

农林牧渔

2025 年 12 月 19 日

欧福蛋业

(920371)

——开创并引领中国蛋品加工业，有望继续领跑行业成长

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据:	2025 年 12 月 18 日
收盘价 (元)	10.92
一年内最高/最低 (元)	18.40/6.50
市净率	3.8
股息率% (分红/股价)	0.92
流通 A 股市值 (百万元)	2,114
上证指数/深证成指	3,876.37/13,053.97

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	2.91
资产负债率%	19.51
总股本/流通 A 股 (百万)	205/194
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005  
liujing@swsresearch.com  
王雨晴 A0230522010003  
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴 A0230522010003  
wangyq@swsresearch.com

投资要点:

- **公司来自丹麦，开创并引领中国蛋品加工业。**公司 2004 年成立，跨国集团 THORNICO 旗下专业从事蛋制品业务，现有四大产品线，蛋液/蛋粉为基本盘，预制蛋品增速亮眼，饮料类在培育期。公司与国内头部烘焙、餐饮、食品加工企业建立稳定合作关系，2021 年蛋液、蛋粉市占率分别为 18.1%、9.3%，在高度分散的市场中占据领先地位。
- **目前国内蛋品加工比例低，三大因素共促市场扩容。**我国是全球鸡蛋第一产销大国（24 年产量超 3000 万吨），但鸡蛋加工比例仅 5%~7%，对比看，日/美/欧盟蛋品加工比例分别为 50%/33%/25%。在国内消费观念和生活方式转变、餐饮连锁化率提升及蛋品加工技术升级等驱动下，蛋品加工比例有望向海外主流国家看齐。
- **公司内核优异，积累客户资源向竞争壁垒转换，有望继续领跑行业成长。**公司建有高水平、标准化、覆盖全流程的质量控制体系，最大限度保证食品安全；公司对蛋制品加工具有系统认知，具备可持续的产品开发能力赋能下游创新。**分主要下游看：**
- **①烘焙：**消费场景多元化驱动市场扩容，预计 23~29 年(E)国内烘焙市场 CAGR 为 7.4%，公司掌握优质客户资源，包括好利来、味多美、美心、诺心等烘焙品牌，桃李、味可美、立高食品等食品企业，通过产品升级驱动收入增长。
- **②餐饮：**人均消费重心下移，鸡蛋作为平价/营养/百搭食材使用量有望上升。公司服务真功夫、避风塘、海底捞、味干等头部餐饮连锁及安井等速冻食品企业，受益于下游客户集中度提升。
- **③C 端：**鸡蛋及蛋制品契合健康饮食需求，中高端鸡蛋市场扩张成为品类教育先锋，认知红利将惠及蛋制品行业。分人群年龄层看，预计年轻一代对蛋制品的接受度高。公司将发展 C 端作为业务重心，专研特色产品，布局全渠道。**①小包装蛋液**适宜作为乳清蛋白的替代，迎发展窗口；**②预制蛋品**种类丰富，适配早餐、轻食、烘焙等多场景；**③即饮蛋白饮**受众广泛，公司聚焦健身市场打造品牌原型，后续将通过产品系列化做市场扩张。
- **公司盈利能力持续向好。**公司营收总体稳健增长，2015~2024 年营收 CAGR 为 8.3%。加工环节毛利率与蛋价负相关，公司通过优化产品结构、提高调价频次、全国性采购调拨等方式应对蛋价波动，加之新品向产业链中下游延伸，近年毛利率呈上行趋势。25 年因成本红利突出，前三季度实现归母净利 0.66 亿元，同比+29.8%。拉长时间看，国内蛋鸡养殖规模化率提升将平滑供给曲线，降低毛利率波动程度。
- **投资分析意见：**我们预测公司 2025~2027 年归母净利润分别为 0.94/1.12/1.30 亿元，最新市值对应 PE 分别为 24/20/17 倍，可比公司 26 年 PE 均值为 29 倍。给予公司 26 年 29 倍 PE，目标市值 32 亿元，较 25/12/18 收盘有 45%涨幅空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**鸡蛋价格波动风险；新产能投产进度不及预期；C 端产品推广不及预期；市场竞争加剧的风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	906	674	914	1,084	1,236
同比增长率 (%)	-6.8	0.0	0.8	18.6	14.1
归母净利润(百万元)	46	66	94	112	130
同比增长率 (%)	5.7	29.8	106.5	19.0	15.9
每股收益 (元/股)	0.22	0.32	0.46	0.55	0.63
毛利率 (%)	16.6	23.4	23.8	23.5	23.7
ROE (%)	8.3	11.1	15.1	15.2	15.0
市盈率	47		24	20	17

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预测公司 2025~2027 年归母净利润分别为 0.94/1.12/1.30 亿元，最新市值对应 PE 分别为 24/20/17 倍，可比公司 26 年 PE 均值为 29 倍。给予公司 26 年 29 倍 PE，目标市值 32 亿元，较 25/12/18 收盘有 45% 涨幅空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

**1. 蛋液：**中短期成长动能确定，来自区域扩张（川渝地区+境外）及产品升级；中长期来自产品渗透。假设 2025~2027 年收入增速分别为 0.7%、20.9%、15.0%。随着公司议价力提升及高附加值产品占比增加，毛利率与蛋价的关联度将走弱。假设 2025~2027 年毛利率分别为 23.4%、22.8%、23.0%。

**2. 蛋粉：**因国内蛋粉供应商较多，竞争相对激烈，预计蛋粉收入增速慢于同期蛋液产品，假设 2025~2027 年收入增速分别为 0.6%、8.0%、8.0%。蛋粉营业成本中制造费用占比更高，随着产能利用率提升，将带动毛利率上行。假设 2025~2027 年毛利率分别为 23.4%、23.8%、24.2%。

**3. 预制蛋品：**考虑到国内餐饮处于缓慢复苏阶段，C 端建立认知需要时间，假设 2025~2027 年收入增速分别为 3.6%、8.8%、8.0%。预制蛋品主要适配健康饮食场景，属于消费升级方向，假设 2025~2027 年分别为 31.0%、30.8%、31.2%。

**4. 饮料类：**公司通过赛事赞助等方式促进产品销售，假设 2025~2027 年收入增速分别为 400.0%、300.0%、100.0%。新品导入期价格相对稳定，随着产能利用率提升，将带动毛利率上行，假设 2025~2027 年毛利率分别为 41.0%、43.8%、46.6%。

### 有别于大众的认识

市场认为蛋制品加工环节进入门槛低，规模优势是竞争要点，上游养殖环节企业易向加工环节延伸。我们认为，在常规蛋液、蛋粉领域，规模生产确实能带来成本优势，但常规产品附加值低且客户粘性低，易陷入价格竞争。发挥蛋制品功能效果且适配下游需求是提高产品附加值的关键，公司对蛋制品加工具有系统认知，长期客户服务过程中积累工艺参数及复配技术 Know-how，难以被竞对模仿或超越。

### 股价表现的催化剂

餐饮终端需求恢复速度超预期；C 端推广进度超预期；2026 年蛋价维持低位。

### 核心假设风险

鸡蛋价格波动风险；新产能投产进度不及预期；C 端产品推广不及预期；市场竞争加剧的风险等。

## 目录

<b>1. 公司：来自丹麦，开创并引领中国蛋品加工业.....</b>	<b>6</b>
1.1 业务：产品种类丰富，向高附加值及产业链中下游延伸 .....	7
1.2 财务：盈利能力向好，资产运营效率较高 .....	8
<b>2. 蛋制品：我国蛋品加工比例低，提升动力足 .....</b>	<b>10</b>
<b>3. 需求端：存量市场稳步扩容，C 端空间广阔 .....</b>	<b>13</b>
3.1 烘焙：多元化场景驱动增长，高蛋烘焙品类添新动能.....	13
3.2 餐饮：回归理性消费，鸡蛋适配快餐小吃等高频场景.....	14
3.3 C 端：契合健康饮食需求，预计年轻一代接受度高 .....	15
<b>4. 原料端：养殖规模化率提升，平滑供给曲线 .....</b>	<b>15</b>
<b>5 公司内核优异，绑定优质客户拉开身位差距 .....</b>	<b>17</b>
5.1 质控体系：高水平、标准化、覆盖全流程 .....	17
5.2 产品开发：需求导向，赋能下游创新升级 .....	18
5.3 客户资源：从先发优势向竞争壁垒转换 .....	18
<b>6. 公司看点丰富，区域扩张+产品升级+拓展 C 端 .....</b>	<b>20</b>
6.1 国内四川工厂投产、把握窗口期发展海外市场 .....	20
6.2 横向丰富产品组合，纵向推进蛋白增值业务 .....	21
6.3 加码推广小包装、预制品、即饮蛋白饮产品.....	22
<b>7. 盈利预测与估值.....</b>	<b>24</b>
7.1 盈利预测 .....	24
7.2 估值.....	25
<b>8. 风险提示 .....</b>	<b>27</b>

## 图表目录

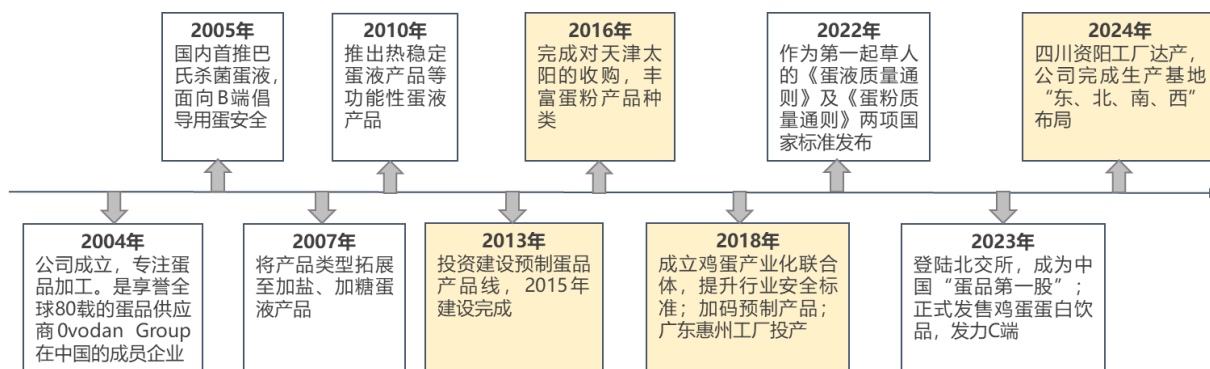
图 1: 欧福蛋业公司发展历程.....	6
图 2: 欧福蛋业股权结构图 (截至 2025 年 9 月末) .....	6
图 3: 2021 年公司营业成本构成 .....	8
图 4: 公司单季度毛利率与鸡蛋批发价格关系.....	8
图 5: 2015~2025Q3 末公司营业收入及同比增速 .....	8
图 6: 2015~2025Q3 末公司归母净利润及同比增速 .....	8
图 7: 2015~2025 前三季度公司毛利率、净利率.....	9
图 8: 2015~2025 前三季度公司期间费用率.....	9
图 9: 2015~2025 前三季度公司存货周转天数 .....	9
图 10: 中国蛋鸡产业链全景图.....	11
图 11: 2020-2025 年(E)中国餐饮服务连锁率 (%) .....	11
图 12: 2024 年全球主要国家餐饮服务连锁化率 (%) .....	11
图 13: 2020-2025 年(E)全国餐饮供应链市场规模 (单位: 万亿元、%) .....	12
图 14: 中国大陆主要的 32 家蛋品加工企业产品分布 .....	12
图 15: 中国 2021 至 2029 年(E)烘焙食品市场规模及主要驱动力.....	13
图 16: 国内高蛋烘焙品类发展趋势 .....	13
图 17: 中国餐饮行业市场规模、市场结构及人均消费金额走势 .....	14
图 18: 2019~2025 年(E)中国中高端鸡蛋市场规模及增速 .....	15
图 19: 中国消费者购买鸡蛋时主要考虑的因素 .....	15
图 20: 2013 年至今中国鸡蛋价格周期.....	16
图 21: 2021-2024 年单斤鸡蛋盈利情况.....	16
图 22: 2014 及 2024 年不同规模蛋鸡存栏量占比情况.....	16
图 23: 2025 年 1~11 月单斤鸡蛋盈利情况 .....	17
图 24: 2022/10~2025/11 在产蛋鸡存栏量.....	17
图 25: 欧福蛋业自动化生产线示意图 .....	17
图 26: 2019~2021 年中国蛋液、蛋粉产量及公司市占率 .....	19
图 27: 2019~2025H1 境外收入规模及占比.....	21
图 28: 中美日三国鸡蛋价格走势 .....	21
图: ~ 年 月中国浓缩乳清蛋白进口价格 (元/千克) .....	

图 30: 公司主要预制蛋品及应用场景 .....	23
图 31: 公司即饮蛋白饮产品情况 .....	24
表 1: 欧福蛋业核心管理层.....	7
表 2: 2015-2025H1 年公司各项业务收入及占比 (单位: 万元、%) .....	7
表 3: 蛋制品分类、用途、主要场景 .....	10
表 4: 公司核心技术及应用情况.....	18
表 5: 公司与主要贸易商合作情况 .....	19
表 6: 公司与烘焙、餐饮、食品加工主要客户合作情况 .....	19
表 7: 公司四大食品类蛋制品生产基地产能情况 .....	20
表 8: 公司食品领域产品升级路径 .....	21
表 9: 不同蛋白来源的蛋白含量、蛋白价格等要素对比 .....	22
表 10: 欧福蛋业营业收入拆分及预测 (单位: 万元、%) .....	25
表 11: 欧福蛋业及可比公司情况 .....	26
表 12: 可比公司估值表 .....	26

# 1. 公司：来自丹麦，开创并引领中国蛋品加工业

深耕中国市场 20 余年，是国内领先的蛋品加工企业。公司 2004 年成立，专注蛋品加工环节，2005 年在国内首推巴氏杀菌蛋液，面向 B 端倡导用蛋安全。公司通过丰富产品种类和扩充产能提高 B 端服务能力，与国内头部烘焙、餐饮、食品加工企业建立稳定的合作关系。2022 年公司作为第一起草人制定的《蛋液质量通则》及《蛋粉质量通则》两项国家标准发布，彰显行业内地位。2023 年公司正式发力 C 端，抢占 C 端认知提升红利。

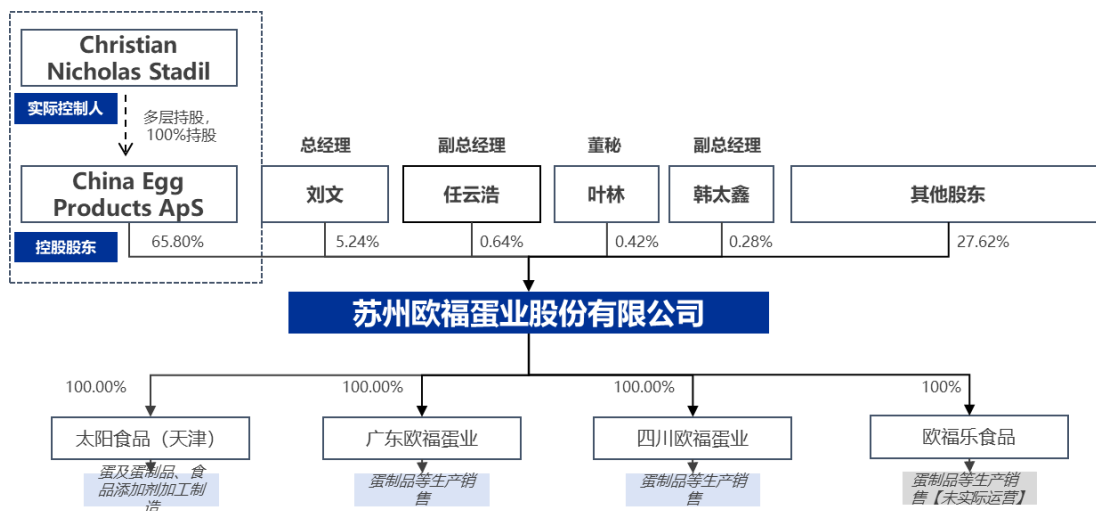
图 1：欧福蛋业公司发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

实控人实力雄厚，管理层兼具行业高度与本土深度，持有股份与公司利益绑定。公司实际控制人是丹麦居民 Christian Nicholas Stadil，通过持股平台控制 THORNICO 集团，THORNICO 集团是一家跨国综合性企业，产业涉及食品及食品科技、地产、服装、船运等，公司是 THORNICO 集团蛋制品业务在中国的运营主体。根据公司 2025 年三季报，实控人间接控制公司 65.80% 股份。本土管理层学历背景优异，均在各自领域深耕多年，控股股东给予核心管理层股份，有效提升本土团队向心力。

图 2：欧福蛋业股权结构图（截至 2025 年 9 月末）



资料来源：公司 2025 年三季报，申万宏源研究

**表 1：欧福蛋业核心管理层**

姓名	职务	个人简介
刘文	总经理	硕士学历。曾任职于上海乳品培训研究中心（上海牛奶集团）；上海光明乳业，历任乳品研究所所长、技术中心副主任；光明乳业股份有限公司奶粉事业部，营养品分公司，任总经理。2004 年加入公司
任云浩	副总经理	本科学历。曾任职于光明乳业、东海粮油工业（张家港）有限公司。2005 年加入公司
谢良	副总经理	博士学历。曾任职于无锡轻工学院（现江南大学）、上海味好美、上海永和大王。2007 年加入公司
韩太鑫	副总经理	硕士学历。曾任职于上海家禽育种。2009 年加入公司
朱轶楠	副总经理	本科学历。曾任职于上海海移科贸、上海雪丰国际贸易、中粮北海粮油工业（天津）、天津顶峰淀粉开发有限公司。2010 年加入公司
叶林	董事会秘书	本科学历。曾任职于河南驻马店开元粮油实业、郑州雪洋面业、脱普日用化学品（中国）。2004 年加入公司
华景阳	总工程师	本科学历。曾任职于黑龙江和平糖厂、哈尔滨统一公司、内蒙古伊利集团液态奶第一分厂、上海瑞派设备有限公司等企业。2006 年加入公司

资料来源：公司北交所公开发行招股说明书，申万宏源研究

## 1.1 业务：产品种类丰富，向高附加值及产业链中下游延伸

现有四大产品线，蛋液/蛋粉基本盘扎实，预制蛋品增速亮眼，饮料类在培育期。①**蛋液/蛋粉**：收入占比常年在 90%以上，产品种类丰富，包括常规蛋制品及各类功能性蛋制品。公司通过特定功能产品加深与客户绑定，主要供应国内大型烘焙、食品加工企业。②**预制蛋品**：包括蛋皮、炒蛋、欧姆蛋等，除大 B 食品制造企业外，公司大力发展小 B 餐饮客户，近年增加在 C 端推广。③**饮料类**：即饮鸡蛋蛋白饮料，专为 C 端研发，目前收入占比极低。④**其他蛋制品**：包括白煮蛋等传统蛋制品，非重点产品，收入稳中有降。

**表 2：2015-2025H1 年公司各项业务收入及占比（单位：万元、%）**

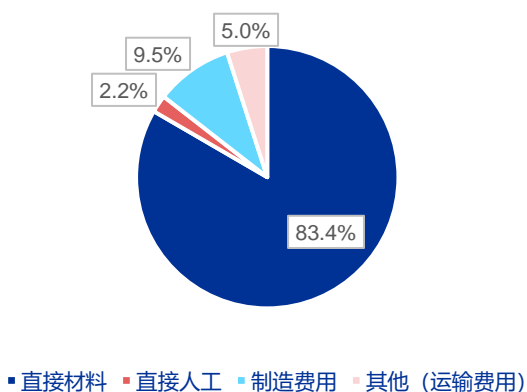
收入	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
营业总收入	44,169.22	47,499.20	50,634.55	62,750.97	68,086.76	62,028.18	84,928.72	89,243.38	97,220.10	90,639.59	45,070.93
1.蛋液	37,814.02	39,767.09	42,220.05	52,490.25	56,722.55	49,179.42	68,967.1	71,101.12	76,391.5	71,162.05	34,278.38
2.蛋粉	4,833.83	6,601.29	6,698.57	7,114.32	8,600.67	9,967.12	11,613.36	13,863.08	16,156.24	14,378.16	8,182.69
蛋液+蛋粉合计 收入占比	96.6%	97.6%	96.6%	95.0%	95.9%	95.4%	94.9%	95.2%	95.2%	94.4%	94.2%
3.预制品类 收入占比	-	-	-	-	871.46	1,343.67	2,475.28	3,096.88	4,267.49	4,307.4	2,078.53
4.饮料类 收入占比	-	-	-	-	-	-	-	-	1.7	30.69	78.22
白煮蛋	433.16	769.57	968.72	1,230.12	-	-	-	-	-	-	-
壳蛋	103.86	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
卤蛋	7.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5.其他蛋制品	-	361.25	747.21	1,916.28	1,683.71	1,281.04	1,648.19	1,001.56	231.17	405.72	371.64
6.其他业务	976.45	-	-	-	208.37	256.93	224.78	180.74	172.00	355.57	81.48

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：2019年起公司将壳蛋、卤蛋等蛋制品放在其他蛋制品中。其他业务指公司提供仓储服务和租赁的收入。

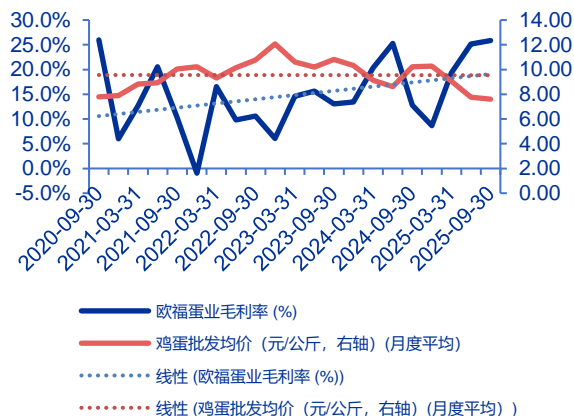
**毛利率与蛋价呈负相关,但近年相关性走弱。**蛋制品成本构成中,鸡蛋成本占比约80%,公司采购鸡蛋随行就市,价格实时变化,而销售端调整价格有滞后性,因此毛利率与蛋价存在负向关系。公司通过优化产品结构(推广功能性产品)、及时调整产品售价、全国性采购调拨等方式应对蛋价波动,加之新品向产业链中下游延伸,近年毛利率呈上行趋势。

图 3: 2021 年公司营业成本构成



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 公司单季度毛利率与鸡蛋批发价格关系



资料来源: Wind, 申万宏源研究

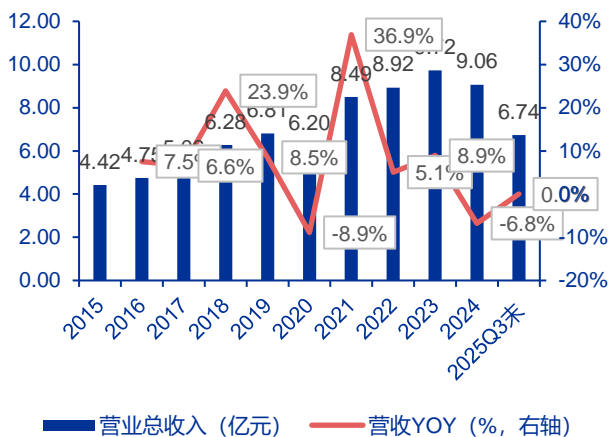
## 1.2 财务: 盈利能力向好, 资产运营效率较高

**营收总体稳健增长, 盈利能力向好。**除个别年份外,近10年公司营收保持增长态势,其中,2020年主要因疫情影响交通运输,收入同比-8.9%;2024年主要因客户结构调整,原高毛利蛋液客户下单减少,致收入同比-6.8%。利润端,2020年蛋价走低但公司产品售价仅小幅调整,致当年利润高增。2021~2024年蛋价震荡上行,公司自21H2起提高调价频率,能够及时向下游传导涨价因素,叠加高毛利预制蛋品收入占比增加,毛利率逐年走高。25年前三季度因蛋价走低,公司成本红利突出,利润同比较快增长。

