

烘焙行业全能选手，景气赛道杆位起跑

买入|首次推荐

——立高食品首次覆盖报告

报告要点：

● 立高食品：产研销一体，冷冻烘焙龙头企业

公司以植脂奶油起家，二十余年不断丰富经营范围，2014年通过收购奥昆涉足冷冻烘焙，现拥有烘焙食品原料以及冷冻烘焙食品两大主营业务。产品方面，公司产品丰富、品规多样，充分满足下游需求。其中冷冻烘焙产品业务近年高速发展，现已成为公司最主要的收入来源，且在行业中处于领先地位。近期公司发布针对核心管理人员的股权激励机制，聚焦公司收入规模提升，长期绑定管理层利益。

● 烘焙食品：供销两旺蓬勃发展，冷冻烘焙大有可为

对比发达国家，中国烘焙市场在人均消费量及消费结构上仍有较大空间，根据我们测算，2025年市场空间有望超过3500亿元，而冷冻烘焙市场相比2019年则有望翻倍，或可超过500亿元。从量价角度看，我们认为价增是市场规模增长的主要驱动，但三线及以下城市仍有渗透率提升空间。从细分行业来看，烘焙原料行业较为成熟，竞争激烈；冷冻烘焙食品行业尚处于高速增长阶段，立高目前领跑行业。

● 核心优势：先发技术壁垒，渠道服务强黏性，全国布局握先机

1) 烘焙食品工业化进程大势所趋，冷冻烘焙解决诸多行业痛点，公司作为冷冻烘焙行业先行者，通过先发优势打造产品、产能、品控三位一体综合技术壁垒。2) 公司通过“保姆式”的高黏性终端服务充分把握烘焙店、饮品店等多样化的销售渠道带来的增长契机，提前布局商超、餐饮、便利店，充分挖掘潜在增长。3) 随着募投项目投产，公司将形成华南、华东和华北三大生产区域，六大生产基地的全国化布局，突破产能瓶颈同时扩大下沉市场范围，有效巩固领先地位。

● 投资建议与盈利预测

作为行业第一梯队企业、冷冻烘焙食品龙头，立高拥有先发优势及多重综合性壁垒。公司提前加码占比较少的餐饮、商超等渠道，随着募投项目落地，突破产能和覆盖区域瓶颈，有望在行业快速发展同时获得超行业增速发展。我们预测公司2021-2023年实现利润3.14/4.31/5.56亿元，同比+35.36%/37.22%/28.89%，EPS为1.86/2.55/3.28元/股，PE分别为76/55/43倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨风险、产能建设不及预期风险、市场竞争加剧风险、食品安全风险、全国化市场开拓不及预期风险

附表：盈利预测

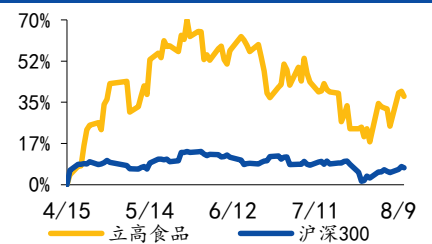
财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1583.73	1809.69	2507.40	3301.51	4166.66
收入同比(%)	20.58	14.27	38.55	31.67	26.20
归母净利润(百万元)	181.40	232.10	314.17	431.10	555.63
归母净利润同比(%)	246.78	27.95	35.36	37.22	28.89
ROE(%)	38.54	35.60	15.40	17.44	18.36
每股收益(元)	1.07	1.37	1.86	2.55	3.28
市盈率(P/E)	131.65	102.89	76.01	55.39	42.98

资料来源：Wind，国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元)	174.76 / 103.0
A股流通股(百万股)	36.13
A股总股本(百万股)	169.34
流通市值(百万元)	5095.54
总市值(百万元)	23880.33

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	徐偲
执业证书编号	S002052105003
电话	021-51097188
邮箱	xucaai@gyzq.com.cn
联系人	童杰
电话	021-51097188
邮箱	tongjie@gyzq.com.cn

目 录

1.立高食品：产研销一体，冷冻烘焙龙头企业	5
1.1 行业深耕二十年，打造全产业链供应平台	5
1.2 产品全方位覆盖，多品牌运营布局清晰	6
1.3 冷冻烘焙驱动业绩增长，拔高公司盈利能力	8
1.4 家族控股稳定发展，股权激励利益绑定	11
2.烘焙食品：供销两旺蓬勃发展，冷冻烘焙大有可为	14
2.1 大烘焙千亿市场，业态更迭快速扩张	14
2.1.1 中国烘焙行业历史复盘	14
2.1.2 中国烘焙市场现状和空间	15
2.2 价格提升驱动行业发展，加速渗透挖掘存量空间	17
2.3 烘焙原料行业并驱争先，冷冻烘焙格局尚未显现	19
3.核心优势：先发技术树壁垒，渠道服务强黏性，全国布局握先机	22
3.1 工业化变革大势所趋，产品优势打下坚实基础	22
3.1.1 解决传统行业痛点，集中度提升格局打开	22
3.1.2 先发优势造就行业领先，综合技术壁垒打造护城河	24
3.2 顺势而为打造核心竞争力，多维度发展领跑细分行业	26
3.2.1 产业产品结构已然成型，渠道多样化乃未来看点	26
3.2.2“保姆式”服务加强终端黏性，加码商超餐饮高增渠道	27
3.2.3 中央工厂+配套冷链，全国化布局已然启动	31
4.盈利预测及投资建议	33
4.1 关键假设与预测	33
4.1.1 产能投放假设	33
4.1.2 收入假设	34
4.2 盈利预测与估值分析	35
5.风险提示	36

图表目录

图 1：烘焙行业产业链示意图	5
图 2：公司以奶油产品起家，深耕“大烘焙”行业	6
图 3：立高食品品牌产品矩阵	8
图 4：公司 2017-2021Q1 营业总收入	9
图 5：冷冻烘焙食品营收和占比逐年提升（单位：亿元）	9
图 6：各销售模式营收概况（单位：亿元）	9
图 7：华东、华南地区销售收入占比优势明显	9
图 8：公司各类产品平均销售价格变动（单位：元/千克）	10
图 9：公司原料采购价格稳中趋降（单位：元/千克、个）	10
图 10：2017-2021Q1 公司毛利率情况	10
图 11：2017-2020 公司分产品毛利率情况	10

图 12: 2017-2021Q1 公司净利率情况	11
图 13: 2017-2021Q1 销售费用率情况	11
图 14: 立高食品股权结构图	12
图 15: 中国烘焙行业历史沿革	15
图 16: 中、美、日烘焙行业零售总额 (单位: 亿美元) 及增速	16
图 17: 中国人均烘焙食品消费量远低于发达国家	16
图 18: 中国消费结构与发达国家有较大区别	16
图 19: 2025 年中国烘焙市场空间预计将超过 3500 亿元	17
图 20: 全国烘焙门店数没有显著上升趋势 (单位: 万家)	18
图 21: 面包蛋糕店仍为烘焙食品主力业态	18
图 22: 2016-2019 年全国面包蛋糕类烘焙门店人均消费区间分布	18
图 23: 烘焙门店在三线以下城市加速渗透 (单位: 万家)	19
图 24: 中国烘焙食品蛋糕类零售额 (亿元)	20
图 25: 蛋糕原材料成本占比	20
图 26: 中国沙拉酱市场规模保持高增 (单位: 亿元)	20
图 27: 主流西式酱料种类及其原材料和使用场景	20
图 28: 中国冷冻烘焙产品在烘焙店的渗透率较低	21
图 29: 冷冻面包曾受客观条件限制, 市场份额较低	21
图 30: 中国烘焙行业模式变迁示意图	23
图 31: 成熟品牌闭店率远低于新兴品牌	23
图 32: 2018 年全国烘焙门店连锁品牌规模同比增速	23
图 33: 冷冻烘焙食品兼具现做现烤和预包装产品的优点	24
图 34: 立高食品的综合技术壁垒	26
图 35: 中美日三国烘焙食品行业消费结构	27
图 36: 中美日三国烘焙食品行业销售渠道结构	27
图 37: 下游客户涵盖各类业态	28
图 38: 公司经销商数量及对经销商平均销售收入	29
图 39: 20H1 公司前 20 大经销商的终端客户销售额占比	29
图 40: 公司直销商超模式在 2020 年开始快速增长 (单位: 万元)	30
图 41: 立高食品产能布局情况 (红色数字为所在省市冷链仓数量)	31
表 1: 立高食品产品主要分类及用途	7
表 2: 激励计划拟授予的股票期权分配情况	13
表 3: 公司营收考核标准	13
表 4: 公司及个人层面考核完成度及可行权比例	14
表 5: 未来五年, 冷冻烘焙行业规模预计快速增长	17
表 6: 奶油类产品的分类、特性及市场主要品牌	19
表 7: 中国冷冻烘焙行业主要参与者	22
表 8: 立高食品冷冻烘焙食品的品类业务发展和产品技术优势	25
表 9: 立高通过产品落地为终端客户提供定制式“保姆级”服务	29
表 10: 立高食品全方位冷链监控系统	32

表 11: 募投项目基本情况及目的	32
表 12: 立高产能预测表 (单位: 吨)	34
表 13: 公司营业收入拆分预测表 (单位: 万元)	35
表 14: 可比公司估值	36

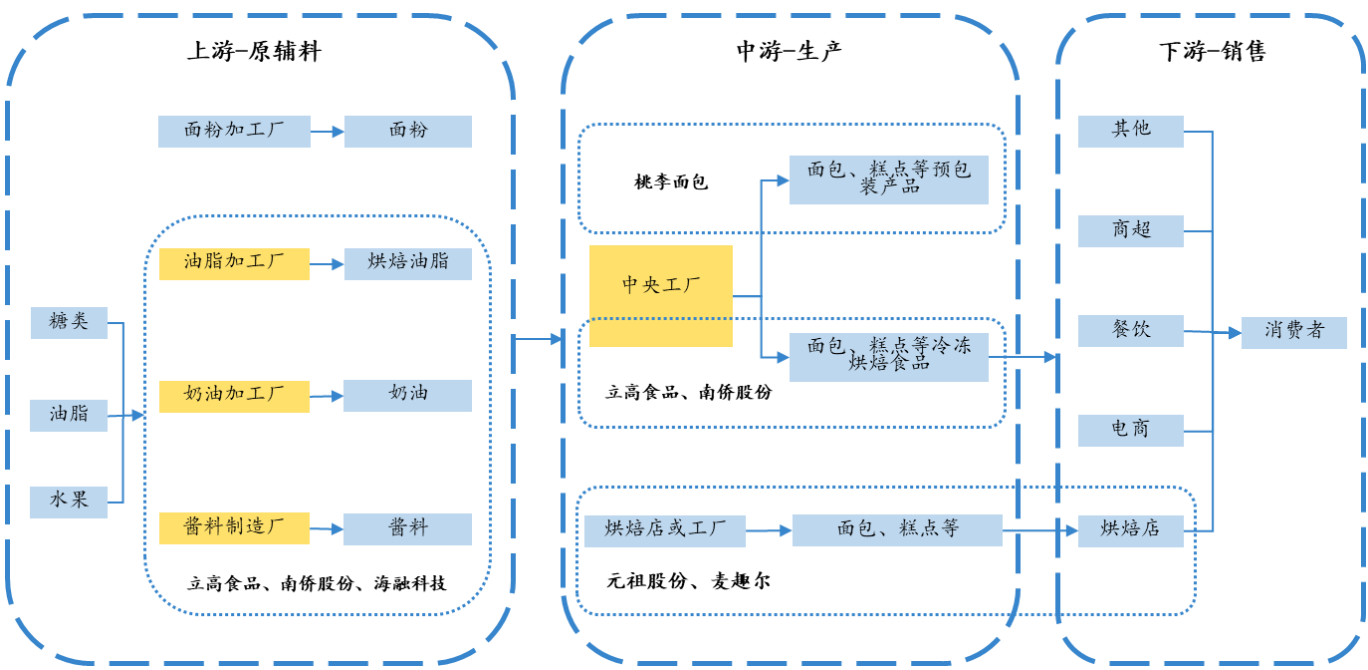
1.立高食品：产研销一体，冷冻烘焙龙头企业

1.1 行业深耕二十年，打造全产业链供应平台

立高食品成立于 2000 年，深耕烘焙食品原料和冷速烘焙食品行业，集研发、生产、销售于一体，在业内具有较高的知名度和美誉度。

烘焙产业链上、中、下游分别为原辅料、生产以及销售，其中：烘焙产业链上游包括面粉、油脂、奶油、水果及水果制品、酵母等；烘焙产业链中游包括中央工厂和烘焙店两类，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；烘焙产业链下游主要有烘焙店、商超、餐饮、电商等销售终端，将采购的半成品加工至成品，或将自产及采购的成品直接销售给消费者。其中，公司两大主营业务分别占据产业链上、中游，同时下游电商零售方面也有少量业务，覆盖全产业链。

图 1：烘焙行业产业链示意图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

产品方面，公司目前已经形成包括奶油、水果制品、酱料、巧克力等烘焙食品原料，冷冻烘焙半成品及成品和部分休闲食品的多层次、多维度的产品矩阵。

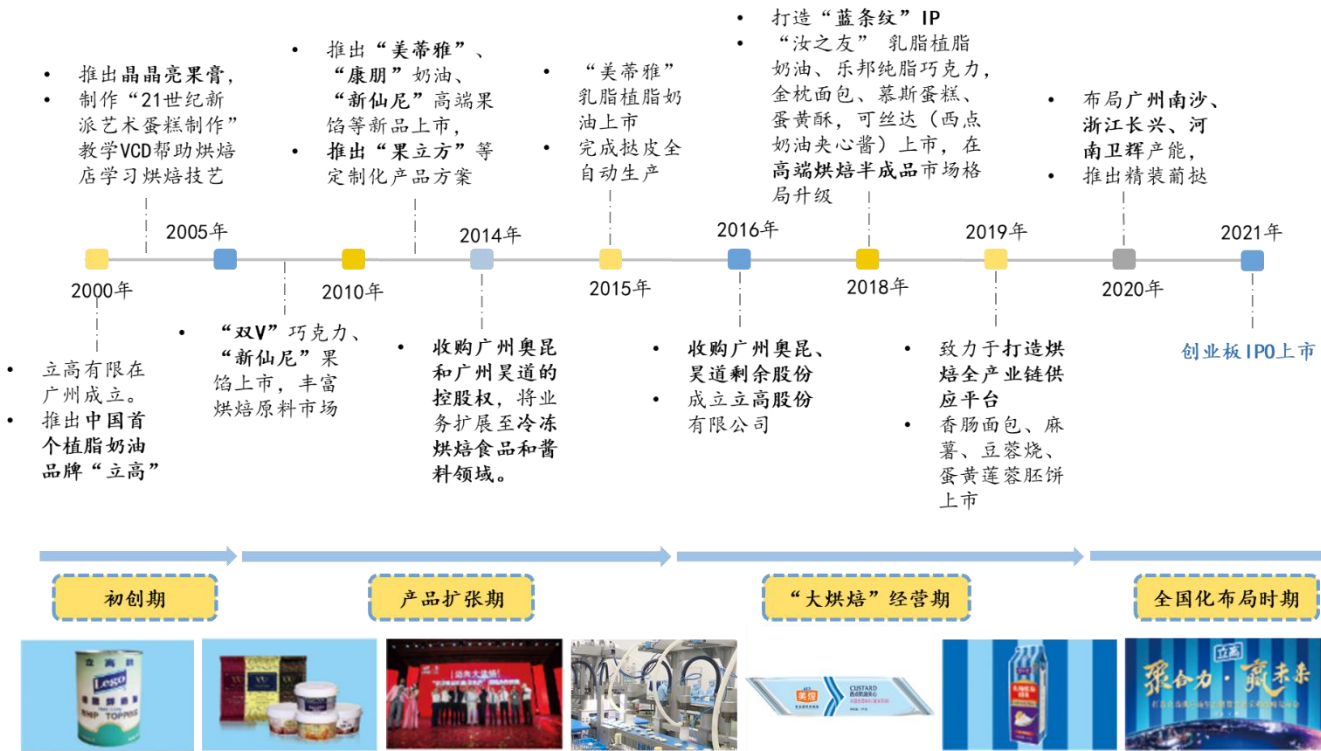
产能方面，公司围绕全国主要烘焙消费市场进行布局，目前已在华南和华东建设了 4 个生产基地，并拟启动华北生产基地的建设。

渠道方面，公司建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道，服务的终端客户超过 5 万家。多元化的渠道丰富了公司产品市场空间，实现渠道与产品的双轮驱动。

研发方面，立高食品和子公司广州昊道均为国家高新技术企业，技术研发实力雄厚。

与此同时，公司具备持续为终端客户定制化研发终端产品方案的技术能力，打造定制化热销产品并匹配营销方案，带动公司相关产品的迅速增长。

图 2：公司以奶油产品起家，深耕“大烘焙”行业



资料来源：公司招股说明书，立高食品官网，国元证券研究所

1.2 产品全方位覆盖，多品牌运营布局清晰

公司的产品主要可分为烘焙食品原料和冷冻烘焙食品两大类，此外还生产少量休闲食品。其中，

1) 烘焙食品原料：主要包括奶油、水果制品和酱料等。其中奶油、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；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。

2) 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，保质期通常 6-9 个月。根据产品形态和工艺不同可分为半成品和成品；根据产品种类不同可分为冷冻糕点和冷冻面包，其中冷冻糕点又可根据文化、起源和原料等不同分为中式糕点和西式糕点。

截至 2020 年 6 月，公司奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品的品规分别达到 32 种、241 种、69 种和 187 种，充分满足下游不同类型客户的多产品、多规格的一站式采购消费需求，提高了客户的使用便利性。

表 1：立高食品产品主要分类及用途

	分类	细分类别	制法和形态	用途和特性
烘焙食品原料	奶油	植脂奶油	以油脂为原料制造	打发性好，稳定性强，经济实惠
		含乳脂植脂奶油	在植脂奶油中添加乳脂成分	兼具稀奶油奶香浓郁和植脂奶油塑性能力强的优点，价格居中
		稀奶油	牛奶离心脱水后制成	奶香浓郁，口感细腻，定位高端，目前我国尚处于起步阶段
	水果制品	果馅	含有水果颗粒，呈流体状态	用于蛋糕等烘焙食品夹层或表面
		果溶	水果打浆制成，水果含量更高	主要与奶油等烘焙食品原料混合使用，满足蛋糕等烘焙食品的调味需要
		果泥	含有水果颗粒，呈流体状态	用于冲调果汁等饮品
		饮料浓浆	浓缩水果产品，呈液体状态	
	酱料	沙拉酱	由油脂、鸡蛋、淀粉等原料制成	用于蔬菜、水果、肉类调味和面包涂抹和夹馅
可丝达酱		用于烘焙及食品工业，作为面包和蛋糕的夹馅		
冷冻烘焙产品	半成品	冷冻糕点	中式：蛋黄酥、老婆饼、绿豆饼、鲜花饼、叉烧酥等 西式：蛋挞皮等	不含酵母，解冻后进行烘烤等工序后即可得到成品
		冷冻面包	甜甜圈、牛角包、手撕包、金枕面包、麻薯等	含有酵母，解冻后进行醒发、烘烤等工序后即可得到成品
	成品	冷冻糕点	西式：慕斯蛋糕、瑞士卷、麦芬蛋糕等	解冻后可直接进行食用
		冷冻面包	吐司面包、欧包等	
其他	休闲食品	-	巧克力棒棒果、糖果等	直接食用

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

从客户思维出发，品牌打法各有不同。从品牌来看，烘焙食品原料方面，公司采取多个子品牌对应不同细分品类的做法，例如新仙尼专做果泥及果馅，美煌专攻馅料等；冷冻烘焙食品方面则统一使用奥昆品牌。公司在两大类产品的品牌打造上的区别，我们认为这是由于产品特性所致：对于烘焙食品原料，产品本身的品名可能会复杂且拗口，公司通过多品牌战略，采用单一品牌对应单一细分类别产品，加深消费者印象从而占据消费者心智；而冷冻烘焙食品则是打造奥昆品牌，代表了产品线统一的品质保证，更有利于产生连带效应，产生消费者信任。

图 3：立高食品品牌产品矩阵

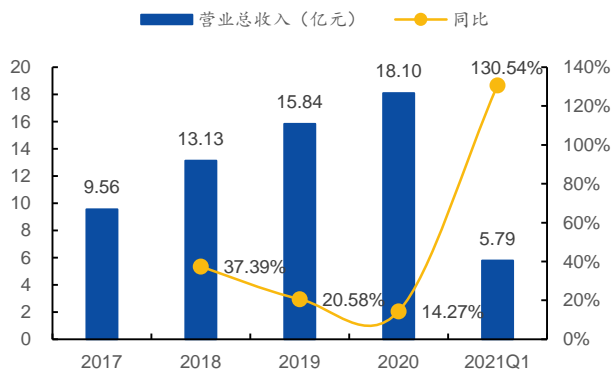


资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

1.3 冷冻烘焙驱动业绩增长，拔高公司盈利能力

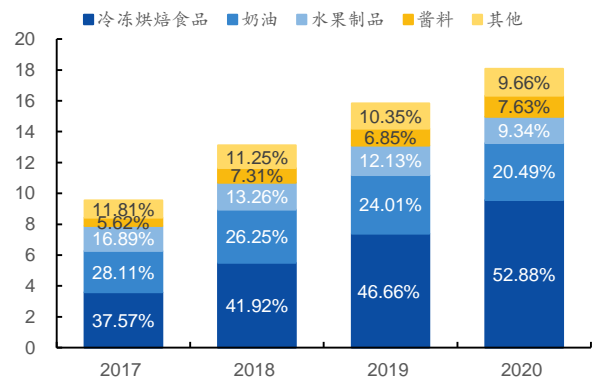
冷冻烘焙高速增长，收入占比不断提高。立高食品 2016 年收购广州奥昆与广州昊道全部股权后，走向了以冷冻烘焙食品为主，烘焙原料为辅的“大烘焙”经营时代。2017-2020 年，公司营收从 9.5 亿元增至 18.1 亿元，CAGR 为 23.7%；2021Q1 营收 5.8 亿元，较去年同期增长 130.54%，业绩高增。其中 2020 年冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料产品分别实现收入 9.6/3.7/1.7/1.4/1.7 亿元，同比 +29.49%/-0.03%/-12.03%/+27.21%/6.62%，占总营收 52.88%/20.49%/9.34%/7.63%/9.66%。

图 4：公司 2017-2021Q1 营业总收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 5：冷冻烘焙食品营收和占比逐年提升（单位：亿元）

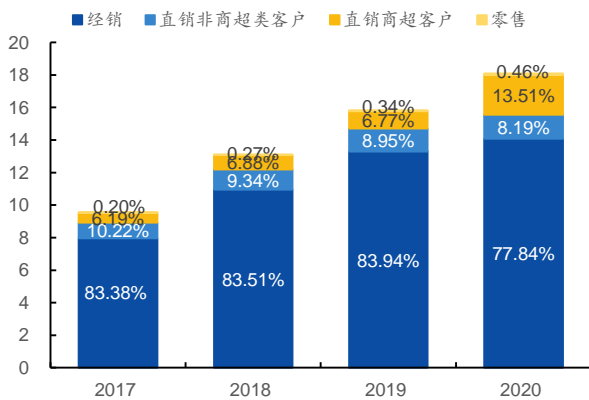


资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司销售模式以经销为主，直销和零售为辅。2020 年经销业务实现收入 14 亿元，占总营收 77.83%，下降 6.1pcts。直销业务模式实现收入 3.9 亿元，其中直销商户客户增长明显，2020 年直销商户客户收入 2.44 亿元，同比增长 128%，占总营收占比增加 6.74pcts。零售模式实现收入 826 万元，占总营收 0.46%。

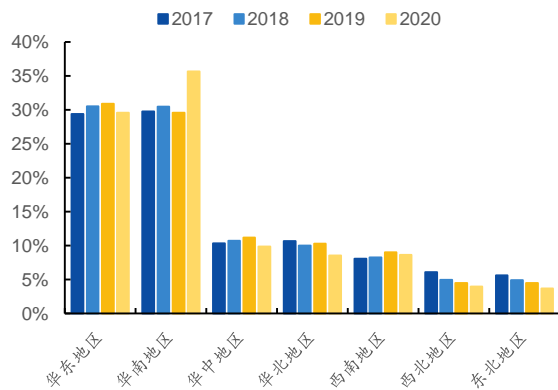
从各区域收入来看，公司在华南和华东优势明显。2020 年华东、华南、华中、华北、西南、西北、东北地区营收分别占总营收 30%，36%，10%，9%，9%，4%，4%。

图 6：各销售模式营收概况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

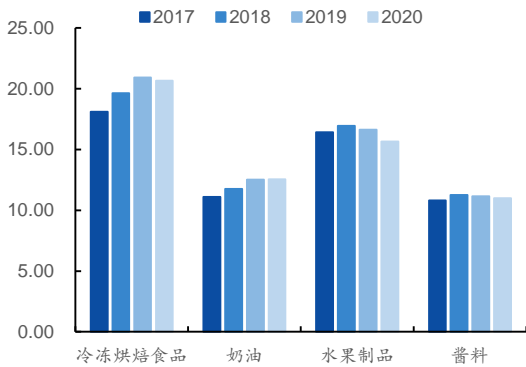
图 7：华东、华南地区销售收入占比优势明显



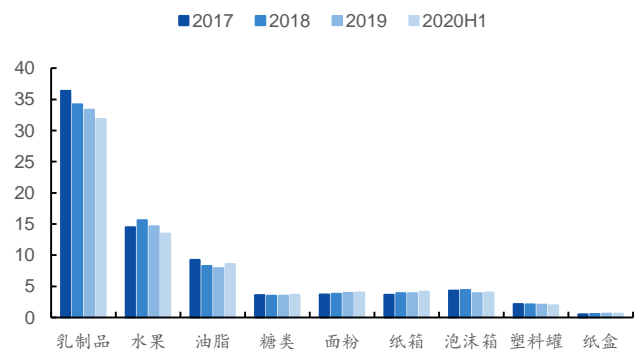
资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司各类产品平均销售价格稳步上升，20 年略有下降。冷冻烘焙食品平均销售价格 20.66 元/千克，奶油平均销售价格 12.54 元/千克，水果制品平均销售价格 15.65 元/千克，酱料平均销售价格 10.99 元/千克。总体来看，公司产品平均销售价格上升，主要是因为高单价产品的销量占比在逐年增加，其中冷冻食品销量的提高拉高了公司产品的平均销售价格。而各原料采购价格稳中趋降，总体采购价格与市场价格和行业价格变动趋势基本一致。

图 8：公司各类产品平均销售价格变动（单位：元/千克）图 9：公司原料采购价格稳中趋降（单位：元/千克、个）



资料来源：国元证券研究所

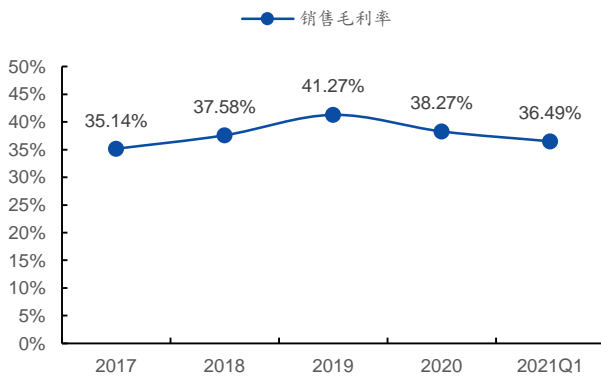


资料来源：国元证券研究所

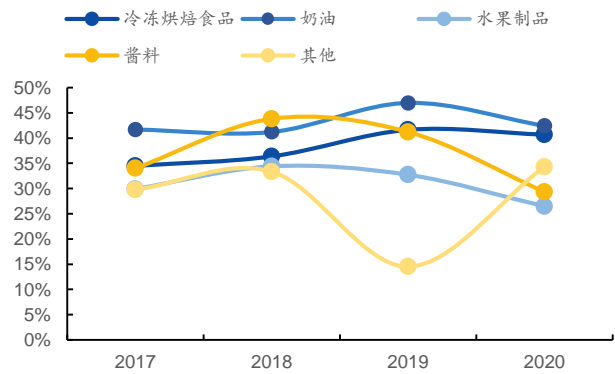
冷冻烘焙毛利抬升保障整体毛利稳中向好。公司 2020 年毛利率为 38.27%，较 2019 年下降系因会计准则调整，6674.78 万元运输费用计入营业成本。还原后，2020 年毛利率为 41.96%，自 2017 年以来逐年上升，原因主要是各大类产品的毛利率及收入占比变动。其中，冷冻烘焙食品在报告期内的销售占比、毛利率均逐年增长，2017-2020 年冷冻烘焙食品毛利率从 34.51% 增长至 40.70%，其对公司主营业务毛利率的贡献率亦逐年提高，是公司主营业务毛利率逐年增长的主要驱动因素。

图 10：2017-2021Q1 公司毛利率情况

图 11：2017-2020 公司分产品毛利率情况



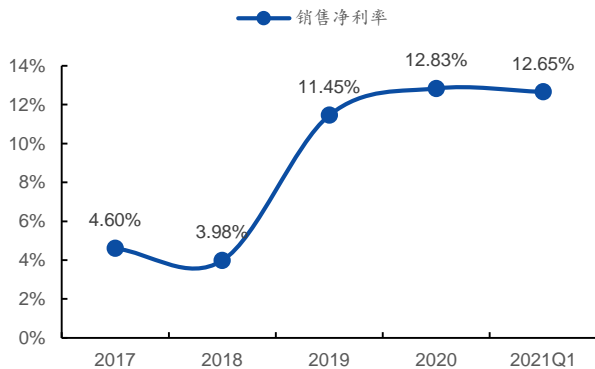
资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

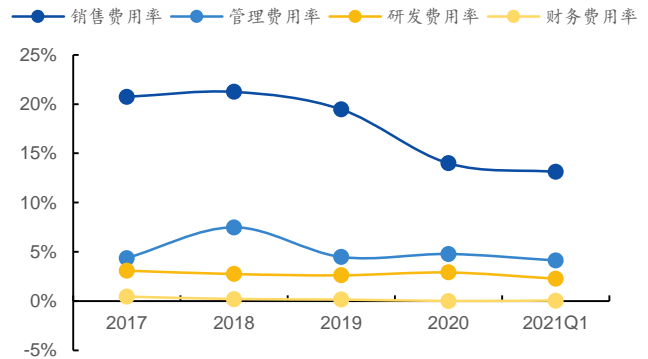
总体费用稳定，伴随规模效应有望进一步释放利润。净利率方面，2017-2020 年分别为 4.60%、3.98%、11.45%、12.83%，伴随公司规模扩大，呈上升趋势。从费用方面看，公司销售费用由于会计准则变更而大幅下降，还原后，2020 年销售费用率为 17.69%，2018 年后逐年下降。管理费用率、研发费用率以及财务费用率整体保持平稳。

图 12: 2017-2021Q1 公司净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 13: 2017-2021Q1 销售费用率情况



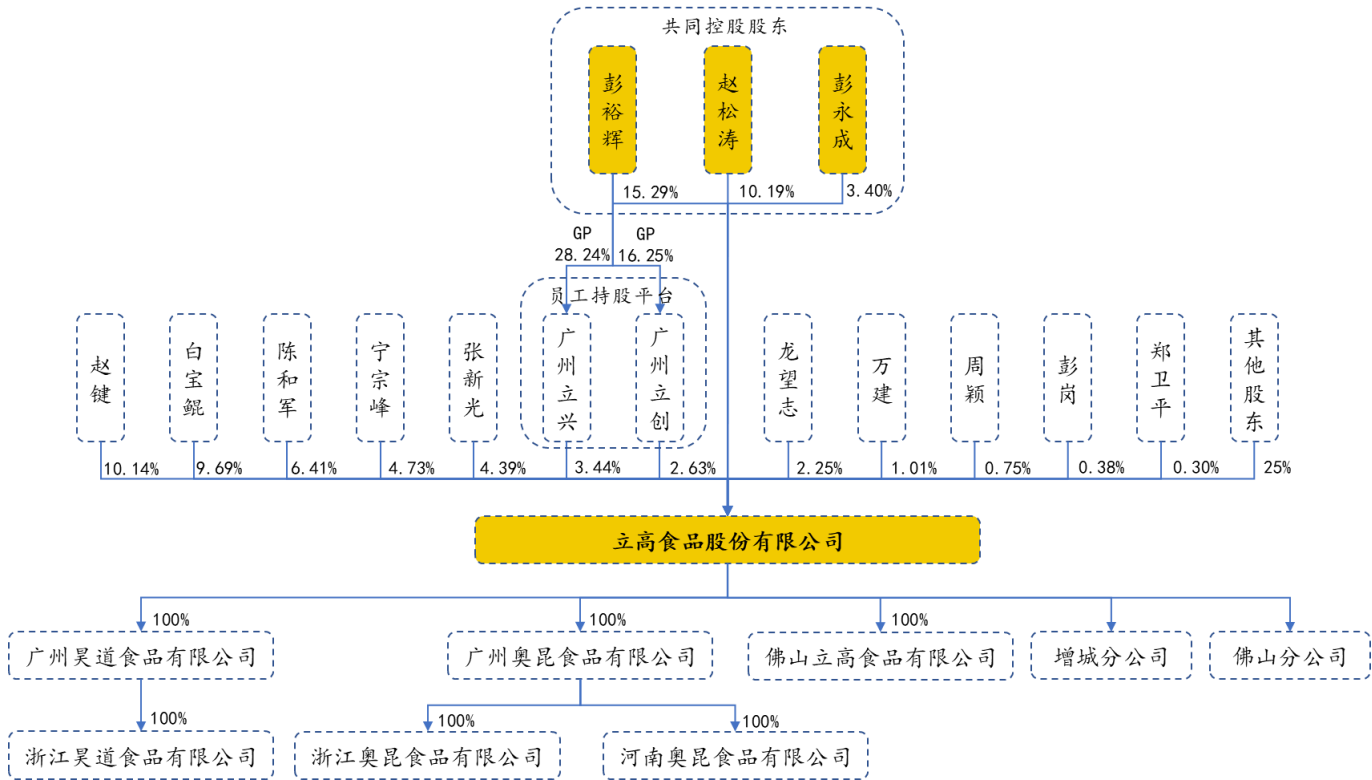
资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.4 家族控股稳定发展，股权激励利益绑定

公司共同控股股东彭裕辉、赵松涛和彭永成为一致行动人，合计直接和间接控制公司 34.95% 的股份。其中彭裕辉直接持有公司 2588.90 万股，占比 15.29%；通过作为执行事务合伙人持有员工持股平台广州立兴和广州立创 28.24% 和 16.25% 的出资额，间接控制公司 3.44% 和 2.63% 的股份。赵松涛，彭裕辉的姐夫，直接持有公司 1725.93 万股，占比 10.19%；彭永成，彭裕辉的父亲，直接持有公司 575.31 万股，占比 3.40%。公司家族控股稳定，股权较为集中。

2018 年，考虑到公司的长远发展以及提升管理层及核心员工的积极性，公司实施股权激励计划：高级管理人员龙望志、周颖、郑卫平直接持有公司股份，其他管理层及核心员工通过员工持股平台广州立兴和广州立创间接持有公司股份，计提股份支付费用 3665.22 万元。

图 14：立高食品股权结构图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

大力度股权激励计划，聚焦收入长期高增。2021 年 7 月 30 日，公司发布新一期股票期权激励计划（草案），主要对象为公司 9 位核心高管，拟授予股份 850 万股，约占总股本 5.02%，行权价格为每股 108.2 元，考核期限长达 5 年，长期绑定管理层利益。

9 位核心管理人员中公司董事、副总经理、奥昆总经理陈总拟获授期权比例较高，我们认为奥昆作为公司主要的收入来源，同时也是中国冷冻烘焙龙头品牌，给予其管理人员较高股权激励，有助于增强其经营动力并加强管理团队稳定性及凝聚力，保障公司稳健发展。

表 2：激励计划拟授予的股票期权分配情况

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	14.71%	0.74%
2	赵松涛	董事、副总经理	100	11.76%	0.59%
3	陈和军	董事、副总经理	350	41.18%	2.07%
4	龙望志	董事会秘书、副总经理	50	5.88%	0.30%
5	周颖	营销总监	65	7.65%	0.38%
6	彭岗	行政总监	50	5.88%	0.30%
7	郑卫平	研发总监	20	2.35%	0.12%
8	公司 (含子公司) 其他核心管理人员 (共计 2 人)		90	10.59%	0.53%
合计			850	100.00%	5.02%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司层面使用年度营业收入作为考核标准，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%，经测算若完成目标值则五年公司营收 CAGR 大于等于 27.7%。此外该激励方案将考核年度目标值的 80% 设为触发值，即激励实施的营业收入目标下限；并将未来五年分为五个行权期，每期行权比例皆为 20%。

表 3：公司营收考核标准

行权安排	考核年度	行权比例	考核年度营业收入 (A)	
			目标值 (Am) (以 2020 年营业收入为基准)	触发值 (An)
第一个行权期	2021 年	20%	40%	不低于考核年度目标值的 80.00%
第二个行权期	2022 年	20%	75%	
第三个行权期	2023 年	20%	118%	
第四个行权期	2024 年	20%	170%	
第五个行权期	2025 年	20%	240%	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

此激励方案从公司收入和个人绩效两方面决定每期激励可行权比例，激励对象当年实际可行权的股票期权数量=个人当年计划行权的股票期权数量×公司层面可行权比例×个人层面可行权比例。个人绩效完成度同样以 80% 为触发，达到后按比例实现个人可行权比例。

表 4：公司及个人层面考核完成度及可行权比例

业绩完成度	公司层面可行权比例 (X)	个人绩效考核完成度 (C)	个人层面可行权比例 (S)
$A \geq A_m$	$X=100\%$	$C \geq 100\%$	$S=100\%$
$A_n \leq A < A_m$	$X=A/A_m \times 100\%$	$80\% \leq C < 100\%$	$S=C$
$A < A_n$	$X=0$	$C < 80\%$	$S=0\%$

资料来源：公司公告，国元证券研究所

净利率或因激励费用短期承压，长期盈利能力提升趋势不改。预计此次股权激励计划产生费用 2.32 亿元，摊销到 2021-2026 年分别为 3126、8308、5479、3549、1999、739 万元，其中 2022、2023 年有一定的费用摊销压力，净利率或将在短期承压，但随着收入规模不断提升，摊销费用逐步减少，盈利能力将会得到持续释放。

2. 烘焙食品：供销两旺蓬勃发展，冷冻烘焙大有可为

2.1 大烘焙千亿市场，业态更迭快速扩张

2.1.1 中国烘焙行业历史复盘

我国现代烘焙业起步于上世纪 80 年代，根据目前我国烘焙食品市场主要终端销售形态和相应生产模式转变，可划分为以下发展阶段：

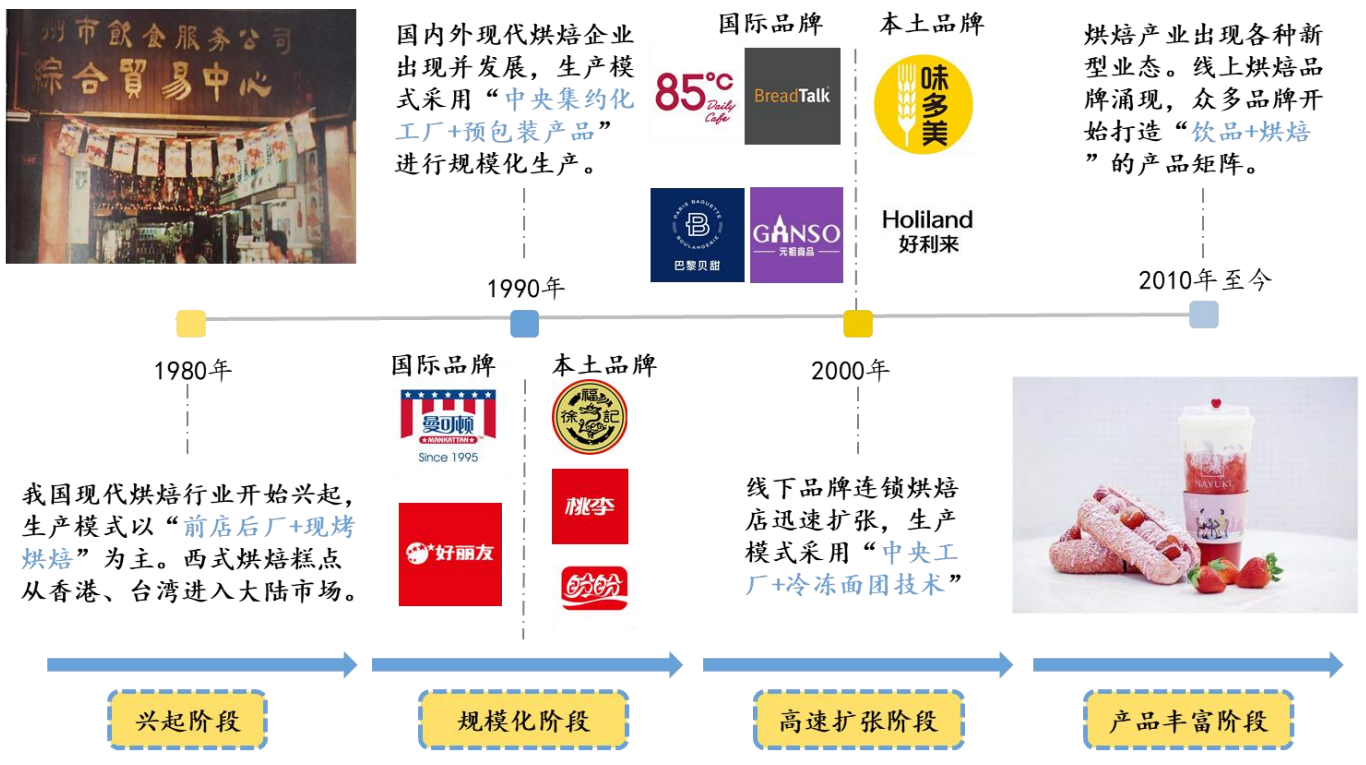
1980 年，我国现代烘焙行业开始兴起，生产模式以“前店后厂+现烤烘焙”为主。西式烘焙糕点从香港、台湾进入大陆市场，产品从原料到成品的制作全过程均在烘焙店或附近作坊完成，销售模式以单店经营为主，产品品类单一，渗透率低。这类模式在我国三四线城市仍以大量长尾市场存在。

1990 年，现代烘焙企业出现并发展，生产模式采用“中央集约化工厂+预包装产品”进行规模化生产。比利时曼可顿、韩国好丽友相继进入中国，徐福记、桃李面包、盼盼食品等国内烘焙糕点零售企业也相继成立和发展。以商超、大卖场、便利店等为终端渠道进行销售。这类模式下的龙头企业已陆续成为全国性烘焙品牌。

2000 年，线下品牌连锁烘焙店迅速扩张，生产模式采用“中央工厂+冷冻面团技术”。新加坡面包新语、台湾 85 度 C、克莉丝汀、元祖食品、韩国巴黎贝甜进入中国大陆市场，中国本土品牌、好利来、味多美等高速扩张。因强大的资本优势，品牌自建中央工厂生产冷冻烘焙食品，供应区域内门店。凭借精致的店面、新鲜的产品，线下品牌连锁烘焙店的市占率不断提升，但受限于高成本和品牌定位，目前尚未出现全国性连锁品牌。

2010 年至今，烘焙产业出现各种新型业态。除了上述传统模式中西式烘焙糕点企业外，还涌现出众多互联网蛋糕品牌、线上烘焙品牌，众多咖啡和新式茶饮品牌也开始打造“饮品+烘焙”的产品矩阵，业态多样化，进一步打开消费空间。

图 15：中国烘焙行业历史沿革

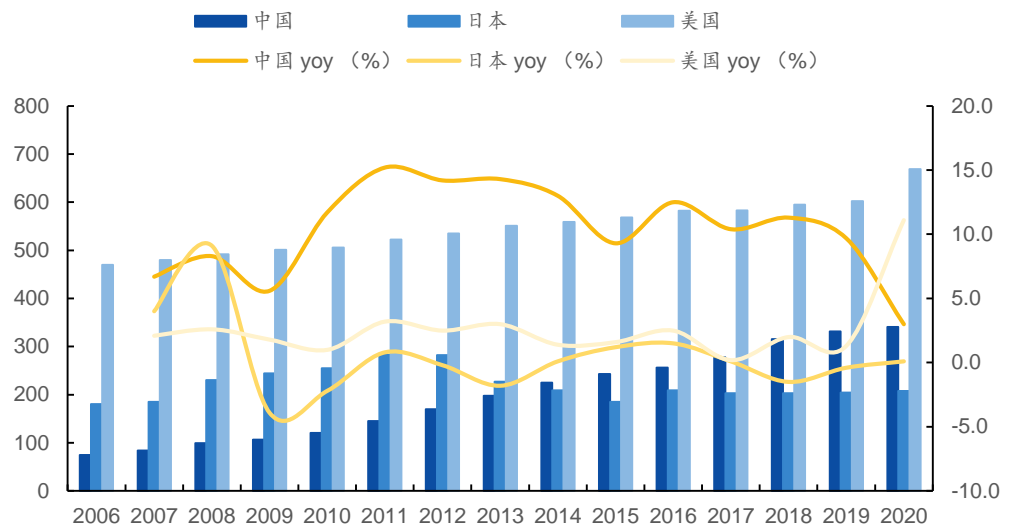


资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

2.1.2 中国烘焙市场现状和空间

中国烘焙食品市场空间巨大，伴随着饮食习惯西化，叠加消费升级、业态变化、渠道扩张、下午茶兴起等因素共同推动烘焙食品市场持续增长。烘焙食品兼具主食和休闲食品的属性，既有通常作为早餐的吐司、牛角包、欧包等产品，也有作为休闲食品的各类蛋糕、蛋挞、甜甜圈等产品；同时中式糕点如绿豆糕、蛋黄酥、老婆饼、月饼等，也是我国传统文化的一部分。因此根据欧睿国际数据，2006年-2020年，我国烘焙行业零售总额从597亿元增长到2358亿元，年均CAGR为10.31%，增长率远高于同时期美国和日本。

图 16：中、美、日烘焙行业零售总额（单位：亿美元）及增速



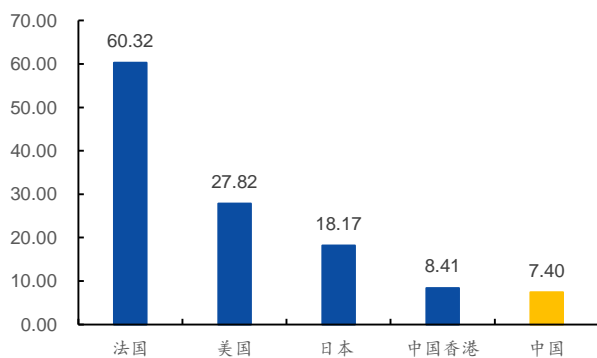
资料来源：欧睿国际，国元证券研究所

从消费量来看，中国人均烘焙食品消费水平与发达国家和地区还有较大差距，未来存在提升空间。据欧睿国际统计，2019 年，我国人均烘焙食品消费量仅为 7.40 kg/人，处于全球后 25%水平，远低于法国的 60.32 kg/人、美国的 27.82 kg/人，也低于与中国饮食习惯相近的亚洲其他国家和地区，如日本的 18.17 kg/人、中国香港的 8.41 kg/人。

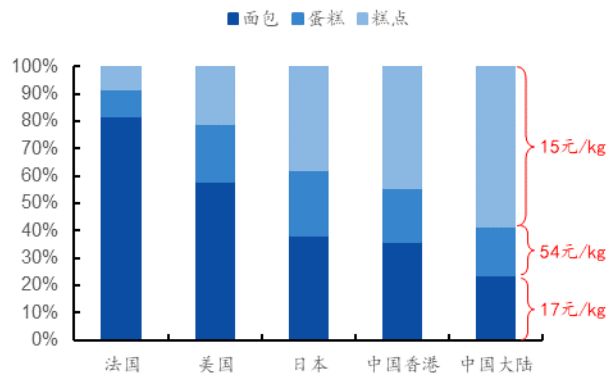
从消费结构来看，中国烘焙消费偏好与欧美国家有较大差异，把烘焙食品分为面包、蛋糕和糕点三个大类，中国消费者的烘焙食品消费量中约有 50%都是低单价糕点类产品，远超欧美国家平均水平，也高于与中国大陆饮食习惯相近的亚洲其他国家和地区，如日本和中国香港。中式糕点品类丰富，但集中度低且价格低廉，以散装、手工作坊业态为主。未来随着烘焙食品品牌化、高端化的趋势发展，我国烘焙食品消费的结构将会更均衡，消费单价有提升空间。

图 17：中国人均消费量低于发达国家（单位：kg）

图 18：中国消费结构与发达国家有较大区别



资料来源：欧睿国际，国元证券研究所



资料来源：欧睿国际，国元证券研究所

整体烘焙食品市场保持增长。根据欧睿国际数据，2019年中国人均烘焙食品消费量为7.4千克，2015-2019年烘焙食品平均单位价格CAGR为4.78%。因此我们假设2025年中国人均烘焙食品消费量有望达到中国香港2019年水平，2019-2025年单价CAGR为5%。经过测算，我们预计2025年中国烘焙食品市场空间将达到3519亿元，2019-2025年CAGR为7.42%。

图 19：2025 年中国烘焙市场空间预计将超过 3500 亿元



资料来源：欧睿国际，中国社科院，国元证券研究所

注：2020年数据可能受疫情影响，故测算基数均采用2019年数据

冷冻烘焙食品渗透率提升叠加行业增长，行业有望迎来快速增长阶段。通过烘焙门店口径测算，2019年中国冷冻烘焙市场空间为194-292亿元。根据《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》数据，2019年日本冷冻面团渗透率高达50%，而中国仅约10%。因此我们预测2025年该比例可达10%-15%，其对应的冷冻烘焙食品市场空间或可超500亿元。

表 5：未来五年，冷冻烘焙行业规模预计快速增长

时间	测算项目				冷冻烘焙市场空间
	烘焙门店渗透率	烘焙门店销售额	成本占比	烘焙门店行业占比	
2019	20%-30%	1239 亿元	40%	51%	194-292 亿元
2025	烘焙行业市场空间 3519 亿元		冷冻烘焙食品占比 10%-15%		352-528 亿元

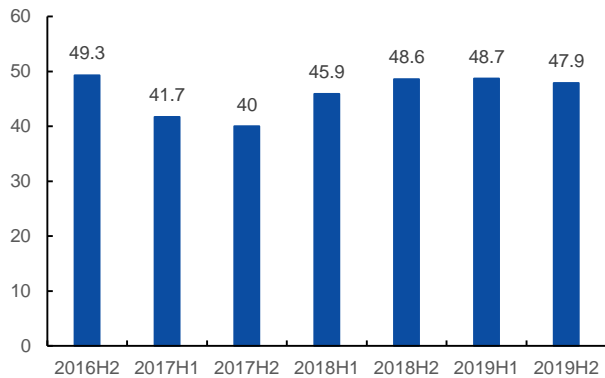
资料来源：《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》，欧睿国际，中国社科院，草根调研，国元证券研究所

2.2 价格提升驱动行业发展，加速渗透挖掘存量空间

根据美团点评数据，2016-2019年全国范围内的烘焙门店数并未呈现出上升趋势，反而略有下降。而在2020年疫情冲击之下，我们认为中小型烘焙门店经营可能面临较大压力，从而导致门店数进一步减少，连锁经营门店抗风险能力较强，行业集中度加速提升。

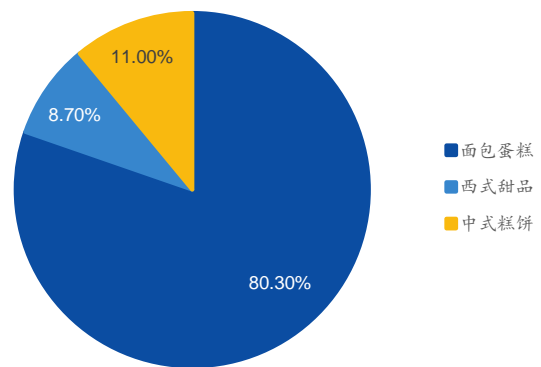
但与此相反的是，我国烘焙行业零售额自2016年以来持续上升。根据欧睿数据，零售额从2016年的256亿美元提升至2020年的341亿美元，CAGR4为7.4%。因此我们认为近年零售额总量提升的驱动主要来自于价增，即消费升级所带来的行业增长。

图 20：全国烘焙门店数没有显著上升趋势（单位：万家） 图 21：面包蛋糕店仍为烘焙食品主力业态



资料来源：美团点评，国元证券研究所

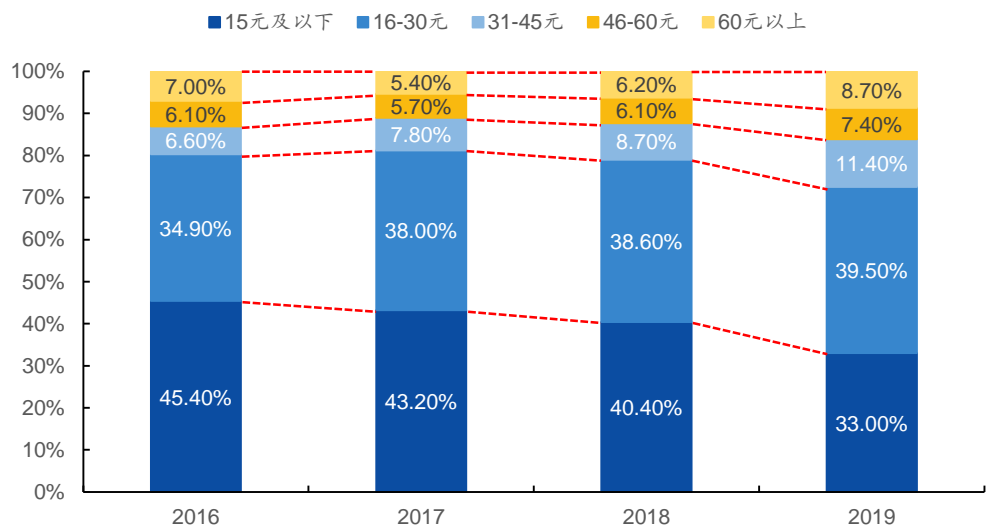
注：烘焙门店指美团点评平台所收录的，以现制面包、蛋糕、西式甜品、糕饼等烘焙食品为主的线下经营门店



资料来源：美团点评，国元证券研究所

烘焙门店人均消费已逐渐接近正餐。根据美团点评数据，烘焙门店人均消费 15 元及以下的比例从 2016 年的 45.4% 降至 33.0%；而 16-30 元、31-45 元的比例分别从 34.9% 升至 39.5%、6.6% 升至 11.4%。主流烘焙产品的价格正逐渐从第一代产品的 5-10 元的价格，进入到第二阶段升级后的 10-30 元价位。而现在随着混合业态的加入，新业态烘焙店客单价正逐步提升到 50 元以上，已经开始逐渐接近正餐消费水准。

图 22：2016-2019 年全国面包蛋糕类烘焙门店人均消费区间分布

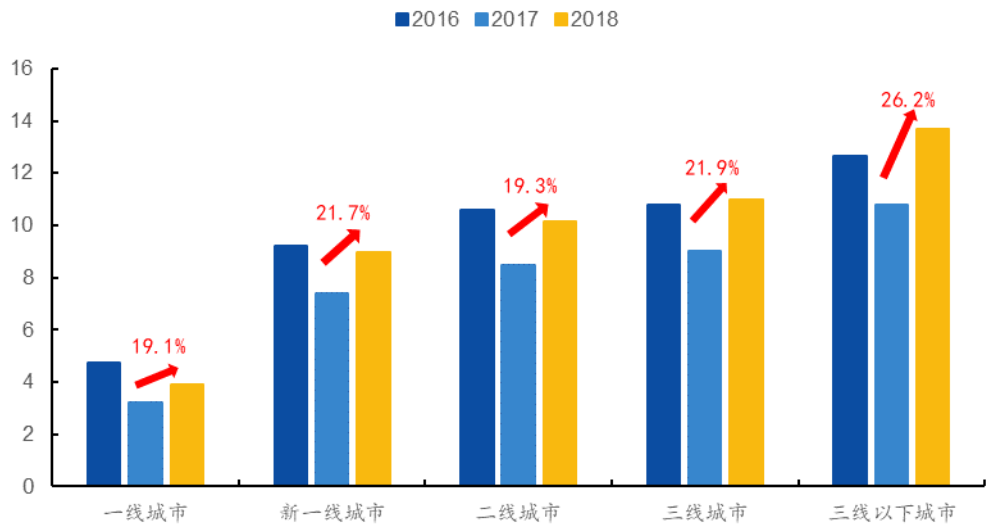


资料来源：美团点评，国元证券研究所

三线及以下城市仍有渗透率提升空间。在经历 2017 年行业低谷后，我们同时发现烘焙行业正在三线以下城市加速渗透。2018 年，三线城市的烘焙门店数同比增速为 26.2%，显著高于一线城市的 19.1%。根据此数据，我们推断中国烘焙市场空间在需求量方面仍有空间可以挖掘，伴随我国脱贫工作完成、全面迈进小康社会、人均收入

提升，尤其是三线及以下城市未来有望迎来量价齐增的行业繁荣景象。

图 23：烘焙门店在三线以下城市加速渗透（单位：万家）



资料来源：美团点评，国元证券研究所

2.3 烘焙原料行业并驱争先，冷冻烘焙格局尚未显现

烘焙食品原料指用于制造烘焙食品的各种原材料和辅料，其中主要原材料包括面粉、油脂、糖类、奶油、水果制品、酱料、巧克力等。

- ① **奶油**：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。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。以制作蛋糕产品为例，欧睿国际数据显示，2020 年我国蛋糕市场销售额为 973 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，在我国，仅蛋糕生产中，烘焙奶油的市场规模就已经达到 88.35-119.19 亿元。

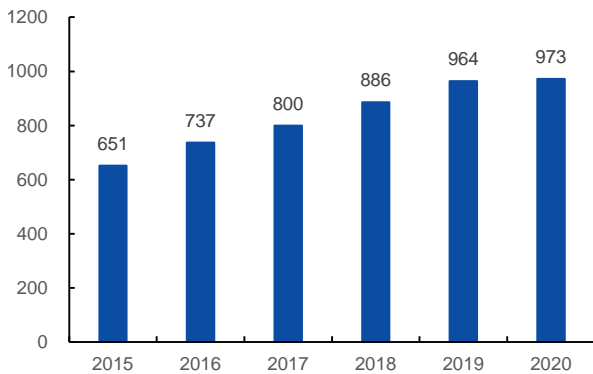
表 6：奶油类产品的分类、特性及市场主要品牌

分类	生产流程	特性	品牌
含乳脂奶油	在植脂奶油中添加乳脂成分	兼具稀奶油和植脂奶油优点：奶香浓郁、打发性好，性能稳定	维益、立高、南侨、海融、顶益、英士顿、亿成
植脂奶油	以氢化植物油制成的植脂类制品	不受奶源的制约，成本较低，且使用方便、性能稳定	安佳、爱乐薇、雀巢、总统、蓝米吉、多美鲜
稀奶油	由牛奶离心脱水后制成	口感好，成分健康，进口为主，成本高	安佳、爱乐薇、雀巢、总统、蓝米吉、多美鲜

资料来源：公司公告，国元证券研究所

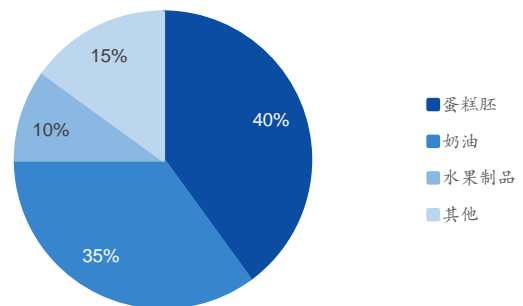
② **水果制品**：水果制品是以水果、果汁或果浆和糖等为主要原材料，加工制成的产品。烘焙水果制品包括果馅、果溶等，饮品水果制品包括果泥、饮料浓浆等，一般除烘焙、饮品用水果制品外，还有制作酸奶、佐餐等其他用途的水果制品。根据水果制品成本占蛋糕售价的 2.5%到 3.5% 左右进行测算，2020 年烘焙水果制品仅在蛋糕品类，市场规模就达到 24.54 亿元到 34.36 亿元。

图 24：中国烘焙食品蛋糕类零售额（亿元）



资料来源：欧睿国际，国元证券研究所

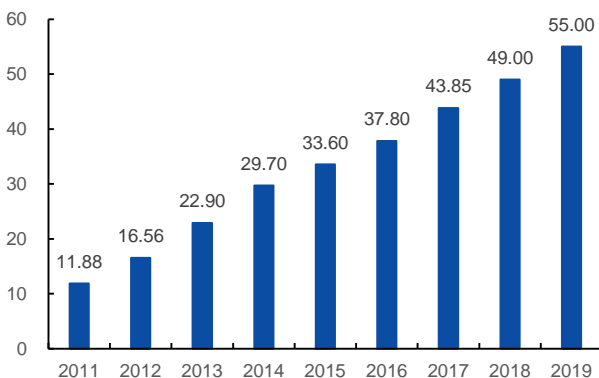
图 25：蛋糕原材料成本占比



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

③ **烘焙酱料**：作为西式调味品，引入我国后最初主要用于西式餐饮，后随着我国餐饮业中西方融合程度的增加，各类中西式食品中也均有使用酱料产品。目前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。其中酱料中最为广泛使用的沙拉酱市场规模从 2011 年的 11.9 亿元增长至 2019 年的 55 亿元，年复合增长率达到 21.06%。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 26：中国沙拉酱市场规模保持高增（单位：亿元）



资料来源：观研天下，国元证券研究所

图 27：主流西式酱料种类及其原材料和使用场景

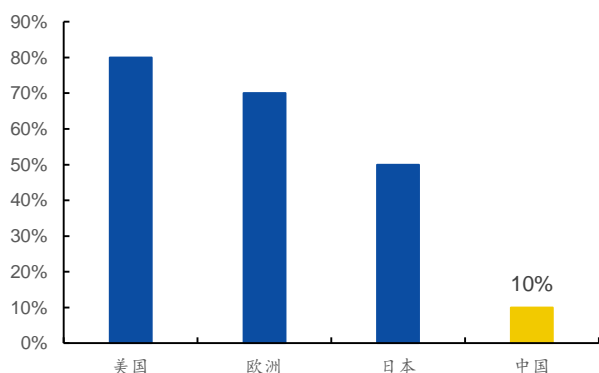
分类	原材料	使用场景
卡仕达酱	鸡蛋、牛奶（鲜奶油）、砂糖、奶油、香料、香草、玉米淀粉、明胶等	可用作面包的装饰，馅料，也可以用来做泡芙
沙拉酱	色拉油、蛋黄、酸醋、糖、芥末、食盐、食用色素等	常用作沙拉、三明治、面包、薯条等的调味品
蛋黄酱	植物油、蛋、柠檬汁或醋等	常用于沙拉、三明治等料理
番茄酱	番茄、醋、糖、盐、众香子、丁香，肉桂、洋葱、芹菜，蔬菜油等	常用于薯条、炸鸡、意大利面等料理

资料来源：公开资料整理吗，国元证券研究所

冷冻烘焙食品因具备口感好、生产效率高、节约成本、易于协调产销存、品质安全稳

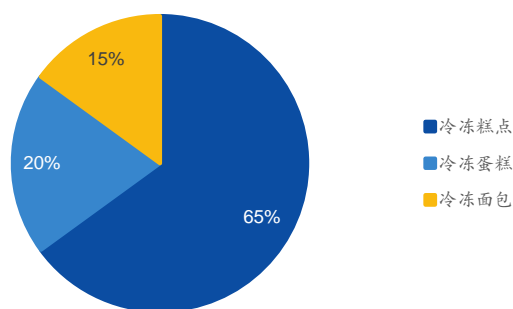
定、便于品种多样化等多种优点，在欧美得到迅速的普及和发展。冷冻烘焙食品根据产品种类的不同主要包括冷冻糕点和冷冻面包。根据荷兰合作银行 2014 年发布的《中国冷冻面团行业的现状与未来》，我国冷冻烘焙食品中，冷冻糕点占比达到 65%，而冷冻蛋糕、面包的市场份额仅分别为 20%、15%。主要原因是冷冻面包与冷冻糕点相比，加入了酵母，若工艺不当则产品易变质、发酸、体积缩小，因此技术难度较高、生产过程控制要求更严。同时，冷冻面包对仓储及运输温度要求更高，需要企业具备更强的冷链物流控制能力。

图 28：中国冷冻烘焙产品在烘焙店的渗透率较低



资料来源：《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》，国元证券研究所

图 29：冷冻面包曾受客观条件限制，市场份额较低



资料来源：《中国冷冻面团行业的现状与未来》，国元证券研究所

中国冷冻烘焙行业格局尚处于成长阶段，格局分散。行业中的竞争者致力于开辟新用户、占领市场，需求增长较快，进入壁垒逐渐提高。由于烘焙品类较多，竞争者各有所长，因此目前仍处于差异化竞争状态。例如东莞黑玫瑰食品为法国独资企业，产品主要为法式面包及点心；南侨食品生产烘焙应用油脂起家，冷冻烘焙方面则以各类冷冻酥皮面团等为主。立高食品 2020 年冷冻烘焙产品营收 9.56 亿元，产能 5.32 万吨，处在行业第一梯队。

表 7：中国冷冻烘焙行业主要参与者

公司名称	公司简介	主要产品	业务规模
立高食品 (奥昆)	成立于 2000 年，2014 年收购广州奥昆拓展冷冻烘焙产品业务	甜甜圈、紫薯包、老婆饼、蛋黄酥、蛋糕等冷冻烘焙半成品及成品	2020 年冷冻烘焙产品营收 9.56 亿元
南侨股份	成立于 2010 年，为中国台湾的南侨投资控股股份有限公司在国内的运营主体	烘焙应用油脂、稀奶油、冷冻面团等	2020 年冷冻烘焙产品营收 1.15 亿元
东莞黑玫瑰	成立于 2004 年，位于广东东莞，为法国独资企业	牛角包、丹麦酥、挞皮、法式小点心等	
江西鑫万来	成立于 2012 年，位于江西	蛋挞皮、爆酥小贝、蛋黄酥、月饼等	年产可达 8 亿人民币
济南高贝	成立于 2007 年，位于山东济南	蛋挞皮、披萨饼底、麦芬蛋糕、甜甜圈、榴莲酥、法式酥皮、鲜花饼、牛角包、菠萝包等产品	年产 3 万吨
新迪嘉禾	成立与 1996 年，位于浙江杭州	慕斯蛋糕系列、重油蛋糕系列、甜甜圈系列、欧式面包系列、吐司系列等	年产超过 10 万吨
千味央厨	成立与 2012 年，总部位于河南郑州，主业面向餐饮企业提供速冻面米制品的研发、生产和销售	主要烘焙产品包括手工挞皮、华夫、可颂冷冻面团等	2019 年烘焙类产品营收 1.97 亿元

资料来源：公司公告，企业官网，国元证券研究所

3.核心优势：先发技术树壁垒，渠道服务强黏性，全国布局握先机

3.1 工业化变革大势所趋，产品优势打下坚实基础

3.1.1 解决传统行业痛点，集中度提升格局打开

烘焙行业目前正处于模式变革阶段。早期的饼房、饼店业态集中度低且难以提高。从产业链来看，饼房的业务包括产品研发、生产、推广和销售。对于规模较小的饼店来说，难以拥有充足的专业人员负责各项业务，导致规模难以扩大。从经营模式来看，传统饼店多为前店后厂模式，即便转型区域化连锁，由区域中央工厂生产，也同样受制于较短的运输半径，通常来说仅能做到小范围区域化连锁。

图 30：中国烘焙行业模式变迁示意图

工业化、集约化、标准化			
	前店后厂+现烤烘焙	中央工厂+预包装	中央工厂+冷冻烘焙
终端业态	自营家庭作坊	现代烘焙企业	线下烘焙连锁店、商超、餐饮
细分模式特点	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	采用中央集约化工厂生产，以商超、大卖场、便利店等为终端渠道进行销售的品牌。典型代表为国内的桃李面包等企业。	品牌自建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
优势	产品新鲜美观、口感好、烘焙店购物氛围较好	规模化生产、常温保存保质期长、运输方便、产品便宜	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
劣势	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	产品口感及新鲜度逊于其他两类、对渠道掌控力要求较高	生产线建立成本高，需要冷链运输、冷冻保存，运输半径小，受距离限制

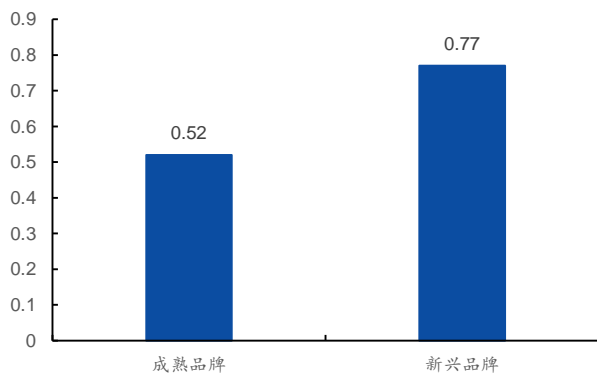
资料来源：公司公告，国元证券研究所

冷冻烘焙技术的应用，解决了烘焙行业销售渠道的不同痛点，推动烘焙食品行业满足消费者对新鲜、多样、安全、健康的需求。

单体烘焙店：冷冻烘焙技术通过中央工厂进行规模化和标准化生产，解决由于专业人员的匮乏和技术的不足导致产品品控问题和食品安全问题。通过轻资产模式节约烘焙店的设备和租金成本，降低烘焙店的经营风险；通过长保质期的冷冻面团，解决产销协调问题。

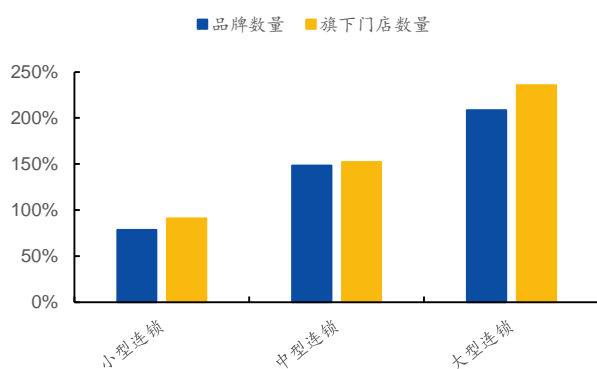
品牌连锁店：虽然可以自建中央工厂，但烘焙产品种类众多且冷冻烘焙食品生产线投入较大，大量产品无法实现规模经济。利用第三方生产的冷冻烘焙食品，可以补充其不具备能力生产或者生产成本较高的品类，更为经济和效率，可以丰富烘焙门店的产品品类，并实现产品的快速迭代，更好地满足消费者多样化的需求。可以助力品牌跨区域拓店，降低新建中央工厂成本。

图 31：成熟品牌闭店率远低于新兴品牌



资料来源：《2019年中国烘焙门店市场报告》，国元证券研究所

图 32：2018年全国烘焙门店连锁品牌规模同比增速



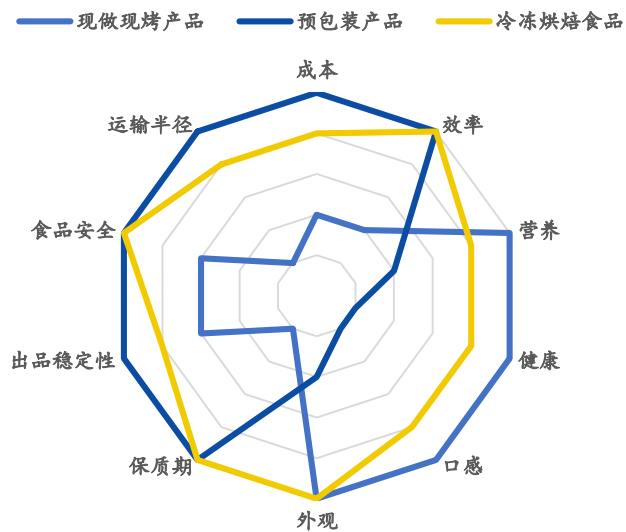
资料来源：《2019年中国烘焙门店市场报告》，国元证券研究所

注：小型/中型/大型连锁分别指 5-19 个/20-49 个/大于等于 50 个门店

商超、餐饮、饮品店、便利店：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，冷冻烘焙食品可以帮助这类非专业单位销售现烤产品，丰富其产品结构，提高其烘焙食品的口感和质量，提升消费者的消费体验和购买欲望。

预包装产品：随着消费者对烘焙食品的口感、安全、营养、健康的要求不断提升，烘焙食品也不断由预包装产品向现烤产品发展。由冷冻面团烤制的烘焙食品不添加防腐剂，较预包装产品更健康，安全性更高。

图 33：冷冻烘焙食品兼具现做现烤和预包装产品的优点



资料来源：国元证券研究所

冷冻烘焙食品的出现使得现烤烘焙食品销售渠道正由过去以烘焙店为主逐渐发展成烘焙店、商超、餐饮、饮品店、便利店和电商等并行的局面，推动了烘焙行业销售渠道的丰富。冷冻烘焙食品不仅可以提高其在现有烘焙行业销售渠道中的渗透率，还能为烘焙行业创造新的需求，提高烘焙行业整体的市场规模。

3.1.2 先发优势造就行业领先，综合技术壁垒打造护城河

多年探索积累铸就综合技术壁垒，先发优势巩固龙头地位。立高经过多年的研发和经验沉淀具备独特和创新的产品配方及生产工艺，从而能够在行业中筑起综合技术壁垒。虽然行业企业数量众多，但这些企业技术水平参差不齐，大量中小企业自动化水平不高，导致生产效率偏低，质量不稳定，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，公司还具有一定的先发优势，较早的引进国外先进设备，切入挞皮、甜甜圈等品类，领先行业。凭借上述技术优势，公司得以大规模生产技术难度较大的甜甜圈、白吐司、欧包等冷冻面包产品，以及含乳脂植脂奶油、可丝达酱等烘焙食品原料，得到市场的高度认可。

表 8：立高食品冷冻烘焙食品品类业务发展和产品技术优势

时间	品类业务	产品特点及技术优势
2009	开启冷冻烘焙食品业务，产品集中在 老婆饼、绿豆饼、鲜花饼 等无需发酵、生产工艺较为简单的中式糕点	1) 改良老婆饼的配方，通过自动输送线实现自动化生产，保证产品品质，增强口感层次， <u>实现全国性推广</u> 2) 广州昊道专业生产冷冻烘焙食品使用的绿豆馅、鲜花馅等馅料，一般不对外销售，保证公司冷冻烘焙食品拥有 <u>难以模仿的独特口味</u>
2013	开始建设 挞皮 产品的自动化生产线	1) 引入挞皮自动化生产线，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 <u>自主改造</u> ，并对生产线的布局和生产设备间的协同进行 <u>自主调整</u> ，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， <u>大幅降低了挞皮的生产成本</u> 2) 通过生产流程控制体系对生产过程进行精准管理，又在关键岗位上设置核心人员根据每一批次原材料的差异对 <u>生产工艺参数进行动态调整</u> ，保证了大规模生产过程中产品的稳定性 3) 通过定制化面粉， <u>增加保水性原料</u> 等方式，提高挞皮产品的酥化度，减少 5% 的水分流失，解决其水分易流失、开裂发干的难题 4) 2018 年， <u>升级优化挞皮配方</u> ，使挞皮单位耗油量有所降低
2015	推出 甜甜圈、牛角包、手撕包 等冷冻面包产品	1) 通过选择特殊的原辅料和其配比，解决甜甜圈产品冷冻储存后，再解冻复烤口感下降的难题，水份流失小于 1.5%，保证内部水份，延缓老化时间 2) 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 <u>大量适应性的自主改造</u> ，保证甜甜圈产品的稳定性，并形成了“一种甜甜圈自动化连续式生产装置”发明专利等技术成果 3) 通过公司烘焙食品原料板块专供的草莓酱、蓝莓酱、沙拉酱，推出多款独特口味的甜甜圈产品
2018	推出 蛋黄酥 新品	实现了蛋黄酥工业化生产线批量生产，解决咸蛋黄为整颗蛋黄无法实现自动化生产的难题，产品更加甜香，外皮层次分明，得以在市场上规模化推广
2019	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，产品出油导致没有膨胀力

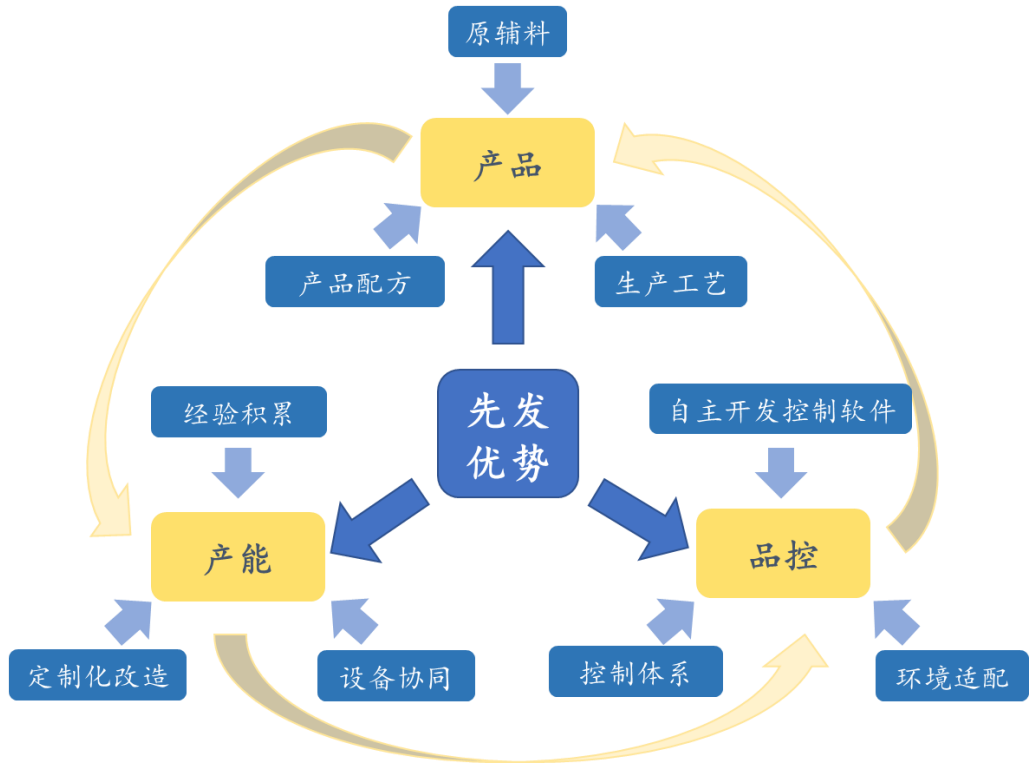
资料来源：公司公告，国元证券研究所

具体来看，第一，公司具备独特和创新的产品配方及生产工艺。在配方方面，公司通过原辅料的选择和配比，建立起了产品的竞争优势。在生产工艺方面，公司通过对生产工艺进行不断改良与升级，持续提高产品的口感、外观、使用便利性。

第二，公司具备对自动化生产线的定制化改造和优化能力。烘焙食品原料和冷冻烘焙食品的生产条件较为严苛，不同的产品配方、生产工艺、生产场地，对生产线及生产设备都有着不同的要求。公司除了从国内外引入自动化生产线外，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。同时，公司还不断总结生产经验，对生产线和生产设备进行多次迭代升级，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。

第三，公司具备大规模生产条件下的全过程品控能力。公司下游客户需要连续、多批次地采购及使用公司的产品，因此要求公司产品具备稳定的口感和品质。而生产环节中温度、湿度、压力、时间等各种参数的略微差异，都会对产品的品质产生较大影响。公司拥有突出的品控调节能力，保证了大规模生产过程中产品的稳定性。

图 34：立高食品的综合技术壁垒



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 顺势而为打造核心竞争力，多维度发展领跑细分行业

3.2.1 产业产品结构已然成型，渠道多样化乃未来看点

对比美国和日本的烘焙食品市场，在产品销售总额占比结构上，中日两国较为类似，其原因主要为西方国家多以面包作为其主食，而东亚地区则多作为休闲食品食用。而在渠道结构上则产生较大区别，在中国，烘焙产品最主要的销售渠道为传统的烘焙饼店，占比超过 50%；而以商超和便利店为代表的现代零售渠道占比 33.5%，显著低于美日的 53.5%和 63.4%，其中日本主要由于其发达的便利店渠道拉开了与中国的差距，而美国的商超渠道占比超过 60%，显著高于中日。而其它类别中，中国的占比也显著低于美日。

图 35：中美日三国烘焙食品行业消费结构

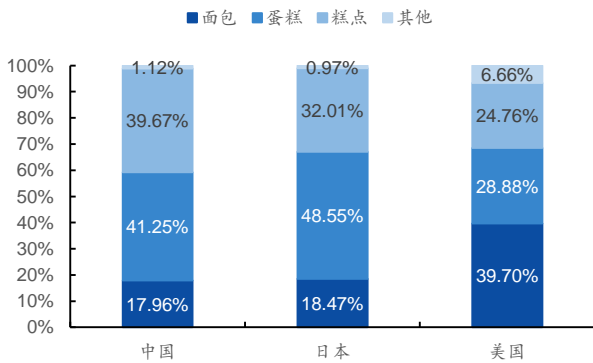
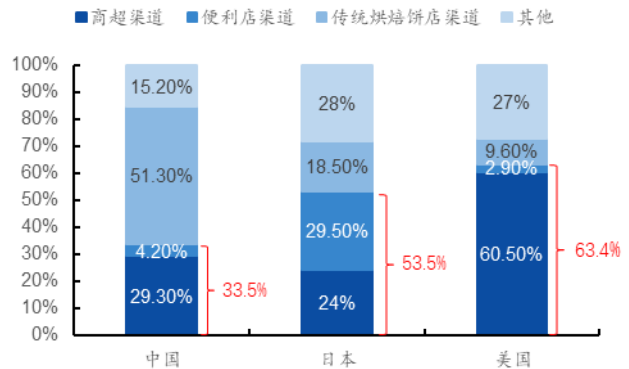


图 36：中美日三国烘焙食品行业销售渠道结构



资料来源：欧睿国际，国元证券研究所

资料来源：欧睿国际，国元证券研究所

通过对比中国与两个东西方具有代表性的发达国家的烘焙食品市场渠道结构，我们总结出以下可能趋势：

- 1) 在中国烘焙食品市场，以商超和便利店为代表的现代零售渠道占比将会持续提升至 50% 以上
- 2) 其中由于中国兼具美国国土广袤以及日本高人口密度的特征，其商超和便利店的比例将会介于美日之间，目前占比较低的便利店渠道预计会在未来加速提升
- 3) 传统饼店渠道增速趋缓，占比或将逐渐减少
- 4) 多样化的其他渠道，例如电商、新零售等，会在未来迎来快速发展

3.2.2 “保姆式”服务加强终端黏性，加码商超餐饮高增渠道

多年耕耘建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多种业态的多元化销售渠道。由于公司终端客户以烘焙行业广泛存在的烘焙门店为主，该类终端客户具有“分布广泛、需求零散、品规众多”的特点。因此公司的销售模式以经销模式为主，直销模式为辅，并补充少量线上电商及线下零售业务。其冷冻烘焙食品客户遍布全国各地，除了幸福西饼、好利来、面包新语、味多美、采蝶轩等知名连锁烘焙店外，还覆盖了沃尔玛/山姆会员店、永辉超市、华润万家、家乐福、盒马生鲜等大型商超，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。在商超和餐饮渠道占据先发优势，占据大量优质客户资源。

图 37：下游客户涵盖各类业态



资料来源：公司公告，国元证券研究所

经过公司近年来加大营销网络体系的全国布局，进行渠道下沉的同时优化经销商结构。至 2020 年末，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数量已超过 1800 家，直销客户超过 400 家，服务的终端客户超过 5 万家。经销商平均创收从 2017 年的 46 万元提升至 2020 年的 78 万元。一方面，公司不断推出新产品，产品竞争力持续上升，对终端客户进行深度服务，使公司规模不断扩大，提高了单个经销商的平均收入，另一方面，公司持续优化经销商体系，主动停止与部分规模较小的经销商的合作，经销商自身的市场开拓能力也有所上升。公司主要经销商的终端客户以烘焙店为主，客户数量和销售金额占比均超过 90%。除此之外，公司经销商终端客户还包括食品加工厂、餐饮客户、酒店、便利店和饮品店等多种类型。

图 38：公司经销商数量及对经销商平均销售收入

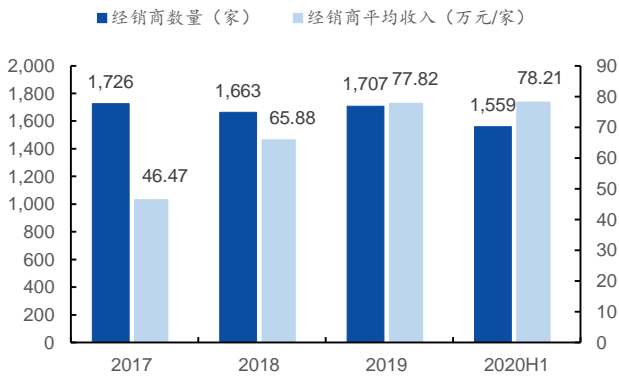
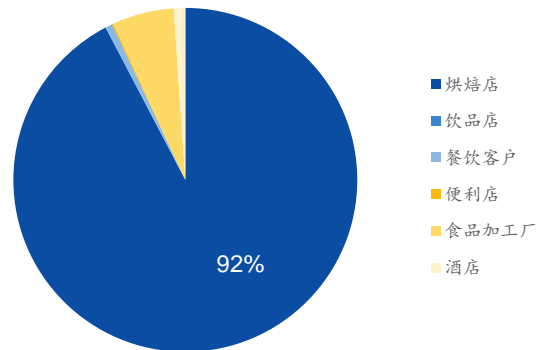


图 39：20H1 公司前 20 大经销商的终端客户销售额占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

高频次定制式“保姆级”服务，爆品营销保持客户粘性。公司通大单品定制、技术培训、营销策划以及运营指导的打包式“保姆级”服务，结合客户实际情况为客户提供切实可行的定制式的业务增长解决方案。同时从产品制作到海报张贴再到产品销售，公司团队都与客户员工共同参与，通过产品落地的实际成绩将自身产品扎根于门店货架上，为将来新一轮大单品落地提供基础，进而建立长期合作。这种能够令客户体验“甩手掌柜”的“保姆级”服务在 2019 年接近 50 万次，目前重点客户可以做到每个月拜访一次。

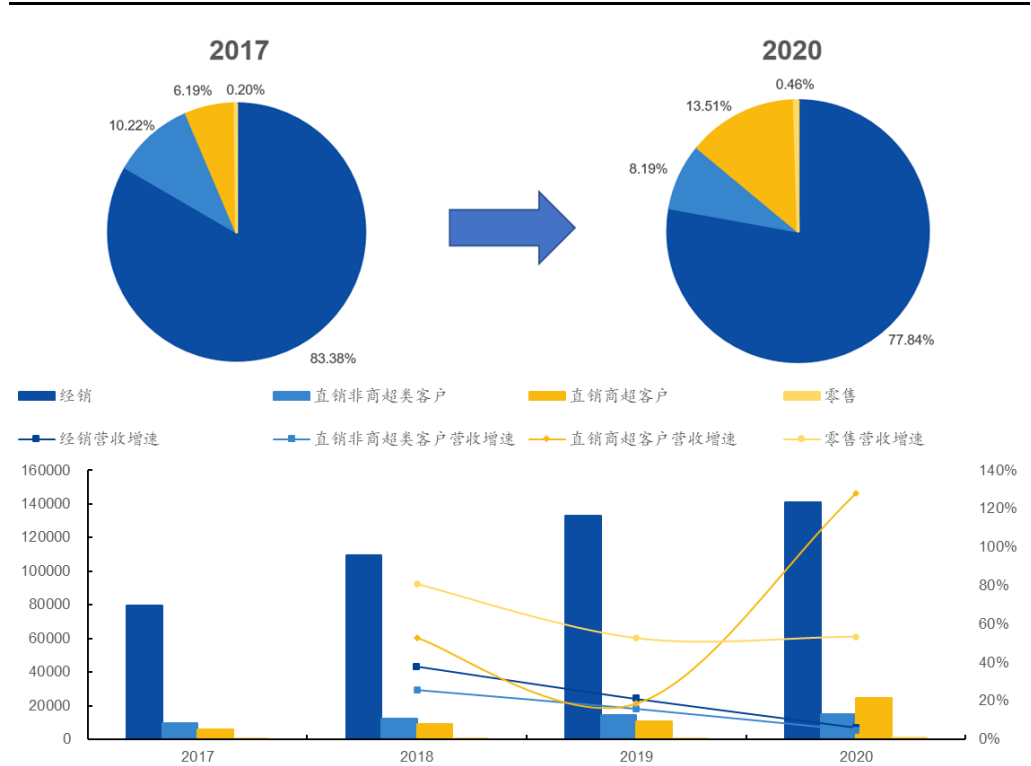
表 9：立高通过产品落地为终端客户提供定制式“保姆级”服务

终端客户服务	服务内容
产品定制	公司为终端客户设计了“果立方”、“帅锅”、“美芝芝”等多款市场热销产品，通过市场走访和蹲点观察调查终端消费者的口感喜好，结合相关销售人员现场试吃，最终敲定一项单品作为产品推广的主角。
销售技术	公司通过产品知识培训使得销售店员自信、专业地向消费者介绍产品卖点，让消费者在理论上了解产品特点。除此之外，立高团队还针对特色产品做出与之风格符合的口号及推广话术。
技术培训	在新品上市之前，公司为终端客户的技术人员定制为期数天的专业烘焙技术培训，通过演示、实操、实时跟踪、考核等方式，让终端客户的技术人员扎实掌握新品的操作技巧，为高质量、标准化的新品提供保障。此外公司 2001 年在行业内推出烘焙 VCD 教学光碟，如今公司则通过抖音、腾讯视频等平台来为更为广阔的客户提供专业的烘焙产品教学。
制作技术	
宣传方案	前期宣传工作方面，公司利用朋友圈、微博、公众号、抖音等自媒体宣传力量，让尽可能多的新老客户了解到新品上市的信息。同时，立高团队为终端客户定制设计了一系列夺人眼球的宣传物料，门店运用海报、吊旗、地贴、产品包装等宣传物料，营造出统一的宣传氛围，成功吸引消费者眼球，切实提升了消费者的购买欲，提升新品的成交可能。
营销策划	
员工奖励	公司运用以往服务其他大客户时总结的经验，结合终端客户的实际情况建立相对公平的推广产品专项奖惩方案，高效地调动了员工的积极性，为“上新”活动提供助力，也为以后的“上新+团建”活动模式提供参考。
运营指导	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，分享的课题包括团队建设、社群运营、门店运营、产业升级、卖货攻略、品牌打造、门店设计、盈利模式设计等烘焙企业运营的关键方面。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。

资料来源：公司公告，立高官方微信公众号，国元证券研究所

多元化渠道与产品双轮驱动，餐饮商超渠道前景广阔。多元化的渠道丰富了公司产品的市场空间，减少了单一渠道的波动风险，增强了公司的抗风险能力。同时，借助渠道与产品的双轮驱动，把合适的产品布局到更多渠道。公司首先根据每个渠道的个性化产品需求去研发产品，针对特定渠道增长较快的产品，如在商超渠道大受欢迎的麻薯可以推广到烘焙渠道，针对烘焙渠道的特点对产品进行微调，为公司带来进一步的收入增长。多元化的渠道布局为公司提供了样本分布更为均匀的市场需求信息，通过成立产品中心，公司可以更加准确把控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，从而实现研发、生产、销售间的联动。

图 40：公司直销商超模式在 2020 年开始快速增长（单位：万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

把握烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道带来的增长契机，充分挖掘增长点。

针对烘焙门店渠道，公司将进一步覆盖仍未使用公司产品的烘焙门店并对已覆盖的门店进行品类扩张。

在商超渠道上，公司采用对主要商超全面覆盖，着重与烘焙业务开展情况较好的商超品牌加强合作的打法，并持续关注其他商超未来的烘焙业务发展情况。2020 年，公司商超渠道的营业收入达到 24,438.35 万元，较上年增加了 128.05%。这源自：一方面，公司开发的新品麻薯取得良好业绩；另一方面，公司商超渠道受疫情影响较小，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。

在餐饮渠道上，其未来市场发展空间广阔，但需要较为长久的培育时间。公司主要通

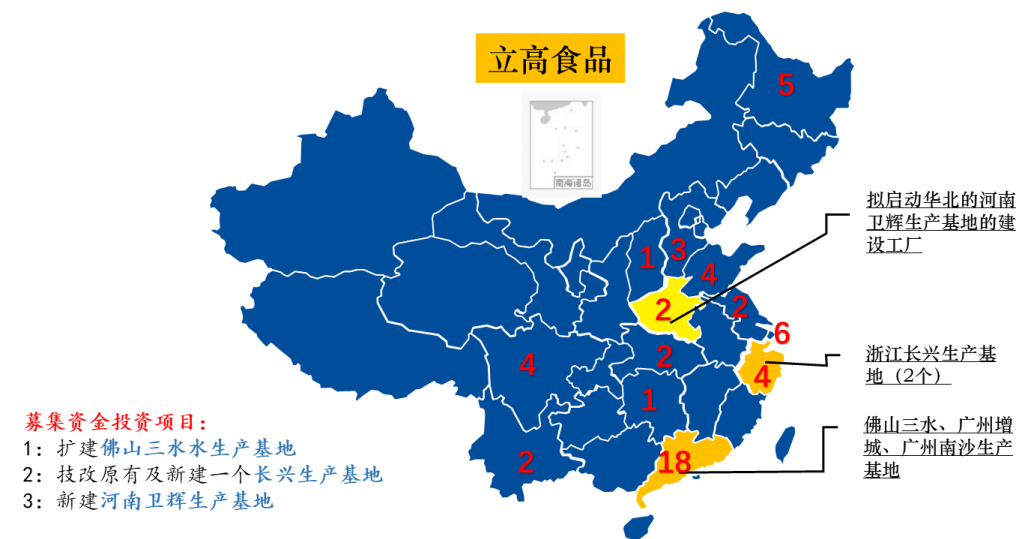
过经销商与小型餐饮客户进行对接，大客户会采取直接对接的方式，发挥自身生产优势，为其打造定制化产品。

3.2.3 中央工厂+配套冷链，全国化布局已然启动

“销地产”掌控核心销售区域。冷冻烘焙食品主要通过中央工厂模式进行生产，需要在销售地附近建设中央工厂，减少运输半径，降低物流成本。华东、华南地区属于中国经济最为发达的地区，消费能力较强，占据公司主要销售份额，公司先后在增城、南沙、佛山、长兴等地建设生产基地，2020 年上半年华南、华东收入占比分别为 37.96%、28.69%。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，总产量超过 10 万吨。

自有加第三方冷链物流辐射全国。除自有及租赁仓库和自有冷链车辆运输外，公司还利用第三方仓储服务和冷链物流。针对烘焙食品原料，公司在广东省内主要通过自有车辆配送，配送半径覆盖约 300 公里，广东省外的区域则主要通过第三方物流公司进行配送。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，位于全国 18 个省、自治区和直辖市，具备充足的自有及合作物流能力，销售网络辐射全国。

图 41：立高食品产能布局情况（红色数字为所在省市冷链仓数量）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

全流程全方位冷链监控保障产品品质。冷冻烘焙食品温度必须控制在零下 18 度以下，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。因此，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。

表 10：立高食品全方位冷链监控系统

冷链管控环节	冷链管控措施
物流	1. 设置合格车辆准入清单 2. 要求自有及第三方车辆均具备实时 18 温度监控系统或便携式温度计 3. 保证装货前及在途运输中温度达标。
仓储	1. 实时监控温度 2. 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
经销管理	已建立了经销商冷链管控制度，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

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

公司于 2021 年 4 月 15 日在创业板挂牌上市，其募投项目主要包括：

(1) **产能方面**，公司扩建广州三水、浙江长兴（技改）生产基地同时新建河南卫辉生产基地。三个项目达产后，公司年产能将合计增加 5.92 万吨冷冻烘焙食品、6 万吨奶油（含挞液）、2.7 万吨水果制品以及 1.74 万吨酱料。届时，公司六大生产基地将组成黄金三角辐射整个中国东南部市场，在满足市场需求的同时，丰富产品品类，提高公司综合竞争力。

(2) **效率方面**，一方面公司通过扩大冷冻仓储能力以及补充流动资金提高运营效率，另一方面公司通过智能信息化升级改造建设提升信息系统的整体功能，提升管理效率。

(3) **研发方面**，公司通过建设研发中心强化产品研发能力，同时以此为平台与科研院所等机构进行深入合作并吸引优秀人才，从而提升公司的技术优势，巩固自身综合壁垒。

表 11：募投项目基本情况及目的

募集资金使用项目	项目投资总额拟使用募集资金		新建建筑面积 (万平方米)	工期 (年)	建成产能目标	建设目的
	(万元)	金额 (万元)				
三水生产基地扩建项目	38243.00	38243.00	7.00	2	6.00 万吨奶油（含挞液） 2.70 万吨水果制品	快速满足华南市场需求
长兴生产基地建设及技改项目	43993.16	43993.16	4.58	2	0.81 万吨冷冻烘焙食品 2.86 万吨冷冻烘焙食品 3.59 万吨酱料和馅料	完善华东生产基地建设。
卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	31100.89	27558.39	8.45	2	2.25 万吨冷冻烘焙食品	提升对华北区域市场的服务能力
研发中心建设项目	5214.00	5214.00	0.59	2		全面提升公司的研发技术水平
智能信息化升级改造建设项目	6793.30	6793.30		2		提高管理效率，降低经营风险
补充流动资金	7000.00	7000.00				扩大业务规模，降低运营成本
合计	132344.35	128801.85	20.62			

资料来源：公司公告，国元证券研究所

深耕华南，巩固华东，剑指华北，全国化雏形已然显现。未来公司将形成华南、华东和华北三大生产区域，六个大型生产基地的全国化布局，能够有效满足客户对烘焙产品及时性的要求，提高运营效率，降低物流成本。伴随募投项目逐渐投产，公司在突破产能瓶颈的同时扩大市场覆盖范围，并且通过建设研发中心及信息化升级，进一步巩固其雄浑护城河，保障未来市场领先地位。

4. 盈利预测及投资建议

4.1 关键假设与预测

4.1.1 产能投放假设

根据公司公告披露的产能建设时限及在建工程投入情况，我们做出以下假设

- 1) 佛山三水生产基地扩建项目预估产能投放节奏为：第一年 0%、第二年 60%、第三年 100%
- 2) 浙江长兴生产基地建设及技改项目预估冷冻烘焙产能投放节奏为：第一年 0%、第二年 60%、第三年 100%；考虑到 2020 年已有部分酱料产能得到释放，因此我们预估 剩余酱料和馅料产能投放节奏为：第一年 50%、第二年 80%、第三年 100%
- 3) 河南卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目预估产能投放节奏为：第一年 50%、第二年 80%、第三年 100%

表 12：立高产能预测表（单位：吨）

单位：吨	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
冷冻烘焙食品							
产能	25700	37900	43100	53200	85150	113920	133050
产量	21620	28360	34943	47738			
产能利用率	84.10%	74.80%	81.10%	89.70%			
奶油							
产能	33000	33000	31200	33000	33000	69000	93000
产量	23270	30325	27595	27603			
产能利用率	70.50%	91.90%	88.40%	83.60%			
水果制品							
产能	13200	13200	13200	13200	13200	29400	40200
产量	9418	10224	11569	10677			
产能利用率	71.40%	77.50%	87.60%	80.90%			
酱料							
产能	5100	1000	1000	28500	28500	38940	45900
产量	5009	9058	9845	14247			
产能利用率	98.20%	90.60%	98.50%	43.60%			
产能合计	77000	85100	88500	127900	159850	251260	312150

资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：1) 公司 2019 年增城生产基地奶油生产线进行 2 个月的停产优化改造，故 2019 年奶油产能及产量均有所下降

2) 2020 年上半年，受疫情及春节假期的影响，生产天数较少，故 2020 年上半年各产品产能利用率较低

3) 随着酱料产品的浙江生产基地投产，酱料产能增长明显，产能利用率下降较大

4) 公司 2020 年开始自产挞液产品，挞液与奶油的生产工艺较为接近，与奶油共用同一条生产线，2020 年上半年挞液产量为 1,250.84 吨，占用了部分奶油的产能

4.1.2 收入假设

依据各品类产能上限以及品类特性，我们对于公司分产品销售收入做出以下预测：

1) 2021-23 年冷冻烘焙行业进入高速发展阶段，消费渠道的拓宽叠加下游渗透率提升，市场空间不断提升；同时其销售收入得益于募投产能不断释放，我们预计公司 2021/22/23 年冷冻烘焙产品收入同比+52.3%、33.9%、28.8%

2) 2021-23 年奶油（包括挞液）产品销售情况伴随公司自产挞液产品，与公司大单品挞皮有望形成良好协同效应，贡献收入增长的同时毛利或可提升，加之未来产能不断释放，我们预计公司 2021/22/23 年奶油产品收入同比+21.0%、33.9%、23.6%

3) 水果制品鉴于此前预测 2022 年开始释放产能，我们预计 2021/22/23 年公司水果制品销售收入同比+26.0%、30.6%、30.0%

4) 酱料方面，2020 年已有新产能投产但产能利用率处于爬坡阶段，未来几年预计仍有新产能释放，因此我们预计 2021/22/23 年酱料(包括馅料)产品收入同比+42.8%、

32.6%、22.4%

综上所述，我们预计公司 2021-23 年营业收入合计 25.1、33.0、41.7 亿元，同比 +38.6%、31.7%、26.2%。

表 13：公司营业收入拆分预测表（单位：万元）

类别	2019	2020	2021E	2022E	2023E
冷冻烘焙食品	73,846	95,629	145,601	194,959	251,010
YOY	34.26%	29.50%	52.26%	33.90%	28.75%
奶油	37,997	37,062	44,832	60,030	74,197
YOY	10.34%	-2.46%	20.96%	33.90%	23.60%
水果制品	19,194	16,885	21,269	27,783	36,118
YOY	10.31%	-12.03%	25.97%	30.63%	30.00%
酱料	10,842	13,791	19,690	26,109	31,957
YOY	13.05%	27.21%	42.77%	32.60%	22.40%
其他主营业务	16,386	17,471	19,218	21,139	23,253
YOY	10.97%	6.62%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	108	131	130	130	130
合计	158,373	180,969	250,740	330,151	416,666
YOY	20.58%	14.27%	38.55%	31.67%	26.20%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.2 盈利预测与估值分析

综合以上关键假设与预测，我们预计公司 2021/22/23 年实现归母净利润 3.14/4.31/5.56 亿元，同比+35.4%/37.2%/28.9%，CAGR 为 33.8%。

考虑到兼具烘焙原料及冷冻烘焙行业的可比上市公司较少，因此我们选择了以奶油产品为主的海融科技，以烘焙油脂和冷冻面团产品为主的南侨食品，主营预包装烘焙食品的桃李面包以及在经营模式上与公司高度类似的速冻食品企业安井食品作为可比公司。截至 2021 年 8 月 11 日收盘，可比公司按照 Wind 一致预测，2021-23 年平均 PE 为 40/32/25 倍。

表 14：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (摊薄, 元)			PE (x)			2019-2023 年 归母净利润 CAGR
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
300915.SZ	海融科技	52.75	47	1.66	2.22	2.98	32	24	18	29.76%
605339.SH	南侨食品	35.89	150	0.94	1.10	1.34	38	33	27	15.33%
603866.SH	桃李面包	32.32	296	0.96	1.13	1.34	34	29	24	14.71%
603345.SH	安井食品	181.35	434	3.31	4.36	5.56	55	42	33	38.28%
平均值							40	32	25	
300973.SZ	立高食品	141.02	238	1.86	2.55	3.28	76	55	43	60.98%

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司 EPS 及 PE 为 Wind 一致盈利预测，所采用的数据截止 2021 年 8 月 9 日

目前中国烘焙原料及冷冻烘焙行业尚处于早期阶段，未来行业市场空间有望加速成长，且行业格局尚未整合，优质企业市占率有望持续提升。公司作为行业第一梯队企业，冷冻烘焙细分品类龙头，拥有先发优势及多重综合性壁垒，且上市募投项目快速提升产品产能。同时通过“渠道+产品”双重驱动业绩增长，提前加码尚且占比较小的餐饮、商超等渠道，有望获得超行业增速的快速发展。公司当前价格对应 2021/22/23 年 PE 分别为 76/55/43 倍，高于可比公司平均 PE，但考虑到未来高成长性以及细分品类龙头估值溢价，目前估值合理。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

5.风险提示

原材料价格上涨风险、产能建设不及预期风险、市场竞争加剧风险、食品安全风险、全国化市场开拓不及预期风险

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	441.01	482.45	1464.69	1573.67	1853.03
现金	193.30	204.23	1084.71	1072.53	1224.87
应收账款	80.41	112.73	140.09	188.65	239.92
其他应收款	24.48	6.76	18.14	24.66	28.28
预付账款	15.68	14.20	24.62	30.38	37.93
存货	116.72	140.54	193.15	253.46	318.06
其他流动资产	10.43	3.98	3.98	3.98	3.98
非流动资产	354.24	492.24	954.62	1368.12	1733.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	265.88	290.73	680.11	1051.85	1389.14
无形资产	48.30	69.04	80.74	92.43	105.30
其他非流动资产	40.06	132.47	193.77	223.84	239.44
资产总计	795.26	974.69	2419.32	2941.78	3586.92
流动负债	280.94	310.17	366.46	457.56	547.23
短期借款	30.04	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	119.07	140.54	199.70	258.76	324.89
其他流动负债	131.83	169.62	166.76	198.80	222.34
非流动负债	43.63	12.53	12.69	12.96	12.80
长期借款	29.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	14.63	12.53	12.69	12.96	12.80
负债合计	324.57	322.70	379.15	470.52	560.03
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	1200.18	1200.18	1200.18
留存收益	238.68	419.97	670.64	1101.74	1657.37
归属母公司股东权益	470.69	651.99	2040.16	2471.26	3026.89
负债和股东权益	795.26	974.69	2419.32	2941.78	3586.92

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	263.78	285.13	297.19	460.80	623.68
净利润	181.40	232.10	314.17	431.10	555.63
折旧摊销	31.26	40.25	58.11	105.12	154.18
财务费用	2.28	-0.06	-26.68	-44.65	-47.56
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	45.94	9.27	-36.62	-37.09	-39.51
其他经营现金流	2.90	3.58	-11.79	6.33	0.94
投资活动现金流	-124.32	-157.13	-517.39	-517.64	-518.90
资本支出	103.96	155.82	500.00	500.00	500.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-20.35	-1.32	-17.39	-17.64	-18.90
筹资活动现金流	-39.30	-117.50	1100.69	44.65	47.56
短期借款	-33.94	-30.04	0.00	0.00	0.00
长期借款	29.00	-29.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	42.34	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	1095.17	0.00	0.00
其他筹资现金流	-34.36	-58.46	-36.82	44.65	47.56
现金净增加额	100.16	10.49	880.48	-12.19	152.34

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1583.73	1809.69	2507.40	3301.51	4166.66
营业成本	930.13	1117.10	1535.71	2016.90	2529.06
营业税金及附加	12.10	12.65	18.81	24.76	31.25
营业费用	308.41	253.44	401.18	524.94	658.33
管理费用	70.95	86.51	120.36	156.82	195.83
研发费用	41.51	52.68	60.00	80.00	100.00
财务费用	2.28	-0.06	-26.68	-44.65	-47.56
资产减值损失	-1.46	-2.58	-2.00	-2.10	-2.15
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
营业利润	226.22	290.22	396.03	540.63	697.59
营业外收入	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.71	0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	225.61	290.04	396.03	540.63	697.59
所得税	44.21	57.95	81.86	109.53	141.96
净利润	181.40	232.10	314.17	431.10	555.63
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	181.40	232.10	314.17	431.10	555.63
EBITDA	259.76	330.40	427.45	601.09	804.21
EPS (元)	1.43	1.83	1.86	2.55	3.28

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	20.58	14.27	38.55	31.67	26.20
营业利润(%)	224.08	28.29	36.46	36.51	29.03
归属母公司净利润(%)	246.78	27.95	35.36	37.22	28.89
获利能力					
毛利率(%)	41.27	38.27	38.75	38.91	39.30
净利率(%)	11.45	12.83	12.53	13.06	13.34
ROE(%)	38.54	35.60	15.40	17.44	18.36
ROIC(%)	52.80	49.04	30.31	27.99	28.54
偿债能力					
资产负债率(%)	40.81	33.11	15.67	15.99	15.61
净负债比率(%)	18.51	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.57	1.56	4.00	3.44	3.39
速动比率	1.15	1.10	3.46	2.88	2.80
营运能力					
总资产周转率	2.24	2.04	1.48	1.23	1.28
应收账款周转率	21.19	17.74	18.80	19.03	18.42
应付账款周转率	7.77	8.61	9.03	8.80	8.67
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.37	1.86	2.55	3.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	1.68	1.75	2.72	3.68
每股净资产(最新摊薄)	2.78	3.85	12.05	14.59	17.87
估值比率					
P/E	131.65	102.89	76.01	55.39	42.98
P/B	50.73	36.63	11.71	9.66	7.89
EV/EBITDA	91.04	71.58	55.33	39.34	29.41

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188