

## 公司研究

## 乘风而起，扶摇直上

## ——立高食品（300973.SZ）投资价值分析报告

## 要点

**冷冻烘焙：解决烘焙行业痛点的新兴赛道。** 1) 冷冻食品标准化持续推进，由于市场和技术所限，冷冻食品技术在烘焙行业中的应用较晚，产业化进程晚于冷冻鱼肉糜制品以及速冻米面制品。2) 冷冻烘焙产品主要客户为烘焙店，国内烘焙店由于高固定成本以及产品标准化受限，经营难度较高、存活率较低。冷冻烘焙产品有助于烘焙店提高生产效率、降低成本，从而在一定程度上解决行业痛点。

**行业空间：市场潜力巨大，规模快速扩张。** 1) **冷冻烘焙食品：**从终端烘焙店和糕点面包制造业规模以上企业两种角度测算行业空间，得到2020年国内冷冻烘焙产品的收入规模约在60-80亿元，2025年规模有望达到300-400亿元，CAGR达30-40%。2) **烘焙原料：**估算2020年奶油/水果制品收入规模分别约为88.81/25.38亿元，2025年收入有望达到130.28/37.22亿元，CAGR为7.96%。烘焙酱料近年复合增速超过20%，成长性更强。3) **保守估计，**公司所处行业合计收入规模在未来五年CAGR有望超过20%，发展潜力较大。

**立高食品：冷冻烘焙食品龙头企业，产品研发与销售能力领先。** 1) **产品体系丰富，技术投入较高：**公司采用大单品策略，较早切入挞皮、甜甜圈等适合工业化生产的冷冻烘焙品类，通过系统性研发流程推出新品，产品品类丰富。公司较早引入国外先进设备，实现大规模标准化生产，研发费用率与研发人员占比在同业内位居前列。2) **深耕下沉渠道，客户服务领先：**公司销售模式以经销为主，2020年收入占比77.8%，经销模式终端客户主要为中小型烘焙店，通过销售团队与经销商互相配合，公司为小B客户提供优质配套服务，客户粘性较高。3) **管理分工明晰，员工激励充分：**公司业务布局主要包括立高（烘焙原料）、奥昆（冷冻烘焙食品）、昊道（烘焙酱料）三大板块。收购奥昆以来，母公司给予其较高的决策自由度，有助于实现共赢发展。公司对高管团队和业务员工进行股权激励，以增强团队积极性。4) **产能扩张加快，物流优势突出：**产能扩建支持规模扩张，冷链物流体系围绕生产基地布局，能够在全国半数以上省份实现自主运输。

**盈利预测、估值与评级：**预测公司2021-23年营收分别为23.40/30.10/38.42亿元，归母净利润为3.06/4.01/5.23亿元，对应EPS为1.80/2.37/3.09元，当前股价对应P/E为87/67/51倍。考虑冷冻烘焙行业为快速发展的新兴赛道，公司产品研发与销售服务能力突出，冷冻烘焙业务有望继续高增，后续产能布局加大，烘焙原料业务增长也有望提速，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险，宏观环境变化风险，原材料价格波动风险，新股股价波动风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,584	1,810	2,340	3,010	3,842
营业收入增长率	20.58%	14.27%	29.30%	28.65%	27.62%
净利润（百万元）	181	232	306	401	523
净利润增长率	246.78%	27.95%	31.66%	31.07%	30.45%
EPS（元）	1.43	1.83	1.80	2.37	3.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	38.54%	35.60%	34.18%	34.99%	35.61%
P/E	110	86	87	67	51
P/B	42.5	30.7	29.8	23.3	18.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-02

注：2020年末总股本1.27亿股，2021年因IPO导致总股本增加至1.69亿股。

## 买入（首次）

当前价：157.50元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003  
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002  
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.69
总市值(亿元)	266.71
一年最低/最高(元)	86.00/176.21
近3月换手率	73.57%

## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.05	/	/
绝对	14.60	/	/

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

**冷冻烘焙食品行业:**我们从终端烘焙店和糕点面包制造业规模以上企业两种角度测算行业空间。**1)**假设冷冻烘焙产品在烘焙店的渗透率为 3%-10%，烘焙店毛利率 50%，经销商毛利率 15%，估算 2020 年冷冻烘焙产品的出厂端收入约为 22.27-74.23 亿元。假设 2025 年烘焙产品渗透率提升至 30%-40%，测算 2025 年冷冻烘焙产品出厂端收入规模有望达到 318.33-424.44 亿元，CAGR 达 33.80%-41.73%。**2)**假设 2020 年冷冻烘焙产品营收在糕点面包制造业规模以上企业中的占比为 5%，估算冷冻烘焙企业收入规模约 64.33 亿元。假设到 2025 年冷冻烘焙产品营收额占比达到 18%，测算冷冻烘焙收入将达到 352.45 亿元，CAGR 将达到 40.52%。**3)**综上，2020 年国内冷冻烘焙产品的收入规模约在 60-80 亿元，2025 年规模有望达到 300-400 亿元，CAGR 在 30-40%。

**烘焙原料: 1) 奶油:**据欧睿数据，2020/2025E 中国蛋糕市场销售额为 972.72/1426.87 亿元，假设奶油成本占蛋糕售价的比例为 10.5%，经销商毛利率为 15%，估算 2020 年奶油出厂端收入规模约 88.81 亿元，2025 年有望达到 130.28 亿元，CAGR 为 7.96%。**2) 水果制品:**假设水果制品成本占蛋糕售价的比例为 3%，经销商毛利率为 15%，估计 2020 年水果制品出厂端收入规模为 25.38 亿元，2025 年有望达到 37.22 亿元，CAGR 为 7.96%。**3) 烘焙酱料:**烘焙产品口味和品质升级的趋势下，烘焙酱料市场快速扩容，预期未来增长率仍将达到 20%。

### 我们的创新之处

我们通过分析国内烘焙店的运营情况发现，由于固定成本较高以及产品标准化受限，国内烘焙店经营难度较高、存活率相对较低，中小烘焙店对于降本增效的需求较高。冷冻烘焙有助于烘焙店提高生产效率、降低成本，从而能够为行业痛点提供解决方案。

我们从终端烘焙店和糕点面包制造业规模以上企业两种角度出发，测算国内冷冻烘焙食品的行业空间，估算得到 2020 年国内冷冻烘焙产品的收入规模约 60-80 亿元，2025 年规模有望达到 300-400 亿元，CAGR 达 30-40%。另外，我们根据欧睿中国蛋糕市场销售额数据，测算得到 2020 年奶油和水果制品出厂端收入规模估计在 100 亿元以上，2025 年有望达到 160 亿元以上，CAGR 约 8%。

我们提炼出公司作为冷冻烘焙行业领跑者的核心优势在于：**1)**采用大单品策略，产品品类丰富，较早引入国外先进设备，实现大规模标准化生产，研发费用率与研发人员占比在同业内位居前列。**2)**通过销售团队与经销商互相配合，为小 B 客户提供优质配套服务，终端烘焙店粘性较高。**3)**业务分工明晰，子公司奥昆具有较高自由决策权，公司针对高管团队和业务员工进行股权激励，有利于增强团队积极性。**4)**产能扩张加快，冷链物流体系围绕生产基地布局。

### 股价上涨的催化因素

**1) 行业层面:**冷冻烘焙产品在烘焙店的渗透率快速提升，冷冻面团、冷链运输技术取得较大进步，烘焙原料行业在茶饮等新渠道推动下增速提升。

**2) 公司层面:**新品表现超出预期，冷冻烘焙产品在烘焙渠道市占率持续提升，商超与餐饮渠道快速发展，新增产能投放节奏超预期。

## 盈利预测、估值与评级

预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 23.40/30.10/38.42 亿元，同比增长 29.30%/28.65%/27.62%，归母净利润分别为 3.06/4.01/5.23 亿元，同比增长 31.66%/31.07%/30.45%，对应 EPS 分别为 1.80/2.37/3.09 元，当前股价对应 P/E 为 87/67/51 倍。考虑冷冻烘焙行业为快速发展的新兴赛道，公司产品研发实力突出，终端客户粘性较高，产能布局加大，烘焙原料业务增长也有望提速，首次覆盖给予“买入”评级。

# 目 录

<b>1、 冷冻烘焙：解决行业痛点的新兴赛道</b> .....	<b>7</b>
1.1、 冷冻烘焙产业化进程逐渐兴起.....	7
1.2、 降本提效，解决行业痛点.....	9
<b>2、 行业空间：市场潜力巨大，规模快速扩张</b> .....	<b>12</b>
2.1、 冷冻烘焙食品：预计 2020-2025 年 CAGR 超 30%.....	12
2.1.1、 角度一：冷冻烘焙产品在终端烘焙店的渗透率.....	12
2.1.2、 角度二：冷冻烘焙产品在制造端出厂收入占比.....	13
2.2、 烘焙原料：奶油及水果制品平稳增长，酱料成长性更强 .....	14
<b>3、 公司概况：冷冻烘焙食品龙头企业</b> .....	<b>16</b>
3.1、 业务布局：从烘焙原料拓展至冷冻烘焙领域.....	16
3.2、 财务分析：冷冻烘焙为主要驱动，净利率整体提升.....	18
<b>4、 核心优势：领先的产品研发与销售能力</b> .....	<b>21</b>
4.1、 产品体系丰富，技术投入较高.....	21
4.2、 深耕下沉渠道，客户服务领先.....	24
4.2.1、 经销模式：提供优质销售服务，终端客户粘性较高.....	24
4.2.2、 直销模式：商超渠道发展迅速，餐饮渠道潜力较大.....	26
4.3、 管理分工明晰，员工激励充分.....	27
4.4、 产能扩张加快，物流优势突出.....	28
<b>5、 盈利预测、估值与评级</b> .....	<b>30</b>
5.1、 盈利预测 .....	30
5.2、 相对估值 .....	31
5.3、 绝对估值 .....	32
5.4、 估值结论与投资评级 .....	33
<b>6、 风险分析</b> .....	<b>34</b>

## 图目录

图 1: 冷冻食品的一二三级行业分类 .....	7
图 2: 冷冻烘焙食品的分类及举例 .....	8
图 3: 冷冻食品制造企业 A 股资本化进程 .....	8
图 4: 冷冻烘焙食品 (立高食品) /速冻米面制品 (巴比食品) /速冻鱼糜制品 (安井食品) 生产工艺流程对比 .....	9
图 5: 立高前 20 大经销商客户以烘焙店为主 .....	9
图 6: 中国烘焙门店存活时长超过 4 年的仅占 34.1% .....	9
图 7: 住宿和餐饮业就业人员工资稳步增长 .....	10
图 8: 一线城市商铺租金快速增长 (单位: 元/日·平米) .....	10
图 9: 冷冻面团的技术方案和应用场景 .....	11
图 10: 冷冻烘焙食品有助于解决传统烘焙店的运营难题 .....	11
图 11: 冷冻烘焙产品渠道价值链拆分 (以零售单价 3 元钱的挞皮为例) .....	12
图 12: 中国沙拉酱市场规模及同比 .....	15
图 13: 中国果酱市场规模及同比 .....	15
图 14: 立高食品发展历程 .....	16
图 15: 公司产品位于烘焙食品产业链上游和中游 .....	17
图 16: 公司营业总收入及同比增长 .....	17
图 17: 公司归母净利润及同比增长 .....	17
图 18: 立高食品股权结构图 .....	18
图 19: 2020 年冷冻烘焙产品收入占比超过 50% .....	19
图 20: 冷冻烘焙产品近年收入大幅增长 .....	19
图 21: 公司销售模式以经销模式为主 .....	19
图 22: 2020 年分渠道收入同比增速 .....	19
图 23: 2017-2019 年毛利率提升, 2020 年有所下滑 .....	20
图 24: 分品类毛利贡献 .....	20
图 25: 公司销售费用率呈下降趋势 .....	20
图 26: 公司净利率整体显著提升 .....	20
图 27: 公司经营性现金流较为健康 .....	21
图 28: 公司存货周转率逐年加快 .....	21
图 29: 奥昆冷冻烘焙领域品类不断拓展 .....	22
图 30: 奥昆冷冻烘焙产品的主要技术优势 .....	23
图 31: 截至 2020 年 6 月底各区域经销商数量 .....	24
图 32: 公司以采购金额在 100 万元以下的小规模经销商为主 .....	24
图 33: 公司前二十大经销商中, 终端客户以烘焙店为主 .....	25
图 34: 公司销售人员数量及平均薪酬 .....	25
图 35: 公司采取总部-大区-小区-驻点的销售结构 .....	25
图 36: 立高为终端客户提供配套多样化服务 .....	26
图 37: 商超渠道收入在 2020 年大幅提升 .....	27
图 38: 餐饮等其他类直销客户目前收入占比较低 .....	27
图 39: 奥昆冷链物流配送体系围绕生产基地布局 .....	29

## 表目录

表 1: 部分品类代表性本土品牌的单店盈利模型对比.....	10
表 2: 中国烘焙店渠道冷冻烘焙产品市场规模测算.....	13
表 3: 中国冷冻烘焙产品 2025E 市场规模敏感性测算 (单位: 亿元).....	13
表 4: 中国冷冻烘焙产品 C 端市场规模测算.....	13
表 5: 中国冷冻烘焙产品收入规模测算.....	14
表 6: 中国冷冻烘焙产品 2025E 收入规模敏感性测算 (单位: 亿元).....	14
表 7: 烘焙原料市场规模测算.....	15
表 8: 立高主要业务市场规模测算汇总.....	16
表 9: 立高食品产品矩阵.....	18
表 10: 公司冷冻烘焙产品以挞皮、甜甜圈为主要单品 (收入单位: 亿元).....	21
表 11: 公司研发费用率高于多数同业公司.....	23
表 12: 公司研发人员占比高于同行业公司.....	24
表 13: 公司开发经销商同时优化经销商队伍.....	24
表 14: 立高食品董监高及核心技术人员.....	27
表 15: 2018 年立高股权激励授予激励对象股份情况.....	28
表 16: 公司主要产品产能情况 (单位: 吨).....	28
表 17: 公司募集资金使用项目.....	29
表 18: 立高食品分项业务收入、毛利率及费用率预测.....	30
表 19: 立高食品与可比公司 P/E 及 PEG 估值倍数对比.....	32
表 20: 绝对估值核心假设表.....	32
表 21: 现金流折现及估值表.....	33
表 22: 敏感性分析表.....	33
表 23: 绝对估值法结果汇总.....	33

# 1、冷冻烘焙：解决行业痛点的新兴赛道

## 1.1、冷冻烘焙产业化进程逐渐兴起

冷冻食品标准化持续推进，冷冻调制食品的资本化进程最快。2018年工信部批准发布《冷冻食品术语与分类》以及《冷冻烘焙食品》两项行业标准。冷冻食品的定义第一次在国内予以明确，指“将食品原料经选别、洗净、去杂、成型、调味、冷冻等加工处理，食品热中心温度达到-18℃或以下，并保持在冻结状态的预包装食品”。其中冷冻食品包括冷冻动物性水产食品、冷冻水果/蔬菜/食用菌和藻类食品、冷冻畜禽食品、冷冻调制食品、其他冷冻食品。其中，资本化的进程最快的是冷冻调制食品，包括速冻面米制品、冷冻裹面制品、冷冻鱼糜肉糜制品、冷冻菜肴制品、其他冷冻调制食品，而其他冷冻调制食品则包括冷冻烘焙食品以及冷冻调味品。

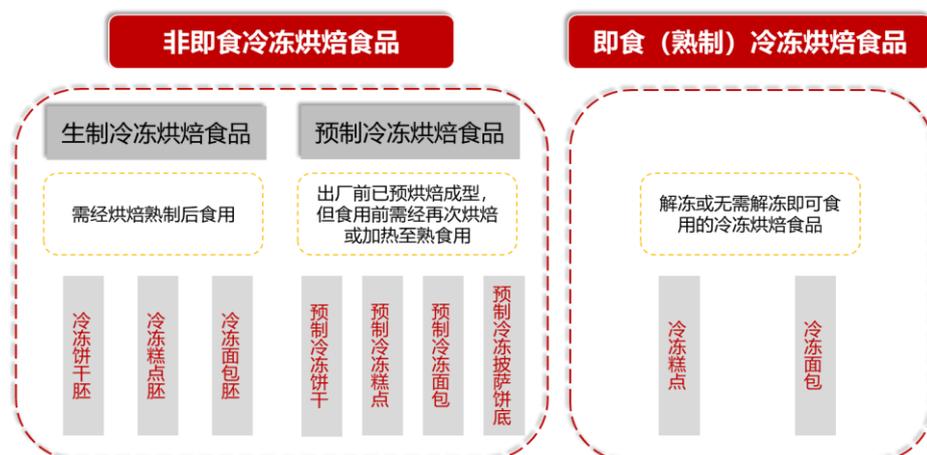
图 1：冷冻食品的一二三级行业分类



资料来源：工信部，《QB/T 5284-2018 冷冻食品术语与分类》，光大证券研究所整理

进一步来看，冷冻烘焙食品是“以粮食、油、糖、蛋等一种或多种为主要原料，加入适量的辅料，经过生产加工并以冷冻方式贮存的烘焙食品”，按是否即食分为非即食冷冻烘焙食品（含生制冷冻烘焙食品和预制冷冻烘焙食品）以及即食（熟制）冷冻烘焙食品。

图 2: 冷冻烘焙食品的分类及举例



资料来源: 工信部,《QB/T 5358-2018 冷冻烘焙食品》, 光大证券研究所整理

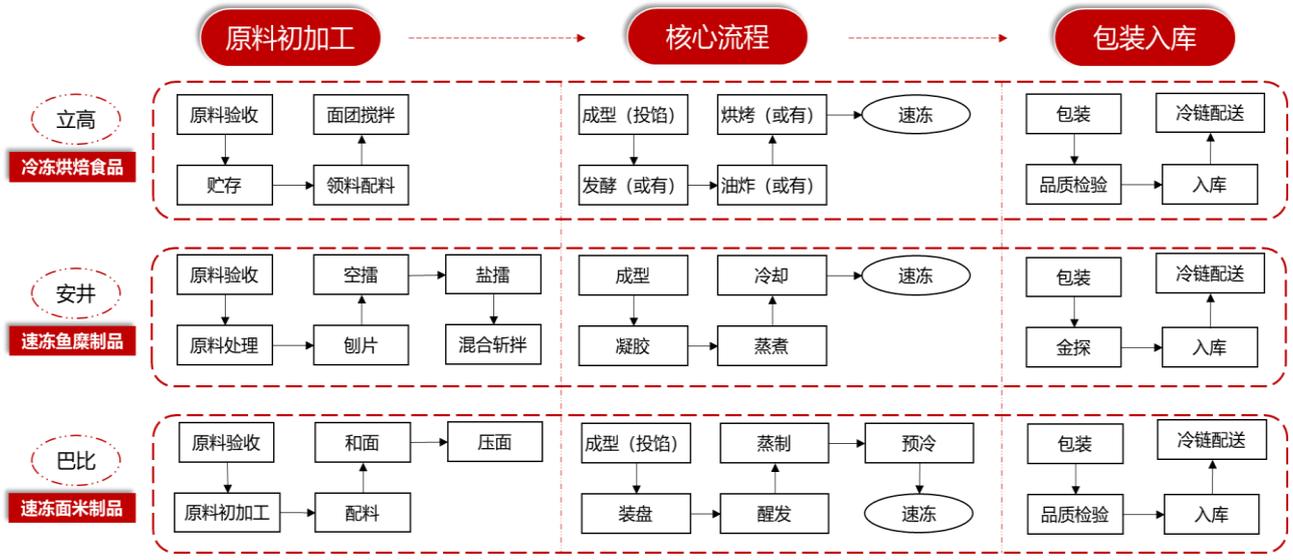
冷冻烘焙食品产业化进程晚于冷冻鱼肉糜制品以及速冻米面制品。1) 从技术端来看, 相比冷冻肉糜、传统面点等产品, 冷冻烘焙食品技术难度较高, 存在长时间解冻后出现水分流失、开裂、老化、解冻加工后成品变形、口感发干发硬等技术难题, 部分冷冻面包由于使用发酵工艺, 产品容易变质、发酸、体积缩小, 技术难度更高。另外, 冷冻烘焙对温度要求较为严格, 过去国内冷链物流配套设施的落后也制约了冷冻烘焙食品的发展。2) 从需求端来看, 现烤烘焙业在国内起步较晚, 消费者对于现烤烘焙产品的需求也尚在培育阶段。由于市场和技术条件所限, 冷冻食品技术在烘焙行业中的应用较晚, 产业化进程较慢, 反而在速冻鱼糜、肉糜、面点等领域得到广泛应用。

图 3: 冷冻食品制造企业 A 股资本化进程



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

图 4：冷冻烘焙食品（立高食品）/速冻米面制品（巴比食品）/速冻鱼糜制品（安井食品）生产工艺流程对比

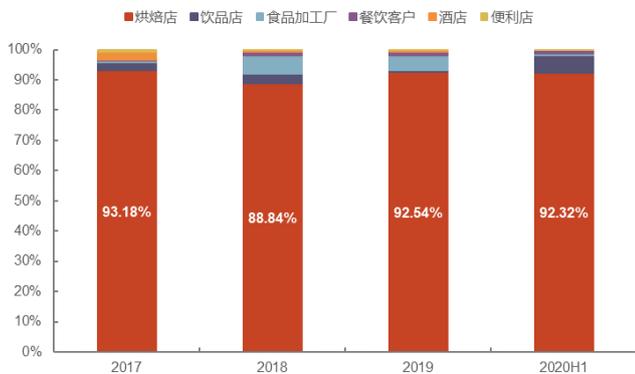


资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

## 1.2、降本提效，解决行业痛点

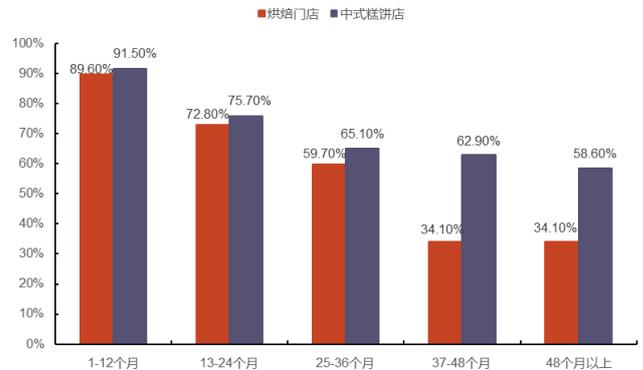
烘焙店为冷冻烘焙产品的主要客户，国内烘焙店经营难度较高、存活率相对较低。根据立高食品招股书，2017-2019 年经销模式收入占比分别达 83.38%/83.51%/83.94%，其中，前 20 大经销商的终端客户中，烘焙店收入占比超过 90%，是冷冻烘焙产品的主力客户。从国内烘焙店经营情况来看，由于工艺复杂、辅料配料品类复杂、制作时间长、储存时间短、长距离运输难、过于依赖师傅手工等原因，烘焙店相比传统的中式糕饼店经营难度较高。根据美团大学餐饮学院相关数据，2019 年中国烘焙门店存活时长超过 4 年的占比为 34.1%，而中式糕饼店占比达 58.6%。

图 5：立高前 20 大经销商客户以烘焙店为主



资料来源：立高招股说明书，光大证券研究所

图 6：中国烘焙门店存活时长超过 4 年的仅占 34.1%



资料来源：美团大学餐饮学院《2019 年中国烘焙门店市场报告》，光大证券研究所

**高固定成本+产品标准化受限，烘焙店运营难度较高。**对比面包坊与其他休闲食品、轻餐饮连锁单店模型后可以发现，面包坊净利率相对较低，主要系：**1) 高固定成本**，一方面“前店后厂”经营模式的烘焙店需要大量资金投入各种焙烤设备，租金+设备折旧维修费占比 25%左右，远高于其他品类，另一方面需要精美的装修进行品牌形象展示，高昂的初始投资额拉高了进入门槛及运营风险。**2) 产品难以标准化**，导致员工相对密集，工资占比较其他品类偏高。现烤类产品的口感和品质高度依赖烘焙师傅的技术经验，因而扩张潜力受限。**终端门店特别是中小烘焙店对于降本增效的需求导致其对标准化产品的需求提升。**

