



Research and
Development Center

渠道体系优势，终端深度服务

—立高食品(300973)公司深度报告

2021年06月17日

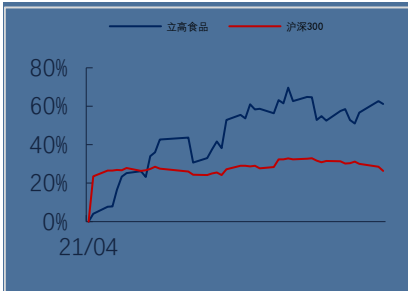
马铮 首席研究员

S1500520110001

13392190215

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
立高食品(300973)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|----------------|---------------|
| 收盘价(元) | 166.00 |
| 52 周内股价波动区间(元) | 174.76-103.00 |
| 最近一月涨跌幅(%) | 66.00 |
| 总股本(亿股) | 1.69 |
| 流通 A 股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 281.10 |

资料来源：信达证券研发中心

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

渠道体系优势，终端深度服务

2021 年 06 月 17 日

本期内容提要：

- ◆ **投资建议：** 冷冻烘焙食品行业处于发展初期，行业集中度过低，市场空间大。公司产品和渠道双驱动，多元化渠道打开成长空间。终端深度合作增强客户的粘性，构筑竞争壁垒。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.83/2.50/3.24 元，对应 PE 分别为 90.83/66.40/51.22 倍。公司当前估值较高，但考虑到公司高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **行业处于发展初期，前景广阔。** 烘焙食品行业整体需求每年接近 10% 的持续增长，国内人均烘焙食品消费额仅为 24.6 美元/人，与发达国家和地区还有较大的差距，行业还存在巨大的发展潜力。冷冻烘焙食品的出现弥补了预包装食品和现烤食品的不足。对 C 端消费者，冷冻烘焙食品种类丰富、口感稳定、食品安全更有保障，对 B 端客户，冷冻烘焙食品解决了经营成本高、人员匮乏、产品更迭等问题。烘焙食品行业竞争格局分散，集中度有待提升。
- ◆ **渠道和终端服务是核心竞争力。** 烘焙食品原料和冷冻烘焙食品的技术壁垒主要体现在产品配方和大规模生产工艺两方面。公司通过在研发领域的长期投入，目前已公司拥有完善的研发体系和高品质的研发团队。产品方面，公司拥有丰富的产品体系，能够满足不同客户群体的消费需求。多样化的产品，为烘焙店开发出新的客户需求，创造新的收入来源。公司已经初步建立了覆盖全国的经销渠道体系，销售人员数量业内领先。公司重视销售团队的建设，为客户提供烘焙店运营培训，为客户使用公司产品提供技术指导，为客户设计烘焙食品的应用方案及营销方案。下游烘焙店客户粘性高，公司具有先发优势明显。供应链方面，公司具备较为充足的自有物流能力及第三方物流能力。目前公司已建立四大生产基地，主要覆盖华东和华南区域，未来公司将建成六大生产基地实现全国化布局。
- ◆ **品类延伸和渠道拓展带动收入持续增长。** 成本压力驱动下游 B 端客户对冷冻烘焙食品的采购比例上升。目前国内冷冻烘焙食品在烘焙店的渗透率仍较低，相比国外仍有很大提升空间。随着餐饮、茶饮店等新场景的不断成熟，会不断衍生出更适合该场景的新品需求，从而支撑公司在渠道的多元化扩张。
- ◆ **股价催化剂：** 产品提价；原材料价格下降；业绩超预期等。
- ◆ **风险因素：** 原材料价格上涨超预期；新品推广不及预期；食品安全事故。

| 重要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 1,584 | 1,810 | 2,343 | 3,004 | 3,821 |
| 增长率 YoY % | 20.6% | 14.3% | 29.5% | 28.2% | 27.2% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 181 | 232 | 309 | 423 | 549 |
| 增长率 YoY% | 246.8% | 27.9% | 33.3% | 36.8% | 29.6% |
| 毛利率% | 41.3% | 38.3% | 38.8% | 39.2% | 39.5% |
| 净资产收益率 ROE% | 38.5% | 35.6% | 14.9% | 17.9% | 20.1% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.07 | 1.37 | 1.83 | 2.50 | 3.24 |
| 市盈率 P/E(倍) | 0.00 | 0.00 | 90.83 | 66.40 | 51.22 |
| 市净率 P/B(倍) | 0.00 | 0.00 | 13.55 | 11.87 | 10.27 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 06 月 16 日收盘价

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1 投资逻辑..... | 5 |
| 2 冷冻烘焙食品龙头，快速扩张正当时..... | 6 |
| 2.1 致力于成为中国烘焙食品原料及冷冻烘焙食品第一品牌..... | 6 |
| 2.2 冷冻烘焙业务后来居上，营收占比超 50%..... | 6 |
| 2.3 经销渠道为主，积极开拓商超和餐饮渠道..... | 10 |
| 2.4 股权结构明晰，员工持股增强激励..... | 11 |
| 3 烘焙工业化发展，冷冻烘焙食品前景广阔..... | 12 |
| 3.1 供给和需求协同，烘焙行业稳健发展..... | 12 |
| 3.2 终端运营成本高，冷冻烘焙是破局点..... | 13 |
| 3.3 行业发展初期，竞争格局分散..... | 15 |
| 4 营销渠道和终端服务是核心竞争力..... | 16 |
| 4.1 产品配方和生产工艺具有技术壁垒..... | 16 |
| 4.2 产品品规齐全，满足多元化客户需求..... | 18 |
| 4.3 深入终端服务，强化客情关系..... | 19 |
| 4.4 冷链物流体系完备，产能全国化布局..... | 21 |
| 5 毛利率持续提升，费用率趋势下降..... | 22 |
| 5.1 盈利能力持续提升..... | 23 |
| 5.2 销售费用率趋势下降..... | 24 |
| 5.3 净资产收益率显著高于同业公司..... | 24 |
| 6 财务预测..... | 25 |
| 7 风险因素..... | 26 |

表目录

| | |
|---------------------------|----|
| 表 1: 冷冻烘焙食品的具体分类..... | 7 |
| 表 2: 烘焙原料产品展示及用途..... | 9 |
| 表 3: 冷冻烘焙产品核心技术..... | 17 |
| 表 4: 分地区经销商数量变化情况..... | 20 |
| 表 5: 募投项目情况（单位：亿元、年）..... | 22 |
| 表 6: 公司收入预测..... | 25 |
| 表 7: 可比公司估值对比..... | 26 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 立高食品发展历程..... | 6 |
| 图 2: 冷冻烘焙食品与奶油为公司主要收入来源..... | 7 |
| 图 3: 冷冻烘焙食品维持 30%以上增长..... | 7 |
| 图 4: 冷冻烘焙食品销量保持快速增长..... | 7 |
| 图 5: 20 年冷冻烘焙食品均价小幅下滑..... | 7 |
| 图 6: 冷冻烘焙产品以甜甜圈系列和挞皮类为主..... | 8 |
| 图 7: 2020 年上半年挞皮类和丹麦系列收入占比提升..... | 8 |
| 图 8: 冷冻烘焙产品以甜甜圈系列和挞皮类为主..... | 8 |
| 图 9: 冷冻烘焙食品各系列毛利率..... | 8 |
| 图 10: 受疫情影响水果和奶油业务收入下滑..... | 9 |
| 图 11: 由于产能受限 19 年酱料业务增速放缓..... | 9 |
| 图 12: 奶油业务产品结构持续优化..... | 9 |
| 图 13: 18-19 年奶油均价持续提升..... | 9 |
| 图 14: 直接材料成本为主要成本..... | 10 |
| 图 15: 2020 年上半年主要原材料采购占比..... | 10 |
| 图 16: 经销渠道为公司的主要销售渠道..... | 10 |
| 图 17: 华南和华东地区为公司优势区域..... | 10 |
| 图 18: 前 20 大经销商的下游客户以烘焙店为主..... | 11 |
| 图 19: 直销客户数量和平均销售收入呈上升趋势..... | 11 |
| 图 20: 立高食品股权结构（截止 2021 年 4 月 15 日）..... | 12 |
| 图 21: 烘焙行业产业链..... | 12 |
| 图 22: 我国烘焙食品市场规模稳定增长..... | 13 |
| 图 23: 国内人均烘焙食品消费额较低..... | 13 |
| 图 24: 我国烘焙食品市场规模稳定增长..... | 13 |
| 图 25: 国内人均烘焙食品消费额较低..... | 13 |
| 图 26: 克莉丝汀、面包新语和 85 度 C 的门店数量增长乏力..... | 14 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 27: 连锁烘焙店高毛利、高费用、低净利 | 14 |
| 图 28: 全国烘焙门店数量规模..... | 14 |
| 图 29: 淡奶油(动物性)市场规模及增速 | 15 |
| 图 30: 2013-2019 年我国果酱产量 | 15 |
| 图 31: 我国通过食品生产许可的糕点面包企业数量 | 15 |
| 图 32: 烘焙食品企业分布 | 15 |
| 图 33: 研发人员增速快于公司整体水平 | 17 |
| 图 34: 公司研发人员赶超南侨和海融 | 17 |
| 图 35: 公司研发人员薪酬激励较高 | 17 |
| 图 36: 公司研发投入处于同业中间水平 | 17 |
| 图 37: 公司各类产品拥有众多品规 | 18 |
| 图 38: 立高销售人员数量最多 | 19 |
| 图 39: 南侨单个销售人员贡献收入最高 | 19 |
| 图 40: 经销商数量相对稳定 | 19 |
| 图 41: 经销商数量变动减少 | 19 |
| 图 42: 公司参加中国烘焙展览会 | 20 |
| 图 43: 公司持续投入展会费用 | 20 |
| 图 44: 定制专业烘焙技术培训 | 21 |
| 图 45: 终端门店生动化宣传 | 21 |
| 图 46: 冷冻烘焙产能持续增长 | 22 |
| 图 47: 20 年烘焙原料产能明显增长 | 22 |
| 图 48: 收入稳步提升, 净利润爆发增长 | 23 |
| 图 49: 净利率水平明显提升 | 23 |
| 图 50: 立高毛利率略高于南侨, 但低于海融 | 23 |
| 图 51: 19 年立高净利率水平明显提升 | 23 |
| 图 52: 冷冻烘焙食品各品类人工成本逐渐下降 | 23 |
| 图 53: 冷冻烘焙食品各品类制造费用逐渐下降 | 23 |
| 图 54: 销售费用率趋势下降, 管理和研发费用率平稳 | 24 |
| 图 55: 销售费用率主要分项均有下降 | 24 |
| 图 56: 19 年立高 ROE 明显提升 | 24 |
| 图 57: 销售净利率带动 ROE 提升 | 24 |

1 投资逻辑

市场担心随着烘焙行业连锁化率提升，烘焙店外购冷冻半成品的量会减少，冷冻烘焙食品的行业空间会缩小。我们认为：（1）大型连锁烘焙店有配套的中央工厂，中央厨房倾向于生产核心产品，对于制作难度较高或制作过程繁琐的非核心产品仍会采用外购的形式。（2）目前冷冻烘焙食品的渠道主要在烘焙店，但餐饮、茶饮店等新场景也会支撑行业持续扩容。

我们对立高食品的核心推荐逻辑有以下三点：

- 1、**行业处于发展初期，行业集中度低，市场空间大。**烘焙行业整体需求每年近 10% 的持续增长，处于产业链中游的中央工厂和上游的奶油、酱料等烘焙原料类公司仍会享受行业发展的红利。
- 2、**品类延伸和渠道拓展带动收入持续增长。**成本压力驱动下游 B 端客户对冷冻烘焙食品的采购比例上升。目前国内冷冻烘焙食品在烘焙店的渗透率不到 10%，相比国外仍有很大提升空间。当前冷冻烘焙产品主要是技术门槛较低的冷冻糕点，未来随着生产技术和冷链设备的完善，冷冻面包产品将有很大的发展空间。随着餐饮、茶饮店等新场景的不断成熟，会不断衍生出更适合该场景的新品需求，从而支撑行业空间持续扩容。
- 3、**产品升级推动盈利能力提升。**高毛利率的含乳脂植脂奶油、甜甜圈系列和丹麦类产品逐渐成为热销产品，带动了公司产品结构的持续优化。随着技术升级和产品创新的发生，产品结构仍会持续优化。

2 冷冻烘焙食品龙头，快速扩张正当时

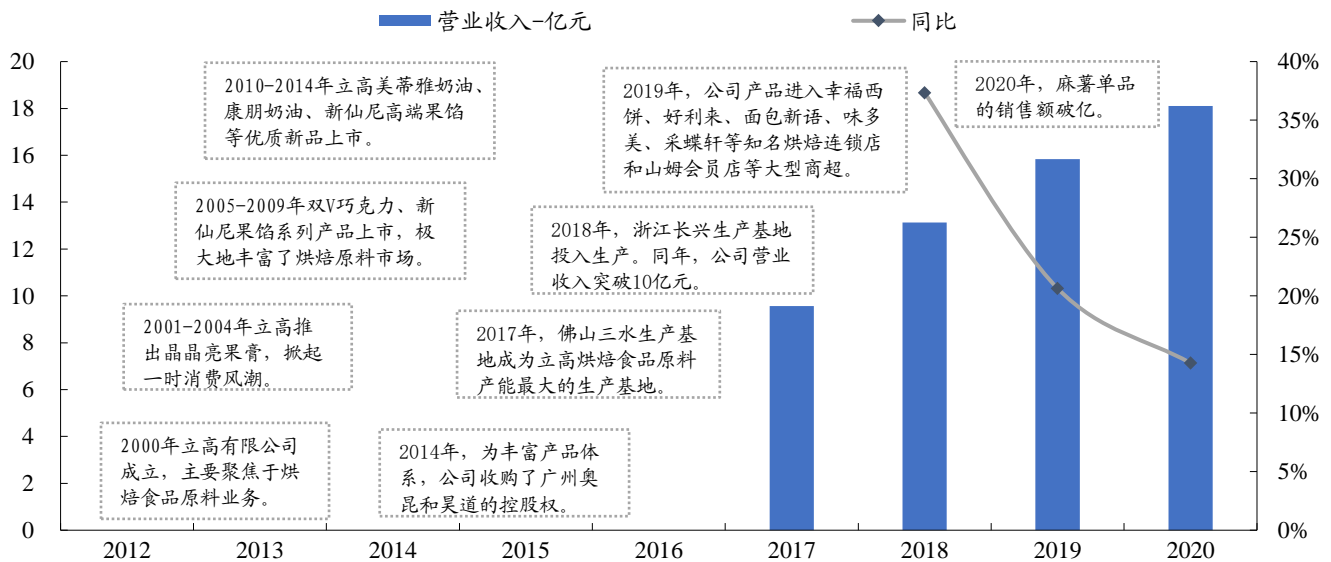
2.1 致力于成为中国烘焙食品原料及冷冻烘焙食品第一品牌

深耕烘焙行业中上游产业链。公司成立于2000年，自成立以来，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，公司还生产部分休闲食品。

“蓝条纹”品牌形象积聚力。公司根据产品拥有“立高”、“奥昆”、“美煌”、“小休一下”、“新仙尼”等注册商标，经过多年的发展，在各自产品领域形成了较高的品牌知名度和认知度。为聚合力，公司以“蓝条纹”构建集团化的品牌资产。

致力于深度服务客户的经营理念。公司致力于为饼店提供深度化合作服务，以专业的策划和资深技术团队，为客户提供烘焙技术咨询和培训、营销推广策划等，力求共创双赢的合作成果，成为一家客户欢迎、消费者放心的文化食品运营集团。

图1：立高食品发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，招股说明书，信达证券研发中心

2.2 冷冻烘焙业务后来居上，营收占比超 50%

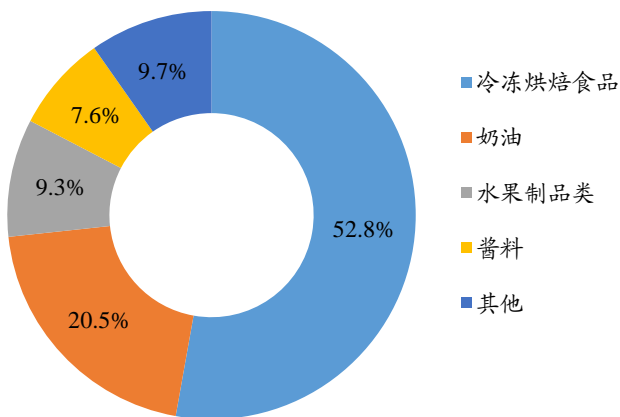
从聚焦烘焙食品原料到兼顾冷冻烘焙食品和酱料业务。立高原先主要聚焦于烘焙食品原料，2013年公司奶油收入占比接近80%。为丰富产品体系，提高竞争力，现如今立高食品的业务布局为：（1）立高母公司专注于烘焙原辅料、饮料、休闲食品方面；（2）子公司奥昆专注于冷冻烘焙食品；（3）子公司美煌专注于酱料。冷冻烘焙食品是指烘焙过程中完成部分或全部工序后进行冷冻处理得到的烘焙产品，并通过冷冻方式进行储存和运输，保存期通常6到9个月，能够在安全、健康和保持口感的情况下，大幅延长烘焙产品的使用周期。冷冻烘焙技术将烘焙产品的制作分解为面团制作、烘烤熟制等多个独立的环节。

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。

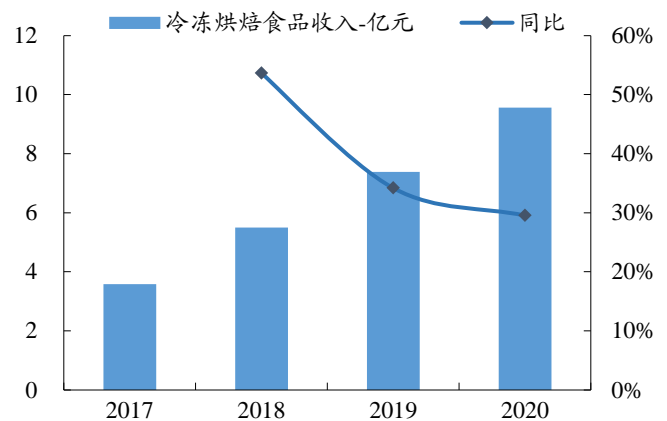
表 1: 冷冻烘焙食品的具体分类

| 类别 | 冷冻糕点 | | 冷冻面包 |
|---------|----------------------|---------------|----------------------|
| | 冷冻中式糕点 | 冷冻西式糕点 | |
| 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 | 吐司面包、欧包等 |

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 2: 冷冻烘焙食品与奶油为公司主要收入来源


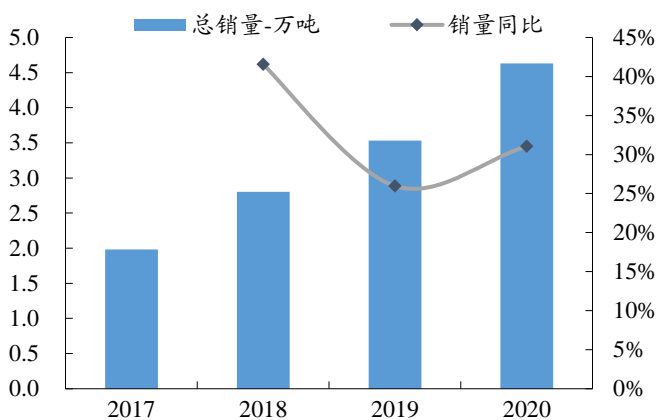
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3: 冷冻烘焙食品维持 30% 以上增长


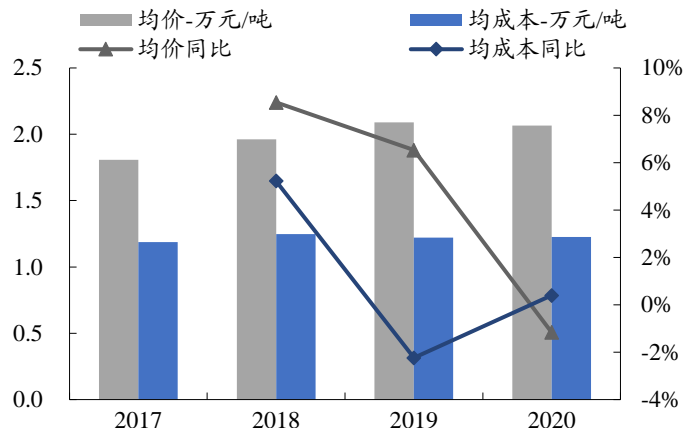
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

主打产品的热销带动了冷冻烘焙食品销量快速增加。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，尤其是甜甜圈的销量快速提升 2018 年、2019 年同比增幅分别为 102.16%、30.63%。

新品进一步推动了冷冻烘焙食品业绩快速增长。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，从业务开展之初的仅有挞皮等少数品规，发展至 2020 年上半年末的 187 种。新品蛋糕、丹麦类面包等产品也取得较快增长。

图 4: 冷冻烘焙食品销量保持快速增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

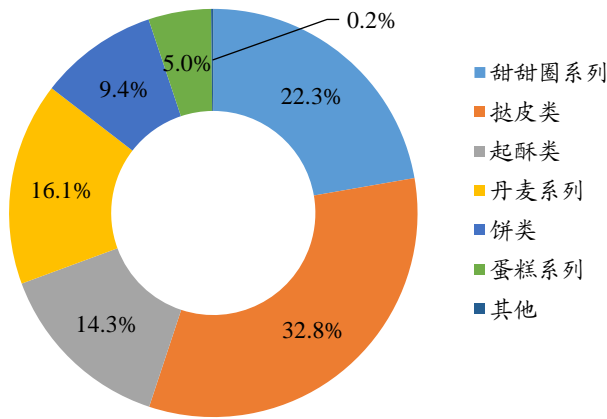
图 5: 20 年冷冻烘焙食品均价小幅下滑


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

冷冻烘焙食品以甜甜圈系列和挞皮类为主。截止 2020 年上半年末，甜甜圈系列和挞皮系列

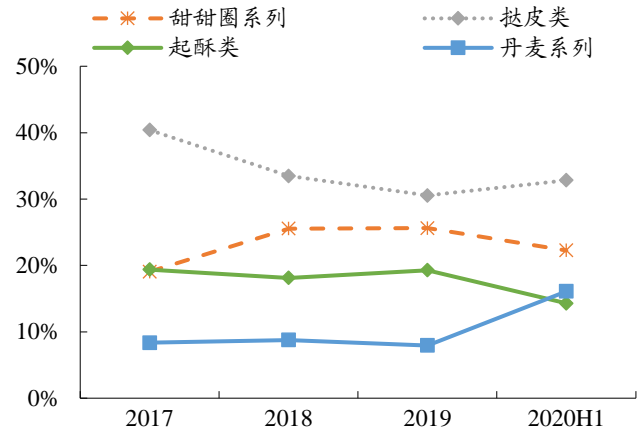
合计占冷冻烘焙食品的比重为 55.1%。18 年公司产品结构明显优化，高毛利率的甜甜圈系列产品收入占比提升，低毛利率的挞皮类产品收入占比下降。19 年制造业增值税税率从 16% 下降到 13%，当期公司毛利率明显提升。20 年由于运输费用计入营业成本，公司整体毛利率有所下滑。

图 6：冷冻烘焙产品以甜甜圈系列和挞皮类为主



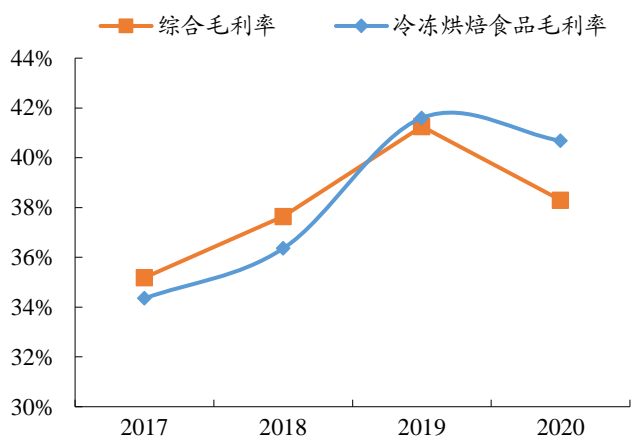
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：2020 年上半年挞皮类和丹麦系列收入占比提升



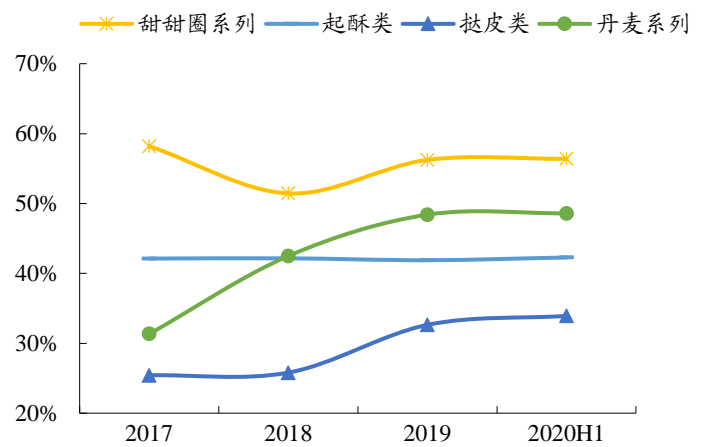
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：冷冻烘焙产品以甜甜圈系列和挞皮类为主



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：冷冻烘焙食品各系列毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司烘焙原料产品主要包括奶油、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。公司奶油产品以植脂奶油和含乳脂植脂奶油为主，稀奶油为辅，产品结构覆盖高中低端，能够充分满足客户不同的应用需求。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。酱料包括沙拉酱和可丝达酱等产品。沙拉酱既能用于蔬菜、水果、肉类的调味，也能用于面包涂抹和夹馅。可丝达酱主要用于面包涂抹和夹馅。

表 2: 烘焙原料产品展示及用途

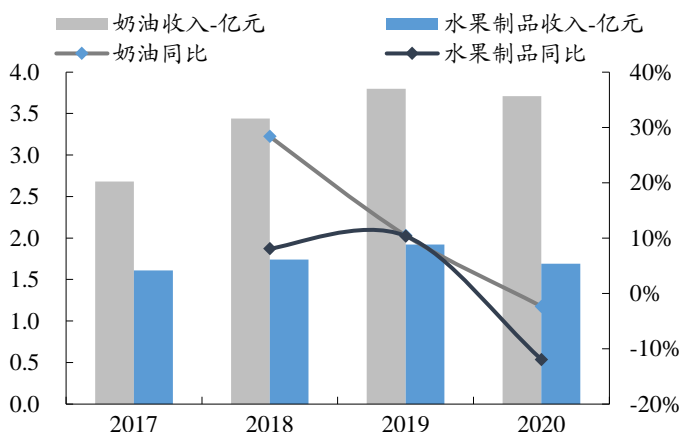
| 产品类型 | 产品系列 | 产品展示 | 产品用途 |
|--------|------|---|-----------------------|
| 烘焙食品原料 | 奶油 |  | 蛋糕、西点的裱花装饰和夹层 |
| | 水果制品 |  | 蛋糕、西点的夹层和表面装饰, 以及果汁冲调 |
| | 酱料 |  | 餐饮、糕点、面包涂抹及夹心 |

数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

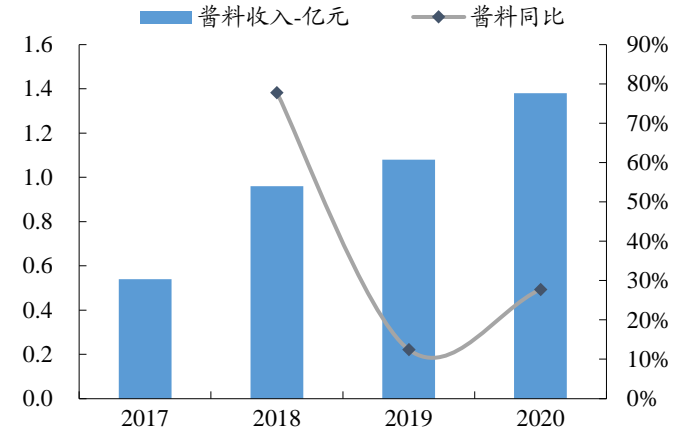
奶油产品结构优化带来的量价齐升。公司奶油产品中, 含乳脂植脂奶油市场定位高于纯植脂奶油, 近年来受到市场的青睐。2018 年、2019 年分别同比增长了 48.55%、23.71%。含乳脂植脂奶油销量的快速提升是公司奶油类产品收入增长的主要原因。单价较高的含乳脂植脂奶油以及稀奶油的销售占比提升, 拉高了奶油产品的整体单价。

果泥带动水果制品销量增长。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%。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, 带动了水果制品销量的增长。17-19 年果泥销量复合增长为 23.02%。

可丝达酱和沙拉酱带动酱料业务快速增长。2018 年, 新品可丝达酱受到市场欢迎; 另一方面, 公司向客户推出了天使白面包、牛油果餐包等终端产品应用方案, 并搭配销售沙拉酱的促销活动, 获得良好市场效果, 带动了沙拉酱销售量的快速增长。

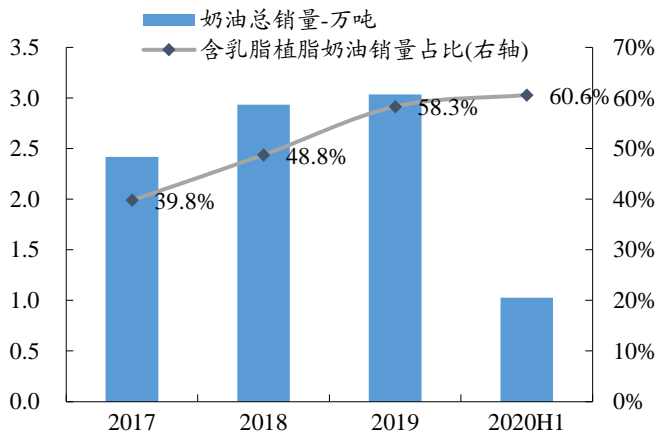
图 10: 受疫情影响水果和奶油业务收入下滑


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

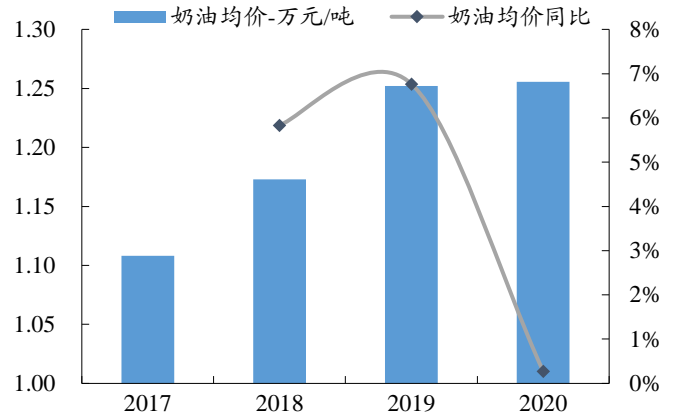
图 11: 由于产能受限 19 年酱料业务增速放缓


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 奶油业务产品结构持续优化
图 13: 18-19 年奶油均价持续提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

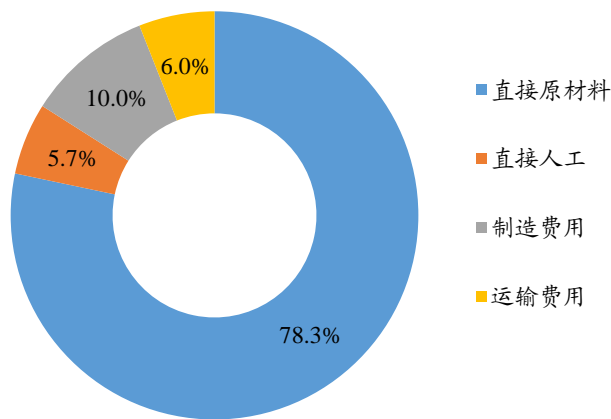


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

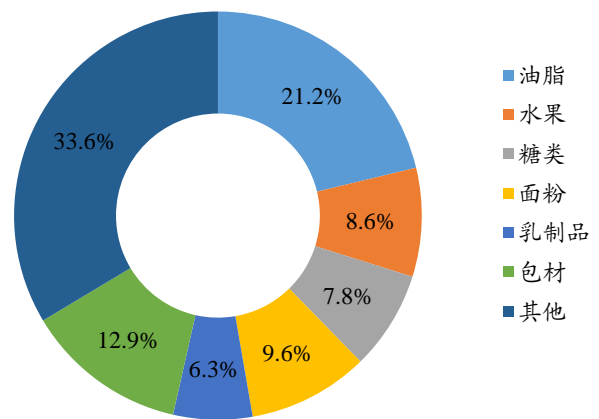
油脂、包装材料、水果、糖类、面粉和乳制品是公司主要的原材料。2020年上半年公司主要原材料采购额占比达到66.4%，其中油脂占比21.2%、包装材料占比12.9%。公司其他材料还包括：蛋液、淀粉、改良剂、奶油配料、巧克力材料、稳定剂、馅料、香精、预拌粉、芝士粉等辅助材料。

图 14：直接材料成本为主要成本

图 15：2020 年上半年主要原材料采购占比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

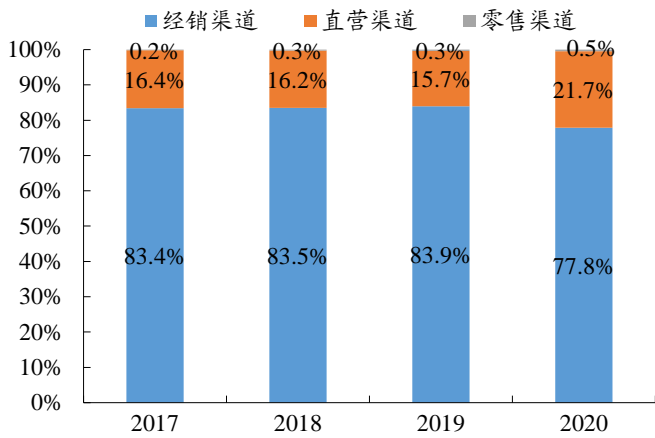
2.3 经销渠道为主，积极开拓商超和餐饮渠道

公司目前销售以经销模式为主。2017-2020年，公司经销模式实现的收入占主营业务收入的比重分别为83.38%、83.51%、83.94%和77.84%。烘焙食品行业集中度相对较低，从业企业数量众多，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。2020年受益于大客户沃尔玛的采购翻倍增长，公司直营渠道收入占比明显提升。

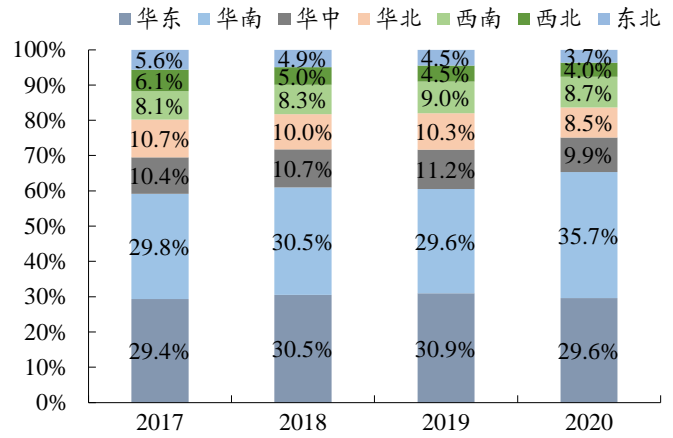
华东和华南为主要的销售区域，华东和华南地区的销售占比均在30%左右。华东、华南地区属于中国经济最为发达的地区，消费能力强，对烘焙产品消费需求大。2020年上半年，受疫情影响，各大区域均出现部分规模较小的经销商转型或停业的情形，华南地区则由于复工较早，且公司主要通过自有物流车辆进行配送，受疫情影响相对较少。

图 16：经销渠道为公司的主要销售渠道

图 17：华南和华东地区为公司优势区域



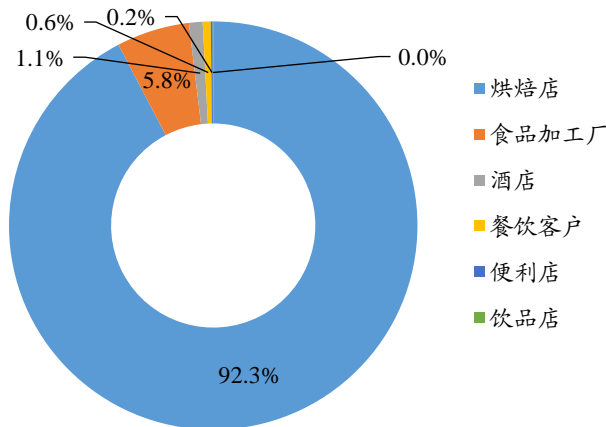
资料来源：公司年报，信达证券研发中心



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

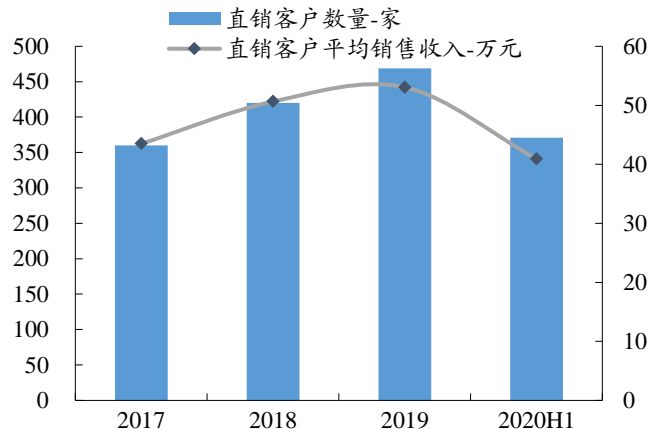
公司通过经销商销售的终端客户为烘焙门店、餐饮、饮品店、食品加工厂等，终端客户的数量众多且分布广泛。17-19年及2020上半年，公司前二十大经销商累计为37家，占经销商收入比重分别为23.49%、24.80%、21.60%和22.06%。公司前20大经销商的终端客户以烘焙店为主，客户数量和销售金额占比均超过80%。公司直销客户包括沃尔玛、华润万家、盒马生鲜等商超客户，以及连锁烘焙店、酒店、饮品店等非商超类客户。17-19年随着公司对终端客户的持续开发，直销客户数量和平均销售收入不断增加。2020年上半年，受疫情影响，公司直销客户数量有所减少。此外，部分商超用户不再由其总部统筹直接向公司进行采购，转为经销商采购。2020年大客户山姆会员店表现亮眼，当期新增向公司采购麻薯、老婆饼等品类，2020年上半年已达到7,418万元，接近2019年的全年收入销售7,478万元。

图 18：前 20 大经销商的下游客户以烘焙店为主



资料来源：公司年报，信达证券研发中心 注：截止2020年6月末

图 19：直销客户数量和平均销售收入呈上升趋势

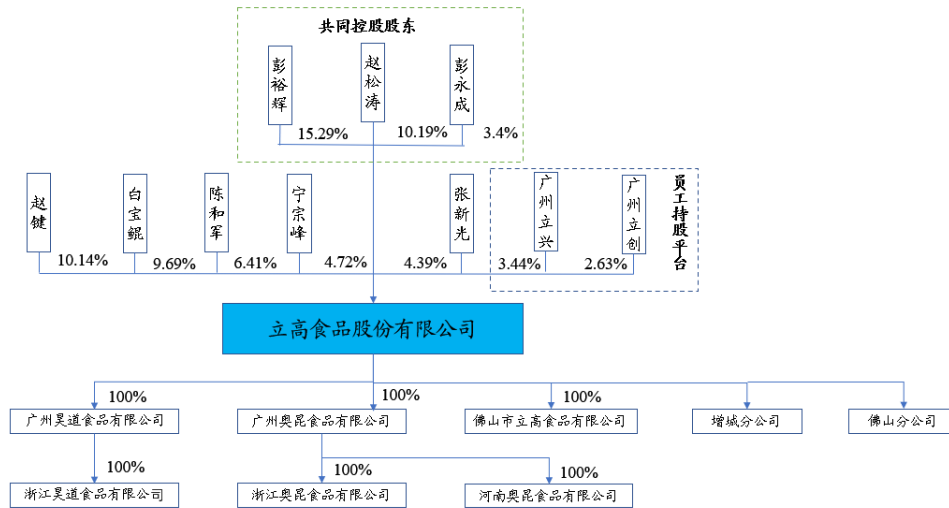


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

2.4 股权结构明晰，员工持股增强激励

公司股权结构明晰。 股东彭裕辉、赵松涛、彭永成为一致行动人，共同控制公司。其中，彭裕辉直接持股比例15.29%，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。

员工持股增强激励机制。 2018年2月26日，公司新增注册资本3,700万元，其中1,651万元由股权激励对象认购。股权激励方式为高级管理人员龙望志、周颖、彭岗、郑卫平直接持有公司股份，其他管理层及核心员工通过员工持股平台广州立兴和广州立创间接持有公司股份，截止2021年4月15日上述股权激励对象通过增资的方式共持有公司6.07%的股份。

图 20: 立高食品股权结构 (截止 2021 年 4 月 15 日)


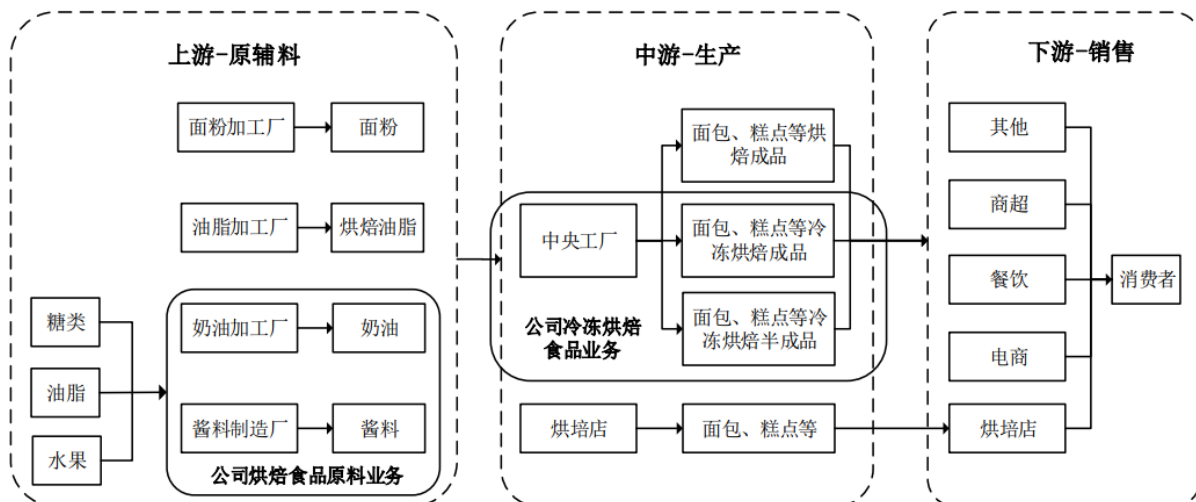
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3 烘焙工业化发展, 冷冻烘焙食品前景广阔

3.1 供给和需求协同, 烘焙行业稳健发展

现代烘焙业起步晚, 市场规模提升空间大。现代烘焙业在我国内地起步较晚, 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, 具备营养健康、快捷多样等优点的烘焙食品在我国步入了快速增长的时期。烘焙食品行业整体增长迅速, 但人均消费偏低, 未来随着产业标准化的发展和消费场景的延伸, 市场规模提升空间巨大。

烘焙产业链可分为上、中、下游三个部分。上游是烘焙食品原料的生产, 即制作烘焙食品所需要的糖、油脂、面粉、奶油、果酱、巧克力、香精香料、酵母等原辅材料。中游是烘焙食品生产环节, 包括中央工厂和烘焙店两类, 中央工厂可以批量生产烘焙成品和冷冻烘焙食品, 其中冷冻烘焙食品是指烘焙过程中完成部分或全部工序后进行冷冻处理得到的烘焙产品, 可分为冷冻烘焙半成品和冷冻烘焙成品, 前者解冻后经过醒发、烘烤等简单加工后即可对外销售, 后者解冻后可直接销售或食用。下游则是各类销售终端及消费者, 销售终端有烘焙店、商超、餐饮、电商等。

图 21: 烘焙行业产业链


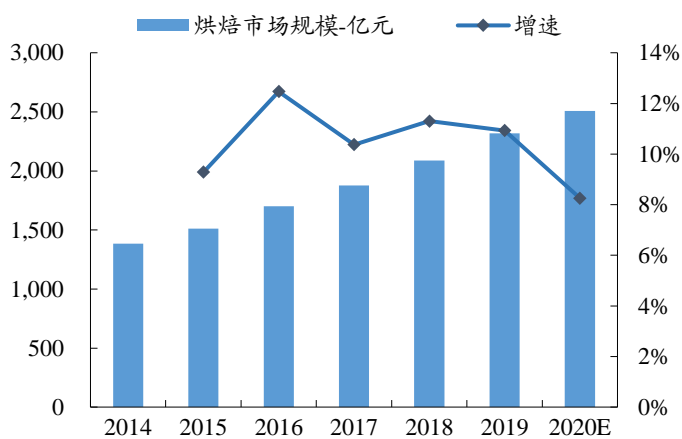
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

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。烘焙食品的消费场景也在不断延伸，烘焙店、餐饮、茶饮、咖啡店、团餐、便利店等多种渠道迅速发展。二者相辅相成，标准化的产品降低了烘焙食品的制作门槛，提升了产品的水准，下游的需求也驱动了中上游产业的规模化，行业整体发展向好，预计未来市场规模会进一步提升。

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。

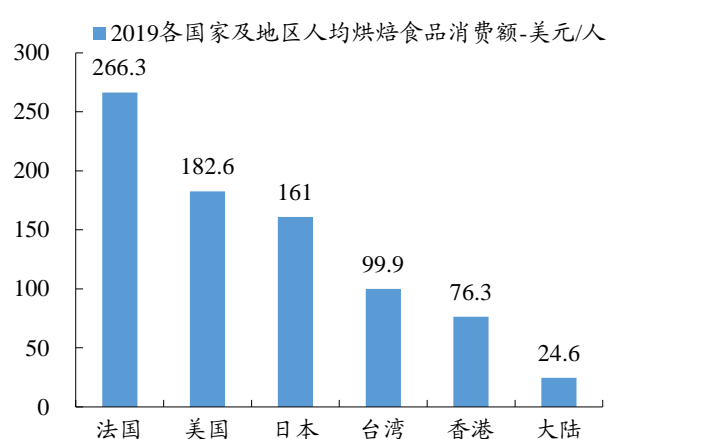
烘焙行业还存在巨大的发展潜力，国内人均烘焙食品消费额仅为 24.6 美元/人，与发达国家和地区还有较大的差距。随着大众对西式饮食的习惯，主食消费、休闲消费、节日消费中，烘焙食品均具备一定的优势，烘焙行业发展前景良好。

图 22：我国烘焙食品市场规模稳定增长



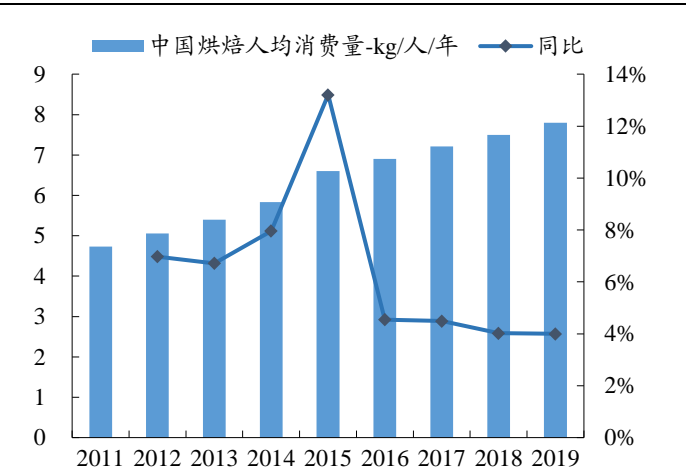
资料来源：欧睿，中商产业研究院，信达证券研发中心

图 23：国内人均烘焙食品消费额较低



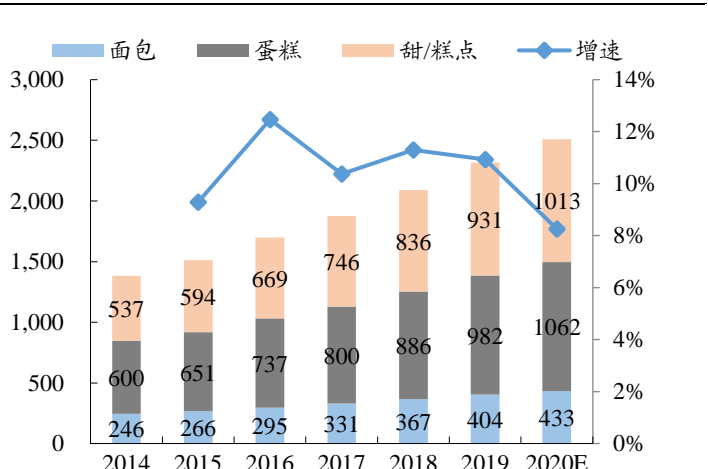
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 24：我国烘焙食品市场规模稳定增长



资料来源：中国食品工业协会，信达证券研发中心

图 25：国内人均烘焙食品消费额较低

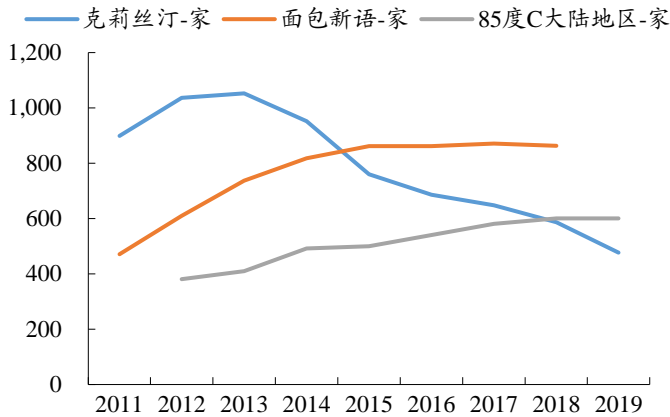


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

3.2 终端运营成本高，冷冻烘焙是破局点

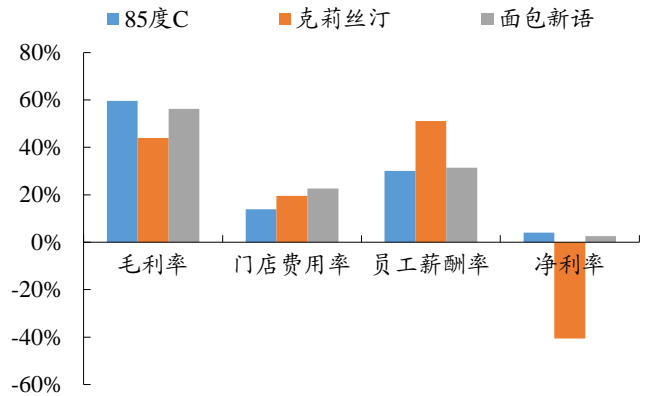
由于门店租金和人工成本的压力，烘焙店盈利能力较弱。连锁烘焙店本质是差异化、高端化战略，通过产品和服务的差异化来获取溢价，主要面对高端消费人群，产品新鲜多样，口感较好，比较注重消费场景和消费体验建设。从克莉丝汀、面包新语和 85 度 C 等品牌的门店数量走势来看，在 2014 年之前面包店数量增长很快，然而 2017 年以后，各品牌门店数量增长停滞甚至有所下滑。从盈利能力来看，连锁烘焙店虽然毛利率高，由于高门店租金和高人工成本，3 家连锁烘焙店盈利能力均较弱。

图 26: 克莉丝汀、面包新语和 85 度 C 的门店数量增长乏力



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 连锁烘焙店高毛利、高费用、低净利



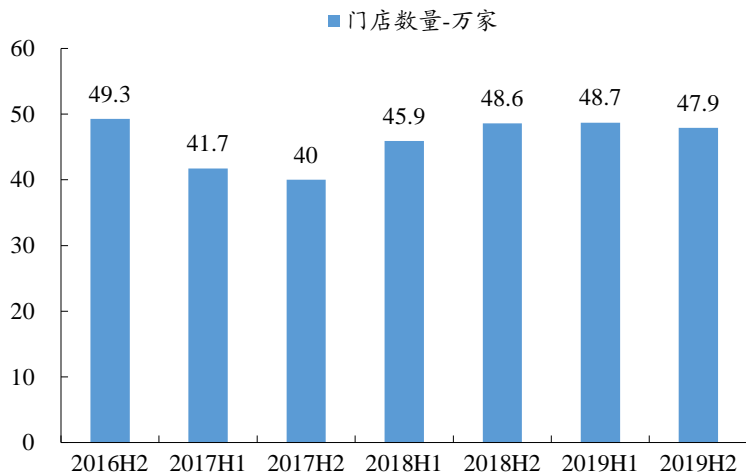
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

冷冻烘焙食品的渗透率有望持续提升。随着社会的发展，人工成本升高，同时愿意从事技术职业的人也越来越少，此外门店租金成本也在上升，这就迫使终端烘焙店越来越多地使用冷冻烘焙产品。

冷冻烘焙食品的出现弥补了预包装食品和现烤食品的不足。对 C 端消费者，冷冻烘焙食品种类丰富、口感稳定、食品安全更有保障，对 B 端客户，冷冻烘焙食品解决了经营成本高、人员匮乏、产品更迭等问题。冷冻烘焙食品的出现，也使得烘焙食品的销售渠道由传统以烘焙店为主逐渐向多元化发展，商超、餐饮、饮品店、便利店等非专业烘焙单位通过引进冷冻烘焙食品，丰富了产品品类，也提升了产品的口感和质量，吸引更多消费者进行购买，有望提升整个市场的规模。2016 年-2019 年，我国的烘焙店数量相对稳定，在 40-50 万之间，目前冷冻烘焙食品渗透率不足 10%，相比海外仍较低。未来随着冷链运输和冷冻烘焙技术的完善，冷冻烘焙食品的渗透率会持续增加。

烘焙店产品的升级。目前，一般一家烘焙店产品品类超过 20 个，综合性的烘焙店产品品类接近 50 个；且过去现烤烘焙产品主要为吐司面包、奶油面包、毛毛虫面包等制作难度较低的产品，而近年来口感更佳的热销产品如蛋挞、牛角包、甜甜圈、欧包等，制作难度较高或制作过程繁琐，烘焙店难以寻找大量具备专业水平的烘焙师傅，因此需要向专业的冷冻烘焙食品生产商采购。

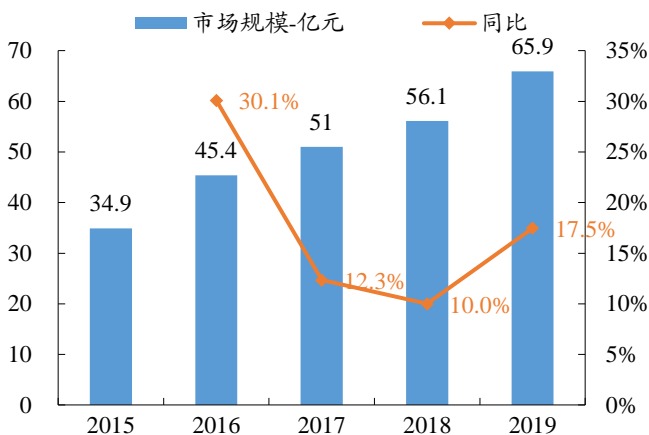
图 28: 全国烘焙门店数量规模



资料来源：美团点评餐饮学院《2020 年中国烘焙门店市场报告》，信达证券研发中心

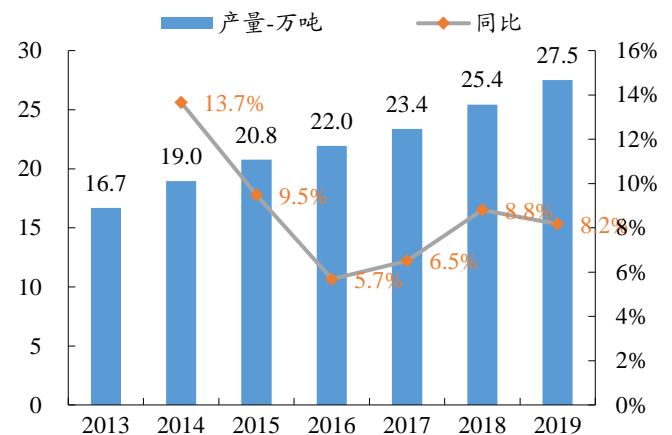
奶油、水果制品和酱料市场规模仍有很大提升空间。根据烘焙店生产蛋糕的经验数据，蛋糕原材料成本占售价的比例在 25%到 35%之间，而原材料成本中，蛋糕胚、奶油、水果制品和其他分别占 40%、35%、10%、15%左右，因此奶油成本占蛋糕售价的比例在 9%到 12%左右，按照该数据测算，我国奶油市场规模已经达到 88.35 亿元到 117.80 亿元。根据水果制品成本占蛋糕售价的 2.5%到 3.5%左右进行测算，2019 年烘焙水果制品市场规模达到 24.54 亿元到 34.36 亿元。根据智研咨询的统计，酱料中最为广泛使用的沙拉酱市场规模从 2011 年的 11.88 亿元增长至 2017 年的 43.85 亿元，年复合增长率达到 24.32%。

图 29: 淡奶油（动物性）市场规模及增速



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 30: 2013-2019 年我国果酱产量



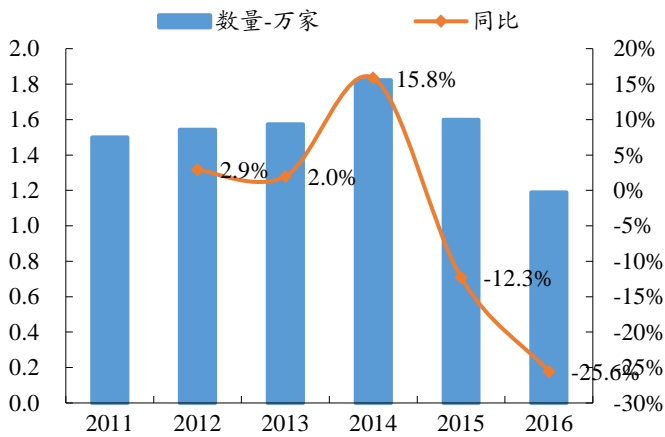
资料来源：前瞻经济学人，信达证券研发中心

3.3 行业发展初期，竞争格局分散

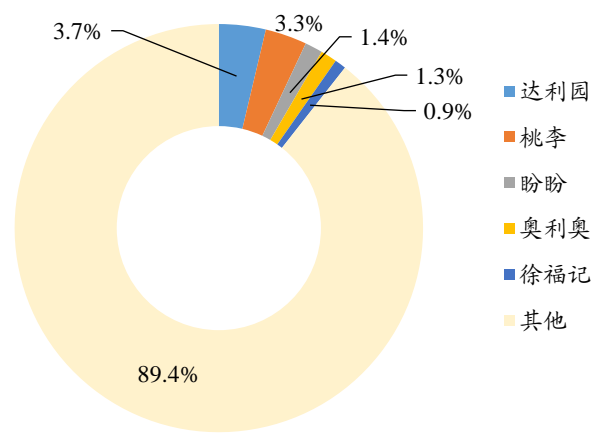
烘焙食品行业竞争格局分散，集中度有待提升。我国的烘焙企业存在“小而散”的特征，数量众多但规模普遍较小。然而这一格局正在发生变化，据统计，自 2015 年重新修订并实施《中华人民共和国食品安全法》以来，我国通过食品生产许可的企业数量呈现下降趋势，2015 年和 2016 年分别同比下降 12.27%和 25.57%，规模化企业开始涌现，行业逐渐向集中化发展。与其他国家相比，我国烘焙行业的集中度非常低，2019 年 CR5 仅为 10.6%，排名在前的龙头企业达利园和桃李的市占率分别仅为 3.7%和 3.3%。从产品类别来看，我国消费的烘焙产品中烘焙糕点占比超过一半，为 58%，除此之外，面包占比 24%，蛋糕占比 18%。

图 31: 我国通过食品生产许可的糕点面包企业数量

图 32: 烘焙食品企业分布



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心



资料来源：前瞻经济学人，信达证券研发中心

烘焙原料生产集中度相对较低，近年来产品升级的需求增加。规模较大的厂家有立高食品、维益食品、海融科技、南侨股份等奶油制造商，丘比食品、不二制油等酱料制造商，这些头部企业的营收水平均在 10-20 亿量级。现在烘焙食品原料市场的竞争除价格外，更多地聚焦在新产品开发、渠道建设和品质保障等因素上。对于奶油产品，消费者对健康的需求促进了消费结构从植脂奶油到更高质量的含乳脂植脂奶油和稀奶油的转变，2019 年我国稀奶油市场规模达到 65.9 亿元，同比增速 17.5%。对于水果制品，茶饮等新兴渠道是新的增长点。酱料类产品因为与烘焙食品和冷冻烘焙食品的种类和口味升级息息相关，将有更大的成长空间，2019 年我国的果酱产量达到 278.52 万吨，同比增长 8.18%，未来酱料类产品将朝着多样化、复合便捷化和营养化发展。

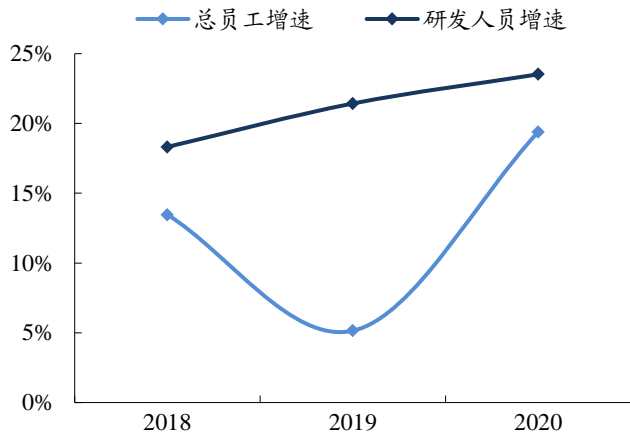
冷冻烘焙食品市场集中度较低，立高是行业领先者。2020 年立高食品冷冻烘焙食品营收达到 9.56 亿，是行业中的领先者。除此之外，较为知名的企业还有南侨股份、新迪佳禾和黑玫瑰等。由于冷冻烘焙食品在我国发展时间非常短，加上生产线投资规模大，技术要求相对较高，因此生产冷冻烘焙食品的企业数量不多，且生产的产品同质化严重，主要为不含酵母、技术相对简单的冷冻糕点，而需求旺盛的冷冻面包，由于其生产过程中需要加入酵母，容易变质、发酵、体积缩小，对生产技术、运输和仓储的要求都更高，所以目前占比较少，未来随着生产技术和冷链设备的完善，冷冻面包产品将有很大的发展空间。

4 营销渠道和终端服务是核心竞争力

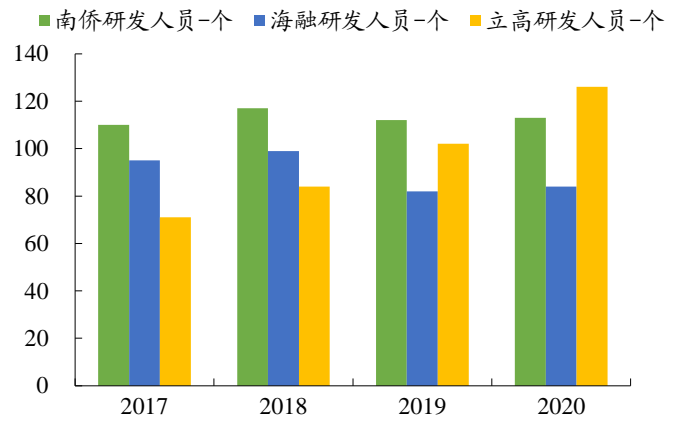
4.1 产品配方和生产工艺具有技术壁垒

公司在研发领域的长期投入，17-20 年研发人员数量和研发投入复合增速分别为 21.1% 和 21.2%。目前已公司拥有完善的研发体系和高质量的研发团队，平均每年推出的新产品及新应用方案超过 50 个。公司研发优势反应在以下三个方面：

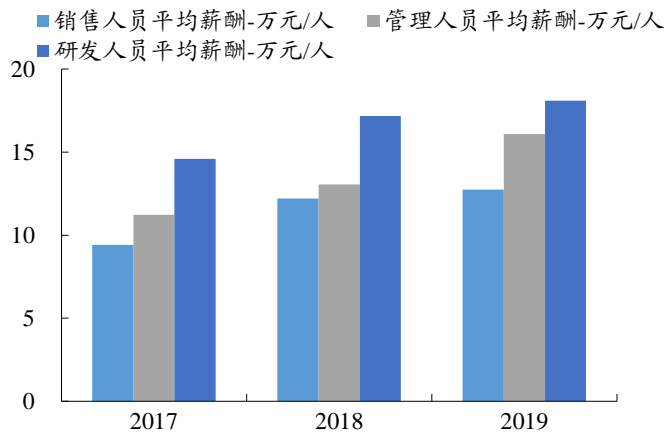
- 产品配方的持续研发能力。公司凭借完善的研发体系和高质量的研发团队，不断开发出适合规模化生产的产品配方。
- 产品快速升级改进能力。公司通过高效、直接地了解客户实际需求，具备快速的产品迭代能力。
- 生产设备的研发改造实力。公司大量生产设备需要根据生产工艺进行自主改造，公司组建了经验丰富的机械团队。

图 33: 研发人员增速快于公司整体水平


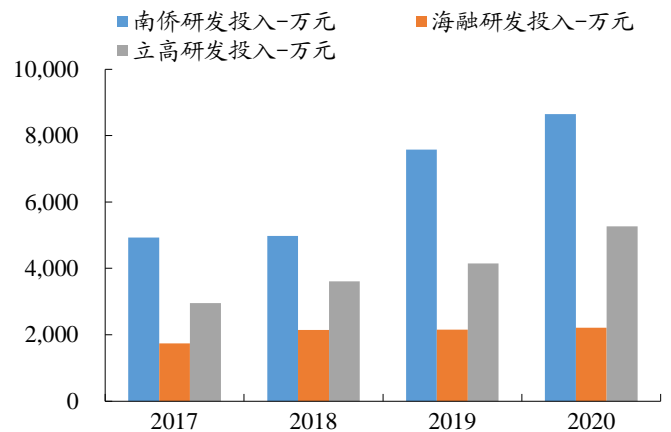
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 34: 公司研发人员赶超南侨和海融


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 35: 公司研发人员薪酬激励较高


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 36: 公司研发投入处于同业中间水平


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

烘焙食品原料和冷冻烘焙食品的技术壁垒主要体现在产品配方和大规模生产工艺两方面。冷冻烘焙食品需要在冷冻环境下进行保存, 而冷冻烘焙食品的配方、生产工艺等技术关系到产品长时间冷冻及解冻后的口感和品质。公司通过自主研发已经在蛋挞皮、甜甜圈、老婆饼、蛋黄酥以及慕斯蛋糕等多个品类上突破核心技术。在配方上, 不同原辅料的选择和具体的配比会影响烘焙食品的口感和品质, 也会改变其制作工艺。

大规模生产过程中的品控难度。稳定的口感和品质主要来自于企业对规模化生产工艺的掌握, 对原料配方、工艺水平、管理系统等多方面的精准处理。原料和生产环节中温度、湿度等各种参数的略微差异都会对产品品质造成影响。公司通过多年积累拥有了经验丰富的团队, 既通过生产流程控制体系对生产过程进行精准管理, 又在关键岗位上设置核心人员根据每一批次原材料的差异对生产工艺参数进行动态调整, 保证了大规模生产过程中产品的稳定性。大规模生产需要对生产设备进行定制化的改造, 并提高设备间的协同能力。

表 3: 冷冻烘焙产品核心技术

| 产品 | 技术优点及先进性 | 技术来源 |
|-----|--|------|
| 蛋挞皮 | 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 | 自主研发 |

| | | |
|------|--|------|
| 甜甜圈 | 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 | 自主研发 |
| 老婆饼 | 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 | 自主研发 |
| 蛋黄酥 | 研发实现了蛋黄酥工业化生产线批量生产，解决咸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 | 自主研发 |
| 慕斯蛋糕 | 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、爽滑 | 自主研发 |

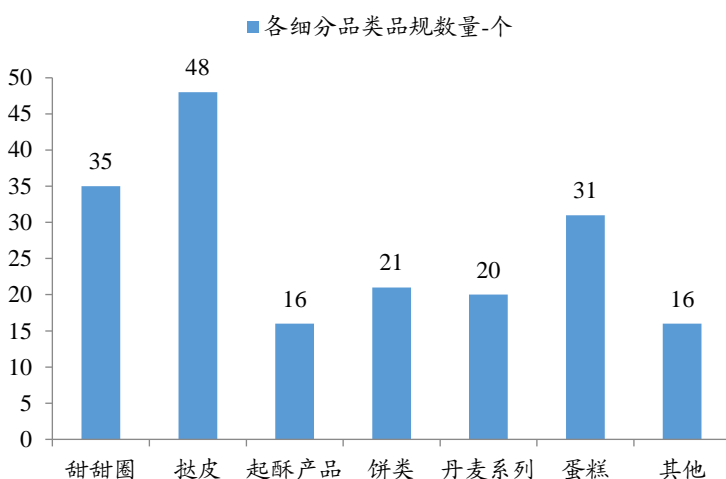
数据来源：Wind，信达证券研发中心

4.2 产品品规齐全，满足多元化客户需求

丰富的产品体系，能够满足不同客户群体的消费需求。公司产品种类和规格丰富，既拥有奶油、水果制品、酱料、巧克力等各类烘焙食品原料产品，又拥有糕点、面包各类冷冻烘焙食品；且各类产品均拥有众多的产品品规。公司提供不同档次、不同口感和不同塑型能力的多种奶油，能够有效满足不同地域、不同偏好的客户需求。同时，公司多样化的产品体系也有助于公司开拓不同的销售渠道。公司在进入一个新渠道时，往往通过针对性的产品塑造口碑，进而陆续引入其他产品。

公司还通过多样化的产品，为烘焙店开发出新的客户需求，创造新的收入来源。公司多样化的产品，使客户销售场景由传统的中岛柜、蛋糕柜进一步丰富到边柜、收银台。多元化的渠道丰富了公司产品的市场空间，实现渠道与产品的双轮驱动。

图 37：公司各类产品拥有众多品规



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心 注：数据时点截止 2020 年 6 月末

B 端烘焙店采购具有半封闭的特点，更多考虑熟人的生意。公司多样化的产品种类及品规，更容易进入下游客户的采购体系。产品丰富也有利于客户进行一站式采购，节约了客户的采购成本，提升了客户的采购效率，从而增强了客户的需求粘性。

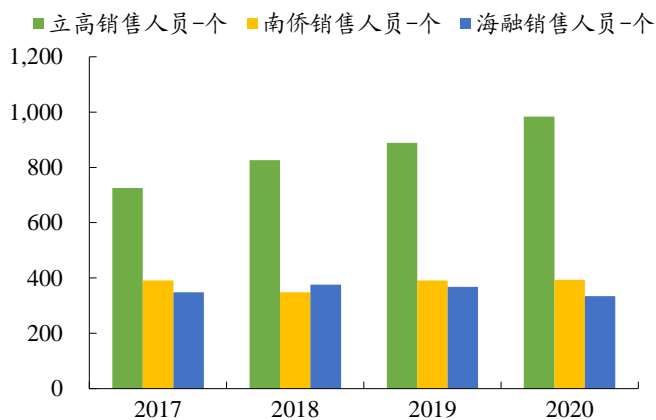
公司产品之间存在协同效应。冷冻烘焙的挞皮+原料研发生产出挞液，挞液其实就是在奶油基础上发展的产品。如冷冻蛋糕，大量用到我们的奶油果蓉巧克力等，如酥类产品的馅料有一些专门不对外销售的，保证产品风味的独特性。

4.3 深入终端服务，强化客情关系

公司已经初步建立了覆盖全国的经销渠道体系。公司营销网络遍布全国，深入 357 个城市，与公司合作的经销商超过 1,800 家，直销客户超过 400 家，服务的终端客户超过 5 万家。公司还建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道，产品已进入幸福西饼、味多美、好利来、面包新语、一鸣股份等知名连锁烘焙店；沃尔玛/山姆会员店、盒马生鲜、永辉超市、家乐福、华润万家等大型商超；海底捞、豪客来、希尔顿欢朋酒店、乐凯撒披萨等连锁餐饮品牌。

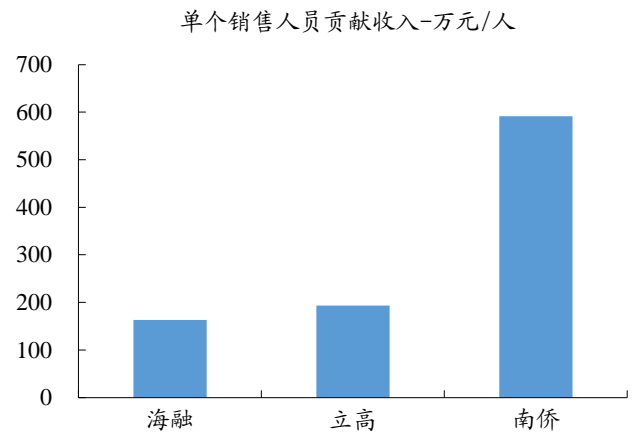
重视销售团队的建设，加强终端服务。截至 2020 年底，公司销售人员达到 983 人，远高于同行业的南侨食品和海融科技。公司销售人员主要进行区域化服务，自主或应经销商需要深入终端客户进行服务，或在当地召开烘焙培训、新品推介等活动。公司还持续为员工提供管理、技术、营销等全方位的培训教育，支持员工在专业技能和管理能力上取得全面提升与成长，从而构建长效的人才梯队形成机制。

图 38: 立高销售人员数量最多



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 39: 南侨单个销售人员贡献收入最高

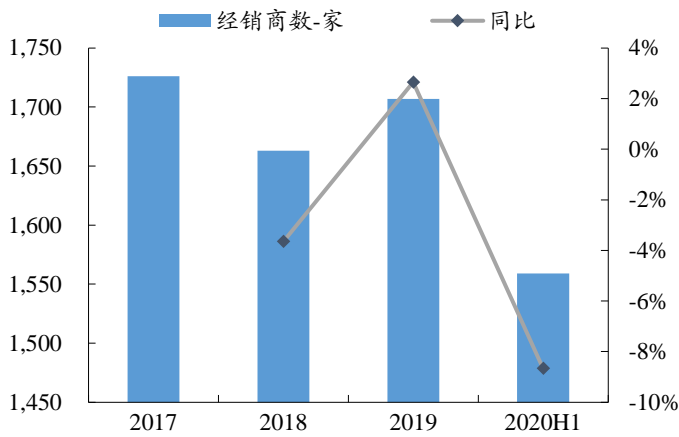


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

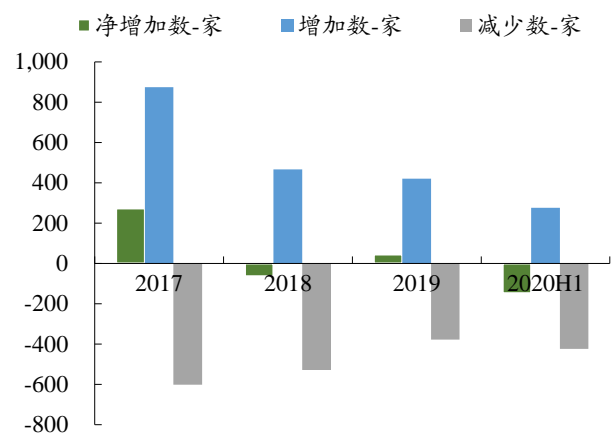
重点开发薄弱市场，加大渠道下沉力度。17 年公司新增经销商 273 家，一方面，公司加大营销网络体系的全国化布局，不断进行渠道下沉，尤其是华南以外的地区，将一个经销商覆盖多个城市调整为一个经销商负责一个城市。从一二线城市往二三线城市乃至乡镇市场下沉，在空白市场或原本无法覆盖的区域增加少量经销商；另一方面，帮助原有优质经销商深耕老客户，不断推新品，提升单经销商销售额；同时停止与销售规模较小的经销商的合作。18-19 年公司针对薄弱市场市场，加大经销商开发力度。18 年公司东北地区经销商数量同比增加 9.92%；19 年西南地区经销商数量同比增加 10.27%。

图 40: 经销商数量相对稳定

图 41: 经销商数量变动减少



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

表 4：分地区经销商数量变化情况

| 区域 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 1-6 月 | |
|----|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--|
| | 数量 | 数量 | 较上年变化 | 数量 | 较上年变化 | 数量 | 较上年变化 | |
| 华东 | 512 | 512 | 0.00% | 533 | 4.10% | 459 | -13.88% | |
| 华南 | 344 | 290 | -15.70% | 288 | -0.69% | 299 | 3.82% | |
| 华中 | 280 | 258 | -7.86% | 261 | 1.16% | 243 | -6.90% | |
| 西南 | 189 | 185 | -2.12% | 204 | 10.27% | 187 | -8.33% | |
| 华北 | 163 | 170 | 4.29% | 174 | 2.35% | 155 | -10.92% | |
| 东北 | 121 | 133 | 9.92% | 138 | 3.76% | 123 | -10.87% | |
| 西北 | 117 | 115 | -1.71% | 109 | -5.22% | 93 | -14.68% | |
| 合计 | 1,726 | 1,663 | -3.65% | 1,707 | 2.65% | 1,559 | -8.67% | |

数据来源：Wind，信达证券研发中心

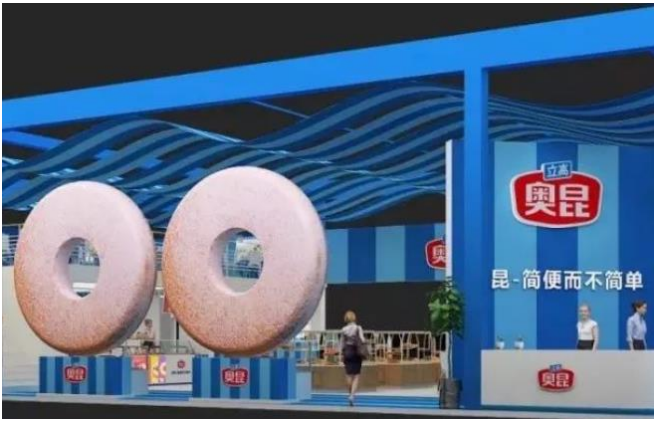
B 端客户粘性高，公司具有先发优势明显。下游烘焙店如果替换产品，会担心产品的口感发生变化，因此产品一旦销售稳定，如果不出现品质问题，烘焙店不会轻易更换供应商。

为客户提供烘焙店运营培训。2019 年，公司举办了系列大型活动，提升终端烘焙店的营运能力，包括：在广东惠州、广西柳州、山东泰山等地举办“烘焙百家讲坛”系列活动，参与烘焙店接近 900 家；开展“超级店长特训营”活动 8 场，接受培训人数多达 500 人。

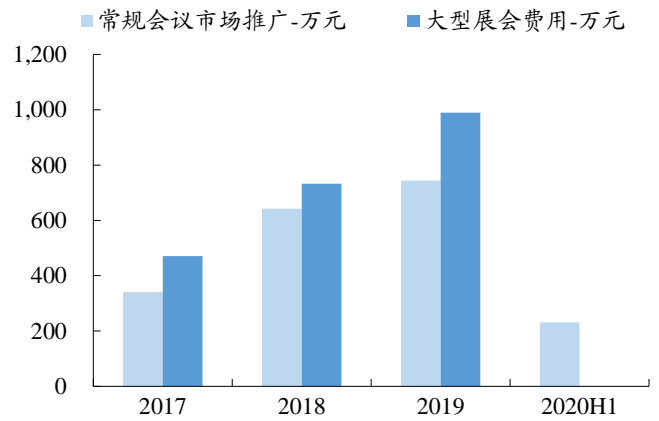
举办展会活动加强产品营销推广。在烘焙行业的产品推广过程中，展会的形式更有利于客户对产品最直接的认识。17-19 年公司举办的常规会议和大型展会次数不断增加，市场推广费及展会费用也随之增加。2020 年下降主要系由于疫情原因导致会议次数下降所致。

图 42：公司参加中国烘焙展览会

图 43：公司持续投入展会费用



资料来源：信达证券研发中心整理



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

为客户提供持续而深入的服务。一方面，帮助客户提升管理运营能力，实现销售增长，从而与客户建立良好的关系，提高双方信任度；另一方面，将公司产品与客户终端成品建立紧密联系，增强客户粘性，提高其他品牌的替代门槛。公司服务优势既提高了客户开发能力，也降低了客户流失风险。

为客户使用公司产品提供技术指导。冷冻烘焙产品在终端复烤时流程相对复杂，具有一定的技术门槛。公司建立了专业的技术服务团队，对营销人员进行培训，提高营销人员的技术服务能力。同时，定期或根据客户需求，上门为终端客户提供如蛋糕裱花装饰、冷冻烘焙食品后期加工及应用等专业技术指导，使客户制作成品时得以充分发挥公司产品优势。公司还为终端客户的技术人员提供定制的技术培训，通过演示、实操、实时跟踪、考核等方式，让终端客户的技术人员扎实掌握产品的操作技巧。2020年，公司上门为客户提供服务超过50万次。

为客户设计烘焙食品的应用方案及营销方案。近年来，公司利用自身的奶油、酱料和冷冻烘焙食品先后为烘焙店设计了甜甜圈、葡挞、蛋黄酥、美芝芝乳酪蛋糕、果立方水果蛋糕、天使白面包等多款市场热销产品。在宣传方面，公司也会为客户设计宣传材料、口号及推广话术，全面提升客户的营销能力。

图 44：定制专业烘焙技术培训



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 45：终端门店生动化宣传



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

4.4 冷链物流体系完备，产能全国化布局

公司具备较为充足的自有物流能力及第三方物流能力。截至2020H1，公司共拥有30台运输
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 21

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。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。

目前已建立四大生产基地，主要覆盖华东和华南区域。目前，公司已在佛山三水、广州增城和南沙、浙江长兴等地先后投资建立了四个生产基地。截至 2020 年底，公司已经拥有 23 条烘焙食品原料和 33 条冷冻烘焙食品自动化生产线，同时，募投项目亦在佛山和长兴进行产能扩充，以缩短对重点市场的配送距离，提升市场的服务能力；并拟启动华北的河南卫辉生产基地的建设，提升对华北市场的服务能力。随着公司各个生产基地建设计划的实施，未来 3 年公司 will 形成全国六大生产基地的网络化布局。

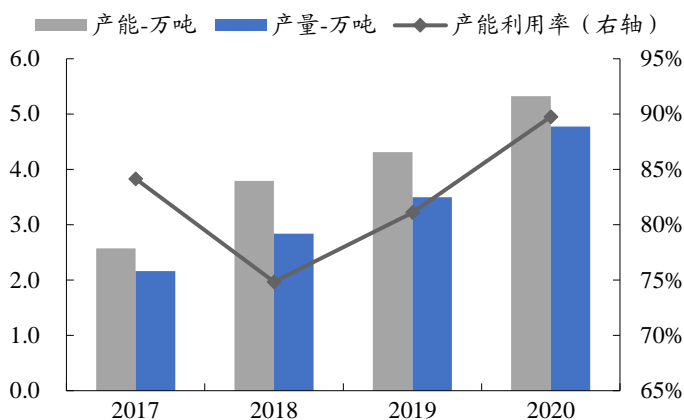
表 5: 募投项目情况 (单位: 亿元、年)

| 募集资金使用项目 | 实施单位 | 项目总投资 | 募集使用资金 | 建设期 | 新增产能 |
|------------------------|-------|-------|--------|-----|------------------------------------|
| 三水生产基地扩建项目 | 佛山分公司 | 3.82 | 3.82 | 2 | 新增 6 万吨奶油、2.7 万吨水果制品、0.81 万吨冷冻烘焙食品 |
| 长兴生产基地建设及技改项目 | 浙江奥昆 | 4.4 | 4.4 | 2 | 2.86 万吨冷冻烘焙食品、3.59 万吨酱料和馅料 |
| 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 | 3.11 | 2.76 | 2 | 2.25 万吨冷冻烘焙食品 |
| 研发中心建设项目 | 佛山分公司 | 0.52 | 0.52 | 2 | |
| 智能信息化升级改造建设项目 | 立高食品 | 0.68 | 0.68 | 2 | |
| 补充流动资金 | 立高食品 | 0.7 | 0.7 | | |
| 合计 | | 13.23 | 12.88 | | |

数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

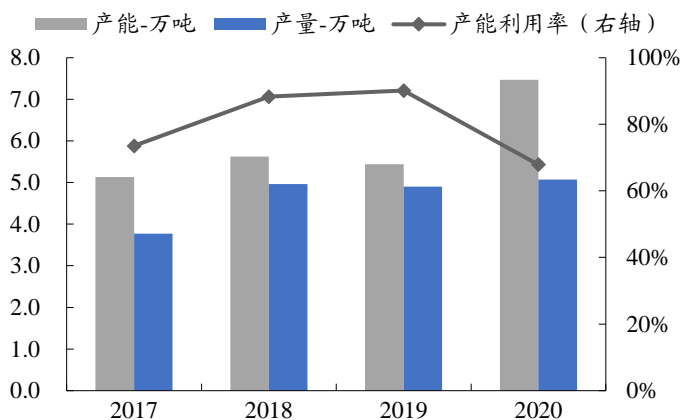
浙江新工厂投产, 产能处于爬坡阶段。18 年公司冷冻烘焙产能利用率下滑, 主要由于浙江长兴工厂开始投产。长兴工厂主要生产冷冻烘焙食品和酱料, 18-19 年尚处于产能爬坡阶段。18 年长兴工厂甜甜圈产能利用率仅为 56.48%, 19 年已增加至 77.65%。20 年烘焙原料产能利用率下滑, 主要由于长兴工厂酱料产能新投入生产, 尚未达产。

图 46: 冷冻烘焙产能持续增长



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 信达证券研发中心

图 47: 20 年烘焙原料产能明显增长



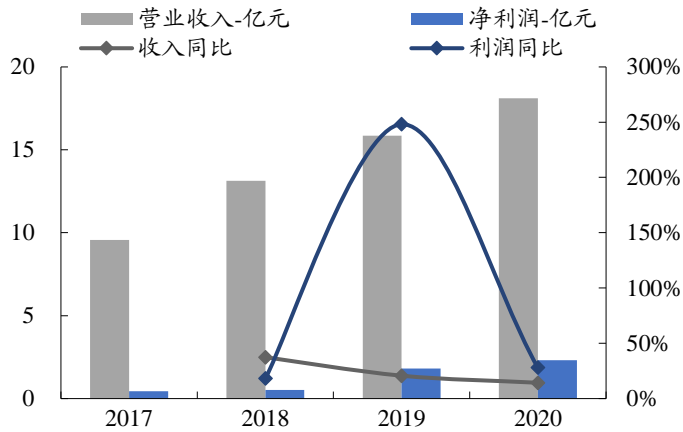
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 信达证券研发中心

5 毛利率持续提升, 费用率趋势下降

5.1 盈利能力持续提升

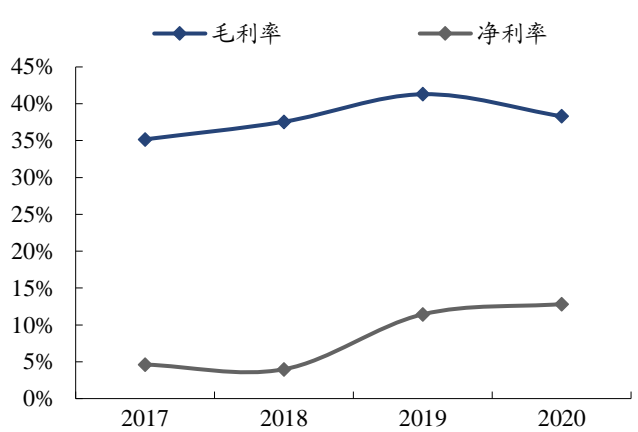
产品结构优化和增值税税率下调推动毛利率提升。20年公司实现营业收入18.1亿元，归母净利润2.32亿元，分别同比增长14.3%和27.9%。不考虑运输费用的调整，20年公司毛利率为42%，较上年增加0.7pct。19年公司毛利率同比提升3.7pct，主要由于增值税税率从16%下调13%，公司产品的不含税价格有所上升。近年来，高毛利率的新品成为热销产品，也带动产品结构的持续优化，不断提升公司的盈利能力。

图 48: 收入稳步提升, 净利润爆发增长



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 信达证券研发中心

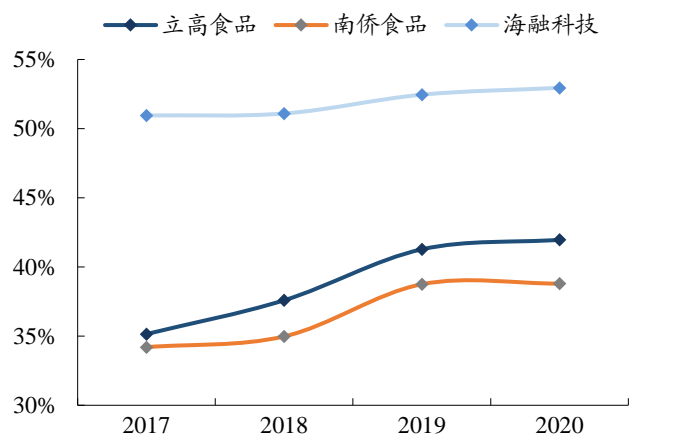
图 49: 净利率水平明显提升



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 信达证券研发中心

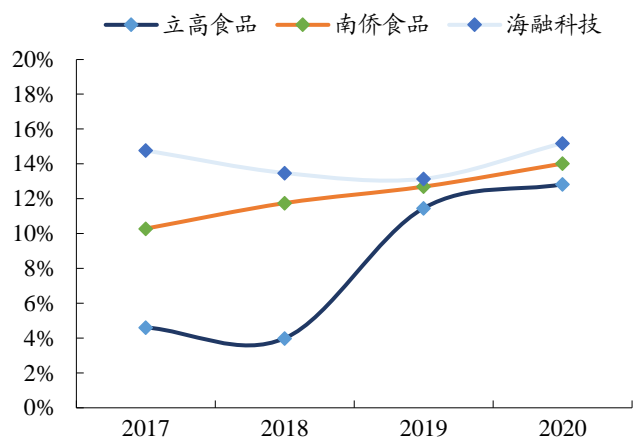
海融产品定位高端, 毛利率明显高于立高和南侨。立高重视产品性价比, 毛利率较低。立高毛利率略高于南侨, 但是公司重视销售投入, 销售费用率会显著高于南侨, 因此净利率水平低于南侨。由于增值税税率下调, 19年南侨和海融的毛利率均有提升, 但是其期间费用率也在提升, 因此净利率表现相对平稳。

图 50: 立高毛利率略高于南侨, 但低于海融



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 信达证券研发中心

图 51: 19年立高净利率水平明显提升

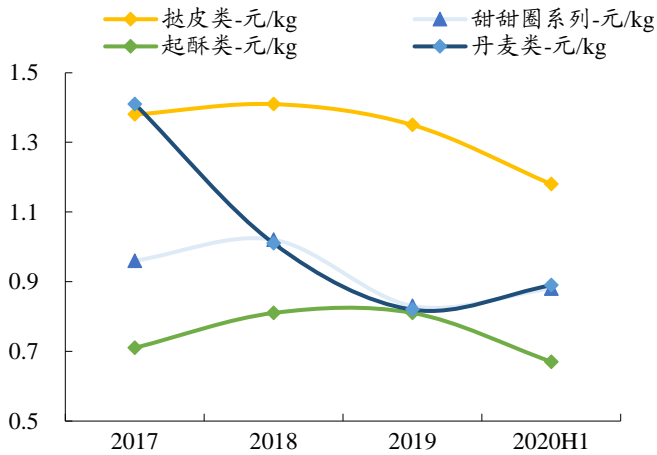


资料来源: 公司公告, 招股说明书, 信达证券研发中心

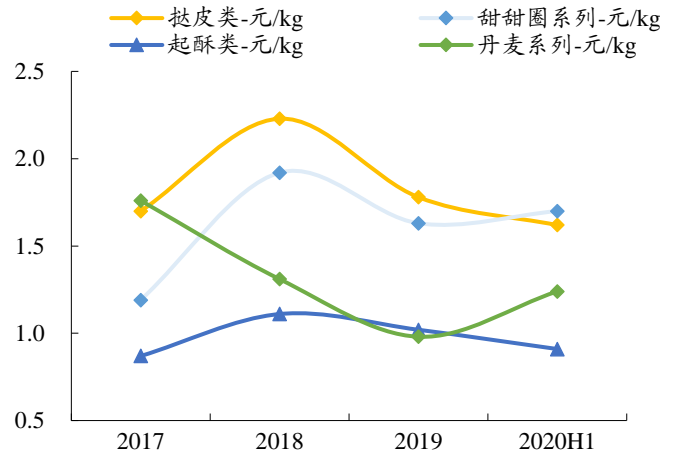
冷冻烘焙食品的规模效应明显。随着公司销售规模的扩大和新工厂产能利用率的提升, 冷冻烘焙食品各品类平均人工成本和制造费用逐渐下降。2020年上半年, 由于公司增加小包装馅料类甜甜圈以及精装甜甜圈, 所需的单位人工及制造费用较高, 拉高了甜甜圈的单位人工及单位制造费用。此外, 新品麻薯成为热销产品, 由于工艺复杂, 单位人工及制造费用较高。

图 52: 冷冻烘焙食品各品类人工成本逐渐下降

图 53: 冷冻烘焙食品各品类制造费用逐渐下降



资料来源：公司公告，招股说明书，信达证券研发中心



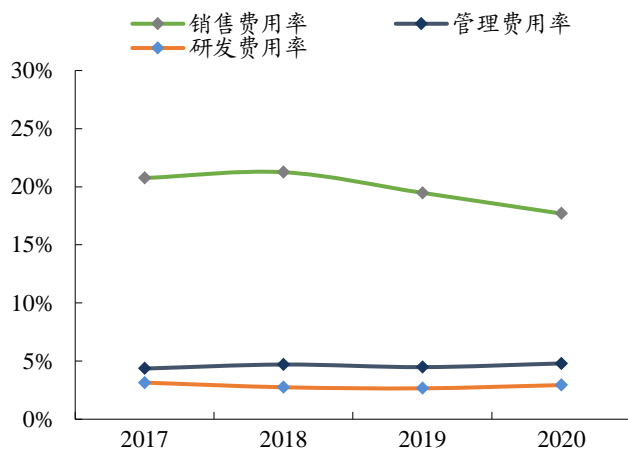
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2 销售费用率趋势下降

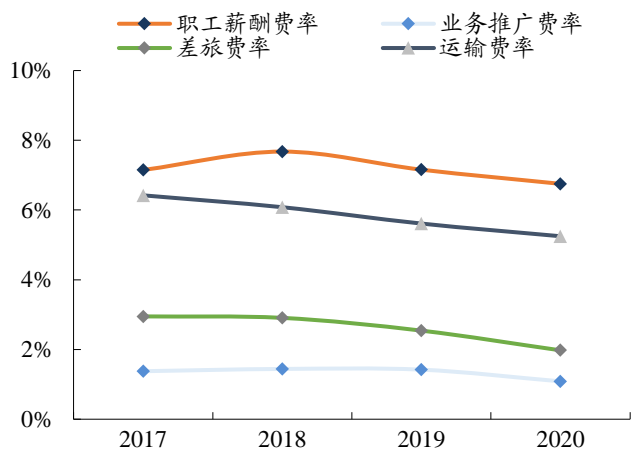
规模效应和管理优化降低费用率。17-20 年公司销售费用率趋势下降，但管理和研发费用率相对平稳。分细项来看，公司销售费用率下滑主要由于规模效应和管理优化。公司销售人员数量和销售人员人均薪酬均在增长，但是由于规模效应，销售职工薪酬费用率呈现小幅下降的态势。差旅费率方面，2019 年公司加强了驻地化管理，减少了单个销售人员的跨区域出差次数，有效节约了差旅费。运输与运输重量相关性较大，由于运输重量的增速低于营业收入增速，公司运输费率有所下降。

图 54: 销售费用率趋势下降，管理和研发费用率平稳

图 55: 销售费用率主要分项均有下降



资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：2020 年新计入营业成本的运输费用仍计入销售费用项下运输费用，管理费用剔除了股权支付费用



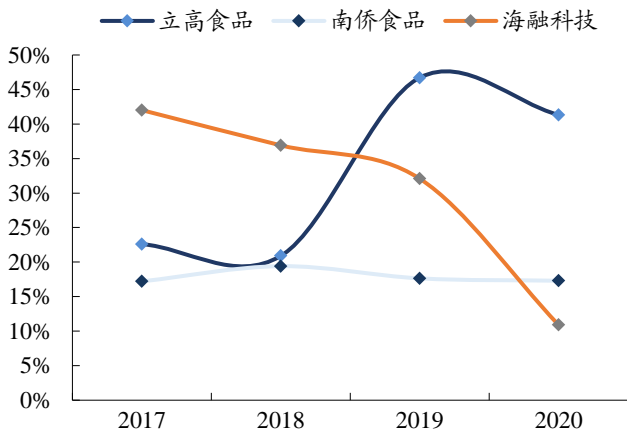
资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：2020 年新计入营业成本的运输费用仍计入销售费用项下运输费用。

5.3 净资产收益率显著高于同业公司

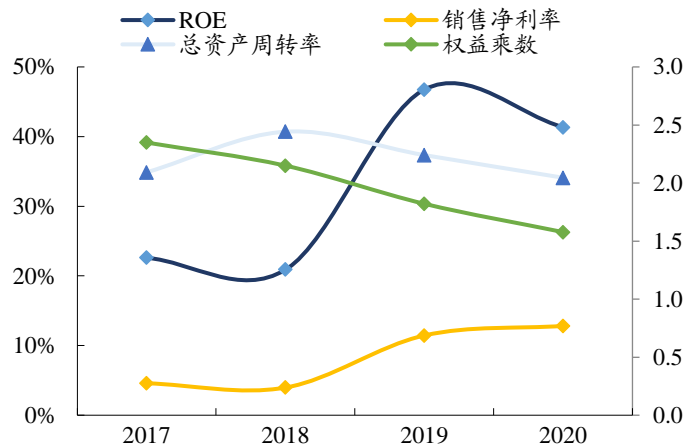
19 年公司净资产收益率明显提升。19 年公司净资产收益率大幅提升，主要由于销售净利率有明显提升。20 年公司净资产收益率小幅下滑，一方面，由于公司利用自由现金流降低负债，权益乘数有所降低；另一方面，由于新工厂尚未达产，以及外协生产方式的减少。

图 56: 19 年立高 ROE 明显提升

图 57: 销售净利率带动 ROE 提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

6 财务预测

我们预计公司 21-23 年实现营业收入分别为 23.4 亿元、30 亿元和 38.2 亿元，同比增速分别为 29.4%、28.2%和 27.2%，毛利率分别为 38.8%、39.2%和 39.5%。细分来看：

冷冻烘焙食品：公司冷冻烘焙食品业务受益于行业的增长，终端门店的渗透以及新品类的拓展，预计 21-23 年业务收入增速分别为 40.8%、37%和 34%。

奶油：含乳脂植脂奶油占比持续提升，推动产品结构升级。挞液由外协生产转为自主生产，也推动公司收入增长，预计 21-23 年奶油收入增速分别为 16.2%、17.3%和 17.3%。

水果制品：水果茶饮产品热度不减，预计用于制作饮品的果泥销售量仍会带动水果制品业务收入增长。预计 21-23 年水果制品收入增速分别为 12.2%、11.1%和 11.1%。

酱料：随着酱料业务产能逐渐投产，酱料业务产能紧张状况将得到缓解，预计 21-23 年酱料收入增速分别为 26.3%、21.2%和 21.2%。

费用率：由于疫情期间展会宣传停办，员工差旅次数减少，20 年销售费用率有所下降，预计 21 年销售费用率会有所上升。预计 21-23 年公司销售费用率分别为 14.8%、14.6%和 14.6%。

基于上述假设，我们预计公司 20-22 年实现归母净利润分别为 3.09 亿元、4.23 亿元和 5.49 亿元，同比增长分别为 33.3%、36.8%和 29.6%。

表 6: 公司收入预测

| | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 冷冻烘焙食品 | 收入-百万元 | 738 | 956 | 1,346 | 1,844 | 2,470 |
| | YOY | 34.2% | 29.5% | 40.8% | 37.0% | 34.0% |
| | 毛利率 | 41.6% | 40.7% | 41.0% | 41.1% | 41.3% |
| 奶油 | 收入-百万元 | 380 | 371 | 431 | 505 | 593 |
| | YOY | 10.5% | -2.4% | 16.2% | 17.3% | 17.3% |
| | 毛利率 | 47.1% | 42.5% | 41.9% | 41.9% | 41.9% |
| 水果制品 | 收入-百万元 | 192 | 169 | 190 | 211 | 234 |
| | YOY | 10.3% | -12.0% | 12.2% | 11.1% | 11.1% |
| | 毛利率 | 32.8% | 26.6% | 27.3% | 27.7% | 27.7% |
| 酱料 | 收入-百万元 | 108 | 138 | 174 | 211 | 256 |

| | | | | | |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| YOY | 12.5% | 27.8% | 26.3% | 21.2% | 21.2% |
| 毛利率 | 40.7% | 29.4% | 31.5% | 32.9% | 32.9% |

数据来源：Wind，信达证券研发中心

相对估值：对比 5 家可比上市公司，从市盈率来看，立高食品 21 年预测 PE 要高于 5 家平均水平，但 21 年预测 PEG 接近 5 家平均水平。冷冻烘焙食品行业尚处于发展初期，终端烘焙店渗透率仍较低，预计未来 3 年公司业绩增速仍将保持较高增速。

表 7：可比公司估值对比

| 证券简称 | EPS | | | PE | | | PEG | 当前市值 | 当前股价 |
|-----------|-----|------|------|------|-------------|-------------|------------|-------|-------|
| | TTM | 21E | 22E | TTM | 21E | 22E | | | |
| 南侨食品 | 0.9 | 0.96 | 1.13 | 55.0 | 51.4 | 43.5 | 2.0 | 209.1 | 49.4 |
| 巴比食品 | 0.7 | 0.81 | 0.98 | 48.2 | 42.1 | 34.8 | 2.0 | 84.8 | 34.2 |
| 桃李面包 | 0.9 | 0.98 | 1.15 | 37.3 | 34.1 | 29.0 | 2.6 | 317.2 | 33.3 |
| 海融科技 | 1.1 | 1.27 | 1.66 | 54.3 | 47.0 | 36.0 | 1.1 | 53.9 | 59.9 |
| 安井食品 | 2.8 | 3.60 | 4.60 | 80.4 | 63.0 | 49.3 | 1.4 | 554.7 | 227.0 |
| 平均 | | | | | 43.6 | 35.8 | 1.9 | | |
| 立高食品 | 1.7 | 1.83 | 2.50 | 98.0 | 90.8 | 66.4 | 1.9 | 281.1 | 166.0 |

数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：除安井食品和立高食品外，其他公司均采用 Wind 一致预测，更新于 2021 年 6 月 16 日。

投资建议：冷冻烘焙行业处于发展初期，行业集中度低，市场空间大。公司产品和渠道双驱动，多元化渠道打开成长空间。终端深度合作增强客户的粘性，构筑竞争壁垒。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.83/2.50/3.24 元，对应 PE 分别为 90.83/66.40/51.22 倍。公司当前估值较高，但考虑到公司高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

7 风险因素

食品安全风险。行业格局未定，若更多的企业进入，行业竞争存在加剧的风险。

原材料成本上涨超预期。若原材料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

新品推广不及预期。公司为食品生产制造企业，若发生食品安全事故将对立高品牌造成不利影响。

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 441 | 482 | 1,849 | 2,063 | 2,358 |
| 货币资金 | 193 | 204 | 1,523 | 1,649 | 1,836 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 80 | 113 | 116 | 148 | 188 |
| 预付账款 | 16 | 14 | 17 | 20 | 23 |
| 存货 | 117 | 141 | 177 | 225 | 285 |
| 其他 | 35 | 11 | 17 | 20 | 25 |
| 非流动资产 | 354 | 492 | 644 | 828 | 1,032 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产(合计) | 266 | 291 | 375 | 455 | 531 |
| 无形资产 | 48 | 69 | 87 | 111 | 138 |
| 其他 | 40 | 132 | 182 | 262 | 362 |
| 资产总计 | 795 | 975 | 2,493 | 2,891 | 3,389 |
| 流动负债 | 281 | 310 | 406 | 510 | 640 |
| 短期借款 | 30 | 0 | 20 | 20 | 20 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 119 | 141 | 177 | 225 | 285 |
| 其他 | 132 | 170 | 209 | 265 | 335 |
| 非流动负债 | 44 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 长期借款 | 29 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 15 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 负债合计 | 325 | 323 | 418 | 523 | 652 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权益 | 471 | 652 | 2,075 | 2,368 | 2,737 |
| 负债和股东权益 | 795 | 975 | 2,493 | 2,891 | 3,389 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 1,584 | 1,810 | 2,343 | 3,004 | 3,821 |
| 同比(%) | 20.6% | 14.3% | 29.5% | 28.2% | 27.2% |
| 归属母公司净利润 | 181 | 232 | 309 | 423 | 549 |
| 同比(%) | 246.8% | 27.9% | 33.3% | 36.8% | 29.6% |
| 毛利率(%) | 41.3% | 38.3% | 38.8% | 39.2% | 39.5% |
| ROE% | 38.5% | 35.6% | 14.9% | 17.9% | 20.1% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.07 | 1.37 | 1.83 | 2.50 | 3.24 |
| P/E | 0.00 | 0.00 | 90.83 | 66.40 | 51.22 |
| P/B | 0.00 | 0.00 | 13.55 | 11.87 | 10.27 |
| EV/EBITDA | -0.53 | -0.62 | 67.94 | 49.97 | 38.27 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 1,584 | 1,810 | 2,343 | 3,004 | 3,821 |
| 营业成本 | 930 | 1,117 | 1,434 | 1,825 | 2,310 |
| 营业税金及附加 | 12 | 13 | 16 | 21 | 27 |
| 销售费用 | 308 | 253 | 347 | 439 | 558 |
| 管理费用 | 71 | 87 | 112 | 138 | 176 |
| 研发费用 | 42 | 53 | 63 | 78 | 96 |
| 财务费用 | 2 | 0 | -8 | -15 | -16 |
| 减值损失合计 | -1 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 9 | 5 | 9 | 11 | 14 |
| 营业利润 | 226 | 290 | 387 | 529 | 686 |
| 营业外收支 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 226 | 290 | 387 | 529 | 686 |
| 所得税 | 44 | 58 | 77 | 106 | 137 |
| 净利润 | 181 | 232 | 309 | 423 | 549 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 181 | 232 | 309 | 423 | 549 |
| EBITDA | 252 | 328 | 392 | 530 | 687 |
| EPS(当年)(元) | 1.07 | 1.37 | 1.83 | 2.50 | 3.24 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金 | 264 | 285 | 357 | 466 | 601 |
| 净利润 | 181 | 232 | 309 | 423 | 549 |
| 折旧摊销 | 31 | 40 | 22 | 27 | 32 |
| 财务费用 | 2 | 2 | 0 | 1 | 1 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 46 | 9 | 27 | 17 | 22 |
| 其它 | 3 | 2 | -2 | -2 | -3 |
| 投资活动现金流 | -124 | -157 | -172 | -209 | -232 |
| 资本支出 | -104 | -156 | -174 | -211 | -235 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -20 | -2 | 2 | 2 | 3 |
| 筹资活动现金流 | -39 | -118 | 1,133 | -131 | -181 |
| 吸收投资 | 0 | 0 | 42 | 0 | 0 |
| 借款 | -4 | -60 | 20 | 0 | 0 |
| 支付利息或股息 | -35 | -53 | -84 | -131 | -181 |
| 现金流净增加额 | 100 | 10 | 1,318 | 126 | 187 |

研究团队简介

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

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|-----------------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北副总监 (主持工作) | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchexu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华东副总监 (主持工作) | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

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

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

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

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。