

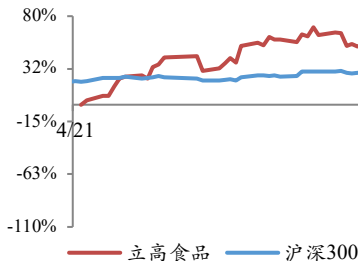
# 冷冻烘焙崭露头角，构建烘焙供应链新格局

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2021-06-22

收盘价(元)	157.98
近12个月最高/最低(元)	85.50/175.71
总股本(百万股)	169
流通股本(百万股)	36
流通股比例(%)	21.34
总市值(亿元)	268
流通市值(亿元)	57

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：陆金鑫

执业证书号：S0010120120022

电话：13520271171

邮箱：lujx@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

● **摘要：**冷冻烘焙可降低烘焙供应链整体的物料和人工成本，从品质稳定和食品安全角度提升消费者体验，成长属性已在欧美国家充分验证。立高内生外延搭建冷冻烘焙为核心的业务平台，以大量烘焙门店终端的流量驱动产品开发、生产供应、业务扩张步入良性循环，实现从需求发掘到生意机会的成功转化，有望在供应链组织新格局中扮演重要角色，驱动量利持续高增长，给予“买入”评级。

### ● 烘焙供应方式演进，龙头把握机遇。

(1) 传统烘焙店前店后厂，现烤现卖的模式导致各项成本居高不下。冷冻烘焙食品可提高生产效率，降低生产成本，管理产品质量，合理控制库存，同时令消费者品尝到新鲜产品。欧盟冷冻烘焙食品对手工制作方式的替代趋势非常明显，销量占比已达22%，美国冷冻烘焙产品在各渠道普及率更高，超过65%。(2) 我国烘焙行业景气度高，平均增速10%左右，接近50万家烘焙门店零售额占比超过70%，是冷冻烘焙和烘焙原料的最大客户。(3) 我们测算冷冻烘焙食品行业规模约120亿，保守增速15%，竞争格局分散，龙头拓展行业边界。烘焙原料行业规模植脂奶油162亿，水果制品126亿，酱料25亿，保持5%增速。

### ● “四步法”经营闭环勾勒成功路径。

(1) 基于快消品品牌思维，公司自建近千人的销售队伍，通过高频客访开拓市场，维护客户，依靠经销商完善配送网络，辅助增加客户粘性。(2) 公司捕捉市场需求，通过系统研发推出挞皮、甜甜圈、含乳脂植脂奶油等高品质产品，销售规模快速提升，成为营收增长引擎。随着生产自动化、集约化程度提升，以及重点销区产能布局补足，供应体系将更具成本竞争力。(3) 未来增长空间包括：冷冻烘焙食品业务烘焙原料协同发展，以大型商超为代表的直销客户收入增长，华北、华中等重点消费区域市场拓展，及慕斯蛋糕等线上需求爆发。(4) 公司持续开展研发投入保持市场竞争力，信息系统升级将提升业务前瞻能力和供应链敏捷度，助力掌握市场先机。

### ● 投资建议

**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计2021-2023年公司营收23.04、30.15、39.52亿元，同比增长27%/31%/31%，归母净利润为3.06、4.32、6.05亿元，同比增长32%/41%/40%，EPS分别为1.80、2.55、3.57，对应PE分别为87.53、61.98、44.22，PEG分别为2.76、1.50、1.10。考虑到公司作为高景气烘焙领域中冷冻烘焙赛道稀缺标的，成长性优，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

原料价格大幅上涨风险，食品安全风险，新品推广和新渠道拓展不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1810	2304	3015	3952
收入同比 (%)	14.3%	27.3%	30.9%	31.1%
归属母公司净利润	232	306	432	605
净利润同比 (%)	27.9%	31.7%	41.2%	40.1%
毛利率 (%)	38.3%	39.0%	39.7%	40.4%
ROE (%)	35.6%	13.1%	13.9%	14.3%
每股收益 (元)	1.83	1.80	2.55	3.57
P/E	0.00	87.53	61.98	44.22
P/B	0.00	11.51	8.61	6.31
EV/EBITDA	-0.62	60.13	44.59	31.32

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

一、起步烘焙原料赛道，深耕冷冻烘焙市场.....	6
1.1 内生外延构建“大烘焙”发展格局.....	6
1.2 公司股权架构稳定，员工持股实现利益绑定.....	6
1.3 冷冻烘焙食品和烘焙原料形成合力，提供产品解决方案.....	7
1.4 产销两旺，扩产加速.....	8
1.5 冷冻烘焙食品驱动公司量利高增.....	10
二、烘焙供应方式演进，龙头把握机遇.....	12
2.1 知外鉴中，冷冻烘焙应时而兴.....	12
2.2 烘焙行业稳步增长，烘焙门店是零售主渠道.....	16
2.3 冷冻烘焙尚处推广前期，龙头发掘需求增量.....	19
三、“四步法”经营闭环勾勒成功路径.....	22
3.1 品牌思维运作，发力客户经营.....	23
3.2 亿元单品复制成功，打造高效供应体系.....	25
3.3 品类协同、渠道与区域拓展打开业务空间.....	27
3.4 研发积累成长基础，信息化提升经营能力.....	29
四、盈利预测与投资建议.....	30
4.1 盈利预测.....	30
4.2 投资建议.....	32
风险提示：.....	32
财务报表与盈利预测.....	33

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构	7
图表 3 公司主要产品	8
图表 4 公司经销收入占 80%左右	9
图表 5 公司华南、华东销售占比 60%左右	9
图表 6 公司产能利用率整体处于高位	9
图表 7 公司产销率接近 100%	9
图表 8 公司募投产能规划	10
图表 9 公司营收保持较快增长 (亿元)	10
图表 10 公司归母净利润快速增长 (亿元)	10
图表 11 冷冻烘焙食品销售收入占比提升至过半	11
图表 12 冷冻烘焙食品产量快速增长 (万吨)	11
图表 13 冷冻烘焙食品销量快速增长 (万吨)	11
图表 14 公司利润率稳中有升	12
图表 15 公司费用率稳中趋降	12
图表 16 烘焙消费供应、渠道与产品结构	12
图表 17 餐饮企业房租和人力成本占比约为 30%	13
图表 18 欧盟新鲜烘焙食品占比超过 70%	14
图表 19 欧盟新鲜烘焙产品渠道收入占比	14
图表 20 欧盟冷冻烘焙正对手工制作形成替代	14
图表 21 美国冷冻烘焙产品在餐饮和烘焙店销售额占比高达 65%以上 (百万美元)	15
图表 22 65 岁以上人口比例对比	15
图表 23 我国冷链物流市场规模保持较高增速 (亿元)	16
图表 24 我国冷链具体基础设施规模增长	16
图表 25 我国烘焙行业零售规模 (单位: 百万元)	17
图表 26 中国大陆人均烘焙年消费量仍有提升空间 (千克, 2020 年)	17
图表 27 烘焙店是我国烘焙零售的主要渠道 (2020 年)	18
图表 28 我国烘焙店数量基本稳定 (万家)	18
图表 29 中式糕点门店数量占比有所增加	18
图表 30 烘焙门店数量前十省份 (万家, 2019 年)	19
图表 31 烘焙门店数量增幅前十省份 (2019 年)	19
图表 32 各线城市烘焙店消费结构	19
图表 33 各线城市烘焙店平均客单价 (元)	19
图表 34 我国冷冻烘焙行业规模测算	20
图表 35 国内冷冻烘焙食品主要企业	20
图表 36 棕榈仁油等原材料在我国烘焙食品的消耗量 (万吨)	21
图表 37 烘焙原料市场规模测算	22
图表 38 公司经营闭环示意图	22
图表 39 公司销售人员队伍不断壮大	23

图表 40 公司冷冻烘焙业务销售人员构成 .....	23
图表 41 公司经销商数量与单家采购金额逐步增加 .....	24
图表 42 公司经销商采购规模主要在 100 万以下 .....	24
图表 43 公司前 20 大经销商客户以烘焙店为主体 (2020H1) .....	24
图表 44 公司的蓝条纹视觉识别系统 .....	24
图表 45 公司冷冻烘焙和奶油业务较快增长 (亿元) .....	25
图表 46 公司新品营收保持较快增长 (亿元) .....	25
图表 47 公司冷冻烘焙系列产品毛利率总体上升 .....	26
图表 48 公司冷冻烘焙食品生产效率逐步提升 (元/吨) .....	26
图表 49 公司主要产品系列产能规划 (万吨) .....	26
图表 50 公司冷链配送中心分布图 (2020 年) .....	27
图表 53 公司直销收入较快增长 (万元) .....	28
图表 51 EUROPASTRY 的渠道结构 (2020 年) .....	28
图表 52 ARYZTA 的渠道结构 (2020 年) .....	28
图表 54 公司主销区集中在华南、华东 (2020 年) .....	29
图表 55 我国烘焙零售线上比例迅速提升 .....	29
图表 56 公司研发费用率 3% 左右 .....	29
图表 57 供应链数据治理模式示意图 .....	30
图表 58 公司营收按业务拆分预测 (单位: 百万元) .....	30
图表 59 公司盈利能力预测 .....	31
图表 60 可比公司 PE、PEG .....	32

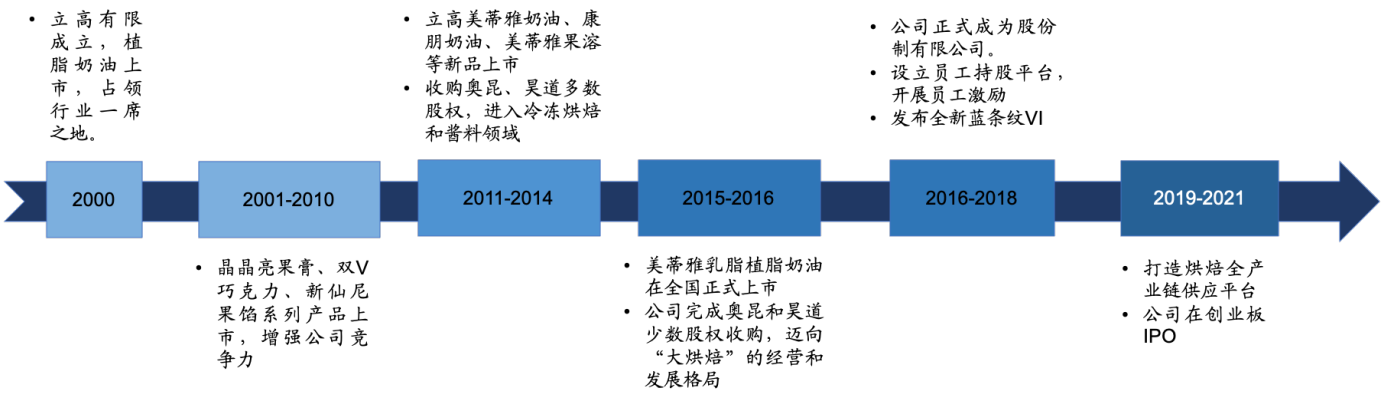
# 一、起步烘焙原料赛道，深耕冷冻烘焙市场

## 1.1 内生外延构建“大烘焙”发展格局

公司主要从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产和销售。公司主要产品包括奶油、水果制品、酱料、巧克力等烘焙食品原料和冷冻烘焙半成品及成品，此外还生产部分休闲食品。公司产品类型众多，规格多样，产品品规总量超过 650 种，充分满足下游不同类型客户的多产品、多规格的一站式采购消费需求，提高了客户的使用便利性。由于产品的不断丰富，公司终端客户也从最初的烘焙门店发展到目前的烘焙门店、饮品店、餐饮、商超和便利店等多种业态。

**立高主营奶油，通过收购奥昆和昊道进入冷冻烘焙和酱料领域。**公司积极寻找新的业务增长点，预判冷冻烘焙食品在消费升级过程中具有良好的发展前景。广州奥昆和广州昊道已成功研发并生产经营包括挞皮、老婆饼和绿豆饼等多款冷冻烘焙食品，形成了沙拉酱的技术储备，且具有一定的市场基础，但因缺乏足够的资金支持用于大规模生产、丰富品类和快速市场推广。2014-2016 年，公司完成对奥昆和昊道全部股权的收购，从而解决制约二者业务发展的资金和渠道问题，业务步入良性发展轨道。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

## 1.2 公司股权架构稳定，员工持股实现利益绑定

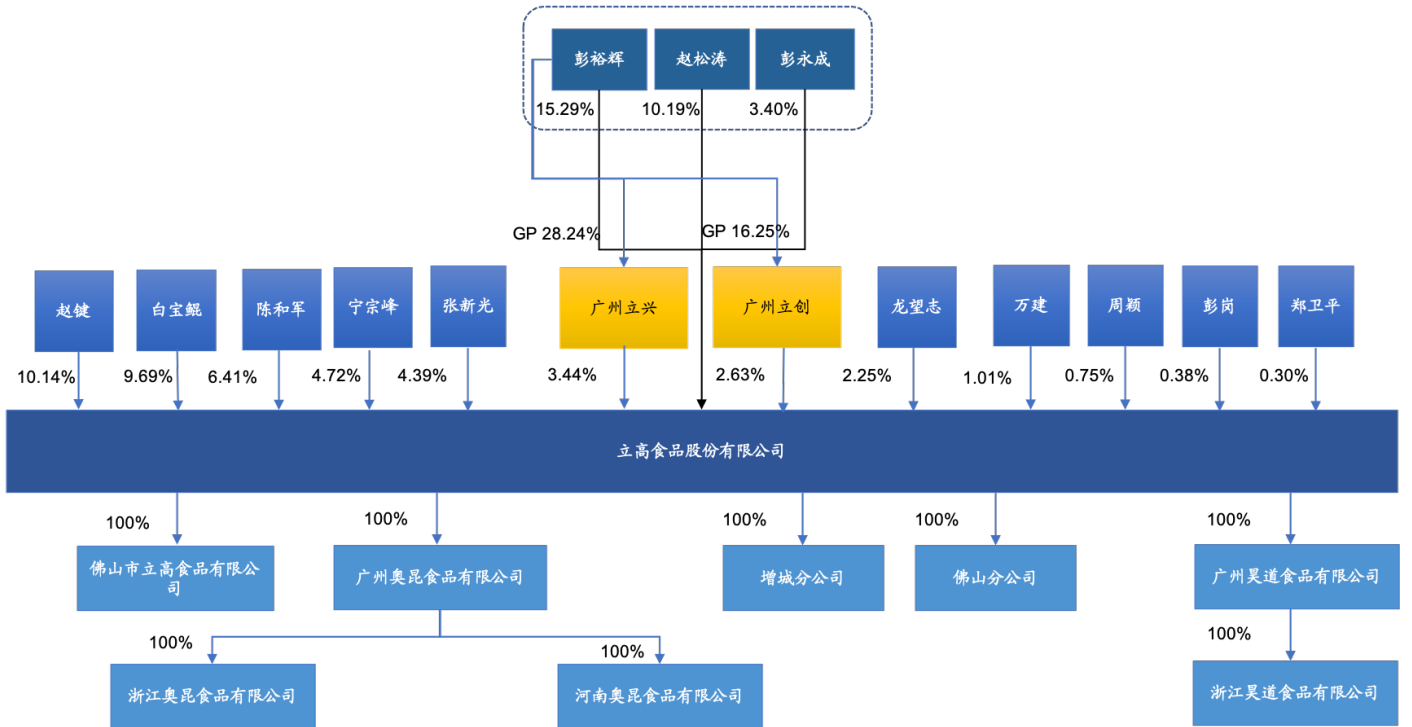
彭裕辉、赵松涛、彭永成三人直接和间接控制公司 34.95%的股份，为公司控股股东及实际控制人。彭裕辉除直接持有公司股份外，作为执行事务合伙人分别持有广州立兴、广州立创 28.24%、16.25%的出资额，从而间接控制公司 3.44%、2.63%的股份。三人为亲属关系，赵松涛为彭裕辉的姐夫，彭永成为彭裕辉的父亲。

公司管理层均持有股份，员工持股计划激发团队潜能，持续获得发展红利。2016 年 10 月，立高收购了广州奥昆和广州昊道的全部股权，将业务扩展至冷冻烘焙食品和酱料领域。奥昆和昊道的创始人陈和军、宁宗锋继续担任奥昆和昊道总经理职务，



并分别持有公司 6.41%、4.72%的股份。公司副总经理、董秘龙望志、销售总监周颖、行政总监彭岗、研发总监郑卫平亦占一定股比。2018 年 5 月，为对公司发展做出贡献的高级管理人员及核心员工予以奖励，公司实施了股权激励方案，向股权激励对象发起设立的员工持股平台广州立兴和广州立创增发股份，增资价格为 1 元/股，激励范围囊括公司总监、经理、主任等中高层员工超过 70 人，实现公司核心成员和业务、技术骨干的利益绑定。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1.3 冷冻烘焙食品和烘焙原料形成合力，提供产品解决方案

冷冻烘焙食品和烘焙原料品类丰富，致力满足多元化多层次的客户需求。(1) 烘焙原料分为奶油、水果制品、酱料等，其中奶油产品主要分为植脂奶油、含乳脂植脂奶油和稀奶油三类；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。(2) 冷冻烘焙食品则主要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，保质期通常在 6-9 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。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。(3) 公司其他类产品主要为休闲食品，包括巧克力脆脆棒、糖果等，可直接食用。

图表 3 公司主要产品

	产品图片	用途图片	产品细分	产品特点	
烘焙原料			植脂奶油	以油脂为原料, 打发性好、稳定性强、经济实惠, 目前我国蛋糕制作中使用量最大	
			含乳脂植脂奶油	添加乳脂成分, 兼具稀奶油奶香浓郁和植脂奶油塑性能力强的特点, 价格居中, 近年来市场需求增长较快	
			稀奶油	由牛奶离心脱水后制成, 奶香浓郁、口感细腻, 定位高端, 在我国处于起步阶段。受国内奶源制约, 公司产品以代理进口产品为主	
	水果制品			果馅	含有水果颗粒, 呈流体状态, 用于蛋糕等烘焙食品夹层或表面
				果溶	为水果打浆制成, 水果含量更高, 主要与奶油等烘焙食品原料混合使用, 满足蛋糕等烘焙食品的调味需要, 价格较果馅更高
				果泥 饮料浓浆	果泥和饮料浓浆用于冲调果汁等饮品。果泥中含有水果颗粒, 呈流体状态 为浓缩水果产品, 呈液体状态
酱料			沙拉酱	由油脂、鸡蛋、淀粉等原料制成, 可用于家庭、餐饮、烘焙等多个渠道, 既能用于蔬菜、水果、肉类的调味, 也能用于面包涂抹和夹馅	
			可丝达酱	由油脂、奶粉、淀粉等原料制成, 工艺难度较沙拉酱更高, 主要用于烘焙及食品工业, 作为面包和蛋糕的夹馅, 是公司近期推出的新品	
冷冻烘焙食品			冷冻面包 (含酵母)	甜甜圈、牛角包、手撕包、金枕面包、麻薯等	
			冷冻糕点 (不含酵母)	蛋黄酥、老婆饼、绿豆饼、鲜花饼、叉烧酥等	
			冷冻糕点 (西式)	慕斯蛋糕、瑞士卷、麦芬蛋糕等	
休闲食品			巧克力脆脆棒糖果		

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

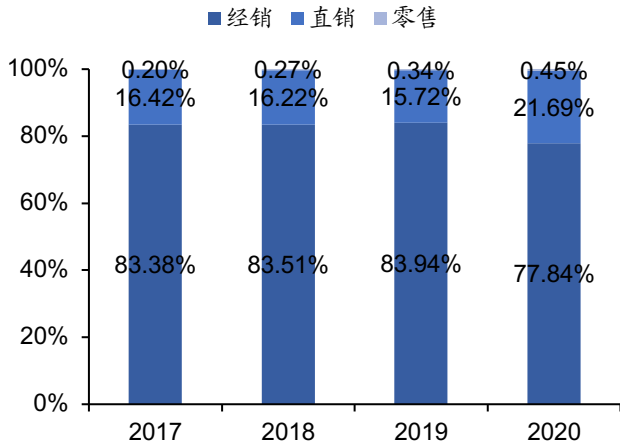
## 1.4 产销两旺, 扩产加速

公司销售模式以经销为主直销为辅, 多渠道促销量。公司的终端客户主要为烘焙门店, 该类客户普遍规模较小、分布较为分散, 且对于配送时效性要求较高, 因此公司经销模式为主, 占比 80%左右, 有助于公司更快速的实现市场的全面覆盖。公司直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮的客户。此外, 公司还存在少量零售业务, 包括线上和线下渠道。

销售收入总体南高北低, 华东和华南地区遥遥领先。华东和华南是公司产品的传统强势区, 2020 年营收分别达到 6.45 亿、5.35 亿, 占比小计 60%左右, 远超其他地区营收。公司业务增量依赖在人口密集、消费能力强的华东、华南、华北、华中地区的拓展, 随着新增产能落地, 上述区域营收占比有望持续攀升。

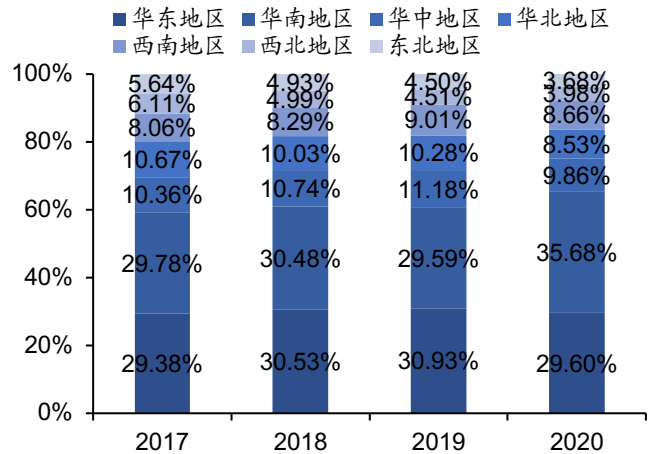


图表 4 公司经销收入占 80%左右



资料来源：公司公告，华安证券研究所

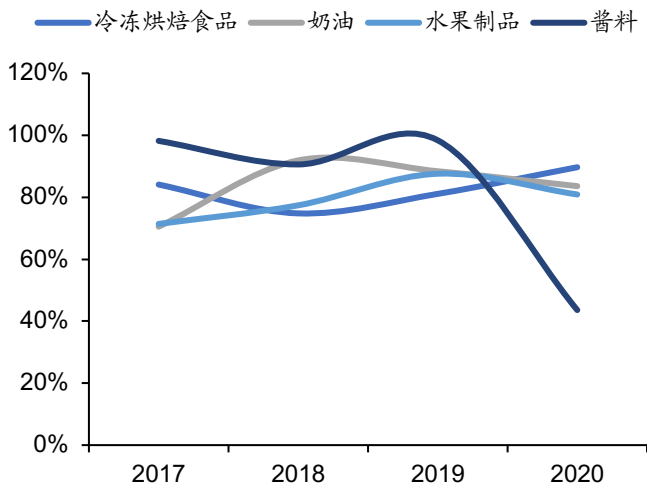
图表 5 公司华南、华东销售占比 60%左右



资料来源：公司公告，华安证券研究所

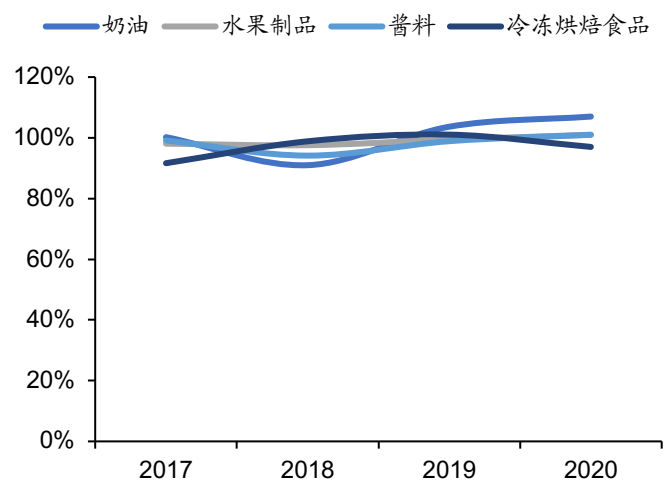
市场需求带动产能利用率超过 80%，以销定产模式下产销率接近 100%。(1) 2020 年浙江生产基地酱料产线投产初期未达满产，叠加疫情压制烘焙店对烘焙原料的需求，2020 年奶油、水果制品和酱料的产能利用率出现不同程度下滑，若剔除上述扰动因素，公司产能利用率整体位于 80%以上且处于上行通道。(2) 公司采取月度计划为基础的以销定产，根据销售情况预测下月销售，下达月度计划，并按计划指导生产和采购，产销率接近 100%。

图表 6 公司产能利用率整体处于高位



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 公司产销率接近 100%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

募投项目拓展产能，提升市场供应能力。目前，公司拥有广州增城和南沙、佛山三水、浙江长兴四个大型生产基地，2020 年，奶油、水果制品、酱料、冷冻烘焙食品产能分别达到 33,000 吨、13,200 吨、28,500 吨、53,200 吨。为进一步巩固公司在华东、华南地区的优势地位并加强对华中、华北的渗透，募投项目在佛山三水、浙江长兴和河南卫辉进行产能扩充，以缩短对重点市场的响应时间，提升客户的服务能力。

图表 8 公司募投产能规划

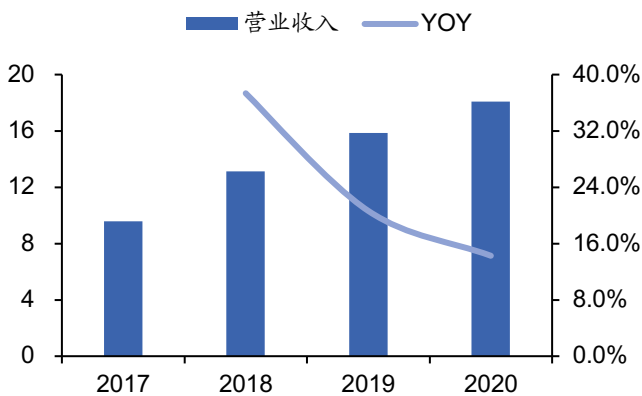
募投项目名称	项目具体情况
三水生产基地扩建项目	构建无菌包装奶油生产线、水果制品生产线、冷冻烘焙食品生产线、普通奶油生产线、挞液生产线和相关冷冻及仓储设施；项目建设工期 2 年，达产后年产 6.00 万吨奶油（含挞液）、2.70 万吨水果制品、0.81 万吨冷冻烘焙食品，冻库面积将达到 1.26 万平方米；满足华南地区的市场需求。
长兴生产基地建设及技改项目	构建冷冻蛋糕生产线、冷冻面包生产线、甜甜圈生产线、酱料生产线和相关冷冻及仓储设备，同时对原浙江奥昆挞皮生产线和甜甜圈生产线进行自动化升级；项目建设工期 2 年，达产后年产 2.86 万吨冷冻烘焙食品和 3.59 万吨酱料和馅料；完善华东生产基地的建设，继续深度覆盖华东地区。
卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	构建手工挞皮、蛋黄酥、甜甜圈等冷冻烘焙产线和相关冷冻及仓储设备；项目建设期 2 年，达产后年产 2.25 万吨冷冻烘焙食品；提升对华北区域市场的服务能力，巩固竞争优势的需要。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

### 1.5 冷冻烘焙食品驱动公司量利高增

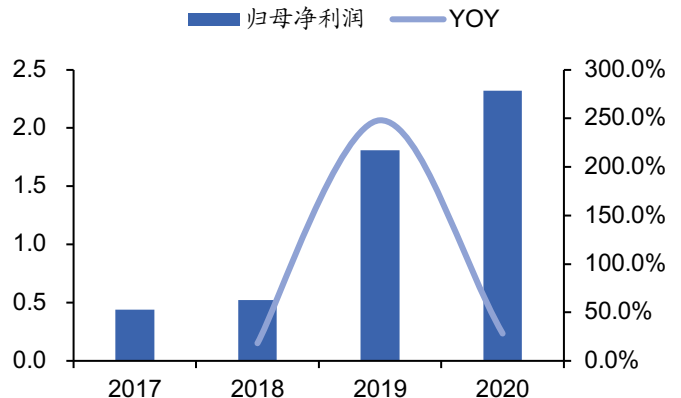
公司营业收入和归母净利润实现较快增长。(1)公司营业收入从 2017 年的 9.56 亿元增长到了 2020 的 18.10 亿元，期间 CAGR 为 23.7%，保持较快增速，2020 年疫情反复影响下游烘焙消费，同比增长 14.3%。(2)公司归母净利润从 2016 年的 0.44 亿提高到 2020 年的 2.32 亿，期间 CAGR 为 74.1%，整体快速上升。2018 年，公司一次性计提股份支付费用 3,665.22 万元，并计入非经常性损益，拉低了 2018 年净利润。如扣除非经常性损益影响，2019 年，公司扣非后净利润较上年增加 102.8%。

图表 9 公司营收保持较快增长 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

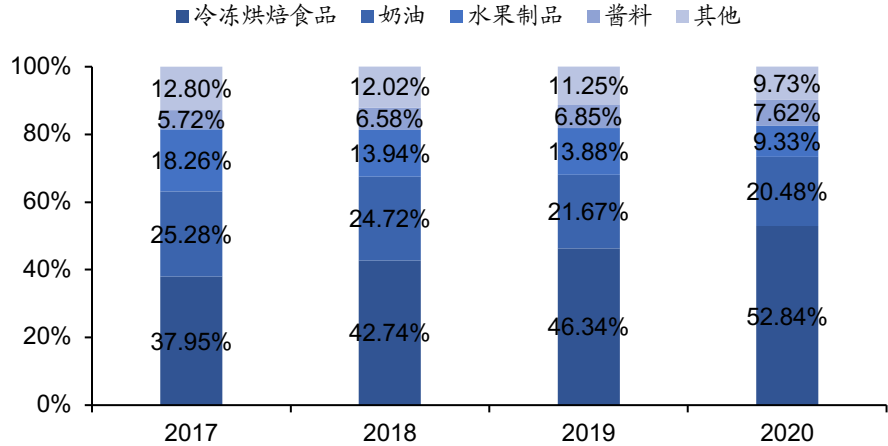
图表 10 公司归母净利润快速增长 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

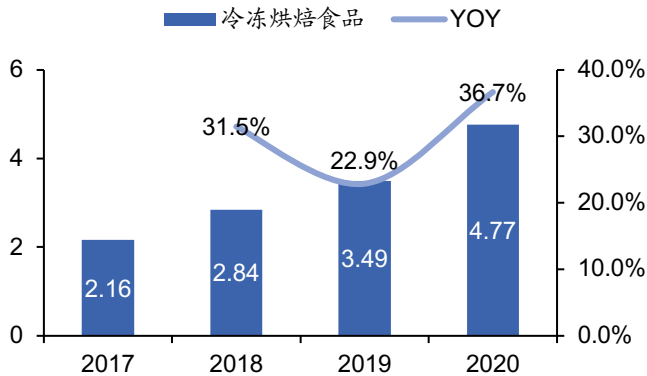
**冷冻烘焙食品销售占比持续提升。**(1) 2017-2020 年间, 公司冷冻烘焙食品业务的销售收入占比从 37.95% 上升至 52.84%。奶油和水果制品食品业务销售占比逐渐降低, 分别从 2017 年的 25.28% 和 18.26% 下降到 2020 年的 20.48% 和 9.33%, 酱料的销售占比小幅增加, 从 2017 年的 5.72% 升高到 2020 年的 7.62%。(2) 冷冻烘焙食品一直是公司战略发展重点, 2017-2020 年间产销量 CAGR 均达到 30% 以上, 明显快于烘焙原料业务, 且 2020 年疫情虽然冲击烘焙店景气度, 但沃尔玛等商超大客户需求大幅增长, 促进冷冻烘焙食品业务规模进一步提升。

图表 11 冷冻烘焙食品销售收入占比提升至过半



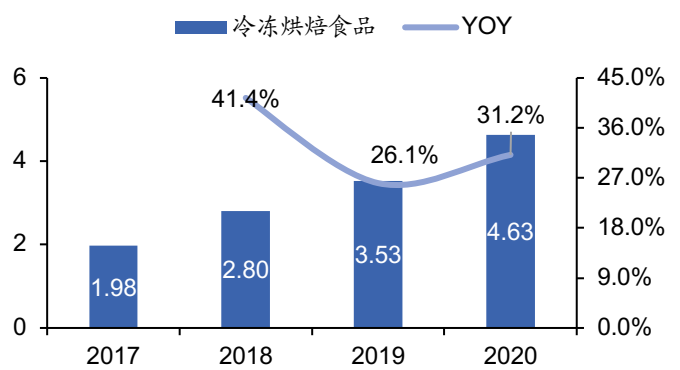
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 12 冷冻烘焙食品产量快速增长 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 13 冷冻烘焙食品销量快速增长 (万吨)

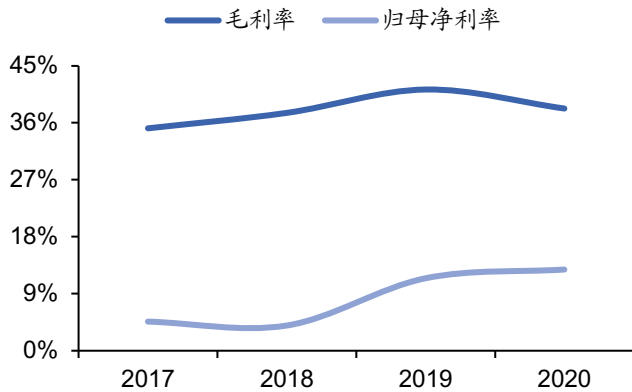


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**毛利率稳步提升叠加费用率走低, 净利率水平较快抬升。**(1) 公司 2017-2020 年毛利率稳步提升, 从 2017 年 35.14% 提升到 2020 年 38.27%, 因 2020 年执行新会计准则调整了 6,674.78 万元运输费至营业成本, 还原为可比口径后毛利率为 41.92%。毛利率上升的驱动因素来自于规模效应降本和产品迭代提升单价。(2) 公司三项费用率整体下降。其中, 2018 年管理费用率上升主要是因公司对员工实施股权激励。2020 年销售费用降幅较大, 主要是由于剔除运输费, 同时疫情影响促销和市场推广减少。公司 2020 年财务费用率接近 0, 原因在于 2020 年银行借款减少, 利息支出减少的同时利息收入增加。(3) 归母净利率从 2017 年 3.98% 增加至 2020

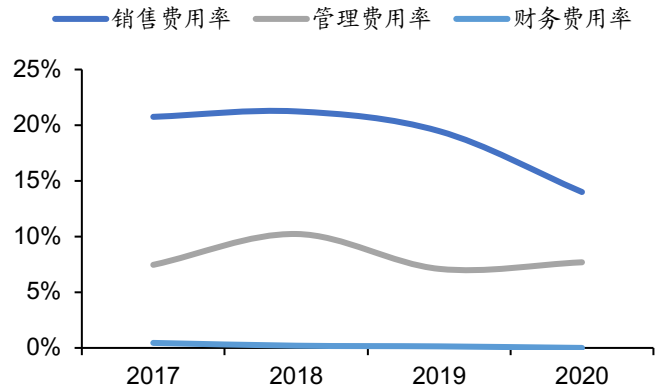
年 12.83%，随着公司规模增长和业务结构优化，预计仍有上升空间。

图表 14 公司利润率稳中有升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 公司费用率稳中趋降



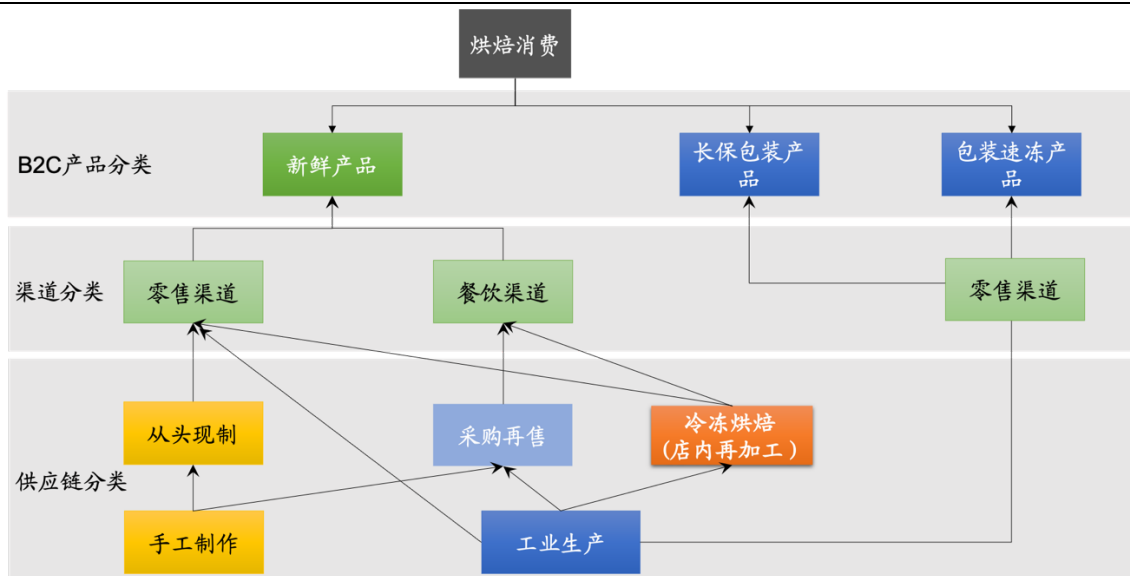
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 二、烘焙供应方式演进，龙头把握机遇

### 2.1 知外鉴中，冷冻烘焙应时而兴

烘焙产品按照新鲜程度可以分为新鲜产品、长保包装产品和速冻包装产品。后二者均为工业生产，通过零售渠道销售给消费者。新鲜产品供应方式有手工制作和工业生产两类，两种方式均可生产包装或散装新鲜产品供应零售渠道或餐饮渠道，例如在商超销售的工业短保产品、烘焙店前店后厨制作的烘焙食品、酒店餐厅提供的成品点心等。但上述产品存在着保质期短、现场制作成本和要求较高等问题。

图表 16 烘焙消费供应、渠道与产品结构

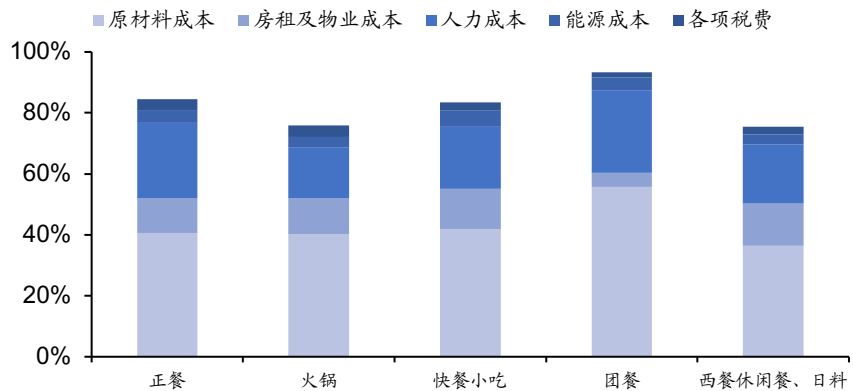


资料来源：Gira，华安证券研究所

**传统烘焙店前店后厂，现烤现卖的模式导致各项成本居高不下：**（1）需要配备齐全的烘焙生产线设备，生产区域占用面积大，造成设备投入多，店面租金高。（2）店面所需原料品种多，管理复杂度高，由于无法确定生产数量，常常造成大量多种原料浪费。（3）店面生产线长，所需员工多，有经验的面点师傅需求大，员工用工成本高。据中国饭店协会统计，与烘焙店类似的快餐小吃店房租与人力成本分别占收入的 13.2%和 20.7%。同样，供应烘焙食品的西式快餐店、正餐店、茶饮店也存在成本压缩需求。

**冷冻烘焙食品利用自动化生产设备按照标准化流程大批量生产，可提高生产效率，降低生产成本，有效控制和管理产品质量。冷链配送，连锁化生产销售，能合理控制库存，同时令消费者品尝到新鲜烘焙产品。**具体来看，运用冷冻面团技术后（1）减少连锁店设备投入，较少店面生产区域，扩大营业面积，减少店面租金，增加产品展现率。（2）店面减少人员数量，不需要大量有经验高薪的师傅驻店，工序相对简单，员工经过简单培训即可上岗。（3）根据当天消费需求，做多少，卖多少，减少库存，减少浪费，提高利润。

**图表 17 餐饮企业房租和人力成本占比约为 30%**

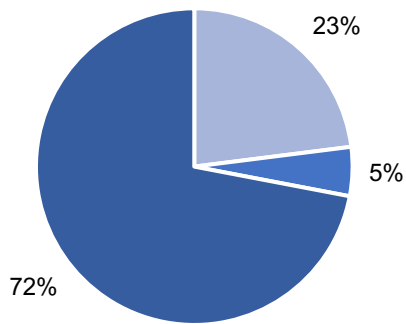


资料来源：中国饭店协会，华安证券研究所

**欧盟冷冻烘焙食品对手工制作方式的替代趋势非常明显。**据 Gira 的全渠道统计，欧盟国家新鲜烘焙食品销量占比达到 72%，是烘焙消费主流。其中，现代渠道比例最大（35%），其次是个体烘焙店（28%）和餐饮渠道（19%）。如从供应方式角度来分，预测个体烘焙店手工制作的销量占比从 2016 年的 38%降至 2021 年的 27%，减少的部分份额几乎全部被冷冻烘焙食品获得。同时，工业短保、包装长保份额基本稳定，分别为 19%和 23%。

图表 18 欧盟新鲜烘焙食品占比超过 70%

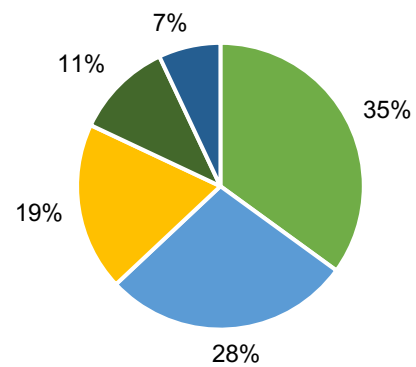
■ 长保包装产品 ■ 冷冻包装产品 ■ 新鲜产品



资料来源: Gira, 华安证券研究所

图表 19 欧盟新鲜烘焙产品渠道收入占比

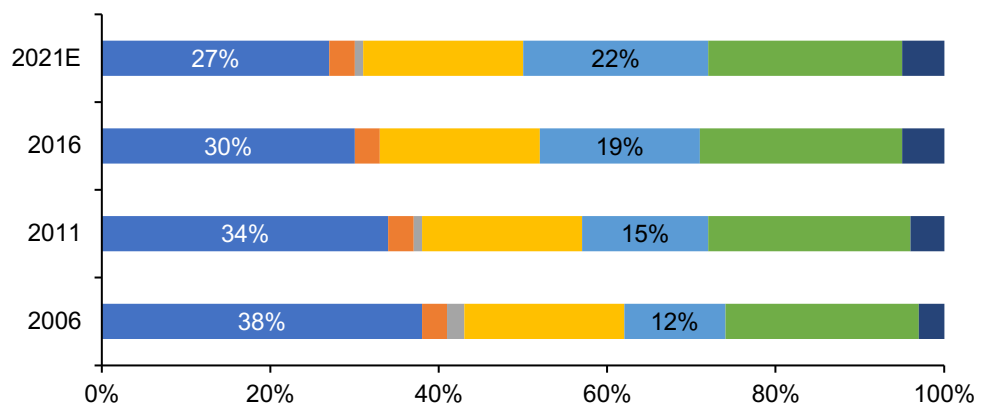
■ 现代渠道 ■ 个体烘焙店 ■ 餐饮渠道  
■ 连锁烘焙店 ■ 其他零售渠道



资料来源: Gira, 华安证券研究所

图表 20 欧盟冷冻烘焙正对手工制作形成替代

■ 个体烘焙手工制作 ■ 零售店手工制作 ■ 其他手工制作 ■ 工业短保  
■ 冷冻烘焙 ■ 包装长保 ■ 包装速冻



资料来源: Gira, 华安证券研究所

美国冷冻烘焙产品在各渠道普及率更高, 推测与烘焙工业化起步早与人口密度较低有关。据 Technomics 统计, 2016 年, 美国餐饮渠道冷冻烘焙产品(包括成品、半成品和冷冻面团)销售额为 104 亿美元, 占比高达 75.9%, 店内烘焙(含商超内设烘焙店)销售额也达到 45 亿美元, 占比 65.0%, 期间以 CAGR 5%保持稳定增长。



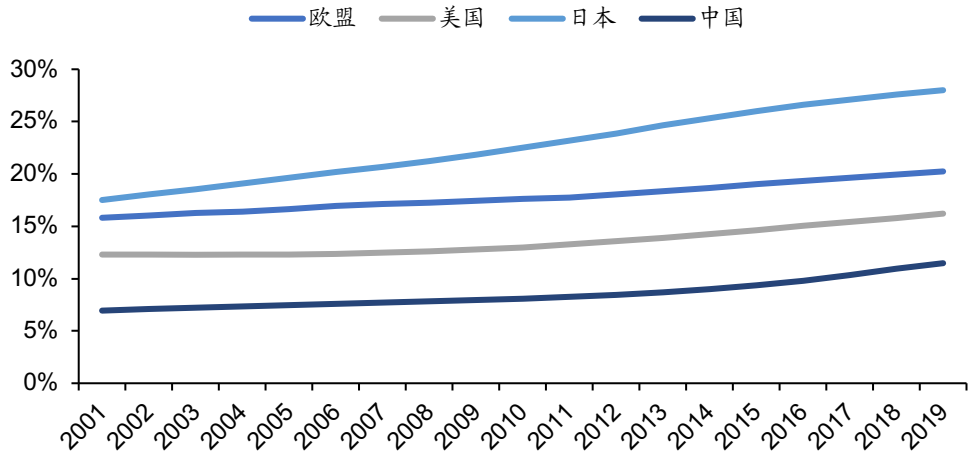
图表 21 美国冷冻烘焙产品在餐饮和烘焙店销售额占比高达 65%以上 (百万美元)

销售额	餐饮			店内烘焙		
	2013	2016	2016 占比	2013	2016	2016 占比
新鲜采购	1,658	1,974	14.4%	594	678	9.7%
手工制作	1,158	1,324	9.7%	1,539	1,768	25.3%
冷冻烘焙 (包括成品、半成品和冷冻面团)	9,184	10,420	75.9%	4,019	4,531	65.0%

资料来源: Technomics, 华安证券研究所

冷冻烘焙对手工制作的替代速度或与人口老龄化程度有关。欧盟 2019 年 65 岁以上人口占比超过 20%，劳动力的逐步短缺或对烘焙从业人员新老接班产生负面影响，造成传统纯手工制作的个体烘焙店份额下滑，机器自动化生产的冷冻烘焙食品迅速增长。相比而言，美国老龄化程度较轻，65 岁以上人口占比 16.2%，手工制作、冷冻烘焙并未出现此消彼长的现象，销售额保持相近增幅。我国 2019 年这一比例为 11.5%，老龄化程度虽好于发达国家，但 65 岁以上人口预计将较快增加，中长期看冷冻烘焙在烘焙消费中的占比将持续提升。

图表 22 65 岁以上人口比例对比

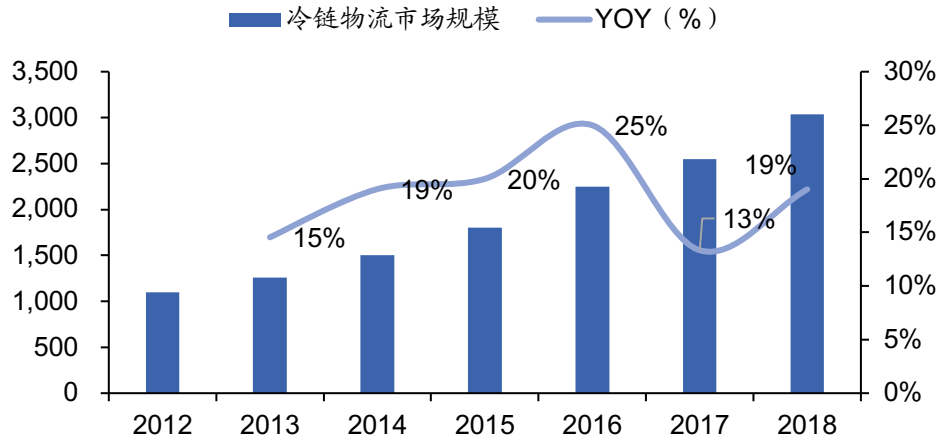


资料来源: 世界银行, 欧盟统计局, 华安证券研究所

冷链设施物流发展为冷冻烘焙行业发展提供硬件支持。我国冷链物流行业迅速发展，冷链物流市场规模从 2012 年 1,100 亿元增长到了 2018 年的 2,025 亿元，期间的 CAGR 为 18%。其中，冷链冷库总容量不断提升，为速冻食品的储藏和运输提供基本条件，保证速冻食品的稳定供给。根据中国物流与采购联合会相关数据显示，2013 年到 2018 年间我国的冷库总容量从 2,411 万吨增长到了 2018 年的 5,238 万吨，CAGR 达到了 17%，另外，冷链运输车的提升也为速冻食品的运输提供了基本条件，有利于速冻食品在不同区域之间的运输，对于速冻食品企业的扩张具有较强的拉动作用。2013 年到 2018 年间冷链运输车数量从 6 万辆增长到了 18 万辆，期

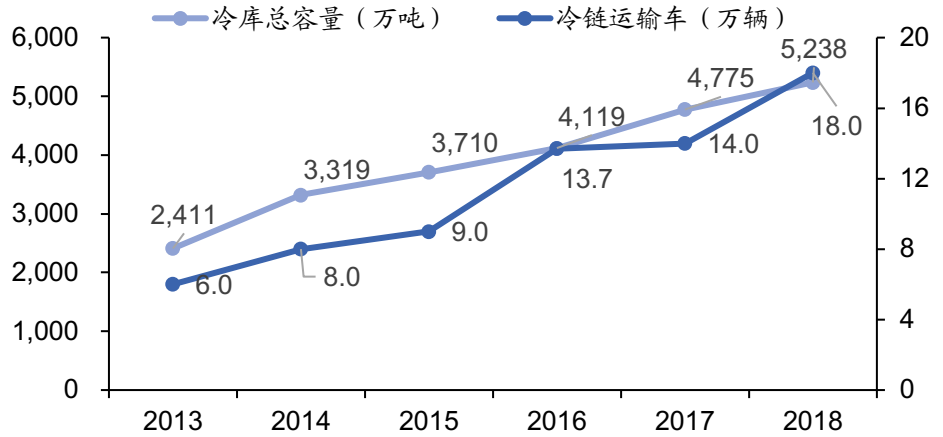
间 CAGR 为 25%。

图表 23 我国冷链物流市场规模保持较高增速 (亿元)



资料来源: 中冷协冷链物流分会, 华安证券研究所

图表 24 我国冷链具体基础设施规模增长

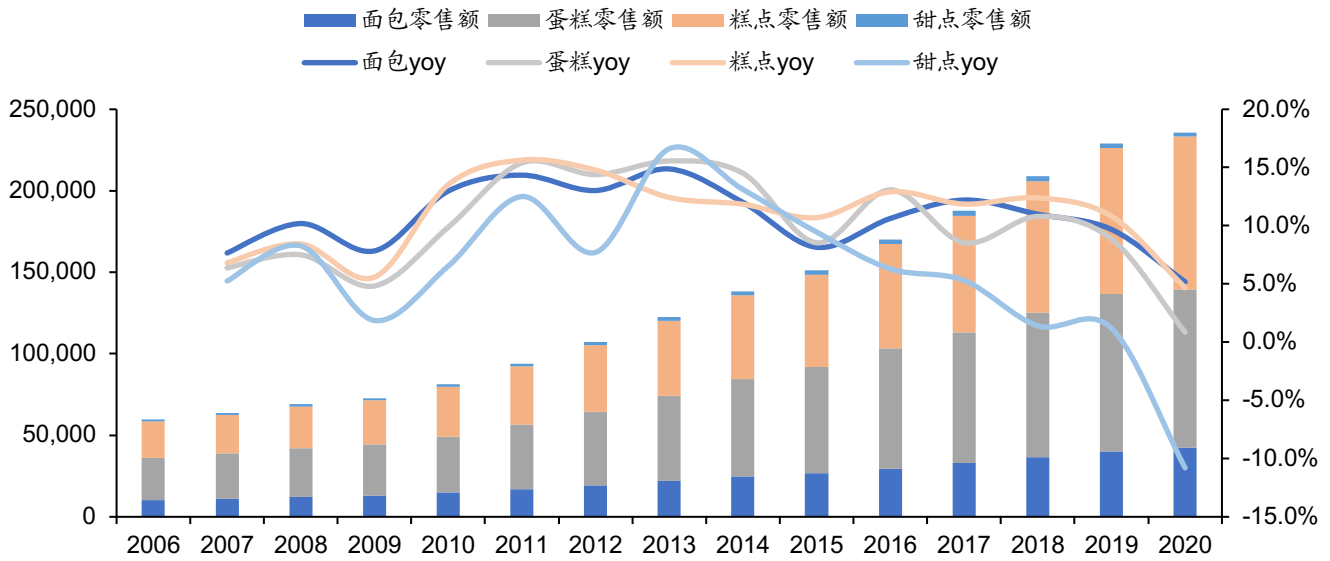


资料来源: 千味央厨招股书, 华安证券研究所

## 2.2 烘焙行业稳步增长, 烘焙门店是零售主渠道

我国烘焙行业整体高景气, 零售额预计保持 10% 的年均增幅。烘焙产品可以分类面包、蛋糕、糕点和甜点四类。根据欧睿的零售口径, 从规模来看, 烘焙产品销售额在 2,400 亿规模, 其中蛋糕、糕点和面包零售额占比较高, 分别为 42%, 39% 和 18%。从增速来看, 面包、蛋糕和糕点零售额均保持 10% 左右增长。2020 年烘焙行业整体受到了一定的冲击, 预计疫情稳定之后行业增速将回归到 10% 以上。

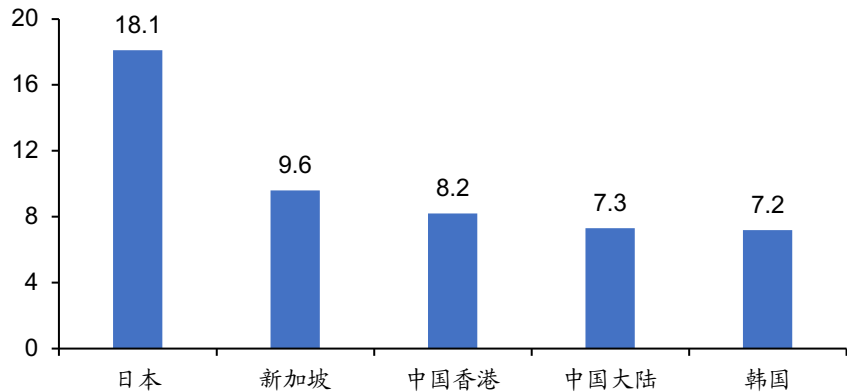
图表 25 我国烘焙行业零售规模 (单位: 百万元)



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

与饮食习惯较为接近的邻近国家或地区对比, 大陆的烘焙行业的市场规模仍有较大的增长空间。大陆人均烘焙年消费 7.2 千克, 与韩国接近, 低于中国香港 (8.2 千克)、新加坡 (9.6 千克), 不及日本 (18.1 千克) 的一半。由于我国人口基数大, 人均年消费量每提升 1 千克, 即可提供 140 万吨的增量空间。

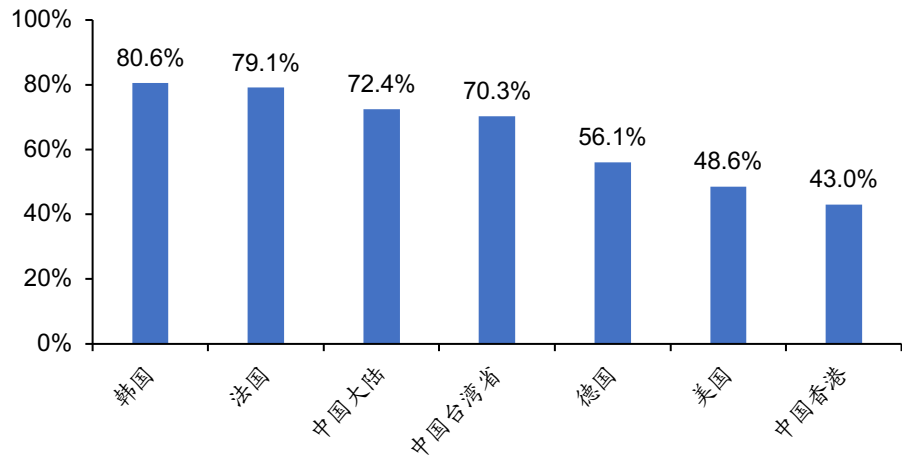
图表 26 中国大陆人均烘焙年消费量仍有提升空间 (千克, 2020 年)



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

我国烘焙店业态体量大, 但尚未出现全国连锁品牌。我国烘焙店销售额在烘焙食品零售额中的占比达到 72.4%, 且近五年均保持在 70% 以上, 远高于包装烘焙食品品牌达利园、桃李等, 构成我国烘焙零售消费的主渠道。但更多以地区连锁和个体经营者的形式存在, 行业非常分散。

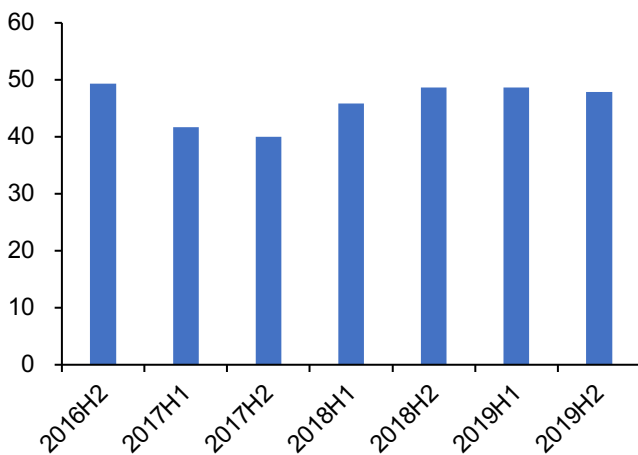
图表 27 烘焙店是我国烘焙零售的主要渠道 (2020 年)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

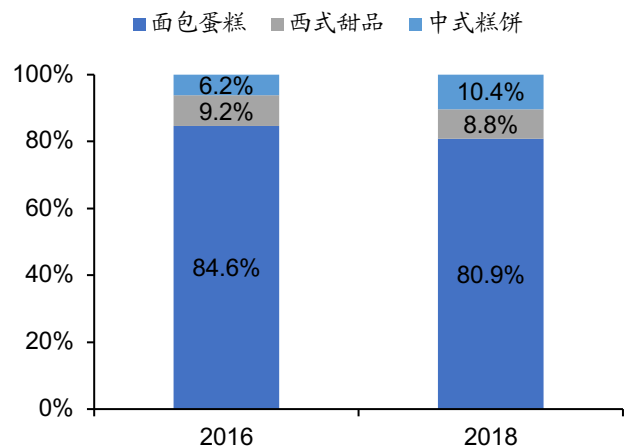
**烘焙门店数量保持稳定，中式糕饼店占比增加。**(1) 截至 2019 年，全国烘焙门店数量 47.9 万家，近三年除 2017 年下滑外，均维持在 50 万家以内。商家不断升级烘焙产品品类和制作工艺，以迎合消费者对新鲜、品质要求的不断提升，烘焙门店在早餐、茶歇、外带等场景均扮演重要角色。(2) 根据经营产品的类型，烘焙门店主要分为面包蛋糕、中式糕饼、西式甜品三大类。面包蛋糕是烘焙门店的第一大品类，在全国烘焙门店中有八成是面包蛋糕类门店。目前全国面包蛋糕类门店已接近 40 万家，占比超过 80%。中式糕饼店数量比例由 2016 年的 6.2% 增加值 2018 年的 10.4%。(3) 中式糕饼消费升级趋势明显，中等价位的中式糕饼类烘焙门店占比上升：人均消费在 16-30 元区间的中式糕饼类烘焙门店占比由 29.6% 上升至 33.7%，而 15 元及以下中式糕饼门店占比则由 52.1% 下降至 46.1%。

图表 28 我国烘焙店数量基本稳定 (万家)



资料来源：美团点评，华安证券研究所

图表 29 中式糕点门店数量占比有所增加

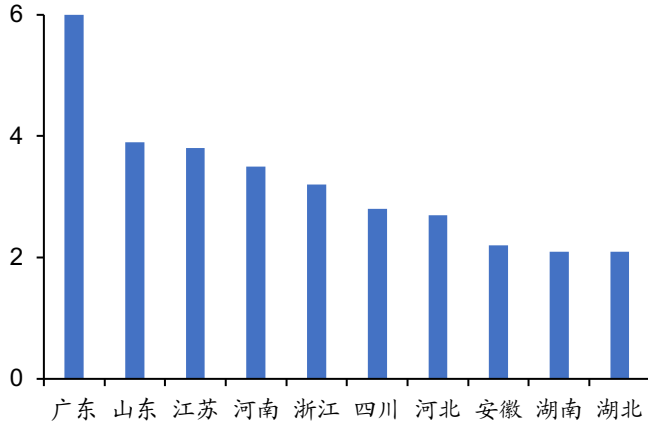


资料来源：美团点评，华安证券研究所

**烘焙门店正在由东南沿海向西部省份扩张。**从门店绝对数量来看，广东以近 6 万家位居第一位，烘焙门店主要分布在中东部省份，四川是唯一跻身前十的西部省份。另一方面，西部省份门店数量增速更高，甘肃、云南、重庆、贵州、西藏包揽

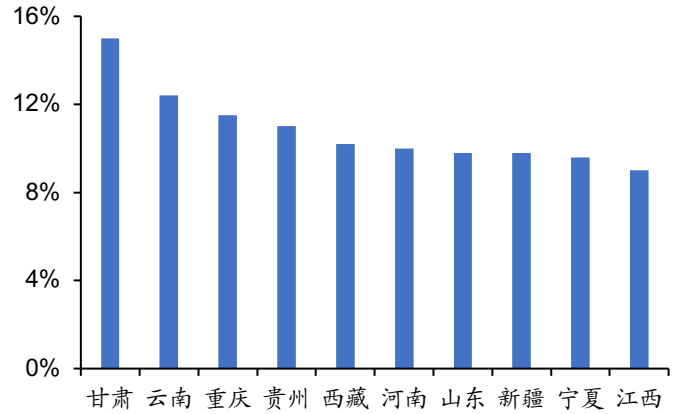
前五位, 只有河南、山东在门店数量和同比增幅方面均排名靠前, 是兼具规模和增长的区域市场。

图表 30 烘焙门店数量前十省份 (万家, 2019 年)



资料来源: 美团点评, 华安证券研究所

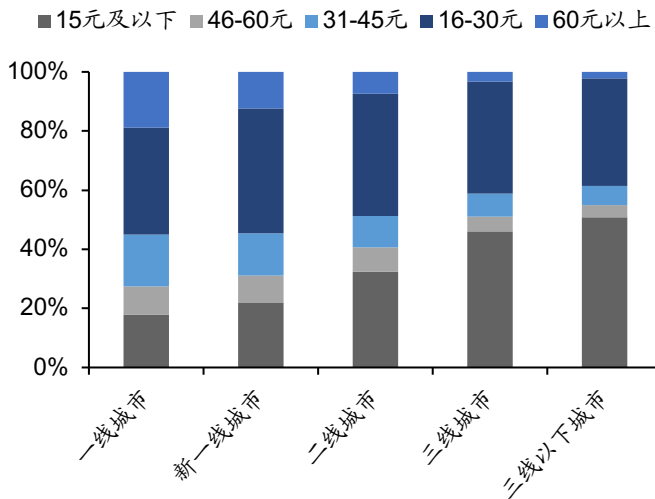
图表 31 烘焙门店数量增幅前十省份 (2019 年)



资料来源: 美团点评, 华安证券研究所

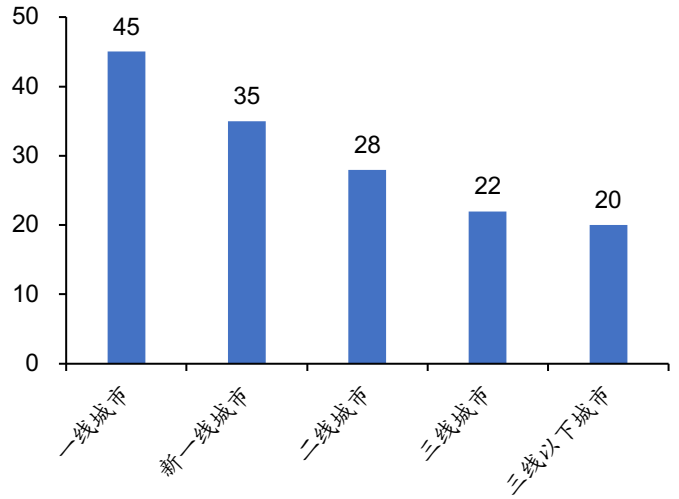
高线城市烘焙门店消费偏向高端, 低线城市更注重性价比。一线、新一线等高线城市人均消费价位要明显高于三线及以下的低线城市。例如, 一线城市烘焙门店人均消费均价为 45 元, 是三线城市人均消费均价的两倍。三线及以下城市有超过 80% 的烘焙门店人均消费均价在 30 元以下, 中低端消费仍是主流。

图表 32 各线城市烘焙店消费结构



资料来源: 美团点评, 华安证券研究所

图表 33 各线城市烘焙店平均客单价 (元)



资料来源: 美团点评, 华安证券研究所

### 2.3 冷冻烘焙尚处推广前期, 龙头发掘需求增量

我们基于第三方统计、典型公司披露数据和市场调研的结果, 以烘焙店、西式快餐店和咖啡茶饮店为主要对象, 测算国内目前冷冻烘焙食品规模 (厂家收入口径) 约为 120 亿元, 保守估计行业增速 15% 以上。其中, 烘焙店 (含商超设立) 占比最大, 2020 年约为 61.4 亿元, 2023 年接近 100 亿元。西式快餐店和咖啡茶饮店的冷

冻烘焙食品需求也将保持快速增长，分别从2020年的49.8亿、9.3亿增至2023年的73.6亿和17.4亿元。由于基础数据缺乏，上述测算未包括酒店、团餐、线上等渠道的冷冻烘焙食品需求。

图表 34 我国冷冻烘焙行业规模测算

单位: 亿元	2017	2020	2023	2017	2020	2023	2017	2020	2023		
客户销售额	1,355	1,707	2,065	560	632	818	145	165	258		
原料采购比例	30%	30%	30%	25%	25%	25%	28%	28%	28%		
冷冻烘焙占比	10%	15%	20%	西式快餐店	30%	35%	40%	咖啡店	20%	25%	30%
客户采购额	40.6	76.8	123.9	42.0	55.3	81.8	8.1	11.6	21.7		
经销商利润空间		20%			10%			20%			
厂家收入规模	32.5	61.4	99.1	37.8	49.8	73.6	6.5	9.3	17.4		

资料来源：欧睿，宇博咨询，百胜中国年报，奈雪的茶招股书，华安证券研究所

冷冻烘焙市场格局较为分散，立高迅速成长为行业龙头，树立示范效应，拓展行业边界。冷冻烘焙业务最早由外资企业引入，设立初衷为出口或定向服务麦当劳、肯德基、星巴克等国际连锁餐饮，如南侨食品、山东鹏程、East Balt、张家港拉普利奥、东莞黑玫瑰等，大客户需求相对固定，规模扩张并非企业经营重心。另外，伴随东南沿海烘焙消费需求兴起，山东高贝、江西鑫万来、杭州洲际、新迪嘉禾、广东元宝等是最早一批涉足冷冻烘焙的民营企业，目前销售渠道涵盖超市、烘焙店、西餐厅等，但无论从产能还是营收来看，规模均与立高有较大差距。

图表 35 国内冷冻烘焙食品主要企业

公司名称	股东背景	冷冻烘焙业务规模	主要产品	渠道
南侨食品	台资	产能约 0.35 万吨，营收 1.1 亿元	冷冻生面团、菠萝包、丹麦面包等	超市、西式餐饮、茶饮店等
山东鹏程	日本 Table Mark	产能 0.6 万吨	冷冻生面团，冷冻成品、蛋糕、点心	出口日韩
山东高贝	内资	产能约 3.5 万吨	蛋挞皮、老婆饼、甜甜圈、丹麦面包、蛋糕等	烘焙、超市
张家港拉普利奥	法资	产能约 2 万吨	法式面包、蛋糕等	超市、酒店、咖啡厅、



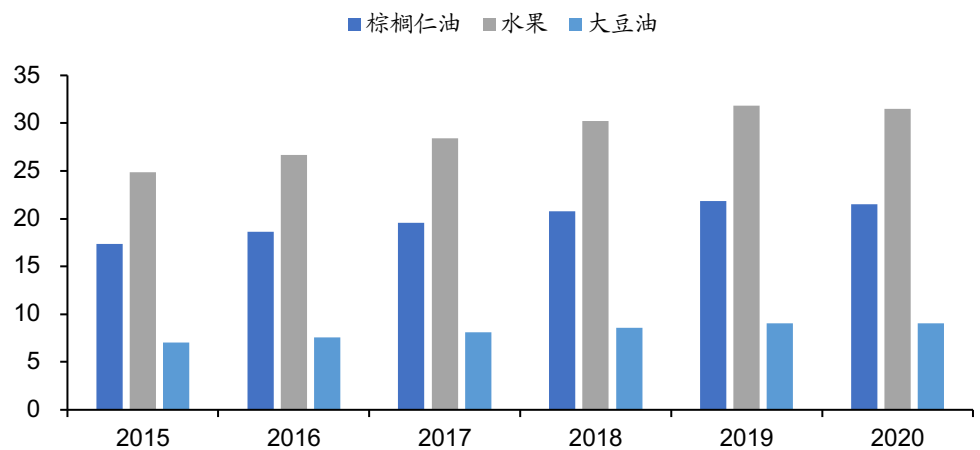
			出口	
江西鑫万来	内资	营收约 3 亿元	蛋挞皮、老婆饼、起酥皮、丹麦面包、蛋糕等	超市、西式餐饮、烘焙
East Balt	宾堡	营收约 3 亿元	汉堡胚、挞皮等	麦当劳等西式快餐，团餐，出口
杭州洲际	合资	产能 4 万吨	蛋挞皮、披萨、甜甜圈、起酥皮、丹麦面包等	超市、西式餐饮、出口
浙江新迪嘉禾	内资	产能约 2 万吨	蛋糕、甜甜圈、欧包、吐司	超市、西式餐饮、烘焙、出口
广东元宝	内资	产能约 1 万吨	蛋挞皮、酥饼、起酥皮、丹麦面包等	超市、烘焙
东莞黑玫瑰	英国 Bakkavor 与法资	产能 1.3 万吨	冷冻生面团、蛋糕、派类等	酒店、咖啡厅，出口

资料来源：荷兰合作银行，华安证券研究所

烘焙原料市场规模方面，我们利用欧睿烘焙食品的原材料数据库，结合公司披露的生产换算比例与售价，大致推算植脂奶油、水果制品和酱料的收入规模约为 162 亿、126 亿和 25 亿，2015-2020 CAGR 均在 5% 左右。但是，咖啡茶饮使用的果泥、奶盖等产品并未计入，预测有更大的市场发展潜力。

奶油、水果制品、酱料等烘焙食品原料生产企业数量较多，各企业所占市场份额不高，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，除立高外，包括维益食品、海融科技、南侨股份等奶油厂商，丘比食品、不二制油等酱料厂商，而水果制品市场份额则更为分散。

图表 36 棕榈仁油等原材料在我国烘焙食品的消耗量 (万吨)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 37 烘焙原料市场规模测算

烘焙原料	主要原料	2020 年烘焙行业 消耗量（万吨）	2015-2020 CAGR	产品质量占 比	单价（元/千 克）	收入规模（亿 元）
植脂奶油	棕榈仁油	21.55	4.4%	0.16	12	162
水果制品	水果	31.52	4.8%	0.40	16	126
酱料	大豆油	9.04	4.9%	0.40	11	25

资料来源：欧睿，公司公告，华安证券研究所

### 三、“四步法”经营闭环勾勒成功路径

公司业务起步于小 B 为主的烘焙店，客户特点“分布广泛、需求零散、品规众多”。同时，客户自身缺乏市场洞察和技术开发能力，需要公司技术及业务人员对其进行持续的技术指导、培训，乃至参与门店管理改进，包括帮助优化陈列布局、改善品类管理等，从单纯出售（半）产品/原料发展至输出服务和管理。这种客户特点和需求决定了公司在运营过程中需要建设庞大的市场销售和服务网络，且具备很强的渠道维护和管理经验。另一方面，销售网络一旦构建完成，公司并非单纯的供应商角色，拥有相当的主动权，客户粘性较高，替代难度较大，形成一定进入壁垒。

更重要的是，我们认为公司通过销售人员持续高频拜访烘焙客户，掌握大量门店的进货、销售、库存等实时信息，间接获取一手烘焙市场消费数据，从而以终端的流量驱动产品开发、生产供应、业务扩张步入良性循环，实现从需求发掘到生意机会的成功转化，驱动量利持续增长。

图表 38 公司经营闭环示意图

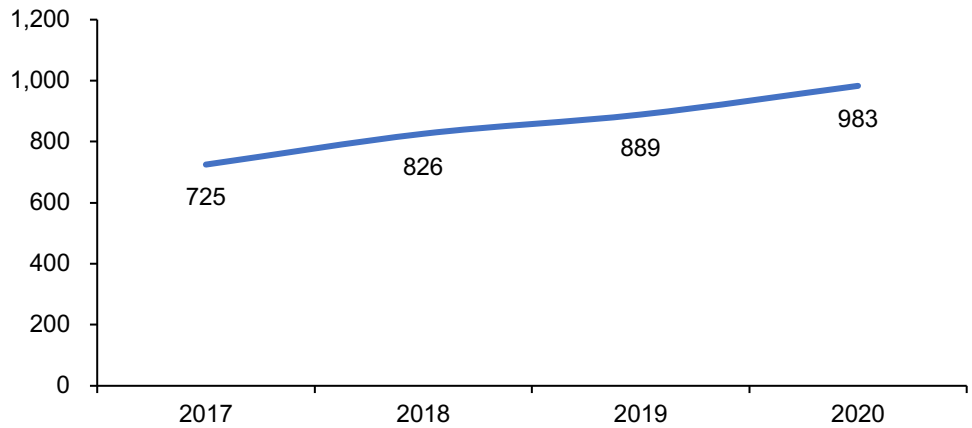


资料来源：华安证券研究所整理

### 3.1 品牌思维运作，发力客户经营

公司销售人员接近千人，按照品牌和渠道细分职责，高频客访开拓市场。奥昆销售 400 余人，基本做到全国范围地级市覆盖，立高和美煌合计约 600 人。目前公司在烘焙店渠道的销售人员最多，如奥昆占比 60% 以上。据线下调研，奥昆每个销售人员每天需要拜访至少 6 个新老客户，团队若按 260 人计算，每年拜访客户总数超过 40 万次，几乎等同于全国烘焙门店数量。

图表 39 公司销售人员队伍不断壮大



资料来源：公司公告，华安证券研究所

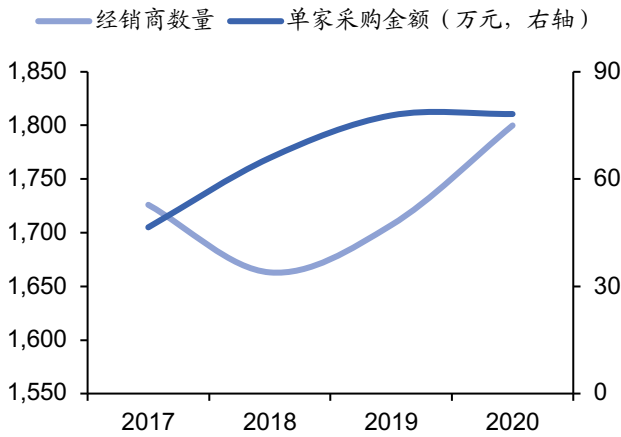
图表 40 公司冷冻烘焙业务销售人员构成

业务	渠道	销售人员数量
冷冻烘焙食品	烘焙、全国大 KA	260
	山姆、沃尔玛、商超流通渠道	50
	餐饮、星级酒店、茶楼	100

资料来源：公司公告，华安证券研究所

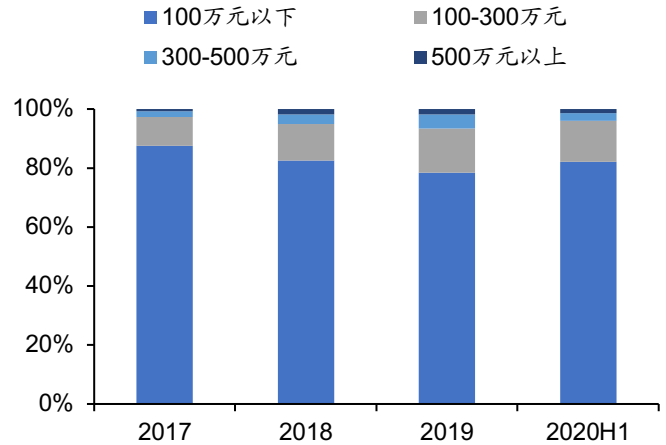
**经销商主要承担物流作用，采购规模有望增加。**(1) 从 2017 年开始，公司经销商数量波动上升，2020 年达到 1,800 家，公司已经初步建立了覆盖全国的经销体系。与公司烘焙店客户数量多、体量小的特点相匹配，经销商销售规模不大，100 万元以下年采购金额的经销商数量占比超过 80%。受益于公司的新品推广和客户拓展，经销商平均采购金额从 2017 年的 46.5 万元增加至 2020 年的 78.2 万元。(2) 经销商角色主要是配送，附带简单的客户维护、操作培训等。市场开拓主要靠公司销售人员，据调研反馈，一般较大的经销商通常有 2-3 个销售人员对接，负责不同系列产品，兼顾成熟产品和培育新品的推广力度。(3) 随着公司向空白区域和餐饮渠道拓展，预计经销商数量仍有增长动力。同时，公司业务规模增长趋势下，中大型经销商占比也会逐步提升，有利于提升经销网络稳定性。

图表 41 公司经销商数量与单家采购金额逐步增加



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 42 公司经销商采购规模主要在 100 万以下



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 43 公司前 20 大经销商客户以烘焙店为主体 (2020H1)

客户类型	数量	销售额占比
烘焙店	13,864	92.32%
食品加工厂	118	5.78%
餐饮客户	78	0.63%
酒店	38	1.08%
便利店	17	0.16%
饮品店	2	0.04%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司注重打造 toB 品牌, 市场投入强度有望增加。公司在收购奥昆和昊道后, 用全新蓝条纹作为三家企业的统一品牌视觉, 有利于资源投放聚焦, 提升营销效率。公司前期在销售人员架构不完善的情况下, 主要依托经销商开拓市场, 产品费效比 1%左右。随着业务规模扩大和渠道多元化, 公司逐步提升市场费用比例至 5%, 依靠自建队伍发掘各渠道的重点新客户, 增强现有客户粘性。

图表 44 公司的蓝条纹视觉识别系统

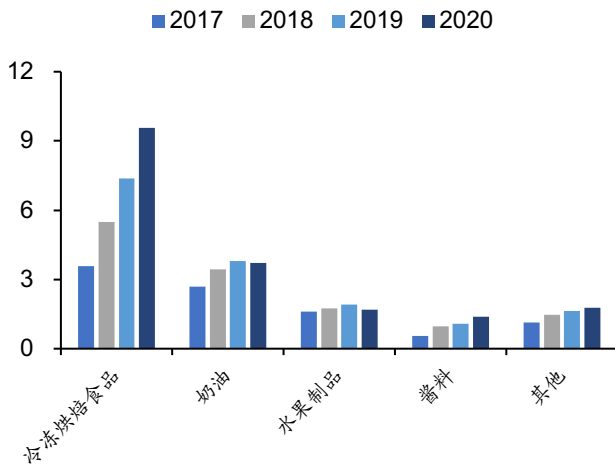


资料来源: 华与华, 华安证券研究所整理

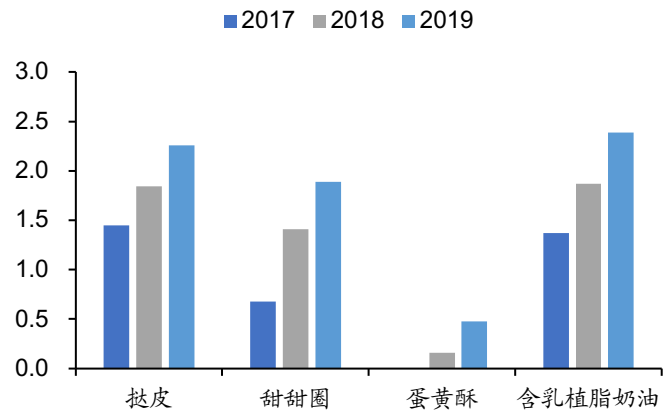
### 3.2 亿元单品复制成功，打造高效供应体系

公司捕捉市场需求，通过系统研发推出挞皮、甜甜圈、含乳脂植脂奶油等高品质产品，销售规模快速提升，成为营收增长引擎。例如，2015年推出全自动化生产的挞皮，并不断改进工艺配方提升口感，销售额始终保持20%以上增速。公司2015年进入冷冻面包领域，推出了甜甜圈、牛角包等产品，甜甜圈成为增长最快的品类。甜甜圈由于加入了酵母容易体积缩小、水分流失，且涉及面团搅拌、成型、注馅、发酵、油炸等多个环节，故技术难度更高，产品推出后迅速成长为亿元单品。烘焙原料方面，公司通过优化乳化体系，克服乳脂与植脂相容性较差的难题，推出了含乳脂植脂奶油产品，兼具稀奶油奶香浓郁和植脂奶油塑型能力强的优点，收入保持30%以上增长。

图表 45 公司冷冻烘焙和奶油业务较快增长 (亿元)



图表 46 公司新品营收保持较快增长 (亿元)

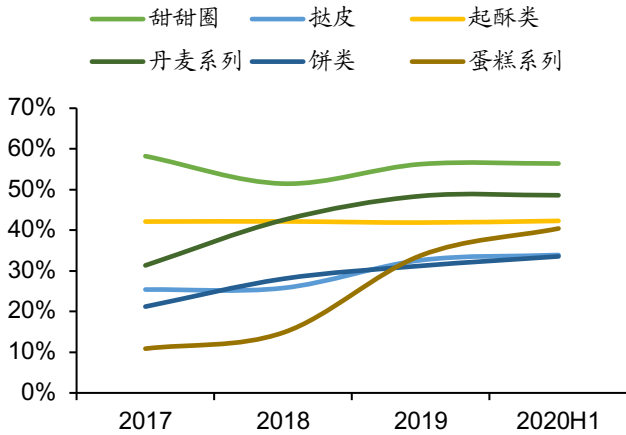


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

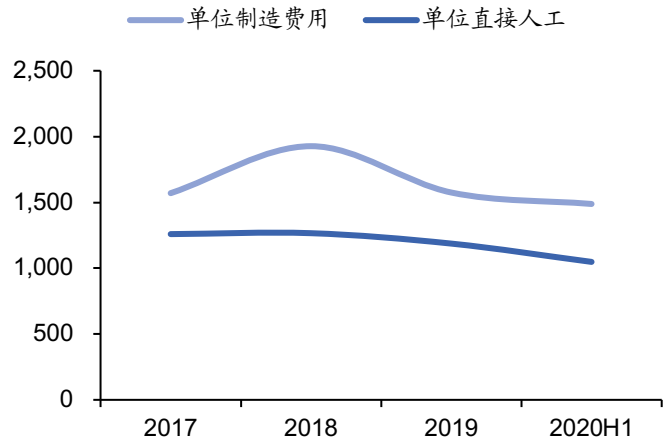
**冷冻烘焙产品毛利率稳中有升，单位生产成本持续下降。**通常，工艺流程越复杂，越接近成品形态的冷冻烘焙产品因单价高，毛利率较高，如公司甜甜圈毛利率超过50%。随着公司设备与工艺研发集成能力不断增强，有望推出更多替代客户手工制作的新品，或对原有产品进行升级换代，共同抬升平均售价。冷冻烘焙食品生产的规模效应较为明显，制造费用和单位人工分别从2017年的1,570元/吨、1,259元/吨下降至2020年上半年的1,488元/吨、1,048元/吨，降幅分别为5%和17%。制造费用降幅偏小的原因主要是现阶段新增设备折旧较多，后期压降空间较大。

图表 47 公司冷冻烘焙系列产品毛利率总体上升



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

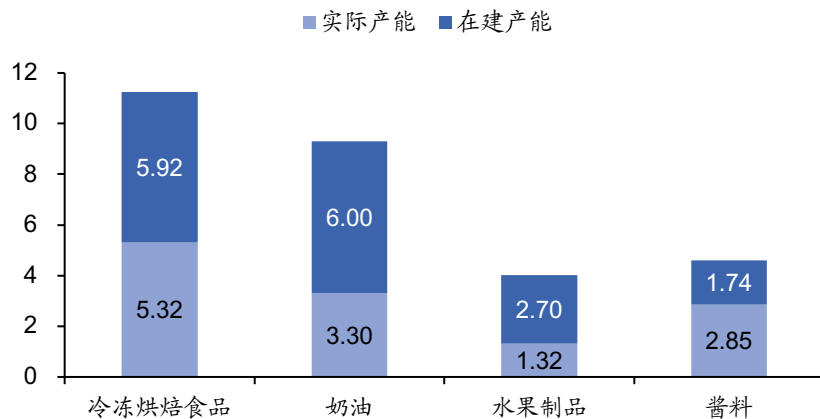
图表 48 公司冷冻烘焙食品生产效率逐步提升 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**快速推进烘焙优质销区的产能布局, 建立辐射全国的冷链物流体系。**(1) 公司已在华南的佛山三水、广州增城和南沙、华东的浙江长兴等地先后投资建立了四个生产基地投入使用。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, 年产量超过 10 万吨。由于 2020 年产能利用率超过 80%, 冷冻烘焙食品接近 90%, 而旺季期间产能利用率将更高, 公司正在扩建佛山三水基地、新建河南卫辉生产基地。项目完成后, 预计冷冻烘焙食品产能翻一番达到 12 万吨, 奶油 9.3 万吨, 水果制品 4 万吨, 酱料 4.6 万吨, 有力支持市场供应。(2) 公司建立了冷链监控中心, 制定实施了一系列温度管理和控制措施, 保证仓储、物流等整个流通环节的温度达标。截至 2020 年底, 公司已具备了一定规模的冷链物流能力, 全国半数以上的省、自治区和直辖市的客户实现自主运输。

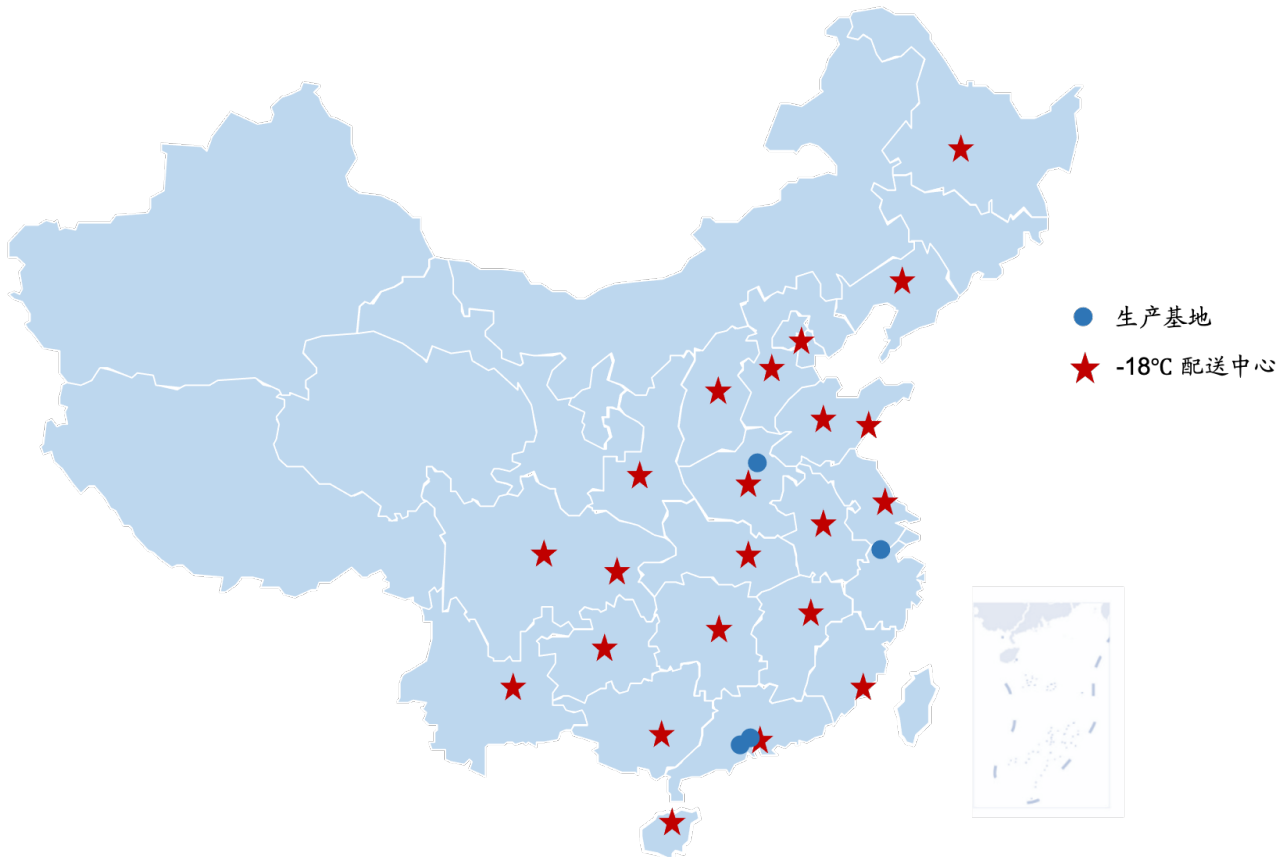
图表 49 公司主要产品系列产能规划 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



图表 50 公司冷链配送中心分布图（2020 年）



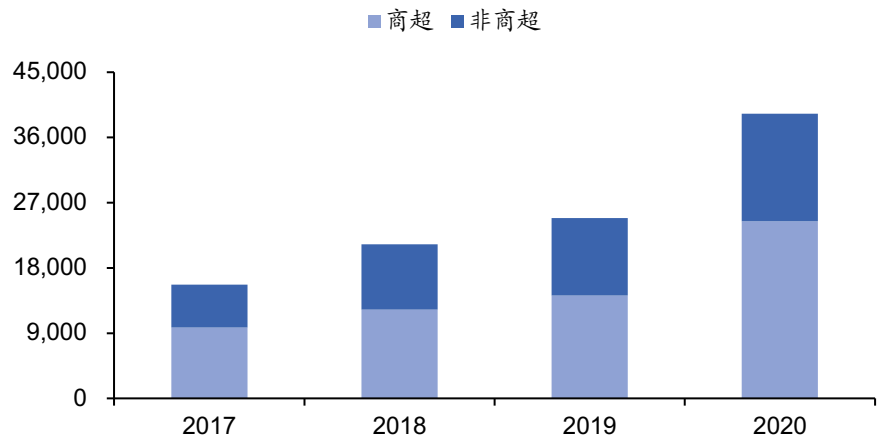
资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.3 品类协同、渠道与区域拓展打开业务空间

**冷冻烘焙食品业务烘焙原料协同发展。**公司看好冷冻烘焙食品领域潜力，上市前集中资源投入，相较而言烘焙原料板块关注度低，但并不意味着这部分业务没有成长空间。一方面，奶油、水果制品、酱料本身产品升级带来的市场机会，如 UHT 冷藏奶油、丰富水果口味的可丝达酱等。另一方面，冷冻烘焙业务快速发展也为烘焙原料带来增量，如与挞皮配合使用的挞液，专用于冷冻烘焙的酱料等。

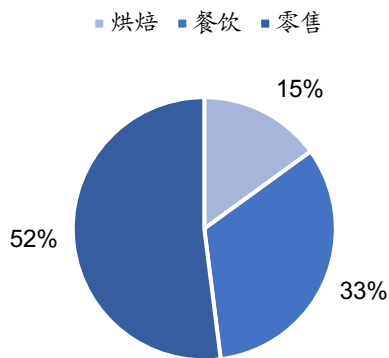
**以大型商超为代表的直销客户收入增长潜力大。**公司产品目前已进入沃尔玛/山姆会员店、永辉超市、华润万家、家乐福、盒马生鲜等大型商超。2020 年，商超类客户收入增速较快，主要因公司与沃尔玛合作升级，开发的新品麻薯热销，取得良好业绩。公司对商超的收入达到 2.44 亿元，同比增加 128%。我们认为，大型商超为提振客流，相比于预包装产品，更倾向于利用现烤产品提升消费者购物体验 and 客单价，从而增加对标准化、高品质的冷冻烘焙产品的需求。对比来看，Europastry 和 Aryzta 均是欧洲的大型冷冻烘焙企业，其主销渠道为餐饮、零售，Europastry 烘焙店份额仅有 15%，Aryzta 的大型零售份额达到 36%。

图表 51 公司直销收入较快增长 (万元)



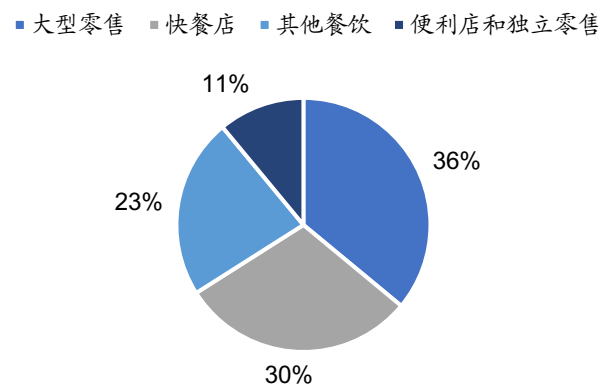
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 52 Europastry 的渠道结构 (2020 年)



资料来源: Europastry, 华安证券研究所

图表 53 Aryzta 的渠道结构 (2020 年)

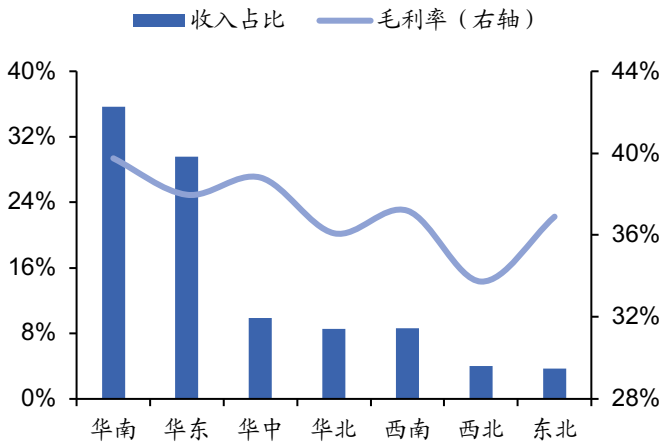


资料来源: Aryzta, 华安证券研究所

**华中、华北收入占比有望提升。**烘焙门店数量前十省份除了四川外,均在华东、华南、华中、华北区域。随着公司卫辉产能落成,河南、山东、河北南部均在 300 公里日配范围,部分畅销产品产能吃紧的情况将得到缓解,加强供应敏捷度的同时节约配送成本。

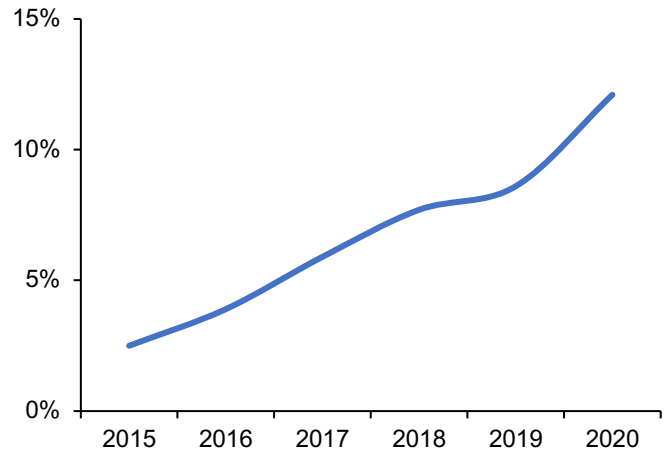
**烘焙线上需求正在兴起,慕斯蛋糕或是切入点。**烘焙零售线上化趋势较为明显,欧睿统计 2020 年线上零售额占比已攀升至 12.1%。对于烘焙门店和传统渠道网络不够扎实的线上烘焙企业来说,瞄准一个细分人群,通过精准营销,如借助社交平台、电视、网络视频等平台宣传,打造爆款单品,是差异化竞争的关键。冷冻蛋糕无需再加工,解冻后简单装饰后即可销售,非常适于线上商户批量定制。

图表 54 公司主销区集中在华南、华东 (2020 年)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 55 我国烘焙零售线上比例迅速提升

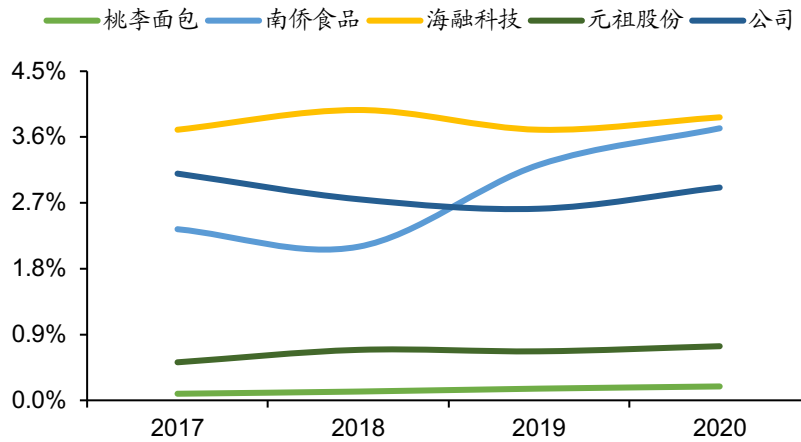


资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

### 3.4 研发积累成长基础, 信息化提升经营能力

公司持续开展研发投入保持市场竞争力。公司重视研发投入, 开展新产品、配方、工艺的研究, 研发项目由 2017 年的 26 项增长至 2020 年的 40 项, 研发人员由 2017 年底的 71 人增加至 2019 年底的 126 人, 研发费用率保持 3% 左右。未来, 公司计划在广东佛山、浙江长兴、河南卫辉和日本建设四大技术研发中心, 形成紧贴烘焙主消费市场和烘焙技术发达地区的海内外双研究中心架构, 配置行业内先进的研发和检验设备, 全面提升公司的技术开发能力, 为业务的持续发展提供有利保障。另外, 公司积极借助科研院所和外部专家的科研力量, 未来公司将加强与华南理工大学、暨南大学、江南大学、亚热带水果研究所等科研院所的技术合作, 实现产学研的深度联合, 另外, 公司将积极聘请海外知名专家为技术顾问, 为产品工艺的优化和新品的研发提供技术支持。

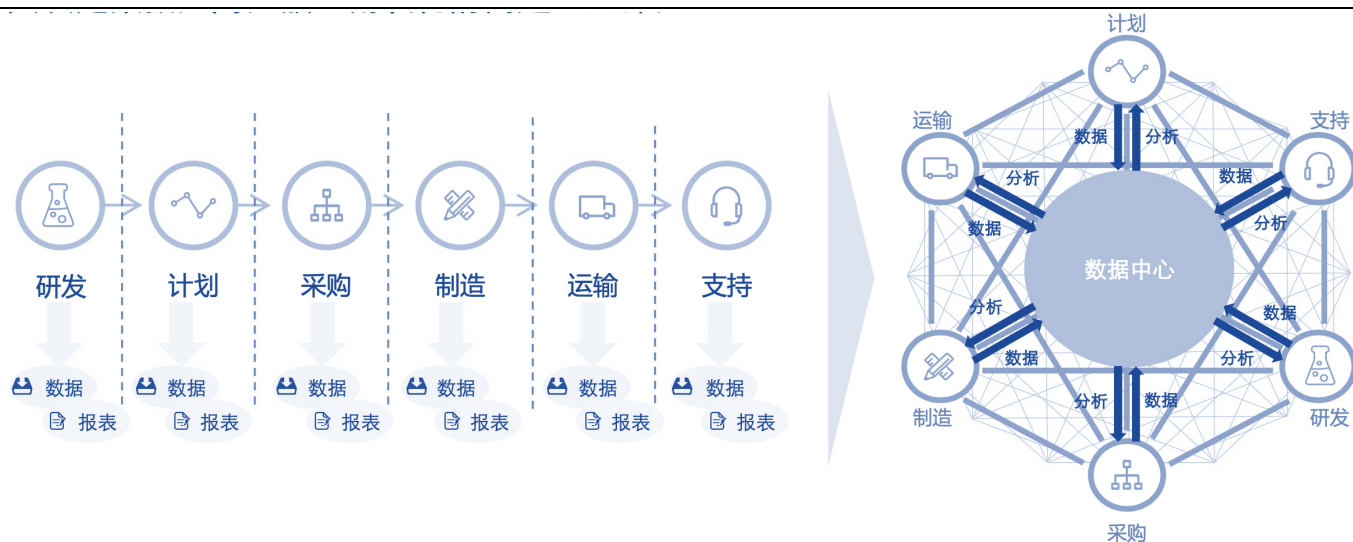
图表 56 公司研发费用率 3% 左右



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

信息系统升级将提升业务前瞻能力和供应链敏捷度，助力掌握市场先机。公司计划将对现有信息系统进行升级改造，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。全新信息系统落地将使供应链各环节的多源异构数据，被整合到共享的数据平台中进行综合分析处理，分析结果被推送或按需返回供应链各职能，实现决策支持和绩效优化，增强公司的竞争力。

图表 57 供应链数据治理模式示意图



资料来源：德勤，华安证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

收入端产品拆分预测：(1) 冷冻烘焙食品营收增速 31%/35%/35%。销量增速 2021 年高基数效应增速稍低，2022 年将回升至 30% 以上。受原材料价格上涨因素影响，单价将保持低个位数增速。(2) 受益于挹液、UHT 稀奶油等新品逐渐放量，奶油营收增速 34% 以上，销量增速 28%/32%/32%，同时较高端的新品占比提升带动单价小幅上升。(3) 水果茶饮驱动果泥销售增长，水果制品营收增速 18%/17%/17%，销量平均增速为 15%，价格稳中略升。(4) 可丝达酱及冷冻烘焙酱料保持较好市场态势，酱油营收增速 18%/17%/17%，销量平均增速为 15%。(5) 其他业务营收增速假设为 10%。(6) 综合来看，2021-2023 年公司整体营收增速分别达到 27%/31%/31%。

图表 58 公司营收按业务拆分预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,313.45	1,583.73	1,809.69	2,304.25	3,015.12	3,951.67
YOY	37.39%	20.58%	14.27%	27.33%	30.85%	31.06%
冷冻烘焙食品						
营业收入	550.02	738.46	956.29	1,249.15	1,692.10	2,287.72
YOY	53.43%	34.26%	29.50%	30.63%	35.46%	35.20%

销量 (吨)	28,039.47	35,319.02	46,288.79	57,860.99	75,219.28	97,785.07
YOY	41.55%	25.96%	31.06%	25.00%	30.00%	30.00%
单价 (元/千克)	19.62	20.91	20.66	21.59	22.50	23.40
YOY	8.40%	6.59%	-1.19%	4.50%	4.20%	4.00%
<b>奶油</b>						
营业收入	344.36	379.97	370.62	498.12	683.81	929.71
YOY	28.37%	10.34%	-2.46%	34.40%	37.28%	35.96%
销量 (吨)	29330.26	30,346.39	29,546.56	37,819.60	49,921.87	65,896.87
YOY	21.28%	3.46%	-2.64%	28.00%	32.00%	32.00%
单价 (元/千克)	11.74	12.52	12.54	13.17	13.70	14.11
YOY	5.85%	6.65%	0.18%	5.00%	4.00%	3.00%
<b>水果制品</b>						
营业收入	174.01	191.94	168.85	200.00	234.60	275.19
YOY	7.95%	10.31%	-12.03%	18.45%	17.30%	17.30%
销量 (吨)	10277.22	11,558.19	10,786.22	12,404.15	14,264.78	16,404.49
YOY	4.58%	12.46%	-6.68%	15.00%	15.00%	15.00%
单价 (元/千克)	16.93	16.61	15.65	16.12	16.45	16.78
YOY	3.22%	-1.92%	-5.73%	3.00%	2.00%	2.00%
<b>酱料</b>						
营业收入	95.90	108.42	137.91	163.36	191.62	224.77
YOY	78.75%	13.05%	27.21%	18.45%	17.30%	17.30%
销量 (吨)	8525.79	9,735.29	12,546.24	14,428.18	16,592.40	19,081.26
YOY	71.74%	14.19%	28.87%	15.00%	15.00%	15.00%
单价 (元/千克)	11.25	11.14	10.99	11.32	11.55	11.78
YOY	4.09%	-0.99%	-1.29%	3.00%	2.00%	2.00%
<b>其他烘焙原材料及其他业务</b>						
营业收入	149.17	164.94	176.02	193.62	212.98	234.28
YOY	30.37%	10.58%	6.72%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2021年虽然成本端有上涨压力，但一方面自动化及智能化制造推广普及，生产效率仍有挖潜空间，一方面河南工厂投产后节约运输费，2021-2023年各类产品毛利率稳中有升，整体预测为39.02%/39.72%/40.39%。费用方面，短期市场投入恢复常态及新产能的开办对销售费用率、管理费用率形成压力，伴随规模效应逐步显现，期间费用将逐步下行，综合来看，未来三年归母净利率将从13%逐年上升至15%左右。

图表 59 公司盈利能力预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>毛利率</b>	<b>37.58%</b>	<b>41.27%</b>	<b>38.27%</b>	<b>39.02%</b>	<b>39.72%</b>	<b>40.39%</b>
冷冻烘焙食品	36.39%	41.66%	40.70%	40.98%	41.38%	41.94%
奶油	41.22%	46.98%	42.45%	42.18%	41.90%	41.45%
水果制品	34.41%	32.75%	26.51%	28.90%	30.46%	31.83%
酱料	43.81%	41.22%	29.37%	31.77%	33.44%	34.94%
其他烘焙原材料及其他业务	33.29%	36.32%	34.56%	34.85%	35.45%	36.33%

销售费用率	21.24%	19.47%	14.00%	14.20%	13.80%	13.40%
管理费用率	7.48%	4.48%	4.78%	4.40%	4.30%	4.00%
财务费用率	0.20%	0.14%	0.00%	-0.13%	-0.56%	-0.40%
归母净利率	3.98%	11.45%	12.83%	13.26%	14.32%	15.31%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4.2 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计 2021-2023 年公司营收 23.04、30.15、39.52 亿元，同比增长 27%/31%/31%，归母净利润为 3.06、4.32、6.05 亿元，同比增长 32%/41%/40%，EPS 分别为 1.80、2.55、3.57，对应 PE 分别为 87.53、61.98、44.22，PEG 分别为 2.76、1.50、1.10。考虑到公司作为高景气烘焙领域中冷冻烘焙赛道稀缺标的，成长性优，给予“买入”评级。

图表 60 可比公司 PE、PEG

可比公司	PE			PEG		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
海融科技	49.21	37.74	30.57	1.53	1.24	1.30
南侨食品	50.56	42.86	34.98	2.01	2.39	1.55
安井食品	70.04	53.47	42.06	1.77	1.73	1.55
桃李面包	35.01	29.78	25.19	6.52	1.69	1.38
平均值	51.21	40.96	33.20	2.96	1.76	1.44

资料来源：wind 一致预测，华安证券研究所

## 风险提示：

原料价格大幅上涨风险，食品安全风险，新品推广和新渠道拓展不及预期风险。



**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	482	1497	1529	1785	<b>营业收入</b>	1810	2304	3015	3952
现金	204	1132	1043	1159	营业成本	1117	1405	1817	2356
应收账款	113	145	198	260	营业税金及附加	13	18	23	30
其他应收款	7	16	21	28	销售费用	253	327	416	530
预付账款	14	17	22	28	管理费用	87	101	130	158
存货	141	187	244	310	财务费用	0	-3	-17	-16
其他流动资产	4	0	0	0	资产减值损失	-3	3	3	5
<b>非流动资产</b>	492	1205	2062	3079	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	291	508	933	1528	<b>营业利润</b>	290	387	547	766
无形资产	69	83	97	113	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	132	615	1032	1438	营业外支出	0	0	0	1
<b>资产总计</b>	975	2702	3591	4864	<b>利润总额</b>	290	387	546	766
<b>流动负债</b>	310	366	472	613	所得税	58	81	115	161
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	232	306	432	605
应付账款	141	185	239	310	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	170	181	233	304	<b>归属母公司净利润</b>	232	306	432	605
<b>非流动负债</b>	13	12	12	12	EBITDA	328	426	577	817
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.83	1.80	2.55	3.57
其他非流动负债	13	12	12	12					
<b>负债合计</b>	323	378	483	625					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	127	169	169	169	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	105	1260	1260	1260	<b>成长能力</b>				
留存收益	420	895	1678	2810	营业收入	14.3%	27.3%	30.9%	31.1%
归属母公司股东权	652	2324	3108	4239	营业利润	28.3%	33.4%	41.2%	40.1%
<b>负债和股东权益</b>	975	2702	3591	4864	归属于母公司净利	27.9%	31.7%	41.2%	40.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	38.3%	39.0%	39.7%	40.4%
					净利率 (%)	12.8%	13.3%	14.3%	15.3%
					ROE (%)	35.6%	13.1%	13.9%	14.3%
					ROIC (%)	35.3%	12.9%	13.3%	13.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	33.1%	14.0%	13.5%	12.8%
					净负债比率 (%)	49.5%	16.3%	15.5%	14.7%
					流动比率	1.56	4.09	3.24	2.91
					速动比率	1.06	3.53	2.68	2.36
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.86	0.85	0.84	0.81
					应收账款周转率	16.05	15.87	15.21	15.21
					应付账款周转率	7.95	7.60	7.60	7.60
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.83	1.80	2.55	3.57
					每股经营现金流薄)	1.68	1.89	2.77	4.01
					每股净资产	3.85	13.73	18.35	25.04
					<b>估值比率</b>				
					P/E	0.00	87.53	61.98	44.22
					P/B	0.00	11.51	8.61	6.31
					EV/EBITDA	-0.62	60.13	44.59	31.32

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

**联系人：**陆金鑫，北京大学生物学学士，中科院化学所博士。8年粮油央企战略运营与研发管理经验。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 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；
- 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。