

2023 年 01 月 04 日

欧福蛋业 (839371.BJ): 蛋制品加工龙头, 拟扩产研发切入鸡蛋蛋白饮料

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

● **主营蛋液、蛋粉的龙头企业, 2021 年实现营收达 8.49 亿元 (+36.92%)**

欧福蛋业成立于 2005 年, 是世界著名的蛋制品集团 SANOVO EGG GROUP 在中国的成员企业, 主要从事蛋液、蛋粉以及各类蛋类预制品的研发、生产、销售, 是国内首家专业生产巴氏杀菌蛋液的农业产业化国家重点龙头企业。主要产品包括蛋液、冰蛋和蛋粉, 可广泛应用于肉制品、焙烤制品等食品工业。采用直销模式, 优质客户众多、分布领域广泛, 客户集中度较低, 具备独立开拓市场获取业务、保持销售稳定性和持续性的经营能力。2021 年实现营收 8.49 亿元(+36.92%), 其中蛋液、蛋粉分别占总营收的 81.42%、13.71%。

● **我国蛋制品消费占比尚低, 2025 年我国的蛋制品加工占比有望达 30%**

我国蛋品加工历史悠久, 改革开放后现代蛋制品行业发展迅速。蛋制品加工业属于农产品深加工行业, 是整个鸡蛋行业的重要子行业。我国是鸡蛋生产的第一大国, 2020 年我国壳蛋产量达到 3,024.81 万吨, 占全球壳蛋总产量的 34.90%, 预计到 2024 年将达 3420 万吨。自 2011 年起至今我国蛋液市场规模复合增速达 12%、蛋粉市场规模复合增速达近 10%, 不可否认的是, 充足的鸡蛋供给为蛋制品市场规模的不断增长提供了有力的支撑。以蛋制品作为主要配料之一的烘焙行业, 市场规模到 2025 年有望达 3864 亿元, 蛋制品加工行业市场规模有望进一步得到提升。现阶段我国鸡蛋的加工比例仅为 5%-7%左右, 且 80%是加工为传统蛋制品。我国鸡蛋的加工比例与国外发达国家仍有着极大的差距, 到 2025 年我国的蛋制品加工占比有望达到 30%, 未来蛋品加工行业市场空间广阔。

● **已取得 25 项专利, 是国内首家专业生产巴氏杀菌蛋液的企业**

已取得 25 项专利, 其中发明专利 7 项, 实用新型专利 14 项, 涵盖了公司生产的主要蛋液产品、蛋粉产品和预制蛋品。欧福是国内第一家推出巴氏杀菌液体蛋产品的公司, 并后续推出了多款创新型蛋制产品。本次募投项目包括“预制蛋制品、蛋液及蛋制品生产线技术改造项目”、“年增产 15000 吨蛋制品加工项目”和补充公司流动资金, 投资规模分别为 7,600 万元、7,500 万元、3,069 万元。募投满产后可增加 500 吨/年的预制产品和 2000 吨/年的液体产品(蛋挞液和咸蛋黄酱各 1000 吨/年)及可以完成 6000 吨/年的蛋白饮料预混液的制备。

● **底价对应 2021 PE (发行后) 为 22.58X, 可比公司 2021 PE 均值为 64.51X**

公开发行为 2.5 元/股, 对应 2021 PE(发行后)为 22.58X, PE(TTM)为 11.29X。可比公司 2021 PE 均值为 64.51X, PE(TTM)均值为 54.39X。拟募投达产的鸡蛋蛋白饮料系公司自主创新研发的面向零售端的创新型产品, 目前市场无公开在售的同类产品, 建议谨慎申购。

● **风险提示:** 原材料价格波动及业绩波动的风险、新股破发风险

相关研究报告

《聚焦生命科学仪器自主研发国产替代, 产品、客户等多维度打造品牌力——北交所首次覆盖报告》-2023.1.3

《2023 北交所展望: 迎来低位淘金好时机——北交所策略专题报告》-2023.1.2

《IPO 跟踪 (2022.12.24~12.30): 2022 年北交所 83 家公司成功上市——北交所策略专题报告》-2023.1.1

目 录

1、 业务情况：主营蛋液、蛋粉的龙头企业.....	3
2、 财务变化：2021 年实现营收达 8.49 亿元（+36.92%）.....	7
3、 行业看点：2025 年我国蛋制品加工占比有望达 30%.....	9
4、 估值对比：发行底价对应 2021 PE（发行后）为 22.58X.....	11
5、 风险提示.....	12

图表目录

图 1： 2021 年蛋液营收 68967.1 万元（万）.....	4
图 2： 2021 年蛋液收入占比 81.42%.....	4
图 3： 公司以直销模式为主，终端客户销售收入占比 63.3%.....	4
图 4： 2026 年全球运动营养市场规模将达到 228.57 亿美元.....	7
图 5： 2021 年公司实现营收达 8.49 亿元（+36.92%）.....	7
图 6： 2021 年公司毛利率为 9.96%.....	8
图 7： 公司的毛利率水平与鸡蛋价格呈反相关关系.....	8
图 8： 2021 年公司净利率为 2.65%.....	8
图 9： 2021 年公司净利润达 2,248.80 万元（-53.86%）.....	8
图 10： 期间费用率稳中有降.....	9
图 11： 改革开放以后我国现代蛋制品行业发展迅速.....	9
图 12： 蛋制品加工业属于农产品深加工行业.....	10
图 13： 2020 年我国壳蛋产量达到 3,024.81 万吨.....	10
图 14： 2021 年中国境内液体蛋制品总产量约 28 万吨.....	10
图 15： 预计到 2025 年，我国烘焙行业市场规模有望达到 3864 亿元.....	11
表 1： 公司产品包括蛋液、蛋粉及预制蛋品.....	3
表 2： 作为蛋制品行业龙头企业，优质客户众多、广泛分布在蛋糕、食品、餐饮、预制菜等领域.....	4
表 3： 客户集中度较低，前五大客户收入比重为 24.66%，不存在对个别客户的依赖.....	5
表 4： 预制蛋制品等募投项目的总投资达 1.82 亿元.....	6
表 5： 公司现有产能分别为蛋液 7.87 万吨、蛋粉 2238 吨、预制蛋品 2950 吨、煮蛋类 3600 吨.....	6
表 6： 2021 年公司境内销售占比为 98.48%.....	7
表 7： 现阶段我国鸡蛋的加工比例仅为 5%-7%左右.....	10
表 8： 公司在食品安全性、产品质量和质量稳定性、产品功能性、工艺水平等方面无落后于竞争对手的迹象.....	11
表 9： 公司发行底价对应 2021 PE（发行后）为 22.09X，可比公司 2021 PE 均值为 64.51X.....	12

1、业务情况：主营蛋液、蛋粉的龙头企业

专注于蛋液、蛋粉等蛋类预制品加工的企业。欧福蛋业成立于2005年，是世界著名的蛋制品集团 SANOVO EGG GROUP 在中国的成员企业，主要从事蛋液、蛋粉以及各类蛋类预制品的研发、生产、销售，是国内首家专业生产巴氏杀菌蛋液的农业产业化国家重点龙头企业。主要产品包括蛋液、冰蛋和蛋粉，可广泛应用于肉制品、焙烤制品、面条、色拉和蛋黄酱、糖果、冰淇淋、鱼类和其它食品工业，还可以根据客户需求制定加糖和加盐蛋制品。

表1：公司产品包括蛋液、蛋粉及预制蛋品

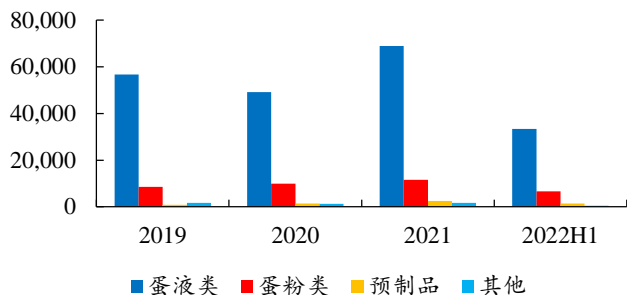
产品类型	细分类型	产品图示	主要用途
蛋液产品	蛋白液		主要作为烘焙制品、肉制品、配餐、面制品、膨化食品、糖果、精细饲料生产中的原辅料
	蛋黄液		主要用于烘焙制品、调味酱、肉制品、配餐产品、面制品、冰激凌、糖果、干调品、膨化食品、特种饲料等
	全蛋液		主要用于烘焙制品、调味酱、肉制品、配餐产品、面制品、冰激凌、糖果、干调品、膨化食品、特种饲料等
蛋粉产品	蛋白粉		肉制品、面制品、烘焙制品、乳化和糖果等产品
	蛋黄粉		可用于面包、饼干等焙烤制品以及冰淇淋、调味酱的生产中，也可用于肉制品、面制品等
	全蛋粉		可用于面包、饼干等焙烤制品以及冰淇淋、调味酱的生产中，也可用于肉制品、面制品等
预制蛋品	蛋皮		主要用于烘焙、餐饮等领域
	炒蛋		主要用于超市、餐厅的方便快捷配料等
	欧姆蛋		主要用于餐饮、超市等

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

蛋液、蛋粉收入占比分别为 81.42%、13.71%。主营业务收入来源及产品结构较为稳定，从产品构成来看，蛋液、蛋粉是公司销售收入的主要来源，2021 年分别创收 68967.1 万元、11613.36 万元，分别占总营收的 81.42%、13.71%。此外，于 2015

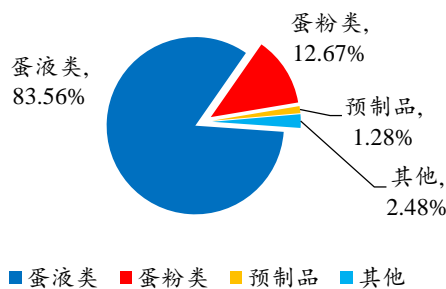
年完成建设预制蛋品生产线并推向市场，2021年预制蛋品营收占比为2.92%。

图1：2021年蛋液营收68967.1万元（万）



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

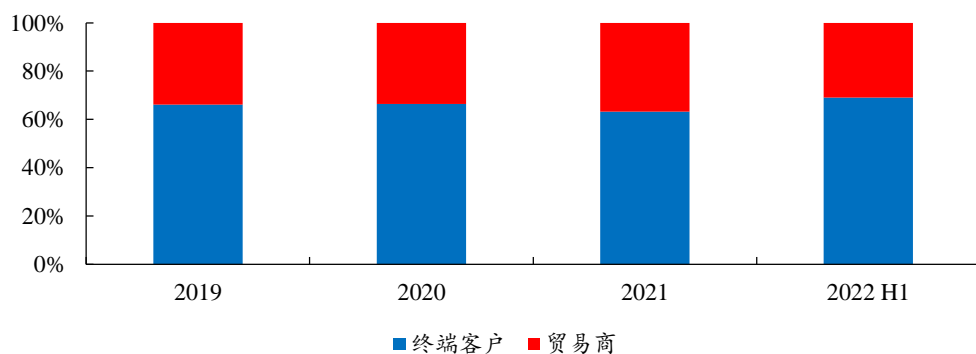
图2：2021年蛋液收入占比81.42%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

以直销模式为主。主要客户包括大型连锁食品快餐企业和食品生产加工企业的终端客户以及少量的贸易商。对于大型快餐企业和食品生产加工企业，由销售部负责产品销售、市场拓展和客户维护；对于一些小型食品加工生产企业，通过贸易商渠道对其进行覆盖。其中，2019年-2021年终端客户的销售收入占主营业务收入比例为66.17%、66.33%、63.26%。

图3：公司以直销模式为主，终端客户销售收入占比63.3%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

作为蛋制品行业龙头企业，优质客户众多、分布领域广泛，客户集中度较低，不存在对个别客户的依赖。2021年公司前五大客户和最大客户收入比重分别为24.66%、7.59%，较同行业可比公司客户集中度低。欧福主要客户也为自主开拓市场获得，后续通过产品和服务、产品和技术创新得到客户认可，保持了高质量客户群体的稳定性。向主要客户的销售稳定、持续并总体呈增长态势，不存在对个别客户的重大依赖，具备独立开拓市场获取业务、保持销售稳定性和持续性的经营能力。

表2：作为蛋制品行业龙头企业，优质客户众多、广泛分布在蛋糕、食品、餐饮、预制菜等领域

客户品牌	代表性合作主体	合作背景	合作持续性
好利来	北京好利来工贸有限公司	2007年开始接触，自主开发	持续合作
味多美	北京味多美食品有限责任公司	自主开发	持续合作
美丽家	嘉兴市美丽家食品有限责任公司	自主开发	持续合作
美心	美心食品（广州）有限公司	对方采购主动 联系欧福蛋业	持续合作
诺心	致品食品（上海）有限公司	自主开发	持续合作
元祖	上海元祖梦果子股份有限公司	自主开发	持续合作

客户品牌	代表性合作主体	合作背景	合作持续性
廿一客	北京廿一客食品有限公司	自主开发	持续合作
圣安娜饼屋	圣安娜饼屋（深圳）有限公司	自主开发	持续合作
克莉丝汀	上海吉元德食品有限公司	自主开发	因客户业务发展原因于2022年上半年暂停合作，预计近期重启合作
麦果	苏州果麦食品有限公司	自主开发	持续合作
佳田	深圳市钜田食品有限公司	2018年广东展会结识	持续合作
泸溪河	泸溪河食品（南京）有限公司	自主开发	持续合作
必胜	必胜（上海）食品有限公司	自主开发	持续合作
真功夫	东莞市补给舰供应链管理有限公司	自主开发	持续合作
避风塘	上海避风塘美食有限公司	自主开发	持续合作
海底捞	蜀海（北京）供应链管理有限责任公司	自主开发	持续合作
谷田稻香	上海新田餐饮有限公司	自主开发	持续合作
味千	东莞领驰食品有限公司	自主开发	持续合作
联合利华	联合利华（天津）有限公司	自主开发	持续合作
维益	维益食品（苏州）有限公司	自主开发	持续合作
桃李面包	东莞桃李面包有限公司	自主开发	持续合作
伊利	梅州伊利冷冻食品有限责任公司	自主开发	持续合作
安井	福建安井食品集团股份有限公司	自主开发	持续合作
宾堡	北京曼可顿食品科技有限公司	自主开发	持续合作
华美食品	东莞市华美食品有限公司	客源介绍	因价格原因于2020年停止合作
统一	昆山统一企业食品有限公司	自主开发	持续合作
味可美	味可美（广州）食品有限公司	自主开发	持续合作
嘉华食品	云南嘉华食品有限公司	自主开发	持续合作
百卡弗	北京百卡弗食品有限公司	自主开发	持续合作
钟薛高	钟薛高食品（上海）有限公司	自主开发	持续合作

资料来源：第一轮问询的回复、开源证券研究所

表3：客户集中度较低，前五大客户收入比重为24.66%，不存在对个别客户的依赖

	欧福蛋业	艾格生物	中农兴和	禾丰股份	仙坛股份
前五大客户收入比重					
2021年	24.66%	34.42%	39.62%	3.73%	32.51%
2020年	24.49%	28.25%	37.22%	4.21%	36.05%
2019年	22.61%	30.31%	34.93%	5.20%	32.49%
最大客户收入比重					
2021年	7.59%	13.44%	19.39%	/	13.88%
2020年	7.08%	10.53%	12.24%	/	16.45%
2019年	8.10%	10.50%	9.89%	/	15.15%

数据来源：第一轮问询的回复、开源证券研究所

若募投全部达产后或增加年收入约3-4亿元和3000-5000万的年净利润。募投项目包括“预制蛋制品、蛋液及蛋制品生产线技术改造项目”、“年增产15000吨蛋制品加工项目”和“补充公司流动资金”，投资规模分别为7,600万元、7,500万元、3,069万元。根据招股说明书的初步测算，项目满产后可增加年收入约3-4亿元和3000-5000万年净利润，项目投资回报率约45%，投资回收期约4年。

表4：预制蛋制品等募投项目的总投资达 1.82 亿元

项目名称	投资总额/万元	拟投入募集金额/万元
预制蛋制品、蛋液及蛋制品生产线技术改造项目	7,600.00	6,300.00
年增产 15000 吨蛋制品加工项目	7,500.00	6,000.00
补充公司流动资金	3,069.55	3,069.55
合计	18,169.55	15,369.55

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

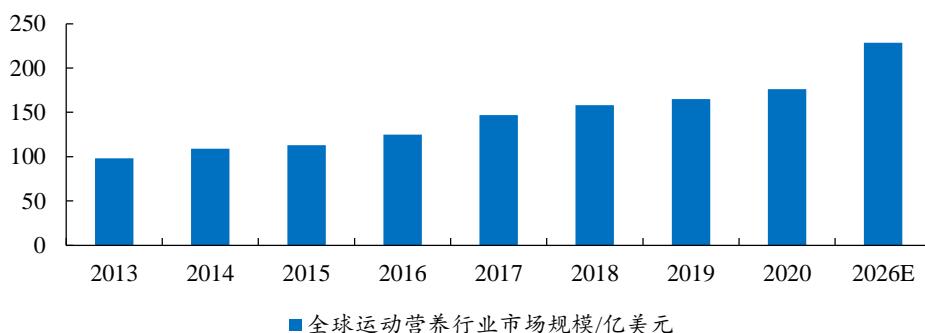
募投达产预计增加产能 **8500 吨/年**。现有产能分别为蛋液 7.87 万吨、蛋粉 2238 吨、预制蛋品 2950 吨、煮蛋类 3600 吨。“预制蛋制品、蛋液及蛋制品生产线技术改造项目”满产后，预计可增加 500 吨/年的预制产品和 2000 吨/年的液体产品（蛋挞液和咸蛋黄酱各 1000 吨/年）及可以完成 6000 吨/年的蛋白饮料预混液的制备。

表5：公司现有产能分别为蛋液 7.87 万吨、蛋粉 2238 吨、预制蛋品 2950 吨、煮蛋类 3600 吨

年份	产品类型	产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	产能利用率	产销率
2019	蛋液产品	78,690.30	42,968.54	42,906.22	54.60%	99.85%
	蛋粉产品	2,238.00	1,554.43	1,689.16	69.46%	108.67%
	预制蛋品	2,950.00	247.46	292.41	8.39%	118.16%
	其他	3,600.00	1,016.88	1,024.53	28.25%	100.75%
2020	蛋液产品	78,690.30	37,223.31	37,271.77	47.30%	100.13%
	蛋粉产品	2,238.00	1,963.25	1,818.33	87.72%	92.62%
	预制蛋品	2,950.00	412.26	385.16	13.97%	93.43%
	其他	3,600.00	816.13	803.76	22.67%	98.48%
2021	蛋液产品	78,690.30	50,556.61	50,181.86	64.25%	99.26%
	蛋粉产品	2,238.00	2,136.95	2,087.95	95.49%	97.71%
	预制蛋品	2,950.00	779.88	729.27	26.44%	93.51%
	其他	3,600.00	1,024.94	1,027.86	28.47%	100.29%
2022H1	蛋液产品	39,345.15	23,380.78	22,525.47	59.42%	96.34%
	蛋粉产品	1,119.00	1,053.86	1,107.32	94.18%	105.07%
	预制蛋品	1,475.00	456.50	447.38	30.95%	98.00%
	煮蛋类	1,800.00	267.90	264.57	14.88%	98.76%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

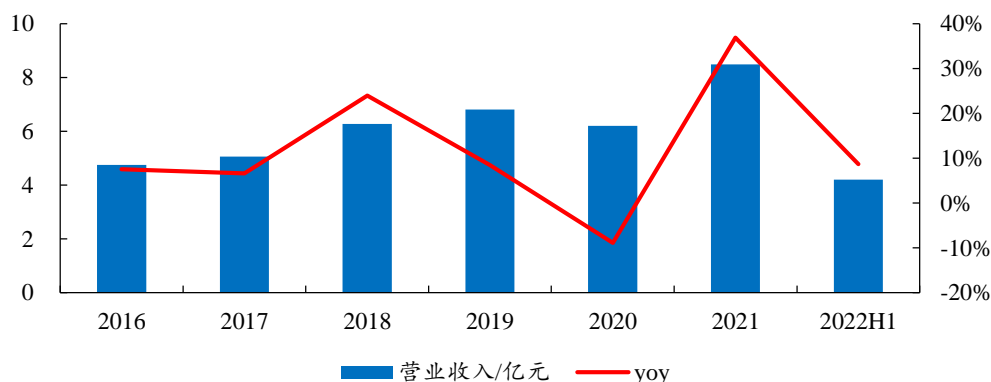
鸡蛋白饮料系自主创新研发零售端的创新型产品，市场无公开在售的同类产品。随着我国即将步入老龄化社会，老年人群规模将大幅增加，对食用便捷、容易吸收的蛋白来源的需求巨大。全球运动营养市场规模由 2014 年的 108.83 亿美元增长到 2020 年的 176 亿美元，复合年均增长率达到 7.11%。预计到 2026 年，全球运动营养市场规模将达到 228.57 亿美元，持续保持较快增长。欧福的鸡蛋白饮料作为 RTD（即饮食品）较传统蛋白粉更便捷，也将受益于蛋白粉市场的增长。

图4：2026年全球运动营养市场规模将达到 228.57 亿美元


数据来源：欧睿国际、华经产业研究院、开源证券研究所

2、财务变化：2021 年实现营收达 8.49 亿元 (+36.92%)

境内销售占比大于境外，2021 年实现营收达 8.49 亿元 (+36.92%)。欧福营业收入近年整体呈上升趋势，2020 年度受新冠疫情影响收入有小幅下降，2021 年营业收入因销量增加而实现大规模增长，较上年提高 36.92%。2021 年产品主要在中国境内销售，占比为 98.48%，前三大区域分别是华东地区、华南地区和华北地区，存在少量中国香港、中国澳门以及韩国客户，外销收入占比较低。

图5：2021 年公司实现营收达 8.49 亿元 (+36.92%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

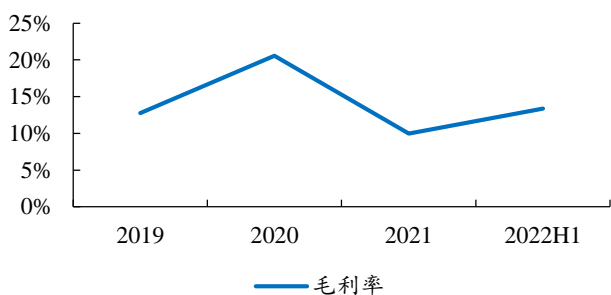
表6：2021 年公司境内销售占比为 98.48%

区域	2019		2020		2021		2022H1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东地区	34,381.18	50.50%	31,371.53	50.58%	40,621.55	47.83%	20,386.53	48.56%
华南地区	13,189.42	19.37%	11,791.24	19.01%	21,200.49	24.96%	11,081.78	26.40%
华北地区	13,113.17	19.26%	11,201.59	18.06%	14,025.60	16.51%	5,943.83	14.16%
华中地区	2,669.04	3.92%	2,170.62	3.50%	3,298.31	3.88%	1,604.15	3.82%
西南地区	2,013.58	2.96%	2,832.76	4.57%	3,025.65	3.56%	1,502.70	3.58%
东北地区	969.55	1.42%	672.35	1.08%	821.98	0.97%	264.41	0.63%
西北地区	769.22	1.13%	657.38	1.06%	641.29	0.76%	425.69	1.01%
内销合计	67,105.16	98.56%	60,697.47	97.85%	83,634.88	98.48%	41,209.09	98.16%
中国香港	660.63	0.97%	842.13	1.36%	722.57	0.85%	490.73	1.17%

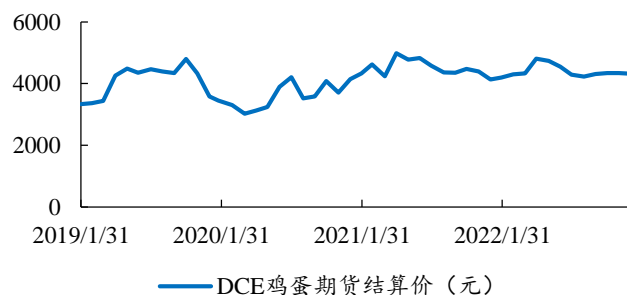
中国澳门	11.90	0.02%	28.19	0.05%	83.24	0.10%	-	0.00%
韩国	309.07	0.45%	460.39	0.74%	488.03	0.57%	281.98	0.67%
外销合计	981.59	1.44%	1,330.71	2.15%	1,293.84	1.52%	772.71	1.84%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

毛利率受鸡蛋价格波动影响较大。2019年-2022年上半年公司的毛利率分别为12.75%、20.56%、9.96%和13.37%，毛利率波动的原因是：2020年受新冠疫情影响销售规模有所下降，但受益于鸡蛋价格下跌，故2020年主营业务毛利同比增加；而2021年从疫情中恢复后虽然销售规模同比大幅增加，但鸡蛋价格大幅上涨，故2021年主营业务毛利同比减少。整体看公司毛利率水平与鸡蛋价格呈反相关关系。

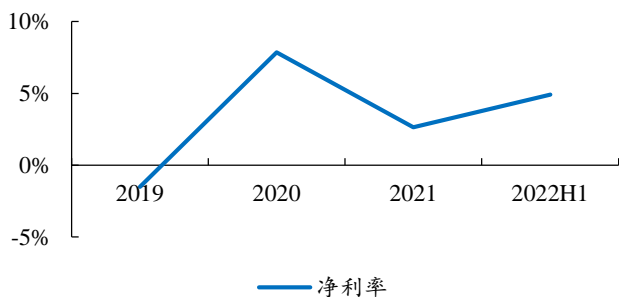
图6：2021年公司毛利率为9.96%


数据来源：Wind、开源证券研究所

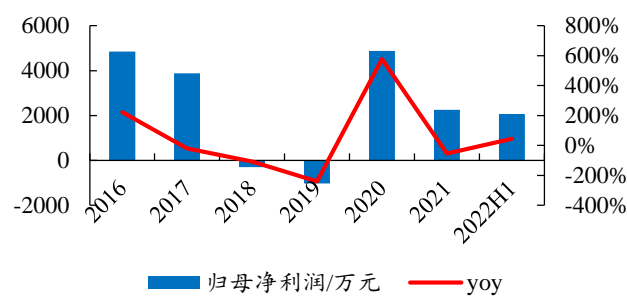
图7：公司的毛利率水平与鸡蛋价格呈反相关关系


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截止20221230

2021年公司净利率为2.65%，归母净利润达2,248.80万元（-53.86%）。2019年至2022年上半年，公司归母净利润分别为-1,020.86万元、4,873.69万元、2,248.80万元和2,064.35万元，增速分别为-239.65%、577.41%、-53.86%、43.55%，销售净利率分别为-1.50%、7.86%、2.65%和4.92%。净利润及销售净利率的波动与原材料鸡蛋的市场价格波动造成公司毛利率波动有关。

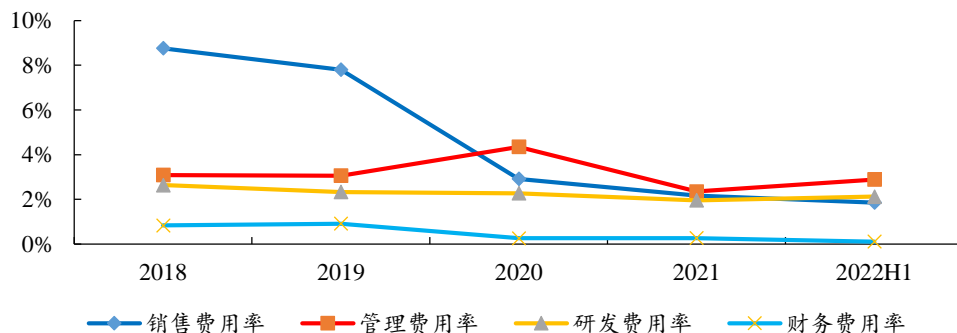
图8：2021年公司净利率为2.65%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2021年公司净利润达2,248.80万元（-53.86%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

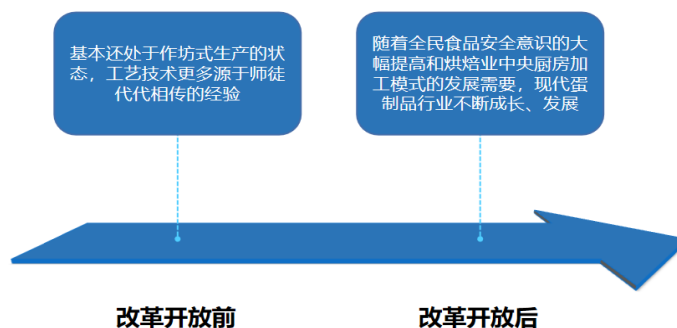
期间费用率稳中有降。2019年-2022年上半年公司期间费用率分别为14.10%、9.79%、6.74%和6.97%，其中2021年销售费用和管理费用相比同期分别下降0.75%、2%，保持稳中有降的趋势。

图10：期间费用率稳中有降


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、行业看点：2025 年我国蛋制品加工占比有望达 30%

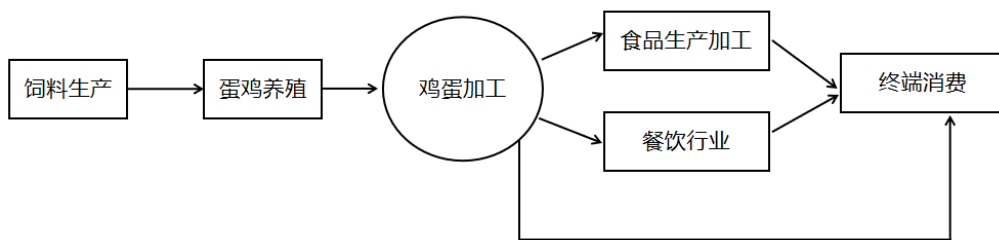
我国蛋品加工历史悠久，改革开放后现代蛋制品行业发展迅速。我国传统蛋制品已有数百年至上千年的历史，但在 2000 年之前，基本还处于作坊式生产的状态，工艺技术更多源于师徒代代相传的经验。改革开放以来，随着全民食品安全意识的大幅提高和烘焙业中央厨房加工模式的发展需要，现代蛋制品行业不断成长、发展。其中，欧福蛋业是中国首家专业生产巴氏杀菌液蛋的企业。

图11：改革开放以后我国现代蛋制品行业发展迅速


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

蛋制品加工业属于农产品深加工行业。鸡蛋作为乳、肉、蛋三大人类的动物蛋白质主要来源之一，已成为世界公认的必备优质食材。公司所处的行业为蛋制品加工业，是鸡蛋产业链的一个环节。蛋制品加工业属于农产品深加工行业，整个产业链较长，包括饲料生产、蛋鸡养殖、鸡蛋加工、食品生产及餐饮、终端消费五个环节，蛋制品加工业是整个鸡蛋行业的重要子行业，在整个产业链上的重要性正在不断加大。

图12：蛋制品加工业属于农产品深加工行业



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

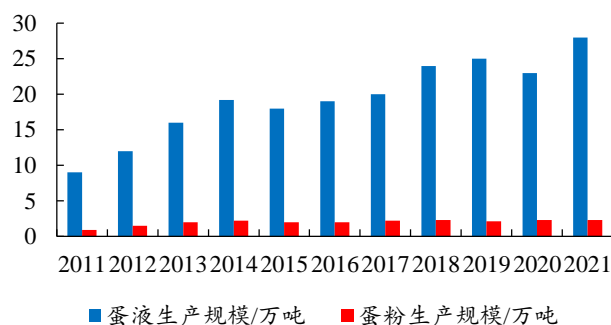
我国是鸡蛋生产的第一大国，2021年我国境内液体蛋制品总产量约28万吨。根据联合国粮食及农业组织统计，2020年我国壳蛋产量达到3,024.81万吨，占全球壳蛋总产量的34.90%，已成为全世界鸡蛋生产的第一大国，预计到2024年将达3420万吨。自2011年起至今我国蛋液市场规模复合增速达12%、蛋粉市场规模复合增速达近10%，2021年中国境内（不含中国香港、中国台湾和中国澳门地区）液体蛋制品总产量约28万吨，蛋粉总产量约2.3万吨。不可否认的是，充足的鸡蛋供给为蛋制品市场规模的不断增长提供了有力的支撑。

图13：2020年我国壳蛋产量达到3,024.81万吨



数据来源：联合国粮食及农业组织、开源证券研究所

图14：2021年中国境内液体蛋制品总产量约28万吨



数据来源：IEC、开源证券研究所

我国蛋制品消费占比较低，2025年我国的蛋制品加工占比有望达30%。根据《中国禽业导刊》，现阶段我国鸡蛋的加工比例仅为5%-7%左右，且80%是加工为传统蛋制品。我国鸡蛋的加工比例与国外发达国家仍有着极大的差距：根据《蛋品世界》，美国蛋制品加工比例占33%，欧洲约占20%~30%，日本则高达50%。根据世界蛋品协会预测，到2025年我国的蛋制品加工占比有望达到30%，未来蛋品加工行业市场空间广阔。

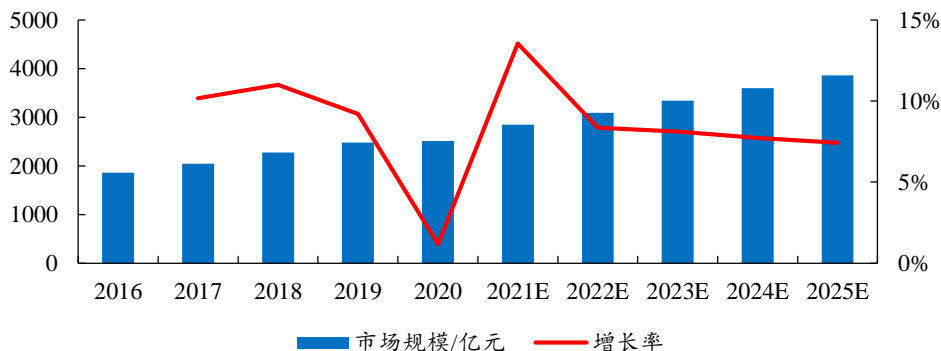
表7：现阶段我国鸡蛋的加工比例仅为5%-7%左右

国家	蛋品加工率/%	品牌蛋比率/%	非农养比率/%
中国	5-7%	<5%	1%(9%散养)
美国	33%	40-50%	20%
欧盟	20-30%	50-55%	46.80%
日本	50%	60-70%	5%

数据来源：KAT数据库、开源证券研究所

烘焙行业市场规模不断扩大，推动蛋制品加工需求增长。烘焙行业是指通过烘焙为主要加工工序制作产品的行业，蛋制品是主要配料之一。2016 年我国烘焙行业市场规模为 1858 亿元，到 2020 年我国烘焙行业市场规模已经达到 2510 亿元，年均复合增长率为 7.81%；预计到 2025 年，我国烘焙行业市场规模有望达到 3864 亿元。在高速增长烘焙市场的带动下，蛋制品加工行业市场规模有望进一步得到提升。

图15：预计到 2025 年，我国烘焙行业市场规模有望达到 3864 亿元



数据来源：欧睿、开源证券研究所

4、估值对比：发行价对应 2021 PE（发行后）为 22.58X

国内同行业可比公司有仙坛股份、艾格生物、中农兴和等。与国内竞争对手相比，欧福在食品安全性、产品质量和质量稳定性、产品功能性、工艺水平等方面无落后于竞争对手的迹象；公司是国内第一家推出巴氏杀菌液体蛋产品的公司，并后续推出了超长保质期的蛋液产品、热稳定蛋液和蛋粉、鸡蛋制成蛋黄酱（粉）、鸡蛋白饮料等创新型产品，在产品创新、技术创新等方面具备优势。艾格生物、中农兴和是主要产品中明确包括蛋液、蛋粉等鸡蛋制品的国内上市公司。

表8：公司在食品安全性、产品质量和质量稳定性、产品功能性、工艺水平等方面无落后于竞争对手的迹象

公司名称	市场地位	研发与技术实力
大连绿雪蛋品发展有限公司	年产“绿雪”牌全蛋粉、鸡蛋黄粉、鸡蛋白粉 8000 多吨，溶菌酶 20 多吨，同时可以根据用户的要求生产各种类型的蛋粉、鸡蛋粉复合汤料、蛋黄球蛋白粉、蛋白片、各种冷冻、保鲜等蛋液制品	截至 2021 年 12 月 31 日，未形成专利
江苏康德蛋业有限公司	集蛋鸡养殖、饲料生产、蛋制品精深加工于一体的省级农业产业化重点企业，可年产各类蛋粉 6000 吨、蛋液 30000 吨、洁蛋 10000 吨、水煮蛋 4000 吨、溶菌酶 10 吨、蛋黄球蛋白粉 5 吨	截至 2021 年 12 月 31 日，拥有发明专利 7 项，实用新型专利 4 项、外观设计专利 2 项
吉林金翼蛋品有限公司	“金翼”牌蛋粉系列产品被为吉林省名牌产品；主要产品有蛋粉、蛋液等系列产品，广泛应用于各种食品、药品领域。销售网络遍布全国，产品远销到欧洲、亚洲等十多个国家和地区，现年加工能力 15 万吨鲜蛋	吉林省国际科技合作基地，截至 2021 年 12 月 31 日，拥有外观设计专利 2 项
浙江艾格生物科技股份有限公司	蛋黄球蛋白粉、溶菌酶、蛋白粉、蛋黄粉、全蛋粉	拥有省级高新技术企业研发中心、多个大

公司名称	市场地位	研发与技术实力
	等蛋制品	专院校联合研发平台，负责司新产品、新技术研发及成果转化工作。截至2021年12月31日，拥有5项发明专利，16项实用新型专利
黑龙江中农兴和生物科技股份有限公司	全蛋粉、蛋黄粉、蛋白粉、冰蛋白、加糖冰蛋黄、加盐冰蛋黄、巴氏杀菌冰全蛋等，年产蛋粉制品2600吨，蛋液(冰蛋)制品9000吨	国家高新技术企业，截至2021年12月31日，拥有1项发明专利和18项实用新型专利
禾丰食品股份有限公司	饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖，同时涉猎动物药品、养殖设备、宠物医疗等	高新技术企业，截至2021年12月31日，累计获得授权专利196项，其中发明专利59项，并获得2项国家科技进步奖、1项国家技术发明奖、近20项省部级科技奖励
山东仙坛股份有限公司	父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工、销售业务	公司技术中心获得中国合格评定国家认可委员会实验室认可(CNAS),从孵化、养殖、饲料生产到屠宰加工形成了全流程安全监控体系，截至2021年12月31日，未形成专利
欧福蛋业	蛋液、蛋粉以及各类蛋类预制品的研发、生产、销售	江苏省农业科技企业、省级企业技术中心，截至2021年12月31日拥有发明专利7项，14项实用新型专利和4项外观设计专利

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

此次北交所公开发行价为2.50元/股，对应2021 PE（发行后）为22.58X，PE（TTM）为11.29X。可比公司2021 PE均值为64.51X，PE（TTM）均值为54.39X。公司已取得25项专利，其中发明专利7项，实用新型专利14项，涵盖了公司生产的主要蛋液产品、蛋粉产品和预制蛋品。公司掌握的超高胶蛋白粉的制备和应用、生物酶解技术、生物改性技术、液体的加热处理技术、蛋制品凝固体的耐冻改良技术、蛋粉生产的热反应技术等，为公司的差异化竞争提供了有力支撑，建议谨慎申购。

表9：公司发行底价对应2021 PE（发行后）为22.09X，可比公司2021 PE均值为64.51X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2021PE	2021年营收/亿元	2021年归母净利润/万元	2021年毛利率
禾丰股份	603609.SH	108.48	25.83	91.52	294.69	11853.05	5.32%
仙坛股份	002746.SZ	78.83	131.10	95.96	33.12	8214.47	1.67%
格润牧业	835354.NQ	3.13	6.25	6.06	3.74	5168.89	19.71%
	均值	63.48	54.39	64.51			8.90%
	中值	78.83	25.83	91.52			5.32%
欧福蛋业	839371.NQ	4.97	11.29	22.58	8.49	2248.80	9.96%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至20230102

5、风险提示

原材料价格波动及业绩波动的风险、新股破发风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn