

南侨食品(605339)

烘焙油脂龙头，冷冻烘焙空间广阔  
——南侨食品首次覆盖报告

✍️ : 杨 骥 执业证书编号: S1230522030003  
✍️ : 杜宛泽 执业证书编号: S1230521070001  
☎️ : 17621373969  
✉️ : [duwanze@stocke.com.cn](mailto:duwanze@stocke.com.cn)

报告导读

南侨食品是烘焙油脂领军企业，主要生产和销售烘焙油脂、淡奶油、进口乳制品、冷冻面团和馅料五大品类。我们认为伴随烘焙行业快速增长，上游企业有望享受行业红利；公司凭借竞争优势，烘焙油脂业务稳定增长，奶油和冷冻面团业务多元化发展将拉动公司后续业绩的持续增长。

投资要点

□ 南侨食品：烘焙油脂龙头企业，奶油和冷冻面团业务占比稳步提升

公司是中国烘焙行业专业的原料供应商，2021年实现收入28.73亿元，归母净利润3.68亿元，同比增长13.27%。公司核心烘焙油脂业务20年收入16.91亿元，占比58.84%，进口乳制品/淡奶油/冷冻面团和馅料收入占比分别为17.48%/16.61%/6.18%/0.89%；公司经销为主直销为辅，销售范围遍及全国及部分海外地区。

□ 未来增长：烘焙油脂提供稳定基本盘，冷冻面团和奶油业务打开后续空间

1) 烘焙油脂：市场口碑优秀，持续深耕渠道后续预计实现稳健增长

产品定位中高端，市场口碑优秀。烘焙油脂作为公司最主要收入来源，占比超过60%，整体保持稳健增长（19-21年受到疫情和外部需求等影响，收入略有下滑）。公司烘焙油脂主打中高端产品线，单价波动不大，产品议价能力较强；与此同时公司深耕烘焙油脂多年，品牌和产品具备优势，具有良好的市场口碑，与大客户合作关系十分稳定。

持续深耕渠道，产能扩张保证后续业绩稳健增长。当前公司烘焙油脂客户主要为烘焙连锁门店，其传统烘焙门店客户占比在75%左右，并配套提供精细化服务，提升客户粘性。后续公司将继续深耕渠道，布局下沉市场；并与茶饮便利店等新渠道进行合作。募投项目规划的烘焙油脂产线预计后续将新增4.5万吨/年的产能，保证后续的供给。

2) 冷冻面团：主打发酵类冷冻面团进行差异化竞争，后续增长潜力较大。

差异化竞争提升市场份额：公司的冷冻面团主打技术难度高的发酵类产品，具备丰富的经验累积和多项专利技术支持。由于市场中占比较高的是技术门槛相对较低的不发酵类中式糕点，公司主打的发酵类产品具备差异化竞争优势，能够帮助公司。

高毛利冷冻面团业务产能释放拉动业绩持续增长：目前南侨冷冻面团供不应求，2021年产能利用率高达139%，产能严重不足。2022年上海和天津产区将分别有一条新产线投产，届时产能将实现翻倍，2023年后预计新增产能1.1万吨。2020年冷冻面团毛利率为45.9%，高于公司其他业务，冷冻面团占比提升将推动公司盈利水平提高。

3) 奶油业务：同样具备成长性，有望成为新的业绩驱动力

行业机遇β：行业规模快速增长，替代效应显现。

根据测算，当前我国奶油市场规模为165亿元，预计2025年将实现372亿元，5年CAGR为17.66%，实现快速增长。主要系：①传统烘焙渠道奶油需

评级

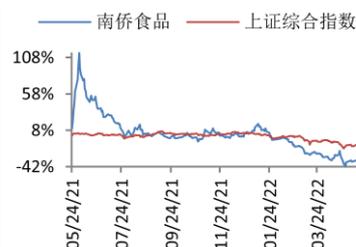
增持

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥20.98

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.12
4Q/2021	0.22
3Q/2021	0.19
2Q/2021	0.23



公司简介

相关报告

求跟随烘焙市场需求的增长而增长；②现制茶饮行业的快速崛起为奶油行业带来新的需求增量。

替代效应显现，传统植脂奶油逐渐被替代。由于传统植脂奶油含有反式脂肪酸。伴随健康意识的提升，消费者倾向于消费无反式脂肪酸奶油。同时在消费升级的背景下，口感更好的混合脂奶油或乳脂奶油将受到更多青睐。

#### 公司优势α：现制茶饮“All in one”，打造无氢化高端奶油产品

①面对快速崛起的现制茶饮市场针对性的推出了“All in one”理念的霜享 JoyQ 奶油，可广泛适用于厚乳、奶盖、雪顶等多种用途中增加茶饮附加价值，得到茶饮门店的认可和追捧。

②公司奶油业务中不存在传统的植脂奶油产品，专注于打造高质量的混合脂奶油和进口乳脂奶油。截止 2020 年 12 月已经实现全部奶油不含反式脂肪酸，主打产品侨艺 800 是国内唯一的冷藏型混合脂奶油，相比于冷冻型奶油口感更佳品质更优；进口乳制品和欧洲大牌合作多年，米吉乳脂奶油系列含乳量高达 38%，品质优异，产品有望将占据更高的市场份额。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计公司 2022-2024 营业收入分别为 33.7/39.19/47.49 亿元，同比增长分别为 17.30%、16.30%、21.16%；实现归母净利润分别为 3.69/4.59/5.96 亿元，同比增长分别为 0.09%、24.54%、29.88%。由此预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.86/1.07/1.39 元，对应 PE 分别为 24.33/19.54/15.04 倍。我们选取烘焙行业中与公司业务相似或相近的可比公司，截至 2022 年 5 月 20 日，根据 Wind 一致预期，行业可比公司 2022 年平均估值分别 29.16 倍。我们给予南侨食品 2022 年 30-35 倍 PE，对应现价仍有空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：食品安全风险，原材料价格波动风险，产能消化不及预期**

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2872.99	3369.88	3919.18	4748.54
(+/-)	23.71%	17.30%	16.30%	21.16%
归母净利润	368.40	368.75	459.24	596.46
(+/-)	9.01%	0.09%	24.54%	29.88%
每股收益(元)	0.86	0.86	1.07	1.39
P/E	24.35	24.33	19.54	15.04

## 正文目录

<b>1. 南侨食品：烘焙油脂领军品牌，多品类烘焙原料供应商</b>	<b>6</b>
1.1. 发展历程：深耕烘焙油脂二十余年	6
1.2. 股权结构：家族企业股权稳定，员工持股增强凝聚力	6
1.3. 主营业务：烘焙油脂稳健增长，奶油冷冻面团占比提升	7
1.3.1. 产品拆分：烘焙油脂贡献过半，冷冻面团高速增长	7
1.3.2. 渠道拆分：经销渠道占比六成，客户数量稳定	9
1.3.3. 地区拆分：销售区域覆盖全国，各地区收入占比稳定	10
1.4. 盈利能力：产品结构优化，原材料价格上涨影响利润水平	11
<b>2. 烘焙行业：行业规模快速增长，人均消费成长空间广阔</b>	<b>11</b>
2.1. 烘焙油脂行业：享受烘焙行业发展红利，大中小企业并存	12
2.1.1. 行业规模：烘焙油脂需求旺盛，产量需求量基本平衡	13
2.1.2. 竞争格局：大中小企业并存，各自占据优势领域	14
2.2. 冷冻面团行业：处于快速发展期，替代效应逐渐显现	14
2.2.1. 行业规模：处于快速发展期，成长潜力巨大	14
2.2.2. 竞争格局：市场格局分散，集中度有望提升	16
2.3. 奶油行业：现制茶饮市场兴起，产品持续升级	16
2.3.1. 行业规模：烘焙渠道稳定增长，现制茶饮渠道方兴未艾	16
2.3.2. 竞争格局：奶油市场份额较为分散，产品迈入“5G”时代	18
<b>3. 竞争优势：技术研发保证差异化，优质服务提高黏性</b>	<b>19</b>
3.1. 烘焙油脂深耕多年，技术研发保证市场份额	19
3.2. 依托技术优势，打造差异化产品	20
3.3. 优质服务提升客户黏性，长期合作关系良好	21
<b>4. 募投计划：新增产线+仓储升级+技术创新+信息化建设</b>	<b>22</b>
<b>5. 未来增长：烘焙油脂稳健增长，多元业务后续潜力巨大</b>	<b>23</b>
5.1. 烘焙油脂：市场口碑优秀，持续深耕渠道实现稳健增长	23
5.2. 冷冻面团业务：成长潜力较大，有望保持高速增长	23
5.2.1. 专注发酵类冷冻面团蓝海赛道，高技术壁垒保证市场份额	23
5.2.2. 产能释放带动冷冻面团收入增长	24
5.3. 奶油业务：行业机遇 $\beta$ +公司优势 $\alpha$ 推动业务发展有望超预期	25
5.3.1. 行业规模持续增长，替代效应显现	25
5.3.2. 现制茶饮“All in one”，打造无氢化高端奶油产品	26
<b>6. 盈利预测与估值</b>	<b>26</b>
6.1. 盈利预测	26
6.2. 相对估值	27