表 1：部分品类代表性本土品牌的单店盈利模型对比

类型	品牌	租金占比	人工占比	成本占比	能源占比	税费占比	折旧摊销	单店年净利率	初始投资/万	投资回收期/年	坪效 (万元/平米/年)	备注
西式快餐	华莱士	6%	24%	40%	3%	0%	13%	14%	69	4.1	1.08	三线城市模型，加盟费用 8 万元，导致折旧摊销占比较高
麻辣烫	杨国福	11%	16%	40%	3%	6%	5%	20%	55	1.2	2.88	北上广一线城市模型
餐桌卤味	紫燕百味鸡	6%	9%	65%	3%	0%	4%	13%	18	1.3	5.00	门店大部分位于江浙沪地区
中式面点	巴比馒头	8%	13%	50%	3%	0%	5%	21%	18	0.9	3.90	门店大部分位于江浙沪地区
休闲卤味	绝味食品	6%	14%	55%	3%	0%	4%	18%	12	1.2	4.36	一线城市平均值，80%门店集中在 20 个城市
休闲小吃	正新鸡排	5%	15%	55%	3%	0%	4%	18%	11	0.7	5.25	品牌使用费 1 年 1 交
休闲零食	良品铺子	7%	4%	55%	3%	6%	8%	17%	85	1.6	2.68	湖南湖北为主，选一线和二线城市城市的平均值
面包坊	85度 C	13%	15%	45%	3%	3%	12%	9%	100	2.2	5.40	选取华东地区城市门店模型
面包坊	幸福西饼	17%	31%	35%	3%	0%	7%	7%	60	7.69	2.16	面包业务以线下为主，主要集中在华南地区
面包坊	21Cake	13%	16%	50%	3%	3%	4%	10%	100	2.17	4.50	以华北、华东、华南地区为主

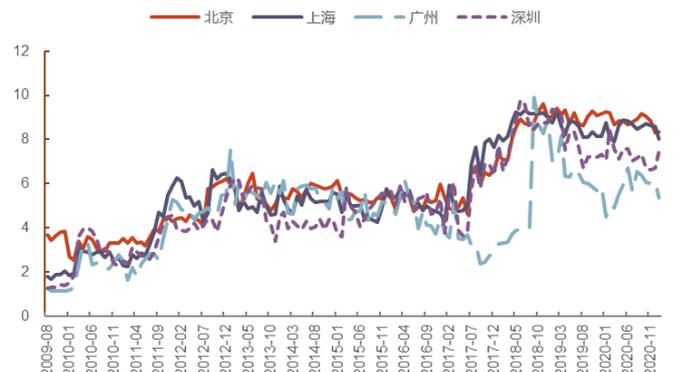
资料来源：渠道调研，光大证券研究所整理；备注：能源主要包括水电煤

图 7：住宿和餐饮业就业人员工资稳步增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：一线城市商铺租金快速增长（单位：元/日·平米）



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：统计时间截至 2021 年 1 月

**冷冻烘焙面团有助于烘焙店提高生产效率、降低成本，从而在一定程度上解决行业痛点。**冷冻烘焙面团按终端用户操作难度递减依次分为冷冻面块、冷冻预成型面团、冷冻预醒发面团、冷冻预烘烤全烘烤面包。冷冻面块仍需手艺较好的面包师以及适当设备进行成型、醒发、烘烤等操作，而冷冻预烘烤全烘烤面包生产过程全程在工厂完成，终端只需简单解冻、二次烘烤即可食用。冷冻烘焙食品能够帮助传统烘焙店解决 SKU 数量与生产效率受限、难以标准化、运营成本较高等

难题，逐渐得到市场和烘焙店重视，迎来快速扩张。另外，冷链运输等技术的发展也推动了冷冻食品在终端门店的应用。

图 9：冷冻面团的技术方案和应用场景



资料来源：乐斯福集团，光大证券研究所

图 10：冷冻烘焙食品有助于解决传统烘焙店的运营难题



资料来源：立高食品招股说明书，光大证券研究所

国内烘焙店以中小型店铺为主，连锁化程度较低，对冷冻烘焙产品的需求空间更大。据美团点评数据，2019年全国烘焙门店数量超过40万家，面包蛋糕类门店接近40万家，但行业集中度与连锁化程度较低，仅有极少数品牌店铺数量超过千家，大部分烘焙店呈点状分布，以小型区域性门店为主，特别在二三线以下城市分布较为密集。中小型门店SKU数量与成本控制之间的矛盾较为突出，由于产能所限，SKU数量一般在50个以内，少数大型烘焙连锁店自建工厂采取工厂化运营，SKU数量可以达到100个以上。因此，国内烘焙行业现状为冷冻产

品提供了较大的发挥空间,中小型门店向标准化生产的转型将促进冷冻烘焙产品的大范围扩容。

## 2、行业空间：市场潜力巨大，规模快速扩张

### 2.1、冷冻烘焙食品：预计 2020-2025 年 CAGR 超 30%

#### 2.1.1、角度一：冷冻烘焙产品在终端烘焙店的渗透率

目前国内烘焙制作仍以手工生产为主，占比超过 70%，高于美国、日本等烘焙业发展较早的国家（据欧睿数据，2020 年美国、日本手工烘焙市场规模占比分别为 48.6%/ 24.2%），手工烘焙是冷冻烘焙产品的主要应用场景。另有少数烘焙品牌连锁化程度较高，通过自建工厂实现产业化生产。从终端烘焙店来看，通过采购冷冻烘焙产品加工销售的主要为挞皮、甜甜圈等数量较多、单价较低的产品，在烘焙店销售额中的占比相对较低。据调研，冷冻烘焙产品在烘焙店渠道的渗透率约为 3%-10%。

1) 据欧睿数据，2020 年中国烘焙市场零售额为 2358 亿元，手工烘焙占比达 72.4%，对应的市场规模为 1707 亿元。2) 根据渠道调研，烘焙店毛利率约为 50%，即原材料在销售额中的占比约为 50%，估计原材料成本为 853.60 亿元。3) 在烘焙原材料中，冷冻烘焙产品的渗透率约为 3%-10%，估算 2020 年烘焙渠道采购冷冻烘焙产品的规模为 25.61-85.36 亿元。4) 冷冻烘焙产品经销商毛利率 10%-15%左右，不同品类中间环节毛利率存在差异，若按照 15%的毛利率，估算 2020 年冷冻烘焙产品的出厂端收入规模约为 22.27-74.23 亿元。

考虑到以中小型门店为主的烘焙店标准化生产趋势显著，烘焙店对冷冻烘焙的需求逐渐增加，冷冻烘焙在原材料中的渗透率有望不断提升。另外，伴随烘焙品牌的连锁化进程，未来或将有部分连锁企业实现工厂化生产，手工烘焙占比将略有下降。假设 2025 年冷冻烘焙产品渗透率提升至 30%-40%，结合欧睿对 2025 年中国烘焙市场零售额的预测，测算 2025 年烘焙店渠道对冷冻烘焙产品的采购规模有望达到 366.08-488.10 亿元，出厂端收入规模有望达到 318.33-424.44 亿元，2020-2025E 收入规模 CAGR 将达到 33.80%-41.73%（按照 2020 年出厂收入规模 74.23 亿元测算）。

图 11：冷冻烘焙产品渠道价值链拆分（以零售单价 3 元钱的挞皮为例）



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

表 2：中国烘焙店渠道冷冻烘焙产品市场规模测算

	2020		2025E	
中国烘焙市场零售额/亿元	2358		3589	
手工烘焙占比	72.4%		68%	
手工烘焙市场规模/亿元	1707.19		2440.52	
烘焙店原材料成本占比	50%		50%	
烘焙店原材料成本/亿元	853.60		1220.26	
冷冻烘焙在原材料中的渗透率	3%	10%	30%	40%
冷冻烘焙 B 端采购规模/亿元	25.61	85.36	366.08	488.10
经销商毛利率	15%	15%	15%	15%
<b>冷冻烘焙 B 端出厂规模/亿元</b>	<b>22.27</b>	<b>74.23</b>	<b>318.33</b>	<b>424.44</b>

资料来源：Euromonitor，立高招股说明书，渠道调研，光大证券研究所预测

表 3：中国冷冻烘焙产品 2025E 市场规模敏感性测算（单位：亿元）

指标	冷冻烘焙产品在原材料中的渗透率					
	30%	32%	34%	36%	38%	40%
经销商毛利率						
10%	332.80	354.98	377.17	399.36	421.54	443.73
11%	329.80	351.79	373.77	395.76	417.75	439.73
12%	326.86	348.65	370.44	392.23	414.02	435.81
13%	323.96	345.56	367.16	388.76	410.35	431.95
14%	321.12	342.53	363.94	385.35	406.75	428.16
15%	318.33	339.55	360.77	381.99	403.22	424.44

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所预测

除烘焙店以外，在 C 端市场，目前已经出现消费者将部分冷冻烘焙品类买回家自己解冻加工的需求，这部分市场目前占比较小。据欧睿数据，2020 年全球冷冻烘焙食品零售额在烘焙市场中的占比为 1.35%，中国 C 端烘焙市场尚处起步阶段，主要为技术简单、操作方便的挞皮等品类，假设 2020 年中国 C 端零售市占率为 0.2%，估算冷冻烘焙 C 端市场规模为 4.72 亿元。考虑到后续烤箱等小家电使用渗透率提升，以及居民居家烘焙习惯增强，假设 2025 年 C 端零售市占率逐步提升至 1%，估算冷冻烘焙 C 端市场规模有望达到 35.89 亿元，CAGR 约 50%。

表 4：中国冷冻烘焙产品 C 端市场规模测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国烘焙市场零售额/亿元	2358	2657	2874	3102	3341	3589
冷冻烘焙食品零售市占率	0.20%	0.30%	0.50%	0.60%	0.80%	1.00%
冷冻烘焙 C 端市场规模/亿元	4.72	7.97	14.37	18.61	26.73	35.89

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所预测

## 2.1.2、角度二：冷冻烘焙产品在制造端出厂收入占比

**从糕点面包制造业规模以上企业的出厂收入规模角度：**1) 据国家统计局数据，2018 年中国糕点面包制造业规模以上企业主营收入为 1139.71 亿元，考虑到糕点面包制造业的收入主要由下游居民消费带动，我们以烘焙市场终端零售额的增速为参考（据欧睿数据，2018-2025E 中国烘焙市场零售额 CAGR 为 8.04%），估计 2020 年糕点面包制造业规模以上企业收入约为 1286.67 亿元，2025 年收

入有望达到 1958.05 亿元。2) 由于目前冷冻烘焙制品属于新兴行业，食品工业年鉴仅在最新的 2019 版中将其纳入了冷冻冷藏食品工业门类下，假设 2020 年冷冻烘焙产品营收在糕点面包制造业规模以上企业中的占比为 5%，**估计冷冻烘焙企业收入规模约 64.33 亿元。**3) 考虑到冷冻烘焙产品在终端的渗透率将不断增加，企业收入占比也有望逐渐提升，假设到 2025 年冷冻烘焙产品营收额占比达到 18%，**测算冷冻烘焙收入将达到 352.45 亿元，2020-2025E 收入 CAGR 将达到 40.52%。**

表 5：中国冷冻烘焙产品收入规模测算

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
糕点面包制造业规模以上企业主营收入/亿元	1139.71	1249.70	1286.67	1449.98	1567.85	1692.33	1822.80	1958.05
烘焙市场零售额同比增速		9.65%	2.96%	12.69%	8.13%	7.94%	7.71%	7.42%
冷冻烘焙产品营收占比	3%	4%	5%	8%	11%	14%	16%	18%
<b>冷冻烘焙产品收入/亿元</b>	<b>34.19</b>	<b>49.99</b>	<b>64.33</b>	<b>116.00</b>	<b>172.46</b>	<b>236.93</b>	<b>291.65</b>	<b>352.45</b>

资料来源：中国食品工业年鉴，Euromonitor，光大证券研究所预测，注：2019-2025E 的糕点面包制造业规模以上企业收入为根据 Euromonitor 零售额增速估算的数据

表 6：中国冷冻烘焙产品 2025E 收入规模敏感性测算（单位：亿元）

指标	冷冻烘焙产品营收占比				
	15%	17%	18%	19%	20%
糕点面包制造业企业 2018-2025E 收入 CAGR					
6%	257.06	291.33	308.47	325.60	342.74
7%	274.52	311.12	329.42	347.72	366.03
8%	292.99	332.05	351.59	371.12	390.65
9%	312.52	354.18	375.02	395.85	416.69
10%	333.15	377.57	399.78	421.98	444.19

资料来源：中国食品工业年鉴，Euromonitor，光大证券研究所预测

综合以上两种方法的测算结果来看，2020 年国内冷冻烘焙产品的收入规模约在 60-80 亿元，2025 年规模有望达到 300-400 亿元，五年 CAGR 在 30-40%。目前终端烘焙店对冷冻烘焙产品的应用相对较少，并且主要以规模化生产技术相对容易的挞皮等品类为主。未来伴随冷链运输技术的进步、技术门槛更高的冷冻面包等品类的推广，冷冻烘焙产品的渗透率预期将快速提升，对于手工烘焙的替代存在较大潜力空间。

## 2.2、 烘焙原料：奶油及水果制品平稳增长，酱料成长性更强

立高主营的烘焙原料业务主要包括奶油、水果制品、酱料等细分类别。1) 奶油：据欧睿数据，2020 年中国蛋糕市场销售额为 972.72 亿元，据立高招股说明书中烘焙店生产蛋糕的经验数据，蛋糕原材料成本占售价的比例在 25%-35%之间，其中奶油占原材料成本的 35%左右，即奶油成本占蛋糕售价的比例为 9%-12%。按照平均比例 10.5%，估计 2020 年烘焙店采购奶油规模达到 102.14 亿元。据渠道调研，奶油经销商毛利率 15%左右，则估算 2020 年奶油出厂端收入规模约 88.81 亿元。据欧睿预测，2025 年中国蛋糕市场销售额有望达到 1426.87 亿元，

假设奶油成本占比以及经销商毛利率不变,测算烘焙店采购奶油及奶油出厂端收入规模将分别达到 149.82/130.28 亿元, 2020-2025E 的 CAGR 为 7.96%。

2) **水果制品**: 据烘焙店经验数据, 水果制品成本占蛋糕售价的比例为 2.5%-3.5% 之间, 取其平均比例 3%, 估计 2020 年烘焙店采购水果制品规模为 29.18 亿元。按照 15% 的经销商毛利率, 估计水果制品出厂端收入规模为 25.38 亿元。按照欧睿预测的蛋糕市场销售额, 测算 2025 年水果制品采购规模及出厂规模有望达到 42.81/37.22 亿元, 2020-2025E 的 CAGR 为 7.96%。

3) **烘焙酱料**: 伴随消费者对烘焙食品的要求不断提高, 烘焙食品的口味与品质不断升级, 烘焙酱料能够帮助烘焙食品突破面粉、糖类等主要原料味道的局限, 有助于实现口味创新、提高层次感, 因此近年来受到更多重视, 为快速增长的原料品类。据智研咨询统计, 酱料中最为广泛使用的沙拉酱市场规模从 2011 年的 11.88 亿元增长至 2017 年的 43.85 亿元, CAGR 达 24.32%, 果酱市场规模从 2013 年的 10.8 亿元增长至 2019 年的 35.25 亿元, CAGR 达 21.79%。酱料市场在规模快速扩张的同时, 也朝着多样化、复合方便化、营养健康化的方向发展。

因此, 2020 年奶油和水果制品出厂端收入规模估计在 100 亿元以上, 未来将伴随蛋糕市场销售额的扩大而稳步增长。其中奶油类的增长驱动主要来自于内部产品升级, 2019 年以来毛利率较低的植脂奶油销量大幅下滑, 占比从 2018 年以前的 50% 以上降至目前的 15% 以下, 并迅速向价格及毛利率更高的含乳脂植脂奶油转移。水果制品除了用于传统的蛋糕制作, 未来茶饮等新兴领域也有望贡献更多增量。烘焙酱料增速相对更高, 在口味和品质升级的趋势下需求快速扩容。

表 7: 烘焙原料市场规模测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国蛋糕市场零售额/亿元	972.72	1095.50	1175.37	1257.85	1342.09	1426.87
奶油成本占蛋糕售价比例	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
水果制品成本占蛋糕售价比例	3%	3%	3%	3%	3%	3%
烘焙店采购奶油规模/亿元	102.14	115.03	123.41	132.07	140.92	149.82
烘焙店采购水果制品规模/亿元	29.18	32.87	35.26	37.74	40.26	42.81
经销商毛利率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
奶油出厂端收入规模/亿元	88.81	100.02	107.32	114.85	122.54	130.28
水果制品出厂端收入规模/亿元	25.38	28.58	30.66	32.81	35.01	37.22

资料来源: Euromonitor, 立高招股说明书, 光大证券研究所预测

图 12: 中国沙拉酱市场规模及同比



资料来源: 智研咨询, 光大证券研究所

图 13: 中国果酱市场规模及同比



资料来源: 智研咨询, 光大证券研究所

综合来看，立高食品的主要业务中，冷冻烘焙产品、奶油及水果制品 2020 年行业收入规模合计约为 178.52-188.42 亿元，预期 2025 年收入规模为 485.83-591.94 亿元，CAGR 为 22.17%-25.73%，其中冷冻烘焙行业成长性最强，所处赛道发展空间巨大，未来规模有望快速扩张。

表 8：立高主要业务市场规模测算汇总

	2020		2025E	
	2020	2020	2025E	2025E
冷冻烘焙产品出厂规模/亿元	64.33	74.23	318.33	424.44
奶油出厂规模/亿元	88.81		130.28	
水果制品出厂规模/亿元	25.38		37.22	
行业收入规模合计/亿元	178.52	188.42	485.83	591.94
2020-2025E 合计收入 CAGR	-	-	22.17%	25.73%

资料来源：Euromonitor，中国食品工业年鉴，光大证券研究所预测，注：冷冻烘焙产品 2020/2025E 的行业规模来自上文中两种方法的测算结果

### 3、公司概况：冷冻烘焙食品龙头企业

#### 3.1、业务布局：从烘焙原料拓展至冷冻烘焙领域

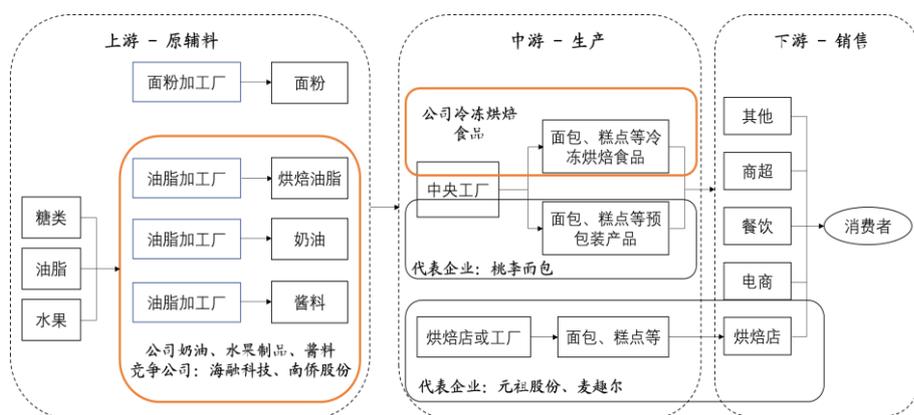
立高食品主要从事烘焙食品原料和冷冻烘焙食品业务。公司成立于 2000 年，是国内发展最早和规模最大的冷冻烘焙食品 and 烘焙食品原料企业之一，主要产品包括冷冻烘焙食品，以及奶油、水果制品、酱料等烘焙食品原料。截至 2020 年底产品品规数量超过 650 种，能够满足不同类型客户的多产品、多规格的一站式采购消费需求。2020 年公司实现营业收入 18.1 亿元，同比增长 14.27%，实现归母净利润 2.32 亿元，同比增长 27.95%，扣非归母净利润 2.26 亿元，同比增长 30.63%。

图 14：立高食品发展历程



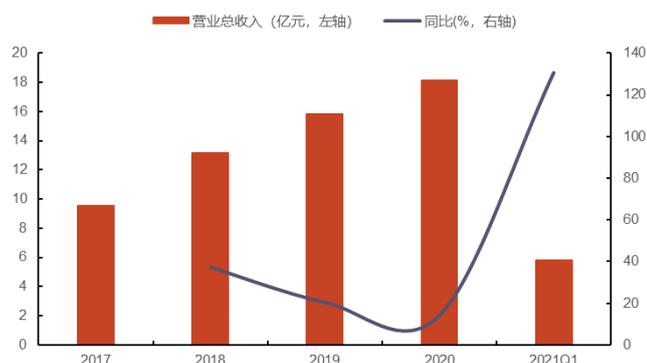
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 15: 公司产品位于烘焙食品产业链上游和中游



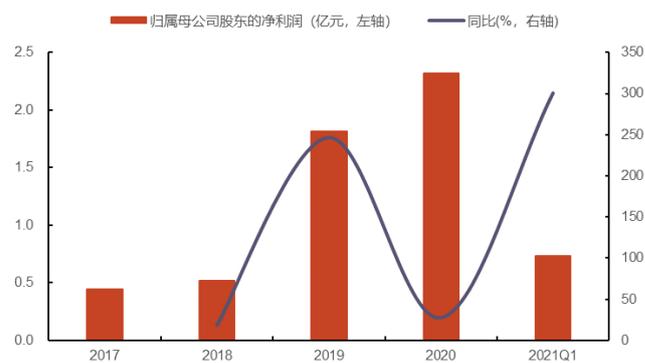
资料来源: 招股说明书, 光大证券研究所

图 16: 公司营业总收入及同比增长



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 17: 公司归母净利润及同比增长

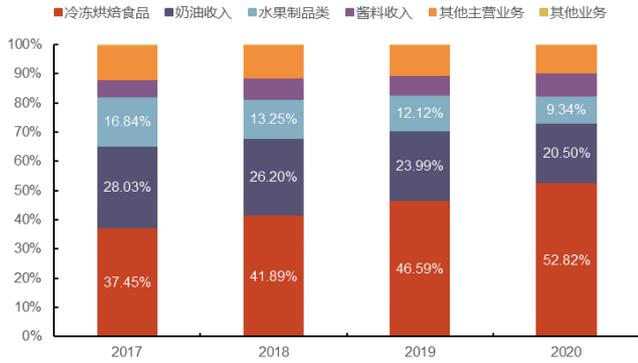


资料来源: Wind, 光大证券研究所

公司业务布局包括立高（烘焙原料）、奥昆（冷冻烘焙食品）、昊道（烘焙酱料）三大业务板块。2014 年以前，公司业务主要聚焦于烘焙原料，2013 年奶油收入占比接近 80%，2014 年开始收购奥昆和昊道之后，公司逐渐将业务拓展至冷冻烘焙食品和酱料领域。目前公司业务布局为：母公司主要产品为奶油、水果制品、巧克力等烘焙原料，奥昆主营冷冻烘焙产品，包括冷冻面团、冷冻糕点西点等，昊道（美煌）主营烘焙酱料，包括沙拉酱、可丝达酱等。

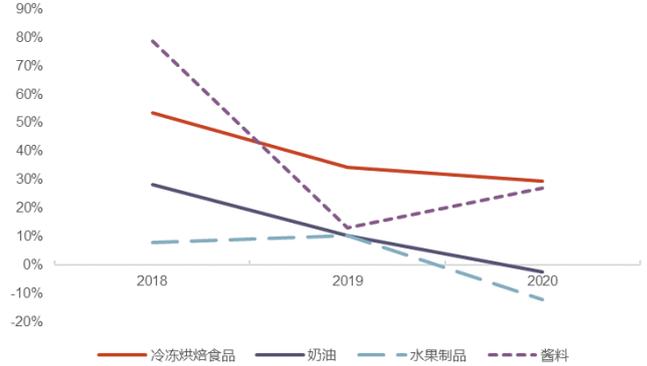


图 19: 2020 年冷冻烘焙产品收入占比超过 50%



资料来源: 立高招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

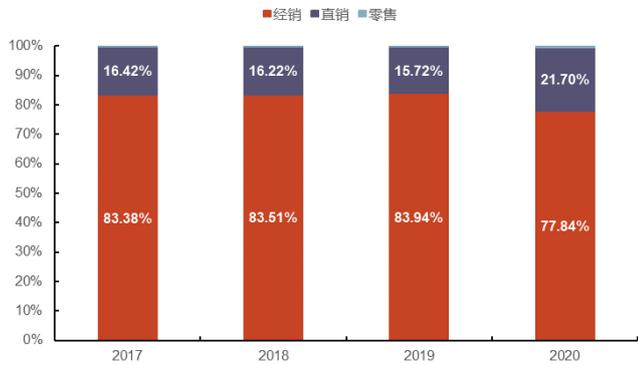
图 20: 冷冻烘焙产品近年收入大幅增长



资料来源: 立高招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

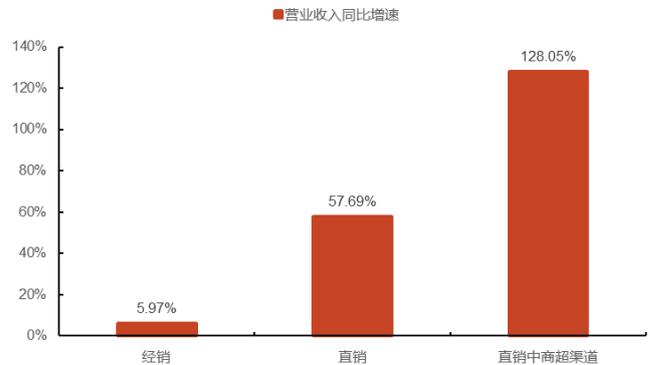
销售模式以经销为主, 直销为辅, 并补充少量线上电商及线下零售业务。由于公司终端客户以烘焙行业广泛存在的烘焙门店为主, 该类终端客户的单店规模较小且分布较散, 因此, 公司销售模式以经销模式为主, 2017-2019 年经销渠道销售收入占比维持在 83%左右。直销渠道因商超客户营收大幅增长, 2020 年收入占比提升至 21.7%。

图 21: 公司销售模式以经销模式为主



资料来源: 立高招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

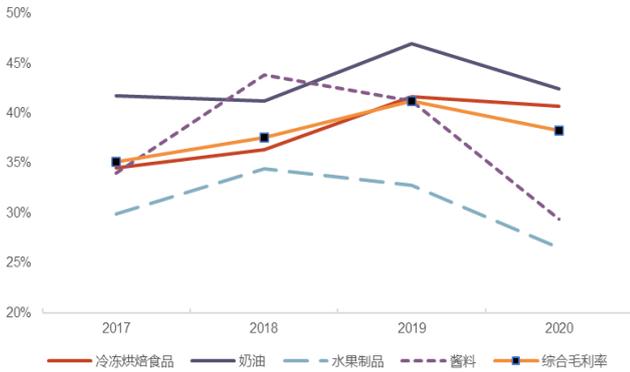
图 22: 2020 年分渠道收入同比增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

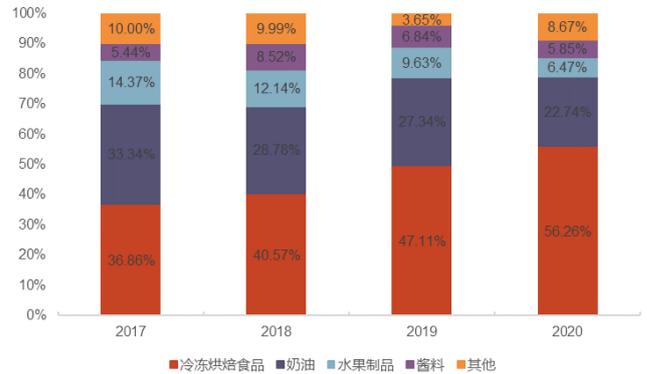
2017-2019 年公司毛利率稳步提升, 2020 年因疫情影响产品单价, 毛利率略有下降。2017-2020 年公司毛利率分别为 35.14%/37.58%/41.27%/38.27%, 得益于产品结构优化、成本端原材料价格变动等因素, 2017-2019 年毛利率稳步提升, 2020 年因疫情致奶油、水果制品等单价下降, 毛利率有所下滑。分产品来看, 冷冻烘焙食品毛利贡献占比逐年上升, 2020 年占比达到 56.26%, 且毛利率逐年提升, 奶油及水果制品毛利占比有所下降。

图 23: 2017-2019 年毛利率提升, 2020 年有所下滑



资料来源: 立高招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

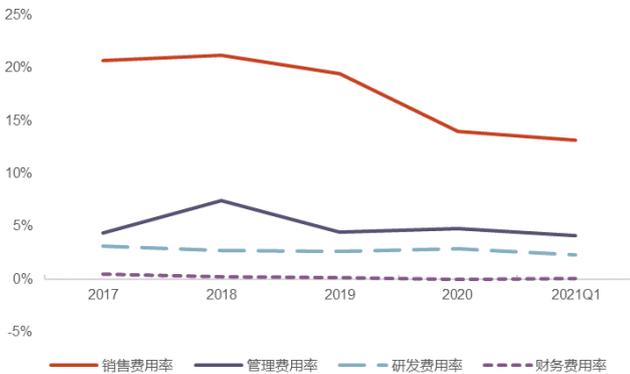
图 24: 分品类毛利贡献



资料来源: 立高招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

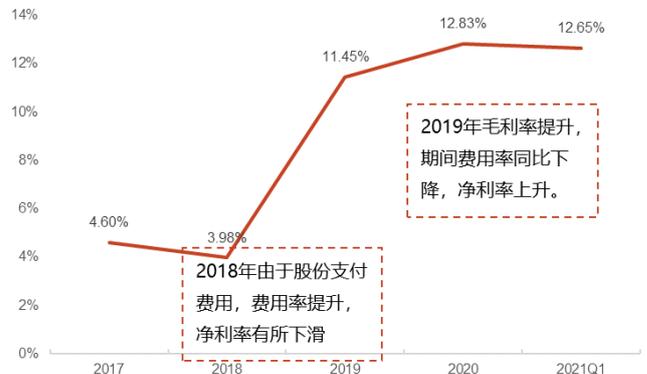
2017-2020 年销售费用率分别为 20.75%/21.24%/19.47%/14.00%，2020 年因收入准则调整致运输费用转入营业成本，以及疫情影响下销售人员数量和出差频次下降，销售费用率出现较大幅度下降。2017-2020 年管理费用率分别为 4.36%/7.48%/4.48%/4.78%，2018 年因公司对员工实施股权激励计提相关股份支付费用，管理费用率明显提升。综合来看，2017-2020 年公司净利率分别为 4.60%/3.98%/11.45%/12.83%，除 2018 年因股份支付费用导致净利率略有下滑之外，**盈利能力整体抬升。**

图 25: 公司销售费用率呈下降趋势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

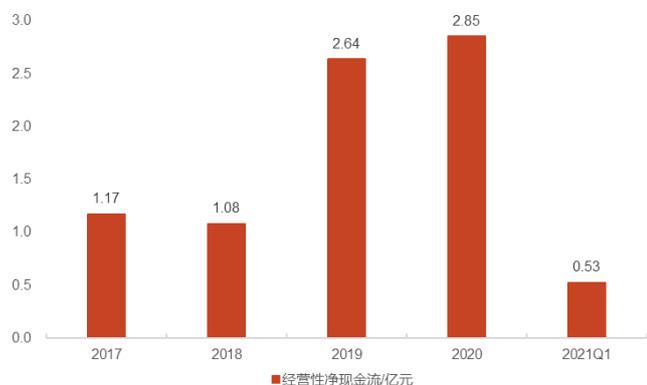
图 26: 公司净利率整体显著提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

**营运层面**，2017-2020 年公司经营活动现金流净额分别为 1.17/1.08/2.64/2.85 亿元，现金流情况较为健康。应收账款周转率分别为 19.85/21.84/22.36/18.74 次/年，2017-2019 年应收账款周转率逐年提高，一方面由于冷冻烘焙食品主要采取先款后货模式，另一方面伴随品牌影响力增强，公司对客户议价能力显著提高，并且对业务人员加强了回款管理，将销售人员的业绩考核与回款挂钩，2020 年受疫情影响应收账款周转率有所下降。2017-2020 年存货周转率分别为 6.86/7.38/7.80/8.69 次/年，公司重视存货管理，根据销售计划组织生产，存货周转率逐年加快。

图 27: 公司经营性现金流较为健康



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 28: 公司存货周转率逐年加快



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 4、核心优势：领先的产品研发与销售能力

### 4.1、产品体系丰富，技术投入较高

公司较早切入挞皮、甜甜圈等适合工业化生产的冷冻烘焙品类，采用大单品策略实现销量增长。2013 年奥昆开始建设挞皮自动化生产线，并从国外引入先进设备，于 2015 年实现挞皮全自动化生产，一方面，由于挞皮需要多层开酥，工序繁琐，烘焙店手工生产成本较高、产品稳定性较差，采用工业化生产替代不仅可以大幅降低产品，而且可以保证产品质量，另一方面，挞皮需求量较大，属于在烘焙食品领域沉淀相对成熟的产品。2017-2019 年挞皮收入分别为 1.45/1.84/2.26 亿元，在冷冻烘焙食品中占比 30% 以上。2015 年公司推出冷冻面包产品甜甜圈，甜甜圈需要成型、发酵、油炸等多道工序，烘焙店自给难度较高且成本较大。2017-2019 年甜甜圈收入为 0.68/1.41/1.89 亿元，2019 年占冷冻烘焙食品收入比重超过 25%。

表 10: 公司冷冻烘焙产品以挞皮、甜甜圈为主要单品 (收入单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020H1
<b>甜甜圈系列</b>	<b>0.68</b>	<b>1.41</b>	<b>1.89</b>	<b>0.80</b>
同比		106.05%	34.55%	
收入占比	19.05%	25.55%	25.62%	22.26%
<b>挞皮类</b>	<b>1.45</b>	<b>1.84</b>	<b>2.26</b>	<b>1.18</b>
同比		27.28%	22.40%	
收入占比	40.41%	33.48%	30.54%	32.82%
<b>起酥类</b>	<b>0.69</b>	<b>1.00</b>	<b>1.42</b>	<b>0.51</b>
同比		43.56%	42.78%	
收入占比	19.38%	18.11%	19.27%	14.29%
<b>丹麦系列</b>	<b>0.30</b>	<b>0.48</b>	<b>0.59</b>	<b>0.58</b>
同比		61.37%	21.62%	
收入占比	8.34%	8.76%	7.94%	16.09%
<b>饼类</b>	<b>0.34</b>	<b>0.48</b>	<b>0.77</b>	<b>0.34</b>

同比		41.31%	61.57%	
收入占比	9.48%	8.72%	10.50%	9.40%
<b>蛋糕系列</b>	<b>0.12</b>	<b>0.30</b>	<b>0.44</b>	<b>0.18</b>
同比		147.75%	48.42%	
收入占比	3.33%	5.37%	5.94%	4.96%

资料来源：立高招股说明书，光大证券研究所

在成熟产品积累的经验基础上，公司根据下游市场需求，通过系统性研发流程推出新品，实现产品品类多样化。除挞皮和甜甜圈之外，公司先后推出牛角包、手撕包、蛋黄酥、麻薯等产品，保证新品持续有效的推出。公司已经形成系统性的新品研发流程，首先在产品选择方面瞄准市场需求较高、沉淀较为成熟、手工转工业化生产空间较大的产品，保证产品需求可以长期存在且能够覆盖大部分终端门店，其次在生产配方、工艺、设备等方面进行匹配。公司研发业务按照品类划分为不同事业部，冷冻烘焙、水果制品、奶油等均由专门的研发团队负责。截至2020年6月底，公司冷冻烘焙食品的品规数量达到187种，麻薯、慕斯蛋糕等近期推出的新品呈现快速增长。

图 29：奥昆冷冻烘焙领域品类不断拓展



资料来源：立高招股说明书，光大证券研究所

公司较早引入国外先进设备，实现大规模标准化生产，并且通过改进配方、工艺等保证产品的技术优势。冷冻烘焙产品以口感和品质为基石，难点主要在于能否实现大规模自动化生产以及产品配方及工艺。1) 在规模化生产方面，公司较早从国外引入自动化生产线，并且在核心环节对关键生产设备进行大量适应性自主改造，对生产线布局和生产设备间的协同进行自主调整。同时凭借完善的生产流程控制体系、不同环境下的生产调整能力、自主开发控制软件等实现全流程的品质控制。2) 在配方及工艺方面，通过改进挞皮配方、采用昊道专供馅料等保持产品的配方优势，另外，冷冻面包技术难度较高，长时间冷冻后存在水分流失、

开裂、老化、解冻加工后成品变形、口感发干、发硬等问题，公司采用二次发酵技术，有效提高了口感和面团的抗老化性。

图 30：奥昆冷冻烘焙产品的主要技术优势

<b>蛋挞皮</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>港式蛋挞品质升级的研究</li> <li>通过在面团中加入锁水功能的原料，对配方的比例做出适当的调整，解决了起发效果差的问题，使产品品质更佳。</li> </ul>
<b>甜甜圈</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>甜甜圈面团抗老化工艺研究与应用</li> <li>通过选择特殊的原辅料和其配比，解决了甜甜圈产品冷冻储存后，再解冻复烤口感下降的难题，水份流失小于1.5%，保证内部水份，延缓了老化时间。</li> </ul>
<b>老婆饼</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>起酥老婆饼的制作及其生产工艺的研究与应用</li> <li>改良老婆饼的配方，通过自动输送线实现自动化生产，保证产品品质，增强口感层次，实现大规模推广。</li> </ul>
<b>蛋黄酥</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>蛋黄酥新品开发</li> <li>研发实现了蛋黄酥工业化生产线批量生产，解决成蛋黄为整颗蛋黄无法实现自动化生产的难题，产品更加甜香，得以在市场上规模化推广。</li> </ul>
<b>慕斯蛋糕</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>慕斯蛋糕保水性技术的研究与应用</li> <li>经过多次测试和调试，在慕斯蛋糕里增加特殊配方，使蛋糕冷冻保存保质期达6个月，解冻后产品保持口感湿润、爽</li> </ul>

资料来源：立高招股说明书，光大证券研究所

公司研发投入较高，研发费用率与研发人员占比在同业内位居前列。

2017-2020年，公司研发费用分别为2959/3611/4151/5268万元，研发费用逐年上升，占收入比重为3.09%/2.75%/2.62%/2.91%，高于桃李面包、元祖股份等同业企业，亦高于速冻食品公司安井食品。截至2020年底，公司拥有研发人员126名，占员工总数的4.65%。凭借对研发的长期投入，截至2020年6月底，公司已形成72项技术专利成果，其中6项发明专利，2017-2019年平均每年推出的新产品及新应用方案超过50个。

表 11：公司研发费用率高于多数同业公司

	2017	2018	2019	2020H1	2020
海融科技	3.70%	3.97%	3.70%	5.21%	3.87%
桃李面包	0.12%	0.12%	0.16%	0.17%	0.19%
麦趣尔	0.67%	0.41%	0.49%	0.51%	0.60%
元祖股份	0.64%	0.69%	0.67%	0.87%	0.74%
安井食品	1.61%	1.61%	1.41%	1.17%	1.06%
三全食品	0.39%	0.34%	0.79%	0.38%	0.70%
<b>立高食品</b>	<b>3.09%</b>	<b>2.75%</b>	<b>2.62%</b>	<b>3.09%</b>	<b>2.91%</b>

资料来源：立高招股说明书，Wind，光大证券研究所

表 12: 公司研发人员占比高于同行业公司

	2017	2018	2019	2020
桃李面包	0.19%	0.20%	0.20%	0.29%
元祖股份	2.14%	1.98%	1.63%	1.63%
安井食品	2.97%	2.70%	2.43%	2.20%
三全食品	1.50%	1.61%	1.61%	1.48%
<b>立高食品</b>	<b>3.73%</b>	<b>3.89%</b>	<b>4.50%</b>	<b>4.65%</b>

资料来源: 立高招股说明书, Wind, 光大证券研究所

## 4.2、深耕下沉渠道, 客户服务领先

### 4.2.1、经销模式: 提供优质销售服务, 终端客户粘性较高

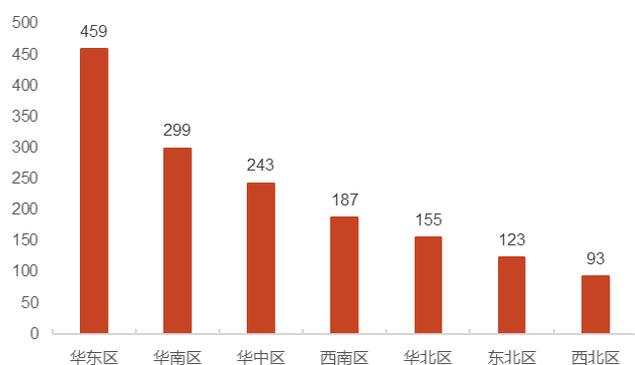
公司经销商网络覆盖全国, 近两年重点优化经销商团队, 进行渠道深耕。2017 年公司加大渠道下沉, 特别是在华南以外地区, 从一个经销商覆盖多个城市调整为 一个经销商负责一个城市, 并且大规模启用第三方外仓, 在原来无法配送的区域新增经销商, 2017 年新增经销商 875 家, 2018 年开始公司实施大规模经销商优化措施, 停止与一些规模较小的经销商合作, 2020 年由于疫情影响, 部分规模较小的经销商业务转型或停止。截至 2020 年 6 月底, 公司经销商数量超过 1500 家, 各区域经销商数量均在 90 家以上, 已实现全国范围覆盖。

表 13: 公司开发经销商同时优化经销商队伍

	2017	2018	2019	2020H1
期初家数	1453	1726	1663	2707
增加家数	875	466	421	276
减少家数	602	529	377	424
期末家数	1726	1663	1707	1559

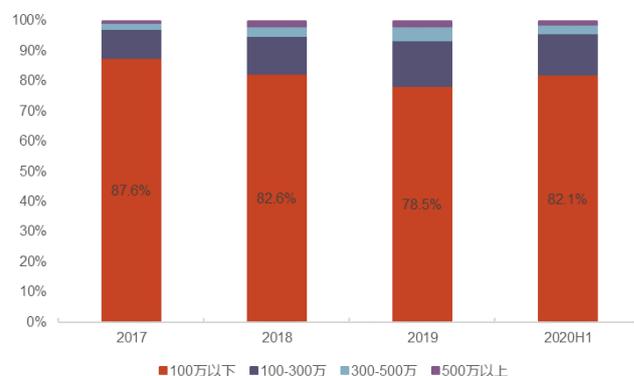
资料来源: 立高招股说明书, 光大证券研究所, 注: 期初家数与期末家数指与公司发生交易的经销商数量

图 31: 截至 2020 年 6 月底各区域经销商数量



资料来源: 立高招股说明书, 光大证券研究所

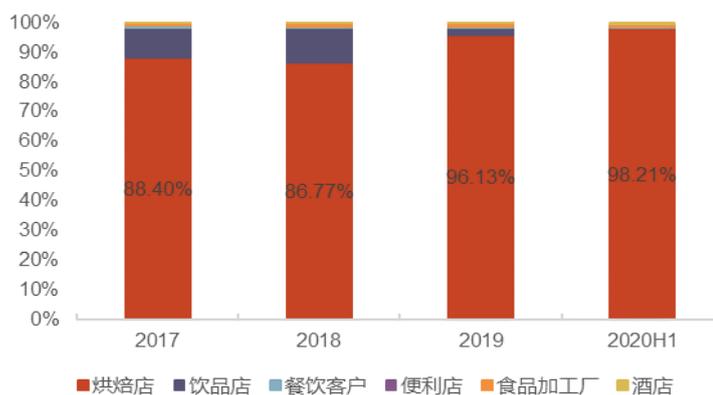
图 32: 公司以采购金额在 100 万元以下的小规模经销商为主



资料来源: 立高招股说明书, 光大证券研究所

终端客户以中小型烘焙店为主，渠道下沉较为深入。国内烘焙店多数呈现点状分布，并且从一二线城市向三四线城市乃至乡镇快速拓展，根据美团点评《2019年中国烘焙门店市场报告》，三线及以下城市的烘焙门店占比从2016年的48.8%上升至2018年的51.8%。公司终端客户以烘焙店为主，从前二十大经销商终端销售来看，2019年以来烘焙店客户数量占比超过95%。相比国内上海海融、外资烘焙原料巨头美国维益等，公司侧重于服务中小型客户，在三四线及以下城市和乡镇的布局较为深入。

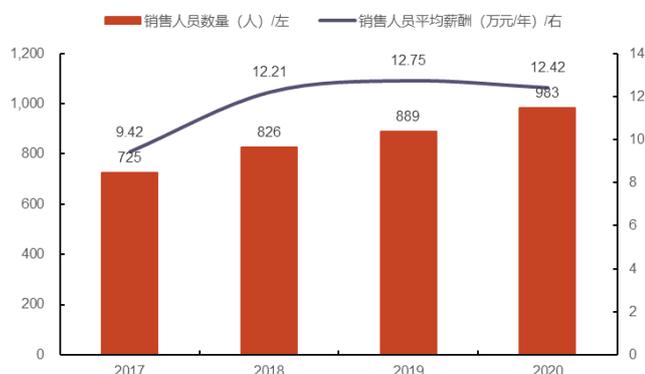
图 33：公司前二十大经销商中，终端客户以烘焙店为主



资料来源：立高招股说明书，光大证券研究所

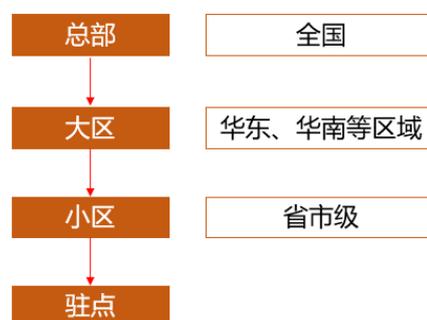
公司重视销售团队建设，经销商与销售团队互相配合且忠诚度较高。公司通过庞大的经销商网络进行市场布局，但对于终端门店的拓展主要依靠自己的销售团队，截至2020年底，公司销售人员达到983人，占员工总数的36.29%。从组织架构来看，销售架构采取总部-大区-小区-驻点的管理架构，从团队划分来看，公司针对冷冻烘焙、原料等不同品类采用独立的销售团队，以充分发挥各自优势。销售人员对终端门店的掌控程度较高，能够与经销商互相配合实现放量，同时，公司会给予经销商足够的利润空间（经销商毛利率15%左右），从而保证经销商的稳定性与忠诚度。

图 34：公司销售人员数量及平均薪酬



资料来源：立高招股说明书，公司公告，光大证券研究所

图 35：公司采取总部-大区-小区-驻点的销售结构



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

公司为小 B 终端客户提供一系列配套服务, 以保持终端客户粘性。冷冻半成品作为手工烘焙的替代, 需要给予烘焙店一定的技术指导才能保证最终的成品质量, 公司在开拓渠道的同时, 通过各品类的专业销售团队为客户提供多样化服务, 包括为产品使用提供技术指导、为客户设计营销方案、提供烘焙店运营培训等。同时, 公司通过销售人员与经销商业员的相互配合实现对客户的高频次服务, 2019 年公司上门为客户提供服务接近 50 万次, 目前重点客户可以做到每个月拜访一次, 服务质量和频率在行业内较为突出, 从而有效提高了小 B 终端客户粘性。

图 36: 立高为终端客户提供配套多样化服务



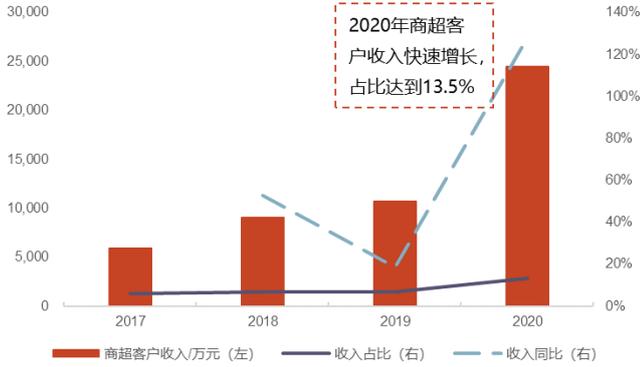
资料来源: 立高招股说明书, 光大证券研究所

#### 4.2.2、直销模式: 商超渠道发展迅速, 餐饮渠道潜力较大

公司商超渠道受疫情催化发展迅速, 将借助大型商超品牌知名度继续快速增长。截至 2020 年底, 公司直销客户超过 400 家, 商超客户以山姆会员店、沃尔玛、盒马生鲜、华润万家、永辉超市等大型商超为主, 大型商超网点分布较为广泛、影响力较大, 但一般缺乏自己的供应工厂。公司产品品质和供应链能力较为成熟, 能够与大型商超合作快速发展, 例如公司开发的新品麻薯在沃尔玛销售取得良好业绩, 山姆会员店在烘焙领域的综合实力较为突出, 2020 年疫情催化下吸引了更多会员加入, 后续会员沉淀下会继续快速增长, 2020 年公司商超客户收入同比增长 128%, 收入占比提升至 13.5%。

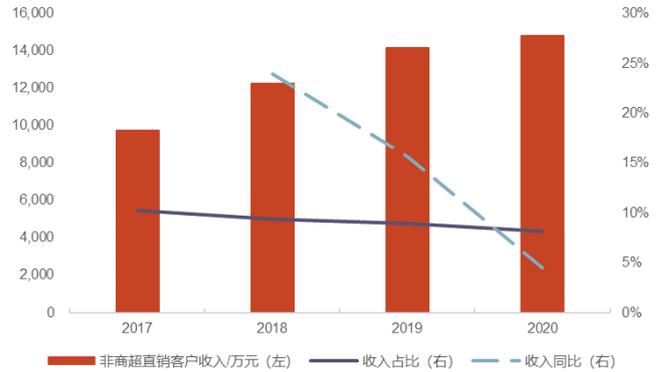
餐饮渠道后续将根据需求场景进行产品布局, 有望成为主要渠道。除大型商超外, 公司产品也进入了海底捞、豪客来、乐凯撒披萨等连锁餐饮品牌, 餐饮渠道虽然目前占比较低, 但未来发展空间较大, 后续公司将加大在餐饮渠道的费用投放和品牌建设, 根据不同的消费场景配备产品, 既发展高端产品, 也关注高性价比产品, 长期来看餐饮渠道有望成为主要发力渠道。

图 37: 商超渠道收入在 2020 年大幅提升



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

图 38: 餐饮等其他类直销客户目前收入占比较低



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

### 4.3、管理分工明晰, 员工激励充分

**业务分工明晰, 给予子公司较高的自由决策权。**立高自 2014 年收购奥昆以来, 并没有过多干涉其业务决策, 高管团队也基本维持原有配置, 更多从资金、供应链、厂房建设、战略目标规划等方面进行支持, 能够给予奥昆充分的发挥空间, 从而实现共赢发展。

**股权激励调动高管团队与业务员积极性。**立高 2017 年完成股份制改造后, 2018 年对部分高管及有突出贡献员工进行股权激励, 股权激励计划合计将 13% (上市后稀释为 9.75%) 的公司股份通过 1 元/股的增资方式授予激励对象, 其中除龙望志等 4 位高管直接授予 4.9% 立高股份外, 另成立广州立兴、广州立创作为员工持股平台合计授予 8.1% 的立高股份, 对员工间接实施股权激励, 广州立兴激励对象包括 11 名烘焙事业部区域经理, 持股占比 28.41%, 生产研发直接相关人员 5 人, 持股占比 9%, 广州立创激励对象包括营销经理及销售总监 21 人, 持股占比 36.75%, 生产研发直接相关人员 8 人, 持股占比 17.93%, 物流供应链经理 4 人, 持股占比 9.39%。**激励计划彰显立高对销售渠道建设、产品创新能力的重视, 有助于调动高管及员工的工作积极性, 增强团队优势。**

表 14: 立高食品董监高及核心技术人员

成员	职务 (身份)	出生年份	曾任职情况	发行前持股比例	发行后持股比例
彭裕辉	董事长、总经理、核心技术人员	1968	雀巢 (中国) 业务主任、美国粟米产品销售经理、香港屈臣氏华光食品销售经理、增城市金血食品业董事	20.39%	15.29%
赵松涛	董事、副总经理、彭裕辉之姐之配偶	1963	广州市劳动局局长、广州南沙浩业疏浚工程公司经理、广东粤海控股集团经理、广州银行经理	13.59%	10.19%
白宝颢	董事	1970	河南新铝建筑装饰公司工程师、深圳市南铝幕墙材料总经理、深圳市坚朗建材总经理、广东坚朗五金制品董事长和总经理	12.92%	9.69%
陈和军	董事、副总经理、核心技术人员	1980	广州乐焙仕食品销售经理、立高有限销售经理、广州美滋煌食品总经理	8.55%	6.41%
宁宗峰	监事会主席	1976	增城市麦肯嘉顿食品销售经理、增城市金钻食品销售经理、广州美滋煌食品经理	6.30%	4.72%
彭永成	技术顾问、彭裕辉之父	1936	广州轻工研究院高级工程师、副总工程师, 立高食品总工程师	4.53%	3.40%
龙望志	副总经理、董事会秘书	1978	广东三茂铁路会计、广东正中珠江会计师事务所经理、雅居乐集团财务部经理、安信证券业务总监	3.00%	2.25%
周颖	营销总监	1967	杭州国际大厦商务销售、杭州美丽健乳品采购经理、立高有限销售总监	1.00%	0.75%
彭岗	行政总监	1975	深圳良维国际生产主管、广东子光贸易人事主管、广州赛莱拉化妆品人力资源部经理、立高有限总裁助理	0.50%	0.38%
郑卫平	研发总监、核心技术人员	1964	广州市轻工研究所工程师	0.40%	0.30%

资料来源: 立高招股说明书, 光大证券研究所整理

表 15: 2018 年立高股权激励授予激励对象股份情况

序号	股东姓名/名称	授股数量/万股	授股比例
1	广州立兴	581.71	4.58%
2	广州立创	445.98	3.51%
3	龙望志	381	3.00%
4	周颖	127.38	1.00%
5	彭岗	63.75	0.50%
6	郑卫平	51.18	0.40%
合计		1651	13%

资料来源: 立高招股说明书, 光大证券研究所

#### 4.4、 产能扩张加快, 物流优势突出

公司布局华东、华南、华北三大生产区域, 上市后产能扩张加快, 将有力支持公司业务布局。1) 在烘焙原料领域, 公司拥有广州增城、南沙、佛山三水、浙江长兴四个大型生产基地, 2020 年奶油、水果制品、酱料产能分别达到 3.30/1.32/2.85 万吨; 2) 在冷冻烘焙食品领域, 公司较早从瑞士、荷兰等地引入先进的自动化生产线, 在广州南沙和浙江长沙建立大型生产基地, 2020 年冷冻烘焙产能达到 5.32 万吨。截至 2020 年底, 公司拥有 23 条烘焙原料和 33 条冷冻烘焙自动化生产线。2020 年期间公司利用自有资金扩建三水生产基地、建设河南卫辉生产基地, 未来将借助募投资金进行产能扩建, 形成华南、华东、华北三大生产区域、六大生产基地的网络化布局, 从而支持产品规模扩张。

表 16: 公司主要产品产能情况 (单位: 吨)

		2017	2018	2019	2020
冷冻烘焙食品	产能	25700	37900	43100	53200
	产量	21620	28360	34943	47738
	产能利用率	84.12%	74.83%	81.07%	89.73%
奶油	产能	33000	33000	31200	33000
	产量	23270	30325	27595	27603
	产能利用率	70.51%	91.89%	88.44%	83.65%
水果制品	产能	13200	13200	13200	13200
	产量	9418	10224	11569	10677
	产能利用率	71.35%	77.45%	87.64%	80.89%
酱料	产能	5100	10000	10000	28500
	产量	5009	9058	9845	12427
	产能利用率	98.22%	90.58%	98.45%	43.60%

资料来源: 立高招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

表 17: 公司募集资金使用项目

	募集资金使用项目	项目投资总额/万元	项目简介
1	三水生产基地扩建项目	38,243.00	项目建设工期 2 年, 达产后年产 6 万吨奶油(含挞液)、2.7 万吨水果制品、0.81 万吨冷冻烘焙食品。
2	长兴生产基地建设及技改项目	43,993.16	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。
3	卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	31,100.89	项目建设工期 2 年, 达产后年产 2.25 万吨冷冻烘焙食品。
4	研发中心建设项目	5,214.00	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, 最终为未来业务的持续发展提供技术支持。
5	智能信息化升级改造建设项目	6,793.30	设置大数据处理平台、智能制造执行平台、营销电商管理平台、智能供应链平台、核心运营 ERP 系统等相关系统模块, 提升信息系统的整体功能, 为决策和计划提供依据, 提高管理效率, 降低经营风险, 增强公司的竞争力。
6	补充流动资金	7,000.00	-
	合计	132,344.35	-

资料来源: 立高招股说明书, 光大证券研究所

公司具备一定规模的冷链物流能力, 能够在全国半数以上的省级行政区实现自主运输。烘焙原料和冷冻烘焙食品对温度的要求较为严格, 均需要在低于零下 18 度的环境下进行储存及运输, 以保证产品口感和品质。公司在业内较早建立冷链物流车队, 将冷冻烘焙食品由各地外仓自主配送至客户手中。截至 2020 年 6 月底, 公司共拥有 30 台运输车辆, 使用的第三方冷链外仓 34 处, 位于全国 18 个省、自治区和直辖市, 具备较为充足的自有物流能力及第三方物流能力。冷链物流体系围绕生产基地布局, 有助于配合产能扩张将业务辐射到更多区域。

图 39: 奥昆冷链物流配送体系围绕生产基地布局



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所, 注: 截至 2021 年 4 月 9 日

## 5、盈利预测、估值与评级

### 5.1、盈利预测

**1) 冷冻烘焙食品：**冷冻烘焙行业处于快速发展期，未来五年内冷冻烘焙产品在烘焙店的使用渗透率将继续提升，奥昆作为行业龙头，产品体系丰富，技术研发实力较强，具备系统性的新品推出机制，20 年以来麻薯、慕斯蛋糕等新品表现突出，挞皮等大单品也在通过产品升级驱动增长，未来三年公司冷冻烘焙食品业务将在行业红利下持续快速发展，预测 2021-2023 年冷冻烘焙食品收入分别为 13.56/18.75/25.35 亿元，同比增长 41.75%/38.32%/35.20%。毛利率方面，伴随老品升级、高端新品销量增长，单价和毛利率将逐年提升，预测 2021-23 年冷冻烘焙毛利率分别为 42.0%/42.5%/43.0%。

**2) 烘焙食品原料：**公司烘焙食品原料业务过去增长较为稳健，主要受到产能限制、公司资源投入等因素的影响。伴随上市后资金实力增强，公司将加大对于原料业务的产能布局和资源规划，如募投项目中的三水生产基地项目即以烘焙原料为主。另外，烘焙食品原料仍有较大增长空间，例如奶油可以与挞皮等冷冻烘焙产品协同发展，水果制品在茶饮店等渠道有较大应用空间，未来原料业务增长有望提速。预测 2021-23 年奶油收入分别为 4.28/4.90/5.55 亿元，同比增长 15.50%/14.40%/13.30%，水果制品收入分别为 1.86/2.07/2.32 亿元，同比增长 10.16%/11.18%/12.20%。产品升级趋势下毛利率将继续提升，预测 2021-23 年奶油毛利率分别为 43%/44%/45%，水果制品毛利率分别为 28%/29%/30%。

**3) 烘焙酱料：**烘焙酱料行业近年发展迅速，公司在该领域具备一定的品牌和渠道优势，并且将通过长兴生产基地的募投项目进一步扩大酱料产能，酱料业务有望实现较高增速。预测 2021-23 年酱料业务收入分别 1.80/2.33/3.00 亿元，同比增长 30.56%/29.54%/28.52%，预测毛利率将维持在 40%的水平。

综上，预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 23.40/30.10/38.42 亿元，同比增长 29.30%/28.65%/27.62%，毛利率分别为 40.36%/41.12%/41.82%。费用率方面，公司后续将加大市场投入与渠道建设，2021 年销售费用率相比 2020 年将有所提升，预测 2021 年销售费用率提升至 16%，后续将逐年小幅提升，管理费用率 2021-23 年将保持稳定，研发费用率将维持同行业内较高水平。综合考虑下，预测 2021-23 年公司归母净利润分别为 3.06/4.01/5.23 亿元，同比增长 31.66%/31.07%/30.45%，对应 EPS 分别为 1.80/2.37/3.09 元。

表 18：立高食品分项业务收入、毛利率及费用率预测

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>冷冻烘焙食品</b>					
收入 (百万元)	738.46	956.29	1,355.54	1,874.98	2,534.98
同比	34.26%	29.5%	41.75%	38.32%	35.20%
销量 (吨)	35,319.02	46,288.79	46,288.79	62,489.87	83,111.52
同比	25.96%	31.06%	35.00%	33.00%	30.00%
均价 (万元/吨)	2.09	2.07	2.17	2.26	2.35
同比	6.59%	-1.19%	5.00%	4.00%	4.00%
毛利率	41.66%	40.70%	42.00%	42.50%	43.00%
<b>奶油</b>					
收入 (百万元)	379.97	370.62	428.07	489.71	554.84
同比	10.34%	-2.46%	15.50%	14.40%	13.30%

销量 (吨)	30,346.39	29,546.56	32,501.22	35,751.34	39,326.47
同比	3.46%	-2.64%	10.00%	10.00%	10.00%
均价 (万元/吨)	1.25	1.25	1.32	1.37	1.41
同比	6.65%	0.18%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利率	46.98%	42.45%	43.00%	44.00%	45.00%
<b>水果制品</b>					
收入 (百万元)	191.94	168.85	186.01	206.80	232.03
同比	10.30%	-12.03%	10.16%	11.18%	12.20%
销量 (吨)	11,640.40	11,558.19	12,482.85	13,606.30	14,966.93
同比	13.26%	-0.71%	8.00%	9.00%	10.00%
均价 (万元/吨)	1.65	1.46	1.49	1.52	1.55
同比	-2.61%	-11.40%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	32.75%	26.51%	28.00%	29.00%	30.00%
<b>酱料</b>					
收入 (百万元)	108.42	137.91	180.06	233.24	299.76
同比	13.06%	27.20%	30.56%	29.54%	28.52%
销量 (吨)	9,735.29	12,546.24	16,059.19	20,395.17	25,697.91
同比	14.19%	28.87%	28.00%	27.00%	26.00%
均价 (万元/吨)	1.11	1.10	1.12	1.14	1.17
同比	-0.99%	-1.30%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	41.22%	29.37%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>其他主营业务</b>					
收入 (百万元)	163.86	174.71	188.69	203.78	218.05
同比	10.97%	6.62%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	36.18%	34.32%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	1.08	1.31	1.51	1.73	1.99
同比	-28.48%	21.30%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	57.62%	65.92%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>营业收入合计 (百万)</b>	1,583.73	1,809.69	2,339.86	3,010.25	3,841.65
<b>营业收入同比</b>	20.58%	14.27%	29.30%	28.65%	27.62%
<b>综合毛利率</b>	41.27%	38.27%	40.36%	41.12%	41.82%
销售费用率	19.47%	14.00%	16.00%	16.50%	16.80%
管理费用率	4.48%	4.78%	4.70%	4.70%	4.70%
研发费用率	2.62%	2.91%	2.92%	2.95%	2.95%
<b>归母净利润 (百万)</b>	181.40	232.10	306.20	401.16	522.50
<b>归母净利润同比</b>	246.78%	27.95%	31.66%	31.07%	30.45%

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

## 5.2、相对估值

考虑到冷冻烘焙行业目前仅有立高食品一家上市公司,上市公司中,海融科技从事以奶油为主的烘焙原料业务,与公司主要产品之一的奶油较为接近,桃李面包主要从事烘焙食品,与公司产品均归属于烘焙产业链,安井食品、三全食品主要从事速冻鱼糜、速冻肉制品、速冻米面制品,与公司冷冻烘焙产品均属于冷冻食品行业。上述公司在业务与技术方面与公司具有一定相关性,因此本文选取海融科技、桃李面包、安井食品、三全食品作为可比公司,截至2021年6月2日收盘,按照Wind一致盈利预测,可比公司2021-23年P/E平均值为42/33/27倍,

根据我们预测，立高食品 2021-23 年 P/E 倍数分别为 87/67/51 倍，高于可比公司平均 P/E，主要因冷冻烘焙为高速发展的新兴行业，公司作为行业领跑者以及首家上市公司，市场预期较高，能够享受估值溢价。按照未来三年净利润复合增速，PEG 为 2.81 倍。考虑冷冻烘焙产品目前在终端门店的渗透率较低，处于快速增长初期，公司为该领域龙头，综合实力突出，成长性领先于可比公司。虽然目前估值较高，但具备合理性，且未来有望通过高速增长逐渐消化。

表 19：立高食品与可比公司 P/E 及 PEG 估值倍数对比

公司	代码	总市值/亿元	收盘价/元	EPS/元				P/E				未来三年净利润 CAGR	PEG
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
海融科技	300915.SZ	47.68	52.98	1.45	1.27	1.66	2.05	36.61	41.56	31.87	25.81	12.35%	3.36
桃李面包	603866.SH	334.42	35.12	1.30	0.98	1.15	1.36	27.06	35.95	30.58	25.87	1.51%	23.84
安井食品	603345.SH	577.57	236.30	2.55	3.44	4.54	5.82	92.62	68.64	52.07	40.59	31.65%	2.17
三全食品	002216.SZ	151.57	17.24	0.96	0.81	0.94	1.05	17.94	21.17	18.37	16.45	2.94%	7.20
平均值								43.56	41.83	33.22	27.18		
<b>立高食品</b>	<b>300973.SZ</b>	<b>266.71</b>	<b>157.50</b>	<b>1.83</b>	<b>1.80</b>	<b>2.37</b>	<b>3.09</b>	<b>86.18</b>	<b>87.28</b>	<b>66.59</b>	<b>51.04</b>	<b>31.06%</b>	<b>2.81</b>

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，可比公司 EPS 为 Wind 一致盈利预测，立高食品 EPS 为光大证券研究所预测，数据截至 2021-06-02

### 5.3、绝对估值

- 1、长期增长率：**考虑冷冻烘焙食品行业处于快速发展期，假设长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：**采用申万二级行业分类-食品加工板块的历史平均 β (1.02) 作为公司的近似 β；
- 3、无风险收益率：**采用十年期国债收益率 (3.20%) 作为无风险收益率
- 4、税率：**我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 20.00%。

表 20：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.20%
β(Blevered)	1.02
Rm-Rf	3.30%
Ke(levered)	6.57%
税率	20.00%
Kd	3.48%
Ve	6654.28
Vd	20.02
目标资本结构	0.30%
WACC	6.56%

资料来源：光大证券研究所预测

表 21: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	3,051.95	8.19%
第二阶段	8,673.68	23.27%
第三阶段 (终值)	25,551.86	68.55%
企业价值 AEV	37,277.49	100.00%
加: 非经营性净资产价值	-20.79	-0.06%
减: 少数股东权益 (市值)	-	0.00%
减: 债务价值	20.02	-0.05%
总股本价值	37,236.67	99.89%
股本 (百万股)	169.34	-
每股价值 (元)	219.89	-
PE (隐含)	121.61	-
PE (动态)	93.90	-

资料来源: 光大证券研究所预测

表 22: 敏感性分析表

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.56%	242.16	263.79	291.50	328.26	379.38
6.06%	214.19	230.62	251.10	277.33	312.13
6.56%	191.39	204.15	<b>219.89</b>	239.10	263.94
7.06%	172.48	182.57	194.66	209.40	227.77
7.56%	156.56	164.67	174.23	185.68	199.65

资料来源: 光大证券研究所预测

表 23: 绝对估值法结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	219.89	156.56-379.38	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	214.04	151.05-373.08	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据我们的假设和预测,采用 FCFF/APV 两种绝对估值法得到立高食品的每股价值分别为 219.89/214.04 元。

## 5.4、估值结论与投资评级

1) 预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 23.40/30.10/38.42 亿元,同比增长 29.30%/28.65%/27.62%,归母净利润分别为 3.06/4.01/5.23 亿元,同比增长 31.66%/31.07%/30.45%,对应 EPS 分别为 1.80/2.37/3.09 元。

2) 采用相对估值,按照 Wind 一致盈利预测,截至 2021 年 6 月 2 日收盘,可比公司 2021-2023 年 P/E 平均值为 42/33/27 倍,根据我们预测,公司 2021-2023

年 P/E 倍数分别为 87/67/51 倍，按照未来三年净利润复合增速，PEG 为 2.81 倍。采用绝对估值，得到公司每股内在价值为 214.04-219.89 元。

3) 考虑冷冻烘焙行业为快速发展的新兴赛道，公司在行业内处领导地位，产品品类多元，技术研发实力突出，领先的销售服务保证终端客户粘性较高。上市后资金实力得以增强，产能布局加大，烘焙原料业务增长也有望提速，高估值具备合理性，且未来有望通过高速增长逐渐消化，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6、风险分析

### 食品安全风险

公司经营生产环节较多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，若公司有所疏忽，可能发生食品安全问题，导致消费者对公司追溯赔偿或监管部门对公司进行处罚，从而对公司的品牌形象以及产品销售造成不良影响。

### 宏观环境变化风险

若中国经济增长有所放缓、国际贸易争端加剧、新冠疫情在国内出现反复，都会在一定程度上影响消费者的消费信心和能力，从而对公司的长期生产经营产生不利影响。

### 原材料价格波动风险

公司为生产型企业，直接材料成本占比较高，且主要原材料为油脂、糖类、面粉等大宗农产品原材料，若原材料价格发生较大波动，而公司未采取有效应对措施，将会对业绩产生较大影响。

### 新股股价波动风险

公司于 2021 年 4 月 15 日正式在深交所创业板上市，新股上市初期股价波动较大，可能会造成一定投资风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,584	1,810	2,340	3,010	3,842
营业成本	930	1,117	1,396	1,772	2,235
折旧和摊销	28	35	30	35	39
税金及附加	12	13	18	24	31
销售费用	308	253	374	497	645
管理费用	71	87	110	141	181
研发费用	42	53	68	89	113
财务费用	2	0	0	0	-1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	226	290	382	501	653
利润总额	226	290	382	501	653
所得税	44	58	76	100	131
净利润	181	232	306	401	523
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	181	232	306	401	523
EPS(元)	1.43	1.83	1.80	2.37	3.09

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	264	285	234	428	556
净利润	181	232	306	401	523
折旧摊销	28	35	30	35	39
净营运资金增加	61	4	143	104	127
其他	-6	14	-244	-111	-132
投资活动产生现金流	-124	-157	-160	-125	-100
净资本支出	-104	-156	-100	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-20	-2	-60	-75	-50
融资活动现金流	-39	-118	73	-186	-199
股本变化	0	0	42	0	0
债务净变化	-4	-60	136	-36	0
无息负债变化	16	58	67	94	116
净现金流	100	10	147	117	257

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	41.3%	38.3%	40.4%	41.1%	41.8%
EBITDA 率	16.7%	18.7%	17.8%	17.8%	18.1%
EBIT 率	14.7%	16.4%	16.5%	16.7%	17.1%
税前净利润率	14.2%	16.0%	16.3%	16.6%	17.0%
归母净利润率	11.5%	12.8%	13.1%	13.3%	13.6%
ROA	22.8%	23.8%	21.5%	23.2%	24.1%
ROE (摊薄)	38.5%	35.6%	34.2%	35.0%	35.6%
经营性 ROIC	32.5%	33.1%	30.2%	33.6%	37.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	33%	37%	34%	32%
流动比率	1.57	1.56	1.50	1.72	1.98
速动比率	1.15	1.10	1.15	1.32	1.56
归母权益/有息债务	7.83	-	6.56	11.45	14.67
有形资产/有息债务	12.20	-	8.75	14.50	18.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	795	975	1,420	1,729	2,167
货币资金	193	204	351	468	725
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	80	113	142	184	235
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	24	7	0	0	0
存货	117	141	180	229	289
其他流动资产	10	4	4	4	4
流动资产合计	441	482	768	982	1,357
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	266	291	286	274	258
在建工程	19	84	63	47	35
无形资产	48	69	167	213	258
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7	27	27	27	27
非流动资产合计	354	492	653	747	810
总负债	325	323	526	584	700
短期借款	30	0	36	0	0
应付账款	119	141	174	222	279
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	31	0	47	60	77
其他流动负债	0	4	4	4	4
流动负债合计	281	310	512	569	685
长期借款	29	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	13	13	13	13
非流动负债合计	44	13	15	15	15
股东权益	471	652	894	1,145	1,467
股本	127	127	169	169	169
公积金	119	129	118	147	147
未分配利润	225	396	607	828	1,150
归属母公司权益	471	652	894	1,145	1,467
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	19.47%	14.00%	16.00%	16.50%	16.80%
管理费用率	4.48%	4.78%	4.70%	4.70%	4.70%
财务费用率	0.14%	0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.03%
研发费用率	2.62%	2.91%	2.92%	2.95%	2.95%
所得税率	20%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.50	0.88	1.18	1.54
每股经营现金流	2.08	2.25	1.38	2.53	3.29
每股净资产	3.71	5.13	5.28	6.76	8.66
每股销售收入	12.47	14.25	13.82	17.78	22.69

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	110	86	87	67	51
PB	42.5	30.7	29.8	23.3	18.2
EV/EBITDA	77	60	65	50	38
股息率	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE