

南侨食品 (605339)

食品饮料

发布时间: 2022-04-02

证券研究报告 / 公司深度报告

增持

上次评级: 增持

烘焙油脂细分龙头，冷冻烘焙乘势而上

报告摘要:

深耕烘焙油脂细分领域 20 余年，专业度与优异品质构筑领先优势。南侨源起于台湾，1996 年扎根大陆，开展烘焙油脂、冷冻面团等相关业务，目前共设立了天津、广州、上海三个工厂，公司产品按应用领域来分主要有烘焙应用油脂、淡奶油、馅料、冷冻面团、进口品五大系列，产品范围涵盖 200 多个品种。2018-2021 年公司营收/净利润复合增速分别为 6.7%/9.9%，2021 年公司成功上市，同时随着下游需求复苏实现了恢复性增长，21 年公司营收/归母净利润分别为 28.73 亿元/3.68 亿元，同增 23.7%/13.3%。公司大股东系台资背景且实控人股权结构集中，经营管理市场化程度高，此外，公司上市后推出首个激励计划，锚定三年收入目标，并进一步绑定核心人才。激励计划业绩考核要求为以 2020 年营收为基数，2021-2023 年营收增长率目标值分别不低于 25%/45%/65%，触发值为目标值的 80%，若以目标值计算，对应 2020-2023 年收入 cagr 为 18%，较上市前收入表现显著提速。

公司产品布局全面，油脂业务具备先发优势，近年切入冷冻面团高景气分支，发展速度有望加快。我国的烘焙油脂市场起步较晚，现仍在早期发展阶段。随着烘焙油脂行业的快速发展，国内烘焙油脂企业逐渐呈现出品牌化、规模化的竞争趋势。我们认为公司的优势在于深耕中国烘焙油脂市场 20 余年，其产品质量处于国内领先水平，凭借优异的产品品质、丰富的产品矩阵、强大的研发实力，多年开拓并积累了稳定的下游客户。公司通过提供全方位顾问式服务，奠定了较强的客户黏性，在烘焙油脂及淡奶油市场具备一定先发优势。同时，公司切入到冷冻面团这一烘焙行业中的高景气分支，冷冻面团收入实现快速增长，贡献未来收入新一增长点，基于公司现有核心竞争力较强，产能瓶颈制约公司过去发展速度，随着募投项目未来逐步建成，公司发展速度有望加快，中期成长性稳健。

盈利预测: 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.78 亿元、4.89 亿元、6.17 亿元，分别同比增长 3%、29%、26%。给予公司目标市值 123 亿元，对应 23 年估值为 25 倍，维持“增持”评级。

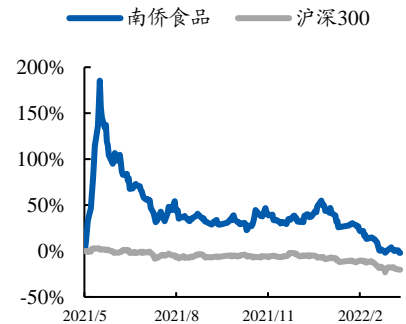
风险提示: 疫情导致下游需求放缓、原材料价格波动、竞争格局加剧。

股票数据

2022/03/31

6 个月目标价 (元)	28.73
收盘价 (元)	23.00
12 个月股价区间 (元)	23.00~69.78
总市值 (百万元)	9,836.05
总股本 (百万股)	428
A 股 (百万股)	428
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-17%	-31%	
相对收益	-9%	-16%	

相关报告

《白酒 20 年复盘: 白酒整体周期上行, 关注次高端全国化机会》

--20211229

《食品饮料 2022 年度策略报告: 白酒景气回暖, 关注大众品提价周期利润弹性》

--20211213

财务摘要 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,322	2,873	3,366	3,883	4,425
(+/-)%	-1.22%	23.71%	17.17%	15.33%	13.96%
归属母公司净利润	325	368	378	489	617
(+/-)%	9.02%	13.27%	2.63%	29.29%	26.14%
每股收益 (元)	0.90	0.92	0.88	1.14	1.44
市盈率	0.00	36.22	26.02	20.12	15.95
市净率	0.00	4.45	2.95	2.81	2.65
净资产收益率 (%)	16.73%	11.52%	11.35%	13.96%	16.58%
股息收益率 (%)	0.00%	2.57%	2.50%	3.23%	4.07%
总股本 (百万股)	360	428	428	428	428

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
021-61002252 liqiang@nesc.cn

证券分析师: 王钰

执业证书编号: S0550522030004
13585842297 wangshuo2@nesc.cn

目 录

1.	源起台湾扎根大陆，成就国内烘焙油脂领域领先供应商	5
1.1.	专注发展烘焙油脂，历史悠久经验丰富	5
1.2.	公司台资背景且股权结构集中，经营管理市场化程度高	6
2.	烘焙行业保持高景气，油脂原料需求稳健增长	8
2.1.	烘焙油脂为烘焙产业链上游环节，南侨具备相对领先优势	8
2.2.	下游烘焙行业需求高景气，人均消费提升仍大有空间	11
3.	产品布局全面，渠道优势突出，研发基础雄厚构建公司核心竞争优势 ...	12
3.1.	产品布局全面，充分覆盖下游需求	12
3.2.	多渠道协同销售，顾问式服务提升客户粘性	15
3.3.	研发水平国内领先，掌握多项核心技术	18
4.	上市募资加快产能建设，产能瓶颈有望缓解	20
5.	财务分析	22
5.1.	资产负债结构分析	22
5.2.	现金流量分析	23
5.3.	盈利能力分析	25
6.	盈利预测及投资建议	27

图表目录

图 1: 南侨食品公司历史复盘	5
图 2: 近年公司营收及归母净利润情况	6
图 3: 近年公司毛利率、净利率水平	6
图 4: 南侨食品股权结构 (截至 2021 年 12 月 31 日)	7
图 5: 烘焙行业全产业链示意图	9
图 6: 2011-2017 年我国烘焙油脂产量及需求量	9
图 7: 我国烘焙行业市场规模及增速	11
图 8: 各国家或地区人均烘焙行业消费额对比 (元/人/年)	11
图 9: 焙烤食品制造规模以上企业收入和利润表现	12
图 10: 我国城镇人均食品消费性支出不断增加	12
图 11: 2016-2021 各项业务营业收入 (亿元)	14
图 12: 2021 年公司分产品收入结构	14
图 13: 公司核心业务及整体收入增速 (%)	15
图 14: 烘焙应用油脂收入量价增速拆分 (%)	15
图 15: 淡奶油收入量价增速拆分 (%)	15
图 16: 进口品收入量价增速拆分 (%)	15
图 17: 2016-2021 各渠道营业收入 (亿元)	16
图 18: 2021 年公司分渠道收入结构	16
图 19: 2017-2020 年公司客户数量增减情况	16
图 20: 2017-2020 年公司各类型客户数量	16
图 21: 2020 年前十大直营客户销售金额及营收占比	17
图 22: 2020 年前十大经销商销售金额及营收占比	17
图 23: 合作客户的门市形象改造前后对比	18
图 24: 2017-2021 研发费用占比	19
图 25: 2017-2021 研发费用及增速	19
图 26: 公司油脂产能利用率情况	21
图 27: 公司冷冻面团业务产能利用率情况	21
图 28: 2017-2021 公司资产结构	22
图 29: 2017-2021 公司负债结构	23
图 30: 2017-2021 公司资产负债率	23
图 31: 2017-2021 公司经营活动产生的净现金流及净利润	24
图 32: 2017-2021 公司投资活动产生的现金流量 (单位: 百万元)	24
图 33: 2017-2021 公司筹资活动产生的现金流量 (单位: 百万元)	25
图 34: 公司主要类别产品毛利率	25
图 35: 2017-2021 公司期间费用情况 (单位: 百万元)	26
图 36: 2017-2021 公司毛利率、净利率和加权 ROE	26
表 1: 公司激励计划概览	8
表 2: 人造奶油、起酥油、黄油特性对比	8
表 3: 我国烘焙油脂行业竞争格局	10
表 4: 同行业公司的财务数据比较	11
表 5: 公司主要产品介绍	13

表 6: 公司研发机构设置	19
表 7: 公司 12 项发明专利具体情况 (截至 2020/12/31)	20
表 8: 募集资金投资项目	21
表 9: 收入拆分及关键假设	28
表 10: 期间费用率关键假设	28
表 11: 可比公司估值表	29

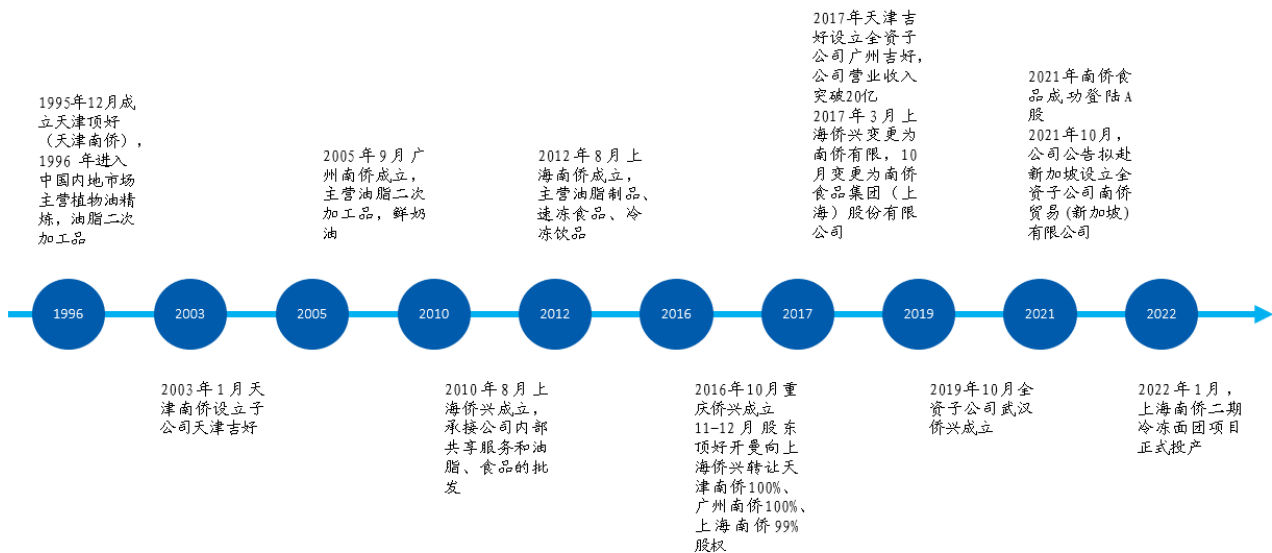
1. 源起台湾扎根大陆，成就国内烘焙油脂领域领先供应商

1.1. 专注发展烘焙油脂，历史悠久经验丰富

公司是国内领先的烘焙油脂生产商，深耕产业二十余年。南侨食品母公司顶好开曼（2017年12月更名为南侨开曼）成立于1996年6月，2010年8月出资200万美元设立南侨食品前身上海侨兴，总部设立于上海。2016年11月底，顶好开曼作为上海侨兴唯一股东，同意增加上海侨兴投资总额至7500万美元，注册资本增至2500万美元。2017年3月，上海侨兴更名“南侨食品集团”。

公司自1996年进入大陆，深耕中国市场20余年，开展烘焙油脂、冷冻面团等相关业务，目前共设立了天津、广州、上海三个工厂，公司产品按应用领域来分主要有烘焙应用油脂、淡奶油、馅料、冷冻面团、进口品五大系列，产品范围涵盖200多个品种，在全国共设立了18个客户服务中心，通过派遣烘焙技术顾问团队，从烘焙原料的选择到生产线的调整给予客户全方位的指导。凭借领先的技术优势、高端的产品品质、全方位的客户服务能力，开拓了遍及全国的客户网络及品牌美誉。

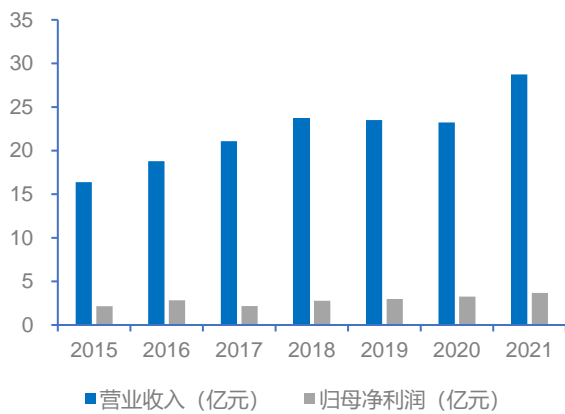
图 1：南侨食品公司历史复盘



数据来源：Wind，公司公告，东北证券

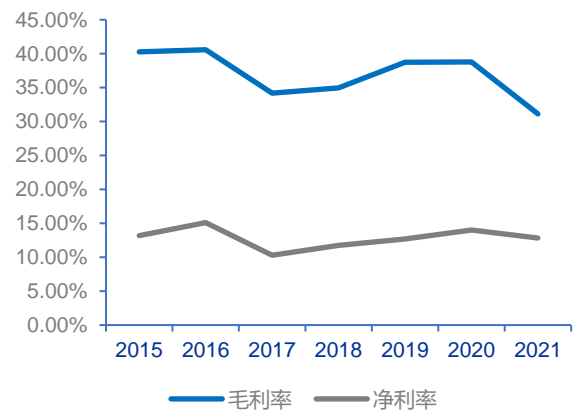
2021年收入迎来恢复性增长，盈利能力近年稳定。复盘公司2015年以来收入表现，我们看到2015-2018年，受益于饮食结构西化带动下游需求，以及公司稳步的市场拓展与渗透，公司核心业务烘焙应用油脂及淡奶油等均保持稳健增长；2019年，国际原料油市场价格下跌，同行竞争对手主动进行大幅度降价，而公司产品调价幅度相对较小。2018-2020年公司营收复合增速实现-0.9%，受疫情及外部环境冲击，收入规模稍有回落。2021年，公司核心业务烘焙应用油脂、淡奶油、进口品核心业务收入均有超过18%的增长，收入开始恢复增长。盈利能力上，原料业务受到上游原料油价格波动，导致公司毛利率波动较大，但公司调节能力较强，在成本下行期维持其价格策略，较少参与行业低价竞争，而在成本上行期通过直接提价、结构优化、期间费用优化等多措并举，保持盈利能力处于合理区间波动。2021年公司实现营收28.73亿元，同增23.7%；实现归母净利润3.68亿元，同增13.3%。

图 2：近年公司营收及归母净利润情况



数据来源：Wind，东北证券

图 3：近年公司毛利率、净利率水平

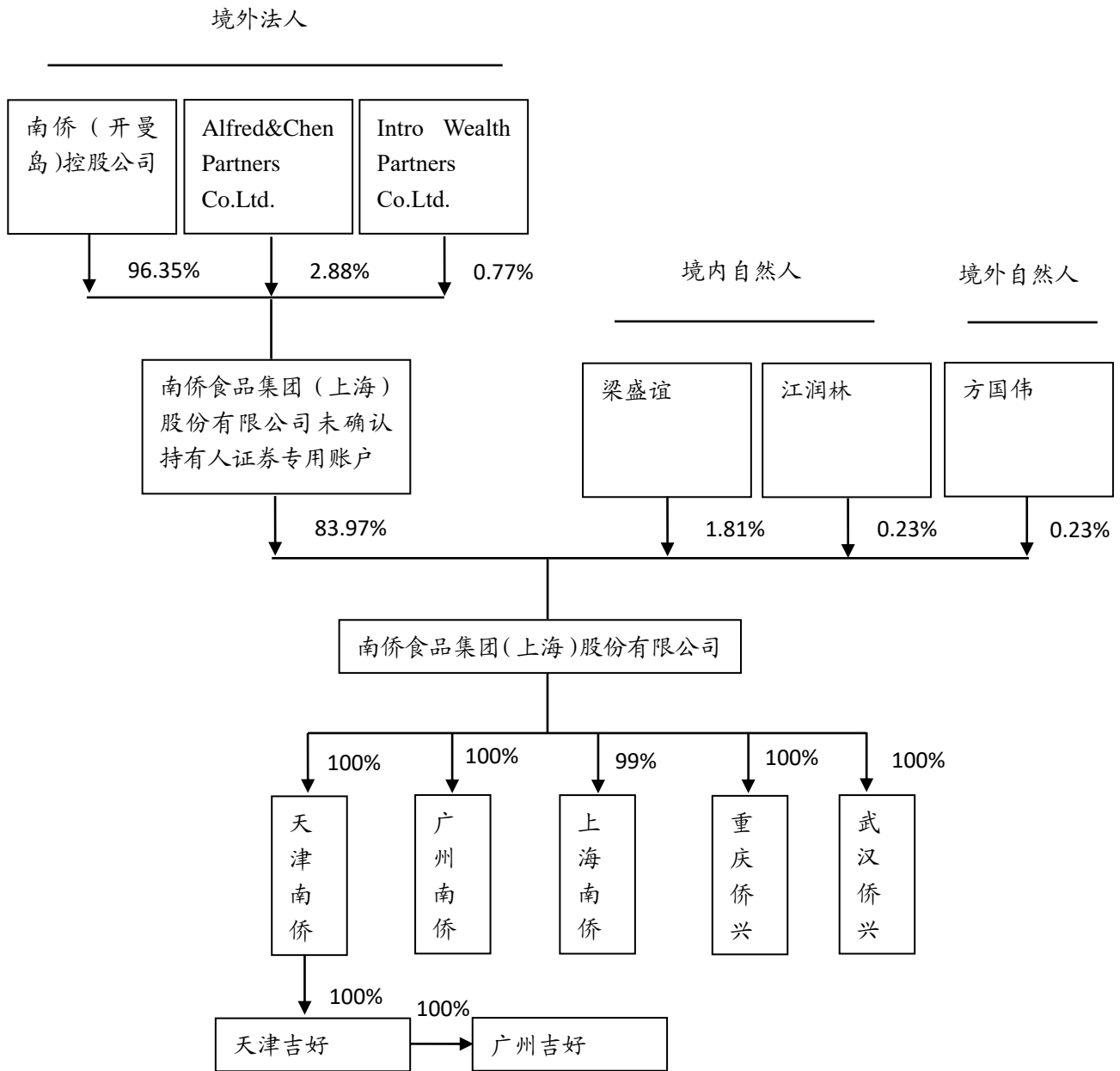


数据来源：Wind，东北证券

1.2. 公司台资背景且股权结构集中，经营管理市场化程度高

公司系家族企业，台资背景股权集中，管理市场化程度高。陈飞龙、陈飞鹏、陈正文、陈怡文为公司实际控制人，通过其控制的南侨（开曼岛）控股公司、Alfred & Chen Partners Co.Ltd.及上海其志商务咨询有限公司持有本公司 83.36%的股份。因此陈氏家族拥有对公司的绝对控制权，同时，在经营管理方面，公司通过市场化选聘业内优秀管理人才，致力于确保公司市场化经营。

图 4: 南侨食品股权结构 (截至 2021 年 12 月 31 日)



数据来源: 公司公告, 东北证券 (注: 由于股权登记材料准备周期较长, 南侨(开曼岛)控股公司、Alfred & Chen Partners Co. Ltd.、Intro-Wealth Partners Co. Ltd. 三家境外法人股东持有股份暂时登记于南侨食品集团(上海)股份有限公司未确认持有人证券专用账户, 合计 359,121,799 股)

公司上市后推出首个激励计划, 锚定三年收入目标, 并进一步绑定核心人才。公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案), 该激励动作为公司上市后的首次激励, 充分体现了公司进一步健全长效激励机制, 公司激励计划以 21-23 年收入增长为考核要求, 立足中期维度, 锚定未来三年收入的稳步成长, 同时实现了管理层、核心员工与公司的深度利益绑定, 有利于公司长远发展。此次激励计划授予 412.5 万股并预留 47 万股, 授予价格为 16.425 元, 激励对象为总经理林昌钰、副总经理周兰欣、董事会秘书及财务总监向书贤以及其他核心研发、技术与业务骨干员工(186 人), 激励人数超过公司员工总数 10%, 预计核心人员覆盖充分。业绩考核要求为以

2020 年营收为基数，2021-2023 年营收增长率目标值分别不低于 25%/45%/65%，触发值为目标值的 80%，若以目标值计算，对应 2020-2023 年收入 cagr 为 18%，较上市前收入表现显著提速。

表 1：公司激励计划概览

激励计划	发布时间	授予股份数量占比	获授人员	考核目标/解锁条件	解锁目标触发值
限制性股票激励计划	2021-10-16	1.08%	高管：林昌钰 0.02%、周兰欣 0.02%、向书贤 0.02% 以及其他核心研发、技术与业务骨干员工（186 人）0.91% 预留股份 0.11%	以 2020 年度营业收入为基数，2021-2023 年度营业收入增长率不低于 25%/45%/65% 计算对应 21-23 年收入同比增长分为 25%/16%/14%	年度目标值的 80%

数据来源：公司公告，东北证券（注：超过年度目标值的 80%但未达到 100%的情况，将按相应比例解锁）

2. 烘焙行业保持高景气，油脂原料需求稳健增长

2.1. 烘焙油脂为烘焙产业链上游环节，南侨具备相对领先优势

烘焙油脂在烘焙产品的原料中扮演较为重要的角色。烘焙油脂是烘焙食品最主要的生产原料之一，在烘焙产品中的地位举足轻重。烘焙油脂除少部分为液体或流体外，通常为一种软硬适中、可揉捏操作的半固体或固体。不同软硬度和操作性的油脂被应用于不同烘焙食品的制作中，呈现不同的特性和风味。目前我国市场上的烘焙油脂按属性可分为人造奶油、起酥油和黄油。其中，人造奶油也称为玛淇淋，目前我国市场上主要为油包水型，是常用的天然奶油替代品，价格较为低廉；起酥油中不含水分，用以加工糕点，可使其十分酥脆；黄油是牛奶加工而成的一种固态油脂，是一种品质健康、营养丰富的动物性油脂，具有极高的实用价值。

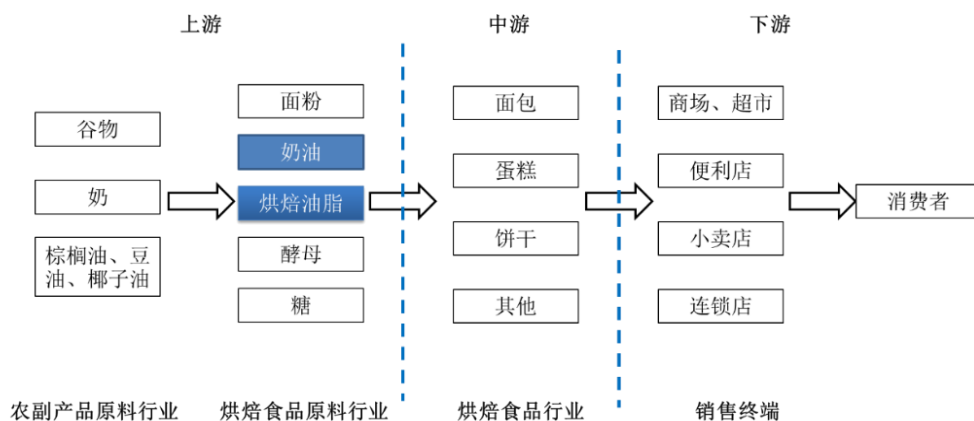
表 2：人造奶油、起酥油、黄油特性对比

	主要成分	功能特性
人造奶油	利用动、植物油脂依照天然奶油的特性进行冷冻捏合等操作制作而成，是一种常用的天然奶油替代品，价格较为低廉	家庭用人造奶油 保形性、延展性、口熔性、风味、营养价值 食品工业用人造奶油 可塑性、起酥性、酪化性、乳化性、吸水性、氧化稳定性
起酥油	精炼的动、植物油脂、氢化油或油脂的混合物，经急冷捏合或不经急冷捏合加工而成的具有可塑性、乳化性等特性功能的固体状或流体状油脂制品	可塑性、起酥性、酪化性、乳化性、吸水性、氧化稳定性、煎炸性
黄油	将牛奶中的稀奶油和脱脂乳分离后，使稀奶油成熟并经搅拌而成	水性强、乳化性好、营养价值高

数据来源：招股说明书，百度百科，东北证券

烘焙油脂作为烘焙食品原料行业，位于烘焙产业链的上游环节。公司上游主要为棕榈油、豆油、椰子油等油脂、奶、糖等农副产品原料，下游主要对应烘焙食品行业，即烘焙产业链的中游。公司的产品烘焙油脂、淡奶油，和面粉、糖类、酵母等其他烘焙食品原料一起，由烘焙食品企业进行烘焙加工，形成面包、蛋糕、饼干等烘焙成品或冷冻面团等半成品。烘焙产业链的下游则为各类销售终端及消费者。

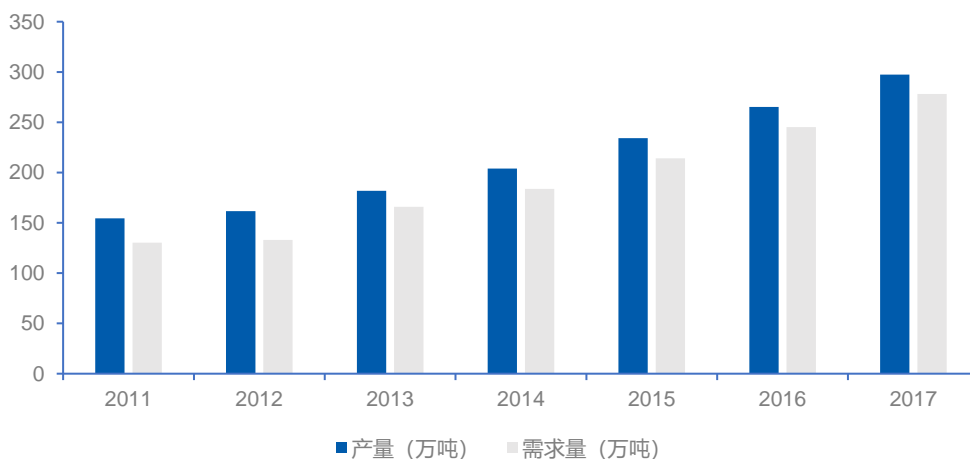
图 5：烘焙行业全产业链示意图



数据来源：招股说明书，东北证券

烘焙食品行业稳健发展，带动烘焙油脂供给稳步增长。中国烘焙市场产品种类不断丰富，传统的食品工业油脂已无法完全满足市场消费者对烘焙产品多样化的需求，进而为专业烘焙油脂容量的扩张提供了发展空间。2011年至2017年，我国烘焙油脂产量由154.4万吨增长至297.4万吨，年复合增长率为11.54%；烘焙油脂需求量由130.2万吨上升至278.2万吨，年复合增长率为13.49%。

图 6：2011-2017 年我国烘焙油脂产量及需求量



数据来源：《烘焙油脂行业市场专项调研及投资方向研究报告（2017）》智研咨询，招股说明书，东北证券

我国烘焙油脂仍在起步阶段，行业格局相对分散，品牌化、规模化的竞争态势开始凸显，整体上仍有较大的发展空间。由于我国的烘焙油脂市场起步较晚，现仍在早期发展阶段，其中，人造奶油和起酥油主要以国产为主，形成了数个企业分割主要市场份额，市占率排名靠前的有南侨食品、金龙鱼、不二、统清等，而黄油主要依赖进口，最早进入中国市场的安佳拥有很高的市占率。随着烘焙油脂行业的快速发

展，越来越多企业的争相加入，国内烘焙油脂企业逐渐呈现出品牌化、规模化的竞争趋势，同时，一些新的外资企业开始挤进中国市场，尝试在中国市场寻找发展机会。目前烘焙油脂品种还不是很齐全，国内快速发展的食品工业对该类产品也不断提出多样化或个性化的要求，因此烘焙油脂市场整体上仍有较大的发展空间。

表 3：我国烘焙油脂行业竞争格局

企业（品牌）名称	类型	类型
新西兰安佳	国外品牌	以高端烘焙店、咖啡店、酒店、西餐厅等为目标客户，主要提供天然奶油和黄油等
法国总统		
广州培乐道	国内专业烘焙油脂 供应商	是一家国际性的专业集团公司，提供种类繁多、花样出新的面包、糕点和巧克力原料及创新应用
海融科技		自成立以来一直以植脂奶油、巧克力、果酱等烘焙食品原料的研发、生产、销售为主营业务，其中，植脂奶油系列产品为公司的主要产品
南侨食品		历史悠久，定位于较高端烘焙油脂市场，主要提供种类丰富的高品质专业烘焙油脂相关产品以及优质的顾问式增值服务
维益食品		重资打造了亚太区研发中心，不断研发各种符合市场需求的创新产品
南海油脂		企业本身生产油脂原料，在规模型食品工业客户中具有一定价格优势，烘焙油脂种类较少
嘉吉粮油		代可可脂、起酥油等产品专业生产加工的公司，拥有完整、科学的质量管理体系
中粮东海粮油		全球最大的综合粮油食品加工基地之一
不二制油	国内大型食品工业 油脂供应商	历史悠久，拥有丰富的全品类产品，不二集团在全球均有分布，向客户提供优质解决方案
张家港统清		历史悠久，以多元化的烘焙油脂产品经营为主轴，与众多知名企业建立长期稳定的客户关系
国内小型油脂厂商	国内小型油脂厂商	生产工艺简单的低端产品，市场占有率较低

数据来源：公司官网，东北证券

南侨食品在细分市场中具有较强的竞争优势。从同业对比数据来看，南侨食品资产规模是伽力森和海融科技的 2 倍以上，销售规模的 3 倍以上，盈利规模的 2 倍以上，规模明显领先竞争对手，毛利率处于两者之间。若根据智研咨询和新思界产业研究中心测算的行业油脂产量，在 2017 年的烘焙油脂产量约占烘焙油脂市场总产量的 3.4%。公司经营烘焙油脂逾 20 年，经验丰富，在细分市场中具有较强的竞争优势。

表 4: 同行业公司的财务数据比较

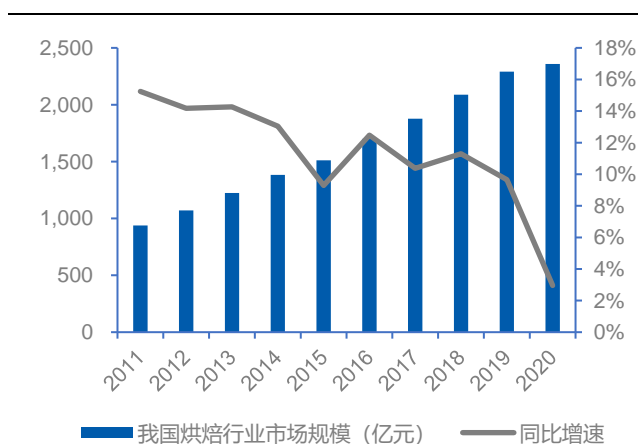
公司名称	营业范围	资产总额 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率
南侨食品	烘焙应用油脂、淡奶油、进口品、冷冻面团、馅料	41.20	28.73	3.68	31.12%
伽力森	黄油制品、牛油制品、主食等	3.28	3.27	0.35	28.94%
海融科技	植脂奶油、果酱、巧克力产品等	15.22	7.90	1.46	45.75%

数据来源: 招股说明书, 东北证券, 注: 南侨食品选取 2021 年报数据, 海融科技营收、净利润选取 Wind 2021 年一致预期, 资产总额、毛利率选取 2021 年 Q1-Q3 数据; 由于伽力森已终止新三板挂牌并终止信息披露, 故该公司选取 2017 年财务数据展示。

2.2. 下游烘焙行业需求高景气, 人均消费提升仍大有空间

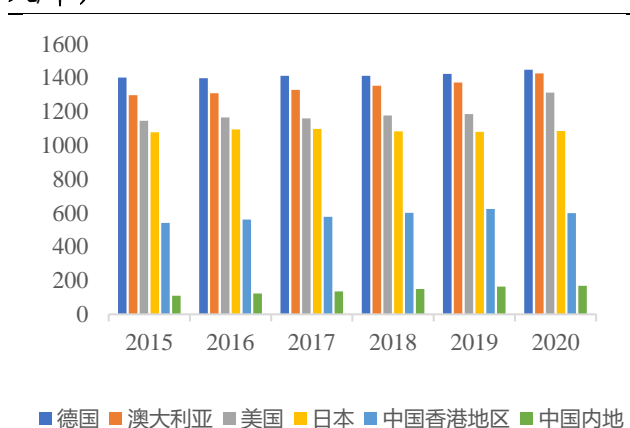
我国内地的烘焙行业起步较晚, 仍为快速成长的蓝海赛道。根据 Euromonitor 数据显示, 中国内地烘焙行业市场规模从 2011 年的 938.06 亿增长至 2020 年的 2358.19 亿, 过去 10 年的 CAGR 达 10.79%, 复合增速在食品领域中保持领先。但横向对比来看, 中国内地的人均烘焙食品的消费额仍然处于较低水平, 2020 年中国内地人均消费额仅 168.4 元, 远低于其他发达国家及地区, 德国、澳大利亚、美国、日本、中国香港地区人均消费额分别为中国内地的 8.6 倍、8.5 倍、7.8 倍、6.4 倍及 3.6 倍。由于日本烘焙行业起步较早, 人均消费额高于其他亚洲国家, 若对标饮食习惯较为相似的中国香港地区, 中国内地烘焙人均消费额至少还有 3 倍以上增长空间。伴随居民收入水平提升、消费习惯改变, 下游需求提升空间巨大。烘焙油脂行业作为烘焙食品的直接原料, 两者景气度关联度较高, 近年来伴随着下游烘焙行业的快速发展, 上游烘焙油脂行业需求和产量也随之呈现稳健增长的态势。

图 7: 我国烘焙行业市场规模及增速



数据来源: Euromonitor, 东北证券

图 8: 各国家或地区人均烘焙行业消费额对比 (元/人/年)

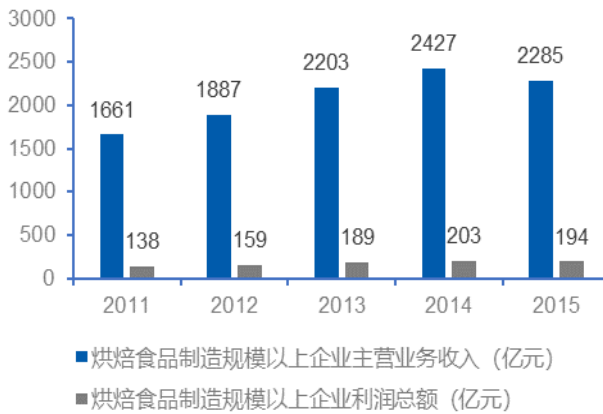


数据来源: Euromonitor, 东北证券

根据 Wind 数据显示, 2006 年 12 月我国焙烤食品制造规模以上企业主营业务收入为 450 亿元, 2015 年 10 月达到了 2285 亿元; 2006 年 12 月焙烤食品制造规模以上企业利润总额为 26 亿元, 2015 年 10 月达到 194 亿元, 行业处于快速成长期。

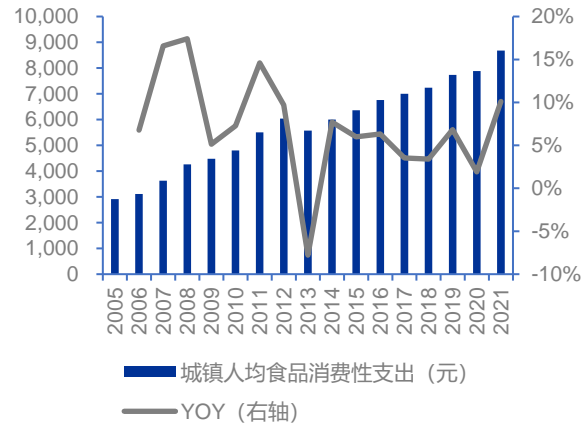
烘焙食品具有快速便捷的消费特点，现已成为不少年轻消费者的早餐首选，同时还有部分消费者逐渐养成饭后吃甜点或下午茶的习惯，烘焙食品消费场景由节日性转向日常性，消费频次有望进一步提高。因此随着国民经济的快速发展，烘焙食品行业市场空间巨大，且三四线城市的烘焙产品消费水平尚远低于北京、上海等一线城市，市场目前正处于高速发展期，为上游烘焙油脂生产企业的带来了广阔的市场空间。

图 9：焙烤食品制造规模以上企业收入和利润表现



数据来源：Wind，招股说明书，东北证券（注：2015 年数据为 1-10 月份数据，之后国家统计局不再披露上述数据）

图 10：我国城镇人均食品消费性支出不断增加



数据来源：国家统计局，东北证券

3. 产品布局全面，渠道优势突出，研发基础雄厚构建公司核心

竞争优势

3.1. 产品布局全面，充分覆盖下游需求

产品结构丰富，满足下游客户多元化需求。公司通过不断地研发创新，根据品牌定位及市场趋势，结合下游终端消费群体的购买喜好和年节等因素，设计新品和配方，在烘焙食用油脂领域推出多样产品，以适用于多种烘焙产品。如“侨艺 800 淡奶油”，应用于蛋糕裱花和蛋挞内馅或与其他烘焙馅料混搭，入口即化，口感绵滑细腻。公司生产的南侨经典系列、王牌系列与欧仕、澳仕系列烘焙油脂，可用于面团搅拌、曲奇制作、丹麦起酥类等多种烘焙品，由于其优越的操作性、延展性和留香性，使公司一系列产品在中国烘焙原料市场上受到众多厂家的青睐。引进“加得兰黄油、富比威黄油”，满足客户乳脂升级的需求；研发多种冷冻面团品类，解决日益紧张的用工需求。针对今年茶饮+烘焙模式的崛起，公司推出霜享 Joy Q 用于饮品的奶盖，为客户茶饮产品增加价值。随着国潮中式点心崛起，下游应用场景及产品趋于多样化，上游企业同时迎来机遇。消费多元化使烘焙市场正在改变。公司不再局限于原有传统饼店的客户群体，便利店、新式茶饮、会员制商超成为公司近年客户增量。

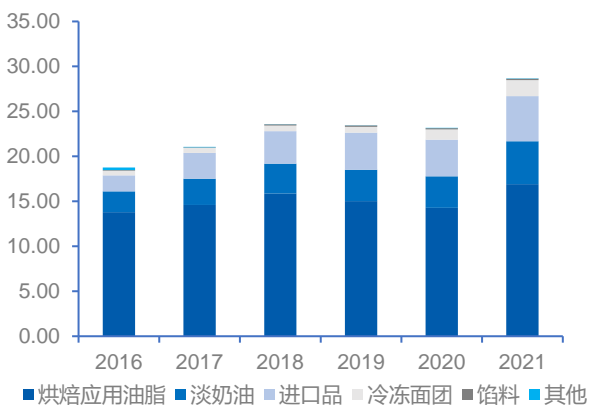
表 5: 公司主要产品介绍

	产品	包装	产品	包装	产品	包装
南侨经典系列	南侨酥油		南侨丹麦面包专用油		南侨甜片油	
南侨维佳系列	南侨维佳烤焙奶油		南侨维佳丹麦奶油		南侨维佳夹心奶油	
南侨澳仕系列	南侨澳仕奶油		南侨澳仕特级奶油		南侨澳仕乳脂烤培油	
南侨欧仕系列	南侨欧仕发酵奶油		南侨欧仕发酵丹麦奶油		南侨欧仕奶油	
王牌系列	王牌酥片玛琪琳		王牌高级玛琪琳		玉峰牌高级雪白乳化油	
淡奶油系列	侨艺 800 淡奶油		侨艺淡奶油-蛋糕专用		霜享 Joy Q	
焙可芯	番茄罗勒		海盐黑巧克力		焦糖牛乳	
焙可诗	北海道牛乳		醇厚臻拿铁		法式布蕾	
冷冻面团	菠萝系列		美点系列		丹麦吐司系列	
	丹麦系列		可颂系列			
基础面团系列	丹麦片		丹麦香颂条		起酥片	
米勒稀奶油系列	蓝米勒稀奶油		红米勒稀奶油		紫米勒稀奶油	
进口黄油系列	嘉瑞吉黄油 (片状)		富比威黄油		加得兰黄油	

数据来源：公司公告，东北证券

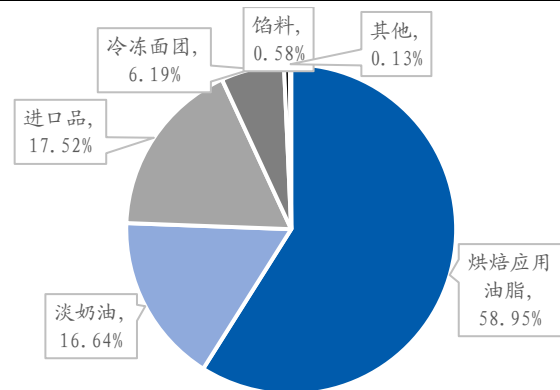
烘焙油脂贡献过半收入来源，冷冻面团业务增量可观占比提升。公司主营产品主要包括烘焙应用油脂、进口品、淡奶油、冷冻面团及馅料等，其中烘焙应用油脂收入占比由 2016 年的 73.53% 下降至 2021 年的 58.95%；冷冻面团收入占比由 2016 年 2.13% 的上升至 2021 年的 6.19%；进口品收入占比由 2016 年的 9.51% 上升至 2021 年的 17.52%；淡奶油收入占比由 2016 年的 12.30% 上升至 2021 年的 16.64%。公司油脂业务铺路较广较深，结合渠道调研，南侨油脂业务定位于中高端，预计市场占有率约 30%。随着消费升级趋势，预计下游饼店结构会由“金字塔形”市场分布演进为“椭圆形”市场分布，即中低端产品有望不断结构升级，公司将受益于中高端市场扩容趋势，打开中长期成长空间。而冷冻面团业务更是具备突出成长潜力的烘焙子赛道，行业由导入期迈入成长期，现阶段为产能驱动型的增长，行业供给端（龙头借助资本产能扩张+产品驱动+渠道拓展）及需求端（单店盈利模式提升诉求强、商超加码烘焙区）共同驱动下，行业端总体出厂规模有望从目前 50 亿左右提升至中期 170 亿，5 年复合增速预计 30%+。

图 11: 2016-2021 各项业务营业收入 (亿元)



数据来源：公司公告，东北证券

图 12: 2021 年公司分产品收入结构

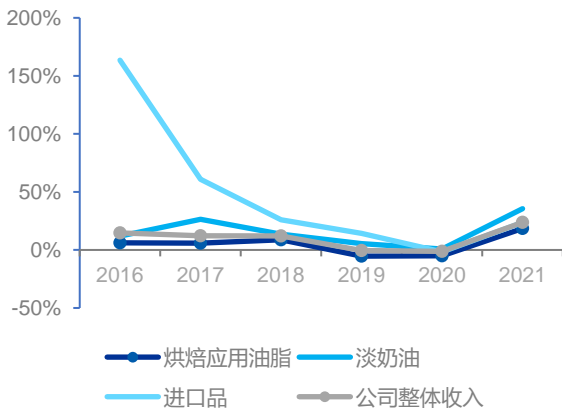


数据来源：公司年报，东北证券

核心业务单价总体平稳，匹配其优质高价的高端品牌定位，不过度参与行业价格战。

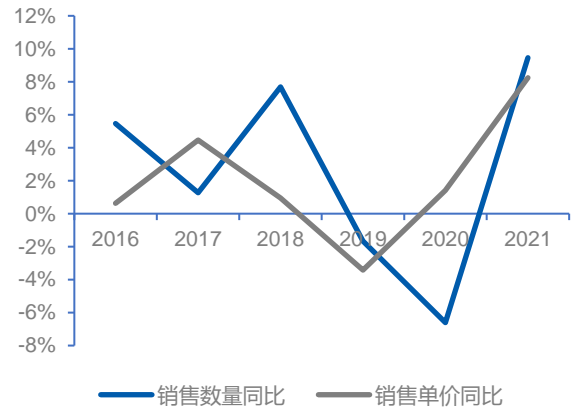
15-18 年，公司收入表现稳健，三年分别同比增长 14.6%、12.3%和 12.1%；19-20 年，受市场竞争格局、外部环境冲击下游需求，公司收入增速回落，同比增速分别实现 -0.5%、-1.2%；21 年收入复苏，同比增长 23.7%。分产品来看，21 年客户有所调整，烘焙应用油脂量价齐升，进入新的成长趋势，未来增速有望可持续；疫情常态化下，内循环消费持续增长，消费者习惯改变，烘焙食品市场规模不断扩大，带动淡奶油和冷冻面团销售额增加，报告期内增速表现好于公司整体；进口品业务表现持平公司整体增速，预计将保持 20% 左右的增长。公司的进口品以境外进口的乳制品动物性油脂为主，其成本相对较高，伴随我国的消费升级趋势，其产品品质及市场认可度逐步凸显，越来越多店使用更好的原材料，增速有望保持。量价拆分来看，尽管受原料棕榈油价格波动影响，但公司依然表现出较强的定价能力，17-21 年，除馅料业务外，其余各业务单价均有所提升，并一定程度平抑了成本上涨影响。

图 12: 公司核心业务及整体收入增速 (%)



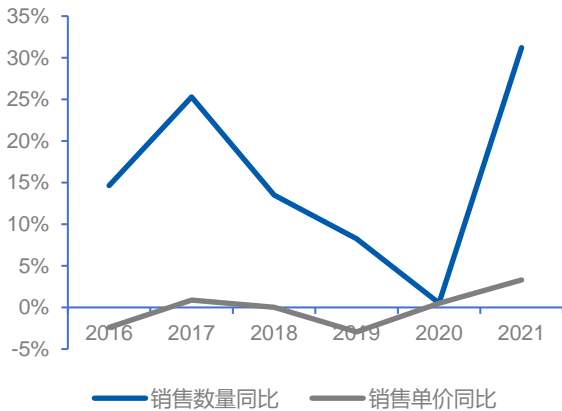
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 13: 烘焙应用油脂收入量价增速拆分 (%)



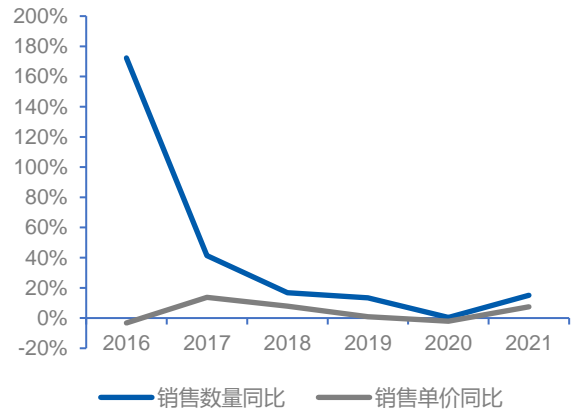
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 15: 淡奶油收入量价增速拆分 (%)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 16: 进口品收入量价增速拆分 (%)

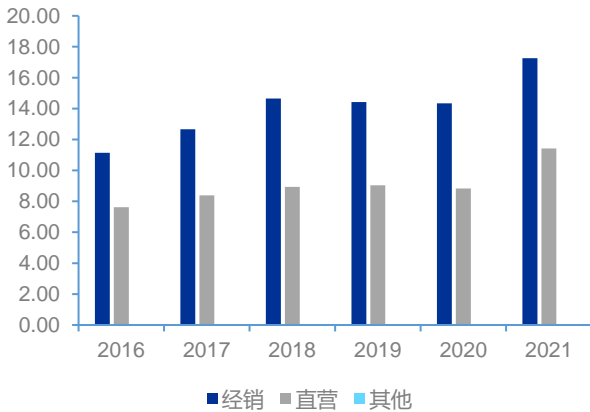


数据来源: 公司公告, 东北证券

3.2. 多渠道协同销售, 顾问式服务提升客户粘性

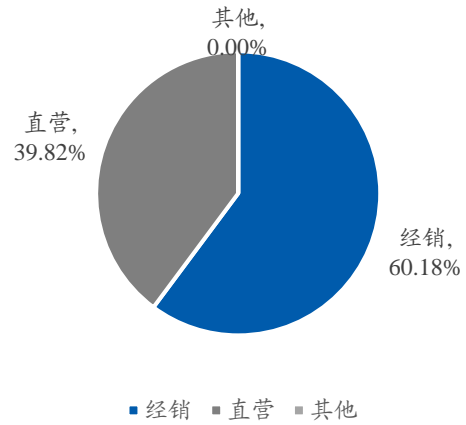
公司采取直营与经销相结合的销售模式, 结构较为稳定。2016-2021 年, 公司经销模式销售收入占比持续稳定在 60%左右, 贡献公司过半收入来源。公司终端客户高度分散, 且规模差距较大, 考虑到冷链运输储存等因素, 由公司直接对接难度和成本较高, 故对于部分集中度偏低规模较小的终端客户公司采取经销商模式予以覆盖。而对于生产经营规模较大的加工企业, 其每年度的采购金额较大且较为稳定, 公司则采用直销模式, 由公司统一提供配送服务并进行相关管理。