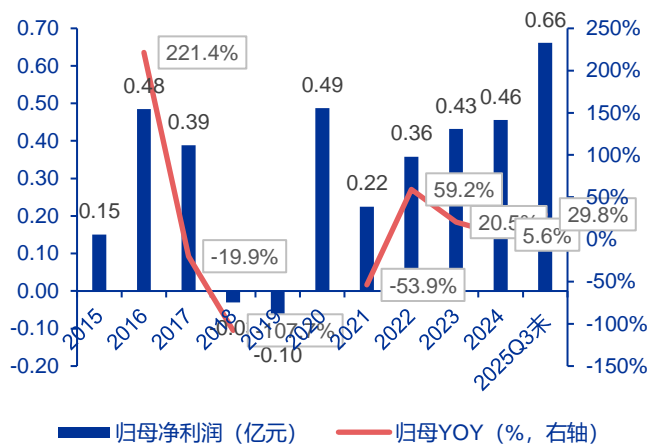
**适当提高销售及管理费用预算,研发强度基本稳定。****销售费用:**一方面,公司加大B端新客户开发及老客户维系力度;另一方面,公司新增零售市场拓展费用,包括引入零售背景人才,增加产品宣传费用等;**管理费用:**管理费率呈增长态势,主要因管理人员薪酬增加及为拓展业务带来的招待费、管理服务费等增长;**研发费用:**公司重视技术研发与工艺改进工作,保持较稳定的研发支出强度。

图 5: 2015~2025Q3 末公司营业收入及同比增速

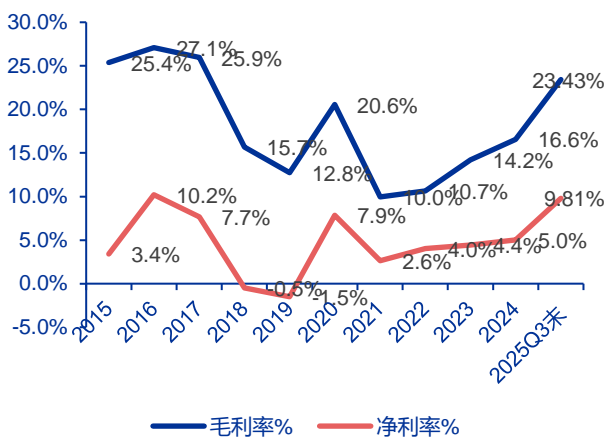
图 6: 2015~2025Q3 末公司归母净利润及同比增速



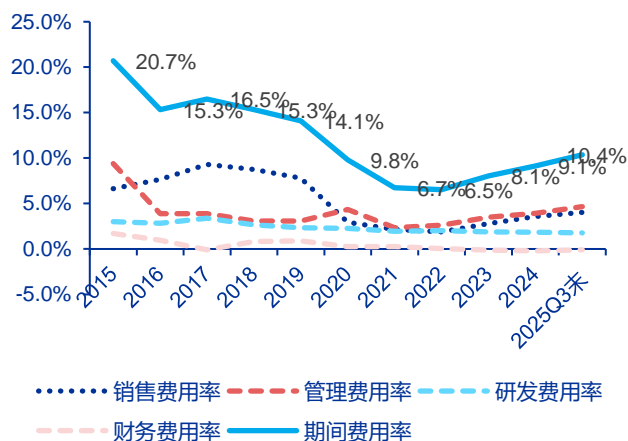
资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 7: 2015~2025 前三季度公司毛利率、净利率**


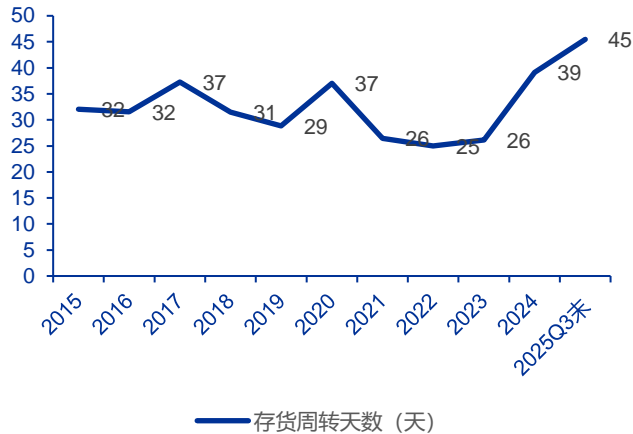
资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 8: 2015~2025 前三季度公司期间费用率**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**存货周转率快, 资产运营效率较高。**公司主要采取“以销定产”模式, 也会根据历史订单情况适当备货, 2015~2023 年公司存货周转天数在 30 天左右波动, 体现较好的生产管理水。自 24 年起公司存货周转天数走高, 主要系预制蛋品、即饮蛋白饮等长保质期产成品增加及公司在鸡蛋价格低谷期适当增加长保质期产品生产, 如蛋粉类、冷冻蛋液类。

**图 9: 2015~2025 前三季度公司存货周转天数**



资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 2. 蛋制品：我国蛋品加工比例低，提升动力足

**鸡蛋营养价值丰富。**鸡蛋富含优质蛋白（蛋白质含量约 12%，吸收率高达 98%）、维生素（维 A、维 B、维 B2、维 B6、维 D、维 E 等）和矿物质（钙、铁、锌等），在大众生活中占据重要地位。

**相较于鸡蛋，蛋制品具备安全性、功能性和便捷性优势，可广泛应用于食品工业、烘焙餐饮和医疗健康。**蛋制品指将鸡蛋通过清洗、分离、杀菌、干燥、包装等一系列工艺加工后得到的产品，按功能定位可分成五大类。相较于鸡蛋，蛋制品的应用优势在于：**一是**，避免使用壳蛋可能存在的沙门氏菌风险；**二是**，发挥鸡蛋的功能属性（打发性、乳化性、成型性等）；**三是**，蛋液、蛋粉等产品形态便于使用，可为餐饮企业节省约 30% 备餐时间。

表 3：蛋制品分类、用途、主要场景

蛋制品分类	主要产品形式	主要场景
液态蛋制品	巴氏杀菌液态蛋	烘焙、餐饮、食品工业
干蛋制品	喷雾干燥蛋	方便食品、婴幼儿辅食
冷冻蛋制品	冷冻蛋液	连锁餐饮、中央厨房
再制蛋制品	即食再制蛋，蛋皮、蛋丝、卤蛋、白煮蛋、茶蛋等	零售、休闲食品
功能性蛋制品	营养强化蛋制品，溶菌酶、卵转铁蛋白、卵磷脂等	保健食品、特医食品

资料来源：励慧敏《蛋及蛋制品加工与发展》，申万宏源研究

**我国是全球鸡蛋第一产销大国，但鸡蛋加工比例仅 5%~7%。**蛋鸡产业链分为前端产业-蛋鸡养殖-鸡蛋加工-鲜蛋/蛋品消费四大环节。我国蛋鸡产业经过 40 多年发展，上游养殖环节产能逐步饱和，鸡蛋产量连续多年位居全球首位，24 年产量超 3000 万吨，而蛋品加工环节起步较晚，目前鸡蛋加工比例仅 5%~7%，蛋液、蛋粉等蛋品深加工率仅 2%，对比看，日本、美国、欧盟的蛋制品比例分别达到 50%、33%、25%，提高蛋品深加工比例是我国延长蛋鸡产业链、提高产品附加值的关键驱动。**从需求端看**，鸡蛋及蛋制品深入家庭消费、餐饮行业和食品工业，蛋制品在食品工业中的渗透比例最高，逐步向餐饮和 C 端市场延伸。

图 10: 中国蛋鸡产业链全景图



资料来源：中国农科院《2025 中国蛋鸡产业发展趋势报告》、蛋品世界、华经产业研究院，申万宏源研究

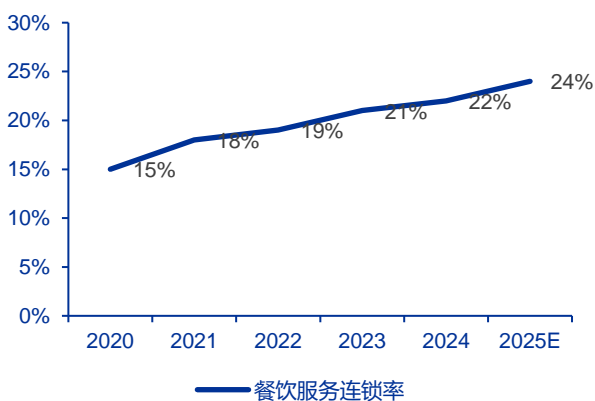
注：鲜蛋/蛋品消费结构指 2022 年国内鸡蛋消费结构

三大因素驱动蛋品加工比例提升：

一是，国内消费观念和生活方式转变，偏好方便/健康/多样化的食品。快节奏生活方式和消费升级背景下，大众对食品的需求从饱腹转向追求效率、口味多样和健康营养，促使产品创新和迭代。蛋液、蛋粉等蛋制品是工业化原配料，适合进入各种产品体系。

二是，随着餐饮连锁化率提升，供应链规模将持续增长。据红餐大数据、美团数据，全国餐饮连锁化率从 2020 年的 15% 稳步提升至 2024 年的 22%，25 年有望进一步提升至 24%，但仍低于全球 35% 的平均水平，有继续增长空间。连锁品牌对食材品质、食材安全、标准化能力等要求高，倒逼餐饮供应链建设（从农作物种植养殖-采购-生产加工-冷链物流），据红餐大数据，2020-2024 年国内餐饮供应链市场 CAGR 为 12.8%，预计 25 年仍能保持 8.4% 同比增速。

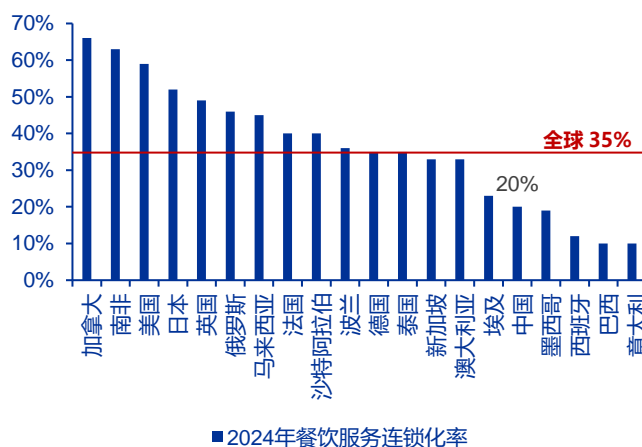
图 11: 2020-2025 年(E)中国餐饮服务连锁率 (%)



资料来源：红餐大数据、美团、艾瑞咨询，申万宏源研究

注：2024 年美团统计的中国餐饮服务连锁化率与欧睿数据不一致，主要是统计口径差异。美团对连锁率按门店数口径统计，欧睿对连锁率按餐饮服务的零售价格口径统计

图 12: 2024 年全球主要国家餐饮服务连锁化率 (%)

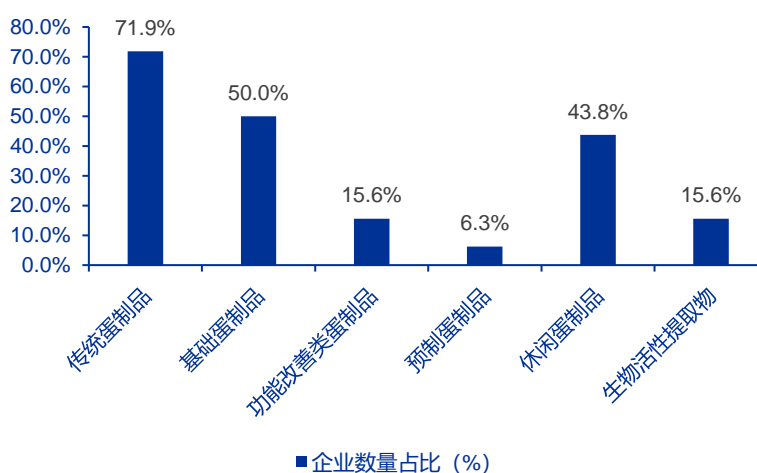


资料来源：欧睿、艾瑞咨询，申万宏源研究

**图 13: 2020-2025 年(E)全国餐饮供应链市场规模 (单位: 万亿元、%)**


资料来源: 红餐大数据, 申万宏源研究

三是，国内蛋品加工技术升级，向高附加值、多功能性发展。根据祖拉娅提·阿卜拉等发布的《蛋制品加工现状及安全风险分析》，截至 25 年初，国内蛋品加工企业超 1600 家，其中注册资本在 1000 万以上的超 200 家。国内加工企业掌握基础的加工技术（如巴氏杀菌液蛋），但高附加值领域的技术能力有待提升。中国大陆主要的 32 家蛋品加工企业中，分别有 71.9%、50% 的公司具备传统蛋制品、基础蛋制品加工能力，能够提供功能改善类蛋制品、生物活性提取物的企业均仅为 15.6%、15.6%，这些技术先进企业通过研发投入、工艺积累及设备引进等方式强化产品功能、提高产品适应性、突破生物活性提取物提取难点，引领国内蛋品加工产业升级。

**图 14: 中国大陆主要的 32 家蛋品加工企业产品分布**


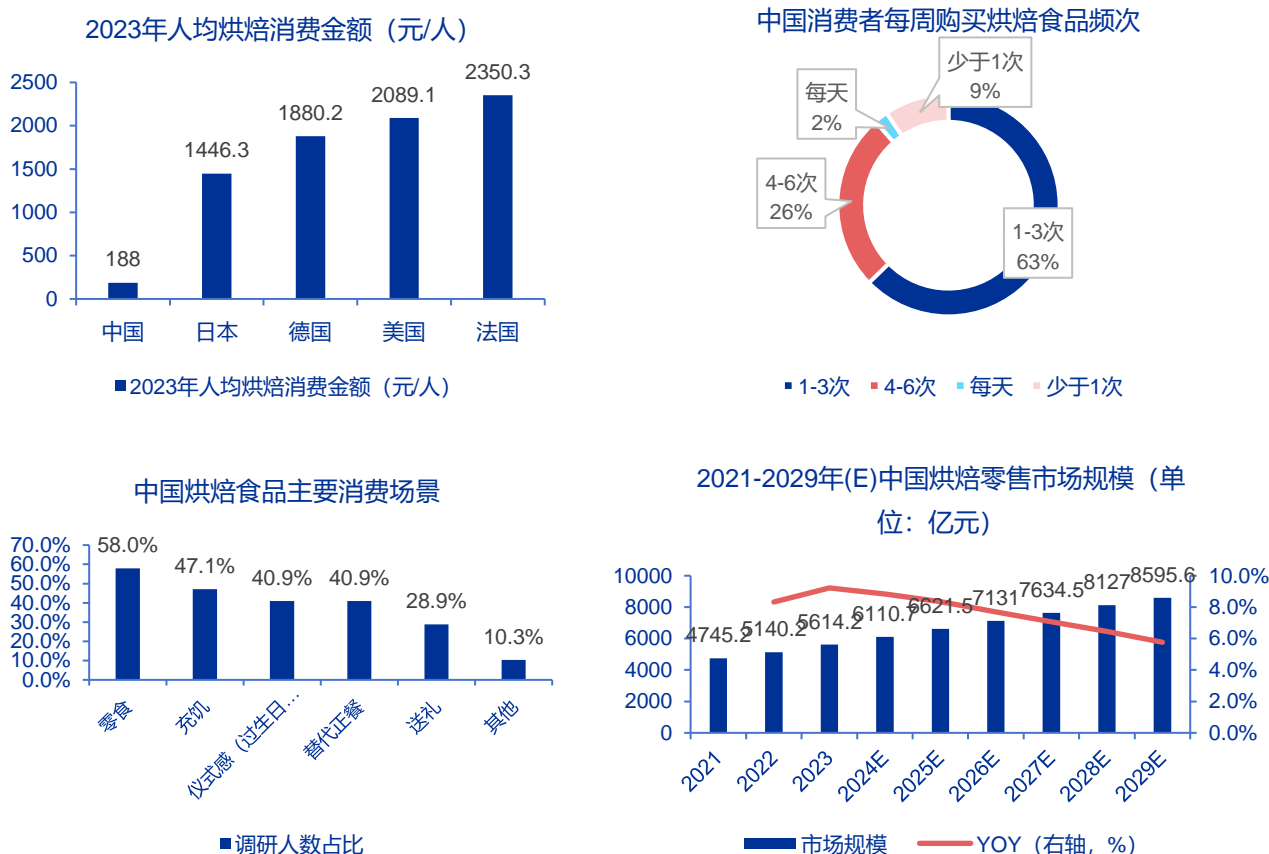
资料来源: 祖拉娅提·阿卜拉等《蛋制品加工现状及安全风险分析》，申万宏源研究

### 3. 需求端：存量市场稳步扩容，C端空间广阔

#### 3.1 烘焙：多元化场景驱动增长，高蛋烘焙品类添新动能

烘焙食品具有高频消费潜力、强社交属性，我国烘焙食品市场保持扩容态势。据艾媒咨询数据，23年我国人均烘焙食品消费金额188.0元，远低于日本、美国及以烘焙食品为主的欧洲国家。随着大众饮食结构变化，烘焙食品铺货渠道扩张，烘焙食品消费场景呈现出多元化特征，包括以“茶饮/咖啡+烘焙”为代表的下午茶/聚会/庆祝/个人愉悦等场景、送礼场景、代替正餐等，国内消费者逐步形成烘焙食品购买习惯。据艾媒咨询预测，至2029年国内烘焙食品市场将达8595.6亿元，23~29年(E)CAGR为7.4%。

图 15：中国 2021 至 2029 年(E)烘焙食品市场规模及主要驱动力

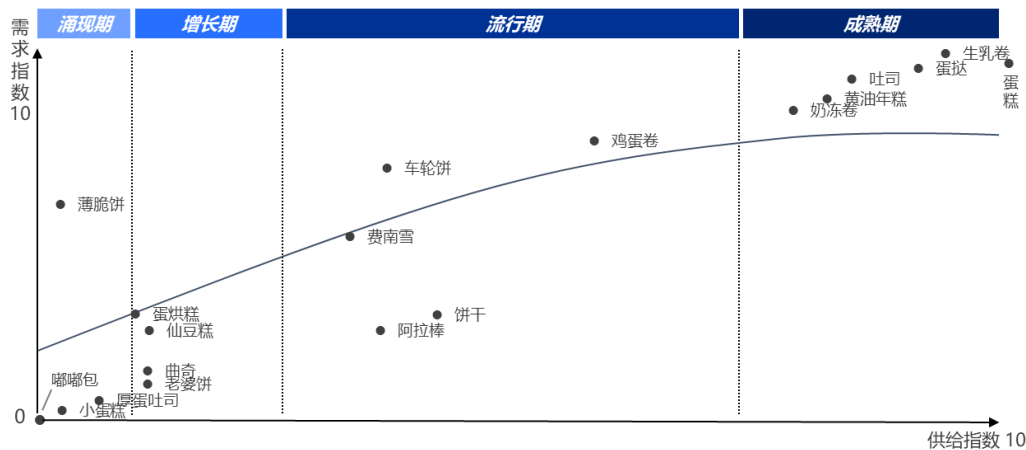


资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

注：每周购买烘焙食品频次、烘焙食品主要消费场景的调研样本量 N=1496，调研时间：2024/07。主要消费场景题目为多选

高蛋烘焙品类阶梯式发展，新品类涌现增添市场动能。蛋挞、蛋糕、吐司等品类经久不衰，创新方向主要体现在产品形态、口味及健康化上。裱花类小蛋糕、薄脆饼、曲奇等品类适配年轻消费者偏好（分享性、全新口感体验等），实现快速增长。整体看，国内高蛋烘焙市场持续迭代升级，在烘焙市场中占据重要地位。

图：国内高蛋烘焙品类发展趋势

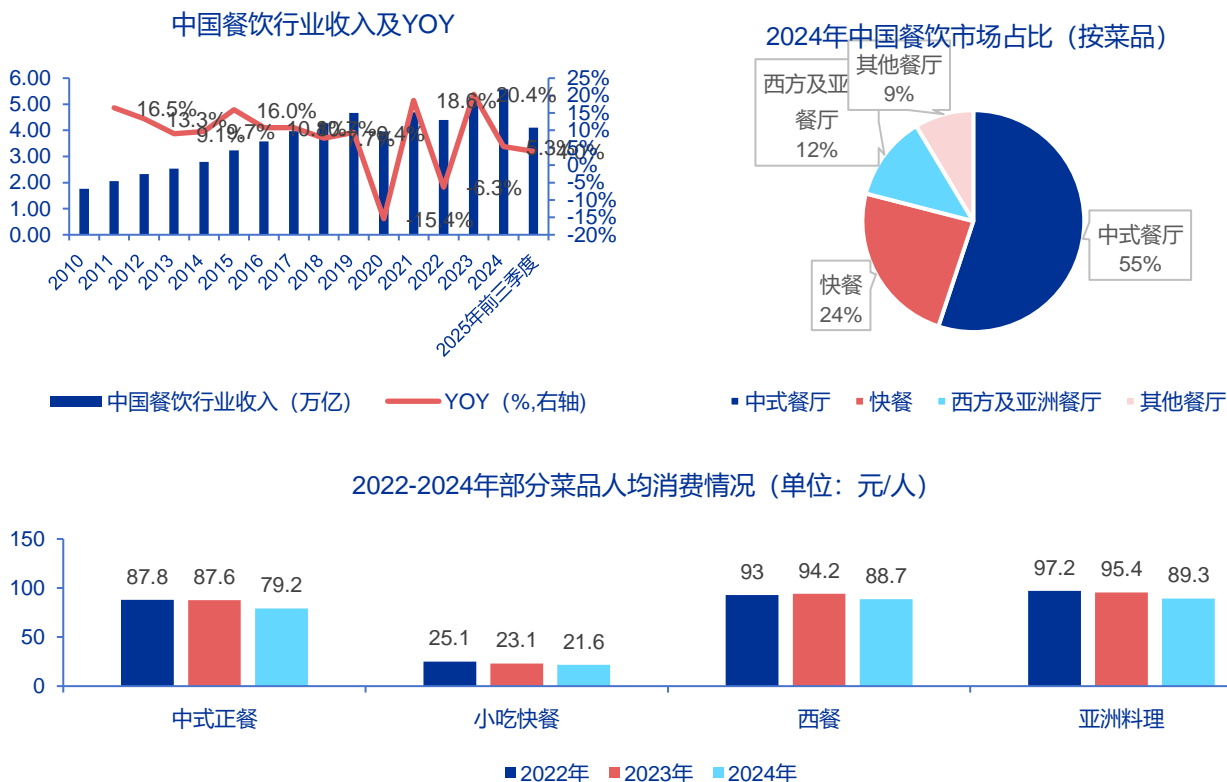


资料来源：高岩餐观大数据，申万宏源研究

### 3.2 餐饮：回归理性消费，鸡蛋适配快餐小吃等高频场景

国内餐饮行业增速放缓，人均消费重心下移，鸡蛋作为平价/营养/百搭食材，使用量有望持续上升。近年国内餐饮行业承压，据国家统计局数据，2024 及 2025 年前三季度，国内餐饮行业收入同比增速仅为 5.3%、4.0%，其中人均消费金额下降是主要原因，居民理性消费、追求性价比消费日益流行。鸡蛋是众多中西餐菜品的核心成分，且具有百搭特性，易于通过菜品创新保持活力。如近两年“干蒸”方式热度快速增长，适配快餐、小吃等高频场景。

图 17：中国餐饮行业市场规模、市场结构及人均消费金额走势



资料来源：国家统计局、锐观咨询、红餐厅产业研究院，申万宏源研究

### 3.3 C 端：契合健康饮食需求，预计年轻一代接受度高

消费者购买鸡蛋的基本要求是新鲜和安全，功能性、富营养成为购买趋势。在我国居民生活水平提高、消费观念改变，社区团购、即时零售等新兴渠道崛起及冷链物流网络不断完善共同推动下，以功能性、富营养鸡蛋为代表的中高端鸡蛋市场实现高速增长。据沙利文分析，中高端鸡蛋指销售蛋价在 1.5 元/枚以上的鸡蛋，以特殊营养和功能为主打卖点，如富硒鲜鸡蛋、叶黄素鲜鸡蛋、DHA 鸡蛋、可生食鸡蛋等，2019~2021 年国内中高端鸡蛋销量 CAGR 达 49.6%，预计 22-25 年(E)销量 CAGR 仍将达到 46.5%。据世界蛋品《2021 年鸡蛋消费者调查报告》，88%的受访者重视鸡蛋新鲜程度、87%重视质量安全、64%重视营养价值，价格和口感排在前述因素之后。

中高端鸡蛋市场扩张成为品类教育先锋，认知红利将惠及蛋制品行业。人群方面，中高端鸡蛋需求主体追求生活品质，同样也是健康蛋制品的核心客群，转化路径顺畅；支付意愿方面，当消费者愿意为功能性支付溢价后，更容易为便利性、专业性、创新性等支付额外费用。

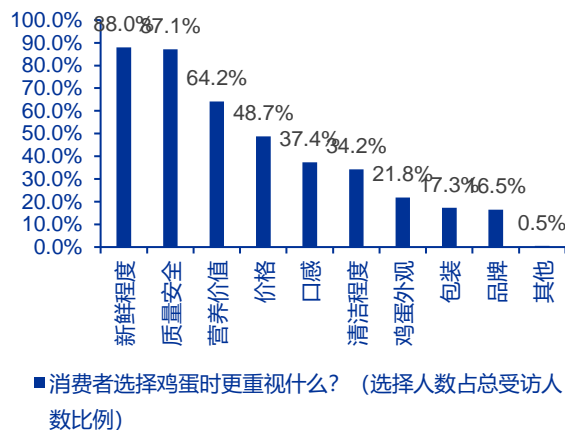
预计年轻一代对蛋制品的接受度高，蛋制品市场扩容可期。分年龄层看，年轻人对功能性食品的认可度高，并且偏好方便、快捷的食用方式，相较于中年及老年人更易接受蛋制品，随着年轻一代成为消费主力，蛋制品消费有望持续增长。

图 18：2019~2025 年(E)中国中高端鸡蛋市场规模及增速



资料来源：沙利文分析，申万宏源研究

图 19：中国消费者购买鸡蛋时主要考虑的因素



资料来源：蛋品世界《2021 年鸡蛋消费者调查报告》，申万宏源研究

## 4. 原料端：养殖规模化率提升，平滑供给曲线

我国鸡蛋价格存在产业周期，周期长度约 3~4 年。蛋鸡具有固定的生长周期，20 周龄发育成熟，72 周龄淘汰宰割，时间跨度共 18 个月。长期以来，我国蛋鸡养殖以众多小规模零散饲养为主，产能调节具有滞后性，通常第一批鸡蛋供应偏紧，第二批供应过剩，鸡蛋价

格形成 3~4 年的产业周期。自 2019 年起，因非洲猪瘟、新冠疫情、俄乌冲突等突发事件影响，产业规律被频繁打破，周期性表现相对弱化。

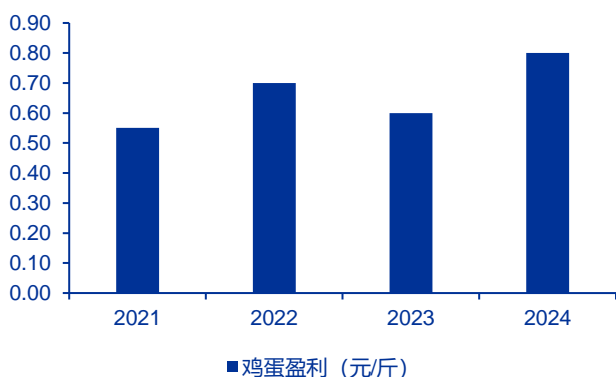
图 20: 2013 年至今中国鸡蛋价格周期



资料来源: 中国农业农村部、卓创资讯, 申万宏源研究

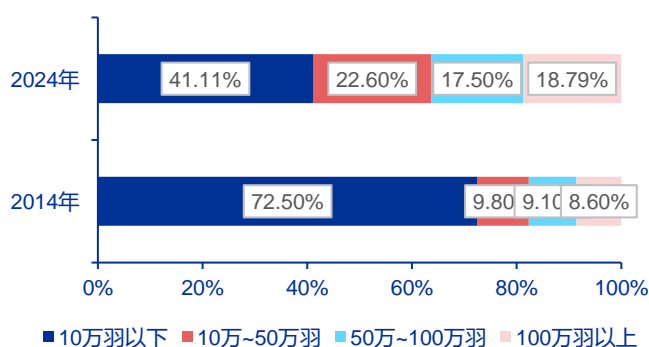
**政策引导+持续盈利推动规模化养殖，从源头平滑供给曲线，平抑蛋价波动。**2015 年新《环境保护法》实施，通过提高畜禽养殖污染防治成本开启行业集约化进程。2020 年国务院发布《关于促进畜牧业高质量发展的意见》，明确至 2025、2030 年畜禽养殖规模化率分别达到 70%、75%以上。同时，由于 2021~2024 年蛋鸡养殖连年盈利，企业扩建、新建动作增多，10 万只以上规模蛋企数量快速增加。10 万只饲养规模蛋鸡场前期投入在 500 万元以上，是 2 万只饲养规模投入金额的 10 倍左右，减少了企业空栏及行业快速去产能的可能性，能够有效减弱鸡蛋产业周期的波动幅度。

图 21: 2021-2024 年单斤鸡蛋盈利情况



资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

图 22: 2014 及 2024 年不同规模蛋鸡存栏量占比情况

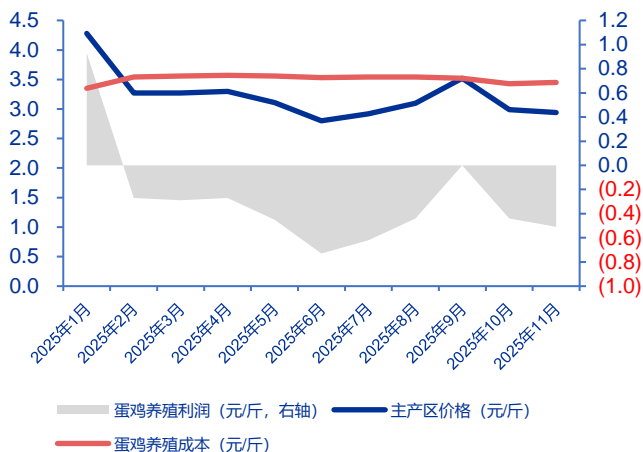


资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

**预计在产蛋鸡存栏量自 25 年底进入下行阶段，但鸡蛋价格在 26 年难以大幅度上涨，或在 26H2 温和回升。**25 年在产蛋鸡存栏量持续攀升，鸡蛋供应宽松，但因生猪、肉鸡等价格低位影响及企业节日备货需求减弱，鸡蛋价格跌至低位，蛋鸡养殖盈利水平自 月份

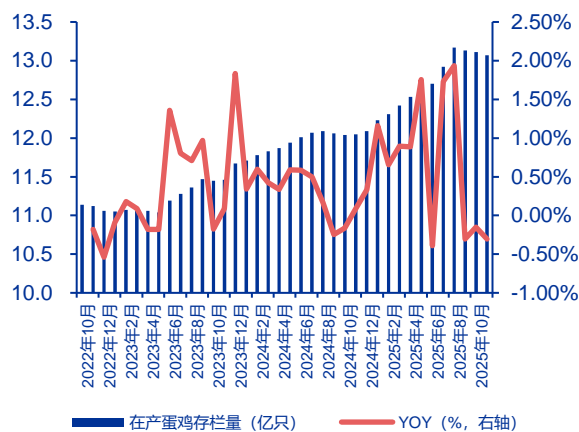
跌至盈亏平衡线以下。因目前在产蛋鸡产能基数高，且规模化养殖导致降产能需要的利空程度加深，预计价格修复周期将被拉长。因下半年受季节性消费旺季、节假日提振等影响通常需求好于上半年，蛋价或在 26H2 温和回升。

图 23: 2025 年 1~11 月单斤鸡蛋盈利情况



资料来源: 我的钢铁 Mysteel, 申万宏源研究

图 24: 2022/10~2025/11 在产蛋鸡存栏量



资料来源: 我的钢铁 Mysteel, 申万宏源研究

## 5 公司内核优异，绑定优质客户拉开身位差距

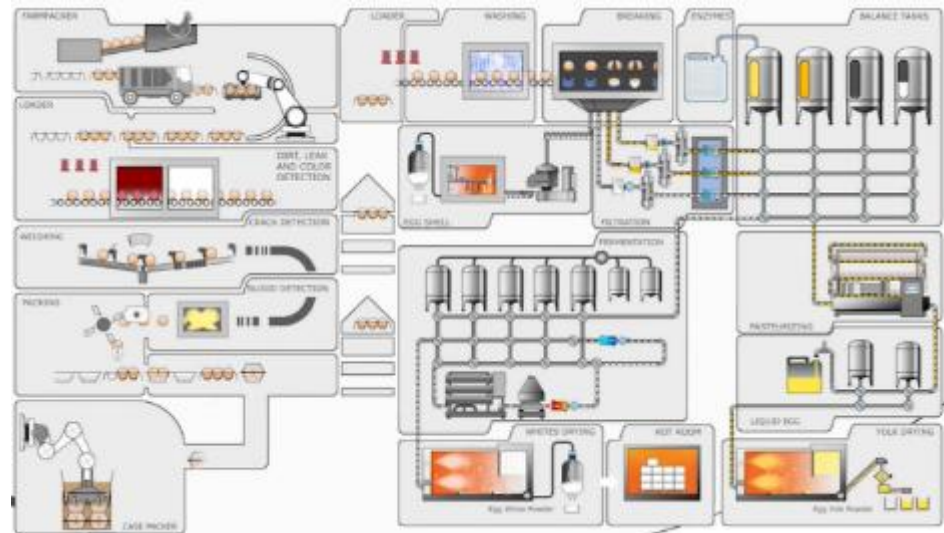
### 5.1 质控体系：高水平、标准化、覆盖全流程

**采购环节，公司前置安全管理，对供应商设置严苛的准入条件。**公司设立初期，为保障公司有稳定的蛋源供应，专门收购南通欧福蛋鸡养殖基地。南通欧福在 2005 年通过日本“肯定列表制度”审核，是江苏省首家出口备案养殖企业。随着公司加工规模扩大，公司新增合作养殖基地扩充蛋源，供应商准入门槛比照南通欧福养殖规范。为确保采购的鸡蛋持续符合公司要求，公司于 2018 年推出“产业化联合体”模式，深度介入养殖场生产管理，从源头严控产品质量。目前，供应商从准入到稳定供应通常需要 3~5 年时间。

**生产环节，公司遵循中国、欧盟双重标准，产线高度自动化，为客户高效提供工业化原配料或食材。**公司产线设计和生产管理遵循中国、欧盟蛋制品 GMP 和 HACCP 标准，全部产线采用自动控制系统，向客户提供安全、便捷、标准化的蛋制品。

**配送环节，公司同样高标准设置物流服务商准入门槛。**公司产品多需低温冷链运输，公司严格筛选物流配送服务供应商，制定明确有效的冷链运输过程标准，保证食品质量及减少食品损耗。

图 25: 欧福蛋业自动化生产线示意图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 5.2 产品开发：需求导向，赋能下游创新升级

公司对蛋制品加工具有系统认知。公司共享控股股东 OVIDAN 集团（国际化蛋品集团）产业资源，设备、工艺均由兄弟公司丹麦 Sanovo Engineering A/S 设计和提供，自成立起即拥有完整的技术研发体系。

公司核心技术先进，能够针对本土企业的需求痛点开发产品。蛋制品下游细分领域众多，客户通常有个性化的应用要求，公司在客户服务中积累了丰富的产品应用经验，能够按客户需求提供功能性产品。如**超长保质期（45 天）蛋液**、**热稳定蛋液**、**鸡蛋制咸蛋黄酱（粉）**、**鸡蛋白饮料**等特色产品均基于客户或市场痛点开发，获得良好的市场反馈。

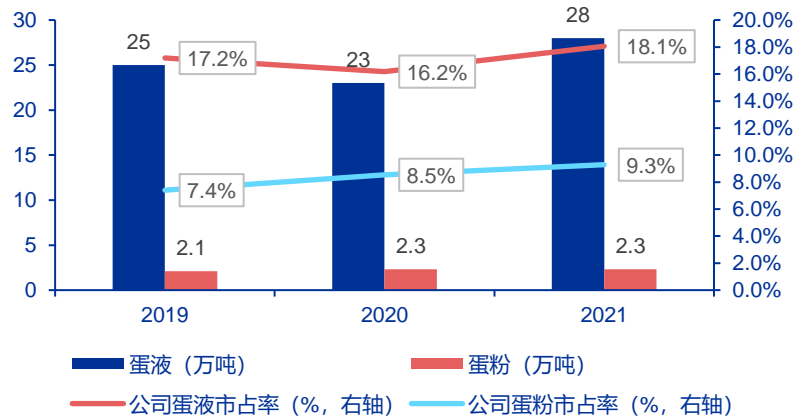
表 4：公司核心技术及应用情况

核心技术	技术描述	典型产品
生物技术	通过筛选合适的酶制剂，对蛋制品生物改性，提高其乳化性、耐高温性等性能	<b>热稳定蛋液</b> ：供应联合利华、味可美等知名企业
复配技术	通过不同配料的组织，有效地提高蛋制品的耐冷冻性	<b>蛋皮、欧姆蛋等预制蛋品</b>
杀菌技术	微波杀菌工艺	<b>超长保质期（45 天）蛋液</b> ：成为公司主力产品
热反应技术	通过适当的酶处理结合配糖和热反应形成新的风味	<b>咸蛋黄粉</b> ：供应成都统一企业食品公司

资料来源：公司北交所公开发行第一轮反馈回复文件，申万宏源研究

## 5.3 客户资源：从先发优势向竞争壁垒转换

公司蛋制品加工规模行业领先，终端覆盖国内烘焙、餐饮、食品加工领域知名企业。据 ICE 蛋制品行业数据，2019~2021 年国内蛋液产量为 25/23/28 万吨，公司市占率为 17.2%/16.2%/18.1%；国内蛋粉产量分别为 2.1/2.3/2.3 吨，公司市占率为 7.4%/8.5%/9.3%。公司绝大部分终端客户是所在行业内的知名品牌，蛋制品在这些客户原料体系中属于重要原料，一旦切入供应体系后较难被替代。

**图 26: 2019~2021 年中国蛋液、蛋粉产量及公司市占率**


资料来源：公司北交所公开发行招股说明书、IEC 蛋制品行业网站，申万宏源研究

**协同创新，与大客户合作不断加深。**公司从基础的巴氏杀菌蛋液起步，与 20 余家大客户的合作关系在 10 年以上。随着终端对蛋制品安全性、便捷性认知加深，公司按需导向扩充产品矩阵，与客户合作黏性持续增长。对比 2021 年与 2019 年主要客户收入情况（2020 年受疫情影响大），食品制造、烘焙领域大部分客户采购增长，餐饮客户因终端消费复苏缓慢，采购规模同比下降。

**表 5: 公司与主要贸易商合作情况**

贸易商	终端客户	开始合作年份	2021 年较 2019 年收入增长
广州永晟	立高食品 (300973.SZ)、美斯佳、食之源等	2013 年	255.86%
苏州平路	85°C 集团	2018 年	-20.06%
上海雷宇	生巧食品、鲍师傅等	2015 年	209.25%
泉州海宜	卡尔顿、贝夫食品等福建地区食品厂商	2016 年	94.39%
上海宇长	红宝石、味之素等	2016 年	24.18%
太阳食研	日清食品、山东凤祥等	2015 年	-5.52%
欣向荣	利口福等	2013 年	-7.86%
利高国际	美心、大班等	2018 年	213.76%
千滋百味	酒店、生鲜超市、航空配餐 (厦门航空)	2018 年	-10.71%
金阳光	福州地区面包店	2014 年	62.07%

资料来源：公司北交所公开发行第一轮反馈回复文件，申万宏源研究

**表 6: 公司与烘焙、餐饮、食品加工主要客户合作情况**

烘焙品牌	开始合作年份	2021 年较 2019 年收入增长	餐饮品牌	开始合作年份	2021 年较 2019 年收入增长	食品加工企业	开始合作年份	2021 年较 2019 年收入增长
好利来	2015 年	51.54%	必胜	2007 年	未披露	联合利华	2010 年	29.43%
味多美	2012 年	74.37%	真功夫	2012 年	-86.73%	维益	2005 年	-29.03%
美丽家	2007 年	11.25%	避风塘	2007 年	-18.04%	桃李面包	2017 年	-52.72%
美心	2017 年	118.62%	36 MATCHART	未披露	未披露	伊利	2012 年	26.12%
诺心	年	127.29%	佰翔空厨	未披露	未披露	安井	年	18.61%

烘焙品牌	开始合作年份	2021 年较 2019 年收入增长	餐饮品牌	开始合作年份	2021 年较 2019 年收入增长	食品加工企业	开始合作年份	2021 年较 2019 年收入增长
元祖	2005 年	18.70%	谷田稻香	2014 年	220.60%	宾堡	2014 年	-54.14%
廿一客	2012 年	40.17%	海底捞	2016 年	-73.60%	统一	2006 年	52.15%
圣安娜饼屋	2017 年	180.70%	乐乐茶	未披露	未披露	味可美	2005 年	36.86%
麦果	2015 年	24.74%	鲜誉	未披露	未披露	嘉华食品	2013 年	-8.97%
佳田	2019 年	356.36%	味干	2017 年	-14.03%	百卡弗	2015 年	54.51%

资料来源：公司北交所公开发行第一轮反馈回复文件，申万宏源研究

## 6. 公司看点丰富，区域扩张+产品升级+拓展 C 端

### 6.1 国内四川工厂投产、把握窗口期发展海外市场

#### 1. 国内市场

公司在全国“东南西北”布局生产基地，25 年 10 月四川资阳工厂（一期）投产，年产值约 2 亿元。因蛋制品货架期短、长距离冷链运输不经济，蛋制品生产基地首选贴近下游客户的区域，配送范围在 500 公里内。公司原有三大生产基地苏州欧福、天津太阳、广东欧福分别辐射长三角、京津冀、粤港澳大湾区市场，四川资阳工厂主要面向成渝经济圈，分一、二期，一期于 25 年 10 月投产，年处理鸡蛋量可达 2 万吨，优先生产巴氏杀菌的蛋清液、蛋黄液、全蛋液等产品，预计年产值 2 亿元，二期主要生产预制蛋品，将结合当地需求逐步丰富产品品类。

表 7：公司四大食品类蛋制品生产基地产能情况

生产基地	主要产品	辐射区域	投产时间	产能情况（吨）				
				蛋液	蛋粉	预制蛋品	其他（卤蛋和白煮蛋为主）	鸡蛋白饮料
苏州欧福	蛋液、蛋粉、预制蛋品	长三角	2004 年	29639.52	360.00	2950.00	3600.00	6000.00
天津太阳	蛋粉为主	京津冀	2015 年收购	19050.78	1878.00	0.00	0.00	0.00
广东欧福	蛋液为主	粤港澳大湾区	2018 年底	30000.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四川资阳	蛋液、蛋粉、预制蛋品	成渝经济圈	2025 年 10 月（一期）	√（一期产能）	0.00	√（二期产能，待建设）	0.00	0.00

资料来源：公司北交所公开发行第一轮反馈回复文件、公司官网、资阳观察网站，申万宏源研究

#### 2. 国外市场

公司产品出口具有“天然优势”，已取得高端市场准入资质。公司蛋制品可直接向境外出口，或销售与关联方 Ovodan Foods A/S，由关联方向终端客户销售，不论使用 OVODAN 集团品牌或作为 OVODAN 集团中国成员品牌，都极大地降低了对境外客户的教育成本和信任门槛。公司取得 HALAL 认证、BRC 认证、新加坡 AVA 认证、欧盟注册认证，产品已

出口至欧洲（丹麦、英国、德国）、大洋洲（澳大利亚）、亚洲（中国香港、中国澳门、新加坡、日本、韩国）等国家和地区，因过往 20 多年公司将业务重心放在国内，境外业务收入占比极低，近 5 年均均在 5% 以下。

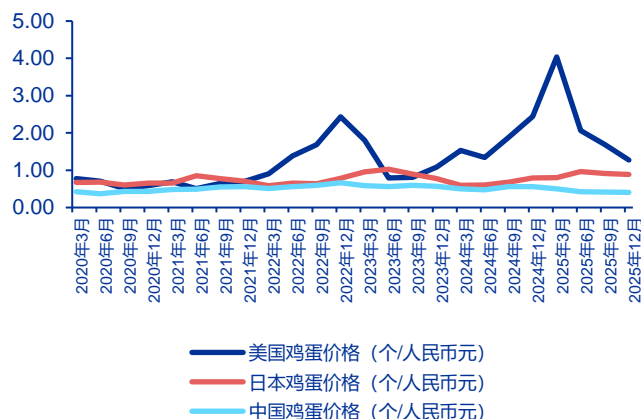
**禽流感持续影响海外多个国家的鸡蛋供应，凸显国内蛋价优势，公司将把握窗口期发展境外市场。**我国长期采取高致病性禽流感疫苗强制免疫政策，但欧美多国没有将接种疫苗作为控制禽流感传播的主要手段，近年国外禽流感疫情频频发生，大量扑杀使得鸡蛋价格大幅波动，而国内年初至今蛋价下行，凸显出价格优势。考虑蛋鸡生长的固有周期，预计明年国外鸡蛋供应的缺口仍大，公司将抓住需求机遇拓展海外市场，获取收入增量。

图 27: 2019~2025H1 境外收入规模及占比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 28: 中美日三国鸡蛋价格走势



资料来源: 美国农业部、日本农林水产省、中国农业农村部、Wind, 申万宏源研究

注: 一个鸡蛋按 55 克估算

## 6.2 横向丰富产品组合，纵向推进蛋白增值业务

**食品领域，锚定现有客户，公司通过丰富品类、改善功能、创新产品扩充产品矩阵，提升高附加值产品占比。**基础的蛋液、蛋粉产品普及及改变了头部 B 端企业的用蛋习惯，但仅满足食品安全需要，蛋制品的功能性尚未充分发挥。基于现有客户，公司以技术创新和用户洞察为引擎，从丰富品类、改善功能、创新产品等维度出发扩充产品矩阵，推动自身从工业原配料供应商向解决方案提供商升级。

表 8: 公司食品领域产品升级路径

产品升级方式	具体内容 (未穷尽列举)
丰富品类，满足特定场景需求	开发蛋白粉系列产品： <b>蛋白粉 HW:</b> 采用特定脂肪酶处理等特殊工艺提高产品蛋白结构的稳定性，使其具有高起泡能力。适用于制作发泡性糖果、夹心巧克力、烘焙产品等
	<b>蛋白粉 HG:</b> 在不添加任何胶凝剂的情况下，产品的凝胶性比未经处理的蛋白粉高 70% 以上。适用于制作馅料、肉制品、烘焙产品、胶凝类糖果等
	<b>蛋白粉 RS:</b> 经过特殊物理处理，提高蛋白质分子的渗透性，表现能力优于普通的蛋白液和蛋白粉，对质构的弹性影响大
	<b>蛋白粉 AD:</b> 经过特殊物理处理，提高产品的 Q 弹性，适用于高端面制品

产品升级方式	具体内容 (未穷尽列举)
改善功能、针对下游需求痛点	开发浓缩蛋白液系列产品：根据应用功能的差异，开发 15%、22%、33% 系列产品
	<b>烘焙专用蛋液</b> ：针对杀菌蛋液的烘焙应用难点麻薯和泡芙而专项开发，表现为持气性高、同样打发水平下，制得产品起发高度高，质地细腻
	<b>热稳定全蛋液/蛋黄液</b> ：用于制作沙拉酱、蛋黄酱。可大幅度提高酱体产品的乳化稳定性，在运输过程中保持不出油、降低蛋黄酱、沙拉酱配方中鸡蛋和增稠剂的使用量
创新产品	<b>咸蛋黄粉</b> ：以鲜鸡蛋为原料，模拟蛋黄腌制后的风味所制得的咸蛋黄粉

资料来源：公司官网，申万宏源研究

**公司储备一系列生物活性成分项目，25 年 7 月建成首个溶菌酶产线，是业务纵向延伸的良好开端。**生物活性成分提取是单品加工增值业务，前提是基础蛋液等蛋制品达到一定生产规模，如企业直接瞄准生物活性物质，不能充分利用剩余部分，企业难以持续发展。公司储备卵转铁蛋白、溶菌酶、蛋黄卵磷脂提取等一系列项目，将结合蛋制品生产规模稳步推进蛋白增值业务。公司 25 年 7 月建成公司首个 150 吨溶菌酶生产线，产能主要面向海外市场。溶菌酶是一种安全高效的天然防腐剂和抗菌剂，可用于特医食品、保健品等高端市场。

### 6.3 加码推广小包装、预制品、即饮蛋白饮产品

**公司将发展 C 端作为业务重心，专研特色产品，布局全渠道。**面向追求健康及便捷饮食的消费者，公司推出小包装、预制蛋品和即饮蛋白饮，产品线上已登陆淘宝、天猫、京东等主流平台，线下进驻大润发、永辉、绿地、八佰伴等大型商超。

**公司小包装蛋液适宜作为乳清替代，迎发展窗口。**我国经常参加体育锻炼的人数比例从 2015 年的 33.9% 升至 2024 年超 38.5%，健身增肌市场保持较快增长。蛋白增肌的主要原理是蛋白分解为氨基酸进入肌肉组织促进肌肉蛋白合成，动物蛋白含有完整的蛋白质分子，但植物蛋白通常缺乏某些必需氨基酸，因此动物蛋白更适宜增肌减脂人群。对比来看，乳清蛋白的亮氨酸含量较高，羧基值较高、雌激素较低，对健身人群最为友好。国内乳清粉主要依赖进口，因阶段性供需失衡，浓缩乳清进口价格自 23 年第四季度起攀升，25 年持续在高位运行。因全球运动营养高景气持续，海外乳清产能扩产节奏较慢，预计短期进口浓缩乳清价格难以回落。鸡蛋蛋白的可加工性好，性价比高（每 100g 蛋白质售价约 20 元），适宜作为乳清的平替使用，迎发展窗口。

**表 9：不同蛋白来源的蛋白含量、蛋白价格等要素对比**

蛋白类型	乳清蛋白	纯牛奶	牛肉	鸡蛋	鸡蛋白	大豆	豌豆
蛋白质含量(g)(每 100g 食物中含)	70~80	3.3	20	13.1	11.6	35	20.3
蛋白分类	动物蛋白	动物蛋白	动物蛋白	动物蛋白	动物蛋白	植物蛋白	植物蛋白
蛋白质含量(g)(每 100g 食物中含)	70~80	3.3	20	13.1	11.6	35	20.3
亮氨酸在蛋白质中含量(%)	13.6%	10.9%	8.8%	8.5%	8.5%	8.0%	7.1%
产品售价(元)(每 100g 蛋白质)	28	27	36	25	20	95	123

资料来源：临床营养网、中国疾病预防控制中心营养与健康所《中国食物成分表(第 版)》、京东，申万宏源研究

注：产品售价取京东平台三款同类型产品价格的均值

图 29：2015~2025 年 10 月中国浓缩乳清蛋白进口价格（元/千克）



资料来源：中国海关，申万宏源研究

公司预制蛋品种类丰富，适用早餐、轻食、烘焙等特定场景。预制蛋品同时面向餐饮企业和零售市场，公司在 B 端积累了丰富的产品开发经验，可充分复用至零售产品。公司推出白煮蛋、鸡蛋碎、炒蛋、蛋皮、欧姆蛋、黄金炸蛋等产品，抢占家庭预制蛋品市场先机。

图 30：公司主要预制蛋品及应用场景



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司即饮蛋白饮受众较广，聚焦健身市场打造品牌原型，后续通过产品系列化做市场扩张。高蛋白饮食渐成风尚，分产品形态看，即饮蛋白饮品携带方便、蛋白补充高效（蛋白质吸收的第一定律，液体优于固体），场景多元（健身营养补充、日常健康饮食、零食、运动后恢复等场景），成为众多品牌主推的一类产品。公司 年 月推出鸡蛋蛋白即饮饮品

(RTD)，产品甄选来自养殖场可追溯的精选谷饲母鸡鸡蛋，产品中蛋清含量达 90%，总蛋白质含量达 9%，远高于普通酸奶（通常低于 3%），优先聚焦健身人群做推广。公司通过赞助体育活动、达人推广等方式积累市场口碑，后续将推出不同蛋白质含量产品辐射佐餐、茶歇、户外、术后病中等场景。

图 31：公司即饮蛋白饮产品情况



资料来源：公司天猫官方旗舰店，申万宏源研究

## 7. 盈利预测与估值

### 7.1 盈利预测

公司产品线分为：蛋液、蛋粉、预制蛋品、饮料、其他蛋制品，各业务关键假设及预测如下：

1. **蛋液**：基本盘业务，已建立客户壁垒。中短期成长动能确定，来自区域扩张（四川资阳工厂投产+产品向境外出口）及产品升级（向存量客户推广高附加值产品）；中长期成长来自产品渗透，从大 B 食品加工企业向小 B 餐饮及 C 端拓展。25 年公司打蛋量增长，但考虑到蛋价走低，预计收入同比持平或微增。假设 2025~2027 年收入增速分别为 0.7%、20.9%、15.0%。中短期蛋液毛利率与蛋价存在负相关性，随着公司市场份额增长带来议价力提升及高附加值产品占比增加，毛利率与蛋价的关联度将走弱。假设 2025~2027 年毛利率分别为 23.4%、22.8%、23.0%。

2. **蛋粉**：同样是面向 B 端的基本盘业务。因国内蛋粉供应商较多，竞争相对激烈，预计蛋粉收入增速慢于同期蛋液产品，假设 2025~2027 年收入增速分别为 0.6%、8.0%、8.0%。相较于蛋液，生产蛋粉增加喷雾干燥等工序，营业成本中制造费用占比更高，随着产能利用率提升，将带动毛利率上行。假设 2025~2027 年毛利率分别为 23.4%、23.8%、24.2%。

3. **预制蛋品**：主要面向 B 端餐饮及 C 端，考虑到国内餐饮处于缓慢复苏阶段，C 端建立认知需要时间，预计收入保持稳健增长态势，假设 2025~2027 年收入增速分别为 3.6%、8.8%、8.0%。预制蛋品主要适配健康饮食场景，属于消费升级方向，预计享有较好的毛利率水平，假设 ~ 年分别为 .% 、 .% 、 .% 。

**4. 饮料：**主要面向追求健康及便捷饮食的消费者，公司通过赛事赞助、达人推广、广告宣传等方式促进产品销售，抢占用户认知。假设 2025~2027 年收入增速分别为 400.0%、300.0%、100.0%。产品仍在市场导入期，预计出厂价格稳定，随着产能利用率提升，将带动毛利率上行，假设 2025~2027 年毛利率分别为 41.0%、43.8%、46.6%。

**5. 其他蛋制品：**包括白煮蛋、卤蛋等传统蛋制品，非公司业务重心。假设 2025~2027 年收入增速分别为 0.7%、3.8%、3.0%。传统蛋制品竞争相对激烈，假设 2025~2027 年毛利率分别为 27.0%、27.5%、27.5%。

**表 10：欧福蛋业营业收入拆分及预测（单位：万元、%）**

单位：万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>97,220.10</b>	<b>90,639.60</b>	<b>91,373.47</b>	<b>108,367.41</b>	<b>123,629.34</b>
YOY		-6.8%	0.8%	18.6%	14.1%
毛利率	14.2%	16.6%	23.8%	23.5%	23.7%
<b>1. 蛋液</b>	<b>76,391.50</b>	<b>71,162.05</b>	<b>71,679.70</b>	<b>86,643.49</b>	<b>99,640.01</b>
YOY		-6.8%	0.7%	20.9%	15.0%
毛利率	13.2%	14.2%	23.4%	22.8%	23.0%
收入占比	78.6%	78.5%	78.4%	80.0%	80.6%
<b>2. 蛋粉</b>	<b>16,156.24</b>	<b>14,378.16</b>	<b>14,468.96</b>	<b>15,631.23</b>	<b>16,881.73</b>
YOY		-11.0%	0.6%	8.0%	8.0%
毛利率	15.3%	22.3%	23.4%	23.8%	24.2%
收入占比	16.6%	15.9%	15.8%	14.4%	13.7%
<b>3. 预制蛋品</b>	<b>4267.49</b>	<b>4307.40</b>	<b>4462.70</b>	<b>4854.90</b>	<b>5243.29</b>
YOY		0.9%	3.6%	8.8%	8.0%
毛利率	23.9%	32.9%	31.0%	30.8%	31.2%
收入占比	4.4%	4.8%	4.9%	4.5%	4.2%
<b>4. 饮料</b>	<b>1.70</b>	<b>30.69</b>	<b>153.45</b>	<b>613.80</b>	<b>1227.60</b>
YOY		1700.9%	400.0%	300.0%	100.0%
毛利率	29.8%	36.1%	41.0%	43.8%	46.6%
收入占比	0.0%	0.0%	0.2%	0.6%	1.0%
<b>5. 其他蛋制品</b>	<b>231.17</b>	<b>405.72</b>	<b>408.67</b>	<b>424.00</b>	<b>436.72</b>
YOY		75.5%	0.7%	3.8%	3.0%
毛利率	45.5%	32.8%	27.0%	27.5%	27.5%
收入占比	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>6. 其他业务收入</b>	<b>172.00</b>	<b>355.57</b>	<b>200.00</b>	<b>200.00</b>	<b>200.00</b>
YOY		106.7%	-43.8%	0.0%	0.0%
毛利率	73.3%	42.6%	30.0%	30.0%	30.0%
收入占比	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 7.2 估值

**可比公司：**公司主业涵盖中游蛋制品加工、中下游预制蛋品及零售产品生产销售，目前无业务领域完全重合的上市公司作为可比。考虑到公司深耕 B 端，同时逐步向下游延伸产

品线，毛利率与蛋价的关联性将逐步走弱，我们主要从商业模式及下游应用领域（以烘焙、餐饮为主）看可比性，选取干味央厨、佳禾食品、立高食品、桃李面包为可比公司。

**表 11：欧福蛋业及可比公司情况**

证券代码	公司名称	主营业务
001215.SZ	干味央厨	为餐饮企业提供定制化、标准化的预制半成品，是国内头部餐饮企业的优质供应商。2024 年公司主食类、烘焙类、小食类、冷冻调理菜肴类及其他、其他业务收入占比分别为 48.90%、19.55%、23.48%、7.58%、0.48%
605300.SH	佳禾食品	专业从事食品配料及食品工业原料等产品研产销，2B2C 端市场协同发展。2024 年公司植脂末类产品（奶茶用/咖啡用/烘焙用植脂末产品）、咖啡、植物提取（有机燕麦奶、燕麦浆等产品）、其他业务、其他固体饮料等产品（糖浆制品，主要服务大型食品工业及连锁餐饮企业）、其他收入占比分别为 50.16%、12.04%、4.64%、11.20%、15.77%、6.19%
300973.SZ	立高食品	专业从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研产销，另有部分休闲食品业务。2024 年公司烘焙食品、烘焙食品原料-奶油、烘焙食品原料-酱料、烘焙食品原料-水果制品、烘焙食品原料-其他、收入占比分别为 55.60%、27.60%、5.86%、4.33%、6.61%
603866.SH	桃李面包	主要经营面包、糕点，以及月饼、粽子等季节性产品。2024 年公司面包、月饼、其他主营、其他业务收入占比分别为 97.03%、2.08%、0.89%、0.01%
920371.BJ	欧福蛋业	专精蛋制品加工，服务烘焙、餐饮、食品工业领域头部企业，另有部分零售产品。2024 年公司蛋液、蛋粉、预制蛋品、饮料类、其他蛋制品、其他业务收入占比分别为 78.51%、15.86%、4.75%、0.03%、0.45%、0.39%

资料来源：Wind，申万宏源研究

**PE 估值：**我们预测公司 2025~2027 年归母净利润分别为 0.94/1.12/1.30 亿元，最新市值对应 PE 分别为 24/20/17 倍，可比公司 26 年 PE 均值为 29 倍。中长期看，公司 B 端业务客户优质（国内烘焙/餐饮/食品加工领域头部企业），将充分受益于国内蛋制品市场扩容红利；C 端业务空间广阔，公司较早布局，享行业先发优势。中短期看，公司成长性明确，来自区域扩张（四川资阳新工厂投产+产品向境外出口）、产品升级及 C 端增量。考虑到行业天花板高，公司目前市占率领先，成长路径清晰，我们给予公司 26 年可比公司 PE 均值 29 倍，目标市值 32 亿元，较 25/12/18 收盘有 45%涨幅空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 12：可比公司估值表**

证券代码	证券简称	2025/12/18		归母净利润 (亿元)				PE			
		总市值 (亿元)	收盘价 (元)	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
001215.SZ	干味央厨	38.18	39.30	0.84	0.79	0.96	1.12	46	48	40	34
605300.SH	佳禾食品	55.30	12.17	0.84	0.43	1.37	1.84	66	129	40	30
300973.SZ	立高食品	66.82	39.46	2.68	3.39	4.05	4.71	25	20	16	14
603866.SH	桃李面包	85.58	5.35	5.22	4.06	4.46	4.80	16	21	19	18
<b>均值</b>									54	29	24
920371.BJ	欧福蛋业	22.43	10.92	0.46	0.94	1.12	1.30	49	24	20	17

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：干味央厨、佳禾食品、立高食品、桃李面包 25~27E 采用 Wind 一致盈利预测

## 8. 风险提示

**1. 鸡蛋价格波动风险：**鸡蛋成本占产品总成本比重可达 80%左右，鸡蛋价格受到供求关系及其上游饲料成本等因素影响，波动幅度较大，而公司产品销售价格的调整存在滞后性，可能无法将原料鸡蛋价格的波动及时、全部传导至下游客户致自身承担涨价压力，进而导致盈利能力下降。

**2. 新产能投产进度不及预期：**公司四川资阳工厂主要面向成渝经济圈，产能自 26 年爬坡，一期产值约 2 亿元，如当地新客户开发进度或存量客户新增订单情况不及预期，可能导致新产能利用不及预期。

**3. C 端产品推广不及预期：**公司面向追求健康及便捷饮食的消费者，推广小包装蛋液、预制蛋品、即饮蛋白饮等产品，但家庭及个人习惯使用壳蛋，对蛋制品的认知、接纳需要时间，公司 C 端产品推广速度可能不及预期。

**4. 市场竞争加剧的风险：**国内鸡蛋加工比例仅 5%~7%，对比看，日本、美国、欧盟的蛋制品比例分别为 50%、33%、25%。在饮食健康化、多样化、便捷化趋势下，鸡蛋加工比例提升是大势所趋，可能有新进入者，如养殖环节企业向下游延伸，导致行业竞争加剧。

## 财务摘要

### 合并损益表

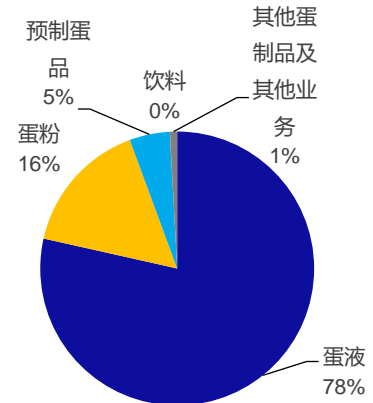
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	972	906	914	1,084	1,236
营业收入	972	906	914	1,084	1,236
蛋液	764	712	717	866	996
蛋粉	162	144	145	156	169
预制蛋品	43	43	45	49	52
饮料	0	0	2	6	12
其他蛋制品及其他业务	4	8	6	6	6
营业总成本	917	843	791	943	1,074
营业成本	834	756	696	829	943
蛋液	663	611	549	669	768
蛋粉	137	112	111	119	128
预制蛋品	32	29	31	34	36
饮料	0	0	1	3	7
其他蛋制品及其他业务	2	5	4	4	5
税金及附加	4	4	4	5	6
销售费用	27	32	35	44	52
管理费用	34	35	39	46	52
研发费用	18	17	17	20	23
财务费用	-1	-2	-1	-1	-1
其他收益	1	2	1	1	2
投资收益	0	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-2	-1	-1	-1
资产减值损失	0	-6	-5	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	54	57	118	140	162
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	54	57	118	140	162
所得税	11	11	23	28	32
净利润	43	46	94	112	130
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	43	46	94	112	130

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

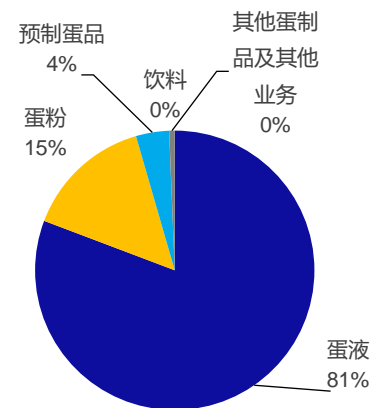
### 合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	43	46	94	112	130
加：折旧摊销减值	29	34	35	31	32
财务费用	0	0	-1	-1	-1
非经营损失	2	3	0	0	0
营运资本变动	-21	-13	-25	-35	-26
其它	5	4	0	0	0
经营活动现金流	56	72	103	107	135
资本开支	19	94	60	23	83
其它投资现金流	-23	19	0	0	0
投资活动现金流	-42	-75	-60	-23	-83
吸收投资	113	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	1	1
支付股利、利息	21	21	21	0	0
其它融资现金流	-1	-1	1	1	1
融资活动现金流	91	-22	-20	2	2
净现金流	-	-	-	-	-

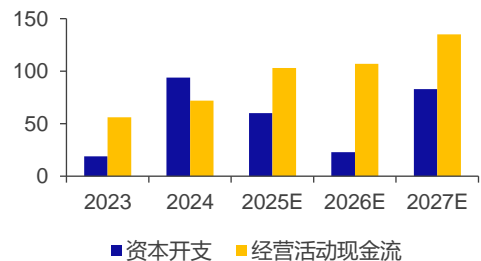
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**合并资产负债表**

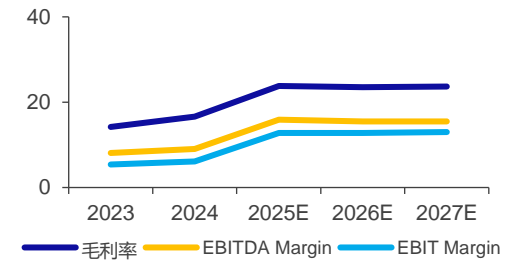
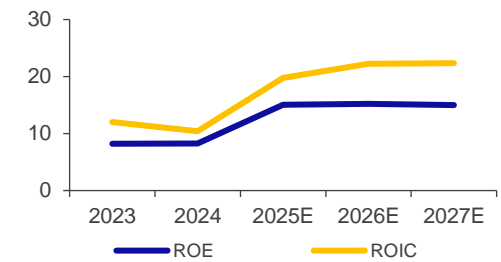
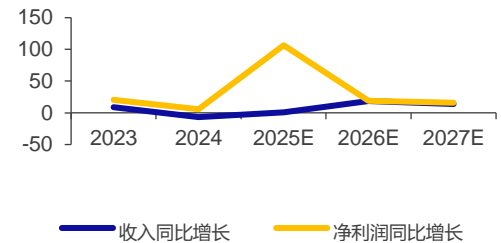
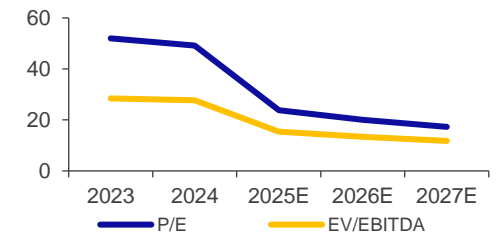
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	425	400	423	560	656
现金及等价物	179	136	159	245	299
应收款项	162	154	158	187	213
存货净额	70	95	89	111	127
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	14	16	16	16	16
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	191	230	261	255	307
无形资产及其他资产	37	58	58	58	58
资产总计	653	688	742	873	1,022
流动负债	124	130	110	128	146
短期借款	1	1	0	0	0
应付款项	97	107	88	105	123
其它流动负债	26	22	22	22	22
非流动负债	4	7	7	8	9
负债合计	128	137	117	136	154
股本	205	205	205	205	205
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	123	124	124	124	124
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	28	30	35	41	47
未分配利润	170	192	261	368	491
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	525	551	625	737	867
负债和股东权益合计	653	688	742	873	1,022

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**重要财务指标**

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.22	0.46	0.55	0.63
每股经营现金流	0.27	0.35	0.50	0.52	0.66
每股红利	0.10	0.10	0.10	0.00	0.00
每股净资产	2.56	2.68	3.04	3.59	4.22
关键运营指标(%)					
ROIC	12.0	10.4	19.8	22.2	22.3
ROE	8.2	8.3	15.1	15.2	15.0
毛利率	14.2	16.6	23.8	23.5	23.7
EBITDA Margin	8.1	9.0	15.9	15.5	15.5
EBIT Margin	5.4	6.1	12.8	12.8	13.0
营业总收入同比增长	8.9	-6.8	0.8	18.6	14.1
归母净利润同比增长	20.5	5.6	106.5	19.0	15.9
资产负债率	19.6	19.9	15.8	15.5	15.1
净资产周转率	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4
总资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
有效税率	20.2	20.2	20.0	20.0	20.0
股息率	0.9	0.9	0.9	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	52.0	49.2	23.8	20.0	17.3
P/B	4.3	4.1	3.6	3.0	2.6
EV/Sale	2.3	2.5	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	28.4	27.7	15.5	13.4	11.8
股本	205	205	205	205	205

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**经营利润率(%)**

**投资回报率趋势(%)**

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**


## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。