7. 风险提示..... 28

图表目录

图 1: 南侨食品发展历程.....6

图 2: 股权结构(截止 2021 年 6 月 30 日).....7

图 3: 2016-2021 营收及 YOY (亿元, %).....7

图 4: 2016-2021 归母净利润及 YOY (亿元, %).....7

图 5: 2016-2021 年公司营业收入构成(%).....8

图 6: 2017-2021 年公司各品类产品收入增速(%).....8

图 7: 2016-2021 年烘焙应用油脂收入及 YOY (亿元, %).....8

图 8: 2016-2021 年烘焙应用油脂收入占比(%).....8

图 9: 2016-2021 年进口品收入及 YOY (亿元, %).....8

图 10: 2016-2021 年进口品收入占比(%).....8

图 11: 2016-2021 年淡奶油收入及 YOY (亿元, %).....9

图 12: 2016-2021 年淡奶油收入占比(%).....9

图 13: 2016-2021 年冷冻面团收入及 YOY (亿元, %).....9

图 14: 冷冻面团销量及单价(吨, 万元/吨).....9

图 15: 2018-2021 年各渠道收入及 YOY (亿元, %).....10

图 16: 2018-2021 年各渠道收入占比稳定(%).....10

图 17: 2018-2020 年各渠道客户数量(家).....10

图 18: 2020 年各业务各渠道收入占比(%).....10

图 19: 2016-2021 年中国各地区营收规模占比(%).....10

图 20: 2021 年各地区收入(亿元).....10

图 21: 2016-2021 年公司各产品毛利率变化(%).....11

图 22: 2017-2021 年公司销售毛利率水平(%).....11

图 23: 2017-2021 年公司销售净利率变化(%).....11

图 24: 2017-2021 年公司期间费用率变化(%).....11

图 25: 烘焙行业市场规模(亿元).....12

图 26: 2013-2019 中国人均烘焙食品消费量(千克).....12

图 27: 2019 年各国烘焙食品年人均消费量(千克).....12

图 28: 烘焙产业链.....12

图 29: 中国烘焙油脂产量需求量(万吨).....13

图 30: 各国冷冻面包占面包比例(%).....15

图 31: 中国冷冻烘焙细分品类比重(%).....15

图 32: 2015-2025 年现制茶饮门店市场规模加速成长(亿元).....17

图 33: 我国奶油行业发展历程.....18

图 34: 2017-2021 年公司研发费用及增速(万元, %).....19

图 35: 2017-2021 年公司研发费用率(%).....19

图 36: 南侨食品工厂进行技术指导.....21

图 37: 南侨食品指导门店改造.....21

图 38: 南侨公司冷冻面团单价高于竞品(万元/吨).....24

图 39: 2020 年南侨冷冻面团毛利率超过竞品 (%) .....	24
图 40: 2018-2020 年冷冻面团产销量及产销率 (吨, %) .....	24
图 41: 2018-2021 年冷冻面团产能产量及产能利用率 (吨, %) .....	24
图 42: 2016-2021 年冷冻面团收入及毛利占比 (%) .....	25
图 43: 2016-2021 年冷冻面团收入及毛利率 (亿元, %) .....	25
图 44: 植物性奶油和动物性奶油市场规模接近 (亿元) .....	25
图 45: 2020 年海融、立高含乳脂植脂奶油占比均超 60%.....	25
表 1: 公司细分业务 .....	6
表 2: 烘焙应用油脂占比测算 (%) .....	13
表 3: 烘焙应用油脂空间测算 (亿元) .....	13
表 4: 烘焙应用油脂领域主要公司及产能 (万吨) .....	14
表 5: 不同情况下, 我国冷冻烘焙行业市场规模 (亿元) .....	15
表 6: 中国冷冻烘焙行业主要企业 .....	16
表 7: 烘焙奶油空间测算 (亿元) .....	17
表 8: 茶饮单杯成本拆解 .....	17
表 9: 淡奶油产业竞争对手情况 .....	18
表 10: 淡奶油收入规模对比 (万元) .....	18
表 11: 公司产品产销率 (%) .....	19
表 12: 公司技术研发情况 .....	19
表 13: 竞争企业产品类型和特点 .....	20
表 14: 南侨公司奶油单价高于竞品 (万元/吨) .....	20
表 15: 冷冻面团技术研发情况 .....	20
表 16: 南侨食品主要直营客户 .....	21
表 17: 南侨食品主要经销客户 .....	22
表 18: 募资主要用途 (万元) .....	23
表 19: 各公司奶油业务毛利率对比 .....	26
表 20: 南侨食品盈利预测 (百万元, %) .....	27
表 21: 可比公司相对估值 .....	27
表附录: 三大报表预测值 .....	29

## 1. 南侨食品：烘焙油脂领军品牌，多品类烘焙原料供应商

南侨食品主要从事烘焙油脂相关制品的研发、生产和销售，是国内烘焙油脂市场领军品牌。公司业务主要涵盖烘焙应用油脂、淡奶油、进口品、冷冻面团、馅料五大系列，在天津、广州和上海三地设有生产基地。2021 年公司实现收入 28.73 亿元，归母净利润 3.68 亿元，同比增长 12.9%。

表 1：公司细分业务

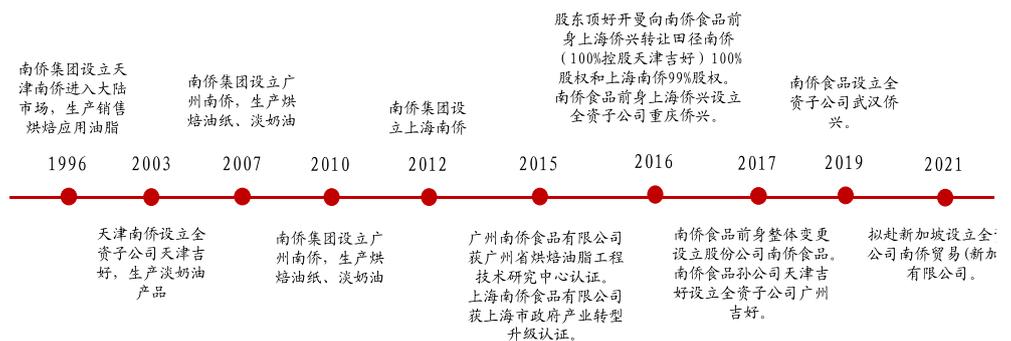
产品品类	系列	产品名称
烘焙应用油脂	南侨经典系列、南侨维佳系列、南侨澳仕系列等系列	南侨酥油、南侨片状甜奶油、南侨澳仕奶油、王牌酥片玛琪琳等
淡奶油	侨艺系列	侨艺 800 淡奶油、霜享 JoyQ 等
馅料	焙可芯系列、焙可诗系列	番茄罗勒、海盐黑巧克力、北海道牛乳、法式布蕾等
冷冻面团	菠萝系列、丹麦系列、起酥系列等	脆皮菠萝、热狗牛角、黑糖可颂吐司等
进口品	米吉系列、福瑞兰系列	蓝米吉稀奶油、福瑞兰无水黄油等

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

### 1.1. 发展历程：深耕烘焙油脂二十余年

母公司南侨投控创始于 1952 年，是台湾陈氏家族创立的企业。1996 年在天津成立天津南侨，正式进入中国大陆烘焙油脂市场，分别在 2007 年和 2010 年成立广州南侨和上海侨兴，生产经营烘焙油脂、淡奶油产品。2017 年 3 月 8 日，上海侨兴更名为南侨有限，同年 10 月 13 日整体变更成立南侨股份。

图 1：南侨食品发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

### 1.2. 股权结构：家族企业股权稳定，员工持股增强凝聚力

公司是家族式企业，员工持股增强整体凝聚力。陈飞龙家族为公司实际控制人，其中陈飞龙、陈飞鹏为兄弟关系，陈正文和陈怡文为陈飞龙之子女。陈飞龙等通过南侨开曼、Alfred & Chen 及上海其志合计间接控公司 3.56 亿股股份，占南侨食品股份的 84.17%，从而实现对南侨食品的绝对控制。股东 Intro-Wealth 由公司台籍董事、监事、管理人员和南

侨投控及其他下属单位的董事、监事、管理人员组成；侨祥投资、侨欣投资合伙人由大陆籍管理人员构成，两者为员工持股平台。

图 2：股权结构（截止 2021 年 6 月 30 日）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

股权激励绑定核心成员，持续激发员工热情。2021 年 11 月 12 日公布股票期权激励计划，以 16.425 元/股向 189 名激励对象授予 412.5 万股限制性股票。计划要求以 20 年营收为基准，21-23 年收入增速需达到 25%/45%/65%，即实现收入 27.87 亿元/33.67 亿元/38.32 亿元。

### 1.3. 主营业务：烘焙油脂稳健增长，奶油冷冻面团占比提升

20 年公司收入和利润增速略有下降，21 年业绩有所恢复。2021 年公司实现营收 28.7 亿元，同比上升 23.7%；归母净利润 3.7 亿元，同比增长 12.9%。2019 年和 2020 年公司收入略有下降，主要受新冠疫情影响。

图 3：2016-2021 营收及 YOY（亿元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：2016-2021 归母净利润及 YOY（亿元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 1.3.1. 产品拆分：烘焙油脂贡献过半，冷冻面团高速增长

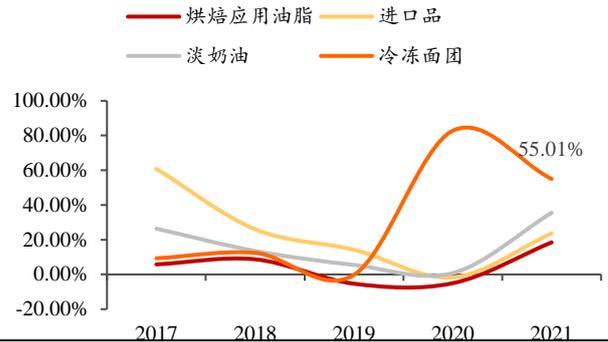
烘焙应用油脂贡献过半收入，冷冻面团高速增长。从占比角度来看，烘焙应用油脂是公司最主要的收入来源，16-21 年占比均达 60%左右；从收入增长角度来看，2021 年油脂、淡奶油和进口品三大业务收入增速有所上升，但冷冻面团业务增长略有放缓，实现 55.01%。

图 5: 2016-2021 年公司营业收入构成 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 6: 2017-2021 年公司各品类产品收入增速 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

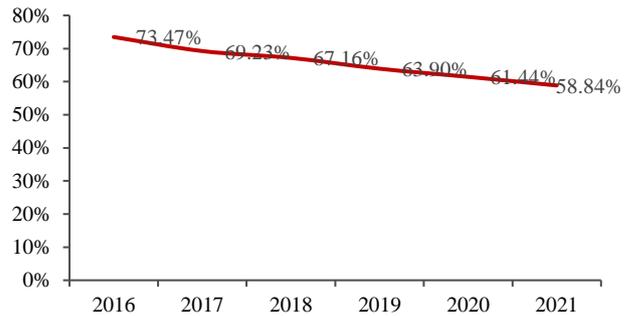
1) 烘焙应用油脂: 是公司最主要收入来源。2021 年烘焙油脂业务实现营收 16.91 亿元 (18.50%), 是公司第一大业务。但随着产品结构多元化发展, 占比从 16 年的 73.5% 不断下降至 21 年的 58.84%。

图 7: 2016-2021 年烘焙应用油脂收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 8: 2016-2021 年烘焙应用油脂收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

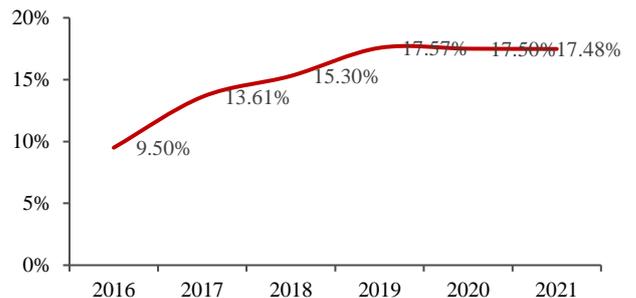
2) 进口乳制品: 伴随需求增长快速起量, 成为公司第二大收入来源。2021 年进口乳制品实现营收 5.02 亿元, 同比上升 23.65%, 主要系全球物流运输受到新冠疫情的冲击。16-21 年进口乳制品业务收入 CAGR 为 23.04%, 占比从 9.5% 增长至 17.48%, 已成为公司第二大收入来源。

图 9: 2016-2021 年进口品收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 10: 2016-2021 年进口品收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

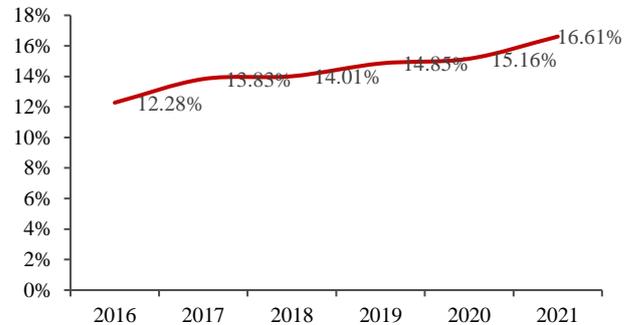
3) 淡奶油: 公司重要业务, 收入稳定增长。2021 年淡奶油业务实现营收 4.77 亿元, 同比上升 35.51%, 营收占比从 16 年的 12.38% 上升至 16.61%。16-21 年收入 CAGR 为 15.61%, 稳定增长主要系公司高品质的混合脂奶油被更多消费者所认可。

图 11: 2016-2021 年淡奶油收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 12: 2016-2021 年淡奶油收入占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

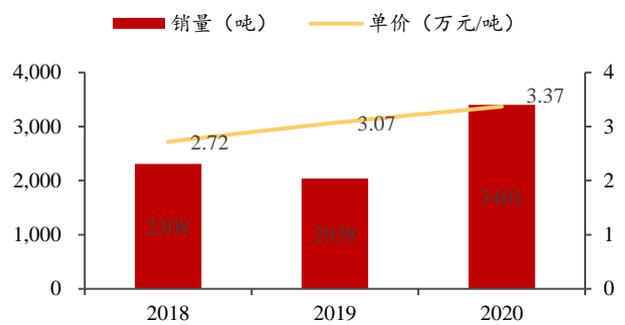
4) 冷冻面团: 未来潜力巨大, 实现高速增长。2021 年冷冻面团业务实现营收 1.78 亿元, 同比上升 54.78%, 迎来高速增长。量价拆开来看, 需求端的火热带动销量从 2018 年的 2308 吨上涨至 2020 年的 3401 吨; 品类的研发创新推动产品单价从 2018 年的 2.72 万元/吨上涨到 3.37 万元/吨, 实现量价齐升。

图 13: 2016-2021 年冷冻面团收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 14: 冷冻面团销量及单价 (吨, 万元/吨)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

### 1.3.1. 渠道拆分: 经销渠道占比六成, 客户数量稳定

从占比角度来看, 经销渠道占比六成, 经销直销结构稳定。

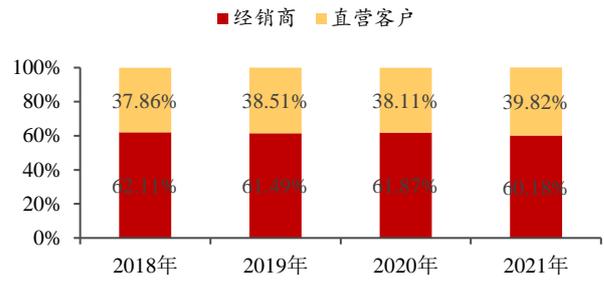
- 1) 经销渠道: 采取经销商买断模式, 有效的解决了对于三四线城市及物流配送不便的中小型客户的覆盖问题。2021 年公司经销渠道实现收入 17.26 亿元, 同比上升 20.39%, 占比为 60.18%。
- 2) 直营渠道: 以达利、好利来等知名大品牌为主。2021 年公司直营渠道实现收入 11.42 亿元, 同比上升 29.30%, 占比为 39.82%。

图 15: 2018-2021 年各渠道收入及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 16: 2018-2021 年各渠道收入占比稳定 (%)

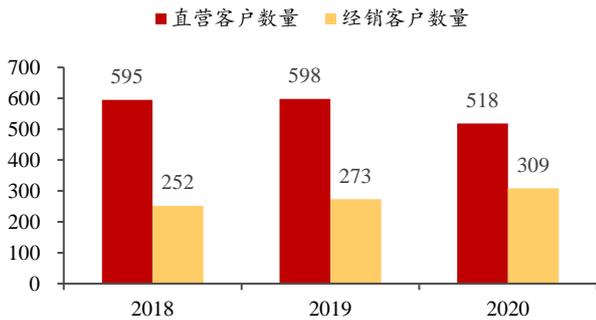


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

从客户数量来看, 18-20 年公司经销商客户总数分别为 252 家、273 家、308 家, 经销客户逐年增加; 18-20 年直营客户数分别为 595 家、598 家、518 家, 总体保持了 500 多的家的客户数量。

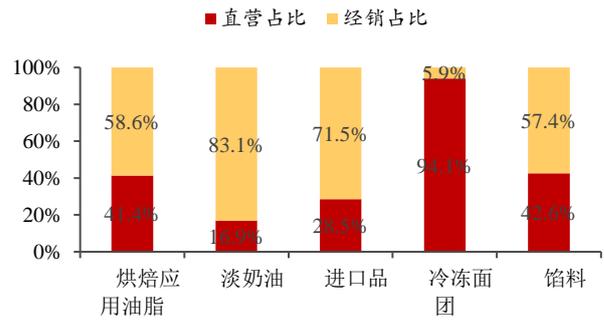
从产品角度来看, 烘焙应用油脂、馅料业务经销和直营渠道占比比较均衡, 淡奶油、进口品业务主要依赖经销模式, 冷冻面团几乎全部依赖直销模式。

图 17: 2018-2020 年各渠道客户数量 (家)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 18: 2020 年各业务各渠道收入占比 (%)

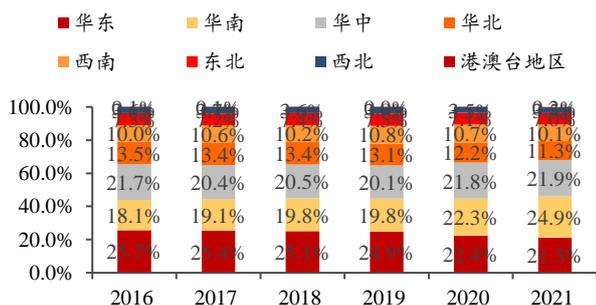


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

### 1.3.2. 地区拆分: 销售区域覆盖全国, 各地区收入占比稳定

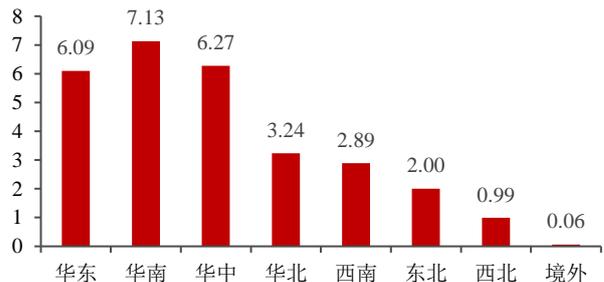
公司业务覆盖全国, 各地区收入占比稳定。16-21 年华东、华南、华中、华北和西南五大地区的占比均超过 9%, 销售区域结构稳定。2021 年华东地区收入 6.09 亿元, 占比 21.3%, 位居第一; 海外地区收入 561 万元, 占比 0.20%, 伴随未来新加坡子公司的成立, 境外地区的收入有望快速增长。

图 19: 2016-2021 年中国各地区营收规模占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 20: 2021 年各地区收入 (亿元)

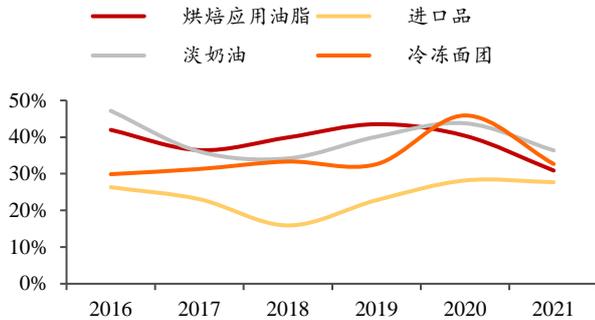


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.4. 盈利能力：产品结构优化，原材料价格上涨影响利润水平

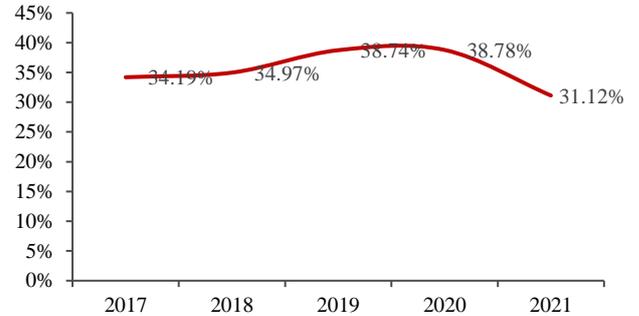
1) 毛利率：高毛利产品占比提升，毛利率稳步增长，但 21 年受到原材料波动，毛利率有所下降。从产品来看，烘焙油脂、淡奶油和冷冻面团三项业务毛利率较高，2021 年分别为 30.88%/36.37%/32.67%。2021 年公司整体毛利率 31.12%，相较于 2020 年下降 7.66pct，主要系 2021 年原材料成本尤其是棕榈油价格持续走高，影响公司毛利率水平

图 21：2016-2021 年公司各产品毛利率变化 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

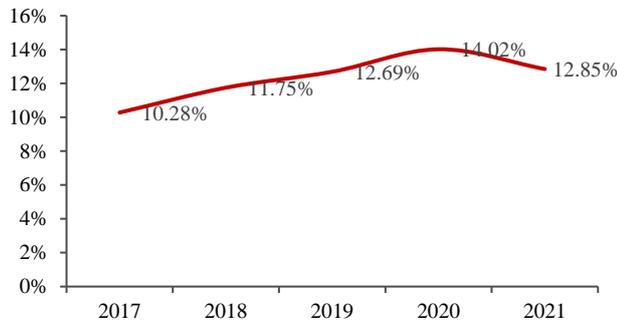
图 22：2017-2021 年公司销售毛利率水平 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

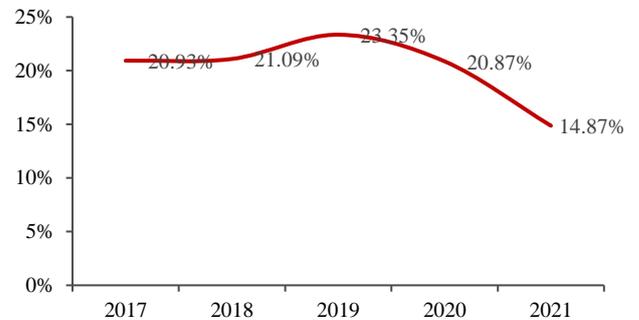
2) 净利率：销售净利率逐年提升，期间费用率总体稳定；但 21 年受到成本上涨影响，净利率略有下降。2021 年公司销售净利率 12.85%，相较于 2017 年提升 2.57pct。期间费用率总体稳定，从 2016 年的 21.87%下降至 2021 年的 14.87%，体现了公司良好的费用控制能力，其中 2019 年的上涨主要系销售费用率提升 3.3pct。

图 23：2017-2021 年公司销售净利率变化 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 24：2017-2021 年公司期间费用率变化 (%)

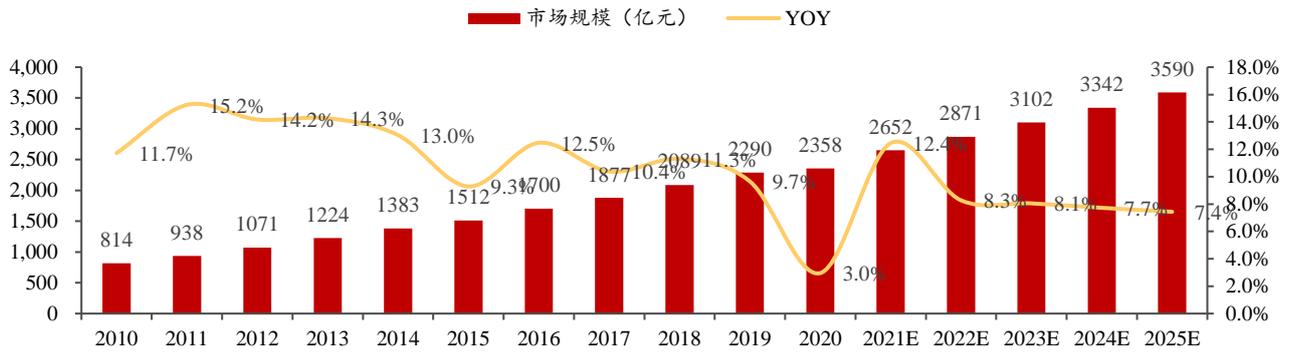


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 烘焙行业：行业规模快速增长，人均消费成长空间广阔

我国烘焙食品零售市场规模实现快速增长，过去十年 CAGR 达到 11.22%。根据欧睿国际数据，2010-2020 年我国烘焙零食零售行业市场规模 CAGR 实现 11.22%，得到快速发展。2020 年我国烘焙食品零售市场规模实现 2358.19 亿元，同比增长 3%，增速较低主要系疫情影响；预计到 2025 年，我国烘焙食品零售市场规模将达到 3590 亿元。

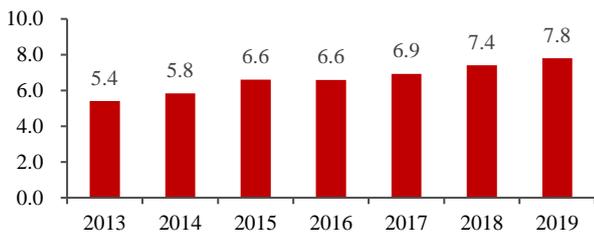
图 25: 烘焙行业市场规模 (亿元)



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

人均消费远低于发达国家, 渗透空间巨大。伴随居民生活条件的改善以及对西方饮食习惯的接受, 烘焙食品越来越受到人们的喜爱和欢迎。中国烘焙行业起步较晚, 从人均消费量角度来看, 尽管我国人均烘焙食品消费量逐年增长, 但和发达国家相比我国烘焙食品人均消费量仍然较低。2019 年人均消费量为 7.8kg, 不仅远低于意大利、德国等发达国家也低于日本、新加坡等饮食习惯相近的国家。

图 26: 2013-2019 中国人均烘焙食品消费量 (千克)



资料来源: 中国食品工业协会, 浙商证券研究所

图 27: 2019 年各国烘焙食品年人均消费量 (千克)

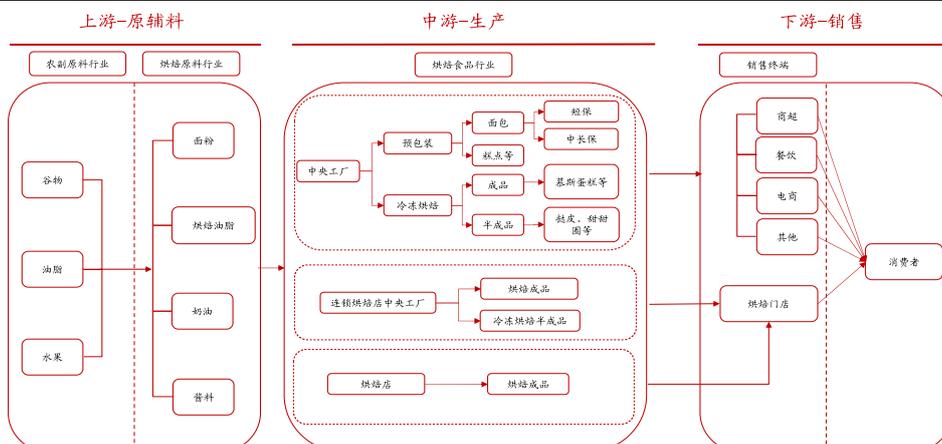


资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

## 2.1. 烘焙油脂行业: 享受烘焙行业发展红利, 大中小企业并存

烘焙油脂作为行业上游享受烘焙行业发展红利。烘焙食品原料主要包括面粉、奶油、烘焙油脂、酵母、糖等农副产品, 下游需求端的增量带动烘焙油脂行业快速发展。

图 28: 烘焙产业链

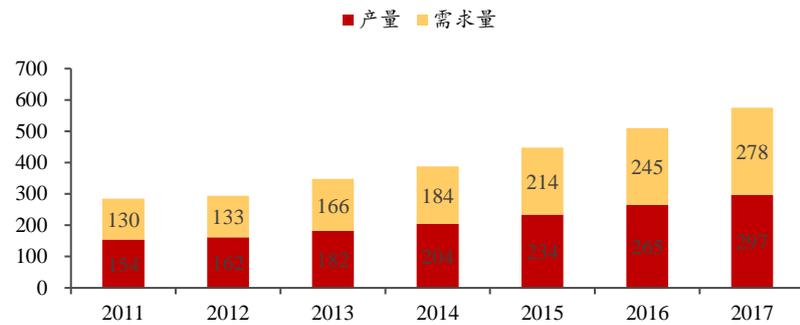


资料来源: 浙商证券研究所

### 2.1.1. 行业规模：烘焙油脂需求旺盛，产量需求量基本平衡

烘焙油脂产量和需求量基本匹配，整体稳定增长。根据智研咨询的数据，2011-2016年，我国烘焙油脂产量由154.4万吨增长至265.2万吨，五年CAGR为11.43%；烘焙油脂需求量由130.2万吨增长至245.2万吨，五年CAGR为13.50%。烘焙油脂产量和需求量基本匹配，总量稳定增长。

图 29：中国烘焙油脂产量需求量（万吨）



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

伴随终端市场需求的增长而增长，未来增速预计保持稳健增长。烘焙油脂主要应用场景为面包、蛋糕、甜点和糕点四大品类。通过成本端估算面包、蛋糕、甜点和糕点的油脂成本占比，从市场规模反推出烘焙油脂市场规模。根据欧睿国际的数据，2020年我国的面包、蛋糕、甜点和糕点的市场规模为423.5、972.72、26.44和935.53亿元，预计2025年将分别达到578.1、1278.9、28.9和1322.2亿元，测算出2020年中国烘焙油脂规模为168.56亿元，预计2025年将达到234.3亿元，五年CAGR为6.81%。

表 2：烘焙应用油脂占比测算（%）

	成本/售价	原材料成本/成本	烘焙油脂成本/原材料成本	烘焙油脂成本/售价
面包	60%	60%	16%	5.76%
蛋糕	35%	35%	12%	1.47%
甜点	60%	50%	45%	13.50%
糕点	60%	50%	45%	13.50%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 3：烘焙应用油脂空间测算（亿元）

	2020	2025
面包烘焙油脂市场规模	24.4	33.3
蛋糕烘焙油脂市场规模	14.3	18.8
甜点烘焙油脂市场规模	3.6	3.9
糕点烘焙油脂市场规模	126.3	178.5
烘焙油脂市场规模	168.6	234.3

数据来源：欧睿国际，浙商证券研究所

### 2.1.2. 竞争格局：大中小企业并存，各自占据优势领域。

1) 从产能角度来看，不同产量的公司都生存在行业中，既有像南海油脂工业 20 万吨级别的大公司，也有像不二制油 6 万吨中等产量和英联马利食品 2 万吨小产量公司。

2) 从公司特点来看，各企业在各自优势领域占据着重要地位。在烘焙应用油脂产品方面，国内代表性企业有南侨食品、张家港统清食品有限公司；国际方面有新西兰恒天然、英联食品集团、不二制油等。

**表 4：烘焙应用油脂领域主要公司及产能（万吨）**

企业名称	特点	产能
南海油脂工业（赤湾）	生产油脂原料吗，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。	20 万吨
新西兰恒天然	以高端烘焙店、西餐厅为目标客户，提供天然奶油和黄油	-
不二制油（张家港）	拥有全品类产品，不二集团在全球均有分布	约 6 万吨
张家港统清食品	以多元化烘焙油脂产品经营为主轴，与众多知名客户建立长期稳定关系	-
英联马利食品（上海）	主要以食用油脂制品产品的研发、生产销售为主	2 万吨
南侨食品	定位中高端烘焙油脂市场，提供种类丰富的高品质专业烘焙油脂及优质的顾问式服务	12 万吨

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2.2. 冷冻面团行业：处于快速发展期，替代效应逐渐显现

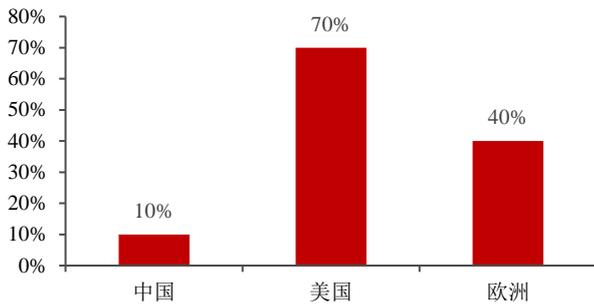
**现烤产品开始替代预包装产品。**冷冻面团是指将面粉、油脂等原料经由称料、搅拌、分割等步骤后，在-35℃之下急速冷冻形成的面包半成品，仅需简单的烘烤后就能制作出各种成品。目前我国烘焙食品主要分为预包装产品和现烤产品两类，随着消费者对口味、香味和健康等方面的要求不断提高，烘焙食品由预包装向现烤发展。

### 2.2.1. 行业规模：处于快速发展期，成长潜力巨大

**快速发展期，市场渗透率不断提高。**随着冷冻面包在成本、操作流程上的优势逐渐显现，除传统的烘焙门店外，商超渠道、新式茶饮、酒店等新消费场景也成为冷冻面团的新兴市场。我国冷冻面包还处于行业的快速发展期，成本等因素将促使冷冻面团的市场渗透率不断提高。

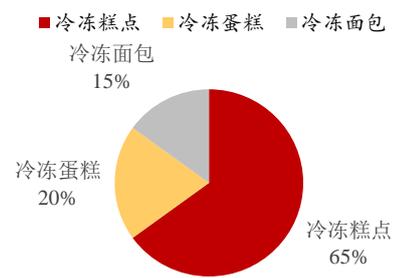
**行业占比较低，未来成长空间巨大。**从面包行业整体来看，美国和欧洲冷冻面包产品占面包总量的 70%和 40%，而我国占比不到 10%。从冷冻烘焙品类占比来看，冷冻糕点占比 65%，而冷冻面包占比仅为 15%。随着工艺提升和配套设施的完善，未来冷冻面团占比有望持续提升。

图 30：各国冷冻面包占面包比例（%）



资料来源：安琪烘焙与中华技术中心，浙商证券研究所

图 31：中国冷冻烘焙细分品类比重（%）



资料来源：《中国冷冻面团行业的现状与未来》，浙商证券研究所

**未来五年中国冷冻烘焙行业保持快速增长。**我们针对冷冻烘焙行业规模进行测算，根据烘焙零售行业市场规模\*烘焙店覆盖率\*原材料采购占比\*渗透率\*丰富系数\*(1-经销商毛利率)为公式，其中冷冻烘焙的门店覆盖率是指采用冷冻烘焙作为原料的烘焙门店占比，渗透率是冷冻烘焙原料占门店采购原料占比，丰富系数是未来新消费场景的增加比例。

我们分别假设：

**(1) 乐观情况：**假设烘焙店的覆盖率能够快速提升，25 年门店覆盖率达到 80%；同时渗透率能够以每年 5pct 的速度快速提升，新消费场景丰富系数 25 年翻倍，由此 2025 年预计门店覆盖率达到 80%，产品渗透率达到 50%，新消费场景丰富系数为 2。

**(2) 中性情况：**冷冻烘焙门店覆盖率以每年 1% 的速度增长，冷冻烘焙产品渗透率稳步提升，新消费场景增长 50%；2025 年冷冻烘焙的门店覆盖率达到 75%，产品渗透率达到 40%，新消费场景丰富系数为 1.5。

**(3) 悲观情况：**冷冻烘焙门店覆盖率维持现有水平，渗透率和新消费场景扩充不及预期；2025 年冷冻烘焙的门店覆盖率达到 70%，产品渗透率达到 30%，新消费场景丰富系数为 1.3。

分别依据乐观、中性和悲观三种情况对冷冻烘焙行业空间进行测算，2025 年中国冷冻烘焙行业在乐观、中性、及悲观假设下的行业规模分别为 689 亿元、388 亿元、235 亿元，未来 5 年 CAGR 分别为 51%、35%、22%。

表 5：不同情况下，我国冷冻烘焙行业市场规模（亿元）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	CAGR
烘焙市场规模	2358	2652	2871	3102	3342	3590	
原料采购占比	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
经销商毛利率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
乐观假设条件：2025 年冷冻烘焙食品烘焙店覆盖率达到 80%，产品渗透率 50%，新消费场景丰富系数为 2							
烘焙店覆盖率	70%	72%	74%	76%	78%	80%	
冷冻烘焙产品渗透率	20%	25%	30%	45%	43%	50%	
新消费场景丰富系数	1.1	1.3	1.5	1.6	1.8	2	
冷冻烘焙市场规模	87.15	148.94	229.45	407.38	484.23	689.28	51%

中性假设条件：2025 年冷冻烘焙食品烘焙店覆盖率达到 75%，产品渗透率 40%，新消费场景丰富系数为 1.5

烘焙店覆盖率	70%	71%	72%	73%	74%	75%	
冷冻烘焙产品渗透率	20%	25%	30%	33%	37%	40%	
新消费场景丰富系数	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	
冷冻烘焙市场规模	87.15	124.27	178.60	233.15	307.45	387.72	35%
悲观假设条件：2025年冷冻烘焙食品烘焙店覆盖了达到75%，产品渗透率30%，新消费场景丰富系数为1.3							
烘焙店覆盖率	70%	70%	70%	70%	70%	70%	
冷冻烘焙产品渗透率	20%	23%	25%	27%	29%	30%	
新消费场景丰富系数	1.1	1.1	1.15	1.2	1.25	1.3	
冷冻烘焙市场规模	87.15	112.72	138.67	168.85	203.53	235.22	22%

资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所预测

公式为：烘焙零售行业市场规模\*烘焙店覆盖率\*原材料采购占比\*渗透率\*丰富系数\*(1-经销商毛利率)

### 2.2.2. 竞争格局：市场格局分散，集中度有望提升

我国冷冻面团市场较为分散。目前国内冷冻烘焙收入超过10亿元量级的仅有立高食品一家，其余公司都低于10亿元，市场格局分散。目前各家公司增长受制于产能，伴随未来产能的释放，行业集中度有望提升。

表 6：中国冷冻烘焙行业主要企业

公司	成立时间	体量
流通渠道为主		
奥昆（立高）	2009年	9.6亿元
高贝	2007年	4-5亿元
鑫万来	2012年	2亿元
大客户为主		
南侨	2010年	1.1亿元
新迪嘉禾	2012年	4-5亿元

资料来源：招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

### 2.3. 奶油行业：现制茶饮市场兴起，产品持续升级

奶油是烘焙原料的一种，按照类型来看，主要分为动物奶油（乳脂奶油）和植脂奶油（含乳脂植脂奶油和传统不含乳脂植脂奶油）。

1) **动物奶油**：是指乳经离心分离后，经过成熟、搅拌、压炼而制成的乳制品。动物奶油是以乳脂肪为主要成分，营养丰富，可直接食用或作为其他食品如冰淇淋等原料。

2) **植脂奶油**：是一种经过人工乳化的食用油脂制品。植脂奶油的口感不如天然奶油，但是保存期更长，价格比天然奶油低，被生厂商广泛使用。

#### 2.3.1. 行业规模：烘焙渠道稳定增长，现制茶饮渠道方兴未艾

奶油中的烘焙渠道规模增长稳定。烘焙行业中，奶油主要应用于蛋糕品类中。根据欧睿国际数据，2020年我国蛋糕市场的规模为973亿元。根据烘焙店成本端估算，蛋糕原材料成本占售价的比例在30%；原材料成本中奶油占比在35%；由此估算2020年我国烘焙奶油市场规模为102亿元（973亿元×30%×35%）。同时根据欧睿国际数据2025年我国

蛋糕市场规模将达到 1428 亿元，由此预计我国烘焙奶油市场规模 2025 年将达到 150 亿元，五年 CAGR 为 8%。

表 7：烘焙奶油空间测算（亿元）

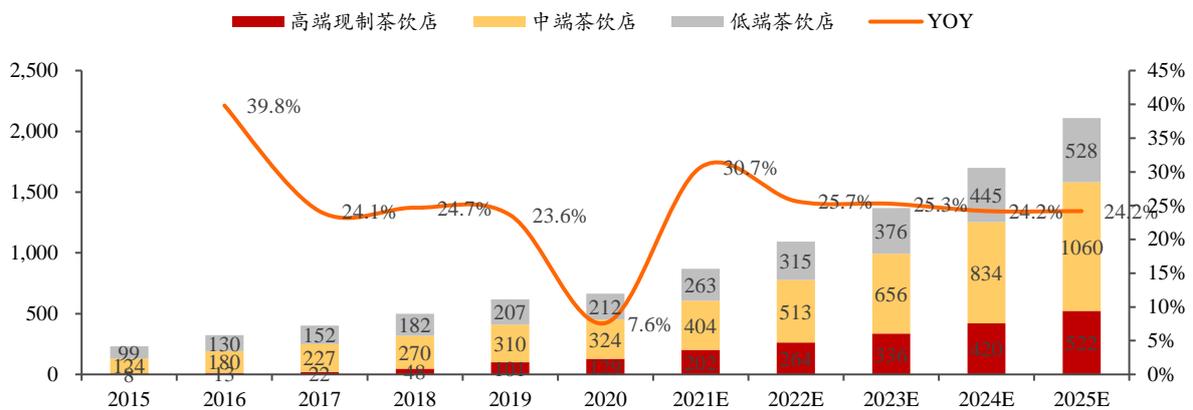
	2020 年	2025 年
蛋糕市场规模	973	1428
原材料成本占比	30%	30%
奶油成本中占比	35%	35%
奶油市场规模	102	150

资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

**现制茶饮市场加速成长，奶油需求空间存在。**根据灼识咨询的数据，2020 年现制茶饮店市场规模达到 665 亿元，15-20 年 CAGR 为 23.6%。预计到 2025 年，现制茶饮店市场规模将达到 2110 亿元，其中高端茶饮店 522 亿元、中端茶饮店 1060 亿元。

通过对新式茶饮的成本结构推测：奶油类原料占茶饮成本的 40%，成本占收入的 30-40%。考虑到低端茶饮店使用奶油情况不多，所以仅考虑中高端茶饮店市场规模，测算出 2020 年现制茶饮门店市场中奶油规模为 63 亿元，预计 2025 年将达到 222 亿元。

图 32：2015-2025 年现制茶饮门店市场规模加速成长（亿元）



资料来源：灼识咨询，浙商证券研究所

表 8：茶饮单杯成本拆解

茶饮成本（每杯 500ml）	
茶底（高端茶叶、茶包）	1-3 元
奶调（鲜奶、平价奶、奶精）	3 元
水果相关	3 元
添料（珍珠、椰果）	1 元
不可替代辅料（奶油、芝士）	3-5 元
合计	12 元

资料来源：奈雪的茶招股说明书，浙商证券研究所

预计奶油行业整体未来5年CAGR为17.66%，高速增长可期。结合烘焙渠道奶油和茶饮渠道中奶油规模，2020年奶油总规模为165亿元，预计2025年将达到372亿元。奶油行业总体将迎来一个快速增长的时代。

### 2.3.2. 竞争格局：奶油市场份额较为分散，产品迈入“5G”时代

奶油市场份额较为分散，国内品牌集中度低。目前国内奶油业务收入超过3亿元的厂家有南侨食品、维益食品、海融科技和立高食品，其中维益是国外品牌，其余为国内品牌。国内品牌的市场集中度较低，与维益食品仍存在一定差距。

表 9：淡奶油产业竞争对手情况

公司名称	主要业务
南侨食品	混合脂奶油，进口乳脂奶油
立高食品	植脂奶油，混合脂奶油
海融科技	植脂奶油
维益食品（苏州）	混合脂奶油、植脂奶油、乳脂奶油

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 10：淡奶油收入规模对比（万元）

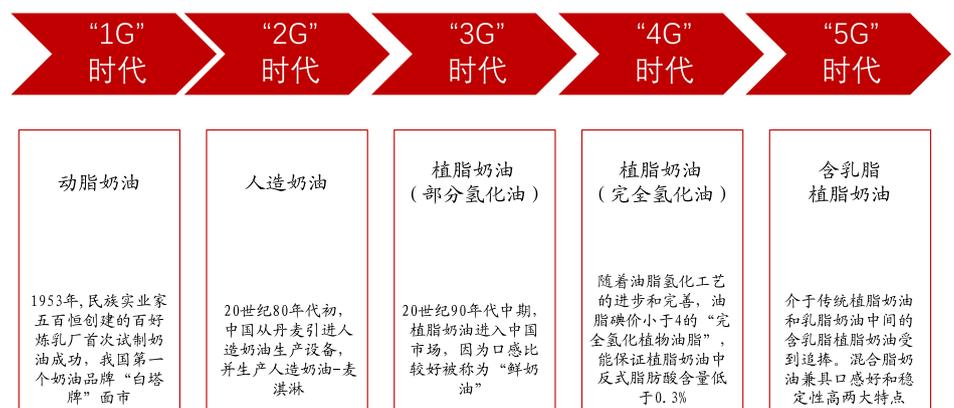
公司及产品名称	2020年	2019年	2018年
南侨淡奶油	35197	34916	33106
海融淡奶油	51663	52876	48730
立高淡奶油	37062	37997	34436

资料来源：南侨招股说明书，海融招股说明书，立高招股说明书，浙商证券研究所

奶油行业产品升级，植脂奶油被替代。奶油分为乳脂奶油和植脂奶油，乳脂奶油由于国内奶源品质的限制，主要依赖进口。传统植脂奶油含有对人体健康不利的反式脂肪酸，伴随对健康要求的提高，消费者更倾向于不含反式脂肪酸的奶油。

同时在消费升级背景下，口感更好的混合脂奶油或乳脂奶油受到更多青睐，传统植脂奶油逐渐被替代。而含乳脂的植脂奶油兼具植脂奶油稳定性高和乳脂奶油口感好的两大特点，奶油开始走向“5G”时代。

图 33：我国奶油行业发展历程



资料来源：消费日报网，浙商证券研究所

### 3. 竞争优势：技术研发保证差异化，优质服务提高黏性

#### 3.1. 烘焙油脂深耕多年，技术研发保证市场份额

公司从事烘焙原料相关产业二十余年，产品受到市场广泛认可。公司从1996年开始进入大陆市场从事烘焙油脂相关制品的研发、生产与销售，能够满足客户的多种需求，各品类产销率保持在95%以上。

表 11：公司产品产销率（%）

	2018	2019	2020
烘焙应用油脂产销率	98.15%	96.96%	100.11%
淡奶油产销率	97.41%	99.26%	99.04%
馅料产销率	87.50%	97.95%	95.55%
冷冻面团产销率	94.03%	90.09%	95.06%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

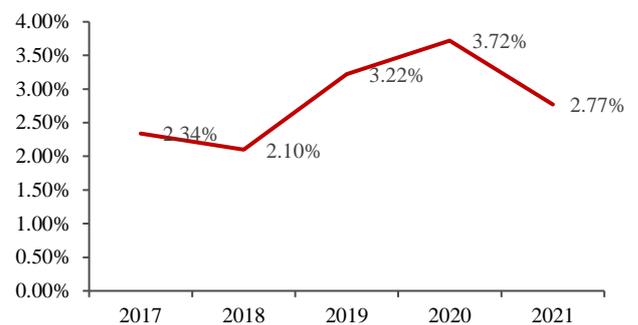
长期高研发费用投入，研发费用率稳步提升。公司长年投入高额研发经费率，17-21年研发费用率分别为2.34%、2.10%、3.22%、3.72%、2.77%，研发费用和研发费用率稳步提升。

图 34：2017-2021 公司研发费用及增速（万元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 35：2017-2021 公司研发费用率（%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

多项自主知识产权核心技术，技术储备雄厚。公司不仅在总部设有研发部，同时上海南侨、天津南侨、广州南侨、天津吉好、广州吉好五地分别设有研发中心。2020年12月，公司达成全部油脂产品不使用氢化油脂的目标。截至2020年12月31日，公司获得授权的专利共计88项，其中12项为发明专利，75项为实用新型，1项为外观设计。

表 12：公司技术研发情况

产品	技术水平	技术来源	所处阶段
烘焙应用油脂	国内领先	自主研发	已量产，不断创新中
淡奶油	国内领先	自主研发	已量产，不断创新中
馅料	国内领先	自主研发	已量产，不断创新中
冷冻面团	国内领先	自主研发	已量产，不断创新中

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

### 3.2. 依托技术优势，打造差异化产品

**依托先进的技术优势，打造高质量产品。**从奶油生产环节来看，公司选取乳脂含量更高的原材料；灭菌环节通过不同于传统巴氏杀菌法的 UHT 超高温灭菌系统杀菌；均质环节采用两段式均质减少产品中食品添加剂使用量。先进技术的应用令奶油产品达到无菌标准的同时，最大限度的保留原有自然风味和营养成分，目前侨艺 800 系列是国内唯一冷藏型奶油。

对比同业公司奶油单价，南侨食品淡奶油单价一直维持在 20 元/公斤左右，与立高奶油和海融含乳脂植脂奶油单价拉开差距。

**表 13：竞争企业产品类型和特点**

公司名称	主要业务	产品类型	特点
南侨食品	烘焙油脂相关产品的研发、生产和销售	冷藏型	动植物混合制造，冷藏存储，裱花口感好，稳定性较差
立高食品	奶油类、巧克力类等烘焙原料和冷冻面团	冷冻型	冷冻存储，稳定性较强，裱花口感差
海融科技	植脂奶油、果酱、巧克力产品等	冷冻型	
维益食品（苏州）	混合脂奶油、植脂奶油、乳脂奶油	-	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 14：南侨公司奶油单价高于竞品（万元/吨）**

企业名称	2020	2019	2018
南侨淡奶油	1.97	1.97	1.98
海融淡奶油	1.19	1.20	1.15
立高淡奶油	1.12	1.38	1.14

资料来源：南侨招股说明书，海融招股说明书，立高招股说明书，浙商证券研究所

**冷冻面团主打发酵类产品，技术门槛高。**南侨主打发酵类丹麦面包，从生产技术到冷链运输都有很高的要求。冷冻面团结合自身在烘焙应用油脂业务的优势，使用低温烘焙油脂等措施提高冷冻面团的品质。目前销量最好的丹麦菠萝面包生产过程需要使用 4 种烘焙油脂、3 个工艺和 3 台机器，高技术门槛成为市场份额的坚实保障。

**表 15：冷冻面团技术研发情况**

冷冻面团技术研发情况	
乳酸菌风味面团	量试完成
预油炸系列产品	量试完成
使用天然奶油开发裹油类冷冻面团	量试完成
面粉对冷冻面团品质的改善	量试完成

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

### 3.3. 优质服务提升客户黏性，长期合作关系良好

公司提供360度全方位顾问式服务，提高客户黏性。公司建立了遍及26地的服务团队，提供从销售、店面寻找到陈列规划、新品推广等全方位的服务。15地开设烘焙教室提供技术指导，一旦终端面包师傅适应熟悉南侨的流程后，从学习成本的角度考虑不愿轻易更换原材料品牌，极大的提高了客户黏性。

图 36：南侨食品工厂进行技术指导



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 37：南侨食品指导门店改造



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

和客户长期合作，关系稳固。凭借良好的服务和高质量的品质，公司的直营客户均为全国知名企业，经销客户也是各地区的优秀经销商。公司16家主要直营客户中的13家合作时间长于五年，全部14家主要经销商客户的合作时间均长于五年，长期的合作关系形成了互相信赖的稳固关系。

表 16：南侨食品主要直营客户

客户名称	市场地位	合作开始时间
达利食品集团有限公司及其关联方	国内休闲食品及饮料行业领先品牌，母公司香港联交所上市	2005
北京好利来工贸有限公司及其关联方	国内烘焙行业领先企业	2010
八十五度（江苏）食品有限公司及其关联方	烘焙食品行业中高端连锁品牌，母公司台湾证券交易所上市	2012
北京味多美食品有限责任公司及其关联方	国内著名烘焙连锁食品企业	1997
桃李面包股份有限公司及其关联方	国内烘焙行业领先企业，A股上市	2007
四川米老头食品工业集团股份有限公司及其关联方	国内著名休闲食品企业	2003
武汉市仟吉食品有限公司及其关联方	国内著名烘焙连锁企业	2005
云南嘉华食品有限公司	云南省烘焙连锁领先企业	2003
安徽优库食品有限公司及其关联方	地区领先烘焙连锁品牌	2011
福建省晋江福源食品有限公司及其关联方	国内著名休闲食品企业	2012
杭州玫瑰食品有限公司及其关联方	浙江省烘焙连锁领先品牌	2000
沃尔玛（中国）投资有限公司	国际著名连锁品牌，母公司纽约证券交易所上市	2005
厦门鑫福将食品有限公司及其关联方	福建省烘焙连锁品牌	1998
江西省资溪面包科技发展股份有限公司	地区领先烘焙连锁品牌	2019
深圳市品道餐饮管理有限公司	国内知名茶饮品牌	2019
江苏爸爸糖贸易有限公司	地区领先烘焙连锁品牌	2019

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

**表 17：南侨食品主要经销客户**

客户名称	市场地位	合作开始时间
湖南大业食品有限公司及其关联方	湖南省领先烘焙餐饮综合经销商	2000
福州嘉禧食品有限公司及其关联方	福建省领先食品类经销商	2014
无锡新宝海商贸有限公司	地区领先烘焙原辅料经销商	2015
大同市城区鑫和盛商贸有限责任公司及其关联方	地区知名烘焙原料经销商	2012
南京泰润粮油有限公司	地区领先烘焙原材料经销商	2009
洛阳市艾享商贸有限公司及其关联方	地区领先烘焙原料经销商	2006
成都轩康食品添加剂有限责任公司及其关联方	四川省领先食品原辅料经销商	2010
深圳市佳正行食品原料有限公司	深圳领先烘焙原物料经销商	2003
上海雄昌食品销售有限公司及其关联方	地区知名烘焙原物料经销商	2016
青岛锦喜食品原料有限公司及其关联方	省级老牌烘焙原物料经销商	2002
大兴粮油食品有限公司及其关联方	地区重要烘焙原料经销商	2015
上海秉龙工贸有限公司	地区老牌烘焙原物料经销商	2005
北京京安和商贸有限责任公司	地区重要烘焙原料经销商	2014
东莞市合喜烘焙服务有限公司及其关联方	东莞领先烘焙原物料经销商	2002

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

#### 4. 募投计划：新增产线+仓储升级+技术创新+信息化建设

公司以 16.98 元/股发行 6,352.9412 万股，募集资金 10.79 亿元。募集资金主要服务于产能增加、仓储升级、研发技术和信息化建设四大板块。

- 1) 建设新产线：**计划上海南侨投资新建两条片状油生产线、一条箱油生产线、一条冷冻面团生产线，预计每年将新增油脂产能 3 万吨、冷冻面团产能 4 千吨；天津南侨新建冷冻面团生产线，预计每年将新增油脂产能 1.5 万吨、冷冻面团产能 7 千吨。
- 2) 冷链仓储升级：**建设高度信息化的立体仓储系统和现代化冷链仓储体系，从而提升公司的冷链仓储条件和规模，支撑公司的业务发展需求。
- 3) 推动食品科技创新：**一方面加大技术研发的投入，另一方面对公司现有的生产线进行适当的技术改造升级，提升产品竞争力和持续发展能力。
- 4) 建设信息化服务中心：**建设全国客户服务体系，强化区域市场信息收集能力，公司可以更及时地掌握客户动态，快速响应客户的需要。

**表 18：募资主要用途（万元）**

序号	项目名称	实施主体	投资额	拟投入募集资金金额
1	扩产建设及技改项目	上海南侨	33752	25881
		天津南侨	33892	28866
		广州南侨	4607	4050
	小计		72251	58797
2	冷链仓储系统升级改造 项目	上海南侨	4800	4800
		天津南侨	6530	6530
		广州南侨	1630	1630
	小计		12960	12960
3	研发中心升级改造项目	上海南侨	2010	2010
		天津南侨	2696	2696
		广州南侨	1765	1765
	小计		6471	6471
4	客户服务中心与信息化 系统建设及升级项目	公司	20900	20900
合计			112581	99128

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

## 5. 未来增长：烘焙油脂稳健增长，多元业务后续潜力巨大

### 5.1. 烘焙油脂：市场口碑优秀，持续深耕渠道实现稳健增长

产品定位中高端，市场口碑优秀。烘焙油脂作为公司最主要收入来源，整体保持稳健增长（19-20 年受到疫情和外部需求等影响，收入略有下滑）。南侨的烘焙油脂主打中高端产品线，单价波动不大，品牌议价能力较强。与此同时公司深耕烘焙油脂多年，品牌和产品具备优势，具有良好的市场口碑，与大客户合作关系十分稳定。

持续深耕渠道，产能扩张保证后续业绩稳健增长。当前公司烘焙油脂客户主要为烘焙连锁门店，其传统烘焙门店客户占比在 75% 左右，并配套提供精细化服务，提升客户粘性。后续公司将继续深耕渠道，布局下沉市场；并与茶饮便利店等新渠道进行合作。募投项目规划的烘焙油脂产线预计后续将新增 4.5 万吨/年的产能，保证后续的供给。

### 5.2. 冷冻面团业务：成长潜力较大，有望保持高速增长

市场担心公司冷冻面团业务规模有限，市场份额会被竞争公司蚕食。但我们认为南侨通过定位中高端客户，主打发酵类冷冻面团进行差异化竞争。伴随产能的释放，后续有望超预期。

#### 5.2.1. 专注发酵类冷冻面团蓝海赛道，高技术壁垒保证市场份额

南侨主打的发酵类面包需要酵母，从生产技术到运输都有很高要求。单从发酵类冷冻面团的发展阶段来看，我国还处于起步阶段，目前市场上的冷冻面团主要是低技术门槛的不发酵中式酥类产品以及挞类产品，在发酵类的细分蓝海赛道中南侨有着自己雄厚的经验和技術积累。

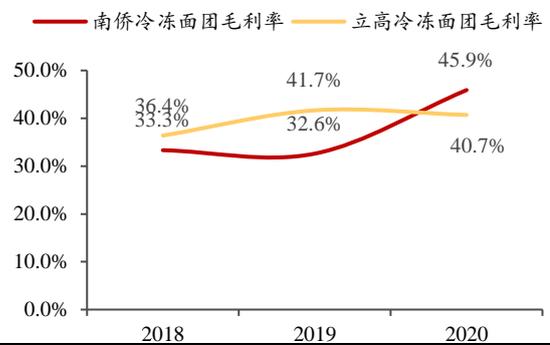
产品价格带不同避免直接竞争。对比其他竞品公司，南侨产品拥有自身特色，如业内立高主要生产蛋挞皮、甜甜圈、麻薯等产品；南侨主攻菠萝包等含酵母丹麦类产品。南侨冷冻面团 2020 年单价可达 33.68 元/公斤，高于竞品公司，避免了直接价格竞争的压力。

图 38：南侨公司冷冻面团单价高于竞品（万元/吨）



资料来源：南侨公司公告，立高公司公告，浙商证券研究所

图 39：2020 年南侨冷冻面团毛利率超过竞品（%）

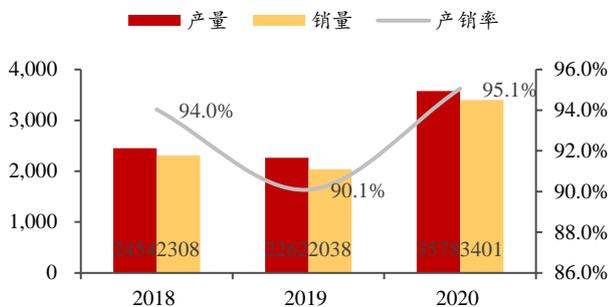


资料来源：南侨公司公告，立高公司公告，浙商证券研究所

### 5.2.2. 产能释放带动冷冻面团收入增长

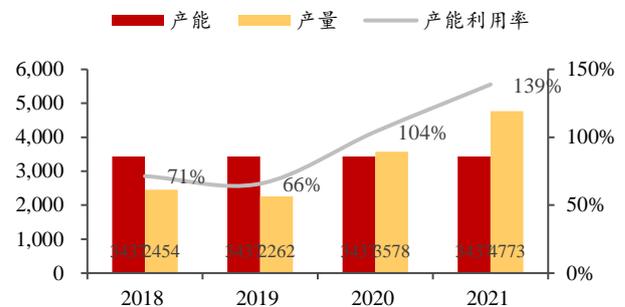
随着冷冻面团市场的快速发展，目前公司的产能限制了公司收入的进一步增长，供需矛盾成为公司成长的瓶颈。18-20 年以来，公司冷冻面团的产销率都保持在 90% 以上，体现了市场充分的需求。随着冷冻面团的快速发展，2021 年冷冻面团产能 3437 吨；产量 4773 吨，产能利用率高达 139%，缺口巨大。

图 40：2018-2020 年冷冻面团产销量及产销率（吨，%）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 41：2018-2021 年冷冻面团产能产量及产能利用率（吨，%）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

随着公司 IPO 募集资金的陆续到位，2022 年冷冻面团产能进一步释放。上海南侨二期项目将新建一条冷冻面团生产线；天津南侨将新建一条冷冻面团生产线，并通过新增部分设备对现有冷冻面团生产线进行扩能改造，2022 年预计产能将实现翻倍增长，全部建成后每年新增冷冻面团产能超 1.1 万吨，冷冻面团产能将持续扩张。

高毛利业务占比提升推动公司盈利水平提高。16-21 年冷冻面团收入和毛利占比稳定提升，冷冻面团已经成为公司重要的业务构成。2021 年冷冻面团毛利率为 32.67%，高于公司其他业务，高毛利冷冻面团业务占比提升推动业绩有望超预期。

图 42：2016-2021 年冷冻面团收入及毛利占比 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 43：2016-2021 年冷冻面团收入及毛利率 (亿元, %)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 5.3. 奶油业务：行业机遇 $\beta$ + 公司优势 $\alpha$ 推动业务发展有望超预期

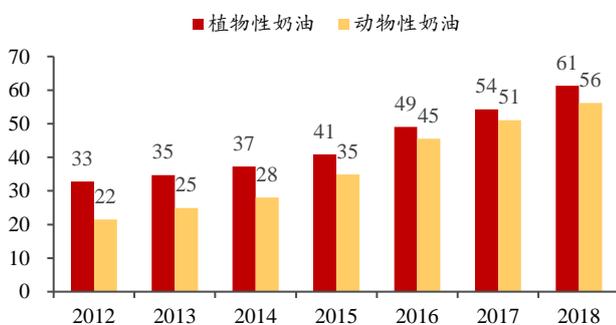
市场普遍认为南侨食品未来增长驱动在于冷冻面团业务，但我们认为随着行业规模增长和产品升级，南侨高品质的奶油业务同样具备高成长性，公司业绩增长有望超预期。

#### 5.3.1. 行业规模持续增长，替代效应显现

**现制茶饮市场崛起带动奶油需求。**根据前文提到的测算，当前我国奶油市场规模为 165 亿元，预计 2025 年将实现 372 亿元，5 年 CAGR 为 17.66%，实现快速增长。从具体渠道来看，传统烘焙渠道的奶油需求跟随烘焙市场需求的增长而增长，根据前文我们的测算预计未来 5 年 CAGR 为 8%，2025 年将达到 150 亿元；现制茶饮渠道的快速崛起为奶油行业带来新的需求增量。预计当前现制茶饮的奶油行业规模为 63 亿元，根据我们前文的测算，2025 年将达到 222 亿元，5 年 CAGR 高达 28.65%。

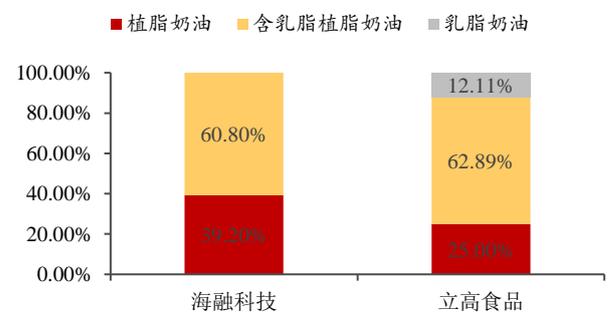
**替代效应显现，植脂奶油逐渐被替代。**我国植物性奶油和动物性奶油占比逐渐接近，各自占据奶油市场半壁江山；植脂奶油中，含乳脂的植脂奶油占比接近 60%，因此测算出不含乳脂的植脂奶油市场占比约 20%。由于工艺水平的限制，传统植脂奶油含有对人体健康不利的反式脂肪酸。伴随健康意识的提升，消费者倾向于消费无反式脂肪酸奶油。同时在消费升级的背景下，口感更好的混合脂奶油或乳脂奶油将受到更多青睐。

图 44：植物性奶油和动物性奶油市场规模接近 (亿元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 45：2020 年海融、立高含乳脂植脂奶油占比均超 60%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 5.3.2. 现制茶饮“All in one”，打造无氢化高端奶油产品

面对不同市场，南侨积极推出针对性产品。面对新兴的茶饮市场，2020年11月底奶油新品霜享 JoyQ 正式推出，凭借“All in one”的理念，产品可广泛的应用于厚乳、奶盖、雪顶等多种用途中，能免去茶饮门店复杂的操作流程，增加产品的附加价值，得到茶饮门店的追捧。同时，面对冰淇淋市场，南侨也推出了新品霜艺奶浆，操作便利省时，深获餐厅、游乐园、电影院等客户肯定。

**产品品质优异，打造无氢化高端奶油。**公司不同于其他奶油供应商，奶油业务中不存在传统的植脂奶油产品，专注于打造高质量的混合脂奶油和进口乳脂奶油。截止2020年12月已经实现全部奶油不含反式脂肪酸，主打产品侨艺 800 是国内唯一的冷藏型混合脂奶油，相比于冷冻型奶油口感更佳品质更优；进口乳制品和欧洲大牌合作多年，米吉乳脂奶油系列含乳量高达38%，品质特别优异。伴随传统植脂奶油被代替，南侨产品将占据更高的市场份额。

表 19：各公司奶油业务毛利率对比

	2020	2019	2018
南侨食品	43.80%	40.10%	34.20%
立高食品	42.45%	46.98%	41.22%
海融科技	-	54.29%	53.14%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 盈利预测

针对公司目前烘焙油脂、淡奶油、进口乳制品、冷冻面团和馅料业务，我们进行如下假设：

1) 烘焙油脂业务：烘焙油脂业务逐渐进入稳态增长阶段，考虑到2022年由于疫情影响烘焙油脂业务，我们预计增速略有放缓，给予22年10.4%的增速；同时考虑到公司后续针对油脂有新产线投放，我们给予23年较高的增速，由此我们预计2022-2023年烘焙油脂业务收入增长分别为10.4%、11.7%、20.2%；

2) 进口乳制品业务：公司进口乳制品业务一直受到市场追捧，且近年市场景气度价高；与此同时伴随下游产品升级，对于进口乳制品的需求将持续提升。由此给予较高的增速预期(及超过15%的增速)，预计22-24年进口乳制品业务收入增速分别为21.5%、18.5%、17.3%；。

3) 淡奶油业务：公司奶油业务是未来重要业务之一。在公司不断推出针对性新品的情况下，淡奶油业务将伴随行业规模增长和占比提升迎来快速增长。考虑到公司淡奶油产线持续进行技改，效率将持续提升，给予较高的增速预期。预计22-24年奶油收入增速分别为24.7%、20.2%、19.4%。

4) 冷冻面团业务：冷冻面团发展受限于产能，伴随产能项目持续落地，有助于缓解产能紧张态势，供应充足带动销量增长，新品研发实现单价提升，实现量价齐升。考虑到公司22/23年产线的持续投放，产能将翻倍，由此预计冷冻面团业务22-24年收入增速分别为52.9%、35.9%、38.5%。

5) 从毛利率来看: 22 年成本价格尤其是棕榈油价格持续上行, 对毛利率产生一定压力, 公司已经通过涨价进行缓解, 后续成本出现拐点后, 毛利率有望恢复。

由此我们预计公司 2022-2024 营业收入分别为 33.7/39.19/47.49 亿元, 同比增长分别为 17.30%、16.30%、21.16%; 实现归母净利润分别为 3.69/4.59/5.96 亿元, 同比增长分别为 0.09%、24.54%、29.88%。由此预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.86/1.07/1.39 元, 对应 PE 分别为 24.33/19.54/15.04 倍。

**表 20: 南侨食品盈利预测 (百万元, %)**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
烘焙应用油脂 (百万元)	1427	1691	1866	2085	2505
yoy	-5.0%	18.5%	10.4%	11.7%	20.2%
进口品 (百万元)	406	502	610	723	848
yoy	-1.7%	23.7%	21.5%	18.5%	17.3%
淡奶油 (百万元)	352	477	595	715	854
yoy	0.8%	35.5%	24.7%	20.2%	19.4%
冷冻面团 (百万元)	115	178	271	369	511
yoy	82.8%	55.0%	52.9%	35.9%	38.5%
馅料 (百万元)	15	17	17	17	20
yoy	-7.0%	11.2%	6.0%	-2.2%	16.4%
其他主营业务 (百万元)	3	4	4	4	4
yoy	-2.6%	23.1%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务收入 (百万元)	5	6	6	7	7
<b>营业总收入</b>	<b>2322</b>	<b>2873</b>	<b>3370</b>	<b>3919</b>	<b>4749</b>
<b>YOY</b>	<b>-1.2%</b>	<b>23.7%</b>	<b>17.3%</b>	<b>16.3%</b>	<b>21.2%</b>

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

## 6.2. 相对估值

我们选取烘焙行业中与公司业务相似或相近的可比公司: 海融科技、立高食品、桃李面包, 截至 2022 年 5 月 20 日, 根据 Wind 一致预期, 行业可比公司 2022-2024 年平均估值分别 29.16/21.79/16.54 倍。根据行业可比平均估值, 我们给予南侨食品 2022 年 30-35 倍 PE, 对应现价仍有空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

**表 21: 可比公司相对估值**

标的	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
-	归母净利润			PE		
海融科技	1.45	2.03	3.15	23.74	16.97	10.96
立高食品	3.14	4.46	5.87	41.71	29.44	22.34
桃李面包	8.49	9.87	11.47	22.03	18.96	16.32
平均值	4.36	5.45	6.83	29.16	21.79	16.54
南侨食品	3.69	4.59	5.96	24.33	19.54	15.04

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

## 7. 风险提示

**食品安全的风险。**近年来，消费者对食品安全的要求与日俱增，食品安全问题也日益受到监管部门和社会舆论的高度关注。虽然公司建立了严格的食品安全控制体系，但由于公司生产经营环节众多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，一旦公司及客户有所疏忽，食品安全问题依旧可能发生，出现媒体关注，消费者向公司追溯赔偿或监管部门对公司进行处罚等状况，从而对公司的品牌形象以及相关产品的销售造成不良影响。

**原材料价格波动风险。**公司作为生产型企业，直接材料成本占比较高，其主要原材料为大豆油、糖类、面粉等大宗农产品原料，其价格波动会影响公司产品的毛利率和经营利润。

**产能消化不及预期。**若消费者的消费习惯发生变化，或者下游连锁饼店、面包房等烘焙食品加工销售企业出现经营不善等经营问题，将会对公司的产品需求产生不利影响。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2841	3525	4140	4885	<b>营业收入</b>	2873	3370	3919	4749
现金	2038	2584	3061	3593	营业成本	1979	2443	2741	3279
交易性金融资产	0	34	29	21	营业税金及附加	22	28	31	38
应收账款	219	237	284	349	营业费用	211	222	274	318
其它应收款	3	6	7	7	管理费用	157	168	235	285
预付账款	19	24	29	33	研发费用	80	84	98	119
存货	556	614	712	865	财务费用	(21)	3	5	5
其他	6	25	18	16	资产减值损失	4	(2)	(2)	(2)
<b>非流动资产</b>	1280	1156	1085	1023	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	18	20	22	20
固定资产	1033	960	895	811	<b>营业利润</b>	460	443	559	727
无形资产	60	59	59	61	营业外收支	(1)	2	2	2
在建工程	43	45	32	35	<b>利润总额</b>	459	445	561	729
其他	144	92	98	116	所得税	90	76	101	131
<b>资产总计</b>	4120	4680	5225	5908	<b>净利润</b>	369	369	460	598
<b>流动负债</b>	836	1006	1083	1158	少数股东损益	1	1	1	2
短期借款	291	392	384	356	<b>归属母公司净利润</b>	368	369	459	596
应付款项	221	265	310	364	EBITDA	547	498	608	769
预收账款	0	16	6	10	EPS (最新摊薄)	0.86	0.86	1.07	1.39
其他	324	333	382	428	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	84	36	44	55		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	84	36	44	55	营业收入	23.71%	17.30%	16.30%	21.16%
<b>负债合计</b>	919	1042	1127	1213	营业利润	9.78%	-3.80%	26.14%	30.18%
少数股东权益	3	3	4	5	归属母公司净利润	9.01%	0.09%	24.54%	29.88%
归属母公司股东权益	3199	3635	4094	4691	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4120	4680	5225	5908	毛利率	31.12%	27.50%	30.06%	30.96%
					净利率	12.85%	10.96%	11.73%	12.59%
					ROE	14.31%	10.78%	11.87%	13.57%
					ROIC	9.97%	8.74%	9.77%	11.23%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	22.31%	22.26%	21.57%	20.52%
					净负债比率	32.80%	38.81%	34.76%	30.17%
					流动比率	3.40	3.50	3.82	4.22
					速动比率	2.73	2.89	3.17	3.47
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.82	0.77	0.79	0.85
					应收账款周转率	15.33	15.01	15.46	15.39
					应付账款周转率	10.13	10.07	9.54	9.73
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.86	0.86	1.07	1.39
					每股经营现金	0.50	0.97	1.12	1.28
					每股净资产	7.48	8.50	9.57	10.97
					<b>估值比率</b>				
					P/E	24.35	24.33	19.54	15.04
					P/B	2.81	2.47	2.19	1.91
					EV/EBITDA	23.02	13.62	10.37	7.50

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>