

南侨食品 (605339.SH)

烘焙油脂树立行业标杆,

业务拓展享受烘焙行业变革红利

买入(首次评级)

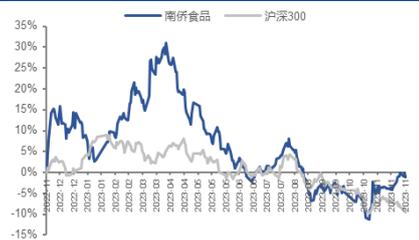
当前价格: 19.8元

目标价格: 23.5元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	426/68
总市值/流通市值 (百万元)	8437/1342
每股净资产 (元)	7.64
资产负债率 (%)	20.35
一年内最高/最低 (元)	25.7/17.4

一年内股价相对走势



投资要点:

➤ **以烘焙油脂为基本盘,保持领先优势。**南侨的母公司南侨投控创始于1952年,是台湾陈氏家族创立的企业,1995年底成立天津南侨,正式进入中国大陆烘焙油脂市场。烘焙油脂行业集中度较高,规模效应显著,经过多年发展,公司的烘焙油脂在烘焙市场上有较高的知名度,是烘焙油脂领域头部品牌之一。2023Q3烘焙油脂的营收占比为49.64%。

➤ **奶油定位高端顺应发展趋势,茶饮咖啡连锁化推动奶油业务增长。**目前奶油市场正处于结构升级的趋势中,动物奶油的占比将逐步增加。公司奶油产品主要以淡奶油为主,定位较为高端,顺应奶油高端化发展趋势;同时茶饮咖啡行业对奶油的需求增加,公司推出JoyQ霜享品牌积极布局,未来有较大增长潜力。

➤ **冷冻面团主打丹麦类差异化竞争,成长空间充足。**近年来冷冻面团行业发展迅速,但是处于成长初期,渗透率仍较低,目前仅为10%左右。根据信公研究院,2020年我国冷冻面团市场规模约49亿元,预计2025年将达到223亿元,CAGR为35%。近年来公司重点发展冷冻面团业务,主打丹麦类形成差异化竞争优势,产品线齐全,同时22年冷冻面团产能翻倍进一步支撑业务的扩张。

➤ **大B客户驱动成长,新渠道拓展带来增量。**公司渠道以经销和直营为主,截至2023年Q3,经销商数量为397家;近年来直营营收增速较快,占比不断提升,直营渠道主要以品牌知名度较高的连锁客户及食品工业客户为主。公司和客户长期合作,关系稳固。后续公司进一步与茶饮、咖啡、商超、便利店等新渠道进行合作,开拓新的增量。

➤ **盈利预测与投资建议:**预计公司2023-2025年归母净利润将达到2.02/3.45/4.54亿元,三年同比增长26%/71%/32%。考虑到公司是烘焙油脂龙头品牌之一,淡奶油和冷冻面团等业务发展潜力较大,给予公司2024年29倍PE,对应目标价23.5元/股,首次覆盖给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示:**下游需求不及预期风险;原材料价格波动风险;食品安全风险

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: wjl3257@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)	2,873	2,861	3,168	3,656	4,159
增长率	24%	0%	11%	15%	14%
净利润 (百万元)	368	161	202	345	454
增长率	13%	-56%	26%	71%	32%
EPS (元/股)	0.86	0.38	0.47	0.81	1.07
市盈率 (P/E)	23	53	42	24	19
市净率 (P/B)	3	3	3	2	2

数据来源:公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量：

烘焙应用油脂业务：22 年由于内外部环境因素对线下消费产生一定的影响，公司部分客户所在地的消费需求无法得到释放，预计 23 年随着线下客流的恢复，销量将会有较大的增长。同时受益于下游烘焙食品行业发展，烘焙油脂市场持续增长，公司作为行业龙头品牌之一，有较大的品牌优势和规模优势。另外 23 年以来棕榈油价格下降成本降低，预计毛利率有一定恢复，但是 23 年 H1 由于小 B 端饼店需求恢复缓慢，预计公司产品有一定降价，同时产品结构会有一定变化，毛利率受到影响，但是 24-25 年随着需求的提升，预计价格和毛利率会逐步提升。预计 2023-2025 年销量增速为 10%/8%/7%，吨价增速为-5.5%/2%/2%，业务收入增速为 4%/10%/9%，毛利率为 25.21%/29.02%/30.61%。

淡奶油业务：公司奶油产品主要以淡奶油为主，定位较为高端，伴随着奶油高端化的趋势，公司奶油需求增长较快；同时公司积极布局咖啡茶饮行业，推出 JoyQ 霜享品牌，未来有较大增长潜力。23 年 H1 由于小 B 端饼店需求恢复缓慢，预计公司产品 23 年有一定降价，因此预计 2023-2025 年销量增速为 15%/14%/13%，吨价增速为-2.5%/3%/3%，业务收入增速为 12%/18%/16%，毛利率为 31.8%/32.5%/33.2%。

冷冻面团业务：目前冷冻面团行业渗透率较低，处于高速发展期，近年来公司重点发展冷冻面团业务，主打丹麦类形成差异化竞争优势，产品线齐全，同时新建产能支撑业务扩张，预计 2023-2025 年收入增速为 70%/50%/35%，毛利率方面，由于 22 年上海南侨新建冷冻面团生产线产能增加，整体产能利用率降低导致固定成本分摊增高，因此毛利率降低，后续随着产能利用率的提高和自动化产线的应用，预计未来毛利率会逐步提高，但是同时考虑到渠道结构改变大 B 客户占比增加，预计 23-25 毛利率为 16.5%/21%/22%。

我们区别于市场的观点：

市场认为未来公司业绩可能会面临较大的压力；但是我们认为公司作为烘焙应用油脂的龙头品牌之一，具备品牌优势和规模优势，未来还有较大的增长空间；另外公司的奶油受益于奶油高端化和国产化，冷冻面团差异化优势明显，需求增长快速，因此未来公司业绩有望快速增长。

股价上涨的催化因素：

大 B 客户拓展超预期；产品放量超预期；原材料成本下降超预期。

估值与目标：

选取海融科技、佳禾食品、立高食品为可比公司，其中海融科技业务以奶油业务为主；佳禾食品业务以粉末油脂为主；立高食品以冷冻烘焙和烘焙原料为主。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 33/22/17 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 2.02/3.45/4.54 亿元，三年同比增长 26%/71%/32%。考虑到公司是烘焙油脂龙头品牌之一，淡奶油和冷冻面团等业务发展潜力较大，给予公司 2024 年 29 倍 PE，对应目标价 23.5 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

下游需求不及预期风险；原材料价格波动风险；食品安全风险。

正文目录

1 以烘焙油脂为基本盘，多品类烘焙原料业务增长较快.....	4
2 烘焙油脂受益于下游烘焙食品行业发展，规模效应持续保持领先优势	5
3 奶油定位高端顺应发展趋势，茶饮咖啡连锁化推动奶油业务增长	6
4 冷冻面团主打丹麦类差异化竞争，成长空间充足	8
5 大 B 客户驱动成长，新渠道拓展带来增量	9
6 盈利预测与估值.....	9
7 风险提示	11

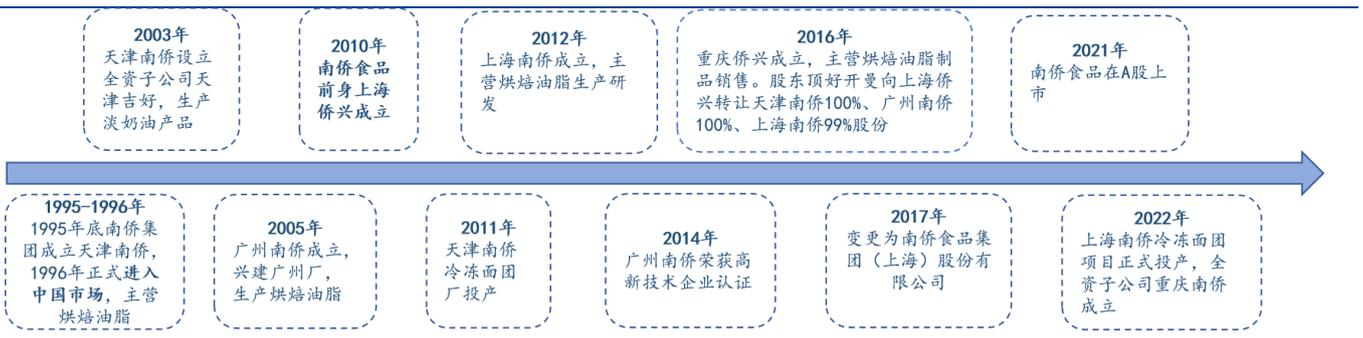
图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：2018-2023Q3 公司营收和净利润及增速	4
图表 3：2018-2023Q3 各品类营收占比.....	4
图表 4：2018-2023Q3 公司毛利率及净利率	5
图表 5：2018-2023Q3 公司期间费用率.....	5
图表 6：中国烘焙食品行业市场规模.....	5
图表 7：中国烘焙油脂消费量预测趋势图	5
图表 8：各主要烘焙油脂企业产能	6
图表 9：2018-2022 国内奶油生产量和国外进口量	7
图表 10：各品牌奶油产品对比	7
图表 11：新茶饮行业 2022 年规模超过千亿元	8
图表 12：中国咖啡行业市场规模 2025 年将超过万亿元	8
图表 13：冷冻面团行业规模及预测	9
图表 14：公司冷冻面团产能及利用率	9
图表 15：2018-2023Q3 经销/直营收入及增速	9
图表 16：直营占比增加	9
图表 17：盈利预测.....	10
图表 18：可比公司估值	11
图表 19：财务预测摘要	13

1 以烘焙油脂为基本盘，多品类烘焙原料业务增长较快

深耕烘焙油脂多年，家族控股股权稳定。南侨的母公司南侨投控始于 1952 年，是台湾陈氏家族创立的企业，1995 年底成立天津南侨，1996 年正式进入中国大陆烘焙油脂市场，经过 20 多年的发展，目前公司共设立了天津、广州、上海、重庆四个工厂，主营烘焙应用油脂、奶制品（进口品）、淡奶油、馅料、冷冻面团五大系列。截止 2023 年 Q3，陈飞龙、陈飞鹏（已逝）、陈正文和陈怡文为公司实际控制人，通过南侨开曼、Alfred & Chen 及上海其志合计控制公司 83.66% 的股份。

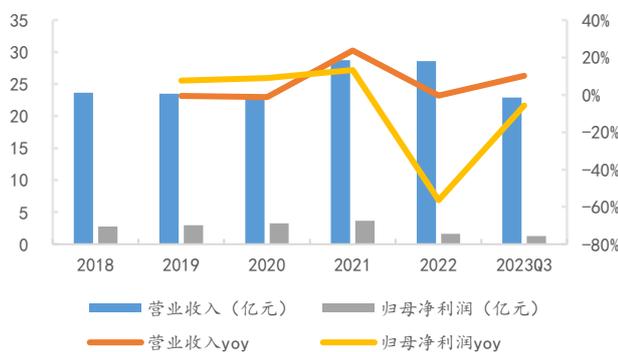
图表 1：公司发展历程



数据来源：湖北长江商报，公司官网，招股说明书，公司年报，财经网，WIND，华福证券研究所

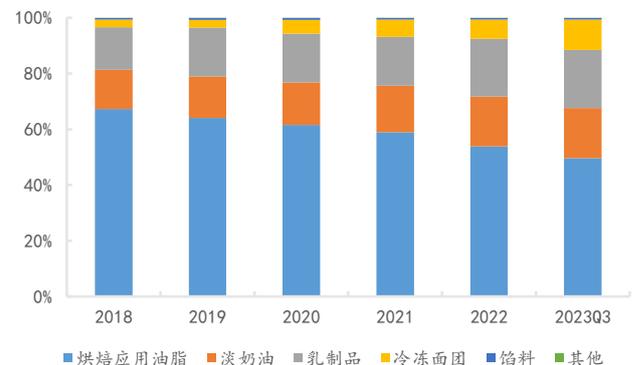
烘焙油脂贡献大部分收入，淡奶油和冷冻面团增速较快。近几年公司营收受到疫情影响，存在一定波动，总营收从 18 年的 23.64 亿元增长至 22 年的 28.61 亿元，CAGR 为 5%。虽然近年来第一大业务烘焙应用油脂的营收占比有所下降，但是仍然贡献较大比例，2023Q3 营收占比为 49.64%。2023Q1-3 年受益于淡奶油国产和高端化趋势、冷冻面团新品放量等因素，公司淡奶油/冷冻面团营收同比增加 10.8%/101.6%，营收占比分别提升至 18%/11%。

图表 2：2018-2023Q3 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

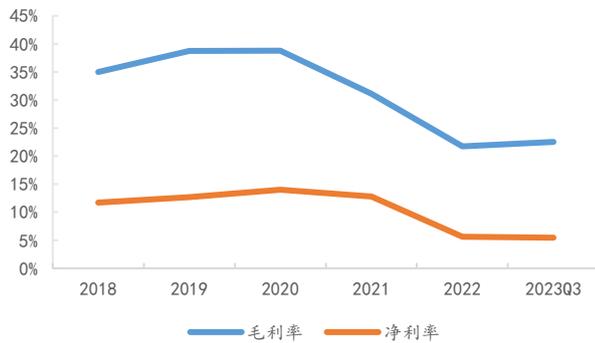
图表 3：2018-2023Q3 各品类营收占比



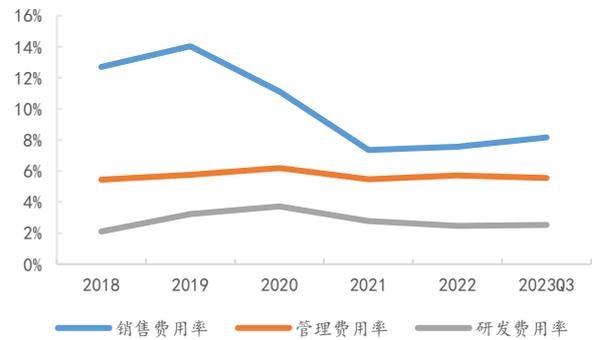
数据来源：招股说明书，公司年报，公司公告，华福证券研究所

原料成本上涨导致毛利率承压，费用率控制良好。2022 年由于国际环境、主要原材料产地的缺工和出口政策变动、国际航运物流不畅等多种因素叠加，公司主要原材料价格出现大幅上涨，且成本压力未足额传导至下游；同时上海南侨新建冷冻面团生产线产能增加，整体产能利用率降低导致固定成本分摊增高，导致公司毛利率承压。23 年随着高价原材料库存基本消化、棕榈油价格的下降、产能利用率的提

升，公司的毛利率逐步改善。另外近年来公司的费用率控制良好，维持在较低水平。

图表 4：2018-2023Q3 公司毛利率及净利率


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 5：2018-2023Q3 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 烘焙油脂受益于下游烘焙食品行业发展，规模效应持续保持领先优势

受益于下游烘焙食品行业发展，烘焙油脂市场持续增长。根据艾媒咨询，2022 年中国烘焙食品行业市场规模达 2853 亿元，随着人均消费水平的增长及餐饮消费结构调整，市场有望进一步扩容，预计 2025 年市场规模将达到 3518 亿元，2022-2025 年的 CAGR 为 7%。烘焙油脂是烘焙食品最主要的生产原料之一，烘焙油脂主要分为人造奶油、起酥油、黄油三类，其中人造奶油市场占比最大，近几年增速最快；其次是起酥油；天然黄油口感和营养高于人造奶油和起酥油，但是价格也较高，因此市场规模不大。根据中商产业研究院，2022 年我国烘焙油脂消费量约为 164.3 万吨，预计 2025 年将增长至 202.6 万吨，CAGR 为 7%。

图表 6：中国烘焙食品行业市场规模


数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

图表 7：中国烘焙油脂消费量预测趋势图


数据来源：中商产业研究院，华福证券研究所

集中度较高，规模效应显著。规模较大的烘焙油脂企业因生产技术设备先进，资金相对雄厚，具备规模效益和品牌效应的优势，占据大部分市场份额；国内小型油脂厂商产品相对较低端、制作工艺简单，市场占有率较低。目前市场上人造奶油和起酥油主要以国产为主，包括南侨、南海、嘉吉粮油、阿胡斯卡尔斯油脂、不二

等。黄油主要依赖于进口，安佳市场占有率较高。

图表 8：各主要烘焙油脂企业产能

序号	企业名称	主要业务	产能 (万吨)
1	南侨食品集团（上海）股份有限公司	烘焙油脂相关产品的研发、生产和销售	12.97
2	南海油脂工业（赤湾）有限公司	各种动、植物油脂，及油脂分装和仓储业务	20
3	嘉吉粮油（南通）有限公司	饲料、油脂、淀粉等生产和销售	约 24
4	阿胡斯卡尔斯油脂（张家港）有限公司	食品配料、食用油脂制品、食品添加剂等	约 10
5	不二制油（张家港）有限公司	油脂、糕点与面包制造原材料	约 6

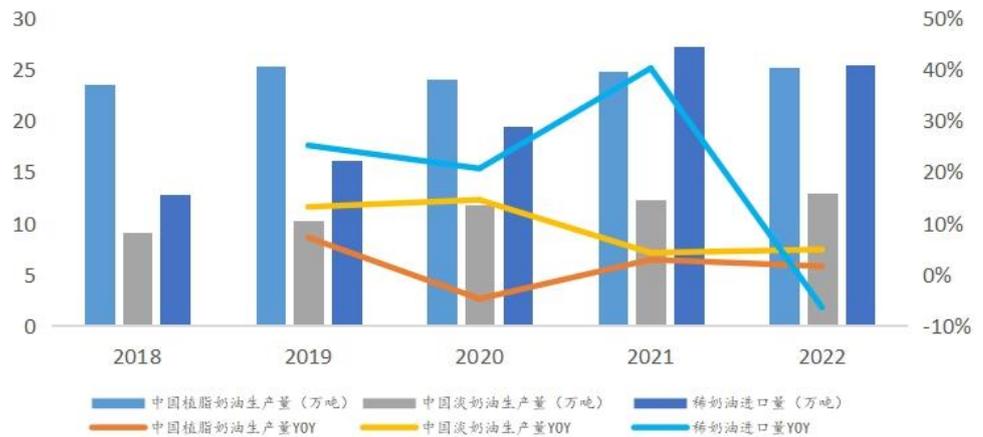
数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所，
 注：南侨产能来自于 2022 年公司年报，其它公司产能数据来自于公司招股说明书

产品定位高端品类丰富，市场口碑优秀。公司的烘焙应用油脂产品经过多年发展，在烘焙市场上有较高的知名度，是烘焙油脂领域头部品牌之一。公司烘焙应用油脂产品品类齐全，包括南侨经典系列、南侨欧仕系列、王牌系列等七大品类，定位高端，功能覆盖广泛，能够充分满足烘焙、餐饮、食品工业等不同领域客户的多样需求。此外，公司还可为客户定制个性化烘焙油脂。公司自 2007 年开始研制无氢化油工艺，领先于行业，2020 年末所有油脂产品均不含氢化油。

3 奶油定位高端顺应发展趋势，茶饮咖啡连锁化推动奶油业务增长

奶油结构升级，高端化趋势显现。奶油按照原料和工艺分为动物奶油和植脂奶油。植脂奶油核心原料多为棕榈油，根据是否添加乳脂成分，可进一步划分为含乳脂植脂奶油和纯植脂奶油。动物奶油以牛奶中天然乳脂成分为主，一般标注“稀奶油”、“淡奶油”字样，部分淡奶油品牌实则添加一定植物油脂如棕榈油、椰子油，属于乳脂植脂混合奶油。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，2018 年-2022 年国内植脂奶油生产量 CAGR 为 1.65%。高价值动物奶油契合健康高质消费理念，需求增长较快，2018-2022 年国内淡奶油生产量 CAGR 为 9.12%，稀奶油进口量 CAGR 为 18.67%。

图表 9：2018-2022 国内奶油生产量和国外进口量



数据来源：观研天下，中国海关，华福证券研究所测算

奶油定位高端，顺应发展趋势。公司奶油产品中无植脂奶油，主要以淡奶油和稀奶油为主，定位较为高端。公司的奶油大单品侨艺 800 淡奶油是一款含乳脂冷藏型复合淡奶油产品，兼具稀奶油乳香醇厚和植脂奶油塑型能力强的优点，相较稀奶油更具价格优势，相较植脂奶油更健康且口感更好，近年来市场需求增长较快。另外，公司引进了来自英国的米勒稀奶油系列，口感细腻、乳脂含量高、稳定性强、定位高端，广泛应用于五星级酒店、高端烘焙店、私房烘焙等高端客户，其中蓝米勒是国内目前最受欢迎的进口稀奶油品牌之一。

图表 10：各品牌奶油产品对比

奶油	安佳超高温 灭菌搅打稀 奶油	蓝米勒 稀奶油	维益爱真 300pro 稀奶 油	立高 360pro 稀奶油	海融恋乳 70 稀奶油	侨艺 800 淡奶油	立高依乐斯 含乳脂植脂奶油
脂肪含量	35.50%	38%	26%	32.00%	26.50%	43.30% (油脂含量)	21.10%
贮存条件, 保质期	2-4°C 冷藏, 270 天	2-8°C 冷藏, 180 天	2-7°C 冷藏, 270 天	2-7°C 冷藏, 270 天	2-8°C 冷藏, 180 天	3-7°C 冷藏, 180 天	-18°C 以下冷冻, 360 天
打发率	126%	155%	300%以上	340%	300%以上	250%以上	300%以上
价格	55.2/L	52.5/L	36.5 元/L	32.8 元/L	29.2 元/L	25.2 元/L	26 元/L

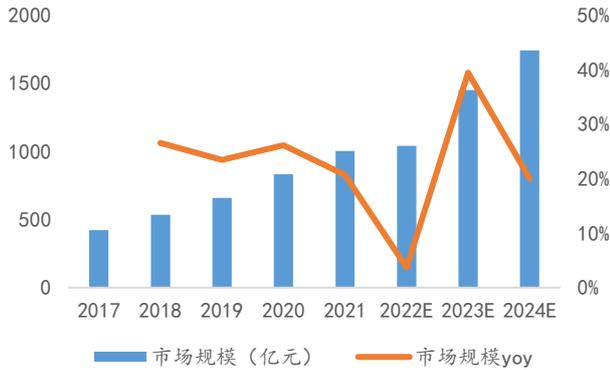
数据来源：淘宝，职业烘焙网，立高食品公众号，烘焙地球村公众号，华福证券研究所

茶饮咖啡行业规模增长迅速，带动奶油需求。除了传统烘焙渠道，茶饮和咖啡行业的快速增长，也极大地带动了奶油需求的增长。根据中国连锁经营协会发布的《2022 新茶饮研究报告》，我国新茶饮市场连锁化率从 2020 年的 41.2% 提升至 2022 年的 55.2%，新茶饮标准化程度较高，开店门槛低，能够迅速实现复制，预计未来连锁化率和行业规模将继续提高，2024 年市场规模将达 1740 亿元。根据阿里新服务研究中心×饿了么×天猫咖啡发布《2022 年中国咖啡产业发展报告》，2021 年中国咖啡行业市场规模达 3817 亿元，预计 2025 年中国咖啡行业市场规模将超过万亿元，CAGR 为 27%，增长潜力巨大。

积极布局咖啡茶饮行业，推出 JoyQ 霜享品牌。针对现制茶饮、咖啡市场的蓬

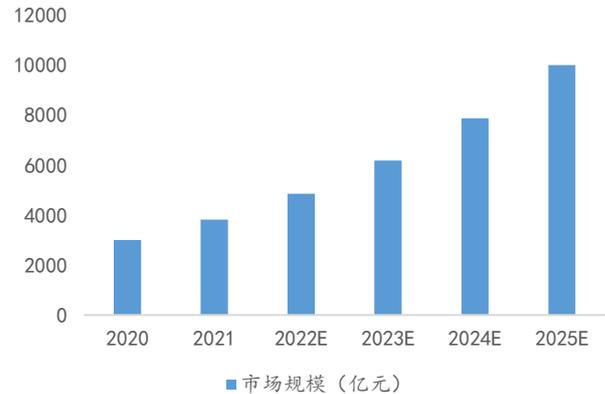
勃发展，公司推出 JoyQ 霜享系列产品。为茶饮客户开发了奶油顶、奶盖、基底乳等新产品。同时近年来植物基概念的兴起，植物奶也成为茶饮咖啡的新选择，公司推出主打健康营养低负担的开心果燕麦奶油及开心果燕麦奶，0蔗糖0胆固醇0乳糖0反式脂肪酸，含膳食纤维，符合消费者追求健康的趋势。

图表 11：新茶饮行业 2022 年规模超过千亿元



数据来源：中国连锁经营协会，华福证券研究所

图表 12：中国咖啡行业市场规模 2025 年将超过万亿元



数据来源：阿里新服务研究中心×饿了么×天猫咖啡，华福证券研究所

4 冷冻面团主打丹麦类差异化竞争，成长空间充足

冷冻面团降本增效优势显著，渗透率较低行业处于高速发展期。相较于传统烘焙模式，使用冷冻面团具有节约时间和人力成本、降低设备损耗、提升门店场地利用率等多重降本增效优势。近年来冷冻面团成为烘焙产业增长较快的细分环节，但行业处于成长初期，渗透率仍较低，目前我国冷冻面团渗透率仅为 10%左右。根据信公研究院，2020 年我国冷冻面团市场规模约 49 亿元，预计 2025 年将达到 223 亿元，CAGR 为 35%。

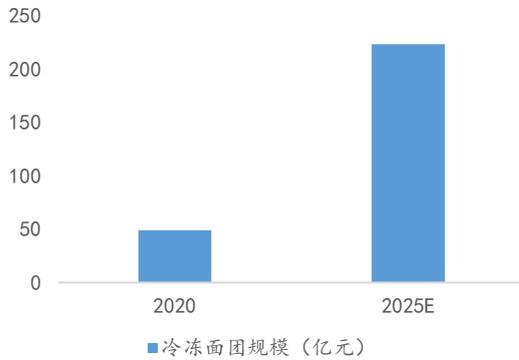
行业壁垒较高，集中度有望提升。冷冻面团对初始投入、国外设备进口及安装调试、供应链建设有较高的要求，因此存在一定资金壁垒、技术壁垒、营销网络和服务壁垒。冷冻面团行业规模效应明显，规模的领先会带来更低的生产成本、更高的研发效率，未来随着规模领先企业的进一步扩张，行业集中度有望提升。

产品线齐全覆盖高中低档，主打丹麦类差异化形成竞争优势。公司冷冻面团产品线齐全，包括：丹麦系列、菠萝系列、可颂系列等，SKU 高达上百种，能够满足中高低档不同客户的多种需求。同时南侨的冷冻面团主打丹麦类产品，丹麦面包属于营养成分较高、成本较贵的高级面包，制作工艺复杂，有更高的研发及生产技术门槛。另外公司冷冻面团业务的下游客户与烘焙油脂的客户，包括大型烘焙连锁品牌、小型烘焙门店、商超等，重合度较高，具备一定的协同性优势。

产能扩张支撑业务发展。2021 年公司冷冻烘焙产能达到瓶颈，2022 年初上海南侨冷冻面团项目正式投产，上海厂成为继天津厂后的第二座冷冻面团生产基地，冷冻面团产能翻倍，实际产能达到 8393 吨。同时公司将在重庆建设淡奶油、冷冻面

团生产加工基地，以此作为在国内中西部乃至辐射东南亚市场的生产基地，一期预计将于 2025 年第二季度建成投产。

图表 13：冷冻面团行业规模及预测



数据来源：信公研究院，华福证券研究所

图表 14：公司冷冻面团产能及利用率



数据来源：招股说明书，公司年报，华福证券研究所

5 大 B 客户驱动成长，新渠道拓展带来增量

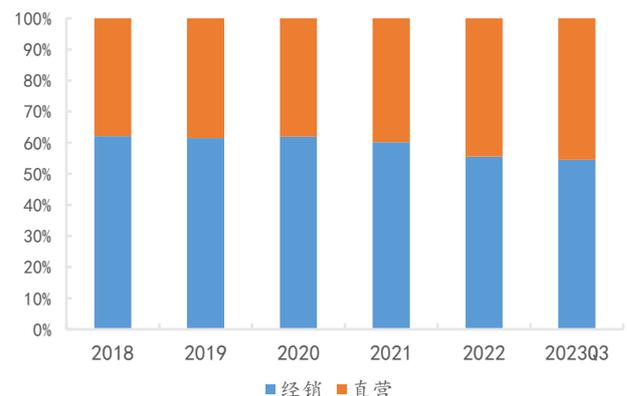
公司渠道以经销和直营为主，其中经销客户为烘焙食品原料经销商，截至 2023 年 Q3，经销商数量为 397 家；近年来直营营收增速较快，占比不断提升，直营渠道主要以品牌知名度较高的连锁客户及食品工业客户为主，2020 年直营客户为 518 家，包括达利食品、好利来、八十五度、味多美、桃李面包、沃尔玛、奈雪的茶等。公司和客户长期合作，关系稳固。后续公司会继续巩固一二线城市，进一步开拓细分市场和销售渠道；并深挖三四线城市市场潜力，推动渠道下沉。同时，公司会进一步与茶饮、咖啡、商超、便利店等新渠道进行合作，带来新的增量。

图表 15：2018-2023Q3 经销/直营收入及增速



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 16：直营占比增加



数据来源：招股说明书，公司年报，公司公告，华福证券研究所

6 盈利预测与估值

烘焙应用油脂业务：22 年由于内外部环境因素对线下消费产生一定的影响，公司部分客户所在地的消费需求无法得到释放，预计 23 年随着线下客流的恢复，销量将会有较大的增长。同时受益于下游烘焙食品行业发展，烘焙油脂市场持续增长，公司作为行业龙头品牌之一，有较大的品牌优势和规模优势。另外 23 年以来棕榈油

价格下降成本降低, 预计毛利率有一定恢复, 但是 23 年 H1 由于小 B 端饼店需求恢复缓慢, 预计公司产品有一定降价, 同时产品结构会有一定变化, 毛利率受到影响, 但是 24-25 年随着需求的提升, 预计价格和毛利率会逐步提升。预计 2023-2025 年销量增速为 10%/8%/7%, 吨价增速为 -5.5%/2%/2%, 业务收入增速为 4%/10%/9%, 毛利率为 25.21%/29.02%/30.61%。

淡奶油业务: 公司奶油产品主要以淡奶油为主, 定位较为高端, 伴随着奶油高端化的趋势, 公司奶油需求增长较快; 同时公司积极布局咖啡茶饮行业, 推出 JoyQ 霜享品牌, 未来有较大增长潜力。23 年 H1 由于小 B 端饼店需求恢复缓慢, 预计公司产品 23 年有一定降价, 因此预计 2023-2025 年销量增速为 15%/14%/13%, 吨价增速为 -2.5%/3%/3%, 业务收入增速为 12%/18%/16%, 毛利率为 31.8%/32.5%/33.2%。

乳制品业务: 乳制品系列主要为欧洲进口的高端乳制品烘焙原料, 包括米勒稀奶油系列、嘉瑞吉奶油芝士以及加得兰黄油、富比威黄油系列。公司未来计划开发更多优质的乳制品烘焙原料, 以满足国内烘焙行业的升级需求, 预计 2023-2025 年收入增速为 7%/9%/8%, 毛利率方面, 23H1 由于欧洲乳源价格的大幅上升使得公司进口乳制品的毛利率同比下降, 未来有望缓解, 预计 23-25 年毛利率为 15%/18%/20%。

冷冻面团业务: 目前冷冻面团行业渗透率较低, 处于高速发展期, 近年来公司重点发展冷冻面团业务, 主打丹麦类形成差异化竞争优势, 产品线齐全, 同时新建产能支撑业务扩张, 预计 2023-2025 年收入增速为 70%/50%/35%, 毛利率方面, 由于 22 年上海南侨新建冷冻面团生产线产能增加, 整体产能利用率降低导致固定成本分摊增高, 因此毛利率降低, 后续随着产能利用率的提高和自动化产线的应用, 预计未来毛利率会逐步提高, 但是同时考虑到渠道结构改变大 B 客户占比增加, 预计 23-25 毛利率为 16.5%/21%/22%。

图表 17: 盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2861.40	3,167.73	3,655.73	4,159.21
YoY	-0.40%	10.71%	15.41%	13.77%
营业总成本 (百万元)	2239.56	2432.57	2701.08	3025.74
YoY	13.18%	8.62%	11.04%	12.02%
毛利率	21.73%	23.21%	26.11%	27.25%
分业务拆分:				
烘焙应用油脂				
收入 (百万元)	1539.90	1600.73	1763.36	1924.53
YoY	-8.91%	3.95%	10.16%	9.14%
毛利率	19.87%	25.21%	29.02%	30.61%
业务收入比例	53.82%	50.53%	48.24%	46.27%
淡奶油				
收入 (百万元)	510.02	571.86	671.48	781.54

YoY	6.90%	12.13%	17.42%	16.39%
毛利率	28.06%	31.80%	32.50%	33.20%
业务收入比例	17.82%	18.05%	18.37%	18.79%
乳制品				
收入(百万元)	592.93	634.43	691.53	746.86
YoY	18.05%	7.00%	9.00%	8.00%
毛利率	23.61%	15.00%	18.00%	20.00%
业务收入比例	20.72%	20.03%	18.92%	17.96%
冷冻面团				
收入(百万元)	195.92	333.06	499.59	674.45
YoY	10.35%	70.00%	50.00%	35.00%
毛利率	17.12%	16.50%	21.00%	22.00%
业务收入比例	6.85%	10.51%	13.67%	16.22%
其它				
收入(百万元)	22.63	27.64	29.77	31.84
YoY	-11.29%	22.18%	7.68%	6.96%
毛利率	-3.09%	-1.25%	0.88%	2.29%
业务收入比例	0.79%	0.87%	0.81%	0.77%

数据来源：公司公告，华福证券研究所预测，注：其它包括馅料、其他（主营业务）、其他业务收入

相对估值比较：选取海融科技、佳禾食品、立高食品为可比公司，其中海融科技业务以奶油业务为主；佳禾食品业务以粉末油脂为主；立高食品以冷冻烘焙和烘焙原料为主。2023-2025年可比公司平均PE分别为33/22/17倍。预计公司2023-2025年归母净利润将达到2.02/3.45/4.54亿元，三年同比增长26%/71%/32%。考虑到公司是烘焙油脂龙头品牌之一，淡奶油和冷冻面团等业务发展潜力较大，给予公司2024年29倍PE，对应目标价23.5元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 18：可比公司估值

公司	代码	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(摊薄)(元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
海融科技	300915	31	34.31	1.04	1.11	1.55	2.04	33	31	22	17
佳禾食品	605300	68	16.98	0.29	0.72	0.93	1.16	59	24	18	15
立高食品	300973	93	54.67	0.79	1.21	2.17	2.96	69	45	25	18
平均值								54	33	22	17
南侨食品	605339	84	19.8	0.38	0.47	0.81	1.07	53	42	24	19

数据来源：WIND，可比公司EPS来源于WIND一致预期，数据为2023年11月30日收盘价，华福证券研究所

7 风险提示

下游需求不及预期风险：若下游烘焙食品行业或者咖啡茶饮行业的需求不及预期，将会影响公司产品销量，将对公司营收产生不利影响。

原材料价格波动风险：若因国际环境、主要原材料产地的缺工和出口政策变动、国际航运物流不畅等多种因素影响，公司原材料成本出现大幅上涨，则会对公司业绩产生不利影响。

食品安全风险：若公司发生食品安全问题，会对公司的品牌形象以及相关产品的销售造成不良影响。

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