

# 立高食品 (300973)

证券研究报告

2021年08月10日

## 烘焙预制提升产业效率，美味升级点亮精致生活

冷冻烘焙是美味与效率的有效平衡点。从需求端来看，消费升级和保质期革命为冷冻面团的增长注入动力。消费升级既使得消费者对于产品口感品质有了更高要求，食品保质期不断缩短，同时，消费升级亦推动消费场景多样化，“烘焙+饮品”等新兴烘焙市场出现，烘焙产品应用渠道拓宽。从供给端来看，冷冻烘焙较现烤产品效率高易操作，大大提高门店生产效率，缩减生产成本。同时，冷冻烘焙技术也降低了烘焙的门槛，为商超、餐饮、饮品店、便利店等非专业门店生产烘焙产品提供了可能，大大丰富了烘焙食品的销售渠道。此外，我国冷链仓储物流技术不断提升也为冷冻烘焙行业发展提供必要条件。

我国烘焙行业前景巨大，冷冻烘焙使用率仍有大幅提升空间。我国烘焙行业人均消费量及人均消费水平与其他国家和地区还有较大差距，未来仍存在提升空间。冷冻烘焙目前我国应用率较低。2019年美国冷冻面团使用率达70%，欧洲为40%，而我国的冷冻烘焙使用率仍不足10%。我国烘焙行业目前呈现连锁化、规模化发展趋势，新型“茶饮+烘焙”模式不断推广，冷冻烘焙使用率有望进一步提高。据天风证券研究所测算，2020年中国冷冻烘焙市场规模约为93.51亿元，2024年约为353.54亿元。

正确时间踩准正确步点，上市助力立高进入腾飞时间。公司二十年深耕烘焙原料领域，已打造包括冷冻烘焙、奶油、水果制品、酱料等成熟多元产品矩阵。公司业绩表现亮眼，营收由2017年9.6亿元上升至2020年18.1亿元，年复合增长率达23.7%，归母净利润由2017年0.44亿元到2020年2.32亿元，年复合增长率达74.1%。公司目前在行业内已构建起核心竞争壁垒，上市后优势有望进一步拉大。

渠道深耕细作持续提升市占率，品类有序扩张提升产品使用率。1) 渠道端，公司拥有覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮等的多元销售渠道，建设全国化营销网络，服务终端超5万家。同时，针对客户“分布广泛、需求零散、品规众多”的特点，公司通过为客户提供持续而深入的服务，增强客户粘性，截至2020年底公司销售人员达到983人。2) 公司在行业内较早自建冷链物流车队，公司已形成自有车辆+第三方车辆相结合的运输体系，以此保证品控及实现运营效率最大化。3) 产品端，大单品模型可复制，突破长尾品类。公司成功打造挞皮、甜甜圈等战略大单品，未来冷冻蛋糕及丹麦系列将持续发力，改善产品结构，提升客户单店收入。

盈利预测：预测公司2021-2023年实现利润3.10/4.11/5.46亿元，同比增速33.71%/32.55%/32.64%，EPS为1.83/2.43/3.22元/股。根据行业内可比公司估值水平，给予立高2022年1.8x PEG，以及公司净利润年复合增速33%，得出60x PE水平，对应目标价145.8元。

风险提示：食品安全风险、消费者口味偏好改变、外部市场竞争激烈、原材料价格波动、短期内股价波动风险、经销商管理的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,583.73	1,809.69	2,577.31	3,311.87	4,217.07
增长率(%)	20.58	14.27	42.42	28.50	27.33
EBITDA(百万元)	291.62	377.85	410.59	532.75	703.59
净利润(百万元)	181.40	232.10	310.33	411.34	545.62
增长率(%)	246.78	27.95	33.71	32.55	32.64
EPS(元/股)	1.07	1.37	1.83	2.43	3.22
市盈率(P/E)	119.64	93.51	69.93	52.76	39.78
市净率(P/B)	46.11	33.29	20.97	15.73	12.01
市销率(P/S)	13.70	11.99	8.42	6.55	5.15
EV/EBITDA	0.00	0.00	51.40	39.28	29.09

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	142.62元
目标价格	145.8元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	169.34
流通A股股本(百万股)	36.13
A股总市值(百万元)	24,151.27
流通A股市值(百万元)	5,153.35
每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	37.17
一年内最高/最低(元)	176.21/86.00

### 作者

刘畅 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

刘章明 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

吴文德 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520070003  
wuwende@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《立高食品-新股报告:深耕烘焙消费全国化布局，疫情缓解促稳步发展》  
2021-04-11

## 内容目录

<b>1. 冷冻烘焙是美味与效率的有效平衡点</b>	<b>5</b>
1.1. 冷冻烘焙并非新物种，行业发展驶入快车道	5
1.1.1. 冷冻烘焙应用范围广泛，较传统烘焙优势显著	5
1.1.2. 烘焙市场快速增长，冷冻烘焙潜力巨大	6
1.2. 保质期革命倒逼冷冻面团快速发展	8
1.2.1. 需求端：消费升级和保质期革命为冷冻面团的增长注入动力	8
1.2.2. 供给端：冷冻烘焙为供给端赋能，冷链仓储物流技术提供必要条件	9
1.3. 中外对比，冷冻烘焙使用度仍有大幅提升空间	11
<b>2. 正确时间踩准正确步点，上市助力立高进入腾飞时间</b>	<b>13</b>
2.1. 并购奥昆完善产业结构，股权激励激发内生动力	13
2.2. 强研发为产品结构保驾护航，产能优势奠定行业地位	14
2.3. 登陆资本市场强化竞争优势，财务表现持续领跑	17
<b>3. 渠道深耕细作持续提升市占率，品类有序扩张提升使用率</b>	<b>20</b>
3.1. 渠道快速拓展，精细化服务构筑“小B”优势	20
3.1.1. 渠道深度和广度并举，公司步入发展快车道	20
3.1.2. “小B”构建主要客群，细人干粗活精耕渠道强化渠道粘性	22
3.2. 大单品模型可复制，突破长尾品类，提升单店收入	23
3.3. 冷链物流体系逐步完善，支撑渠道和产品多元化扩张	25
<b>4. 烘焙原料业务发展成熟，迎合行业新机遇稳健发展</b>	<b>26</b>
4.1. 奶油：奶油为公司第二大业务，茶饮奶盖成为下游新增长点	27
4.2. 水果制品：新式茶饮为水果制品带来发展新机遇	29
4.3. 酱料：新品创新拉动酱料业务高增	31
<b>5. 盈利预测</b>	<b>32</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1：传统烘焙及冷冻烘焙生产环节	5
图 2：2015-2020 年全球烘焙食品市场规模及增速	7
图 3：2013-2021 年我国烘焙行业销售额及预测	7
图 4：2021 年我国冷冻烘焙食品市场潜在容量	7
图 5：2013-2020 年我国城镇居民人均可支配收入	8
图 6：2013-2020 年我国居民人均食品烟酒消费支出	8
图 7：2015-2020 年中国人均烘焙食品消费量	8
图 8：“烘焙+茶饮”品牌应运而生	9
图 9：冷冻烘焙出现前后烘焙产品销售渠道对比	10
图 10：2016-2021 年中国冷链物流市场规模及预测	10

图 11: 中国冷库容量变化 .....	10
图 12: 2019 年各国家及地区人均烘焙食品消费额 .....	11
图 13: 2019 年部分国家和地区冷冻面团在烘焙行业的使用率 .....	12
图 14: 立高子公司产品业务情况 .....	13
图 15: 立高食品发展历程 .....	13
图 16: 立高食品股权结构 .....	14
图 17: 公司产品营收占比 .....	14
图 18: 立高与可比公司研发费用率情况 (单位: %)	15
图 19: 立高与可比公司研发人员数量情况 (单位: 人)	15
图 20: 公司产品发展历程 .....	15
图 21: 公司产能区域分布 .....	16
图 22: 公司 2019 年产能结构及产能利用率 .....	16
图 23: 公司冷冻烘焙食品生产效率 (元/吨)	16
图 24: 烘焙行业进入壁垒 .....	17
图 25: 立高食品近三年及一期营业收入情况 .....	18
图 26: 立高食品近三年及一期净利润情况 .....	18
图 27: 立高食品主要产品销量增长情况 (单位: 吨)	18
图 28: 立高食品主要产品销量增速情况 .....	18
图 29: 立高食品主要产品单价及毛利率 .....	19
图 30: 立高食品与可比公司的毛利率情况 (单位: %)	19
图 31: 立高食品与可比公司的净利率情况 (单位: %)	19
图 32: 立高食品与可比公司销售费用率情况 (单位: %)	20
图 33: 立高食品与可比公司管理费用率情况 (单位: %)	20
图 34: 2019 年烘焙品牌和门店数量增速图 .....	20
图 35: 2016-2019 全国烘焙门店数量变化 (万家)	20
图 36: 公司部分直销客户 .....	21
图 37: 公司前 20 大经销商的终端客户销数量占比 .....	21
图 38: 公司前 20 大经销商的终端客户销售额占比 .....	21
图 39: 公司各渠道营收变化图 (亿元)	21
图 40: 公司各渠道销售占比变化 .....	21
图 41: 公司各渠道毛利率 .....	21
图 42: 立高食品各地区销售 .....	22
图 43: 立高销售人员数量/人均创收 (人/万元)	23
图 44: 立高经销商平均收入 (百元)	23
图 45: 大单品蛋挞皮规模(百万元).....	24
图 46: 甜甜圈销售规模(百万元).....	25
图 47: 蛋黄酥、麻薯等产品销售规模(百万元).....	25
图 48: 冷冻烘焙食品各细分产品的收入占比 .....	25
图 49: 冷冻烘焙食品各细分产品的毛利率 .....	25
图 50: 立高运输仓储费用占收入比例 .....	26
图 51: 立高自有车辆运费占比 .....	26

图 52: 立高自有/外部车辆单位成本 .....	26
图 53: 中国奶油市场规模及增速 .....	27
图 54: 2018-2020 年奶油产品收入与占比情况 .....	27
图 55: 2018-2020 年奶油产品毛利率情况 .....	27
图 56: 立高与主要竞争者奶油产品营业收入 (单位: 万元) .....	28
图 57: 立高与主要竞争者奶油产品产能 (吨) .....	28
图 58: 立高与主要竞争者 2020 年奶油产品收入占比 .....	28
图 59: 2017-2021 年中国新式茶饮市场规模及预测 .....	28
图 60: 我国烘焙水果制品市场需求预测 .....	29
图 61 立高水果制品及用途 .....	30
图 62: 2017-2020 年立高水果制品营业收入及占比 .....	30
图 63: 2017-2020 年立高水果制品产销量 .....	30
图 64: 2020Q2 中国新式茶饮消费者偏爱品类 .....	30
图 65: 中国沙拉酱市场规模 (亿元) 及增速 .....	31
图 66: 立高酱料制品及用途 .....	32
图 67: 2017-2020 年酱料产品收入及增速 (百万元, %) .....	32
图 68: 2017-2020 年酱料产品销量及增速 (吨, %) .....	32
图 69: 收入预测表 (单位: 万元) .....	33
图 70: 收入预测表-量价拆分 .....	33
图 71: 毛利率预测表 .....	33
图 72: 费用率预测表 .....	33
图 73: 可比公司估值表 (参考 Wind 一致预期) .....	34
表 1: 冷冻烘焙食品结构 .....	5
表 2: 部分预包装产品保质期 .....	6
表 3: 三大产品类型特点及优劣势 .....	6
表 4: 部分预包装产品保质期 .....	9
表 5: 我国冷链第三方服务商体系 .....	11
表 6: 2020 年我国冷冻烘焙市场规模测算 .....	12
表 7: 2024 年我国冷冻烘焙市场规模测算 .....	12
表 8: 2021 年股权激励计划草案 .....	14
表 9: 募投项目投产后预计产能 .....	16
表 10: 立高的渠道服务主要内容 .....	22
表 11: 立高主要冷冻烘焙食品 .....	23

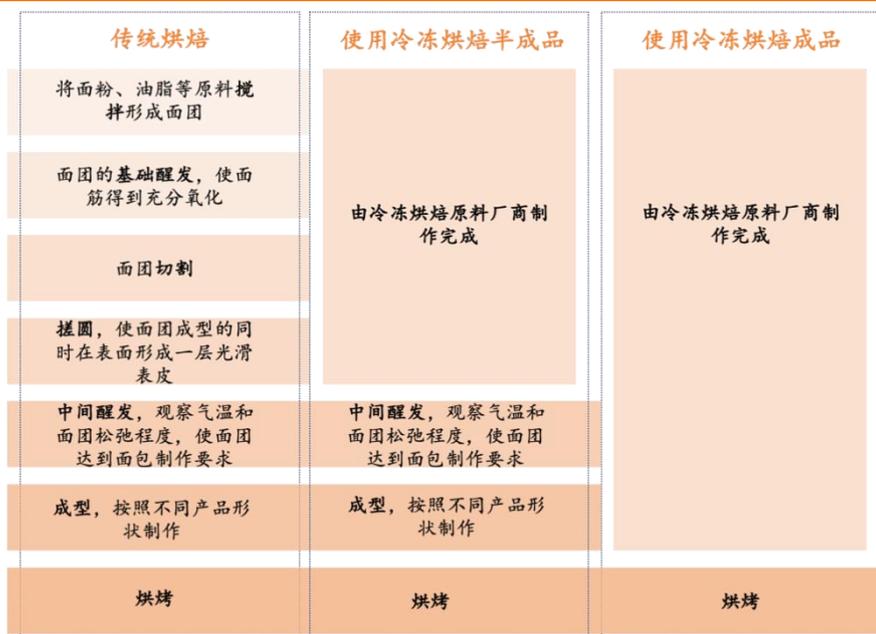
## 1. 冷冻烘焙是美味与效率的有效平衡点

### 1.1. 冷冻烘焙并非新物种，行业发展驶入快车道

#### 1.1.1. 冷冻烘焙应用范围广泛，较传统烘焙优势显著

冷冻烘焙技术出现，将产品使用周期大幅度延长，大大缩减下游门店工序。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，保存期通常 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。传统烘焙包括面团搅拌、基础醒发、切割、搓圆、中间醒发、成型、烘烤等步骤；冷冻烘焙技术将烘焙产品的制作分解为面团制作、烘烤熟制等多个独立的环节，面团制作通常在冷冻烘焙原料厂商制作完成，下游门店只需经过简单醒发及烘烤便可将产品制作完成。

图 1：传统烘焙及冷冻烘焙生产环节



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

冷冻烘焙产品根据产品种类的不同，可以分为冷冻糕点和冷冻面包。冷冻面包与冷冻糕点的主要区别为冷冻面包含有酵母，而冷冻糕点不含酵母。含有酵母的冷冻面包对冷链物流及仓储的温度有较高要求，运输过程中温度较高会导致产品发酸。冷冻糕点又根据文化、起源和原料等的不同分为冷冻中式糕点和冷冻西式糕点。

表 1：冷冻烘焙食品结构

类别	冷冻糕点		冷冻面包
	冷冻中式糕点	冷冻西式糕点	
冷冻烘焙半成品	蛋黄酥、老婆饼、绿豆饼、鲜花饼、叉烧酥等	曲奇，起酥类，挞类等	甜甜圈、牛角包、手撕包、金枕面包、麻薯等
冷冻烘焙成品	-	慕斯蛋糕、瑞士卷、麦芬蛋糕，泡芙等	吐司面包、欧包等

资料来源：公司年报，天风证券研究所

冷冻烘焙技术并非新物种，欧美及日本等国家应用已较为成熟。烘焙产品保质期较短且

需要极高的精确度和技术，而美国等西方国家烘焙行业发展较早，需求较高。**市场的快速发展对生产效率及产品品质提出更高要求，倒逼上游技术的更新升级。**20 世纪上期，冷冻食品技术由 William Davis, Daniel E. Somes 和 Enoch Piper 创立，至 1949 年，美国已有 3% 的面包店使用冷冻烘焙食品，到 1961 年，这一数字快速增加到 39%。欧洲市场上世纪 60 至 70 年代开始出现冷冻面团的雏形——冷冻面团，并在 70 至 80 年代冷冻面团开始被大规模生产和使用。在日本市场，1988 年神户开设了日本第一家冷冻面团和冷冻糕点工厂。目前全球冷冻烘焙食品市场已经出现部分颇具规模的企业。而我国烘焙行业从上世纪 90 年代开始接触冷冻烘焙技术，目前具有较大发展空间。

表 2：部分预包装产品保质期

时间	地区	具体事件
20 世纪上期	美国	William Davis, Daniel E. Somes 和 Enoch Piper 创立冷冻食品技术，1924 年 Clarence Birdseye 进行了进一步开发和改进
20 世纪 60-70 年代	欧洲	冷控面团出现，冷控面团是将面团温度降低，或将预整形后的面团放入冰箱冷藏。但冷控面团质地较软，不适合长途运输
20 世纪 70-80 年代	欧洲	冷冻设备和冷链设施不断完善，冷冻面团应运而生
1988 年	日本	Pasco 在神户开设了日本第一家冷冻面团和冷冻糕点工厂，作为生产冷冻面团的基地
20 世纪 90 年代	中国	开始接触冷冻烘焙技术

资料来源：美国国会图书馆官网，中国产业信息网，CIB 烘焙技术研究所，Pasco 品牌官网，天风证券研究所

**冷冻烘焙食品较预包装产品和现烤产品具有显著优势。**冷冻烘焙食品的出现综合了预包装产品和现烤产品的优点，并弥补了其不足。一方面，冷冻烘焙食品具备预包装产品的部分优点，通过中央工厂进行规模化和标准化生产，具备更好的食品安全保障、更强的质量控制能力、更高的生产效率，从而产品的稳定性更高，食品安全风险更低。同时，冷冻烘焙食品的保质期较长，但与预包装食品不同，冷冻烘焙食品通过冷冻储存方式保证产品质量，不添加防腐剂，较预包装产品更健康，安全性更高。

表 3：三大产品类型特点及优劣势

产品类别	细分模式特点	优势	劣势
冷冻烘焙食品	由中央工厂生产冷冻烘焙食品。对于冷冻烘焙半成品，烘焙店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。
现做现烤食品	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食品，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：公司年报，天风证券研究所

### 1.1.2. 烘焙市场快速增长，冷冻烘焙潜力巨大

**全球烘焙市场增长迅速，冷冻烘焙食品市场已经出现了部分颇具规模的企业。**随着 18 世纪工业革命的发展，以及面包、机械烤炉等设备的出现，使得烘焙行业进入现代化和工业化的迅速发展阶段。面包等烘焙食品在西方普遍作为主食存在，且产品创新频繁，2020 年全球烘焙食品规模已达到 3846.88 亿美元。而冷冻烘焙也在全球范围内逐渐快速普及，在亚太地区，2020 年底冷冻面团市场约 50 亿美元，据安琪酵母调查预计，这一市场 2025 年将达到 70 亿美元，仅日本市场 2018 年冷冻面团市场份额已接近 2000 亿日元。冷冻烘焙行业也出现了部分颇具规模的企业。位于瑞士的冷冻烘焙食品制造商 Aryzta 公司，已在瑞士和爱尔兰两地上市，2019 财年营业收入达 33.83 亿欧元；全球食品行业排名前十的美国 General Mills 公司，旗下冷冻烘焙食品业务 2019 财年实现营业收入 16.93

亿美元。

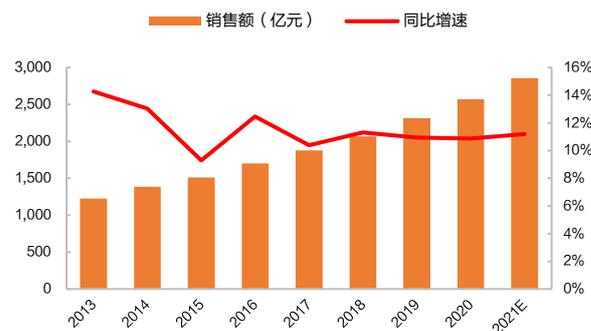
图 2：2015-2020 年全球烘焙食品市场规模及增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

我国烘焙业起步较晚，已进入快速发展阶段。我国烘焙行业起步于 20 世纪 80 年代，由我国香港台湾地区引入，2000 年后，随着我国人均消费水平的增长、餐饮消费结构的调整以及生活节奏的变化，烘焙食品在我国进入快速增长时期。据中商情报网统计，2016 年我国烘焙食品零售额达到 1700 亿元，2020 年达到 2569 亿元，近三年增速分别为 11.30%/10.93%/10.86%。按此增长趋势，预计 2021 年烘焙行业市场规模将达到 2856 亿元。

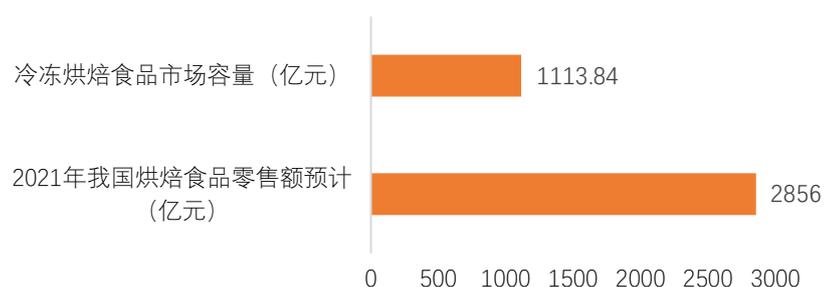
图 3：2013-2021 年我国烘焙行业销售额及预测



资料来源：公司招股书，中商情报网，天风证券研究所

冷冻烘焙具有显著优势，在我国市场空间大。冷冻烘焙食品具备口感好、生产效率高、节约成本、易于协调产销存、品质安全稳定、便于品种多样化等多种优点。过去，我国烘焙产业起步较晚，且有众多技术难题难以解决，因此冷冻烘焙食品在我国糕点、面包中应用比例相对较低。未来随着我国经济发展阶段及成本结构的变化，冷冻烘焙食品技术的持续进步，冷冻烘焙食品应用比例将快速增长。以美国为例，1949 年只有 3% 的面包店使用冷冻烘焙食品，到 1961 年就快速增加到 39%。根据 2021 年我国烘焙行业零售额预计达到 2856 亿元测算，如果冷冻烘焙食品的使用可以达到美国 1961 年的应用比例 39%，我国冷冻烘焙食品市场容量就达到了 1113.84 亿元。

图 4：2021 年我国冷冻烘焙食品市场潜在容量



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

## 1.2. 保质期革命倒逼冷冻面团快速发展

### 1.2.1. 需求端：消费升级和保质期革命为冷冻面团的增长注入动力

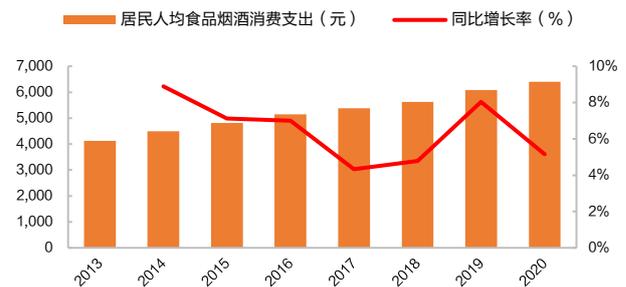
中国城镇居民人均可支配收入及食品烟酒消费支出不断提升，是烘焙行业规模增长的基础。2013-2020年，中国城镇居民人均可支配收入稳步增加，从2013年的26467元增加到2020年的43834元，复合增长率7.47%，居民购买力不断提升。同时，我国居民人均食品烟酒消费支出由2013年的4127元增加至2020年的6397元，复合增长率6.46%。随着可支配收入的增加，我国居民消费升级趋势明显。通常居民的消费方式分为主食消费、休闲消费和节日消费三种，其中主食消费为最主要的消费形式，随着居民生活水平的提升，休闲消费和节日消费的比重在快速提升。过去，消费需求大多集中于基本生活需求，而当前消费者的消费层次不断提高，越来越注重产品的品质、趣味性、便捷性等。

图 5：2013-2020 年我国城镇居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

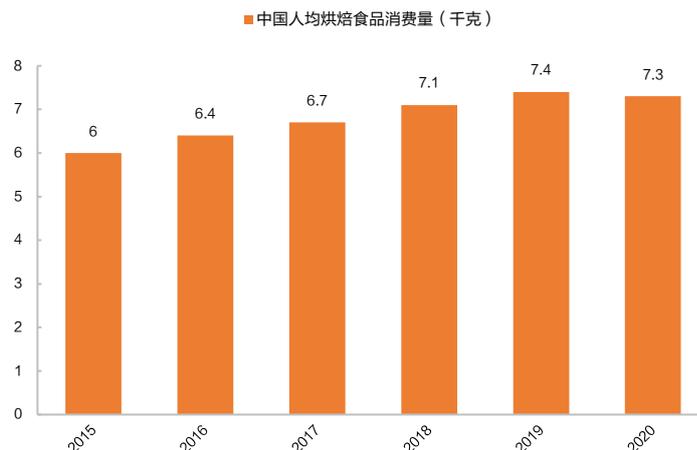
图 6：2013-2020 年我国居民人均食品烟酒消费支出



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

消费升级背景下，年轻人饮食习惯逐渐西化，新兴烘焙市场出现。根据中国烹饪协会发布的《2017年度美食消费报告》，70后、80后、90后餐饮消费中，蛋糕甜品店订单占比分别为1%、7%、25%，年轻一代饮食西化的趋势已经出现。咖啡厅、蛋糕甜品店逐渐成为年轻人休闲放松的主要场所，“饮品+烘焙”成为下午茶主流。在这种趋势下，喜茶、奈雪的茶、乐乐茶这类以新式茶饮+烘焙为主要产品体系的品牌应运而生，星巴克、太平洋咖啡等上线的烘焙产品数量逐渐增加。两类产品发挥复合式消费的聚集效应，为烘焙行业创造了巨大的新兴市场。截至2020年9月底，全国共有422家门店，平均每单销售额为43.3元；截至2021年2月5日，全国共有507家门店。

图 7：2015-2020 年中国人均烘焙食品消费量



资料来源：和讯网，欧睿国际，天风证券研究所

图 8：“烘焙+茶饮”品牌应运而生



资料来源：天风证券研究所

- 一方面，冷冻烘焙与普通现制产品口味差别不大，迎合了消费者对品质的追求。烘焙食品市场需求不断增长，而传统的预包装产品由中央工厂生产出成品，产品口感及味道较烘焙门店烤制食品较差，在消费升级的大背景下已逐渐无法满足消费者需求。冷冻面团虽进行了一部分工业化生产程序，但也为下游门店的烘焙和再加工提供了可能性和创造性，使得门店可以以更快更便捷的方式生产出烤产品，也保证了产品的口感和差异化。因此冷冻面团成为美味与效率的平衡点，在需求端具有广阔的发展空间。
- 另一方面，消费升级推动保质期革命，倒逼冷冻面团快速发展。中国产业信息网资料显示，随着健康饮食的观念逐渐深入人心，保质期和配料成为消费者购买食物时优先考虑的因素。87%的人群关注食品的生产日期和保质期，84%的人群关注食品的配料和营养成分表。消费者对于保质期的要求越来越高，无论是生鲜水果、奶茶饮料还是烘焙甜品，现制成为食品及餐饮行业的新趋势。过去，作为烘焙市场一大主力军的预包装产品往往由中央工厂生产包装后再提供给各个终端，因此具有较长的保质期，相对应地具有更多防腐添加物。现烤产品保质期非常短，新鲜出炉从而口感及香味更佳，因此当前成为消费者更倾向的选择。而在制作现烤产品的过程中，冷冻面团的使用率正在提升。

表 4：部分预包装产品保质期

产品	保质期
达利园软面包	6个月
盼盼法式小面包	6个月
好丽友派	10个月

资料来源：天猫，天风证券研究所

### 1.2.2. 供给端：冷冻烘焙为供给端赋能，冷链仓储物流技术提供必要条件

冷冻烘焙较现烤产品效率高易操作，大大提高门店生产效率，缩减生产成本。传统现烤现做产品需要经历面粉过筛、搅拌、发酵、搓揉等一系列过程，不仅消耗大量的时间，而且对操作者的熟练度及过程中各环节的把控度要求较高。冷冻面团的出现大大减少了烘焙从业者的人力成本和时间。

- 首先，冷冻面团的烘焙方式简单，缩减门店人力支出。即使烘焙经验较少的人员也可以操作冷冻面团的后续加工方式，且对成品影响较小。因此，冷冻面团的使用使门店无需培养大量的面包师，从而降低了进入烘焙行业或提供烘焙产品的门槛。
- 其次，冷冻面团缩减门店生产加工工序，提升门店运转效率。冷冻面团对烘焙产品流程进行再分割，使烘焙业者无需在前期耗费大量时间，从而提升了门店生产效率。
- 最后，冷冻面团降低了门店损耗，更受下游生产者的青睐。面包店的传统烘焙产品通常都从面粉过筛，面团发酵等步骤开始，制作生产时间较长，制作成品保质期较短，这对面包店的生产如何在过量与不及间找到平衡提出了挑战，供需不匹配则会造成门店损失。除此以外，传统烘焙的设备投资较大，设备损耗也成为门店损失的

一部分。冷冻面团一方面具有一定的保质期，可存放；另一方面以冷冻面团为基础进行再加工，可以更快地生产出现烤产品，从而缩小门店供需差距。同时，冷冻面团对设备和场地需求也有所减少。这两方面优势有效地减少了烘焙门店的损耗，因此也更加受到烘焙门店的青睐。

**冷冻烘焙技术的出现也丰富了烘焙食品的销售渠道。**过去，由于商超、餐饮、饮品店、便利店等非专业烘焙的销售渠道不具备专业的生产场地、生产设备、生产能力及相关生产经验，因此，现做现烤烘焙食品主要由烘焙门店进行销售，而商超和便利店主要销售预包装产品。冷冻烘焙食品的出现及其具备的突出优势，可以帮助这类非专业单位销售现烤产品，丰富其产品结构，提升消费者的消费体验和购买欲望。因此，冷冻面团的出现降低了烘焙的门槛，为商超、餐饮、饮品店、便利店等非专业门店生产烘焙产品提供了可能，大大丰富了烘焙食品的销售渠道。

图 9：冷冻烘焙出现前后烘焙产品销售渠道对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**此外，我国冷链仓储物流技术不断提升也为冷冻烘焙行业发展提供必要条件。**冷冻面团一般需要进行低温存储和运输，因此对仓储、物流有着较高的要求。近年来我国逐渐解决了冷冻面团难以达到终端的问题，从而扩大了市场，减小了供需差距。中国冷链物流市场规模近年来不断扩大，2020 年我国冷链物流行业市场规模为 3729 亿元，较 2019 年增长 9.97%，这一数字在 2021 年预计突破 4117 亿元。而冷库作为冷链物流最重要的基础设施之一，近年来国内保有量也在不断提升。2017 年中国冷库容量超过 4800 万吨，2018 年超过 5300 万吨，未来有望持续增长。同时国内冷链仓储及物流商业生态也在不断完善，为不具备自建仓库及车队的企业提供了完善的第三方仓储及冷链物流服务。目前，国内冷链物流市场服务商可以分为：由传统物流企业转型、生产商自建自营的冷链部门、专业冷链服务商，国外冷链巨头联手国内企业设立的合资企业，共有仓储型、运输型、城市配送型、综合型、供应链型、电商型和平台型等七种模式。顺丰等也开始涉足冷链运输领域。

图 10：2016-2021 年中国冷链物流市场规模及预测



图 11：中国冷库容量变化



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

表 5：我国冷链第三方服务商体系

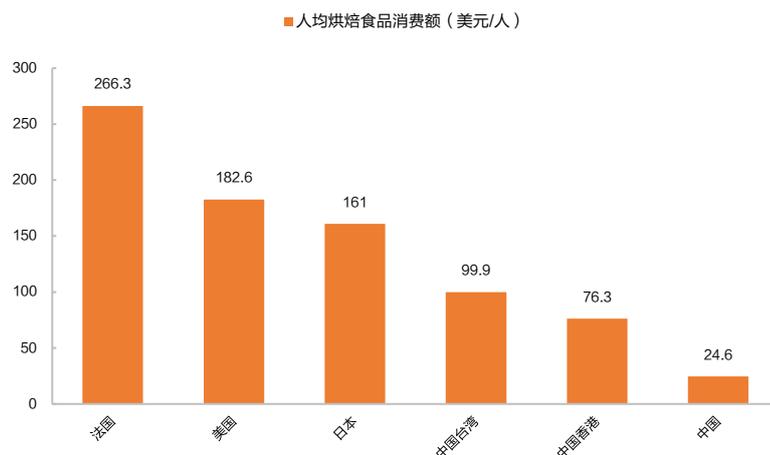
模式	介绍	代表企业
仓储型	以从事低温仓储业务为主，为客户提供低温货物储存、保管、中转等仓储服务	太古冷链、普菲斯
运输型	以从事货物低温运输业务为主，包括干线运输、区域配送以及城市配送	双汇物流、荣庆物流、众荣物流
城市配送型	以从事城市低温仓储和配送一体业务为主，其冷链物流车穿梭在城市的街街小巷	
综合型	以从事低温仓储、干线运输以及城市配送等综合业务为主	招商美冷、上海广德、北京中冷
供应链型	围绕核心企业，通过对信息流、物流、资金流的控制，从采购到终端整个过程提供低温运输、加工、仓储、配送服务，然后由分销网络把产品送到消费者手中，将供应商、制造商、物流商、分销商连成一个整体的功能网络结构	鲜易供应链、九曳供应链
电商型	主要指的是那些生鲜电商企业自主建设的冷链平台，他们除了自用之外，还可以为电商平台上的客户提供冷链物流服务	顺丰冷运、菜鸟冷链
平台型	以大数据、物联网技术、IT 技术为依托，融合物流金融、保险等增值服务，构建“互联网+冷链物流”的冷链资源交易平台	码上配、冷链马甲

资料来源：制冷快报，天风证券研究所

### 1.3. 中外对比，冷冻烘焙使用度仍有大幅提升空间

我国烘焙行业人均消费量较其他国家偏低，未来仍有巨大市场空间。虽然近年来我国烘焙食品行业增长迅速，但人均消费水平与发达国家和地区还有较大差距，未来仍存在提升空间。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，处于全球后 25%水平，远低于法国的 266.3 美元/人、美国的 182.6 美元/人，也低于与中国大陆饮食习惯相近的亚洲其他国家和地区，如日本的 161.0 美元/人、中国台湾的 99.9 美元/人。但一方面，**从量的角度**，由于烘焙食品进入我国较晚，消费者尚处于接受过程中，未来随着饮食习惯的变化，人均消费量还存在提升空间。另一方面，**从价的角度**，目前烘焙食品行业中小企业数量众多，个人经营的手工作坊较为普遍，行业内质量良莠不齐，价格相对较低。未来，伴随消费升级，消费者对产品品质和消费体验要求的提高会推动单价的提升，从而带动烘焙行业规模上涨。

图 12：2019 年各国家及地区人均烘焙食品消费额

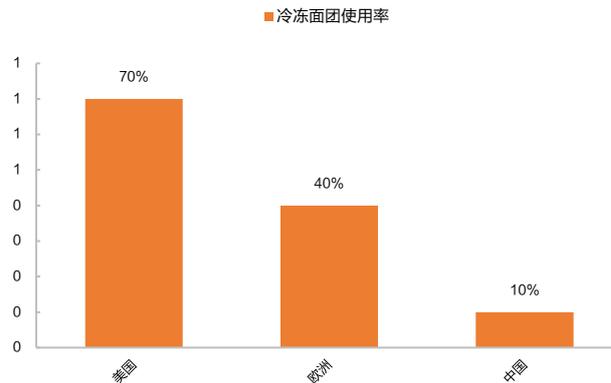


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我国烘焙行业前景巨大，冷冻烘焙使用率仍有大幅提升空间。根据《食品与机械》杂志，1949 年美国只有 3%的线下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%的线下烘焙店使用冷冻烘焙食品。截至 2019 年，美国对冷冻面团的使用率占烘焙行业的 70%，欧洲达到 40%，而我国的冷冻烘焙使用率仍不足

10%。我国烘焙行业目前呈现连锁化、规模化发展趋势，新型“茶饮+烘焙”模式不断推广，冷冻烘焙使用率有望进一步提高。

图 13：2019 年部分国家和地区冷冻面团在烘焙行业的使用率



资料来源：安琪酵母官网，天风证券研究所

据天风证券研究所测算，2020 年中国冷冻烘焙市场规模约为 93.51 亿元，2024 年约为 353.54 亿元。测算过程如下：

- 根据企业年报，中商情报网及欧睿国际数据，2020 年我国烘焙行业销售额为 2569 亿元。冷冻面团的使用场景大多为手工烘焙，即不含达利、桃李、盼盼、好丽友等预包装产品的烘焙门店，2019 年我国手工类烘焙门店市场份额占比为 72.8%，为最新数据，2020 年暂沿用该数据，我们根据行业情况假设该品类毛利率为 50%左右，即成本占收入比重约为 50%。国内冷冻烘焙渗透率约为 10%。则 2020 年中国冷冻烘焙市场规模约为 93.51 亿元。

表 6：2020 年我国冷冻烘焙市场规模测算

	2020 年
中国烘焙行业零售额 (亿元)	2569
手工烘焙占比	72.8%
手工烘焙市场规模 (亿元)	1870.23
手工烘焙毛利率	50%
手工烘焙成本占比	50%
手工烘焙成本	935.12
冷冻烘焙渗透率	10%
冷冻烘焙市场规模 (亿元)	93.51

资料来源：企业年报，Wind，产业信息网，天风证券研究所

- 据天风证券研究所预测，2024 年我国烘焙行业销售额将达到 3823.84 亿元。若我们保守预计 2024 年手工烘焙占比仍为 72.8%，1949 年美国冷冻面团渗透率为 3%，1961 年增加到 39%，复合增长率为 26.26%，若假设我国冷冻烘焙渗透率以该速度增长，2024 年将达到约 25.4%。则 2024 年中国冷冻烘焙市场规模约为 353.54 亿元。

表 7：2024 年我国冷冻烘焙市场规模测算

	2024 年
中国烘焙行业零售额 (亿元)	3823.84
手工烘焙占比	72.8%
手工烘焙市场规模 (亿元)	2783.76
手工烘焙毛利率	50%
手工烘焙成本占比 (亿元)	50%
手工烘焙成本	1391.88
冷冻烘焙渗透率	25.4%
冷冻烘焙市场规模 (亿元)	353.54

资料来源：公司年报，Wind，产业信息网，天风证券研究所

## 2. 正确时间踩准正确步点，上市助力立高进入腾飞时间

### 2.1. 并购奥昆完善产业结构，股权激励激发内生动力

二十年深耕烘焙原料领域，打造成成熟多元产品矩阵。立高食品设立于 2000 年 5 月，成立伊始专注奶油产品的生产和销售，立高牌植脂奶油的上市为公司在行业内占据了一席之地。此后，公司进行产品扩张，不断丰富品类矩阵，深耕烘焙原材料领域。2013 年，公司已形成奶油产品为主（收入占比 80%），水果制品、巧克力等烘焙原料多元发展的格局。公司眼光长远，2014 年收购广州奥昆和广州昊道，将业务扩展至冷冻烘焙食品和酱料领域。近年来，公司抓住烘焙产业快速发展的契机，推动业绩快速增长。2021 年 4 月，公司成功于创业板上市。

图 14：立高子公司产品业务情况



资料来源：各子公司官网，天风证券研究所

管理层高瞻远瞩，内生外延拓展烘焙版图。公司 2014 年收购奥昆及昊道，是在深耕烘焙食品原料领域的基础上，进行的积极开拓及尝试。一方面，公司希望通过拓展产品领域丰富品类，另一方面，董事长等人通过考察国外市场发现冷冻烘焙食品具有生产效率高、易于协调产销存等优点，预判冷冻烘焙食品在国内将会有广阔的发展前景。但是这两类业务都存在较高的门槛，存在较大的试错成本，收购则成为进军新领域的最好途径。公司通过长期观察广州奥昆和广州昊道的运营情况，认为其虽然处于亏损的状态，但是拥有良好的市场基础，并具备相应的技术条件。收购后，公司对其制度、人员、系统、供应商、客户等积极进行调整和整合，使之与立高食品相互衔接，丰富产品结构，增强营运能力，收购抓住烘焙行业快速发展契机，推动公司业绩快速增长。

图 15：立高食品发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

股权结构稳定，股权激励助力公司长远发展。彭裕辉、赵松涛、彭永成为公司控股股东和实际控制人，亲属关系利于股权结构稳定。彭裕辉持有公司 15.29%的股份，赵松涛为

彭裕辉姐夫，直接持有公司 10.19%的股份；彭永成为彭裕辉父亲，直接持有公司 3.40%的股份，股权结构稳定。同时，公司多次股权激励绑定高管及核心员工。2018 年公司对管理层及核心员工进行股权激励。高级管理人员龙望志、周颖、彭岗、郑卫平直接持有公司股份，其他管理层和核心员工通过员工持股平台间接持有公司股份。2021 年 7 月，公司公布新一期股权激励草案。此次股权激励计划授予股票期权数 850 万份，约占股本总额 5.02%。解锁业绩目标为以 2020 年营业收入为基准，2021-2025 年营业收入增长率达到 40%/75%/118%/170%/240%。此次股权激励计划彰显公司经营信心，激发治理活力，助力公司高速增长。

图 16：立高食品股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 8：2021 年股权激励计划草案

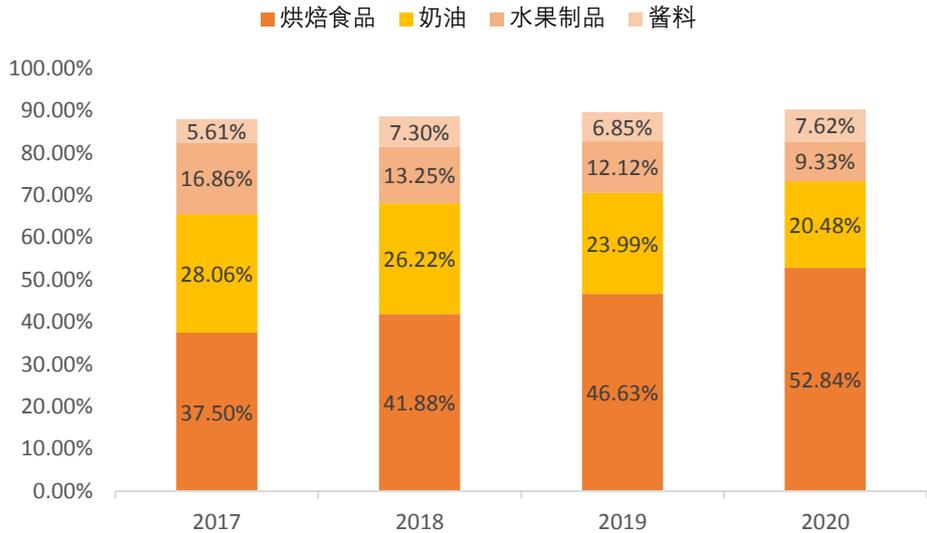
序号	姓名	职务	获授数量 (万份)	占授予总量的比例	占公司总股本的比例
1	彭裕辉	董事长、总经理	125.00	14.71%	0.74%
2	赵松涛	董事、副总经理	100.00	11.76%	0.59%
3	陈和军	董事、副总经理	350.00	41.18%	2.07%
4	龙望志	董事会秘书、副总经理	50.00	5.88%	0.30%
5	周颖	营销总监	65.00	7.65%	0.38%
6	彭岗	行政总监	50.00	5.88%	0.30%
7	郑卫平	研发总监	20.00	2.35%	0.12%
8	公司 (含子公司) 其他核心管理人员 (共 2 人)		90.00	10.59%	0.53%
<b>合计</b>			<b>850.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.02%</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. 强研发为产品结构保驾护航，产能优势奠定行业地位

公司产品结构多元化发展，冷冻烘焙业务驶入增长快车道。公司主要产品包括奶油、水果制品、酱料等烘焙食品原料和冷冻烘焙产品以及部分休闲食品。至 2020 年 6 月底，奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙产品的品规分别达到 32 种、241 种、69 种和 187 种，较行业内大多数公司具有明显的产品品类多样化优势。冷冻烘焙产品正处于快速发展期，近年来收入占总营收比例不断提升；烘焙食品原料业务为立高的传统业务，近年来业务增速放缓，收入占比也呈下降趋势。2020 年，公司冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料分别实现营业收入 9.56/3.71/1.69/1.38 亿元，占比 52.84%/20.48%/9.33%/7.62%。

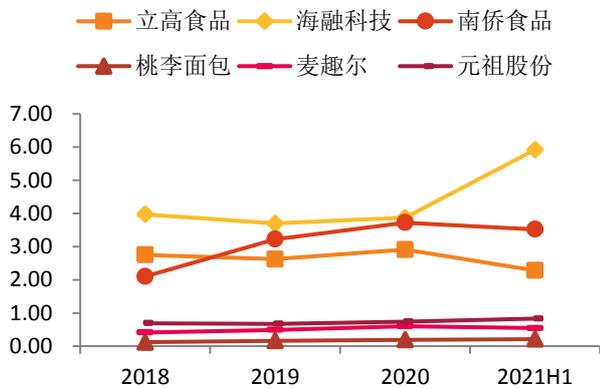
图 17：公司产品营收占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

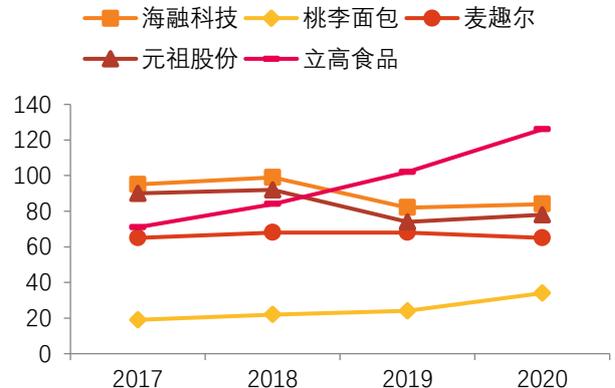
**高投入建设强劲研发实力，推新品为产品结构保驾护航。**2017-2020 年，公司研发支出为分别为 0.30/0.36/0.42/0.53 亿元，研发费用逐年上升，占收入比重 3.10%/2.75%/2.62%/2.91%，在同业公司中处于上游水平。截至 2020 年底，公司研发人员数为 126 人，占员工总数的 4.65%，高于同行业可比公司。凭借长期高研发投入和不断的研发团队建设，截至 2020 年，公司拥有 72 项技术专利，其中包括 6 项发明专利。依托强大的研发实力，近几年公司平均每年推出新产品及新应用方案超 50 个，为产品结构多元化发展保驾护航。

图 18: 立高与可比公司研发费用率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 立高与可比公司研发人员数量情况 (单位: 人)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

**公司产品创新紧跟市场趋势，新品不断推出获得客户认可。**随着市场的日益成熟和消费者需求的不断变化，烘焙原料市场竞争的焦点从价格逐渐转向新产品开发、销售布局、质量控制等综合因素。立高依托于自身强劲研发实力，不断推出新品，获得了客户的高度认可。2000 年立高牌植脂奶油上市为立高在行业内占据一席之地，2001 年立高推出晶晶亮果膏使得果膏蛋糕成为一个行业品类，之后双 V 巧克力等产品逐渐上市，使得立高在烘焙行业内登上了新的台阶。2018 年，2019 年公司又分别推出蛋黄酥和麻薯进一步拓宽了公司的业务。公司丰富的产品能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，极大的提高了客户的使用便利性。

图 20: 公司产品发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

**公司冷冻烘焙产品生产实力处于行业领先地位，竞争优势显著。**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。公司募集资金也主要用于三水生产基地扩建项目、长兴生产基地建设及技改项目以及卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目上，迅速满足华南、华东以及华北地区的市场需求。现有竞争对手与公司仍然存在一定差距，鑫万来主要生产设备均自欧洲进口，年产值 8 亿元人民币；高贝冷冻烘焙产品年产能 3 万余吨，拥有荷兰雷德马克系列生产线 8 条。此外目前烘焙行业拥有连续化生产线的企业较少，产能水平和生产线自主化能力是企业综合性能力的重要标志，小型公司很难进入，而立高公司建立了比较稳固的生产技术壁垒，有完善的生产流程控制体系，具备不同环境下生产调整的能力，保证了大规模生产中产品的稳定性，也确立了在行业中的竞争优势。

图 21：公司产能区域分布



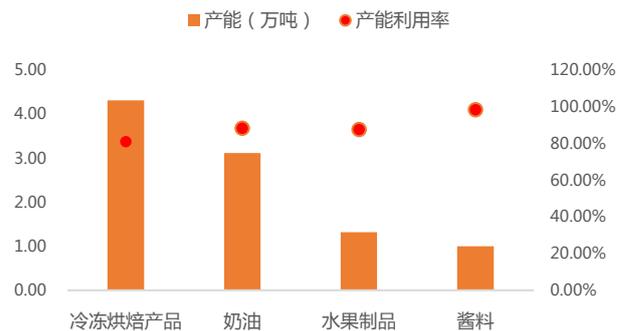
资料来源：公司招股书，天风证券研究所

表 9：募投项目投产后预计产能

单位：吨	2017	2018	2019	2020	在建产能合计
冷冻烘焙食品	25700	37900	43100	53200	59150
奶油	33000	33000	31200	33000	60000
水果制品	13200	13200	13200	13200	27000
酱料	5100	10000	10000	28500	17400
合计	77000	94100	97500	127900	163550

资料来源：公司公告，天风证券研究所

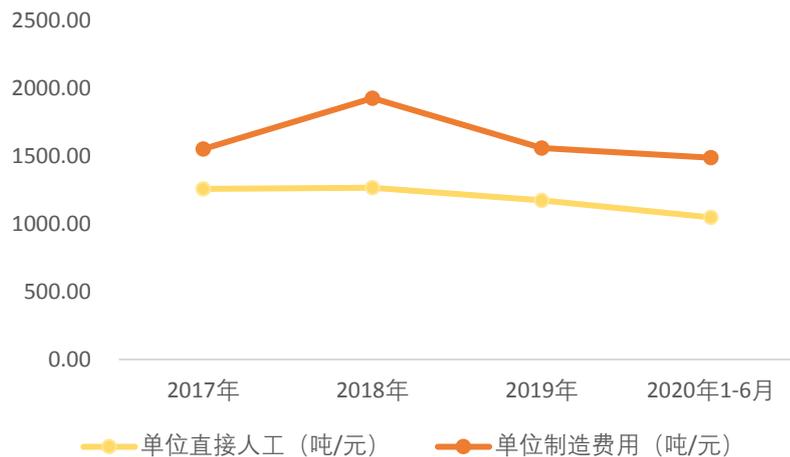
图 22：公司 2019 年产能结构及产能利用率



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

**引入先进设备提升自动化生产能力，生产流程控制体系保证产品质量。**相比于行业内自动化水平不高、生产效率低的大量企业，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，佛山三水生产基地现已实现奶油、巧克力全自动化生产及果馅自动化充氮保鲜生产。公司依据原材料和产品特点对设备进行升级改造，将自主积累的配方和工艺经验与自动化生产相结合，进一步提高了生产效率，使单位直接人工与单位制造费用进一步降低，实现了精细化、规模化生产，走在行业前列。

图 23：公司冷冻烘焙食品生产效率 (元/吨)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 登陆资本市场强化竞争优势，财务表现持续领跑

**行业四大竞争壁垒高筑，公司登录资本市场强化优势，加速领跑。** 冷冻烘焙行业在生产技术、产线购置、销售渠道等方面对参与者提出了较高的要求，且这种行业的进入壁垒，会随着头部企业的加速发展而愈发巩固。而立高作为行业龙头，随着 2021 年公司正式登陆资本市场，原有优势雄厚的基础上，资本助力下公司有望以更快的加速度持续领跑。

- 食品安全和市场准入壁垒助力公司稳固竞争地位。** 国家食品安全标准日益严格，消费者的关注程度逐渐增加。公司在设备生产、人员培训、管理制度、安全检验等方面都有严格把控，帮助公司建立了稳固的进入壁垒。
- 工艺复杂设备专业，公司多年深耕持续研发，技术壁垒优势显著。** 冷冻烘焙食品业务存在较高的技术门槛。第一，从原材料选型、配方、大规模生产工艺和设备定制改造方面需要较多的技术积累；第二，冷冻烘焙食品中的品种众多，如何准确地把握消费者需求进行产品选型与开发，难度较大；第三，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经历较长的时间和较大的资金投入，试错成本和风险均较高。若没有专业化生产实力，产品很容易出现长时间冷冻后水分流失、开裂、老化及解冻加工后成品变形、口感发干等问题。立高多年深耕冷冻烘焙行业，具备成熟的工艺技术，行业认可度高，且研发投入充足，帮助企业保持自身竞争优势。
- 具备产线投资及大批量生产实力的企业为数不多，公司资金设备壁垒显著。** 近年来，在烘焙行业的带动下，我国冷冻烘焙企业逐渐发展起来。由于冷冻烘焙食品产线投资规模大，对技术和资金要求较高，目前冷冻烘焙食品生产企业并不多。在位企业中，大多数生产冷冻糕点等工序简单、技术难度不高的品类，而对于下游需求旺盛、技术难度较高的冷冻面包，具备批量生产能力的企业较少。立高设备资产投入充足，产线置备完善，构筑了较为稳固的生产壁垒，在行业中具备先发优势。
- 公司营销网络与服务能力护城河宽，营销网络覆盖范围广大。** 烘焙行业客户小而分散的特点为营销网络的布局及经销团队的选择创造了难度；而冷冻烘焙产品批量生产的特点也使得公司必须具备足够强的销售能力、拥有足够多的下游客户需求，才能够消化掉产品产能。无论是渠道建设还是销售团队培养，都需要资金的持续投入。立高经过多年经营沉淀，已形成成熟的全国化销售网络及完备的服务能力，且随着销售规模的扩大，持续投资拓展的实力也会愈强，市场份额有望持续提升。

图 24：烘焙行业进入壁垒

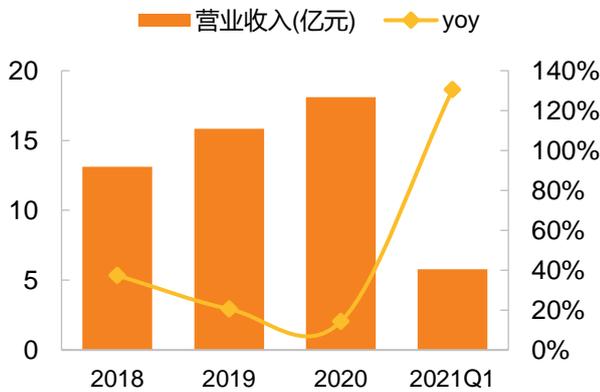


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

有利竞争格局下，公司业绩增速表现亮眼。公司 2017-2020 年营收和归母净利润实现稳步增长，营收由 2017 年 9.6 亿元上升至 2020 年的 18.1 亿元，年复合增长率达到 23.7%，归母净利润由 2017 年 0.44 亿元到 2020 年 2.32 亿元，年复合增长率达到 74.1%。2021 年实现开门红，第一季度营业收入 5.79 亿元，同比增长 130.54%；2021Q1 实现净利润 0.73 亿元，同比增幅达到 300.50%。公司业绩保持快速增长，表现亮眼。

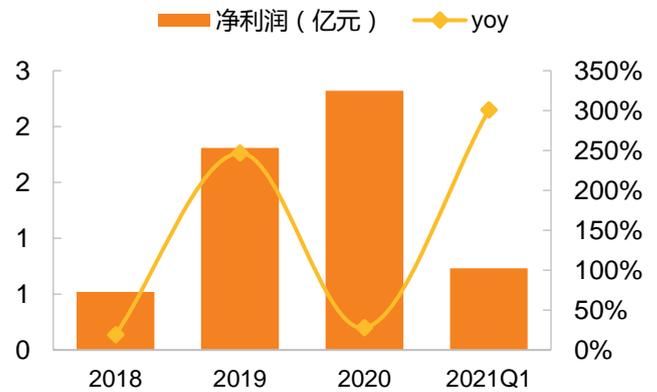
，但 1

图 25：立高食品近三年及一期营业收入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：立高食品近三年及一期净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

- 量：冷冻烘焙销量增长显著，产能建设支撑未来发展。近年来，公司持续加强新品研发和提高产品竞争力，并不断加强渠道建设和扩大产能投资，以及年轻消费者饮食习惯西化特点，使公司能够保持产销快速增长的发展态势。公司冷冻烘焙食品类产品销量从 2017 年的 19,809.35 吨上升至 2020 年的 46288.79 吨，CAGR 达到 32.70%；奶油类产品销量从 2017 年的 24,183.87 吨上升至 2020 年的 29546.56 吨，CAGR 达到 6.90%；水果类产品销量由 2017 年的 9827 吨上升至 2020 年 10786.22 吨，CAGR 达到 3.16%；酱料产品销量由 2017 年的 4964 吨上升至 2020 年 12546.24 吨，CAGR 达到 36.22%。产品销量的不断上升，是影响公司收入的主要因素之一。

图 27：立高食品主要产品销量增长情况（单位：吨）

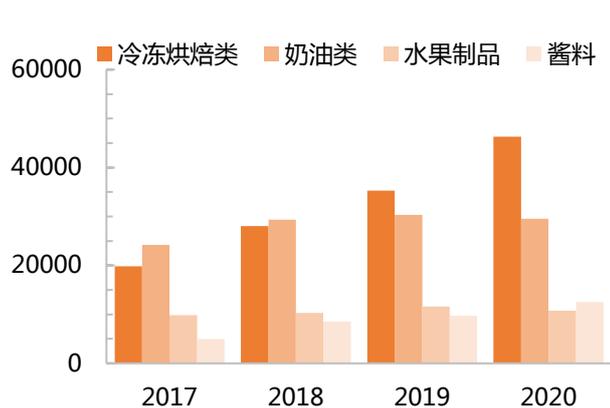
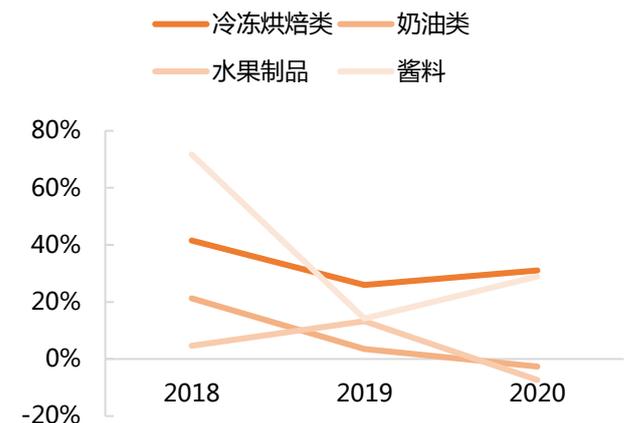


图 28：立高食品主要产品销量增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

- 价：强势品类具备定价权，品类结构升级推动价格提升。**公司冷冻烘焙食品单价由2017年的18.10元/KG提升至2019年20.91元/KG，复合增长率达到7.5%；公司奶油类产品的平均销售单价由2017年的11.09元/KG提升到2019年12.52元/KG。冷冻烘焙和奶油类产品单价上调主要是产品结构优化所致和公司冷冻烘焙食品的销售价格（含税）未同步增值税下调向下调整。酱料单价由2017年的10.81元/KG上升至2019年11.14元/KG，主要是由于新品推出，以及终端产品带动作用。

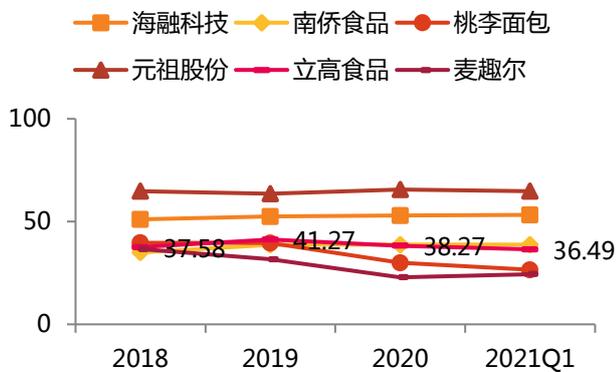
图 29：立高食品主要产品单价及毛利率

品类	指标	2017	2018	2019	2020H1
甜甜圈系列	单价 (元/kg)	24.48	24.91	25.68	25.3
	yoy		1.78%	3.07%	-1.48%
	毛利率	58.22%	51.46%	56.25%	56.40%
挞皮类	单价 (元/kg)	15.85	16.02	16.61	16.78
	yoy		1.09%	3.66%	1.03%
	毛利率	25.41%	25.79%	32.63%	33.91%
起酥类	单价 (元/kg)	23.52	26.15	28.33	27.73
	yoy		11.20%	8.36%	-2.12%
	毛利率	42.13%	42.17%	41.88%	42.30%
丹麦系列	单价 (元/kg)	16.32	17.09	18.26	21.92
	yoy		4.73%	6.86%	20.02%
	毛利率	31.35%	42.50%	48.41%	48.60%
饼类	单价 (元/kg)	12.98	13.86	15.43	14.73
	yoy		6.81%	11.35%	-4.57%
	毛利率	21.22%	28.05%	31.24%	33.56%
蛋糕系列	单价 (元/kg)	25.21	36.17	40.98	41.25
	yoy		43.48%	13.29%	0.68%
	毛利率	10.88%	14.82%	33.79%	40.43%
冷冻烘焙整体	单价 (元/kg)	18.1	19.62	20.91	20.62
	yoy		8.40%	6.59%	-1.36%
	毛利率	34.51%	36.39%	41.66%	42.79%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

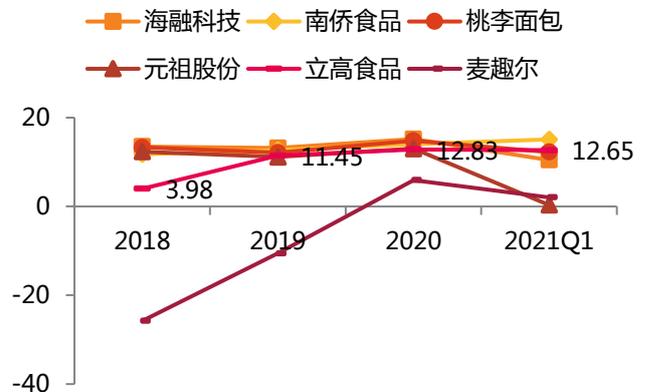
毛利率维持稳定，净利率不断提升，公司盈利能力表现不俗。公司毛利率维持在37%左右，多年来处于同行业可比公司的中上游水平。净利率呈增长态势，由2018年的3.98%不断增长至2020年的12.83%，反映出公司逐年释放的盈利能力。21Q1净利率为12.65%，在可比公司中处于领先地位。

图 30：立高食品与可比公司的毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：立高食品与可比公司的净利率情况（单位：%）

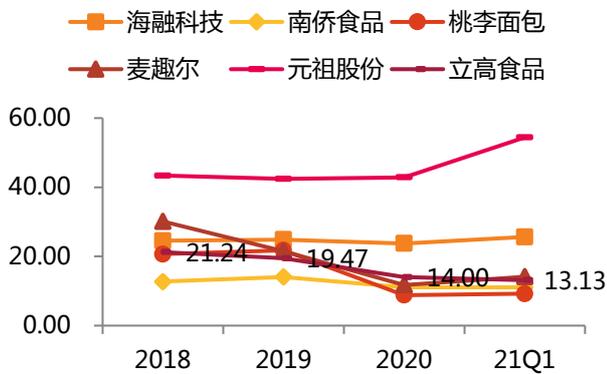


资料来源：Wind，天风证券研究所

销售、管理费用率双降低，营销网络、渠道优势与冷链物流能力发挥作用。2018-2020年及2021Q1，公司销售费用率逐年降低，分别为21.24%/19.47%/14.00%/13.13%，在同行业可比公司中处于较低水平。近三年及一期，管理费用率也呈下降趋势，分别为10.23%/7.10%/7.69%/6.41%，处于可比公司居中水平。我们认为，销售、管理费用率的下降，

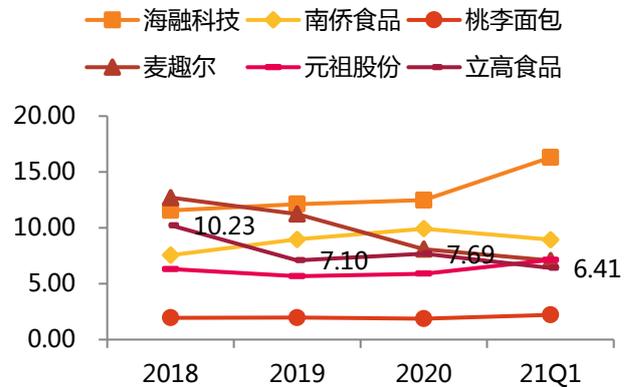
一方面与公司长久以来营销网络和多样化销售渠道的建设分不开；一方面，公司在行业内较早自建冷链物流车队，目前已具备了一定规模的冷链物流能力，规模效益使得运输成本效率提升。

图 32：立高食品与可比公司销售费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：立高食品与可比公司管理费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

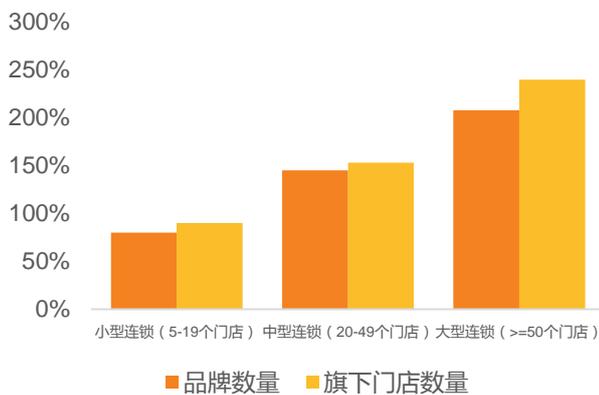
### 3. 渠道深耕细作持续提升市占率，品类有序扩张提升使用率

#### 3.1. 渠道快速拓展，精细化服务构筑“小 B”优势

##### 3.1.1. 渠道深度和广度并举，公司步入发展快车道

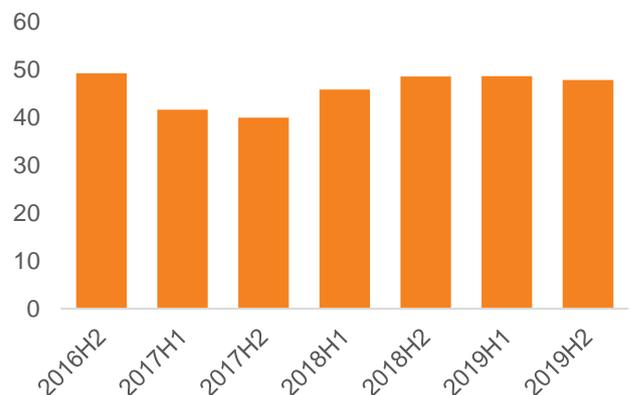
**渠道深度：**随着烘焙行业整体向下沉渠道拓展、终端覆盖率提升，冷冻食品行业在低线城市还有较大的拓展空间。随着经济发展，低线城市消费者消费能力提升，烘焙行业逐渐由一二线城市向三四线城市乃至乡镇渗透，在低线城市形成了分布广泛、需求庞大的烘焙食品市场。根据美团点评的《2020 年中国烘焙门店市场报告》，三线及以下城市的烘焙门店数量占比过半，且增速更快。然而冷冻烘焙行业起步较晚，渠道下沉程度和烘焙行业存在差距。预计未来随着厂商渠道下沉，冷冻烘焙食品的终端覆盖率逐渐提升。

图 34：2019 年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》，欧艺教育官网，天风证券研究所

图 35：2016-2019 全国烘焙门店数量变化（万家）



资料来源：《2020 年中国烘焙门店市场报告》，欧艺教育官网，天风证券研究所

**渠道广度：**冷冻烘焙食品逐渐进入一些前景广阔的多元化销售渠道。冷冻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。

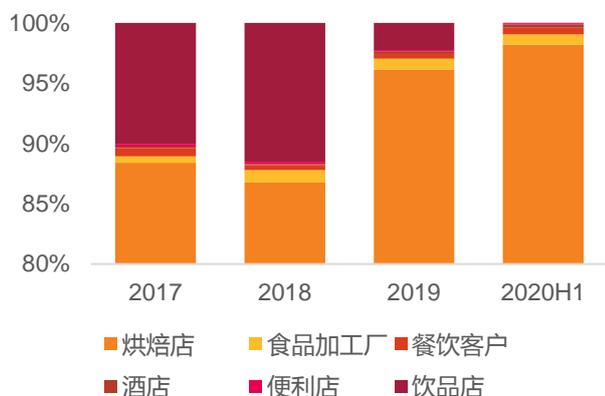
公司迎合行业趋势，迅速建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道。多样化的销售渠道一方面促进了公司产品的销售扩大，另一方面也增加了公司新品研发的方向与应用空间，进一步促进和发挥了公司的技术优势；不仅如此，借助渠道与产品的双轮驱动，减少了单一渠道的波动风险，增强了公司的抗风险能力。目前公司以烘焙渠道为主，商超、餐饮次之。2020年公司商超类客户收入增速较快。一方面，公司开发的新品麻薯，主要销售客户为沃尔玛，取得良好业绩；另一方面，商超受疫情影响较小，随着公司产品线的丰富，且公司在疫情期间亦加大销售力度，商超客户收入有所增长。2020年，公司商超渠道营业收入达到2.44亿元，较上年增加了128.05%。我们认为以公司目前在商超渠道的经营开拓实力，未来商超渠道将会快速发展。

图 36：公司部分直销客户



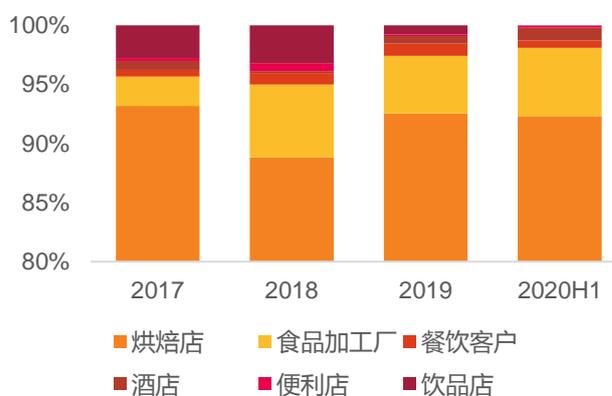
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 37：公司前 20 大经销商的终端客户销售数量占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 38：公司前 20 大经销商的终端客户销售额占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 39：公司各渠道营收变化图（亿元）



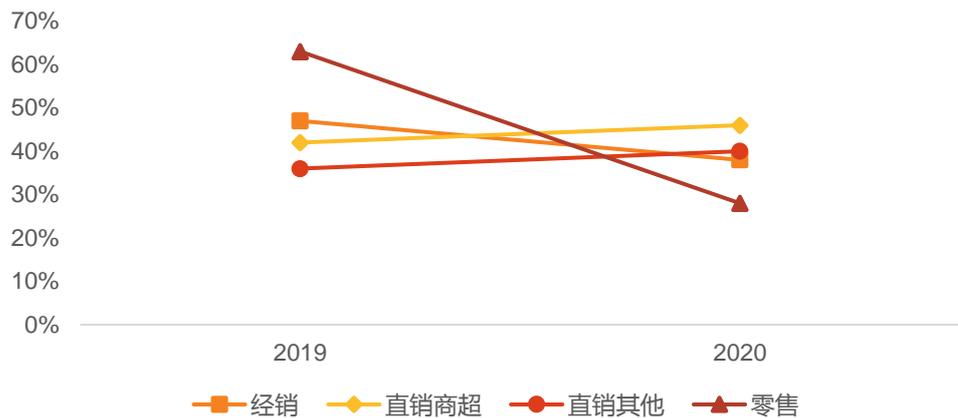
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 40：公司各渠道销售占比变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

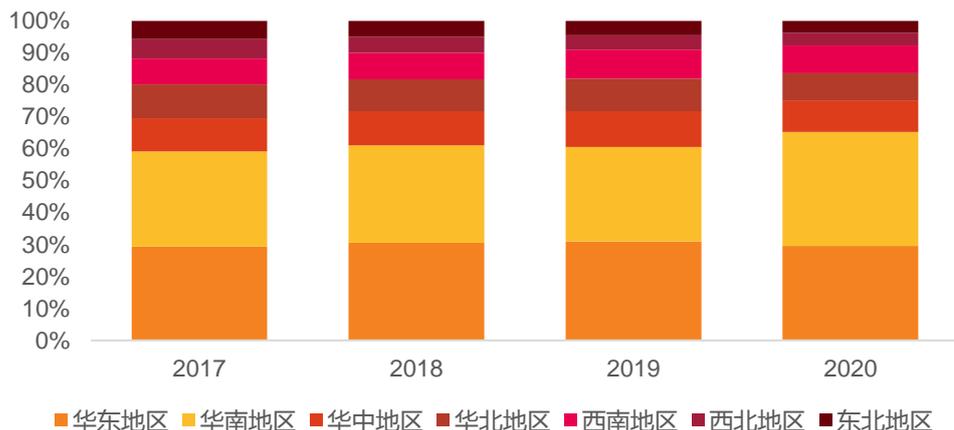
图 41：公司各渠道毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司在全国范围内建设了广泛而深入的营销网络，拥有多元化销售模式。截至 2020 年底，公司营销网络遍布我国除港澳台外全部省、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。公司目前销售以经销模式为主，2020 年度，公司经销模式实现的收入占主营业务收入的比重为 77.84%，营业收入比上年同期增长 5.97%。烘焙食品行业集中度相对较低，从业企业数量众多，通过经销渠道，公司能够迅速提高市场占有率，节约运输成本，提高回款效率。

图 42: 立高食品各地区销售



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 3.1.2. “小 B” 构建主要客群，细人干粗活精耕渠道强化渠道粘性

公司终端客户群体中，除大型烘焙连锁店和商超外，大多数客户存在“分布广泛、需求零散、品规众多”的特点。客户需要以最终成品的形式了解公司烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的应用情况，故需要技术及业务人员对其进行持续的技术指导、培训和服务。这种客户特点和需求，导致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，而新进入者难以在短时间内搭建起完善的营销网络体系，也不具备足够的技术服务经验和能力。

公司通过为客户提供持续而深入的服务，增强客户粘性，培育竞争优势。截至 2020 年底，公司销售人员达到 983 人，人均创收逐步上升。公司销售团队一方面，帮助客户提升管理运营能力，实现销售增长，从而与客户建立良好的关系，提高双方信任度；另一方面，将公司产品与客户终端成品建立紧密联系，增强客户粘性，提高其他品牌的替代门槛。公司服务优势既提高了客户开发能力，也降低了客户流失风险。

表 10: 立高的渠道服务主要内容

主要服务	内容
为客户使用公司产品提供技术指导	建立了专业的技术服务团队，对营销人员进行培训，提高营销人员的技术服务能力，同时，定期或根据客户需求，上门为终端客户提供如蛋糕裱花装

为客户设计烘焙食品的应用方案及营销方案

为客户提供烘焙店运营培训

饰、冷冻烘焙食品后期加工及应用等专业技术指导，使客户制作成品时得以充分发挥公司产品优势。2019年，公司上门为客户提供服务接近50万次。近年来，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。

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

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 43：立高销售人员数量/人均创收（人/万元）



图 44：立高经销商平均收入（百元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 大单品模型可复制，突破长尾品类，提升单店收入

公司拥有丰富的冷冻烘焙产品结构，产品储备丰富。公司冷冻烘焙食品根据产品形态及工艺的不同可分为冷冻烘焙半成品及冷冻烘焙成品。公司的产品种类丰富，既拥有奶油、水果制品、酱料、巧克力等各类烘焙食品原料产品，又拥有糕点、面包各类冷冻烘焙食品；且各类产品均拥有众多的产品品规，截至2020年底，公司奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品的品规超过650种，较之行业内大多数公司具有较为明显的产品品类多样化优势。

表 11：立高主要冷冻烘焙食品

类别	产品介绍	产品图片	用途
冷冻糕点	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		
冷冻面包	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		

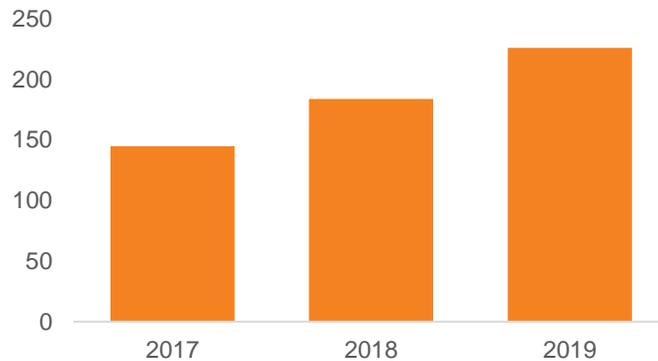
包、欧包  
等

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**公司成功将挞皮打造为战略性大单品，形成了成熟的生产及销售模式。**挞皮是公司冷冻烘焙食品中规模领先、增长稳定的明星单品。2017-2019 年公司挞皮收入分别为 1.45/1.84/2.26 亿元，CAGR 达到 24.8%，在冷冻烘焙食品中占比 30%以上。公司较早切入挞皮这类适合工业化生产的冷冻烘焙品类，采用大单品策略实现销量增长。2013 年公司捕捉到市场对挞皮产品的需求持续上升，而挞皮需要进行多层开酥，生产工序繁琐，人工成本较高且产品稳定性差，烘焙店难以自行生产，公司开始建设挞皮产品的自动化生产线。公司不仅从国内外引入挞皮自动化生产线，更重要的是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，并对生产线的布局和生产设备间的协同进行自主调整。经过 2 年的调试，公司于 2015 年实现了挞皮的全自动化生产，是国内较早实现挞皮全自动化生产的企业，大幅降低了挞皮的生产成本。

**公司挞皮实现大规模全自动化生产，效率优势明显。**根据快乐烘焙网 2015 年的介绍，奥昆蛋挞皮成型车间整体投资 850 万元，由三条总长 650 米的输送线、40 台成型机、速冻隧道、恒温恒湿中央空调组成。挞皮每小时产能约 9 万个、日产量 4500 箱。

图 45：大单品蛋挞皮规模(百万元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

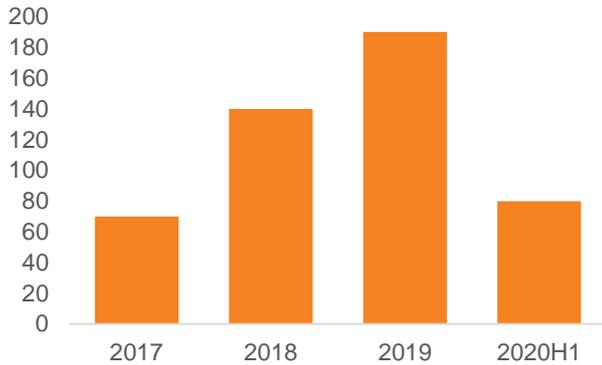
**继挞皮之后，甜甜圈、蛋黄酥、麻薯、冷冻烘焙蛋糕诸多新品上量，保证新品持续有效推出。**在成熟产品积累的经验基础上，公司根据下游市场需求，已形成系统性的新品研发流程，首先在产品选择方面瞄准市场需求较高、沉淀较为成熟、手工转工业化生产空间较大的产品，保证产品需求可以长期存在且能够覆盖大部分终端门店，其次在生产配方、工艺、设备等方面进行匹配。

**公司持续推出新品，冷冻烘焙品类逐步扩大。**从 2013 年初仅有挞皮等少数品规发展至 2020 年上半年的 187 种。2015 年公司在挞皮、老婆饼等冷冻糕点产品积累的经验基础上，成功推出了甜甜圈、牛角包、手撕包等冷冻面包产品。

- **甜甜圈：**由于甜甜圈需要成型、发酵、油炸等多道工序，烘焙店自给难度较高且成本较大，公司迅速捕捉市场需求，2015 年推出冷冻面包产品甜甜圈。2017-2019 年甜甜圈成为公司增长最快的品类，2017-2019 年甜甜圈收入为 0.68/1.41/1.89 亿元，营收增长 CAGR 为 66.4%，甜甜圈占冷冻烘焙食品总销售额比例自 2017 年的 19.05% 增加至 2019 年的 25.62%。
- **蛋黄酥：**2018 年公司推出蛋黄酥新品，实现了批量生产，且比手工产品更加香甜、外皮层次分明，2018/2019 年分别实现收入 1641/4783 万元，同比增速 191.47%。
- **麻薯：**2019 年公司推出麻薯产品，通过调整配方和优化生产工艺，解决了机械化生产和长时间冷冻储存后产品出油、没有膨胀力的问题，实现大规模工业化推广。麻薯是公司 2020 年增长最快的新产品之一，未来市场空间广阔，2020 年麻薯单品的销售额已超过 1 亿元，进一步推动了公司冷冻烘焙食品业绩快速增长。
- **冷冻蛋糕、丹麦面包：**除此之外，公司新品蛋糕、丹麦类面包（包括手撕包、牛角

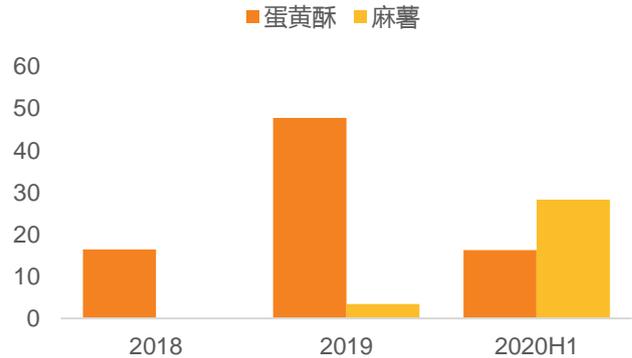
包) 等产品也取得较快增长。截止 2020H1, 蛋糕产品年复合增长率达 91.52%, 丹麦类面包产品收入年复合增长率达 40.05%, 进一步推动了冷冻烘焙食品业绩快速增长。

图 46: 甜甜圈销售规模(百万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 47: 蛋黄酥、麻薯等产品销售规模(百万元)

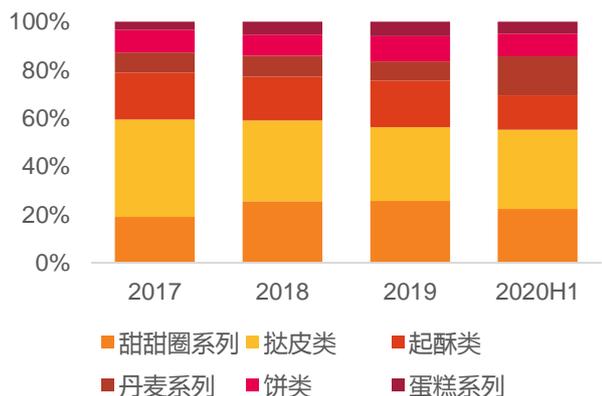


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司丰富的产品体系, 能够满足下游多元化客户多样化的购买需求。各类终端客户销售的烘焙食品种类丰富, 既有蛋挞、老婆饼、蛋黄酥等糕点的需求, 也有吐司、甜甜圈、牛角包、手撕包等面包的需求。公司多样化的产品种类及品规, 有利于客户进行一站式采购, 节约了客户的采购成本, 提升了客户的采购效率, 从而增强了客户的需求粘性。同时, 公司多样化的产品体系也有助于公司开拓不同的销售渠道。公司在进入一个新渠道时, 往往通过针对性的产品塑造口碑, 进而陆续引入其他产品, 例如公司通过专门改良的冷冻蛋糕在部分餐饮客户处打响品牌知名度, 从而带动甜甜圈、蛋挞皮等其他主要产品顺利进入该部分餐饮客户。

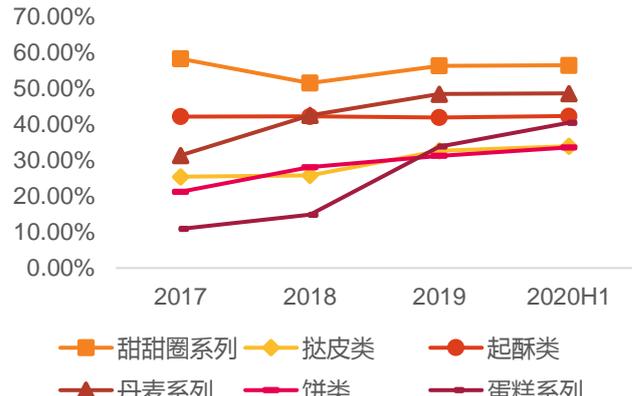
公司冷冻烘焙产品毛利率水平不断提升, 整体产品结构逐步改善。截止 2020H1, 公司甜甜圈/丹麦系列/起酥类/蛋糕系列/挞皮类/饼类产品毛利率分别为 56.40%/48.60%/42.30%/40.43%/33.91%/33.56%。从趋势上来看, 各类冷冻烘焙产品的毛利率皆呈不断上升趋势, 尤其蛋糕系列及丹麦系列, 毛利率提升明显。从产品结构来看, 甜甜圈及丹麦系列在产品结构中的占比提升也拉动了整体毛利率的提升。2020 年, 因麻薯热销, 毛利率较高的丹麦系列产品收入占比增加, 拉高了冷冻烘焙食品的毛利率。

图 48: 冷冻烘焙食品各细分产品的收入占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 49: 冷冻烘焙食品各细分产品的毛利率



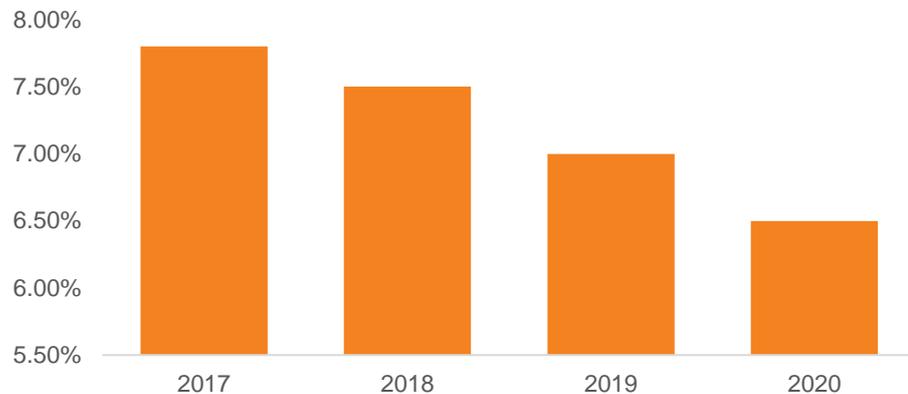
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 3.3. 冷链物流体系逐步完善, 支撑渠道和产品多元化扩张

公司冷链管控体系成熟, 支撑公司产品品类多元拓展。公司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, 均需要在低于零下 18 度的环境下进行储存及运输。如果温度不达标则对相关产品的口感和品质稳定影响较大, 如奶油温度不达标, 将会破坏其乳化体系, 影响其口感及塑型能力; 冷冻烘焙食品温度不达标, 则会影响其品质和外观。尤其对于冷冻面包而言, 由于冷冻面包含有酵母, 运输过程中温度较高会导致产品发酸。冷链仓储及物流体系的成熟程度成为部分产品品类生产销售的门槛。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。在物流方面，公司设置合格车辆准入清单，要求自有及第三方车辆均具备实时温度监控系统或便携式温度仪，保证装货前及在途运输中温度达标。在仓储方面，公司实时监控温度，并每月按仓储温度达标、仓储温度回传等指标对第三方外仓进行考核。在经销商管理方面，公司已建立了经销商管理方面的冷链管控制度，并逐步将温控仪接入经销商仓库中，以提高公司产品在整个流通环节中的温度控制水平。

图 50：立高运输仓储费用占收入比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

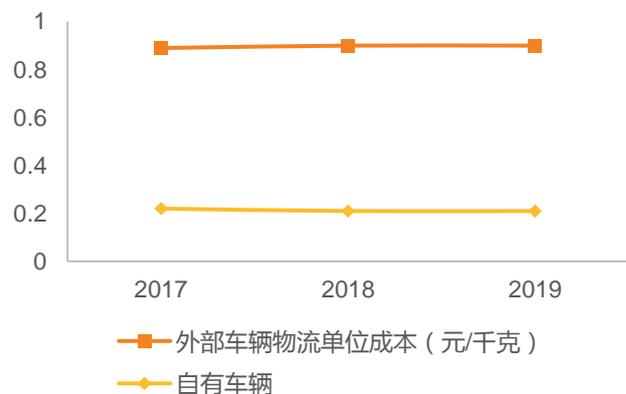
公司在行业内较早自建冷链物流车队，覆盖渠道范围广泛，支撑全渠道体系建设。公司利用自有冷链物流车队，将冷冻烘焙食品由各地外仓自主配送至客户手中，达到维持产品品质、降低食品安全风险、提高配送效率、加强客户信任度的目的。基于甜甜圈等冷冻面包产品对温度要求更高，以及公司冷冻烘焙食品快速发展的需要（一旦脱离低温环境，食品品质将产生较大影响），公司在行业内较早自建冷链物流车队，截止 2020 年 6 月末，拥有自有运输车辆 30 辆、司机 43 人，共 21 个省、自治区和直辖市的客户实现自主运输。针对烘焙食品原料，对于广东省内区域，公司通过自有车辆配送，配送半径覆盖约 300 公里；广东省外则主要通过第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，对于厂区至各仓库间的干线运输，以及少量偏远地区客户的配送则由第三方物流公司负责。公司已形成自有车辆+第三方车辆相结合的运输体系，以此实现保证品控以及实现运营效率最大化，以更高的品质和效率服务下游渠道客户。

图 51：立高自有车辆运费占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 52：立高自有/外部车辆单位成本



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 烘焙原料业务发展成熟，迎合行业新机遇稳健发展

公司主要经营的烘焙食品原料为奶油、水果制品和酱料等。奶油和水果制品主要用于蛋糕、西点的表面装饰及夹馅，也可用于奶盖、果汁等饮品调剂；酱料主要用于糕点、面包夹心或者调味使用。奶油是公司烘焙食品原料中发展最早的食品，目前公司已经形成

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；水果制品主要以果馅和果泥为主，分别应用于烘焙食品制作和冲调果汁等饮品；酱料包括沙拉酱和可丝达酱等，可用于餐饮、烘焙等多个渠道。

#### 4.1. 奶油：奶油为公司第二大业务，茶饮奶盖成为下游新增长点

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。稀奶油由牛奶离心脱水后制成，受制于奶源的不足，我国稀奶油主要依赖于进口。植脂奶油不受奶源的制约，成本较低，且使用方便、性能稳定，进而在我国得以迅速推广和发展。

我国奶油市场规模在百亿左右，2024 年有望突破 140 亿元。奶油除应用于传统的蛋糕、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。以其制作蛋糕产品为例，欧睿国际数据显示，2019 年我国蛋糕市场销售额为 981.70 亿元。根据烘焙店生产蛋糕的经验数据，蛋糕原材料成本占售价的比例在 25%到 35%之间，而原材料成本中，蛋糕胚、奶油、水果制品和其他分别占 40%、35%、10%、15%左右，因此奶油成本占蛋糕售价的比例在 9%到 12%左右，按照该数据测算，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，则我国奶油市场规模预计 2024 年将超过 140 亿元。

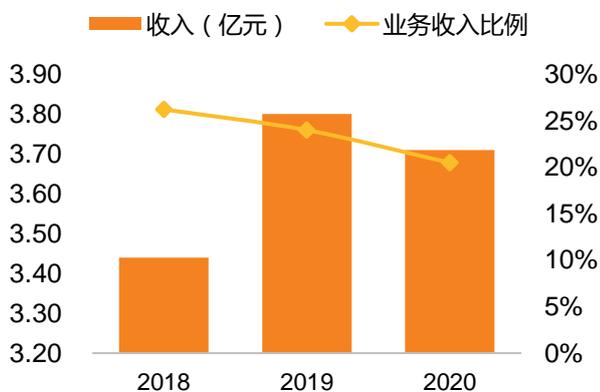
图 53：中国奶油市场规模及增速



资料来源：观研天下，天风证券研究所

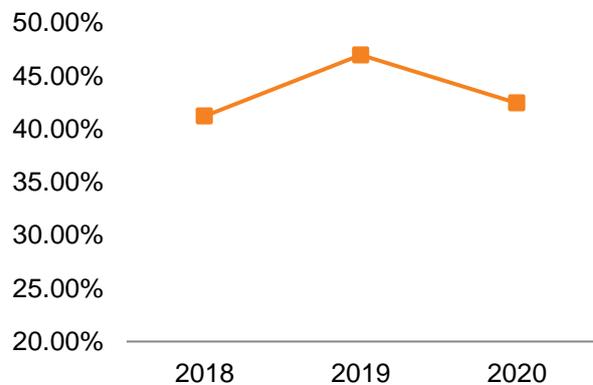
公司奶油业务收入占比呈下降趋势，产品毛利率高，维持在稳定水平。2018-2020 年，公司奶油业务收入分别为 3.44/3.80/3.71 亿元，对应业务收入占比为 26.22%/23.99%/20.48%。随着冷冻烘焙业务发展迅猛，奶油业务在结构中占比有所下滑。但奶油业务整体毛利率水平始终维持在较高水平，近三年分别为 41.22%/46.98%/42.45%。

图 54：2018-2020 年奶油产品收入与占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 55：2018-2020 年奶油产品毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司奶油业务处于行业相对领先水平。在奶油产品方面公司竞争对手主要有维益食品、海融科技、南侨股份等奶油厂商，维益食品（苏州）有限公司 1997 年 12 月成立于苏州，隶属于维益公司，注册资本 430 万美元，主要从事以食用油脂制品（植脂奶油、人造奶油）为主的食物及食品添加剂的生产和销售。海融科技 2018-2020 年植脂奶油业务收入分别为 4.87/5.29/5.17 亿元，南侨食品 2018-2020 年淡奶油业务收入分别为

3.31/3.49/3.52 亿元。

图 56：立高与主要竞争者奶油产品营业收入（单位：万元）



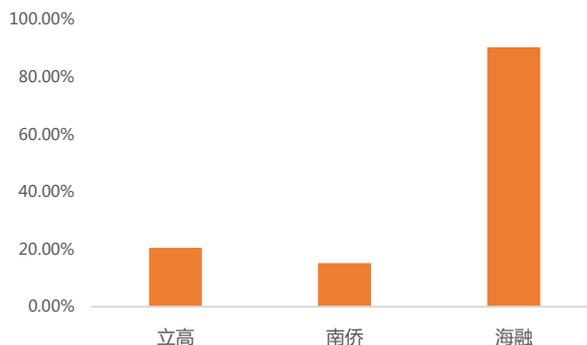
资料来源：Wind，公司招股书，天风证券研究所

图 57：立高与主要竞争者奶油产品产能（吨）



资料来源：Wind，南侨食品公司招股书，天风证券研究所

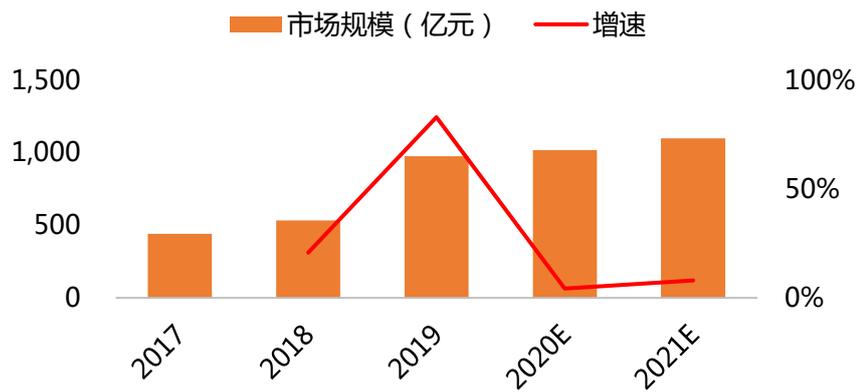
图 58：立高与主要竞争者 2020 年奶油产品收入占比



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

**新式茶饮行业发展趋势良好，带动奶油产品市场稳健增长。**2015 年前后，新式茶饮在中国出现，新式茶饮以通过不同方式萃取的茶叶浓缩液为主要原料，通过加入新鲜牛奶、奶油、水果等制成。随着中国国民生活质量不断提升，以及外卖需求的增长，使得新式茶饮行业发展迅速。2019 年我国新式茶饮门店达到 50 万家，市场规模达到 978 亿元。奶油可以添加到新式茶饮的水果茶中做奶盖，也是雪顶类饮品的主要原材料，我们认为在新式茶饮行业快速发展的背景下，奶油的需求也将逐年增加，未来发展势头良好。由于当代生活水平的提升以及生活节奏的加快，促使消费者对健康方面产生了更密切的关注，奶油行业在立足传统的基础上也在不断进行健康化创新，公司奶油产品拥有广阔的市场发展前景。

图 59：2017-2021 年中国新式茶饮市场规模及预测



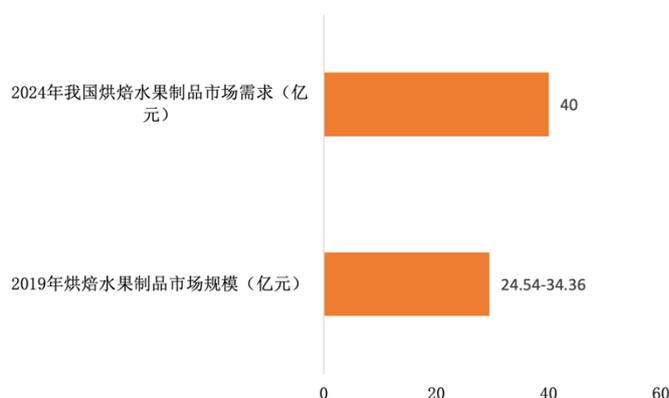
资料来源: CBNDData, 天风证券研究所

#### 4.2. 水果制品：新式茶饮为水果制品带来发展新机遇

水果制品是以水果、果汁或果浆和糖等为主要原材料加工制成的产品。烘焙水果制品包括果馅、果溶等，饮品水果制品包括果泥、饮料浓浆等，一般除烘焙、饮品用的水果制品外，还有制作酸奶、佐餐等其他用途的水果制品。

烘焙行业增长带动水果制品增长，2024 年我国烘焙水果制品市场需求预计超 40 亿元。目前，我国的水果制品行业已经形成了一定的规模。根据水果制品成本占蛋糕售价的 2.5%-3.5%左右进行测算，2019 年烘焙水果制品市场规模达到 24.54 亿元到 34.36 亿元，按照 2024 年我国蛋糕零售额增幅测算，我国烘焙水果制品市场需求预计将超过 40 亿元，复合增长率约为 3.09%到 10.26%。

图 60：我国烘焙水果制品市场需求预测



资料来源: 产业信息网, 天风证券研究所

公司水果制品体系完整，品类丰富。立高食品的水果制品包括果馅、果溶、果泥、饮料浓浆等多种不同形态和用途的产品。果馅和果溶用于蛋糕、西点等烘焙食品制作，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，价格较果馅更高。果泥和饮料浓浆用于冲调果汁等饮品。目前，公司的水果制品主要以果馅和果泥为主。

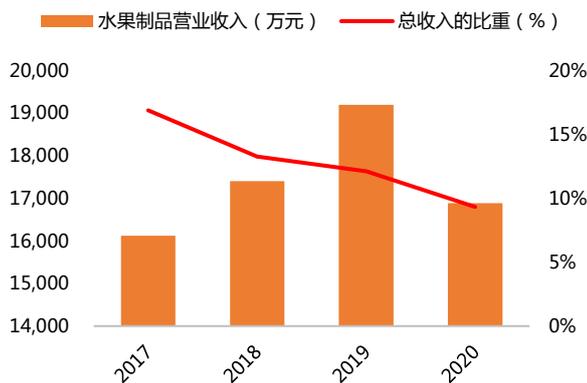
图 61 立高水果制品及用途



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

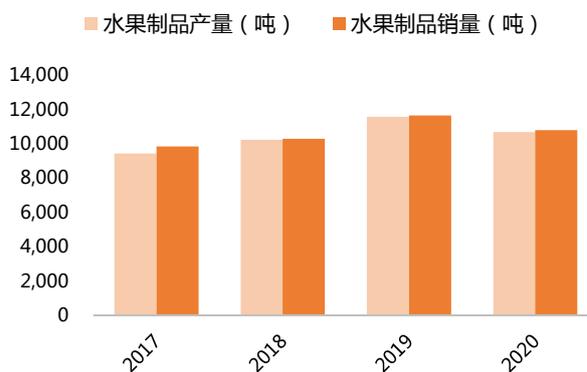
公司水果制品产销率高，库存积压少，营业收入占总收入的比重不断降低。2020 年，立高公司水果制品营业收入为 16884.97 万元，较 2019 年有所下降，2019 年以前营业收入逐年提升。该部分营收占总收入的比重不断降低，由 2017 年的 16.89%下降至 2020 年的 9.33%。公司水果制品自 2017 年至 2019 年产量及销量不断提高，2020 年有所下降，产量为 10676.51 吨，销量为 10786.22 吨。该业务部分产品库存积压少，产销率高，2017 至 2020 年前三季度产销率分别为 98.06%、97.57%、99.40%和 99.04%。

图 62：2017-2020 年立高水果制品营业收入及占比



资料来源：公司招股书，公司年报，天风证券研究所

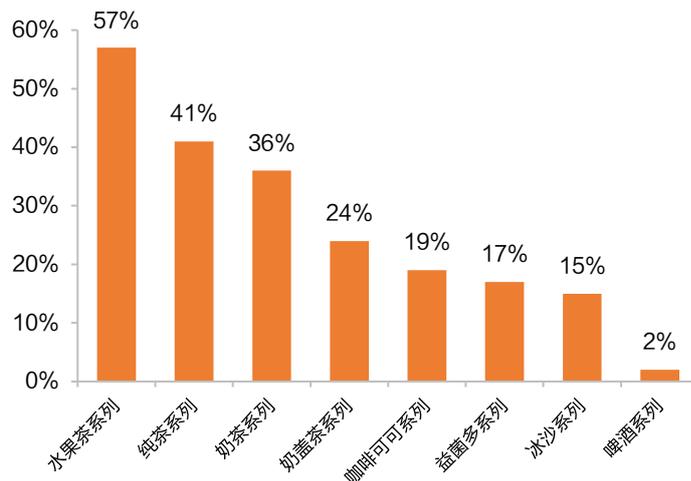
图 63：2017-2020 年立高水果制品产销量



资料来源：公司招股书，公司年报，天风证券研究所

水果茶成为新式茶饮中消费者偏爱度第一的品类，带动了水果制品市场的增长。新式茶饮主要由茶、新鲜牛奶、奶油、水果等制成。立高的水果制品主要为果馅，果泥及果溶，其中果泥是制作新式茶饮的重要原料之一。根据艾媒咨询 2020Q2 中国新式茶饮消费者偏爱品类调查，在新式茶饮的众多品类中，水果茶以 57% 的占比在消费者偏爱的品类中排名第一。未来随着新式茶饮市场的不断扩大，公司水果制品具有较好的发展前景和空间。

图 64：2020Q2 中国新式茶饮消费者偏爱品类



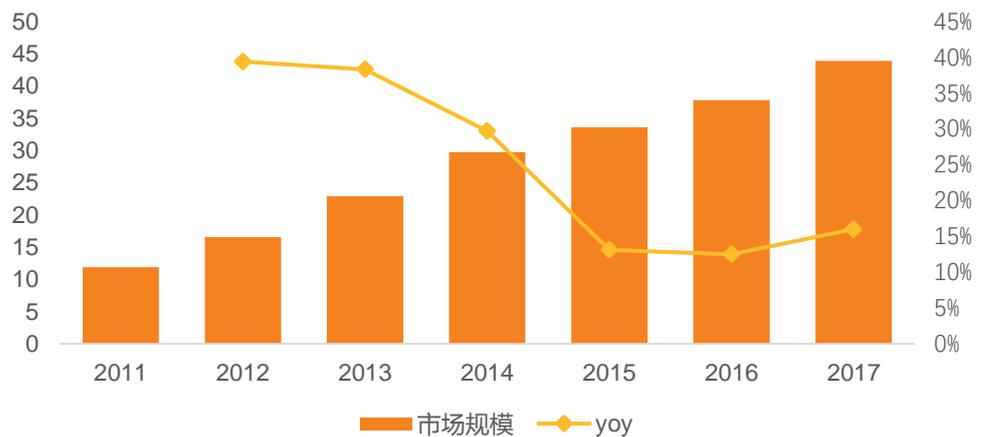
资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

### 4.3. 酱料：新品创新拉动酱料业务高增

烘焙酱料常用于中西式凉拌菜等菜式的制作，也可涂在面包等其它主食表面或作为夹馅。作为烘焙食品原料的酱料包括沙拉酱、可丝达酱等，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，为烘焙食品带来独特的风味。

消费者口感要求助推烘焙酱料行业的发展及产品创新。随着消费者对烘焙食品的要求不断提高，烘焙食品的口感不断丰富，甚至需要具备一定的层次感，烘焙酱料能够帮助烘焙食品突破面粉、糖类等主要原料味道的局限，助力烘焙食品口味的创新，因此近年来受到不断重视，得到了迅速的发展。根据观研天下统计，酱料中最为广泛使用的沙拉酱市场规模从 2011 年的 11.88 亿元增长至 2017 年的 43.85 亿元，年复合增长率达到 24.32%。酱料产品市场规模快速增长的同时，也朝着多样化、复合方便化、营养健康化等方向发展。

图 65：中国沙拉酱市场规模（亿元）及增速



资料来源：观研天下，天风证券研究所

公司酱料包括沙拉酱和可丝达酱等产品。其中沙拉酱由油脂、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。截至 2020 年 6 月底，公司酱料的品规达到 69 种。

图 66：立高酱料制品及用途



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**公司酱料业务稳步增长，产品创新拉动实现高增。**2020 年酱料业务实现收入 1.38 亿元，同比增长 27.2%，占比为 7.6%。2017-2020 年间，公司酱料业务 CAGR 为 36.99%，其中 18 年增速较快（+78.75%），主要系新品可丝达酱受欢迎；同时公司向客户推出天使白面包、牛油果餐包等应用方案，搭配销售沙拉酱，使得销量实现快速增长。随着酱料产品的浙江生产基地投产，酱料产能增长明显，公司烘焙酱料盈利能力也将持续提升，预计未来 3-5 年仍能保持 20%左右的增长。

图 67：2017-2020 年酱料产品收入及增速（百万元，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 68：2017-2020 年酱料产品销量及增速（吨，%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 5. 盈利预测

**收入预测：**由于冷冻烘焙行业赛道景气，公司竞争壁垒高筑，预测公司 2021-2023 年烘焙食品业务营业收入增速分别为 55.88%/38.07%/35.45%；预测奶油、水果制品恢复正增长，酱料业务在新品推动下继续高增。其他主营业务主要为巧克力等其他烘焙原材料，其他业务主要为零星原材料、包装物、废品的销售，预测维持历史平均增长水平。预测公司整体 2021-2023 年实现营业收入 25.77/33.12/42.17 亿元，同比增速 42.42%/28.50%/27.33%。

图 69：收入预测表（单位：万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入（万元）</b>	<b>158,372.95</b>	<b>180,969.01</b>	<b>257,730.66</b>	<b>331,187.07</b>	<b>421,706.99</b>
<b>YOY</b>	<b>20.58%</b>	<b>14.27%</b>	<b>42.42%</b>	<b>28.50%</b>	<b>27.33%</b>
烘焙食品	73,846.39	95,628.97	149,061.66	205,815.39	278,776.95
YOY	34.26%	29.50%	55.88%	38.07%	35.45%
奶油	37,996.81	37,062.25	48,432.95	56,494.37	65,346.47
YOY	10.34%	-2.46%	30.68%	16.64%	15.67%
水果制品类	19,194.04	16,884.97	21,806.94	24,790.13	27,041.07
YOY	10.31%	-12.03%	29.15%	13.68%	9.08%
酱料收入	10,841.57	13,791.06	18,005.61	21,382.56	25,267.77
YOY	13.05%	27.21%	30.56%	18.76%	18.17%
其他主营业务	16,385.84	17,470.64	20,300.38	22,586.96	25,152.92
YOY	10.97%	6.62%	16.20%	11.26%	11.36%
其他业务	108.30	131.12	123.13	117.67	121.80
YOY	-28.30%	21.07%	-6.09%	-4.44%	3.51%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 70：收入预测表-量价拆分

<b>销售量（吨）</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
烘焙食品	35,319.02	46,288.79	67,118.75	87,925.56	113,423.97
YOY	25.96%	31.06%	45.00%	31.00%	29.00%
奶油	30,346.39	29,546.56	35,751.34	40,291.76	45,247.64
YOY	3.46%	-2.64%	21.00%	12.70%	12.30%
水果制品类	11,558.19	10,786.22	13,267.05	14,859.10	16,047.82
YOY	12.46%	-6.68%	23.00%	12.00%	8.00%
酱料	9,735.29	12,546.24	16,059.19	18,789.25	21,983.42
YOY	14.19%	28.87%	28.00%	17.00%	17.00%
<b>销售均价（元/KG）</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
烘焙食品	20.91	20.66	22.21	23.41	24.58
YOY	6.59%	-1.19%	7.50%	5.40%	5.00%
奶油	12.52	12.54	13.55	14.02	14.44
YOY	6.65%	0.18%	8.00%	3.50%	3.00%
水果制品类	16.61	15.65	16.44	16.68	16.85
YOY	-1.92%	-5.73%	5.00%	1.50%	1.00%
酱料	11.14	10.99	11.21	11.38	11.49
YOY	-0.99%	-1.29%	2.00%	1.50%	1.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**成本及费用预测：**预测公司主营业务毛利率水平随着生产效率提升稳中有增，其他业务毛利率维持历史平均水平，预测 2021-2023 年毛利率分别为 39.67%/40.76%/40.96%。费用率方面，公司整体费用支出相对稳定，预测公司 2021-2023 年销售费用率 16.20%/17.20%/16.70%，管理费用率 4.80%/4.69%/4.67%，研发费用率 2.78%/2.77%/2.82%。

图 71：毛利率预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>毛利率（%）</b>	<b>41.27%</b>	<b>38.27%</b>	<b>39.67%</b>	<b>40.76%</b>	<b>40.96%</b>
烘焙食品	41.66%	40.70%	40.85%	42.00%	42.04%
奶油	46.98%	42.45%	44.37%	45.34%	45.38%
水果制品类	32.75%	26.51%	28.70%	29.73%	29.73%
酱料	41.22%	29.37%	34.23%	34.25%	34.26%
其他主营业务	36.18%	34.32%	36.36%	36.27%	36.27%
其他业务	57.62%	65.92%	47.00%	43.00%	43.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 72：费用率预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税金/营业收入	0.76%	0.70%	0.71%	0.72%	0.71%
销售费用率	19.47%	14.00%	16.20%	17.20%	16.70%
管理费用率	4.48%	4.78%	4.80%	4.69%	4.67%
研发费用率	2.62%	2.91%	2.78%	2.77%	2.82%
财务费用率	0.14%	0.00%	0.11%	0.08%	0.07%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 盈利预测：

根据以上预测，公司 2021-2023 年实现利润 3.10/4.11/5.46 亿元，同比增速 33.71%/32.55%/32.64%，EPS 为 1.83/2.43/3.22 元/股。我们选取目前上市公司中同样经营冷冻烘焙的南侨食品及短保行业龙头桃李面包作为可比公司，由于立高所处冷冻赛道景气度高且竞争格局优势明显，给予立高 22 年 1.8x PEG，以及公司净利润年复合增速 33%，得出 60x PE 水平，对应目标价 145.8 元。

图 73：可比公司估值表（参考 Wind 一致预期）

股票代码	股票简称	市值 (百万元)	股价 7/27	EPS					PEG				
				2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
605339.SH	南侨食品	13,930	32.89	0.83	0.90	0.94	1.10	1.34	/	/	1.55	1.76	1.15
603866.SH	桃李面包	26,338	27.66	1.04	1.33	0.96	1.13	1.34	/	/	7.32	1.40	1.13
	平均值			0.83	0.90	0.94	1.10	1.34	/	/	1.55	1.58	1.15

资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 风险提示

- 1. 食品安全的风险：**近年来，消费者对食品安全的要求与日俱增，食品安全问题也日益受到监管部门和社会舆论的高度关注。虽然公司建立了严格的食品安全控制体系，但由于公司生产经营环节众多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，食品安全问题依旧可能发生，从而对公司的品牌形象以及相关产品的销售造成不良影响。
- 2. 消费者消费偏好变化的风险：**随着经济的发展和消费升级，消费者自身对产品口味、营养价值等方面的需求偏好也在发生转变，若公司未能根据市场需求的变化及时对产品做出调整，主要产品可能无法继续得到消费者的认可，将会导致主营业务收入下滑，进而对经营的持续发展造成不利影响。
- 3. 外部竞争日益激烈的风险：**烘焙行业需求的持续旺盛以及盈利能力的提升，吸引了大量的外部资本进入该行业，公司所面临的市场竞争也日趋激烈。若公司不能通过提高研发实力、拓展营销网络、加强管理、及时扩大产能等方式提高竞争力，则可能面临市场份额下降，市场空间受到挤压的风险。
- 4. 原材料价格波动的风险：**公司为生产型企业，直接材料成本占比较高，主要原材料为油脂、糖类、面粉等大宗农产品原材料，其价格波动将会影响公司产品的毛利率和经营利润。以 2020 年为基础计算，若公司油脂、糖类、面粉采购价格各上升 1%，在假定销售价格、数量等其他指标不变的前提下，分别会导致主营业务毛利率下降 0.09 个百分点、0.04 个百分点和 0.04 个百分点，进而导致税前利润减少 169.38 万元、63.99 万元和 79.23 万元。因此，若未来公司原材料价格发生较大波动，而公司未能采取有效应对措施，将会对公司未来业绩产生较大影响。
- 5. 短期内股价波动风险：**该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。
- 6. 经销商管理的风险：**截至 2020 年 6 月末，公司经销商数量超过 1500 家，分部范围覆盖了除港澳台外的全国所有省市自治区。庞大的经销商规模，导致公司对经销商管理难度也越来越大。若公司对经销商的管理未及时跟上业务扩张步伐，可能会出现市场秩序混乱、产品销售受阻的情况，从而对公司造成不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	193.30	204.23	570.33	750.40	1,208.66
应收票据及应收账款	80.41	112.73	134.90	188.00	234.14
预付账款	15.68	14.20	37.77	26.64	50.55
存货	116.72	140.54	252.07	231.34	394.31
其他	34.91	10.74	34.86	33.55	45.35
<b>流动资产合计</b>	<b>441.01</b>	<b>482.45</b>	<b>1,029.94</b>	<b>1,229.94</b>	<b>1,933.01</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	265.88	290.73	332.00	378.98	416.37
在建工程	19.06	83.59	86.15	99.69	89.82
无形资产	48.30	69.04	66.75	64.47	62.18
其他	21.00	48.88	27.20	23.87	25.38
<b>非流动资产合计</b>	<b>354.24</b>	<b>492.24</b>	<b>512.11</b>	<b>567.01</b>	<b>593.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>795.26</b>	<b>974.69</b>	<b>1,542.05</b>	<b>1,796.94</b>	<b>2,526.76</b>
短期借款	30.04	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	119.07	140.54	246.63	236.52	367.40
其他	131.83	169.62	248.09	167.48	339.27
<b>流动负债合计</b>	<b>280.94</b>	<b>310.17</b>	<b>494.71</b>	<b>404.01</b>	<b>706.67</b>
长期借款	29.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.63	12.53	12.15	13.10	12.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>43.63</b>	<b>12.53</b>	<b>12.15</b>	<b>13.10</b>	<b>12.60</b>
<b>负债合计</b>	<b>324.57</b>	<b>322.70</b>	<b>506.87</b>	<b>417.11</b>	<b>719.27</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	127.00	127.00	169.34	169.34	169.34
资本公积	105.01	105.01	173.27	173.27	173.27
留存收益	343.69	524.99	865.84	1,210.49	1,638.15
其他	(105.01)	(105.01)	(173.27)	(173.27)	(173.27)
<b>股东权益合计</b>	<b>470.69</b>	<b>651.99</b>	<b>1,035.18</b>	<b>1,379.83</b>	<b>1,807.49</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>795.26</b>	<b>974.69</b>	<b>1,542.05</b>	<b>1,796.94</b>	<b>2,526.76</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	181.40	232.10	310.33	411.34	545.62
折旧摊销	31.26	40.25	18.45	21.77	24.77
财务费用	2.47	1.53	(3.44)	(5.86)	(8.69)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	69.33	53.87	24.10	(106.46)	56.01
其它	(20.68)	(42.61)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>263.78</b>	<b>285.13</b>	<b>349.45</b>	<b>320.80</b>	<b>617.70</b>
资本支出	64.49	147.48	60.38	79.05	50.51
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(188.81)	(304.62)	(120.38)	(159.05)	(100.51)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(124.32)</b>	<b>(157.13)</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(80.00)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	60.08	0.00	0.35	0.46	0.27
股权融资	(2.28)	0.06	114.04	5.86	8.69
其他	(97.10)	(117.57)	(37.74)	(67.04)	(118.42)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(39.30)</b>	<b>(117.50)</b>	<b>76.65</b>	<b>(60.72)</b>	<b>(109.45)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>100.16</b>	<b>10.49</b>	<b>366.09</b>	<b>180.08</b>	<b>458.25</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,583.73</b>	<b>1,809.69</b>	<b>2,577.31</b>	<b>3,311.87</b>	<b>4,217.07</b>
营业成本	930.13	1,117.10	1,554.88	1,961.94	2,489.84
营业税金及附加	12.10	12.65	18.30	23.99	29.99
营业费用	308.41	253.44	417.52	569.64	704.25
管理费用	70.95	86.51	123.71	155.22	196.94
研发费用	41.51	52.68	71.65	91.76	118.94
财务费用	2.28	(0.06)	(3.44)	(5.86)	(8.69)
资产减值损失	(1.46)	(2.58)	(0.90)	(1.65)	(1.71)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(6.41)	(0.25)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>226.22</b>	<b>290.22</b>	<b>395.58</b>	<b>516.84</b>	<b>687.52</b>
营业外收入	0.10	0.10	0.08	0.09	0.09
营业外支出	0.71	0.28	0.40	0.46	0.38
<b>利润总额</b>	<b>225.61</b>	<b>290.04</b>	<b>395.26</b>	<b>516.47</b>	<b>687.23</b>
所得税	44.21	57.95	84.93	105.12	141.62
<b>净利润</b>	<b>181.40</b>	<b>232.10</b>	<b>310.33</b>	<b>411.34</b>	<b>545.62</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>181.40</b>	<b>232.10</b>	<b>310.33</b>	<b>411.34</b>	<b>545.62</b>
每股收益(元)	1.07	1.37	1.83	2.43	3.22

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	20.58%	14.27%	42.42%	28.50%	27.33%
营业利润	224.08%	28.29%	36.30%	30.65%	33.02%
归属于母公司净利润	246.78%	27.95%	33.71%	32.55%	32.64%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.27%	38.27%	39.67%	40.76%	40.96%
净利率	11.45%	12.83%	12.04%	12.42%	12.94%
ROE	38.54%	35.60%	29.98%	29.81%	30.19%
ROIC	70.73%	73.37%	77.19%	92.91%	88.93%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.81%	33.11%	32.87%	23.21%	28.47%
净负债率	-28.30%	-31.32%	-55.06%	-54.35%	-66.85%
流动比率	1.57	1.56	2.08	3.04	2.74
速动比率	1.15	1.10	1.57	2.47	2.18
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	22.30	18.74	20.82	20.51	19.98
存货周转率	13.28	14.07	13.13	13.70	13.48
总资产周转率	2.24	2.04	2.05	1.98	1.95
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.07	1.37	1.83	2.43	3.22
每股经营现金流	1.56	1.68	2.06	1.89	3.65
每股净资产	2.78	3.85	6.11	8.15	10.67
<b>估值比率</b>					
市盈率	119.64	93.51	69.93	52.76	39.78
市净率	46.11	33.29	20.97	15.73	12.01
EV/EBITDA	0.00	0.00	51.40	39.28	29.09
EV/EBIT	0.00	0.00	53.82	40.96	30.15

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com