

立高食品(300973)

冷冻烘焙领军企业，享行业增长红利，空间巨大
——立高食品深度报告

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 021-80106020
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

立高食品是冷冻烘焙行业领军企业，主要生产和销售冷冻烘焙食品及烘焙原料。当前冷冻烘焙行业正处于快速增长阶段，替代效应逐步显现，渗透率持续提升，未来空间巨大。公司作为业内领军企业将持续享受行业增长红利，并有望利用其竞争优势进一步发展壮大。

投资要点

□ 行业：冷冻烘焙行业方兴未艾，成长潜力较大，烘焙原料行业稳健增长

我国烘焙行业处在快速增长阶段，2010-2020年十年复合增速为12%左右，未来伴随消费场景丰富和人均消费的提升等因素，仍将保持快速增长。

1) 冷冻烘焙行业：我们预计当前冷冻烘焙行业规模（B端）接近100亿。由于冷冻烘焙食品可以解决一般烘焙门店的现烤产品无法标准化，生产效率较低及无法灵活调整生产导致浪费等行业痛点，冷冻烘焙产品的渗透率持续提升，替代效应逐步凸显，乐观/中观/悲观假设下，未来5年我国冷冻烘焙市场规模CAGR分别为51%/35%/22%，保持快速增长，潜力较大。

2) 烘焙原料行业：与烘焙零售行业相辅相成，伴随消费场景的丰富和消费渠道的多元化，预计未来市场规模稳步提升。根据我们的预测，2025年奶油、水果制品、烘焙酱料市场行业规模有望分别达到150亿元、43亿元、84亿元，未来5年CAGR分别为8.0%、8.2%、20%左右。

□ 公司：技术研发保证产品优势，深度服务提升渠道粘性形成服务壁垒

1) 产品端：利用自身技术研发优势保证产品的多样性，有效保证新品的研发，打开未来收入天花板；同时保证产品的独特性，通过工艺改良和配方调整能够生产冷冻面包等技术难度较高的产品，形成技术壁垒和产品优势；另外，规模化生产能够保证产品稳定性，提升生产效率，2020年公司奶油产能3.3万吨、水果制品1.32万吨、酱料产能2.85万吨、冷冻烘焙食品产能5.32万吨，是业内最大的冷冻烘焙产品生产制造商之一。

2) 渠道端：营销网络遍布全国，以经销渠道为主，利用深度服务打造核心竞争优势。公司为经销和直销客户提供技术指导和培训，并为客户设计烘焙食品的应用及营销方案，促产品优势最大化显现，提升客户粘性，提高其他品牌代替门槛，形成服务壁垒。

□ 看点：冷冻烘焙业务是增长引擎，产能快速增长提供后续增长保障

1) 冷冻烘焙产品是公司未来增长的重要驱动力。立高食品作为冷冻烘焙行业的领军企业，将持续享受行业增长红利；未来的增长来源主要来自于老品的持续升级和新品的推广，量价齐升促公司业绩快速增长，产品结构的优化促冷冻烘焙业务盈利能力的持续提升。

2) 烘焙原料业务保持稳健增长，主要依托需求端的持续增长和产品结构升级实现。例如奶油产品的结构升级使得含乳脂植脂奶油逐步替代植脂奶油，从而促盈利能力的快速增长；水果制品应用场景的逐步丰富将带来水果制品的稳定增长；烘焙酱料我们认为主要是新品带来的量的增长拉动收入的增长。

评级

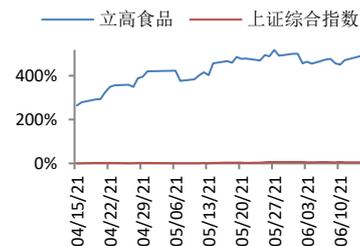
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥167.55

单季度业绩

元/股

1Q/2021 0.58
2Q/2020 0.45



公司简介

相关报告

报告撰写人：马莉
联系人：杨骥
联系人：杜宛泽

3) 产能的持续扩张为后续发展提供保证。未来三年公司将增加 18.21 万吨的产能(6 万吨奶油、2.7 万吨水果制品、5.92 万吨冷冻烘焙食品、3.59 万吨酱料), 达到 34 万吨, 产能 CAGR 在 35% 左右, 为公司后续增长提供保障。

□ 盈利预测及估值

我们预计 2021-2023 年公司实现营业总收入 23.59 亿元、30.27 亿元、38.63 亿元, 同比增长分别为 30.4%、28.3%、27.6%; 实现归母净利润 3.20 亿元、4.22 亿元、5.52 亿元, 同比增长分别为 37.69%、32.06%、30.81%。预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.89 元、2.49 元、3.26 元, 对应 PE 为 88.79/67.23/51.40 倍。

风险提示: 食品安全风险, 原材料价格波动风险, 经销商管理的风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1810	2359	3027	3863
(+/-)	14.27%	30.36%	28.30%	27.61%
净利润	232	320	422	552
(+/-)	24.07%	37.69%	32.06%	30.81%
每股收益(元)	1.83	1.89	2.49	3.26
P/E	122.25	88.79	67.23	51.40

正文目录

1. 公司介绍：国内冷冻烘焙食品领军企业	6
1.1. 发展历程：当前公司正处于深化拓展阶段	6
1.2. 股权结构：控股股东股权相对集中，子公司专注不同领域	7
1.3. 商业模式：生产以自产为主，外协为辅；销售以经销为主，直销为辅	8
1.4. 主营业务：近年业绩实现快速增长，冷冻烘焙产品成为增长引擎	9
1.4.1. 产品拆分：冷冻烘焙食品逐渐成为公司收入增长引擎，烘焙原料产品稳健增长	9
1.4.2. 渠道拆分：经销渠道结构持续优化，实现快速增长，商超类客户拉动直销增长	12
1.4.3. 地区拆分：华南及华东地区是公司收入占比最高的地区	14
1.5. 盈利能力：产品结构优化+规模化优势，盈利能力持续提升	14
2. 行业：烘焙行业保持快速增长，冷冻烘焙行业发展潜力巨大	16
2.1. 烘焙行业：仍处在快速增长阶段，未来需求持续提升	16
2.1.1. 行业规模：我国烘焙零售行业实现快速增长，人均消费仍有较大提升空间	17
2.1.2. 竞争格局：行业集中度较为分散，相比其他国家和地区仍有较大提升空间	18
2.1.3. 趋势发展：消费群体逐渐年轻化，消费场景和销售渠道多元化，增长潜力较大	18
2.2. 冷冻烘焙行业：处于快速增长阶段，行业替代效应逐步凸显	20
2.2.1. 市场容量：我国冷冻烘焙行业方兴未艾，未来潜力较大	21
2.2.2. 竞争格局：行业竞争格局较为分散，立高食品目前是业内领军企业	21
2.2.3. 未来增长来源：需求端的快速增长+品类替代率和渗透率+消费场景的丰富	22
2.2.4. 空间测算：冷冻烘焙行业未来 3-5 年仍保持快速增长	23
2.3. 烘焙食品原料行业：伴随烘焙行业增长，市场规模稳步提升	24
2.3.1. 竞争格局：生产厂商较多，行业集中度较低	25
2.3.2. 市场空间：奶油、水果制品及烘焙酱料细分市场仍有较大拓展空间	25
3. 竞争优势：技术研发+规模化+服务+冷链提升公司竞争力	27
3.1. 技术研发优势保证公司产品多样性和独特性，提升产品竞争力	27
3.2. 规模化生产优势保证产品稳定性，提升生产效率	28
3.3. 多元化渠道布局，配合良好的服务构筑竞争优势	29
3.4. 冷链运输有效维持产品品质，保证产品优势最大化显现	29
4. 未来增长：冷冻烘焙是重要驱动力，烘焙原料保持稳健增长	30
4.1. 冷冻烘焙产品是公司未来增长的重要驱动力和增长引擎	30
4.1.1. 新品持续拓展驱动公司冷冻烘焙产品实现快速增长	30
4.1.2. 产品的持续升级帮助公司提升冷冻烘焙产品的盈利能力	32
4.2. 烘焙原料业务：依托需求增长+产品结构升级保持持续稳健增长	33
4.3. 产能的持续扩张保证公司后续发展	34

5. 盈利预测及估值	35
5.1. 盈利预测	35
5.2. 相对估值	36
6. 风险提示	37

图表目录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 上市前公司股权结构图	7
图 3: 2017-2020 年公司外协生产和自主生产比例变化 (%)	8
图 4: 公司 17-20 年自主和外协生产金额及 YOY (百万元, %)	8
图 5: 2017-2020 年公司各渠道销售占比变化 (%)	9
图 6: 公司 17-20 年各渠道销售及 YOY (百万元, %)	9
图 7: 2017-2020 年公司营业收入及 YOY (亿元, %)	9
图 8: 2017-2020 年公司归母净利润及 YOY (亿元, %)	9
图 9: 2017-2020 年各类产品的收入增速 (%)	10
图 10: 2017-2020 年公司冷冻烘焙产品的占比逐年提升 (%)	10
图 11: 2017-2020 年冷冻烘焙产品销量持续提升 (万吨, %)	10
图 12: 2017-2020 年冷冻烘焙食品销售单价及 YOY (元/KG)	10
图 13: 2017-2020 年奶油产品销量情况 (万吨, %)	11
图 14: 2017-2020 年奶油产品销售单价及 YOY (元/KG)	11
图 15: 2017-2020 年水果制品收入及 YOY (百万元, %)	11
图 16: 2017-2020 年水果制品销量及 YOY (万吨, %)	11
图 17: 2017-2020 年酱料产品收入及 YOY (百万元, %)	12
图 18: 2017-2020 年酱料产品销量及 YOY (吨, %)	12
图 19: 2017-2020 年经销渠道收入及 YOY (百万元, %)	13
图 20: 2017-2020H1 各级经销商收入占比 (%)	13
图 21: 2017-2020 年直销渠道收入及 YOY (百万元, %)	13
图 22: 2017-2020H1 商超和非商超客户收入占比 (%)	13
图 23: 2017-2020 年各地区收入 YOY (%)	14
图 24: 2017-2020H1 商超和非商超客户收入占比 (%)	14
图 25: 2017-2020 年公司销售毛利率水平 (%)	14
图 26: 2017-2020 年各产品毛利率变化 (%)	14
图 27: 2017-2020 年公司各产品毛利率占比变化 (%)	15
图 28: 2020 年各产品毛利占比示意图 (%)	15
图 29: 2017-2020 年公司期间费用率变化 (%)	15
图 30: 2017-2020 年公司销售净利率变化 (%)	15
图 31: 2017-2020 年同行业可比公司毛利率水平 (%)	16
图 32: 2017-2020 年同行业可比公司净利率水平 (%)	16
图 33: 我国烘焙行业产业链示意图	16
图 34: 2020 年我国烘焙食品行业结构 (%)	17
图 35: 我国烘焙食品行业中发酵面包和糕点的占比持续提升 (%)	17

图 36: 我国烘焙食品零售市场规模近年实现快速增长, 十年复合增速达到 12.14%	17
图 37: 我国烘焙食品人均消费量远低于英美法德日等国家	18
图 38: 我国烘焙食品人均消费额较低, 仍有较大提升空间	18
图 39: 2019 年各国烘焙零售行业 CR5 对比 (%)	18
图 40: 2015-2020 年我国烘焙零售行业 CR5 变化 (%)	18
图 41: 我国烘焙行业的消费群体呈现年轻化态势	19
图 42: 烘焙食品在主食消费场景中渗透率在提升	19
图 43: 在休闲消费场景下烘焙食品的消费频次持续提高	19
图 44: 冷冻糕点产品图	21
图 45: 冷冻面包产品图	21
图 46: 烘焙食品原料—水果制品	25
图 47: 烘焙食品原料—奶油	25
图 48: 公司研发费用逐年提升 (百万元, %)	28
图 49: 冷冻烘焙产品的分类占比 (%)	31
图 50: 奶油产品毛利率水平情况 (%)	33
图 51: 奶油产品收入及 YOY (亿元, %)	33
表 1: 立高食品产品品类一览	6
表 2: 烘焙食品各个产品类别的特点及优劣势	21
表 3: 立高食品与南侨食品在冷冻烘焙产品中的对比	22
表 4: 在冷冻烘焙行业立高食品的竞争对手	22
表 6: 在烘焙酱料领域立高食品的竞争对手	25
表 7: 奶油市场空间测算 (亿元)	26
表 8: 水果制品市场空间测算 (亿元)	26
表 9: 对于技术壁垒较高的产品公司通过技改突破	27
表 10: 公司 2020 年产能 (万吨)	28
表 11: 经销商数量变化 (家)	29
表 12: 冷冻烘焙产品分类	31
表 13: 冷冻烘焙食品各产品 2017-2020H1 收入和占比情况 (亿元, %)	31
表 14: 冷冻烘焙食品各产品 2017-2020H1 单价和毛利率 (元/kg, %)	32
表 15: 水果制品收入占比情况 (%)	34
表 16: 公司募投项目情况	34
表 17: 盈利预测 (百万元)	35
表 18: 可比公司相对估值	36
表附录: 三大报表预测值	38

1. 公司介绍：国内冷冻烘焙食品领军企业

立高食品成立于2000年，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，总部位于广州。经过20多年的发展，公司已经发展成为冷冻烘焙食品细分赛道的龙头企业。2020年公司实现收入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%。

从产品分类来看，公司产品主要包括：

- 1) 烘焙食品原料：奶油、水果制品、酱料等；
- 2) 冷冻烘焙食品：冷冻烘焙半成品（冷冻糕点、冷冻面包如蛋挞皮、甜甜圈等）、冷冻烘焙成品（如慕斯蛋糕等）
- 3) 少量休闲食品：棒棒糖等。

2020年公司产品品规总量超过650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。

表 1：立高食品产品品类一览

产品	分类	细分
烘焙食品原料	奶油	植脂奶油、含乳脂植脂奶油、稀奶油
	水果制品	果馅、果溶、果泥、饮料浓浆
	酱料	沙拉酱、可丝达酱
冷冻烘焙食品	冷冻烘焙半成品	糕点中式：蛋黄酥、老婆饼、绿豆饼、鲜花饼等
		糕点西式：蛋挞皮等
		面包：甜甜圈、牛角包、麻薯等
	冷冻烘焙成品	糕点：慕斯蛋糕、瑞士卷等
		面包：吐司面包、欧包等
休闲食品	巧克力脆脆棒	---
	糖果	

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.1. 发展历程：当前公司正处于深化拓展阶段

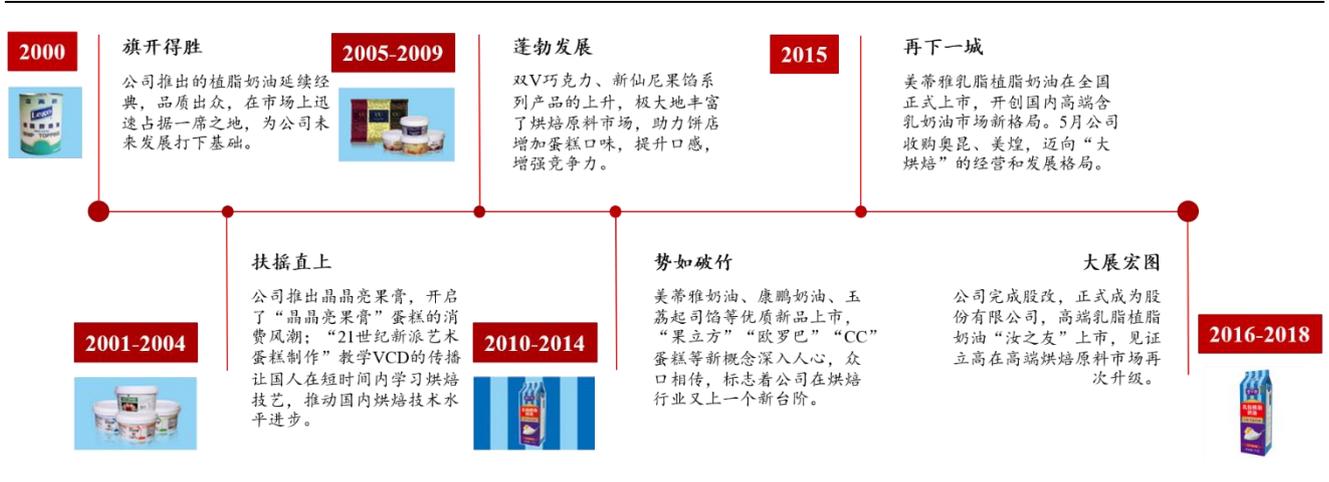
自公司成立以来，我们认为主要经历了以下几个发展阶段：

1) 初创阶段（2000-2009年）：公司自2000年成立，主要凭借立高牌植脂奶油打开市场，并逐步丰富产品品类，推出晶晶亮果膏、双V巧克力、新仙尼果馅等产品，丰富公司烘焙原料产品的布局。

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

3) 深化拓展(2015年至今): 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市场的新格局。立高完成股份制改造, 正式成为股份有限公司, 高端乳脂植脂奶油“汝之友”、高端乐邦纯脂巧克力相继上市, 见证立高在高端烘焙原料市场格局再次升级。

图 1: 公司发展历程



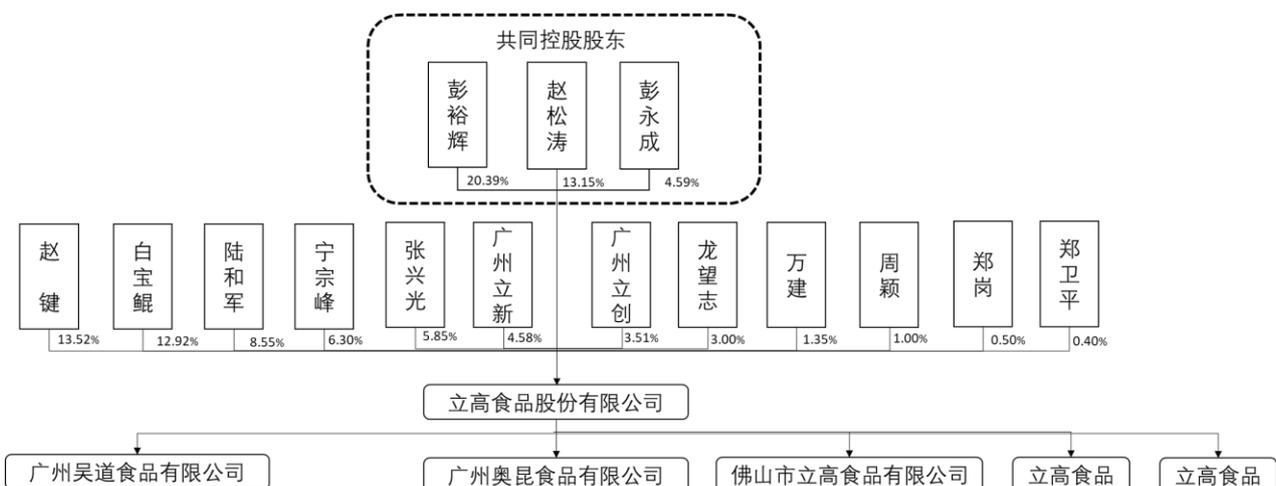
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

1.2. 股权结构: 控股股东股权相对集中, 子公司专注不同领域

上市之前, 公司控股股东彭裕辉、赵松涛(彭裕辉姐夫)、彭永成(彭裕辉父亲)三人合计直接或间接持有公司 46.60%的股份; 发行后, 三人合计持有公司 34.95%的股份, 股权相对集中。

立高食品在成立之初主要聚焦于烘焙食品原料, 公司在发展的过程中, 持续看好冷冻烘焙食品和酱料领域, 并开始拓展自身业务, 分别在 2014 年和 2016 年收购了广州奥昆及广州昊道。由此形成了: 1) 立高母公司专注于烘焙食品原料领域, 产品主要包括奶油、水果制品、巧克力等; 2) 奥昆主要专注于冷冻烘焙食品领域; 3) 昊道(美煌)则主要专注于烘焙酱料领域。

图 2: 上市前公司股权结构图



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

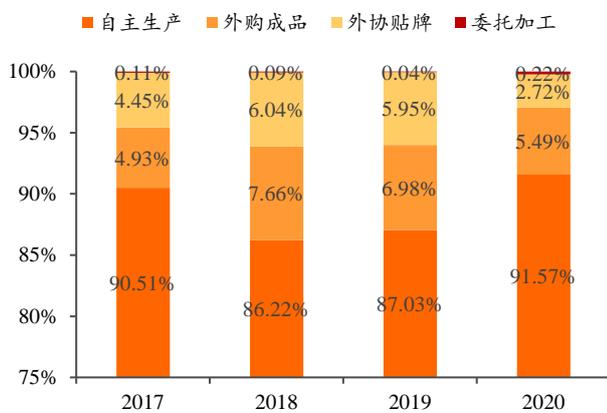
1.3. 商业模式：生产以自产为主，外协为辅；销售以经销为主，直销为辅

采购模式：公司采购的原材料主要包括面粉、油脂、糖类和水果等。公司建立了供应商考核和管理体系，确定合格供应商名单，根据生产情况进行采购。每月月底，公司制定下个月的生产计划，并根据计划，结合公司原材料需求和周转等情况，制定采购计划。

生产模式：自主生产为主，外协生产为辅。公司根据销售部门对于下个月销售预测数据，结合库存和历史经验，制定生产计划；并每周针对实际销售情况进行调整。由于烘焙食品对于生产工艺要求较高，为保证产品质量，公司核心产品均采用自主生产的方式进行生产。部分产品通过外协生产，分为贴牌和委托加工两种方式，主要系：1) 公司部分产品在最终使用过程中需要有相关配套产品配合，虽不属于公司生产范围，但可以提升客户采购的便利性，这部分产品公司通过贴牌生产以补充品类，如蛋挞液；2) 由于公司将主要的生产产能集中在核心产品中，部分非核心产品，如烘焙巧克力、熟品蛋黄酥等采用外协进行生产。

从占比来看，2017-2019年公司外协生产占比有所上升，主要是外协贴牌的蛋挞液和烘焙巧克力采购金额有所上涨。2020H1 公司开始自产挞液，在 2020 年 3 月停止了挞液的外协贴牌采购。

图 3：2017-2020 年公司外协生产和自主生产比例变化 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 4：公司 17-20 年自主和外协生产金额及 YOY (百万元, %)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

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。2020 年底公司销售人员达到 983 人，销售网络遍布除我国港澳台外全部省、直辖市、自治区，深入 357 个城市。与公司合作的经销商超过 1800 家，直销客户超过 400 家，服务的终端客户超过 5 万家。

从客户种类来看，公司经销商客户主要覆盖烘焙门店，主要由于其较为分散，且对于产品时效性要求较高；直销客户主要覆盖大型连锁烘焙店、商超、餐饮客户，如沃尔玛/山姆会员店、永辉超市、华润万家、家乐福、盒马生鲜、海底捞、希尔顿欢朋酒店等；此外，公司还存在少量零售业务，包括线上电商和线下零售。

图 5：2017-2020 年公司各渠道销售占比变化 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 6：公司 17-20 年各渠道销售及 YOY (百万元, %)



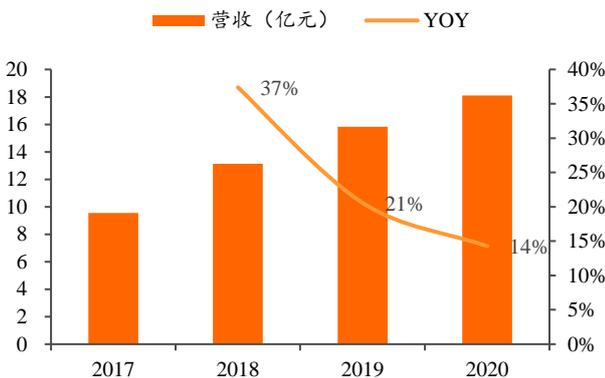
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.4. 主营业务：近年业绩实现快速增长，冷冻烘焙产品成为增长引擎

公司近年收入及归母净利润实现快速增长。17-20 年公司收入 CAGR 实现 17.30% 的增速；归母净利润 17-20 年 3 年的 CAGR 实现 51.55%，实现快速增长。其中，2019 年公司净利润增幅较大主要系在 2018 年公司一次性计提股份支付费用 3665.22 万元，计入非经常性损益，拉低 18 年净利润；如扣除非经常性损益影响，2019 年公司扣非净利润增幅在 103%（产品结构优化和增值税率下调也使得公司毛利率提升，收入规模提升带动公司费用率的下降）。

2020 年公司实现营收 18.10 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%。

图 7：2017-2020 年公司营业收入及 YOY (亿元, %)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 8：2017-2020 年公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

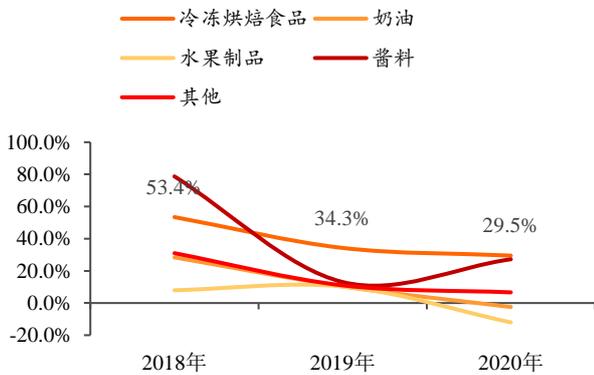
1.4.1. 产品拆分：冷冻烘焙食品逐渐成为公司收入增长引擎，烘焙原料产品稳健增长

1) 冷冻烘焙产品：量价齐升拉动公司收入快速增长

冷冻烘焙食品是拉动公司收入增长的重要引擎,近年收入占比持续提升。公司在2009年就开始开展冷冻烘焙食品业务,伴随冷冻烘焙技术的发展,以及市场对于该类产品需求的提升,公司持续开发冷冻烘焙产品,快速响应市场,使得冷冻烘焙业务得到快速发展。2017-2020年公司冷冻烘焙业务收入的CAGR为38.69%,占营收的占比从17年的37.6%提升至20年的52.9%。冷冻烘焙业务的2020年公司冷冻烘焙收入实现营收9.56亿元,同比增长29.5%。

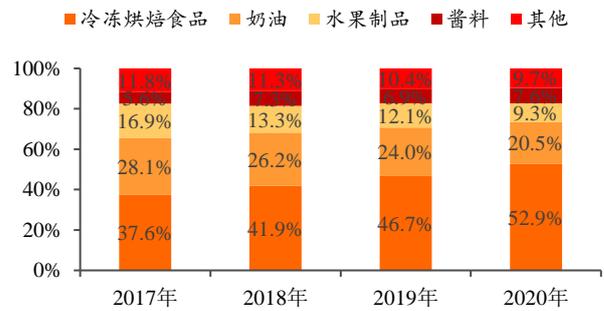
冷冻烘焙食品快速增长除了需求端的大幅提升带动销量的增长之外,销售单价逐年提升也是带动公司冷冻烘焙食品收入快速增长的因素。2017-2020年甜甜圈、挞皮、蛋黄酥等主打产品收到市场认可程度较高,销量快速提升,如甜甜圈的销量在17-19年CAGR为62.51%。与此同时,由于产品结构的优化,公司高客单价产品的占比逐步提升,拉高公司冷冻烘焙食品的平均价格的提高,17-19年CAGR为7.48%。量价齐升拉动公司冷冻烘焙产品收入的持续增长。

图 9: 2017-2020 年各类产品的收入增速 (%)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 10: 2017-2020 年公司冷冻烘焙产品的占比逐年提升 (%)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 11: 2017-2020 年冷冻烘焙产品销量持续提升 (万吨, %)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 12: 2017-2020 年冷冻烘焙食品销售单价及 YOY (元/KG)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

2) 奶油: 收入持续增长, 但占比略有下降

奶油产品受益于产品结构优化带来的量价齐升, 收入持续增长, 但占比逐渐下降。2017-2020 年公司奶油产品 3 年收入 CAGR 为 11.38%, 保持较快速增长。2020 年实现收入 3.71 亿元, 同比下降 2.5%; 占比从 17 年的 28.1% 逐渐下降至 2020 年的 20.5%。

奶油产品的持续增长主要由于公司主推的市场定位较高的含乳脂植脂奶油销量快速提升, 17-19 年 CAGR 为 35.6%; 与此同时单价较高的含乳脂植脂奶油和稀奶油的销售占比提升, 拉动公司奶油类产品的销售单价的提升。公司含乳脂植脂奶油的收入占奶油产品的收入从 17 年的 47.27% 提升至 2020H1 的 65.06%; 稀奶油由 7.85% 提升至 13.22%。17-20 年奶油类产品销售单价三年 CAGR 为 4.19%。

图 13: 2017-2020 年奶油产品销量情况 (万吨, %)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 14: 2017-2020 年奶油产品销售单价及 YOY (元/KG)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

3) 水果制品: 收入增长相对平稳, 占比有所下降。

17-20 年公司水果制品收入 CAGR 为 1.56%, 保持较平稳的增长。2020 年实现收入 1.69 亿元, 同比下降 12%, 主要系疫情影响。从占比来看, 水果制品收入占营收的占比从 17 年 16.9% 下降至 2020 年的 9.3%。公司水果制品的增长主要来自于销量的带动, 近年由于现制茶饮的兴起, 制作饮品的果泥销售量有所提升 (18/19 年收入增速分别为 24%、33%), 带动水果制品收入的增长。

图 15: 2017-2020 年水果制品收入及 YOY (百万元, %)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 16: 2017-2020 年水果制品销量及 YOY (万吨, %)

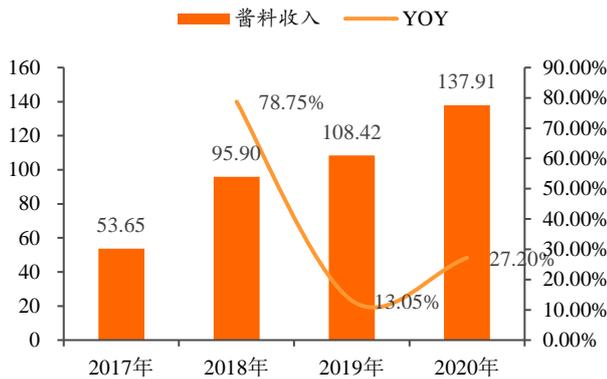


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

4) 酱料: 收入保持较快速增长, 但波动较大。

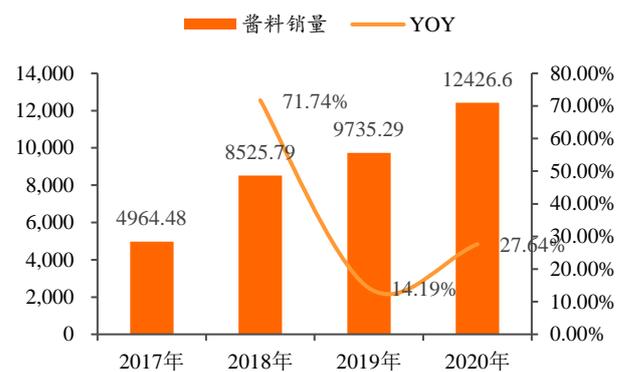
2017-2020 年公司酱料业务 3 年 CAGR 为 36.99%, 其中 18 年增速较快 (+78.75%) 主要系新品可丝达酱受欢迎; 同时公司向客户推出天使白面包、牛油果餐包等应用方案, 搭配销售沙拉酱, 使得销量实现快速增长。19 年促销活动目标实现, 同时产能利用率打满, 收入增速有所放缓。2020 年实现收入 1.38 亿元, 同比增长 27.2%, 占比为 7.6%。公司近年酱料收入的增长主要来自于销量的带动。

图 17: 2017-2020 年酱料产品收入及 YOY (百万元, %)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 18: 2017-2020 年酱料产品销量及 YOY (吨, %)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

总体来看, 按产品拆分, 冷冻烘焙食品收入占比已经超过 50%, 成为公司产品结构中最重要的品类, 同时也是拉动公司后续业绩持续增长的重要驱动因素; 烘焙原料产品伴随终端烘焙产品需求的增长, 也将保持稳健增长。

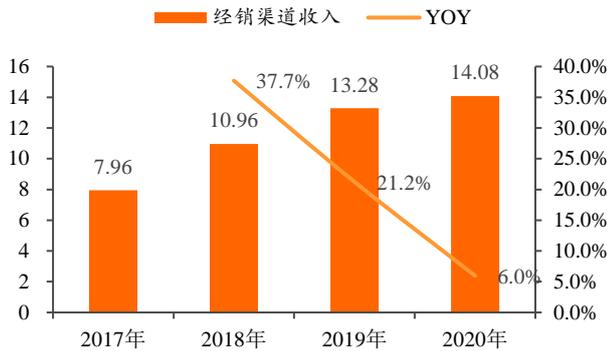
1.4.2. 渠道拆分: 经销渠道结构持续优化, 实现快速增长, 商超类客户拉动直销增长

1) 经销渠道: 近年实现快速增长, 经销商结构持续优化。

由于公司的终端应用大多为烘焙店, 单店采购金额不大, 且地域分布较散, 所以经销模式是公司最主要的销售模式。近年公司经销渠道实现快速增长, 2017-2020 年三年收入 CAGR 为 20.94%, 2020 年公司经销渠道实现收入 14.08 亿元, 同比增长 6%。从占比来看, 近年经销商渠道收入占比稳定在 83%-84% 左右, 2020 年占比下滑至 77.8%, 主要系疫情背景下传统烘焙门店受到影响。

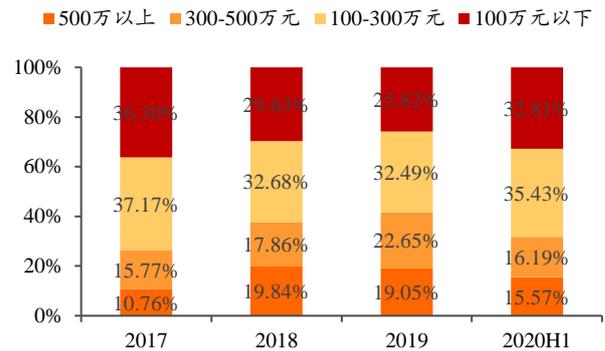
从经销商数量来看, 公司持续进行经销商的优化, 主动停止部分规模较小的经销商的合作。截至 2020 年公司经销商数量超过 1800 家。公司的经销商均为一二级经销, 截至 2020H1 公司 500 万以上规模的经销商 21 家, 占比为 1.35%, 收入占比在 15.57%; 300-500 万的经销商占比 2.76%, 收入占比 16.19%; 100-300 万元的经销商占比 13.79%, 收入占比 35.43%; 100 万以下的经销商占比 82.10%, 收入占比 32.81%。由此可见 100 万元以上的经销商是公司主力收入客户, 由于经销商结构的优化, 100 万元以下的经销商数量级占比逐年下降。

图 19: 2017-2020 年经销渠道收入及 YOY (百万元, %)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 20: 2017-2020H1 各级经销商收入占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

2) 直销渠道: 近年实现快速增长, 商超类客户贡献直销的大部分收入。

公司针对商超、大型连锁烘焙店、大型连锁餐饮等部分采购金额较大的客户采取直销的方式, 由公司统一配送和管理, 截至 2020 年直销客户超过 300 家。主要客户包括: 沃尔玛/山姆会员店、华润万家、家乐福、永辉超市、海底捞、盒马生鲜、幸福西饼等大型商场、连锁餐饮店和连锁烘焙店。17-20 年公司直销渠道 3 年收入 CAGR 为 35.81%, 保持快速增长。2020 年公司直销渠道实现收入 3.92 亿元, 同比增长 57.69%, 增速较快主要系商超受到疫情影响较小。

公司商超类客户数量占比较小, 但贡献了直销渠道的大部分收入。2020H1 公司直销客户数量 371 个, 其中非商超类客户 285 个, 数量占比 76.8%, 收入实现 5859 万元, 收入占比 38.6%; 商超类客户 86 个, 数量占比 23.2%, 收入实现 9325 万元, 收入占比 61.41%。

图 21: 2017-2020 年直销渠道收入及 YOY (百万元, %)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 22: 2017-2020H1 商超和非商超客户收入占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

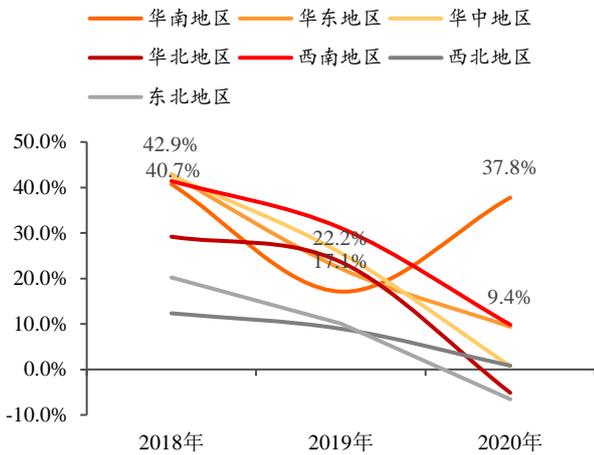
3) 零售渠道: 近年实现快速增长, 但占比较小。

公司通过线上电商和显现门店经营零售业务, 主要销售果泥、果馅等水果制品; 以及休闲食品、蛋黄酥等; 2019 年公司设立了一家自营门店。当前公司零售渠道占比仍旧较小, 但收入实现快速增长, 17-20 年 3 年收入增速为 61.84%。2020 年公司零售渠道实现收入 8269 万元, 同比增长 53.43%。

1.4.3. 地区拆分：华南及华东地区是公司收入占比最高的地区

当前公司的销售网络遍布除我国港澳台地区外全部的省、直辖市、自治区，深入 357 个城市，其中华东、华南地区为最主要的销售区域，销售占比均在 30% 左右。主要系华东华南地区经济较为发达，具备较强的消费能力，对于烘焙产品的消费需求大。2020 年公司华东和华南地区收入占比分别为 29.6% 及 35.7%，是公司收入占比最大的两个区域。

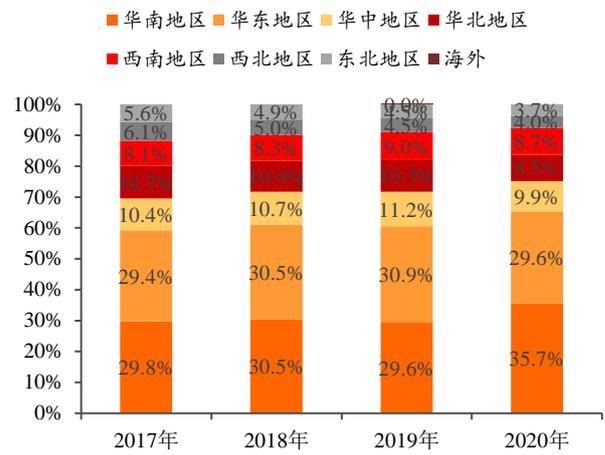
图 23：2017-2020 年各地区收入 YOY (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

注：数值标注为华南及华东地区

图 24：2017-2020H1 商超和非商超客户收入占比 (%)

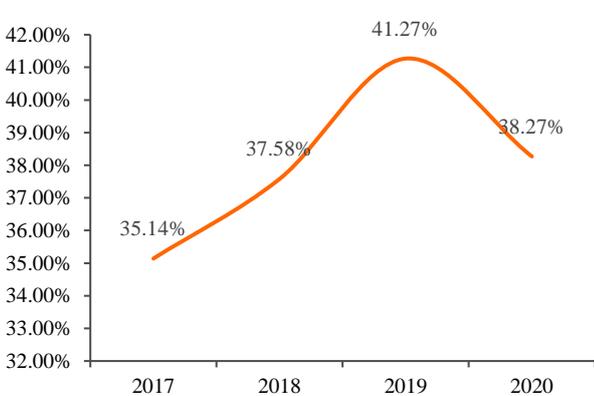


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.5. 盈利能力：产品结构优化+规模化优势，盈利能力持续提升

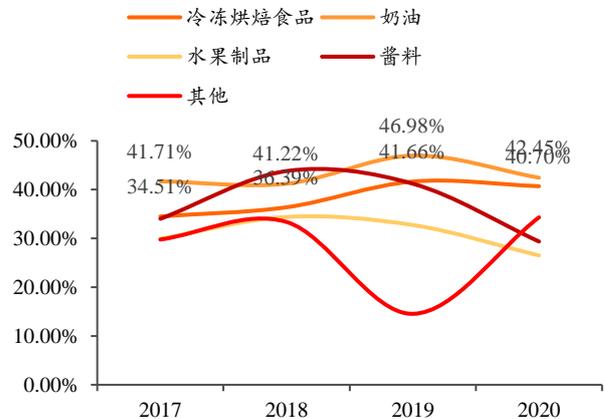
1) 毛利率：得益于公司产品结构的优化，近年公司毛利率稳步提升。2017 年公司毛利率为 35.17%，2019 年提升至 41.27%，提升 6.1pct；2020 年由于疫情影响，部分产品单价有所下降，影响公司毛利率下降 3pct 为 38.27%。分产品来看，公司毛利贡献以冷冻烘焙食品和奶油产品为主，得益于两类产品结构的优化，毛利率较高的产品销售占比持续提升，拉动公司整体毛利的持续提升。

图 25：2017-2020 年公司销售毛利率水平 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

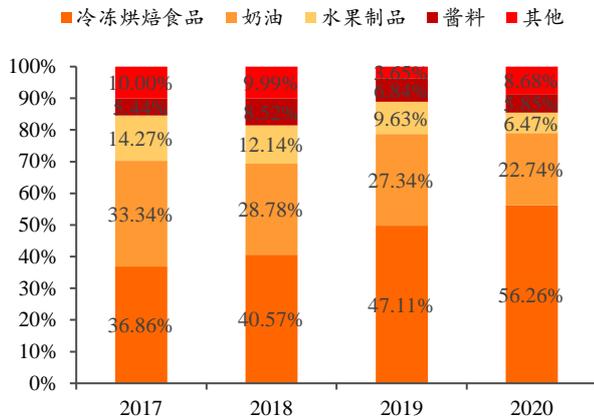
图 26：2017-2020 年各产品毛利率变化 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

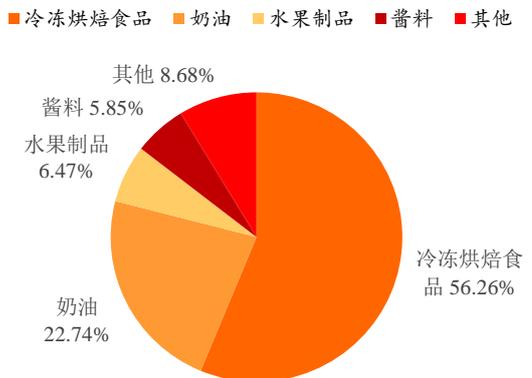
注：数值标注为冷冻烘焙及奶油产品的毛利率

图 27：2017-2020 年公司各产品毛利率占比变化 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

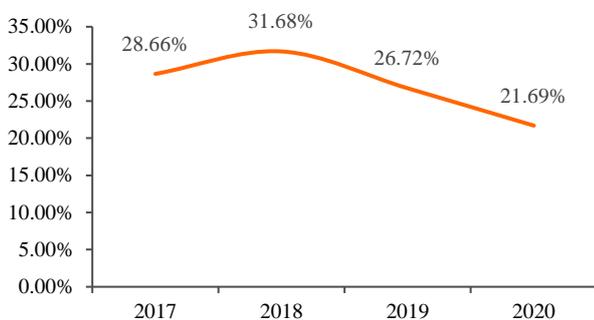
图 28：2020 年各产品毛利占比示意图 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2)净利率: 费用率略有下降, 公司净利率近年持续提升。2017 年公司净利率为 4.60%，2020 年公司净利率提升至 12.83%；18 年净利率略有下降，期间费用率提升，主要系一次性计提股权费用，影响利润水平。净利率提升明显主要系毛利率的大幅提升，以及费用端持续下降；同时公司规模扩大后，摊薄费用，规模化优势显现，促净利率持续提升。

图 29：2017-2020 年公司期间费用率变化 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 30：2017-2020 年公司销售净利率变化 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

与同行业可比公司相比，公司毛利率水平处于中游位置，净利率存在提升空间，主要与各公司的经营模式和主营产品不同有关。2020 年公司毛利率为 38.27%，略低于行业平均水平 41.40%，主要系各公司经营产品不同，如海融科技与公司均主营烘焙食品原料；南侨食品主营烘焙油脂相关的制品，及冷冻烘焙食品；这两家公司与公司的部分产品相似，且毛利率与公司的毛利率趋势一致，均保持持续增长。元祖股份主要系连锁烘焙门店经营高端蛋糕、月饼等，所以毛利率较高。从费用率来看，公司费用率低于行业平均水平，净利率持续提升，与同行业其他公司相比差距较小，伴随公司产品结构的持续优化，已经规模化效应的进一步凸显，未来空间仍存。

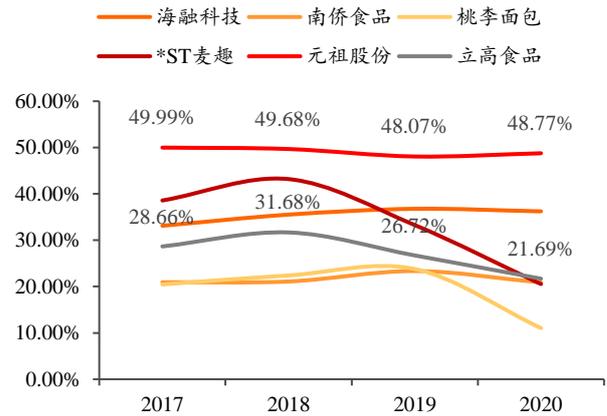
图 31：2017-2020 年同行业可比公司毛利率水平 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

注：标注数据分别为元祖股份、海融科技、立高食品

图 32：2017-2020 年同行业可比公司净利率水平 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

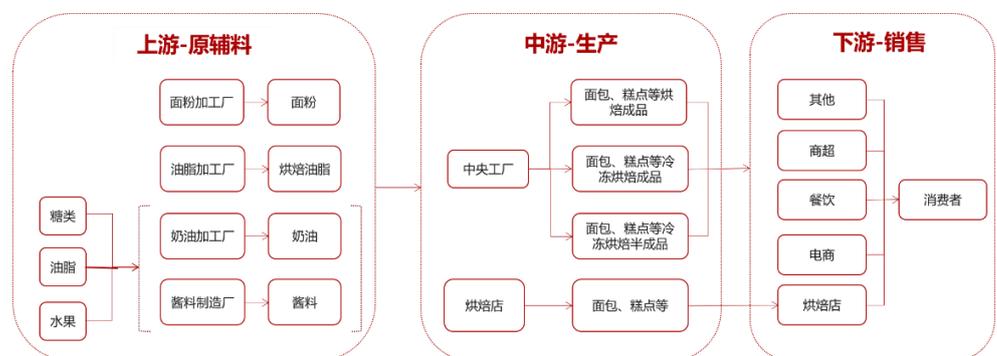
2. 行业：烘焙行业保持快速增长，冷冻烘焙行业发展潜力巨大

立高食品所涉及的细分行业主要为冷冻烘焙行业及烘焙原料行业。当前冷冻烘焙行业正处于快速发展的阶段，其替代效应持续凸显，渗透率不断提升，未来仍将保持 10% 以上的增长；烘焙原料行业伴随终端需求的不断提升，保持稳健增长。

2.1. 烘焙行业：仍处在快速增长阶段，未来需求持续提升

从产业链视角来看，技术水平的进步、冷链运输的发展促我国烘焙食品行业日趋完善。从产业链上游来看，主要为烘焙原辅料，包括面粉、油脂、水果等初加工品，以及奶油、水果制品、酵母等烘焙食品原料；中游则是烘焙食品生产环节，包括中央工厂和烘焙店两类；下游则是各个销售终端及消费者。

图 33：我国烘焙行业产业链示意图

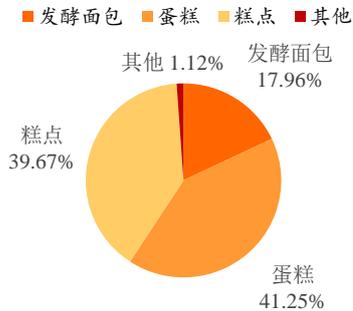


资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

从我国烘焙行业的结构来看，蛋糕的占比最大，发酵面包及糕点的占比逐年提升。分品类来看，根据欧睿国际的数据，2020 年我国烘焙食品行业中蛋糕的占比最大，为 41.2%；

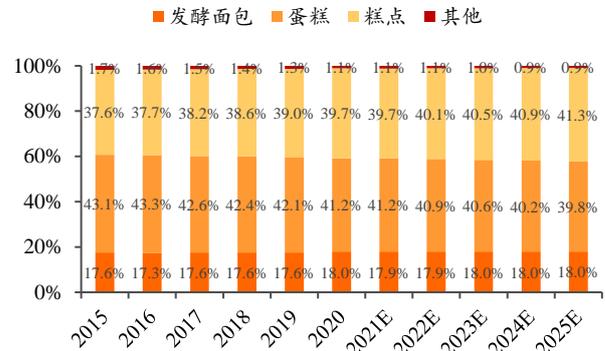
发酵面包占比逐年提升,2020年为18%;糕点类产品的占比也有所提升,2020年为39.7%。预计2024年糕点的占比能够超过蛋糕产品的占比。

图 34：2020 年我国烘焙食品行业结构（%）



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

图 35：我国烘焙食品行业中发酵面包和糕点的占比持续提升



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

2.1.1. 行业规模：我国烘焙零售行业实现快速增长，人均消费仍有较大提升空间

我国烘焙零售市场规模近年实现较快速增长，十年复合增速实现 12.14%。虽然我国烘焙行业起步较晚，但随着人均消费水平的提升以及餐饮结构的调整，近几年我国烘焙行业得到了快速发展。根据欧睿国际的数据，2010-2019 年我国烘焙零食零售行业市场规模 10 年 CAGR 实现 12.14%，得到快速发展。2020 年我国烘焙食品零售市场规模实现 2358.19 亿元，同比增长 3%，增速较低主要系疫情影响；预计到 2025 年，我国烘焙食品零售市场规模将达到 3590 亿元。

图 36：我国烘焙食品零售市场规模近年实现快速增长，十年复合增速达到 12.14%



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

我国烘焙食品人均消费较低，未来仍有较大提升空间。从人均消费量来看，虽然我国烘焙食品人均消费量逐年增长，但我国与发达国家和地区仍存在较大差距，2019 年我国烘焙食品人均消费 7.8kg/人，远低于英美法德等国家，也远低于和中国大陆饮食习惯相近的亚洲其他国家如日本（22.3kg/人）。从人均消费额来看，2019 年我国内地 19 年人均烘焙零售消费额为 24.6 美元/人，仍处于全球后 1/4 的位置，远低于与中国大陆饮食习惯相近的日本 161 美元/人、中国台湾的 99.9 美元/人、中国香港的 76.3 美元/人，未来人均消费仍有较大提升空间。

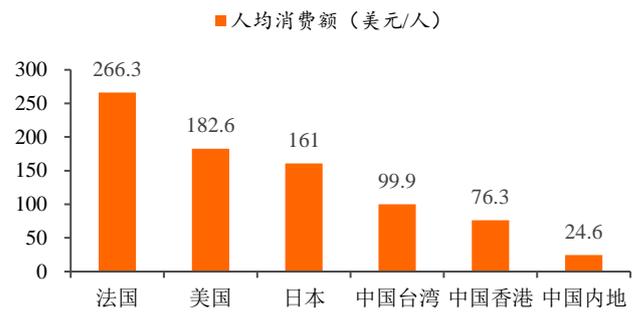
图 37：我国烘焙食品人均消费量远低于英美法德日等国家



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

注：2019 年数据

图 38：我国烘焙食品人均消费额较低，仍有较大提升空间



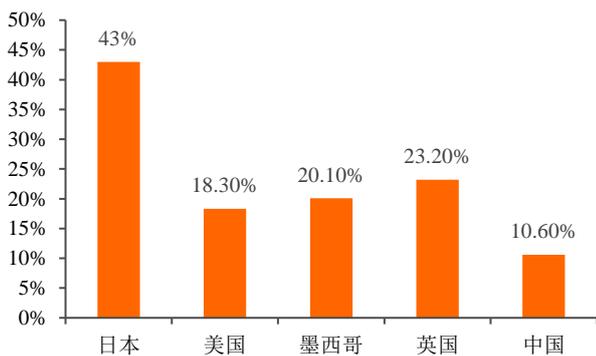
资料来源：招股说明书，欧睿国际，浙商证券研究所

注：2019 年数据

2.1.2. 竞争格局：行业集中度较为分散，相比其他国家和地区仍有较大提升空间

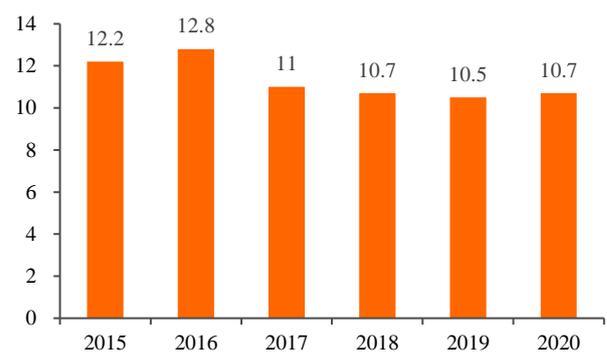
我国烘焙行业集中度较为分散，竞争愈发激烈。我国烘焙零售市场中除了内外资的大型连锁烘焙品牌外，还有大量中小型烘焙企业。我们认为行业内的参与者主要包括以下几类：1) 地方中小烘焙食品企业，预计占据烘焙市场 70% 的市场份额；2) 本土连锁烘焙食品企业，这类企业多以区域性连锁为主，由于规模化生产，价格上更有优势，同时擅长传统线下渠道，如好利来、广州酒家、幸福西饼等等；3) 外资品牌企业，以中高端市场为主，如 85°C、曼可顿、克里斯汀等。根据欧睿国际的数据显示，2019 年，行业内前五名企业的市场占有率之和为 10.6%，远低于同期日本（CR5=43%）等其他国家，行业集中度仍有较大提升空间。

图 39：2019 年各国烘焙零售行业 CR5 对比 (%)



资料来源：招股说明书，欧睿国际，浙商证券研究所

图 40：2015-2020 年我国烘焙零售行业 CR5 变化 (%)



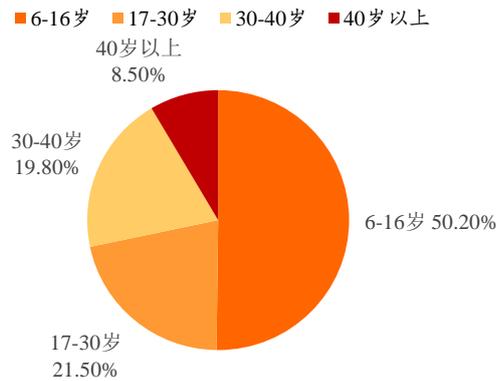
资料来源：招股说明书，欧睿国际，浙商证券研究所

2.1.3. 趋势发展：消费群体逐渐年轻化，消费场景和销售渠道多元化，增长潜力较大

我们认为当前我国烘焙行业呈现以下几个发展趋势：1) 消费群体的年轻化；2) 消费场景的多元化；3) 销售渠道的多元化；4) 兼具健康、安全、美味的现烤产品逐渐受到更多消费者的喜爱。

1) 消费群体的年轻化: 伴随年轻一代消费群体方便、快捷的生活方式, 烘焙食品成为更多年轻人的选择。2018 年我国主要的烘焙食品消费群体为 17-30 岁的年轻消费者, 占比达到 50.2%; 其次是 6-16 岁的消费者, 占比为 21.5%; 30-40 岁的消费者和 40 岁以上消费者的占比分别为 19.8%和 8.5%, 我国烘焙行业的消费群体呈现年轻化态势。

图 41: 我国烘焙行业的消费群体呈现年轻化态势



资料来源: 头豹研究院, 浙商证券研究所

2) 消费场景的多元化: 我们认为消费者消费习惯的改变以及休闲生活的多样性促烘焙食品的消费场景更多元化。根据中国烹饪协会发布的《2017 年美食消费报告》中显示, 90 后的餐饮消费中, 蛋糕甜点店的订单占比为 25%。同时近年来随着居民消费水平的提升, 除了主食消费之外, 休闲消费、节日消费的比重在快速提升。而在主食结构中, 西式餐饮便于保存和携带, 产品和口味的多样性也符合当前年轻人快节奏和多样化的生活方式, 由此, 烘焙食品在主食消费的场景的渗透率持续提升; 其次, 例如咖啡厅、甜品店、饮品店等逐渐成为消费者休闲放松的主要消费场所, “饮品+烘焙”成为下午茶的主流, 也使得蛋糕、面包等作为休闲消费场景下的消费频次持续提高; 另外, 节日的盛行和年轻人追求仪式感的特点, 也使节日消费的烘焙食品得到快速增长。

图 42: 烘焙食品在主食消费场景中渗透率在提升



资料来源: 聚荣网, 浙商证券研究所

图 43: 在休闲消费场景下烘焙食品的消费频次持续提高



资料来源: 搜狐网, 浙商证券研究所

3) **销售渠道的多元化**: 伴随烘焙食品的种类逐步丰富, 销售渠道也在不断丰富。以往, 预包装产品主要通过商超、便利店进行销售, 现烤产品则大多在烘焙店销售。首先由于主食消费场景中渗透率的提升, 餐饮、酒店开始提供烘焙产品; “饮品+烘焙”模式的兴起使得饮品店也开始成为烘焙食品的重要渠道, 由此目前烘焙食品的销售渠道由过去以烘焙店为主逐步发展成为烘焙店、商超、餐饮、饮品店等并行的局面。

4) **兼具健康、安全、美味的现烤产品逐渐受到更多消费者的喜爱**: 当前消费者更加注重健康、营养、美味、安全的食品需求。而由于预包装产品保质期较长, 需要使用一定的防腐剂, 而现烤产品的保质期非常短, 新鲜出炉从而口感和香味更加, 烘焙食品不断由预包装产品向现烤产品发展。

小结: 总体来看, 我国烘焙行业正处于快速增长阶段, 但相比于其他国家和地区我国的人均消费仍旧较低, 具有较大的提升空间。其次, 当前烘焙食品行业竞争格局较为分散, 竞争仍旧较为激烈, 集中度仍有较大提升空间。同时伴随消费者的年轻化、烘焙产品种类的多样化, 以及消费场景和销售渠道的逐步丰富, 我国烘焙零售行业未来仍能保持较快速的发展。

2.2. 冷冻烘焙行业: 处于快速增长阶段, 行业替代效应逐步凸显

我国烘焙食品主要分为预包装产品和现烤产品两类, 并且以中央工厂生产的预包装产品为主; 但诚如我们前文提到的, 随着消费者对于口感、健康、安全等方面的要求不断提升, 烘焙食品也不断由预包装食品向现烤产品发展, 由此所带来的便是烘焙企业生产模式的不断变化, 催生冷冻烘焙产品的进一步发展壮大。

冷冻烘焙产品可以解决烘焙企业的哪些痛点呢?

1) **解决了产品无法标准化从而影响产品口感、安全度的问题, 同时解决了产品新鲜度的问题:**

对于现烤产品来说, 烘焙师的技术水平是影响产品口感、质量非常关键的因素; 相比之下, 冷冻烘焙产品由于通过中央工厂进行规模化和标准化的生产, 具备更好的食品安全保障、更强的质量控制能力以及更高的生产效率, 从而产品的稳定性更高。同时, 由于冷冻烘焙食品通过冷冻储存方式保证产品质量, 不添加防腐剂, 相较预包装产品安全性更高, 也更健康。从新鲜度的角度来看, 冷冻烘焙食品解冻后现场烘烤加热即可上架销售, 新鲜度和口感与门店现做产品基本一致。

2) **提升生产效率, 降低生产成本;**

由于传统的烘焙门店大多采用前店后厂的模式进行经营, 需要专业的烘烤设备以及高水平的烘焙师傅, 人力成本、场地和设备费用等投入较高; 而冷冻烘焙食品可以节约烘焙店的投资和运营成本, 不需要高水平的烘焙师傅, 部分产品后期加工仅需要烤箱制作即可完成, 有效提高生产效率, 降低运营成本。

3) **可以灵活调节生产, 避免产量过剩影响利润:**

冷冻烘焙食品可以帮助烘焙门店准确和灵活地协调生产、库存和销量之间的关系, 避免产量过剩导致浪费, 从而影响利润。

表 2：烘焙食品各个产品类别的特点及优劣势

产品类别	细分模式特点	优势	劣势
冷冻烘焙食品	由中央工厂生产冷冻烘焙食品。对于冷冻烘焙半成品，烘焙店进行烘烤等简单加工后即可对外销售；对于冷冻烘焙成品，解冻后可直销给食食用	规模化生产，产品新鲜美观，口感和稳定性好、更安全、冷冻条件下保质期长，烘焙店运营成本低	需要冷链运输，冷冻保存
现做现烤产品	现场生产，从原料到成品的制作全过程均通过专业设备在烘焙店或附近作坊完成	产品新鲜美观、口感好、烘焙店购物氛围较好	烘焙店运营成本高、对烘焙师傅要求高、产销难以控制、质量不稳定、保质期短。
预包装产品	由中央工厂预包装成品，物流配送至商超、便利店等渠道进行销售	规模化生产，常温保存保质期长，运输方便、渠道覆盖成本低、产品便宜	产品口感及新鲜度逊于其他两类、需要使用防腐剂增加保质期。

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.2.1. 市场容量：我国冷冻烘焙行业方兴未艾，未来潜力较大

我国冷冻烘焙食品行业方兴未艾，未来潜力较大。冷冻烘焙食品行业在我国起步较晚，一开始应用在水饺和汤圆当中；随着我国冷冻烘焙食品技术的进步及冷链运输的发展，冷冻烘焙食品应用比例和应用场景在快速增长。

从行业的产品结构来看，冷冻糕点的占比较高，但冷冻面包未来仍有较大的探索和发展空间。根据荷兰合作银行 2014 年发布的《中国冷冻面团行业的现状与未来》，我国冷冻烘焙食品中，冷冻糕点占比达到 65%，而冷冻面包的市场份额仅为 15%，虽然近年来冷冻烘焙食品的产品结构正在不断多元化，但目前市场上依旧以冷冻糕点为主，这一产品结构的形成主要是由于冷冻面包与冷冻糕点相比，加入了酵母，若工艺不当则产品易变质、发酸、体积缩小，因此技术难度较高、生产过程控制要求更严；同时，冷冻面包对仓储及运输温度要求更严，需要企业具备更强的冷链物流控制能力，行业内仅有以公司为代表的少数企业能够生产及销售冷冻面包产品。

图 44：冷冻糕点产品图



资料来源：，浙商证券研究所

图 45：冷冻面包产品图



资料来源：，浙商证券研究所

2.2.2. 竞争格局：行业竞争格局较为分散，立高食品目前是业内领军企业

当前冷冻烘焙行业的竞争格局分散，立高食品目前是冷冻烘焙食品行业的龙头。由于冷冻烘焙食品存在一定的技术门槛，且产线投资规模较大，对于技术和资金实力要求较高，由此，冷冻烘焙食品生产企业数量不多。目前行业内立高食品旗下的奥昆主营冷冻烘焙产品，2020年收入为9.56亿元，目前是国内在冷冻烘焙产品中收入规模最大的企业，其余竞争对手冷冻烘焙产品的收入量级在5亿元以下。

在这里我们选取与公司冷冻产品相似的南侨食品来进行冷冻烘焙产品的对比，从收入规模上，南侨食品收入规模远小于立高食品；产品单价来看，南侨食品略高于公司，公司但毛利率水平高于南侨。

表 3：立高食品与南侨食品在冷冻烘焙产品中的对比

	2018 年		2019 年		2020 年	
	立高食品	南侨食品	立高食品	南侨食品	立高食品	南侨食品
冷冻烘焙食品收入(百万元)	550.02	62.8	738.46	62.66	956.29	114.53
YOY	53.4%	12.41%	34.3%	-0.23%	29.5%	82.80%
冷冻食品销量(万吨)	2.80	0.23	3.53	0.2	4.63	0.34
YOY	41.5%	3.05%	26.0%	-11.79%	31.1%	66.90%
单位价格	19.62	27.22	20.91	30.75	-	-
单位成本	12.48	18.15	12.2	20.72	-	-
毛利率	36.39%	33.33%	41.66%	32.61%	-	-

数据来源：立高食品招股说明书、南侨食品招股说明书，浙商证券研究所

表 4：在冷冻烘焙行业立高食品的竞争对手

公司名称	公司简介
南侨食品集团(上海)股份有限公司	南侨股份是中国台湾的南侨投资控股股份有限公司(股票代码: 1702.TW)在国内的运营主体,自 1996 年起先后在天津、广州、上海等地投资建立工厂,主要生产销售烘焙应用油脂、稀奶油、冷冻面团等产品,2020 年南侨股份营业收入 23.22 亿元,其中冷冻面团营业收入 1.15 亿元
浙江新迪嘉禾食品有限公司	新迪嘉禾成立于 2009 年,位于浙江杭州,主要产品包括慕斯蛋糕系列、重油蛋糕系列、甜甜圈系列、欧式面包系列、丹麦吐司系列、甜面团吐司系列等冷冻烘焙食品。
东莞黑玫瑰食品有限公司	黑玫瑰成立于 2004 年,位于广东东莞,为法国独资企业,主要产品包括牛角包、丹麦酥、挞皮、法式小点心等。

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.2.3. 未来增长来源：需求端的快速增长+品类替代率和渗透率+消费场景的丰富

我们认为冷冻烘焙行业未来增长空间巨大，主要系：

1) 烘焙零售行业仍处在较快的增长阶段，冷冻烘焙持续优化烘焙行业的经营方式。

前文提到我国烘焙零售行业 2010-2020 年十年 CAGR 为 12%，仍处于快速发展的阶段；预计 2025 年行业规模达到 2643 亿元，未来 5 年 CAGR 在 9% 左右，需求端的持续快速增长为冷冻烘焙食品的快速成长提供了有效保障。与此同时，对于下游的烘焙店来说，大部分的门店不具备足够的资金自建中央工厂，需要依赖专业的冷冻烘焙食品生产商提供产品，冷冻烘焙食品企业正在不断优化烘焙行业的经营模式。

2) 产品迭代和技术的升级促代替效应提升，品类持续渗透，未来空间巨大。

当前烘焙食品主要包括糕点和面包两大类，从冷冻烘焙技术的应用角度来看，目前仍以冷冻糕点为主。由于技术水平等方面的条件限制，冷冻面包这一品类的占比仍旧偏低，但在零售消费市场，面包产品的占比仍较大（前文提到 2020 年消费占比在 18% 左右），仍有较大的渗透和应用空间。

同时，根据欧睿国际数据，我国 20 年烘焙食品零售额达到 2358 亿元，而门店内使用冷冻烘焙成品和半成品的比例在 10% 左右，且多以冷冻糕点为主，我们认为随着产品迭代和冷冻烘焙技术的进步，冷冻烘焙产品的替代效应较持续显现，品类将持续渗透，未来仍有较大的提升空间，我们预计可以提升至 40%-50% 的渗透率水平。

3) 新消费场景增多促产品应用场景广泛。

前文提到，烘焙零售行业的消费场景和销售渠道趋于多元化，除了烘焙店，商超、餐饮、饮品店、便利店等都成为烘焙产品的销售地点。这些渠道本身不具备专业的生产场地、设备以及生产能力，而冷冻烘焙产品利用其优势，帮助这些渠道进行现烤产品的销售，逐步使得现烤烘焙食品的销售渠道更加丰富，与此同时也催生了冷冻烘焙产品的进一步发展和壮大。

2.2.4. 空间测算：冷冻烘焙行业未来 3-5 年仍保持快速增长

我们希望对于冷冻烘焙行业进行测算，对于未来几年的行业成长情况，我们希望利用以下假设进行测算：

1) 根据欧睿国际数据对于烘焙零售行业未来的市场增长和规模来看，2025 年我国烘焙零售市场规模达到 3590 亿元；

2) 假设伴随应用场景的不断丰富，假设使用冷冻烘焙产品的终端占比逐步提高；

3) 根据公司及行业数据，假设原材料采购成本占售价的 30%；

4) 冷冻烘焙产品的应用目前在 10% 左右，由于日本处在亚洲，与中国的饮食结构类似，其冷冻烘焙产品的渗透率已经达到了 50%；由于人均消费来看，依据前文所述，我国烘焙食品的人均消费与日本仍存在较大差距，所以我国未来冷冻烘焙的渗透率仍有较大提升空间，由此我们假设后续渗透率能够提升至 50% 左右；

5) 新消费场景即除了在烘焙门店中，商超和餐饮的应用规模也在持续提升；

我们对于冷冻烘焙行业未来几年的行业空间进行如下测算：

乐观假设下，2025 年冷冻烘焙的门店覆盖率达到 80%；产品渗透率达到 50%；新消费场景丰富系数为 2；

中性假设下：2025 年冷冻烘焙的门店覆盖率达到 75%；产品渗透率达到 40%；新消费场景丰富系数为 1.5；

悲观假设下：2025年冷冻烘焙的门店覆盖率达到70%；产品渗透率达到30%；新消费场景丰富系数为1.3；

由此，2025年我国冷冻烘焙行业在乐观、中性、及悲观假设下的行业规模分别为689亿元、388亿元、235亿元，未来5年复合增速分别为51%、35%、22%，仍保持快速增长。

表 5：不同假设下，我国冷冻烘焙行业市场规模测算（亿元）

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2020-2025年 CAGR
冷冻烘焙零售行业市场规模	2358	2652	2871	3102	3342	3590	
原材料采购占比	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
经销商毛利率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
<i>乐观假设条件：2025年冷冻烘焙食品烘焙店覆盖率达到80%，产品渗透率达到50%，新消费场景丰富系数为2</i>							
烘焙店覆盖率	70%	72%	74%	76%	78%	80%	
冷冻烘焙产品渗透率	20%	25%	30%	45%	43%	50%	
新消费场景丰富系数	1.1	1.3	1.5	1.6	1.8	2	
冷冻烘焙市场规模	87.15	148.94	229.45	407.38	484.23	689.28	51%
<i>中性假设条件：2025年冷冻烘焙食品烘焙店覆盖率达到75%，产品渗透率达到40%，新消费场景丰富系数为1.5</i>							
烘焙店覆盖率	70%	71%	72%	73%	74%	75%	
冷冻烘焙产品渗透率	20%	25%	30%	33%	37%	40%	
新消费场景丰富系数	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	
冷冻烘焙市场规模	87.15	124.27	178.60	233.15	307.45	387.72	35%
<i>悲观假设条件：2025年冷冻烘焙食品烘焙店覆盖率达到65%，产品渗透率达到30%，新消费场景丰富系数为1.3</i>							
烘焙店覆盖率	70%	70%	70%	70%	70%	70%	
冷冻烘焙产品渗透率	20%	23%	25%	27%	29%	30%	
新消费场景丰富系数	1.1	1.1	1.15	1.2	1.25	1.3	
冷冻烘焙市场规模	87.15	112.72	138.67	168.85	203.53	235.22	22%

数据来源：浙商证券研究所

公式为：冷冻烘焙零售行业市场规模*烘焙店覆盖率*原材料采购占比*渗透率*系数*(1-经销商毛利率)

2.3. 烘焙食品原料行业：伴随烘焙行业增长，市场规模稳步提升

烘焙食品原料行业与烘焙行业相辅相成，跟随烘焙行业的发展规模稳步提升。烘焙食品原料主要是指用于制造烘焙食品的各种原材料和辅料，其中主要包括面粉、油脂、糖类、奶油、水果制品、酱料和巧克力等。立高食品所涉及的烘焙食品原料的产品主要是奶油、水果制品和酱料，主要用于蛋糕、西点的表面装饰及夹馅。

图 46: 烘焙食品原料—水果制品



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 47: 烘焙食品原料—奶油



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

2.3.1. 竞争格局: 生产厂商较多, 行业集中度较低

烘焙食品原料涉及的产品系列和生产厂商较多, 行业集中度相对较低。其中, 奶油、酱料产品已经出现了部分规模领先的企业; 水果制品市场份额则更为分散。

表 6: 在烘焙酱料领域立高食品的竞争对手

公司名称	公司简介
维益食品(苏州)有限公司	维益食品于 1945 年成立于美国, 维益食品(苏州)有限公司是其在 1998 年于国内投资设立的子公司, 主要生产销售植脂司奶油产品, 包括“金钻”、“爱护”等品牌。
上海海融食品科技股份有限公司	海融科技成立于 2003 年, 位于上海, 主要产品包括植脂奶油、巧克力、果酱等, 2020 年营业收入 5.72 亿元, 其中植脂奶油营业收入 5.17 亿元。
南侨食品集团(上海)股份有限公司	南侨股份是中国台湾的南侨投资控股股份有限公司(股票代码:1702TW)在国内的运营主体, 自 1996 年起先后在天津、广州、上海等地投资建立工厂, 主要生产销售烘焙应用油脂稀奶油、冷冻面团等产品, 2020 年南侨股份营业收入 23.22 亿元, 其中稀奶油营业收入 3.5 亿元。
北京丘比食品有限公司	丘比食品成立于 1993 年, 是日本丘比株式会社(股票代码:2809.T)在中国设立的合资公司, 主要产品包括沙拉酱、果酱、面包酱等, 2018 年日本丘比在中国的营业收入达到 193 亿日元。

数据来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

2.3.2. 市场空间: 奶油、水果制品及烘焙酱料细分市场仍有较大拓展空间

1) 奶油市场空间测算:

奶油除了应用于传统的蛋糕、西点的表面装饰和夹馅外, 伴随茶饮、咖啡等休闲饮品的流行, 也在不断扩大其应用范围。我们采用奶油应用较高的蛋糕行业来对奶油行业进行测算。

根据欧睿国际的数据, 2020 年我国蛋糕市场的规模为 973 亿元, 2010-2020 年十年 CAGR 为 11%, 实现较快速增长。根据烘焙店成本端的估算, 蛋糕原材料成本占售价的

比例在 25%-35%之间，我们选取 30%这一数值；原材料成本中，奶油占比在 35%左右；由此估算 2020 年我国奶油市场规模为 102 亿元左右（973 亿元 × 30% × 35%）。

根据欧睿国际的预测，2025 年我国蛋糕市场规模将达到 1428 亿元，由此 2025 年预计我国奶油市场规模将达到 150 亿元。而立高食品 2020 年奶油产品的销售收入为 3.71 亿元，市场仍有很大的拓展空间。

表 7：奶油市场空间测算（亿元）

	2020 年	2025 年
蛋糕市场规模	973	1428
原材料成本占比	30%	30%
奶油在原材料中的成本占比	35%	35%
奶油市场规模	102	150

数据来源：欧睿国际，浙商证券研究所

2) 水果制品市场空间测算：

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，包括果馅、果蓉、果泥、饮料浓浆等。我们依旧采用蛋糕行业对于水果制品的市场空间进行测算。

与奶油行业测算的过程类似，根据烘焙店成本端估算，原材料成本占蛋糕售价的 30%（取平均数），水果制品占蛋糕原材料成本的 10%左右。估算 2020 年我国水果制品市场规模为 29 亿元（973 亿元 × 30% × 10%）。

根据欧睿国际对于蛋糕市场规模的测算 2025 年，我国水果制品市场规模有望达到 43 亿元。立高食品 2020 年水果制品的销售收入为 1.69 亿元，仍有较大的拓展空间。

表 8：水果制品市场空间测算（亿元）

	2020 年	2025 年
蛋糕市场规模	973	1428
原材料成本占比	30%	30%
水果制品在原材料中的成本占比	10%	10%
水果制品市场规模	29	43

数据来源：欧睿国际，浙商证券研究所

3) 烘焙酱料产品市场空间测算：

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，后续逐步融合到中式餐饮中。目前烘焙酱料常用于中西式凉拌菜等，也可涂在面包等其他主食表面作为夹馅。主要产品包括沙拉酱、可丝达酱等。

我们选取烘焙酱料中应用最广泛的沙拉酱进行测算，根据智研咨询的统计，2011 年我国沙拉酱市场规模为 11.88 亿元，2017 年增长至 43.85 亿元，年均复合增长率达到 24.32%，若以此增速进行测算，2020 年我国沙拉酱市场规模达到 84 亿元。

3. 竞争优势：技术研发+规模化+服务+冷链提升公司竞争力

3.1. 技术研发优势保证公司产品多样性和独特性，提升产品竞争力

公司在产品中的技术研发优势有效保证了公司新品研发和产品多样性，为公司带来持续不断的成长动力，打开收入天花板。公司的技术研发优势主要体现在产品配方和生产工艺，以及自动化生产线的定制化改造和优化能力。

1) **创新的产品配方及生产工艺。**公司利用独特的原辅料配比和选择，构建产品的竞争优势，例如，公司通过改进挞皮配方，减少 5% 的水分流失，解决产品开裂发干、水分易流失的问题。生产工艺方面，公司通过持续进行改良升级提高产品竞争力，比如公司通过二次发酵技术生产甜甜圈，能够使酵母的活性增加 30%，体积的膨胀度增长 15%，提高口感的柔软度和面团的抗老化性。

2) **公司具备对自动化生产线的定制化改造和优化能力。**由于公司产品的生产条件较为苛刻，对于不同的生产设备有不同的要求。公司可以根据国内原材料和产品特点，在核心环节对关键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，如形成了“一种甜甜圈自动化连续式生产装置”发明专利等技术成果。

3) **能够生产技术壁垒较高产品。**例如，由于冷冻面包内含有酵母，若工艺不当则会导致产品易变质、发酸、体积缩小，所以该类产品技术门槛较高，业内能够实现该类产品的公司较少，公司利用独特的产品配方和生产工艺，解决了甜甜圈等冷冻面包产品的技术难题，形成甜甜圈、牛角包、金枕面包等具有技术壁垒的核心产品，为公司后续的增长提供强有力的产品支持。

表 9：对于技术壁垒较高的产品公司通过技改突破

	核心技术名称	技术优点及先进性	技术来源	应用产品
1	港式蛋挞品质升级的研究	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	蛋挞皮
2	甜甜圈面团抗老化工艺研究与应用	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	甜甜圈
3	起酥老婆饼的制作及其生产工艺的研究与应用	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	老婆饼
4	蛋黄酥新品开发	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	蛋黄酥
5	慕斯蛋糕保水性技术的研究与应用	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	慕斯蛋糕

数据来源：招过说明书，浙商证券研究所

公司研发费用持续提升。目前公司已经形成了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，平均每年推出的新产品及新应用方案超过50个。2020年公司研发费用5268万元，同比增长26.92%，研发费用率为2.91%，同比提升0.29pct。

图 48：公司研发费用逐年提升（百万元，%）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司优秀的技术研发能力保证公司产品的多样性，满足更多客户需求，一站式采购也将有效提升客户的需求粘性，帮助公司打开收入天花板。公司产品种类较为丰富，截至2020H1公司奶油产品有32种，水果制品241种，酱料产品69种，冷冻烘焙食品187种，共529种；2020年公司产品品规总量已经超过650种，具备较为明显的产品多样化优势。

3.2. 规模化生产优势保证产品稳定性，提升生产效率

由于烘焙行业企业数量众多，大量中小企业的生产规模较小，效率较低，产品质量稳定性较差。公司具备大规模生产设备和定制化改造能力，能够实现规模化生产，提升产品质量稳定性。目前公司已在华南的佛山三水、广州增城和南沙、华东的浙江长兴投资建立了四个生产基地，2020年公司已经拥有23条烘焙食品原料和33条冷冻烘焙食品自动化生产线，当前奶油产能3.3万吨、水果制品1.32万吨、酱料产能2.85万吨、冷冻烘焙食品产能5.32万吨，能够实现规模化生产，有效保证产品具备稳定的口感和品质。另外在公司规模化优势凸显后，生产效率的提升也将拉动公司盈利能力的持续提升。

同时公司通过完善生产流程控制体系及生产调节能力，提升公司的全过程品控能力。能够保证公司可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。

表 10：公司2020年产能（万吨）

	产能（万吨）
奶油产能	3.3
水果制品产能	1.32
酱料产能	2.85
冷冻烘焙食品	5.32

数据来源：2020年年报，浙商证券研究所

3.3. 多元化渠道布局，配合良好的服务构筑竞争优势

我们认为当前营销网络和渠道的搭建是烘焙食品生产企业的基石，而良好的服务运营能力则是重要的竞争优势。截至 2020 年底，公司共有销售人员 983 人，深入 357 个城市，合作经销商超过 1800 家，直销客户超过 400 家。同时，由于烘焙市场当前正逐渐下沉至中小城市，公司营销网络持续下沉，三线以下城市的客户数量 2020H1 超过 1000 家。广泛深入的营销网络搭建能够帮助公司实现产品的大规模推广，保证新产品迅速占领市场；另一方面，能够提升产品配送速度，保障产品的品质。另外，多元化的渠道也能帮助公司发挥技术优势，适用逐渐丰富的消费场景。如公司也在持续拓展类似山姆会员店、盒马生鲜等大型商超、海底捞、希尔顿欢朋酒店等餐饮渠道等。

表 11：经销商数量变化（家）

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

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

立高食品近年持续打造的服务已经逐渐成为公司强有力的竞争优势。由于公司的产品中部分产品需要客户进行二次操作，并以最终成品展现给消费者，所以公司一直持续进行客户的深度技术服务，协助客户设计产品推广方案，将公司的产品优势发挥到极致，大大提升客户的粘性。主要包括：

1) 为客户使用公司产品提供技术指导。公司建立了专业的技术服务团队，对于营销人员进行培训，提高营销人员的技术服务能力；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。2019 年公司上门为客户提供服务接近 50 万次。

2) 为客户设计烘焙食品的应用方案及营销方案。公司利用自身产品优势，先后为烘焙店设计了甜甜圈、葡式蛋挞、蛋黄酥、美芝芝乳酪蛋糕、果立方水果蛋糕、天使白面包等热销产品

3) 为客户提供烘焙店运营培训，提升烘焙店的营运能力。公司在 19 年在广东惠州、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，接受培训人数达到 500 人。

公司后续也将持续进行深入服务，巩固自身服务优势，帮助客户提升运营能力，实现销售增长，从而与客户建立良好的关系，提升客户粘性；同时通过深入服务可以将公司产品与客户终端成品建立紧密联系，增强客户粘性，提高其他品牌的代替门槛，形成服务壁垒，有利于客户的持续开发和维护。

3.4. 冷链运输有效维持产品品质，保证产品优势最大化显现

公司收入占比最大的是冷冻烘焙食品，同时大部分烘焙食品原料对于温度的要求十分严格，需要在低于零下 18℃ 的环境下进行储存和运输；如果温度不达标则会影响产品的品质和口感。由此，公司建立了冷链监控中心，保证仓储、物流等流通环节的温度达标。

1) 物流方面, 设置合格车辆准入清单, 要求自有及第三方车辆均具备实时温度监控系统或便携式温度计, 宝成装货前及在途运输中温度达标;

2) 仓储方面, 实时监控温度, 并每月按仓储温度达标、仓储温度回传等指标对第三方外仓进行考核;

3) 经销商管理方面, 尽力了经销商冷链管控制度, 并逐步将温控仪接入经销商仓库中, 保证整个流通环节的温度控制水平。

对于冷冻烘焙食品, 公司是行业内较早自建冷链物流车队的公司, 有效维持了产品品质、降低食品安全风险、提高配送效率和客户满意度。2020H1 公司已经具备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。

4. 未来增长: 冷冻烘焙是重要驱动力, 烘焙原料保持稳健增长

我们认为立高食品冷冻烘焙类的产品将是公司后续增长的重要驱动力和增长引擎, 烘焙原料产品预计保持稳健增长。当前立高食品的冷冻烘焙产品由子公司广州奥昆负责, 2020 年冷冻烘焙食品收入占比已经达到 53%, 是公司近年重要的业绩驱动力, 我们认为后续公司冷冻烘焙食品仍是公司后续业绩增长引擎, 预计未来仍能保持 30% 以上的收入增速。烘焙原料产品中, 预计奶油和水果制品保持 10% 左右的增长, 烘焙酱料伴随新品推广和需求量的提升能够维持 20% 左右的增速。

4.1. 冷冻烘焙产品是公司未来增长的重要驱动力和增长引擎

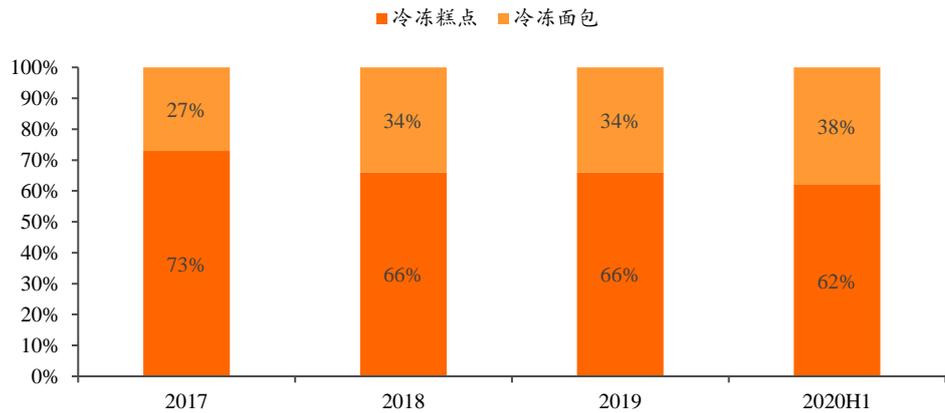
前文已经提到, 伴随下游需求的快速增长和多消费场景的应用, 冷冻烘焙产品的替代效应逐步凸显, 未来渗透率将持续提高。我们认为在终端下游门店的渗透率有望提升至 40%-50% 左右(当前预计在 10% 左右), 所以从行业层面来看, 仍处在快速增长及替代效应逐步显现的过程当中。我们认为在这个过程中具备一定先发优势和自身壁垒的公司能够持续巩固优势, 进一步发展壮大, 立高食品有望借助行业快速增长的红利, 实现业绩的持续快速的生长。

4.1.1. 新品持续拓展驱动公司冷冻烘焙产品实现快速增长

产品技术研发优势使得公司冷冻面包产品高速增长, 未来将持续贡献业绩增量; 使得冷冻糕点产品能够实现产品升级, 带来新的营收增长点。冷冻烘焙产品具备一定的技术门槛, 公司已经建立起了自身的竞争优势, 能够依托行业红利实现快速增长。产品技术优势使得公司冷冻烘焙产品实现产品多样化, 填补行业空白, 形成先发优势, 为公司后续的持续增长打造良好基础。

从产品分类来看, 公司当前冷冻烘焙产品占比较高的是冷冻糕点, 2020H1 占比在 62% 左右。行业内冷冻面包的占比也较小, 主要系由于冷冻面包加入了酵母, 若工艺不当则产品容易变质、发酸、体积缩小, 所以技术难度较高, 行业内仅有立高等少数企业能够生产和销售冷冻面包。而当前冷冻烘焙食品的应用领域将从冷冻糕点逐步发展之冷冻面包, 产品结构逐步丰富, 立高依托自身的技术优势, 逐步扩大冷冻面包产品的销售, 推出众多新产品, 如甜甜圈、牛角包、金枕面包等具备一定技术壁垒的产品并将为公司冷冻烘焙产品后续增长的重要驱动力。

图 49：冷冻烘焙产品的分类占比（%）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 12：冷冻烘焙产品分类

类别	冷冻糕点		冷冻面包
	冷冻中式面点	冷冻西式面点	
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、全枕面包、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

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

从数据端来看，冷冻面包中甜甜圈、丹麦系列产品增长较快；冷冻糕点中饼类和蛋糕类也保持着快速增长，为公司带来持续不断的业绩增长动力。冷冻面包产品中：甜甜圈、丹麦系列等冷冻面包产品近年的营收实现高速增长，占比提升较快，甜甜圈系列占比从 2017 年的 19.05% 提升至 2020H1 的 22.26%，2019 年甜甜圈增速达到 34.6%；丹麦系列占比从 17 年的 8.34% 提升至 2020H1 的 16.09%，主要系该品类的金枕面包、麻薯等新产品热销所致。冷冻糕点中，蛋糕类产品的主要增长动力是慕斯蛋糕，19 年增速达到 48.5%；饼类产品则主要依靠蛋黄莲蓉胚饼等新产品拉动。

表 13：冷冻烘焙食品各产品 2017-2020H1 收入和占比情况（亿元，%）

	2017	2018	2019	2020H1
甜甜圈系列	0.68	1.41	1.89	0.8
YOY		106%	35%	
占比	19%	26%	26%	22%
挞皮类	1.45	1.84	2.26	1.18
YOY		27%	23%	
占比	40%	33%	31%	33%
起酥类	0.69	1.00	1.42	0.51
YOY		43%	43%	
占比	19%	18%	19%	14%

丹麦系列	0.30	0.48	0.59	0.58
YOY		61%	22%	
占比	8%	9%	8%	16%
饼类	0.34	0.48	0.78	0.34
YOY		41%	62%	
占比	9%	9%	11%	9%
蛋糕系列	0.12	0.3	0.44	0.18
YOY		147%	49%	
占比	3%	5%	6%	5%
其他			0.01	0.01

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

4.1.2. 产品的持续升级帮助公司提升冷冻烘焙产品的盈利能力

除了新品的推广之外，老产品的持续升级为公司贡献新的业绩增量，同时也大大提升了公司产品的盈利能力。立高食品持续通过改进配方和原材料等多种方式进行产品升级，提升产品盈利能力。比如挞皮是公司 2013 年开发的产品，占比较高（2019 年占比 26%）；公司 18 年通过对挞皮进行升级优化，改良配方，使得挞皮单位耗油量有所降低，同时持续提高公司挞皮产品的酥化度，解决水分流失问题；后续针对挞皮产品开发相对中高端的精装葡挞，提升产品的盈利能力。产品的结构优化升级拉动部分产品单价提升，大部分产品的毛利率持续提升，从而拉高产品的毛利率水平。另外，在未来，伴随公司销售规模的扩大，规模效应持续凸显，单位成本持续摊薄后，公司净利率水平有望持续提升。

表 14：冷冻烘焙食品各产品 2017-2020H1 单价和毛利率（元/kg，%）

单位：元/kg	2017	2018	2019	2020H1
甜甜圈系列单价	24.28	24.91	25.68	25.30
yoy		1.8%	3.1%	-1.5%
毛利率	58.2%	51.5%	56.3%	56.4%
挞皮类单价	15.85	16.02	16.61	16.78
yoy		1.1%	3.7%	1.0%
毛利率	25.4%	25.8%	32.6%	33.9%
起酥类单价	23.52	26.15	28.33	27.73
yoy		11.2%	8.3%	-2.1%
毛利率	42.1%	42.2%	41.9%	42.3%
丹麦系列单价	16.32	17.09	18.26	21.92
yoy		4.7%	6.9%	20.0%
毛利率	31.4%	42.5%	48.4%	48.6%
饼类单价	12.98	13.86	15.43	14.73
yoy		6.8%	11.4%	-4.6%
毛利率	21.2%	28.1%	31.2%	33.6%
蛋糕系列单价	25.21	36.17	40.98	41.25
yoy		43.5%	13.3%	0.7%
毛利率	10.9%	14.8%	33.8%	40.4%

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

由此，我们认为公司冷冻烘焙业务的增长更多是量的增长。在冷冻烘焙行业整体处在快速发展的背景下，立高食品未来将利用自身优势持续进行冷冻烘焙产品的新品推广和产品结构的升级，拉动公司在规模化逐步凸显后，公司盈利能力将进一步提升。

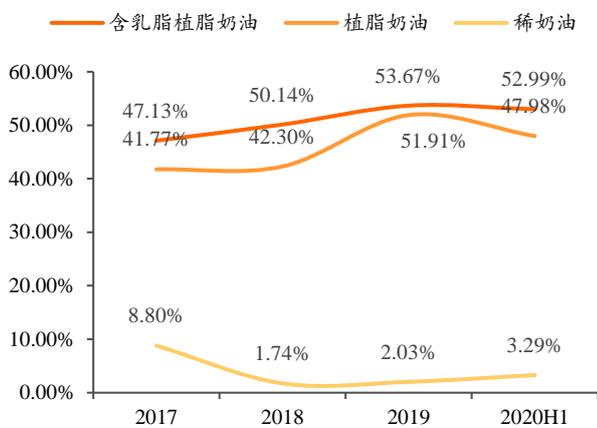
4.2. 烘焙原料业务：依托需求增长+产品结构升级保持持续稳健增长

我们认为公司烘焙原料业务主要依托需求端的持续增长+产品结构升级使得烘焙原料业务保持稳健持续增长。立高的烘焙食品原料业务主要包括奶油、水果制品和烘焙酱料。2020年公司烘焙原料食品(除烘焙产品外的产品)业务收入在8.54亿元，占比在47.22%。我们认为公司烘焙原料业务有望在未来3-5年实现20%以上的增长。

1) 奶油产品：产品结构升级使得含乳脂植脂奶油逐步代替植脂奶油，拉动奶油品类的业绩增长。

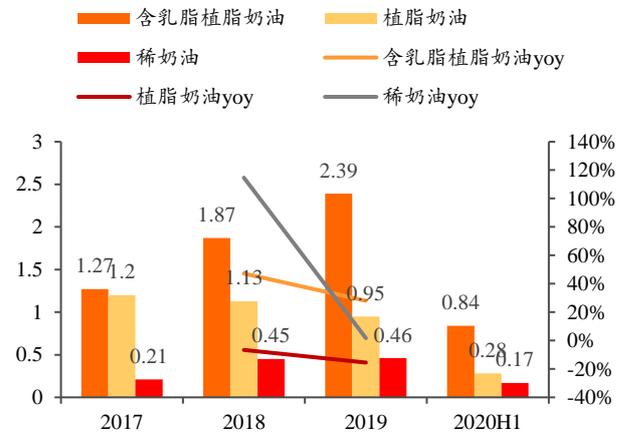
目前公司的奶油产品主要分为含乳脂植脂奶油、植脂奶油及稀奶油。公司通过优化乳化体系，克服乳脂与植脂相容性较差的问题，推出了含乳脂植脂奶油，由于含乳脂植脂奶油兼具稀奶油奶香浓郁和植脂奶油塑性能力强的优点，推出后收到市场喜爱，近年实现快速增长，占比逐年提升，2020H1占比提升至65%，未来将持续替代存量占比较高的植脂奶油。由于相对于植脂奶油，含乳脂植脂奶油的单价和毛利率较高，后续也将持续贡献业绩。

图 50：奶油产品毛利率水平情况 (%)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 51：奶油产品收入及 YOY (亿元, %)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2) 水果制品：应用场景的丰富带来水果制品的稳定增长

公司水果制品主要包含果馅、果泥和果溶，主要满足蛋糕等烘焙产品和冲调果汁产品的需求。2017-2020年公司水果制品复合增速为1.56%，剔除2020年疫情影响，公司17-19年收入复合增速在9%左右，保持稳健增长，其中现制茶饮等产品驱动果泥产品的快速增长(17/18年收入增速为24%、33%)，占比持续提升，2020H1达到38.3%，我们预计公司后续水果制品伴随应用场景的丰富，仍将保持较为稳定的增长，预计在10%左右。

表 15：水果制品收入占比情况（%）

	果馅	果泥	果溶	其他
2017	51.20%	26.30%	16.80%	5.70%
2018	46.30%	30.30%	18.60%	4.80%
2019	45.50%	36.50%	14.10%	3.90%
2020H1	43.20%	38.30%	16.10%	2.30%

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

3) 烘焙酱料：未来收入增速较快，主要系新品带来的量的增长

烘焙酱料的产品主要包括沙拉酱、可丝达酱，冷冻夹心酱等，目前占比不高，2020 年为 7.6%，17-20 年收入增速复合增速在 37%，实现快速增长。2018 年新品可丝达酱受到市场欢迎，实现了快速增长；同时冷冻夹心酱、挞液等产品的推出也将为公司后续的烘焙酱料增长提供增长动力。另外，伴随新品推广带动的产品升级，公司烘焙酱料盈利能力也将持续提升，预计未来 3-5 年仍能保持 20% 左右的增长。

4.3. 产能的持续扩张保证公司后续发展

需求端的持续增长，以及公司产品的推出和升级需要足够的产能作为保障，公司募投项目扩建的产能将有效保证公司后续发展。从产能利用率来看，公司 2019 年冷冻食品、奶油、水果制品及酱料的产能利用率分别为 81.1%、88.4%、87.6%、98.45%，平均产能利用率在 86% 左右，后续产能利用率将面临压力。前文提到，当前公司拥有四个生产基地，华南的佛山三水、广州增城和南沙、华东的浙江长兴，拥有奶油产能 3.3 万吨、水果制品 1.32 万吨、酱料产能 2.85 万吨、冷冻烘焙食品产能 5.32 万吨。公司募投项目在佛山三水和长兴进行产能扩充，同时在河南卫辉生产基地构建生产基地，建成后将形成华南、华东和华北三大生产区域，未来三年公司产能将增加 18.21 万吨（6 万吨奶油、2.7 万吨水果制品、5.92 万吨冷冻烘焙食品、3.59 万吨酱料），达到 34 万吨，产能 CAGR 在 35% 左右，为公司后续增长提供保障。

表 16：公司募投项目情况

序号	募集资金使用项目	实施单位	拟使用募集资金金额（万元）	建设工期	拓展产能
1	三水生产基地扩建项目	佛山分公司	38,243.00	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
2	长兴生产基地建设及技改项目	浙江奥昆	43,993.16	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	河南奥昆	27,558.39	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	佛山分公司	5,214.00		
5	智能信息化升级改造建设	立高食品	6,793.30		
6	补充流动资金	立高食品	7,000.00		
合计			128,801.85		

数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测

前文提到，未来冷冻烘焙业务将实现快速增长，是拉动公司业务增长的引擎；烘焙原料业务跟随烘焙市场实现稳健持续增长。我们预测假设如下：

1) 冷冻烘焙食品：考虑到冷冻烘焙行业仍处于快速增长阶段，且渗透率不断提升，替代效应的逐步凸显，公司作为行业领军企业，在产品、技术、服务、渠道、产能方面具备竞争优势，未来将持续收益，并保持快速增长。由此我们预计 2021-2023 年公司冷冻烘焙业务的收入增速分别为 42.8%、38.3%、35.2%；毛利率方面，考虑到公司新品推广和老产品的结构优化，高客单价产品的销售占比持续提升，毛利率将逐年提升，2021-2023 年分别为 42.6%、42.9%、43.1%。

2) 烘焙原料产品：奶油制品伴随产能释放及产品结构的升级，预计能够实现稳健增长；我们给予其较为平滑的增长预测，预计 2021-2023 年增速分别为 15.4%、12.2%、12.0%；毛利率分别为 43.4%、43.9%、44.9%；水果制品伴随茶饮市场的快速增长，拥有较大的空间，由于 2020 年疫情影响，水果制品收入负增长，我们预计未来水果制品收入保持 10% 左右的收入增速，预计 2021-2023 年收入与同比分别为 15.1%、11.1%、12.2%；毛利率分别为 27.2%、27.5%、28.3%。酱料产品预计能够保持较快速的增长，2020 年上半年浙江生产基地的部分产能投产，未来将持续贡献业绩，预计 2021-2023 年收入增速分别为 31.6%、28.5%、25.8%，毛利率伴随产能利用率逐步提升，逐渐回归到产能释放之前的水平，预计分别为 36%、38%、39.8%。

由此，我们预计 2021-2023 年公司实现营业总收入 23.59 亿元、30.27 亿元、38.63 亿元，同比增长分别为 30.4%、28.3%、27.6%；实现归母净利润 3.19 亿元、4.22 亿元、5.52 亿元，同比增长分别为 37.69%、32.06%、30.81%。预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.89 元、2.49 元、3.26 元，对应 PE 为 88.79/67.23/51.40 倍。

表 17：盈利预测（百万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入（百万元）	1582.65	1808.38	2357.69	3025.35	3861.14
yoy	20.6%	14.3%	30.4%	28.3%	27.6%
销量（万吨）	8.70	9.90	12.43	15.38	18.91
yoy	14.2%	13.8%	25.6%	23.7%	23.0%
单位价格（万元/吨）	1.82	1.83	1.90	1.97	2.04
yoy	5.7%	0.4%	3.8%	3.7%	3.8%
冷冻烘焙食品（百万元）	738.46	956.29	1365.58	1888.87	2553.76
yoy	34.3%	29.5%	42.8%	38.3%	35.2%
销量（万吨）	3.53	4.63	6.30	8.37	10.88
单位价格（万元/吨）	2.09	2.07	2.17	2.26	2.35
奶油产品（百万元）	379.97	370.62	427.55	479.71	537.18
yoy	10.3%	-2.5%	15.4%	12.2%	12.0%
销量（万吨）	3.03	2.95	3.31	3.64	4.00
单位价格（万元/吨）	1.25	1.25	1.29	1.32	1.34

水果制品 (百万元)	191.94	168.85	194.41	215.99	242.35
yoy	10.3%	-12.0%	15.1%	11.1%	12.2%
销量 (万吨)	1.16	1.07	1.22	1.34	1.47
单位价格 (万元/吨)	1.66	1.58	1.60	1.61	1.65
烘焙酱料 (百万元)	108.42	137.91	181.46	233.21	299.55
yoy	13.1%	27.2%	31.6%	28.5%	28.4%
销量 (万吨)	0.97	1.25	1.61	2.03	2.55
单位价格 (万元/吨)	1.11	1.11	1.13	1.15	1.18
其他主营业务 (百万元)	163.86	174.71	188.69	207.56	228.31
yoy	11.0%	6.6%	8%	10%	10%
其他业务收入 (百万元)	1.08	1.31	1.5	1.6	1.7
营业总收入	1583.73	1809.69	2359.19	3026.95	3862.84
YOY	20.6%	14.3%	30.4%	28.3%	27.6%
营业毛利	653.60	692.59	952.64	1248.88	1621.07
毛利率	41.3%	38.3%	40.4%	41.3%	42.0%
冷冻烘焙食品	41.7%	40.7%	42.6%	42.9%	43.1%
奶油产品	47.0%	42.5%	43.4%	43.9%	44.7%
水果制品	32.7%	26.5%	27.2%	27.5%	28.3%
酱料	41.2%	29.4%	36.0%	38.0%	39.8%
其他主营业务	36.2%	34.3%	35.5%	37.9%	40.1%
其他业务	57.4%	65.6%	33.3%	37.5%	41.2%

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2. 相对估值

我们选取烘焙行业中与公司业务相似或相近的可比公司: 海融科技、南侨食品、安井食品、味知香, 截至 2021 年 6 月 15 日, 根据 Wind 一致预期, 行业可比公司 2021-2023 年平均估值分别 56/45/36 倍。立高食品 21-23 年 PE 分别为 89/67/51 倍, 高于行业平均 PE, 我们认为主要由于公司业务占比最大的冷冻烘焙食品行业正处于较高速增长过程中, 渗透率持续提升, 未来空间巨大; 立高作为行业内领军企业, 将享受行业增长红利, 实现高速增长, 较市场平均水平更乐观; 同时叠加新股上市, 预期较高, 享受一定估值溢价。另外公司未来三年净利润 CAGR 高于可比公司, 成长性较好, PEG 为 2.65 倍, 未来将通过业绩的快速增长消化估值, 建议持续关注。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 18: 可比公司相对估值

公司名称	总市值 (亿)	净利润 (亿)			PE			3 年净利润 CAGR	PEG
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
海融科技	54.50	1.15	1.50	1.85	47.49	36.42	29.50	28.61%	1.66
南侨食品	201.81	4.07	4.80	5.88	49.57	42.02	34.30	21.85%	2.27
安井食品	582.22	8.40	11.00	14.03	69.33	52.92	41.48	32.47%	2.14
味知香	94.46	1.60	2.00	2.48	58.96	47.16	38.03	25.71%	2.29
平均值	233.25	3.80	4.83	6.06	56.34	44.63	35.83	28.57%	1.97
立高食品	283.7292	3.20	4.22	5.52	88.78	67.23	51.40	33.49%	2.65

数据来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 总市值数据为 2021 年 6 月 15 日数据, 海融科技、南侨食品、安井食品、味知香净利润预测来自于 Wind 一致预期, 立高食品净利润预测来自于浙商证券研究所

6. 风险提示

食品安全风险。虽然公司建立了严格的食品安全控制体系，但由于公司生产经营环节众多，运输和储存存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，一旦公司及客户有所疏忽，食品安全问题依旧可能发生，出现媒体关注，消费者向公司追溯赔偿或监管部门对公司进行处罚等状况，从而对公司的品牌形象以及相关产品的销售造成不良影响。

原材料价格波动风险。公司作为生产型企业，直接材料成本占比较高，其主要原材料为油脂、糖类、面粉等大宗农产品原料，其价格波动会影响公司产品的毛利率和经营利润。以 2019 年为基础计算，若公司油脂、糖类、面粉采购价格各上升 1%，在假定销售价格、数量等其他指标不变的前提下，分别会导致主营业务毛利率下降 0.10 个百分点、0.04 个百分点和 0.04 个百分点，进而导致税前利润减少 157.07 万元、63.89 万元和 68.44 万元。因此，若未来公司原材料价格发生较大波动，而公司未能采取有效应对措施，将会对公司未来业绩产生较大影响。

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

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	482	897	1333	1922	营业收入	1810	2359	3027	3863
现金	204	535	879	1348	营业成本	1117	1407	1778	2242
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	13	17	22	28
应收账款	113	123	164	217	营业费用	253	377	490	634
其它应收款	7	17	27	25	管理费用	87	106	138	177
预付账款	14	25	28	35	研发费用	53	63	79	101
存货	141	187	228	289	财务费用	(0)	(0)	2	2
其他	4	8	8	7	资产减值损失	4	2	1	(1)
非流动资产	492	535	589	653	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	7	10	10	10
固定资产	291	344	383	418	营业利润	290	398	528	690
无形资产	69	81	90	103	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	84	76	80	91	利润总额	290	397	528	690
其他	49	33	36	41	所得税	58	78	106	138
资产总计	975	1431	1922	2575	净利润	232	320	422	552
流动负债	310	405	473	574	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	31	20	17	归属母公司净利润	232	320	422	552
应付款项	141	188	230	290	EBITDA	327	423	556	722
预收账款	0	30	33	31	EPS (最新摊薄)	1.83	1.89	2.49	3.26
其他	169	156	190	236	主要财务比率				
非流动负债	13	12	13	13		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	13	12	13	13	营业收入	14.27%	30.36%	28.30%	27.61%
负债合计	323	417	486	587	营业利润	25.16%	36.99%	32.70%	30.80%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	24.07%	37.69%	32.06%	30.81%
归属母公司股东权益	652	1014	1436	1988	获利能力				
负债和股东权益	975	1431	1922	2575	毛利率	38.27%	40.38%	41.26%	41.97%
					净利率	12.83%	13.55%	13.94%	14.29%
					ROE	41.35%	38.37%	34.45%	32.25%
					ROIC	35.22%	30.58%	28.89%	27.45%
					偿债能力				
					资产负债率	33.11%	29.16%	25.31%	22.79%
					净负债比率	0.00%	7.59%	4.30%	2.99%
					流动比率	1.56	2.21	2.82	3.35
					速动比率	1.10	1.75	2.34	2.84
					营运能力				
					总资产周转率	2.04	1.96	1.81	1.72
					应收账款周转率	18.74	19.80	20.63	19.91
					应付账款周转率	8.61	8.57	8.52	8.62
					每股指标(元)				
					每股收益	1.83	1.89	2.49	3.26
					每股经营现金	1.68	1.98	2.60	3.35
					每股净资产	5.13	5.99	8.48	11.74
					估值比率				
					P/E	91.68	88.79	67.23	51.40
					P/B	32.64	27.98	19.76	14.27
					EV/EBITDA		65.83	49.47	37.44

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>