

海融科技 (300915.SZ)

享受奶油高端化和国产化红利，

打造规模优势静待扩品花开

投资要点：

- 专注奶油系列，产品持续迭代构造核心优势。**公司成立于2003年，2016年，公司攻克了对行业产生了跨时代影响的非氢化奶油技术；2021年推出了0乳糖0动物脂肪0反式脂肪的“飞蛋”系列，引领奶油行业绿色健康发展。2022年推出恋乳70淡奶油，较早布局稀奶油赛道，推动产品升级。2018-2022年营业收入和奶油收入CAGR分别达12.6%和13.2%，2023H1年公司奶油营收占比超过90%，奶油拉动公司营收稳步增长。
- 奶油行业高端化趋势显现，国产奶油占比有望提升。**根据观研天下，2020年我国奶油行业规模约80亿元，到2025年有望达到150亿元，5年CAGR为13.4%。目前奶油行业正处于结构升级的趋势中，含乳脂植脂奶油和动物奶油的占比将逐步增加。国外奶油发展较早，因此市占率较高，但是随着国产奶油的发展，国产稀奶油在性价比、口味、供应链上更有优势，未来有望占据更多的市场份额。
- 产能逐步释放提升规模优势，支撑海内外渠道扩张。**海融奶油销量较高，在规模效应的影响下，海融奶油产品毛利率高于竞争公司。随着公司将新建产能的逐步释放，预计将进一步提升公司的规模优势。截止2023H1年公司共有经销商数量773家，经销渠道营收占比约87%，海外收入占比17%，未来公司将进一步开拓海内外经销渠道和国内中大型连锁烘焙经营企业。
- 逐步试水多元化产品，分享现制烘焙茶饮扩张红利。**针对快速发展的现制茶饮和烘焙市场，公司推出奶基奶盖、果酱、浓缩奶油、植物基巴旦木奶、冷冻烘焙蛋糕等产品，现已拓展CoCo、乐乐茶、罗森等客户，未来公司会进一步开拓茶饮、便利店、商超等渠道，助力业绩增长。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润将达到1.11/1.50/2.09亿元，三年同比增长19%/35%/39%，24-25年CAGR为37%。未来随着奶油高端化和国产化趋势的发展、公司产能的释放，公司还有较大成长空间，另外公司深耕奶油行业多年，具备技术和规模优势，有一定的龙头溢价。因此给予公司2024年30倍PE，对应目标价50元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**原材料成本大幅上涨风险；新品动销不及预期风险；下游需求不及预期的影响；行业竞争加剧风险；食品安全风险

买入(首次评级)

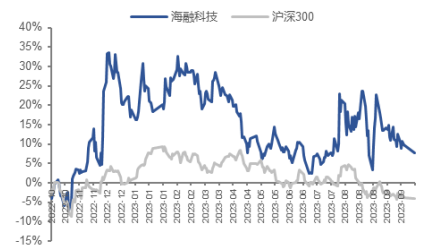
当前价格：36.9元

目标价格：50元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	90/25
总市值/流通市值 (百万元)	3320/916
每股净资产 (元)	16.31
资产负债率 (%)	14.54
一年内最高/最低 (元)	46.49/32.31

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅

执业证书编号：S0210523050001

邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师：童杰

执业证书编号：S0210523050002

邮箱：tj30105@hfzq.com.cn

分析师：王瑾璐

执业证书编号：S0210522090002

邮箱：wj13257@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	747	868	1,026	1,281	1,601
增长率	31%	16%	18%	25%	25%
净利润 (百万元)	112	93	111	150	209
增长率	29%	-17%	19%	35%	39%
EPS (元/股)	1.25	1.04	1.24	1.67	2.32
市盈率 (P/E)	30	36	30	22	16
市净率 (P/B)	2	2	2	2	2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设：

假设 1：量：奶油下游需求旺盛，行业规模进一步扩张，另外奶油国产化趋势显现，国产奶油企业迎来发展机遇。公司深耕行业多年，持续推出新品引领行业发展，并不断拓展大 B 客户和新兴渠道，未来伴随着公司产能的释放，奶油销量有望保持较高的增速，预计 23-25 年增速分别为：10%/20%/20%。

假设 2：价：随着奶油行业高端化趋势显现，公司也推出淡奶油等产品推动产品结构升级，预计未来价格将有所提升，23-25 年价格增速分别为 8%/5%/5%。

假设 3：奶油毛利率：随着棕榈油价格的回落和产品结构升级，未来奶油毛利率会逐步提升，预计 23-25 年毛利率为 36%/37%/37.8%。

区别于市场的观点：

市场认为公司奶油业务面临激烈的市场竞争，公司未来的增长空间受限。但是我们认为公司深耕奶油行业多年，产品持续迭代引领行业发展，产能的释放将进一步提升规模优势，未来在奶油高端化和国产化的趋势下，有望占据更多的市场份额，还有较大的增长空间。

股价上涨的催化因素：

新品放量超预期；经销直销渠道拓展超预期。

估值和目标价：

选取立高食品、南侨食品、佳禾食品为可比公司，其中立高食品以冷冻烘焙和奶油等烘焙原料为主；南侨食品业务以烘焙油脂和淡奶油为主；佳禾食品业务以粉末油脂为主。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 28/20/15 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 1.11/1.50/2.09 亿元，三年同比增长 19%/35%/39%，24-25 年 CAGR 为 37%。未来随着奶油高端化和国产化趋势的发展、公司产能的释放，公司还有较大成长空间，另外公司深耕奶油行业多年，具备技术和规模优势，有一定的龙头溢价。因此给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标价 50 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

原材料成本大幅上涨风险；新品动销不及预期风险；下游需求不及预期的影响；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

正文目录

1 以奶油为轴构造核心优势，成本短期波动不改成长属性.....	4
2 奶油行业高端化趋势有增无减，国产奶油占比有望提升.....	5
3 产能逐步释放提升规模优势，奶油核心优势支撑渠道扩张.....	7
4 逐步试水多元化产品，分享现制烘焙茶饮扩张红利.....	9
5 盈利预测与估值.....	10
6 风险提示.....	11

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：2018-2023H1 公司营收和净利润及增速.....	4
图表 3：奶油营收占比超 90%.....	4
图表 4：2018-2023H1 公司毛利率和净利率.....	5
图表 5：2018-2023H1 公司期间费用率.....	5
图表 6：各品类奶油对比.....	5
图表 7：奶油行业规模持续增长.....	6
图表 8：稀奶油增速相较植物奶油较快.....	6
图表 9：2022 年中国奶油行业份额预测.....	7
图表 10：2022 年稀奶油进口量下滑.....	7
图表 11：进口、国产稀奶油代表产品比较.....	7
图表 12：海融奶油产品规模效应凸显.....	8
图表 13：新建产能逐步释放.....	8
图表 14：直销占比增加.....	9
图表 15：公司海外营收占比.....	9
图表 16：现制茶饮市场扩张.....	9
图表 17：烘焙食品市场扩张.....	9
图表 18：公司逐步扩大客户合作范围.....	10
图表 19：盈利预测.....	10
图表 20：可比公司估值.....	11
图表 21：财务预测摘要.....	13

1 以奶油为轴构造核心优势，成本短期波动不改成长属性

专注奶油系列，国产植脂奶油龙头。公司成立于 2003 年，2005 年凭借耐高温植脂奶油打开市场；2008 年公司研发出领先行业的完全氢化工艺，大量减少了植脂奶油产品中的反式脂肪酸；2010 年推出耐酸性植脂奶油；2016 年，公司攻克了非氢化奶油技术，解决了消费者担心植脂奶油反式脂肪酸的问题，引领植脂奶油进入新时代，并于 2018 年推出飞青花系列；2021 年推出了主打 0 乳糖 0 动物脂肪 0 反式脂肪“飞蛋”植物基坚果奶油系列，引领奶油行业绿色健康发展。2022 年推出恋乳 70 淡奶油，较早布局稀奶油赛道，推动产品升级。公司实际控制人为黄海晓和黄海瑚兄弟，截至 2023H1，两人合计持有公司 72% 股份，控制权较为集中。

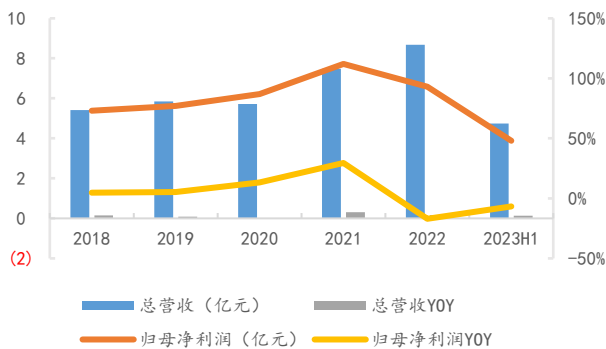
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司年报，华福证券研究所

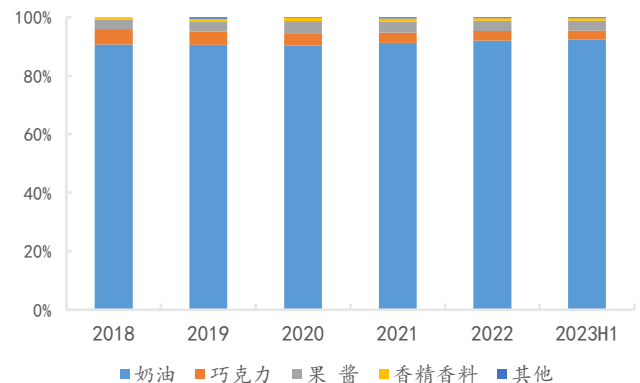
奶油贡献绝大部分收入，拉动公司营收稳步增长。2022 年，公司实现营业收入 8.7 亿元，同比增长 16.2%；其中奶油业务收入 8 亿元，占比 92%，同比增长 17.2%，主要受益于国产替代和产品升级。2018-2022 年营业收入和奶油收入 CAGR 分别达 12.6%和 13.2%。

图表 2：2018-2023H1 公司营收和净利润及增速



数据来源：招股说明书，公司年报，公司公告，华福证券研究所

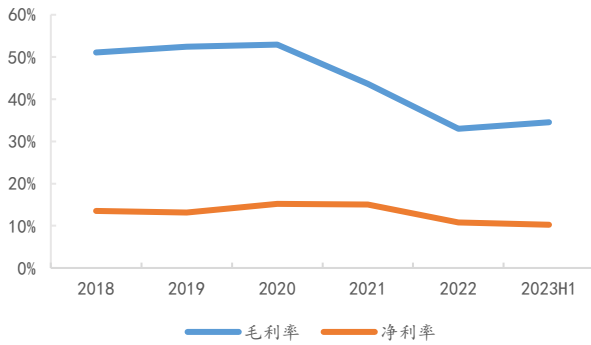
图表 3：奶油营收占比超 90%



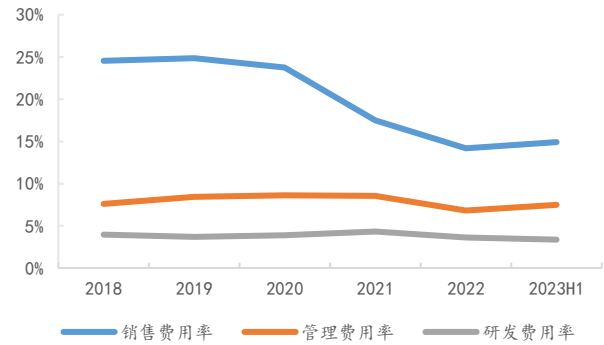
数据来源：招股说明书，公司年报，公司公告，华福证券研究所

毛利率逐步恢复，费用控制良好，净利率有望提升。2022 年受棕榈油原材料价格持续上涨因素影响，公司毛利率下滑。2023 年随着棕榈油价格的下降，成本端压力缓解，未来毛利率有望逐步恢复。公司销售费用率和管理费用率近年来呈现明显下

降趋势,费用控制效果显著,23H1 管理费用率上升主要系筹建粤海融工厂人员工资、厂房租金及办公费等增加;23H1 销售费用率上升主要系公司参加展会增多;未来随着毛利率的恢复和继续加强费用管控,公司盈利能力有望增强。

图表 4: 2018-2023H1 公司毛利率和净利率


数据来源:招股说明书,公司年报,公司公告,华福证券研究所

图表 5: 2018-2023H1 公司期间费用率


数据来源:招股说明书,公司年报,公司公告,华福证券研究所

2 奶油行业高端化趋势有增无减,国产奶油占比有望提升

下游需求旺盛,奶油市场规模进一步增长。随着居民饮食偏好的变化,蛋糕面包等烘焙食品成为日常饮食的重要组成部分,市场规模快速增长。而且奶油也被广泛应用于新茶饮、咖啡、冰淇淋等领域,这些市场的发展推动奶油的进一步增长。根据观研天下,2020 年我国奶油行业规模约 80 亿元,到 2025 年有望达到 150 亿元,5 年 CAGR 为 13.4%。

奶油结构升级,高端化趋势显现。奶油主要分为动物奶油(淡奶油、稀奶油)、含乳脂植脂奶油、植脂奶油。随着消费者越来越重视饮食健康化,部分含有对人体健康不利的反式脂肪酸的价格较低的植脂奶油已逐渐不能满足新一代消费者的需求,因此近年来植脂奶油的增速较低。高价值动物奶油契合健康高质消费理念,目前从绝对消费量来看在我国处于起步阶段,需求增长较快,市场前景广阔。含乳植脂奶油兼具动物奶油奶香浓郁和植脂奶油塑性能力强的优点,价格适中,需求也增长较快。目前奶油市场正处于结构升级的趋势中,含乳脂植脂奶油和动物奶油的占比将逐步增加。

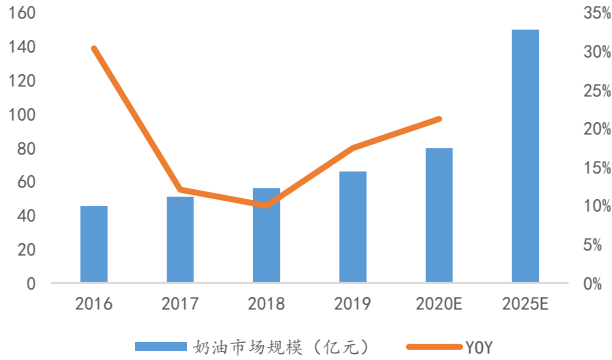
图表 6: 各品类奶油对比

奶油种类	植脂奶油	含乳脂植脂奶油	动物奶油(稀奶油,淡奶油)
原料	是以水、糖、食用植物油、食用氢化油、乳制品等加工而成	在植脂奶油中添加乳脂成分制成	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。乳脂含量越高,打发速度越快。乳脂含量越低,打发率越高。
优势	打发性好、稳定性和操作性强,价格较低	兼具乳脂奶油的口感和植脂奶油打发性、可塑性、操作性好的优点。	口感细腻、奶香浓郁、定位高端

劣势	化口性差、口感不好;含有大量不能被人体消化吸收的反式脂肪酸,但是高品质植物奶油反式脂肪酸含量低于0.3%	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	劣质的动物奶油打发性、可塑性和操作性差
价格	价格为动物奶油的一半	居中	价格较高,多数为进口

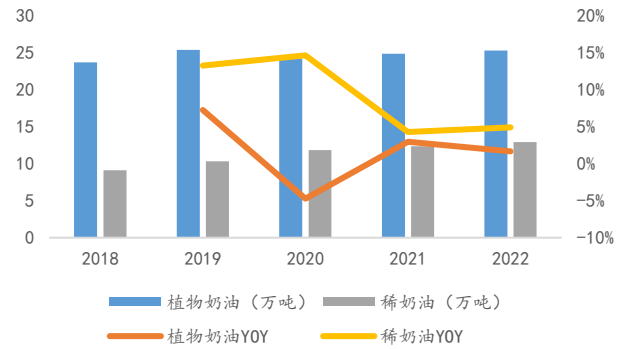
数据来源: 观研天下, 海融招股说明书, 立高食品公告, 烘焙地球村公众号, 华福证券研究所

图表 7: 奶油行业规模持续增长



数据来源: 观研天下, 华福证券研究所

图表 8: 稀奶油增速相较植物奶油较快

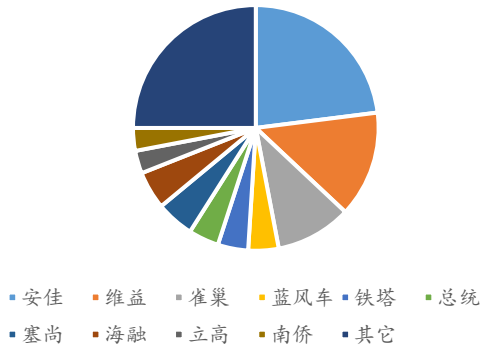


数据来源: 观研天下, 华福证券研究所

国外奶油品牌发展较早, 市占率较高。国外奶油发展较早, 雀巢、安佳、维益等在国内市场知名度较高。2013 年安佳进入中国市场后主动扩展团队进行下沉, 且率先切入茶饮赛道, 在饮料市场占有率约 90%, 2022 年在奶油市场市占率预计为 23%。美国维益最早发明植脂奶油, 1997 年进入中国市场, 早期市占率可达 90%, 2022 预计市占率为 14%。雀巢优势集中在餐饮、咖啡渠道, 2022 年市占率预计为 10%。其他外资品牌如蓝吉米、总统、铁塔等是国内总代模式, 2022 年市占率预计为 4%。此外本土品牌中海融、南侨、立高 2022 年市占率预计分别为 5%/3%/3%。

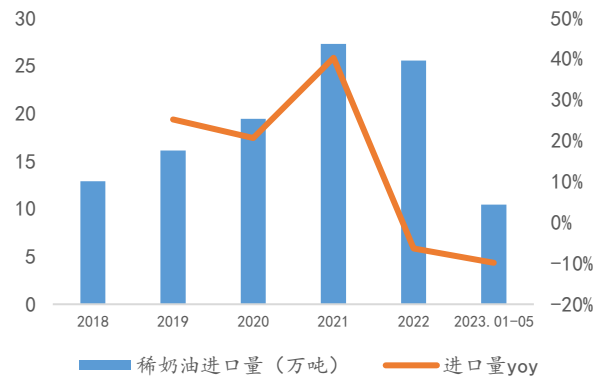
奶油迎来国产替代发展机遇, 国产奶油占比有望提升。虽然国内稀奶油还需要从国外大量进口, 但是 2022 年受到国际局势、供应链、疫情等多种因素的影响, 导致稀奶油价格上涨, 进口量下滑。稀奶油的主要原料为牛乳, 目前我国原奶产能过剩, 价格下降, 为国内稀奶油的生产提供了原料价格优势。另外供应链方面, 稀奶油保质期短, 易融化必须及时冷藏保存, 因此进口稀奶油可能会面临临期或者运输成本较高的情况。因此国产稀奶油在性价比和供应链上更有优势, 未来随着国产奶油的发展, 有望能够占据更多的市场份额。

图表 9：2022 年中国奶油行业份额预测



数据来源：观研天下，华福证券研究所

图表 10：2022 年稀奶油进口量下滑



数据来源：中国海关，华福证券研究所

3 产能逐步释放提升规模优势，奶油核心优势支撑渠道扩张

产品持续迭代创新，引领行业健康化发展。公司于 2016 年通过物理分提技术代替氢化反应，从根源上杜绝了加工过程产生反式脂肪酸，成功研制出非氢化奶油，引领行业进入 5G 非氢化时代。2018 年 4 季度“飞青花”系列奶油上市后，由于产品低热量、切合健康化饮食需求，获得较高的市场认可度，2019 年销量约 2795 吨，销售额占内销植脂奶油的比例由 2018 年的 1.2% 迅速增长至 2019 年的 12.8%。2021 年公司推出 0 乳糖 0 动物脂肪 0 反式脂肪的飞蛋植物基坚果奶油系列，开启了“高营养、低负担”的 6G 奶油时代。2022 年公司推出恋乳 70 淡奶油，打发量高并价格低于国外相关竞品，具备较高的性价比，未来有望在国产替代的趋势中占据更多的市场份额。

图表 11：进口、国产稀奶油代表产品比较

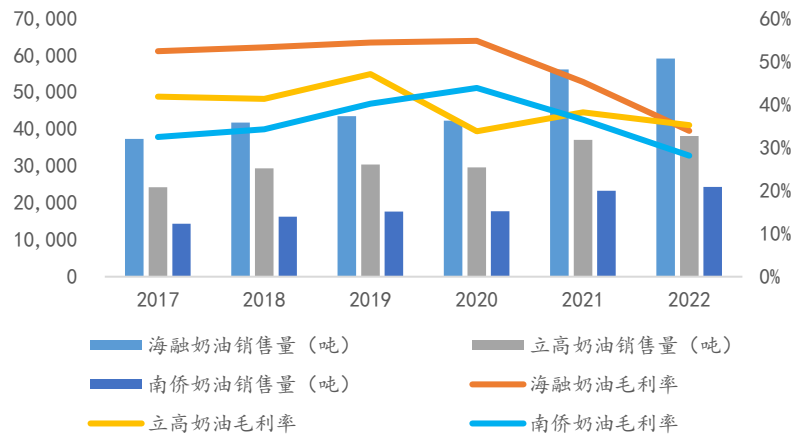
奶油	安佳超高温灭菌搅打稀奶油	维益爱真 300pro 稀奶油	立高 360pro 稀奶油	海融恋乳 70 淡奶油
乳脂含量	35.5%	26%	25.3%	26.5%
贮存条件	2-4℃冷藏，270 天	2-7℃冷藏，270 天	2-7℃冷藏，270 天	2-8℃冷藏，180 天
打发量	120%	300%以上	340%	300%以上
价格	67.6/L	36.5 元/L	32.8 元/L	29.2 元/L

数据来源：淘宝，华福证券研究所

规模优势凸显，产能进一步释放提升规模优势。由于公司奶油产品具备较大的优势，2017-2022 年海融奶油销量高于南侨和立高。在规模效应的影响下，2017-2021 年海融奶油产品毛利率一直高于南侨和立高，但是由于海融奶油产品结构主要是植脂奶油，因此 22 年受棕榈油价格上升影响较大，22 年毛利率下降较多，低于立高但是仍高于南侨。粤海融华南生产基地已处于调试阶段，将释放 6 万吨产能；另有 8 万吨奶油产能，预计于 24 年底建成；海外方面，公司新建的 2.2 万吨第二条印度生产线，

预计今年年内建成。

图表 12：海融奶油产品规模效应凸显



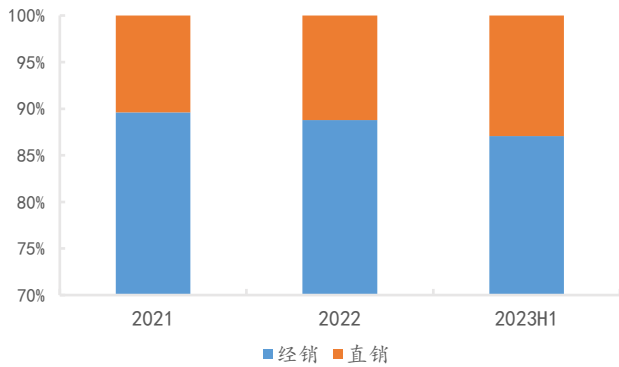
数据来源：各公司招股说明书，各公司年报，各公司公告，WIND，华福证券研究所

图表 13：新建产能逐步释放

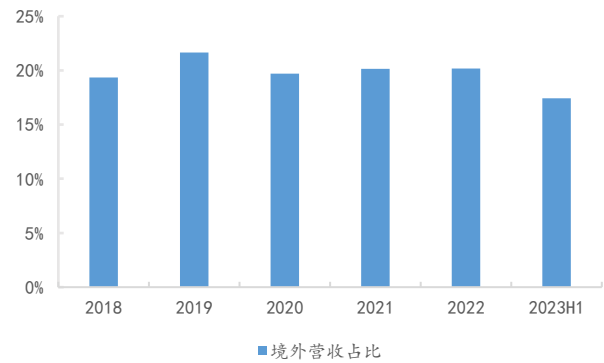
项目	可达预定可使用状态日期	类别	产能 (万吨)
粤海融华南生产基地	2023 年	奶油	6
印度第二条生产线建设项目	2023 年	奶油	2.2
奶油扩产和升级建设项目	2024 年 12 月 31 日	烘焙茶饮奶油、植物蛋白饮品	8.00
果酱扩产和升级建设项目	2024 年 12 月 31 日	饮品果酱、烘焙果馅	1.13
冷冻烘焙工厂建设项目	2024 年 12 月 31 日	冷冻烘焙	0.40

数据来源：公司年报，公司公告，华福证券研究所

直销占比增加，积极拓展海内外渠道。公司以经销模式为主，与公司签订协议的经销商向下游烘焙连锁企业或者单体饼店销售公司产品，2023 年 H1 公司经销商数量总计 773 家，经销渠道营收占比约 87%。直销客户主要为大型连锁烘焙食品经营企业，如巴莉甜甜、米旗、八十五度、金凤成祥等，2021-2023H1 公司直销营收占比从 10.4% 提升至 12.93%。未来公司将进一步加大经销渠道投入，并进一步开发国内中大型连锁烘焙经营企业，拓展茶饮、餐饮、商超、便利、电商、工业等新市场渠道。2023 年 H1 公司海外收入占比 17%，海外销售网络遍及印度（建有工厂）、泰国、越南、马来西亚等南亚、东南亚“一带一路”沿线国家，今年公司设立了土耳其子公司，并开启对俄罗斯和东欧市场的开发。

图表 14: 直销占比增加


数据来源: 公司年报, 公司公告, 华福证券研究所

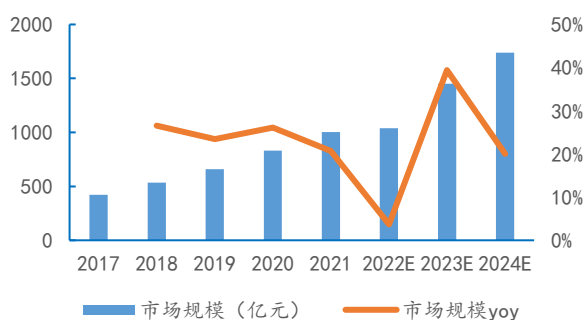
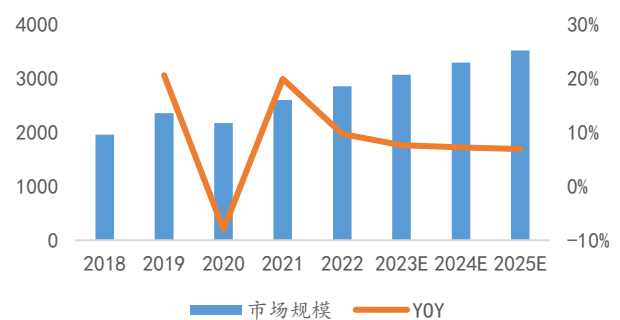
图表 15: 公司海外营收占比


数据来源: 招股说明书, 公司年报, 公司公告, 华福证券研究所

4 逐步试水多元化产品, 分享现制烘焙茶饮扩张红利

现制茶饮市场扩张潜力较大, 与现制茶饮客户加强合作助推公司业绩增长。根据中国连锁经营协会发布的《2022 新茶饮研究报告》, 我国新茶饮市场规模从 2017 年的 422 亿增长至 2021 年的 1003 亿元。目前新茶饮市场处于成熟期上半段, 目标群体渗透率约四成, 未来新茶饮在产品创新迭代及消费群体扩大、场景扩充方面还有较大潜力, 预计到 2024 年市场规模将达 1740 亿元。2021 年海融成立餐饮事业部, 针对现制茶饮市场推出奶基奶盖、果酱、浓缩奶油、植物基巴旦木奶等创新产品, 并对客户提供定制化开发服务, 现已拓展 CoCo、益禾堂、乐乐茶、快乐柠檬等现制茶饮客户, 未来有望与更多的茶饮客户加强合作, 并向水吧、咖啡厅、便利店等新场景扩张。

借力烘焙行业发展, 开拓冷冻烘焙渠道。根据艾媒咨询, 我国烘焙食品市场规模由 2018 年的 1956.1 亿元增长至 2022 年的 2853 亿元, 预计 2025 年将达到 3518 亿元, 23-25 年 CAGR 为 7%。公司推出津彩果巧产品及烘焙油脂产品等烘焙原料, 巩固传统中大型烘焙连锁客户。另外, 海融自 21 年与罗森合作推出定位高端的冷冻千层蛋糕产品布局冷冻烘焙赛道, 逐步开拓便利店、商超等新零售渠道。24 年公司冷冻烘焙新产能建成后将新增产能约 4000 吨, 支撑后续的冷冻烘焙渠道拓展。

图表 16: 现制茶饮市场扩张

图表 17: 烘焙食品市场扩张


数据来源：中国连锁经营协会，华福证券研究所

数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

图表 18：公司逐步扩大客户合作范围



数据来源：公司公告，华福证券研究所

5 盈利预测与估值

奶油为公司营收贡献了绝大部分收入占比超过**90%**，我们预计：

量：奶油下游需求旺盛，行业规模进一步扩张，另外奶油国产化趋势显现，国产奶油企业迎来发展机遇。公司深耕行业多年，持续推出新品引领行业发展，并不断拓展大 B 客户和新兴渠道，未来伴随着公司产能的释放，奶油销量有望保持较高的增速，预计 23-25 年增速分别为：10%/20%/20%。

价：随着奶油行业高端化趋势显现，公司也推出淡奶油等产品推动产品结构升级，预计未来价格将有所提升，23-25 年价格增速分别为 8%/5%/5%。

奶油毛利率：随着棕榈油价格的回落和产品结构升级，未来奶油毛利率有望逐步提升，预计 23-25 年毛利率为 36%/37%/37.8%。

图表 19：盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	868.16	1,025.90	1,280.88	1,601.11
YoY	16.23%	18.17%	24.85%	25.00%
营业总成本（百万元）	581.82	662.95	814.72	1004.60
YoY	38.25%	13.95%	22.89%	23.31%
毛利率	32.98%	35.38%	36.34%	37.27%
分业务拆分：				
奶油				
收入（百万元）	798.80	948.97	1195.70	1506.59
YoY	17.23%	18.80%	26.00%	26.00%
毛利率	33.81%	36.02%	36.94%	37.82%
业务收入比例	92.01%	92.50%	93.35%	94.10%
巧克力				
收入（百万元）	28.76	28.76	31.64	34.80
YoY	8.48%	0.00%	10.00%	10.00%
毛利率	18.03%	20.56%	21.00%	21.50%

业务收入比例	3.31%	2.80%	2.47%	2.17%
果酱				
收入(百万元)	29.86	35.83	41.21	47.39
YoY	4.81%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	27.01%	34.20%	34.50%	34.80%
业务收入比例	3.44%	3.49%	3.22%	2.96%
香精香料				
收入(百万元)	8.17	8.34	8.34	8.34
YoY	19.88%	2.00%	0.00%	0.00%
毛利率	33.14%	32.13%	32.00%	32.00%
业务收入比例	0.94%	0.81%	0.65%	0.52%
其它业务				
收入(百万元)	2.57	4.00	4.00	4.00
YoY	-30.72%	55.48%	0.00%	0.00%
毛利率	13.25%	6.00%	6.00%	6.00%
业务收入比例	0.30%	0.39%	0.31%	0.25%

数据来源：公司公告，华福证券研究所预测

相对估值比较：选取立高食品、南侨食品、佳禾食品为可比公司，其中立高食品以冷冻烘焙和奶油等烘焙原料为主；南侨食品业务以烘焙油脂和淡奶油为主；佳禾食品业务以粉末油脂为主。2023-2025年可比公司平均PE分别为28/20/15倍。预计公司2023-2025年归母净利润将达到1.11/1.50/2.09亿元，三年同比增长19%/35%/39%，24-25年CAGR为37%。未来随着奶油高端化和国产化趋势的发展、公司产能的释放，公司还有较大成长空间，另外公司深耕奶油行业多年，具备技术和规模优势，有一定的龙头溢价。因此给予公司2024年30倍PE，对应目标价50元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 20：可比公司估值

公司	代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				P/E				24-25年 CAGR
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
佳禾食品	605300	71	17.67	0.29	0.74	0.98	1.24	61	24	18	14	30%
南侨食品	605339	78	18.31	0.38	0.91	1.22	1.57	48	20	15	12	31%
立高食品	300973	106	62.57	0.85	1.61	2.32	3.18	74	39	27	20	41%
平均值				0.51	1.09	1.51	2.00	61	28	20	15	34%
海融科技	300915	33	36.89	1.04	1.24	1.67	2.32	36	30	22	16	37%

数据来源：WIND，可比公司EPS采用WIND一致预期，收盘价为2023年10月17日，华福证券研究所

6 风险提示

原材料成本大幅上涨风险：公司成本中直接材料占比较大，若未来主要原材料价格波动幅度较大，公司未采取有效措施控制成本，将会对公司的盈利能力产生影响。

新品动销不及预期风险：公司推出淡奶油等新品，若新品销量不及预期，将会对公司业绩产生不利影响。

下游需求不及预期的影响：若下游烘焙和新茶饮等行业对奶油的需求不及预期，则会对公司营收产生不利影响。

行业竞争加剧风险：随着行业竞争愈加激烈，若公司不能持续创新，抓住机遇扩大业务规模，不断适应消费者需求的升级，将会在未来的市场竞争中处于不利地位。

食品安全风险：若公司或同行业其他公司发生食品安全问题，可能引发消费者对公司产品食品质量安全的担忧，影响公司营收。

图表 21：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	315	222	380	545	营业收入	868	1,026	1,281	1,601
应收票据及账款	37	45	55	69	营业成本	582	663	815	1,004
预付账款	8	9	11	14	税金及附加	4	5	6	8
存货	183	177	234	300	销售费用	123	151	184	224
合同资产	0	0	0	0	管理费用	59	75	91	107
其他流动资产	936	702	302	403	研发费用	31	33	40	48
流动资产合计	1,480	1,155	983	1,332	财务费用	-10	-3	-3	-5
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	112	144	403	602	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	8	406	504	204	公允价值变动收益	2	1	1	1
无形资产	25	24	22	21	投资收益	23	20	20	20
商誉	0	0	0	0	其他收益	3	5	5	5
其他非流动资产	97	97	97	97	营业利润	107	128	173	240
非流动资产合计	243	672	1,027	925	营业外收入	0	1	1	1
资产合计	1,722	1,826	2,010	2,256	营业外支出	0	1	1	1
短期借款	10	0	0	0	利润总额	107	128	173	240
应付票据及账款	79	90	114	143	所得税	14	17	23	31
预收款项	0	0	0	0	净利润	93	111	150	209
合同负债	69	81	101	127	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	8	8	8	8	归属母公司净利润	93	111	150	209
其他流动负债	50	61	72	84	EPS (摊薄)	1.04	1.24	1.67	2.32
流动负债合计	216	240	295	362					
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	53	53	53	53	成长能力				
非流动负债合计	53	53	53	53	营业收入增长率	16.2%	18.2%	24.9%	25.0%
负债合计	269	293	348	414	EBIT 增长率	-23.7%	28.0%	35.8%	38.5%
归属母公司所有者权益	1,453	1,533	1,662	1,842	归母净利润增长率	-17.0%	19.4%	35.1%	38.7%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
所有者权益合计	1,453	1,533	1,662	1,842	毛利率	33.0%	35.4%	36.3%	37.3%
负债和股东权益	1,722	1,826	2,010	2,256	净利率	10.7%	10.9%	11.7%	13.0%
					ROE	6.4%	7.3%	9.1%	11.3%
					ROIC	19.9%	15.8%	12.9%	16.8%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	15.6%	16.0%	17.3%	18.4%
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	6.8	4.8	3.3	3.7
经营活动现金流	55	146	153	269	速动比率	6.0	4.1	2.5	2.9
现金收益	100	128	191	307	营运能力				
存货影响	-46	7	-57	-66	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
经营性应收影响	-3	-8	-13	-16	应收账款周转天数	15	14	14	14
经营性应付影响	18	11	23	29	存货周转天数	99	98	91	96
其他影响	-14	8	9	16	每股指标 (元)				
投资活动现金流	58	-196	22	-80	每股收益	1.04	1.24	1.67	2.32
资本支出	-8	-449	-399	-1	每股经营现金流	0.61	1.62	1.70	2.99
股权投资	0	0	0	0	每股净资产	16.15	17.04	18.47	20.47
其他长期资产变化	66	253	421	-79	估值比率				
融资活动现金流	-44	-43	-18	-23	P/E	36	30	22	16
借款增加	-6	-10	0	0	P/B	2	2	2	2
股利及利息支付	-36	-22	-29	-35	EV/EBITDA	38	30	21	13
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-2	-11	11	12					

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn