

# 立高食品 (300973.SZ)

小组制研发聚焦大单品培育，  
全渠道统筹推进全品类发展

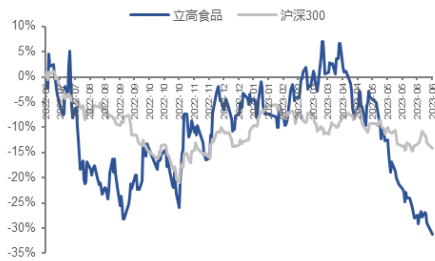
## 买入(首次评级)

当前价格: 67.94 元  
 目标价格: 88 元

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	169/71
总市值/流通市值 (百万元)	11505/4827
每股净资产 (元)	12.43
资产负债率 (%)	35.31
一年内最高/最低 (元)	105.75/67.94

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 刘畅  
 执业证书编号: S0210523050001  
 邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师: 童杰  
 执业证书编号: S0210523050002  
 邮箱: tj30105@hfzq.com.cn

分析师: 王瑾璐  
 执业证书编号: S0210522090002  
 邮箱: wjl3257@hfzq.com.cn

### 投资要点:

➤ **冷冻烘焙龙头，深耕大烘焙行业。**公司成立于2000年，以奶油业务起家，是国产奶油头部企业，2014年后将业务扩展至冷冻烘焙食品领域，目前公司拥有烘焙食品原料和冷冻烘焙食品两大类产品，产品总量超1000种。虽然上市以来由于外部干扰因素较多，公司基本面有一定波动，但是随着公司内部改革的持续进行，经营全面改善可期。

➤ **冷冻烘焙行业高景气度，行业空间广阔。**从供给端看，壁垒较高，要求较高的资金、技术、渠道能力。从需求端看，冷冻烘焙可以解决终端烘焙门店痛点，降本提效、丰富SKU提高收入，以山姆为代表的商超渠道和新零售渠道对冷冻烘焙的需求也进一步增加。2020年我国的冷冻烘焙的渗透率只有5%，与发达国家还有较大差距，提升空间巨大。根据艾媒咨询，2022年中国烘焙食品行业市场规模达2853亿元，预计2025年市场规模将达到3518亿元。假设到2025年，冷冻烘焙渗透率可达10%左右，则冷冻烘焙市场规模可达352亿元。另外国内冷冻烘焙行业格局相对分散，根据观研天下，2021年立高市占率为15.51%，CR5为38.85%。

➤ **竞争优势突出，改革成效有望兑现。**(1) **产品研发端:** 研发端根据品类划分项目小组，研发提效促进新品研发；产品多样化满足各类需求，采取大单品策略，大单品持续放量增强规模优势，同时产能持续扩建，将形成华南、华东和华北三大生产区域，九大生产厂区的布局；(2) **渠道端:** 以经销模式为主，截止2022年末合作经销商超过2200家，直销客户超过550家，渠道网点超过20万个，建立起全国化布局，2022年公司启动销售中心改革，推进渠道融合和下沉，未来渠道效率有望进一步提升。

➤ **盈利预测与投资建议:** 预计公司2023-2025年归母净利润将达到2.98/4.44/5.93亿元，三年同比增长108%/49%/34%，三年复合增速达60%，由于公司所在的冷冻烘焙行业是高速发展的新兴行业，公司为行业龙头，同时公司积极推进改革，未来效果有望逐步显现，业绩有望持续高增，给予公司2023年50倍PE，对应目标价88元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示:** 原材料成本波动风险；经销商管理风险；行业竞争加剧；食品安全风险；业绩不达预期对估值溢价的负面影响风险

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,817	2,911	3,946	5,103	6,372
增长率	56%	3%	36%	29%	25%
净利润 (百万元)	283	144	298	444	593
增长率	22%	-49%	108%	49%	34%
EPS (元/股)	1.67	0.85	1.76	2.62	3.50
市盈率 (P/E)	41	80	39	26	19
市净率 (P/B)	6	5	5	4	4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

### 相关报告

## 投资要件

### 关键假设：

**假设 1：冷冻烘焙食品：**考虑到冷冻烘焙行业正处于快速发展期，行业景气度高，渗透率持续提升，公司作为行业龙头，研发技术优势明显，产品矩阵丰富，品类多样化优势明显，大单品迭代更新持续放量，未来有望持续高增，预计 2023-25 年吨价增速分别为 6%/5%/5%，量的增速为 30%/25%/20%，营收增速分别为 38%/31%/26%，毛利率分别为 35%/36%/36%。

**假设 2：烘焙食品原料：**(1) 奶油：公司最早也是目前发展最大最成熟的烘焙原料业务，未来公司奶油产品结构会逐步升级，含乳脂植脂奶油和稀奶油的占比会逐步提高。预计 2023-25 年吨价增速分别为 5%/5%/5%，销量增速分别为 30%/25%/20%，营收增速分别为 37%/31%/26%，毛利率分别为 38%/38.5%/39%；(2) 水果制品：果泥主要用于下游茶饮市场，是拉动水果制品的主要品类，预计 2023-25 年吨价增速分别为 2%/2%/2%，销量增速分别为 25%/20%/15%，营收增速分别为 28%/22%/17%，毛利率分别为 29.2%/29.4%/29.6%；(3) 酱料：近五年来公司烘焙食品原料中增速最快的品类，预计 2023-25 年吨价增速分别为 2%/2%/2%，销量增速分别为 25%/20%/20%，营收增速分别为 30%/22%/22%，毛利率分别为 21%/21.5%/22%；

### 区别于市场的观点：

市场认为当前冷冻烘焙行业竞争格局相对分散，公司面临激烈的行业竞争，市占率会有所下降。但是我们认为公司作为国内冷冻烘焙龙头公司，已经具备了一定的品牌力和先发优势，而且随着公司产品研发中心和渠道的改革，未来有望进一步提升竞争优势，持续提升市占率。

### 股价上涨的催化因素：

新品销售超预期，公司商超客户收入增长超预期。

### 估值和目标价：

考虑到立高食品是冷冻烘焙行业龙头公司，其它和公司有业务有一定相关性的上市公司中：海融科技业务以奶油为主；安井食品以速冻业务为主，千味央厨以速冻米面业务为主，与公司冷冻烘焙产品属于速冻食品行业。因此本文选取海融科技、千味央厨、安井食品作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 33/24/18 倍，23-25 年三年平均 CAGR 为 37%。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 2.98/4.44/5.93 亿元，三年同比增长 108%/49%/34%，三年复合增速达 60%，由于公司所在的冷冻烘焙行业是高速发展的新兴行业，公司为行业龙头，同时公司积极推进改革，未来效果有望逐步显现，业绩有望持续高增，给予公司 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 88 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级

### 风险提示：

原材料成本波动风险；经销商管理风险；行业竞争加剧；食品安全风险；业绩不达预期对估值溢价的负面影响风险

## 正文目录

1 聚光灯下的明星企业，波动发展不改长期向好.....	4
2 冷冻烘焙是长坡厚雪，供给端高壁垒，需求端空间大.....	5
3 生产端小组制改革，产品加速迭代沉淀核心单品.....	7
4 渠道端整体融合下沉，激发销售潜力.....	8
5 盈利预测与估值分析.....	9
6 风险提示.....	11

## 图表目录

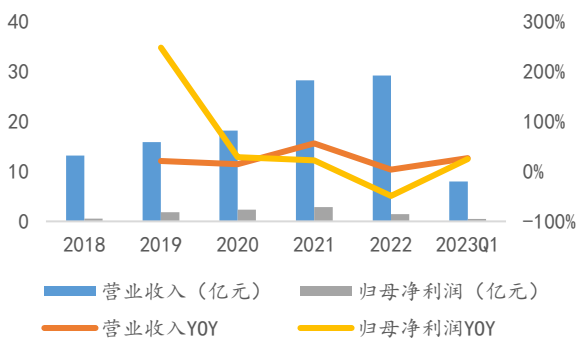
图表 1：公司营收和净利润及增速.....	4
图表 2：分产品收入占比.....	4
图表 3：公司毛利率及净利率.....	4
图表 4：公司期间费用率.....	4
图表 5：冷冻烘焙食品解决了传统前店后厂模式经营的烘焙店系列问题.....	6
图表 6：中国人均烘焙食品消费额远低于发达国家.....	6
图表 7：中国人均烘焙食品消费量远低于发达国家.....	6
图表 8：2018-2025 中国烘焙行业市场规模及预测.....	7
图表 9：2021 年我国冷冻烘焙行业市占率.....	7
图表 10：产品中心.....	7
图表 11：产能在建的项目.....	8
图表 12：2018-2022 立高各产品产能（吨）.....	8
图表 13：2018-2022 立高产品产能利用率.....	8
图表 14：2018-2022 各渠道营收占比.....	9
图表 15：渠道融合前后组织架构对比.....	9
图表 16：盈利预测.....	10
图表 17：可比公司估值.....	11
图表 17：财务预测摘要.....	13

## 1 聚光灯下的明星企业，波动发展不改长期向好

**奶油产品起家，深耕大烘焙行业。**2000年，立高有限责任公司在广州成立，推出中国首个植脂奶油品牌“立高”，之后成为了国产奶油头部品牌。2014年公司收购广州奥昆和广州昊道的控股权，将业务扩展至冷冻烘焙食品和酱料领域，迈向“大烘焙”的经营模式。2021年立高食品登陆创业板上市，成为了“冷冻烘焙食品第一股”。彭裕辉、赵松涛（彭裕辉姐夫）、彭永成（彭裕辉父亲）为公司实际控制人，截止2022年12月，三人直接和间接控制公司共计34.95%的股份，控制权相对集中。

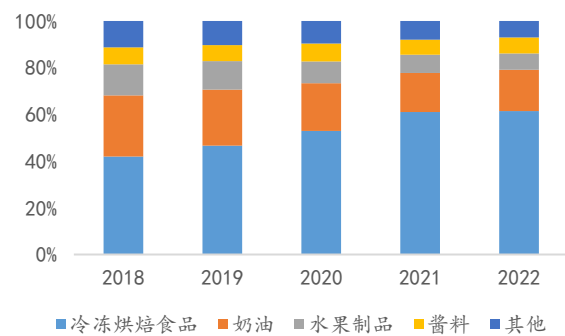
**产品种类多样，冷冻烘焙食品拉动增长。**公司产品包括烘焙食品原料和冷冻烘焙食品两大类，品规总量超1000种。2022年，公司冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料营业收入分别为17.84/5.13/2.05/1.97/2.07亿元，同比+3.81%/+8.95%/-6.29%/+7.48%/-7.49%，冷冻烘焙食品的营收占比达61.41%，是拉动公司收入增长的第一大产品；奶油营收占比达到17.65%，是公司的第二大业务。

图表 1：公司营收和净利润及增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

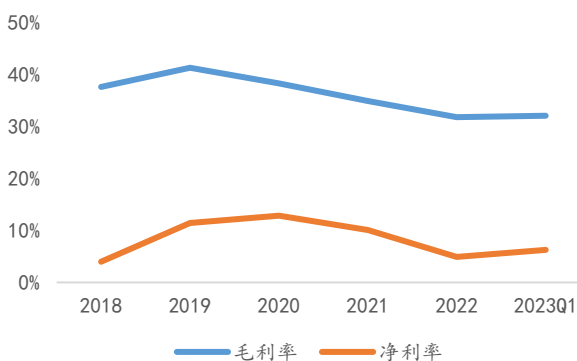
图表 2：分产品收入占比



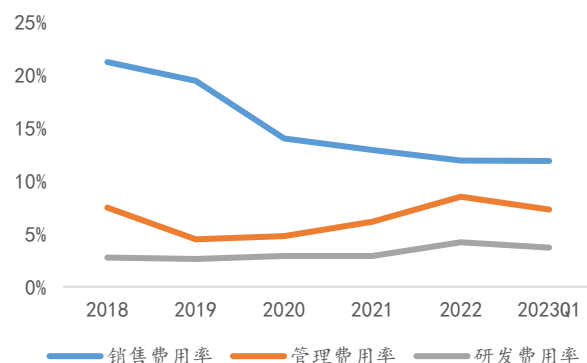
数据来源：公司公告，华福证券研究所

**毛利率下降，期间费用率降低，净利率波动。**近年来，受油脂等原材料价格上涨和初期产能利用较低的影响，公司毛利率下降。但是由于规模经济效应，销售费用率呈现明显下降趋势，由于股权激励费用和加大研发投入，管理费用率和研发费用率小幅度上升，期间费用率降低，净利率波动。

图表 3：公司毛利率及净利率



图表 4：公司期间费用率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 股价复盘：波动发展，长期向好

**第一阶段（21年4-5月）：冷冻烘焙龙头，享受高估值。**公司是冷冻烘焙上市第一股，冷冻烘焙为新兴行业，发展空间广阔，叠加公司21年Q1报表表现优异，公司上市后，市场给予了公司较高估值，股价持续上行。

**第二阶段（21年6月-22年4月）：外部扰动因素较多，公司业绩承压。**21年H2起，公司受到油脂等原材料上涨和疫情的扰动，再叠加7月底股权激励出台锁定108元行权价格，公司股价开始下行震荡。22年初在原材料继续超预期上行、华东疫情爆发导致外部需求疲软、股权激励落空内部部分高管离职等多重利空因素下，公司业绩承压，股价一路下行，达到上市以来的最低点。

**第三阶段（22年5月-23年3月）：推进内部改革，股价震荡修复。**受到疫情预期好转和上轮股价超跌的影响，公司股价迎来修复，但是此时公司基本面并未发生较大的好转，股价短暂上涨后再次下行。22年8月公司发布新一轮股票激励，同时推进内部改革，23年Q1改革成效阶段性兑现，股价震荡修复。

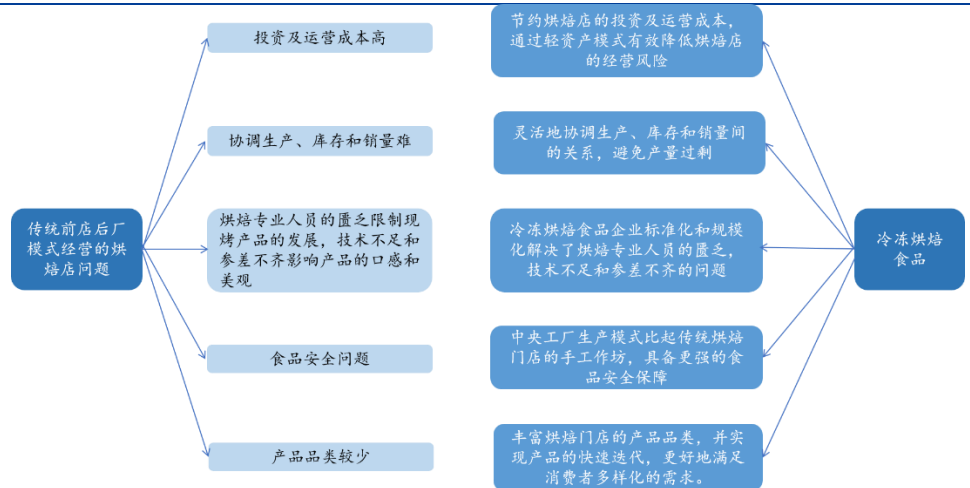
**第四阶段（23年4月-至今）：需求疲软，改革持续推进。**当前烘焙流通消费复苏较慢，需求端有待恢复，股价下行，但是未来随着公司产品中心改革和渠道融合下沉的持续推进，经营全面改善可期。

## 2 冷冻烘焙是长坡厚雪，供给端高壁垒，需求端空间大

**供给端高壁垒，要求较高的资金、技术、渠道能力。**烘焙行业产线资本投入较高，且大规模生产需通过大量经验定制化改造设备并调试协同，因此形成了较高的资金及技术壁垒。而多样化产品需要技术及业务人员对终端客户进行持续的技术指导、培训和服务，但饼店客户分布广泛、需求零散，需要公司建立庞大的市场销售和服务网络，且具备很强的渠道维护和管理经验，从而实现全国化渠道布局。

**冷冻烘焙可解决终端烘焙门店痛点，降本提效、丰富SKU提高收入。**传统前店后厂模式经营的烘焙店面临着成本高、需要协调生产、库存和销量的关系、烘焙专业人员匮乏、技术不足和参差不齐、食品安全、产品品类较少等问题，而冷冻烘焙可以实现产品的规模化生产、保持口感、稳定性好，更加安全，降低烘焙店运营成本，丰富SKU满足消费者多样化需求，提高收入。

**图表 5：冷冻烘焙食品解决了传统前店后厂模式经营的烘焙店系列问题**

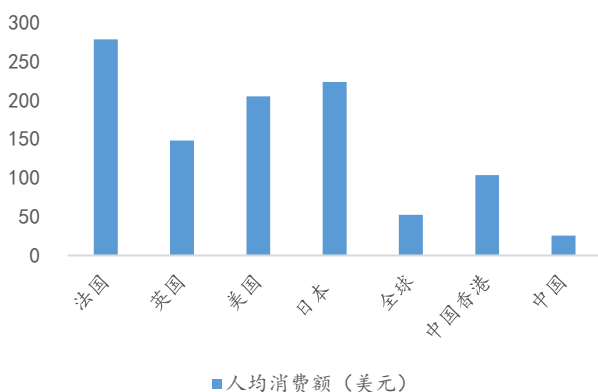


数据来源：公司公告，华福证券研究所

以山姆为代表的商超渠道和新零售渠道对冷冻烘焙的需求增加。随着消费升级，消费者更倾向于现烤产品，现烤烘焙食品可以为商超营造良好的氛围，并带来可观的利润，受到商超的青睐。但是商超缺少自建的烘焙产线，大多选择采购第三方产品的模式，因此，能够提供品质稳定的烘焙品、产品品类丰富且具备冷链运输能力的冷冻烘焙厂商成为了商超的选择。同时，冷冻烘焙食品可以帮助新零售渠道销售现烤产品，减少开支，丰富产品结构，提高烘焙食品的口感和质量，提升消费者的消费体验和购买欲望。

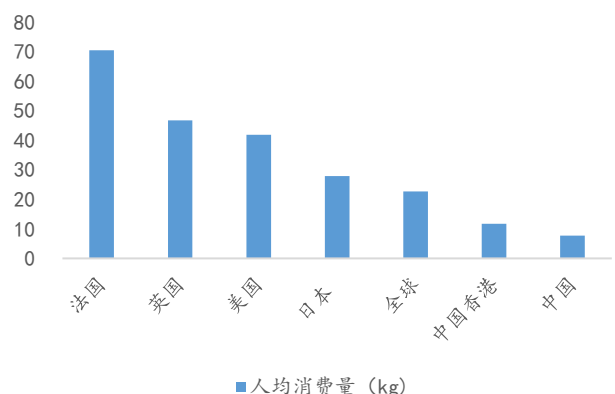
冷冻烘焙渗透率提升空间大，行业持续扩容，竞争格局相对分散。根据华经产业院研究数据，2021 年我国内地烘焙食品人均消费额和人均消费量远低于发达国家。2020 年我国冷冻烘焙渗透率仅为 5%，还有较大的提升空间。根据艾媒咨询，2022 年中国烘焙食品行业市场规模达 2853 亿元，随着人均消费水平的增长及餐饮消费结构调整，市场有望进一步扩容，预计 2025 年市场规模将达到 3518 亿元。假设到 2025 年，冷冻烘焙渗透率可达 10%左右，则冷冻烘焙市场规模可达 352 亿元。根据观研天下数据，立高食品为冷烘焙龙头企业，2021 年市占率为 15.51%，其余较大的冷冻烘焙公司有恩喜村、鑫万来、新迪嘉禾、黑玫瑰、高贝等。

**图表 6：中国人均烘焙食品消费额远低于发达国家**



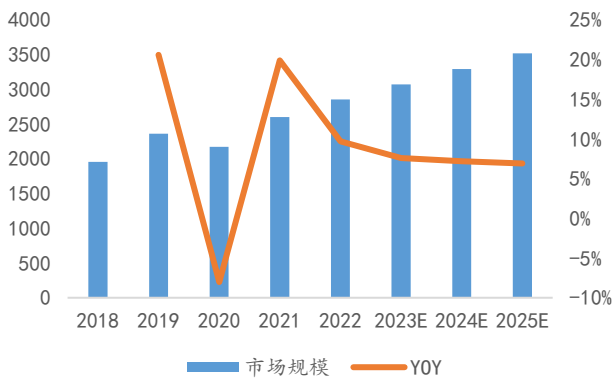
数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

**图表 7：中国人均烘焙食品消费量远低于发达国家**



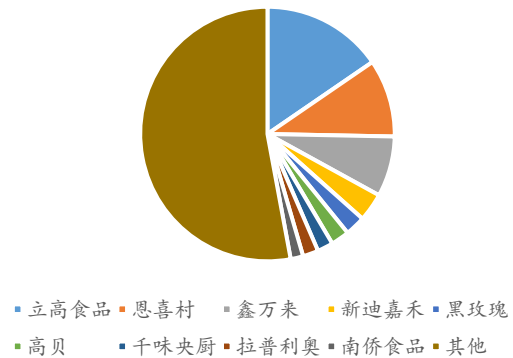
数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 8：2018-2025 中国烘焙行业市场规模及预测



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

图表 9：2021 年我国冷冻烘焙行业市占率



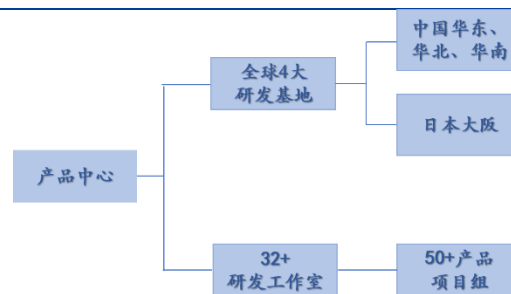
数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

### 3 生产端小组制改革，产品加速迭代沉淀核心单品

**研发端根据品类划分项目小组，精细化管理加速产品推新。**2022 年公司进行了产品中心改革，改革前有 3 大产品中心，分别负责烘焙/酱料/奶油的研发，由各个产品中心的下属总经理决定新品研发种类和进度，总经理权力较大拥有一票否决权。改组后在中国华东、华北、华南、日本大阪成立 4 大研发基地，成立 32+ 研发工作室，组建 50 多个产品小组，小组的研发方向按照细分产品划分，根据下游各类渠道进行针对性研发，每个小组对产品品质、成本、综合竞争力负责，产品在正式推出之前，会经过审慎的内部测评。

**激励充分，促进新品研发节奏。**改革前，产品经理提成完全取决于负责产品的销售情况，导致所有产品经理倾向于不断迭代大单品，对一些未来有潜力但短期销量不高的项目缺乏积极性，使公司产品线走向单一。改革后基本上取消了与产品的销售收入直接挂钩的奖励制度，而是根据研发新品的数量、产品品质或者某一项关键技术的攻克发放奖金，鼓励研发人员专注于多品类的研发工作，丰富公司产品矩阵，优化产品品质，为长期发展打下基础。

图表 10：产品中心



数据来源：公司微信公众号，华福证券研究所

**大单品放量增强规模优势，产品迭代更新保障后续扩张。**公司采取大单品策略，从而实现工业化生产和规模效应。冷冻烘焙食品方面，挞皮和甜甜圈在 2017-2020 年为公司的主打单品；2021 年冷冻蛋糕和麻薯接力放量。22 年 5 月公司新品奶酪杂粮包上市，契合了消费者需求，销售额持续增长，有望成为下一个大单品。23 年

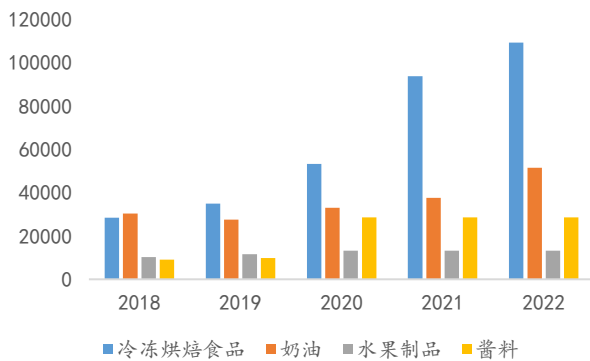
以来公司推出了丹麦甜甜圈、慕斯蛋糕等新品，产品持续迭代。奶油方面，为了发展中高端市场，公司相继推出了含乳脂植脂奶油依乐斯和稀奶油 360pro 两大奶油单品，补全公司奶油中高端价格带，未来稀奶油和含乳脂植脂奶油占比有望持续提升，产品结构持续升级。

**产能扩张加速，扩大规模优势。**近些年来，公司各产品产能都处于增长趋势，2022 年冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料的产能分别达到 10.92/5.14/1.32/2.85 万吨，总计 20.23 万吨，产能利用率分别达到 70%/77%/101%/60%。其中，冷冻烘焙食品产能利用率较去年有所降低，主要系华北生产基地投产初期产能利用率相对较低。同时，公司继续进行产能扩建，形成华南、华东和华北三大生产区域，九大生产厂区的网络化布局，预计 2025 年公司总产能可达 33.70 万吨。

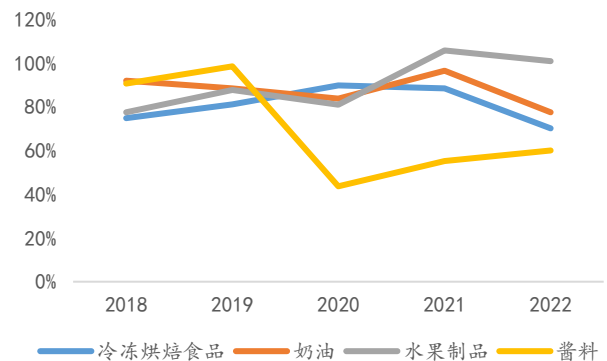
**图表 11：产能在建的项目**

产能扩建项目	可达到预定可使用状态日期	达产产能 (万吨)	
三水生产基地扩建项目	2025 年 5 月	奶油 (含挞液)	6.00
		肉松	0.57
		冷冻烘焙食品	0.81
华东生产基地建设及技改项目	2025 年 8 月	烘焙食品原材料	2.31
		冷冻烘焙食品	3.78
立高食品总部基地建设项目 (第一期)	—	冷冻烘焙食品	10.66

数据来源：公司公告，华福证券研究所

**图表 12：2018-2022 立高各产品产能 (吨)**


数据来源：公司公告，华福证券研究所

**图表 13：2018-2022 立高产品产能利用率**


数据来源：公司公告，华福证券研究所

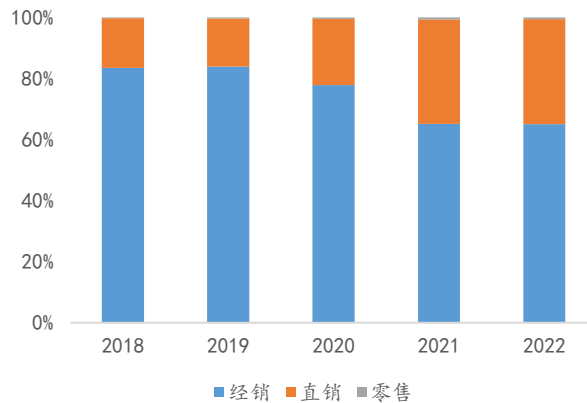
#### 4 渠道端整体融合下沉，激发销售潜力

**渠道网络全国化布局。**截止 2022 年末，公司渠道网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区，建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道，合作经销商超过 2200 家，直销客户超过 550 家，服务终端客户超过五万多家，渠道网点超过 20 万个。公司采取经销和直销相结合的销售模式，并补充少量线上电商的零售业务。从不同渠道的收入占比来看，2022 年立高经销/直销/零售渠道收入占比分别为 65.03%/34.34%/0.57%，经销占据主导地位，是销售产品的主要渠道；直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户，受益于和商超



大客户的合作，近两年立高直销占比显著增加。

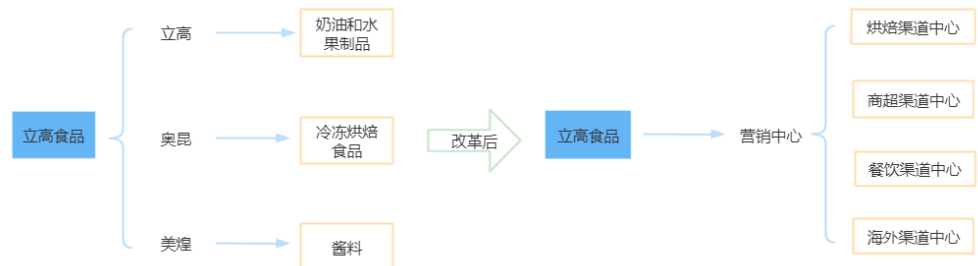
**图表 14：2018-2022 各渠道营收占比**



数据来源：公司公告，华福证券研究所

**渠道融合优势初步显现，渠道下沉拓宽市场。**2022 年下半年，立高启动了销售中心改革，将立高、奥昆、美煌三个部门的销售团队融合为集团层面的营销中心，营销中心下设烘焙/商超/餐饮/海外 4 个渠道中心。销售资源方面，改革前立高、奥昆、美煌的销售团队分别销售奶油和水果制品、冷冻烘焙产品、酱料，因此同一个饼店可能会有多个不同的销售团队分别推销不同的产品，造成销售资源浪费，改革后，通过单一销售人员即可完成全品类销售服务，人效有望得到显著提升。同理，经销商也可通过单一销售直接获得全产品的代理权。渠道下沉方面，改革前销售人员负责范围较广，主要以地级市作为划分单元，对下沉市场开拓力度不足；改革后，单个销售区域缩小，销售人员得以精耕地方渠道，深度挖掘潜在需求。

**图表 15：渠道融合前后组织架构对比**



数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 5 盈利预测与估值分析

**冷冻烘焙食品：**考虑到冷冻烘焙行业正处于快速发展期，行业景气度高，渗透率持续提升，公司作为行业龙头，研发技术优势明显，产品矩阵丰富，品类多样化优势明显，大单品迭代更新持续放量，未来有望持续高增，预计 2023-25 年吨价增速分别为 6%/5%/5%，量的增速为 30%/25%/20%，营收增速分别为 38%/31%/26%，毛利率分别为 35%/36%/36%。

**烘焙食品原料：（1）奶油**是公司最早也是目前发展最大最成熟的烘焙原料业务，

未来公司奶油产品结构会逐步升级，含乳脂植脂奶油和稀奶油的占比会逐步提高。预计 2023-25 年吨价增速分别为 5%/ 5%/ 5%，销量增速分别为 30%/25%/20%，营收增速分别为 37%/31%/26%，毛利率分别为 38%/38.5%/39%；**(2) 水果制品**包括果馅、果溶、果泥、饮料浓浆等，果泥主要用于下游茶饮市场，是拉动水果制品的主要品类，预计 2023-25 年吨价增速分别为 2%/2%/2%，销量增速分别为 25%/20%/15%，营收增速分别为 28%/22%/17%，毛利率分别为 29.2%/29.4%/29.6%；**(3) 酱料**主要包括沙拉酱系列和可仕达系列，其中沙拉酱单品过亿，可仕达酱 21 年上市，工艺难度更高，酱料是近五年来公司烘焙食品原料中增速最快的品类，预计 2023-25 年吨价增速分别为 2%/2%/2%，销量增速分别为 25%/20%/20%，营收增速分别为 30%/22%/22%，毛利率分别为 21%/21.5%/22%。

**图表 16：盈利预测**

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,908.97	3944.07	5100.45	6368.00
YoY	3.27%	35.58%	29.32%	24.85%
营业总成本 (百万元)	1984.49	2606.79	3323.68	4133.65
YoY	8.22%	31.36%	27.50%	24.37%
毛利率	31.78%	33.91%	34.84%	35.09%
<b>分业务拆分：</b>				
<b>冷冻烘焙食品</b>				
收入 (百万元)	1,783.88	2458.19	3226.37	4065.23
YoY	3.81%	37.80%	31.25%	26.00%
业务收入比例	61.32%	62.33%	63.26%	63.84%
<b>奶油</b>				
收入 (百万元)	512.61	699.71	918.37	1157.15
YoY	8.95%	36.50%	31.25%	26.00%
毛利率	35.16%	38.00%	38.50%	39.00%
业务收入比例	17.62%	17.74%	18.01%	18.17%
<b>水果制品</b>				
收入 (百万元)	204.55	260.80	319.22	374.45
YoY	-6.29%	27.50%	22.40%	17.30%
毛利率	29.03%	29.20%	29.40%	29.60%
业务收入比例	7.03%	6.61%	6.26%	5.88%
<b>酱料</b>				
收入 (百万元)	197.39	251.67	308.05	377.05
YoY	7.48%	30.00%	22.40%	22.40%
毛利率	20.63%	21.00%	21.50%	22.00%
业务收入比例	6.79%	6.38%	6.04%	5.92%
<b>其它烘焙原材料</b>				
收入 (百万元)	205.03	266.54	319.85	383.82
YoY	-8.37%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	28.58%	29.00%	30.00%	31.00%
业务收入比例	7.05%	6.76%	6.27%	6.03%
<b>其它业务</b>				
收入 (百万元)	5.51	7.16	8.60	10.31

YoY	134.37%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	65.15%	66.00%	66.00%	66.00%
业务收入比例	0.19%	0.18%	0.17%	0.16%

数据来源：公司公告，华福证券研究所测算

**相对估值比较：**考虑到立高食品是冷冻烘焙行业龙头公司，其它和公司有业务有一定相关性的上市公司中：海融科技业务以奶油为主；安井食品以速冻业务为主，千味央厨以速冻米面业务为主，与公司冷冻烘焙产品属于速冻食品行业。因此本文选取海融科技、千味央厨、安井食品作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 33/24/18 倍，23-25 年三年平均 CAGR 为 37%。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 2.98/4.44/5.93 亿元，三年同比增长 108%/49%/34%，三年复合增速达 60%，由于公司所在的冷冻烘焙行业是高速发展的新兴行业，公司为行业龙头，同时公司积极推进改革，未来效果有望逐步显现，业绩有望持续高增，给予公司 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 88 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 17：可比公司估值

公司	代码	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS (摊薄) (元)				P/E				23-25 年 CAGR
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
海融科技	300915	32	35.63	1.04	1.43	1.98	2.74	34	25	18	13	38%
千味央厨	001215	59	68.03	1.18	1.68	2.25	2.90	58	40	30	23	35%
安井食品	603345	464	158.2	3.87	4.99	6.28	7.81	41	32	25	20	26%
平均值				1.11	1.56	2.11	2.82	46	33	24	18	37%
立高食品	300973	115	67.94	0.85	1.76	2.62	3.50	80	39	26	19	60%

数据来源：WIND，华福证券研究所，数据为 2023 年 6 月 26 日收盘价

## 6 风险提示

**原材料成本波动风险：**公司直接材料成本占比较高，主要原材料为油脂、糖类、面粉等大宗农产品，其价格波动将会影响公司产品的毛利率和经营利润。因此，若未来公司主要原材料价格发生较大波动，而公司未能采取有效应对措施，将会对公司未来业绩产生较大影响。

**经销商管理风险：**公司目前销售以经销模式为主。庞大的经销商规模，导致公司对经销商管理的难度也越来越大。若公司对经销商的管理未及时跟上业务扩张步伐，可能会出现市场秩序混乱、产品销售受阻的情况，从而对公司的竞争能力和经营业绩造成不利影响。

**行业竞争加剧：**若公司所处冷冻烘焙行业和烘焙食品原料行业竞争加剧，可能会影响公司产品的售价及订单数量，进而影响公司营收。

**食品安全风险：**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，一旦公司生产、运输、仓储等环节发生问题，可能会发生食品

安全问题，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。

**业绩不达预期对估值溢价的负面影响风险：**如果公司业绩不达预期，会无法支撑公司的估值溢价，估值下行。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn