



Research and
Development Center

具备先发优势，抢占增量市场

—立高食品(300973)公司跟踪报告

2021 年 11 月 28 日

马铮 首席分析师
S1500520110001
13392190215
mazheng@cindasc.com

相关研究

1. 立足长远，份额优先
2. 产品和渠道双驱动，营收持续高增
3. 渠道体系优势，终端深度服务

证券研究报告

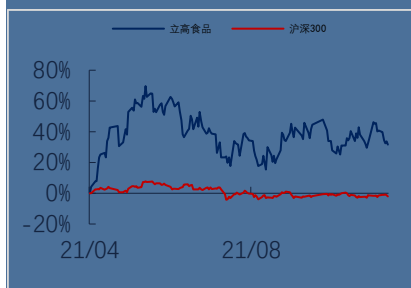
公司研究

公司跟踪报告

立高食品(300973)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	135.51
52 周内股价波动区间(元)	174.76-103.00
最近一月涨跌幅(%)	-3.14
总股本(亿股)	1.69
流通 A 股比例(%)	22.49
总市值(亿元)	229.47

资料来源：信达证券研发中心

具备先发优势，抢占增量市场

2021 年 11 月 28 日

本期内容提要：

◆**短期看 KA，长期看餐饮，核心是烘焙。**麻薯单品在山姆店目前仍是有限的，随着公司产能提升，麻薯单品仍会继续放量。瑞士卷在山姆店已经成为热卖的第二个单品，慕斯蛋糕、牛角包等品类也有望成为大单品。短期内品类延伸和大单品继续放量带动 KA 渠道的增长。餐饮渠道是未来的战略重点。餐饮的增长逻辑是来自于餐饮的万亿级别赛道，发展的空间巨大。公司在餐饮渠道的体量较小，主要由于此前于人员配备、产品配套和客户资源等方面都有欠缺。目前公司单独成立事业部，加强人员的配备和产品开发能力，力争先突破餐饮 KA 渠道。烘焙渠道渗透率仍低，成长有空间。公司在饼店渠道的渗透率低，以及烘焙门店使用冷冻半成品的占比较低。公司在饼类、丹麦类产品在烘焙渠道有延伸，慕斯蛋糕也有望成为爆发点。烘焙渠道仍有下沉的空间。

◆**烘焙有技术壁垒，公司有先发优势。**烘焙行业有一定的技术壁垒，主要体现在产品配方和大规模生产工艺。公司在研发的投入较大，老品的竞争日趋激烈，公司在研发上大量投入，寻求在品类上的突破。大单品策略，规模化生产，公司具有规模效应。随着人效的提升，管理方面也会有规模效应。管理层激励强，战略清晰，积极进取。公司重视销售团队的建设，销售服务能力强。销售人员除了协助经销商管理，还要维护老客户和开发新客户。销售团队的服务增强了客户的粘性。烘焙行业虽然进入壁垒不高，但是公司已具有综合的竞争优势，市占率有望进一步提升。

◆**积极建设冷冻烘焙产能，完善自身物流体系。**短期内公司河南和浙江工厂保障冷冻烘焙产能供应。未来公司还将扩大生产基地，以覆盖华中、西南等区域，完善产能布局。冷冻烘焙行业对冷链物流的要求高，尤其对于慕斯蛋糕、丹麦类产品。公司打造物流体系能保障产品稳定性，也能形成规模效应，摊薄内部成本。

◆**盈利预测与投资评级：**冷冻烘焙食品行业处于发展初期，冷冻半成品渗透率低，市场空间大。公司产品渠道双驱动，多元化渠道有利于抢占更多增量市场。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.63/2.08/3.11 元，对应 PE 分别为 83.01/65.09/43.61 倍，给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**产品提价；原材料价格下降；业绩超预期等。

◆**风险因素：**原材料价格上涨超预期；产能扩张不及预期；食品安全事故。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,584	1,810	2,727	3,619	4,838
增长率 YoY %	20.6%	14.3%	50.7%	32.7%	33.7%
归属母公司净利润(百万元)	181	232	276	353	526
增长率 YoY%	246.8%	27.9%	19.1%	27.5%	49.3%
毛利率%	41.3%	38.3%	36.1%	36.1%	36.3%
净资产收益率 ROE%	38.5%	35.6%	13.5%	15.6%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.07	1.37	1.63	2.08	3.11
市盈率 P/E(倍)	0.00	0.00	83.01	65.09	43.61
市净率 P/B(倍)	0.00	0.00	11.24	10.13	8.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 11 月 27 日收盘价

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

请阅读最后一页

声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

1 短期看 KA，长期看餐饮，核心是烘焙

大单品放量和品类扩张带动 KA 渠道高增长。山姆和盒马是 KA 渠道主要的客户，也是短期增长的核心。第一，麻薯在山姆店仍是限量的，公司的产能供应不足，麻薯仍会继续放量；第二，更多的 SKU 会切入山姆店，瑞士卷已经成为热卖的第二个单品，目前只在区域门店供应，慕斯蛋糕、牛角包等品类也有望在山姆渠道成为大单品；第三，山姆门店数量仍在增长，目前开店数量已达到 36 家，我们预计到 2022 年底，山姆开业及在建门店将达到 40-45 家。随着高端旗舰店的烘焙产品在零售渠道里面的受重视程度越来越高，我们认为华润万家、大润发、家乐福等 KA 会更重视这个领域，那么公司在 KA 渠道的增长空间有望进一步打开。山姆当前占公司的收入比重较大，增长势头强劲，产能方面也会优先供应。对于公司来讲，机会和挑战并存。短期内由于公司产能供应无法完全被竞争对手替代，大客户丢失的风险较小。公司在山姆渠道的品类更加多元化，也降低了整体的风险。但是大客户的议价能力强，公司在产品定价方面会有优惠，同时产品提价的难度也较大。考虑到公司未来在餐饮 KA 和其他零售 KA 的发展，山姆的占比可能会有降低，渠道结构有望优化。

餐饮渠道是长期发展的重点，但短期存在难点。餐饮的增长逻辑是来自于餐饮的万亿级别赛道，发展的空间巨大。同时餐饮渠道没有太多市场竞争，以增量市场为主。但是短期发展仍有痛点，餐饮市场是比较细分的渠道，例如火锅店、酒店、快餐等，不同渠道的设备条件和产品需求也是不一样的。公司餐饮渠道体量较小，主要由于公司擅长烘焙，但是在餐饮渠道的人员配备、产品配套和客户资源等方面都有欠缺。目前公司单独成立事业部，加强人员的配备和产品开发能力，力争先突破餐饮 KA 渠道。餐饮企业讲究差异性，要求产品定制化，对供应商的研发能力要求高。由于很多餐饮企业仍缺少发酵箱、专用冰柜等设备，因此适配的产品更多需要熟品。例如早餐系列的熟品，以面包为主的简单易加工的产品。应用的渠道或渠道有酒店的早餐，包括下午茶，还有婚宴、自助餐等渠道。

烘焙渠道渗透率仍低，成长有空间。对于连锁饼店，公司提供冷冻半成品替代原有的手工产品，以达到降低饼店人力成本和运营成本的效果。随着人工成本越来越高，饼店使用冷冻面团的概率会越来越大。国内烘焙市场大概有三四十万家饼店，公司合作过的饼店数量才超过五万家，当前烘焙渠道的渗透率仍较低。在产品方面，饼店使用冷冻面团主要以挞皮、饼类和酥类产品为主，现在公司在饼店的占比不到 10%，未来有望提升到 30-40%。品类方面，饼类、丹麦类产品在烘焙渠道有延伸，慕斯蛋糕也有望成为爆发点。此外，烘焙店销售渠道仍有下沉的空间。

2 烘焙有技术壁垒，公司有先发优势

烘焙行业有一定的技术壁垒。第一，原料配比的积累，烘焙产品有醒发和发酵的工艺。在配方上，不同原辅料的选择和具体的配比会影响烘焙食品的口感和品质，也会改变其制作工艺。第二，工业化生产能力，大规模生产有品控难度。公司具有先发优势，目前对整个工业化的能力的数据，包括工业化的监控能力比竞争对手强。

公司在研发的投入较大。公司在研发领域的长期投入，17-20 年研发人员数量和研发投入复合增速分别为 21.1%和 21.2%。老品的竞争日趋激烈，公司在研发上大量投入，加强新品的研发，寻求在品类和 SKU 上的突破。公司的研发优势在于：第一，凭借完善的研发体系和高质量的研发团队，公司不断开发出适合规模化生产的产品配方。第二，通过高效、直接

地了解客户实际需求，公司具备快速的产品迭代能力。第三，大量生产设备需要根据生产工艺进行自主改造，公司已组建了经验丰富的机械团队。

大单品策略，规模化生产，公司具有规模效应。公司实现大单品策略，产品要有一定的量，能实现规模化生产。甜甜圈、挞皮、麻薯等都是过亿的单品，瑞士卷、慕斯蛋糕潜力很大。规模效应不仅体现生产制造方面，随着人效的提升，管理方面也会有规模效应。

管理层激励强，积极进取。总经理陈和军主管整个集团，精力充沛，战略眼光清晰。企业文化狼性，军魂文化管理销售团队，强调团队执行力。公司对管理层的股权激励较大，核心管理团队持股比例较重，有利于激发经营活力和提高公司运转效率，加强核心团队的稳定性。

重视销售团队的建设，销售服务能力强。截至 2020 年底，公司销售人员达到 983 人，远高于竞争对手。销售人员除了协助经销商管理，还要维护和开发终端。经销商更多是配送服务，对终端的掌控相对较弱，对厂家的议价能力也较弱。公司销售人员主要进行区域化服务，自主或应经销商需要深入终端客户进行服务，或在当地召开烘焙培训、新品推介等活动。公司还持续为员工提供管理、技术、营销等全方位的培训教育。

3 积极建设冷冻烘焙产能，完善自身物流体系

河南和浙江工厂保障冷冻烘焙产能供应。21 年南沙二厂投入运营，冷冻蛋糕、丹麦类牛角包、麻薯、饼类等产线快速投入保障了今年产能供应。浙江长兴产能扩充和河南卫辉投产，能缩短公司对重点市场的配送距离，有利于提升对华北市场的服务能力。根据募投项目，公司浙江长兴和河南卫辉工厂新增冷冻烘焙产能合计约为 5.1 万吨，我们预计达产后会贡献收入约 10.7 亿元，能保障 22 年的冷冻烘焙产能供应。未来公司还将扩大生产基地，以覆盖华中、西南等区域，完善产能布局。

公司打造物流体系能保障产品稳定性，也能形成规模效应，摊薄内部成本。冷冻烘焙行业对冷链物流的要求高，尤其对于慕斯蛋糕、丹麦类产品。流通环节需要配送的高效率，包括冷链车辆的供给，这样保证产品有足够好的稳定性。针对烘焙食品原料，公司在广东省内主要通过自有车辆配送，配送半径覆盖约 300 公里，广东省外的区域则主要通过第三方物流公司进行配送。公司较早建设前置仓，布局全国的物流体系。针对冷冻烘焙食品，公司自有车辆主要负责厂区及各地仓库至客户处的物流，对于厂区及各仓库间的干线运输，以及少量偏远地区的配送则由第三方物流公司负责。立高成立供应链公司，一方面提升配送的效率，同时也会摊薄内部配送成本。

4 风险因素

原材料成本上涨超预期。若原材料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

产能扩张不及预期。公司产能紧张，工厂投产不及预期，会影响业绩达成。

食品安全风险。公司为食品生产制造企业，若发生食品安全事故将对立高品牌造成不利影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	441	482	1,895	2,084	2,432
货币资金	193	204	1,506	1,572	1,752
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	80	113	134	178	239
预付账款	16	14	21	25	31
存货	117	141	215	285	380
其他	35	11	19	24	30
非流动资产	354	492	644	828	1,032
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	266	291	375	455	531
无形资产	48	69	87	111	138
其他	40	132	182	262	362
资产总计	795	975	2,539	2,913	3,463
流动负债	281	310	485	636	840
短期借款	30	0	20	20	20
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	119	141	215	285	380
其他	132	170	250	331	440
非流动负债	44	13	13	13	13
长期借款	29	0	0	0	0
其他	15	13	13	13	13
负债合计	325	323	498	648	853
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	471	652	2,042	2,264	2,611
负债和股东权益	795	975	2,539	2,913	3,463

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,584	1,810	2,727	3,619	4,838
同比 (%)	20.6%	14.3%	50.7%	32.7%	33.7%
归属母公司净利润	181	232	276	353	526
同比 (%)	246.8%	27.9%	19.1%	27.5%	49.3%
毛利率 (%)	41.3%	38.3%	36.1%	36.1%	36.3%
ROE%	38.5%	35.6%	13.5%	15.6%	20.2%
EPS (摊薄)(元)	1.07	1.37	1.63	2.08	3.11
P/E	0.00	0.00	83.01	65.09	43.61
P/B	0.00	0.00	11.24	10.13	8.79

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,584	1,810	2,727	3,619	4,838
营业成本	930	1,117	1,741	2,311	3,082
营业税金及附加	12	13	19	25	34
销售费用	308	253	387	510	682
管理费用	71	87	164	246	271
研发费用	42	53	98	123	155
财务费用	2	0	-8	-14	-16
减值损失合	-1	-3	0	0	0
投资净收益	0	0	10	10	10
其他	9	5	10	13	17
营业利润	226	290	345	441	658
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	226	290	345	441	658
所得税	44	58	69	88	131
净利润	181	232	276	353	526
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	181	232	276	353	526
EBITDA	252	328	339	430	647
EPS (当	1.07	1.37	1.63	2.08	3.11

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	264	285	331	395	583
净利润	181	232	276	353	526
折旧摊销	31	40	22	27	32
财务费用	2	2	0	1	1
投资损失	0	0	-10	-10	-10
营运资金变	46	9	44	27	37
其它	3	2	-2	-2	-3
投资活动现金流	-124	-157	-162	-199	-222
资本支出	-104	-156	-174	-211	-235
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-20	-2	12	12	13
筹资活动现金流	-39	-118	1,133	-131	-181
吸收投资	0	0	42	0	0
借款	-4	-60	20	0	0
支付利息或股息	-35	-53	-84	-131	-181

EV/EBITDA	-0.53	-0.62	63.25	49.76	32.81	现金流净增 加额	100	10	1,302	65	180
-----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------------	-----	----	-------	----	-----

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。