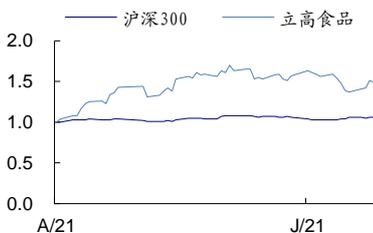


证券研究报告—深度报告

立高食品(300973)
买入

合理估值: 161.75-184.85 元 昨收盘: 152.5 元 (首次评级)

2021年07月02日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	169/36
总市值/流通(百万元)	25,824/5,510
上证综指/深圳成指	3,589/15,039
12个月最高/最低(元)	176.21/86.00

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

冷冻烘焙高增长赛道的优势龙头

● 公司概况: 20余年打磨铸就冷冻烘焙行业龙头

公司是冷冻烘焙行业的先行者, 凭借优秀的管理能力, 经过20余年发展, 逐渐成长成为冷冻烘焙行业龙头(市占率第一, 约10%), 同时也是烘焙原料行业重要玩家。公司已拥有超650种sku、5个生产基地(一个在建), 并覆盖超5万终端。公司优势市场在华东华南, 上市后全国化拓张有望进一步加速。

● 行业分析: 冷冻烘焙行业有5倍以上空间, 在多因素驱动下成长加速

我们认为我国冷冻烘焙行业已从萌芽期进入快速成长期, 核心驱动因素有三: ①冷冻烘焙食品规模化生产下成本低, 同时易于加工, 可显著降低人工、租金(节约店面)和采购成本, 缓解烘焙店的经营压力, 在烘焙店的渗透率有望持续提升。②冷冻烘焙食品易于进行品控和标准化复制, 能满足烘焙店去厨师化和连锁扩张的诉求。③商超、酒店、餐饮等新型渠道的需求亦在快速释放。空间测算: 行业对比国外有5倍以上成长空间, 且未来有望持续25%以上增长。

● 核心竞争力: 行业本质强者恒强, 公司领先优势明显且有望持续扩大

由于冷冻烘焙行业有重资本投入(建厂)、规模采购成本优势明显、售后需要专业服务等特点, 所以行业本质决定强者恒强趋势明显——一旦龙头公司形成, 护城河有望持续加深。经过20余年的发展, 立高已成为行业龙头, 综合竞争优势明显: 技术领先、产品丰富、渠道覆盖广、采购成本低。我们认为随着公司全国化布局逐渐完善, 这些优势有望持续扩大, 市场份额或将持续提升。

● 成长能力分析: 多因素驱动持续高增长可期, 募投项目保障产能

我们认为多因素驱动公司冷冻烘焙食品业务有望持续高增长: ①随着客户认可度提升, 公司现有客户的冷冻烘焙食品采购比例(包含单品采购量和种类)有望持续提升, 我们判断公司已覆盖客户增速仍能维持较高水平。②华南华北外区域渠道扩张空间大, 为公司提供高增长动力。③公司新品研发和新渠道拓展亦值得期待。此外, 募投项目产能约为现有产能的1.5倍, 是高增长的保障。

● 盈利预测和投资建议: 冷冻烘焙龙头厚积而薄发, 步入成长快车道

我们预计21-23年公司收入和利润分别为24.5/32.1/43.5亿元和3.1/4.1/5.7亿元, PE为80/60/43X。我们认为公司未来持续维持高增长的确定性强, 是底仓配置品种的稀缺品种, 值得给予更高估值溢价, 首次推荐给予“买入”评级。

● 风险提示

原料成本价格波动; 食品安全风险; 产能释放不达预期; 行业竞争加剧。

· 盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,810	2,448	3,213	4,347	5,724
(+/-%)	14.3%	35.2%	31.3%	35.3%	31.7%
净利润(百万元)	232	309	412	573	781
(+/-%)	27.9%	33.2%	33.4%	39.1%	36.2%
EBIT Margin	18.8%	15.6%	16.0%	16.4%	16.8%
净资产收益率(ROE)	35.6%	34.7%	34.1%	34.8%	34.7%
市盈率(PE)	106.5	79.9	59.9	43.1	31.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

第一，行业进入加速成长期，空间大：我们预测冷冻烘焙行业未来有至少 5 倍成长空间，增速有望维持 25%+，行业增速来源于：①需求端，烘焙行业持续景气，有望维持 10%左右的增速；②随着厂商渠道下沉和新渠道开拓，冷冻烘焙食品终端覆盖率有望持续提升；③随着烘焙门店降成本和标准化诉求的增加，冷冻烘焙产品在门店的应用占比有望持续提升。

第二，行业本质决定强者恒强：冷冻烘焙食品的生产从设备选型、安装调试到规模化生产需要较长的时间（1-2 年）和较大的资金投入（一条产线上千万），且前期在产品、渠道、客户服务、供应链等方面需要时间、精力、人员等多方面、长时间的持续投入，因此先入行的企业往往具有明显的先发优势。随着厂商营收体量扩大，规模优势显现，进一步提高竞争壁垒，逐渐拉开与竞争对手的差距，因此行业本质决定强者恒强。

第三，立高食品是国内较早从事冷冻烘焙业务的企业，经过 20 余年发展成为行业龙头，综合竞争力较强，随着规模效应的显现，有望持续巩固龙头地位：在 20 多年的发展中，公司已在产品、渠道、服务和供应链等方面建立了较高的竞争壁垒，行业本质决定强者恒强，随着规模优势显现，公司竞争壁垒有望进一步加强。我们认为立高食品已步入成长快车道：一方面，公司产品丰富、研发实力强，可以匹配更广泛的客户需求，能够从原有品类稳增和新品类拓展两个维度更快提高单店销量；另一方面，上市后公司加速渠道拓展，将覆盖更多终端，进一步提高营收增速。考虑部分同行的冷冻烘焙业务未来增速目标为 30% 左右，我们认为行业龙头立高食品的冷冻烘焙业务未来 5 年有望维持 40% 左右的增速。此外，募投项目产能约为现有产能的 1.5 倍，是高增长的保障。

根据以下假设，我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 24.5/32.1/43.5 亿元，增速分别为 35.2%/31.3%/35.3%；归属母公司净利润分别为 3.1/4.1/5.7 亿元，增速分别为 33.2%/33.4%/39.1%。

核心假设与逻辑

第一，冷冻烘焙行业进入加速成长期；

第二，公司区域下沉取得成功，餐饮、酒店等新渠道拓展效果良好。

第三，公司产品在烘焙店、商超等客户端应用占比逐渐提高。

第四，募投项目按预期投产。

与市场的差异之处

第一，市场认为公司竞争壁垒不显著，我们认为立高食品在 20 多年的发展中逐步建立起领先于竞争对手的产品、渠道、服务、供应链等方面优势，能够更充分地受益于行业发展的红利，且行业本质决定强者恒强，随着规模优势凸显，公司有望继续拉开与竞争对手的差距，抢占更多的市场份额。

第二，市场认为公司是卖产品的，我们认为公司是提供综合解决方案的，立高食品除了为客户提供品质稳定、质量上乘的产品外，还开创上门服务业务，能够为客户提供从产品设计、制作、到营销方式的一站式解决方案，是业内客户服务最好的公司，能够全方位提高客户粘性。

股价变化的催化因素

- 第一，公司新渠道拓展取得积极的进展，包括茶饮、餐饮、酒店等；
- 第二，公司产品研发取得良好效果；
- 第三，新产能加速释放。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，行业竞争加剧降低增速和毛利率；
- 第二，新产能释放不达预期；
- 第三，食品安全风险。

内容目录

估值与投资建议	7
绝对估值: 164.83-187.67 元	7
绝对估值的敏感性分析	7
相对法估值: 161.75- 184.85 元	8
投资建议: 冷冻烘焙龙头厚积而薄发, 步入成长快车道.....	8
公司概况: 20 余年打磨铸就冷冻烘焙行业龙头	9
公司简介: 立足华东华南, 辐射全国的冷冻烘焙行业龙头.....	9
业务结构: 冷冻烘焙食品收入占比过半, 且逐年提升.....	11
商业模式: 冷冻烘焙食品综合解决方案提供商.....	13
股权结构: 家族控股, 股权结构稳定, 员工激励到位.....	15
行业概况: 冷冻烘焙行业迈开加速成长的步伐	17
冷冻烘焙行业为下游提供烘焙产品的一站式解决方案.....	17
“烘焙行业稳增+渠道拓展+门店应用率提升”驱动冷冻烘焙行业快速成长.....	18
冷冻烘焙行业未来有至少 5 倍成长空间	21
冷冻烘焙行业竞争格局分散, 立高食品为龙头.....	22
烘焙原料行业在烘焙行业扩容和应用场景延伸下平稳增长.....	23
核心竞争力分析: 行业本质强者恒强, 公司领先优势明显且有望持续扩大	24
冷冻烘焙行业的生意本质决定强者恒强	24
核心竞争力一: 产品种类丰富, 满足客户一站式采购需求.....	24
核心竞争力二: 终端覆盖率高, 渠道布局领先.....	26
核心竞争力三: 销售团队经验丰富, 客户服务能力优于同行.....	27
核心竞争力四: 全国工厂布局逐渐完善, 产能优势明显.....	28
综合竞争优势显著, 营收稳增, 规模效应逐渐显现, 竞争壁垒提高.....	29
成长能力分析: 多因素驱动持续高增长可期, 募投项目保障产能	29
“老品稳增+新品放量”支持产品在终端的应用占比稳步提升.....	30
“渠道下沉+新渠道拓展”驱动产品的终端覆盖率逐渐提升.....	30
募投项目产能充足, 保障营收增速	31
冷冻烘焙食品业务有望高速增长, 烘焙原料业务有望稳定增长.....	31
盈利预测与投资建议: 冷冻烘焙龙头厚积而薄发, 步入成长快车道	35
假设前提.....	35
各品类营收增速假设.....	36
未来 3 年盈利预测表.....	36
风险提示	36
附表: 财务预测与估值	37
国信证券投资评级	38
分析师承诺	38
风险提示	38
证券投资咨询业务的说明	38

图表目录

图 1 : 2017-2020 年公司营业收入 CAGR3 为 23.71%.....	9
图 2 : 2017-2020 年公司净利润 CAGR3 为 74%	9
图 3 : 公司各项费用管控有效 (%)	9
图 4 : 产品结构升级和规模效应下公司盈利能力逐渐增强	9
图 5 : 立高食品发展历程示意图.....	10
图 6 : 公司各地区营收变化图 (亿元)	11
图 7 : 公司各地区营收占比示意图 (亿元)	11
图 8 : 公司产品示矩阵示意图	12
图 9 : 公司各产品营收变化图 (亿元)	13
图 10 : 冷冻烘焙食品占比逐年提升	13
图 11 : 公司各产品增速变化图 (%)	13
图 12 : 公司各产品毛利率呈增长趋势 (%)	13
图 13 : 烘焙行业产业链示意图	14
图 14 : 公司各渠道营收变化图 (亿元).....	15
图 15 : 经销是公司主要的销售模式.....	15
图 16 : 公司股权结构示意图	15
图 17 : 烘焙行业稳定增长	19
图 18 : 我国人均烘焙食品消费额与其他国家/地区差距较大.....	19
图 19 : 2017 年我国人均烘焙食品消费量仅为全球平均水平的 1/3.....	19
图 20 : 我国烘焙门店主要集中在东部和中部地区	20
图 21 : 西部省市烘焙门店数量增速快	20
图 22 : 全国烘焙门店数量变化 (万家)	21
图 23 : 烘焙品牌和门店数量增速图	21
图 24 : 公司冷冻烘焙产品种类丰富 (个)	25
图 25 : 公司研发人员数量逐年递增	25
图 26 : 公司研发费用稳定增长	25
图 27 : 公司研发费用处于同行前列 (亿元)	26
图 28 : 公司经销商数量呈增长趋势.....	27
图 29 : 公司所有的仓库数量及布局示意图.....	28
图 30 : 公司各地区单位运费情况 (元/kg)	29
图 31 : 公司运费占营收比逐年下降	29
图 32 : 冷冻烘焙行业中发酵面包占比尚小.....	30
图 33 : 含乳脂植脂销量占总销量比呈上升趋势	34
表 1 : 公司盈利预测假设条件 (%)	7
表 2 : 资本成本假设	7
表 3 : 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	8
表 4 : 同类公司估值比较.....	8
表 5 : 股权激励对象持股情况示意图	16
表 6 : 超额业绩激励基金计划参与对象名单.....	16
表 7 : 2020 年核心管理层薪酬及持股情况示意图	16

表 8 : 烘焙行业的不同经营模式优劣比较表.....	17
表 9 : 冷冻烘焙食品与其他烘焙食品优劣对比表	18
表 10 : 不同品牌烘焙门店盈利模型	21
表 11 : 冷冻烘焙市场规模预测	22
表 12 : 冷冻烘焙食品市场主要参与者概况.....	22
表 13 : 奶油品类对比表.....	23
表 14 : 冷冻烘焙食品市场主要参与者概况.....	23
表 15 : 蛋糕的原材料市场规模预测 (给一个中间数就行)	24
表 16 : 随着公司营收体量扩张规模效应显现.....	29
表 17 : 公司各产品已基本满产	31
表 18 : 募投产能保证营收增速	31
表 19 : 公司其他募投产品概况	31
表 20 : 公司冷冻烘焙食品细分产品经营情况.....	32
表 21 : 公司奶油产品量价拆分表.....	34
表 22 : 公司水果制品产品量价拆分表	35
表 23 : 公司酱料产品量价拆分表.....	35
表 24 : 各品类营收增速假设	36
表 25 : 未来 3 年盈利预测表	36

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：164.83-187.67 元

冷冻烘焙处于加速成长期，未来有望 25% 左右的增长。公司作为冷冻烘焙赛道龙头，在产品、渠道、服务、供应链等方面竞争优势明显，能够更好地受益于行业扩容和市场集中度提升，预计维持 40% 左右增速。烘焙原料市场发展时间较长，竞争相对激烈，在消费升级和应用场景延伸下有望维持 20% 左右的增长，例如高毛利含乳脂植脂奶油驱动奶油产品增长、果泥在水果茶饮热度下有望稳定增长，终端产品应用拓展驱动酱类增长。此外，随着营收体量扩大，公司规模效应凸显，华中河南生产基地投产后运输效率提升，管理费率及销售费率有望缓慢下降。综合来看，我们预计公司在 2021-2023 年营业收入分别为 24.5/32.1/43.5 亿元，增速分别为 35.2%/31.3%/35.3%；归属母公司净利润 3.1/4.1/5.7 亿元，增速分别为 33.2%/33.4%/39.1%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	37.39%	20.58%	14.27%	35.25%	31.27%	35.29%	31.67%	27.90%	24.04%
毛利率	37.58%	41.27%	38.27%	38.11%	38.33%	38.57%	38.81%	39.04%	39.26%
管理费用（包含研发费用）/营业收入	10.15%	7.00%	7.58%	7.78%	7.73%	7.68%	7.63%	7.58%	7.53%
销售费用/销售收入	21.24%	19.47%	14.00%	13.90%	13.80%	13.70%	13.60%	13.50%	13.50%
所得税税率	24.89%	19.60%	19.98%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
股利分配比率	5.15%	19.36%	22.95%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.80	T	20.00%
无风险利率	3.22%	Ka	8.02%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	0.80
公司股价（元）	146.2	Ke	8.04%
发行在外股数（百万）	169	E/(D+E)	99.58%
股票市值(E, 百万元)	24708	D/(D+E)	0.42%
债务总额(D, 百万元)	323	WACC	8.02%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	3.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 164.83-187.67 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.6%	7.8%	8.02%	8.2%	8.4%
永续 增长 率 变 化	3.3%	205.32	194.54	184.70	175.67	167.36
	3.2%	201.41	191.03	181.53	172.80	164.75
	3.1%	197.68	187.67	178.49	170.04	162.24
	3.0%	194.11	184.45	175.57	167.39	159.82
	2.9%	190.70	181.36	172.76	164.83	157.49
	2.8%	187.42	178.39	170.06	162.37	155.24
	2.7%	184.28	175.53	167.47	160.00	153.08

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 161.75- 184.85 元

公司为细分行业内第一家上市公司, 没有业务相近的上市公司估值作直接参考。我们选取与公司行业背景和经营模式相似的速冻食品企业安井食品进行比较, 采用 PE 法进行综合估值。

►行业背景方面, 二者所处均为大餐饮供应链中的专业化分工行业, 行业逻辑在于企业通过规模生产为下游客户提供高性价比、高标准化程度、后期制作简单的成品/半成品, 其中立高为处于加速成长期的冷冻烘焙食品行业龙头, 安井为处于稳定成长期的速冻火锅料行业龙头, 二者规模均遥遥领先同行, 综合竞争优势显著。

►经营模式方面: ①二者均以经销为主要营销模式, 并已建立较高的渠道壁垒, 其中安井通过贴身服务经销商逐渐提高经销商忠诚度, 立高通过为烘焙店、商超等客户提供产品、技术、营销方案指导等一站式综合服务提高客户粘性; ②二者均致力于建设全国化产能布局, 规模优势显著, 安井在全国已拥有 9 个生产基地, 已基本完成全国化产能布局, 立高目前拥有 5 个生产基地, 全国化产能布局逐渐完善; ③二者均推行大单品战略, 并通过产品持续迭代升级维持产品生命力。

综合考虑安井食品和立高食品的当前 PE 值以及业绩增速, 我们认为立高食品综合竞争力突出, 享受行业高增长红利的同时市场份额提升空间亦非常大, 未来持续维持高增长的确性强, 是底仓配置品种的稀缺品种, 值得给予更高估值溢价, 因此给予公司 24 年 35-40 倍 PE (与安井食品相近), 对应价格区间为 161.75- 184.85 元。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (7月1日)	EPS (元)					PE					总市值 (百万元)
			2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	
300973	立高食品	152.5	1.37	1.83	2.44	3.39	4.62	106.5	79.9	59.9	43.1	31.6	25800
同类公司:													
603345	安井食品	246.08	2.55	3.21	4.07	5.13	6.39	93.7	74.4	58.7	46.6	37.4	60100

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议: 冷冻烘焙龙头厚积而薄发, 步入成长快车道

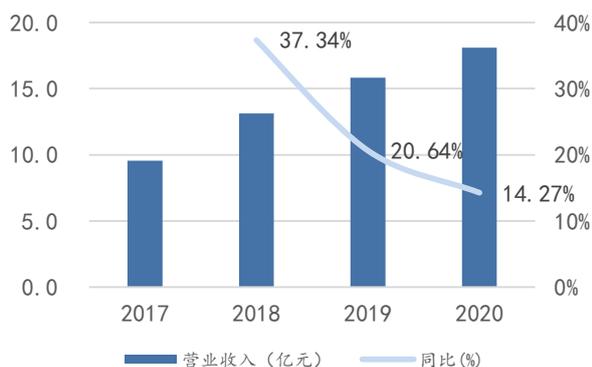
综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价格在 161.75- 184.85 元之间是合理的, 整体上公司目前股价处于适中位置。我们认为, 公司处在加速成长的好赛道, 综合竞争力较强, 高增长可期, 首次推荐给予“买入”评级。

公司概况：20 余年打磨铸就冷冻烘焙行业龙头

公司简介：立足华东南，辐射全国的冷冻烘焙行业龙头

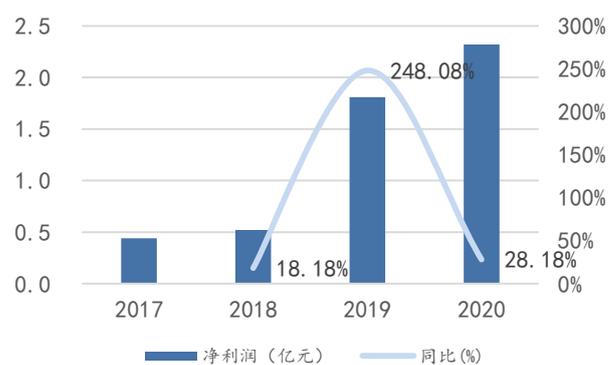
立高食品 2000 年成立，最初主要从事奶油、酱料、水果制品、巧克力等烘焙原料研发、生产、销售业务，后于 14 年通过收购广州奥昆拓展至冷冻烘焙食品业务领域，经过 20 多年发展，逐渐成长成为冷冻烘焙食品行业龙头和烘焙原料行业重要玩家。目前公司拥有超过 650 种 sku、5 个生产基地（一个在建），服务超 5 万个终端，已经成为产品、渠道、产能综合竞争优势明显的冷冻烘焙食品综合解决方案提供商和行业龙头。从区域上看，公司传统优势市场在经济较为发达的华东南市场，近年来，随着行业快速发展，公司快速向全国拓展，上市后，在资金加持下，全国化进程有望加速。2020 年公司营收 18.1 亿元，净利润 2.32 亿元，CAGR3 分别为 23.71%、74%。几年来公司各项费用管控有效，在产品结构升级和增值税降低（相当于公司产品变相提价）的影响下，净利率稳中有升。

图 1：2017-2020 年公司营业收入 CAGR3 为 23.71%



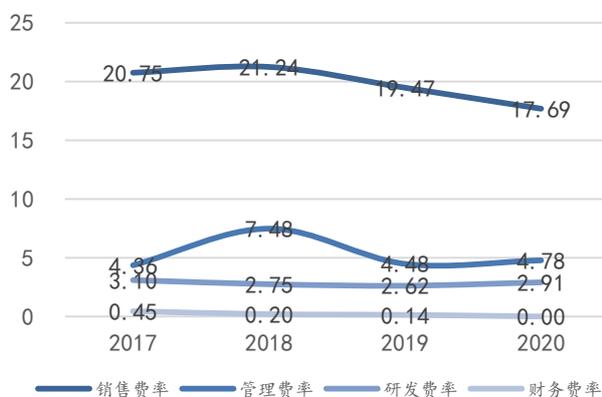
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 2：2017-2020 年公司净利润 CAGR3 为 74%



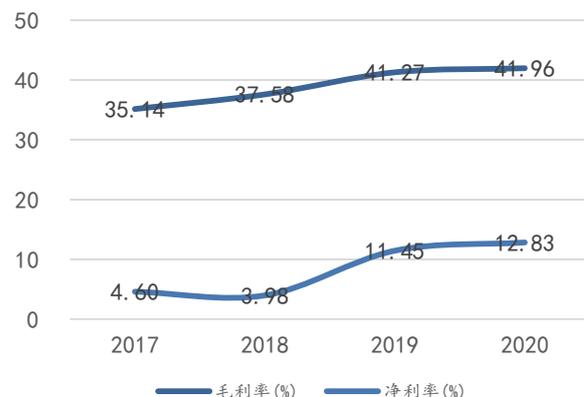
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司各项费用管控有效 (%)



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 4：产品结构升级和规模效应下公司盈利能力逐渐增强



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

从公司发展历史来看，可以分为两个阶段：

2000-2013 年：从奶油业务切入，逐渐在烘焙原料行业拥有一席之地。公司成立伊始聚焦于以奶油为主的烘焙原料业务，植物奶油上市即得到认可，之后公司持续升级奶油产品并推出果膏、果馅等烘焙原料新品，品牌认知度逐渐提升，2013 年奶油营收占比接近 80%。

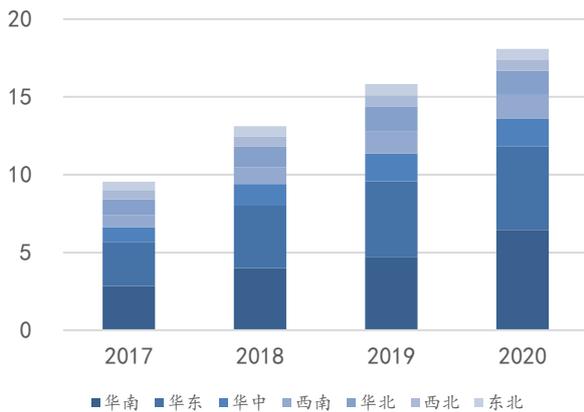
2014 年-今：收购广州奥昆，快速发展成为冷冻烘焙行业龙头。①**收购广州奥昆进入冷冻烘焙行业后快速发展：**为丰富产品体系，寻找新的营收增长点，公司于 2014 年 4 月收购广州奥昆的控股权，正式进军冷冻烘焙领域，是国内较早开启该业务的企业。广州奥昆由陈和军等人创立，且创立前陈和军已从事多年冷冻烘焙食品运营，经验丰富，目前仍主管公司冷冻烘焙业务，保障公司业务的稳定经营。自收购以来，在资本加持和原有立高销售体系支持下，广州奥昆营收实现快速增长，由 2015 年的 0.8 亿元增长至 2020 年的 8.38 亿元，年复合增长率达 60%。②**产能布局逐渐完善，由华东华南迈向全国：**进入冷冻烘焙行业的初期，公司以经济较为发达，烘焙行业发展较好的华东华南为根据地建设生产基地，开展业务，目前华东华南营收占比均为 30%左右，是公司的优势地区。随着烘焙行业快速发展，公司加速全国拓张，并在华中地区建厂，产能布局逐渐完善，全国化进程加速。

图 5：立高食品发展历程示意图



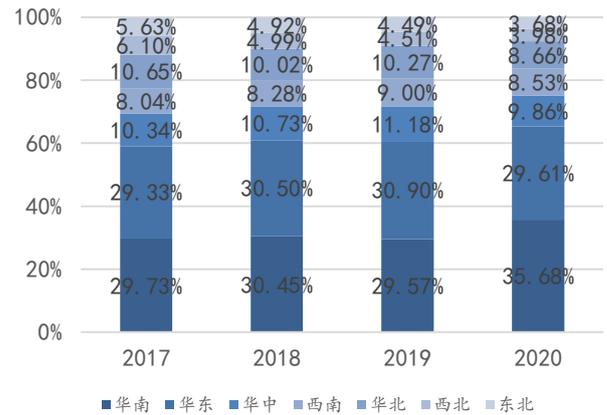
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司各地区营收变化图 (亿元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司各地区营收占比示意图 (亿元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

业务结构: 冷冻烘焙食品收入占比过半, 且逐年提升

随着冷冻烘焙食品业务的快速发展, 其在公司收入结构中占比逐年提升, 目前占比约 50%, 我们预计未来冷冻烘焙有望维持较高增长, 收入占比有望进一步提升。

► **冷冻烘焙食品:** 指烘焙过程中完成部分或全部工序后进行冷冻处理得到的烘焙产品, 并通过冷冻方式进行储存和运输, 保存期较长 (一般 6-9 个月)。运到门店后, 冷冻烘焙食品后续加工制作简单, 可以帮助烘焙店节约人力和租金等成本, 因此需求快速增加, 是公司近年来增长最快的品类, 也是公司的核心产品。根据产品种类的不同, 公司的冷冻烘焙食品可以分为冷冻糕点和冷冻面包 (含酵母, 制作难度较高), 其中冷冻糕点主要有蛋挞皮、起酥类产品等, 是公司较早推出的产品, 冷冻面包主要包括甜甜圈、牛角包、麻薯等, 近几年增速较快。2020 年冷冻烘焙食品营收 9.6 亿, 在总营收中占比 53%, CAGR3 为 38.74%, 毛利率 40% 左右。

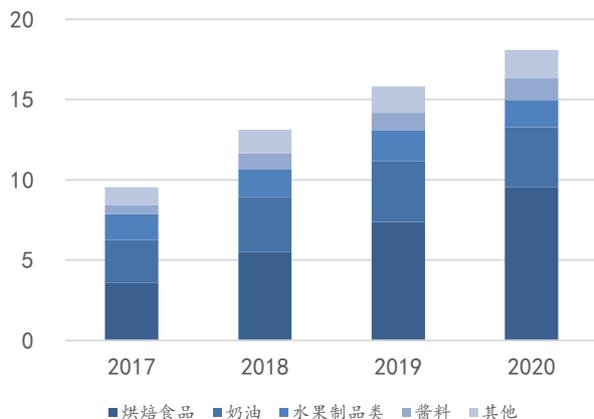
► **烘焙原料:** ①**奶油:** 是公司最早期的产品, 主要用于蛋糕、西点的表面装饰和夹层, 也可用于奶盖、果汁等饮品调制, 2020 年营收 3.7 亿, 在总营收中占比 21%, CAGR3 为 11.45%, 毛利率 40%+。②**水果类制品:** 主要用于蛋糕、西点的表面装饰和夹层, 也可用于奶盖、果汁等饮品调制, 2020 年营收 3.1 亿, 在总营收中占比 17%, 2017-2019 年复合增速 9%, 毛利率 30% 左右。2020 年疫情影响下游需求导致营收减少。③**酱料:** 主要用于糕点、面包夹心, 也可用于餐饮及家庭调味使用, 2020 年营收 3.1 亿, 在总营收中占比 17%, CAGR3 为 36.72%, 毛利率 40% 左右。2020 年新产线投产初期, 未达产, 使得单位成本上升, 毛利率有所下降。④**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。2020 年营收 1.8 亿, 在总营收中占比 10%, CAGR3 为 15.7%, 毛利率 30% 左右。

图 8: 公司产品示矩阵示意图

		产品介绍	产品图片	用途
冷冻烘焙食品				
冷冻糕点	冷冻中式糕点	冷冻烘焙半成品 蛋黄酥、老婆饼、绿豆饼、鲜花饼、叉烧酥等		
		冷冻烘焙成品 蛋挞皮等		
	冷冻西式糕点 (冷冻烘焙成品)	慕斯蛋糕、瑞士卷、麦芬蛋糕等		
冷冻面包	冷冻烘焙半成品	甜甜圈、牛角包、手撕包、金枕面包、麻薯等		
	冷冻烘焙成品	吐司面包、欧包等		
烘焙原料产品				
奶油	<p>主要分为植脂奶油、含乳脂植脂奶油和稀奶油三类。植脂奶油是目前蛋糕制作中用量最大的产品。含乳脂植脂奶油、兼具稀奶油奶香浓郁和植脂奶油塑型能力强的优点，价格居中，是近年来市场需求增长较快的产品。稀奶油由牛奶离心脱水后制成，定位高端，目前尚处于起步阶段。公司形成了植脂奶油和含乳脂植脂奶油为主，稀奶油为辅的产品结构，覆盖高中低档次，能够充分满足客户不同的应用需求。</p>			
水果类制品	<p>包括果馅、果溶、果泥、饮料浓浆等。其中果馅中含有水果颗粒，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；果泥和饮料浓浆用于冲调果汁等饮品：公司的水果制品主要以果馅和果泥为主。</p>			
酱类	<p>包括沙拉酱和可丝达酱等。沙拉酱可用于家庭、餐饮、烘焙等渠道，既能用于蔬菜水果的调味，也能用于面包涂抹和夹馅；可丝达酱工艺难度更高，主要用于烘焙及食品工业，作为面包和蛋糕的夹馅，是公司报告期内推出的新品。</p>			
其他	<p>主要为休闲食品，包括巧克力脆脆棒、糖果等，可直接食用。</p>			

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：公司各产品营收变化图（亿元）



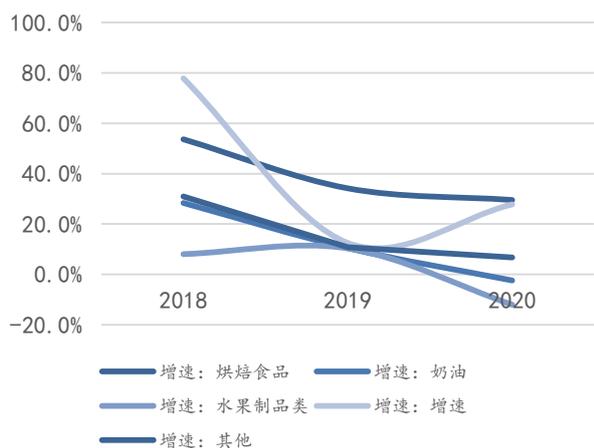
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 10：冷冻烘焙食品占比逐年提升



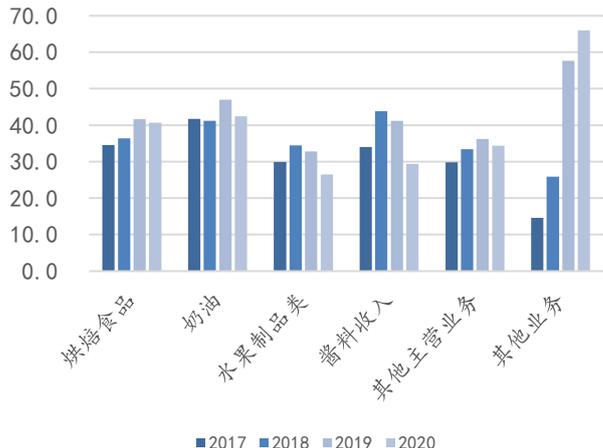
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 11：公司各产品增速变化图（%）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 12：公司各产品毛利率呈增长趋势（%）

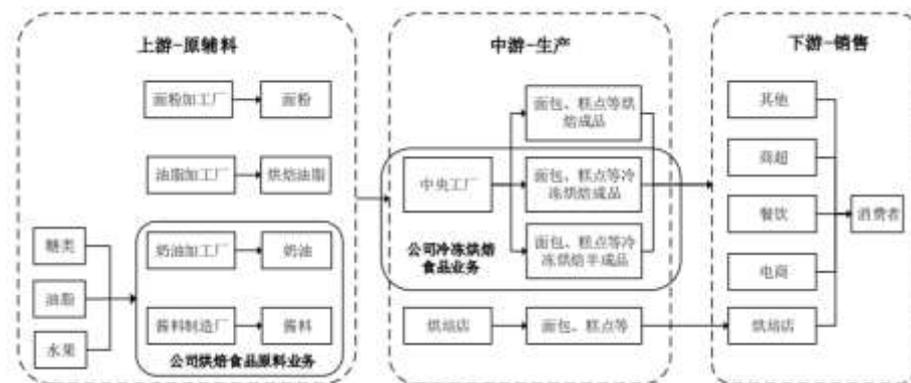


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

商业模式：冷冻烘焙食品综合解决方案提供商

烘焙食品是以面粉、油脂、糖类、奶油、鸡蛋等为主要原材料，通过面团搅拌、成型、发酵、油炸、烘烤等工序制成。烘焙产业链上游包括面粉、油脂、水果制品、奶油、酵母等原材料；中游是烘焙食品生产环节，包括中央工厂和烘焙店，中央工厂可批量生产冷冻烘焙半成品、冷冻烘焙成品或烘焙成品，部分烘焙店为前店后厂的手工作坊，生产与销售均在店内完成，不依赖大型中央工厂；烘焙产业链下游是烘焙店、商超、餐饮等各类销售终端。立高食品主要从事烘焙原料业务和冷冻烘焙食品业务，位于产业链中上游，为下游的烘焙食品销售终端提供冷冻烘焙食品及相应的后期制作指导、营销方案等，是冷冻烘焙食品综合解决方案提供商。

图 13: 烘焙行业产业链示意图

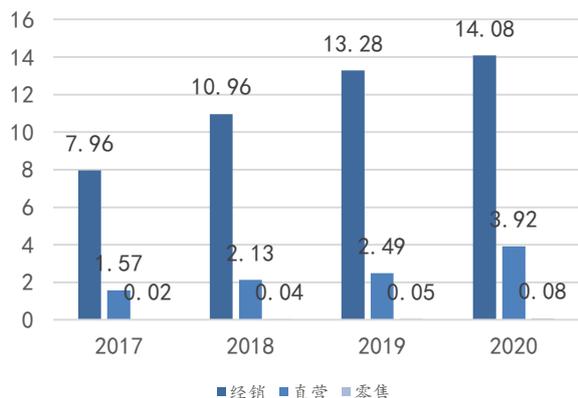


资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司的下游客户为多种形态的现烤烘焙产品销售终端，比如烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等。截至 2020 年底，公司服务的终端客户超过 5 万家，其中，约 75% 是传统的烘焙门店，10% 左右是餐饮店，10% 左右是大型连锁烘焙店、商超等，线上销售占比约 5%。公司下游的客户形态决定公司的主要销售模式为经销，并辅以少量直营：

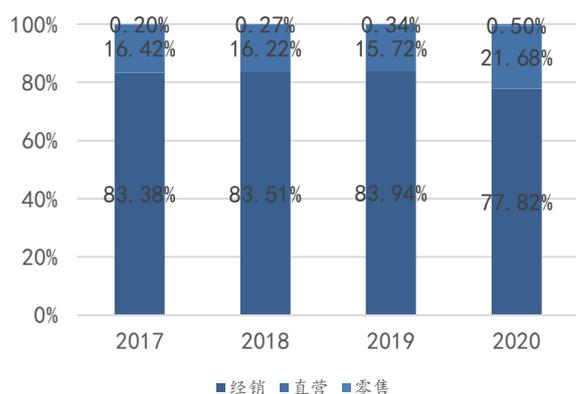
- **经销渠道：** 由于公司终端客户以烘焙行业广泛存在的烘焙门店为主，该类终端客户分布分散，单次采购量较小，而经销商能利用自身资源更有效地进行区域拓展和产品运输，因此公司销售渠道以经销为主。2020 年经销渠道营收 14.07 亿元，CAGR3 为 20.94%，占比 78%（受疫情影响有所下滑）。公司建立了扁平化的经销商管理模式，对经销商的销售均为买断式销售，经销商可参考公司指导价自行定价销售。
- **直营渠道：** 公司直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户，包括幸福西饼、味多美、好利来、面包新语、一鸣股份等知名连锁烘焙店，沃尔玛/山姆会员店、盒马生鲜、永辉超市、家乐福、华润万家等大型商超，以及海底捞、豪客来、希尔顿欢朋酒店、乐凯撒披萨等连锁餐饮品牌。2020 年直营渠道营收 3.92 亿元，CAGR 为 35.66%，占比 22%。
- **其他：** 少量零售业务，包括线上电商与线下零售。2016 年，为了适应互联网电商的发展，公司逐步开始通过天猫商城进行线上销售。2019 年，为了及时准确得到产品在终端市场的反馈，公司建立了一家自营门店，开展线下零售业务。作为直接面对消费者的业务，零售业务虽然规模小，但是公司打造品牌认知度的重要渠道。

图 14: 公司各渠道营收变化图 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 15: 经销是公司主要的销售模式

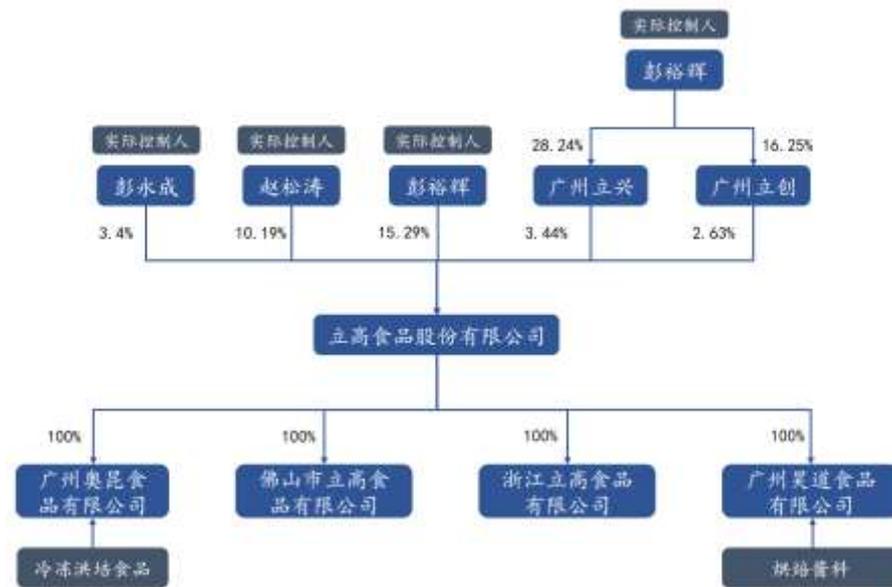


资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

股权结构: 家族控股, 股权结构稳定, 员工激励到位

公司是典型的家族企业, 控股股东彭裕辉、赵松涛 (彭裕辉的姐夫)、彭永成 (彭裕辉的父亲) 通过直接或间接的方式合计持有公司 34.95% 的股份, 股权结构稳定。

图 16: 公司股权结构示意图



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司通过股权激励和超额业绩激励基金计划绑定核心管理层和技术人员利益, 激励充分:

- 2018 年 5 月, 公司实施了股权激励方案, 方式为高级管理人员龙望志、周颖、彭岗、郑卫平直接持有公司股份, 其他管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。
- 2021 年 6 月, 公司披露《超额业绩激励基金计划》, 从 2021 年开始, 考核 5 年 (2021-2025), 以净利润为考核指标提取激励基金, 基金拟用于: ① 认购员工持股计划份额; ② 年度绩效奖金发放; ③ 公司董事会批准的符合

法律法规的其他用途。参与考核人员均为公司（含子公司）主要经营管理者，激励基金提取有望高于参与人员的年薪总和，可见公司激励机制充分。

表 5: 股权激励对象持股情况示意图

序号	股东姓名/名称	持股数量（百万股）	持股比例上市之后的
1	广州立兴	581.71	3.44%
2	广州立创	445.98	2.63%
3	龙望志	381.00	2.25%
4	周颖	127.38	0.75%
5	彭岗	63.75	0.38%
6	郑卫平	51.18	0.30%
合计		1,651.00	9.77%

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

表 6: 超额业绩激励基金计划参与对象名单

序号	姓名	主要职务
1	彭裕辉	董事长、总经理
2	赵松涛	董事、副总经理
3	陈和军	董事、副总经理、广州奥昆食品有限公司总经理
4	宁宗峰	监事会主席、广州昊道食品有限公司总经理
5	龙望志	董事会秘书、副总经理
6	周颖	营销总监
7	彭岗	行政总监
8	郑卫平	研发总监
9	万建	广州奥昆食品有限公司销售副总经理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 7: 2020 年核心管理层薪酬及持股情况示意图

姓名	职务	薪酬(百万元)	期末参考持股市值 (百万元)	薪酬与期末持股市值合计 (百万元)
彭裕辉	董事长, 总经理, 核心技术人员	2.33	3,784.97	3,787.30
赵松涛	董事, 副总经理	1.81	2,523.31	2,525.12
白宝妮	董事	0.00	2,399.29	2,399.29
陈和军	董事, 副总经理, 核心技术人员	2.01	1,587.51	1,589.53
宁宗峰	监事会主席, 核心技术人员	1.50	1,169.75	1,171.25
龙望志	副总经理, 董事会秘书	0.98	557.02	558.00
周颖	销售总监	1.82	186.23	188.05
彭岗	行政总监	0.98	93.20	94.18
郑卫平	研发总监, 核心技术人员	0.98	74.83	75.80

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

行业概况：冷冻烘焙行业迈开加速成长的步伐

冷冻烘焙行业为下游提供烘焙产品的一站式解决方案

烘焙行业的经营模式主要可以分为三类：

- ① “中央工厂+批发”：厂家生产出的产品直接配送至商超或者经销商销售，没有终端销售门店，产品保质期普遍较长，主打性价比，渠道可快速扩张，品牌运营低毛利、低费用。
- ② 连锁店模式：厂家生产通过中央工厂或者和门店一体化生产，产品主打新鲜健康，采用重资产运营模式，扩张成本高，品牌运营高毛利、高费用。
- ③ “中央工厂+电商+冷链物流”：厂家生产产品后通过电商平台销售、冷链物流配送，消费群体和区域主要集中在一二线城市物流配送发达的城市，需要线上持续的宣传投入。

表 8: 烘焙行业的不同经营模式优劣比较表

模式	特征	优势	劣势	代表企业	
中央工厂+批发	工厂直接生成成品，在配送至商超、经销商销售	利用现有销售渠道，便于区域扩张和渠道下沉	对终端掌控能力有较高要求	宾堡 曼可顿 桃李面包	
连锁店模式	成品配送	中央工厂生产成品，配送至门店进行销售	店面精致，产品新鲜，对终端的掌控力高	人力、租金等成本限制其发展	克莉斯汀
	半成品配送+再制	中央工厂制成半成品，配送至门店进行加工后再销售			85度C 面包新语
	前店后厂	加工和门店一体化，后厂制作，前店销售			好利来
中央工厂+电商+冷链物流	中央工厂生产后，利用电商平台销售，再利用冷链物流配送	针对目标客群进行有效宣传，经营成本低，运行效率高	订货量波动大、对物流要求严格	诺心蛋糕 21cake	

资料来源：中商产业研究院、国信证券经济研究所整理

烘焙门店痛点：标准化难度大扩张难，经营成本上涨盈利压力大

随着消费升级，现烤面包因口感更好、新鲜无防腐剂等优点受到消费者的青睐，但是烘焙门店等的经营存在以下几点痛点：

- ① 烘焙产品工艺复杂，配料辅料品类繁多，制作时间长；
- ② 产品口感受烘焙师傅技术水平影响，标准化程度低，扩张难度大；
- ③ 食品质量管控难度大，食品安全问题突出；
- ④ 产品相似度较大，消费者忠诚度低，需要持续的新品试吃及促销活动引流；
- ⑤ 租金、人力等成本持续上涨，盈利压力大。

冷冻烘焙食品融合现烤产品和预包装产品的优点，解决烘焙店经营痛点，需求快速增加：

- ① 冷冻烘焙生产商能通过集中采购、规模生产有效降低烘焙产品的生产成本，进而降低烘焙店运营成本：冷冻烘焙食品后期加工简单，减少烘焙店人力、租金等成本。比如烘焙店甜甜圈的自制成本约 0.8 元/个，但是购买冷冻烘焙甜甜圈成本仅约 0.5 元/个。
- ② 冷冻烘焙食品的中央工厂生产模式比起传统烘焙门店的手工作坊，食品安全保障更高，产品质量更稳定，标准化程度更高，利于烘焙门店连锁化扩张。
- ③ 冷冻烘焙食品经加工后口感与新鲜度与现烤产品类似，甚至高于部分门店的现烤产品，且不含防腐剂，制成后全程冷链运输，较预包装食品更加健康，同时产品质量稳定。
- ④ 冷冻烘焙食品可以使烘焙门店准确和灵活地协调生产、库存和销量间的关系，避免产量过剩导致的浪费。
- ⑤ 冷冻烘焙食品可以帮助商超、餐饮、饮品店、便利店等非专业单位销售现烤产品，丰富其产品结构，提高盈利能力，促进烘焙销售终端的多元化。

表 9：冷冻烘焙食品与其他烘焙食品优劣对比表

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，烘焙店解冻后进行烘烤等简单加工后即可对外销售；对于冷冻烘焙成品，解冻后可直销销售食用。	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	由中央工厂生产预包装成品，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。

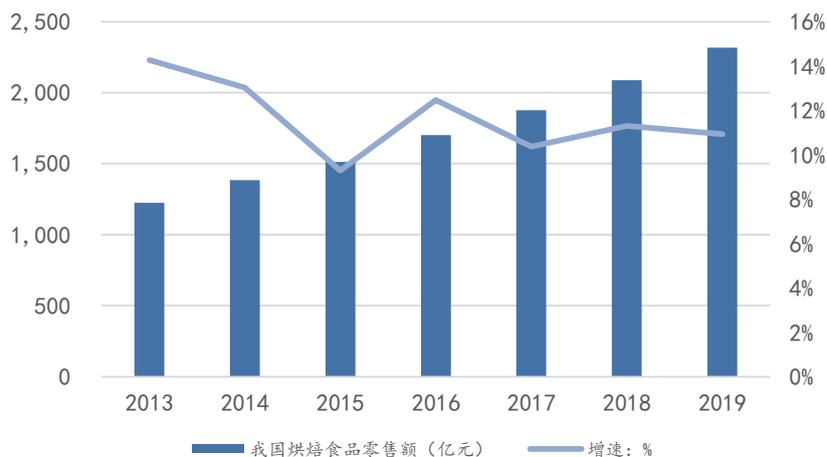
资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

“烘焙行业稳增+渠道拓展+门店应用率提升”驱动冷冻烘焙行业快速增长

冷冻烘焙行业快速增长的驱动因素一：下游烘焙行业稳定增长

烘焙行业：稳定增长的千亿赛道。随着居民消费能力的提高和西式饮食习惯的普及，我国烘焙市场快速增长。根据欧睿国际的数据，我国烘焙食品零售额由 2013 年的 1224 亿元增长至 2019 年的 2317 亿元，CAGR6 为 11.23%，预计 2024 年有望突破 3800 亿元，年复合增长率 10% 左右。

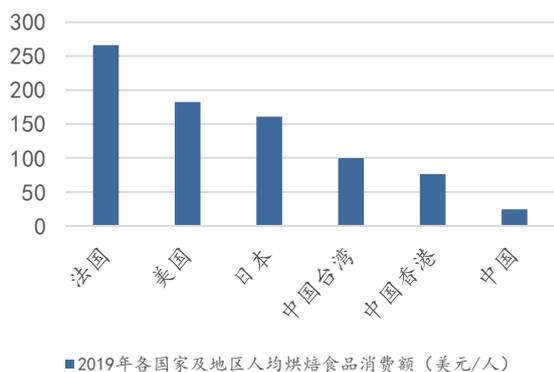
图 17: 烘焙行业稳定增长



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

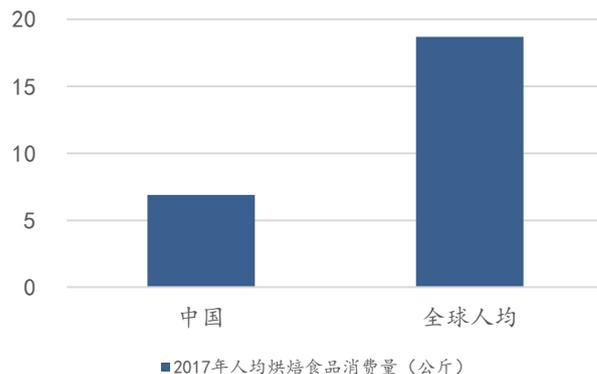
人均消费量低，行业尚有翻倍空间。虽然近年来我国烘焙行业增长迅速，但人均消费水平与发达国家和地区还有较大差距。据欧睿国际统计，2019年，我国内地人均烘焙食品消费额仅为24.6美元/人，远低于法国的266.3美元/人、美国的182.6美元/人，也与中国大陆饮食习惯相近的亚洲其他国家和地区有差距，如日本的161.0美元/人、中国台湾的99.9美元/人、中国香港的76.3美元/人。中国人均烘焙食品消费量也仅约是全球人均水平的1/3。因此综合来看，预计我国烘焙行业仍有翻倍空间。

图 18: 我国人均烘焙食品消费额与其他国家/地区差距较大



资料来源: 智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 19: 2017 年我国人均烘焙食品消费量仅为全球平均水平的 1/3



资料来源: 前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

冷冻烘焙行业快速成长的驱动因素二：渠道拓展，终端覆盖率提升

一方面，随着冷冻食品厂商渠道逐渐下沉，冷冻食品行业在低线城市还有较大的拓展空间。随着经济发展，低线城市消费者消费能力提升，烘焙行业逐渐由一二线城市向三四线城市乃至乡镇渗透，在低线城市形成了分布广泛、需求庞大的烘焙食品市场。根据美团点评的《中国烘焙门店市场报告》，三线及以下城市的烘焙门店数量占比过半，且增速更快。然而冷冻烘焙行业起步较晚，渠道下沉程度和烘焙行业存在差距。根据调研，目前中国高线城市中使用冷冻烘

焙食品的烘焙店比例较高，预计可以达到 70%-80%，但在广大的低线城市和乡镇市场这个比例仍较低。预计未来随着厂商渠道下沉，冷冻烘焙食品的终端覆盖率逐渐提升。

图 20: 我国烘焙门店主要集中在东部和中部地区

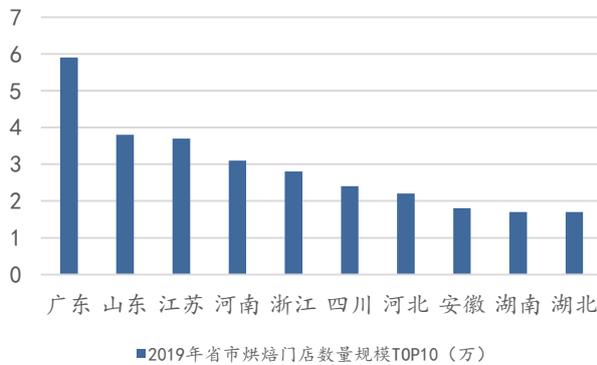
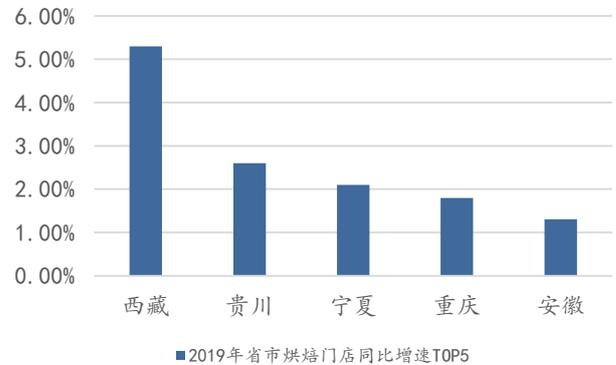


图 21: 西部省市烘焙门店数量增速快



资料来源:《2020年中国烘焙门店市场报告》、国信证券经济研究所整理

资料来源:《2020年中国烘焙门店市场报告》、国信证券经济研究所整理

另一方面，冷冻烘焙食品逐渐进入一些前景广阔的新型销售渠道。随着消费升级，烘焙食品的消费场景日趋丰富，由过去以烘焙店为主逐渐发展成烘焙店、商超、餐饮、饮品店等并行的局面，为冷冻烘焙食品新渠道的扩展打下基础：

- **商超：**现烤烘焙食品既能为卖场营造良好氛围，又能带来可观的利润，受到商超的青睐；
- **餐饮、酒店：**烘焙食品在主食消费，尤其是早餐中的渗透率不断上升，使餐饮、酒店等也开始提供烘焙产品；
- **新式茶饮店：**随着“饮品+烘焙”模式的兴起，新式茶饮店成为烘焙食品的重要销售渠道。

这些销售渠道并非专业的烘焙产品生产商，需要冷冻烘焙食品来简化制作过程，丰富其产品结构。

根据《食品与机械》杂志，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。随着烘焙行业的持续发展，我们认为冷冻烘焙产品在低线城市的渗透率能够达到高线城市水平，因此，保守估计，未来我国会有70%-80%的烘焙门店使用冷冻烘焙食品。

冷冻烘焙行业快速成长的驱动因素三：产品渗透，门店应用率提升

随着烘焙门店降成本诉求和标准化（门店拓展）诉求的增加，冷冻烘焙食品在烘焙行业中的应用率有望持续提升。

- 近年来的烘焙店的品牌化（连锁化）趋势明显，烘焙店标准化诉求增加：虽然烘焙门店数量基本稳定，但连锁门店，尤其是大型连锁门店数量增速较快，为便于扩张，预计门店有更多的标准化诉求。
- 近年来人工、租金等成本逐渐上涨，烘焙门店降成本诉求增加：根据调研，

预计烘焙店的人工、租金合计在成本中占比 40%左右（详见表 10），而冷冻烘焙食品一方面帮助门店节约制作的人工成本，另一方面帮助门店节约后厨面积，降低租金，随着运营成本逐年增加，预计烘焙门店降成本诉求增强。

因此，我们预计冷冻烘焙食品在烘焙行业中的应用率有望持续提升。

图 22: 全国烘焙门店数量变化（万家）

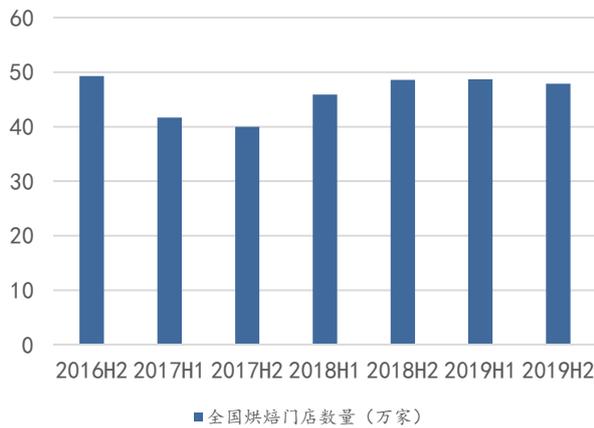
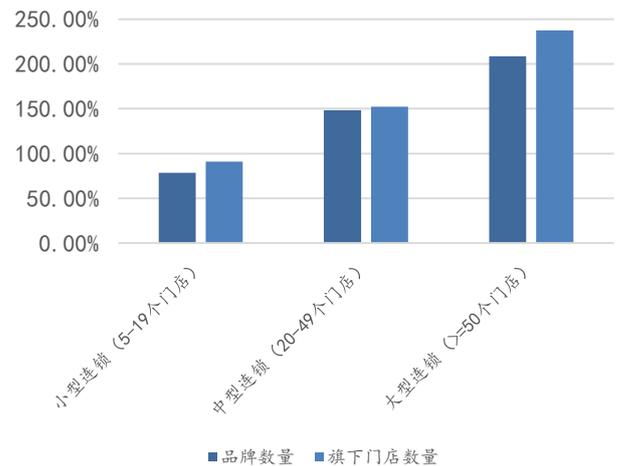


图 23: 烘焙品牌和门店数量增速图



资料来源：《2020 年中国烘焙门店市场报告》、国信证券经济研究所整理

资料来源：《2020 年中国烘焙门店市场报告》、国信证券经济研究所整理

表 10: 不同品牌烘焙门店盈利模型

单位：万元	面包新语	好利来	幸福西饼
	北京某商圈门店		
经营模式	连锁经营	连锁经营	线上配送
月流量	35	90	30
毛利率	70%	70%	65%
房租	9	11	6
人工	9	23	5
人工和租金成本占比	51.43%	37.78%	36.67%
其他损耗	10%	10%	15
净利润	3	20	-
净利率	8.57%	22.22%	-
盈利状态	微利	盈利较好	亏损

资料来源：渠道调研、国信证券经济研究所整理

冷冻烘焙行业未来有至少 5 倍成长空间

通过渠道调研和专家交流，我们了解到：①烘焙门店原材料约占营业额的 30%左右；②在高线城市中约 70%-80%的烘焙店使用冷冻烘焙食品，虽然高线城市烘焙店数量在全国中占比仅约 50%，但烘焙门店的人均消费是低线城市的 2 倍多（《2020 年中国烘焙门店市场报告》），因此我们预计高线城市烘焙零售额占全国的 70%左右；③烘焙店冷冻烘焙食品采购额平均占原材料采购金额的约 20%-30%。据此我们根据计算公式：冷冻烘焙食品市场规模=烘焙食品零售额*

高线城市烘焙零售额在全国中占比*高线城市冷冻烘焙食品的门店覆盖率*门店原材料占零售额比例*冷冻烘焙食品在门店采购金额中占比，预测 2019 年冷冻烘焙市场规模约 72 亿左右，2024 年有望达到 233 亿，2019 年-2024 年复合增速约 25%+，市场处于加速成长期。借鉴国外经验，随着烘焙市场的持续扩容、终端对标准化、节约成本诉求的增加，未来预计冷冻烘焙市场有至少 5 倍成长空间。

表 11: 冷冻烘焙市场规模预测

	2019 年	2024 年	参照发达国家
烘焙食品零售额 (亿元)	2317	3800	4000
原材料采购占比	30%	30%	30%
烘焙店覆盖率	50%	70%	90%
冷冻烘焙食品在烘焙店的应用率	25%	35%	50%
冷冻烘焙行业市场规模 (亿元)	72	233	450

资料来源：渠道调研、欧睿国际、国信证券经济研究所整理

注：市场规模为厂商出厂口径，需除去 20% 经销毛利

冷冻烘焙行业竞争格局分散，立高食品为龙头

冷冻烘焙市场尚处蓝海阶段，竞争格局分散，立高食品营收体量最大，为行业龙头。根据我们对冷冻烘焙行业市场规模的预测，预计立高食品市占率约 10% 左右，为行业龙头，大多数竞争者相关业务营收体量（多在 3 亿以内）和公司有较大差距，市场主要参与者包括南侨食品（冷冻面团营收 1.15 亿，渠道调整后增速明显，体量尚小）、新迪嘉禾（以商超渠道为主，冻烘焙产品营收约 4-5 亿）、高贝（以华南市场为主，冻烘焙产品营收约 2 亿）、鑫万来（冷冻烘焙产品营收约 1-2 亿）等。

表 12: 冷冻烘焙食品市场主要参与者概况

公司名称	公司简介
立高食品股份有限公司	2014 年收购广州奥昆进入冷冻烘焙领域，产品包括蛋黄酥、老婆饼、绿豆饼、鲜花饼、叉烧酥、蛋挞皮等 甜甜圈、牛角包、手撕包、金枕面包、麻薯等 200 种左右，2020 年冷冻烘焙食品营收 9.56 亿元。
南侨食品集团（上海）股份有限公司	南侨股份为上市公司，产品以烘焙应用油脂为主，2020 年营收 23.22 亿元，其中冷冻面团营业收入 1.15 亿元。公司在冷冻烘焙业务定位较高生产难度的含酵母面团，在渠道调整之后增速加快，但目前基数尚小。
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，冷冻烘焙产品 300 多种，年产超过 10 万吨，营收约 4-5 亿。
江西鑫万来食品有限公司	江西鑫万来食品有限公司成立于 2012 年，主营有发酵类冷冻面团、纯手工等全系列挞皮、酥饼类冷冻面团、热加工烘烤类蛋糕、西式冷加工糕点等几大系列产品。主要生产设备均自欧洲进口，年产能可达八亿元人民币。拥有自营的冷链配送体系，在北京、上海、广州等设有配送仓库，配送范围可达全国各大中小城市。
济南高贝食品有限公司	济南高贝食品有限公司成立 2007 年，成为华北地区较早投资生产烘焙冷冻半成品的企业之一。主要生产冷冻蛋挞皮、披萨饼底、酥饼类、起酥类、丹麦面团类等系列产品。

资料来源：公司招股说明书、各公司官网、国信证券经济研究所整理

烘焙原料行业在烘焙行业扩容和应用场景延伸下平稳增长

烘焙食品原料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、巧克力等。

奶油产品升级明显，应用广泛。奶油主要用于蛋糕、西点的表面装饰和夹层，也可用于奶盖、果汁等饮品调制。奶油根据原料和工艺的不同，分为含乳脂植脂奶油、植脂奶油和稀奶油。随着消费升级，奶油的使用呈现出明显的升级趋势：从植脂奶油逐渐向含乳脂植脂奶油升级，目前部分高线城市烘焙店会选择更加高端的稀奶油等。应用方面，奶油除了应用于传统的蛋糕、西点的表面装饰和夹馅外，也随着茶饮、咖啡等休闲饮品的流行，不断扩大其应用范围。

表 13: 奶油品类对比表

品类	制作方法	价位	优点	缺点
稀奶油	奶离心脱水后制成	高	奶香浓郁、口感细腻	奶源不足，依赖于进口；价格贵
含乳脂植脂奶油	在植脂奶油中添加乳脂成分	中	兼具稀奶油和植脂奶油的优点	-
植脂奶油	以水、糖、食用植物油等其中的几种为主要原料，添加或不添加其他辅料和食品添加剂，经过配料、乳化、杀菌、均质、冷却、灌装等工艺制成的产品	高	打发性好、稳定性强	奶味不足，口感一般

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

奶油市场发展时间较长，竞争相对激烈。市场主要参与者有立高食品、维益食品、海融科技、南侨食品等，其中维益食品来自美国，是植脂奶油的开创者，技术先进，产品质量较好；海融科技奶油营收高于立高食品和南侨食品，以植脂奶油为主，逐渐向含乳脂植脂奶油升级，和立高食品属于较早从事奶油业务的公司；立高食品以奶油业务起家，主要产品为含乳脂植脂奶油；南侨食品主要业务为烘焙油脂，进入奶油业务时间较晚，目前产品结构较为单一。

表 14: 冷冻烘焙食品市场主要参与者概况

公司名称	公司简介
立高食品股份有限公司	立高食品拥有丰富的植脂奶油研发与生产经验，是国内较早从事植脂奶油研发与生产的企业之一，通过持续的创新升级，推出含乳脂植脂高端奶油。公司奶油产品 2020 年销量 3.71 亿元。
维益食品（苏州）有限公司	维益食品是北美大型家族型冷冻食品制造商之一，植脂奶油的发明者，年销售额突破 35 亿美元。维益作为全球化的奶油制造商，拥有混合脂奶油，植脂奶油，乳脂奶油完整的产品结构，打发率、稳定性都是在行业里面算得上是最好的。
海融食品科技	公司是集烘焙行业原料研发、生产、销售于一体的专业公司。主要产品主要产品为植脂奶油。2020 年公司总营收 5.72 亿元，奶油占比 90% 以上。
南侨食品集团（上海）股份有限公司	南侨股份为上市公司，产品以烘焙应用油脂为主，2020 年营收 23.22 亿元，其中淡奶油营业收入 3.52 亿元，目前产品结构相对单一，预计未来会通过产品拓展抢占更多市场份额。

资料来源：公司招股说明书、各公司官网、国信证券经济研究所整理

烘焙市场持续景气和应用场景延伸驱动水果制品增长。水果制品主要用于蛋糕、西点的表面装饰和夹层，也可用于奶盖、果汁等饮品调制。我国水果资源丰富，水果制品生产工艺较为成熟，未来随着消费升级，茶饮等新型消费场景的兴起，预计水果制品在各种烘焙食品中的应用范围扩大。

烘焙市场景气驱动酱类增长。烘焙酱料一般用于烘焙食品表面涂抹或作为烘焙食品夹心，也可加入面团搅拌过程中，能够提高面包、糕点等烘焙食品的口感丰富度。随着消费者对烘焙食品口味、口感等要求的不断提高，烘焙酱料迅速发展。根据智研咨询的统计，酱料中应用最为广泛的沙拉酱市场规模从 2011 年的 11.88 亿元增长至 2017 年的 43.85 亿元，年复合增长率达到 24.32%。

从蛋糕产品来看，奶油和水果制品的市场规模分别有望达到 134 亿和 38 亿。欧睿国际数据显示，2019 年我国蛋糕市场销售额为 982 亿元。根据经验，蛋糕原材料成本占售价的比例在 25% 到 35% 之间，而原材料成本中，蛋糕胚、奶油、水果制品和其他分别占 40%、35%、10%、15% 左右，按照该数据测算，扣除 20% 左右的经销商毛利，我国奶油和水果制品市场规模已经达到 82 亿元和 24 亿元左右。根据欧睿国际预测，2024 年我国蛋糕零售额有望突破 1,600 亿元，则奶油和水果制品的市场规模分别有望达到 134 亿和 38 亿。

表 15: 蛋糕的原材料市场规模预测（给一个中间数就行）

蛋糕市场零售额（亿元）	982（2019）	1600（2024E）
原材料成本占售价比例	30%	30%
奶油在蛋糕原材料采购金额中占比	35%	35%
水果制品在蛋糕原材料中占比	10%	10%
奶油市场规模（亿元）	82	134
水果制品市场规模（亿元）	24	38

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

注：市场规模为厂商出厂口径，需除去 20% 经销毛利

核心竞争力分析：行业本质强者恒强，公司领先优势明显且有望持续扩大

冷冻烘焙行业的生意本质决定强者恒强

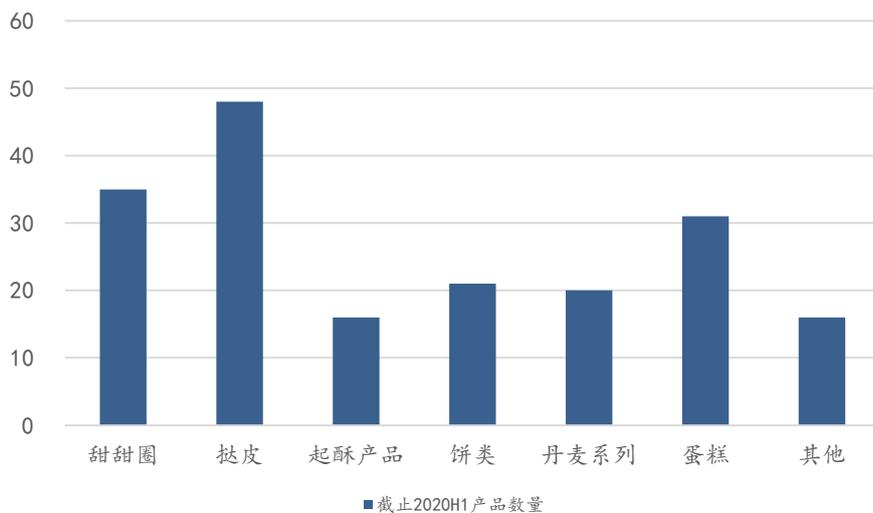
冷冻烘焙食品的生产从设备选型、安装调试到规模化生产需要较长的时间（1-2 年）和较大的资金投入（一条生产线投入上千万），且前期在产品研发和丰富度、渠道拓展、服务经验积累、产能布局等方面需要时间、精力、人员等多方面、长时间的持续投入，因此先入行的企业往往具有明显的先发优势。此外，经过多年的发展，拥有先发优势的厂家厚积薄发，营收体量逐渐扩大，规模优势显现，未来有望逐渐拉开与竞争对手的差距，提高竞争壁垒，因此行业本质决定强者恒强。

核心竞争力一：产品种类丰富，满足客户一站式采购需求

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 sku 分别达到 32 种、241 种、69 种和 187 种，总计 529 种，截止 2020 年底总计超过 650 种。公司业务覆盖冷冻烘焙行业和烘焙原料行业，产品 sku 较行业内大多数公司丰富，能够：

- ① **满足客户的一站式采购需求。**烘焙原材料复杂多样，不同的销售终端对各类原材料的需求也有所差别，公司丰富的产品 sku 能够满足客户进行一站式采购需求，帮助客户节约采购成本，增强客户粘性；
- ② **帮助客户挖掘更多消费者新需求。**例如，公司使用独特风味的酱料产品，研发天使白面包、牛油果餐包等新品，可放置在烘焙店边柜销售，并配套提供产品应用方案，帮助烘焙店推广；公司还推出巧克力脆脆棒等休闲食品，放置于烘焙店收银台上进行销售，帮助客户充分利用收银台空间。

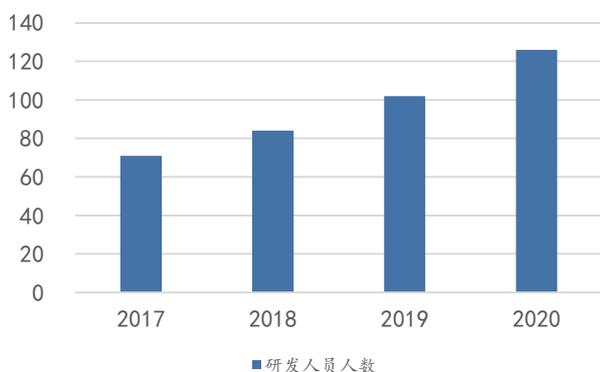
图 24: 公司冷冻烘焙产品种类丰富 (个)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

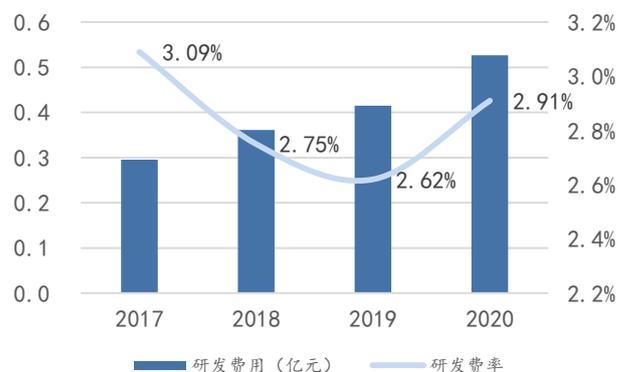
公司始终重视产品研发，研发费用投放保持同行前列，平均每年推出的新产品及新应用方案超过 50 个。公司的研发人员数量持续增长，从 2017 年的 71 增加到 2020 年的 126，研发费用也保持同行前列，持续增强研发实力。

图 25: 公司研发人员数量逐年递增



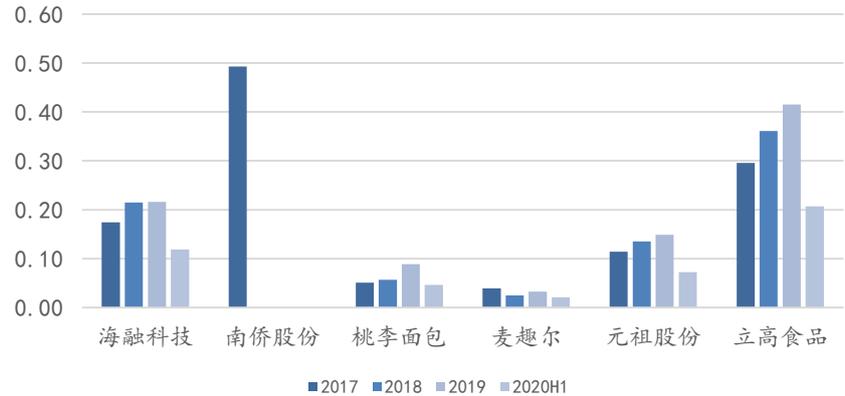
资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 26: 公司研发费用稳定增长



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 27: 公司研发费用处于同行前列 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司的研发实力为产品研发、生产、品控提供了有力的保证, 这体现在:

① 自创独特产品配方和生产工艺建立产品优势

在配方方面, 公司通过原辅料的选择和配比建立产品优势。例如, 公司通过改进挞皮配方, 减少 5% 的水分流失, 解决其水分易流失、开裂发干的难题, 并可以生产榴莲馅、蓝莓馅等特色馅料, 这是行业大量公司不具备的。在生产工艺方面, 公司不断改良生产工艺, 从而提高产品口感、外观和使用便利性。例如, 公司通过二次发酵技术生产的甜甜圈能够使酵母的活性增加 30%, 体积的膨胀度增大 15%, 提高甜甜圈口感的柔软度和面团的抗老化性, 使甜甜圈上市后迅速得到市场认可; 公司还优化含乳脂植脂奶油生产工艺, 使之打发后的奶油更为美观, 提高奶油的细腻度和稳定性, 含乳脂植脂奶油上市以来销量迅速增长, 成为奶油产品量价齐升的主要驱动力。此外, 公司能够与客户协同定制研发, 助力产品放量。公司能够持续为终端客户提供定制化研发终端产品方案, 先后为客户推出了美芝芝乳酪蛋糕、果立方水果蛋糕、天使白面包等终端产品应用方案, 为客户打造多种口味甜甜圈、特色流心芝士挞和蛋黄酥等定制化热销产品, 同时匹配营销方案, 带动了公司相关产品的迅速增长。

② 自动化生产线的定制化改造和优化为产品生产提供保障

公司从国内外引入自动化生产线, 提高生产自动化程度, 还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进行大量适应性的自主改造, 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。公司能够不断总结生产经验, 对生产线和生产设备进行迭代升级, 使得公司新产线在佛山三水、浙江长兴生产基地投产后产能得以迅速释放。

③ 大规模生产条件下的全过程品控保证产品质量的稳定性

公司能够为下游客户提供质量稳定的标准化产品, 这是行业大部分公司无法做到的: 一方面, 公司拥有完善的生产流程控制体系, 可以对生产现场灵活控制; 另一方面, 公司根据实际情况对生产设备及生产参数进行调整, 使得产品能够在广东、浙江等不同的环境下平稳生产, 保证产品质量稳定。

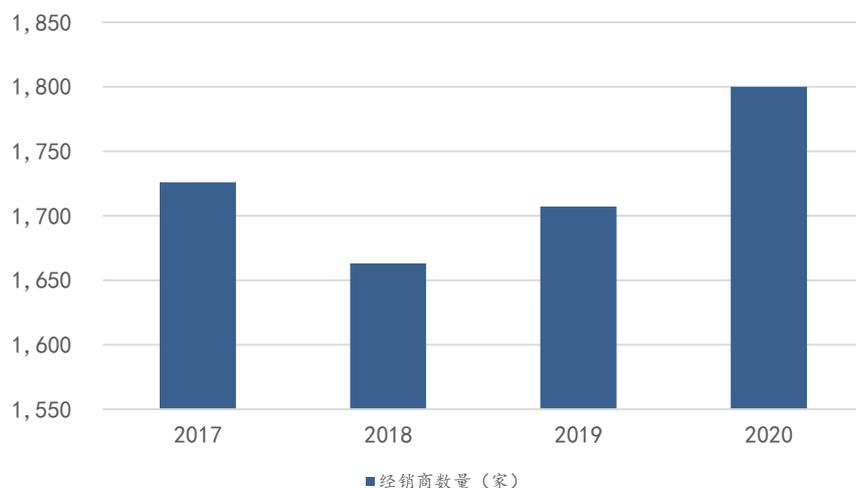
核心竞争力二: 终端覆盖率高, 渠道布局领先

公司十分重视营销网络的建设, 营销网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、

自治区的 357 个城市，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，渠道布局行业领先。

经销方面，公司不断加强经销商管理和优化，提高经销商数量与质量。2017 年，公司加强全国化布局，在华南以外的地区进行渠道下沉，将一个经销商覆盖多个城市调整为一个经销商负责一个城市，同时加强对经销商管理，将以个人名义与公司合作的经销商变更为以个体工商户或公司形式进行合作。2018 年，公司经销商数量减少，主要系公司实施了较大规模的经销商优化措施，主动停止与部分规模较小的经销商的合作，尤其是华南和华中较为成熟的区域。2019、2020 年公司大力开拓市场，经销商数量逐年增加。

图 28: 公司经销商数量呈增长趋势



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

直营方面，公司通过产品与服务与客户深度绑定，助力产品放量。公司的直营客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户，公司通过对直营客户的深度服务，协助客户设计产品推广方案，提高客户粘性，进一步提高公司产品销量。例如沃尔玛是公司最大的直营客户，多年来与公司的合作逐渐加深，不断增加新品类采购，例如麻薯、老婆饼等，采购额在公司直营渠道占比约 49%，从 2017 年的 4000 万快速增长至 2020H1 的 7400 万，2020 年公司的麻薯销量 1 亿多，主要的销售渠道就是沃尔玛。

核心竞争力三：销售团队经验丰富，客户服务能力优于同行

公司拥有庞大的销售团队，销售人员客户服务经验和频次远超同行，持续提高客户黏性：

- ▶截至 2020 年底，公司销售人员达到 983 人，每个省份安排 10-20 人，人数远高于同行（3-4 倍）。
- ▶为客户提供使用公司产品和技术指导。公司建立专业的技术服务团队，对营销人员进行培训，提高营销人员的技术服务能力，同时，定期上门为终端客户提供如蛋糕裱花装饰、冷冻烘焙食品后期加工及应用等专业技术指导，使客户制作成品时可以充分发挥公司产品优势。2019 年，公司上门为客户提供服务接近 50 万次。
- ▶为客户设计烘焙食品的应用方案及营销方案。近年来，公司利用自身的奶油、酱料和冷冻烘焙食品先后为烘焙店设计了甜甜圈、葡挞、蛋黄酥、美芝芝

乳酪蛋糕、果立方水果蛋糕、天使白面包等多款市场热销产品，并协助客户进行产品营销，提供活动预案、策划等全程服务。

► **为客户提供烘焙店运营培训。**2020年，公司举办了系列大型活动，提升终端烘焙店的营运能力，包括：在广东惠州、江苏苏州、广西南宁等地举办“烘焙百家讲坛”系列活动，参与烘焙店行业从业人员 2100 多人次；开展“超级店长特训营”活动 8 场，接受培训人数多达 500 人。

公司通过为客户提供持续而深入的服务，一方面，帮助客户提升管理运营能力，实现销售增长；另一方面，将公司产品与客户终端成品建立紧密联系，增强客户粘性，提高其他品牌的替代门槛。公司服务优势既提高了客户开发能力，也降低了客户流失风险。此外，根据渠道调研，公司对销售人员激励到位，薪酬领先同行，一定程度上能够减少销售人员的流失，提高销售人员客户服务积极性。

核心竞争力四：全国工厂布局逐渐完善，产能优势明显

大部分烘焙食品原料和冷冻烘焙食品对温度的要求十分严格，需要在低于零下 18 度的环境下进行储存及运输，含酵母产品则需要零下 30 度的运输环境，运输成本较高，公司的全国化产能布局能够提高运输效率，降低单位运费，增厚成本优势：

① **全国化工厂布局逐渐完善。**公司下游客户小而散，订单小且对烘焙产品的及时性需求高，因此对运输的时效性要求高。公司围绕全国烘焙消费的主要市场，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。2020 年公司利用自有资金建设河南卫辉的华中生产基地，建成之后公司的全国化产能布局将进一步完善。

② **形成全国化的仓储和物流系统。**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（共 66 个仓库），位于全国 18 个省、自治区和直辖市，具备了较为充足的自有物流能力及第三方物流能力。

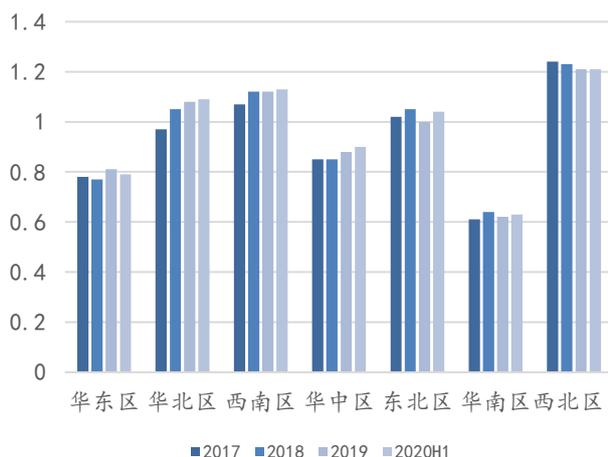
图 29：公司所有的仓库数量及布局示意图



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理
注：省份内的数字为该省内公司的仓库数量

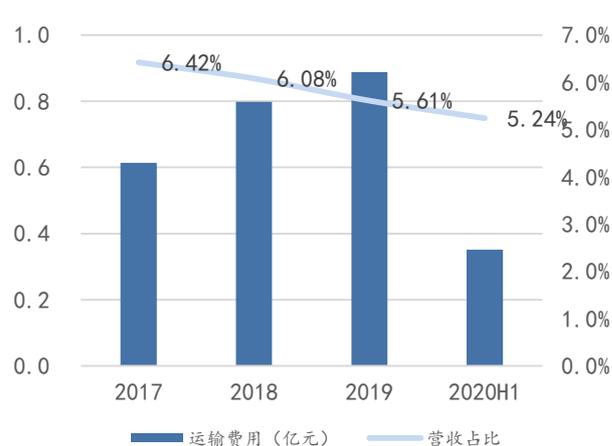
① **运输效率有望继续提升。**运输单价方面，在华南、华东区域，公司运输距离最短，运输单价最低；在华东、华中区域，与公司生产基地距离相对较近，因此运输单价稍高；在华北、西南、西北区域，距离公司生产基地距离较远，运输单价最高。2020年公司利用自有资金建设河南卫辉的华中生产基地，预计建成之后能华北地区单位运输单价还有30%-40%的下降空间。除此之外，随着营收的持续扩大，公司运费占营收比显著下降，运输效率逐渐提升。

图 30: 公司各地区单位运费情况 (元/kg)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 31: 公司运费占营收比逐年下降



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

② 公司建立了冷链监控中心，制定实施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。综合来看，公司整体的供应链运营效率在同业中领先。

综合竞争优势显著，营收稳增，规模效应逐渐显现，竞争壁垒提高

经过多年发展，立高食品的营收体量扩大，产品上量后，营业成本在总营收中占比呈现下降趋势，规模优势逐渐显现，增厚成本优势，进一步提高公司的竞争壁垒。

表 16: 随着公司营收体量扩张规模效应显现

在营收中占比: %	2017	2018	2019	2020H1
直接材料	54.45%	51.84%	48.77%	48.29%
直接人工	3.96%	3.72%	3.73%	3.54%
制造费用	6.30%	6.79%	6.20%	6.19%

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

成长能力分析: 多因素驱动持续高增长可期, 募投项目保障产能

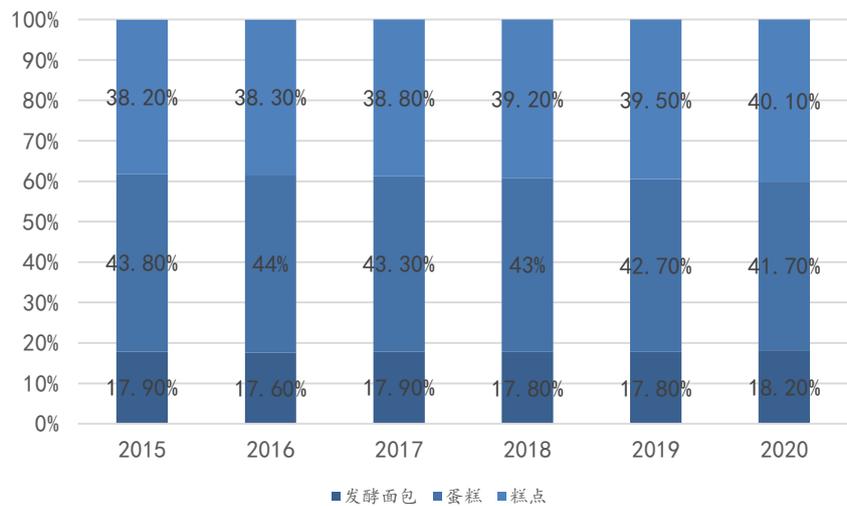
“老品稳增+新品放量”支持产品在终端的应用占比稳步提升

目前烘焙店冷冻烘焙食品采购额仅为原材料采购成本的 20%-30%，占比尚低，且采购品类较少，多为蛋挞皮、老婆饼等中式糕点和甜甜圈等少量冷冻面包，未来随着冷冻烘焙技术的成熟和烘焙店对冷冻烘焙产品需求的增加，冷冻烘焙食品在终端的应用率还有很大提升空间。

立高食品产品丰富、研发实力强，可以匹配更广泛的客户需求，能够从原有品类稳增和新品类拓展两个维度更快提高单店销量。一方面，随着烘焙食品需求的增长，公司甜甜圈、蛋挞皮等老品品质好、质量稳定，已获得市场认可，随着烘焙市场的持续发展，未来有望维持稳定增长（10%+）；另一方面，公司麻薯、慕斯蛋糕等产品已逐渐受到市场认可，未来有望继续快速增长（20%左右），此外，随着公司研发实力的提高，欧包等生产难度较高的冷冻面包也值得期待。

公司在冷冻面包的品类拓展方面尚有较大空间。目前冷冻烘焙食品结构还相对较为单一，市场上依旧以制作简单的蛋黄酥、老婆饼等冷冻糕点为主。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%，冷冻面包占比仅 15%，在前瞻产业研究院的数据中，发酵面包的占比也不足 20%。冷冻面包占比低主因其内加入了酵母，若工艺不当会产生变质、发酸、体积缩小等问题，因此技术难度较高，且冷冻面包对仓储和物流的要求更高，业内仅立高食品在内的少数几家公司能够生产。而在烘焙店现烤产品的消费中，面包的消费量并不低于糕点的消费量，因此，未来随着研发能力的提高，公司在品类拓展方面还有充足的空间。

图 32: 冷冻烘焙行业中发酵面包占比尚小



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

“渠道下沉+新渠道拓展”驱动产品的终端覆盖率逐渐提升

上市后公司加快渠道拓展，终端覆盖率有望快速提升，进一步提高营收增速。一方面，随着烘焙场景的日益丰富，公司积极开发餐饮、酒店等新型渠道。根据渠道调研，目前立高食品渠道销售占比为：烘焙店 75%左右，直营 10%左右，餐饮 10%左右，线上 5%左右。随着渠道的进一步拓展，未来餐饮和直营均有望做到 20%，预计烘焙店占比下降 50%-55%，其余则为线上部分，可见新型渠道前景广阔。另一方面，我国烘焙行业持续发展，公司渠道有望下沉至三四线城市甚至乡镇地区，产品的终端覆盖率有望进一步提升。

募投项目产能充足，保障营收增速

2020年，冷冻烘焙食品、奶油、水果制品、酱料产能分别达到5.32万吨、3.3万吨、1.32万吨、2.85万吨，产能利用率分别达到89.73%、83.65%、80.88%、34.54%（2020年酱料产品浙江生产基地投产），且旺季期间产能利用率更高，产能不足成为公司发展的瓶颈。

表 17: 公司各产品已基本满产

	2017年	2018年	2019年	2020年
冷冻烘焙食品	84.12%	74.83%	81.07%	89.73%
奶油	70.51%	91.89%	88.44%	83.65%
水果制品	71.35%	77.45%	87.64%	80.88%
酱料	98.22%	90.58%	98.45%	34.54%

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

募投项目集中产能扩张，保障营收增速。募投项目扩大了原三水、长兴的生产基地，并在河南卫辉新建生产基地，建设周期均为2年，项目建成之后能够分别增加冷冻烘焙食品、奶油、水果制品、酱料产能5.92万吨、6万吨、2.7万吨和3.59万吨，分别可以使冷冻烘焙食品、奶油、水果制品和酱料的产能提高111%、182%、205%和126%，对应年复合增长率分别约为45%、68%、75%和50%，为营收提供有力的保障。

表 18: 募投产能保证营收增速

募集资金使用项目	拟使用募集资金金额（亿元）	建设周期（年）	产能（万吨）			
			奶油	水果制品	冷冻烘焙食品	酱料和馅料
三水生产基地扩建项目	3.82	2	6	2.7	0.81	
长兴生产基地建设及技改项目	4.40	2			2.86	3.59
卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	2.76	2			2.25	
合计产能（万吨）			6	2.7	5.92	3.59

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

除此之外，募投项目中还包括研发中心建设项目和智能信息化升级改造建设项目，以增强公司的研发能力，提高管理效率。

表 19: 公司其他募投产品概况

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）	建设目的
研发中心建设项目	5,214.00	5,214.00	通过构建标准化的研发实验室，配置国内外先进的研发设备，以全面提升公司的研发技术水平，最终为未来业务的持续发展提供技术支持
智能信息化升级改造建设项目	6,793.30	6,793.30	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，为决策和计划提供依据，提高管理效率，降低经营风险，增强公司的竞争力。

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

冷冻烘焙食品业务有望高速增长，烘焙原料业务有望稳定增长

冷冻烘焙食品：“老品升级+新品研发”驱动增长

各主要细分品类量价齐升，“老品升级+新品研发”推动下未来整体增速有望维持40%左右。其中，甜甜圈系列在冷冻烘焙产品中占比25%左右，自2015年推出以后凭借其稳定的口感和品质，迅速获得市场认可，有望维持30%+增速；挞皮是公司最早推出的单品，占比最高为30%左右，但逐年下降，高单价葡挞等新品驱动增长，预计未来增速30%左右；起酥类在冷冻烘焙产品中占比20%左右，自从2018年推出高单价蛋黄酥，销售单价显著提升，增速有望维持40%左右；丹麦系列在冷冻烘焙产品中占比不足10%，增速主要由高单价金枕面包（沃尔玛旗下山姆店专供产品）、高单价丹麦香肠面包（2019年推出）、新品麻薯（2019年进入沃尔玛旗下山姆店，并成为热销产品）贡献，2019年因2018年热销产品富士山面包消费热度减退影响销量，2020H1量价大幅提升主因疫情利好商超产品销售且麻薯热销，预计未来增速50%左右；饼类在冷冻烘焙产品中占比10%左右，高单价新品豆蓉烧及蛋黄莲蓉胚饼等驱动增长，预计未来增速50%左右；蛋糕类在冷冻烘焙产品中占比5%左右，高单价慕斯蛋糕等产品的推出和放量驱动增长，规模化生产摊薄费用驱动毛利率上升，未来增速有望维持50%左右。综上，老品升级和新品创新驱动冷冻烘焙食品未来增速有望维持40%左右。

表 20: 公司冷冻烘焙食品细分产品经营情况

		2017	2018	2019	2020H1
甜甜圈系列	收入占比	19.05%	25.55%	25.62%	22.26%
	收入(亿元)	0.68	1.41	1.89	0.80
	收入增速		106.05%	34.55%	
	单位售价(元/kg)	24.48	24.91	25.68	25.3
	单位售价增速		1.76%	3.09%	-1.48%
	销售量(吨)	2785.91	5641.31	7362.76	3167.43
	销量增速		102.49%	30.52%	
	毛利率	58.22%	51.46%	56.25%	56.40%
挞皮类	收入占比	40.41%	33.48%	30.54%	32.82%
	收入(亿元)	1.45	1.84	2.25	1.18
	收入增速		27.28%	22.40%	
	单位售价(元/kg)	15.85	16.02	16.61	16.78
	单位售价增速		1.07%	3.68%	1.02%
	销售量(吨)	9127.31	11494.38	13569.25	7041.24
	销量增速		25.93%	18.05%	
	毛利率	25.41%	25.79%	32.63%	33.91%
起酥类	收入占比	19.38%	18.11%	19.27%	14.29%
	收入(亿元)	0.69	1.00	1.42	0.51
	收入增速		43.56%	42.78%	
	单位售价(元/kg)	23.52	26.15	28.33	27.73
	单位售价增速		11.18%	8.34%	-2.12%
	销售量(吨)	2949.85	3808.99	5019.86	1855.17
	销量增速		29.12%	31.79%	
	毛利率	42.13%	42.17%	41.88%	42.30%
丹麦系列	收入占比	8.34%	8.76%	7.94%	16.09%

	收入 (亿元)	0.30	0.48	0.59	0.58
	收入增速		61.37%	21.62%	
	单位售价 (元/kg)	16.32	17.09	18.26	21.92
	单位售价增速		4.72%	6.85%	20.04%
	销售量 (吨)	1829.49	2819.19	3209.05	2642.52
	销量增速		54.10%	13.83%	
	毛利率	31.35%	42.50%	48.41%	48.60%
饼类	收入占比	9.48%	8.72%	10.50%	9.40%
	收入 (亿元)	0.34	0.48	0.77	0.34
	收入增速		41.31%	61.57%	
	单位售价 (元/kg)	12.98	13.86	15.43	14.73
	单位售价增速		6.78%	11.33%	-4.54%
	销售量 (吨)	2614.67	3460.32	5022.03	2297.35
	销量增速		32.34%	45.13%	
	毛利率	21.22%	28.05%	31.24%	33.56%
蛋糕系列	收入占比	3.33%	5.37%	5.94%	4.96%
	收入 (亿元)	0.12	0.30	0.44	0.18
	收入增速		147.75%	48.42%	
	单位售价 (元/kg)	25.21	36.17	40.98	41.25
	单位售价增速		43.47%	13.30%	0.66%
	销售量 (吨)	472.88	816.56	1069.72	432.87
	销量增速		72.68%	31.00%	
	毛利率	10.88%	14.82%	33.79%	40.43%

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

产能有保障。公司从瑞士、荷兰等地先后引进了先进的冷冻烘焙食品自动化生产线，在广州南沙和浙江长兴建立起大型生产基地，2020年冻烘焙食品产能达到53,200吨，2020年销量为46289万吨，产能尚有余量。除此之外，随着未来2年募投项目的投产，每年产能平均增速达45%以上，为营收提供良好保障。

烘焙原料产品：“烘焙行业持续景气+场景延伸”驱动增长

➢ **奶油：消费升级下含乳脂植脂奶油驱动量价齐升**

公司的奶油产品在市场上拥有一定优势：

- ① **公司在奶油生产方面拥有技术优势：**公司拥有丰富的植脂奶油研发与生产经验，是国内较早从事植脂奶油研发与生产的企业之一，并在佛山三水及广州增城建立了两个大型自动化奶油生产基地，生产工艺和生产能力均较为先进。含乳脂植脂奶油的工艺水平和技术难度较大，前期的废品率较高，需要经过长期的技术开发和经验积累才能形成稳定的产能，因此能够生产企业较少。
- ② **公司奶油产品性价比高：**和竞争对手海融科技相比（营收6亿，植脂奶油营收占比90%以上），定价较低，更具性价比。

预计含乳脂植脂奶油未来维持30%左右的增速，驱动奶油产品增长。公司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，其中2019年含乳脂植脂奶油销售额占比63%。含乳脂植脂奶油兼具稀奶油奶香浓郁和植脂奶油塑

型能力强的优点，是近年来市场需求增长较快的产品。公司针对含乳脂植脂奶油乳脂与植脂相容性差的问题，通过调整乳化体系及优化工艺过程，提高了含乳脂植脂奶油的稳定性和操作性，近年来销售增长迅速，从2017年的9,627.64吨增长至2019年的17,692.74吨，两年增速分别为49%和24%，是奶油产品增长的主要来源。同期，海融科技含乳脂植脂奶油收入增速为20.86%、14.06%。综上，我们预计随着消费升级，含乳脂植脂奶油未来有望维持30%左右的增速，考虑其在奶油产品中占比过半，因此预计未来奶油产品整体的增速20%左右。

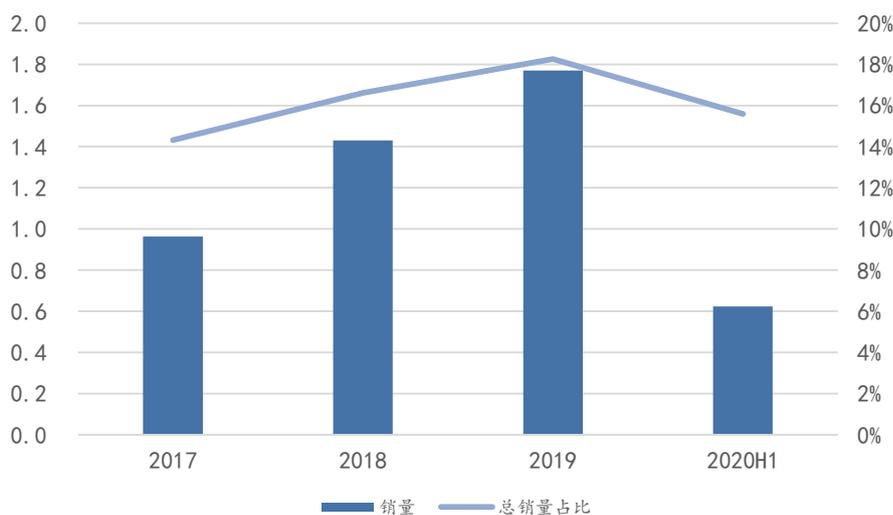
新品研发加速，或成为奶油产品新的增长点。随着消费升级，在经济发达区域一些烘焙店开始使用品质更好的动物奶油，公司也在计划加强UHT稀奶油的研发和生产，UHT稀奶油未来可能成为奶油产品新的增长点。

表 21: 公司奶油产品量价拆分表

	销售额 (亿元)	销售额增速	销售量 (吨)	销量增速	销售单价 (元/kg)	单价增速	毛利率
2017	2.68		24,183.87		11.09		41.71%
2018	3.44	28.36%	29,330.26	21.28%	11.74	5.86%	41.22%
2019	3.80	10.47%	30,346.39	3.46%	12.52	6.64%	46.98%
2020	3.71	-2.37%	29,546.56	-2.64%	12.56	0.29%	42.45%

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 33: 含乳脂植脂销量占总销量比呈上升趋势



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

► 水果制品：消费场景延伸促进增长

公司水果制品主要是果馅、果泥及果溶，近年来水果茶饮产品受到市场欢迎，用于制作饮品的果泥销售量逐年2017年至2019年销售量分别为3302.01吨、3876.95吨、4997.05吨，对应增速分别为17%和29%，带动了水果制品销量的增长。综上，我们预计果泥未来能够维持30%左右的增速，考虑果泥在水果制品中营收占比40%以上，且随着募投产能投产，产能瓶颈逐渐缓解，因此预计水果制品未来能保持20%左右的增速。

表 22: 公司水果制品产品量价拆分表

	销售额(亿元)	销售额增速	销售量(吨)	销量增速	销售单价(元/kg)	单价增速	毛利率
2017	1.61		9826.81		16.4		29.93
2018	1.74	8.07%	10277.22	4.58%	16.93	3.23%	34.41
2019	1.92	10.34%	11640.40	13.26%	16.61	-1.89%	32.75
2020	1.69	-11.98%	10786.22	-7.34%	15.67	-5.67%	26.51

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

▶ 酱料: 新产能投产, 相关终端产品应用驱动增长

酱料增速主要来源于: ①新品可丝达酱受到市场欢迎; ②公司向客户推出了天使白面包、牛油果餐包等终端产品应用方案, 并搭配销售沙拉酱的促销活动, 带动了沙拉酱销售量的快速增长。2019年酱料产能利用率达到98.45%, 增速下滑。随着酱料产品的浙江生产基地投产, 酱料产能增长明显, 未来有望维持20%左右的增速。

表 23: 公司酱料产品量价拆分表

	销售额(亿元)	销售额增速	销售量(吨)	销量增速	销售单价(元/kg)	单价增速	毛利率
2017	0.54		4,964.48		10.81		34.02
2018	0.96	77.78%	8,525.79	71.74%	11.25	4.07%	43.81
2019	1.08	12.50%	9,735.29	14.19%	11.14	-0.98%	41.22
2020	1.38	27.78%	12,546.24	28.87%	11.00	-1.26%	29.37

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议: 冷冻烘焙龙头厚积而薄发, 步入成长快车道

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

▶ 冷冻烘焙行业未来有望维持 25%+ 的快速成长。

▶ 各品类收入增速预测:

① 冷冻烘焙食品: 市场处于加速成长期, 公司竞争壁垒较高, 未来有望维持 40% 左右的增长;

② 烘焙原料产品: 在消费升级和应用产品延伸下, 预计未来维持 20% 左右增速。

▶ 随着营收体量扩大, 规模效应凸显, 此外, 随着华中河南生产基地的建设, 运输效率有望提升, 预计管理费率和销售费率缓慢下降。

按上述假设条件, 我们得到公司 21-23 年营业收入分别为 24.5/32.1/43.5 亿元, 增速分别为 35.2%/31.3%/35.3%; 归属母公司净利润 3.1/4.1/5.7 亿元, 增速分别为 33.2%/33.4%/39.1%。

各品类营收增速假设

表 24: 各品类营收增速假设

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
烘焙食品	14.34	20.08	29.11	40.75
YOY	50%	40%	45%	40%
奶油	4.45	5.34	6.41	7.37
YOY	20%	20%	20%	15%
水果制品	2.03	2.43	2.92	3.36
YOY	20%	20%	20%	15%
酱料	1.73	2.16	2.70	3.23
YOY	25%	25%	25%	20%

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

未来 3 年盈利预测表

表 25: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1810	2448	3213	4347
营业成本	1117	1515	1982	2670
销售费用	253	340	444	596
管理费用 (包含研发费用)	139	192	250	336
财务费用	(0)	(3)	0	(2)
营业利润	290	386	515	717
利润总额	290	386	515	717
归属于母公司净利润	232	309	412	573
EPS	1.37	1.83	2.44	3.39
ROE	36%	35%	34%	35%

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

风险提示

第一、冷冻烘焙行业竞争加剧, 原材料的价格波动或带来产品毛利率下降, 营收增速不达预期;

第二、冷冻烘焙食品在生产、包装、运输、储存环节中, 如果控制不当, 有可能出现微生物污染导致产品的变质等质量问题, 引起安全事故, 对公司品牌力造成重大影响;

第三、公司扩产能过程中, 前期费用投入过大, 若营收无法跟上, 会对利润形成较大吞噬;

第四、公司目前产能瓶颈明显, 有可能影响营收增速;

第五、部分大客户自建中央工厂导致公司营收体量下滑。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	204	200	200	202	营业收入	1810	2448	3213	4347
应收款项	119	161	211	286	营业成本	1117	1515	1982	2670
存货净额	141	193	252	340	营业税金及附加	13	19	24	33
其他流动资产	18	24	32	43	销售费用	253	340	444	596
流动资产合计	482	578	695	871	管理费用 (包含研发费用)	139	192	250	336
固定资产	374	744	1097	1439	财务费用	(0)	(3)	0	(2)
无形资产及其他	69	67	66	64	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	49	49	49	49	资产减值及公允价值变动	3	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	975	1439	1907	2423	营业利润	290	386	515	717
短期借款及交易性金融负债	0	104	122	0	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	141	193	252	340	利润总额	290	386	515	717
其他流动负债	170	239	313	422	所得税费用	58	77	103	143
流动负债合计	310	536	687	762	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	232	309	412	573
其他长期负债	13	13	13	13					
长期负债合计	13	13	13	13	现金流量表 (百万元)				
负债合计	323	549	699	775	净利润	232	309	412	573
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	3	(4)	0	0
股东权益	652	890	1207	1649	折旧摊销	35	38	51	61
负债和股东权益总计	975	1439	1907	2423	公允价值变动损失	(3)	(2)	(2)	(2)
					财务费用	(0)	(3)	0	(2)
					营运资本变动	3	18	15	23
					其它	(3)	4	(0)	(0)
关键财务与估值指标					经营活动现金流	267	363	477	656
每股收益	1.37	1.83	2.44	3.39	资本开支	(128)	(400)	(400)	(400)
每股红利	0.32	0.42	0.56	0.78	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	3.86	5.27	7.14	9.76	投资活动现金流	(128)	(400)	(400)	(400)
ROIC	39%	37%	35%	38%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	36%	35%	34%	35%	负债净变化	(29)	0	0	0
毛利率	38%	38%	38%	39%	支付股利、利息	(53)	(71)	(95)	(132)
EBIT Margin	16%	16%	16%	16%	其它融资现金流	36	104	18	(122)
EBITDA Margin	18%	17%	18%	18%	融资活动现金流	(128)	33	(77)	(254)
收入增长	14%	35%	31%	35%	现金净变动	11	(4)	0	2
净利润增长率	28%	33%	33%	39%	货币资金的期初余额	193	204	200	200
资产负债率	33%	38%	37%	32%	货币资金的期末余额	204	200	200	202
息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	企业自由现金流	140	(39)	77	254
P/E	106.5	79.9	59.9	43.1	权益自由现金流	153	67	95	134
P/B	37.9	27.8	20.5	15.0					
EV/EBITDA	77.6	60.2	45.0	32.9					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032