



增持 (维持)

所属行业: 食品加工
当前价格(元): 32.38

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

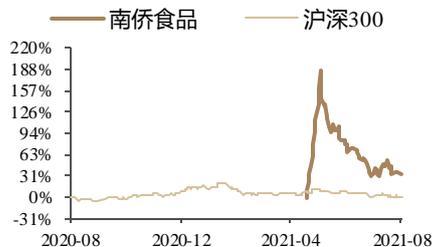
王卓群

资格编号: S0120520080003

邮箱: wang_zq@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.55	-28.03	-38.24
相对涨幅(%)	-1.44	-20.61	-28.55

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

南侨食品(605339.SH): 烘焙油脂龙头 多点开花, 冷冻面团业务跑步向前

投资要点

- **南侨食品: 国内烘焙油脂龙头, 多品类烘焙原料及冷冻面团进入快速成长期。**公司秉持着多元化发展的理念, 20多年来以高端烘焙油脂为主, 持续发展淡奶油、冷冻面团、馅料等产品, 业务成长性出色。公司毛利率费用率保持稳定, 上半年营收利润均大幅增长。2021H1 公司实现营业收入 13.62 亿元, 同比增长 38.62%, 实现归母净利润 1.95 亿元, 同比增长 63.00%。
- **行业: 烘焙食品景气赛道气势如虹, 冷冻面团蓝海市场天高海阔。**我国烘焙食品市场规模超 2000 亿元, B 端“烘焙+”业态兴起、降低房租及人工成本诉求强烈, C 端家庭烘焙日渐普及, 都推动了下游对优质烘焙原料和冷冻面团的需求不断提升。对标欧美, 中国冷冻面团渗透率和行业规模仍有较大空间, 中性测算下 2025 年市场规模有望近 220 亿元, 19-25 年 CAGR 为 25.56%。
- **竞争优势: 高质量产品打造良好口碑, 全方位服务助力渠道开拓。**公司研发投入持续提升, 不断开发个性化产品满足客户需求。同时, 公司已在制造工艺上形成壁垒, 高品质成为产品特色, 奶油可冷藏、冷冻面团可发酵, 帮助公司进行差异竞争。在渠道端, 公司为客户提供 360 度全方位顾问式行销服务, 得益于优质产品与服务, 公司拥有优质客户且合作关系持久。
- **成长驱动: 产能扩张支持业务发展, 冷冻面团发力。**各品类产销率均高于 95%, 对此公司将升级改造现有产线并大幅扩产以缓解产能紧张情况。疫后冷冻面团需求爆发, 公司将通过多厂区投产促进产能扩张与需求增长相匹配, 伴随产能扩张, 后续也将逐步扩充新品。冷冻面团毛利率较高, 扩产提振销量后该产品占比的提升将帮助增强公司的盈利能力。
- **投资建议: 我们预计公司 2021~2023 年营业总收入为 30.26、37.25、44.96 亿元, 同比增长 30.29%、23.11%、20.69%, 2021~2023 年归母净利润为 4.33、5.43、6.60 亿元, 同比增长 33.25%、25.28%、21.54%, 对应 2021-2023 年 PE 分别为 31.82X、25.40X、20.90X, 2021-2023 年 EPS 分别为 1.02、1.28、1.56 元。2021-2023 年可比公司 PE 均值为 43.44X、34.33X、26.13X, 南侨食品具备估值优势。展望未来, 受益于烘焙食品行业高景气, 公司烘焙油脂主业有望稳定增长, 冷冻面团业务伴随产能释放将持续放量, 淡奶油、进口品等业务的快速发展有望为公司贡献多元增长极, 看好公司长期发展, 给予“增持”评级。**
- **风险提示: 行业竞争加剧, 原材料价格波动, 新增产能无法消化等。**

股票数据

总股本(百万股):	423.53
流通 A 股(百万股):	314.58
52 周内股价区间(元):	8.05-17.21
总市值(百万元):	3753.68
总资产(百万元):	2,003.05
每股净资产(元):	3.53

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,351	2,322	3,026	3,725	4,496
(+/-)YOY(%)	-0.5%	-1.2%	30.3%	23.1%	20.7%
净利润(百万元)	298	325	433	543	660
(+/-)YOY(%)	7.5%	9.0%	33.2%	25.3%	21.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.70	0.77	1.02	1.28	1.56
毛利率(%)	38.7%	38.8%	39.1%	39.4%	39.7%
净资产收益率(%)	16.4%	16.7%	13.5%	14.9%	15.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



投资要素

核心逻辑

烘焙油脂是烘焙食品最主要的生产原料之一，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。冷冻面团具备产品稳定性好、安全、保质期长、营运成本低等较传统烘焙更具优势的特性，能够协助烘焙业在人力成本高、人力短缺状况下，带来产品量和质的提升。

从行业角度来看，公司可以享受行业β，下游需求高增确保了赛道空间的高成长性。烘焙原料和冷冻面团皆处于产业链中上游，消费升级影响下，多元化消费需求助推BC端两旺。从B端看，“烘焙+”新兴业态崛起，“茶饮+烘焙”模式、“新式中点、烘焙店”概念等消费场景及产品类型不断丰富，同时疫情帮助培养了商家使用冷冻面团的习惯，拉动了中上游发展。从C端看，疫情帮助培养了家庭烘焙的习惯，优质烘焙原料及冷冻面团需求旺盛。

从公司自身竞争优势来看，我们认为公司具有工艺先进、产品定位高端、品类细分化与竞品错位竞争的优势，渠道上公司特色的360度全方位顾问式行销服务帮助维护客户黏性。而通过深耕渠道、扩大产能、推出新品，公司未来有望维持较高增速。渠道上紧随政策拓盘，布局“高铁经济带”并深化成长快速的三、四、五线城市市场；产能上通过升级改造现有产线、增设产线扩大产能，提升规模效应控制成本，生产能力向高附加值领域延伸；新兴业务上，冷冻面团多厂区投产促进产能扩张与需求增长相匹配，淡奶油业务和进口品业务分别推出适合茶饮客户、家庭烘焙的新品。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2021~2023年营业总收入为30.26、37.25、44.96亿元，同比增长30.29%、23.11%、20.69%，2021~2023年归母净利润为4.33、5.43、6.60亿元，同比增长33.25%、25.28%、21.54%，对应2021-2023年PE分别为31.82X、25.40X、20.90X，2021-2023年EPS分别为1.02、1.28、1.56元。2021-2023年可比公司PE均值为43.44X、34.33X、26.13X，南侨食品具备估值优势。展望未来，受益于烘焙食品行业高景气，公司烘焙油脂主业有望稳定增长，冷冻面团业务伴随产能释放将持续放量，淡奶油、进口品等业务的快速发展有望为公司贡献多元增长极，看好公司长期发展，给予“增持”评级。

区别于市场的观点

市场关注点普遍集中在冷冻面团业务，而我们认为南侨作为一家覆盖高端烘焙油脂相关制品的公司，除了冷冻面团，伴随消费升级，顺应当下家庭烘焙、“茶饮+烘焙”的趋势，其高品质的淡奶油、进口品等业务也具备高成长性。同时公司持续推出相关新品，未来有望成为冷冻面团以外的多元增长极。

股价表现的催化因素

行业需求旺盛，淡奶油、进口品、冷冻面团业务高速增长，产能落地供给充足。

主要风险

行业竞争加剧，原材料价格波动，新增产能无法消化，新品增速不及预期等。

内容目录

投资要素	2
核心逻辑	2
盈利预测与投资建议	2
区别于市场的观点	2
股价表现的催化因素	2
主要风险	2
1. 南侨食品：烘焙油脂供应商，行业领军者秉持“以客为尊”	7
1.1. 南侨食品：以较高端烘焙油脂相关制品为主，经营面积覆盖全国市场	7
1.2. 家族式企业股权结构稳定，员工持股增强公司管理	7
1.3. 公司业务覆盖全国，优化产品结构带动增长	8
1.3.1. 主营业务品类丰富，可满足烘焙多种需求	8
1.3.2. 产品结构优化，高毛利业务占比提升	9
1.3.3. 国内营收区域分布均衡，全球化经营长远可期	9
1.4. 财务分析：经营状况稳中有进，盈利能力持续优化	10
1.4.1. 营收回暖，净利润持续提升	10
1.4.2. 毛利率、净利率稳定，存在明显上升空间	10
1.4.3. 杜邦分析：ROE 处行业前列，净利率提高带动 ROE 上升	12
2. 行业：烘焙食品景气赛道气势如虹，冷冻面团蓝海市场天高海阔	12
2.1. 烘焙食品赛道高景气，多元消费需求后劲足	13
2.1.1. 我国烘焙食品市场持续扩容，未来发展空间广阔	13
2.2. 烘焙原料及冷冻面团位于中上游，多元烘焙消费需求带来充足成长后劲	15
2.2.1. 烘焙食品产业链完备，烘焙原料及冷冻面团位于中上游	15
2.2.2. 消费升级影响下，多元化消费需求助推 BC 端两旺，动能强劲	15
2.3. 烘焙油脂：下游增长油脂受益，集中度有待提高	16
2.3.1. 烘焙油脂：烘焙食品最主要原料，供需相关性高	16
2.3.2. 烘焙油脂行业竞争格局分散，行业集中度有望提高	17
2.4. 冷冻面团：回顾美国发展之路，中国市场发展潜力巨大	18
3. 竞争优势：高质量产品打造良好口碑，全方位服务助力渠道开拓	19
3.1. 研发优势奠定产品品质，立足高端形成差异竞争	19
3.1.1. 工艺业内领先，研销一体化提升产品竞争力	19
3.1.2. 制造工艺奠定产品特色，帮助公司错位竞争	20
3.2. 渠道端：深度服务开发优质客户，区域布局跟随政策拓展	22

3.2.1. 经销模式提升效率，返利+顾问式营销开发客户	22
3.2.2. 销售布局全国，紧随政策拓盘.....	24
4. 成长驱动：产能扩张支持业务发展，冷冻面团发力	25
4.1. 需求旺盛，升级扩产带动销量	25
4.2. 重点布局冷冻面团，扩产有望帮助业务保持高增.....	26
5. 盈利预测与投资建议	27
5.1. 投资预测	27
5.2. 投资建议	29
6. 风险提示	29

图表目录

图 1: 南侨食品品牌发展历程	7
图 2: 家族成员为实际控制人, 股权结构稳定(截至 2021 年中报).....	7
图 3: 公司主要产品矩阵	8
图 4: 烘焙应用油脂营收(百万元)占比下降, 多产品发力	9
图 5: 南侨全国营收区域分布均衡.....	10
图 6: 南侨食品营收保持稳定, 净利润增速快(百万元)	10
图 7: 公司毛利率、净利率稳定	11
图 8: 南侨与立高毛利率相近	11
图 9: 南侨分产品毛利率	11
图 10: 各项费用率总体平稳.....	11
图 11: 南侨销售费用率处于行业较低水平	11
图 12: 南侨食品与可比公司 ROE 比较 (%).....	12
图 13: 南侨食品与可比公司归母净利润/总营收比较 (%)	12
图 14: 南侨食品与可比公司权益乘数比较	12
图 15: 南侨食品与可比公司总资产周转率比较(单位: 次)	12
图 16: 中国烘焙食品零售额稳步抬升(单位: 亿元)	13
图 17: 中国烘焙食品销量稳步提升(单位: 千吨)	13
图 18: 中国烘焙食品平均价格(元/千克)稳步提升.....	13
图 19: 截至 20 年底中国烘焙领域相关企业数量(万家)增长迅速.....	13
图 20: 中国冷链物流市场规模(亿元)增长迅速.....	13
图 21: 中国食品冷链物流市场需求量(万吨)持续上涨.....	13
图 22: 中国公路冷链运输车保有量(万辆)持续上升.....	14
图 23: 中国低温仓储冷库容量(万吨)持续扩容.....	14
图 24: 2020 年全球部分国家和地区人均烘焙食品消费量(千克)	14
图 25: 中国烘焙食品产业链.....	15
图 26: 全国居民人均可支配收入(元)不断提升.....	16
图 27: 全国居民人均食品消费支出(元)持续增加.....	16
图 28: 消费者追求健康饮食习惯	16
图 29: 烘焙油脂产量与需求量(万吨)相匹配.....	17
图 30: 主要国家冷冻面团占面包行业比重	18
图 31: 公司不断加大研发投入(百万元)	20
图 32: 南侨食品专利数量(项)领先.....	20

图 33: 南侨食品奶油单价最高 (单位: 元/公斤)	21
图 34: 南侨食品冷冻面团单价高于立高 (单位: 元/公斤)	21
图 35: 奶油类毛利率对比 (单位: %)	22
图 36: 冷冻面团类毛利率对比 (单位: %)	22
图 37: 2018-2020 年营收按销售渠道拆分	22
图 38: 经销/直营模式毛利率	22
图 39: 公司技术团队在武汉市仟吉食品有限公司设立自动化生产线之初进行辅导	23
图 40: 指导新澳联食品有限公司门市形象改造前后的对比图	23
图 41: 经销客户数量不断增加	23
图 42: 直营/经销单家客户创收情况	23
图 43: 2020 年公司营收中, 华东、华南、华中占比高	24
图 44: 2020 年公司各品类产销率高于 95%	25
图 45: 2020 年公司各品类产能利用率	25
图 46: 公司油脂旺季产能不够	25
图 47: 公司冷冻面团产能缺口大	25
图 49: 冷冻面团营收及毛利率持续提升 (百万元, %)	26
图 50: 冷冻面团营收增速为所有业务中最快 (%)	26
图 51: 公司冷冻面团销售渠道中商超占比约 60%	27
图 52: 公司冷冻面团销售模式以直营为主	27
表 1: 烘焙应用油脂领域主要公司	17
表 2: 2017 年各烘焙油脂企业主要产能	18
表 3: 冷冻面团食品市场容量 (亿元) 测算	19
表 4: 公司技术水平居于领先地位	20
表 5: 业内各公司应用油脂和奶油制备相关技术情况	20
表 6: 南侨是唯一生产冷藏型奶油的企业	21
表 7: 公司前十大直营客户	24
表 9: 南侨食品收入预测 (单位: 百万元)	28
表 10: 可比公司估值	29

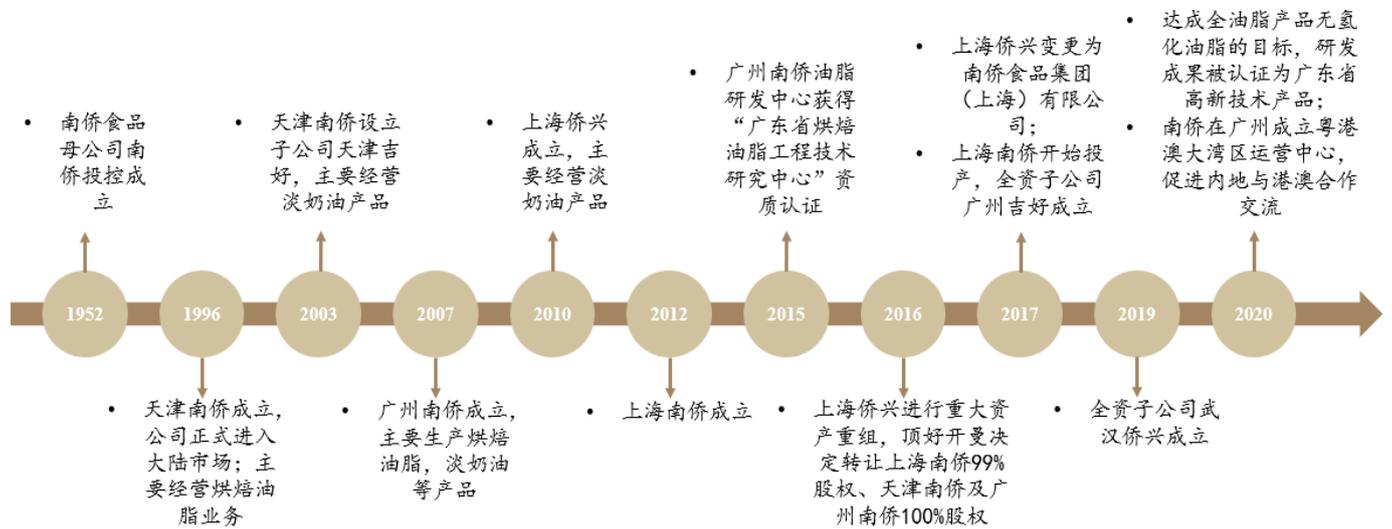
1. 南侨食品：烘焙油脂供应商，行业领军者秉持“以客为尊”

1.1. 南侨食品：以较高端烘焙油脂相关制品为主，经营面积覆盖全国市场

母公司南侨投控创始于 1952 年，前身为南侨工业公司。公司持续深耕油脂、乳制品、面粉等八大领域，产品行销全世界各地。1996-2003 年，陆续成立天津南侨和广州南侨，切入中国大陆烘焙市场，2010 年上海侨兴成立，主营淡奶油产品，2017 年 3 月 8 日，上海侨兴更名为南侨有限，同年 10 月 13 日，南侨有限的股东顶好（开曼岛）控股公司与上海其志商务咨询有限公司将公司整体变更为南侨食品集团（上海）股份有限公司，并共同设立了南侨股份。

南侨食品以中国大陆为经营重心，开展烘焙油脂、冷冻面团等相关业务。公司集研发、生产、销售和服务顾客及消费者为一体，并在 2017 至 2019 年期间设立全资子公司广州吉好、武汉侨兴，持续深耕烘焙产业。公司主营业务为烘焙油脂系列产品，2020 年营业收入为 23.22 亿元，归母净利润为 3.25 亿元，同比增长 9.02%。

图 1：南侨食品品牌发展历程



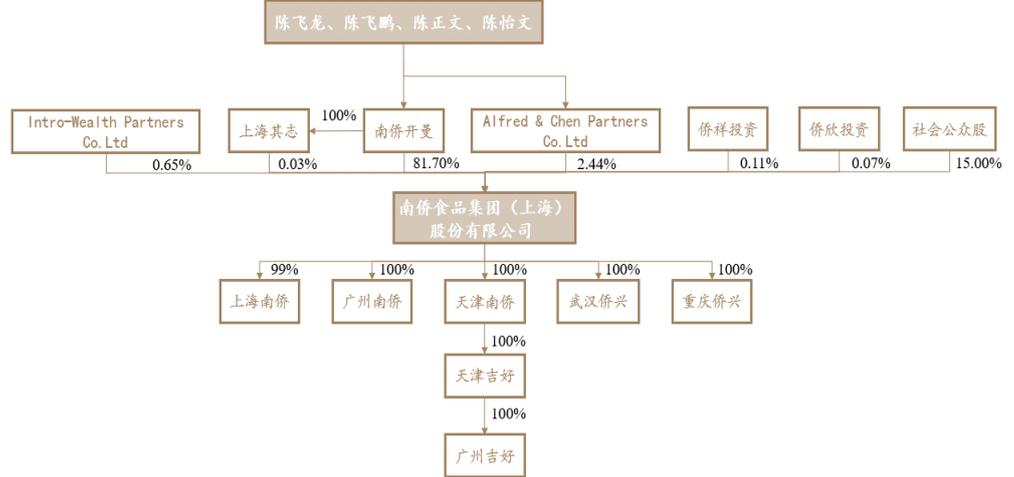
资料来源：公司招股说明书，公司官网，德邦研究所

1.2. 家族式企业股权结构稳定，员工持股增强公司管理

陈飞龙家族直接或间接控制公司 84.17% 的股份，股权结构稳定。根据上市前招股说明书，陈飞龙、陈飞鹏、陈正文、陈怡文为公司实际控制人，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，陈羽文为陈飞鹏的儿子。南侨投控持有南新国际 100% 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南侨食品 81.7% 的股份，南侨投控为南侨食品间接控股股东。截至 2021 年 6 月 30 日，陈飞龙等通过南侨开曼、Alfred & Chen 及上海其志合计间接控制南侨食品 3.56 亿股股份的表决权，占南侨食品股份的 84.17%。

员工持股利于公司经营管理。股东中，Intro-Wealth 股东由发行人台籍董事、监事、管理人员和南侨投控及其他下属单位的董事、监事、管理人员组成；侨祥投资、侨欣投资合伙人由大陆籍管理人员构成，为员工持股平台。截至 2021 年 6 月 30 日，Intro-Wealth、侨祥投资、侨欣投资分别持有 0.65%、0.11%、0.07% 的股份。

图 2：家族成员为实际控制人，股权结构稳定(截至 2021 年中报)



资料来源：公司公告，德邦研究所

1.3. 公司业务覆盖全国，优化产品结构带动增长

1.3.1. 主营业务品类丰富，可满足烘焙多种需求

公司产品主要包括烘焙应用油脂、淡奶油、进口品、冷冻面团以及其他相关产品：

- **烘焙应用油脂业务：**主要产品包括奥仕系列、南侨经典系列、南侨维佳系列、玉峰系列、南侨欧仕系列以及侨饼家汉饼专用油系列，是公司第一大品类，能满足烘焙、餐饮等不同领域客户的多样需求；
- **淡奶油业务：**主要为侨艺 800 淡奶油、霜享 Joy Q 奶盖、霜艺奶浆系列。侨艺 800 淡奶油可用于蛋糕西点制作，提供客户更细分的选择。公司不断扩充产品线，推出适合茶饮客户制作奶盖、雪顶的 Joy Q 霜享以及用于软冰淇淋的霜艺奶浆等；
- **进口乳制品业务：**主要为米吉稀奶油系列、嘉瑞吉奶油芝士以及加得兰黄油、富比威黄油系列，均来自甜品制作最优秀的欧洲，品质高。在“网红食尚”、“私人定制”、“家庭烘焙”热潮崛起的背景下，南侨的进口乳制品不仅应用于高端酒店、茶饮、餐饮、烘焙店等 B 端，还受到 C 端消费者的喜爱；
- **馅料业务：**产品以焙可芯、焙可诗系列为主，可随客户喜好打造风味各异的烘焙品；
- **冷冻面团业务：**主要产品系列包含了菠萝系列、可颂系列、分享系列等十种不同的品类，客户囊括国内外烘焙业者、高端酒店、餐饮业者、商超量贩、空厨、公司、学校、团膳以及食品加工厂等不同客户群，深受肯定。

图 3：公司主要产品矩阵



资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

1.3.2. 产品结构优化，高毛利业务占比提升

产品结构优化，多产品共同发力。2016-2020 年公司第一大烘焙应用油脂主营业务占比从 73.53% 下降至 61.57%，产品集中度下降，产品结构向多元化发展。公司的进口品、淡奶油和冷冻面团业务均保持着较为快速的增长，进口品从 2016 年 1.78 亿上升至 2020 年 4.06 亿，年复合增速 22.83%；淡奶油从 2016 年的 2.31 亿上升至 2020 年的 3.52 亿元，年复合增速 11.13%；冷冻面团 2020 年营收 1.15 亿元，同比增长 82.80%，随着冷冻面团的推广和高景气，冷冻面团有望成为公司增长驱动之一。

图 4：烘焙应用油脂营收（百万元）占比下降，多产品发力

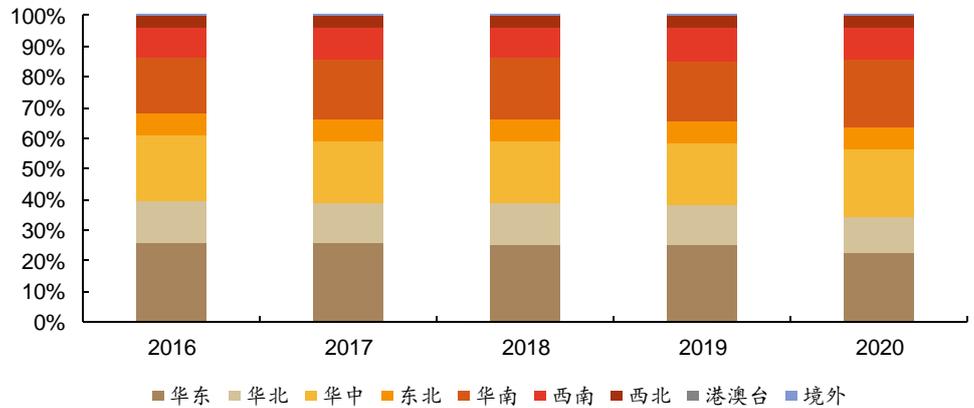


资料来源：Wind，德邦研究所

1.3.3. 国内营收区域分布均衡，全球化经营长远可期

国内营收区域分布均衡，境外营收高增速。公司全国化布局明显，区域分布均衡，按照营收划分，2016-2020 年华东、华北、华中、华南营收占比均超过了 10%，即使在人口较少的东北+西北地区占比也超过了 10%。公司正致力于全球化经营，2020 年公司境外收入 436 万元，同比增长 55.22%，营收占比 0.19%，较上一年增长 0.07pct。公司的外销订单主要为烘焙油脂常规产品，尽管目前境外占比较少，随着公司在东南亚的积极开拓，海外市场尤其是东南亚市场有望为公司未来营收增长提供动力。

图 5：南侨全国营收区域分布均衡



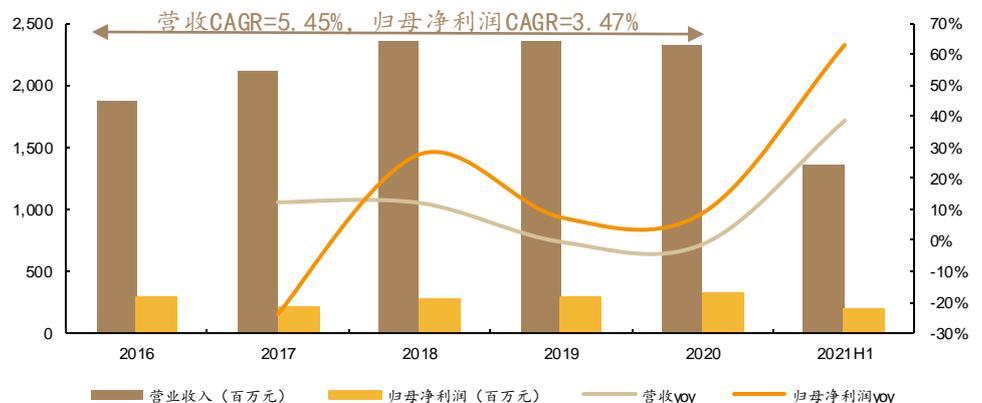
资料来源：Wind，德邦研究所

1.4. 财务分析：经营状况稳中有进，盈利能力持续优化

1.4.1. 营收回暖，净利润持续提升

营收增速回暖，归母净利润维持较高增速。16-20 年公司增长稳定，营收从 2016 年 18.79 亿上升至 20 年 23.22 亿元，年复合增速 5.45%；同期归母净利润从 2.84 亿上升至 3.25 亿元，年复合增速为 3.47%，维持稳定增长。疫情防控常态化下，2021H1 营收同比增长 38.62%，净利润同比增长 63.00%，出现较大幅度回暖。伴随着公司加大对烘焙油脂业务的产能布局，有望进一步强化南侨品牌竞争优势，引导收入结构持续优化，从而增强公司的盈利能力。

图 6：南侨食品营收保持稳定，净利润增速快 (百万元)

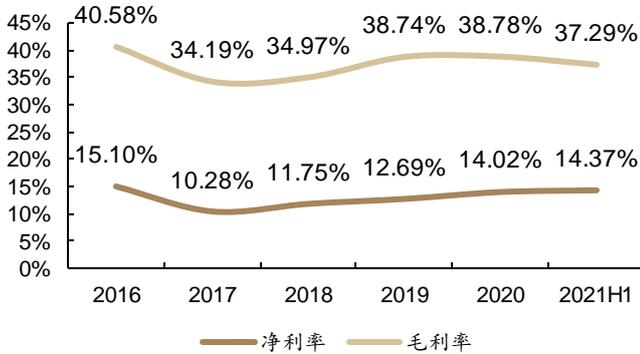


资料来源：Wind，公司招股说明书，德邦研究所

1.4.2. 毛利率、净利率稳定，存在明显上升空间

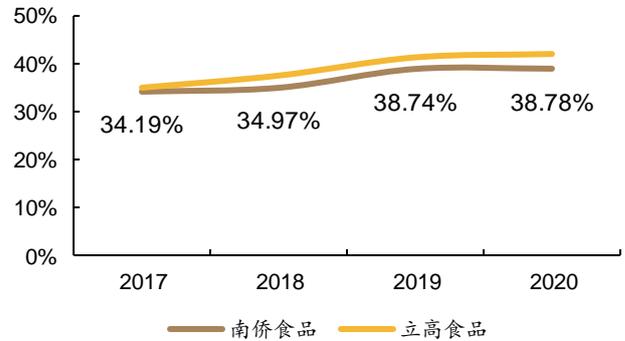
公司毛利率、净利率稳定。2020 年公司毛利率和净利率分别为 38.78% 和 14.02%，毛利率相较 2017-2019 年水平得到了提升，主要是因为公司产品结构不断优化，高毛利业务占比上升；2020 年公司净利率提升了 1.33pct，主要系疫情期间出团费和办展费等销售费用下降所致。公司毛利率与同行业公司的毛利率变动趋势相一致，立高与公司业务最为相近，都体现出上升趋势。

图 7：公司毛利率、净利率稳定



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：南侨与立高毛利率相近

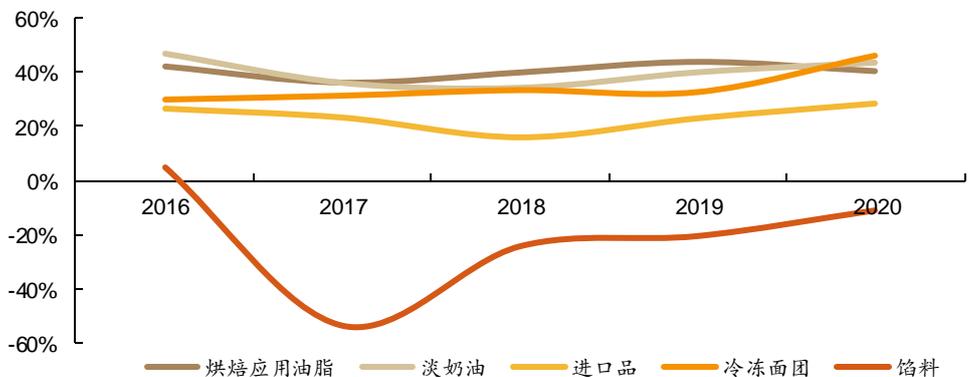


资料来源：Wind，德邦研究所

注：立高 2020 年毛利率还原了运输费影响

油脂、淡奶油毛利率维持较高水平，冷冻面团毛利率提升明显。2016-2020 年，按照产品划分，烘焙应用油脂、淡奶油、冷冻面团毛利率处于公司产品 top3，处于较高水平。其中公司作为国内烘焙油脂龙头，行业话语权较高，伴随上游原料价格波动具备较好的价格转移能力，烘焙应用油脂业务的毛利率整体保持稳定。2020 年冷冻面团毛利率为 45.90%，较上一年增加 13.29pct，提升明显，主要是由于疫情期间商家培养了冷冻面团的习惯带来业务规模激增，同时产品结构优化带来吨价提升。

图 9：南侨分产品毛利率

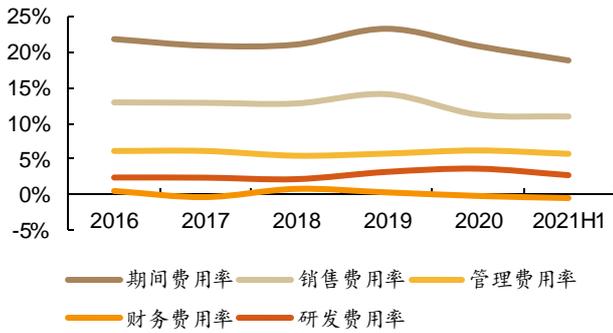


资料来源：Wind，德邦研究所

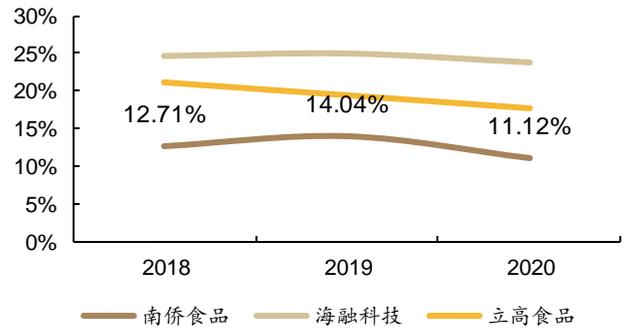
各项费用率平稳，期间费用率处于行业较低水平。2016-2021H1 公司管理费用率和财务费用率总体较为稳定，期间费用率主要受销售费用率影响。2020 年公司销售费用率 11.12%，相较 2019 年 14.04% 出现较大的下降，主要因为受到新冠疫情影响，公司展会费和差旅费用大幅度下降，进而带动公司期间费用率从 2019 年的 23.35% 下降至 2020 年的 20.87%。2021H1 公司销售费用率维持上一年较低水平。相较于同行业，公司销售费用率水平处于行业低位，低于立高和海融科技，展现出良好的费控能力。研发费用率持续提升主要由新品开发导致，由 2016 年的 2.36% 提升至 2020 年的 3.72%，2021H1 为 2.72%，同比提升 0.28pct。

图 10：各项费用率总体平稳

图 11：南侨销售费用率处于行业较低水平



资料来源: Wind, 德邦研究所



资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 立高 2020 年销售费率还原运输费影响

1.4.3. 杜邦分析: ROE 处行业前列, 净利率提高带动 ROE 上升

ROE 稳定性较强, 多项指标提升潜力大。2020 年受到新冠疫情影响, 公司 ROE (平均) 为 17.30%, 相较于 2019 年的 17.64% 出现轻微的下滑, 但波动性小于同业可比公司海融科技和立高食品, 具有较好的稳定性。公司归母净利率持续提升, 处于行业高位; 权益乘数处于行业高位; 总资产周转率提升潜力较大, 主要是由于公司生产工厂分布在天津、上海、广州三地, 采购上采取相对稳健的策略, 一般设置 3 个月供应准备, 库存量具有一定规模。

图 12: 南侨食品与可比公司 ROE 比较 (%)

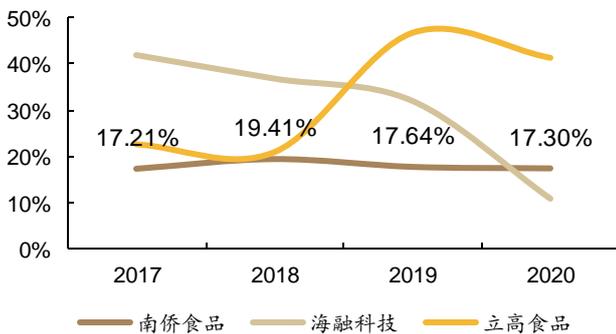
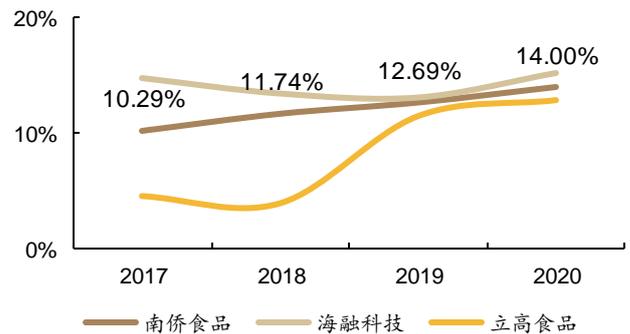


图 13: 南侨食品与可比公司归母净利润/总营收比较 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 14: 南侨食品与可比公司权益乘数比较

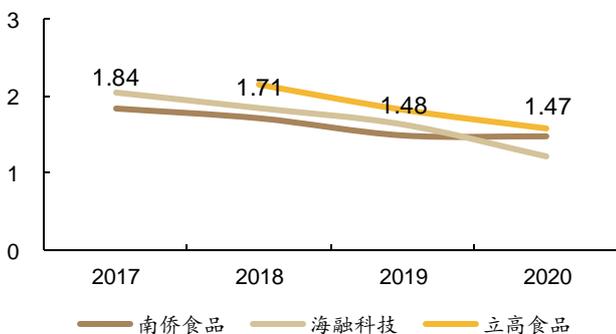
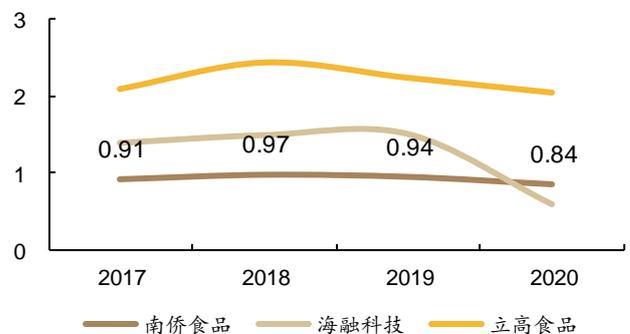


图 15: 南侨食品与可比公司总资产周转率比较 (单位: 次)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

2. 行业: 烘焙食品景气赛道气势如虹, 冷冻面团蓝海市场

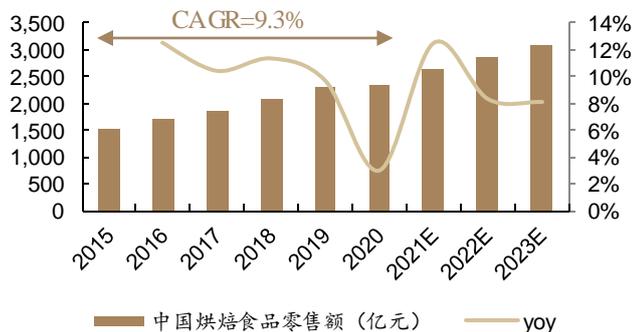
天高海阔

2.1. 烘焙食品赛道高景气，多元消费需求后劲足

2.1.1. 我国烘焙食品市场持续扩容，未来发展空间广阔

量价齐升，2020年我国烘焙食品行业规模已突破两千亿，企业数量超过20万家。根据欧睿数据，2020年中国烘焙食品零售额为2358亿元，15-20年CAGR为9.3%，增速强劲。在销售量方面，中国烘焙食品销量达1027.1万吨，15-20年CAGR为4.5%，规模持续提升；均价方面，2020年达到了22.96元/千克，15-20年CAGR为4.6%，价格稳步提升。根据企查查，烘焙领域相关企业数量增长迅速，10-20年CAGR为23.7%，2020年存续的烘焙企业达23万家。反映出我国烘焙行业仍处于高景气赛道，面对下游需求供给旺盛。

图 16：中国烘焙食品零售额稳步抬升（单位：亿元）



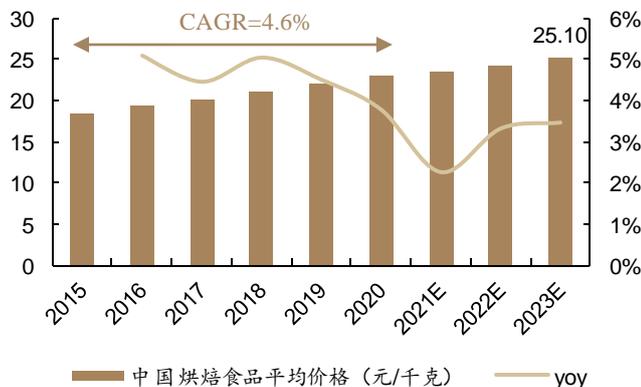
资料来源：欧睿，德邦研究所

图 17：中国烘焙食品销量稳步提升（单位：千吨）



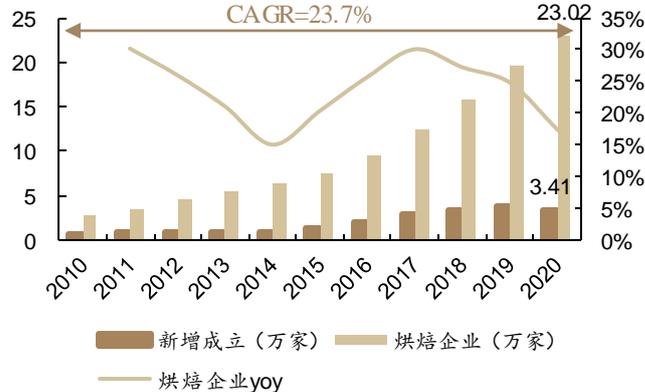
资料来源：欧睿，德邦研究所

图 18：中国烘焙食品平均价格（元/千克）稳步提升



资料来源：欧睿，德邦研究所

图 19：截至 20 年底中国烘焙领域相关企业数量（万家）增长迅速



资料来源：企查查，德邦研究所

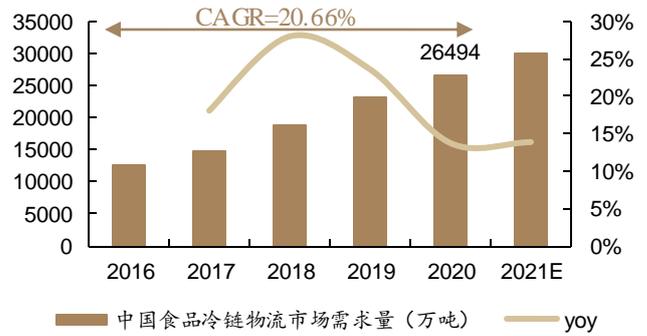
中国冷链发展迅速，为烘焙食品发展赋能。由于烘焙食品易腐化，对运输和储藏条件具有较高的要求，十分依赖冷链系统的完善。2016-2020年，我国冷链物流市场规模从2210亿元增长至3729亿元，年复合增长率为13.97%；同期食品冷链物流市场需求由12500万吨增长至26494万吨，年复合增长率为20.66%。近几年随着冷链物流在中国的快速发展，11-19年公路冷链运输车保有量和低温仓储冷库容量年复合增速分别为26.81%和16.85%，进一步解决了烘焙食品的运输问题，烘焙食品销售范围进一步扩大。

图 20：中国冷链物流市场规模（亿元）增长迅速

图 21：中国食品冷链物流市场需求量（万吨）持续上涨

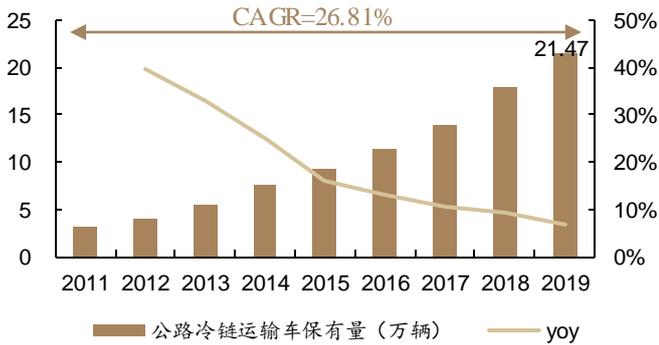


资料来源: 中商情报网, 德邦研究所



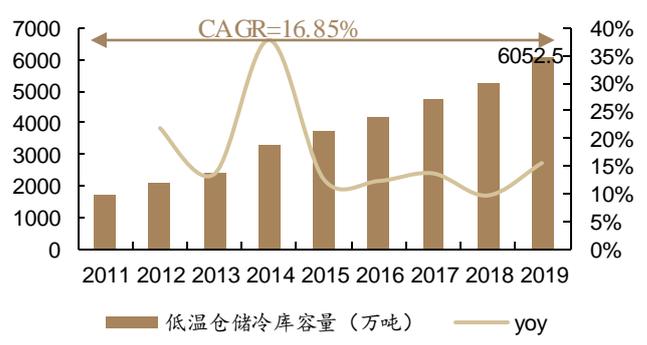
资料来源: 中商情报网, 德邦研究所

图 22: 中国公路冷链运输车保有量 (万辆) 持续上升



资料来源: Wind, 德邦研究所

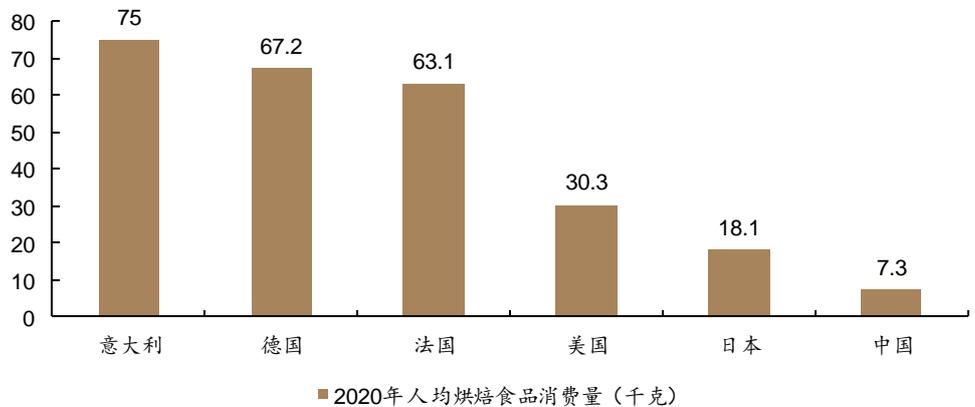
图 23: 中国低温仓储冷库容量 (万吨) 持续扩容



资料来源: Wind, 德邦研究所

我国人均烘焙食品消费量远低于发达国家，渗透率提升空间巨大。烘焙食品在欧洲起步最早，随后在美国发展成熟。2020年意大利人均烘焙食品消费已经达到75kg，美国达到30.3kg。对标亚洲国家，相比欧美起步较晚，日本作为发达国家发展快，人均烘焙食品消费已经达到18.1kg，中国渗透率较低，2020年人均烘焙食品消费仅为7.3kg，伴随着消费升级与烘焙食品普及度提升，提升空间巨大。根据欧睿数据，2023年中国烘焙食品销量有望达到1235.8万吨，零售额有望达3102亿元，突破3000亿元大关。

图 24: 2020 年全球部分国家和地区人均烘焙食品消费量 (千克)



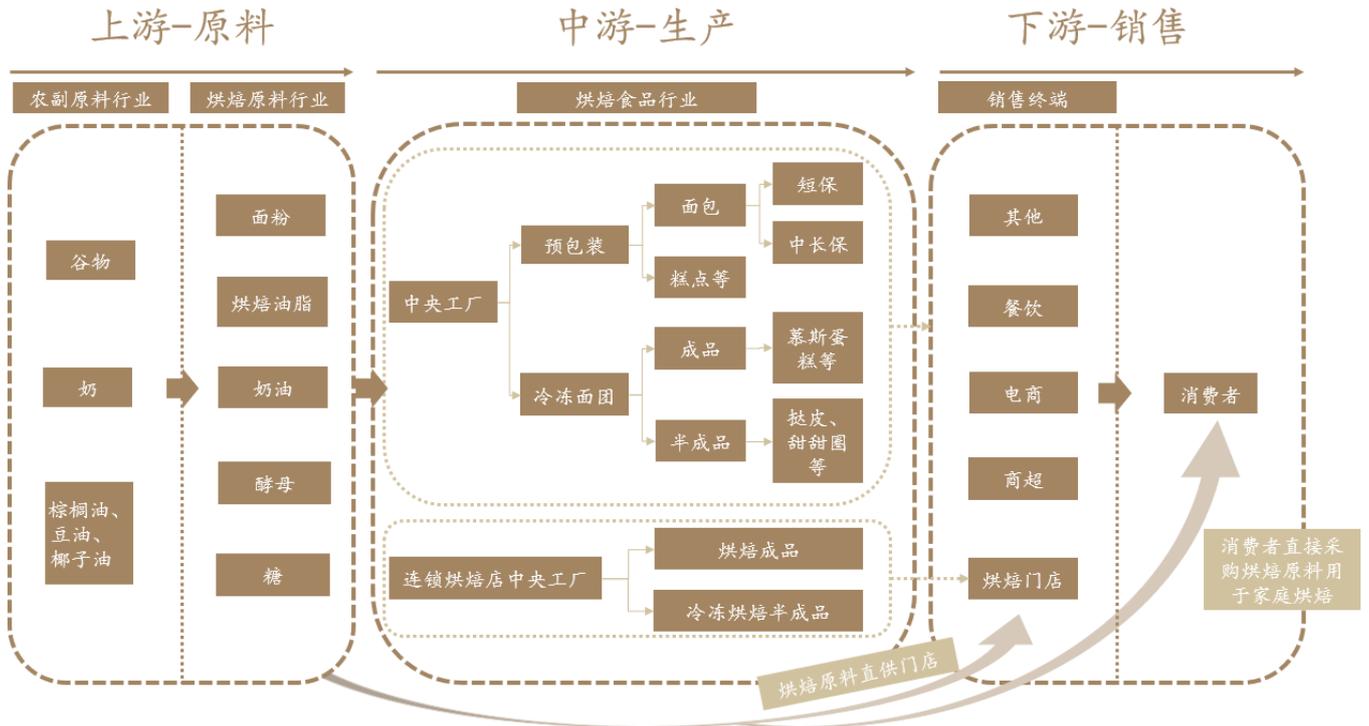
资料来源: 欧睿, 德邦研究所

2.2. 烘焙原料及冷冻面团位于中上游，多元烘焙消费需求带来充足成长后劲

2.2.1. 烘焙食品产业链完备，烘焙原料及冷冻面团位于中上游

烘焙食品产业链主要包括上游原料、中游生产以及下游面向终端的销售。烘焙油脂、淡奶油、馅料等是烘焙食品最主要的生产原料，位于产业链的上游，客户主要集中在 B 端，主要面向烘焙食品加工企业、现烤的烘焙门店等；冷冻面团作为半成品，可以帮助节省人力成本，主要面向烘焙门店、商超及餐饮渠道；近来家庭烘焙兴起，也助推烘焙原料和烘焙面团的 C 端需求快速提升。

图 25：中国烘焙食品产业链



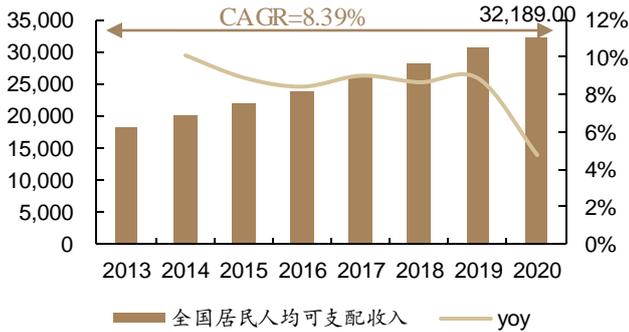
资料来源：招股说明书，公开资料，德邦研究所

2.2.2. 消费升级影响下，多元化消费需求助推 BC 端两旺，动能强劲

收入水平提升带来消费升级需求，烘焙食品作为可选消费品 C 端需求旺。我国居民人均可支配收入从 2013 年的 18310 元上升至 2020 年的 32189 元，年复合增长率为 8.39%；人均食品消费支出从 4127 元上升至 6397 元，年复合增长率为 6.46%。人均可支配收入的增加带动消费升级，同时可支配收入增速大于食品消费支出增速，居民在食品消费支出上存在一定的提升空间。伴随着改革开放的持续推进，西式饮食习惯正潜移默化，大众对烘焙食品的接受度和喜爱度日益提升，也带来烘焙原料及冷冻面团广阔的发展空间，B 端和 C 端驱动双强。

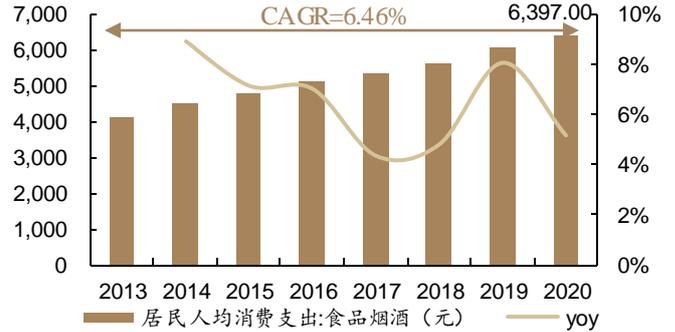
从 B 端看，“烘焙+”新兴业态崛起，烘焙食品消费场景及产品类型不断丰富，拉动中上游发展。欧包、蛋糕等正成为都市年轻人早餐及下午茶的重要组成部分，年轻一代对于面包、蛋糕等的追捧，使得以喜茶、奈雪的茶、星巴克、瑞幸等为代表的“茶饮+烘焙”、“餐饮+烘焙”等“烘焙+”模式迅速兴起，很多茶饮、咖啡门店同时提供丰富的烘焙品，推动烘焙食品行业快速发展。此外，“新式中点、烘焙店”概念也因国风盛行而崛起，并受到广大消费者追捧，此业态消费者青睐中式但不传统、复古却不守旧的产品，为烘焙产业注入了多元面貌与旺盛活力。

图 26: 全国居民人均可支配收入 (元) 不断提升



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 27: 全国居民人均食品消费支出 (元) 持续增加



资料来源: Wind, 德邦研究所

C 端，家庭烘焙大众化，优质烘焙原料及冷冻面团需求旺盛。受新冠疫情影响，大众在居家防控期间培养了家庭烘焙的习惯，同时在“大健康”的背景下，消费者对健康、均衡、多样化的饮食需求持续提升，家庭烘焙正从小众走向大众化，推动了 C 端对优质烘焙原料需求的提升。而冷冻面团，能让消费者在家中轻松动手，大大降低了烘焙的难度，操作更方便，也成为家庭烘焙的新选择。

图 28: 消费者追求健康饮食习惯



资料来源: 《中国食品工业年鉴》2018, 德邦研究所

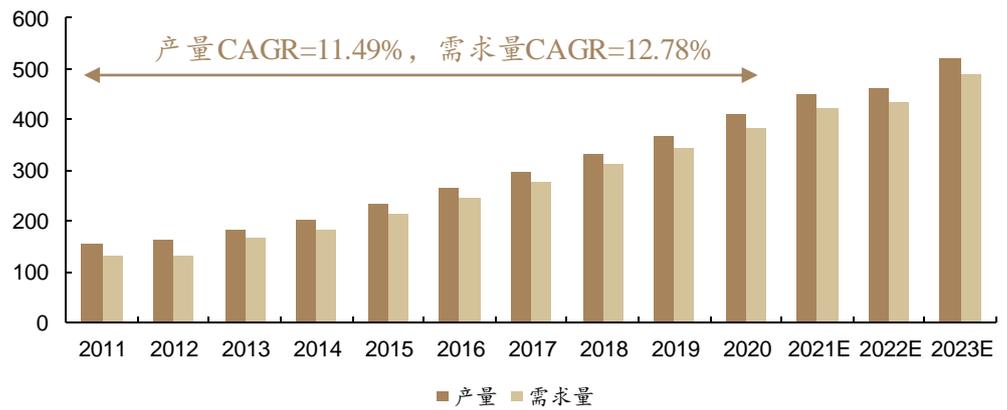
2.3. 烘焙油脂: 下游增长油脂受益, 集中度有待提高

2.3.1. 烘焙油脂: 烘焙食品最主要原料, 供需相关性高

烘焙油脂是烘焙食品最主要的生产原料之一，在烘焙产品中占有举足轻重的地位，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，近年来下游烘焙企业的持续增长带动了上游烘焙油脂的需求。2020 年烘焙油脂产量和需求量分别为 410.9 和 384.4 万吨，11-15 年产量 CAGR 为 10.98%，需求量 CAGR 为 13.24%；16-20 年产量 CAGR 为 11.57%，需求量 CAGR 为 11.90%，产量增速有所上升，需求量增速放缓，整体来看，11-20 年产

量 CAGR 为 11.49%，需求量 CAGR 为 12.78%，供需较为匹配。

图 29：烘焙油脂产量与需求量（万吨）相匹配



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿，德邦研究所

2.3.2. 烘焙油脂行业竞争格局分散，行业集中度有望提高

市场初具规模，各家主要企业在各自领域充分发挥优势。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，行业内各个企业在各自优势领域占据着重要地位。在烘焙应用油脂产品方面，代表性企业有南侨食品、张家港统清食品有限公司；淡奶油产品方面，代表企业有上海海融、南侨食品。国际方面，代表企业有丰益国际有限公司、株式会社 ADEKA、英联食品集团、阿胡斯卡尔斯油脂公司、南侨食品等。其中，南侨食品在烘焙油脂行业深耕 20 余年，在多个细分领域有着显著优势，根据 2021 年 FoodTalks 全球食品特种油脂企业榜，南侨食品位列全球 11 名，中国第一。

表 1：烘焙应用油脂领域主要公司

企业（品牌）名称	类型	特点
新西兰恒天然 GroupeLactalis（法国 president）	国外品牌	以高端烘焙店、咖啡店、酒店、西餐厅等为目标客户，主要提供天然奶油和黄油等。
南侨食品集团（上海）股份有限公司	国内专业烘焙油脂供应商	历史悠久，定位于较高端烘焙油脂市场，主要提供种类丰富的高品质专业烘焙油脂相关产品以及优质的顾问式增值服务。
南海油脂工业（赤湾）有限公司	国内大型食品工业油脂供应商	企业本身生产油脂原料，在规模型食品工业客户中具有一定价格优势，烘焙油脂种类较少。
不二制油（张家港）有限公司	国内大型食品工业油脂供应商	历史悠久，拥有丰富的全品类产品，不二集团在全球均有分布，向客户提供优质解决方案。
张家港统清食品有限公司	国内大型食品工业油脂供应商	历史悠久，以多元化烘焙油脂产品经营为主轴，与众多知名企业建立长期稳定的客户关系。
国内小型油脂厂商	--	生产工艺简单的低端产品，市场占有率较低。

资料来源：招股说明书，德邦研究所

烘焙油脂市场集中度偏低，区域性企业为主，行业亟待整合优化。2017 年烘焙油脂产能上，嘉吉粮油和南海油脂产能分别为 24 和 20 万吨，公司和阿胡斯卡尔斯等产能约为 10 万吨，不二制油和英联马利等产能分别 6、2 万吨，呈现大中小企业并存的竞争格局。目前国内烘焙行业生产企业较为分散，各个省市都具备一定规模的烘焙品牌，但是跨区域的烘焙连锁企业较少。我国烘焙油脂行业大部分市场份额集中在少数实力雄厚、规模较大的企业中，小型企业市场份额较小且主要生产工艺简单的较低端产品，龙头企业则能够凭借规模、技术及研发优势挤占小企业生存空间，市占率进一步提高。

表 2：2017 年各烘焙油脂企业主要产能

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

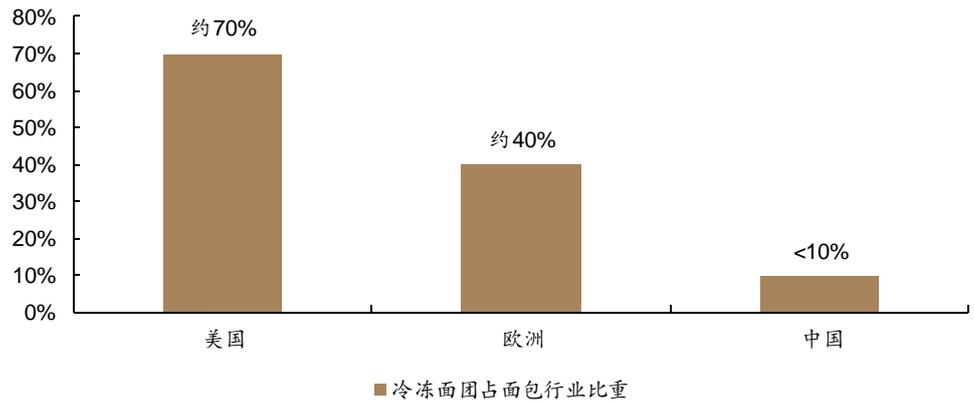
资料来源：南侨招股说明书，德邦研究所

2.4. 冷冻面团：回顾美国发展之路，中国市场发展潜力巨大

冷冻面团赛道在疫情助推下快速增长，未来潜力大。受疫情影响，去年烘焙店面临人工短缺的问题，带来了冷冻面团爆发的契机，未来渗透率有望持续提升。冷冻面团具备产品稳定性好、安全、保质期长、营运成本低等较传统烘焙更具优势的特性，能够协助烘焙业在人力成本高、人力短缺状况下，带来产品量和质的提升。疫情防控常态化下，内循环消费持续增长，消费者习惯发生转变，主要体现在两点：一是“一站式满足”，更加重视食品安全、品质、口感等因素，在超市、量贩店、高端会员店购买烘焙品需求提升，而冷冻面团能很好满足这类场景和需求；二是在家料理概率提升，冷冻面团使消费者在家中轻松动手，享受便捷烘焙美食。

国内冷冻面团食品处于起步期，对标欧美市场，发展前景广阔，中性测算下 2025 年市场规模预计近 220 亿元。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、设备成本的冷冻面团食品市场开始迅速发展，目前在欧美已经得到迅速的普及和发展。根据立高食品招股说明书的数据，以美国为例，1949 年只有 3% 的面包店使用冷冻面团食品，到 1961 年就快速增长到约 40%。根据安琪烘焙与中华面食技术中心在 2019 年 2 月发表的文章《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》中的数据，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%。未来随着我国经济发展和消费习惯的升级，烘焙食品的零售规模将持续增大，由于冷冻面团食品是对传统烘焙食品生产和经营模式的优化和提升，冷冻面团的渗透率将持续提升，烘焙市场规模增长叠加冷冻面团在烘焙食品中渗透率的提升将使得冷冻面团容量迅速增长。根据欧睿数据，2019 年我国烘焙食品零售额 2290.43 亿元，2025 年预计扩容至 3590.31 亿元，复合增速为 7.78%。根据产业信息网，2019 年现制烘焙占比约为 72.3%，假设 2025 年仍维持此比例不变。根据安琪烘焙与中华面食技术中心数据，我们假设 2019 年冷冻面团渗透率达到 10%，同时根据渠道跟踪得到冷冻面团终端售价平均约为出厂价的 3 倍，对渗透率提升分别作出中性/悲观/乐观假设，再除以终端加价率最终得到冷冻面团市场规模。经测算，2025 年我国冷冻面团食品市场容量在中性下将达到 216.32 亿元，2019-2025 年 CAGR 为 25.56%，渗透率为 25%；悲观情况下市场容量达到 173.05 亿元，2019-2025 年 CAGR 为 20.98%，渗透率为 20%；乐观情况下市场容量将达到 259.58 亿元，2019-2025 年 CAGR 为 29.44%，渗透率实现 30%。

图 30：主要国家冷冻面团占面包行业比重



资料来源：安琪烘焙与中华面食技术中心，德邦研究所

表 3：冷冻面团食品市场容量（亿元）测算

预期		2019	2025E
	烘焙食品零售额	2290.43	3590.31
	现制规模	1655.98	2595.79
	渗透率	10.00%	25.00%
中性	应用冷冻面团的终端规模	165.60	648.95
	冷冻面团市场规模	55.20	216.32
	渗透率	10.00%	20.00%
悲观	应用冷冻面团的终端规模	165.60	519.16
	冷冻面团市场规模	55.20	173.05
	渗透率	10.00%	30.00%
乐观	应用冷冻面团的终端规模	165.60	778.74
	冷冻面团市场规模	55.20	259.58

资料来源：欧睿，产业信息网，德邦研究所

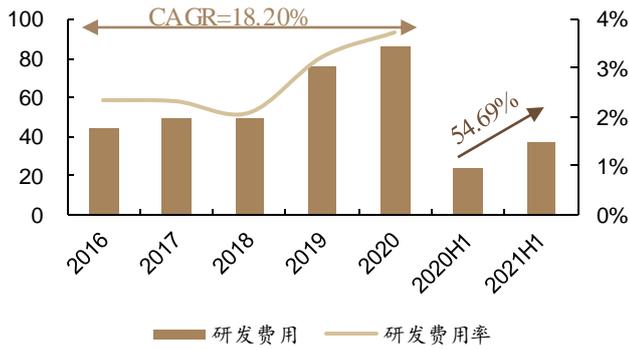
3. 竞争优势：高质量产品打造良好口碑，全方位服务助力渠道开拓

3.1. 研发优势奠定产品品质，立足高端形成差异竞争

3.1.1. 工艺业内领先，研销一体化提升产品竞争力

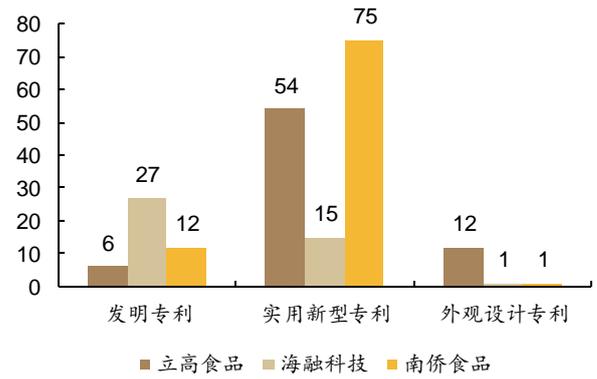
加大研发投入，持续迭代技术，专利数量业内领先，参与制定行业标准。公司不断加大研发投入，研发支出从 2016 年的 4429.84 万元上升到 2020 年的 8645.85 万元，年复合增长率 18.20%；2021H1 研发费用为 3703.28 万元，研发费用率为 2.72%，同比增长 0.28pct。目前公司在总部、上海南侨、天津南侨、广州南侨、天津吉好、广州吉好都分别设有研发机构。截至 2020 年 12 月 31 日，南侨食品获得授权的专利共计 88 项，其中 12 项为发明专利，75 项为实用新型，1 项为外观设计，与同业公司进行对比，数量优势明显。截至 2020 年 12 月 31 日，公司从事的研发项目中 15 项已经量产，15 项处于不同试验阶段，研发项目涵盖了烘焙应用油脂、淡奶油、馅料和冷冻面团等方面，并还在不断创新中。同时，公司还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，公司研发部主管曾参加起草《饼店等级划分和评定》国家标准草案和“植脂奶油”行业标准，技术研发上始终走在行业最前沿。

图 31：公司不断加大研发投入（百万元）



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 32：南侨食品专利数量（项）领先



资料来源：招股说明书，公司公告，德邦研究所

备注：南侨和海融为截至 2020 年年底数据，立高为截至 2020 年 6 月底数据

表 4：公司技术水平居于领先地位

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，德邦研究所

深入探索客户需求，以研发为销售提供保障。公司通过在天津、广州、上海各生产基地设立研发部，对各区域气候环境、消费习惯及客户的经营模式进行研究，积累了大量的数据资料。在研发创新时，公司会根据品牌定位及市场趋势，结合下游终端消费群体的购买喜好和年节等因素，设计新品和配方，目前公司产品涵盖 200 多个品类，种类丰富。此外，公司致力于个性化开发，通过全国客户服务中心、研发部对各区域气候环境、消费习惯及经营模式进行收集、研究，已成功开发裹油类丹麦面包油脂、高温湿乳化型乳化油等多种产品，在受到客户好评的同时技术和效益得到了显著提升，实现与客户的长期合作。

3.1.2. 制造工艺奠定产品特色，帮助公司错位竞争

灭菌技术更为先进，奶油可冷藏、风味佳。同业多采取巴氏杀菌法，而公司采用 UHT 灭菌方法（即超高温瞬时杀菌），该灭菌方式能够消灭更多的微生物，因此产品可以采用冷藏状态进行保存，相较冷冻状态能更好保留产品的风味。在均质过程上，南侨食品采用两段式均质，上海海融采用的是一段式均质，与一段式均质相比使用更少的乳化剂就可以达到理想的均匀度，产品中乳化剂等食品添加剂的使用量相对较少，因此产品的纯正口感更为突出。除此之外，南侨食品的无氢化工艺油脂及天然耐高温增香剂都处于业内领先地位。

表 5：业内各公司应用油脂和奶油制备相关技术情况

	UHT 奶油制备工艺	低反式脂肪酸油脂技术	天然耐高温增香剂
立高食品	正在研发	已应用	已应用
海融科技	已研发，但未进行应用	已应用	正在研发
南侨食品	已应用	已应用	已应用

资料来源：各公司招股说明书，德邦研究所

表 6：南侨是唯一生产冷藏型奶油的企业

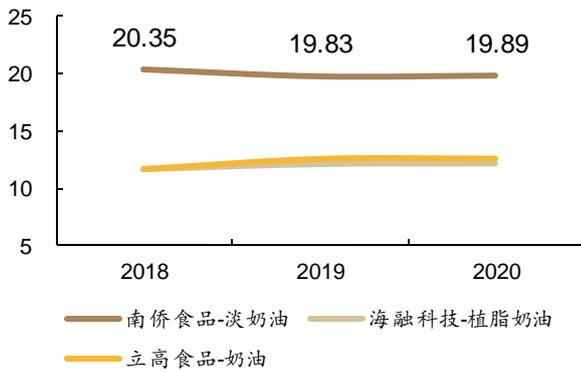
公司	品牌	冷藏/冷冻	
南侨	侨艺 800 淡奶油	冷藏	
	飞青花牛奶奶油	冷冻	
	飞青花奶酪奶油	冷冻	
	美尊浓含乳脂植脂奶油	冷冻	
	丝诺含乳脂植脂奶油	冷冻	
	沁护含乳脂植脂奶油	冷冻	
	海纳德乳脂植脂奶油	冷冻	
	飞青花季歌乳脂植脂奶油	冷冻	
	桑爱植脂奶油	冷冻	
	海纳德植脂奶油	冷冻	
	海融科技	季歌植脂奶油	冷冻
		季歌沁白植脂奶油	冷冻
		桑爱经典植脂奶油 (淡奶油伴侣)	冷冻
		海纳德麦香植脂奶油 (耐热性)	冷冻
柚歌植脂奶油 (耐酸性)		冷冻	
椰迷植脂奶油		冷冻	
巧朵咖啡植脂奶油		冷冻	
巧朵巧克力植脂奶油		冷冻	
鑫融软冰淇淋浆料		冷冻	
Merrylady 咖啡用浓缩奶		冷冻	
立高	立高美蒂雅乳脂植脂奶油	冷冻	
	立高迪旺高乳脂植脂奶油	冷冻	
	美浓乳脂植脂奶油	冷冻	
	美蒂雅植脂奶油	冷冻	
	康朋植脂奶油	冷冻	
	欢戴植脂奶油	冷冻	
	立高植脂奶油	冷冻	

资料来源：各公司官网，淘宝，京东，1688，德邦研究所

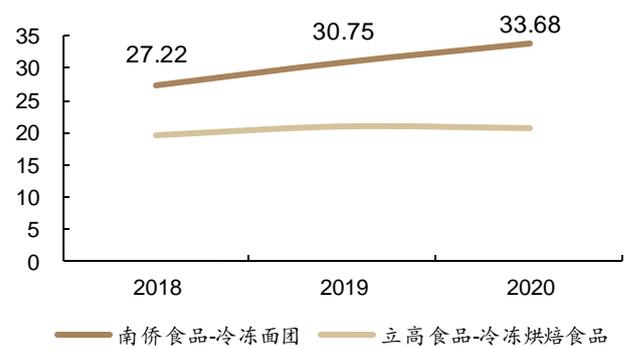
制造工艺形成壁垒，高品质成为产品特色，奶油可冷藏、冷冻面团可发酵，帮助公司进行差异竞争。公司使用先进工艺且产品乳脂含量更高，因此奶油品级更为高端，对比同业公司奶油单价，南侨食品淡奶油单价一直维持在 20 元/公斤左右，与立高和海融的奶油单价拉开差距。对比冷冻面团产品，南侨与立高产品各有特色，立高主要生产蛋挞皮、甜甜圈、麻薯等产品，南侨主攻丹麦类产品，工艺各有特色，定位价格带不同，南侨食品的冷冻面团价位近年来不断提升，2020 年单价可达 33.68 元/公斤，立高的冷冻烘焙食品单价在 20.66 元/公斤。因此南侨食品与立高食品不构成完全竞争，免于了同类价格竞争的压力。丹麦类面包需要酵母，对冷链的要求很高，就发酵类冷冻面团的发展阶段来看，我国还处于起步阶段，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，制约原因不乏冷链物流的滞后、专用设备的不足、专业人才和技术的缺乏等，未来随着经济的增长与技术的日趋成熟，发酵类冷冻面团将迎来广阔的前景。

图 33：南侨食品奶油单价最高 (单位：元/公斤)

图 34：南侨食品冷冻面团单价高于立高 (单位：元/公斤)



资料来源: 各公司公告, 德邦研究所

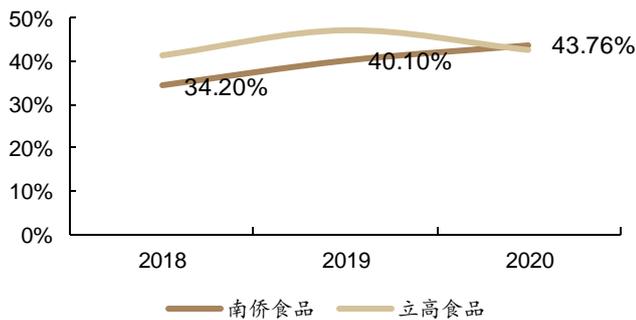


资料来源: 各公司公告, 德邦研究所

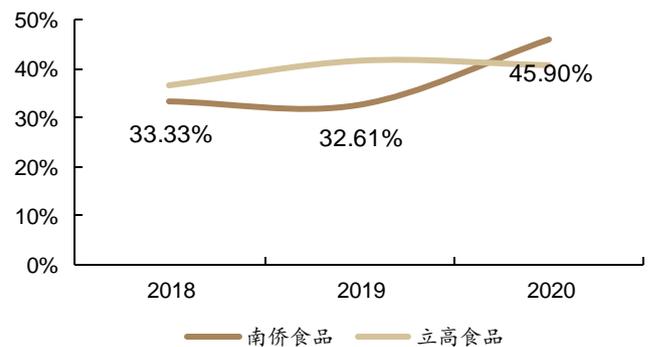
冷冻面团、淡奶油毛利率持续提升, 居于同业高位。公司冷冻面团 2020 年毛利率进一步攀升, 主要是由于规模效应扩大后生产成本下降且产品结构优化带来毛利率提升。淡奶油类产品毛利率呈现稳步上升趋势, 2020 年公司淡奶油毛利率为 43.76%。

图 35: 奶油类毛利率对比 (单位: %)

图 36: 冷冻面团类毛利率对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

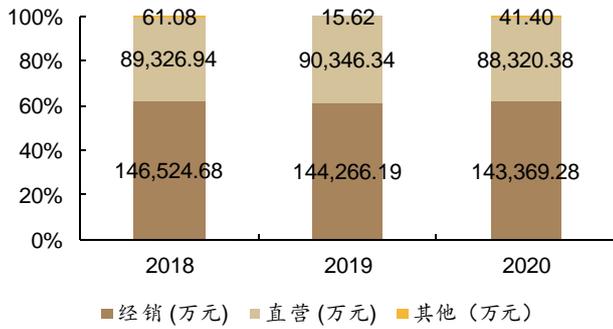
3.2. 渠道端: 深度服务开发优质客户, 区域布局跟随政策拓展

3.2.1. 经销模式提升效率, 返利+顾问式营销开发客户

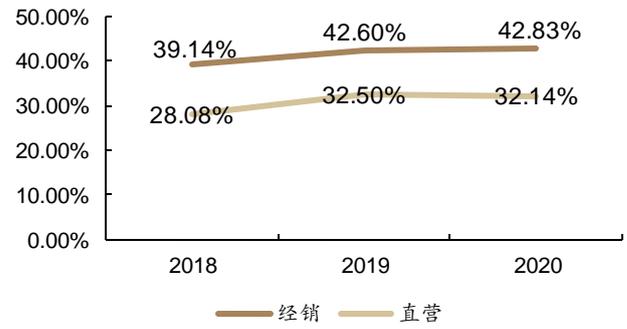
公司产品以 2B 为主, 产品低价值、终端客户分散, 销售模式以经销为主提升运营效率, 经销模式毛利率更高。公司 2020 年度、2019 年度、2018 年度经销模式收入在主营业务收入中的占比分别为 61.87%、61.49%、62.11%, 占比稳定高于直营渠道。主要因为: 公司的终端客户为食品加工企业, 分布在全国各地且规模大小不一, 将终端客户归入经销商的管理范围, 公司的管理成本大大降低; 经销商在三、四线城市终端市场拥有成熟的销售渠道, 可以更快帮助公司提升销量; 此外, 公司产品单位价值较低, 单家终端客户 (尤其是面包房、饼店等) 采购数量有限, 而整体销售规模较大, 经销模式运营可以提升公司的整体运营效率。同时, 由于经销模式的高效性, 经销模式毛利率高于直营模式, 2020 年经销模式毛利率为 42.83%, 直营模式毛利率为 32.14%。

图 37: 2018-2020 年营收按销售渠道拆分

图 38: 经销/直营模式毛利率



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

返利政策激发客户购买积极性，顾问式营销深度服务客户。公司制定了《经销商办法》《捆绑办法》等四类返利政策，包括针对直营客户的直营奖励和针对经销商客户的经销商奖励、捆绑奖励和净价支援奖励，以返利更好地激励不同类型的客户达成年度销售目标。每年年初，市场部门会根据市场业务分析、市场策略和年度销售规划，对返利政策的主要参数进行微调，公司返利政策整体稳定，返利金额占主营业务收入的比例均不超过 5%。此外，公司为客户提供 360 度全方位顾问式行销服务，服务团队人力雄厚，烘焙师大概在 100-150 人，全国有 26 个服务地点，其中 15 个地方有烘焙教室，服务内容包括教客户如何销售面包，如何寻找店面、怎么做陈列、如何推广产品、如何做节庆式销售等，覆盖产与销两方面。由于甜品、面包在不断创新，公司经常会去国外请一些先进的行销、甚至是技术人员来培训大客户。

图 39：公司技术团队在武汉市仟吉食品有限公司设立自动化生产线之初进行辅导



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 40：指导新澳联食品有限公司门市形象改造前后的对比图

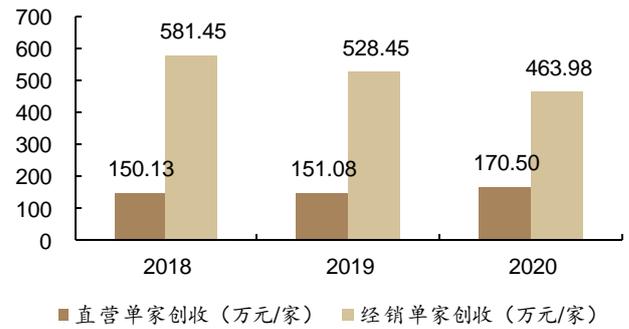
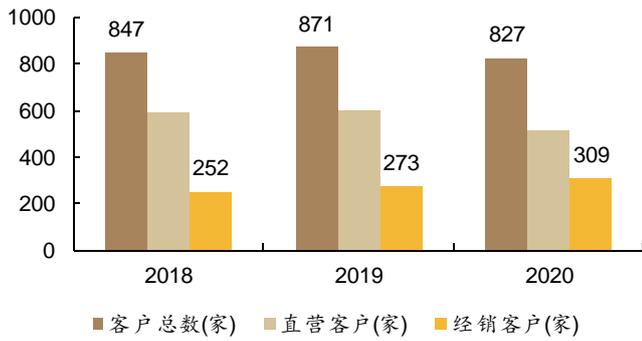


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

得益于优质产品与服务，公司拥有优质客户且合作关系持久，经销客户数量上升，直营客户单家创收提升。公司主要直营客户均为国内知名烘焙食品企业，主要经销商客户均为地区领先的烘焙食品原料经销商。同时，公司与客户均保持良好合作关系，与 16 家主要直营客户中的 13 家合作时间长于五年，与全部 14 家主要经销商客户的合作时间均长于五年。沃尔玛与公司合作范围扩大，厦门鑫福将食品有限公司（向阳坊品牌）、深圳市品道餐饮管理有限公司（奈雪的茶品牌）、江苏爸爸糖贸易有限公司（爸爸糖品牌）业务增长较快，对公司采购量增加。从单家创收情况来看，直营客户单家创收由 2018 年的 150.13 万元/家增长至 170.50 万元/家，体现出了直营客户的旺盛需求；经销客户单家创收略有下滑，但经销客户数量由 2018 年的 252 家增长至 2020 年的 309 家，量增保证了经销渠道收入的增长。

图 41：经销客户数量不断增加

图 42：直营/经销单家客户创收情况



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

表 7：公司前十大直营客户

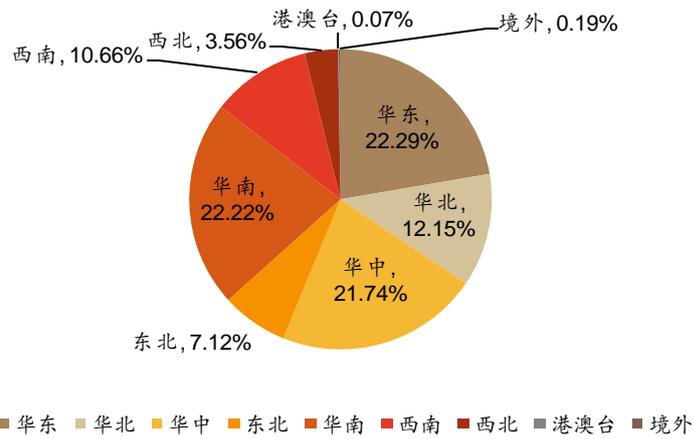
客户名称	主营业务	市场地位	合作开始时间
达利食品集团有限公司及其关联方	食品与饮料产品的生产销售	国内休闲食品及饮料行业领先品牌，母公司乔港联交所上市	2005
北京好利来工贸有限公司及其关联方	食品生产与销售	国内烘焙行业领先企业	2010
八十五度(江苏)食品有限公司及其关联方	糕点、糖果制品、速冻食品生产、销售	烘焙食品行业中高端连锁品牌，母公司台湾证券交易所上市	2012
北京味多美食品有限责任公司及其关联方	食品生产与销售	国内著名烘焙连锁食品企业	1997
桃李面包股份有限公司及其关联方	烘焙食品生产、加工、销售	国内烘焙行业领先企业，A股上市	2007
四川米老头食品工业集团股份有限公司及其关联方	食品生产、销售	国内著名休闲食品企业	2003
武汉市仟吉食品有限公司及其关联方	食品生产与销售	国内著名烘焙连锁企业	2005
云南嘉华食品有限公司	食品加工及销售	云南省烘焙连锁领先企业	2003
安徽优库食品有限公司及其关联方	生产糕点，水果、食品、销售	地区领先烘焙连锁品牌	2011
福建省晋江福源食品有限公司	食品生产、销售	国内著名休闲食品企业	2012

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

3.2.2. 销售布局全国，紧随政策拓盘

华东、华南、华中营收占比前三，针对全国各个主要经济带进行区域拓展。我国烘焙油脂需求具有较明显的区域性的特点，主要受下游产业区域布局的影响。华东、华南、华中地区经济水平高，国内居民饮食习惯随着生活条件的改善而逐渐改变，烘焙食品受到人们的喜爱和欢迎，因此消费市场主要以华东、华中和华南地区为主。此外，以成都为代表的四川地区，也保持着较高的增速。公司紧随政府政策制定发展计划，一方面依托“高铁经济带”，未来三年将面向长江经济带 11 个省市、京津冀协同发展区、珠三角城市群与东北振兴经济圈等区域布局，加大投资、深度耕耘；另一方面深化成长快速的三、四、五线城市，通过树立城市标杆客户、大型行业展会、各地区执行依照客户需求量身定制的产品、服务推广等，全力推动三、四、五线烘焙市场的蓬勃发展；此外，积极开拓以东南亚为代表的海外市场。

图 43：2020 年公司营收中，华东、华南、华中占比高



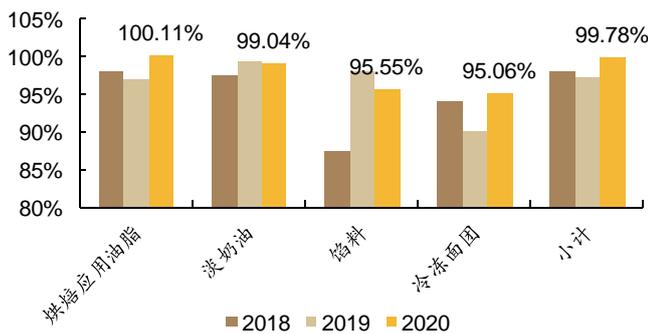
资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

4. 成长驱动：产能扩张支持业务发展，冷冻面团发力

4.1. 需求旺盛，升级扩产带动销量

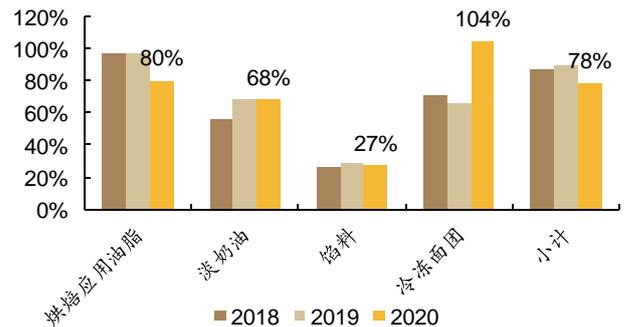
供需矛盾突出，现有产能制约供货能力。公司目前的生产能力不能满足市场快速发展的需要，烘焙油脂、冷冻面团等几大系列产品的产能利用率及产品产销率均较高。2020 年公司各品类的产销率均高于 95%，其中烘焙油脂业务产销率高达 100.11%，体现出了旺盛的市场需求。如果不进行新增投资扩充产能，2021 年公司油脂产能利用率预计将达 86.49%，而油脂产品销售每年需要面对几个月旺季，产能利用率接近饱和将会严重影响公司的供货能力，进而制约公司的销售增长潜力。此外，冷冻面团业务同样面临产能瓶颈，2020 年公司冷冻面团产量为 3,578 吨，2021 年公司冷冻面团产量预计为 4,773 吨，当前冷冻面团产能仅达 3,437 吨，如果不投资新增冷冻面团生产线，预计在 2021 年会出现产能严重不足的情况。

图 44：2020 年公司各品类产销率高于 95%



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

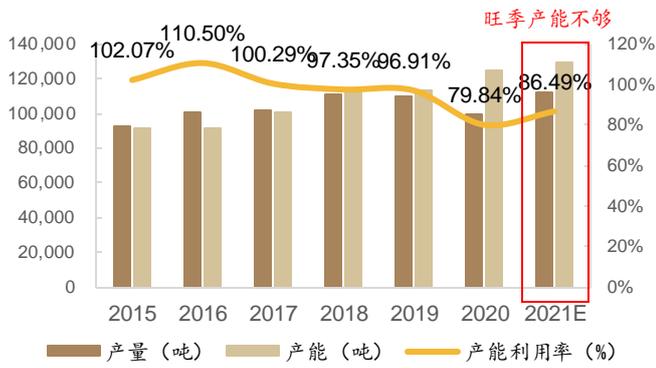
图 45：2020 年公司各品类产能利用率



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 46：公司油脂旺季产能不够

图 47：公司冷冻面团产能缺口大



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

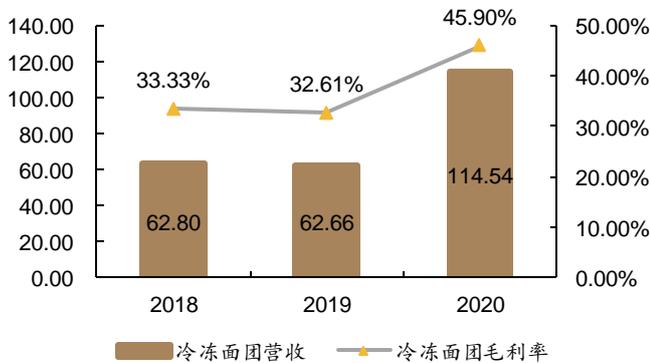
募投资金将对现有产线升级改造并增设产线扩大产能，提高生产效率、增强规模效应，向高附加值领域延伸生产能力。公司 IPO 的募投资金主要将用于：

- **技改项目方面**，现有生产线大多建成于 10 年前，存在设备自动化程度有进一步提升空间、耗能较高、传统制作工序需优化改造等问题，改造升级产线利于提升生产效率。
- **扩产方面**，上海南侨二期项目将投资新建两条片状油生产线、一条箱油生产线、一条冷冻面团生产线，预计每年将新增油脂产能超过 3 万吨、冷冻面团产能超过 4 千吨；天津南侨将扩建厂房、新建一条冷冻面团生产线，并通过新增部分设备对现有冷冻面团生产线进行扩能改造。项目建成后，预计每年将新增油脂产能超过 1.5 万吨、冷冻面团产能超过 7 千吨，公司扩产紧随业务发力方向。

4.2. 重点布局冷冻面团，扩产有望帮助业务保持高增

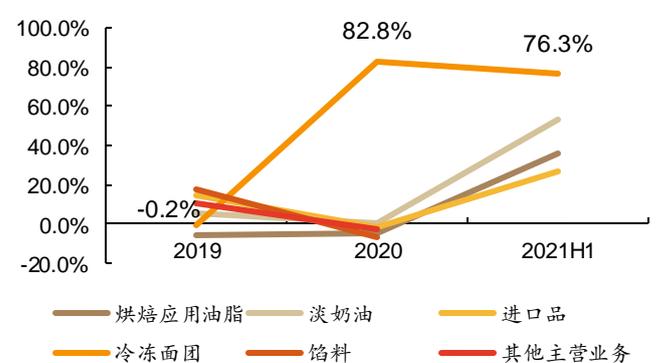
疫情助推，冷冻面团业务在 2020 年以后呈现爆发式增长。从营收占比看，公司冷冻面团业务体量小但起量快，营收从 2018 年的 0.63 亿上升至 2020 年的 1.15 亿，CAGR 高达 35%，增速自 2020 年以来大幅领先于其他业务，2020 年/2021H1 增速分别为 82.8%/76.3%。从毛利率来看，冷冻面团受益于产品结构调整从而毛利率提升，从 2018 年的 33.33% 上升至 2020 年的 45.90%。

图 48：冷冻面团营收及毛利率持续提升（百万元，%）



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

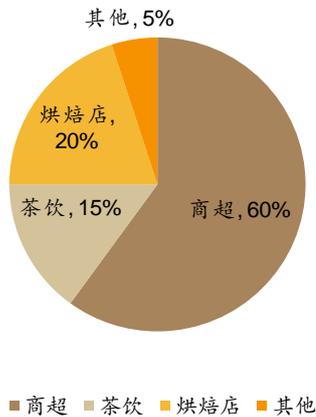
图 49：冷冻面团营收增速为所有业务中最快（%）



资料来源：公司招股说明书，公司中报业绩会，德邦研究所

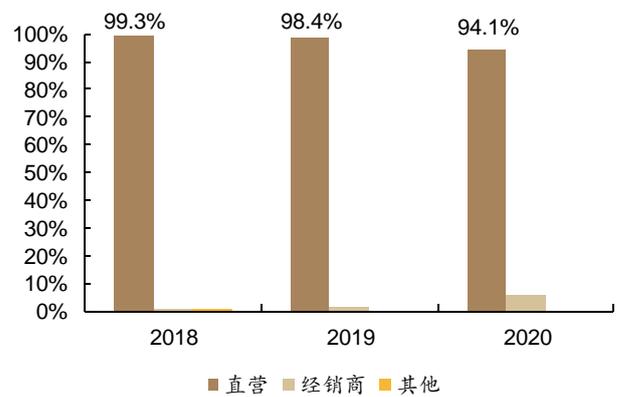
直营为主、商超占大头，未来还有充足的渠道空间可挖。公司目前冷冻面团业务占比仍较低，业务规模还在发展初期，因此销售渠道上，冷冻面团产品以直营模式销售为主，2020年直营销售收入占比高达94.1%。目前公司冷冻面团业务的渠道构成中，商超/茶饮餐饮/烘焙店/其他占比分别约为60%/15%/20%/5%。商超作为冷冻面团的重要需求方，采购的量大而对产品需求较为单一，是相对最为优质的客户，因此在产品供不应求的情况下，公司优先选择了商超客户来满足，所以目前冷冻面团业务中商超渠道占比较高。展望未来，伴随冷冻面团渗透率不断提高，公司有望积极拓展茶饮餐饮、烘焙店等B端客户，渠道发展空间充足。

图 50：公司冷冻面团销售渠道中商超占比约 60%



资料来源：渠道跟踪，德邦研究所

图 51：公司冷冻面团销售模式以直营为主



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

多厂区投产促进产能扩张与需求增长相匹配。从产能来看，冷冻面团是公司今年扩产重点，目前仅在天津南侨厂区生产，今年一季度天津厂新增产线，产能有所增加；根据公司募投资金计划，上海南侨厂区新增冷冻面团生产线正在筹备中，预计明年投产。伴随产能扩张，后续也将逐步扩充冷冻面团新品，产能扩张有利于支撑公司业务迅速发展，且公司冷冻面团产品系列的毛利率较高，约为45%，冷冻面团系列产品占比提升也有利于增强公司的盈利能力。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 投资预测

我们对 2021-2023 年主要品类营业收入做出以下假设：

- 1) 烘焙油脂：烘焙油脂业务逐渐进入稳态增长阶段，我们预计，2021 年伴随业务在疫情后恢复和顺应原料涨价进行调价，营收为 18.15 亿元，同比增速达 27.20%。2022、2023 年营收分别为 20.45、22.50 亿元，同比增速分别为 12.70%、10.00%；原料价格波动对毛利率有一定影响，公司通过提价、成本管控等手段对毛利率保持在较好水平，预计毛利率分别为 40.35%、40.40%、40.45%。
- 2) 进口品：家庭烘焙趋势带动进口品销售成长，同时进口品上市新品类，未来也是很重要的成长动力，疫情下海运不顺利，预计海运通畅后增速还将提升。预计进口品业务 2021-2023 年同比增速分别为 26.00%、27.50%、27.50%，营收分别为 5.12、6.52、8.32 亿元；毛利率预计稳中有升，分别为 28.30%、28.60%、28.90%。
- 3) 淡奶油：在公司不断推出新品的情况下，淡奶油业务将持续受益于茶饮

和西点的快速成长, 预计淡奶油业务 2021-2023 年同比增速分别为 36.50%、32.60%、27.50%, 营收分别为 4.80、6.37、8.12 亿元, 毛利率分别为 43.80%、44.00%、44.20%。

- 4) 冷冻面团: 产能项目持续落地, 有助于缓解产能紧张态势, 供应充足带动销量提升, 产品结构优化实现吨价提升, 预计冷冻面团业务 2021-2023 年同比增速分别为 68.41%、87.00%、57.50%, 营收分别为 1.93、3.61、5.68 亿元; 规模效应及产品结构优化拉动毛利率提升, 预计毛利率分别为 46.40%、46.80%、47.10%。
- 5) 馅料: 公司馅料业务还处于起步阶段, 规模较小, 仍需一定的培育期, 预计馅料业务 2021-2023 年同比增速分别为 14.24%、17.30%、17.30%, 营收分别为 0.17、0.20、0.23 亿元; 伴随规模提升毛利率向好, 预计毛利率分别为 -6.00%、1.00%、3.00%。
- 6) 其他主营业务: 预计其他主营业务 2021-2023 年同比增速分别为 12.00%、10.00%、10.00%, 营收分别为 0.03、0.04、0.04 亿元, 毛利率分别为 99.92%、99.92%、99.92%。
- 7) 其他业务: 预计其他业务 2021-2023 年同比增速分别为 10.00%、8.00%、6.00%, 营收分别为 0.06、0.06、0.06 亿元, 毛利率分别为 52.60%、52.60%、52.60%。

表 8: 南侨食品收入预测 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,363.68	2,351.09	2,322.40	3,025.92	3,725.31	4,496.06
YOY(%)	12.08%	-0.53%	-1.22%	30.29%	23.11%	20.69%
毛利率	34.97%	38.74%	38.78%	39.07%	39.44%	39.71%
烘焙应用油脂	1587.35	1,502.43	1,426.87	1,814.98	2,045.48	2,250.03
YOY(%)	8.72%	-5.35%	-5.03%	27.20%	12.70%	10.00%
毛利率	39.91%	43.53%	40.35%	40.35%	40.40%	40.45%
业务收入占比(%)	67.16%	63.90%	61.44%	59.98%	54.91%	50.04%
进口品	361.59	413.06	406.15	511.75	652.48	831.91
YOY(%)	25.99%	14.23%	-1.67%	26.00%	27.50%	27.50%
毛利率(%)	15.90%	22.80%	28.17%	28.30%	28.60%	28.90%
业务收入占比(%)	15.30%	17.57%	17.49%	16.91%	17.51%	18.50%
淡奶油	331.06	349.16	351.97	480.44	637.06	812.25
YOY(%)	13.51%	5.47%	0.80%	36.50%	32.60%	27.50%
毛利率(%)	34.20%	40.10%	43.76%	43.80%	44.00%	44.20%
业务收入占比(%)	14.01%	14.85%	15.16%	15.88%	17.10%	18.07%
冷冻面团	62.80	62.66	114.54	192.90	360.72	568.13
YOY(%)	12.40%	-0.22%	82.80%	68.41%	87.00%	57.50%
毛利率(%)	33.33%	32.61%	45.90%	46.40%	46.80%	47.10%
业务收入占比(%)	2.66%	2.67%	4.93%	6.37%	9.68%	12.64%
馅料	13.58	15.95	14.84	16.95	19.89	23.33
YOY(%)	109.24%	17.45%	-6.96%	14.24%	17.30%	17.30%
毛利率(%)	-24.38%	-20.60%	-11.14%	-6.00%	1.00%	3.00%
业务收入占比(%)	0.57%	0.68%	0.64%	0.56%	0.53%	0.52%
其他主营业务	2.75	3.03	2.95	3.30	3.63	4.00
YOY(%)	-33.25%	10.18%	-2.64%	12.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	99.88%	99.92%	99.86%	99.92%	99.92%	99.92%
业务收入占比(%)	0.12%	0.13%	0.13%	0.11%	0.10%	0.09%
其他业务	4.55	4.81	5.09	5.60	6.05	6.41
YOY(%)	20.37%	5.71%	5.82%	10.00%	8.00%	6.00%

毛利率(%)	43.60%	50.35%	52.59%	52.60%	52.60%	52.60%
业务收入占比(%)	0.19%	0.20%	0.22%	0.19%	0.16%	0.14%

资料来源: Wind, 德邦研究所

5.2. 投资建议

我们预计公司 2021~2023 年营业总收入为 30.26、37.25、44.96 亿元，同比增长 30.29%、23.11%、20.69%，2021~2023 年归母净利润为 4.33、5.43、6.60 亿元，同比增长 33.25%、25.28%、21.54%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 31.82X、25.40X、20.90X，2021-2023 年 EPS 分别为 1.02、1.28、1.56 元。2021-2023 年可比公司 PE 均值为 43.44X、34.33X、26.13X，南侨食品具备估值优势。展望未来，受益于烘焙食品行业高景气，公司烘焙油脂主业有望稳定增长，冷冻面团业务伴随产能释放将持续放量，淡奶油、进口品等业务的快速发展有望为公司贡献多元增长极，看好公司长期发展，给予“增持”评级。

表 9: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (百万元)	归母净利润(百万元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300973.SZ	立高食品	21,777.12	306.42	393.00	530.62	71.07	55.41	41.04
300915.SZ	海融科技	4,617.90	148.37	195.32	269.15	31.13	23.64	17.16
603866.SH	桃李面包	25,566.94	908.81	1,068.20	1,266.77	28.13	23.93	20.18
可比公司平均值		--	454.53	552.17	688.85	43.44	34.33	26.13
605339.SH	南侨食品	13,790.12	433.38	542.96	659.90	31.82	25.40	20.90

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 当前股价和当前市值均为 2021/8/30 收盘价, 除南侨外公司均采用万得一致预期

6. 风险提示

行业竞争加剧，原材料价格波动，新增产能无法消化，新品增速不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.77	1.02	1.28	1.56
每股净资产	4.59	7.58	8.61	9.85
每股经营现金流	1.19	1.16	1.56	1.85
每股股利	0.00	0.37	0.26	0.31
价值评估(倍)				
P/E	42.40	31.82	25.40	20.90
P/B	7.09	4.29	3.78	3.30
P/S	5.05	4.56	3.70	3.07
EV/EBITDA	22.69	20.03	16.14	13.05
股息率%	0.0%	1.1%	0.8%	1.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	38.8%	39.1%	39.4%	39.7%
净利润率	14.0%	14.3%	14.6%	14.7%
净资产收益率	16.7%	13.5%	14.9%	15.8%
资产回报率	11.2%	11.3%	11.7%	12.7%
投资回报率	13.0%	12.0%	12.4%	13.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-1.2%	30.3%	23.1%	20.7%
EBIT 增长率	11.7%	25.9%	25.1%	21.9%
净利润增长率	9.0%	33.2%	25.3%	21.5%
偿债能力指标				
资产负债率	32.7%	16.3%	21.5%	19.6%
流动比率	1.8	3.5	2.7	3.1
速动比率	1.4	2.8	2.1	2.5
现金比率	1.2	2.3	1.8	2.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	24.6	23.0	22.7	22.6
存货周转天数	90.1	85.0	83.0	82.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
固定资产周转率	2.1	2.1	2.1	2.4

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	325	433	543	660
少数股东损益	0	0	1	1
非现金支出	103	127	148	157
非经营收益	-17	-13	-14	-13
营运资金变动	93	-58	-15	-22
经营活动现金流	504	490	663	783
资产	-75	-512	-455	-147
投资	0	-9	-8	-8
其他	19	-87	-16	-19
投资活动现金流	-55	-608	-479	-174
债权募资	579	-386	251	-117
股权募资	0	64	0	0
其他	-770	767	-110	-134
融资活动现金流	-191	444	141	-251
现金净流量	258	327	325	358

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,322	3,026	3,725	4,496
营业成本	1,422	1,844	2,256	2,711
毛利率%	38.8%	39.1%	39.4%	39.7%
营业税金及附加	19	24	30	36
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	258	357	443	535
营业费用率%	11.1%	11.8%	11.9%	11.9%
管理费用	144	185	220	261
管理费用率%	6.2%	6.1%	5.9%	5.8%
研发费用	86	121	156	198
研发费用率%	3.7%	4.0%	4.2%	4.4%
EBIT	393	495	620	756
财务费用	-4	-17	-25	-30
财务费用率%	-0.2%	-0.5%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	407	527	664	808
营业外收支	1	16	17	19
利润总额	408	543	681	827
EBITDA	490	623	768	913
所得税	82	110	137	167
有效所得税率%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%
少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司所有者净利润	325	433	543	660

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,079	1,405	1,730	2,088
应收账款及应收票据	161	195	237	284
存货	351	429	513	609
其它流动资产	97	105	112	120
流动资产合计	1,687	2,134	2,592	3,102
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,090	1,457	1,794	1,847
在建工程	13	60	59	24
无形资产	53	55	60	66
非流动资产合计	1,206	1,706	2,055	2,090
资产总计	2,893	3,840	4,647	5,192
短期借款	469	83	335	218
应付票据及应付账款	170	177	216	260
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	294	348	425	508
流动负债合计	934	609	976	986
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	13	18	23	29
非流动负债合计	13	18	23	29
负债总计	947	627	999	1,015
实收资本	360	424	424	424
普通股股东权益	1,944	3,211	3,646	4,173
少数股东权益	2	2	3	4
负债和所有者权益合计	2,893	3,840	4,647	5,192

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。