

评级：暂不评级

市场价格：146.20

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：罗曠影

Email：luody@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email：xiongxiw@r.qlzq.com.cn

分析师：房昭强

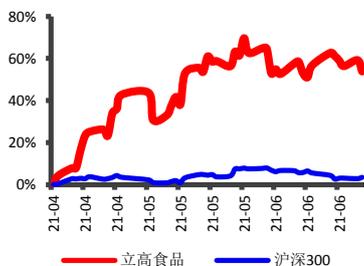
执业证书编号：S0740520090005

Email：fangzq@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	169
流通股本(百万股)	36
市价(元)	146.20
市值(百万元)	24,758
流通市值(百万元)	5,283

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,584	1,810	2,372	3,097	3,968
增长率 yoy%	20.58%	14.27%	31.06%	30.59%	28.11%
净利润	181	232	305	420	564
增长率 yoy%	246.78%	27.95%	31.33%	37.89%	34.09%
每股收益(元)	1.07	1.37	1.80	2.48	3.33
每股现金流量	1.56	1.68	2.30	2.06	4.03
净资产收益率	38.54%	35.60%	13.04%	13.98%	15.78%
P/E	136.48	106.67	81.22	58.90	43.93
PEG	4.24	3.11	1.02	1.83	1.28
P/B	52.60	37.97	10.59	8.23	6.93

备注：股价数据更新截止 2021 年 6 月 29 日

### 投资要点

- **核心观点：冷冻烘焙行业以工业化替代人工，能有效解决烘焙下游发展痛点，我们认为随着现制烘焙下游增长、冷冻烘焙在下游的渗透率提升、新消费场景和渠道的扩展以及冷链冷库基础设施发展，冷冻烘焙将维持高速增长。立高作为行业内领先企业，看好渠道产品力双轮驱动公司享受快于行业的收入增速，提升自身份额；同时中长期在生产供应链端建立壁垒显现规模优势，提升盈利水平。**
- **冷冻烘焙行业在多重因素推动下高速增长，参考海外烘焙人均消费量及冷冻烘焙渗透率，国内有至少 450 亿元空间。**冷冻烘焙本质是对现烤烘焙人工制作的工业化替代，测算国内市场约百亿规模。我们认为随着现制烘焙下游增长（对比中国香港和日本，中国大陆人均烘焙食品消费量 1.5x-2.7x 空间）、冷冻烘焙在下游的渗透率提升（中国不足 10%，欧洲 40%，美国 70%）、新消费场景和渠道的扩展以及冷链冷库基础设施的发展，冷冻烘焙将维持高速增长。假设大陆烘焙食品消费量达到香港水平，冷冻烘焙下游渗透率达到欧洲水平的 75%，则测算国内冷冻烘焙行业空间至少仍有 4.5 倍空间，即 450 亿元潜在空间。目前冷冻烘焙国内格局分散，立高龙以近十亿规模位于行业第一梯队，系上市公司南侨的近 9 倍规模。
- **三大竞争优势为立高稳健增长、抢占市场份额保驾护航：（1）立高深耕烘焙产业 20 余年，管理层、股权结构稳定，注重员工激励。**立高成立于 2000 年，以植脂奶油产品起家，在随后的 20 余年间专注烘焙中上游。公司股权结构与经营管理团队稳定，目前高管团队以创始人团队为主，经验丰富；注重员工激励，2018 年和 IPO 过程中两次对公司管理层及核心员工进行股权激励，深度绑定员工与公司利益，有效激发团队积极性。**（2）销售人员对终端综合服务能力高，掌终端能力强。**冷冻烘焙半成品在终端门店的加工操作会影响最终成品品质，因此立高在经销模式下，主要以销售人员掌控并直接服务终端，为客户提供更专业、高效的服务。高效的销售团队保障了公司渠道不断扩张和客户粘性。**（3）大单品策略奠定规模基础，重视研发投入保障产品迭代和品控稳定性。**在产品策略上，公司定位大单品策略，从生命周期和覆盖面上选择潜力空间大的品种，蛋挞皮、甜甜圈、麻薯均是收入过亿大单品。大单品策略为公司形成规模优势奠定了良好基础。在技术上，公司重视研发投入，创新、稳定品质生产和综合产品解决方案能力，能有效满足下游客户需求。
- **全国 3 省布局 5 大生产基地，中长期建立供应链壁垒，以规模效应提升盈利水平可期。**立高在广东省、浙江省已有 4 个生产基地，同时在河南省布局建设第 5 个生产基地，工厂布局贴合烘焙消费较发达地区。公司产品需要冷库储存、冷链运输，仓储运输成本较高，2020 年占收入比例 6.5%。但随着公司收入规模扩大，工厂布局逐渐完善，供应链壁垒逐渐

形成，除工厂折旧成本被摊薄显现规模效应外，公司运输仓储费用率或有下降空间助推公司盈利水平提升。

- **盈利预测及投资建议：**冷冻烘焙行业处于高速增长期，看好立高渠道产品力双轮驱动快于行业的收入增速，中长期在生产供应链端建立壁垒显现规模优势。我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 23.7/31.0/39.7 亿元，同比增长 31.1%/30.6%/28.1%，预计归母净利润为 3.05/4.20/5.64 亿元，同比增长 31.3%/37.9%/34.1%，EPS 分别为 1.80/2.48/3.33 元，对应 PE 分别为 81X、59X，44X。公司估值对比安井、南侨（烘焙油脂收入占比超 60%），主要收入贡献板块冷冻烘焙食品的行业增速更快，享有一定估值溢价。
- **风险提示：**行业竞争加剧，募投项目不及预期，新品开发、推广、销售不如预期的风险，行业规模测算偏差风险，食品安全事件风险。

## 内容目录

一、行业：现烤烘焙行业多痛点，催生冷冻烘焙大市场.....	- 6 -
1.1 冷冻烘焙行业属性：现制烘焙行业的专业化分工，工业替代人工 .....	- 6 -
1.2 国内冷冻烘焙百亿规模，至少仍有 4.5 倍空间 .....	- 7 -
1.3 国内冷冻烘焙行业格局分散，海外龙头地位稳固 .....	- 12 -
1.4 其他烘焙原料跟随烘焙下游蓬勃发展 .....	- 14 -
二、公司介绍：20 年深耕烘焙产业链，深度绑定核心人员 .....	- 15 -
2.1 深耕烘焙行业 20 年，对核心人员激励足 .....	- 15 -
2.2 产品矩阵丰富，自主生产为主 .....	- 17 -
2.3 主营增长良好，高盈利+高周转推动高 ROE .....	- 20 -
三、核心优势：渠道产品力先行，生产供应链端规模优势可期 .....	- 22 -
3.1 渠道：销售人员掌控终端，综合服务力强 .....	- 22 -
3.2 产品：策略定位大单品，技术保障产品迭代+稳定品控 .....	- 25 -
3.3 生产供应链：全国 5 大生产基地，生产运输端规模效应可期 .....	- 27 -
3.4 募投项目：行业高速发展期，募投保障产能扩张 .....	- 29 -
投资建议：暂不评级 .....	- 29 -
收入分项预测 .....	- 29 -
盈利预测 .....	- 30 -
风险提示 .....	- 31 -

## 图表目录

图表 1：烘焙行业产业链 .....	- 6 -
图表 2：不同种类烘焙产品的特点 .....	- 6 -
图表 3：中国烘焙食品行业市场规模及增速 .....	- 7 -
图表 4：中国预包装&现制烘焙市场规模及增速 .....	- 7 -
图表 5：中国烘焙市场现制产品规模占比 .....	- 8 -
图表 6：冷冻烘焙食品 B 端市场规模测算 .....	- 8 -
图表 5：2019 年中国、美国、欧洲冷冻面团占面包行业比重 .....	- 8 -
图表 6：冷冻烘焙食品 B 端市场潜在规模空间测算 .....	- 8 -
图表 8：冷冻烘焙行业发展的驱动力 .....	- 9 -
图表 9：2019 年餐饮业各项成本费用占收入比例 .....	- 9 -
图表 10：2019 年餐饮业各项成本费用占比变动分布 .....	- 9 -
图表 11：2020 年中国大陆及其他地区烘焙食品人均消费量（单位：kg） .....	- 9 -
图表 12：2016-2019 年中国烘焙门店数量规模（单位：万家） .....	- 9 -
图表 13：2011-2016 年中国糕点面包行业通过食品生产许可的企业数量 .....	- 10 -
图表 14：2019 年全国烘焙门店连锁品牌规模同比增速 .....	- 10 -

图表 15: 中国冷冻烘焙食品中糕点与面包的占比 .....	- 10 -
图表 16: 烘焙渠道以外的“+烘焙”应用场景拓展.....	- 11 -
图表 17: 中国冷库容量及增速 .....	- 11 -
图表 18: 中国公路冷链运输车保有量及增速.....	- 11 -
图表 19: 烘焙与冷冻烘焙食品生命周期.....	- 12 -
图表 20: 中国冷冻烘焙行业主要企业介绍.....	- 12 -
图表 21: Aryzta 发展历史.....	- 13 -
图表 22: Aryzta 收入及增速.....	- 13 -
图表 23: Aryzta 经调整净利润 (单位: 百万欧元) .....	- 13 -
图表 24: FY2020 Aryzta 产品收入结构.....	- 14 -
图表 25: FY2020 Aryzta 渠道收入结构.....	- 14 -
图表 26: 中国奶油市场规模及增速 .....	- 14 -
图表 27: 中国烘焙水果制品市场规模.....	- 14 -
图表 28: 中国沙拉酱市场规模及增速.....	- 15 -
图表 29: 立高食品发展历程 .....	- 15 -
图表 30: 立高食品股权结构 (截至 2021 年 4 月 15 日) .....	- 16 -
图表 31: 立高食品高管介绍 .....	- 17 -
图表 32: 立高食品员工激励持股平台.....	- 17 -
图表 33: 公司产品矩阵 .....	- 17 -
图表 34: 公司产品种类数量 (截至 20H1) .....	- 18 -
图表 35: 公司主营成本拆分 .....	- 19 -
图表 36: 单吨冷冻烘焙的主要原材料消耗量 (单位: 吨) .....	- 19 -
图表 37: 单吨奶油的主要原材料消耗量 (单位: 吨) .....	- 19 -
图表 38: 单吨水果制品的主要原材料消耗量 (单位: 吨) .....	- 19 -
图表 39: 单吨酱料的主要原材料消耗量 (单位: 吨) .....	- 19 -
图表 40: 立高食品营收及增速 .....	- 20 -
图表 41: 立高食品归母净利润及增速.....	- 20 -
图表 42: 立高食品净利率、毛利率 (单位: %) .....	- 20 -
图表 43: 2020 年公司产品收入结构.....	- 20 -
图表 44: 立高食品和可比公司杜邦分析.....	- 20 -
图表 45: 立高食品和可比公司净利率 (单位: %) .....	- 21 -
图表 46: 立高食品和可比公司毛销差 (单位: %) .....	- 21 -
图表 47: 立高食品和可比公司总资产周转率 (单位: %) .....	- 21 -
图表 48: 立高食品和可比公司固定资产周转率 (单位: %) .....	- 21 -
图表 49: 立高食品和可比公司存货周转率 (单位: %) .....	- 22 -

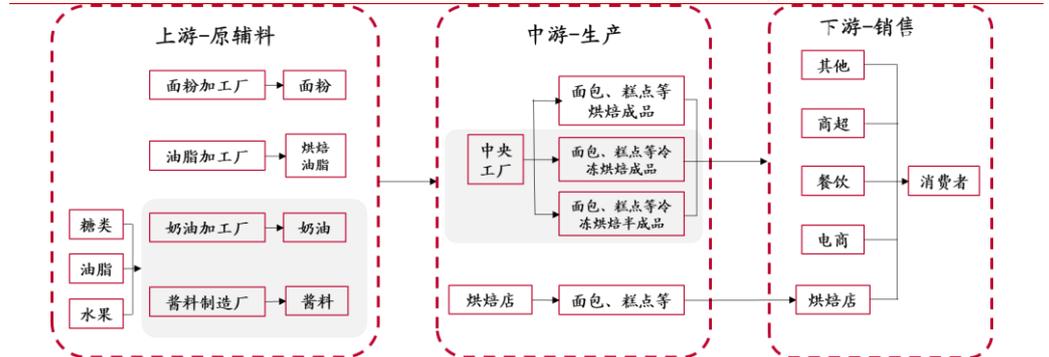
图表 50: 公司渠道收入结构 .....	- 22 -
图表 51: 公司各渠道毛利率 .....	- 22 -
图表 52: 公司经销商数量变化 .....	- 23 -
图表 53: 公司经销商按规模划分的数量 .....	- 23 -
图表 54: 公司经销商按规模划分收入结构 .....	- 23 -
图表 55: 公司单经销商创收 .....	- 23 -
图表 56: 公司部分直销客户 .....	- 24 -
图表 57: 立高&安井销售人员数量及人均创收 .....	- 24 -
图表 58: 公司产品收入结构 .....	- 25 -
图表 59: 公司各产品毛利率 .....	- 25 -
图表 60: 公司冷冻烘焙产品细分品类收入占比及毛利率 .....	- 25 -
图表 61: 公司冷冻烘焙大单品收入 (单位: 万元) .....	- 25 -
图表 62: 公司冷冻烘焙食品品规数量 (截止 20H1) .....	- 25 -
图表 63: 公司研发费用投入和占比 .....	- 26 -
图表 64: 立高、南侨研发人员年平均薪酬 (单位: 万元/人) .....	- 26 -
图表 65: 公司地区收入结构 .....	- 27 -
图表 66: 公司工厂布局 .....	- 27 -
图表 67: 2019 年全国各省市烘焙门店数量规模 TOP10 (单位: 万个) .....	- 27 -
图表 68: 立高、南侨&安井运输仓储费用占收入比例 .....	- 28 -
图表 69: 立高、南侨&安井单位运输费对比 (单位: 元/千克) .....	- 28 -
图表 70: 公司各产品产能和产能利用率 (单位: 吨) .....	- 29 -
图表 71: 公司募投项目 .....	- 29 -
图表 72: 立高食品收入分项预测 .....	- 29 -
图表 73: 可比公司估值表 .....	- 30 -
图表 74: 立高食品财务预测三张报表 .....	- 32 -

## 一、行业：现烤烘焙行业多痛点，催生冷冻烘焙大市场

### 1.1 冷冻烘焙行业属性：现制烘焙行业的专业化分工，工业替代人工

- 冷冻烘焙的最终形态是烘焙坊产品，本质是现烤烘焙中工业化替代人工，助力下游降本增效。从产业链看，冷冻烘焙在下游终端呈现形式是非预包装的烘焙食品，与现制烘焙食品均供应于以烘焙坊为代表的即食渠道（包括烘焙坊、餐饮渠道等），两者于需求端对消费者几乎无差别。本质是在中游生产环节的专业化分工，以工业化生产替代人工生产，将现制即食渠道的生产环节部分前置，助力下游降低人工成本、丰富SKU、提高效率。

图表 1：烘焙行业产业链



来源：招股说明书、中泰证券研究所注：标灰部分为公司涉及业务

- 烘焙坊与预包装烘焙产品定位、消费场景互补；前者中，现烤烘焙与冷冻烘焙部分替代，整体共存。从需求端看，烘焙食品主要分为预包装产品与烘焙坊产品。这两者由于生产模式、工艺不同，产品的保质期、口感、价格出现差异，因此定位、消费场景存在互补。通常而言，预包装产品保质期更长，价格较低，适合消费者提前购买作为零食或代餐消费；相比之下，烘焙坊产品保质期短、价格偏高、口感更好，通常只用作即食代餐消费场景，且消费定位整体更偏向于高端化。因此消费需求错层，可互相弥补不同的消费场景。烘焙坊产品又可被进一步分为现烤烘焙与冷冻烘焙，后者将生产加工环节前置，工业化生产，品质更稳定，可部分替代易于标准工业化生产的现烤产品，两者共存于同一门店。

图表 2：不同种类烘焙产品的特点

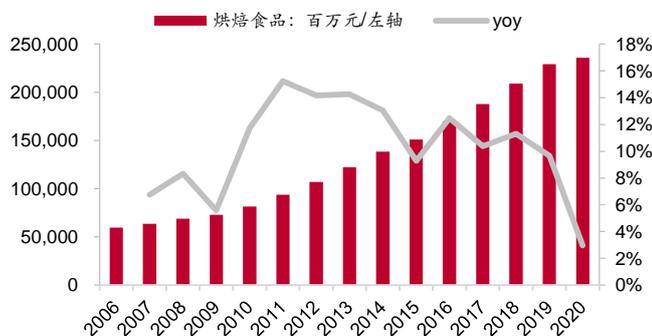
		预包装产品		烘焙坊产品	
		中长保包装产品	短保预包装产品	现做现烤产品	冷冻烘焙食品
产品特点	生产模式	工厂规模化生产	规模化生产	现场人为加工，加工相对复杂，口感易不稳定	半成品：工厂规模化生产+现场加工，现场加工或影响口感； 成品：工厂规模化生产，解冻即可，口感稳定
	保质期	30天以上； 货架保质期基本与实际保质期一致	7天以内； 货架保质期基本与实际保质期一致	货架保质期：当天 实际保质期：3天左右	货架保质期：当天 实际保质期：3天左右 加工前冷冻状态保质期：6-12个月
	口感	新鲜度略差、添加防腐剂	比较新鲜、健康	最新鲜健康	最新鲜健康
	保存	常温保存	常温保存	常温保存	解冻前冷链保存，解冻（加工）后保存同现做现烤产品
	消费场景	零食属性、即食代餐属性	即食代餐属性	即食代餐属性	即食代餐属性
	价格	通常情况下：烘焙坊产品>短保产品>中长保产品			
渠道模式		线上：电商等 线下：传统、现代渠道均可对渠道效率要求一般	线上：生鲜电商模式，传统电商较少； 线下：传统、现代渠道均可对渠道效率要求较高	自身烘焙门店	烘焙门店、餐饮渠道、新式茶饮渠道、商超烘焙坊等
供应链要求	工厂覆盖范围	单一工厂覆盖范围广	单一工厂覆盖范围300公里左右（参考桃李）	店内现场加工	单一工厂覆盖范围广，但半径越大运输费用越高
	配送要求	常温物流、频率低	常温物流、频率高（较好地能做到日配）	-	冷链物流、频率低
	配送成本	低	高	-	配送半径越大、成本越高

来源：公开资料整理、中泰证券研究所

## 1.2 国内冷冻烘焙百亿规模，至少仍有 4.5 倍空间

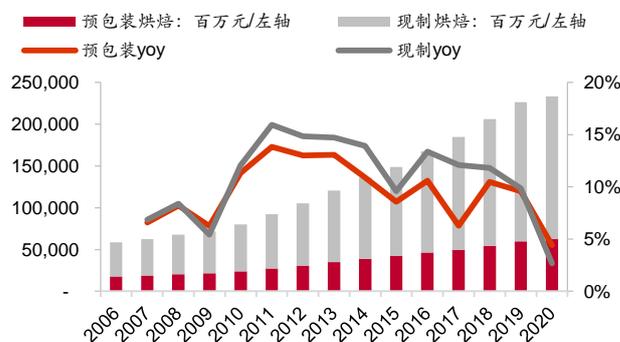
- 国内冷冻烘焙市场测算超百亿规模，对比海外仍有较大空间。根据欧睿数据，2020 年烘焙终端市场规模 2358 亿元，15-20 年复合增速 9%。其中，现制烘焙产品增速更快、占比更高，2020 年现制烘焙产品占烘焙行业规模 72%，15-20 年复合增速 9.9%；预包装烘焙食品同期复合增速 8.2%。我们根据 2020 年中国烘焙食品的消费量、冷冻烘焙产品占比和价格测算国内冷冻烘焙食品规模约 100-200 亿元。对比海外市场，《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》一文中提到 2019 年欧洲、美国冷冻面团占面包行业的比例分别约 40%、70%，国内使用比例不足 10%。《食品与机械》杂志也提到，1949 年美国只有 3% 的烘焙店使用冷冻烘焙食品，1961 年增加到 39%，1990 年有 80% 以上的烘焙店使用冷冻烘焙食品。法国在 1994 年冷冻面包已占面包销售额的 50% 以上，日本早在 2000 年也已经有 50% 的烘焙店使用冷冻烘焙食品。假设大陆烘焙食品消费量达到香港水平，冷冻烘焙下游渗透率达到欧洲水平的 75%，则测算国内冷冻烘焙行业空间至少仍有 450 亿元空间。

图表 3：中国烘焙食品行业市场规模及增速

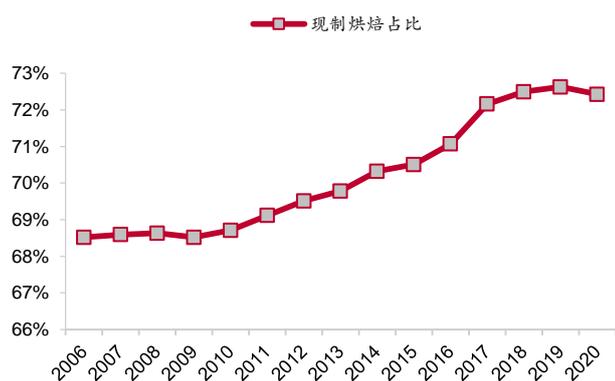


来源：欧睿、中泰证券研究所

图表 4：中国预包装&现制烘焙市场规模及增速



来源：欧睿、中泰证券研究所

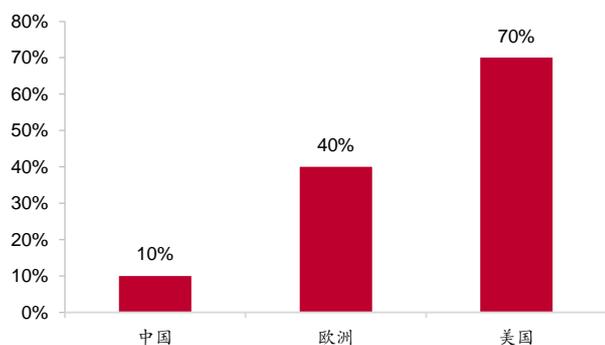
**图表 5: 中国烘焙市场现制产品规模占比**


来源: 欧睿、中泰证券研究所

**图表 6: 冷冻烘焙食品 B 端市场规模测算**

	2020 年			来源
	悲观	中性	乐观	
①烘焙食品消费量: 千吨	7,501.8			欧睿2020年数据
②使用冷冻烘焙的比例	10%			《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》
冷冻烘焙消费量: 千吨	750.18			①*②
价格: 万元/吨	1.5	2	2.5	参考立高、南侨注1)
规模: 亿元	112.53	150.04	187.55	
注1): 立高、南侨冷冻烘焙的销售价格 (单位: 万元/吨)				
数据来源: 公司招股说明书				
	2017	2018	2019	2020
立高	1.81	1.96	2.09	2.07
南侨		2.72	3.07	3.37

来源: 欧睿、《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》、招股说明书、中泰证券研究所

**图表 7: 2019 年中国、美国、欧洲冷冻面团占面包行业比重**


来源: 《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》、中泰证券研究所

**图表 8: 冷冻烘焙食品 B 端市场潜在规模空间测算**

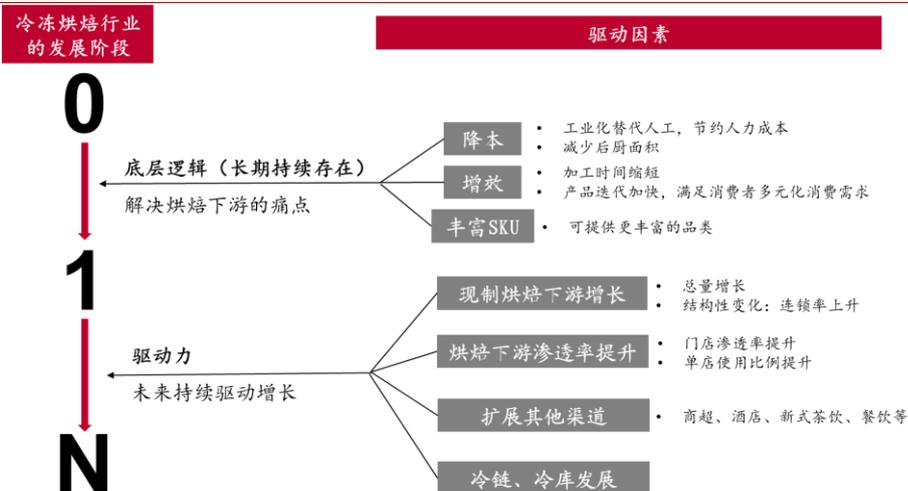
	潜力空间测算			来源
	悲观	中性	乐观	
①烘焙食品消费量: 千吨	10,502.5			欧睿: =2020年中国大陆消费量数据*烘焙食品人均消费量倍数(香港/大陆)
②使用冷冻烘焙的比例	30%			《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》: =欧洲冷冻使用比例*75%
冷冻烘焙消费量: 千吨	3150.756			①*②
价格: 万元/吨	1.5	2	2.5	参考立高、南侨(同图表6), 假设价格不变
规模: 亿元	472.61	630.15	787.69	

来源: 欧睿、《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》、招股说明书、中泰证券研究所

- 冷冻烘焙行业从无到有的底层逻辑 (0→1): 解决下游烘焙坊行业痛点, 助力降本增效、丰富 SKU 提升收入。** 我们在前文提到冷冻烘焙是 2B 生意, 本质是现烤烘焙中工业化替代人工。我们认为, 冷冻烘焙行业从无到有的底层逻辑是帮助解决下游现制烘焙坊的行业痛点, 起到降本增效、丰富 SKU 提升收入的作用: 1) **降本增效**: 部分 SKU 货值不高, 但加工复杂(加工时间长、人力成本高或工艺相对复杂)、货值低, 如蛋挞皮、甜甜圈等, 冷冻烘焙可替代这部分产品, 规模化工业生产, 具备规模经济且品控稳定。人力、店租成本逐年上升, 现制烘焙门店压力相对较大, 根据中国饭店协会的数据, 2019 年餐饮行业房租+人力成本占比 33% (同比+7.1pct)。冷冻烘焙产品工业化替代人工, 能帮忙降低人力成本; 前置部分生产烘焙过程, 缩减门店面积, 降低店租成本, 提升坪效; 2) **丰富 SKU**: 冷冻烘焙产品在终端不需要或仅需要简单加工, 能帮助门店丰富 SKU, 提升收入; 如果所有品类门店都选择自己制作耗时耗力, 即使有中央工厂也依然不够经济, 因此冷冻烘焙能便捷地帮助终端门店丰富部分产品 SKU 数量。
- 冷冻烘焙行业从持续快速发展的驱动力 (1→N): 现制烘焙下游增长,**

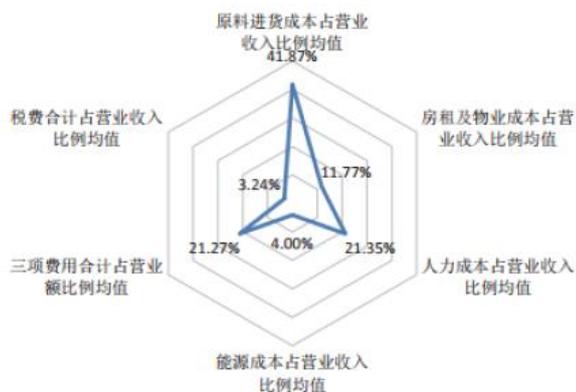
冷冻烘焙在下游的渗透率提升、扩展新消费场景和渠道、冷链冷库基础设施发展。

图表 9: 冷冻烘焙行业发展的驱动力



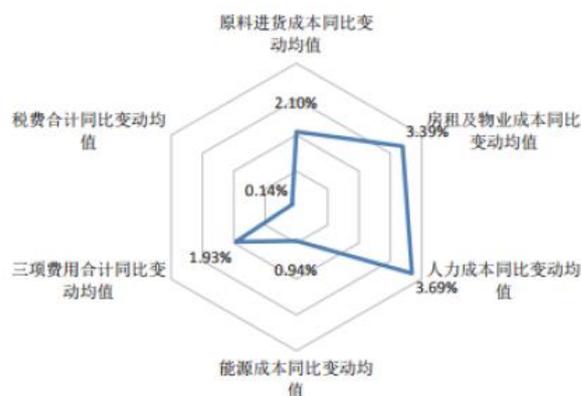
来源：中泰证券研究所

图表 10: 2019 年餐饮业各项成本费用占收入比例



来源：中国饭店协会、中泰证券研究所

图表 11: 2019 年餐饮业各项成本费用占比变动分布

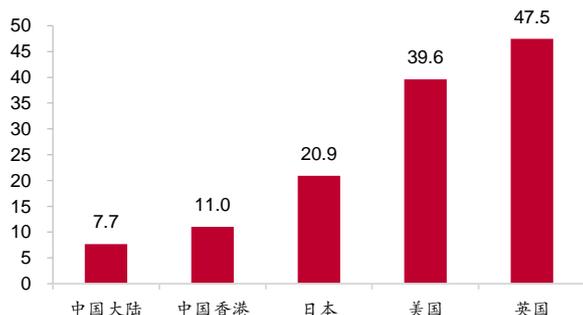


来源：中国饭店协会、中泰证券研究所

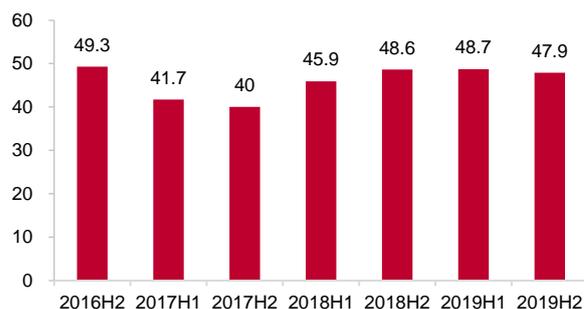
■ **冷冻烘焙行业持续增长驱动力一：烘焙下游总量增长&连锁化提升结构性变化的机会。**从烘焙下游来看，首先国内烘焙市场空间潜力巨大。欧睿数据显示，2020 年中国大陆烘焙食品人均消费量 7.7kg，对比饮食习惯类似的中国香港与日本有 1.5x-2.7x 空间，因此烘焙食品行业总量上仍有较大增长潜力。其次在烘焙坊业态中，连锁化率会逐步提升，连锁门店处于产品标准化和效率的需求对冷冻烘焙产品的使用率会更高，驱动冷冻烘焙产品行业增长。《2020 年中国烘焙门店市场报告》显示国内烘焙连锁品牌旗下门店数量增速快于品牌数量增速，验证了这种结构性变化。

图表 12: 2020 年中国大陆及其他地区烘焙食品人均消费量 (单位: kg)

图表 13: 2016-2019 年中国烘焙门店数量规模 (单位: 万家)

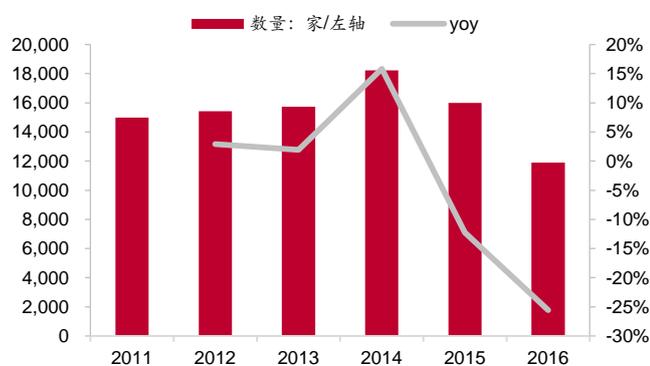


来源：欧睿、中泰证券研究所



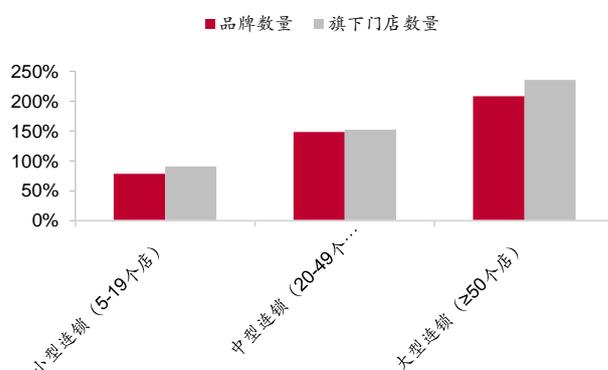
来源：《2020年中国烘焙门店市场报告》、中泰证券研究所

**图表 14: 2011-2016 年中国糕点面包行业通过食品生产许可的企业数量**



来源：《中国食品工业年鉴》(2012-2017)、中泰证券研究所

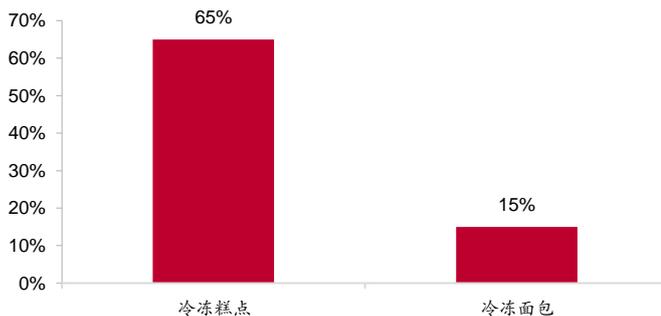
**图表 15: 2019 年全国烘焙门店连锁品牌规模同比增速**



来源：《2020年中国烘焙门店市场报告》、中泰证券研究所

- 冷冻烘焙行业持续增长驱动力二：下游门店渗透率及单店使用比例提升。**冷冻烘焙食品在下游的渗透率提升主要来自于 2 方面：使用冷冻烘焙产品的门店变多+单店使用冷冻烘焙产品比例提升。① 门店覆盖率提升：过去由于部分冷链设施不完善，夫妻老婆店较多等原因，冷冻烘焙产品的覆盖率较低，近年这些原因逐渐改善助力冷冻烘焙产品的门店覆盖率持续提升。② 单店使用比例提升：前文中我们提到对比国内烘焙产品使用冷冻烘焙的比例远低于海外市场，一方面随着烘焙连锁化率提升，单店使用比例会自然提升；另一方面，产品品类拓展（如从不发酵到预发酵产品等）也可提升冷冻烘焙在单店的使用比例。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%，需要发酵的冷冻面包品类可拓展空间较大。

**图表 16: 中国冷冻烘焙食品中糕点与面包的占比**



来源：招股说明书、中泰证券研究所

- **冷冻烘焙行业持续增长驱动力三：下游消费场景拓展。**根据调研反馈，烘焙门店仍然是当下冷冻烘焙产品最主要的消费场景与渠道。然而，近些年“+烘焙”的消费场景愈发多元，如新式茶饮、咖啡门店、餐厅中的甜点消费需求，以及酒店茶歇等场景逐步被开拓，冷冻烘焙品类可想象空间充足。

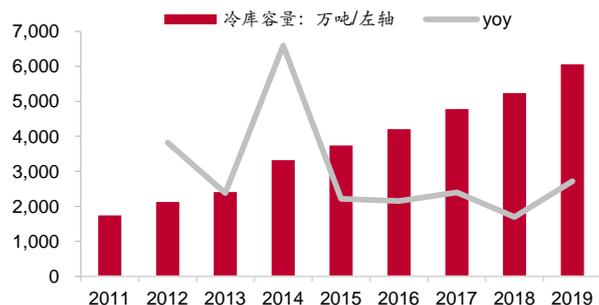
图表 17: 烘焙渠道以外的“+烘焙”应用场景拓展



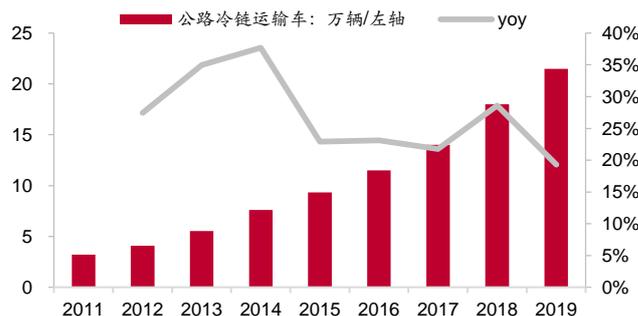
来源：公开资料整理、中泰证券研究所

- **冷冻烘焙行业持续增长驱动力四：冷链、冷库基础设施持续发展。**冷冻烘焙食品相比一般速冻食品对温度控制要求更高，尤其预发酵类冷冻烘焙产品要求运输、仓储温度必须低于零下 18 度。过去，国内的冷链基础设施相对薄弱，客观上限制了冷冻烘焙食品的发展。近几年，国内的冷库容量、公路冷链运输车保有量持续增长，为冷冻烘焙食品的发展创造了良好的基础条件。根据中国物流与采购联合会数据，2014-2019 年国内冷库容量、公路冷链运输车保有量复合增速分别达到 13%、23%。

图表 18: 中国冷库容量及增速



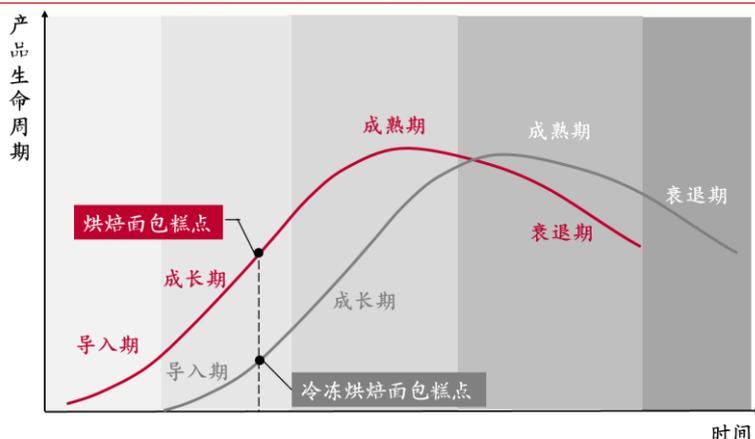
图表 19: 中国公路冷链运输车保有量及增速



来源：中国物流与采购联合会、中泰证券研究所

来源：中国物流与采购联合会、中泰证券研究所

- **总结：冷冻烘焙行业发展滞后于下游烘焙行业，我们判断冷冻烘焙市场增速将远高于下游烘焙行业整体增速。**目前国内烘焙市场仍能保持10%左右增速，仍处于增长期，而冷冻烘焙食品在国内出现时间较晚，我们判断正处于导入期向成长期过渡阶段。我们认为，基于烘焙下游总量持续增长+结构性变化以及冷冻烘焙在下游的渗透率不断提升，冷冻烘焙行业增速远高于下游烘焙行业。

**图表 20：烘焙与冷冻烘焙食品生命周期**


来源：中泰证券研究所

### 1.3 国内冷冻烘焙行业格局分散，海外龙头地位稳固

- **国内格局相对分散，立高处于第一梯队。**根据公司招股书及烘焙展调研反馈，目前国内冷冻烘焙行业相对分散，立高处于第一梯队，2020年立高冷冻烘焙营收9.6亿元，产能5.32万吨。根据烘焙展等调研反馈，行业内较大的公司还包括山东高贝、新迪嘉禾、鑫万来食品、南侨食品等。

**图表 21：中国冷冻烘焙行业主要企业介绍**

公司	介绍	规模
立高食品	位于广东广州，成立于2000年，2014年收购广州奥昆和昊道（成立于2009年）。销售产品包括奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品，其中冷冻烘焙食品的大单品包括蛋挞皮、甜甜圈、蛋黄酥、麻薯等。	在广东、浙江、河南拥有4个生产基地，冷冻烘焙食品2020年营收9.6亿元，实际产能达到5.32万吨。
南侨食品	是中国台湾的南侨投资控股股份有限公司在国内的运营主体，位于上海，成立于2010年。主要生产销售烘焙应用油脂、稀奶油、冷冻面团等产品。	1996年起先后在天津、广州、上海等地投资建立工厂，冷冻烘焙食品2020年营收1.1亿元，产能3437吨。
山东高贝	位于山东济南，成立于2007年。主要生产冷冻挞皮、披萨饼底、酥饼、起酥、丹麦面团类产品。	在济南、泰安两地建立生产基地及品牌运营管理中心，2021年冷冻烘焙食品产能达3万余吨。
新迪嘉禾	位于浙江杭州，成立于2009年。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。	年生产能力在10万吨以上。
鑫万来食品	位于江西九江，成立于2012年。销售产品包括冷冻面团、全系列挞皮、酥饼类冷冻面团、热加工烘焙类蛋糕、西式冷加工糕点等。	年产能可达到8亿元人民币。
东莞黑玫瑰	位于广东东莞，成立于2004年，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。	

来源：招股说明书、公司官网、公司宣传资料、中泰证券研究所

- **Aryzta 是世界第一大冷冻烘焙企业。**Aryzta 是全球最大的食品公司之

一，在专业烘焙上具有领导性地位，总部位于瑞士苏黎世，业务范围到达北美、南美、欧洲、亚洲、澳洲以及新西兰。2020 财年，Aryzta 的经调整收入达到 29.3 亿欧元，其中烘焙类业务收入占比达到 82%。近几年由于剥离业务、疫情等影响业绩波动较大，2017 财年业绩大幅下降主要受德国新产能投产产能爬坡、折旧增加，英国脱欧汇率大幅变动影响；2018、2019 财年收入、业绩主要受北美需求下降、出售部分北美业务影响；2020 财年则主要受新冠疫情影响。2016 财年及之前相对稳态，2016 财年公司经调整利润达到 1.62 亿欧元。Aryzta 前身是 IAWS 和 Hiestand，IAWS 最早成立于 1897 年，Hiestand 成立于 1994 年，主要为 B 端客户提供冷冻面包等烘焙食品。IAWS 自 1989 年开始陆续在不同地区收购了许多经营冷冻烘焙产品的公司。2007-2008 年 IAWS 剥离农业业务，与 Hiestand 合并成立 Aryzta 并上市，之后持续收购世界各国的冷冻烘焙供应公司，成长为世界第一大冷冻烘焙食品企业。

- 借鉴 Aryzta 发展历史，我们认为对国内冷冻烘焙行业有三点启示：1) 冷冻烘焙在国外已有多年历史，烘焙下游需求客观存在。2) 国外不乏专注于冷冻烘焙业务的企业，冷冻烘焙行业市场大有可为。3) 冷冻烘焙食品下游场景、渠道广泛，餐饮市场大有可为。涉及烘焙门店、餐饮门店、便利店、咖啡厅等。其中餐饮渠道销售收入合计超过 50% (QSR 快餐+其他餐饮渠道)，是收入占比最大的渠道，对比国内下游烘焙为主要渠道，餐饮渠道仍有较大潜力待挖掘。

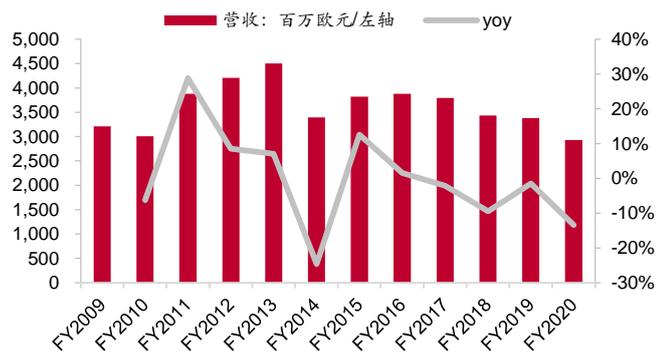
图表 22: Aryzta 发展历史

时间	事件
1897	IAWS(Irish Agricultural Wholesale Society) 成立，后来成为食品集团
1989	IAWS收购 Shamrock Foods (生产并销售新鲜和冷冻等食品与服务)
1994	Hiestand在瑞士成立，生产并为便利店、面包店、餐厅等提供冷冻面包等烘焙食品
1998	IAWS收购 Cuisine de France (成立于爱尔兰的零售面包店)
1999	IAWS收购 Delice de France(英国公司，生产和销售烘焙产品，包括冷冻烘焙产品)
2001	IAWS收购 La Brea Bakery (美国零售面包店，餐厅运营商和冷冻烘焙产品供应商) IAWS与加拿大最大的咖啡和甜甜圈连锁店 Tim Hortons 成立合资公司Maidstone Bakeries并建厂，向其供应面包
2003	IAWS收购 Gilsons Bakery和Hiestand英国业务
2005	IAWS收购 coup de pates (法国公司，生产和销售烘焙产品，包括冷冻烘焙产品)
2006	IAWS收购 Otis Spunkmeyer (美国烘焙食品分销公司，生产饼干、松饼、冷冻饼干面团和其他糕点) 和Fricopan (德国烘焙公司)
2007-2008	剥离农业业务，合并 IAWS 和 Hiestand 成立 ARYZTA
2010	收购 Fresh Start Bakeries (美国公司，全球专业的烘焙产品供应商)
2011	收购 honeytop specialty foods (英国公司，为超市等供应新鲜及冷冻烘焙食品)
2010	ARYZTA收购 Maidstone Bakeries 合资企业剩余 50% 的股份 收购 Fresh Start Bakeries (全球专业的烘焙产品和解决方案的供应商，为北美 QSR，餐饮服务和烘焙门店供应烘焙产品，包括 Sweet Life 和 Pennant 两个品牌)
2013	收购 Klemme AG (德国面包店)、Rina Europe (欧洲主要的冷冻面包供应商之一，匈牙利公司)
2014	收购 Mette Munk (丹麦冷冻烘焙食品供应商)、Cloverhill (美国面包供应商，主要供给自动售货机、麦当劳)、Pineridge Bakery (加拿大新鲜和冷冻烘焙食品自有品牌)
2015	收购了 Picard (法国冷冻烘焙食品供应商) 49% 的股份、Pré Pain (荷兰公司，烘焙食品供应商)、La rousse (爱尔兰餐饮服务公司)、La Carte (爱尔兰冷冻食品供应商，服务于爱尔兰零售和餐饮门店)
2018	出售 Cloverhill 和 Big Texas
2019	出售 Picard 的大部分权益，仅保留 4.5% 股份
2021	达成出售 Picard 剩余股份的协议，Aryzta North America (美国、加拿大业务) 出售给 Lindsay Goldberg LLC，母公司计划剥离每周业务，专注欧洲及亚太市场

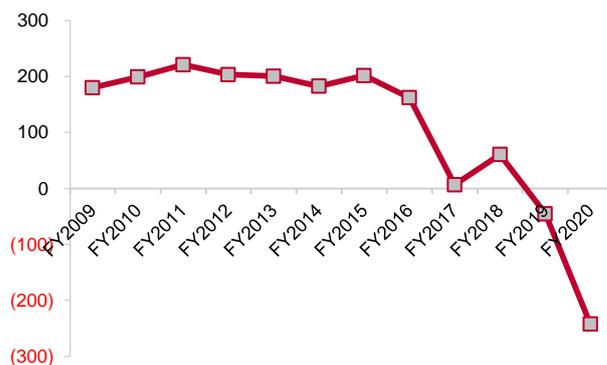
来源：公司官网、公司公告、《爱尔兰时报》、彭博、维基等公开资料整理、中泰证券研究所

图表 23: Aryzta 收入及增速

图表 24: Aryzta 经调整净利润 (单位: 百万欧元)



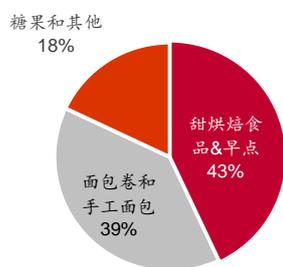
来源：彭博、中泰证券研究所



来源：彭博、中泰证券研究所

**图表 25: FY2020 Aryzta 产品收入结构**

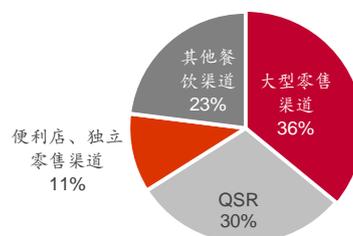
■ 甜烘焙食品&amp;早点 ■ 面包卷和手工面包 ■ 糖果和其他



来源：彭博、中泰证券研究所

**图表 26: FY2020 Aryzta 渠道收入结构**

■ 大型零售渠道 ■ QSR ■ 便利店、独立零售渠道 ■ 其他餐饮渠道



来源：彭博、中泰证券研究所

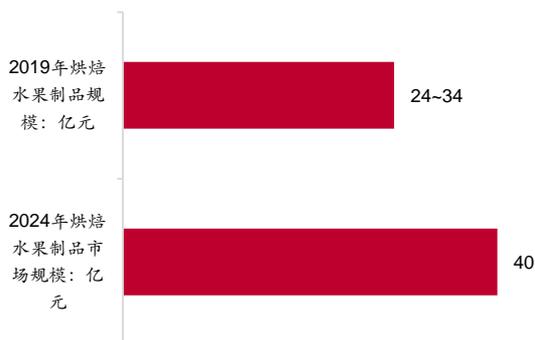
### 1.4 其他烘焙原料跟随烘焙下游蓬勃发展

- **奶油、烘焙水果制品、细分酱料市场规模较小，跟随下游烘焙行业快速发展。**烘焙原料种类较多，面包、蛋糕等加工附加值较高，因此多数烘焙原料的成本占烘焙产品货值比例较低，市场规模相对较小。以烘焙奶油、烘焙水果制品市场为例，据中商产业研究院，2019 年国内奶油市场规模 66 亿元，14-19 年复合增速 17%。根据智研咨询、欧睿数据，烘焙水果制品成本占蛋糕售价约为 2.5%到 3.5%，2019 年国内蛋糕规模 964 亿元，测算 2019 年中国烘焙水果制品市场约 24-34 亿；智研咨询预计 2024 年规模达 40 亿元。烘焙酱料细分种类较多，单品规模相对较小，以用途广泛的沙拉酱为例，观研天下数据显示 2019 年国内沙拉酱规模预计为 55 亿元。

**图表 27: 中国奶油市场规模及增速**
**图表 28: 中国烘焙水果制品市场规模**

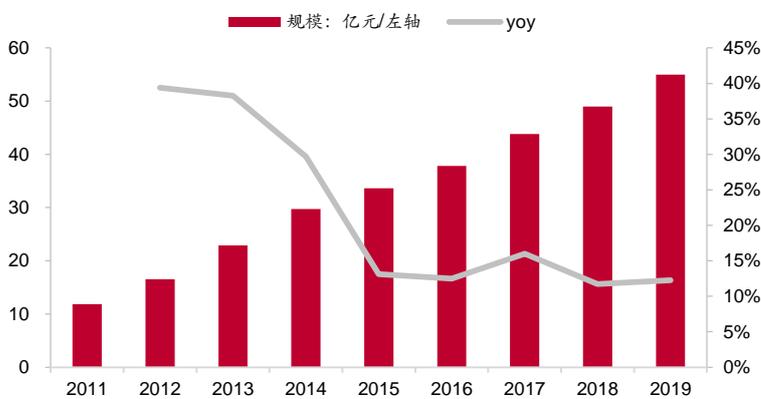


来源：中商产业研究院、中泰证券研究所



来源：智研咨询、欧睿、中泰证券研究所

**图表 29：中国沙拉酱市场规模及增速**



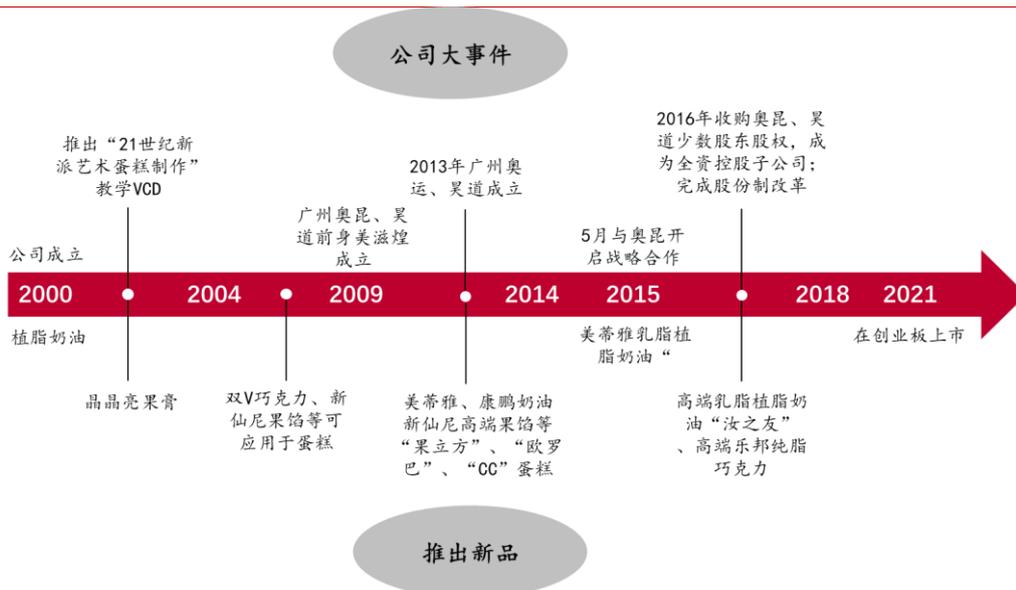
来源：观研天下、中泰证券研究所

## 二、公司介绍：20 年深耕烘焙产业链，深度绑定核心人员

### 2.1 深耕烘焙行业 20 年，对核心人员激励足

- 立高成立于 2000 年，深耕烘焙行业 20 余年。立高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。立高成立于 2000 年，以植脂奶油起家，在随后的二十余年间，公司陆续推出果膏、果馅、奶油等烘焙原材料，深耕烘焙行业。2009 年，立高销售经理陈和军离开公司与宁宗峰、张新光成立美滋煌公司，2013 年注销分拆为广州奥昆、广州昊道两家公司，其中奥昆主营冷冻烘焙产品、昊道主营果酱、馅料等产品，2014-2015 年，立高收购奥昆、昊道控股权并与奥昆开启战略合作，迈向“大烘焙”的经营和发展格局，2016 年立高收购奥昆、昊道剩余的少数股东股权。

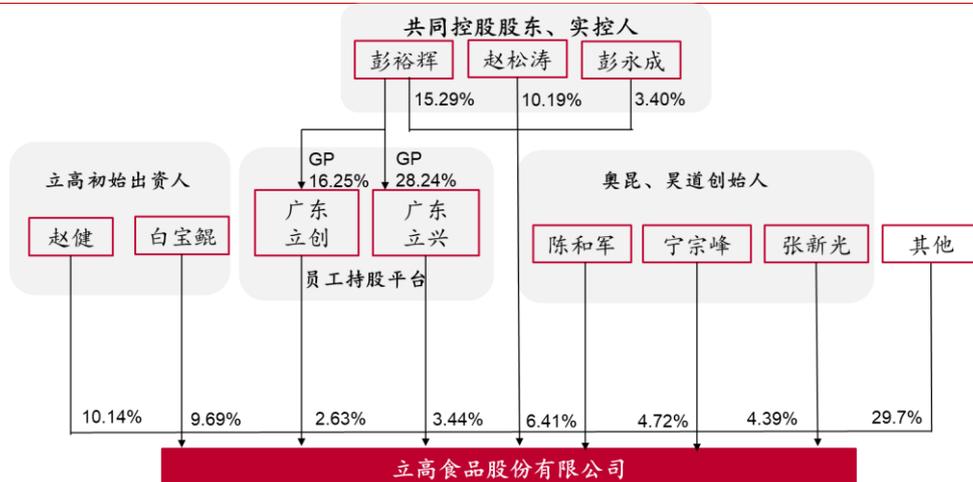
**图表 30：立高食品发展历程**



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **公司股权结构稳定，对核心人员激励十足。**公司前十大股东合计持股70.3%，控股股东和实控人为彭裕辉、赵松涛（彭裕辉姐夫）、彭永成（彭裕辉父亲），三人为一致行动人，合计持有公司34.95%股份。其余大股东包括公司初始出资人赵健、白宝鲲，系立高2000年最初成立时的财务投资人；奥昆和昊道的创始人陈和军、宁宗峰、张新光；以及2018年公司进行股权激励时的持股平台广东立创、广东立兴。股权结构相对稳定。

**图表 31：立高食品股权结构（截至2021年4月15日）**



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **公司高管团队以创始人团队为主，经验丰富。**公司主要高管中，董事长彭裕辉、副总经理赵松涛系公司创始人彭永成亲属，自公司成立之初就参与公司经营管理；奥昆、昊道创始人陈和军现任公司副总经理，分管广州奥昆、宁宗峰现任公司监事会主席，分管广州昊道；行政总监彭岗自2004年加入公司任职超过17年，对公司的经营情况也十分清楚。副总、董事会秘书龙望志及财务总监刘宇虽然加入公司时间相对较晚，

但是过往相关工作经验丰富，是资质优异的优秀职业经理人。我们认为公司的高管团队中职业经理人能力强，创始人对公司有先天责任感，为公司日常高效经营、正确决策奠定了较好的基础。

**图表 32: 立高食品高管介绍**

姓名	职务	出生年份	介绍
彭裕辉	董事长、董事、总经理	1968	曾任职雀巢(中国)有限公司业务主任、美国粟米产品有限公司销售经理、香港屈臣氏华光食品有限公司销售经理。2000年5月至2014年1月历任增城市立高食品有限公司监事,执行董事,经理,2014年1月至2017年12月历任广东立高食品有限公司执行董事,经理和董事,2017年12月至今任立高食品董事长,总经理。现任立高食品董事长,总经理,佛山立高执行董事,广州奥昆执行董事,广州昊道执行董事
陈和军	副总经理,奥昆总经理	1980	2003年3月至2005年9月任职广州乐培仕食品有限公司销售经理,2005年10月至2006年6月任职立高有限销售经理,2009年12月至2014年1月任职广州美滋煌食品有限公司总经理,2014年7月至今历任广州奥昆监事,经理。现任立高食品董事,副总经理,广州奥昆总经理,浙江奥昆监事,浙江昊道监事,河南奥昆执行董事,总经理。
宁宗峰	广州昊道总经理,监事会主席,监事	1976	曾任职增城市麦肯嘉顿食品有限公司销售经理、金钻食品工业有限公司销售经理,2009年12月至2014年8月任职广州美滋煌食品有限公司经理,2013年1月至今历任广州昊道监事,经理。现任立高食品监事会主席,广州昊道总经理,浙江昊道执行董事,总经理,河南奥昆监事。
龙望志	副总经理,董事会秘书	1978	注册会计师。曾任职广东三茂铁路股份有限公司会、广东正中珠江会计师事务所经理、雅居乐集团控股有限公司财务部经理、安信证券股份有限公司业务总监,2017年6月至2017年12月任职广东立高食品有限公司副总裁,2017年12月至今任立高食品副总经理,董事会秘书。现任立高食品副总经理,董事会秘书。
赵松涛	副总经理	1963	2001年3月至2014年1月历任增城市立高食品有限公司副总经理,2014年1月至2017年12月历任广东立高食品有限公司副总经理,2017年12月至今任立高食品董事,副总经理。现任立高食品董事,副总经理,佛山立高总经理,广州奥昆监事,广州昊道监事。
刘宇	财务总监	1973	注册会计师,高级会计师。曾任职中顺洁柔纸业股份有限公司审计经理、广州市莱克斯顿服饰有限公司董事长财务助理、广东万里马实业股份有限公司董事长助理,2016年4月至2017年12月任职广东立高食品有限公司财务总监,2017年12月至今任立高食品财务总监。现任立高食品财务总监。
彭岗	行政总监	1975	2004年12月至2014年1月任增城市立高食品有限公司总裁助理,2014年1月至2017年12月任职广东立高食品有限公司总裁助理,2017年12月至今任立高食品总经理助理,行政总监。现任立高食品行政总监。

来源: Wind、中泰证券研究所

- 公司注重员工激励，有助于激发核心人员积极性。2018年5月公司对部分高管及核心员工进行股权激励，其中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。此次IPO过程中，公司高管及核心员工参与战略配售，为此设立专项资管计划。上述4个平台激励对象包括公司高管（董事长、副总经理、各职能部门总监等）、中层管理人员以及销售、生产、供应链、营销端的核心员工，深度绑定员工与公司利益，能有效激发团队积极性。

**图表 33: 立高食品员工激励持股平台**

激励平台	激励时间	激励对象	持股比例
广州立兴	2018年	公司财务总监等中高层、烘焙事业部销售领导、昊道研发/营销领导	3.44%
广州立创	2018年	广州昊道总经理、奥昆销售/营销/供应链/生产中高层领导	2.63%
立高食品1号资管计划	IPO战略配售	公司高管(董事长、副总经理、技术顾问、销售/行政/研发总监)	2.38%
立高食品2号资管计划	IPO战略配售	财务总监、公司中层管理(大区总监、子公司营销中心领导、事业部产品经理、华北区研发总监等)	0.12%

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

## 2.2 产品矩阵丰富，自主生产为主

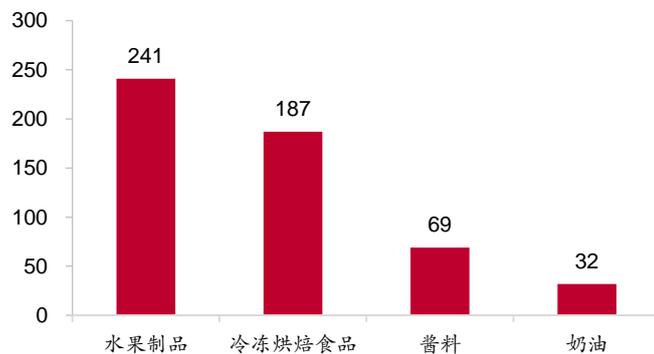
- 公司产品主要分为冷冻烘焙产品、烘焙原材料（奶油、烘焙水果制品、烘焙酱料等）以及其他休闲食品，矩阵丰富。公司主要产品包括奶油、水果制品、酱料、巧克力等烘焙食品原料和冷冻烘焙半成品及成品，此外还生产部分休闲食品。公司产品类型众多，规格多样，截至2020年6月底，公司奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品的品规分别达到32种、241种、69种和187种。

**图表 34: 公司产品矩阵**



来源：公司年报、中泰证券研究所

**图表 35：公司产品种类数量（截至 20H1）**

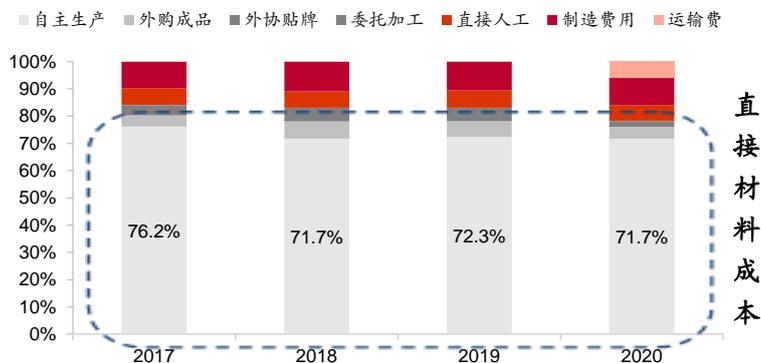


来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 产品以自产为主，部分采用外协生产或外购销售。公司存在少量外协生产，主要考虑到提供部分配套产品提升客户采购便利性，但自己生产不够经济，以外协贴牌和委托加工为主，品类涉及蛋挞液、烘焙巧克力等。从成本结构看，2020 年产品直接材料占比 78%，自主生产占比

72%，外协生产或外购成品占比 6%。2020 上半年，蛋挞液公司开始自产。

**图表 36: 公司主营成本拆分**



来源：招股说明书、中泰证券研究所

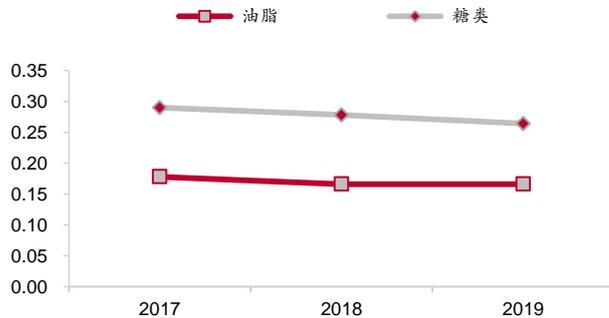
- 油脂、面粉、糖等是公司产品消耗的主要原材料，成本主要受原料价格及产品结构影响。油脂、面粉、糖等是公司产品主要原材料，拆分看，冷冻烘焙、奶油、酱料对原材料的单位用量相对稳定，成本主要受原材料价格变动影响；水果制品原材料单位用量变化较大，主要与产品结构有关，果馅的单位水果耗用量较高而果泥等用于冲调果汁，水果耗用量较低。因此，公司原材料成本主要受原料价格、产品结构影响。

**图表 37: 单吨冷冻烘焙的主要原材料消耗量 (单位: 吨)**



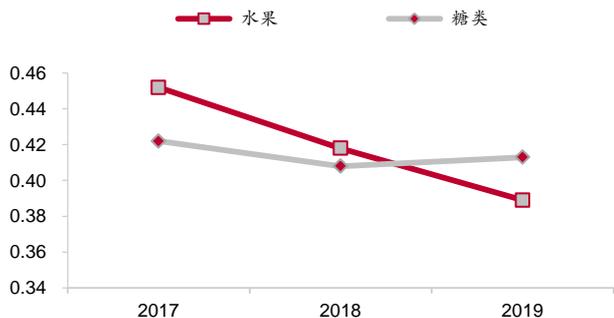
来源：招股说明书、中泰证券研究所

**图表 38: 单吨奶油的主要原材料消耗量 (单位: 吨)**



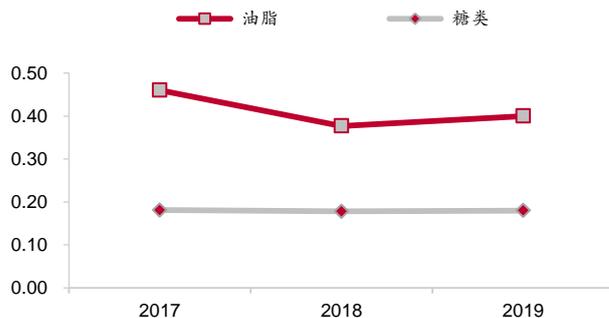
来源：招股说明书、中泰证券研究所

**图表 39: 单吨水果制品的主要原材料消耗量 (单位: 吨)**



来源：招股说明书、中泰证券研究所

**图表 40: 单吨酱料的主要原材料消耗量 (单位: 吨)**

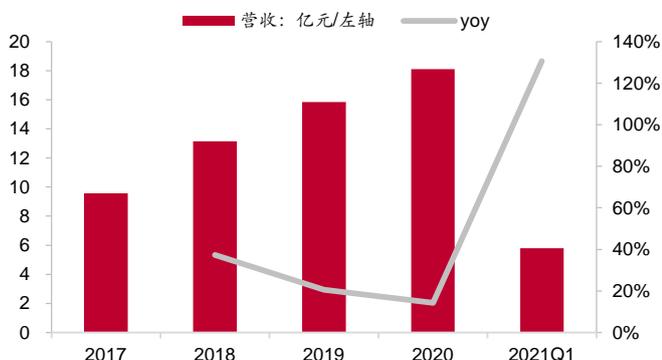


来源：招股说明书、中泰证券研究所

### 2.3 主营增长良好，高盈利+高周转推动高 ROE

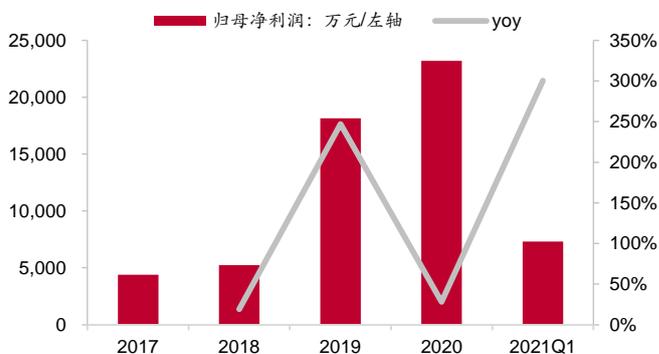
■ **公司收入稳健，业绩高增。**从收入端看，公司 2020 年实现营收 18.10 亿元，同增 14.27%，考虑到 2020 年疫情背景下，很多烘焙坊门店停止营业时间较长，公司营收仍能实现双位数增长体现了行业需求快速增长、具备韧性。2014-2019 年公司营收复合增速达到 28.7%，增速较高；2021Q1 实现营收 5.79 亿元，同增 130.54%，低基数背景下增长迅猛。从收入结构看，2020 年冷冻烘焙食品、奶油、水果制品、酱料、其他烘焙原材料收入占比分别为 52.8%、20.5%、9.3%、7.6%和 9.7%。从业绩端看，2020 年实现归母净利润 2.32 亿元，同增 27.9%，2017-2019 年两年复合增速 103%，主要由于行业高速发展，公司产品结构优化、增值税降低变相提价、产能利用率提升摊薄制造费用等因素驱动。2020 年公司毛利率、净利率分别为 38.3%、12.8%，盈利能力持续提升。

图表 41: 立高食品营收及增速



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 42: 立高食品归母净利润及增速



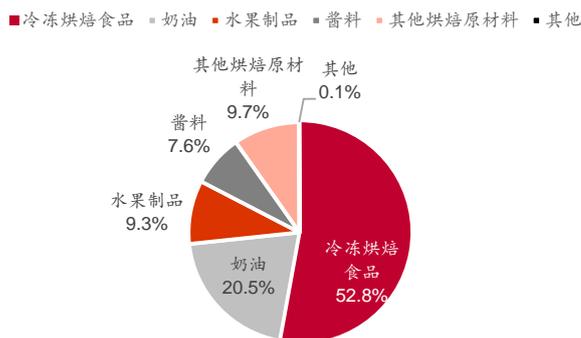
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 43: 立高食品净利率、毛利率 (单位: %)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 44: 2020 年公司产品收入结构



来源: Wind、中泰证券研究所

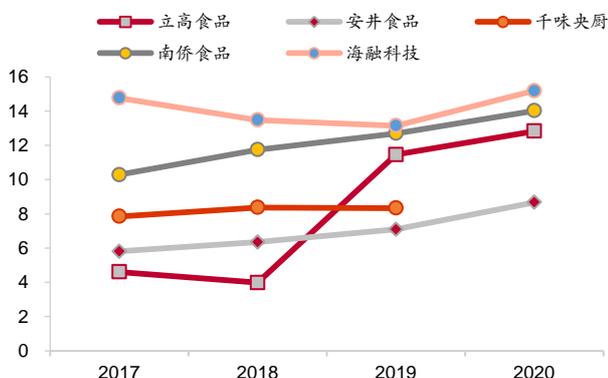
■ **对比同行，公司 ROE 较高，主要系盈利能力与总资产周转水平较高。**对立高和可比公司进行杜邦分析，立高较高的净利率和突出的总资产周转率驱动了公司显著的高 ROE 水平。

图表 45: 立高食品和可比公司杜邦分析

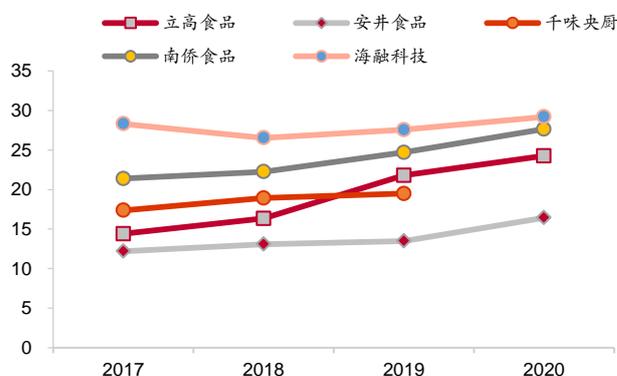
公司	立高食品		安井食品		千味央厨		南侨食品		海融科技	
时间	2019	2020	2019	2020	2018	2019	2019	2020	2019	2020
ROE	46.74	41.35	15.58	18.79	16.59	15.79	17.64	17.30	32.10	10.92
净利率	11.45	12.83	7.09	8.67	8.37	8.34	12.69	14.02	13.15	15.19
总资产周转率	2.24	2.04	1.03	1.09	1.36	1.22	0.94	0.84	1.50	0.60
权益乘数	1.69	1.49	2.07	1.93	1.44	1.66	1.44	1.49	1.56	1.13

来源: Wind、中泰证券研究所

- 盈利能力对比: 烘焙行业整体毛销差水平更高。**进一步分析看, 立高、南侨、海融的盈利水平都相对较高, 考虑主要受行业属性影响。安井产品以速冻火锅料、米面为主; 千味央厨以速冻米面为主。立高、南侨、海融主营业务则都属于烘焙食品中上游。烘焙食品加工附加值相对高, 毛利率偏高, 原材料成本占产品销售价格比例较低, 因此冷冻烘焙食品和其他原材料的盈利能力都相对较高。

**图表 46: 立高食品和可比公司净利率 (单位: %)**


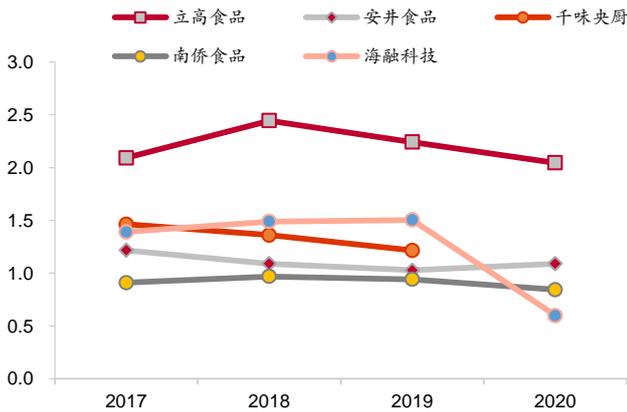
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 47: 立高食品和可比公司毛销差 (单位: %)**


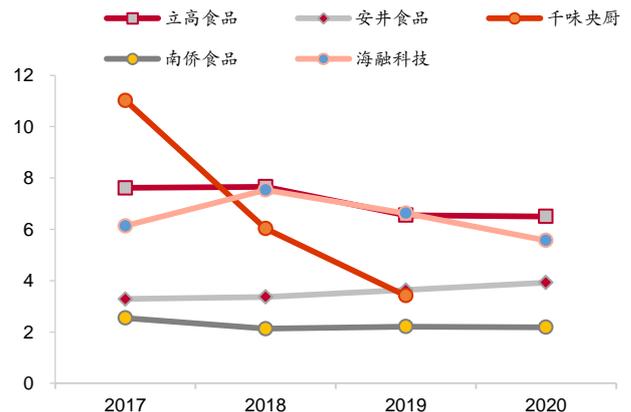
来源: Wind、中泰证券研究所

- 营运能力对比: 立高总资产周转率更高, 短期内固定资产周转率下滑或影响 ROE, 长期或可回到上升通道。**立高总资产周转率显著高于可比公司, 具体分拆来看, 公司固定资产周转率和存货周转率都相对较高。从固定资产周转率看, 我们认为公司正步入高速发展阶段, 建厂等资本支出随着 IPO 完成会逐渐加大, 固定资产周转率可能会在短期内下降。当公司构筑起供应链壁垒, 稳固自身行业地位后, 参考安井, 中长期固定资产周转率仍有望回到上升通道。从存货周转率看, 我们认为立高存货周转率较高的原因主要有: 1) 原材料采购周期短: 公司油脂、糖类、面粉、乳制品等主要原材料的采购周期较短, 一般情况下, 油脂 1-2 天采购一次, 维持 1 天的安全库存; 糖类 5 天采购一次, 维持 5 天的安全库存; 面粉 1-2 天采购一次, 维持 1 天的安全库存; 乳制品每天采购, 维持 1-2 天的安全库存; 包装材料、辅助材料因品类众多, 单品种单次采购量不大, 一般每个品种一个月采购一次。2) 工厂少: 若平均每个工厂的原材料、库存商品安全库存一致, 工厂少的公司存货周转率会相对更高, 因此公司的存货周转率水平显著高于安井。

**图表 48: 立高食品和可比公司总资产周转率 (单位: %)**
**图表 49: 立高食品和可比公司固定资产周转率 (单位: %)**

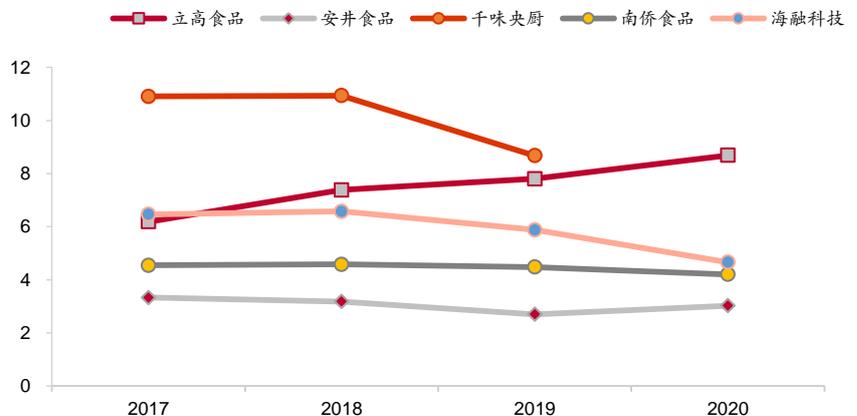


来源: Wind、中泰证券研究所



来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 50: 立高食品和可比公司存货周转率 (单位: %)**



来源: Wind、中泰证券研究所

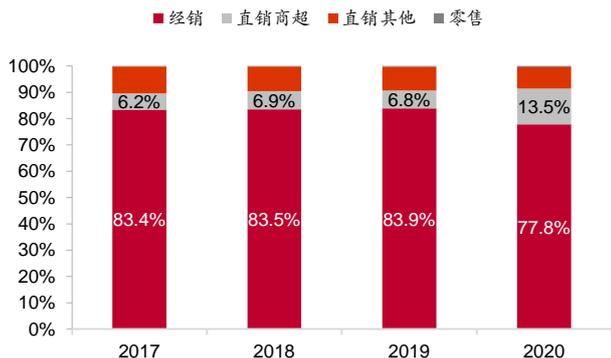
### 三、核心优势：渠道产品力先行，生产供应链端规模优势可期

#### 3.1 渠道：销售人员掌控终端，综合服务力强

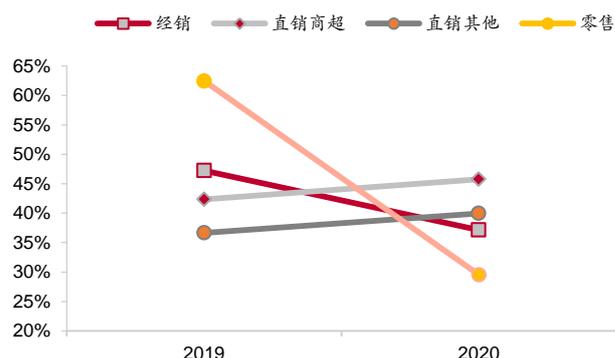
- 经销渠道占据主导。**立高渠道销售结构中，经销渠道占据主导，2020 年经销渠道收入占比 77.8%，直销收入占比 21.7%，其中商超占比 13.5%；南侨冷冻烘焙食品收入中则超 90%由直销渠道贡献。经销商下游主要包括烘、餐饮门店等中小 B 端，直销渠道主要为大型商超、全国连锁烘焙门店等客户。分渠道看，2020 年公司经销、直销商超、其他直销、零售渠道毛利率分别为 37.1%、45.8%、40.0%、29.5%。2020 年零售、经销渠道毛利率下滑主要受会计政策调整导致部分运输费用计入成本影响所致。

**图表 51: 公司渠道收入结构**

**图表 52: 公司各渠道毛利率**



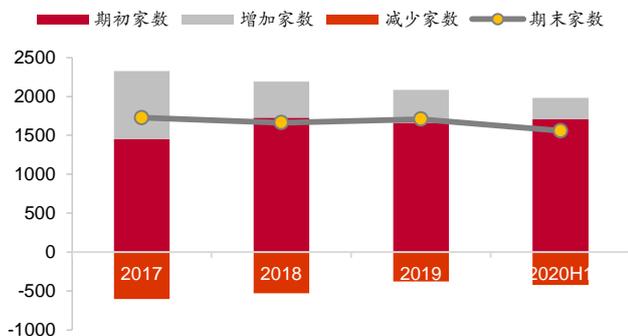
来源: Wind、中泰证券研究所



来源: Wind、中泰证券研究所

- 公司掌控终端能力强：经销商规模较小，主要承担配送等角色；直销大客户涉及烘焙、餐饮、商超等业态。**公司营销网络遍布国内除港澳台外全部省、直辖市、自治区，深入 357 个城市，与公司合作的经销商超过 1,800 家，直销客户超过 400 家，服务的终端客户超过 5 万家。从经销渠道看，2017-2020 年，公司减少经销商数量较多，主要因为上市规范要求下取消了部分个人名义的经销商，同时优化规模过小的经销商及疫情影响。从规模看，公司经销商规模整体较小，500 万元以上的经销商数量较少。对比安井，2020 年立高经销商平均创收约 78 万元，远低于安井。我们认为这主要由于终端在使用冷冻烘焙面团时需要培训等服务，因此更依赖于具备专业服务能力的公司销售人员而非经销商，小商模式下，公司对终端掌控力更强。从直销渠道看，公司大客户囊括烘焙、餐饮、商超、酒店等终端，涉及消费场景丰富，拓客能力优秀。

图表 53: 公司经销商数量变化



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

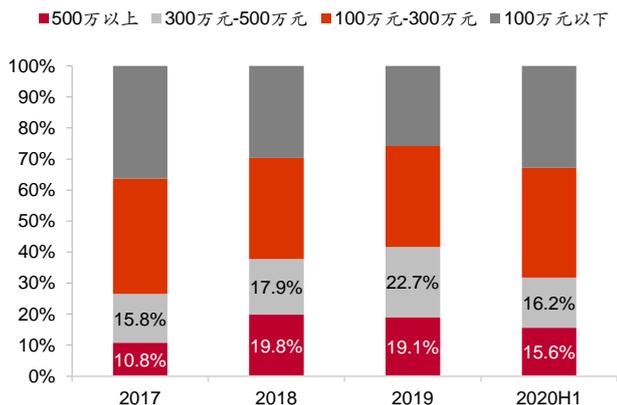
图表 54: 公司经销商按规模划分的数量

	2017	2018	2019	2020H1
500万元以上	13	30	33	21
300万元-500万元	33	53	78	43
100万元-300万元	168	207	256	215
100万元以下	1512	1373	1340	1280

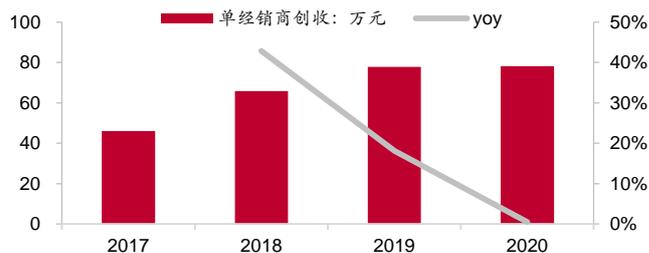
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 55: 公司经销商按规模划分收入结构

图表 56: 公司单经销商创收



来源：招股说明书、中泰证券研究所



	经销渠道收入: 亿元	经销商数量	单经销商年创收: 万元
安井: 2013年	13.68	664	206.08
安井: 2020年	58.70	1033	568.21
立高: 2020年	14.08	1800+	78.21

来源：公司公告、中泰证券研究所注：2021年经销商数量按1800家计算，实际超过1800家

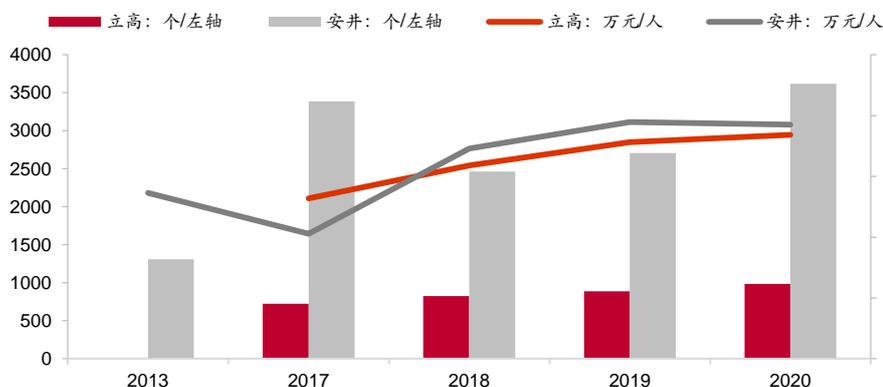
图表 57: 公司部分直销客户



来源：招股说明书、公开资料整理、中泰证券研究所

- 冷冻烘焙行业对销售人员专业服务要求高，立高销售人员人效高。冷冻烘焙半成品在终端加工时，例如打发、解冻、烘烤时间等都会影响最终成品品质，因此往往需要专门对终端客户进行指导培训以保障产品质量。而经销商服务能力比较低，需要公司专业的销售人员提高服务素养，去指导培训终端操作，保证产品力。同时从人效看，立高销售人员人均创收逐年提升，2020年人均创收184万元，与安井（192万元/人）接近。因此公司销售人员强拓客、服务能力是公司渠道力的重要基础。

图表 58: 立高&安井销售人员数量及人均创收

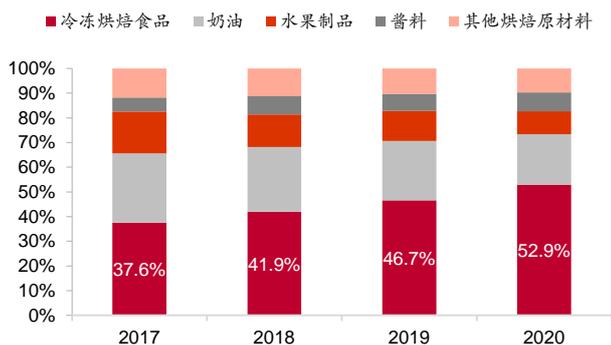


来源：公司公告、中泰证券研究所注：条形图表示销售人员数量；折线图表示销售年人均创收

### 3.2 产品：策略定位大单品，技术保障产品迭代+稳定品控

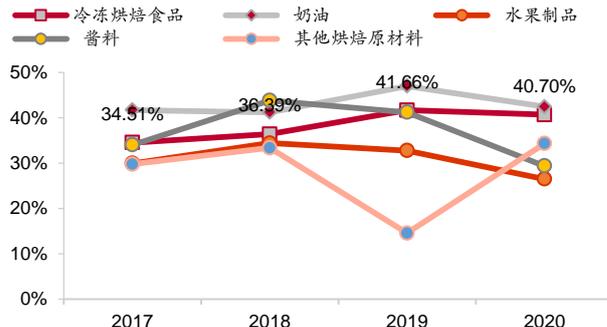
- 冷冻烘焙食品收入 3 年复合增速近 40%，变相提价+产品结构优化下毛利率提升明显。近年公司冷冻烘焙食品发展迅速，2020 年收入达到 9.6 亿元，占总收入比重 52.9%，2017-2020 年复合增速达到 38.7%，发展迅猛。得益于产品结构优化（高毛利率甜甜圈收入占比扩大、低毛利率的挞皮类收入占比降低）、2019 年增值税下降带来公司变相提价等因素，冷冻烘焙食品毛利率从 2017 年的 34% 提升至 2020 年 41%。

图表 59：公司产品收入结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 60：公司各产品毛利率



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 61：公司冷冻烘焙产品细分品类收入占比及毛利率

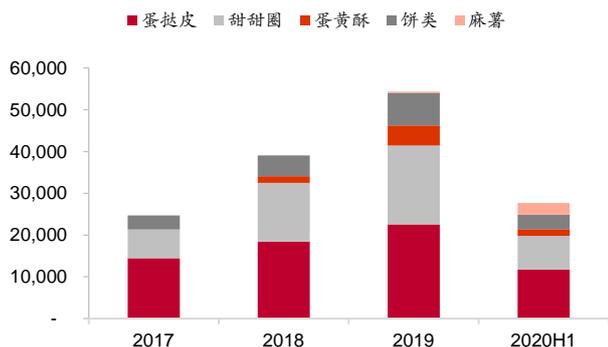
	2017	2018	2019
<b>甜甜圈系列</b>			
收入占冷冻烘焙食品比重	19.1%	25.6%	25.6%
毛利率	58.2%	51.5%	56.3%
<b>挞皮类</b>			
收入占冷冻烘焙食品比重	40.4%	33.5%	30.5%
毛利率	25.4%	25.8%	32.6%
<b>起酥类</b>			
收入占冷冻烘焙食品比重	19.38%	18.11%	19.27%
毛利率	42.1%	42.2%	41.9%
<b>丹麦系列</b>			
收入占冷冻烘焙食品比重	8.3%	8.8%	7.9%
毛利率	31.4%	42.5%	48.4%
<b>饼类</b>			
收入占冷冻烘焙食品比重	9.5%	8.7%	10.5%
毛利率	21.2%	28.1%	31.2%
<b>蛋糕系列</b>			
收入占冷冻烘焙食品比重	3.3%	5.4%	5.9%
毛利率	10.9%	14.8%	33.8%

来源：招股说明书、中泰证券研究所

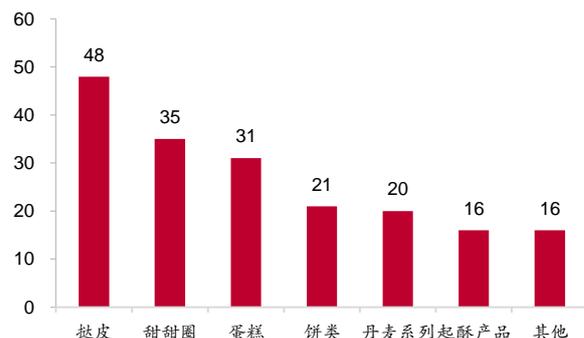
- 公司采用大单品策略，从生命周期和覆盖面上选择潜力空间大的品种，易于形成规模优势。公司采用大单品策略，2019 年蛋挞皮、甜甜圈收入分别达 2.3、1.9 亿元。在选品时，公司侧重于选择在时间段和覆盖面上具备上量潜力的产品。1) 公司在选品时会选择生命周期相对长的单品，而非某个时间点的网红爆款；2) 覆盖面上需要较广泛，能覆盖大部分终端而不仅是某个单品很火热的单品，深耕大单品做拓展。截止 20H1，公司挞皮、甜甜圈的品规分别达到 48、35 个。我们认为大单品策略为公司形成规模优势奠定了基础。

图表 62：公司冷冻烘焙大单品收入（单位：万元）

图表 63：公司冷冻烘焙食品品规数量（截止 20H1）



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

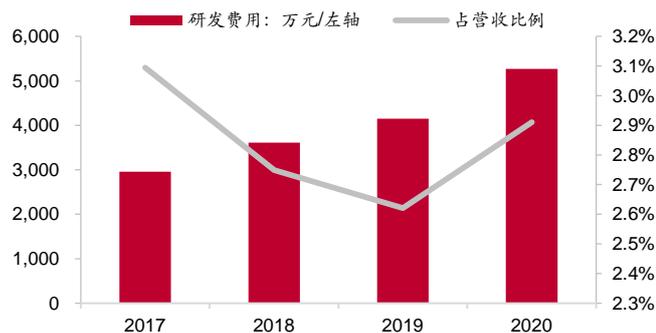


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

- **公司重视研发投入、发展生产技术，在行业内拥有较强技术水平，具备较强的创新、稳定品质生产和综合产品解决方案能力。**立高重视研发投入，提升技术水平。整体看，研发投入稳健提升，2020年研发费用5268万元，占营收比重2.9%。对研发人员激励足，2020年公司研发人员平均薪酬17.12万元，略高于南侨（16.29万元）。此外，公司建立了广东省烘焙添加剂及配料工程技术研究中心，形成了72项技术专利成果，其中6项发明专利。这些机制保障了公司高于行业平均水平的技术能力，能有效服务客户，满足需求。
- ✓ **较强的自动化生产能力及规模化生产水平：**公司通过对自动化生产线的定制化改造和对生产过程的品控管理，提高生产的自动化水平。公司从国内外引入自动化生产线，并根据国内原材料和公司产品的特点，在核心环节对关键生产设备及设备间的协同进行大量适应性的自主改造和调整，并建立了完善的生产流程控制体系，具备不同环境下的生产调整能力，保证了大规模生产过程中产品的稳定性。这有效地满足了客户对于品质稳定的需求。
- ✓ **生产多样化产品的技术能力：**公司提供烘焙原材料和冷冻烘焙产品，能有效满足客户一站式便捷采购的需求；同时烘焙产品更新迭代快，公司通过创新性自主研发的配方和生产工艺，解决了甜甜圈等冷冻面包产品易变质、发酸、体积缩小等技术难题，陆续推出冷冻面包等技术难度较大品类；改良传统中式糕点，不断丰富自身产品矩阵。
- ✓ **持续的技术创新能力：**公司建立了完善的技术创新体系和高质量的研发团队，并通过深入终端的服务模式，高效快速地了解客户需求，使公司产品配方、生产工艺、生产设备等技术能力不断强化和持续创新。公司不断开发出适合规模化生产的产品配方并对已有产品进行快速迭代升级。同时，公司通过持续的出国学习交流和聘请国外知名专家，以全球视野进一步提升自身技术创新能力。

图表 64: 公司研发费用投入和占比

图表 65: 立高、南侨研发人员年平均薪酬 (单位: 万元/人)



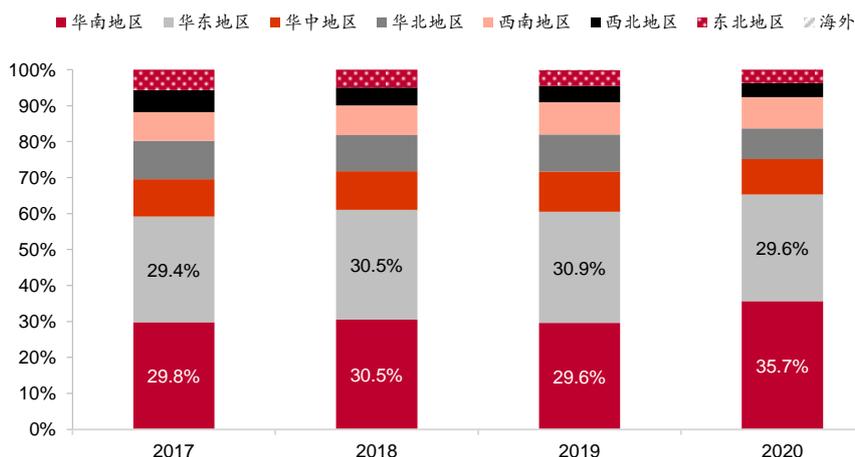
来源：公司公告、中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 3.3 生产供应链：全国 5 大生产基地，生产运输端规模效应可期

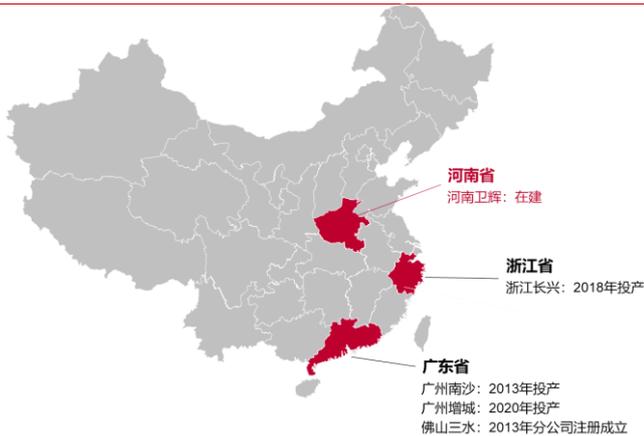
- 按地区看，华东、华南区域为公司贡献超 60% 收入。分地区拆分看，华东、华南是公司主要销售区域，2020 年两地收入占比达到 64%。

**图表 66：公司地区收入结构**


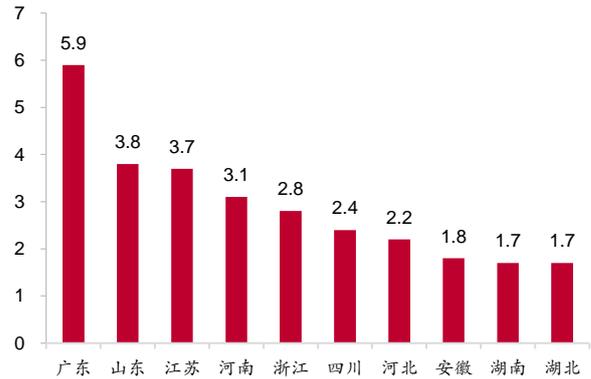
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 全国 3 省布局 5 大生产基地，贴合烘焙消费较发达地区。公司在广东省、浙江省已有 4 个生产基地，同时在河南省布局建设第 5 个生产基地。根据美团点评《2020 年中国烘焙门店市场报告》数据，华东、华南湖北地区烘焙门店数量相对多，是现制烘焙食品的主要消费区域，因此公司产能生产基地布局贴合烘焙消费较发达地区，能有效缩短运输半径，降低运输成本。

**图表 67：公司工厂布局**
**图表 68：2019 年全国各省市烘焙门店数量规模 TOP10 (单位：万个)**



来源：招股说明书、中泰证券研究所



来源：《2020年中国烘焙门店市场报告》、中泰证券研究所

- **立高运输仓储自有仓库、运输车，三方合作模式相结合。**公司产品需要冷库储存、冷链运输，要求较高。除自有及租赁仓库和自有冷链车辆运输外，公司还利用第三方仓储服务和冷链物流。截止2020年6月底，公司共拥有30台运输车辆，使用的第三方冷链外仓34处。针对烘焙食品原料，公司在广东省内主要通过自有车辆配送，配送半径覆盖约300公里，广东省外的区域则主要通过第三方物流公司进行配送。针对冷冻烘焙食品，公司自有车辆主要负责厂区及各地仓库至客户处的物流，对于厂区及各仓库间的干线运输，以及少量偏远地区的配送则由第三方物流公司负责，公司承担产品销售的配送费。
- **运输仓储费用规模效应逐渐显现。**2020年立高仓储运输费用占收入比例为6.5%（包含销售费用和营业成本中的运输仓储费用），单位运输费用0.73元/千克，高于安井、南侨。主要由于：1) VS 安井：公司生产基地相对少，需外租仓库，导致仓储费用较高，且运输环节冗于安井（安井全国多地布局，运输半径相对小）。2) VS 南侨：南侨产品定位中高端，下沉程度低于立高，运输范围、距离相对小，因此仓储运输费用偏低。不过，参考安井的发展过程，我们认为随着公司收入规模扩大，工厂布局逐渐完善，供应链壁垒逐渐形成，除工厂折旧成本被摊薄显现规模效应外，公司运输仓储费用率或有下降空间助推公司盈利水平提升

图表 69：立高、南侨&安井运输仓储费用占收入比例



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 70：立高、南侨&安井单位运输费对比（单位：元/千克）



来源：公司公告、中泰证券研究所

注：立高、南侨为招股说明书披露数据（运输费用/实际运输量）；安井为计算数据（运输费用/销售量）

### 3.4 募投项目：行业高速发展期，募投保障产能扩张

- **募投保障产能扩张，抓住行业红利。**公司此次拟募资投入建设广东三水、浙江长兴、河南卫辉三个生产基地，冷冻烘焙食品、奶油、水果制品、酱料&馅料分别扩产能 5.92、6、2.7、3.59 万吨，其中酱料已部分投产。预计募投系项目满产时，公司冷冻烘焙食品、奶油、水果制品和酱料产能分别达到 11.24、9.3、4.02、4.59 万吨。我们认为现在正处于行业高速发展区间，公司 2020 年冷冻烘焙食品全年产能利用率达 90%，旺季更高，原有产能趋紧，因此公司可通过此次募投项目保障产能扩张，抓取行业红利，保持自身行业领先地位。测算若 2023 年募投项目满产，则冷冻烘焙食品产能复合增速达 28.3%。

图表 71：公司各产品产能和产能利用率（单位：吨）

	2017	2018	2019	2020	募投项目满产
冷冻烘焙食品					
产能	25,700	37,900	43,100	53,200	112,400
产能利用率	84%	75%	81%	90%	
奶油					
产能	33,000	33,000	31,200	33,000	93,000
产能利用率	71%	92%	88%	84%	
水果制品					
产能	13,200	13,200	13,200	13,200	40,200
产能利用率	71%	77%	88%	81%	
酱料					
产能	5,100	10,000	10,000	28,500	45,900
产能利用率	98%	91%	98%	44%	

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 72：公司募投项目

序号	募集资金使用项目	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	扩产能（万吨）
1	三水生产基地扩建项目	38,243	38,243	奶油（含挞液）：6 水果制品：2.7 冷冻烘焙食品：0.81
2	长兴生产基地建设及技改项目	43,993	43,993	冷冻烘焙食品：2.86 酱料&馅料：3.59
3	卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	31,101	27,558	冷冻烘焙食品：2.25
4	研发中心建设项目	5,214	5,214	
5	智能信息化升级改造建设项目	6,793	6,793	
6	补充流动资金	7,000	7,000	
	合计	132,344	128,802	

来源：招股说明书、中泰证券研究所

## 投资建议：暂不评级

### 收入分项预测

- **冷冻烘焙食品：**冷冻烘焙食品行业步入高速增长期，预计随着烘焙下游的蓬勃发展、冷冻烘焙在下游渗透率的提升和烘焙终端消费场景的拓宽，冷冻烘焙量价仍有上升空间。根据公司产能募投规划，未来 3 年产能复合增速 30% 左右；同时高毛利产品（如甜甜圈）等收入占比提高带动均价提升。预计 2021-2023 年收入增速分别为 41%/36%/31%。
- **奶油、水果制品、酱料：**烘焙原材料产品跟随下游烘焙行业的增长蓬勃发展。2017-2019 年，公司奶油、水果制品和酱料产能利用率不断提升，产能逐步趋紧，2020 年受疫情影响，部分产品销售出现下滑。随着公司募投项目逐渐投产，产品销量逐年提升。预计 2021-2023 年奶油、水果制品和酱料收入的 3 年复合增速分别为 25%、20%、35%。

图表 73：立高食品收入分项预测

产品	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>冷冻烘焙食品</b>							
收入 (万元)	35,848	55,002	73,846	95,629	133,947	182,637	239,803
同比 (%)		53.4%	34.3%	29.5%	40.1%	36.4%	31.3%
占比 %	37.5%	41.9%	46.6%	52.8%	56.5%	59.0%	60.4%
销量 (吨)	19,809	28,039	35,319	46,289	63,879	86,236	112,107
同比 (%)		41.55%	25.96%	31.06%	38%	35%	30%
价格 (万元/吨)	1.81	1.96	2.09	2.07	2	2	2
同比 (%)		8.4%	6.6%	-1.2%	2%	1%	1%
<b>奶油</b>							
收入 (万元)	26,826	34,436	37,997	37,062	45,142	56,427	70,534
同比 (%)		28.4%	10.3%	-2.5%	21.8%	25.0%	25.0%
占比 %	28.1%	26.2%	24.0%	20.5%	19.0%	18.2%	17.8%
销量 (吨)	24,184	29,330	30,346	29,547	35,456	44,320	55,400
同比 (%)		21.3%	3.5%	-2.6%	20%	25%	25%
价格 (万元/吨)	1.11	1.17	1.25	1.25	1	1	1
同比 (%)		5.8%	6.6%	0.2%	2%	0%	0%
<b>水果制品</b>							
收入 (万元)	16,119	17,401	19,194	16,885	19,418	23,301	29,127
同比 (%)		8.0%	10.3%	-12.0%	15.0%	20.0%	25.0%
占比 %	16.9%	13.2%	12.1%	9.3%	8.3%	7.7%	7.5%
销量 (吨)	9,827	10,277	11,558	10,786	12,404	14,885	18,606
同比 (%)		4.6%	12.5%	-6.7%	15%	20%	25%
价格 (万元/吨)	1.64	1.69	1.66	1.57	2	2	2
同比 (%)		3.2%	-1.9%	-5.7%	0%	0%	0%
<b>酱料</b>							
收入 (万元)	5,365	9,590	10,842	13,791	19,307	26,065	33,885
同比 (%)		78.8%	13.1%	27.2%	40.0%	35.0%	30.0%
占比 %	5.6%	7.3%	6.8%	7.6%	8.2%	8.6%	8.7%
销量 (吨)	4,964	8,526	9,735	12,546	17,565	23,712	30,826
同比 (%)		71.7%	14.2%	28.9%	40%	35%	30%
价格 (万元/吨)	1.08	1.12	1.11	1.10	1	1	110%
同比 (%)		4.1%	-1.0%	-1.3%	0%	0%	0%

来源：公司公告、中泰证券研究所

### 盈利预测

- 盈利预测及投资建议：**冷冻烘焙行业处于高速增长期，看好立高渠道产品力双轮驱动快于行业的收入增速，中长期在生产供应链端建立壁垒显现规模优势。我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 23.7/31.0/39.7 亿元，同比增长 31.1%/30.6%/28.1%，预计归母净利润为 3.05/4.20/5.64 亿元，同比增长 31.3%/37.9%/34.1%，EPS 分别为 1.80/2.48/3.33 元，对应 PE 分别为 81X、59X，44X。公司估值对比安井、南侨（烘焙油脂收入占比超 60%），主要收入贡献板块冷冻烘焙食品的行业增速更快，享有一定估值溢价。

**图表 74：可比公司估值表**

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
立高食品	146.20	247.6	1.80	2.48	3.33	81.22	58.90	43.93
安井食品	246.16	601.7	3.40	4.41	5.69	72.36	55.84	43.29
南侨食品	44.99	190.5	0.96	1.13	1.39	46.86	39.81	32.37

来源：Wind、中泰证券研究所 注：南侨 EPS 为 Wind 一致预测数据；股价数据更新截止 2021 年 6 月 29 日。

## 风险提示

- **行业竞争加剧**：冷冻烘焙行业高速发展，产品盈利能力水平较高，易吸引潜在竞争者进入行业。因此行业竞争加剧、格局变差可能会导致行业价格战等现象发生，影响到公司的业绩水平。
- **募投项目不及预期**：公司多个产品品类产能趋紧，下游需求快速增长，如果公司募投项目不及预期，不能及时满足客户需求可能会错失行业红利，影响公司收入业绩水平。
- **新品开发、推广、销售不如预期的风险**：公司主要服务于 B 端烘焙、餐饮客户，对产品创新、迭代有一定要求。因此，如果公司新品研发及推广不及预期将对公司业绩造成不利影响。
- **行业规模测算偏差风险**：报告内行业规模测算，均基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期风险。
- **食品安全事件风险**：类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击。公司产品主要供应给 B 端烘焙门店、餐饮门店等，一旦发生食品安全事故，公司的口碑、销售都将受到极大影响。

图表 75: 立高食品财务预测三张报表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>1,584</b>	<b>1,810</b>	<b>2,372</b>	<b>3,097</b>	<b>3,968</b>	货币资金	193	204	1,897	2,478	3,174
增长率	20.6%	14.3%	31.1%	30.6%	28.1%	应收款项	105	119	144	220	234
营业成本	-930	-1,117	-1,458	-1,893	-2,415	存货	117	141	195	241	315
% 销售收入	58.7%	61.7%	61.5%	61.1%	60.9%	其他流动资产	26	18	29	30	43
毛利	654	693	914	1,204	1,553	流动资产	441	482	2,266	2,969	3,766
% 销售收入	41.3%	38.3%	38.5%	38.9%	39.1%	% 总资产	55.5%	49.5%	81.1%	84.0%	86.5%
营业税金及附加	-12	-13	-24	-31	-40	长期投资	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.8%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	266	291	286	280	271
营业费用	-308	-253	-337	-434	-548	% 总资产	33.4%	29.8%	10.2%	7.9%	6.2%
% 销售收入	19.5%	14.0%	14.2%	14.0%	13.8%	无形资产	48	69	87	104	120
管理费用	-71	-87	-107	-133	-163	非流动资产	354	492	530	564	589
% 销售收入	4.5%	4.8%	4.5%	4.3%	4.1%	% 总资产	44.5%	50.5%	18.9%	16.0%	13.5%
息税前利润 (EBIT)	264	343	446	606	803	<b>资产总计</b>	<b>795</b>	<b>975</b>	<b>2,795</b>	<b>3,532</b>	<b>4,356</b>
% 销售收入	16.6%	18.9%	18.8%	19.6%	20.2%	短期借款	30	0	6	71	157
财务费用	-2	0	-2	-2	-2	应付款项	180	178	309	312	487
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	其他流动负债	70	132	132	132	132
资产减值损失	-1	-3	0	0	0	流动负债	281	310	446	514	776
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	29	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	其他长期负债	15	13	13	13	13
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>325</b>	<b>323</b>	<b>458</b>	<b>527</b>	<b>788</b>
营业利润	226	290	380	524	702	<b>普通股股东权益</b>	471	652	2,338	3,007	3,571
营业利润率	14.3%	16.0%	16.0%	16.9%	17.7%	少数股东权益	0	0	-1	-2	-4
营业外收支	-1	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>795</b>	<b>975</b>	<b>2,795</b>	<b>3,532</b>	<b>4,356</b>
税前利润	226	290	380	524	702	<b>比率分析</b>					
利润率	14.2%	16.0%	16.0%	16.9%	17.7%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-44	-58	-76	-105	-140	<b>每股指标</b>					
所得税率	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益 (元)	1.07	1.37	1.80	2.48	3.33
净利润	181	232	304	419	562	每股净资产 (元)	2.78	3.85	13.80	17.76	21.09
少数股东损益	0	0	-1	-1	-2	每股经营现金净流 (元)	1.56	1.68	2.30	2.06	4.03
归属于母公司的净利润	181	232	305	420	564	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.27	0.37	0.50
净利率	11.5%	12.8%	12.9%	13.6%	14.2%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	38.54%	35.60%	13.04%	13.98%	15.78%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	22.81%	23.81%	10.87%	11.86%	12.90%
净利润	181	232	304	419	562	投入资本收益率	70.73%	73.37%	76.69%	104.57%	100.33%
加: 折旧和摊销	31	40	37	40	43	<b>增长率</b>					
资产减值准备	1	4	0	0	0	营业总收入增长率	20.58%	14.27%	31.06%	30.59%	28.11%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	153.90%	29.96%	30.28%	35.83%	32.49%
财务费用	2	2	2	2	2	净利润增长率	246.78%	27.95%	31.33%	37.89%	34.09%
投资收益	0	0	0	0	0	总资产增长率	28.63%	22.56%	186.77%	26.37%	23.31%
少数股东损益	0	0	-1	-1	-2	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	69	54	46	-113	76	应收账款周转天数	19.2	22.3	20.0	21.2	20.6
<b>经营活动现金净流</b>	<b>264</b>	<b>285</b>	<b>390</b>	<b>349</b>	<b>683</b>	存货周转天数	27.1	25.6	25.5	25.3	25.2
固定资本投资	-43	-89	-60	-60	-50	应付账款周转天数	46.3	41.8	44.1	43.0	43.5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-124</b>	<b>-157</b>	<b>-81</b>	<b>-81</b>	<b>-71</b>	固定资产周转天数	55.0	55.4	43.8	32.9	25.0
股利分配	0	0	-46	-63	-85	<b>偿债能力</b>					
其他	-39	-118	1,430	376	169	净负债/股东权益	-30.63%	-291.03%	-105.80%	-103.28%	-125.00%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-39</b>	<b>-118</b>	<b>1,384</b>	<b>313</b>	<b>85</b>	EBIT利息保障倍数	115.5	-5,401.1	194.4	338.7	509.6
<b>现金净流量</b>	<b>100</b>	<b>10</b>	<b>1,693</b>	<b>580</b>	<b>696</b>	资产负债率	41%	33%	16%	15%	18%

来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。