图 17: 2016-2021 各渠道营业收入 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东北证券

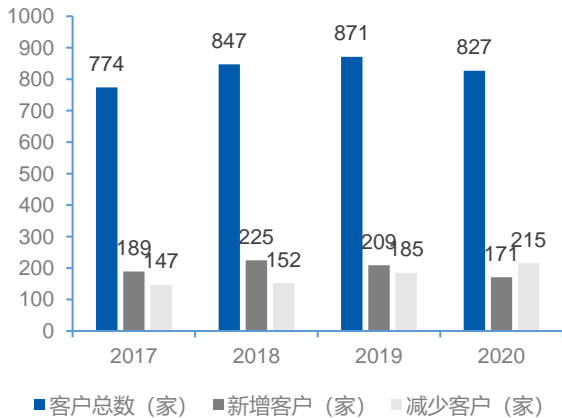
图 18: 2021 年公司分渠道收入结构



数据来源: 公司年报, 东北证券

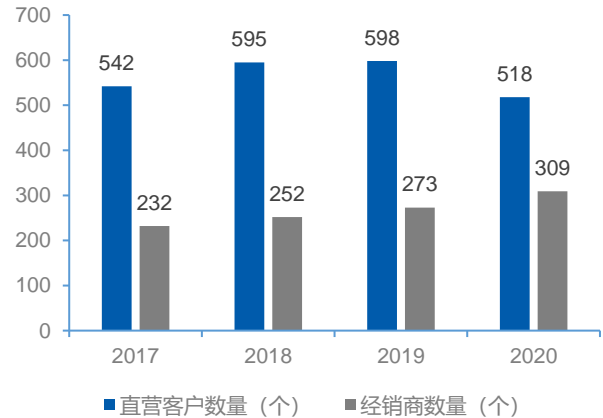
合作知名烘焙品牌, 大客户合作年限较长关系稳定。截至 2020 年, 公司直营及经销客户共拥有 827 家, 其中, 直营客户 518 家, 经销商客户 309 家。17-19 年, 伴随公司市场拓展及渗透, 公司年直营客户数量稳中有升, 均在 500 家以上, 经销商客户数量同样逐年抬升, 均在 200 家以上。2020 受新冠疫情冲击, 公司直营客户数量小幅减少, 导致公司总体客户数量有所下滑。具体来看, 公司分别于与国内知名烘焙食品企业及地区领先的烘焙食品原料经销商开展合作, 过去三年期间, 公司前十大直营及经销商客户基本稳定, 绝大多数合作时间保持五年以上, 稳定的合作关系奠定公司实现了平稳发展。

图 19: 2017-2020 年公司客户数量增减情况



数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 20: 2017-2020 年公司各类型客户数量

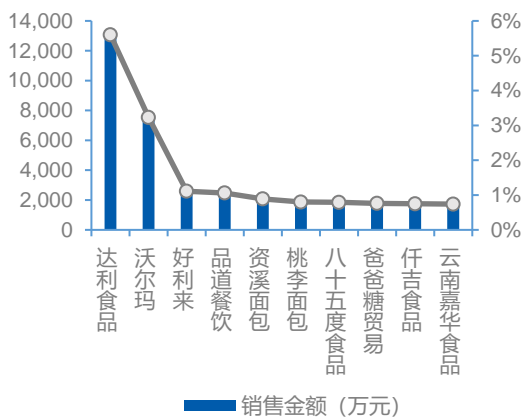


数据来源: 招股说明书, 东北证券

顺应行业趋势, 公司积极把握商超、电商等新兴渠道增长机会。从行业趋势来看, 商超烘焙区近两年异军突起, 商超自身为应对人流下滑谋求模式创新, 以现烤面包进行气味营销、试吃引流、产品突破, 以沃尔玛及旗下山姆会员店、盒马为代表的头部商超, 强化对烘焙区的重视程度及出品品质, 实现了爆品的成功打造, 消费者良好的反馈及代购热潮带来正反馈效应。商超烘焙区迅速崛起的本质原因在于供给端革新, 为消费者提供了物美价廉的烘焙产品。以山姆会员店(沃尔玛旗下)为代表的优秀渠道商合作中游冷冻面团供给商共同研发推出了极具性价比且口感优质的产品, 广受消费者好评, 实现引流和复购。根据招股书, 2020 年沃尔玛客户销售金额 7505 万元, 为公司第二大客户, 同时结合渠道调研, 公司已与山姆、盒马等头

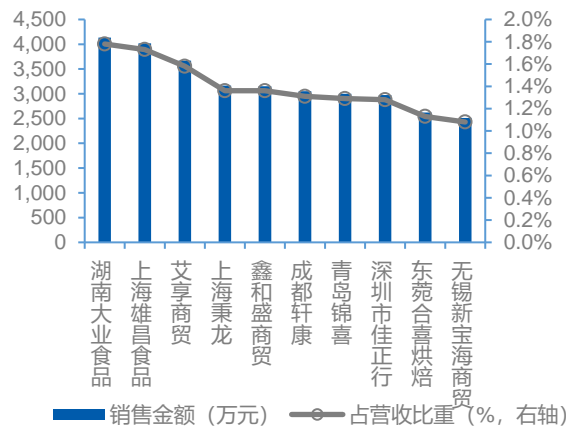
部会员制商超展开合作，随着冷冻面团产能进一步释放，叠加公司研发能力、品质优势及产品稳定性，预计公司在商超渠道的渗透率有望进一步提升。此外，2022年1月公司正式在天猫开设南侨食品旗舰店，公司积极拓展零售端增量业务，并通过培育C端提升品牌势能。

图 21: 2020 年前十大直营客户销售金额及营收占比



数据来源：招股说明书，东北证券

图 22: 2020 年前十大经销商销售金额及营收占比



数据来源：招股说明书，东北证券

全方位顾问式服务提升客户粘性。公司为烘焙行业下游规模较大的客户提供全方位服务，包含技术指导、营销策略与形象经营等。例如：客户进行手工生产向自动化生产转型时，公司派遣专业技术团队进行协助，从原料油脂的选用操作，到自动化生产线的设置调整，配方调整的建议，进行全方位的指导。在营销与形象管理的方面，公司提供专业的市场人才进行辅导，如对合作客户的门市形象如何改造进行辅导、提供建议等。

图 23: 合作客户的门市形象改造前后对比

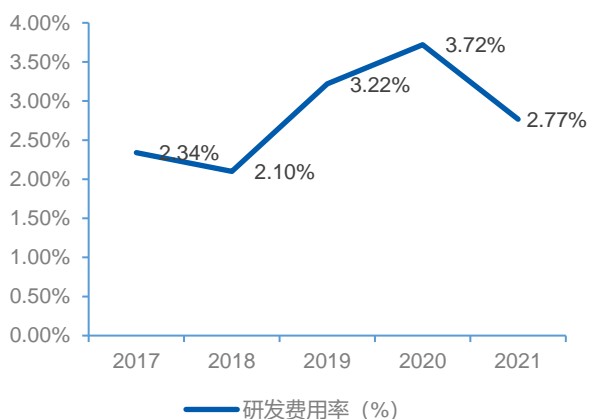


数据来源：招股说明书，东北证券

3.3. 研发水平国内领先，掌握多项核心技术

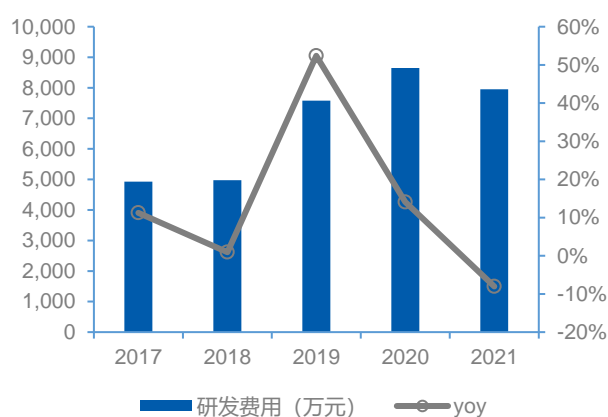
公司历来一直较为重视自身研发及创新能力的提高，烘焙作为舶来品，加之品类繁复，流行趋势多变，行业研发能力至关重要，而公司作为烘焙饼店等下游业态必要原材料的供应商，十分注重研发硬实力的积累，一方面，通过研发驱动产品迭代升级，以高产品品牌赢得品牌溢价，另一方面，公司立足长远，通过研发技术输出，实现对下游客户的赋能，从而提升产品附加值。21 年公司研发费用率为 2.77%，高于其他食品类销售公司，17-21 年公司研发费用由 4928 万元提升至 7951 万元，公司研发费用保持稳定增长，助力公司产品品质及市场竞争力持续提升，更好匹配行业的发展趋势。2019 年，公司新设上海南侨研发团队，并进行多项研发项目的开展及研发试车，因此当年公司研发费用投入整体有所上升。

图 24: 2017-2021 研发费用占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 25: 2017-2021 研发费用及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

公司总部设有研发部, 同时, 上海南侨、天津南侨、广州南侨、天津吉好、广州吉好分别设有研发中心, 并且在油脂研发部中还进一步分设基础研发组和应用研发组, 从理论研究及客户和消费者洞察两个层面出发, 前瞻性地开发有市场前景和有竞争力的创新产品。公司曾多次参加全国糖果和巧克力标准化技术委员会、全国粮油标准化技术委员会、油料及油脂技术工作组、大陆商业联合会。公司研发部主管, 曾参与起草《饼店等级划分和评定》国家标准草案和植脂奶油行业标准, 技术研发、专业水平上, 始终走在行业最前沿。

表 6: 公司研发机构设置

地点	研发中心	面积 (平方米)	研发中心功能
天津南侨	油脂和冷冻面团	1000	油脂应用试验和辅料开发实验
天津吉好	淡奶油	250	可独立进行产品开发, 完成从原料验证, 工艺改进, 配方优化, 应用测试等各环节的开发活动
广州南侨	油脂	300	研发、小试、中试、大试、产品产业化及规模化一条龙体系中产品进一步完善
广州吉好	淡奶油	650	包含理化实验室、微生物实验室、小型加工机实验室、样品室等
上海南侨	油脂	1000	精密仪器室、理化实验室、烘焙实验室及研发独立办公室会议室等

数据来源: 招股说明书, 东北证券

研发实力雄厚, 个性化开发定制能力强。公司注重研发能力的积累, 自 1996 年来, 大量引进资深技术人才, 并积极培养当地员工, 至今已有多位年资超过 15 年的资深员工, 覆盖从管理到技术多个岗位, 使公司技术研发团队水平处于市场前沿, 不断创新开发高端油脂新产品。由于各地的季节、温度、湿度及客户的生产模式、生产环境对烘焙油脂的不同要求, 加之不同地区在饮食上多年形成的风味、偏好, 因此公司因地制宜, 结合产品差异化需求, 同时进行个性化开发定制及新品推广, 并为公司不断地研发创新积累了大量的数据、资料。截至 2021 年 12 月 31 日, 公司获得授权的专利共计 99 项, 其中 15 项为发明专利, 83 项为实用新型, 1 项为外观设计。此外, 针对未来国内蓬勃发展的茶饮市场, 公司依托专业研发与精密设备, 积极开展品类创新, 开发符合客户需求、市场趋势的产品: 以既有的 Joy Q 霜享系列, 打造、延伸出含乳基底乳、奶油顶奶油、植物蛋白饮品和植物蛋白奶油新品, 同时针对其特点, 设计多款特色代言品, 配合整体推广活动, 打造茶饮市场网红爆款。

表 7: 公司 12 项发明专利具体情况 (截至 2020/12/31)

专利权人	专利类型	专利名称	申请日期	来源
广州南侨食品有限公司、 天津南侨食品有限公司	发明	一种酯化改性油脂的脱皂方法	2014.07.01	自主申请
广州南侨食品有限公司、 天津南侨食品有限公司	发明	一种低反式酸改性油脂组合物及其制备方法	2014.06.12	自主申请
广州南侨食品有限公司	发明	一种人体易吸收烘焙基料油及其制备方法	2016.01.08	自主申请
广州南侨食品有限公司	发明	一种奶香增强剂的制备方法	2012.06.06	自主申请
广州南侨食品有限公司、 天津南侨食品有限公司	发明	一种类牛油特性的低反式酸基料油及其制备方法	2016.01.08	自主申请
广州南侨食品有限公司	发明	酯交换反应程度的快速检测方法	2017.05.11	自主申请
广州南侨食品有限公司	发明	适用于自动化设备的高延展性烘焙油脂及其加工方法	2017.03.28	自主申请
天津南侨食品有限公司	发明	一种水包油型派用人造奶油及其制备方法	2016.02.01	自主申请
天津南侨食品有限公司	发明	一种条状奶油的低反式脂肪酸油脂组合物	2016.02.01	自主申请
天津南侨食品有限公司	发明	一种无氢化油非月桂酸代可可脂组合物	2016.02.01	自主申请
天津南侨食品有限公司	发明	一种中种华夫饼冷冻面团及其制作方法	2016.07.20	自主申请
天津南侨食品有限公司	发明	一种丹麦菠萝冷冻面团及其制作方法与应用	2016.07.20	自主申请

数据来源: 招股说明书, 东北证券

4. 上市募资加快产能建设, 产能瓶颈有望缓解

公司公开发行的股票所募集资金在扣除发行费用后将用于投资 1) 扩产建设及技改、2) 冷链仓储系统升级改造、3) 研发中心升级改造、4) 客户服务中心与信息化系统建设及升级等四个项目。其中, 前三个项目均分别由上海南侨、天津南侨和广州南侨三个子公司实施, 扩产建设及技改项目合计投资额为 7.23 亿元, 占计划总投资额的 64%, 冷链仓储系统升级改造项目合计投资额为 1.30 亿元, 占计划总投资额的 12%, 研发中心升级改造项目合计投资额为 0.65 亿元, 占计划总投资额的 6%。客户服务中心与信息化系统建设及升级项目由发行人主体实施, 合计投资额 2.09 亿元, 占计划总投资额的 19%。

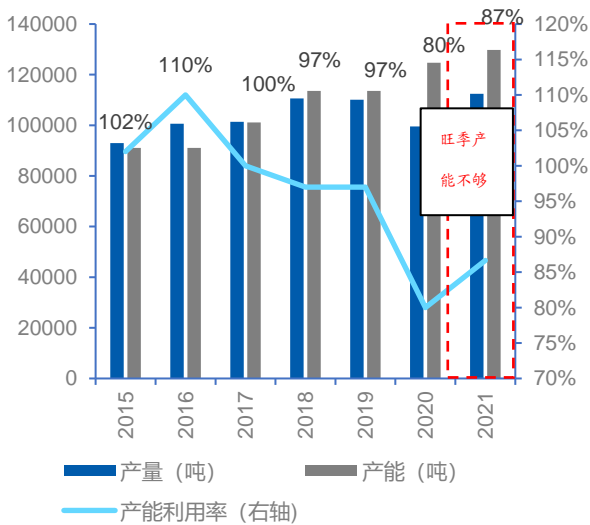
表 8: 募集资金投资项目

项目名称	项目实施主体	投资额 (万元)
扩产建设及技改项目	上海南侨	33751.7
	天津南侨	33891.9
	广州南侨	4606.9
小计		72250.5
冷链仓储系统升级改造项目	上海南侨	4800
	天津南侨	6530
	广州南侨	1630
小计		12960
研发中心升级改造项目	上海南侨	2010
	天津南侨	2695.6
	广州南侨	1765
小计		6470.6
客户服务中心与信息化系统建设及升级项目	发行人	20900
合计		112581.1

数据来源: 招股说明书, 东北证券

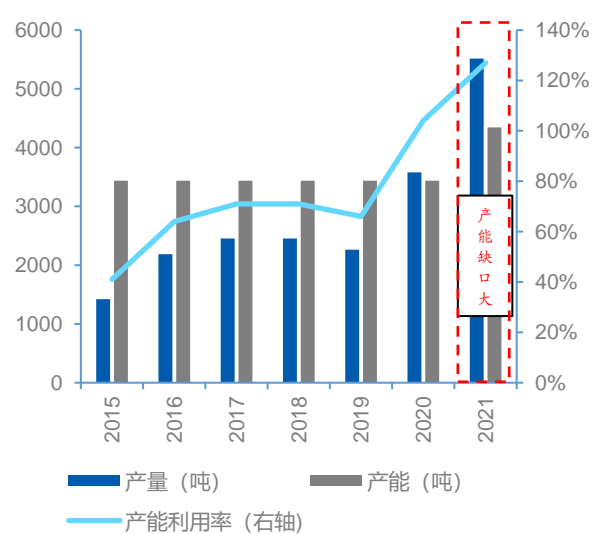
公司产能利用率接近饱和, 募集资金投资项目势在必行。受益于我国烘焙食品行业的快速发展和巨大潜力, 公司主营的烘焙油脂系列产品的市场需求旺盛、增速快、前景广阔。但公司目前的生产能力已不能满足市场快速发展的需要, 产能不足, 加上部分设备设施需进行自动化以及节能降耗方面的升级改造, 已限制了公司的业务发展。公司为了突破产能瓶颈、缓解热门产品, 尤其是冷冻面团供不应求的情况, 有序推进了各产线的升级和建设工作, 并在上海积极规划、建设冷冻面团生产线。2022年1月6日, 上海南侨二期冷冻面团项目正式投产, 上海厂成为继天津厂后的第二座冷冻面团生产基地。

图 26: 公司油脂产能利用率情况



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 27: 公司冷冻面团业务产能利用率情况



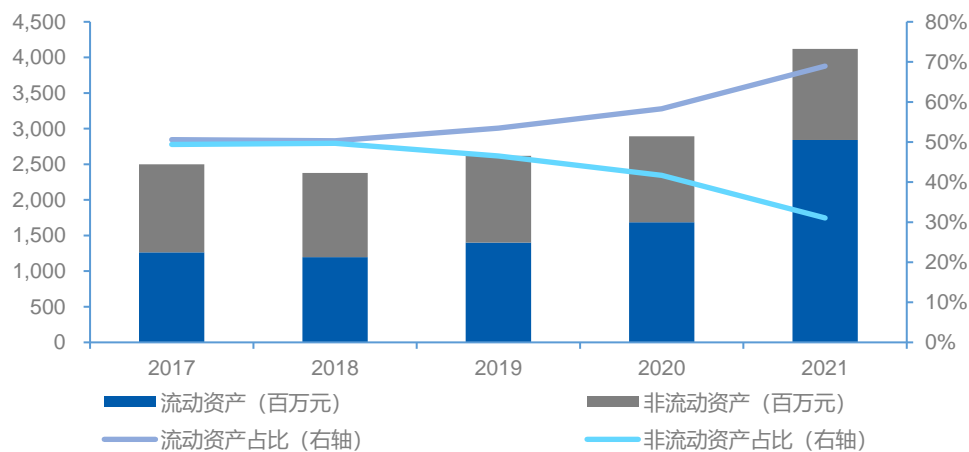
数据来源: 公司公告, 东北证券

5. 财务分析

5.1. 资产负债结构分析

公司近年来资产总规模呈稳健增长，资产结构相对均衡。截至 2017 年末、2018 年末、2019 年末、2020 年末和 2021 年末，公司总资产分别为 25.01 亿元、23.79 亿元、26.19 亿元、28.93 亿元和 41.20 亿元，公司资产规模整体总体呈增长趋势。其中流动资产占比分别为 50.59%、50.32%、53.47%、58.32%和 68.95%，非流动资产占比分别为 49.41%、49.68%、46.53%、41.68%和 31.05%。

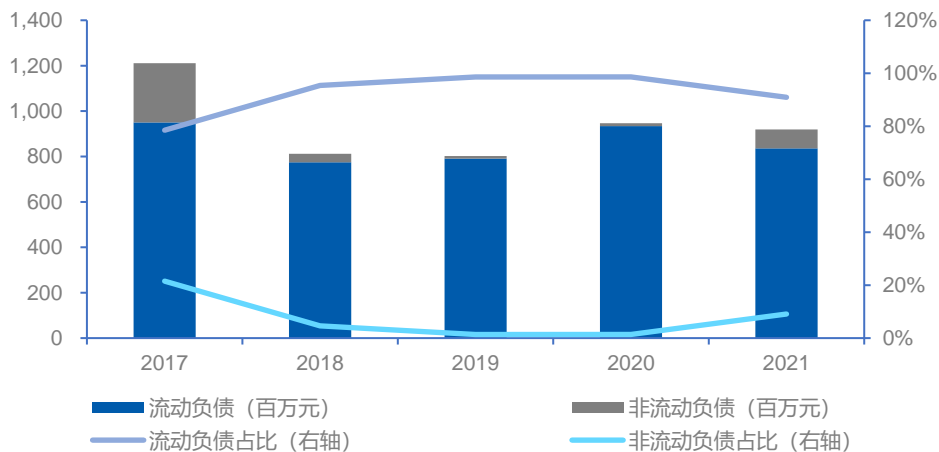
图 28：2017-2021 公司资产结构



数据来源：公司公告，东北证券

负债规模与业务发展趋势基本匹配。公司的负债主要由银行借款（含短期、长期借款）、应付账款、应付股利、其他应付款等构成。截至 2017 年末、2018 年末、2019 年末、2020 年末和 2021 年末，公司总负债分别为 12.11 亿元、8.12 亿元、8.02 亿元、9.47 亿元和 9.19 亿元，其中流动负债占比分别为 78.49%、95.39%、98.62%、98.63%和 90.90%，非流动负债占比分别为 21.51%、4.61%、1.38%、1.37%和 9.10%。公司负债中流动负债的占比较大，主要为短期借款、应付账款，预收款项占比较低，由于改建及新建工程项目对资金需求较大，导致公司生产经营上对短期借款的需求较大。2017 年末非流动负债占比上升，主要是由于上海南侨为了进行工厂建设新增大额长期借款。

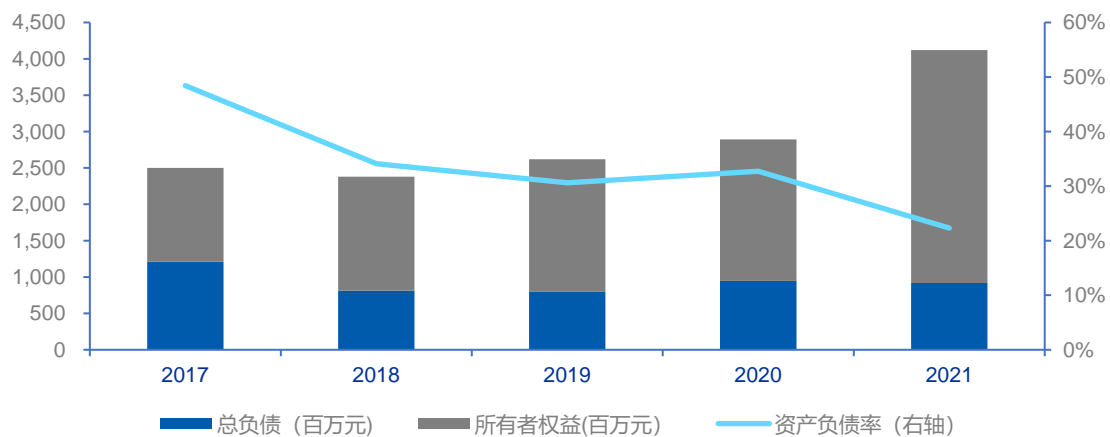
图 29: 2017-2021 公司负债结构



数据来源：公司公告，东北证券

负债率保持在 50% 以内，资产负债结构较为合理。2017-2021 年，公司资产负债率分别为 48.42%、34.11%、30.63%、32.72% 和 22.31%，始终保持在 50% 以下且整体呈下降趋势。与业务规模扩大紧密相关的货币资金、存货和固定资产增幅较大，财务状况良好。公司财务风险及经营风险均较低，公司资产负债率、流动比率、速动比率均处于正常水平，公司资产质量良好，运营效率较高。预计未来随着公司业务规模的不断扩大，特别是随着本次募集资金到位，公司总资产规模将实现较大幅度增长，募集资金投资项目的顺利实施将大大提高公司的经营规模和能力，届时公司固定资产规模将大幅度提高，流动资产包括货币资金等亦会大幅上升，资产结构有望得到优化，财务风险进一步降低。

图 30: 2017-2021 公司资产负债率

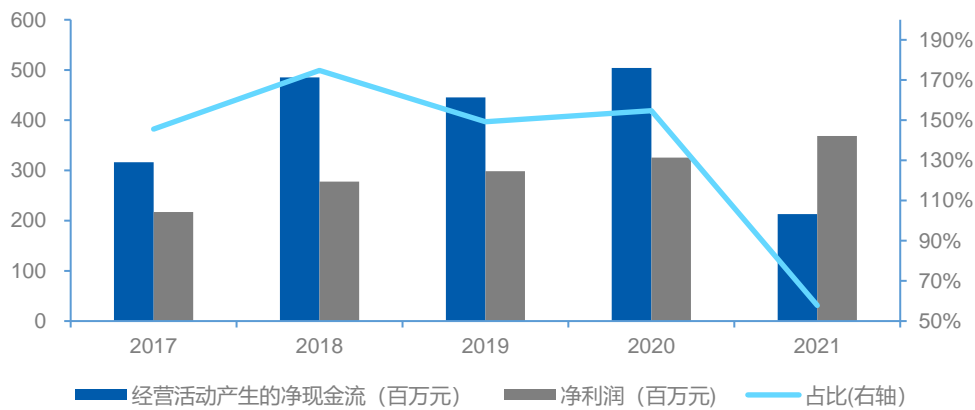


数据来源：公司公告，东北证券

5.2. 现金流量分析

销售回款改善带动公司现金流表现同步改善。公司 2017-2021 年经营活动产生的现金净流量分别为 3.16 亿元、4.85 亿元、4.45 亿元、5.04 亿元和 2.13 亿元，同期净利润分别为 2.17 亿元、2.78 亿元、2.98 亿元、3.26 亿元和 3.68 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额有一定程度的波动但与各年度盈利水平匹配。公司经营活动现金流状况良好，公司销售政策、采购政策、信用政策较为稳定，不存在通过向经销商压货等方式增加收入和利润的情形，不会对公司持续经营能力产生重大不利影响。

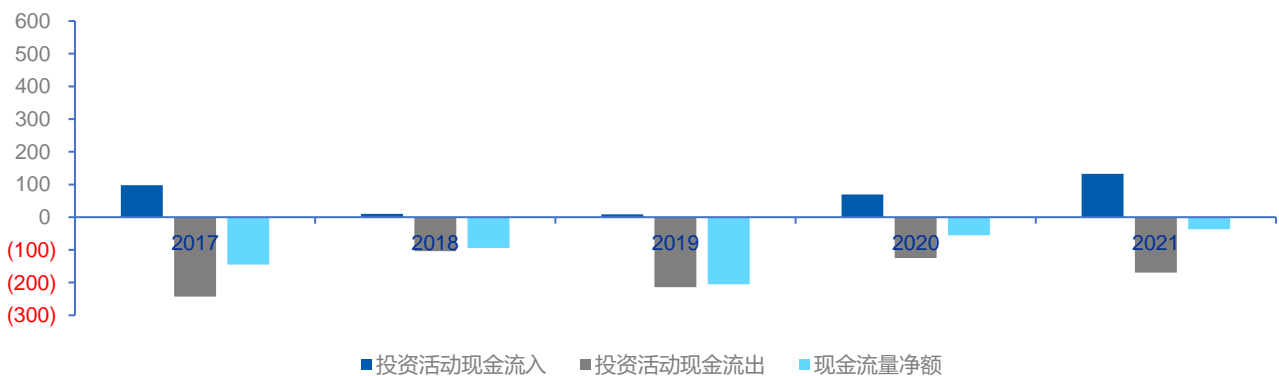
图 31: 2017-2021 公司经营活动产生的净现金流及净利润



数据来源: 公司公告, 东北证券

2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年度及 2021 年度, 公司投资活动现金流量净额分别为-1.45 亿元、-0.94 亿元、-2.05 亿元、-0.55 亿元和-0.37 亿元, 2021 年上海南侨购进冷冻面团设备, 导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加。投资活动现金流量净额较之前年度有所增加主因本期交易性金融资产于本期到期结算而收回投资所致。

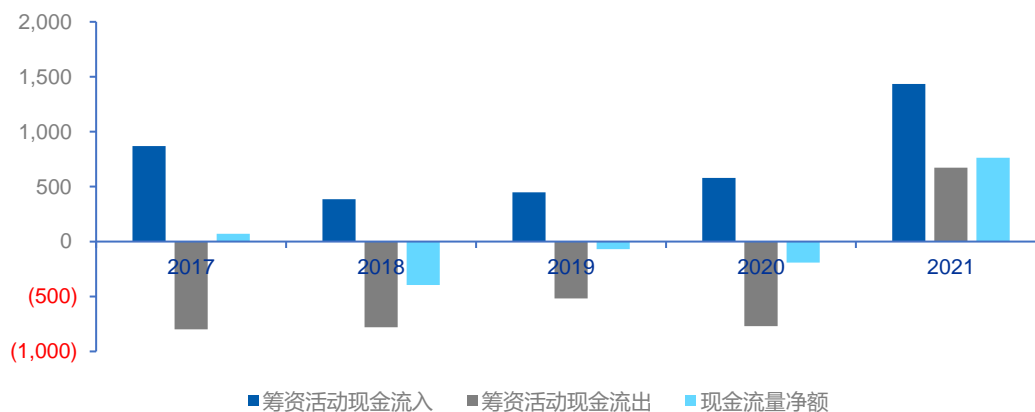
图 32: 2017-2021 公司投资活动产生的现金流量 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年度及 2021 年度, 公司筹资活动现金流量净额分别为 0.70 亿元、-3.95 亿元、-0.69 亿元、-1.91 亿元和 7.62 亿元。公司筹资活动产生的现金流入主要是取得银行借款收到的现金, 筹资活动产生的现金流出主要是偿还银行债务而形成的, 此外, 公司每年因分配利润或偿付股息、支付融资租赁利息等也会导致一定规模的现金流出。公司的筹资活动现金流变化幅度较大, 2017 年度因增资事项获得一定的现金流入, 2018 年度、2019 年度筹资活动产生的现金流量净额为负值, 主要因为随着银行借款合同的到期, 当年度取得借款的资金规模下降, 而同年偿还债务支付的现金规模上升所致。2021 年公司收到首发募集资金, 筹资活动使用的现金流量净额大幅增加。

图 33: 2017-2021 公司筹资活动产生的现金流量 (单位: 百万元)

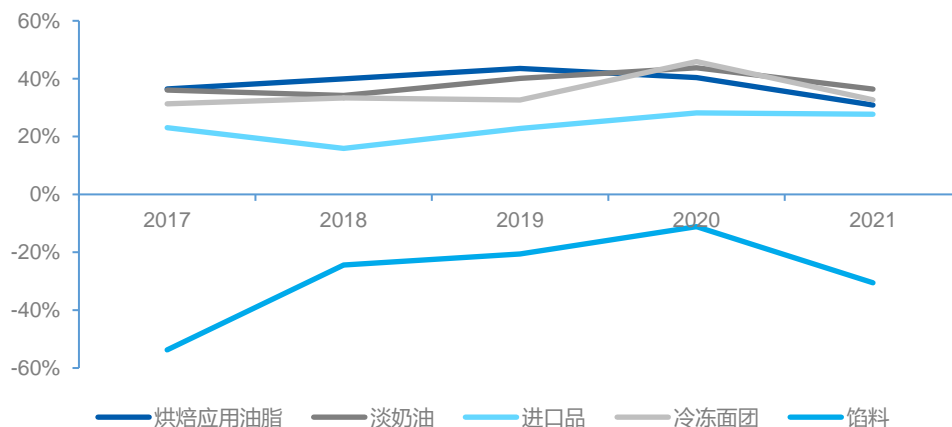


数据来源: 公司公告, 东北证券

5.3. 盈利能力分析

原材料成本波动致公司毛利率呈现波动。2017-2021 公司综合毛利率分别为 34.19%、34.97%、38.74%、38.78%和 31.12%，2019 年度，公司综合毛利率大幅提升，且除冷冻面团业务外，公司各产品毛利率均有不同程度提升，主因国际原油价格下降带来成本红利，而公司产品售价调整幅度小于成本下行幅度，带动毛利率显著抬升。2020 年度，因为公司主要原材料采购价格上行带动烘焙应用油脂毛利率略有下行，淡奶油、进口品、冷冻面团等其他产品毛利率稳中有升，公司整体毛利率较前一年相对平稳。2021 年毛利率，同比下降 7.66pct，主要是会计准则变更及原油成本大幅上行。

图 34: 公司主要类别产品毛利率



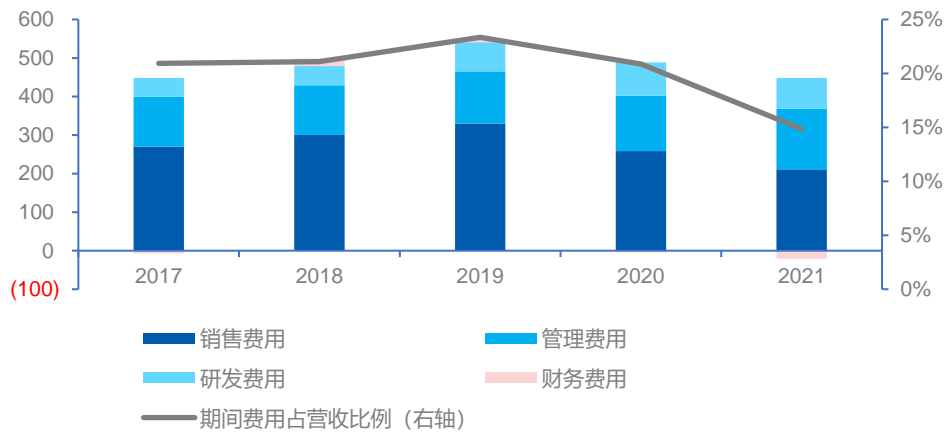
数据来源: 公司公告, 东北证券

19 年市场投入加大带动同期间费用率上行，其余年份期间费用占比相对平稳。

2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年度及 2021 年度，公司的期间费用合计分别为 4.41 亿元、4.99 亿元、5.49 亿元、4.85 亿元和 4.27 亿元，占营业收入比重分别为 20.93%、21.09%、23.35%、20.87%和 14.86%，总的来看，2019 年公司期间费用率抬升幅度较大，其余年份期间费用占比相对平稳。主因公司 19 年销售费用及研发费用投入加大，2019 年，公司主打加大市场投入，增建销售团队，并增加举办多场大型展会，致销售费用率显著提升，同年公司成立上海南侨研发团队，并进行多项

研发项目的开展及研发试车，致研发费用整体有所上升。财务费用呈现一定波动性，主要系公司部分采购、销售业务及银行借款采用外币支付的方式，汇率波动导致公司各年度产生的汇兑损益金额波动较大。

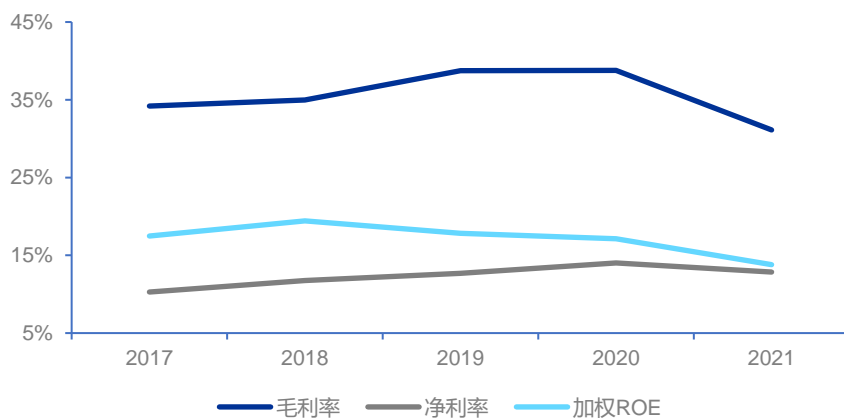
图 35：2017-2021 公司期间费用情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东北证券

公司 2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年度及 2021 年度的净利润分别为 2.17 亿元、2.77 亿元、2.98 亿元、3.26 亿元和 3.68 亿元，分别同比增长-22.76%、27.59%、7.54%、9.02%、13.27%。公司 2017 年度净利润的大幅下降除了受原料价格上涨、新增固定资产折旧增加、同期各项费用同比例上涨的影响之外，还受广州南侨所得税税率影响较大，2017 年度因高新技术企业证书续期过程中采用 25% 的税率计算当年度企业所得税，因此公司 2017 年度的所得税费用金额相对偏高。公司 2018 年度、2019 年度净利润的增长主要与公司当年销售收入的增长、毛利率水平的提升、管理费用的控制等多项因素密切相关，盈利能力持续优化。2017-2021 公司净利率分别为 10.28%、11.75%、12.69%、14.02%和 12.85%，2017-2021 公司加权 ROE 分别为 17.47%、19.43%、17.82%、17.14%和 13.80%，2020 年以前，毛利率提升趋势下，公司净利率水平整体呈上行趋势，2021 年受原料价格上涨影响，公司盈利能力有所下滑，带动 ROE 有所回落。

图 36：2017-2021 公司毛利率、净利率和加权 ROE



数据来源：公司公告，东北证券

6. 盈利预测及投资建议

收入关键假设：核心业务具体来看：1) **烘焙应用油脂：**21 年油脂业务在低基数下量价齐升，增长显著提速，但短期看，22Q1 疫情反复加剧，对公司生产端、物流及经销商市场开拓、配送环节、以及烘焙饼店等下游客户需求阶段性受阻，我们对下游烘焙的景气度仍保持乐观态度，且考虑提价效应红利延续，预计公司 2022-2024 年烘焙应用油脂增速分别为 9%、8%、8%。2) **淡奶油及进口品：**伴随着饮食结构的改变，淡奶油及进口品业务下游需求不断增长，同时，公司随着既有客户的逐渐稳定，凭借其产品品质以及已有的市场知名度，逐步进行市场的拓展与渗透，淡奶油、进口品业务预计增速表现持平或略快于公司整体，预计 2022-2024 年淡奶油增速分别为 18%、15%、15%；进口品增速分别为 15%、18%、18%。3) **冷冻面团及馅料：**冷冻面团和馅料是公司近几年投入的新产品，目前尚处于前期市场推广阶段。尽管收入占比较低，但冷冻面团作为烘焙子领域增长潜力高的分支之一，下游需求十分旺盛，2021 年公司冷冻面团需求呈供不应求表现，预计随着新产能释放，冷冻面团保持高速增长趋势，预计 2022-2024 年冷冻面团增速分别为 100%、50%、30%；在低基数体量下，预计 2022-2024 年馅料业务增速分别为 15%、15%、15%。

综上，预计公司 2022-2024 年营业总收入分别为 33.66 亿元、38.83 亿元、44.25 亿元，分别同比增长 17%、15%、14%。

盈利方面，考虑 2021 年下半年以来，上游原料油棕榈油、大豆油等价格均呈上行趋势，且目前仍处于高位，大宗原料成本压力依然较大，预计对公司毛利率带来一定影响，加之公司冷冻面团等新产线陆续投产导致的折旧成本增加，出于审慎性考虑，预计公司 2022-2024 年毛利率为分别 29.2%、30.3%、31.4%。

期间费用来看，预计随着下游需求恢复及展会等必要市场投入的绝对额有所增加，同时考虑销售费用的规模效应逐步显现，判断销售费用率平稳波动，预计 2022-2024 年销售费用率分别为 6.8%、6.9%、7.2%。管理费用方面，考虑限制性股票激励计划带来摊销费用增加，预计 22 年管理费用率有所上行，预计 2022-2024 年销售费用率分别为 6.2%、5.5%、4.9%。其他期间费用率预计总体平稳。

综上，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.78 亿元、4.89 亿元、6.17 亿元，分别同比增长 3%、29%、26%。

表 9: 收入拆分及关键假设

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,351	2,322	2873	3366	3883	4425
增速	-0.5%	-1.2%	23.7%	17.2%	15.3%	14.0%
毛利率(%)	38.7%	38.8%	31.1%	29.2%	30.3%	31.4%
烘焙应用油脂						
收入	1,502	1,427	1,691	1,843	1,990	2149
增速	-5.3%	-5.0%	18.5%	9.0%	8.0%	8.0%
毛利率(%)	43.5%	40.4%	30.9%	27.9%	28.9%	29.9%
淡奶油						
收入	349	352	477	563	647	745
增速	5.5%	0.8%	35.5%	18.0%	15.0%	15.0%
毛利率(%)	40.1%	43.8%	36.4%	33.4%	34.4%	35.4%
进口品						
收入	413	406	502	578	682	804
增速	14.2%	-1.7%	23.7%	15.0%	18.0%	18.0%
毛利率(%)	22.8%	28.2%	27.7%	26.7%	27.0%	28.0%
冷冻面团						
收入	63	115	178	355	533	692
增速	-0.2%	82.8%	55.0%	100.0%	50.0%	30.0%
毛利率(%)	32.6%	45.9%	32.7%	35.0%	36.0%	37.0%

数据来源: 公司公告, 东北证券

表 10: 期间费用率关键假设

报告期	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	14.0%	11.1%	7.4%	6.8%	6.9%	7.2%
管理费用率	5.8%	6.2%	5.5%	6.2%	5.5%	4.9%
研发费用率	3.2%	3.7%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%

数据来源: 东北证券

相对估值及投资建议：食品饮料类企业具有稳定的盈利模式，因此选取 PE 估值法来对公司进行估值。公司属于烘焙产业链的上游。我们从行业赛道、产业链环节、成长逻辑的类似性，选择三类公司作为公司的可比公司，**1) 生产同类产品的企业，包括海融科技、立高食品、金龙鱼。**海融科技集烘焙行业原料研发、生产、销售于一体，主营业务包括植脂奶油、含乳脂植脂奶油、果酱、巧克力；立高食品从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产和销售，主要产品包括奶油、水果制品、酱料、巧克力等烘焙食品原料和冷冻烘焙半成品及成品；金龙鱼主营业务为厨房食品、饲料原料及油脂科技产品的研发、生产与销售，在中国共有 1 家猪油工厂、6 家烘焙油脂工厂和 10 家烘焙面粉工厂，拥有“金味”、“金鹏”、“花旗”、“银鹏”等的烘焙油脂品牌。**2) 产业链环节和公司类似，同属食品制造业的上游企业，选择安琪酵母作为可比公司，**公司主导产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。我们认为安琪酵母所处的制造环节与南侨食品相对可比，且在一定程度上可反映烘焙食品行业的景气程度。**3) 烘焙食品制造类下游行业，即公司的下游工业客户类公司，选择桃李面包作为可比公司，**虽二者所处的产业链环节不同，但其业务可反映烘焙产业链整体的景气程度。考虑南侨食品深耕中国烘焙油脂市场 20 余年，其产品质量处于国内领先水平，凭借优异的产品品质、丰富的产品矩阵、强大的研发实力，开拓并积累了稳定的下游客户，公司通过提供全方位顾问式服务，奠定了较强的客户黏性，在烘焙油脂及淡奶油市场具备一定先发优势。同时，公司切入到冷冻面团这一烘焙行业中的高景气分支，冷冻面团收入实现快速增长，贡献未来收入新一增长点，基于公司现有核心竞争力及未来成长空间，我们认为可以给予公司动态估值与行业平均估值水平相当，给予公司 6 个月目标市值 123 亿元，对应 2023 年估值为 25 倍（考虑 22 年底估值切换），维持“增持”评级。

表 11：可比公司估值表

可比公司	2022/3/31		归母净利润（亿元）				PE			
	股价	市值（亿元）	20A	21A/E	22E	23E	20A	21A/E	22E	23E
生产同类产品的企业										
海融科技	42.30	38	0.9	1.5	1.9	2.5	44	25	20	15
立高食品	85.98	146	2.3	2.8	3.8	5	63	53	38	29
金龙鱼	49.58	2688	60	41.3	64.2	82.5	45	65	42	33
食品制造业的上游企业										
安琪酵母	41.68	347	13.7	13.1	14.4	18.2	25	27	24	19
烘焙食品制造行业										
桃李面包	20.12	192	8.8	7.6	9.2	10.7	22	25	21	18
可比公司平均							40	39	29	23
南侨食品	23.00	98	3.3	3.7	3.8	4.9	30	27	26	20

数据来源：Wind，东北证券，注：海融科技、立高食品尚未披露 2021 年报，估值采取预测值，其余公司 2021 年数据均为实际值；其中，立高食品、金龙鱼、安琪酵母、桃李面包的盈利预测来自东北证券，海融科技的盈利预测采取 Wind 一致预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,038	1,588	1,322	1,041
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	219	241	282	323
存货	556	621	717	808
其他流动资产	28	38	41	45
流动资产合计	2,841	2,488	2,363	2,217
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	1,033	1,567	1,878	2,241
无形资产	60	82	99	118
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	1,280	1,895	2,293	2,740
资产总计	4,120	4,383	4,656	4,956
短期借款	291	291	291	291
应付款项	221	265	305	340
预收款项	0	8	5	6
一年内到期的非流动负债	11	11	11	11
流动负债合计	836	965	1,067	1,150
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	84	84	84	84
长期负债合计	84	84	84	84
负债合计	919	1,049	1,150	1,234
归属于母公司股东权益合计	3,199	3,331	3,502	3,718
少数股东权益	3	3	4	5
负债和股东权益总计	4,120	4,383	4,656	4,956

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,873	3,366	3,883	4,425
营业成本	1,979	2,384	2,707	3,036
营业税金及附加	22	26	30	34
资产减值损失	-2	0	0	0
销售费用	211	229	268	319
管理费用	157	207	212	218
财务费用	-21	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	460	452	586	732
营业外收支净额	-1	20	24	36
利润总额	459	472	610	768
所得税	90	93	121	151
净利润	369	379	490	617
归属于母公司净利润	368	378	489	617
少数股东损益	1	0	1	1

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	369	379	490	617
资产减值准备	4	0	0	0
折旧及摊销	114	151	165	183
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-22	0	0	0
投资损失	-1	-1	-1	-1
运营资本变动	-250	32	-39	-51
其他	-1	-20	-24	-36
经营活动净现金流量	213	542	590	713
投资活动净现金流量	-37	-747	-538	-594
融资活动净现金流量	762	-246	-318	-401
企业自由现金流	247	-220	35	101

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.92	0.88	1.14	1.44
每股净资产 (元)	7.48	7.79	8.19	8.69
每股经营性现金流量	0.50	1.27	1.38	1.67
成长性指标				
营业收入增长率	23.7%	17.2%	15.3%	14.0%
净利润增长率	13.3%	2.6%	29.3%	26.1%
盈利能力指标				
毛利率	31.1%	29.2%	30.3%	31.4%
净利润率	12.8%	11.2%	12.6%	13.9%
运营效率指标				
应收账款周转天数	27.77	25.83	26.26	26.37
存货周转天数	102.54	95.06	96.73	97.14
偿债能力指标				
资产负债率	22.3%	23.9%	24.7%	24.9%
流动比率	3.40	2.58	2.22	1.93
速动比率	2.71	1.91	1.52	1.20
费用率指标				
销售费用率	7.4%	6.8%	6.9%	7.2%
管理费用率	5.5%	6.2%	5.5%	4.9%
财务费用率	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
分红指标				
分红比例	64.1%	65.0%	65.0%	65.0%
股息收益率	2.6%	2.5%	3.2%	4.1%
估值指标				
P/E (倍)	36.22	26.02	20.12	15.95
P/B (倍)	4.45	2.95	2.81	2.65
P/S (倍)	3.42	2.92	2.53	2.22
净资产收益率	11.5%	11.4%	14.0%	16.6%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历, 荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名, 2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名, 2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名, 2018 年投研社最受机构欢迎分析师, 2018 年进门财经百佳分析师, 2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名, 2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名, 2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名, “2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选” 食品饮料行业第 1 名。

王钰: 伦敦政治经济学院金融与经济学硕士, 人民大学经济学本科, 现任东北证券食品饮料组分析师, 曾就职于申万宏源证券, 4 年食品饮料研究经验。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qjian@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqrr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17863705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	13612914135	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn