

# 关注工业化替代进程下，烘焙原料行业投资机会

## ——行业点评报告

✍️ : 马莉                      执业证书编号: S1230520070002  
☎️ : 021-80106020  
✉️ : mali@stocke.com.cn

### 行业评级

食品加工                      看好

### 报告导读

伴随烘焙、茶饮、冷饮的快速发展，终端下游对于烘焙食品原料多样化的需求显现；消费升级促下游客户对食品原料的研发迭代、产品多样性、功能性等要求提升，促需求持续提升。同时，在工业替代背景下，食品原料企业利用中央工厂进行规模化生产，行业景气度持续上行。

### 投资要点

#### □ 需求端：下游多样化需求凸显，行业持续增长

消费场景多元化背景下，烘焙食品市场规模持续增长，近十年 CAGR 为 12%，根据欧睿国际数据，预计未来 5 年行业仍将保持 10% 左右的增速。

1) 消费场景多元化：烘焙产品由于其便于保存和携带的特性，在主食结构中的占比持续提升；与此同时，伴随居民消费水平的提升，除了主食消费之外，休闲消费、节日消费的比重也在快速提升；

2) 销售渠道多元化：当前除了烘焙店，饮品+烘焙模式的兴起也使得烘焙产品有了更丰富的销售渠道，烘焙食品的销售渠道由过去以烘焙店为主逐步发展成为烘焙店、商超、餐饮、饮品店等并行的局面。

与此同时，消费升级促下游客户对于烘焙食品原料的功能性、多样性等要求提升，倒逼原料加工企业巩固自身竞争优势，扩大生产规模。

#### □ 供给端：工业化进程替代下，食品原料行业景气度上行

在当前需求持续提升的背景下，我国食品原料加工企业无论在规模、研发还是渠道、服务上都在持续升级，构筑竞争优势，进一步扩大市场规模。未来，我们认为工业化替代将会持续渗透，而中央工厂模式能够解决下游对于产品多样性，规模化，稳定性和成本端优化的需求。

当前，我们看好下游需求驱动下，烘焙食品原料行业的快速增长，建议关注工业化进程中具备竞争优势的细分领域领军企业。

#### □ 关注细分领域领军企业：爱普股份、立高食品、海融科技、南侨食品等。

【立高食品】产品主要为冷冻烘焙食品和烘焙原料食品，冷冻烘焙领军企业。

优势上来看：1) 产品端：利用技术研发优势保证产品多样性，打开收入天花板；通过设备改造、工艺改良和配方调整形成产品的独特性，能够生产冷冻面包等技术难度较高的产品，形成技术壁垒和产品优势；规模化优势保证产品稳定性，形成规模效应，是业内冷冻烘焙产能较高的企业之一。2) 渠道端：营销网络遍布全国，利用深度服务打造核心优势，促产品优势最大化显现，提升粘性，提高替换门槛，形成服务壁垒。

后续的增长来源：依托公司当前大单品战略以及对于终端需求强大的把控力度，冷冻烘焙业务能够实现老品升级+新品推广，量价齐升拉动公司业绩和盈利能力的持续增长；烘焙原料业务依托需求的持续增长和产品结构升级保持稳健增长。

### 相关报告

报告撰写人：马莉

联系人：杨骥

联系人：杜宛泽

【爱普股份】产品主要为香精香料、工业巧克力及水果制品，工业巧克力业务空间广阔。

**优势上来看：**1) **产能优势：**2020年公司工业巧克力产能3.8万吨，果酱产能1.2万吨，终端供不应求。公司新产能为5.6万吨巧克力和5万吨果酱产能，预计2022年将逐步释放，构筑产能和先发优势，帮助公司持续拓展客户，抢占市场份额；2) **技术生产优势：**公司工业巧克力业务依托天舜已经成为行业领先地位，并通过多年的研发经验持续改良生产工艺，推动产品创新；果酱业务依托比欧引进先进技术，扩大产品覆盖范围；同时利用盟泽提供稳定优质原材料，成本端具备一定优势。3) **客户优势：**公司工业巧克力业务借助烘焙、茶饮等渠道销售，为多家大客户如伊利、蒙牛、好时等供货；水果制品业务客户则为伊利、蒙牛、光明。大客户的良好背书能够帮助公司持续提升品牌知名度，同时伴随下游客户共同成长。

**未来增长来源：**当前，公司工业巧克力主要客户为冷饮和烘焙企业，伴随2022年产能的逐步释放，渠道逐步向茶饮、餐饮渗透；同时行业价格战基本告一段落，量价齐升背景下，叠加产品结构优化（单价和毛利水平较高的纯脂巧克力占比提升），预计工业巧克力业务将实现快速增长；水果制品业务当前客户主要为乳制品客户，产能释放后也将进入毛利水平较高的烘焙、茶饮等渠道，存量和新增客户需求提升也将拉动水果制品业务的快速增长。

【海融科技】产品主要为奶油、巧克力、果酱等产品，奶油行业领军企业。

**优势上来看：**1) **产品研发优势：**公司拥有较强的技术创新能力，植脂奶油技术成熟，是行业标准的参与者和制定者；同时通过研发创新发力含乳脂植脂奶油，并利用非氢化等技术持续推出新品，构筑产品优势；2) **渠道优势：**利用经销渠道扩大覆盖面积，子公司一仆咨询针对市场进行跟踪，并为下游客户提供服务，如门店选址、设计、产品方案、培训等，增强客户粘性和忠诚度。

**未来增长来源：**产能方面持续扩张，未来将新增3.2万吨奶油产线、0.8万吨果酱、0.7万吨巧克力和0.4万吨冷冻甜点，为公司的后续增长提供保证；渠道端，除烘焙店外，茶饮、餐饮等渠道正在逐步渗透，利用产品优势和渠道服务优势持续拓展新客户，打开收入天花板；同时果酱、巧克力业务也将在未来持续贡献业绩增量。

【南侨食品】产品主要为油脂、奶油、冷冻面团等产品，烘焙油脂业务具备优势。

**优势上来看：**1) **产品研发优势：**公司具备领先行业的烘焙油脂技术，并结合下游需求研发多类型产品，适用不同的烘焙产品；同时技术方面，利用公司构建的无氢化油油脂生产工艺和产品配方，并从19年开始对现有产品去除氢化油脂，并在2020年底达成全部油脂产品不使用氢化油脂目标，并开发出多种无氢化油脂的烘焙油脂和淡奶油产品。2) **渠道服务优势：**公司在全国30个省市构建26个客户服务中心，为客户提供最新的烘焙咨询，并结合当地饮食特色，为客户提供技术培训，提升服务粘性。

**未来增长来源：**公司油脂业务产能12.5万吨，淡奶油产能2.6万吨，冷冻面团业务0.3万吨，馅料业务0.27万吨；募投项目产能建设完成后，未来预计每年新增油脂产能超4.5万吨，冷冻面团产能超1.1万吨，为公司后续增长提供动力。油脂、奶油类产品结构持续优化，并逐步渗透进茶饮等新渠道，带来业绩的持续增长。2020年公司冷冻面团业务实现快速增长，未来公司将继续深耕烘焙产业，并规划未来三年在西点蛋糕、汉饼等领域及海外市场进行拓展，持续贡献业绩增量。

**风险提示：**疫情对于烘焙食品原料企业的生产和销售产生影响、食品安全问题、竞争加剧后价格战对企业利润产生影响。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>