-滚圆-整形-醒发-装饰-烘烤至八成- $0^\circ\text{C}$ 冷藏-烘烤-冷却-成品	打面：为防止第一次烘烤后塌陷，面团要比直接法硬些 预烤： $170\sim 180^\circ\text{C}$ 低温下烘焙，定期喷入蒸汽保持表面湿润 冷冻： $-35^\circ\text{C}$ 环境内急冻直到中心温度 $-10^\circ\text{C}$ 保存： $-18^\circ\text{C}$ 二次烘焙： $\pm 220^\circ\text{C}/15\sim 20$ 分钟，取决于面团大小	多用于小餐厅中的三明治供应和卖场的直接供给，广泛用于欧式面包。
全烘烤冷冻面团	完成了所有工序、只需要将其直接放入烤箱进行最后一步烘烤的面团			在市场上主要以包装食物的形式呈现。

资料来源：中国国际焙烤展览会公众号，天风证券研究所

冷冻面团市场与烘焙市场息息相关，具有较大的发展动力，在欧美得到迅速的普及和发展。以美国为例，1949 年只有 3% 的面包店使用冷冻烘焙食品，到 1961 年就快速增加到 39%，1990 年有 80% 以上的烘焙店使用冷冻烘焙食品。法国在 1994 年冷冻面包已占面包销售额的 50% 以上，日本早在 2000 年也已经有 50% 的烘焙店使用冷冻烘焙食品。根据荷兰合作银行 2014 年发布的《中国冷冻面团行业的现状与未来》，我国冷冻烘焙食品中，冷冻糕点占比达到 65%，而冷冻面包的市场份额仅为 15%，**根据 2019 年我国烘焙食品 2,317.13 亿元的零售额测算，若冷冻烘焙食品的使用达到美国 1961 年的应用比例 39%，我国冷冻烘焙食品市场容量就达到了 903.68 亿元，按照 15% 测算，冷冻烘焙中冷冻面团市场容量就达到 136 亿元。**

国内冷冻面团处于起步期，发展前景广阔。冷冻面团技术发展于欧洲，大成于美国，国内还是起步阶段。欧洲的冷冻面团占面包行业的比重大约是 40%，美国大约是 70%，而国内可能不足 10%。国内冷冻面团不同于欧美冷冻面团，欧洲冷冻面团主要是欧式面包和起酥面包，美国冷冻面团主要是以三明治为主的预烘烤冷冻面包，而国内的冷冻面团主要是不发酵的中式酥类产品以及挞类产品，而发酵类的冷冻面团还处于起步阶段。随着消费者更为看重烘焙食品的口感和品质，以及烘焙店房租和人力成本不断上涨，能够节约劳动、设备成本的冷冻烘焙食品市场开始迅速发展。

图 19：冷冻面团占面包行业比重



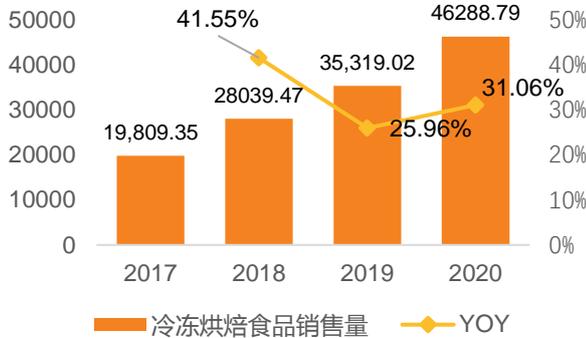
资料来源：安琪酵母官网，天风证券研究所

竞争格局方面，全球冷冻烘焙食品市场已经出现了部分颇具规模的企业，我国冷冻面团市场较为分散，集中度有望不断提升。位于瑞士的冷冻烘焙食品制造商 Aryzta 公司，实现瑞士和爱尔兰证券交易所两地上市，2019 财年营业收入达到 33.83 亿欧元；全球食品行业排

名前十的美国 General Mills 公司，旗下冷冻烘焙食品业务 2019 财年实现营业收入 16.93 亿美元。

国内方面，立高食品冷冻烘焙业务发展迅猛，冷冻烘焙食品销售量由 2018 年的 28,039.47 吨迅速增长至 2020 年的 46,288.79 吨，2 年复合增速 28.5%，增长迅猛。2020 年立高的冷冻烘焙食品的营业收入 9.56 亿元，同比增长 29.50%，占营业收入总额的 52.84%。

图 20：立高食品 2017-2020 冷冻烘焙销售量（单位：吨）



资料来源：立高食品 20 年报，天风证券研究所

图 21：立高 2017-2020 冷冻烘焙销售额（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

当前冷冻面团及冷冻烘焙市场处于高速发展中，对标欧美日本来看冷冻面团在 B 端渗透率提升空间大且较 C 端确定性高。且当前竞争格局分散，未来服务完善、技术积累厚、渠道完善的公司有望不断提升市占。

### 3. 冷冻面团开始发力，研发实力铸壁垒，产能释放突破限制

#### 3.1. 多项成熟工艺支撑丰富产品系列，冷冻面团业务逐步发力

公司从事烘焙油脂相关产品的研发、生产与销售 20 余年，拥有丰富多元的产品系列。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。

图 22：公司产品一览（一）



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 23: 公司产品一览 (二)

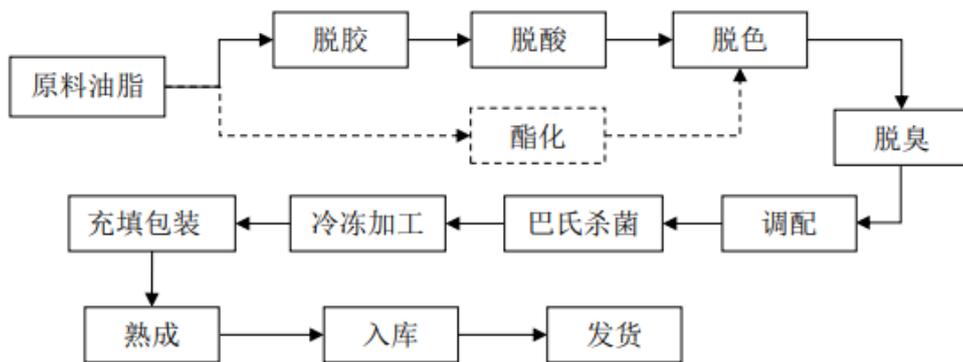


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

烘焙应用油脂为公司主要产品，是烘焙食品最主要的生产原料之一，为面团提供合适的延展性、塑化性，使面糊具备适当的乳化性、酪化性、分散性，并可令烘焙产品具有柔软性、起酥性、吸水性和稳定性等诱人风味。根据固体脂与液体油混合的不同比例，烘焙油脂可分为不同软硬度与操作性，目前我国市场上的烘焙油脂主要分为人造奶油、起酥油、黄油三类。公司目前烘焙应用油脂产品包括南侨经典系列、南侨维佳系列、南侨澳仕系列、南侨欧仕系列、王牌系列、玉峰系列等，应用于不同烘焙食品的制作以呈现不同的特性和风

味。

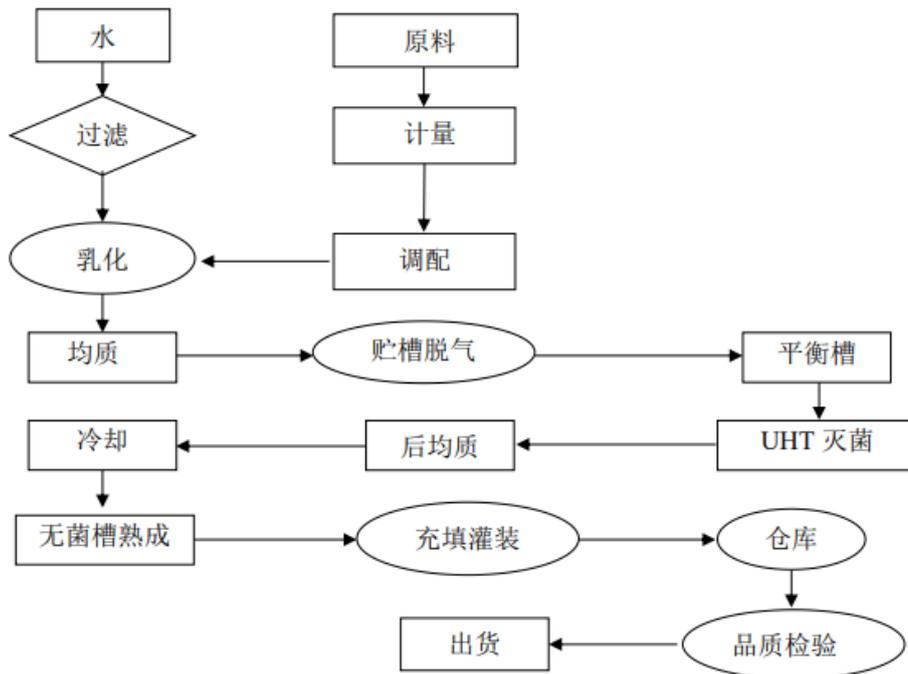
图 24：烘焙应用油脂生产工艺流程图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**淡奶油**是以食用油脂及乳制品为主要原料，添加或不添加食品添加剂，经乳化、均质、灭菌、填充等加工工艺制成的产品，外观具有类似天然奶油特色的可塑性或流动性，口感与天然奶油相似，价格较天然奶油便宜，同时操作及烘焙品的稳定度也较佳，一般作为天然奶油的替代品用于制作蛋糕表面裱花等，与植脂奶油的用途较为相似。

图 25：淡奶油生产工艺流程图

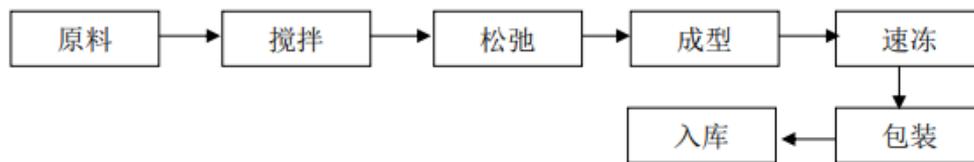


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**馅料**：使用油脂及淀粉等作为主要原料，添加天然素材，食品添加剂、食品用香精等材料，通过预混合及制备（如加热、打发）等工艺，制成用于面包西点蛋糕表面或夹心馅使用的馅料。

**冷冻面团**：将面粉、油脂等原料经由称料、搅拌、分割、杆压、松弛、成型等步骤后，在-35℃之下急速冷冻，最终形成属于面包的冷冻半成品，可为国内外烘焙业者、饭店餐饮者、超商量贩通路、团膳、空厨通路或食品加工厂等客户群，提供完整和完善的品相。产品种类包括：菠萝系列、可颂系列、丹麦系列、起酥系列、汤种系列、欧包系列、分享系列、美点系列、多拿滋系列及基础面团系列等。

图 26：冷冻面团生产工艺流程图

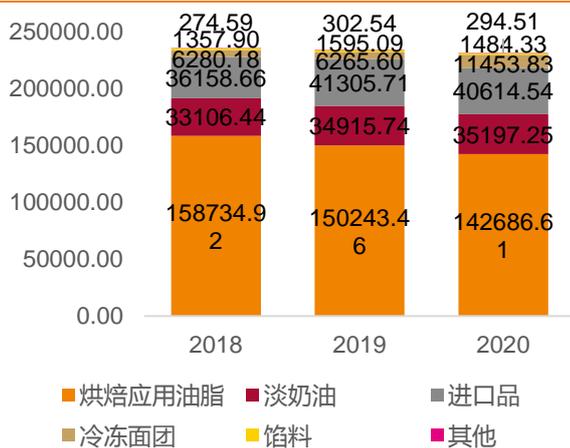


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司**进口品**主要为从境外进口的乳制品，以动物性油脂为主。为贸易类产品，采购后无需生产加工即可直接进行销售。

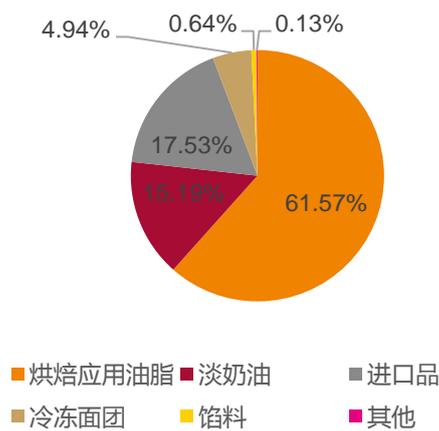
整体来看，公司五大系列产品销售规模和结构总体保持稳定，烘焙应用油脂占比最高，保持在 60%以上，进口食品销售额占比第二，淡奶油销售额占比第三。受新冠疫情影响，2020 年烘焙应用油脂、进口品、销售馅料销售额较去年同期有所下降，但冷冻面团销售额大幅增长。

图 27：2018-2020 公司各类产品收入情况（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

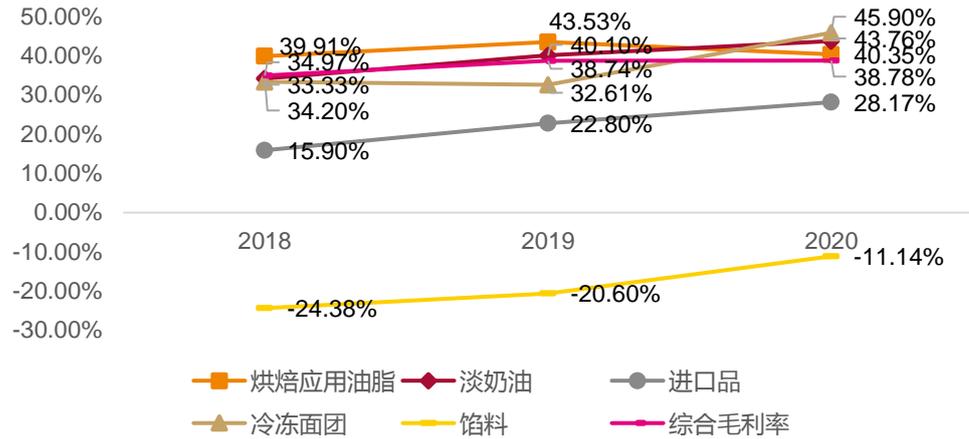
图 28：2020 年各类产品收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**2018-2020 年公司毛利率分别为 34.97%、38.74%、38.78%。**其中，馅料为公司新产品，没有实现规模化生产，毛利率为负数但逐渐提升。进口品的毛利率与进口价直接相关，价格依据供应厂商的供应价格。烘焙油脂、冷冻面团与淡奶油的毛利率主要受原料成本影响，且因为疫情政府提供企业社保减免优惠政策，导致各工厂直接人工和单位人工均有所下降。

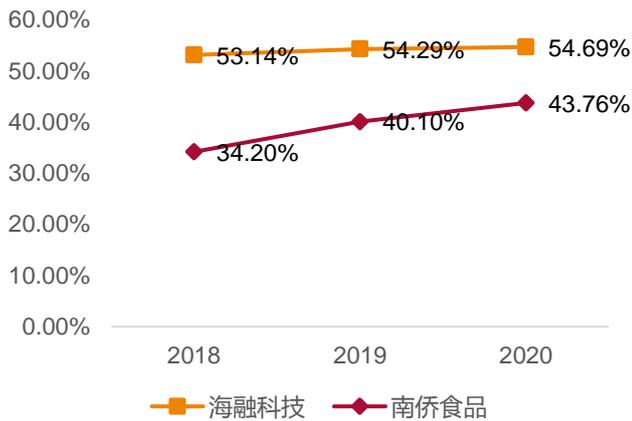
图 29：公司各产品毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

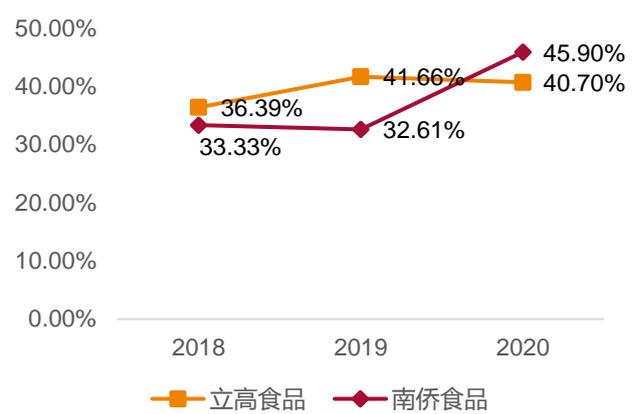
由于产品结构不同，公司的毛利率水平与主要竞争对手存在一定差异。分产品来看，公司的淡奶油与海融的植脂奶油比，采用 UHT 灭菌与两段式均质技术，投入的乳制品原料油脂含量更高，产品品级的不同造成了成本、售价及毛利率之间的差异，但整体上升趋势一致。冷冻面团与立高食品同类产品相比，2018、2019 年度因原材料结构变化导致原材料成本增长、毛利率较低，2020 年受单价上升及单位成本下降毛利率超过立高食品。

图 30：奶油类产品毛利率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 31：冷冻面团类产品毛利对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**冷冻面团业务逐步上升，有望成为第二增长曲线带动业绩增长。**冷冻面团为公司近几年投入的新产品，目前尚处于前期市场推广阶段，收入占比较低但呈现明显增长趋势，2020 年冷冻面团销售收入的上升主要得益于销量的增长。随着终端客户自身生产模式的更新以及家庭烘焙市场的兴起，未来市场可期，如果公司尽早投资建设冷冻面团生产线，提高产销量，辅以因成本下降单价上升而提升的毛利率，冷冻面团有望成为公司业绩的第二增长曲线。

**就目前的产能来看，公司冷冻面团业务面临与油脂产品相同的产能瓶颈问题。**根据公司冷冻面团事业部估算，2020 年公司冷冻面团产量为 3,578 吨，2021 年公司冷冻面团产量预计为 4,773 吨，而前公司冷冻面团产能仅达 3,437 吨。为保障公司冷冻面团业务的拓展，尽早地投资建设冷冻面团生产线势在必行。

图 32：2018-2020 年冷冻面团收入及占比（万元）

图 33：2018-2020 年冷冻面团收入、成本及毛利率（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

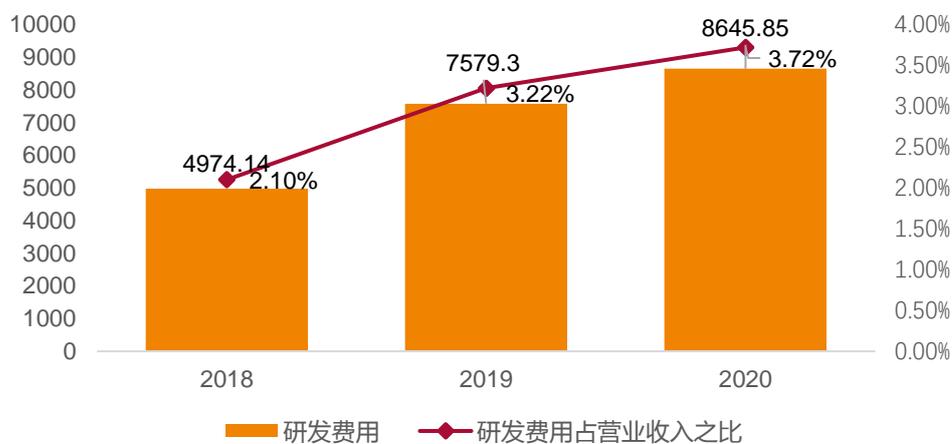


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.2. 致力研发优化产品品质与生产效率，多项专利铸就高壁垒

公司注重研发，近年来研发费用投入不断上升。总部设有研发部的同时，上海南侨、天津南侨、广州南侨、天津吉好、广州吉好分别设有研发中心，并制订《绩效管理辦法—研发中心》，明确将绩效考核结果作为员工调薪、培训、年终奖评定及晋升的主要参考因素，以激励从事创造创新性技术研究的科研开发人员。公司曾多次参加全国糖果和巧克力标准化技术委员会、全国粮油标准化技术委员会油料及油脂技术工作组、中国商业联合会。

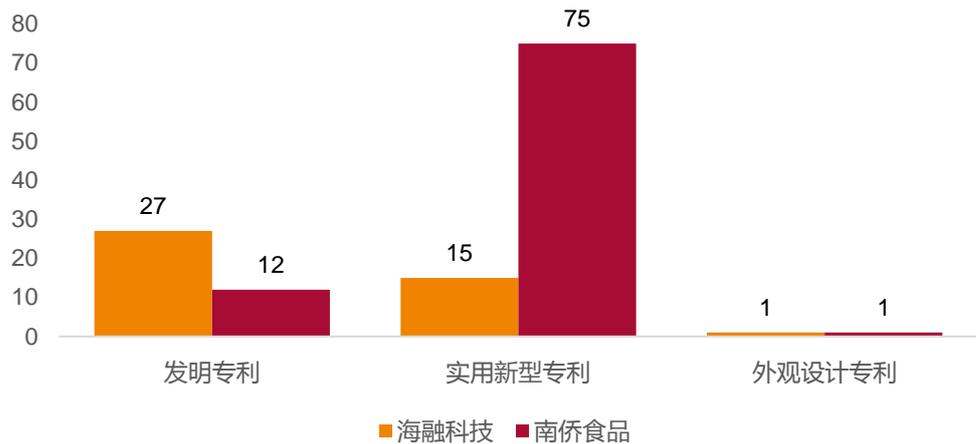
图 34：公司研发费用情况（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

截至 2020 年 12 月 31 日，公司获得授权的专利共计 88 项，其中 12 项为发明专利，75 项为实用新型，1 项为外观设计。与之相比，海融科技三类专利数量分别为 27 项、15 项、1 项，数量优势明显。公司主要产品的核心技术主要包括无氢化工艺油脂产品开发、天然风味增强剂研究、节能减排、绿色环保工艺等。

图 35：公司专利数量（项）



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

1) 致力于无氢化油产品开发保障食品安全健康,至 2020 年 12 月已达成不使用氢化工艺、全部油脂产品不使用氢化油脂的目标。基于社会公众对于氢化油脂含有反式脂肪酸的疑虑,以及国外食品管理机构相继宣布对部分氢化油的限用、禁用,公司专注于油脂酯交换技术的研究,通过选配原料油品种、搭配加工条件等一系列技术攻关,结合大量烘焙测试和稳定试验,成功建构无氢化油油脂生产工艺和产品组合配方,使烘焙应用油脂产品在不使用氢化油的前提下保持操作性、稳定性、功能性一致。以此技术为核心,公司已开发出多种无氢化油脂的烘焙应用油脂及淡奶油产品,满足烘焙从业者对产品品质、生产效率的要求,以及消费者对食品安全、健康的诉求。

2) 利用复合酶催化技术研发具有天然奶油风味的增强剂,用于生产开发更健康、天然的油脂产品。与市面上销售的使用化学合成香精的普通油脂相比,油脂的风味自然、成分天然、耐烘焙、留香性更佳,经 180°C 烘焙后,牛奶风味的余香仍然充足,从而在保证产品风味的同时,使产品更加安全,有利于人们的健康。上述增强剂已获得一项发明专利,名称为“一种奶香增强剂的制备方法”,专利号为“ZL201210184113.2”。采用该增强剂生产的天然乳香型烘焙油脂产品被认定为广东省高新技术产品。

3) 自 2014 年起在国内率先在油脂酯化制程过程中推行无污水脱皂技术,确保高效、绿色环保的油脂生产工艺。传统的油脂酯化制程环节中会产生大量废水,必须经过二次处理后才能排放。公司研发出采用干吸附剂进行脱皂的无污水脱皂工艺,不仅可以实现脱皂环节的污水零排放、对环境贡献较大,而且能够提高整个油脂酯化制程环节的生产效率。采用无污水技术环保制程的烘焙油脂产品被认定为广东省高新技术产品。

图 36: 公司主要产品的技术水平

产品	技术水平	技术来源	所处阶段
烘焙应用油脂	国内领先	自主研发	已量产,不断创新中
淡奶油	国内领先	自主研发	已量产,不断创新中
馅料	国内领先	自主研发	已量产,不断创新中
冷冻面团	国内领先	自主研发	已量产,不断创新中

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司利用雄厚的研发能力与经验进行个性化开发,考量各地的季节、温度、湿度及客户的生产模式、生产环境对烘焙油脂的不同要求,以及不同地区的饮食风味偏好,开发差异化产品更好地满足客户需求。截至 2020 年 12 月 31 日,公司从事的研发项目和进展情况如下表所示。其中 15 项已经量产,15 项处于不同试验阶段。作为对比,截至 2020 年 6 月,海融科技共有 25 项已完成以及 15 项正在开发的研发项目,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,以及生产工艺的改进。

表 7：公司研发项目与进展情况

所属事业群	项目名称	进展情况
烘焙应用油脂	起泡性蛋糕油脂的开发	量产阶段
	耐高温低饱和结构硬脂的开发	量产阶段
	非氢化代可可脂的开发	量试阶段
	汉饼专用油的应用研发	量产阶段
	流体型汉饼用油的开发	量试阶段
	酶解奶油风味物质的研究	量试阶段
	含水产品抗氧化性研究	量试阶段
	工业用甜味丹麦油脂的研发	量产阶段
	耐烤性天然椰糖风味增强剂研究	小试完成
	耐烤性太妃糖风味增强剂研究	中试完成
	具浓香型新巧克力风味油脂开发	量试完成
	用于搅打奶油的非氢化基础油脂开发	量产阶段
	降低精炼油脂中 3-氯丙二醇酯和缩水甘油酯的工艺开发	量产阶段
	非基改改性油脂基料油开发	量产阶段
	SFI ( simple food Initiative ) 烘焙油脂研发	小试阶段
	甜味搅拌油脂开发	量产阶段
	复合型烤焙专用搅拌油脂开发	量产阶段
淡奶油	低反式脂肪酸搅打奶油的开发	量产阶段
	高乳脂淡奶油（还原方式）的开发	量试完成
	复合式奶盖专用奶油	量产阶段
	抹面专用牛奶奶油	小试阶段
馅料	风味系列化产品开发	部分产品已量产，新风味产品小试阶段
	耐高温烘焙馅料开发	量试完成阶段
	片状馅料开发	量产阶段
	无水型馅料开发	小试阶段
冷冻面团	乳酸菌风味面团开发	量试完成
	预油炸系列产品开发	量产阶段
	汉饼类产品全自动化生产研究	量产阶段
	使用天然奶油开发裹油类冷冻面团的应用开发	量产阶段
	面粉应用对于冷冻面团品质改善研究开发	量试阶段

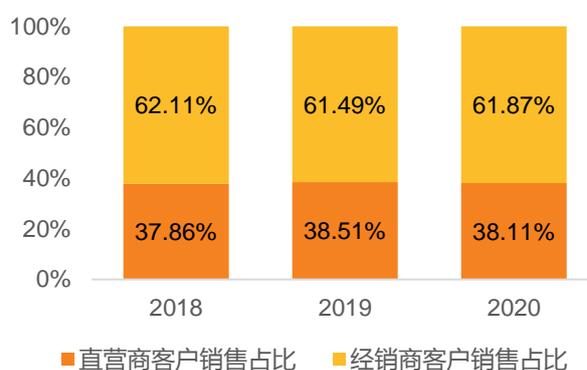
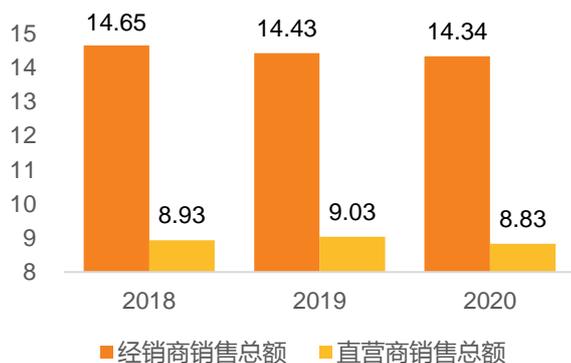
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3. 经销直销双向发展，拓宽市场规模优化客户质量

南桥食品采取直营和经销两种模式，经销收入占比占 60%以上。直营渠道以品牌知名度较高的客户为主，此外，公司会为直销客户提供新品研发、技术支援、人员培训、运营管理等方面的协助，以建立长期合作的同盟关系。公司向经销商的销售均为买断式销售，即公司产品向经销商销售后，产品所有权的主要风险和报酬转移至经销商，经销商销售行为与公司无关。2020 年，公司直营客户销售总额为 8.83 亿元，占主营业务收入比例为 38.11%，经销商客户销售总额为 14.34 亿元，占主营业务比例为 61.87%。过去三年内，公司直营和经销商客户销售金额及占主营业务收入比例基本维持稳定。

图 37：经销、直销商销售金额（亿元）

图 38：经销直销商销售金额占比（%）



资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

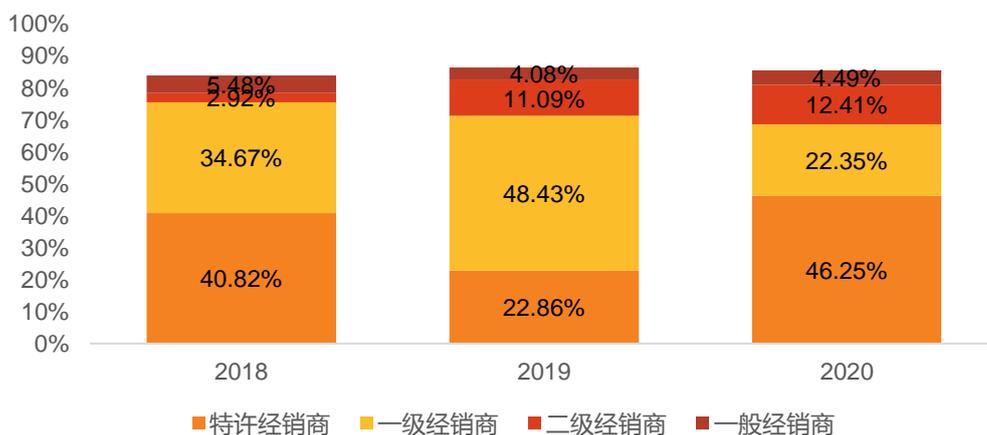
公司深耕国内烘焙市场逾 20 年，秉承全方位顾问式服务的理念，与客户保持积极良性的互动。公司在全国 30 个省（市）构建 26 个客户服务中心作为与客户沟通交流的平台，随时向客户提供烘焙市场的流行趋势和烘焙热点的最新资讯。其中，公司在 15 个省（市）建立具现代化配备标准的烘焙教室，旨在销售公司烘焙油脂相关产品的同时，充分体现产品的应用优势。同时，公司不定期举办并邀请客户参与“烘焙经营管理咨询分享会”等展会活动，带动客户进一步提升门店营运管理以及生产流程管理，提供产品设计支持服务、咨询服务和推广服务。此外，公司每年组织带领客户到日本、韩国、德国、美国等海外烘焙市场进行参访考察，学习更新更先进的烘焙技术和观念，促进产品变革进步，引领客户开拓视野。

### 3.3.1. 经销模式降低销售成本，客户关系稳定渠道加速拓展

公司通过经销模式降低物流及管理成本，同时借助经销商广阔的影响力树立南侨品牌在烘焙市场的知名度。公司的终端客户为糕点类食品加工企业，分布在全国各地且规模大小不一，通过将其归入经销商的管理范围，可有效降低公司的管理成本。同时，公司产品对物流运输环境较高，部分产品需采用全程冷链的方式，经销模式能够显著降低公司的物流成本以及仓储成本。此外，对于三、四线城市的开发和渗透，可以借助经销商在当地成熟的销售渠道和广阔的影响力，快速提升公司销量，同时树立公司在烘焙市场的知名度。

公司对经销商筛选有严格要求，并根据销售策略进行等级划分。公司不仅要求经销商拥有一定的经验积累及相应规模的销售渠道，同时对经销商付款能力、场地设施均有要求。此外，公司根据经销商销量、管理模式等方面，将经销商自上而下分为特许、一级、二级、一般经销商，同时根据公司的销售策略，每年对划分的具体标准进行微调，如 2020 年特许经销商额外要求协助公司销售特定产品，公司调整一级经销商和特许经销商月均销量指标，使两者变为一致，将部分一级经销商转为特许经销商。

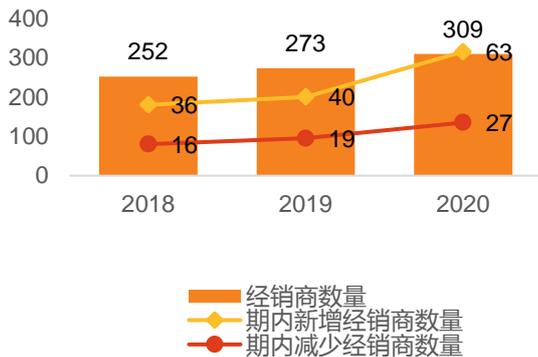
图 39：各级经销商销售金额占比（%）



资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

**公司经销商客户关系稳定，不断拓展经销渠道。**公司经销商较为稳定，一般成立时间较早或与公司合作时间较长，具有一定的资本规模，公司与 14 家经销商合作 5 年以上。2018-2020 年，公司向前十名经销商的销售额合计分别为 2.86 亿、2.95 亿、3.23 亿元，占当期收入比重分别为 12.11%、12.53%、13.91%，占比呈略成上升之势。此外，前十大经销商单家收入占比均在 1-2%之间，不存在严重依赖少数客户的情况。同时，公司经销商数量呈显著上升趋势，经销渠道不断拓展。

图 40：经销商数目与增减情况（家）



资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

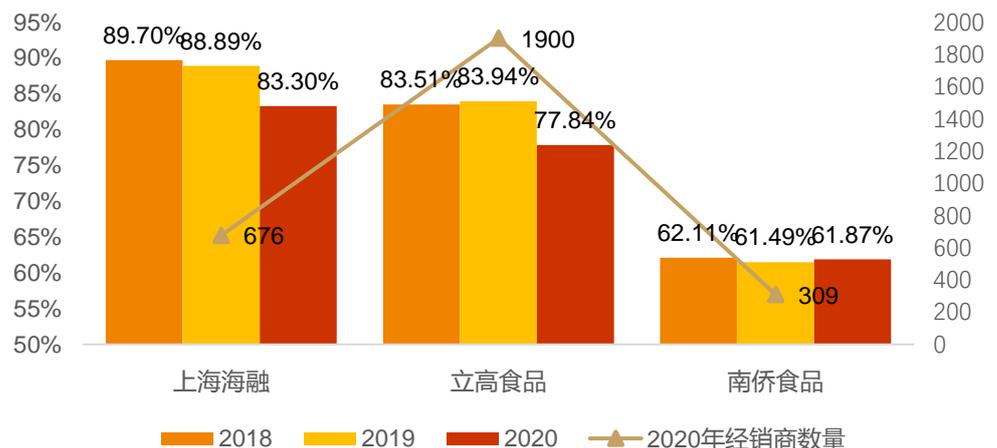
图 41：经销商营业金额分析（万元）



资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

**公司未来经销渠道发展有较大潜力。**与同行业可比公司上海海融、立高食品相比较，公司经销模式占比较低，且经销商数量有待增长。公司经销商数量近三年保持高速增长，在未来有望进一步拓宽经销渠道，与同行业其他公司相比潜力较大。

图 42：三家公司经销商数量及经销收入占比



资料来源：南侨食品、上海海融、立高食品招股说明书与 2020 年报，天风证券研究所

### 3.3.2. 直营收入及客户关系稳定，客户质量显著提高

**直营收入占比保持稳定，全方位服务巩固优质客户关系。**得益于公司较高的产品品质以及较强的客户认可度，2018-2020 年直营收入占比稳定在 38%左右。公司直营客户多为糕点类生产加工企业，为进一步深入市场并维护客户关系，公司在各地聘请专业烘焙师傅为客户提供技术指导，并根据客户需求提供人员培训、门店运营等各项管理咨询服务，与直营客户建立了长期合作的同盟关系。公司的主要直营客户均为国内知名烘焙食品企业，且与

13 家主要直营客户合作时间长于五年，其中，桃李面包、达利食品、好利来连续三年位列公司直营商前十名。

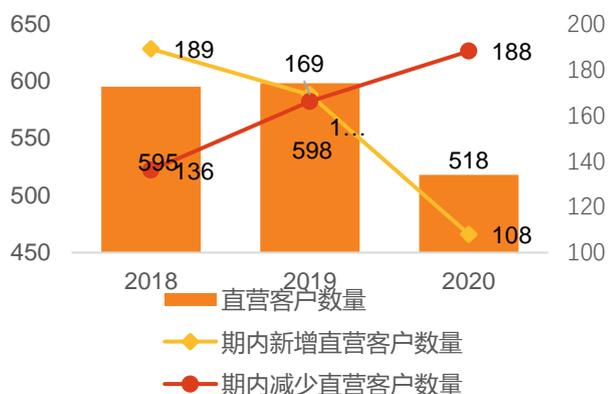
图 43: 直营客户收入金额及占比 (亿元, %)



资料来源: 南侨食品招股说明书, 天风证券研究所

**公司直营客户质量显著提升。**近三年, 公司直营客户数量有所下降, 但直营客户总收入保持相对稳定, 客户质量显著提升。2020 年公司新增的直营客户平均销售金额达 42 万元, 同比接近翻倍。同时, 与公司解除直营关系的客户对应的上期平均销售金额显著小于全体直营客户平均销售金额, 说明公司近年来在保证直营业收入的同时不断提升直营客户质量。截至 2020 年末, 与公司生产同类产品的海融科技拥有超过 400 家直营客户。未来, 公司可通过继续优化直营客户, 进一步提高直营客户质量。

图 44: 直营客户数目与增减情况 (家)



资料来源: 南侨食品招股说明书, 天风证券研究所

图 45: 直营客户平均销售金额分析 (万元)



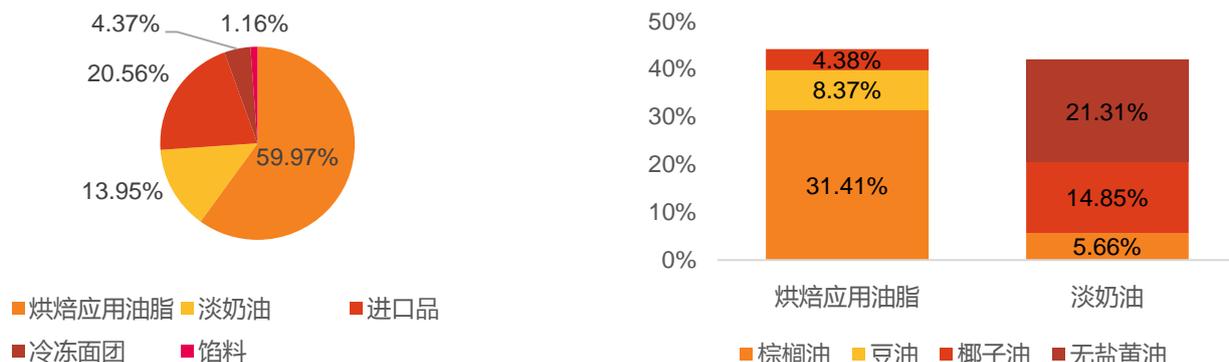
资料来源: 南侨食品招股说明书, 天风证券研究所

### 3.4. 原材料占营业成本比例八成以上, 募资有望释放产能突破限制

烘焙油脂行业的上游行业主要是油脂、糖、香精等原材料行业, 公司的主要原材料为棕榈油、豆油、椰子油等原料油。公司 2018-2020 年原材料成本占当期营业成本的比例分别为 84.50%、83.49%、83.99%, 占比较高。按产品来分, 烘焙应用油脂、淡奶油以及进口占公司营业成本比例较高, 其中公司进口品采购之后直接进行销售, 无生产过程, 及原料成本。

图 46: 2020 年公司主营业务成本占比

图 47: 2020 年烘焙应用油脂、淡奶油主要原材料占比 (%)

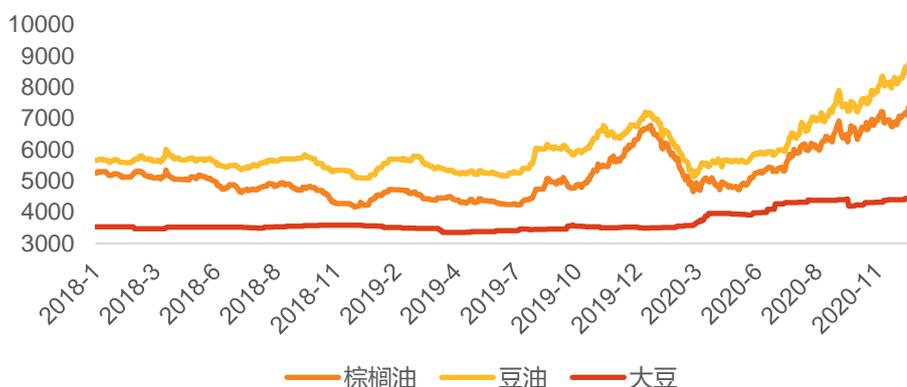


资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

由于棕榈油、豆油及椰子油等原料油主要产地在国外，公司的原料油采购成本受国际原油价格行情、国内原料油库存量和进口量及外汇汇率等多重因素影响。中国棕榈油完全依赖进口，华北、华东、华南是我国棕榈油的主要进口、加工、销售地区。进口棕榈油港口较为集中，天津、张家港、黄埔港的进口量占总进口量的 46%。目前，国内有棕榈油加工企业上千家、棕榈油贸易企业近万家；我国是豆油生产和消费大国，近年来我国豆油供需双双增加。我国大豆消费主要依赖于进口，进口大豆占国内使用总量的 88%。豆油原料供给对外高度依赖使国际市场大豆、豆油价格的波动对国内产生直接的影响，国际大豆价格与国内豆油价格联动性较强。菲律宾、印度尼西亚以及印度是椰肉主要生产国和椰子油的主要出口国。椰子油的进口非常集中，欧盟和美国是椰子油的主要进口国（地区）。中国对椰子油进口较少，椰子油占进口植物油总量较小。

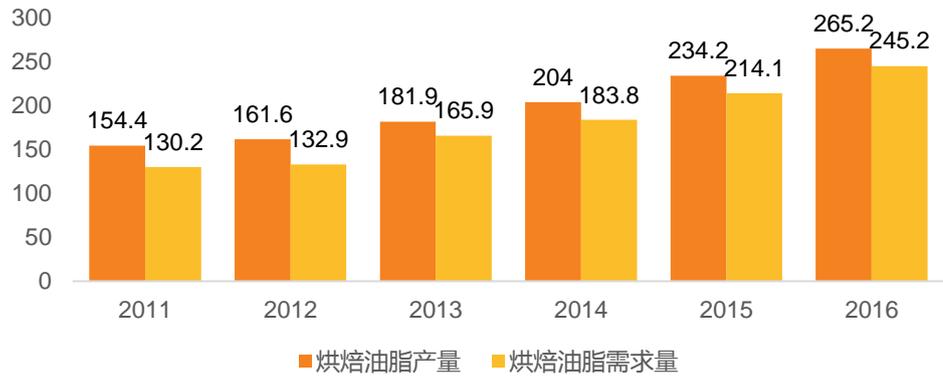
图 48：国内棕榈油、豆油、大豆交货价（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

根据智研咨询的数据，2011 年至 2016 年，我国烘焙油脂产量由 154.4 万吨增长 265.2 万吨，需求量由 130.2 万吨上升至 245.2 万吨。考虑到我国人均烘焙产品消费额和消费量与英美等国家仍有较大差距，且二三线城市的烘焙产品消费水平尚远低于北京、上海等一线城市。在烘焙食品行业稳定发展的带动下，其上游烘焙油脂行业规模将持续增长。

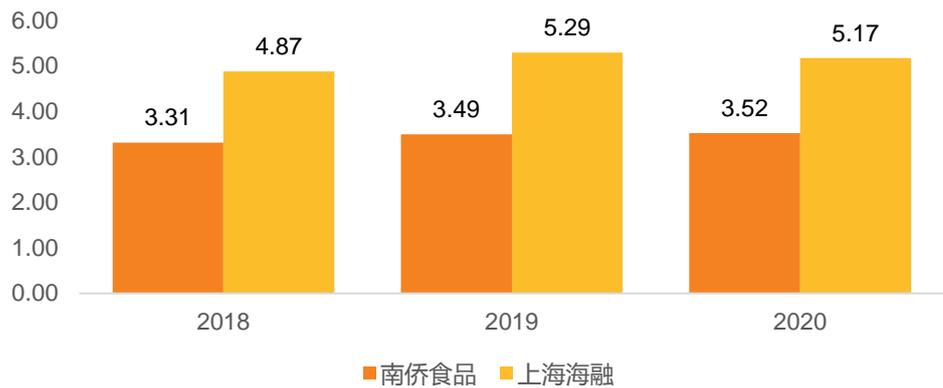
图 49：烘焙油脂产量及需求量分析（万吨）



资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

淡奶油作为公司另一重要收入来源，未来下游市场有望进一步增长。淡奶油在外观与口感上与天然奶油相似，但价格更为便宜。同时，我国天然奶油主要依赖于进口，产品配送时间较少，同时其质量和风味易受气候影响。出于以上种种原因，淡奶油作为天然奶油的一种替代品，在烘焙食品行业得到了广泛的应用，淡奶油市场也得到了较快的发展。根据南侨食品及同样在淡奶油市场较为领先的上海海融披露的数据，近三年来两家企业的淡奶油销售金额保持稳步增长的趋势，烘焙食品行业的发展有望带动淡奶油市场进一步拓展。

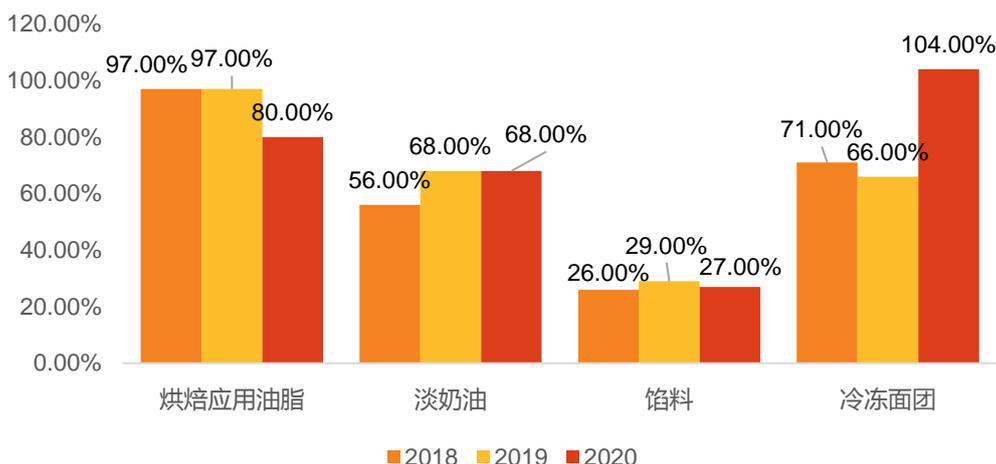
图 50：南侨食品、上海海融淡奶油销售金额（亿元）



资料来源：南侨食品招股说明书，海融 2020 年报，天风证券研究所

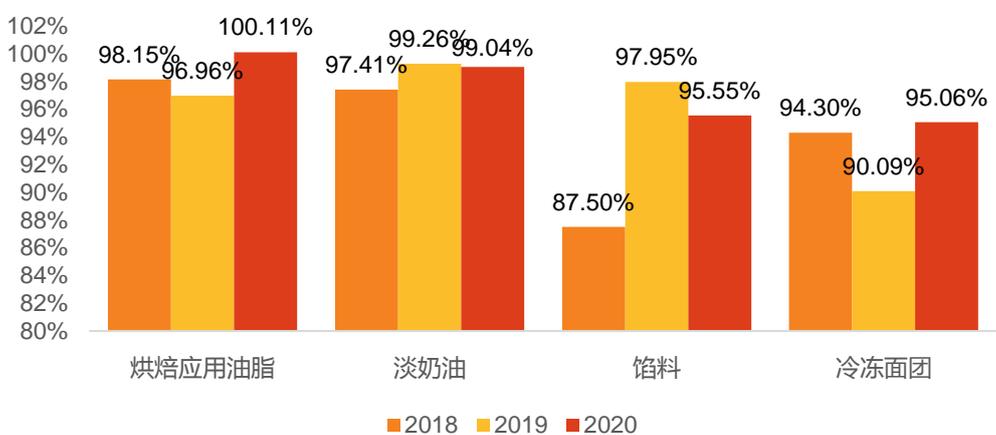
中国烘焙食品市场空间广阔，但公司目前的生产能力已不能满足市场快速发展的需要，本次募集资金有望缓解产能不足问题。公司目前烘焙油脂、冷冻面团等几大系列产品的产能利用率及产品产销率均较高。根据公司内部估计，如果公司不进行产能扩充，2021 年公司整体产能利用率预计为 86%。考虑到公司油脂产品销售每年将面对几个月旺季，产能利用率接近饱和将会严重影响公司的供货能力，进而制约公司的销售增长潜力。公司本次募集资金投资项目建成投产后，将在很大程度上缓解市场需求压力。

图 51：公司主要产品产能利用率（%）



资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

图 52：公司主要产品产销比 (%)



资料来源：南侨食品招股说明书，天风证券研究所

## 4. 财务分析：盈利能力稳步提升，规模效益凸显

### 4.1. 营业收入持续增长后进入稳步发展阶段

2015-2018 年，公司营业收入稳步上升，2019 年和 2020 年略有下降，但基本上和 2018 年相持平。公司主营业务为烘焙油脂相关制品的研发、生产和销售，2015-2020 年公司主营业务收入占营收比重维持在 99.80%左右。2020 年，尽管受到了新冠肺炎疫情的影响，但公司的营收相比于 2019 年和 2018 年也只是有略微下降，并且 2021 年一季度，国内疫情得到基本控制后，公司预计 2021Q1 的营收相比于 2020Q1 同期增长 43.69%，预计 2021 年之后几个季度的业绩相较于上年同期也会有所增长。

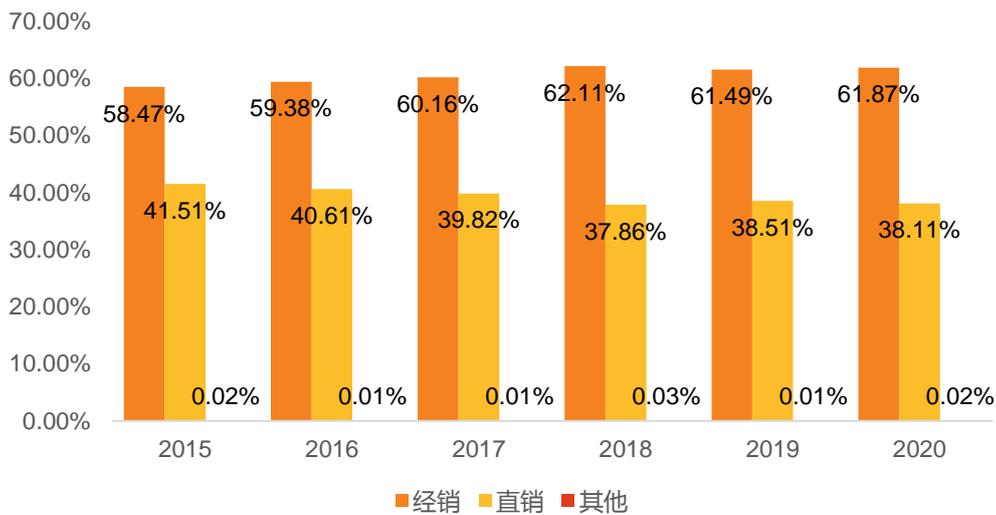
图 53：公司 2015-2020 营业总收入 (单位: 万元)



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

按照销售模式划分，公司主营业务收入主要来源于经销模式，近年来占比一直保持在 58% 以上，结构占比相对稳定。公司销售模式清晰，采取直营和经销两种模式，其中，直营渠道主要以品牌知名度较高的客户为主，并为该类客户提供新烘焙产品的研发、技术支援等服务，以便与他们建立长期合作的同盟关系；经销渠道主要是为了借助经销商广阔的辐射网络影响力，为二、三、四城市范围内以及物流配送不便的中小型客户提供服务，从而达到全面覆盖市场渗透度，并建立南侨品牌在烘焙市场的知名度。近年来，经销渠道的主营业务收入占比有进一步的增加。

图 54：2015-2020 主营业务收入构成按销售渠道划分



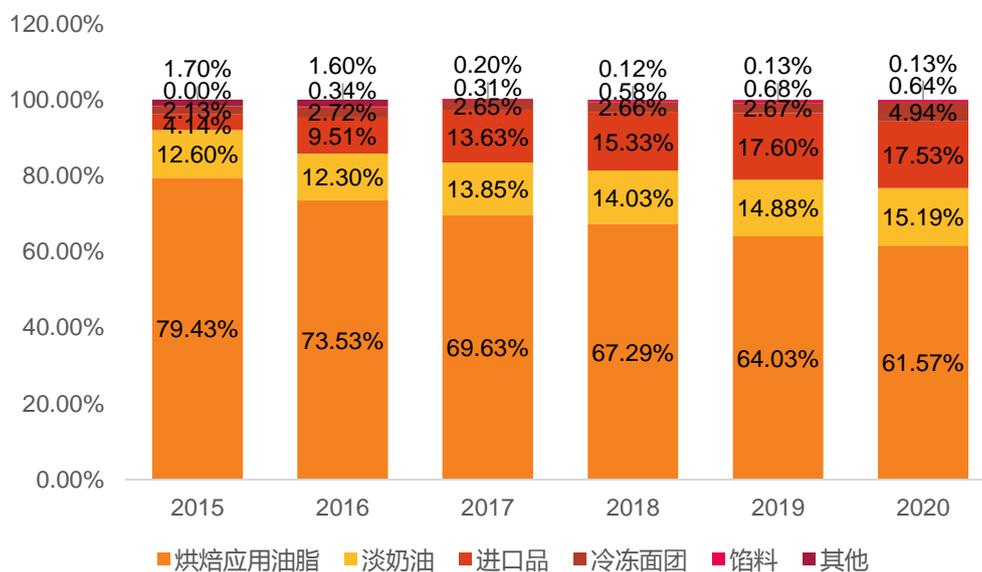
资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

按产品分类看，烘焙应用油脂、淡奶油、进出口、冷冻面团是公司的主要营收来源，且累计占比相较于 2015、2016 年有所提升。公司 2015-2020 年度烘焙应用油脂产品销售收入占主营业务收入比重分别为 79.43%、73.53%、69.63%、67.29%、64.03%、61.57%，呈现逐年下降趋势，而淡奶油 2015-2020 年度销售收入占主营业务收入比重分别为 12.60%、12.30%、13.85%、14.03%、14.88%、15.19%，呈现稳步上升趋势，这主要得益于伴随着人们饮食结构的改变，淡奶油及相关产品的市场需求在不断扩大。

公司进口品主要为境外进口的乳制品，且 2018 年、2019 年进口品收入较上年同期分别增长 7459.25 万元、5147.05 万元，增幅分别为 25.99%、14.23%，增长幅度较大。这主要是因为进口品以动物性油脂为主，成本相对较高，而随着国内生活水平的逐步提高，其产品品质得以凸显，销售规模有了大幅增长。

冷冻面团和馅料是公司近几年才投入的新产品,2018-2020 的主营收入占比分别为 2.66%、2.67%、4.94%及 0.58%、0.68%、0.64%, 占比较低, 但呈现明显的增长趋势, 且随着终端客户自身生产模式的更新以及家庭烘焙市场的兴起, 预计其未来市场十分可期。

图 55: 2015-2020 主营业务收入构成按产品划分

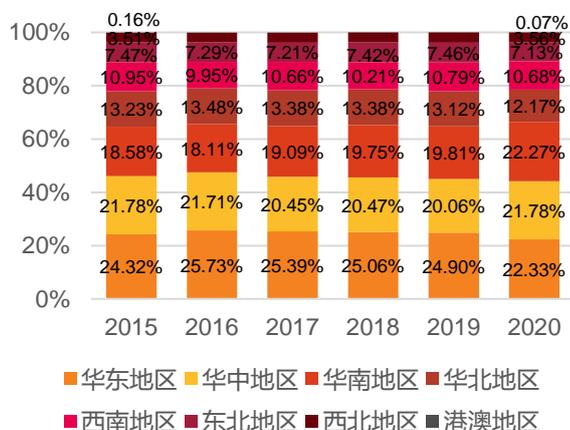


资料来源: 南侨食品招股说明书、天风证券研究所

按销售区域分类看, 公司销售市场以华东、华中、华南地区为主, 华北、西南、东北等地次之。2015-2020 年, 公司在各地区的收入占比比较稳定, 分布情况与各地区自身的饮食习惯关系较为密切。

2015 至 2020 年, 公司各季度的主营业务收入占比在各年度随着时间推移依次增加, 其中每年的第四季度为销售旺季, 2020Q4 占比达到 31.29%。这主要是因为公司产品流转的下游产品以糕点类食品为主, 该类产品的销售受温度(冬季为销售旺季)以及节日(中秋节、圣诞节、春节等)的季节性影响较大, 而作为终端客户的糕点加工企业往往会提前开始备货, 因此第四季度成为公司主营业务收入占比最高的季度。

图 56: 2015-2020 主营业务收入构成按销售区域划分



资料来源: 南侨食品招股说明书、天风证券研究所

图 57: 2015-2020 主营业务收入构成按季节划分

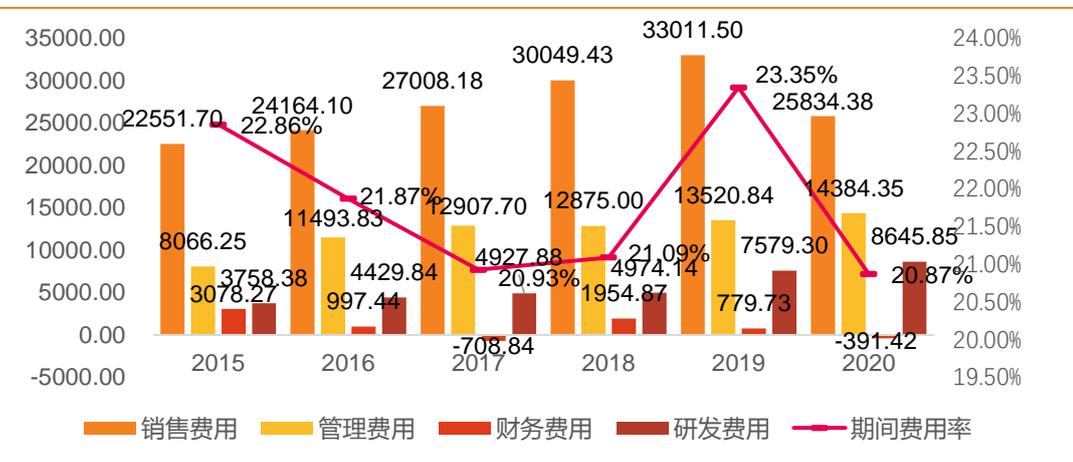


资料来源: 南侨食品招股说明书、天风证券研究所

## 4.2. 期间费用率总体呈下降趋势，研发投入处于行业上游

公司期间费用随收入规模同步增长，期间费用率总体呈下降趋势。2015-2020年，公司期间费用分别为3.75亿元/4.11亿元/4.41亿元/4.99亿元/5.49亿元/4.85亿元。2019年的期间费用率相较于2018年增加了2.26%，达到23.35%，这主要是由于同期销售费用和研发费用增长较多。

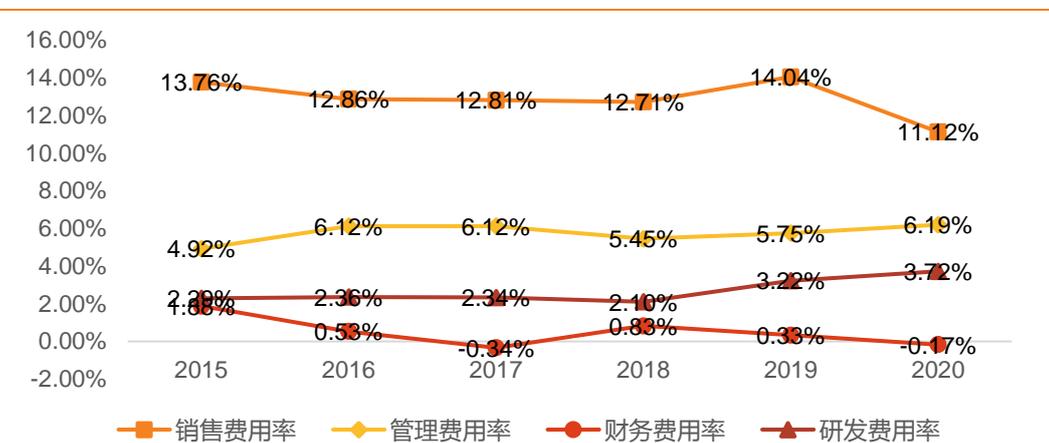
图 58：2015-2020 公司各项费用（单位：万元）及期间费用率



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

具体到各类费用率方面，2015-2019年，公司销售费用稳步增长，2020年又下降到25834.38万元；但占营业收入的比例却呈现出不同趋势，除了2019年有所上升外，其余年份都保持着下降趋势；同时，公司的管理费用率和财务费用率则逐年波动，研发费用率基本呈现逐年上涨趋势。

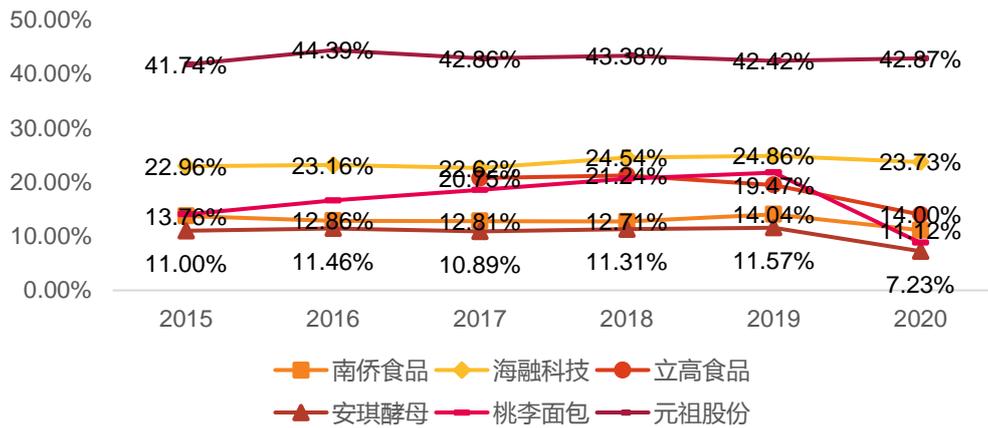
图 59：公司各类费用率



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

公司销售费用率在同行业可比公司中处于较低水平。近年来，公司销售费用率远低于元祖股份、海融科技，与立高食品、安琪酵母、桃李食品较为相近。公司销售费用率除了2019年有所上升外，其余年份都保持着下降趋势，这主要是因为公司在2019年加大了市场投入，增建销售团队，并举办了许多大型展会，预期在未来取得更大收益；公司2020年的销售费用下降主要是因为受新冠肺炎疫情的影响，公司展会费和差旅费用下降幅度较大。随着公司上市后对销售模式的进一步优化以及公司全面覆盖市场的渗透度增加，预计未来其销售费用将能得到进一步的控制。

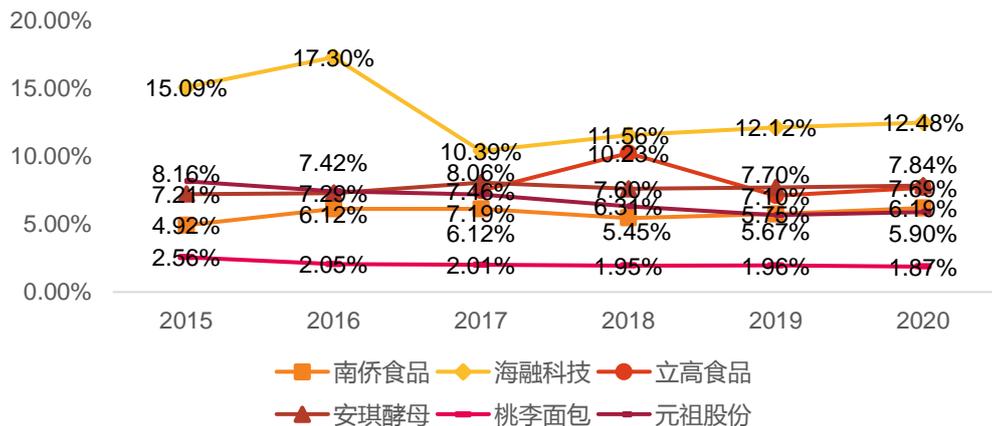
图 60：2015-2020 可比公司销售费用率



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

公司管理费用率在同行业可比公司中也处于较低水平，2015-2018 年仅高于桃李面包，2019-2020 年也只略高于桃李面包和元祖食品。在同行业公司中，桃李面包的部分产品主要通过商超形势进行销售，管理成本相对较低；而海融科技和元祖股份的营业规模小于南侨食品，尤其是海融科技，公司在管理方面的效率优势不那么明显，因此管理费用率远高于南侨食品。未来，公司上市带来经营模式的扩大和管理方式更加合理，期待公司管理费用率进一步降低。

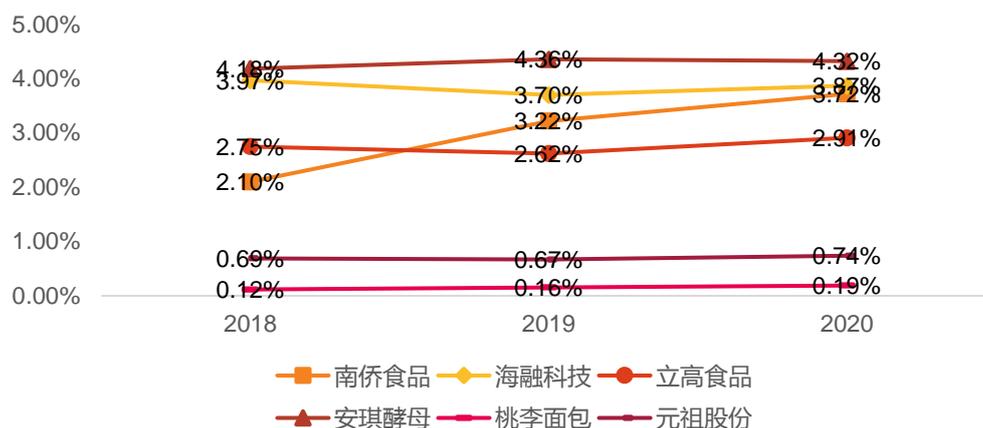
图 61：2015-2020 可比公司管理费用率



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

公司研发费用率在同行业可比公司中处于较高水平，且在逐年上升。在同行业公司中，公司的研发费用率仅低于安琪酵母和海融科技，且与海融科技研发费用率的差距也在不断缩小。公司十分重视技术与开发，主要核心技术为自主研发结果，针对各类产品的研发，不仅在公司总部设有研发部，在上海南侨、天津南侨、广州南侨、天金吉好、广州吉好也分别设有研发中心，为公司的可持续发展和核心竞争力提供了强有力的技术支持。

图 62：2018-2020 可比公司研发费用率



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

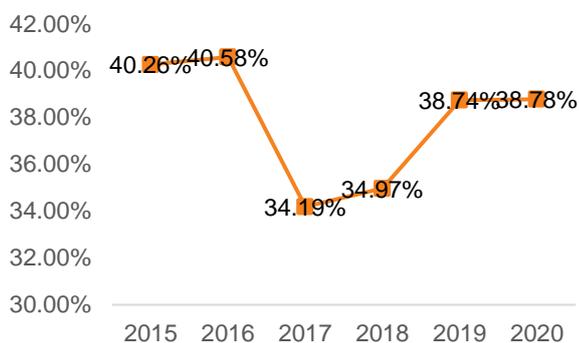
### 4.3. 主营业务毛利率稳步上升，公司主要产品毛利率维持稳定

2015-2020年，公司主营业毛利基本呈现上升趋势，分别为6.60/7.62/7.21/8.27/9.11/9.01亿元。2020年公司主营业毛利利润增速相较于2019年的10.19%下降11.29%至-1.10%，主要是因为受新冠肺炎疫情的影响，公司产品销量有所下降。

毛利率方面，公司2017-2020年主营业务毛利率保持着上升趋势，分别为34.19%/34.97%/38.74%/38.78%。未来，随着公司上市后销售模式的优化和管理模式愈发合理，公司主营业务毛利率有望得到进一步提升。

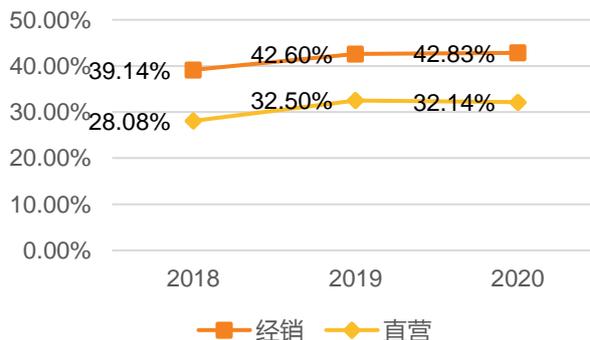
按销售渠道分类，公司2018-2020年经销模式毛利率与直营模式毛利率差异主要产生于烘焙应用油脂产品。由于不同销售模式中的客户类型(食品工业类、面包房类)结构不同，而不同客户需要的公司烘焙应用油脂产品类型存在较大差异。此外，公司对直营客户和经销商客户采用不同的定价策略:直营客户采取“一户一议”的方式，考虑到直营客户的规模以及品牌影响力，公司会适度调低对直营客户的销售价格；经销客户主要根据内部的经销商价盘进行定价，且定价会略高于直营客户，这也造成了直营、经销毛利率之间的差异。

图 63：2015-2020 公司主营业务毛利率



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

图 64：2018-2020 公司分销售渠道毛利率

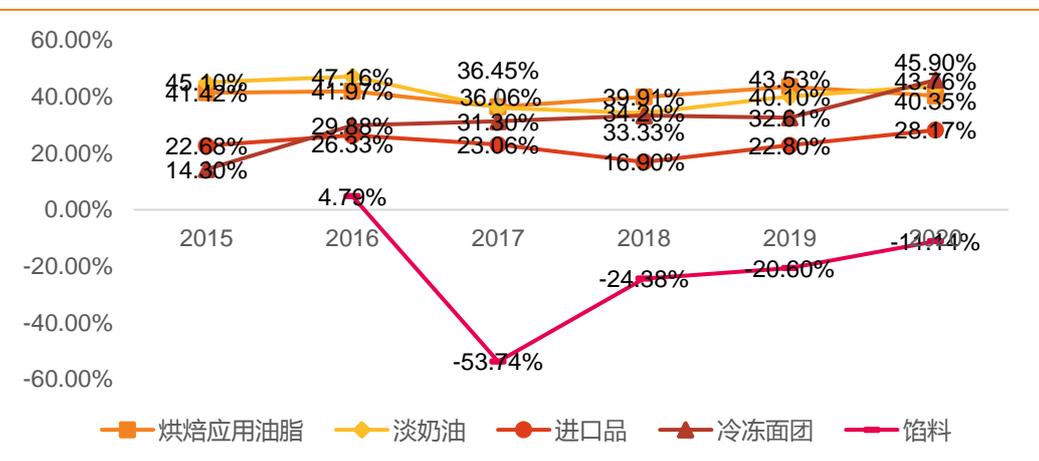


资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

按产品类型分类，作为公司主营业务占比最高的两类产品，2017-2020年，烘焙应用油脂和淡奶油类产品的毛利率整体上呈现出上涨态势，与可比公司对比并无显著优势。2017-2020年，烘焙应用油脂类产品的毛利率分别为36.45%/39.91%/43.53%/40.35%，2020年有所下降，主要是因为公司烘焙应用油脂营业成本系原料油价格上升的影响有所增加。同期，淡奶油类产品的毛利率分别为36.06%/34.20%/40.10%/43.76%，2020年，公司淡奶油相关生产从天津吉好转到生产效率更高的广州吉好新产线，预计相关原材料成本和直接人

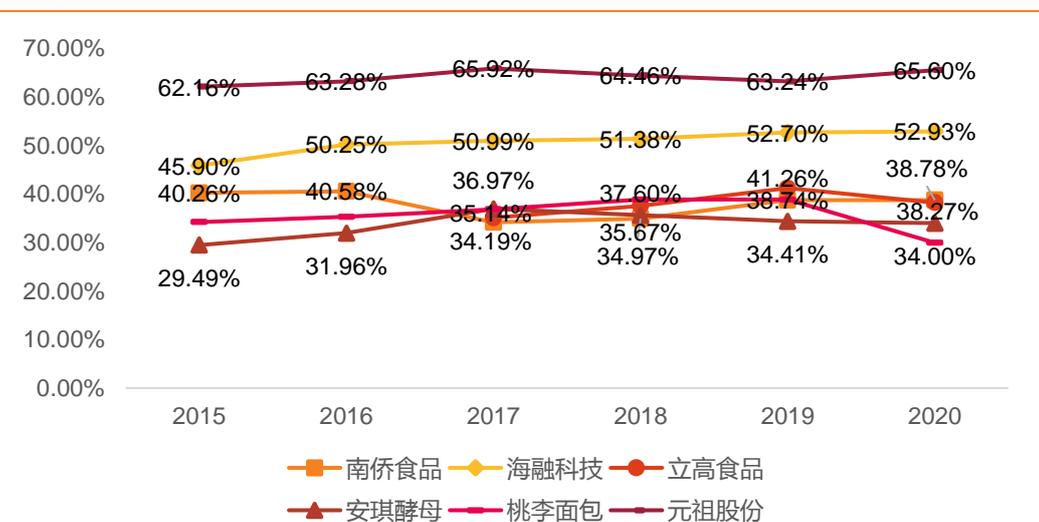
工成本将会有进一步的下降，淡奶油类产品毛利率将会继续提升。此外，2017-2020 年，进口品类产品的毛利率分别为 23.06%/16.90%/22.80%/28.17%；冷冻面团类产品的毛利率分别为 31.30%/33.33%/32.61%/45.90%，基本呈现增长态势；馅料类产品的毛利率分别为 -53.74%/-24.38%/-20.60%/-11.14%，由于还处于推广期，其配方比例等指标为完全稳定，毛利率一直为负，但随着技术的逐渐改进，毛利率仍在逐年增长。

图 65：2015-2020 公司产品毛利率及 YOY



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

图 66：2015-2020 可比公司毛利率对比



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

#### 4.4. 盈利能力显著，近年来净利率保持较快增长水平

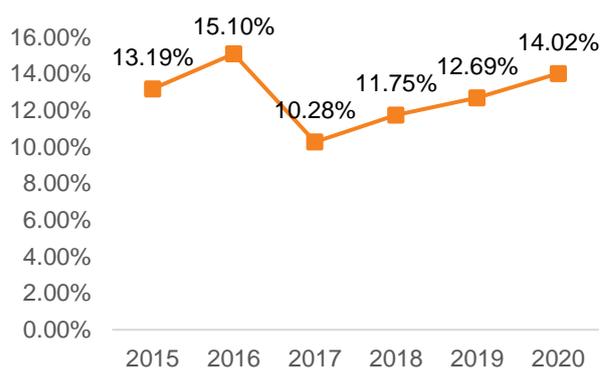
公司净利润基本保持逐年提升趋势，盈利能力显著。2015-2020 年，公司的净利润分别为 21611.33 万元、28367.84 万元、21679.07 万元、27767.24 万元、29845.88 万元和 32560.17 万元，净利润增速分别为 31.26%、-23.58%、28.08%、7.49%和 9.09%，除 2017 年有所下降且小于营业总收入增速外，其余年份均显著高于收入增长的速度。其中，2019 年的净利润较 2018 年增长 2078.64 万元主要得益于受国际原油市场的影响，公司营业成本有较大下降；2020 年的净利润较 2019 年增长 2714.29 万元主要是因为疫情期间出团费和办展费等销售费用下降。由于公司拥有成规模的、成熟稳定的客户和经销商群体，在中国烘焙行业近几年领先于市场平均的速度增长，且公司将不断发展的新产品种类，其盈利能力未来有望得到进一步提升。

图 67：2015-2020 公司净利润（单位：万元）及 YOY



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

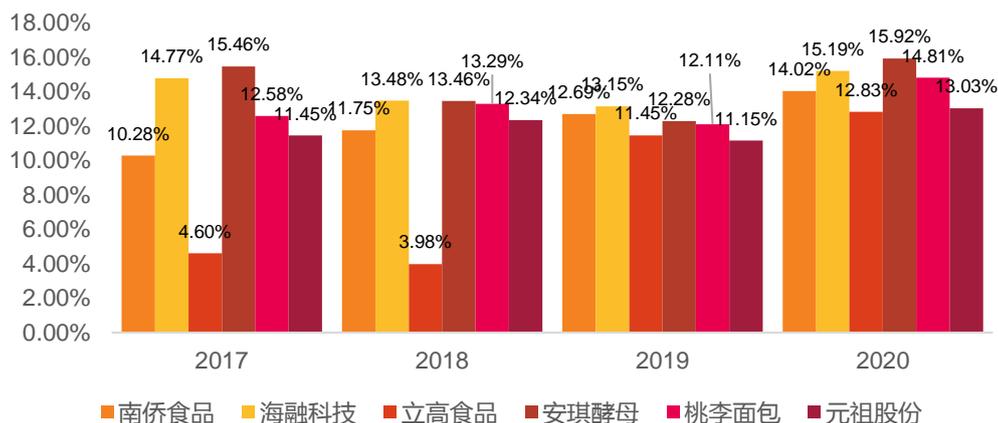
图 68：2015-2020 公司净利率



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

与同行业公司相比，2017-2020 年，尽管公司净利率略低于平均水平，但始终保持着较快的增长，与行业平均水平差距已不明显，且在 2019 年仅略低于海融科技。2017-2020 年，公司净利率分别为 10.28%/11.75%/12.69%/14.02%，逐年稳步上升，这得益于公司规模扩大，规模效应不断增加，且主要产品的毛利率也基本呈现上升态势。2019 年和 2020 年，公司净利率已经超过行业龙头元祖股份，逐步接近同行业的平均水平。

图 69：2017-2020 可比公司净利率对比



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

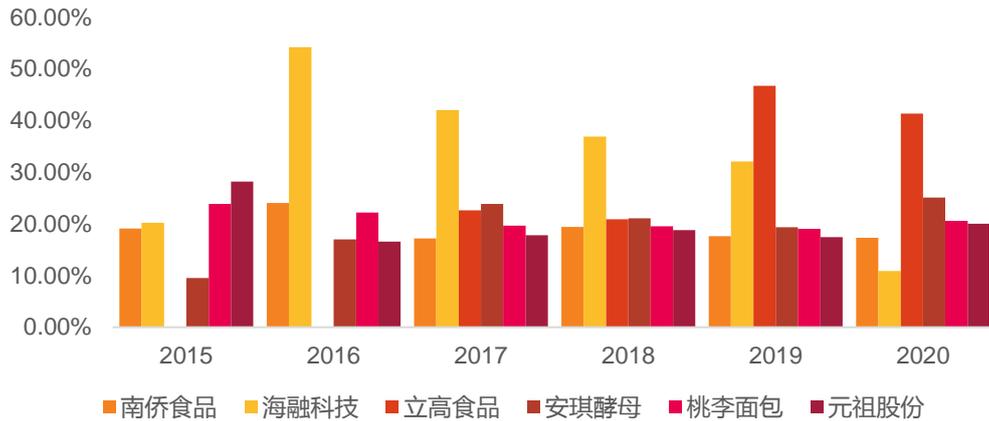
2018-2020 年，公司净资产收益水平有所下降，且低于行业平均水平。主要是资产周转率的驱动由 2018 年的 0.97 下降至 2020 年的 0.84 水平，权益乘数的驱动也由 2018 年的 1.71 下降至 2020 年的 1.47 水平。资产周转率的下降主要是因为期间公司的应收账款周转率略低于同行业公司，相比而言，公司直营客户的占比较高，而公司的直营客户账期较经销客户长，因此公司整体的应收账款周转率会低于同行业公司；权益乘数的降低主要由资产总额的增幅小于股东权益的增幅所致。

表 8：公司净资产收益率近年来有所下降

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净资产收益率	19.12%	24.05%	17.21%	19.41%	17.64%	17.30%
杜邦分析：						
净利率	13.19%	15.10%	10.29%	11.74%	12.69%	14.00%
资产周转率（次）	0.79	0.89	0.91	0.97	0.94	0.84
权益乘数	--	1.78	1.84	1.71	1.48	1.47

资料来源：Wind 数据库，天风证券研究所

图 70：2017-2020 可比公司净资产收益水平对比



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

#### 4.5. 存货规模逐步扩张，近年来进入稳定状态

公司存货包括包括原材料、在产品及库存商品，其中以原材料和库存商品为主。2015-2017 年，公司存货规模呈现整体的上升趋势，主要是由于为了满足客户需求，公司新建厂区并投放相应的生产设备，公司整体的生产能力有所上升，相应地公司的存货规模也匹配性的增加；2018-2020 年，公司存货规模较为稳定。

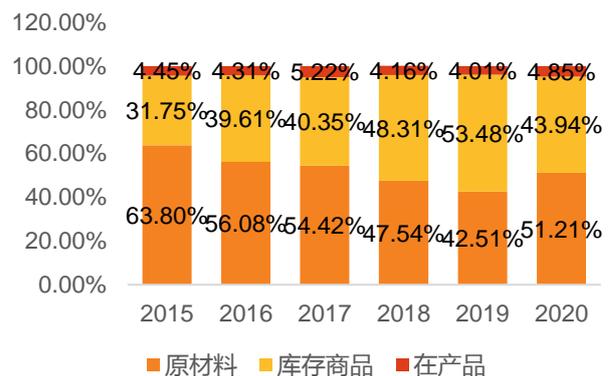
2015-2020 年原材料及库存商品在总存货中的占比分别为 95.55%/95.69%/94.78%/95.84%/95.99%/95.15%，稳定保持在 95%以上。其中，烘焙应用油脂类产品的存货结构以原材料为主，产成品余额在存货结构中的占比较低，产成品的周转情况良好；淡奶油类产品的库存主要为原材料及产成品，且金额较小，主要是因为公司的淡奶油产品整体生产工序耗时较短，一般当天即可完成所有工序，因此，公司在各期末盘点时所有的淡奶油均已处于完工状态；进口品类产品均为贸易类产品，采购后无需生产加工即可直接进行销售，因此，公司进口品的存货类型均为产成品；冷冻面团类产品和馅料类产品的存货结构则以原材料、产成品为主。

图 71：2015-2020 公司存货规模（单位：万元）及 YOY



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

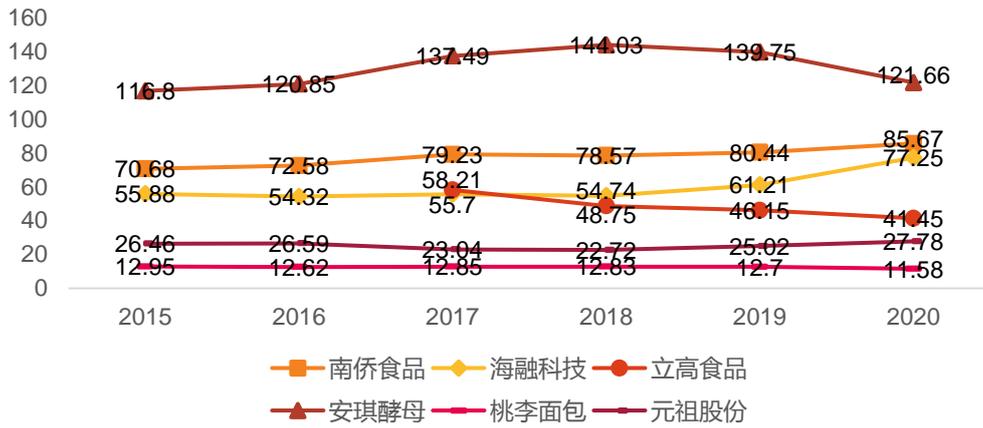
图 72：2015-2020 公司存货结构



资料来源：南侨食品招股说明书、天风证券研究所

公司 2015-2020 年的存货周转天数分别为 70.68 天/72.58 天/79.23 天/78.57 天/80.44 天/85.67 天，高于同行业平均水平，主要是因为公司的生产工厂分布在天津、上海、广州三地共 5 个主体，各家的存货备货量均有一定规模，较单个生产工厂相比周转率略低；同时，公司在原材料采购方面执行相对稳健的策略，一般设置约 3 个月供应准备，导致原材料库存相对较高。

图 73：2017-2020 可比公司存货周转天数对比



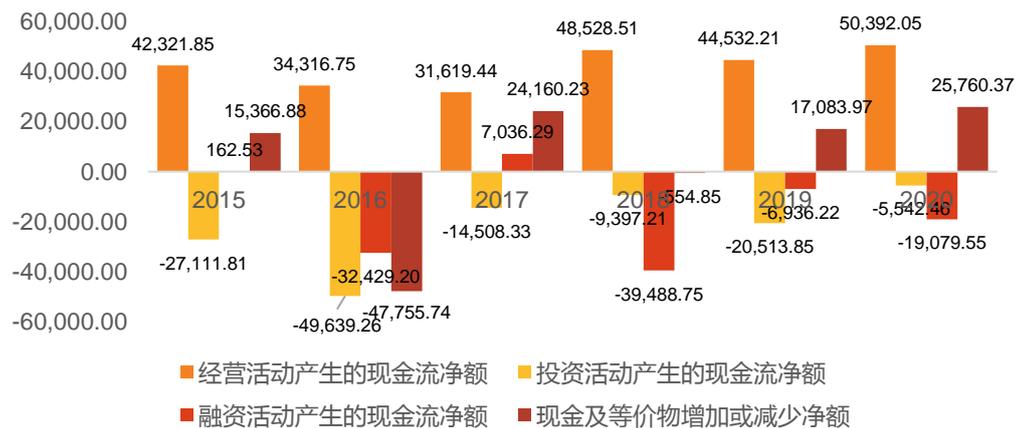
资料来源：Wind、天风证券研究所

#### 4.6. 经营活动现金流净额有所提升，未来生产规模有望进一步扩大

从公司的现金流情况来看，公司常年经营活动现金流大于 0，与净利润比值均高于 146%。这说明 2015-2020 年公司经营活动现金流状况良好，公司销售政策、采购政策、信用政策较为稳定，不存在通过向经销商压货等方式增加收入和利润的情形。同时企业连续六年投资净现金流为负，体现出公司高速发展、生产经营状况良好，待公司上市后，生产规模有望进一步扩大、投资需求有望得到更多的满足。

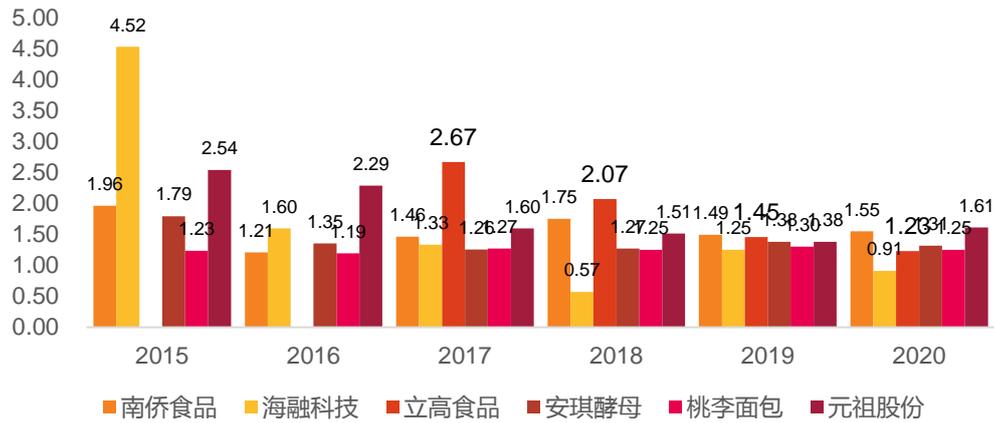
2018-2020 年，公司经营活动产生的现金净额分别为 48528.51、44532.21、50392.05 万元。其中，公司 2019 年度的经营活动产生的现金流量净额较上年度减少 3,996.3 万元，下降 8.23%，主要是因为公司存货增加所导致的；公司 2020 年度的经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加 5,859.84 万元，上升 13.16%，主要是因为公司经营性应付项目增加所导致的。公司 2018-2020 年度投资活动产生的现金流量净额均为负值，主要因为武汉侨兴、上海南侨、天津吉好、广州南侨等公司因购置办公楼、建造厂房或新增设备等而支付的现金规模较大。

图 74：2015-2020 公司各类现金流量净额（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 75：2015-2020 与其他公司经营现金流和净利润比例稳定，处于行业高水平



资料来源: Wind、天风证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 假设:

- ① 公司一季度收入增速 50%，主要由于低基数影响，4 月份公司归母净利润 3251.6 万元，同增 36%，假设二季度后疫情的影响逐步缓解不再反复。此外假设公司 21 年整体产能利用率 86%，油脂总产能达到 112225 吨；冷冻面团总产能达到 4,773 吨。
- ② 公司 2017-2020 整体毛利率呈上升趋势，2020 年疫情影响下成本上升对毛利率有所影响，预计 2021 年整体毛利率小幅上行。
- ③ 新消费趋势下假设冷冻面团业务继续保持高增趋势。
- ④ 产能提升背景下预计烘焙、冷冻面团等业务 2022、2023 年均保持较快增长。
- ⑤ 费用端，公司加大工厂建设、各类设备升级改造以及加大新品开发和新市场开发，管理费用率和销售费用率或缓慢上升。

表 9：公司各业务收入及净利润预测（百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2363.68	2351.09	2322.40	2662.53	3070.83	3709.34
YOY		-0.53%	-1.22%	14.65%	15.33%	20.79%
分产品						
烘焙应用油脂	1587.35	1502.43	1426.87	1608.37	1817.46	2180.95
YOY		-5.35%	-5.03%	12.72%	13.00%	20%
淡奶油	331.06	349.16	351.97	397.73	461.36	530.57
YOY		5.47%	0.80%	13.00%	16.00%	15%
进口品	361.59	413.06	406.15	471.13	541.80	633.91
YOY		14.23%	-1.67%	16.00%	15.00%	17%
冷冻面团	62.80	62.66	114.54	159.06	222.69	334.03
YOY		-0.22%	82.80%	38.87%	40.00%	50%
馅料	13.58	15.95	14.84	17.81	18.70	20.57
YOY		17.45%	-6.96%	20.00%	5.00%	10%
其他	7.30	7.83	8.03	8.43	8.82	9.32
YOY		7.26%	2.55%	5.00%	4.60%	6%
归母净利润	277.3	298.3	325.2	407.1	480.2	588.4
		7.59%	9.03%	25.16%	17.97%	22.52%

资料来源：招股说明书、Wind，天风证券研究所

公司作为烘焙油脂行业领军者，在烘焙原材料领域已有雄厚的技术积累，助力产品高质稳定，公司服务体系完善，拥有稳定的渠道，客户资源强大，同时高毛利的冷冻面团业务开始放量起航，未来有望拉动业绩快速增长。预计公司 21-23 年净利润分别为 4.1 亿元、4.8 亿元、5.9 亿元。可比公司方面，参考海融科技、立高食品、桃李面包、安琪酵母以及安井食品，2021 年平均 PE 为 54，21 年 PE 区间为 35-90。公司作为烘焙油脂第一股，逐步发力冷冻面团业务，未来两年预计冷冻面团产能将得到长足保障。综合来看给予公司 21 年 54-80 估值，目标市值区间 220-326 亿，本次公开发行后总股本为 4.24 亿股，对应目标价区间 52-77 元/股。

表 10：可比公司市值和估值

股票代码	股票简称	市值 (百万元)	PE_ttm					PE			
			2021-05-31	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
300915	海融科技	44	43.87	1.70	1.45	1.91	2.49	43	50	38	29
300973	立高食品	288	100.19	1.43	1.83	1.88	2.44	119	93	90	70
603866	桃李面包	333	39.07	1.04	1.30	0.98	1.15	34	27	36	30
600298	安琪酵母	535	35.39	1.09	1.66	1.83	2.11	59	39	35	30
603345	安井食品	603	87.36	1.58	2.55	3.44	4.54	156	97	72	54
平均值			61.18	1.37	1.76	2.01	2.55	81.97	61.02	54.14	42.75

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：以上公司盈利预测均为 wind 一致预测

## 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，将对产品的质量产生影响。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。

**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)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	812.46	1,078.67	1,493.26	1,787.84	2,616.97	营业收入	2,351.09	2,322.40	2,662.53	3,070.83	3,709.35
应收票据及应收账款	148.44	160.59	197.18	210.90	284.08	营业成本	1,440.33	1,421.67	1,581.04	1,794.36	2,130.68
预付账款	12.73	16.20	15.14	19.92	22.48	营业税金及附加	17.53	18.61	21.89	24.25	29.84
存货	325.67	350.95	365.43	457.53	528.03	营业费用	330.12	258.34	295.54	347.00	426.57
其他	101.32	80.66	53.81	43.38	51.25	管理费用	135.21	143.84	165.08	193.46	241.11
<b>流动资产合计</b>	<b>1,400.61</b>	<b>1,687.07</b>	<b>2,124.81</b>	<b>2,519.58</b>	<b>3,502.82</b>	研发费用	75.79	86.46	102.51	119.76	155.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	7.80	(3.91)	8.79	5.05	4.03
固定资产	1,036.63	1,089.76	1,065.58	1,059.28	1,050.72	资产减值损失	(0.82)	(4.67)	0.41	0.80	1.76
在建工程	72.05	12.77	43.66	74.20	74.52	公允价值变动收益	0.77	1.96	0.00	0.00	0.00
无形资产	52.15	53.09	50.58	48.07	45.55	投资净收益	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00
其他	57.78	50.03	54.49	56.46	50.16	其他	(9.20)	(6.71)	(9.67)	(13.16)	(16.96)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,218.61</b>	<b>1,205.64</b>	<b>1,214.31</b>	<b>1,238.00</b>	<b>1,220.95</b>	<b>营业利润</b>	<b>353.58</b>	<b>406.67</b>	<b>496.95</b>	<b>599.30</b>	<b>736.53</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,619.21</b>	<b>2,892.71</b>	<b>3,339.12</b>	<b>3,757.58</b>	<b>4,723.77</b>	营业外收入	20.32	6.57	13.35	13.41	11.11
短期借款	416.06	469.21	400.00	420.00	560.00	营业外支出	5.06	5.46	3.97	4.83	4.75
应付票据及应付账款	135.16	170.03	127.99	221.51	203.16	<b>利润总额</b>	<b>368.83</b>	<b>407.79</b>	<b>506.32</b>	<b>607.88</b>	<b>742.88</b>
其他	239.86	294.30	382.50	207.10	462.96	所得税	70.37	82.19	99.24	127.65	154.52
<b>流动负债合计</b>	<b>791.08</b>	<b>933.54</b>	<b>910.49</b>	<b>848.61</b>	<b>1,226.13</b>	<b>净利润</b>	<b>298.46</b>	<b>325.60</b>	<b>407.09</b>	<b>480.23</b>	<b>588.36</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.13	0.35	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>298.33</b>	<b>325.25</b>	<b>407.09</b>	<b>480.23</b>	<b>588.36</b>
其他	11.10	13.07	11.92	12.03	12.34	每股收益(元)	0.70	0.77	0.96	1.13	1.39
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.10</b>	<b>13.07</b>	<b>11.92</b>	<b>12.03</b>	<b>12.34</b>						
<b>负债合计</b>	<b>802.18</b>	<b>946.61</b>	<b>922.41</b>	<b>860.64</b>	<b>1,238.47</b>						
少数股东权益	1.55	1.90	1.90	1.90	1.90	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	360.00	360.00	423.53	423.53	423.53	<b>成长能力</b>					
资本公积	245.73	245.73	245.73	245.73	245.73	营业收入	-0.53%	-1.22%	14.65%	15.33%	20.79%
留存收益	1,455.48	1,584.20	1,991.28	2,471.51	3,059.87	营业利润	13.86%	15.02%	22.20%	20.60%	22.90%
其他	(245.73)	(245.73)	(245.73)	(245.73)	(245.73)	归属于母公司净利润	7.54%	9.02%	25.16%	17.97%	22.52%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,817.03</b>	<b>1,946.10</b>	<b>2,416.72</b>	<b>2,896.94</b>	<b>3,485.30</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,619.21</b>	<b>2,892.71</b>	<b>3,339.12</b>	<b>3,757.58</b>	<b>4,723.77</b>	毛利率	38.74%	38.78%	40.62%	41.57%	42.56%
						净利率	12.69%	14.00%	15.29%	15.64%	15.86%
						ROE	16.43%	16.73%	16.86%	16.59%	16.89%
						ROIC	21.98%	24.03%	32.93%	37.62%	39.83%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	30.63%	32.72%	27.62%	22.90%	26.22%
						净负债率	-20.37%	-31.32%	-45.24%	-47.22%	-59.02%
						流动比率	1.77	1.81	2.33	2.97	2.86
						速动比率	1.36	1.43	1.93	2.43	2.43
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	15.24	15.03	14.88	15.05	14.99
						存货周转率	7.31	6.86	7.43	7.46	7.53
						总资产周转率	0.94	0.84	0.85	0.87	0.87
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.70	0.77	0.96	1.13	1.39
						每股经营现金流	1.05	1.19	1.03	0.85	1.75
						每股净资产	4.29	4.59	5.70	6.84	8.22
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	81.87	75.10	60.00	50.86	41.51
						市净率	13.45	12.56	10.11	8.44	7.01
						EV/EBITDA	0.00	0.00	42.18	35.42	28.46
						EV/EBIT	0.00	0.00	46.93	38.91	30.85

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	298.46	325.60	407.09	480.23	588.36
折旧摊销	96.24	96.21	55.80	58.27	60.76
财务费用	7.07	(3.97)	8.79	5.05	4.03
投资损失	0.00	(0.13)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(10.22)	251.15	(34.54)	(183.91)	90.02
其它	53.76	(164.95)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>445.32</b>	<b>503.92</b>	<b>437.13</b>	<b>359.64</b>	<b>743.17</b>
资本支出	105.43	87.96	61.15	79.89	49.69
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(310.57)	(143.38)	(69.19)	(159.89)	(99.69)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(205.14)</b>	<b>(55.42)</b>	<b>(8.04)</b>	<b>(80.00)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	442.24	469.24	400.00	420.00	560.00
股权融资	210.25	221.97	54.74	(5.05)	(4.03)
其他	(721.86)	(882.00)	(469.24)	(400.00)	(420.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(69.36)</b>	<b>(190.80)</b>	<b>(14.50)</b>	<b>14.95</b>	<b>135.97</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>170.82</b>	<b>257.70</b>	<b>414.59</b>	<b>294.58</b>	<b>829.13</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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