

立高食品 (300973)

证券研究报告

2021年04月11日

深耕烘焙消费全国化布局，疫情缓解促稳步发展

立高食品：深耕冷冻烘焙食品，全国布局、股权稳定

公司主要产品包括烘焙食品原料和冷冻烘焙食品。销售模式以经销模式为主，直销模式为辅，并补充少量线上电商及线下零售业务。经营区域聚焦华东和华南，并逐步探索西北和东北，进行全国产能布局。股权结构集中稳定，员工持股广泛，激发集体动力。募集资金主要用于产能提升、物流体系建设和研发设备的购买，为长远发展奠定基础。

冷冻烘焙食品和烘焙食品原料相辅相成

信息技术、冷链物流的发展助力以专业连锁门店为主要销售渠道的烘焙食品企业实现跨区大规模运营，行业增长空间大，在烘焙食品行业的影响下，烘焙食品原材料行业发展迅速，市场前景广阔。

立足两大产品主线，建立完善供应链和销售渠道，疫情缓解叠加新消费助力稳步发展

产品端：烘焙食品原料+冷冻烘焙食品为两大主线，疫情缓解叠加现制茶饮等新消费或带动业绩增长。**渠道端：**以经销模式为主，直销模式为辅，并补充少量线上电商及线下零售业务。多样化渠道有望带动盈利能力持续提升。**供应链端：**从采购到生产，技术优势转化为销售优势。当前产能充足，募投扩产能计划或能匹配冷冻烘焙等产品需求的高速增长。

多渠道、多产品助力营收稳步提升，盈利能力向好

营业收入稳步上升，2017-2019年，公司主营业务复合增长率达28.78%，2020年在新冠疫情冲击下，营收增速降至14.27%，2021H1受疫情冲击同比减小，预计业绩较上年将大幅增行。主营业务毛利率逐年稳定上升，各类产品毛利率维持稳定。公司归母净利润逐年提升，盈利能力显著，归母净利润率迅速由2017年的4.65%提升至2019年的10.92%，逐年接近行业平均水平。

投资建议：

公司作为覆盖烘焙消费及其原料的全国性企业，产品类型众多，规格多样，随着疫情缓解叠加新消费兴起，公司产品规模优势有望进一步体现；公司营销网络广泛深入，销售渠道深入多样，技术研发实力雄厚，随着疫情缓解及渠道的进一步多样化，公司盈利能力预计能持续提升。综合来看，给予公司21年30-40倍估值，目标市值区间94-125亿，本次公开发行后总股本为16,934万股，对应目标价区间56-74元/股。

风险提示：食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、新冠疫情对经营情况的影响风险、产品未适应消费需求变化的风险

行业	/
发行价格	28.28元
合理估值区间	56-74元

发行数据

总股本(万股)	16,934
发行数量(万股)	4,234
网下发行(万股)	1,969
网上发行(万股)	1,842
保荐机构	中信建投证券股份有限公司
发行日期	2021/4/6
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
刘畅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520010001	
liuc@tfzq.com	

股东信息

彭裕辉	20.39%
赵松涛	13.59%
赵键	13.52%
白宝鲲	12.92%
陈和军	8.55%
宁宗峰	6.30%
张新光	5.85%
广州立兴企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	4.58%
彭永成	4.53%
广州立创企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	3.51%

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,583.73	1,809.69	2,423.63	3,113.29	3,846.79
增长率(%)	20.58	14.27	33.92	28.46	23.56
EBITDA(百万元)	291.62	377.85	417.79	523.55	707.22
净利润(百万元)	181.40	232.10	313.34	399.41	545.70
增长率(%)	246.78	27.95	35.00	27.47	36.63
EPS(元/股)	1.07	1.37	2.47	3.14	4.30
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市销率(P/S)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 立高食品：深耕冷冻烘焙食品	5
1.1. 进行全国产能布局，不断创新快速发展	5
1.2. 股权结构较稳定，员工持股广激励	6
1.3. 募资拓产能，促研发，信息化升级	7
2. 冷冻烘焙食品和烘焙食品原料相辅相成	8
2.1. 烘焙：多维动能促进烘焙业发展，行业增长空间较大	8
2.2. 烘焙食品原料：发展迅速，市场前景广阔	12
3. 立足两大产品主线，建立完善供应链和销售渠道，疫情缓解助力稳步发展	13
3.1. 产品端：烘焙食品原料+冷冻烘焙食品为两大主线，疫情缓解+新消费或带动业绩增长	13
3.1.1. 冷冻烘焙食品、含乳脂植脂奶油为公司主要两类产品	13
3.1.2. 疫情致各产品毛利率下降，疫情缓解+新消费有望带动冷冻烘焙及烘焙原材料需求进一步提升	15
3.2. 渠道端：经销为主直销为辅，多样化渠道有望带动盈利能力持续提升	16
3.2.1. 经销模式：公司主要的销售模式，华东、华南地区为最主要经销区域	17
3.2.2. 直销模式：包括非商超类直销客户和商超客户两类	19
3.2.3. 零售模式：通过线上电商和线下门店经营，占公司销售收入比例较小	19
3.2.4. 直营占比开始提升，有望带动毛利率持续增长	20
3.3. 供应链端：从采购到生产，技术优势转化为销售优势	21
3.3.1. 原料采购与产量相匹配，平均单价与市场价格趋于一致	21
3.3.2. 先进的生产研发工艺是持续稳定出品的保证	22
3.3.3. 充足的物流能力打通各个经营环节	23
3.3.4. 当前产能充足，募投扩产能计划匹配冷冻烘焙等需求高速增长	24
4. 财务分析：多渠道、多产品助力营收稳步提升，盈利能力向好	25
4.1. 营业收入稳步上升，从华东、华南地区向全国范围辐射	25
4.2. 主营业务毛利率逐年稳定上升，各类产品毛利率维持稳定	26
4.3. 盈利能力显著，净利率接近行业平均水平	27
4.4. 期间费用率呈下降趋势，销售、管理费用率均处于行业较低水平	28
4.5. 现金流逐步改善，上市前保持良好的现金状况	29
4.6. 资产周转逐年提升，上市后资产情况或进一步优化	30
5. 盈利预测及投资建议	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：产品营收占比	6
图 3：不同渠道营收占比	6
图 4：营收地区分布	6

图 5: 股权结构	7
图 6: 烘焙行业的上下游情况	8
图 7: 2013-2019 年我国烘焙食品零售额 (亿元)	9
图 8: 中国人均烘焙食品消费量 (单位: 千克)	9
图 9: 2019 年部分国家和地区人均烘焙食品消费额 (单位: 美元/人)	9
图 10: 2013-2020 年我国烘焙食品市场规模 (亿元)	10
图 11: 2011-2016 年我国糕点面包行业通过食品生产许可的企业数量 (家)	10
图 12: 2019 年中国烘焙行业企业竞争格局	11
图 13: 2019 年全球主要国家烘焙行业市场集中度 (CR5) 对比	11
图 14: 2019 年中国烘焙食品结构	11
图 15: 2013-2019 年我国果酱产量 (万吨)	12
图 16: 烘焙油脂产量和需求量 (万吨)	12
图 17: 2016-2019 年我国黄油产量 (万吨)	12
图 18: 公司各类产品营收金额 (单位: 万元)	14
图 19: 公司各类产品营收比例: 冷冻烘焙食品比例上升	15
图 20: 公司各类产品平均销售价格变动 (单位: 元/千克)	15
图 21: 公司各类产品销量变动呈上升趋势明显 (单位: 吨)	16
图 22: 各销售模式收入 (单位: 万元)	17
图 23: 各销售模式收入占比情况	17
图 24: 公司经销商数量及对经销商平均销售收入 (单位: 万元)	17
图 25: 公司经销商区域分布情况 (单位: 家)	17
图 26: 各级销售规模经销商数量 (单位: 家)	18
图 27: 各级销售规模经销商金额 (单位: 万元)	18
图 28: 公司前 20 大经销商的终端客户数量 (单位: 家)	19
图 29: 公司前 20 大经销商的终端客户销售额 (单位: 万元)	19
图 30: 直销客户数量 (单位: 家)	19
图 31: 直销客户销售收入 (单位: 万元)	19
图 32: 公司直营商超渠道营收占比开始提升	20
图 33: 公司历年前十大客户直销和经销平均毛利率	21
图 34: 公司历年采购产品金额与产量相匹配 (单位: 万元)	21
图 35: 公司各原料采购价格稳中趋降 (单位: 元/千克、元/个)	22
图 36: 2017-2020H1 各产品产能利用率	24
图 37: 2017-2020H1 各产品产销率	24
图 38: 公司 2017-2020 营业总收入 (单位: 万元)	25
图 39: 2017-2020H1 主营业务收入构成按销售模式划分	25
图 40: 2017-2020H1 主营业务收入构成按产品类型划分	25
图 41: 2017-2020H1 主营业务收入构成按销售区域划分	26
图 42: 2017-2019 主营业务收入构成按季节划分	26
图 43: 2017-2020H1 公司毛利总额 (单位: 万元)	26
图 44: 2017-2020H1 公司主营业务毛利率	26
图 45: 2017-2020H1 公司分产品毛利率	27

图 46: 2017-2020H1 可比公司毛利率对比	27
图 47: 2017-2020 公司归母净利润 (单位: 万元) 及 YOY	27
图 48: 2017-2019 归母净利率	27
图 49: 2017-2019 可比公司归母净利率对比	28
图 50: 2017-2020H1 公司各项费用 (单位: 万元) 及期间费用率	28
图 51: 公司各类费用率	28
图 52: 2017-2020H1 可比公司销售费用率	29
图 53: 2017-2020H1 可比公司管理费用率	29
图 54: 2017-2020H1 公司各类现金流量净额 (单位: 万元)	30
图 55: 2017-2020H1 行业公司经营活动现金流量净额与净利润的差额 (单位: 万元)	30
图 56: 2017-2020H1 公司流动比率和速动比率	30
图 57: 2017-2020H1 行业公司资流动比率	30
图 58: 2017-2020H1 行业公司速动比率	30
表 1: 产品类别	5
表 2: 立高食品募资主要用途 (单位: 万元)	7
表 3: 立高食品募资项目基本情况	7
表 4: 公司主要烘焙食品原料产品图片及用途	13
表 5: 公司主要冷冻烘焙食品产品图片及用途	14
表 6: 公司其他类产品图片及用途	14
表 7: 各产品历年毛利率	16
表 8: 不同销售模式的产品定价	20
表 9: 外协贴牌占采购比重较小 (单位: 万元)	21
表 10: 核心技术科研的实力与成果	23
表 11: 运输费用以租借外部车辆为主 (单位: 万元)	23
表 12: 公司 2021E 一季度的经营预计情况, 高增长主要由于低基数 (单位: 万元)	31
表 13: 盈利预测 (单位: 百万元)	31
表 14: 可比公司市值和估值	32

1. 立高食品：深耕冷冻烘焙食品

立高食品主要从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产和销售。公司主要产品包括奶油、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，此外还生产部分休闲食品。

1.1. 进行全国产能布局，不断创新快速发展

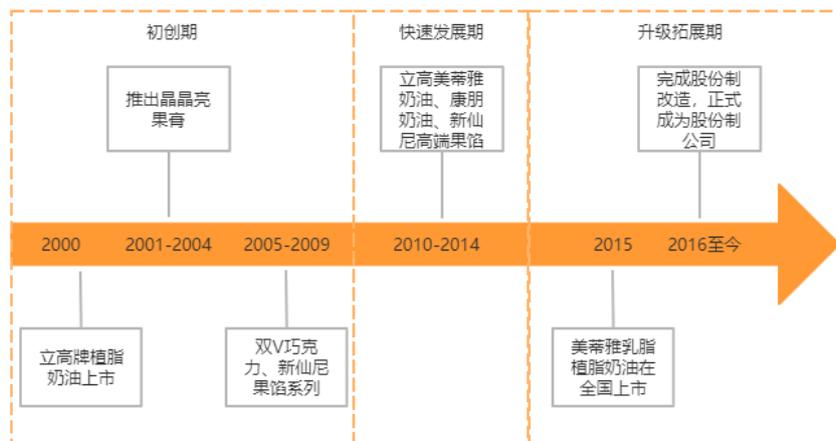
公司自成立以来，经历了如下三个发展阶段：

初创期（2000-2009）：立高牌植脂奶油于 2000 年上市，在行业内占据了一席之地，为立高的研发和销售打下牢固基础。之后立高推出晶晶亮果膏、双 V 巧克力等产品，极大地丰富了烘焙原料市场，提升竞争力。

快速发展期（2010-2014）：立高美蒂雅奶油、康朋奶油、新仙尼高端果馅等优质产品上市，“果立方”“欧罗巴”“CC”蛋糕等新推出概念深入人心，众口相传，意味着立高在烘焙行业内又登上一个新的台阶。

升级拓展期（2015 年至今）：2015 年美蒂雅乳脂植脂奶油在全国正式上市，开创国内高端含乳奶油的新格局。5 月，立高与奥昆战略合作正式启动，从此迈向“大烘焙”的新格局。立高完成股份制改造，正式成为股份制公司。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

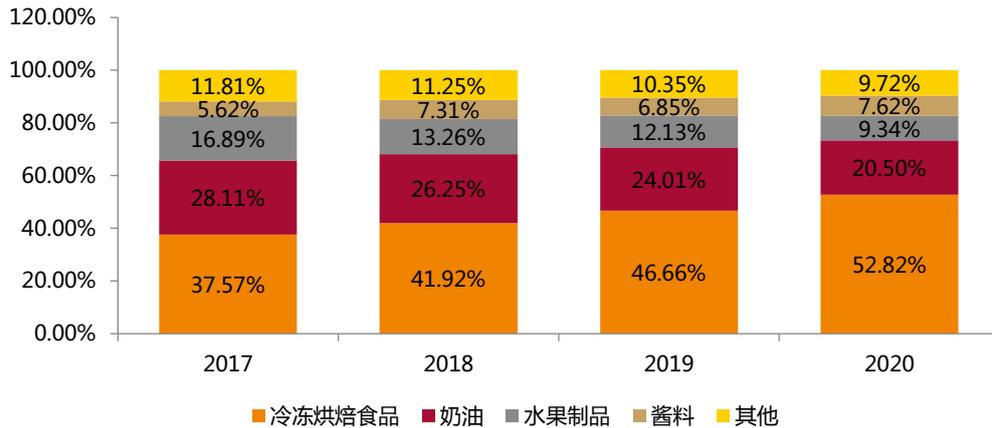
公司主要产品包括烘焙食品原料和冷冻烘焙食品。公司烘焙产品占营收的比例逐年上升，2020 年冷冻烘焙食品占公司营收的 52.82%，奶油是公司烘焙食品原料中发展最早的产品，2020 年奶油占公司营收比例的 20.5%。

表 1：产品类别

产品类别	说明
烘焙食品原料	主要包括奶油、水果制品、酱料等，其中奶油、水果制品主要用于蛋糕、西点的表面装饰和夹层，也可用于奶盖、果汁等饮品调制；酱料主要用于糕点、面包夹心，也可用于餐饮及家庭调味。
冷冻烘焙食品	冷冻烘焙食品根据产品形态及工艺的不同可分为冷冻烘焙半成品及冷冻烘焙成品，其中，冷冻烘焙半成品解冻后进行简单醒发、烘烤等工序后即可得到成品，冷冻烘焙成品则是在解冻后即可直接进行食用。
其他	公司其他类产品主要为休闲食品，包括巧克力脆脆棒、糖果等，可直接食用。

资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 2：产品营收占比

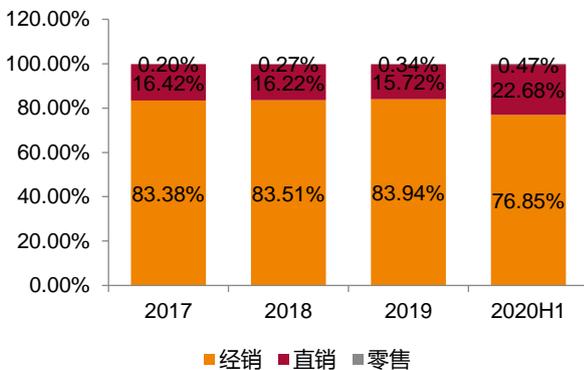


资料来源：立高食品招股说明书、Wind，天风证券研究所

公司销售模式以经销模式为主，直销模式为辅，并补充少量线上电商及线下零售业务。截至 2020 年 6 月底，公司销售人员达到 871 人，营销网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区，深入 351 个城市，与公司合作的经销商超过 1,500 家，直销客户超过 300 家，服务的终端客户超过 5 万家。2020H1 经销渠道营收占比达到 76.85%。

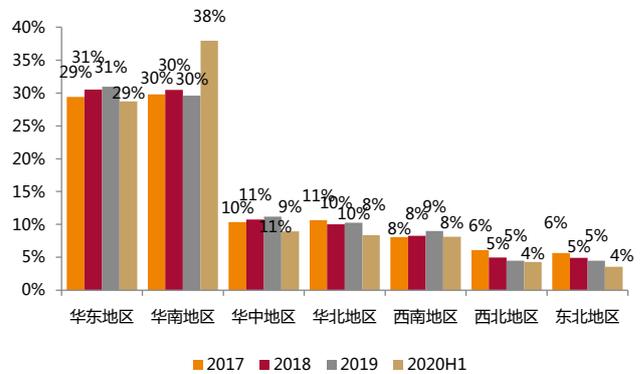
公司主要的市场为华东和华南地区。2017-2020H1，华东和华南地区的营收占比均在 30% 左右，西北地区和东北地区的营收占比最低。

图 3：不同渠道营收占比



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 4：营收地区分布



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

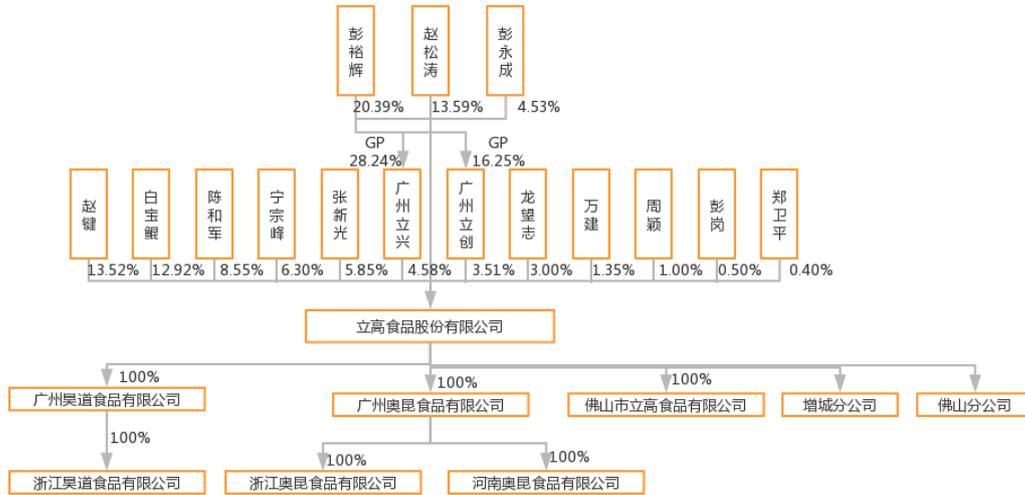
1.2. 股权结构较稳定，员工持股广激励

彭裕辉、赵松涛、彭永成三人直接和间接控制公司 46.60%的股份，为公司控股股东及实际控制人。彭裕辉直接持有公司 2,588.90 万股股份，占总股本的 20.39%，同时作为执行事务合伙人分别持有广州立兴、广州立创 28.24%、16.25%的出资额，从而间接控制公司 4.58%、3.51%的股份；赵松涛直接持有公司 1,725.93 万股股份，占总股本的 13.59%；彭永成直接持有公司 575.31 万股股份，占总股本的 4.53%。以上三人为亲属关系，赵松涛为彭裕辉的姐夫，彭永成为彭裕辉的父亲。

立高有限于 2014 年 4 月收购了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。2016 年，公司决定收购广州奥昆和广州昊道原少数股东股权，为稳定广州

奥昆和广州昊道的经营管理，同意广州奥昆和广州昊道原少数股东增资认购立高有限增发的股权。

图 5：股权结构



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

1.3. 募资拓产能，促研发，信息化升级

本次募集资金主要用于提升公司主要产品的产能，缓解产能压力；建设物流体系，降低运输成本；以及购进先进的研发检测设备。

表 2：立高食品募资主要用途（单位：万元）

序号	项目名称	实施单位	计划投资总额	拟使用募集资金金额
1	三水生产基地扩建项目	佛山分公司	38,243.00	38,243.00
2	长兴生产基地建设及技改项目	浙江奥昆	43,993.16	43,993.16
3	卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	河南奥昆	31,100.89	27,558.39
4	研发中心建设项目	佛山分公司	5,214.00	5,214.00
5	智能信息化升级改造建设项目	立高食品	6,793.30	6,793.30
6	补充流动资金	立高食品	7,000.00	7,000.00
合计			132,344.35	128,801.85

资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

表 3：立高食品募资项目基本情况

序号	项目名称	经济效益
1	三水生产基地扩建项目	项目建设工期 2 年，达产后年产 6.00 万吨奶油（含挞液）、2.70 万吨水果制品、0.81 万吨冷冻烘焙食品。三水生产基地是公司目前在华南地区面积最大的生产基地，通过扩大三水生产基地的生产规模，能够迅速满足华南地区的市场需求，提高公司产品在全国的辐射能力，进而巩固自身的优势地位。
2	长兴生产基地建设及技改项目	项目建设工期 2 年，达产后年产 2.86 万吨冷冻烘焙食品和 3.59 万吨酱料和馅料。本项目一方面会继续加大对冷冻烘焙食品生产线的投入及建设，另一方面也拟对原挞皮、甜甜圈生产线及封箱设备进行升级改造，加强生产线及设备的自动化水平，节约人力成本，提高生产效率，降低产品污染的风险，从而扩大公司冷冻烘焙食品的产能规模，以保障业务的高速增长。
3	卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	项目建设工期 2 年，达产后年产 2.25 万吨冷冻烘焙食品。为提升公司对华北市场的服务能力，加快扩大在华北市场的销售规模，公司亦需要在华北设立生产基地，以降低运输和配送成本，进一步巩固竞争优势。

4	研发中心建设项目	本项目通过构建标准化的研发实验室，配置国内外先进的研发设备，以全面提升公司的研发技术水平 本项目将购进更为先进的研发、检测、试验等软硬件设备，为设计研发人员提供良好的研究开发环境，为吸引优秀人才奠定坚实的基础。
5	智能信息化升级改造建设项目	本项目将对公司现有数据库、服务器性能进行全面升级换代，有效提升公司信息系统的后台处理能力。 此外，通过优化网络架构、加强基础硬件的投入，新建信息系统将进一步确保实现公司信息资源共享的同时提高效率。
6	补充流动资金	扩大业务规模，降低运营成本，满足业务快速发展对流动资金的需求

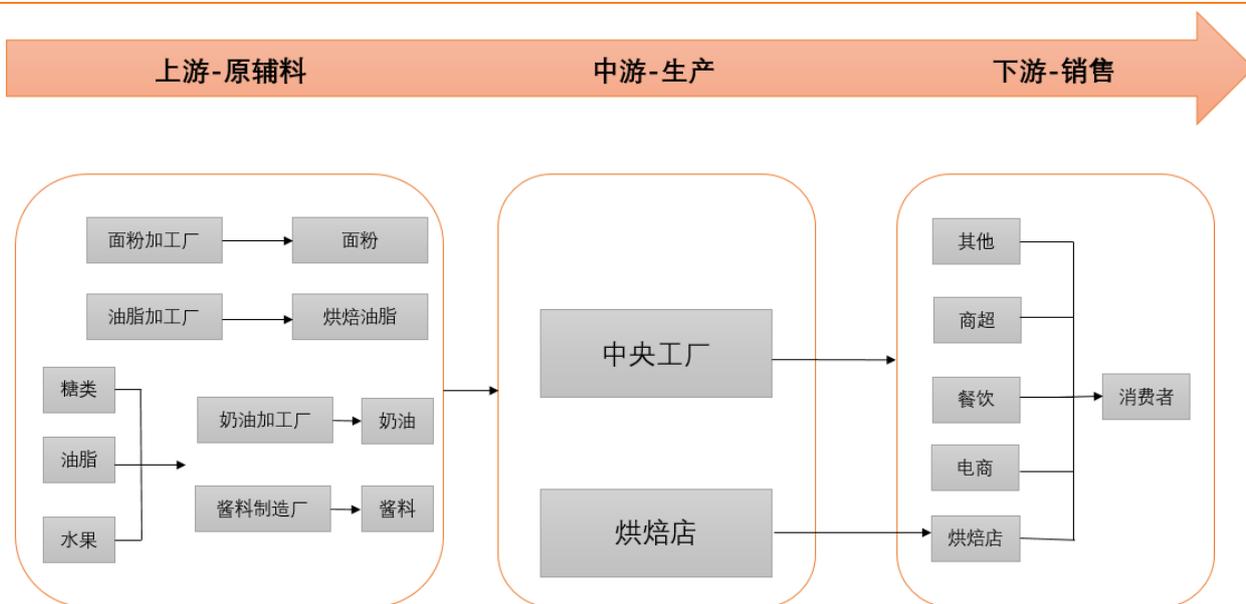
资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

2. 冷冻烘焙食品和烘焙食品原料相辅相成

2.1. 烘焙：多维动能促进烘焙业发展，行业增长空间较大

信息技术、冷链物流的发展助力以专业连锁门店为主要销售渠道的烘焙食品企业实现跨区大规模运营。烘焙产业链上游包括面粉、油脂、水果等农产品及其初加工品，以及奶油、水果制品、酵母等烘焙食品原料。中游为烘焙食品生产环节，包括中央工厂和烘焙店两类，中央工厂可批量生产冷冻烘焙半成品、冷冻烘焙成品或烘焙成品，部分烘焙店为前店后厂的手工作坊，生产与销售均在店内完成，不依赖大型中央工厂。下游为各类销售终端及消费者。销售终端主要有烘焙店、商超、餐饮、电商等，将采购的半成品加工成成品，或者将自产及采购的成品直接销售给消费者。其中，商超渠道主要经销标准化程度较高的长保质期烘焙食品，专业连锁门店则以预包装或简单加工的短保质期产品为主。受产品销售半径、网点管控难度较高的影响，专业连锁店往往以销售区域性品牌产品为主。随着信息技术在门店管理领域的应用、冷链物流体系的发展，较多以专业连锁门店为主要销售渠道的烘焙食品企业，正逐步实现了跨区域经营、大规模网点运营。

图 6：烘焙行业的上下游情况

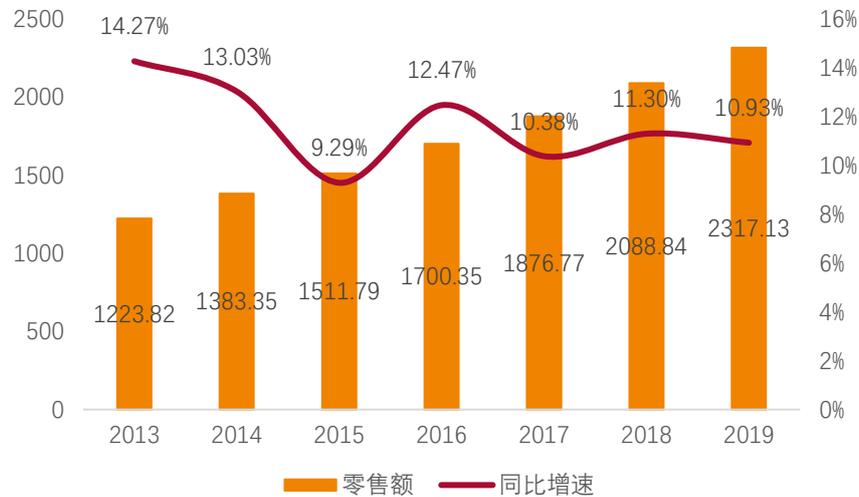


资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

现代烘焙业在我国起步晚，但增长迅速。现代烘焙业于 20 世纪 80 年代由我国香港台湾地区引入，2000 年后，随着我国人均消费水平的增长、餐饮消费结构的调整以及生活节奏的变化，烘焙食品行业进入快速增长时期。从供给层面上看，我国烘焙食品行业的生产规模持续扩大，根据《中国食品工业年鉴》(2012-2018)，我国糕点面包业规模以上企业营业收入由 2011 年的 526.40 亿元增长至 2017 年的 1,316.23 亿元，年复合增长率达到 16.50%，

远高于同期食品工业整体 5.44% 的增长水平，也高于全球烘焙行业增速。从消费层面上看，烘焙零售市场增长迅速，根据欧睿国际的数据，2019 年我国烘焙食品零售额达到 2,317.13 亿元，同比增长 10.93%，预计 2024 年有望突破 3,800 亿元。

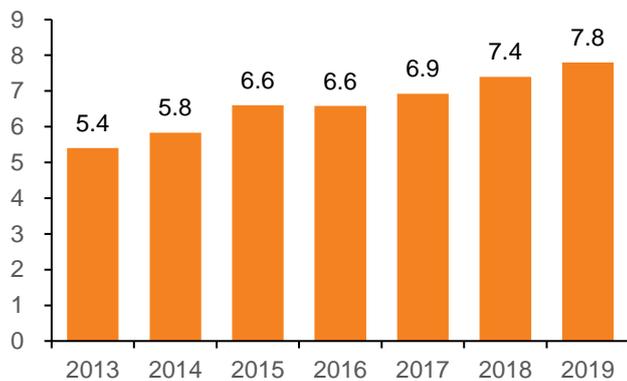
图 7：2013-2019 年我国烘焙食品零售额（亿元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

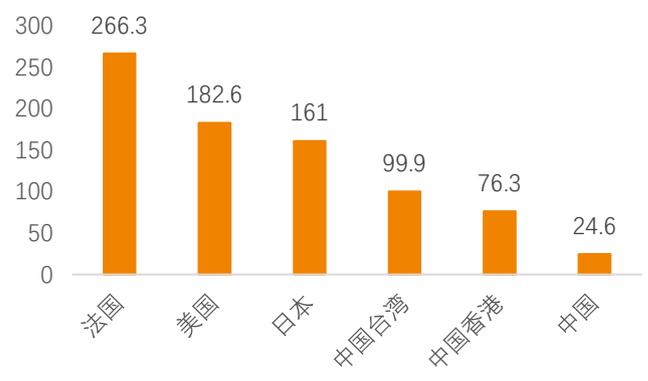
人均消费比较低，市场空间大。近年来中国内地烘焙食品人均消费量逐年增长，但与其他国家和地区相比仍有较大的差距，行业增长空间较大。根据欧睿国际统计，2019 年我国内地人均烘焙食品消费额仅为 24.6 美元/人。

图 8：中国人均烘焙食品消费量（单位：千克）



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

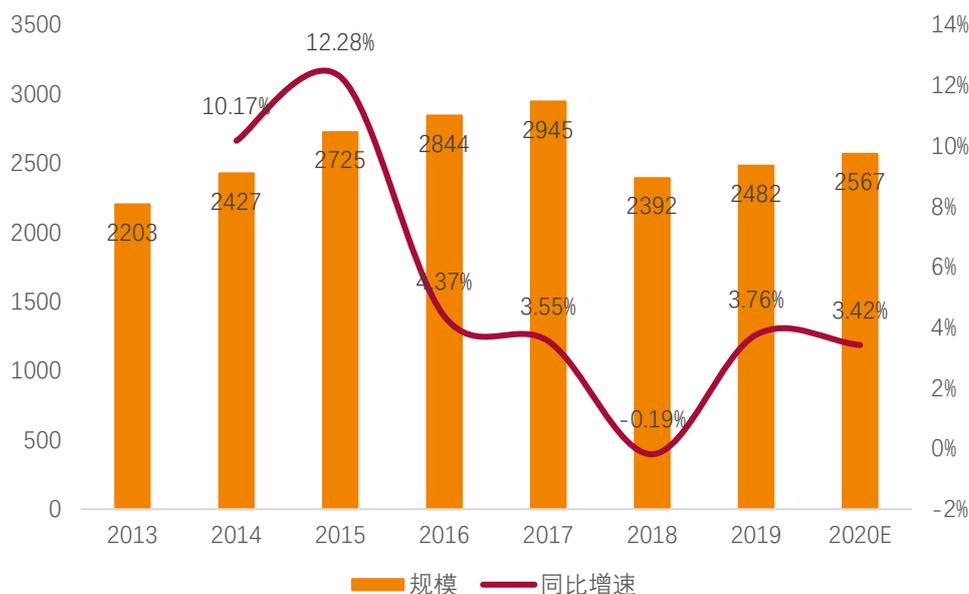
图 9：2019 年部分国家和地区人均烘焙食品消费额（单位：美元/人）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

在正餐与休闲需求的推动下，烘焙食品行业的市场规模持续扩大。一方面，从量的角度来看，由于消费习惯的差异，将烘焙食品作为点心食用的亚太地区消费量明显低于把烘焙食品当作早餐或主食的西方国家，但根据中国烹饪协会发布的《2017 年度美食消费报告》，70 后、80 后、90 后餐饮消费中，蛋糕甜品店订单占比分别为 1%、7%、25%，年轻一代饮食西化的趋势已经出现，未来人均消费量的提升将带来行业市场规模的扩大。另一方面，从价格的角度，目前烘焙食品行业中小企业数量众多，个人经营的手工作坊较为普遍，因此烘焙食品质量良莠不齐，产品价格相对较低，未来随着消费升级，消费者对产品品质和消费体验的要求提高，单价提升也会带动烘焙行业规模的上涨。根据欧睿国际统计，2020 年的我国烘焙食品市场规模预计达到 2567 亿元。

图 10：2013-2020 年我国烘焙食品市场规模（亿元）

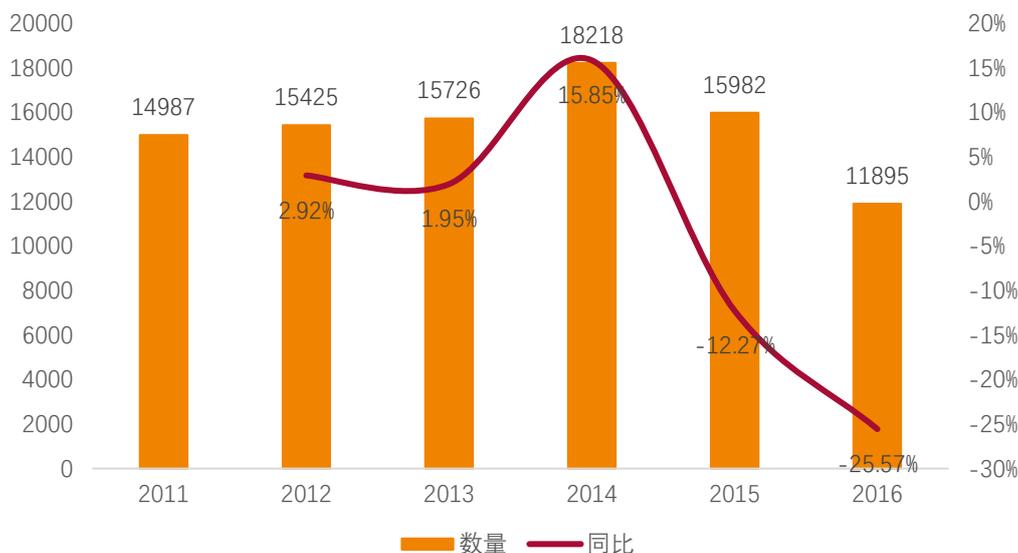


资料来源：欧睿国际，前瞻经济学人，天风证券研究所

行业竞争格局分散，市场集中度仍有提升空间。

从企业规模来看，根据《中国食品工业年鉴》(2017)，截至 2016 年底，我国糕点面包行业通过食品生产许可的企业数量为 11895 家，企业数量众多，且规模普遍偏小。但从发展趋势来看，自 2015 年国家重新修订并实施《中华人民共和国食品安全法》以来，部分不重视生产环境和品质管理的小型烘焙企业逐步被淘汰，2015 年和 2016 年通过食品生产许可的企业数量同比下降 12.27%和 25.57%，行业企业及市场份额由“小而散”向规模化企业发展与集中。

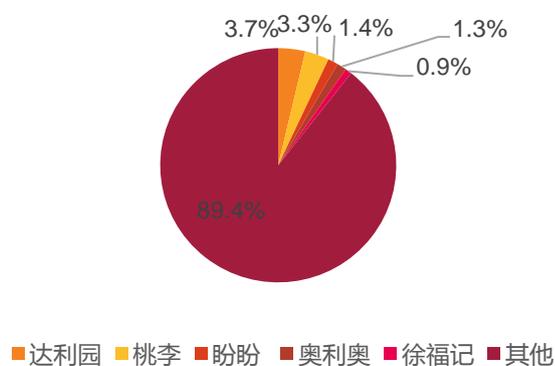
图 11：2011-2016 年我国糕点面包行业通过食品生产许可的企业数量（家）



资料来源：《中国食品工业年鉴》(2012-2017)，天风证券研究所

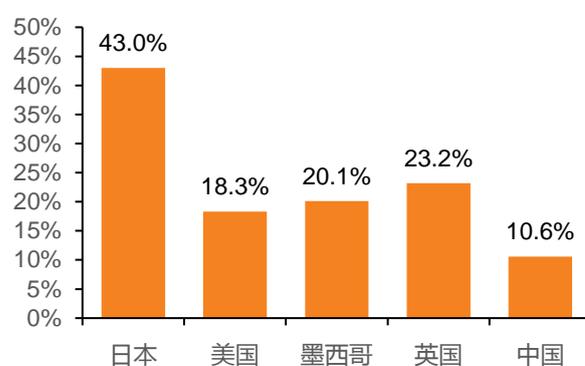
从市场集中度来看，我国烘焙行业涌现出包括桃李、达利园、盼盼等优质本土企业，但总体来看，我国烘焙行业市场集中度仍然较低。2019 年我国烘焙行业 CR5 为 10.6%，远低于日本、英国、墨西哥、美国等国家，同时我国烘焙行业目前的龙头企业达利园和桃李的市占率分别仅为 3.7%和 3.3%，行业竞争格局较为分散。

图 12：2019 年中国烘焙行业企业竞争格局



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

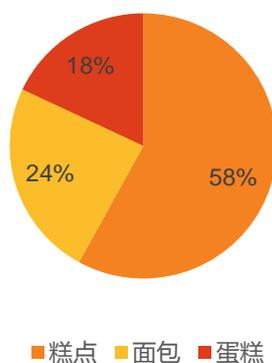
图 13：2019 年全球主要国家烘焙行业市场集中度（CR5）对比



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

细分产品中烘焙糕点占比过半。在我国烘焙食品细分产品中，面包消费量占比为 24%，蛋糕消费量为 18%，糕点的消费量占比最大，为 58%，糕点已经成为烘焙食品占比最大的细分品类。

图 14：2019 年中国烘焙食品结构



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

烘焙行业经营模式、渠道多元化。

经营模式方面：形成了以面包新语、85 度 C 为代表的“连锁门店+现场制作”型烘焙企业、以徐福记、桃李面包等为代表的“中央工厂+ 批发经销”型烘焙企业和以一鸣食品为代表的“中央工厂+连锁门店”型烘焙企业。

渠道方面：预包装产品主要通过商超、便利店进行销售，而现烤烘焙食品则随着消费升级和“饮品+烘焙”模式的兴起，由过去以烘焙店为主逐渐发展成烘焙店、商超、餐饮、饮品店等并行的局面。

2.2. 烘焙食品原料：发展迅速，市场前景广阔

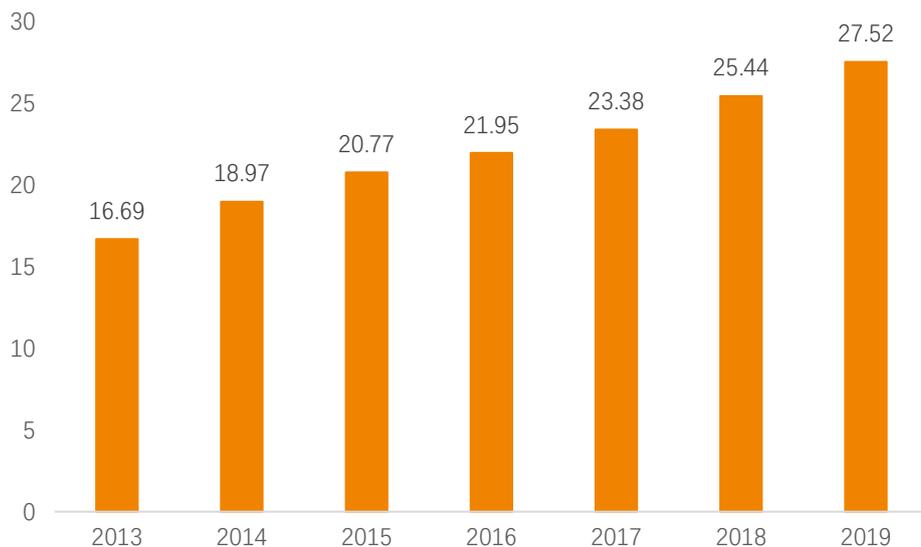
烘焙食品原料指用于制造烘焙食品的各种原材料和辅料，其中主要原材料包括面粉、油脂、糖类、奶油、水果制品、酱料、巧克力等。烘焙食品原料位于烘焙食品行业的上游，两者的发展互相促进、相辅相成。

奶油：奶油根据原料和工艺的不同，分为含乳脂植脂奶油、植脂奶油和稀奶油。稀奶油由牛奶离心脱水后制成，受制于奶源的不足，我国稀奶油主要依赖于进口。植脂奶油不受奶源的制约，成本较低，且使用方便、性能稳定，进而在我国得以迅速推广和发展。奶油除应用于传统的蛋糕、西点的表面装饰和夹馅外，也随着茶饮、咖啡等休闲饮品的流行，不断扩大其应用范围。

水果制品：水果制品是以水果、果汁或果浆和糖等为主要原材料，加工制成的产品。烘焙水果制品包括果馅、果溶等，饮品水果制品包括果泥、饮料浓浆等，一般除烘焙、饮品用水果制品外，还有制作酸奶、佐餐等其他用途的水果制品。

烘焙酱料：烘焙酱料作为西式调味品，引入我国后最初主要用于西式餐饮，后随着我国餐饮业中西方融合程度的增加，各类中西式食品中也均有使用酱料产品。目前烘焙酱料常用于中西式凉拌菜等菜式的制作，也可涂在面包等其它主食表面或作为夹馅。近年来我国果酱产量稳定上升，到2019年达到27.52万吨，同比增长8.18%，酱料产品市场规模快速增长的同时，也朝着多样化、复合方便化、营养健康化等方向发展。

图 15：2013-2019 年我国果酱产量（万吨）



资料来源：观研天下，天风证券研究所

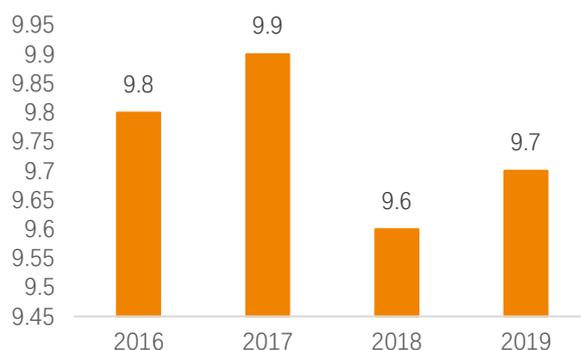
油脂：烘焙油脂主要分为人造奶油、起酥油、黄油三种。目前我国人造奶油和起酥油主要以国产为主，而黄油（奶油）主要依赖于进口，越来越多的国外品牌也陆续进入中国市场。烘焙油脂行业和烘焙食品行业作为产业链中的上下游关系，两者的发展往往具有相关性和一致性。2017年，我国烘焙油脂产量达到297.4万吨，其中黄油产量仅为9.9万吨，烘焙油脂需求不断增加，推动着烘焙油脂行业的发展。

图 16：烘焙油脂产量和需求量（万吨）

图 17：2016-2019 年我国黄油产量（万吨）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所



资料来源：观研天下，天风证券研究所

3. 立足两大产品主线，建立完善供应链和销售渠道，疫情缓解助力稳步发展

3.1. 产品端：烘焙食品原料+冷冻烘焙食品为两大主线，疫情缓解+新消费或带动业绩增长

3.1.1. 冷冻烘焙食品、含乳脂植脂奶油为公司主要两类产品

公司主要从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产和销售。公司主要产品包括奶油、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，此外还生产部分休闲食品。公司产品类型众多，规格多样，截至 2020 年 6 月底，公司奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品的品规分别达到 32 种、241 种、69 种和 187 种，能够充分满足下游不同类型客户的多产品、多规格的一站式采购消费需求，提高了客户的使用便利性。公司近年来不断创新，持续丰富水果制品、酱料等产品的品类。

公司烘焙食品原料主要包括奶油、水果制品、酱料等，其中奶油、水果制品主要用于蛋糕、西点的表面装饰和夹层，也可用于奶盖、果汁等饮品调制；酱料主要用于糕点、面包夹心，也可用于餐饮及家庭调味使用。奶油是公司烘焙食品原料中发展最早的产品。目前，公司奶油产品主要分为植脂奶油、含乳脂植脂奶油和稀奶油三类。植脂奶油以油脂为原料制造，打发性好、稳定性强，经济实惠，是我国目前蛋糕制作中使用量最大的奶油产品。公司水果制品包括果馅、果溶、果泥、饮料浓浆等多种不同形态和用途的产品。其中果馅和果溶用于蛋糕、西点等烘焙食品制作；果泥中含有水果颗粒，呈流体状态；饮料浓浆则为浓缩水果产品，呈液体状态。公司酱料包括沙拉酱和可丝达酱等产品。其中沙拉酱由油脂、鸡蛋、淀粉等原料制成，既能用于蔬菜、水果、肉类的调味，也能用于面包涂抹和夹馅；可丝达酱由油脂、奶粉、淀粉等原料制成，主要用于烘焙及食品工业，作为面包和蛋糕的夹馅。

表 4：公司主要烘焙食品原料产品图片及用途

产品	图片	主要用途
奶油		蛋糕、西点的裱花装饰和夹层
水果制品		蛋糕、西点的夹层和表面装饰，果汁冲调

酱料



餐饮、糕点、面包涂抹及夹心

资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

公司冷冻烘焙食品根据产品形态及工艺的不同可分为冷冻烘焙半成品及冷冻烘焙成品，其中，冷冻烘焙半成品解冻后进行简单醒发、烘烤等工序后即可得到成品，冷冻烘焙成品则是在解冻后即可直接进行食用。根据产品种类的不同，冷冻烘焙食品可以分为冷冻糕点和冷冻面包，冷冻面包含有酵母，而冷冻糕点不含酵母。其中，冷冻糕点又根据文化、起源和原料等的不同分为冷冻中式糕点和冷冻西式糕点。

表 5：公司主要冷冻烘焙食品产品图片及用途

类别	冷冻糕点	类型
冷冻烘焙半成品	蛋黄酥、老婆饼、绿豆饼、鲜花饼、叉烧酥等	蛋挞皮等 甜甜圈、牛角包、手撕包、金枕面包、麻薯等
冷冻烘焙成品	-	慕斯蛋糕、瑞士卷、麦芬蛋糕等 吐司面包、欧包等

资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

公司其他类产品主要为休闲食品，包括巧克力脆脆棒、糖果等，可直接食用。

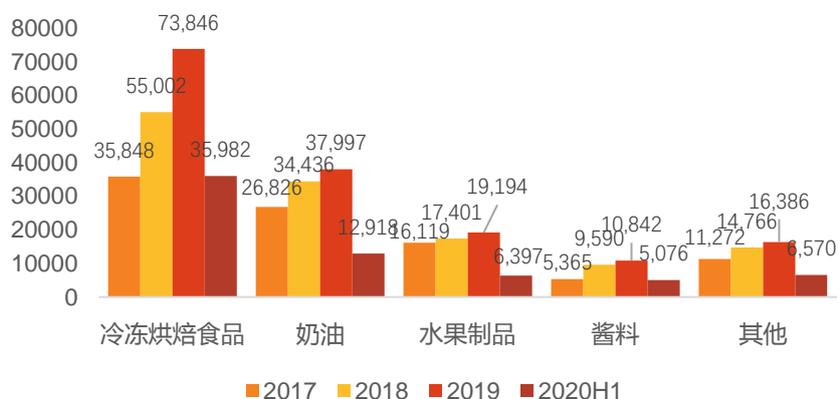
表 6：公司其他类产品图片及用途

产品	图片	主要用途
休闲食品		直接食用

资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

公司各类产品销售收入均持续增长。公司产品收入以冷冻烘焙食品、奶油、水果制品和酱料为主，报告期各期合计收入占比为 88.19%、88.75%、89.65%和 90.19%。其销售量占公司总销售量的占比及增长情况如下：

图 18：公司各类产品营收金额（单位：万元）

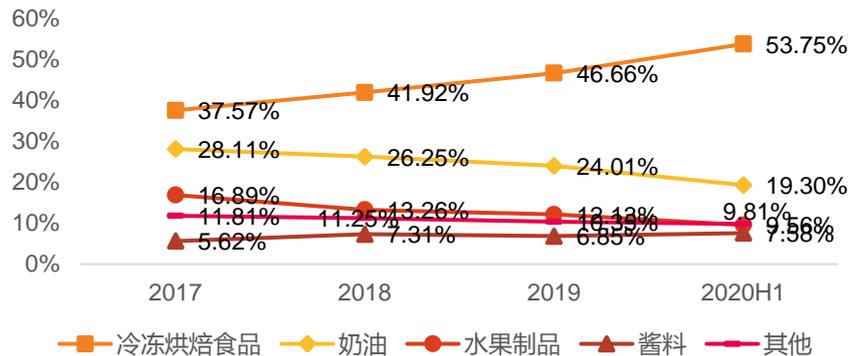


资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

冷冻烘焙食品营收比例逐年提升，拓产品能力促市占率提升。冷冻烘焙食品收入快速增长主要来自于产品的量价齐升：一是公司冷冻烘焙食品中的甜甜圈、挞皮、蛋黄酥等主打产品受到市场的较高认可，销量持续上升，以及根据市场需求，公司持续推出新品，公司冷

冻烘焙食品品类迅速扩大；二是产品结构优化导致的公司冷冻烘焙食品平均价格逐年提升。

图 19：公司各类产品营收比例：冷冻烘焙食品比例上升



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 疫情致各产品毛利率下降，疫情缓解+新消费有望带动冷冻烘焙及烘焙原材料需求进一步提升

冷冻烘焙食品和奶油保持量价齐升，需求量大，水果制品和酱料量升价稳。根据招股说明书，冷冻烘焙食品营收占比不断提升，2020H1 营收比例提升至 53.75%，主要由于冷冻烘焙需求量的不断提升。同时，奶油产品 2017 年以来持续保持量价齐升，单价较高的含乳脂植脂奶油销量的快速提升拉高了奶油产品的整体单价是公司奶油类产品收入增长的主要原因。

公司水果制品主要是果馅、果泥及果溶，三款产品销售收入占水果制品收入比重约为 95%。2017-2020H1 公司水果制品的销售额分别为 16,118.66 万元、17,400.86 万元、19,194.04 万元和 6,396.73 万元，2017 年至 2019 年呈稳步增长的趋势。公司水果制品销量增长主要是果泥销量不断增长所致。近年来，水果茶饮产品受到市场欢迎，用于制作饮品的果泥销售量逐年提升，2017 年至 2019 年销售量分别为 3,302.01 吨、3,876.95 吨、4,997.05 吨，带动了水果制品销量的增长。

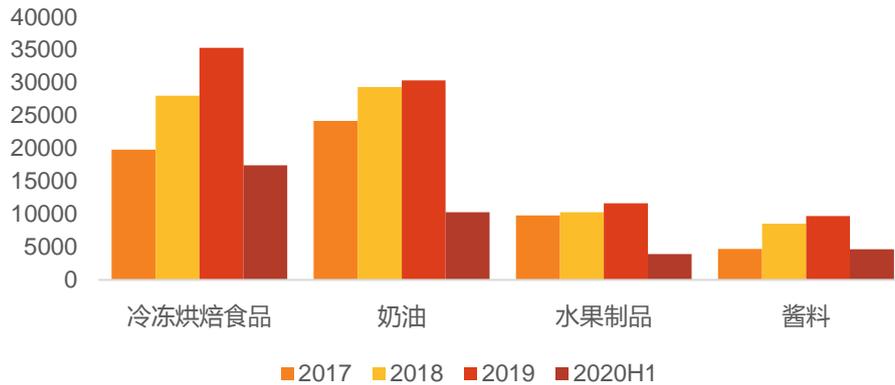
18 年，公司酱料类产品销售额较上年同期增加了 78.75%，主要原因是新品可丝达酱受到市场欢迎，以及促销活动带动的沙拉酱销售量的快速增长的推动；19 年同比增长了 13.05%，增速放缓。一方面，沙拉酱销售的计划目标已经实现；另一方面，公司酱料类产能利用率在 2019 年达到 98.45%，已经饱和。

图 20：公司各类产品平均销售价格变动（单位：元/千克）



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 21：公司各类产品销量变动呈上升趋势明显（单位：吨）



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

疫情对公司影响较大。2020 年来公司毛利率有所下滑，主要由于公司部分主要细分产品受疫情影响毛利率下滑：1) 含乳脂植脂奶油 2020H1 毛利率较 2019 年度有所下降，主要由于受到疫情影响，含乳脂植脂奶油销售量较上年同期下降了 16.75%，致使其单位人工、单位制造费用较上年有所上升。2) 植脂奶油销量较上年同期下降了 32.86%，致使其单位人工及单位制造费用较上年有所上升。3) 2020H1 果泥毛利率较 2019 下降近 8 个 pct，主要由于受疫情影响，果泥的产量较上年同期亦下降了 22.46%，导致其单位成本较上年有所上升。4) 2020 年 1-6 月，公司酱料类产品毛利率较上年下降了 6.99 个百分点，主要是因为其单位成本上升 9.70%所致。2020 年初，浙江生产基地酱料产线投产，2020 年上半年因疫情、试生产等原因，产量较低，致使酱料类产品的单位制造费用较上年上升了 0.53 元/KG。

随着疫情逐步缓解，公司毛利率有望回升，在含乳脂植脂奶油、现制茶饮等新消费的带动下，预计冷冻烘焙、奶油水果等烘焙原材料需求有望进一步提升，酱料业绩有望回暖。

表 7：各产品历年毛利率

	2017	2018	2019	2020H1
奶油类	41.71%	41.22%	46.98%	45.33%
冷冻烘焙食品	34.51%	36.39%	41.66%	42.79%
水果类	29.93%	34.41%	32.75%	29.70%
酱料类	34.02%	43.81%	41.22%	34.23%
其他类	29.77%	33.37%	36.18%	36.26%
合计	35.17%	37.60%	41.26%	40.74%

资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

3.2. 渠道端：经销为主直销为辅，多样化渠道有望带动盈利能力持续提升

公司销售模式以经销模式为主，直销模式为辅，并补充少量线上电商及线下零售业务。截至 2020 年 6 月底，公司销售人员达到 871 人，营销网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区，深入 351 个城市，与公司合作的经销商超过 1,500 家，直销客户超过 300 家，服务的终端客户超过 5 万家。

经销模式：公司建立了扁平化的经销商管理模式，经销商直接与公司签订经销协议。公司向经销商的销售均为买断式销售，即公司产品向经销商销售后产品所有权及主要风险和报酬已转移至经销商，经销商参考公司指导价自行销售。大量终端客户具有分布分散、单次采购量小、配送时效性要求高的特点，公司通过经销模式可以借助经销商已有的销售网络，提高销售效率，实现市场的全面覆盖；同时公司与经销商一同对终端客户进行技术服务，快速响应终端客户需求，协助终端客户设计产品推广方案。公司根据区域市场发展规划，

通过联系沟通、实地考察及资信调查等方式，对经销商资质、资金、仓库、配送、销量等方面进行全方面考察，选择符合公司要求的经销商。

直销模式：公司对终端客户直接进行销售，直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户，公司一般选择规模大、销售额高、全国城市网点分店多、在某一区域或领域具有较大影响力的客户进行直接合作。

零售业务：公司零售业务包括线上电商与线下零售。2016年，公司为了适应互联网电商的发展，逐步开始通过天猫商城进行线上销售。2019年，公司为向销售部门和研发部门及时、准确地反馈产品在终端市场的消费信息，公司设立了一家自营门店，开展线下零售业务。

图 22：各销售模式收入（单位：万元）



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 23：各销售模式收入占比情况



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

3.2.1. 经销模式：公司主要的销售模式，华东、华南地区为最主要经销区域

公司目前销售以经销模式为主，通过经销渠道，公司能够迅速提高市场占有率，节约运输成本，提高回款效率。2017-2020H1，公司的经销模式收入为 79,569.39 万元、109,564.35 万元、132,839.67 万元、51,442.39 万元。烘焙食品行业集中度相对较低，从业企业数量众多，对单个经销商的平均销售收入分别为 46.47 万元、65.88 万元、77.82 万元、33.00 万元，逐年提升，一方面，公司不断推出新产品，产品竞争力持续上升，对终端客户进行深度服务，使公司规模不断扩大，提高了单个经销商的平均收入，另一方面，公司持续优化经销商体系，新增经销商平均销售金额略大于停止合作经销商的平均销售金额，经销商自身的市场开拓能力也有所上升。

公司已建立了覆盖全国的经销网络，其中华东、华南地区为最主要的经销区域。公司经销商层级均为一级经销，经销商之间互相没有分层从属关系。各大区域经销商数量均超过 90 家，其中华东、华南地区为最主要的经销区域。根据招股说明书，2020H1 公司经销商数量为 1,559 家，受疫情影响，各大区域均出现部分规模较小的经销商转型或停业的情形，华南地区则由于复工较早，且公司主要通过自有物流车辆进行配送，受疫情影响相对较少，故公司华南地区经销商数量较为稳定，其他区域均有所下降。

图 24：公司经销商数量及对经销商平均销售收入（单位：万元）

图 25：公司经销商区域分布情况（单位：家）



资料来源: 立高食品招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: 立高食品招股说明书, 天风证券研究所

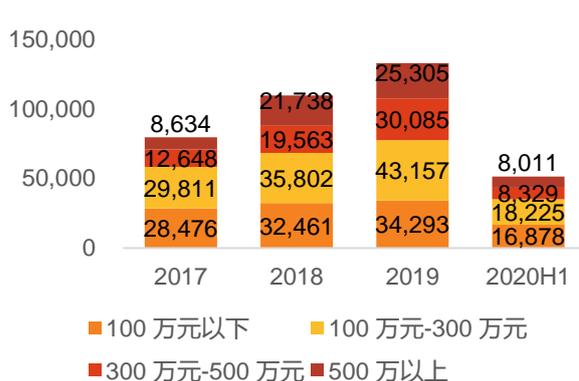
公司经销商的规模分级情况为: 1) 采购金额在 100 万元以下的小规模经销商数量较多, 收入占比较低。公司三线及以下城市的经销商数量 2020 年 6 月底超过 1,000 家, 该部分市场成熟程度相对较低, 消费者对烘焙食品的消费习惯还在逐步养成, 当地烘焙门店和对应经销商的采购规模也相对较小。但随着消费者对烘焙食品接受度的不断提升, 基层的烘焙店由一二线城市快速向三四线城市乃至乡镇快速扩展, 公司大量三线及以下城市的经销商是公司竞争优势的体现和未来业绩增长的重要来源。2) 采购金额在 100 万元以上的中大型经销商是公司经销收入的主要来源。一方面, 各一线及省会城市等发达地区消费者已养成了烘焙食品的消费习惯, 且一般消费均价较高; 另一方面, 部分地区例如华北、粤东, 当地市场集中度较高, 形成了少数颇具实力及规模的经销商, 覆盖的终端门店数量众多, 该部分经销商采购金额较大。3) 2017 到 2019 年, 采购金额 100 万元以上的经销商数量及收入占比逐年上升, 而 100 万元以下的经销商数量及收入占比逐年下降。一方面, 公司近年来不断优化经销商结构, 主动停止与部分规模较小的经销商合作; 另一方面, 公司持续对终端客户进行深度服务, 使得各经销商的销售规模持续上升。2020 年 1-6 月, 受疫情影响, 且公司下半年销售收入大于上半年, 采购金额 100 万元以上的经销商数量及收入占比略有下降。

图 26: 各级销售规模经销商数量 (单位: 家)



资料来源: 立高食品招股说明书, 天风证券研究所

图 27: 各级销售规模经销商金额 (单位: 万元)



资料来源: 立高食品招股说明书, 天风证券研究所

公司通过主要经销商销售的终端客户以烘焙店为主, 除此之外还包括食品加工厂、餐饮客户、酒店、便利店和饮品店等多种类型。2017-2020H1 公司前二十大经销商累计为 37 家, 2017-2020H1 占经销商收入比重分别为 23.49%、24.80%、21.60%和 22.06%, 根据前二十大经销商终端销售明细表, 公司主要经销商的终端客户以烘焙店为主, 客户数量和销售金额占比均超过 80%。

图 28: 公司前 20 大经销商的终端客户数量 (单位: 家)



图 29: 公司前 20 大经销商的终端客户销售额 (单位: 万元)



资料来源: 立高食品招股说明书, 天风证券研究所

资料来源: 立高食品招股说明书, 天风证券研究所

3.2.2. 直销模式: 包括非商超类直销客户和商超客户两类

公司直销客户包括非商超类直销客户和商超客户两类, 非商超类直销客户包括连锁烘焙店、酒店、饮品店等, 商超客户为沃尔玛、华润万家、盒马生鲜等超市。公司针对商超、大型连锁烘焙店、大型连锁餐饮企业等部分采购金额较大的客户或拟重点开发的大型、知名客户采取直销方式, 由公司统一配送, 统一管理。2017-2020H1, 公司与包括沃尔玛/山姆、华润万家、家乐福、永辉超市、海底捞、盒马生鲜、幸福西饼等在内的众多大型商超类、连锁餐饮和连锁烘焙店建立了直供关系, 直销类客户销售收入持续增长, 收入占比保持稳定。2020 年上半年, 公司直销收入占比较上年上升较快, 主要是因为商超受疫情影响较小所致。2020 年上半年, 受疫情影响, 一方面部分规模较小的非商超类直销客户数量有所减少; 另一方面商超客户数量有所减少。部分商超仅采购公司产品用于烘焙体验课程, 受疫情影响相关课程无法开设, 故上半年未向公司进行采购, 还有部分商超门店自身经营下滑, 与公司停止合作, 以及部分商超门店由自营转为联营模式, 不再由其总部统筹直接向公司进行采购, 转为通过经销商进行采购。

图 30: 直销客户数量 (单位: 家)



图 31: 直销客户销售收入 (单位: 万元)



资料来源: 立高食品招股说明书, 天风证券研究所

资料来源: 立高食品招股说明书, 天风证券研究所

3.2.3. 零售模式: 通过线上电商和线下门店经营, 占公司销售收入比例较小

公司通过线上电商和线下门店经营零售业务。电商平台主要为公司在天猫商城开设的自营

旗舰店，主要销售果泥、果馅等水果制品，以及休闲食品、蛋黄酥等产品。此外，为搜集及检验产品的终端市场口碑，以及为产品优化和新品研发提供直接的信息反馈，公司于2019年设立了一家自营门店。2017-2020H1公司零售销售收入分别为195.08万元、353.12万元、538.96万元、316.71万元，占公司销售收入比例较小。

不同销售模式的定价及结算方式不同，部分产品经销模式下的销售价格高于直销模式。公司定价标准、售价根据产品、渠道、客户类型、地域的不同而有所差异。公司存在经销模式下产品单价高于直销模式的情况，主要原因是采用直销模式的客户主要是沃尔玛等大客户，其采购量较大，公司给予较多的优惠政策，致使部分产品经销模式下的销售价格高于直销模式。

表 8：不同销售模式的产品定价

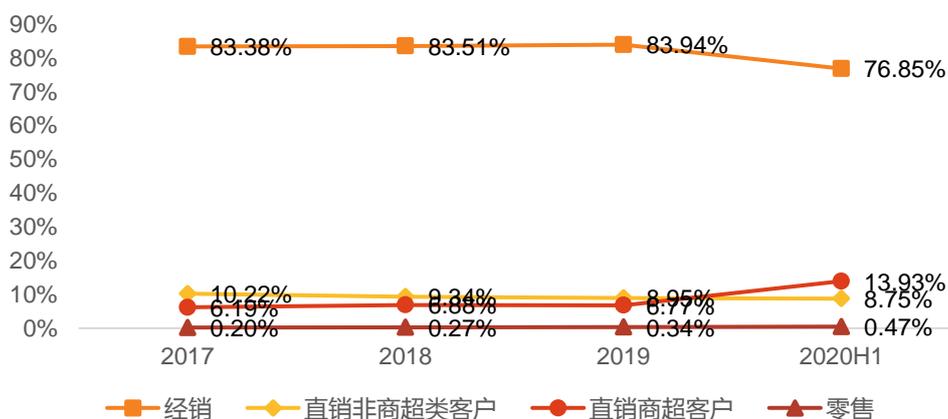
产品类别	经销模式	直销模式	零售模式
冷冻烘焙食品	广东省内、省外分别执行不同价格	非商超类直销客户，与经销模式一致；商超客户每家均单独定价	根据市场同类产品情况定价
奶油类、水果制品	全国统一定价	全国统一定价	根据市场同类产品情况定价
酱料类	分烘焙、餐饮、工业渠道，每个渠道分别定价	分烘焙、餐饮、工业渠道，每个渠道分别定价	根据市场同类产品情况定价

资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

3.2.4. 直营占比开始提升，有望带动毛利率持续增长

疫情促使公司多渠道布局，未来有望带动毛利率上升。2017-2019年公司营收分渠道占比比较为稳定，经销渠道营收占比长期维持在84%左右。公司经销渠道终端客户主要以烘焙店为主，烘焙食品行业集中度相对较低，通过经销渠道公司能够迅速提高市场占有率，节约运输成本，提高回款效率。但是，经销渠道终端客户抗风险能力较差，2020年来，疫情导致大量线下商店关门，促使公司直营比例提升。因此2020年来公司直销占比开始提升，经销占比下滑至77%，主要由于沃尔玛等直营商超销售的提升。

图 32：公司直营商超渠道营收占比开始提升

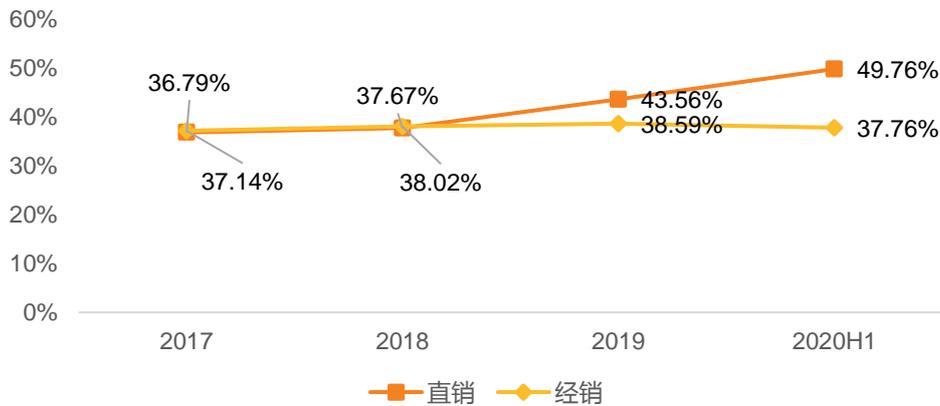


资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

直营渠道毛利率更高，我们认为公司已有加大直营拓展趋势，渠道趋于多样化有望带动公司盈利能力提升。1) 公司历年前十大客户中，直营客户的毛利率高于经销客户，其中前两大直营客户为沃尔玛和采蝶轩，2020H1的毛利率分别达到46.42%和50.62%，显著高于各经销客户。2) 公司直营本身的毛利率也在逐步提升，沃尔玛渠道2017-2020H1的毛利率分别为24.99%、34.73%、41.73%、46.42%。随着公司管理能力逐步提升，我们认为公司渠道

趋于多样化，直营比例将进一步提升，带动公司盈利能力持续上升。

图 33：公司历年前十大客户直销和经销平均毛利率



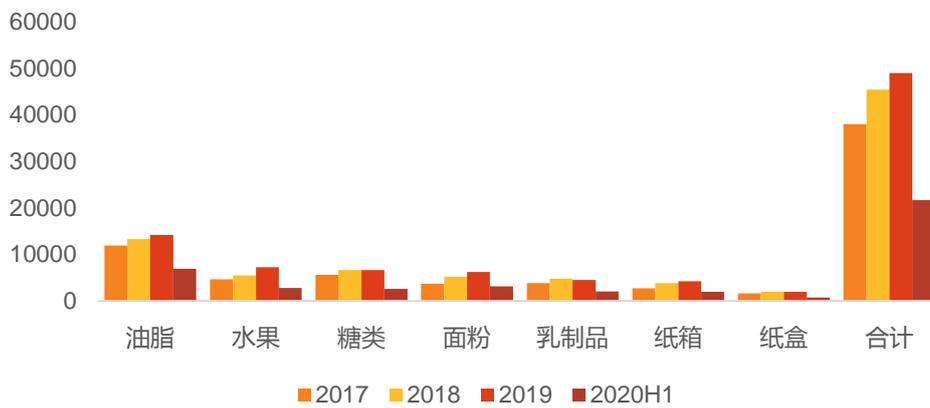
资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

3.3. 供应链端：从采购到生产，技术优势转化为销售优势

3.3.1. 原料采购与产量相匹配，平均单价与市场价格趋于一致

公司采购的主要原材料有面粉、油脂、糖类、水果等。并且建立了供应商考核和管理体系，当有新的原材料出现需求时，公司会对几家供应商同时进行考察。确定供应商后每年还会对合格供应商清单中的供应商进行 1 到 2 次的再评估，要求得分较低的供应商进行辅导整改，整改后仍不合格则淘汰。

图 34：公司历年采购产品金额与产量相匹配（单位：万元）



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

生产模式中，公司主要进行自主生产。除自主生产外，公司还存在少量外协生产。公司外协生产包括外协贴牌和委托加工两种形式，且以外协贴牌为主。2017-2019 年，公司外协贴牌产品采购金额分别为 2,324.48 万元、4,202.11 万元、4,714.35 万元和 923.48 万元，占公司采购总额的比例分别为 4.28%、5.91%、6.05%和 2.83%。委托加工费用占主营业务成本的比重近年来均在 1%以下，占比影响较小。

表 9：外协贴牌占采购比重较小（单位：万元）

序号	主要内容	2020 年 1-6 月		2019 年度		2018 年度		2017 年度	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

1	挞液	325.04	1.00%	3,849.90	4.94%	3,411.73	4.80%	2,304.54	4.24%
2	烘焙巧克力	440.72	1.35%	838.84	1.08%	673.11	0.95%	.	.
3	糖果	60.12	0.18%	.	.	.	.	.	.
4	手工冷冻烘焙食品	47.37	0.15%	.	.	.	.	.	.
5	肉松	24.29	0.07%	.	.	.	.	.	.
6	果干	8.14	0.02%	9.12	0.01%	114.12	0.16%	19.94	0.04%
7	饼干	17.80	0.05%	16.49	0.02%	3.14	0.00%	-	-
	小计	923.48	2.83%	4,714.35	6.05%	4,402.11	5.91%	2324.48	4.28%

资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

原料采购价格与行业采购均价一致。各产品采购价格与行业价格变动趋势基本一致。其中，2020 年油脂采购波动大于市场平均，主要由于 1) 生猪价格大幅上升。2) 冷冻烘焙食品生产主体的油脂采购价高于平均。另外，公司乳制品采购价格逐年下降，主要由于全球黄油市场趋势向下。公司黄油的采购金额最大，用于奶油、冷冻烘焙食品等产品的生产制作，公司乳制品主要向国内进出口贸易商采购，以进口产品为主。公司主要原材料和包装材料的采购金额与销售收入间无直接关系，与产量有着较强的匹配关系。

图 35：公司各原料采购价格稳中趋降（单位：元/千克、元/个）



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

3.3.2. 先进的生产研发工艺是持续稳定出品的保证

公司经过多年行业经验的积累，在生产配方和生产工艺方面具有强大的优势：在配方方面，通过原辅料的选择和配比，建立起了产品的竞争优势；在生产工艺方面，通过对生产工艺进行不断改良与升级，持续提高产品的口感、外观、使用便利性。公司不仅从国内外引入自动化生产线，提高了生产的自动化程度，更重要的是根据国内原材料和公司产品的特点，在核心环节对关键生产设备进行大量适应性的自主改造，并对生产线的布局和生产设备间的协同进行自主调整。公司通过流程控制以及在不同环境下的生产调整，保证了大规模生产过程中产品的稳定性。凭借上述技术优势，公司得以大规模生产技术难度较大的甜甜圈、白吐司、欧包等冷冻面包产品，以及含乳脂植脂奶油、可丝达酱等烘焙食品原料，并得到市场的高度认可。

此外，公司对产品本身的研发设计改造也具有一定的优势：公司产品品类丰富，品规众多，在同行业公司中明显具有产品多样化优势，可以更好满足下游客户多样化需求以及开发出新的客户需求。公司目前已形成了 72 项技术专利成果，其中 6 项发明专利，被评为 2019

年度国家知识产权优势企业，2018 年参与的“蛋白乳油体系稳定化及高品质乳制品产业化关键技术”研发项目获得广东省科技进步奖一等奖，2017-2020H1 公司平均每年推出的新产品及新应用方案超过 50 个。

表 10：核心技术科研的实力与成果

序号	奖项名称	时间	颁发单位
1	2019 年度广东省食品行业优秀新产品（美浓乳脂植脂奶油、新仙 尼特级大颗粒芒果果馅）	2020 年 2 月	广东省食品行业协会
2	国家知识产权优势企业	2019 年 12 月	国家知识产权局
3	广东省烘焙食品企业 10 强	2019 年 8 月	广东省轻工业联合会、广东省 焙烤食品糖制品产业协会
4	2019 中国中式茶点创意大赛优秀 创新中点（蛋黄酥）	2019 年 5 月	中华全国工商业联合会烘焙 业工会
5	第二十二届中国国际焙烤展览会 产品创新奖（玉荔起司馅）	2019 年 5 月	中国焙烤食品糖制品工业协 会
6	广东省科技进步一等奖（蛋白乳 油体系稳定化及高品质乳制品产 业化关键技术）	2019 年 3 月	广东省人民政府
7	广东省高成长中小企业	2018 年 1 月	广东省经济和信息化委员会
8	高新技术企业	2018 年	广东省科学技术厅、广东省财政厅、国 家税务总局广东省税务局
9	广州市创新标杆企业	2017 年 11 月	广州市人民政府
10	推动中国焙烤食品产业发展杰出贡献奖	2017 年 5 月	中国焙烤食品糖制品工业协会
11	中国烘焙行业技术发展贡献企业	2016 年 5 月	中华全国工商业联合会烘焙业工会
12	中国烘焙最具影响力十大原料企 业	2013 年 3 月	中国食品工业协会
13	中国烘焙最受欢迎原料品牌	2010 年 3 月	中国食品工业协会

资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

3.3.3. 充足的物流能力打通各个经营环节

公司烘焙食品原料及冷冻烘焙食品一般需要进行低温存储和运输，因此对仓储、物流有着较高的要求，公司在行业内较早自建冷链物流车队，除自有及租赁仓库和自有冷链车辆运输外，公司还利用第三方仓储服务和冷链物流。截至 2020 年 6 月底，公司已具备了一定规模的冷链物流能力，拥有自有运输车辆 30 辆、司机 43 人，共 21 个省、自治区和直辖市的客户实现自主运输。公司 2017-2020H1 运输费用金额分别为 6,133.86 万元、7,980.11 万元、8,879.94 万元和 3,512.65 万元，逐年增加；占营业收入的占比分别为 6.42%、6.08%、5.61% 和 5.24%，逐年降低。

表 11：运输费用以租借外部车辆为主（单位：万元）

项目	2020 年 1-6 月		2019 年度		2018 年度		2017 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
外部车辆	3,221.31	91.71%	8,102.30	91.24%	7,262.37	91.01%	5,653.71	92.17%
自有车辆	222.69	6.34%	624.81	7.04%	602.86	7.55%	422.73	6.89%
搬运、装 卸 等其 他费用	68.65	1.95%	152.84	1.72%	114.88	1.44%	57.43	0.94%
合计	3,512.65	100.00%	8879.94	100.00%	7,980.11	100.00%	6,133.86	100.00%

资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

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。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。公司承担产品销售的配送费。

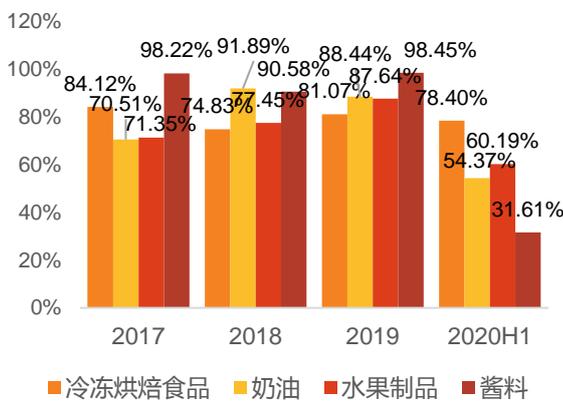
公司建立了冷链监控中心，制定实施了一系列温度管理和控制措施，保证仓储、物流等整个流通环节的温度达标。

3.3.4. 当前产能充足，募投扩产能计划匹配冷冻烘焙等需求高速增长

公司围绕全国烘焙消费的主要市场进行了产能布局。目前，公司已在华南的佛山三水、广州增城和南沙，华东的浙江长兴等地先后投资建立了四个生产基地，并拟启动华北的河南卫辉生产基地的建设。截至 2020 年 6 月底，公司已经拥有 19 条烘焙食品原料和 22 条冷冻烘焙食品自动化生产线，2019 年产量近 9 万吨，销售收入达到 15.83 亿元。公司通过全国性的生产基地布局，能够有效满足客户对烘焙产品及时性的要求，提高运营效率，降低物流成本。

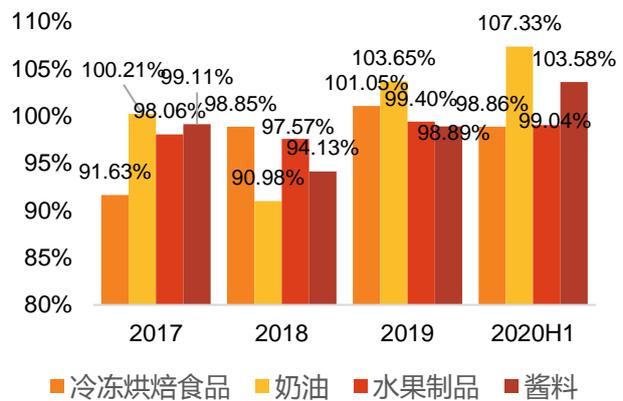
在烘焙食品原料领域，公司拥有广州增城和南沙、佛山三水、浙江长兴四个大型生产基地，2020 年上半年，奶油、水果制品、酱料产能分别达到 16,500 吨、6,600 吨、14,200 吨。在冷冻烘焙食品领域，公司从瑞士、荷兰等地先后引进了先进的冷冻烘焙食品自动化生产线，在广州南沙和浙江长兴建立起大型生产基地，2020 年上半年冷冻烘焙食品产能达到 22,500 吨。

图 36：2017-2020H1 各产品产能利用率



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 37：2017-2020H1 各产品产销率



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

2020 年来受疫情及春节假期的影响，生产天数较少，故 2020 年上半年各产品产能利用率较低。随着酱料产品的浙江生产基地投产，酱料产能增长明显，产能利用率下降较大。

按 2019 年数据来看，公司产能较为充足，冷冻烘焙食品产能利用率持续上升，2019 年达到 81.07%。2020 年来，公司主要产品销量总体与去年同期保持稳定，但烘焙店和饮品店受疫情影响较大，奶油和水果制品下游客户需求有所减少，相应产品销量较去年同期分别下降 23.25%和 21.36%；冷冻烘焙食品和酱料业务则通过推广新品、加强与疫情影响较小的商超等客户合作等措施，实现了产品销售的增长，分别较去年同期增长 13.31%和 19.49%。我们认为近两年公司或不存在产能不足问题，预计 2 年后冷冻烘焙食品产能趋于饱和。

疫情对消费者进行了较好的线上化及冷冻食品心智培养，随着疫情缓解，我们认为公司冷冻烘焙食品需求将进一步提升。佛山三水生产基地扩建后将年产 6.00 万吨奶油（含挞液）、2.70 万吨水果制品、0.81 万吨冷冻烘焙食品；浙江长兴生产基地建设完成后将年产 2.86 万吨冷冻烘焙食品和 3.59 万吨酱料和馅料；河南卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地扩

建后将实现年产 2.25 万吨冷冻烘焙食品。募资扩建项目将保证公司产能充足，随着烘焙需求不断上升，预计 2 年后公司扩建完成后业绩将进一步释放。

4. 财务分析：多渠道、多产品助力营收稳步提升，盈利能力向好

4.1. 营业收入稳步上升，从华东、华南地区向全国范围辐射

2017-2019 年，公司营业收入稳步上升。公司主营业务为烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的销售，近年公司主营业务收入占营收比重超 99.80%，2017-2019 年，公司主营业务收入复合增长率达 28.78%。2020 年，尽管受到新冠疫情冲击，公司营收增速较 18、19 年下降至 14.27%。随着国内疫情得到有效控制，2021 年一季度，新冠疫情对公司的业绩影响较上年同期有所减弱，预计 2021 年一季度业绩较上年同期将大幅增长。

图 38：公司 2017-2020 营业总收入（单位：万元）

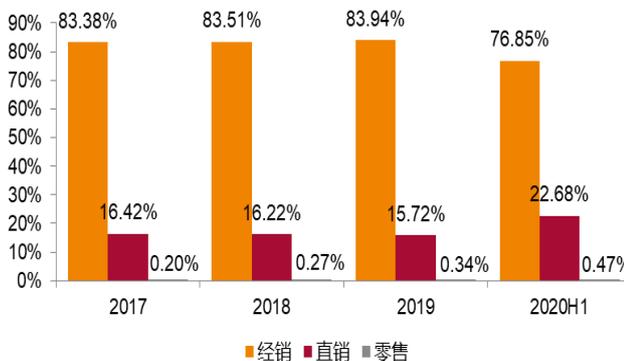


资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

按照销售模式划分，公司主营业务收入主要来源于经销模式，近年来占比始终在 75%以上。公司销售模式较为清晰，以经销模式为主，直销模式为辅，并补充少量线上电商及线下零售业务，且各种销售模式的营收占比相对稳定。近年来，直销和零售的收入占比逐步增加。

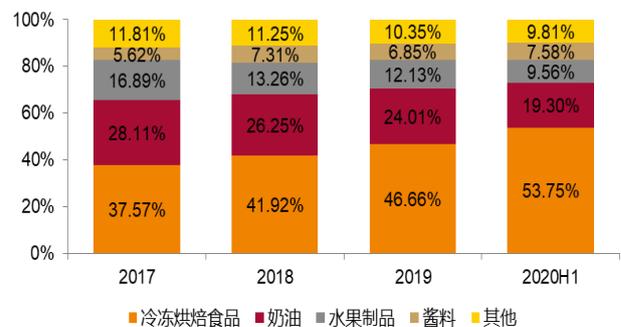
分产品看，冷冻烘焙食品、奶油、水果制品和酱料是公司的主要营收来源且累计占比逐年提升。2017-2020H1，上述四类产品合计收入占主营业务收入的比例分别为 88.19%、88.75%、89.65%、90.19%。其中，由于公司冷冻烘焙食品销量增速较快，其收入占比逐年稳步提升，由 2017 年的 37.57% 上升至 2020 年 H1 的 53.75%。

图 39：2017-2020H1 主营业务收入构成按销售模式划分



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 40：2017-2020H1 主营业务收入构成按产品类型划分



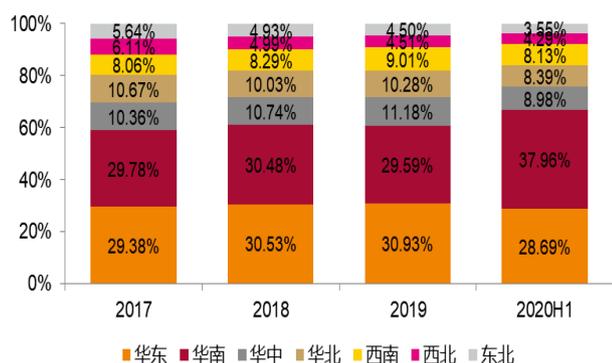
资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

分销售区域看，公司销售市场以华东、华南地区为主，且销售占比稳定在 30%左右。公司

产品销售集中于华东、华南地区的主要原因在于，公司现有的生产基地大多位于华东、华南区域。同时，华东、华南地区的经济实力较为发达，消费能力强，对烘焙产品的消费需求相对更大。此外，公司也加强了其他区域的市场开拓力度，其他区域的主营业务收入也保持同步增长的趋势。

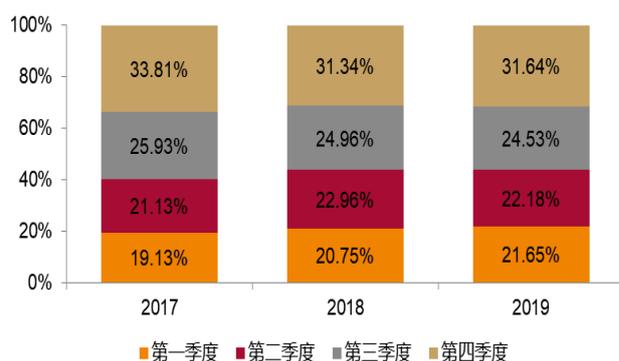
2017年至2019年，公司产品销售具有比较明显的季节性特征，每年第四季度为旺季，占比始终在30%以上；第一季度为淡季，占比仅20%左右。其中，各年度第一季度主营业务收入占比相对较低，一方面受春节期间厂商及物流公司进入假期的影响；同时，消费者为缓解春节期间的供需矛盾，往往选择节前开始着手备货，因此第四季度成为公司主营业务收入占比最高的季度。

图 41：2017-2020H1 主营业务收入构成按销售区域划分



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 42：2017-2019 主营业务收入构成按季节划分



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

4.2. 主营业务毛利率逐年稳定上升，各类产品毛利率维持稳定

2017-2019年，得益于公司营业规模的扩大和产品毛利率水平的稳定提高，公司毛利总额逐年稳步提升，主营业务毛利率呈上升趋势。2017-2020H1，公司营业毛利总额分别为33591.55万元、49365.24万元、65360.29万元、27304.51万元，其中主营业务毛利占当期营业毛利的比例分别为99.93%、99.92%、99.90%、99.88%。

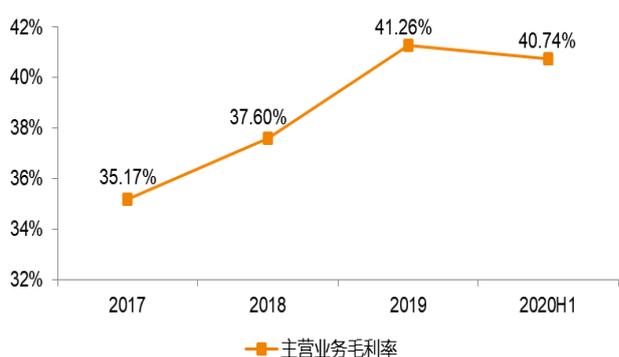
毛利率方面，公司2017-2019年主营业务毛利率逐年稳定上升，分别为35.17%/37.60%/41.26%。公司主营业务毛利率逐年增加主要与公司产品结构优化、原材料价格变动及增值税降低相关。

2020年上半年，尽管受新冠疫情冲击，但公司主营业务毛利率与上年相比并未发生较大变化，为40.74%。未来，随着公司上市后销售模式的优化和管理模式愈发合理，公司主营业务毛利率有望得到进一步提升。

图 43：2017-2020H1 公司毛利总额（单位：万元）



图 44：2017-2020H1 公司主营业务毛利率



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

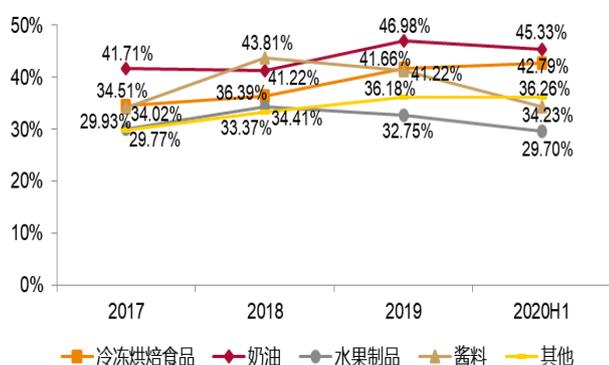
资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

按产品类型分类，公司各类产品的销售毛利率保持相对平稳，冷冻烘焙类食品毛利率持续增长。

作为公司主营业务占比最高的两类产品，冷冻烘焙食品及奶油类产品的毛利率总体呈现出上涨的态势。2017-2020H1，冷冻烘焙类食品的毛利率分别为 34.51%、36.39%、41.66%、42.79%，每年均保持着稳定的增幅，主要是由于毛利率较高的甜甜圈的收入比例提升及丹麦产品的毛利率显著提升导致的。同期，奶油类产品的毛利率分别为 41.71%、41.22%、46.98%、45.33%，呈现小幅波动上升的态势，主要是受各细分品类的原材料价格及单位价格波动影响。

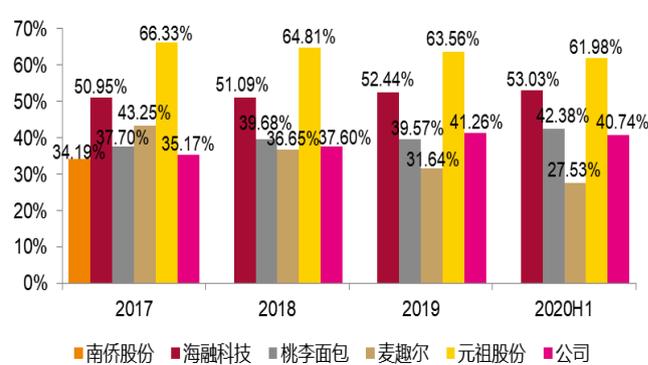
公司水果制品的毛利率经历了先上升后下降的过程，主要是公司水果制品的销售占比先提升再降低引起的；同时，2017 年至 2019 年，公司酱料类产品毛利率波动较大，主要是其单价和单位成本的波动导致。

图 45：2017-2020H1 公司分产品毛利率



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 46：2017-2020H1 可比公司毛利率对比



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

由于烘焙食品行业品类众多，产业链条长，不同企业的产品类别、服务人群、经营模式各不相同，因此导致不同企业间的毛利率存在一定差异。从细分产品角度来，公司与南侨股份、海融科技在奶油类、冷冻烘焙类及水果制品这三类产品中存在同类产品。

作为一家同样主营烘焙食品原料、以经销为主、产品结构和销售模式与公司相似的公司，海融科技近年来发展迅速，毛利率的上升趋势与公司具有一致性。

4.3. 盈利能力显著，净利率接近行业平均水平

公司归母净利润逐年提升，盈利能力显著。2017-2020H1，公司的净利润分别为 4399.42 万元、5230.86 万元、18139.82 万元和 23209.51 万元，归母净利润增速分别为 18.90%/246.78%/27.95%，显著高于收入增长的速度，主要是因为公司的规模经济性带动公司毛利率增加、期间费用率降低。2019 年，公司净利润增幅达 12908.96 万元，主要是因为公司毛利率较 18 年有较大幅度的上升且销售费用占比下降。

近年来，公司归母净利率总体呈上升趋势，仅在 2018 年由于销售费用率与管理费用率的提升而小幅下降。2019 年至 2020 年，由于公司毛利率维持在较高水平，公司归母净利率也较高，分别为 11.45%、12.83%。

图 47：2017-2020 公司归母净利润（单位：万元）及 YOY

图 48：2017-2019 归母净利率



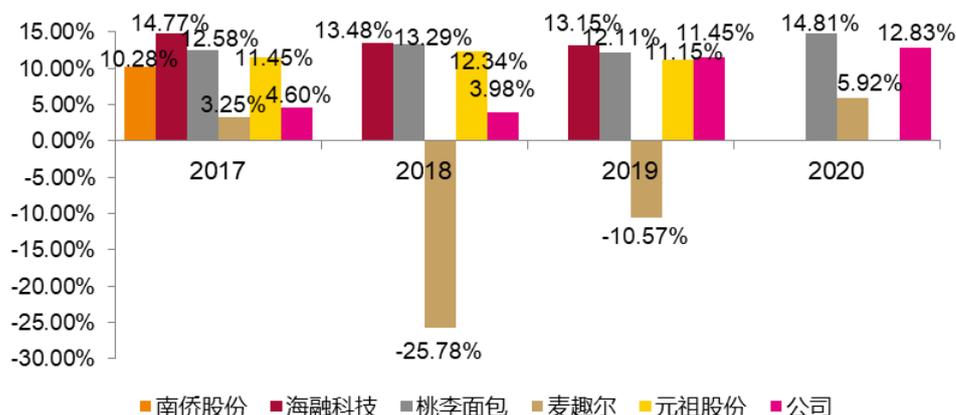
资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

与同行业公司相比，尽管公司净利率与桃李面包、海融科技等保持一致，但近年来保持着较快的增长。得益于公司冷冻烘焙食品增速较快，且高毛利率产品的销量占比增加，公司扣非后净利率迅速由2017年的4.65%提升至2019年的10.92%，已经超过行业龙头元祖股份，逐步接近同行业的平均水平。近年来，相较于同行业其他公司净利率的下滑，公司扣非后净利率的不断上涨也体现出公司盈利能力的延续性良好。

图 49：2017-2019 可比公司归母净利润率对比



资料来源：立高食品招股说明书、Wind，天风证券研究所

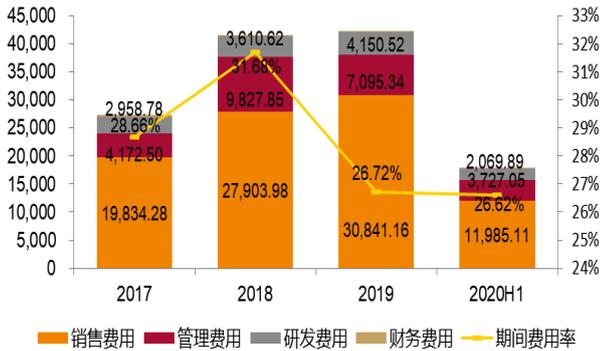
4.4. 期间费用率呈下降趋势，销售、管理费用率均处于行业较低水平

公司期间费用随收入规模同步增长，期间费用率总体呈下降趋势。2017-2020H1，公司期间费用分别为 2.74 亿元/4.16 亿元/4.23 亿元/1.78 亿元。公司降成本成效显著，2020 年上半年，期间费用率自 2018 年高点 31.68% 降至近年来最低的 26.62%。

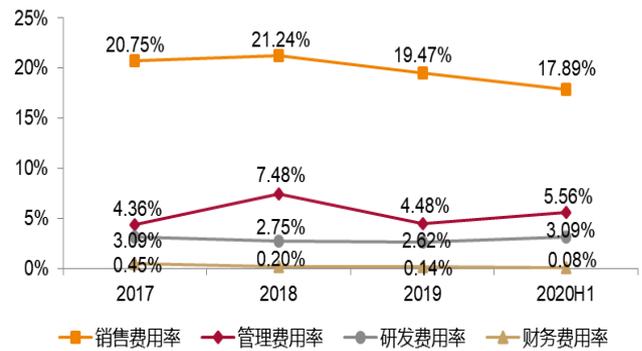
具体到各类费用率方面，2017 年以来，公司各类销售费用逐年增加，但占营业收入的比例呈现不同的趋势。2017-2020H1 公司销售费用率分别为 20.75%、21.24%、19.47%、17.89%，大致呈现下降趋势；同时，管理费用率和研发费用率则逐年波动。

图 50：2017-2020H1 公司各项费用（单位：万元）及期间费用率

图 51：公司各类费用率



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

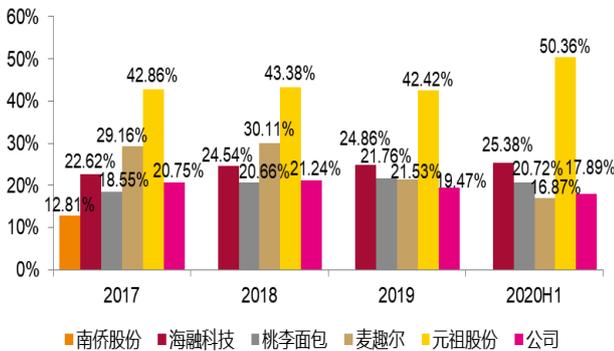


资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

公司销售费用率在同行业可比公司中处于较低水平。近年来，公司销售费用率逐年下降，远低于元祖股份，与海融科技、桃李面包较为接近，略高于南侨股份，主要与各公司的产品结构、销售模式及客户结构有一定关联。综合来看，公司销售费用占营收的比值处于行业上市公司的较低水平，与公司采用的具体销售模式一致。随着公司上市带来的销售模式进一步优化，未来公司销售费用率有望进一步降低。

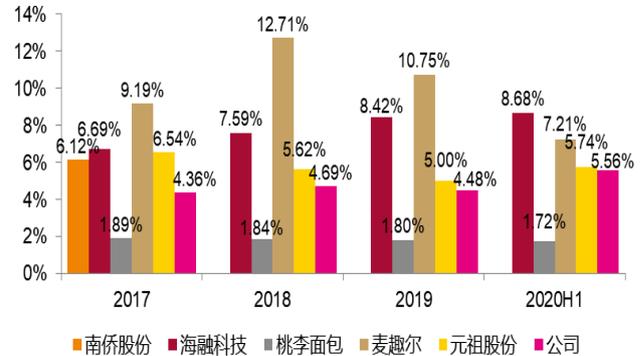
管理费用率方面，公司的管理费用率同样处于同行业可比公司中的较低水平，仅略高于桃李面包。在行业公司中，由于桃李面包的经营规模较高，因此其规模经济性会带来较低的管理费用率，而经营规模相对低的海融科技及麦趣尔的管理费用率则远高于公司。未来，公司上市有望带来经营模式的扩大和管理方式更加合理，期待公司管理费用率进一步降低。

图 52：2017-2020H1 可比公司销售费用率



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 53：2017-2020H1 可比公司管理费用率



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

4.5. 现金流逐步改善，上市前保持良好的现金状况

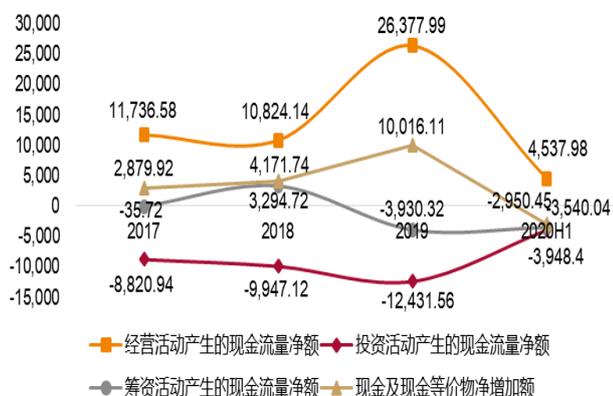
公司现金流稳步改善，在上市前保持良好的现金状况。公司经营活动产生的现金流量净额虽有波动但均为正数，投资活动产生的现金流量净额均为负数，体现出公司高速发展、生产经营状况良好，待公司上市后，生产规模有望进一步扩大、投资需求有望得到更多的满足。

2017-2020H1 公司经营活动产生的现金流量净额与净利润的差额分别为 7337.85 万元、5593.28 万元、8238.17 万元、-3061.79 万元。2020 年上半年，因为处于销售淡季，经营性应付项目较上年下降较多，因此当期经营活动现金流量净额与净利润的差值为负数，但由于公司销售的季节性特征，此情况与全年度不具可比性。

由于烘焙食品行业属于大消费行业，对客户给予的账期普遍较短或者采用要求现款和预付结算，因此经营活动现金流状况较好。公司经营活动现金流量净额与净利润的差值与行业

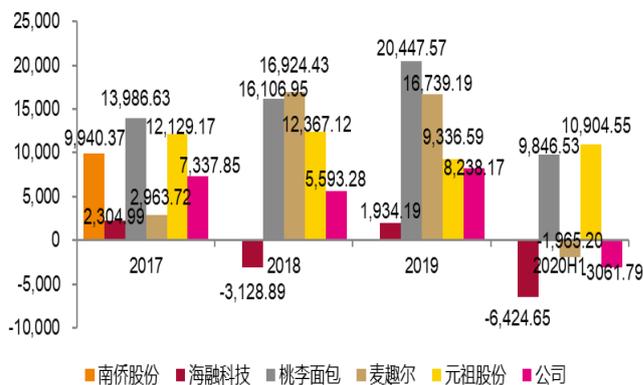
惯例一致，期待公司上市后回归至行业正常水平。

图 54：2017-2020H1 公司各类现金流量净额（单位：万元）



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 55：2017-2020H1 行业公司经营活动现金流量净额与净利润的差额（单位：万元）



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

4.6. 资产周转逐年提升，上市后资产情况或进一步优化

公司的流动比率及速动比率逐年回升。2017-2020H1，公司流动比率较低，分别为 0.89/1.02/1.57/1.67，速动比率分别为 0.51/0.62/1.15/1.16，主要由于公司尚未上市，较多利用自有资金满足扩大的产能建设，经营性负债不断增加导致。2019 年末，公司流动比率和速动比率均已回升至 1 以上，短期偿债压力并不大。

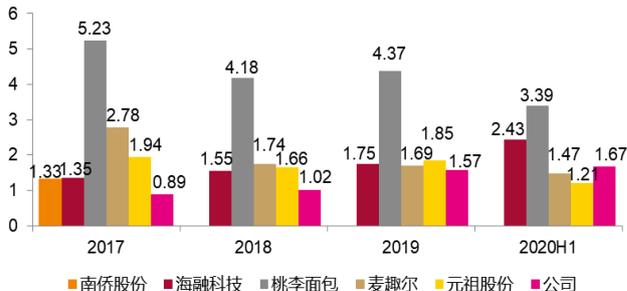
与行业上市公司比较，公司目前的流动比率及速动比率均低于行业平均水平，但偿债能力指标差异情况合理且逐步缩小。

图 56：2017-2020H1 公司流动比率和速动比率



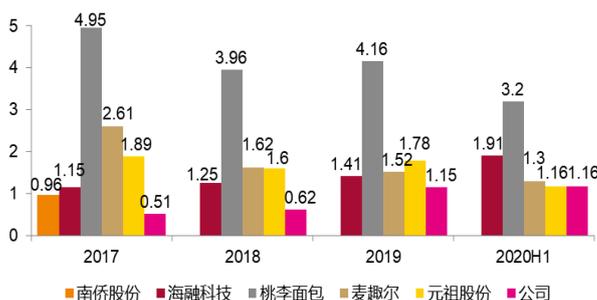
资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 57：2017-2020H1 行业公司资流动比率



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

图 58：2017-2020H1 行业公司速动比率



资料来源：立高食品招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

假设：

- ① 公司一季度预计营收增长 91.28%-107.22%，归母净利润预计增长 228.49%-255.86%，主要由于低基数影响，假设二季度后疫情的影响逐步缓解不再反复。
- ② 公司 2017-2019 整体毛利率呈上升趋势，2020 年疫情影响下成本上升导致毛利率有所下滑，预计 2021 年整体毛利率小幅上行。
- ③ 新消费趋势下假设冷冻烘焙食品继续保持 2021 一季度高增趋势。
- ④ 开拓新业务新渠道预期下，预计销售费用率和管理费用率有一定提升。

表 12：公司 2021E 一季度的经营预计情况，高增长主要由于低基数（单位：万元）

项目	2021 年度一季度	2020 年度一季度	变动比例
营业收入	48,000-52,000	25,094.05	91.28%-107.22%
归属于母公司股东的净利润	6,000-6,500	1,826.55	228.49%-255.86%
扣除非经常性损益后的归属于母公司股东净利润	5,900-6,400	1,758.19	235.57%-264.01%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 13：盈利预测（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业总收入	955.99	1313.45	1583.73	1809.69	2423.63	3113.29
营业收入	955.99	1313.45	1583.73	1809.69	2423.63	3113.29
YOY		37.39%	20.58%	14.27%	33.92%	28.46%
分产品						
冷冻烘焙食品	358.48	550.02	738.46	956.29	1338.81	1807.39
YOY		53.43%	34.26%	29.50%	40.00%	35.00%
奶油	268.26	344.36	379.97	370.62	463.28	569.83
YOY		28.37%	10.34%	-2.46%	25.00%	23.00%
水果制品	161.19	174.01	191.94	168.85	204.31	241.90
YOY		7.95%	10.30%	-12.03%	21.00%	18.40%
酱料	53.65	95.9	108.42	137.91	197.21	230.15
YOY		78.75%	13.06%	27.20%	43.00%	16.70%
其他	114.42	149.17	164.94	176.02	220.03	264.03
YOY		30.37%	10.57%	6.72%	25.00%	20.00%
归属于母公司所有者的净利润	43.99	52.31	181.40	232.10	313.34	399.41
加：其他综合收益		18.91%	246.78%	27.95%	35.00%	27.47%

资料来源：立高食品招股说明书、Wind，天风证券研究所

可比公司方面，参考海融科技、一鸣食品、桃李面包以及元祖股份，2021 年平均 PE 为 30 左右，其中元祖股份 2021PE 一致性预期为 14，而与公司相近的海融科技一致性预期为 37。

公司作为覆盖烘焙消费及其原料的全国性企业，产品类型众多，规格多样，随着疫情缓解

叠加新消费兴起，公司产品规模优势有望进一步体现；公司营销网络广泛深入，销售渠道深入多样，技术研发实力雄厚，随着疫情缓解及渠道的进一步多样化，公司盈利能力预计能持续提升。综合来看，给予公司 21 年 30-40 倍估值，目标市值区间 94-125 亿，本次公开发行后总股本为 16,934 万股，对应目标价区间 56-74 元/股。

表 14：可比公司市值和估值

股票代码	股票简称	股价	EPS					PE			
			2021-04-09	2018A	2019A	2020A	2021A/E	2022E	2019A	2020A/E	2021E	2022E
300915	海融科技	68.40	1.62	1.70	1.41	1.85	2.32	40	49	37	30
605179	一鸣食品	19.36	0.46	0.51	0.35	0.54	0.67	38	55	36	29
603866	桃李面包	49.23	1.36	1.04	1.30	1.38	1.62	47	38	36	30
603886	元祖股份	17.92	1.01	1.03	1.30	1.25	1.39	17	14	14	13
	平均值	45.66	1.15	1.08	1.09	1.26	1.50	35.76	38.87	30.63	25.43
003000.SZ	立高食品	28.28	1.07	1.37	2.47	3.14	4.30				

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

食品安全风险：由于餐饮行业流动中间环节较多，可能因人员操作失误、物流操作不当等原因，出现食品安全问题，将对公司声誉和经营业绩产生重大不利影响。

行业竞争加剧风险：尽管当前速冻食品行业仍处于快速扩张阶段，但随着速冻食品行业市场不断深入，行业可能面临竞争加剧，利润下降的风险。

原材料价格波动风险：如果未来原材料价格产生大幅波动，而公司不能适时采取有效措施，可能会影响公司产品的市场竞争力，公司将面临利润下降的风险。

新冠疫情对经营情况的影响风险：若本次疫情在我国或公司主要销售区域再次大规模爆发，或者因此出现原材料大幅涨价等其他不利衍生状况，将对公司经营业绩产生较大不利影响。

产品未适应消费需求变化的风险：新口味、新产品的推出同时意味着一定的市场风险，尤其是在国际国内经济形势变化莫测、消费升级与消费降级共存的时代，公司产品定位与定价策略都面临较大挑战。若公司未来无法及时开发出符合客户消费需求的产品，将对公司产品销售、市场开拓产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	193.30	204.23	507.42	739.82	1,327.73	营业收入	1,583.73	1,809.69	2,423.63	3,113.29	3,846.79
应收票据及应收账款	80.41	112.73	120.14	183.40	201.67	营业成本	930.13	1,117.10	1,441.06	1,846.00	2,275.37
预付账款	15.68	14.20	33.97	26.64	43.91	营业税金及附加	12.10	12.65	18.69	23.19	30.73
存货	116.72	140.54	223.33	231.52	321.55	营业费用	308.41	253.44	379.78	510.04	585.10
其他	34.91	10.74	32.88	32.39	40.84	管理费用	70.95	86.51	118.76	146.95	178.88
流动资产合计	441.01	482.45	917.74	1,213.77	1,935.69	研发费用	41.51	52.68	66.90	86.06	94.25
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	2.28	(0.06)	(0.00)	0.02	0.01
固定资产	265.88	290.73	332.00	378.98	416.37	资产减值损失	(1.46)	(2.58)	(0.90)	(0.71)	0.01
在建工程	19.06	83.59	86.15	99.69	89.82	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	48.30	69.04	66.75	64.47	62.18	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.00	48.88	27.20	23.87	25.38	其他	(6.41)	(0.25)	(0.07)	(0.09)	(0.08)
非流动资产合计	354.24	492.24	512.11	567.01	593.75	营业利润	226.22	290.22	399.41	501.85	682.53
资产总计	795.26	974.69	1,429.84	1,780.77	2,529.44	营业外收入	0.10	0.10	0.08	0.09	0.10
短期借款	30.04	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.71	0.28	0.40	0.46	0.50
应付票据及应付账款	119.07	140.54	218.28	236.31	315.59	利润总额	225.61	290.04	399.09	501.48	682.13
其他	131.83	169.62	234.09	166.62	290.82	所得税	44.21	57.95	85.75	102.07	136.43
流动负债合计	280.94	310.17	452.37	402.94	606.42	净利润	181.40	232.10	313.34	399.41	545.70
长期借款	29.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	181.40	232.10	313.34	399.41	545.70
其他	14.63	12.53	12.15	13.10	12.60	每股收益(元)	1.07	1.37	2.47	3.14	4.30
非流动负债合计	43.63	12.53	12.15	13.10	12.60						
负债合计	324.57	322.70	464.52	416.04	619.01	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	127.00	127.00	127.00	127.00	127.00	营业收入	20.58%	14.27%	33.92%	28.46%	23.56%
资本公积	105.01	105.01	105.01	105.01	105.01	营业利润	224.08%	28.29%	37.62%	25.65%	36.00%
留存收益	343.69	524.99	838.32	1,237.73	1,783.43	归属于母公司净利润	246.78%	27.95%	35.00%	27.47%	36.63%
其他	(105.01)	(105.01)	(105.01)	(105.01)	(105.01)	获利能力					
股东权益合计	470.69	651.99	965.32	1,364.73	1,910.43	毛利率	41.27%	38.27%	40.54%	40.71%	40.85%
负债和股东权益总计	795.26	974.69	1,429.84	1,780.77	2,529.44	净利率	11.45%	12.83%	12.93%	12.83%	14.19%
						ROE	38.54%	35.60%	32.46%	29.27%	28.56%
						ROIC	70.73%	73.37%	78.62%	92.80%	90.85%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	40.81%	33.11%	32.49%	23.36%	24.47%
净利润	181.40	232.10	313.34	399.41	545.70	净负债率	-28.30%	-31.32%	-52.56%	-54.21%	-69.50%
折旧摊销	31.26	40.25	18.45	21.77	24.77	流动比率	1.57	1.56	2.03	3.01	3.19
财务费用	2.47	1.53	(0.00)	0.02	0.01	速动比率	1.15	1.10	1.54	2.44	2.66
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	69.33	53.87	31.40	(108.78)	67.44	应收账款周转率	22.30	18.74	20.82	20.51	19.98
其它	(20.68)	(42.61)	0.00	0.00	0.00	存货周转率	13.28	14.07	13.32	13.69	13.91
经营活动现金流	263.78	285.13	363.19	312.42	637.92	总资产周转率	2.24	2.04	2.02	1.94	1.78
资本支出	64.49	147.48	60.38	79.05	50.51	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.07	1.37	2.47	3.14	4.30
其他	(188.81)	(304.62)	(120.38)	(159.05)	(100.51)	每股经营现金流	1.56	1.68	2.14	1.84	3.77
投资活动现金流	(124.32)	(157.13)	(60.00)	(80.00)	(50.00)	每股净资产	2.78	3.85	7.60	10.75	15.04
债权融资	60.08	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	(2.28)	0.06	0.00	(0.02)	(0.01)	市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(97.10)	(117.57)	0.00	0.00	0.00	市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(39.30)	(117.50)	0.00	(0.02)	(0.01)	EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	100.16	10.49	303.19	232.40	587.91						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com