

烘焙原料产品渠道齐头并进，冷冻烘焙布局未来

核心观点

- **烘焙行业景气拉动奶油需求，植脂奶油健康化升级，原料价格上涨毛利承压。**据欧睿预计，2026 年我国烘焙行业市场规模将达 3700 亿元，2026 年奶油行业规模预计将达 170 亿元；随植脂奶油运用非氢化技术加工，避免产生反式脂肪酸，消费者将更易接受；受上游原材料价格飙升影响，中游奶油品牌商均进行提价缓解成本端压力，通过售价对比，我们认为国产奶油性价比更高，下游烘焙企业在面对疫情反复叠加涨价潮蔓延的双重压力下，有望选择性价比较高的国产植脂奶油进行替代。
- **产品迭代迅速，结构持续优化，规模效应下毛利率优势明显。**海融产品迭代处于行业领先地位，2018 推出“飞青花”系列克服奶油加工过程中产生反式脂肪酸问题将我国奶油行业推进“5G”新时代，2021 年推出高蛋白低负担的“飞蛋”系列奶油，引领我国奶油行业迈向“6G”时代；产品结构优化下对出厂价具有拉动效应，2021 年海融在毛利端较南侨、立高分别高出 8.8pcts、7.1pcts。
- **渠道端多元化发展：1) 由子公司一仆咨询强化 B 端客户服务：**从应用产品研发与服务、产品规划及项目培训三大方面给予客户市场支持，针对客户体量分层级提供定制化支持策略帮助下游客户在市场站稳脚跟，有效增强客户粘性，通过产品方案赋能原料，运用网络直播等新形式触达更多小 B 端客户。**2) 海外市场成长性强：**公司近年海外业务收入增速高于国内业务，海外业务聚焦印度市场，预计 2021 到 2026 年印度烘焙行业规模将以复合增长率 5.7% 增长，2020H1 海融印度植脂奶油毛利率较国内同类产品低 11.88pct，印度市场量利空间均较大；**3) 开拓餐饮渠道：**成立餐饮事业部与中高端现制茶饮展开合作，主要提供奶油奶盖、预打发冷冻奶油、咖啡奶等乳基料产品，未来将与更多茶饮客户深入合作，助推业绩增长。
- **布局冷冻烘焙第二增长曲线：**主打冷冻千层蛋糕，定价中高端，小规格产品更符合个人及小家庭需求，公司募投项目包括冷冻甜点生产线，达纲后产能达 4000 吨/年，未来将主要面向连锁商超、便利店等 B 端客户。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年 EPS 分别为 1.26/1.47/1.64 元；使用可比公司估值法给予公司 22 年 38 倍 PE，对应目标价 47.88 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 原料价格波动；市场需求不及预期；食品安全风险；海外业务风险；募投项目风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	572	747	944	1,062	1,214
同比增长(%)	-2.0%	30.7%	26.4%	12.4%	14.4%
营业利润(百万元)	102	130	133	154	173
同比增长(%)	11.6%	27.8%	2.1%	16.2%	12.4%
归属母公司净利润(百万元)	87	112	113	132	148
同比增长(%)	13.2%	29.5%	0.9%	16.3%	12.4%
每股收益(元)	0.96	1.25	1.26	1.47	1.65
毛利率(%)	52.9%	43.7%	41.9%	42.4%	42.3%
净利率(%)	15.2%	15.1%	12.0%	12.4%	12.2%
净资产收益率(%)	10.9%	8.3%	7.9%	8.6%	8.8%
市盈率	42.9	33.1	32.8	28.3	25.1
市净率	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2022年08月17日)	41.26 元
目标价格	47.88 元
52 周最高价/最低价	66.16/34.19 元
总股本/流通 A 股 (万股)	9,000/2,520
A 股市值 (百万元)	3,713
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 08 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.33	-4.19	8.46	-23.34
相对表现	-0.26	-2.34	11.76	-0.72
沪深 300	1.59	-1.85	-3.3	-22.62



证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

目录

一、国内植脂奶油龙头，专注主打产品发展.....	6
1.1 专注奶油系列，遍历摸索突围，海融正值加速扩张期.....	6
1.2 股权结构稳定，高管团队经验丰富.....	8
1.3 经销为主直销为辅，海内外市场兼顾.....	8
1.4 营收稳中有进，毛利行业领先，产销状况良好.....	9
二、下游烘焙行业景气拉动需求，上游大宗原料价格处于高位，中游企业提价“剪刀差”效应双向获益可期.....	12
2.1 我国烘焙行业持续景气，带动奶油行业增长，前景明朗.....	12
2.2 原材料涨价潮蔓延中游企业，成本承压下国产奶油具备价格优势.....	17
三、产品渠道双向发展叠加形成飞轮效应，第二成长曲线未来可期.....	20
3.1 产品升级领先，结构持续优化.....	20
3.1.1 产品迭代行业领先，重点关注健康饮食需求.....	20
3.1.2 规模效应+产品结构优化，海融毛利端更具优势.....	22
3.2 渠道拓展端多点开花，公司着力打造新增长点.....	23
3.2.1 链条化经销模式精准触达小 B 端、C 端客户.....	23
3.2.2 积极开拓海外市场，长期前景广阔.....	26
3.2.3 餐饮事业部成立，有望与连锁茶饮深入融合.....	27
3.3 开拓冷冻烘焙第二成长曲线.....	28
盈利预测与投资建议.....	32
盈利预测.....	32
投资建议.....	33
风险提示.....	33

图表目录

图 1: 海融科技奶油产品系列	6
图 2: 海融科技产品结构图	6
图 3: 公司 2016-2021 营业收入占比 (按产品)	6
图 4: 海融科技股权结构 (2022 一季报)	8
图 5: 直销、经销渠道人占比 (左) 及毛利率 (右)	9
图 6: 公司 2019 年国内 7 大片区营收占中国大陆收入比重	9
图 7: 公司 2019 年营业收入占比 (按地区)	9
图 8: 公司近年营业总收入 (百万元) 及营业总收入、植脂奶油、其它烘焙原料同比增速 (%) 9	
图 9: 海融科技产品及总毛利率	10
图 10: 销售/管理/研发费用率变化 (%)	10
图 11: 海融科技归母净利润 (百万元) 及 yoy (%)	10
图 12: 海融科技归母净利润率 (%)	10
图 13: 海融整体植脂奶油产销量 (吨) 及产销率 (%)	11
图 14: 海融整体植脂奶油、其它烘焙原料产能 (吨) 及产能利用率	11
图 15: 我国烘焙行业规模及同比增速	12
图 16: 2021 年主要国家/地区人均烘焙食品消费额 (美元)	12
图 17: 2020 年主要国家/地区人均烘焙食品消费量 (kg)	12
图 18: 中国重点城市烘焙门店数 (截止 2021 年 6 月 15 日)	13
图 19: 烘焙油脂占我国烘焙原料销量 13% (2021)	15
图 20: 我国烘焙油脂消费量与烘焙行业规模增长趋势相近	15
图 21: 预计我国 2026 年蛋糕销售额将达 1622.3 亿	15
图 22: 奶油成本约占蛋糕销售额 8.8%-12.3%	15
图 23: 海融内销含乳脂植脂奶油销量占比逐年提升	16
图 24: 海融和立高含乳脂植脂奶油销量 (吨) 逐年攀升	16
图 25: 近 4 年美国植脂奶类产品销售额 (亿美元)	17
图 26: 2020 年美国植脂奶类产品远超动脂奶类产品	17
图 27: 公司原材料采购占营业成本比例 (2019)	18
图 28: 南华棕榈油指数走势与公司油脂进货价格走势接近	18
图 29: 郑糖指数走势与公司糖进货价格走势接近	18
图 30: 玉米指数走势与公司葡萄糖、糖浆进货价格走势接近	18
图 31: 我国 2020 年奶油市场份额	20
图 32: 2021 国内奶油品牌销售额增速远超蛋糕市场规模增速	20
图 33: 海融科技、南侨食品、立高食品研发费用率对比	21
图 34: 海融近年研发费用及复合增速	21

图 35: 我国人民食品消费日益趋向健康化 (2018)	22
图 36: 公司飞青花系列销售额及其占内销含乳植脂奶油比例	22
图 37: 海融、立高、南侨奶油产品成本 (元/千克) 及 yoy (%)	23
图 38: 海融、立高、南侨奶油产品出厂价 (元/千克) 及 yoy (%)	23
图 39: 海融科技、南侨食品、立高食品奶油销量 (吨) 对比	23
图 40: 海融科技、南侨食品、立高食品奶油毛利率对比	23
图 41: 公司 2017-2021 年中国大陆 7 大片区经销商数量变化	24
图 42: 海融销售人员数量 (人) 及其占比 (%)	24
图 43: 海融销售人员人均薪酬与其人均创收匹配	24
图 44: 一仆技术团队为客户定制应用产品	25
图 45: 一仆通过线上直播等方式为终端客户提供产品解决方案	26
图 46: 印度烘焙行业规模测算	26
图 47: 海融印度植脂奶油产销量 (吨) 及产销率 (%)	27
图 48: 疫情前海融印度产能利用率接近满产水平	27
图 49: 海融海外营业收入及同比增速	27
图 50: 海融植脂奶油毛利率拆分	27
图 51: 我国中高端现制茶饮市场规模 (十亿元) 2021-2025 CAGR=27.1%	28
图 52: 海融现阶段茶饮渠道合作品牌	28
图 53: 现阶段合作品牌以中高端为主	28
图 54: 中国甜点市场消费渠道构成比例 (2019)	29
图 55: 便利店下午茶场景以年轻女性为目标群体	29
图 56: 罗森、7-11 全国/上海及其周边地区开店数 (2021)	29
图 57: 罗森中国大陆日配食品年店均销售额 (万元) 增长空间较大 (2021)	29
图 58: 海融冷冻干层产品已在罗森上市	30
图 59: 2000-2020 年我国户均规模 (人/户) 呈下降趋势	30
图 60: 2000-2020 年我国单人户比例呈上升趋势	30
表 1: 公司成立以来重大事件	7
表 2: 海融科技产能扩建项目表	11
表 3: 西式烘焙饼店逐渐连锁化 (截止 2022 年 6 月 28 日)	14
表 4: 新式中式糕点连锁快速走红 (截止 2022 年 6 月 28 日)	14
表 5: 奶油分类及其优缺点	16
表 6: 国内市场知名奶油产品终端价格对比 (截止 2022 年 6 月 8 日)	19
表 7: 海融新产品不断推动行业发展	20
表 8: 海融研发人员占比和人均薪酬均高于南侨和立高	21
表 9: 海融冷冻干层竞品比较	31

表 10: 可比公司估值	33
表 11: 假设植脂奶油业务 22 年直接材料涨幅变化对综合毛利率的影响.....	33

一、国内植脂奶油龙头，专注主打产品发展

1.1 专注奶油系列，遍历摸索突围，海融正值加速扩张期

主打奶油系列产品，分产品收入结构稳定。海融科技自 2003 年正式成立以来一直将发展重心倾斜于奶油系列，形成以奶油为核心，巧克力、果酱、复合调味酱、香精香料众星拱月的产品结构。目前海融在售奶油系列 12 种，产品约 30 款，覆盖含乳脂植脂奶油、不含乳脂植脂奶油两个类别，广泛运用于烘焙行业产品装饰和夹心。2016 年至 2021 年，主营产品植脂奶油贡献均在 90% 左右，巧克力和果酱合计占比在 8% 附近徘徊，总体收入结构较为稳定。

图 1：海融科技奶油产品系列



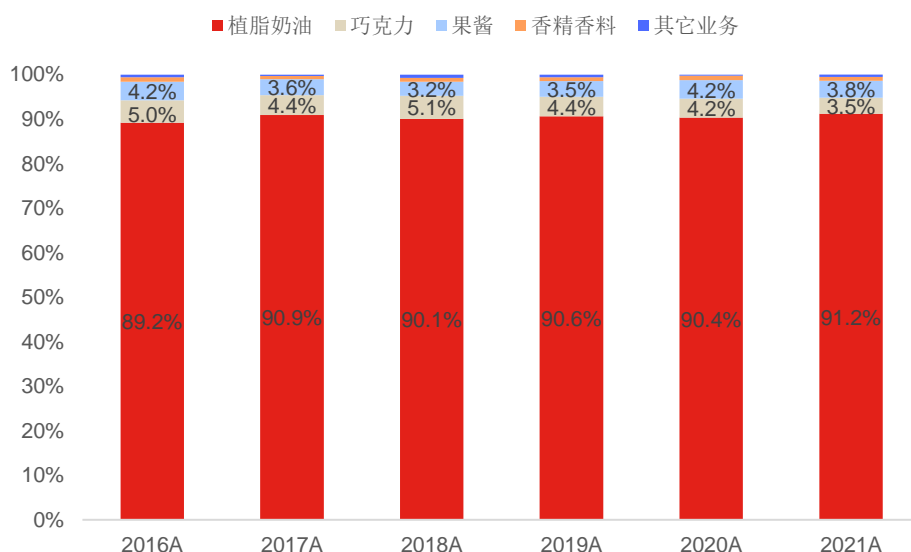
数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 2：海融科技产品结构图



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 3：公司 2016-2021 营业收入占比（按产品）



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司招股书，东方证券研究所

2003-2007年：发展初期——海融成立伊始，积极开拓多种类烘焙原料产品

2003年10月欣融实业与黄海瑚先生分别出资60%与40%正式成立海融科技，目标直指烘焙原料市场。成立初期，公司积极探索多种类烘焙原料产品，2005年在市场分别推出第一款耐高温奶油及津彩果酱，2007年进军巧克力市场，巧克力车间顺利开始投产。

2008-2014年：成长突破期——稳定成长下从多角度寻求突围机会

2008年后，公司逐渐在行业站稳脚跟，业务稳定成长，海融开始通过聚焦奶油发展、业务走出国门及客户服务三大战略方向，力求在激烈的行业竞争中突围而出。2008年和2010年海融先后推出领先行业的完全氢化棕榈油脂技术和超强耐酸植脂奶油；2009年成立海融印度公司，产品销售逐渐向南亚、东南亚地区辐射；2014年成立一仆咨询，通过烘焙食品新产品研发、主题活动策划、技术及人员培训等活动，为客户提供全面的跟踪服务。

2015-至今：加速扩张期——高效研发助力公司纵向横向扩展业务

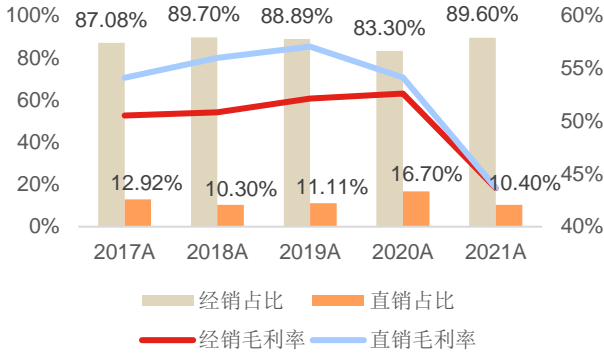
2015年以来，海融正式迈入加速扩张期，期间公司通过其强劲的技术创新能力和科技成果转化能力先后研发成功非氢化奶油及巧克力制品，很大程度地降低了产品中含有对人体健康不利的反式脂肪酸。2020年相继推出餐饮奶油与果酱、冷冻西点等新产品，覆盖烘焙与餐饮业务并在同年12月于创业板成功上市。2021年，公司再次在产品端有新突破，其“飞蛋”系列正式面市，开启了国内奶油6G时代。

表 1：公司成立以来重大事件

时间	阶段	事件
2003年10月	发展初期	上海海融食品科技股份有限公司正式成立
2005年		海融科技推出第一款耐高温奶油-海纳德麦香植脂奶油
2005年		津彩果酱成功在市场推出
2007年		巧克力车间正式投产
2008年	成长突破期	植脂奶油采用完全氢化棕榈油脂(FHO),领先于行业
2009年		海融印度公司成立,标志着海融迈出国门走向世界的第一步
2010年		超强耐酸植脂奶油-柚歌诞生
2014年		一仆咨询成立
2016年	加速扩张期	非氢化奶油和系列巧克力制品研发成功,工业3.0生产线启用
2018年		飞青花系列正式面市
2020年		相继推出餐饮奶油与果酱、冷冻西点等新产品,覆盖烘焙与餐饮业务
2020年12月		海融科技在创业板上市成功
2021年		“飞蛋”系列面市,开启奶油6G时代

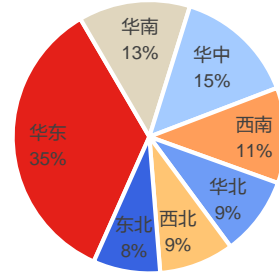
数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 5：直销、经销渠道收入占比（左）及毛利率（右）



数据来源：招股说明书，公司年报，东方证券研究所

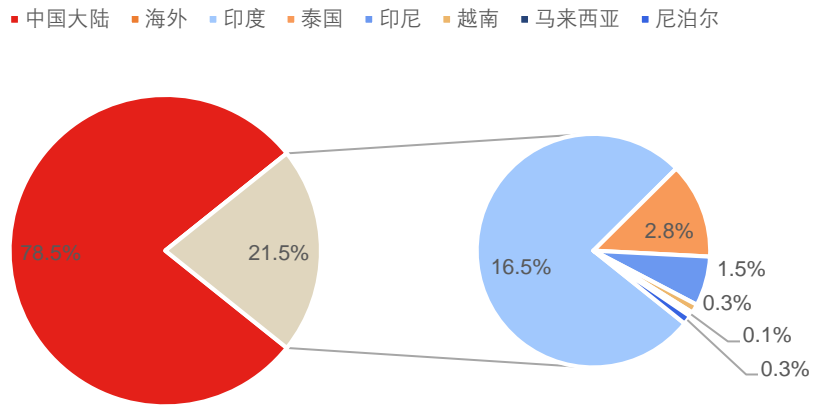
图 6：公司 2019 年国内 7 大片区营收占中国大陆收入比重



数据来源：公司年报，招股说明书，东方证券研究所

产品走出国门，远销印度及东南亚市场。2019 年公司海外市场营业收入达 1.26 亿元，占总营业收入 21.5%，其中印度为仅次于中国大陆的第二大市场，营收占比 16.5%。此外，公司产品触达泰国、印尼、越南、马来西亚等东南亚国家，东南亚区域营业收入合计占比约 5%。

图 7：公司 2019 年营业收入占比（按地区）



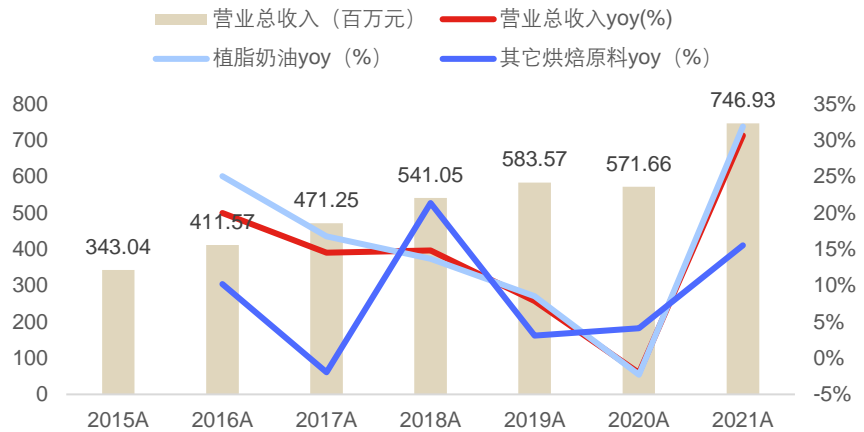
数据来源：公司招股书，东方证券研究所

1.4 营收稳中有进，毛利行业领先，产销状况良好

公司营业总收入随植脂奶油收入稳定增长，2021 加大推广及销售力度成效显著。2016-2021 年海融科技营业总收入 CAGR 达 12.7%，总体呈现双位数中高速稳定增长的态势；2021 公司加大推广及销售力度的投入，叠加 20 年营收低基数，公司业绩迎来高速增长，营业总收入 7.47 亿元，较上年提升 30.7%，其中核心产品植脂奶油业务营业收入 6.81 亿元，较上年提升 31.9%。

图 8：公司近年营业总收入（百万元）及营业总收入、植脂奶油、其它烘焙原料同比增速（%）

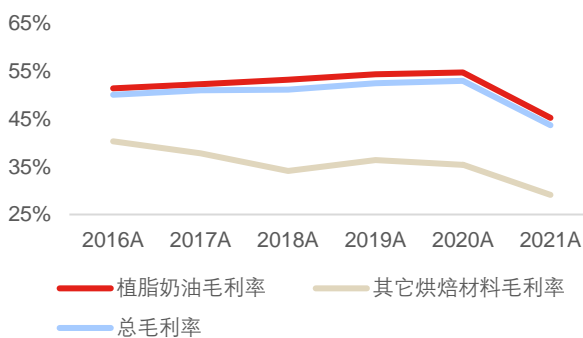
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：招股说明书，公司年报，东方证券研究所

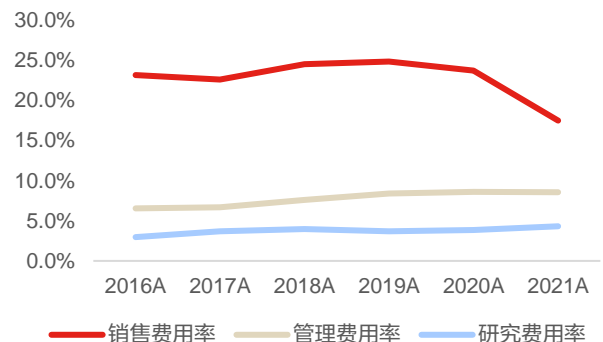
原料价格上涨使毛利率承压。公司 2021 年毛利率及植脂奶油毛利率分别较 2020 年下滑 9.2pcts、9.5pcts，主要是因为公司执行新收入准则将运输费用调入到营业成本，若剔除运输费用，公司 2021 年毛利率为 49.58%，同比减少 3.4pcts，受上游原材料价格上涨影响公司毛利率暂时承压。2016-2020 年毛利率均在 50%以上且呈增长趋势，主要得益于核心产品植脂奶油毛利率持续提升。**公司整体费用率近五年处于稳定水平，波动较小，净利润保持稳健中高速增长，盈利能力稳定。**2021 年公司销售/管理/研发费用率为 17.5%/8.5%/4.3%；销售费用率较 2020 年下降 6.2pcts，主要是因为执行新收入准则将运输费用调入营业成本，若剔除准则变动影响，公司 2021 销售费用率为 23.4%与往年基本持平；管理费用率随公司规模扩大、管理人员规模增长及薪资水平提升呈逐年递增之势。2016-2021 年公司归母净利润从 0.61 亿元增长至 1.12 亿元，CAGR 为 13%，整体增长较为稳健；近 6 年公司归母净利率整体保持在 13%-15%水平，尽管受新冠疫情及大宗原料价格飙升等外部环境重大影响，公司 20 年毛利率持续提升，21 年处置交易性金融资产取得收益，使 20/21 两年净利润率较 2019 年不降反升，公司总体盈利能力较为稳定。

图 9: 海融科技产品及总毛利率



数据来源：招股说明书，公司年报，东方证券研究所

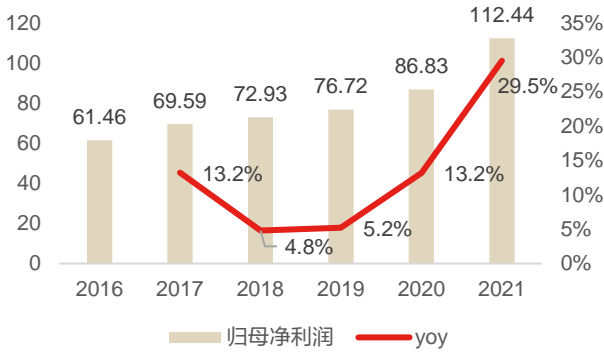
图 10: 销售/管理/研发费用率变化 (%)



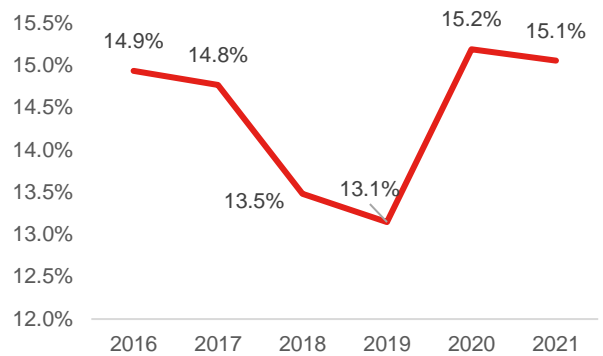
数据来源：公司年报，Wind，东方证券研究所

图 11: 海融科技归母净利润 (百万元) 及 yoy (%)

图 12: 海融科技归母净利率 (%)

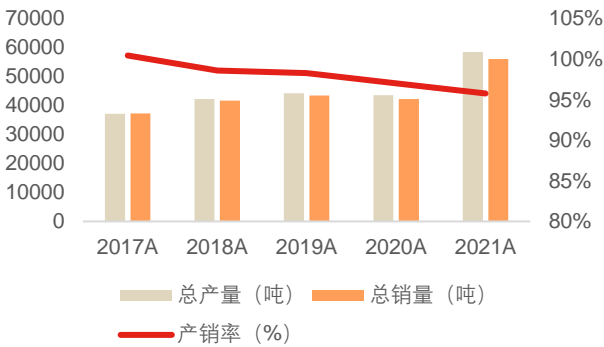


数据来源：招股说明书，公司年报，东方证券研究所

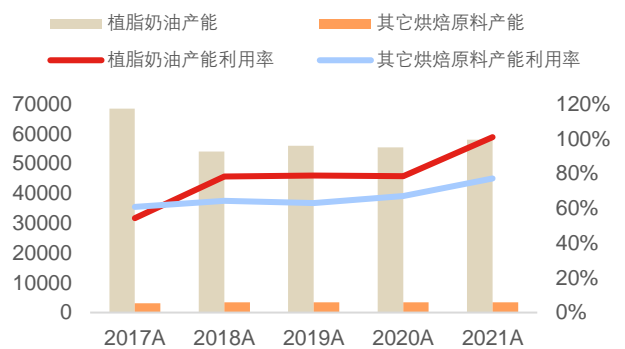


数据来源：公司年报，Wind，东方证券研究所

产销状况良好，产能利用率高，募投扩建项目产能释放未来可期。公司主营产品植脂奶油近年产销率均维持在 95% 以上，2021 年生产植脂奶油 58516 吨，销售 56038 吨，同比增加 32.7%，产销率 95.77%，产销状况基本匹配；植脂奶油产能利用率自 2018 年起基本维持在 80% 左右，2021 年产能利用率跃升至 100.89%，产能使用已达饱和状态，其它烘焙原料因受香精香料产能利用承压，总体产能利用率维持在 65%-80% 水平。公司 IPO 募投产能扩建项目预计今年内开工，2023 年 9 月前实现投产，预计植脂奶油/果酱/巧克力/冷冻甜点达纲年产能新增 3.2/0.8/0.7/0.4 万吨，达纲年总产能达 9/0.935/0.85/0.4 万吨。

图 13：海融整体植脂奶油产销量（吨）及产销率（%）


数据来源：公司年报，招股说明书，东方证券研究所

图 14：海融整体植脂奶油、其它烘焙原料产能（吨）及产能利用率


数据来源：公司年报，招股说明书，东方证券研究所

表 2：海融科技产能扩建项目表

产品名称	投资总额 (万元)	开始投产时间	运营期达产计划 (吨)			
			第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年
植脂奶油	6263	2023 年 9 月	9000	15000	21000	32000
果酱	7839	2023 年 9 月	2400	4000	5600	8000
巧克力		2023 年 9 月	2010	3500	4900	7000

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

冷冻甜点	9960	2023年9月	1200	2000	2800	4000
------	------	---------	------	------	------	------

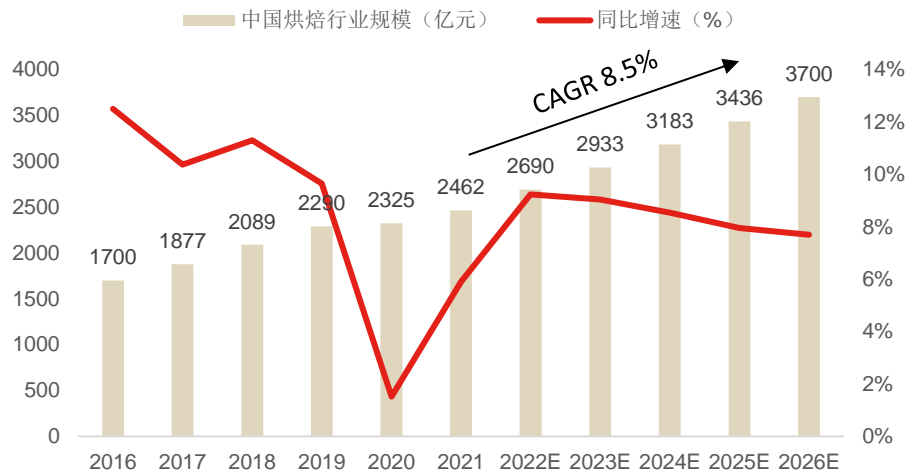
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

二、下游烘焙行业景气拉动需求，上游大宗原料价格处于高位，中游企业提价“剪刀差”效应双向获益可期

2.1 我国烘焙行业持续景气，带动奶油行业增长，前景明朗

下游烘焙市场广阔，增长空间广阔，前景乐观明朗。据 Euromonitor 统计，2021 年我国烘焙行业规模达 2462 亿元，同比增长 5.9%，尽管疫情对行业笼罩的阴霾仍未完全散去，但相较于 2020 年增速明显出现好转且恢复迅速，预计未来 5 年行业规模将维持高单位数增长，2026 年将达 3700 亿元，2021-2026 年 CAGR 8.5%。

图 15：我国烘焙行业规模及同比增速

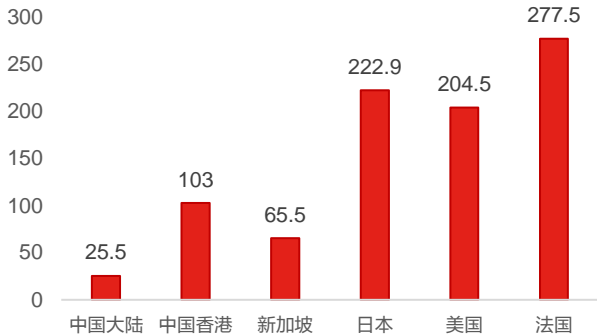


数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

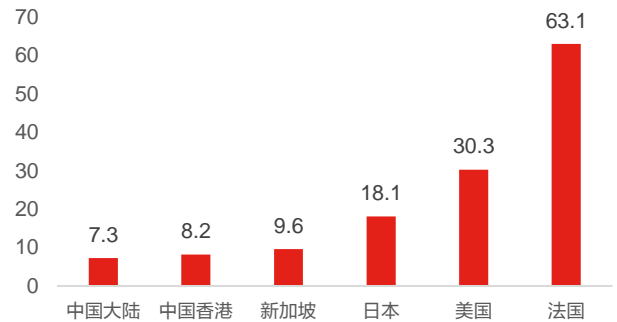
我国人均烘焙食品消费量/额增长潜力巨大。2020 年我国烘焙食品人均消费量仅 7.3kg，略低于与我国饮食结构相近的中国香港（8.2kg）、新加坡（9.6kg），但大幅低于日本（18.1kg）；从消费额上看，2021 年我国人均烘焙食品消费额仅 25.5 美元，远低于新加坡（65.5 美元）、中国香港（103 美元）、日本（222.9 美元），我们认为随着年轻一代饮食习惯变更，及此群体消费水平提升，我国烘焙食品行业增量空间仍较为充足。

图 16：2021 年主要国家/地区人均烘焙食品消费额（美元）

图 17：2020 年主要国家/地区人均烘焙食品消费量（kg）



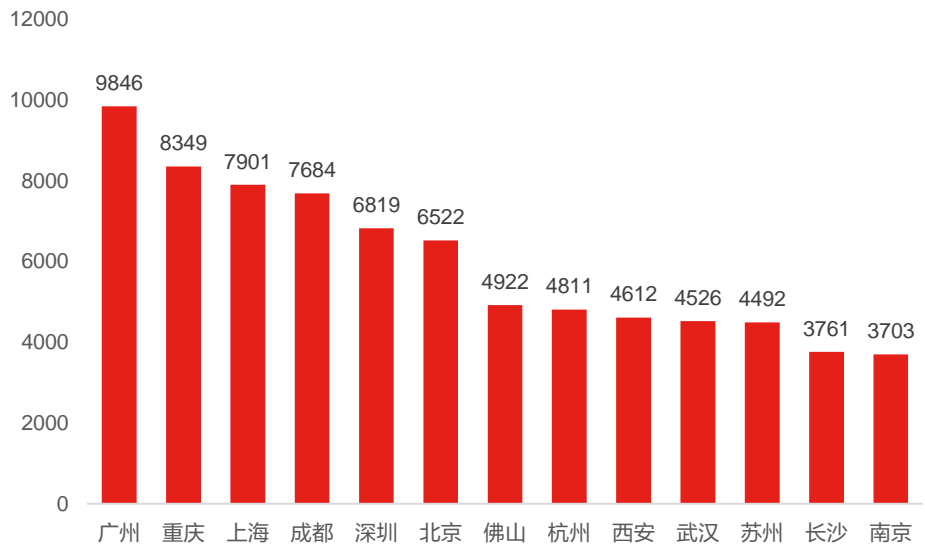
数据来源：Euromonitor，东方证券研究所



数据来源：艾媒咨询，东方证券研究所

西式烘焙饼店连锁趋势逐渐显现，新中式烘焙糕点走红迅速，拉动烘焙原料需求。截至2021年6月，我国烘焙门店数 Top13 城市门店总数达 77948 家，其中广州/重庆/上海位列前 3，门店数达 9846/8349/7901 家。近年我国西式烘焙饼店连锁化、规模化趋势逐渐形成，近三年尤为明显，以米兰西饼、幸福西饼、百香林三个较晚成立的新玩家为例，近年通过快速连锁扩张，目前门店数位居我国西式烘焙品牌前列，据我们统计，2019 年-2021 年我国主要全国性连锁西式烘焙品牌开店 3993 间，现有门店达数 6000 间，近三年开店数占总门店数 65.6%，连锁化率提升使直销渠道更为重要，头部烘焙原料供应商稳固 B 端客户后，将有助于维持先发优势。新中式烘焙糕点品牌在鲍师傅爆红下如雨后春笋般冒起，虎头局渣打饼行、墨茉点心局成立不到 2 年在多地受到热捧并受到资本追逐，新中式烘焙在品类拓展方面更强，丰富了烘焙原料种类需求及应用场景。

图 18：中国重点城市烘焙门店数（截止 2021 年 6 月 15 日）



数据来源：美团点评，NCBD，东方证券研究所

表 3：西式烘焙饼店逐渐连锁化（截止 2022 年 6 月 28 日）

烘焙品牌	成立/进入中国大陆时间	中国大陆门店数	客均单价 (元)	近三年开店数
米兰西饼	2011	1541	84.93	1395
幸福西饼	2015	951	77.56	691
好利来	1992	941	60.98	286
百香林	2015	704	15.45	674
85 度 C	2007	571	24.3	291
西树泡芙	2007	427	24.07	254
巴黎贝甜	2004	325	47.49	139
面包新语	2003	311	28.79	122
米旗	1994	229	40.74	81
总计		6000		3933

数据来源：窄门餐眼，各公司官网，东方证券研究所

表 4：新式中式糕点连锁快速走红（截止 2022 年 6 月 28 日）

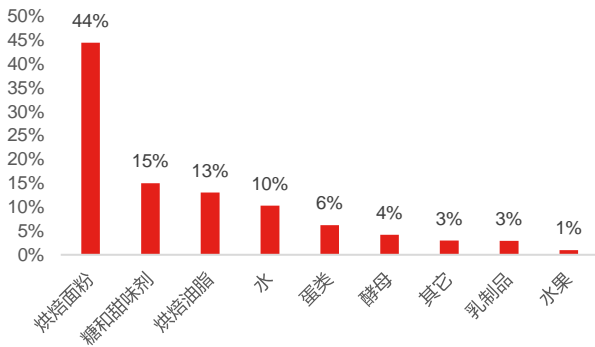
烘焙品牌	成立时间	门店数量	客均单价	主要品类	融资经历
鲍师傅	2015	107	37.42	中式蛋糕肉松蛋糕蛋黄酥泡芙	2018.05 A 轮 天图资本亿元以上； 2020.12 股权融资 昆仑资本 金额未知
虎头局渣打饼行	2019	44	33.1	中点为主 西点为辅 茶饮 伴手礼	2021.02 天使轮 宋欢平 100 万元； 2021.04 Pre-A 轮 挑战者资本、红杉中国、IDG 资本 金额未知； 2021.07 A 轮 昆仑资本、GGV 纪源资本、老虎基金、红杉中国、IDG 资本、宋欢平 5000 万美元
墨茉点心局	2020	60	33.58	麻薯类 (鲜乳咖啡彩虹蛋爆浆)	来自清流资本、元璟资本、日初资本、番茄资本、源来资本、今日资本共 5 轮投资，累计融资数亿元
青桔和木鱼	2017	200+	25.23	东方甜品中华糕点	暂无

詹记宫廷桃酥	1999	165	27.55	桃酥 脆松小 贝虎皮 麻薯 蜂蜜蛋 糕	暂无
泸溪河	2018	302	39.29	桃酥 蛋黄酥 松松小 贝	暂无

数据来源：宅门餐眼，各公司官网，东方证券研究所

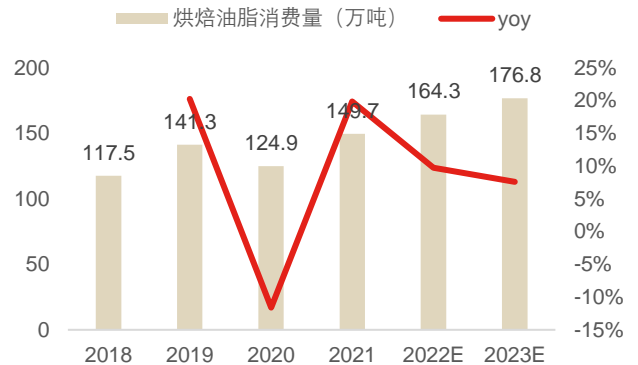
烘焙油脂消费量受下游烘焙行业景气拉动，千亿蛋糕市场带动奶油规模破百亿。烘焙油脂约占我国烘焙原料销量 13%，2021 我国烘焙油脂消费量 149.7 万吨，同比增长 19.9%，预计后续规模会随烘焙行业规模同步增长。目前我国奶油仍主要应用于传统的蛋糕及西点夹馅，据 Euromonitor 统计，我国 21 年蛋糕市场规模为 1049.6 亿元，预计 2026 年将达 1622.3 亿元，CAGR 为 9.1%，按烘焙店生产蛋糕经验测算，原材料成本约占售价 25%-35%，奶油成本约占原材料成本 35%，因此奶油成本约占蛋糕售价 8.8%-12.3%，对应 2021/2026 烘焙蛋糕用奶油行业规模 92.4-129.1 亿元/142.8-199.6 亿元。

图 19：烘焙油脂占我国烘焙原料销量 13%（2021）



数据来源：艾媒咨询，东方证券研究所

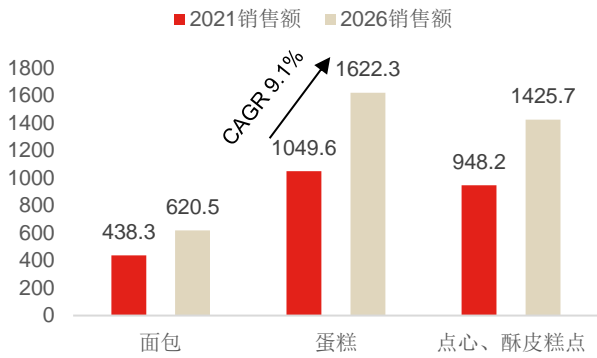
图 20：我国烘焙油脂消费量与烘焙行业规模增长趋势相近



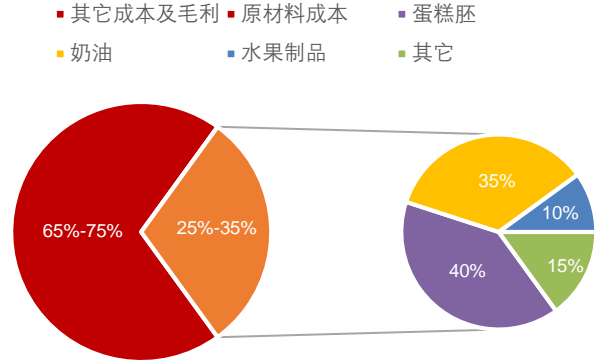
数据来源：艾媒咨询，东方证券研究所

图 21：预计我国 2026 年蛋糕销售额将达 1622.3 亿

图 22：奶油成本约占蛋糕销售额 8.8%-12.3%



数据来源：Euromonitor，东方证券研究所



数据来源：立高食品招股说明书，东方证券研究所

植脂奶油核心缺点基本克服，国内含乳脂植脂奶油愈受欢迎。植脂奶油属于人造奶油，主要成分是棕榈油和糖，其相较于动物奶油存储时间更长、价格较低且具有良好的打发性和可塑性，广泛应用于蛋糕、西点和中式点心的装饰和夹馅。过去植脂奶油在加工的氢化过程中会产生对人体健康不利的反式脂肪酸，目前行业企业基本上已采用全氢化或非氢化植物油脂，反式脂肪酸含量极其微小，按照国家标准含量可以标识为 0，已逐步克服植脂奶油在加工过程中产生反式脂肪酸的问题，消费者对过去植脂奶油不健康的固有印象逐渐消除。含乳脂植脂奶油较植脂奶油口感更顺滑且可提升终端产品的口感和味道因而近年在国内受到欢迎，公司 2019 年内销含乳脂植脂奶油销量占内销奶油销量 71.6%，较 2017 年提升 10.5pcts，国内植脂奶油主要生产企业立高食品和海融科技 2017-2019 年含乳脂植脂奶油销量逐年攀升，2018 和 2019 年海融合乳脂植脂奶油销量同比增速分别为 17.9%和 7.5%，立高食品含乳脂植脂奶油销量同比增速分别为 48.6%和 23.7%。

表 5：奶油分类及其优缺点

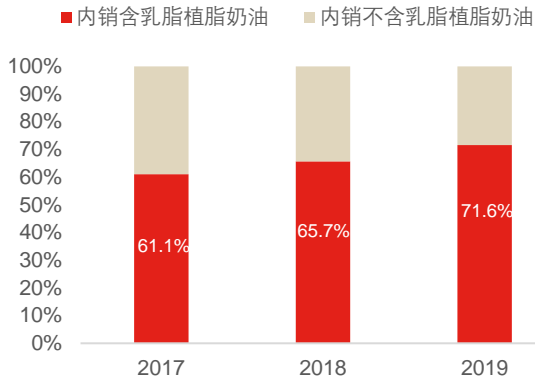
	原料及工艺	优点	缺点	主要生产企业
植脂奶油	以水、糖、食用植物油、食用氢化油、乳制品等为主要原料，经过配料、乳化、杀菌、均质、冷却、灌装等工艺制成。	口感与天然奶油相似，保存期更长，价格较低，具有良好的打发性、可塑性和操作性，更适用于蛋糕裱花塑形	部分氢化制成的植脂奶油含对人体健康不利的反式脂肪酸	海融科技 立高食品 维益（苏州）
含乳脂植脂奶油	在不含乳脂植脂奶油中添加乳脂成分	含天然乳脂成分，口感顺滑，可提升终端产品的口感、味道、营养等特性		海融科技 立高食品 维益（苏州）
动物奶油	以乳为原料，分离出含脂肪的部分，经加工制成的脂肪含量 10%到 80%的产品	奶香浓郁、口感细腻，定位高端	打发性、可塑性和操作性差，无法给蛋糕塑形	南侨食品 立高食品

数据来源：公司招股说明书，立高食品招股说明书，南侨食品招股说明书，东方证券研究所

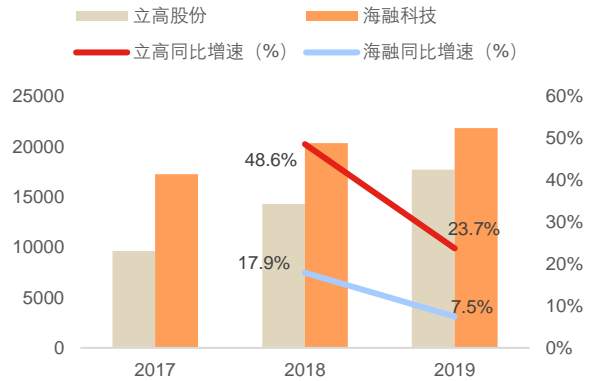
图 23：海融内销含乳脂植脂奶油销量占比逐年提升

图 24：海融和立高含乳脂植脂奶油销量（吨）逐年攀升

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



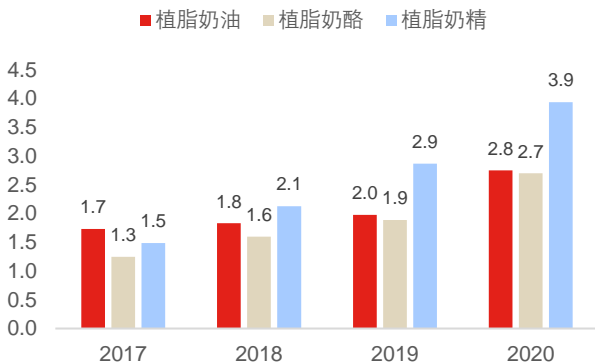
数据来源：招股说明书，东方证券研究所



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

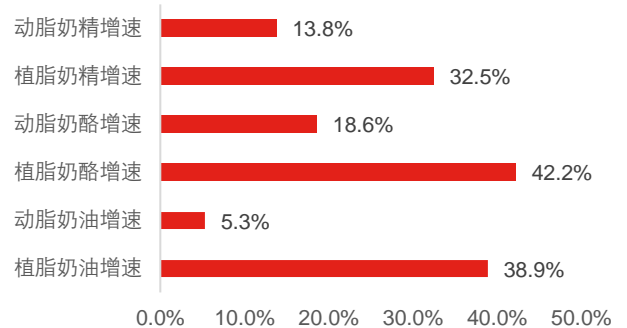
海外植脂奶类产品增速远超动脂奶类产品。欧美国家植脂类产品销售保持高速增长，据 Good Food Institute 统计，美国植脂奶油销售额由 2017 年的 1.73 亿美元上升至 2020 年的 2.75 亿美元，年复合增长率达 16.71%，而与植脂奶油相近的植脂奶类产品植脂奶酪及植脂奶精增长更为明显，两者 2017-2020 年年复合增长率分别为 29.27% 和 38.28%。2020 年美国植脂奶油增速达 38.9%，而动脂奶油增速仅为 5.3%，同期植脂奶酪和植脂奶精增速也相较于其动脂品类分别高出 23.6pcts 和 18.7pcts，植脂奶类产品在海外尤其是北美市场越来越受欢迎。

图 25：近 4 年美国植脂奶类产品销售额（亿美元）



数据来源：Good Food Institute，东方证券研究所

图 26：2020 年美国植脂奶类产品远超动脂奶类产品



数据来源：PBFA，东方证券研究所

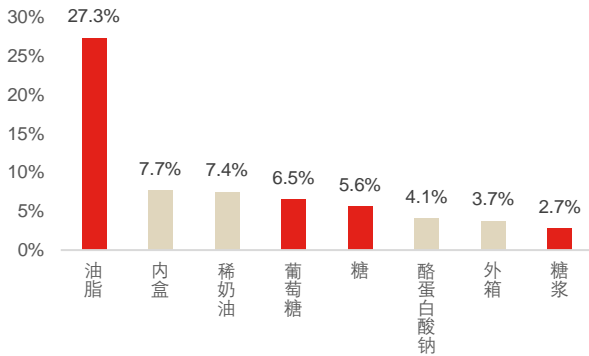
2.2 原材料涨价潮蔓延中游企业，成本承压下国产奶油具备价格优势

受供给端影响，棕榈油价格飙升后回落。受通胀压力、供给缺口、马来西亚劳工短缺、印尼棕榈油出口限制等因素影响，油脂大宗商品价格飙升，公司作为食品加工企业位属行业中游，原材料采购对上游大宗产品较为依赖，2019 年公司对油脂/葡萄糖/糖/糖浆采购金额占营业成本 27.3%/6.5%/5.6%/2.7%。据我们观测发现公司油脂（NC100 型号）价格与南华棕榈油指数，糖采购价格与 Wind 郑糖指数，葡萄糖、糖浆进货价格与 Wind 玉米指数走势接近，可作为对公司原材料采购成本检测指标之一。自 20 年 1 月 1 日以来，南华棕榈油指数/Wind 郑糖指数/Wind 玉米指数最大涨幅分别达 243.4%/10.4%/58.3%，公司 2021/22Q1 综合毛利率剔除运输费后与 2020 年同口径相比约下降 3.4pcts/10.7pcts，公司在成本端明显承压。为应对上游大宗商品涨价带来的成本压力，公司于 22 年 3 月 1 日起对部分产品出厂价上调 5%-8%，预计可以缓解部分

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

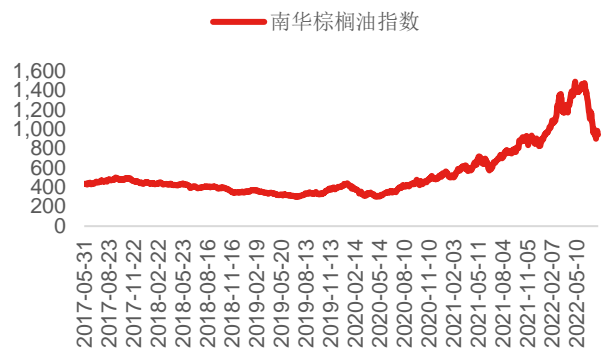
成本压力，近期由于印尼 5-6 月放宽棕榈油出口政策，供给量增大，截止 2022 年 8 月 2 日，南华棕榈油指数/Wind 郑糖指数/Wind 玉米指数较高位已回落 33.9%/7.6%/10.5%至历史 89.6%/71.1%/95.5%分位水平，毛利率承压态势有望得到缓解。

图 27: 公司原材料采购占营业成本比例 (2019)



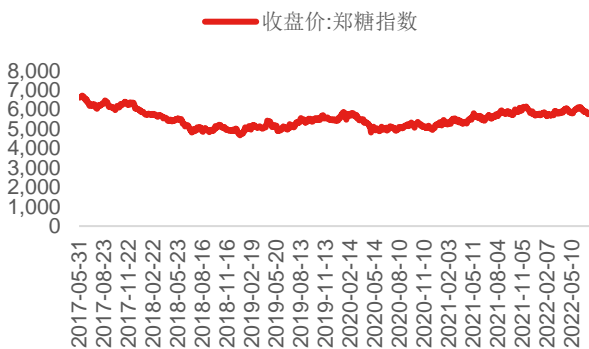
数据来源: 公司年报, 招股说明书, 东方证券研究所

图 28: 南华棕榈油指数走势与公司油脂进货价格走势接近



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 29: 郑糖指数走势与公司糖进货价格走势接近



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 30: 玉米指数走势与公司葡萄糖、糖浆进货价格走势接近



数据来源: Wind, 东方证券研究所

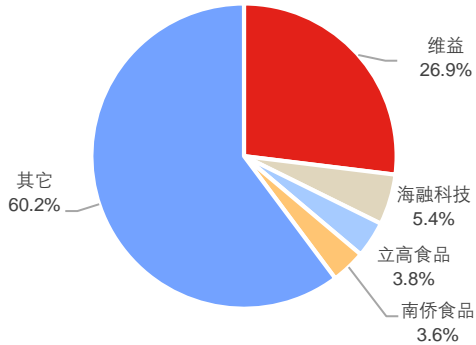
国产奶油终端价格优势明显。据我们对国内市场奶油终端价格统计对比，国产奶油平均价格较进口奶油/国内植脂奶油龙头进口品牌维益分别低 32.2%/11.3%，在疫情反复对实体烘焙行业的影响下，B 端客户在奶油选择上可能会向性价比较高的国产植脂奶油倾斜，2021 年国产奶油三巨头海融/立高/南侨奶油销售额增速分别为 31.9%/27.0%/35.6%，均远超我国蛋糕市场规模增速。2020 年国产奶油三巨头市场份额占比约 13%，远不及维益 26.9%及其它进口动脂奶油品牌销售份额，未来随着植脂奶油产品升级，国产奶油有望能在我国奶油市场分得更大的蛋糕。

表 6：国内市场知名奶油产品终端价格对比（截止 2022 年 6 月 8 日）

品牌属性	公司	产品	产品规格 (g)	价格 (元)	每千克价格 (元)	
国产	海融科技	丝诺含乳脂植脂奶油	980	25.8	26.3	
		季歌乳脂植脂甜奶油	1000	15.8	15.8	
		季歌植脂甜奶油	1000	13.8	13.8	
		沁护含乳脂植脂奶油	980	20.9	21.3	
		桑爱植脂奶油	980	16.8	17.1	
		饮品咖啡植脂奶油	1000	26.8	26.8	
		飞青花奶酪奶油	980	29	29.6	
		飞青花牛奶奶油	980	28	28.6	
		飞蛋植物基豆乳素奶油	980	32	32.7	
		海融奶油平均价格				23.6
	立高食品	美蒂亚乳脂植脂奶油	1000	32.9	32.9	
		汝之友乳脂植脂奶油	1000	35.8	35.8	
		耐烘焙调理植脂奶油	1000	34.8	34.8	
		迪旺高乳脂植脂奶油	1000	35.9	35.9	
		立高奶油平均价格				34.9
	南侨食品	侨艺 800 淡奶油	1000	35	35.0	
		国产奶油平均价格				27.6
	进口	维益	和牧动植物混合奶油	907	28.8	31.8
			植造豆乳植物蛋白奶油	907	38	41.9
金钻甜点植脂含乳脂奶油			907	28	30.9	
爱护咖啡植脂奶油			1000	34	34.0	
领优混合脂奶油			1000	23.9	23.9	
维益植脂乳			454	10.9	24.0	
维益奶油平均价格						31.1
雀巢		淡奶油	250	14.9	59.6	
		焙烤淡奶油	1000	24.8	24.8	
安佳		动物性稀奶油	1000	43.9	43.9	
		超高温灭菌搅打稀奶油	250	19.8	79.2	
		Chef's Classic 稀奶油	1000	37.8	37.8	
Avonmore		超高温灭菌搅打稀奶油	1000	36	36.0	
Millac		蓝米勒稀奶油	1000	56.8	56.8	
爱乐薇		超高温灭菌稀奶油	1000	45.8	45.8	
		进口奶油平均价格				40.7

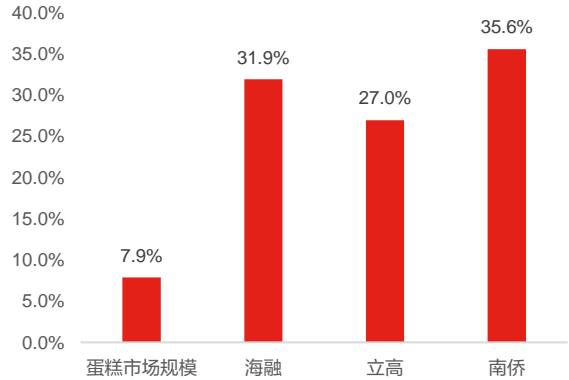
数据来源：各品牌官方旗舰店，淘宝，东方证券研究所

图 31: 我国 2020 年奶油市场份额



数据来源: Euromonitor, 各公司公告, 东方证券研究所

图 32: 2021 国内奶油品牌销售额增速远超蛋糕市场规模增速



数据来源: Euromonitor, 各公司公告, 东方证券研究所

三、产品渠道双向发展叠加形成飞轮效应，第二成长曲线未来可期

3.1 产品升级领先，结构持续优化

3.1.1 产品迭代行业领先，重点关注健康饮食需求

飞青花、飞蛋引领奶油行业迈向新时代。公司产品迭代处于我国奶油行业领先地位，2008 年公司植脂奶油率先采用完全氢化棕榈仁油脂（FHO），将植脂奶油中对人体有害的反式脂肪酸含量降低至 0.3% 以下；2016 年，海融自主研发成功推出跨时代的非氢化奶油和系列巧克力制品，油脂原料采用物理分离技术，全程不经氢化反应，在生产过程中不产生反式脂肪酸，并在 2018 年正式推出“飞青花”奶油系列面向市场，将我国奶油行业推进“5G”新时代；疫情后，公司加快了对健康食品、植物基食品的创新步伐，2021 年推出“飞蛋”系列，其中包含 0 脂 0 胆固醇的飞蛋蛋白奶油，0 乳糖+优质植物蛋白的飞蛋植物基奶油系列，来满足市场对高蛋白、低负担的产品需求，并引领我国奶油行业进入“6G”飞蛋时代。

表 7: 海融新产品不断推动行业发展

时间	时代	代表品类	特点
1935-1980s	1G	动脂奶油	吴百亨创建的百好炼乳厂首次试制奶油成功，我国第一个奶油品牌“白塔牌”面市，动脂奶油脂肪含量高，价格贵，保质期短。
1980s-1990s	2G	人造奶油	中国从丹麦引进人造奶油生产设备，人造奶油口感较逊色但价格亲民。
1990s-2000s	3G	部分氢化油	部分氢化油口感更为细腻，入口即化，受到了当时处于消费结构转型期的中国市场广泛欢迎。
2000s-2017	4G	完全氢化油	完全氢化油从原料和工艺上均能减少奶油中含有对人体不利的反式脂肪酸，迎合人们日益增长的健康饮食需求。
2018-2020	5G	非氢化奶油	非氢化奶油油脂原料采用物理分提技术，不采用氢化反应，从根源上杜绝了加工过程产生的反式脂肪酸，2018 年海融“飞青花”系列奶油正式面市标志我国奶油行业迈入非氢化时代。

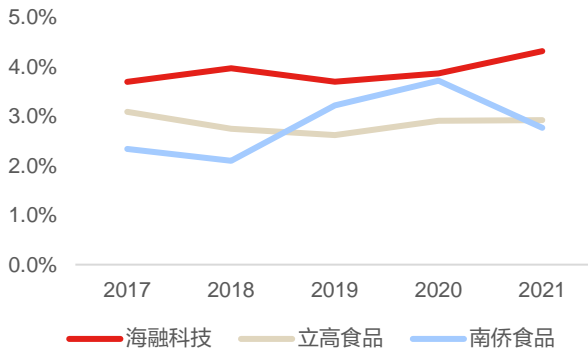
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2021-	6G	飞蛋奶油	飞蛋奶油 0 脂肪 0 油，富含优质蛋白，不添加蔗糖，高营，低负担，多方位满足消费者对健康、美味、营养的需求。海融于 2021 年推出飞蛋系列奶油，引领我国奶油行业进入 6G 轻食尚时代。
-------	----	------	--

数据来源：环球网，公司官网，东方证券研究所

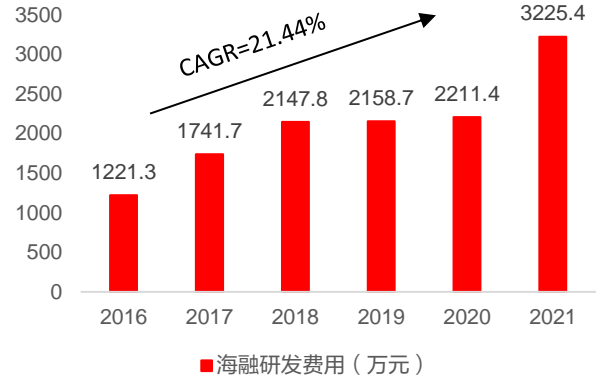
注重研发投入，研发费用率高于同行。公司研发团队与江南大学、中粮集团等行业内知名科研力量达成深度合作，近五年公司研发费用率均处于同业竞争者南侨食品、立高食品之上，2021 年海融研发费用率达 4.3%，较南侨/立高分别高 1.5pcts/1.4pcts，从研发人员占比及人均薪酬看，2021 年海融共有 84 名研发人员，占总员工数 10.0%，人均薪酬达 29.27 万元，均处于立高和南侨之上，2016 年-2021 年公司研发费用由 1221.3 万元上升至 3225.4 万元，年复合增长率达 21.44%，其低反式脂肪酸型植脂奶油生产技术、非氢化植脂奶油技术处于行业领先地位。

图 33：海融科技、南侨食品、立高食品研发费用率对比



数据来源：Wind，招股说明书，东方证券研究所

图 34：海融近年研发费用及复合增速



数据来源：Wind，招股说明书，东方证券研究所

表 8：海融研发人员占比和人均薪酬均高于南侨和立高

时间	项目	海融科技	立高食品	南侨食品
2019	研发人员	82	102	112
	研发人员占比	10.9%	4.5%	8.3%
	人均薪酬 (万元)	17.12	18.11	17.43
2020	研发人员	84	126	108
	研发人员占比	11.0%	4.7%	8.0%
	人均薪酬 (万元)	18.99	17.12	16.29
2021	研发人员	84	329	126
	研发人员占比	10.0%	8.5%	8.9%
	人均薪酬 (万元)	29.27	12.21	18.13

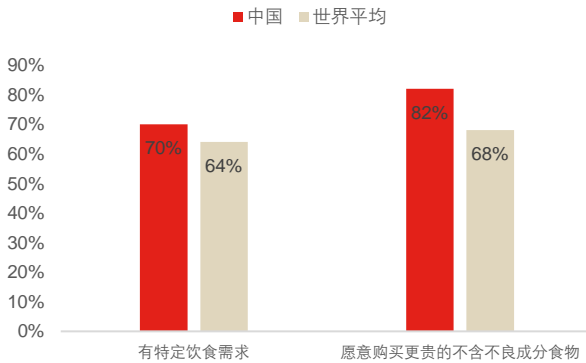
数据来源：公司年报，招股说明书，东方证券研究所

后疫情时代饮食健康化有望延续加速，绿色健康类食品享受溢利。据尼尔森统计，我国受访者中有特定饮食需求的占比 70%，高出世界平均 6pcts，82%的受访者愿意花更多钱购买不含不良成分的食物，较世界平均高 14pcts，可见我国居民饮食健康化趋势已形成，疫情在此阶段起催化剂作用，一定程度上唤醒消费者对自身健康的关注，进而使消

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

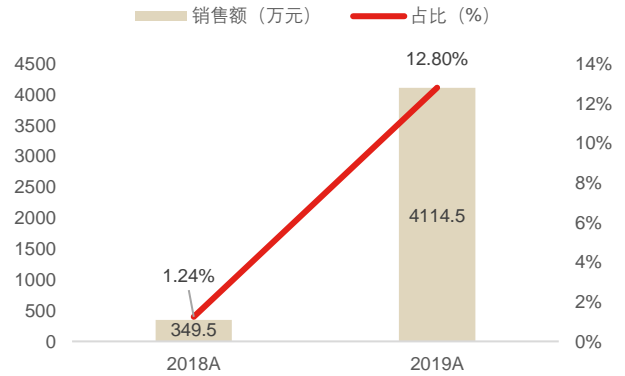
费者健康意识不断提升，健康饮食需求增大。公司主打奶油系列“飞青花”上市即受到市场欢迎，2018/2019 其销售额达 349.5/4114.5 万元，占内销含乳植脂奶油销售额 1.24%/12.80%，短短一年销售额增长近 11 倍。2019 年，“飞青花”系列奶油平均单位售价 16.08 元/千克，高出其他系列产品 15.85pcts，随着“飞青花”系列在市场走向成熟及新产品“飞蛋”系列的上市，在绿色健康类食品较普通品类的溢价驱动下，“飞青花”、“飞蛋”系列有望成为拉动公司毛利率增长的关键因素。

图 35: 我国人民食品消费日益趋向健康化 (2018)



数据来源: Nielsen, 东方证券研究所

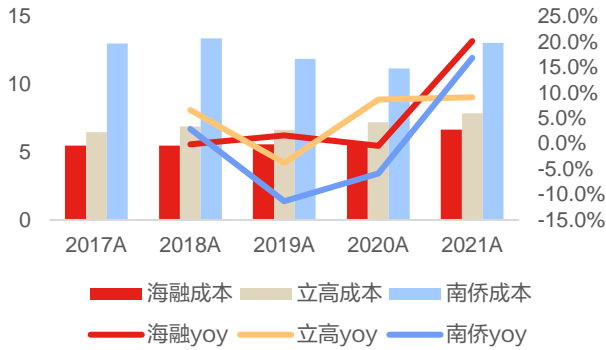
图 36: 公司飞青花系列销售额及其占内销含乳植脂奶油比例



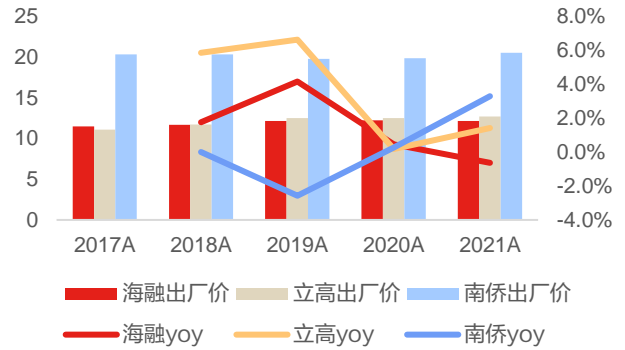
数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

3.1.2 规模效应+产品结构优化，海融毛利端更具优势

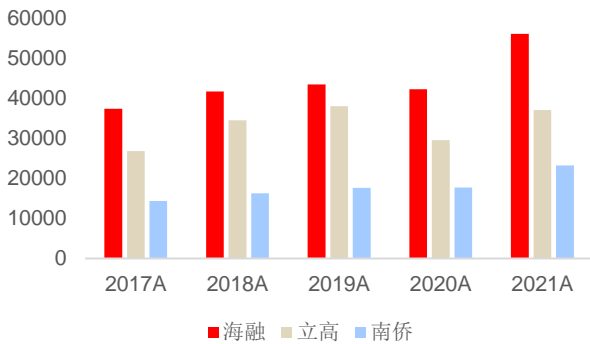
成本端三家走势较为相近，出厂价受提价及产品结构变化扰动，销量、毛利率海融均领先。海融、立高、南侨奶油产品成本变化趋势总体接近，海融依靠纯植脂奶油及含乳植脂奶油搭配的产品矩阵在单位成本端更具优势，南侨食品奶油产品主打“侨艺 800”，且工艺上主要使用精炼植物油、天然奶油、全脂脱脂奶粉作为原材料致使其单位成本远高于海融和立高。产品结构上，海融和立高不断推出单价较高的含乳植脂奶油单品，对出厂均价具有一定拉动效应，2017-2021 年，海融/立高出厂价提升 5.8%/14.7%，而产品结构较为单一的南侨出厂价仅提升 0.9%。从规模看，海融历年销量均领先南侨和立高，2021 年海融奶油销量 56038 吨，较立高/南侨高出 52%/141%。规模效应加持和产品结构不断优化下，海融成本端控制能力强，其 2021 年奶油产品毛利率较同业竞争者南侨食品、立高食品分别高出 8.8pcts、7.1pcts。

图 37: 海融、立高、南侨奶油产品成本（元/千克）及 yoy（%）


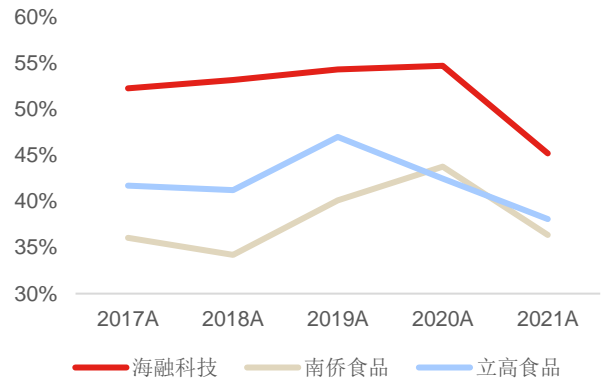
数据来源：各公司招股说明书，各公司年报，东方证券研究所

图 38: 海融、立高、南侨奶油产品出厂价（元/千克）及 yoy（%）


数据来源：各公司招股说明书，各公司年报，东方证券研究所

图 39: 海融科技、南侨食品、立高食品奶油销量（吨）对比


数据来源：招股说明书，公司年报，东方证券研究所

图 40: 海融科技、南侨食品、立高食品奶油毛利率对比


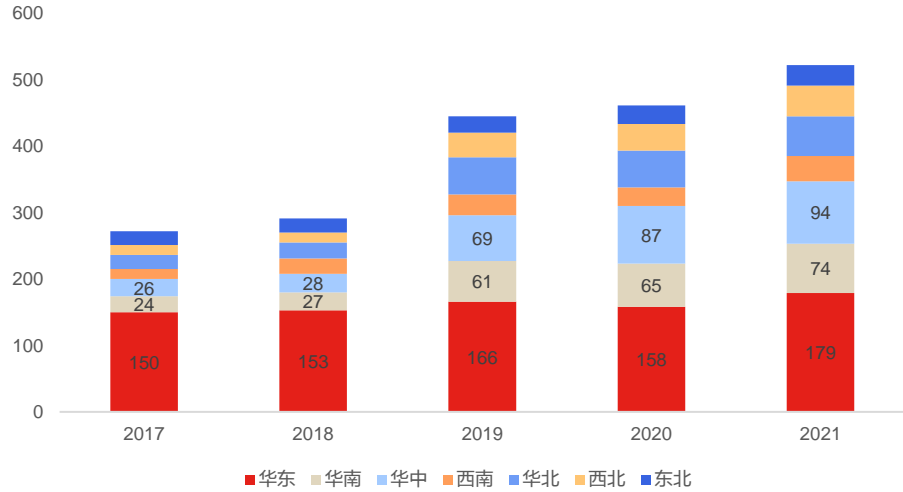
数据来源：公司年报，Wind，东方证券研究所

3.2 渠道拓展端多点开花，公司着力打造新增长点

3.2.1 链条化经销模式精准触达小 B 端、C 端客户

经销模式主要面向中小 B 端烘焙客户。经销模式为公司主要销售模式，公司通过与经销商签订经销协议，由经销商根据其终端客户需求及计划向公司采购协议约定的产品，并在约定区域通过自有渠道向其下游客户如中小型烘焙食品连锁企业或个体烘焙饼店进行销售。2021 年，公司面向合作的经销商规模进一步壮大，较 2020 年净增长 61 家至 522 家，其中西南和西北片区发展迅速，两大片区分别净增长 10 家和 6 家经销商，增长率达 35.7%和 15.0%，公司重点销售区域华东/华南/华中/华北地区经销商数量均为正增长，2021 年分别净增加 21/9/7/5 家。

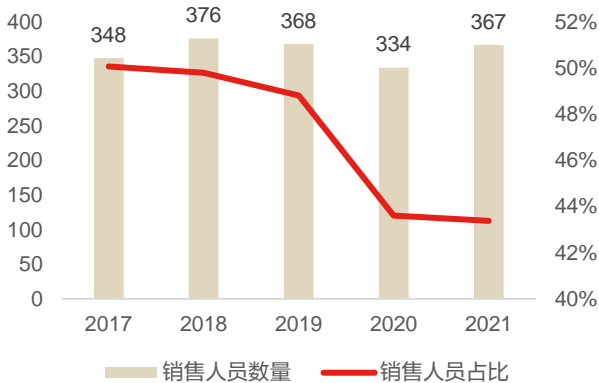
图 41: 公司 2017-2021 年中国大陆 7 大片区经销商数量变化



数据来源: 公司年报, 招股说明书, 东方证券研究所

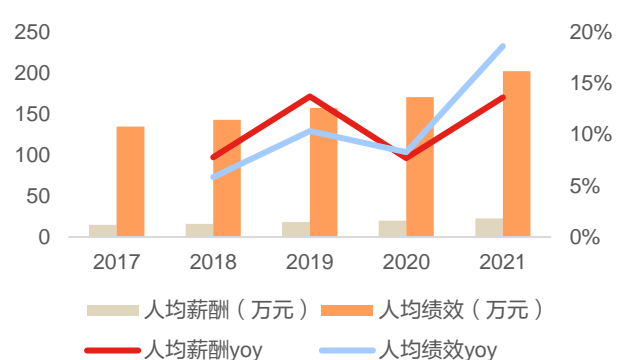
销售团队连接经销商, 公司销售团队有三大主要职能: 1) 协助经销商开发和维护客户, 对经销商进行管理和服务; 2) 免费协助经销商为其终端客户提供新项目开发、技术支持、推广活动策划等服务, 对经销商的各类推广活动予以免费支持, 并会为其终端客户免费提供新产品上市和新店开业的专业支持; 3) 疫情期间利用网络视频直播技术向国内经销商和终端客户开展线上培训和技术指导服务, 积极帮助经销商利用直播、网络社团等方式开展营销活动。2021 年公司共有 367 名销售人员, 占公司总员工数 43.4%, 2017-2021 年, 销售人员人均薪酬由 15 万元增至 22.6 万元, 人均创收由 135 万元增至 202.5 万元, 两者增长较为一致, CAGR 均为 10.7%, 销售人员薪酬与其创收基本挂钩。

图 42: 海融销售人员数量 (人) 及其占比 (%)



数据来源: 公司年报, 招股说明书, 东方证券研究所

图 43: 海融销售人员人均薪酬与其人均创收匹配



数据来源: 公司年报, 招股说明书, 东方证券研究所

全方位市场支持系统为客户分层次定制支持策略, 独有细致增值服务有效增强客户粘性。海融科技洞悉下游烘焙企业痛点, 于 2014 年成立子公司一仆咨询, 打造全方位客户支持系统, 从应用产品研发与服务、产品规划及项目培训三大方面给予客户从原料供应、产品和营销方案设计、店面

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

运营、管理培训等方面的一站式烘焙发展解决方案支持，针对客户体量分层级提供定制化支持策略，与超大型客户形成战略合作伙伴关系，协助中型连锁饼店完成市场规划及完善企业内部运营，为中小型饼店提供产品创新与推广，技术支持与产品更新服务。海融先后通过一仆营销、创意团队帮助安徽巴黎甜甜、采蝶轩、西安米旗等省级中型连锁饼店在当地站稳脚跟，促进下游销量提升，增强客户粘性。

产品方案为原料赋能，网络直播实现新技术新业态融合。一仆咨询建立应用技术研发团队，主要研究蛋糕、面包、西点等烘焙食品的配方及工艺流程，根据公司主营产品植脂奶油、巧克力、果酱的特点结合团队定期前往日本培训带回来的先进技艺及新潮食谱，改进市场上已有的烘焙食品配方，为客户提供创新的终端定制产品，近年公司先后研发出花花白桃、奥利奥啵啵冰、脏脏千层卷等多样市场爆品。海融联合一仆咨询通过抖音平台，以短视频+网络直播的形式定期推送用海融自身原料制作网红爆款蛋糕甜点教程，今年已先后推出白桃季、芒果季、樱桃季、奶茶小萌包、半熟芝士、炫彩小方专场，有效触达到更多小 B 端烘焙商户。

图 44：一仆技术团队为客户定制应用产品



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 45：一仆通过线上直播等方式为终端客户提供产品解决方案

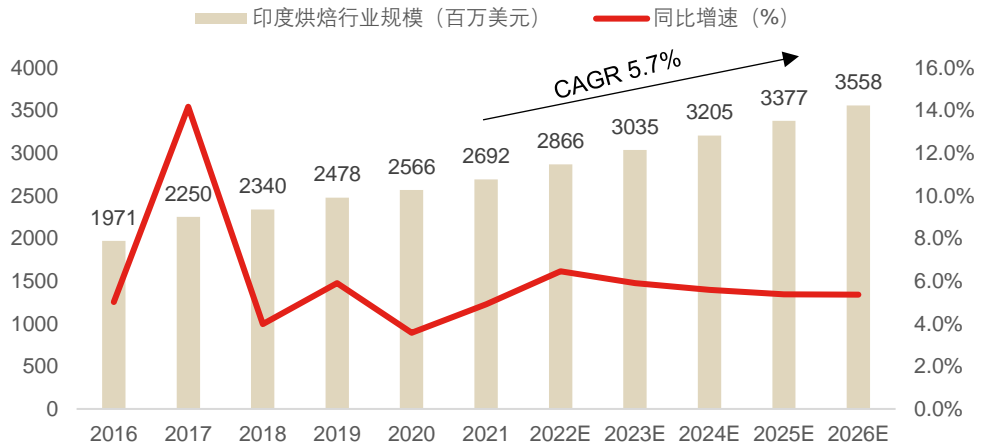


数据来源：hiroad 海融公众号，东方证券研究所

3.2.2 积极开拓海外市场，长期前景广阔

公司产品远销海外，印度市场不容小觑。海融科技在印度设有子公司海融印度，海融印度在印度索尼帕设有生产基地，经销商网络遍布印度全国，覆盖三分之二以上的邦，2019 年，印度市场销售额占公司海外市场销售额 76.7%，印度是公司海外扩张战略的核心战场。据 Euromonitor 统计预测，印度烘焙行业正在蓬勃发展，2021 年行业规模达 26.92 亿美元，预计未来 5 年行业规模将维持中高单位数增长，2026 年将达 35.58 亿美元，2021-2026 年 CAGR 5.7%，发展前景广阔。

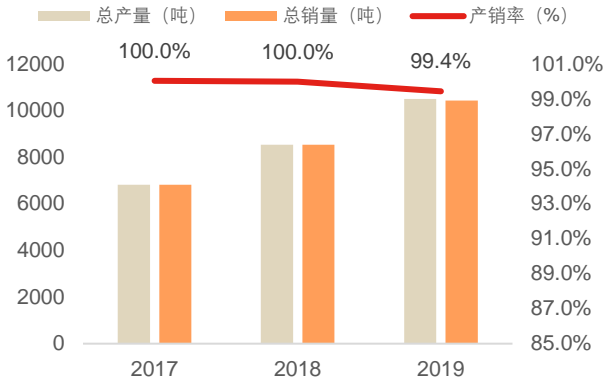
图 46：印度烘焙行业规模测算



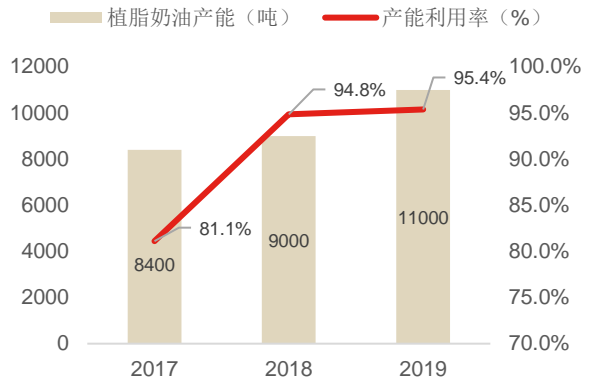
数据来源：Euromonitor，东方证券研究所

海融印度产销状况良好，产能利用几近饱和。公司主营产品植脂奶油近年产销率均维持在 99% 以上，疫情爆发前三年海融印度产能及产能利用率均呈逐年提升的态势，2019 年植脂奶油产量 10490 吨，产能利用率达 95.37% 几近处于满产状态，我们认为随着印度疫情趋于平稳后海融印度满产满销状态将迅速恢复。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

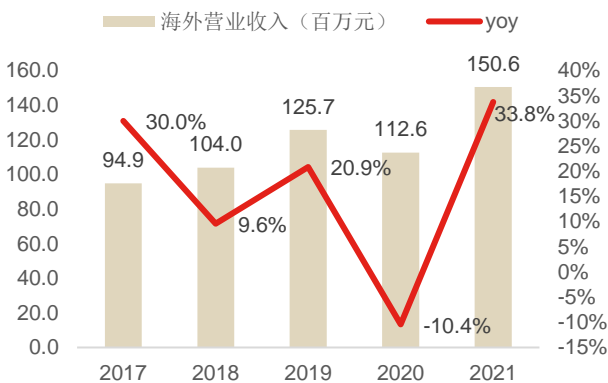
图 47: 海融印度植脂奶油产销量 (吨) 及产销率 (%)


数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

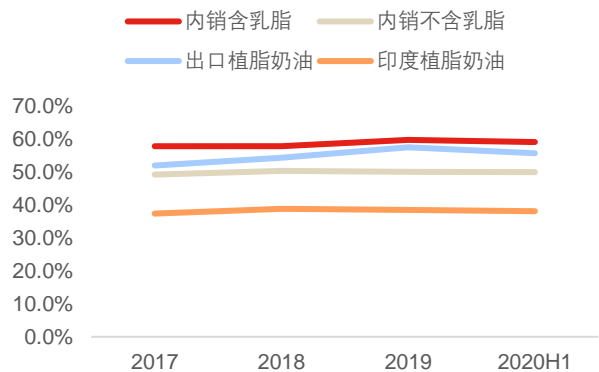
图 48: 疫情前海融印度产能利用率接近满产水平


数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

公司海外植脂奶油销售额增速快，印度植脂奶油毛利率增长空间大。疫情前海融海外植脂奶油销售额维持在双位数高增速水平，2020 年，东南亚、印度等公司奶油主要出口地区受疫情影响较大海外销售额有所下滑，但随着各国逐步调整疫情管控措施重启经济，2021 年海融海外营业收入同比增长 33.8%，展现出强劲的反弹势能；受制于印度市场独立生产与销售，原材料价格锁定情况与国内不同及印度国情等多方面综合因素影响，印度植脂奶油产品其毛利率水平明显低于其他系列的植脂奶油同期的毛利率水平，2020 年上半年印度植脂奶油毛利率 38.15%，较出口以东南亚地区为主植脂奶油及内销不含乳脂奶油毛利率分别低 17.55pcts、11.88pcts，伴随海融印度规模扩大，工厂产能利用率及成本端管控能力提升，印度市场毛利率将逐步提升。

图 49: 海融海外营业收入及同比增速


数据来源: 公司年报, 招股说明书, 东方证券研究所

图 50: 海融植脂奶油毛利率拆分


数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

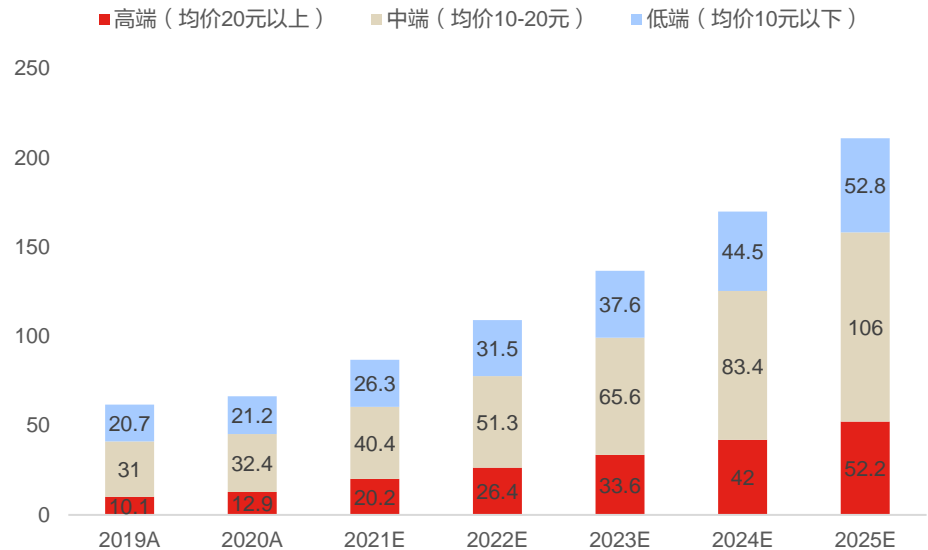
3.2.3 餐饮事业部成立，有望与连锁茶饮深度融合

现制茶饮赛道方兴未艾，海融成立餐饮事业部欲乘春风。预计到 2025 年中国中高端现制茶饮市场规模将达 1582 亿元，2021-2025 年中高端茶饮复合增速预计为 27.1%，高速发展势头料将持续。2021 年，海融成立餐饮事业部，大力发展餐饮渠道经销商和客户，其中重点拓展与公司主营产品奶油（奶油奶盖、预打发冷冻奶油、咖啡奶等）匹配度高、需求大的现制茶饮客户，通

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

过直接与茶饮公司合作开发产品，开发完成后让乳基料供应商直接采购公司产品，或间接为乳基料供应商提供原料两种模式与茶饮客户达成合作。现阶段海融已经拓展客户包括 CoCo、益禾堂、乐乐茶、快乐柠檬等头部腰部现制茶饮玩家，未来有望与更多茶饮客户深入合作，助推业绩增长。

图 51：我国中高端现制茶饮市场规模（十亿元）2021-2025 CAGR=27.1%



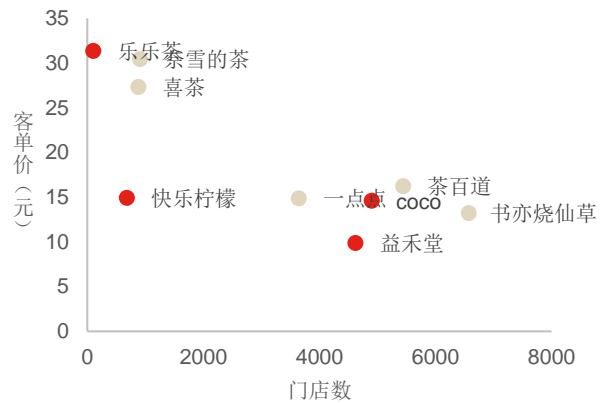
数据来源：奈雪的茶招股说明书，东方证券研究所

图 52：海融现阶段茶饮渠道合作品牌



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 53：现阶段合作品牌以中高端为主



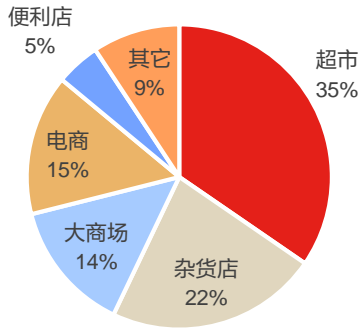
数据来源：窄门餐眼，东方证券研究所

3.3 开拓冷冻烘焙第二成长曲线

开拓冷冻烘焙赛道，便利店场景空间广阔。随着我国人口结构变化及消费升级趋势形成，便利店用餐及下午茶消费需求逐渐增长，据毕马威数据分析，现阶段便利店消费客群以 18-30 岁的年轻白领为主，其中 57%的消费者为年轻女性，该类消费者偏好用餐及下午茶时间在便利店购买甜品

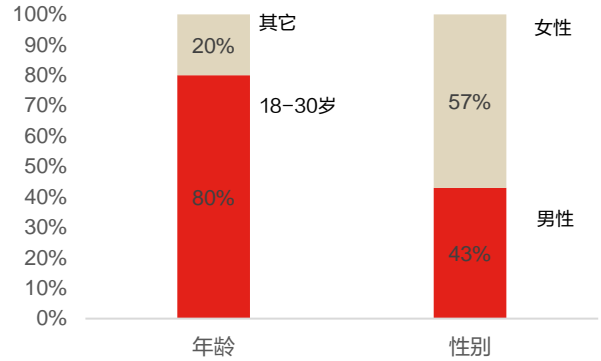
和小吃。2019年，我国约有5%的甜点消费来源于便利店渠道，另外35%、14%分别来源于超市及大商场渠道，可见商超渠道化或成为我国甜点消费的一大方向。

图 54：中国甜点市场消费渠道构成比例（2019）



数据来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，东方证券研究所

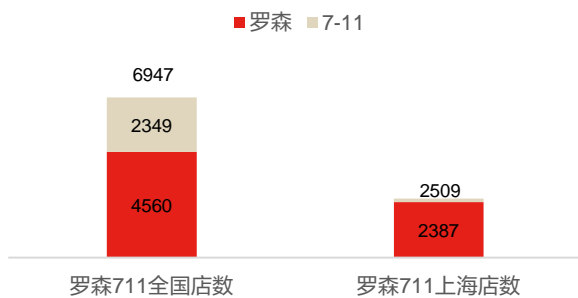
图 55：便利店下午茶场景以年轻女性为目标群体



数据来源：KPMG，CCFA，东方证券研究所

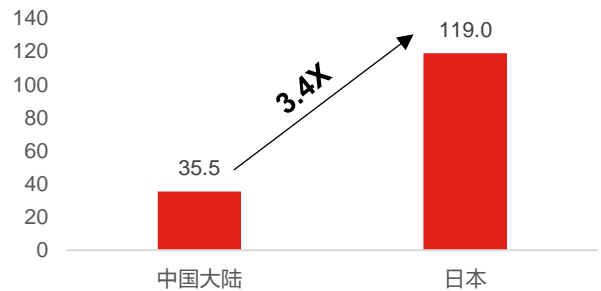
海融已推出冷冻干层产品作为商超渠道拓展的试水，后续海融还将和7-11展开合作快速布局便利店渠道。截止2021年，罗森、7-11在全国/上海及其周边地区分别开店4560/2349、2387/160家，两家共计在全国/上海及其周边地区开店6947/2509家，此外，据我们测算，目前罗森在中国大陆的日配食品年店均销售额仅为35.5万元，与日本119万元存在2.4倍的增长空间，结合近期多款便利店甜点在网络社交媒体上爆红的现象，未来冷冻甜品有望成为这部分潜在空间的一大补充，公司冷冻甜点产品初期在上海试点后期待产能扩张完成在全国铺开预计将带来可观的营收增长。

图 56：罗森、7-11 全国/上海及其周边地区开店数（2021）



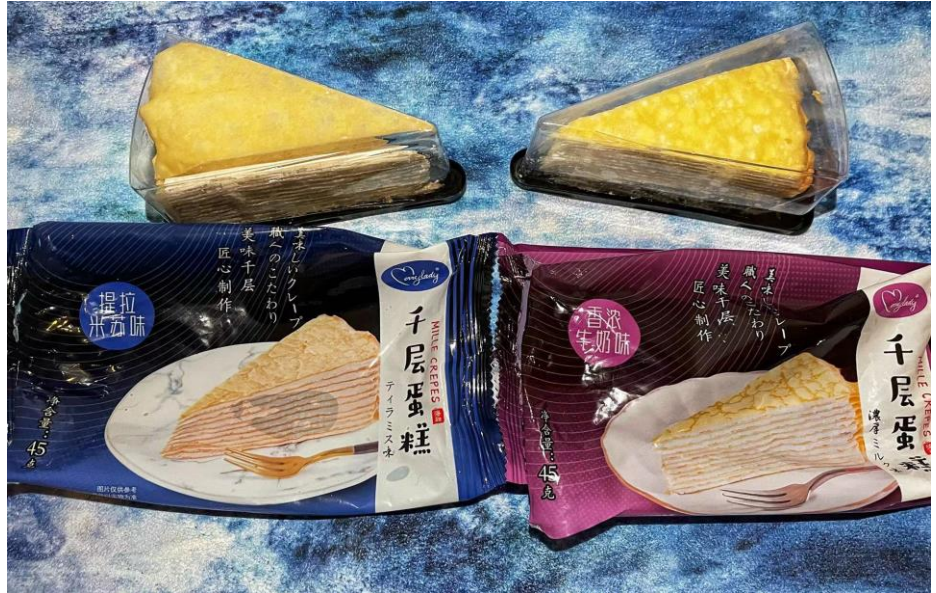
数据来源：罗森，CCFA，高德地图，东方证券研究所

图 57：罗森中国大陆日配食品年店均销售额（万元）增长空间较大（2021）



数据来源：罗森，德勤，阿里研究院，东方证券研究所

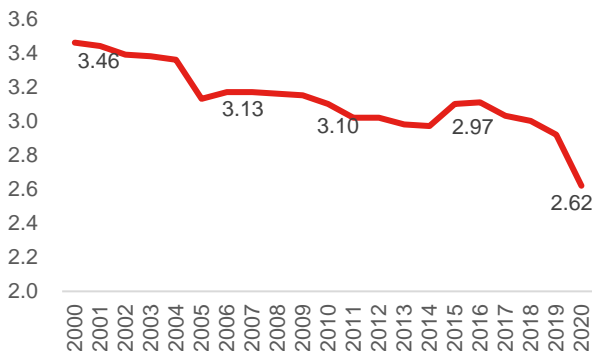
图 58：海融冷冻干层产品已在罗森上市



数据来源：罗森便利店，东方证券研究所

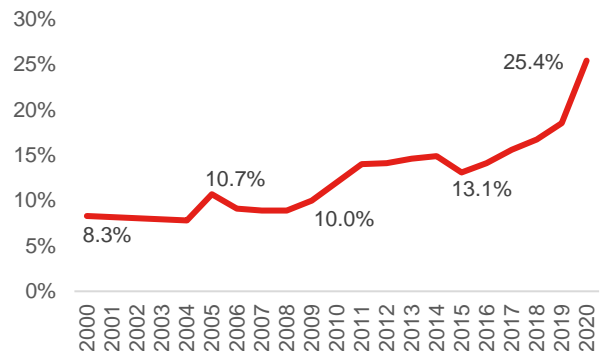
主打小规格产品定价高端，降低一人食热量摄入焦虑。公司 21 年开始与罗森合作，推出提拉米苏味和香浓牛乳味两款冷冻干层蛋糕，两款蛋糕零售价为 28.7 元/百克，较维益（苏州）单品高 13.4 元/百克，在便利店同类竞品中定价高端，且单位售价均高于商超渠道大规格同类竞品，较山姆榴莲干层/恩喜村榴莲干层/立高奥昆提拉米苏慕斯/盒马提拉米苏蛋糕分别高 15.9/8.1/11.5/15.5 元/百克；据国家统计局统计，2000-2020 年我国户均规模呈下降趋势，每户家庭平均人口由 3.46 人下降至 2.62 人，相反，我国单人户比例则逐渐升高，由 8.3% 上升至 25.4%，单人户比例较 20 年前上升超 2 倍，通过山姆、盒马等商超渠道购买大规格蛋糕于单身人群及小规模家庭较难消耗，性价比较低，海融推出两款干层蛋糕仅 45 克，更符合个人或小户型需求。

图 59：2000-2020 年我国户均规模（人/户）呈下降趋势



数据来源：国家统计局，Wind，东方证券研究所

图 60：2000-2020 年我国单人户比例呈上升趋势



数据来源：国家统计局，Wind，东方证券研究所

表 9：海融冷冻干层竞品比较

产品	厂商	奶油类别	千焦/100g	规格（克）	价格（元/百克）
海融千层蛋糕 (香浓牛奶味)	海融科技	植脂奶油	1054	45	28.7
海融千层蛋糕 (提拉米苏味)	海融科技	植脂奶油	1075	45	28.7
约翰丹尼 桃桃慕斯蛋糕	维益（苏州）	植脂奶油	1230	45	15.3
可丽饼三角蛋糕	致品食品	混脂奶油	1251	68	15.9
冰皮月亮蛋糕 (浓厚生巧味)	罗森	混脂奶油	936	100	9.9
Member's Mark 榴莲千层蛋糕	山姆会员店	动物奶油	1081	1000	12.8
抹茶椰冻千层蛋糕	7-11	动物奶油	1130	94	15.7
榴莲千层蛋糕	恩喜村	淡奶油	1159	480	20.6
雪域柠檬奶酪 芝士千层蛋糕	恩喜村	动物奶油	-	500	25.6
好禧坊冷冻 提拉米苏慕斯蛋糕	立高奥昆	混脂奶油	1225	750	17.2
提拉米苏蛋糕	盒马烘焙	稀奶油	1133	290	13.7

数据来源：天猫旗舰店，零售商门店，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 营业收入：公司 21 年开始着力开发餐饮渠道，带动产品放量，假设 22-24 年植脂奶油产品销售额增速为 18.24%/13.97%/8.06%，巧克力产品销售额增速为 5.89%/65.20%/73.52%，果酱产品销售额增速为 6.81%/48.44%/72.66%，香精香料产品销售额增速为 12.18%/13.72%/14.86%；考虑上游原料涨幅，22 年公司主动对部分产品进行提价，假设 22-24 年植脂奶油产品提价 5.8%/3%/3%，巧克力产品提价 4%/3%/2%，果酱产品提价 3%/3%/3%，香精香料提价 1%/0.5%/0.5%。此外预计 23 年后，冷冻甜点募投资项目产能逐步释放，预计其他业务因此可保持双位数增长，预计 22-24 年增速为 30%/10%/10%。
- 2) 毛利率：预计 22 年棕榈油等原料价格上涨使公司毛利率承压，23、24 年原料价格逐步回落；假设 22-24 年植脂奶油产品毛利率为 44.34%/44.98%/45.70%，巧克力产品毛利率 25.93%/25.67%/25.58%，果酱产品毛利率 29.11%/28.81%/28.80%，香精香料产品毛利率 27.10%/25.84%/24.69%。
- 3) 期间费用率：假设公司 22-24 年销售费用率维持在 17.42%，管理费用率维持在 8.70%，研发费用率维持在 3.93%。
- 4) 公司 22-24 年的所得税率维持 14.18%。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
植脂奶油					
销售收入（百万元）	516.6	681.4	805.7	918.3	992.3
增长率	-2.3%	31.9%	18.2%	14.0%	8.1%
毛利率	54.7%	45.2%	44.3%	45.0%	45.7%
巧克力					
销售收入（百万元）	24.0	26.5	28.1	46.4	80.5
增长率	-7.3%	10.5%	5.9%	65.2%	73.5%
毛利率	36.4%	29.3%	25.9%	25.7%	25.6%
果酱					
销售收入（百万元）	23.8	28.5	30.4	45.2	78.0
增长率	15.3%	19.9%	6.8%	48.4%	72.7%
毛利率	37.8%	29.2%	29.1%	28.8%	28.8%
香精香料					
销售收入（百万元）	5.7	6.8	7.6	8.7	10.0
增长率	17.2%	18.9%	12.2%	13.7%	14.9%
毛利率	21.5%	27.9%	27.1%	25.8%	24.7%
其他业务					
销售收入（百万元）	1.5	3.7	4.8	5.3	5.8
增长率	-55.3%	142.5%	30.1%	10.0%	10.0%
毛利率	73.5%	3.7%	4.0%	4.0%	7.0%
合计	571.7	746.9	876.7	1,023.8	1,166.6

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增长率	-2.0%	30.7%	17.4%	16.8%	13.9%
综合毛利率	52.9%	43.7%	42.8%	43.0%	42.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 22-24 年 EPS 分别为 1.26/1.47/1.64 元；选取同业食品类公司立高食品、佳禾食品、南侨食品、日辰股份、干味央厨为可比公司，使用可比公司估值法给予公司 22 年 38 倍 PE，对应目标价 47.88 元，首次给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2022/8/17	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
立高食品	300973	78.60	1.67	1.63	2.44	3.44	47.02	48.14	32.15	22.86
佳禾食品	605300	14.09	0.38	0.38	0.64	0.80	37.39	37.08	22.02	17.61
南侨食品	605339	22.60	0.86	0.88	1.08	1.32	26.23	25.75	20.95	17.14
干味央厨	001215	48.59	1.02	1.25	1.63	2.15	47.58	38.90	29.73	22.56
日辰股份	603755	33.46	0.82	0.92	1.28	1.68	40.59	36.52	26.10	19.94
	调整后 平均							38.00	26.00	20.00

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

原材料价格波动风险：近期油脂等主要原料价格波动较大，因合同周期等因素产品价格调整慢于原料价格上涨，原料价格大幅上涨将侵蚀公司盈利能力，如表 12 列示植脂奶油 22 年直接材料涨幅变化对综合毛利率的影响，其中本报告预测 22 年植脂奶油直接材料涨幅为 9%。

表 11：假设植脂奶油业务 22 年直接材料涨幅变化对综合毛利率的影响

植脂奶油业务直接材料涨幅	对应综合毛利率
12%	41.9%
10%	42.5%
9%	42.8%
8%	43.2%
6%	43.8%

数据来源：东方证券研究所

市场需求不及预期风险：若市场需求不及预期，即使募投项目按规划投产，公司业绩增速或将低于预期，此外若疫情反复，下游消费场景受限，将抑制市场需求。

食品安全风险：若公司出现食品安全问题，将对公司品牌形象造成严重打击，使公司流失客户，影响企业长期发展。

海外业务风险：若因印度当地的政治经济环境、法律和税务政策发生变化，公司对当局政策风险把握不当，对相关法律法规和税务要求的了解不够全面，对境外子公司的管控不力，可能会面临境外生产、销售等环节不能满足当地监管政策要求的风险，影响海融印度的生产经营。

募投项目风险：募投项目产能投放进度不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,229	342	576	840	1,033	营业收入	572	747	944	1,062	1,214
应收票据、账款及款项融资	25	34	42	47	54	营业成本	269	421	549	611	700
预付账款	5	8	8	9	10	营业税金及附加	2	3	3	4	4
存货	65	138	137	153	175	销售费用	136	131	165	185	211
其他	2	902	702	502	402	管理费用及研发费用	71	96	119	134	153
流动资产合计	1,326	1,424	1,465	1,552	1,674	财务费用	0	(2)	(4)	(6)	(9)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(3)	1	(0)	0	0
固定资产	100	117	151	202	264	公允价值变动收益	0	1	1	1	1
在建工程	31	12	54	67	57	投资净收益	0	24	10	10	10
无形资产	25	25	24	24	23	其他	5	7	9	9	9
其他	7	20	17	17	17	营业利润	102	130	133	154	173
非流动资产合计	163	175	246	310	360	营业外收入	0	1	1	1	1
资产总计	1,489	1,599	1,711	1,861	2,035	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	15	17	16	16	16	利润总额	101	130	132	154	173
应付票据及应付账款	49	62	93	103	118	所得税	14	17	19	22	24
其他	98	118	121	129	139	净利润	87	112	113	132	148
流动负债合计	162	197	230	249	274	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	87	112	113	132	148
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.96	1.25	1.26	1.47	1.65
其他	6	6	6	6	6						
非流动负债合计	6	6	6	6	6						
负债合计	168	203	236	254	280						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
实收资本(或股本)	60	90	90	90	90		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	997	967	967	967	967	成长能力					
留存收益	267	343	421	553	701	营业收入	-2.0%	30.7%	26.4%	12.4%	14.4%
其他	(3)	(4)	(3)	(3)	(3)	营业利润	11.6%	27.8%	2.1%	16.2%	12.4%
股东权益合计	1,321	1,396	1,475	1,607	1,755	归属于母公司净利润	13.2%	29.5%	0.9%	16.3%	12.4%
负债和股东权益总计	1,489	1,599	1,711	1,861	2,035	获利能力					
						毛利率	52.9%	43.7%	41.9%	42.4%	42.3%
						净利率	15.2%	15.1%	12.0%	12.4%	12.2%
						ROE	10.9%	8.3%	7.9%	8.6%	8.8%
						ROIC	10.9%	8.1%	7.6%	8.1%	8.3%
						偿债能力					
						资产负债率	11.3%	12.7%	13.8%	13.7%	13.7%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	8.18	7.24	6.36	6.24	6.11
						速动比率	7.79	6.54	5.77	5.63	5.47
						营运能力					
						应收账款周转率	22.6	25.1	24.7	23.8	24.0
						存货周转率	4.7	4.2	4.0	4.2	4.3
						总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	0.96	1.25	1.26	1.47	1.65
						每股经营现金流	1.32	0.63	1.68	1.58	1.87
						每股净资产	14.68	15.52	16.39	17.85	19.50
						估值比率					
						市盈率	42.9	33.1	32.8	28.3	25.1
						市净率	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1
						EV/EBITDA	21.8	17.7	16.6	14.0	11.9
						EV/EBIT	24.5	19.5	19.4	16.9	15.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn