



2021年11月25日 立高食品(300973): 立足冷冻烘焙市场蓝海, 前景广阔

食品饮料

推荐(维持) 当前股价: 137.81元

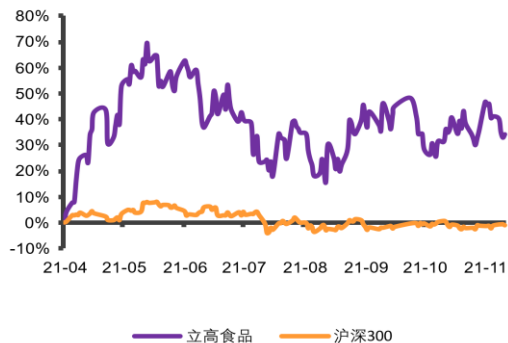
主要财务指标(单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,810	2,731	3,533	4,362
(+/-)	14.3%	50.9%	29.4%	23.5%
营业利润	290	357	481	609
(+/-)	28.3%	23.1%	34.5%	26.6%
归属母公司净利润	232	284	383	485
(+/-)	27.9%	22.4%	34.7%	26.7%
EPS	1.83	1.68	2.26	2.86
市盈率	75.4	82.1	61.0	48.1

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(万股)	16934 / 3811
流通市值(亿元)	52
每股净资产(元)	11.09
资产负债率(%)	19.80

股价表现(最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉
执业证书编号: S1050511020001
电话: 021-54967577
邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号
邮编: 200030
电话: (86 21) 64339000
网址: http://www.cfsc.com.cn

● **公司是国内冷冻烘焙行业龙头, 具有先发优势:** 公司是一家集烘焙食品原料及冷冻烘焙食品研发、生产、销售于一体的大型股份制上市企业。自2000年成立主要产品为奶油、水果制品等烘焙原材料; 2021年4月15日, 公司登陆深交所创业板上市, 成为“冷冻烘焙食品第一股”, 目前市值突破200亿。2021Q3公司营业收入为19.61亿元, 同比增长63.39%; 实现归属于母公司所有者的净利润1.98亿元, 同比增长24.47%。公司整体经营情况良好, 核心业务突出, 近3年主营业务占比均超过99%。

● **消费升级带动烘焙行业发展:** 我国烘焙类产品品种丰富, 主要可以分为糕点、面包和蛋糕三大类。随着我国经济发展, 人们生活水平提高, 生活方式和消费结构发生变化, 我国烘焙食品迎来了大发展的时期, 消费者越来越热衷购买健康、营养、方便的烘焙食品, 烘焙行业呈现出健康、快速、可持续发展的良好态势。

● **“产品推新+大单品策略”赋能冷冻烘焙高速增长:** 公司冷冻烘焙食品采用大单品策略, 20H1核心单品收入占比已达到67.5%, 形成规模优势。公司不断推陈出新, 自2013年起, 公司相继推出了挞皮、甜甜圈系列、蛋黄酥和麻薯等核心单品, 其中甜甜圈和麻薯毛利率均高于冷冻烘焙食品的均值, 2021H1麻薯超过挞皮类体量成为公司第一大单品。根据渠道反馈, 冷冻蛋糕细分品类多, 未来有可以发展到10个亿规模的空间, 随着冷冻蛋糕产品结构升级和产能扩张, 冷冻烘焙业务有望持续高增。

● **研发实力雄厚, 渠道和服务构筑护城河:** 公司具有雄厚的技术研发实力, 截至2020年底, 公司拥有技术研发人员126名, 形成了72项技术专利成果。渠道方面, 公司建立了以经销为主、直销为辅的销售模式, 营销网络遍布我国351个城市, 与公司合作的经销商超过1800家, 直销客户超过380家, 服务的终端客户超过5万家。公司直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户, 其中包括幸福西饼、味多美、好利来等知名连锁烘焙店, 沃尔玛、盒马生鲜等大型商超, 以及海底捞、豪客来、等连锁餐饮品牌, 公司通过分布广泛及渠道多元的营销网络, 深入终端的服务方式, 高效、直接地了解客户的实际需求, 实现渠道与服务的双轮驱动。

● **公司盈利预测与估值:** 我们预测公司2021-2023年营业收入分别为27.31、35.33和43.62亿元, EPS分别为1.68、2.26和2.86元, 按照公司137.8元的股价测算, 对应的市盈率分别为82.1倍、61.0倍和48.1倍, 考虑到公司所在细分行业中处于龙头地位且成长性高, 给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示:** 食品安全风险、原材料价格波动风险和宏观环境变化致消费需求下降风险等等。



目录

1. 国内冷冻烘焙食品龙头企业	4
1.1 产品矩阵丰富	4
1.2 股权结构稳定	5
1.3 业绩快速增长	6
2. 烘焙食品行业：消费升级带动行业发展	8
2.1 烘焙行业进入快速发展阶段	8
2.2 人均消费量远低于其他国家，成长空间大	10
2.3 烘焙行业集中度低，龙头有望受益	11
3. 公司是国内烘焙食品龙头企业，具有先发优势	11
3.1 大单品策略赋能冷冻烘焙高速增长	11
3.2 烘焙原料各品类共同助推公司	14
3.2.1 奶油：产品结构升级带动毛利率提升	14
3.2.2 水果制品：果泥带动水果制品销量增长	15
3.2.3 烘焙酱料：新产线投放，产能有望逐步释放	15
3.3 核心竞争优势	15
3.3.1 打破产能瓶颈，产能持续扩展	15
3.3.2 多元化渠道和专业化服务优势	16
3.3.3 研发实力雄厚，技术优势突出	17
3.3.4 自建冷链物流车队，确保产品品质	18
3.4 股权激励实现利益绑定	18
4. 公司盈利预测与估值	19
5. 风险提示	19

图表目录

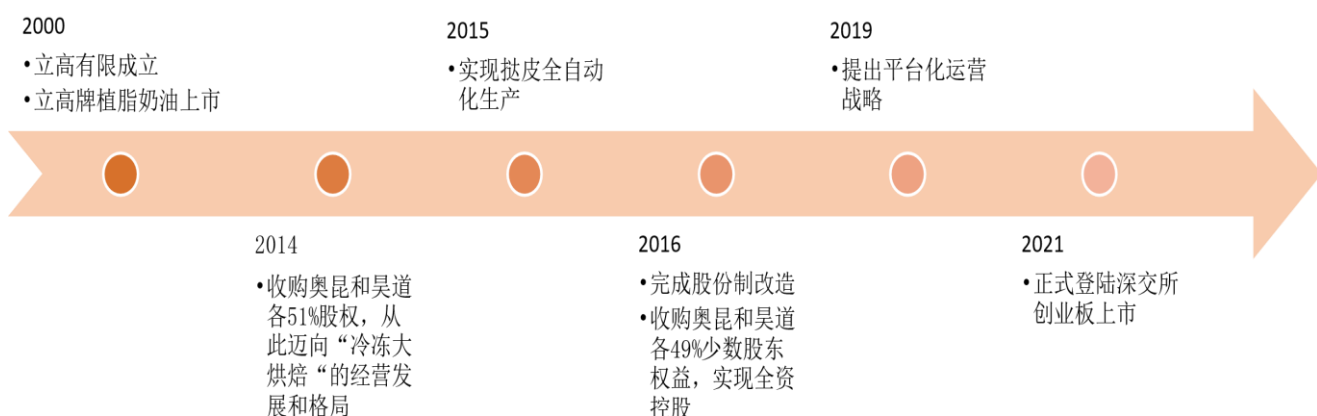
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司产品概览	5
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	6
图表 5: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	6
图表 6: 公司主要产品收入占比 (%)	7
图表 7: 公司毛利率/净利率/销售费用率 (%)	7
图表 8: 公司营收占比 (按地区, %)	7
图表 9: 烘焙行业发展历程	8
图表 10: 2019 年我国烘焙行业结构情况 (%)	9
图表 11: 我国烘焙行业市场规模及增速 (亿元, %)	9
图表 12: 我国 vs 全球烘焙行业市场规模增速 (%)	9
图表 13: 我国烘焙领域在业/存续企业分布 TOP10 (家)	10
图表 14: 2019 年全球部分国家烘焙行业人均消费 (千克)	10
图表 15: 2013-2019 年我国烘焙行业人均消费 (千克)	10
图表 16: 2019 年全球主要国家烘焙行业 CR5 (%)	11
图表 17: 2019 年我国烘焙行业竞争格局 (%)	11
图表 18: 公司冷冻烘焙食品分类	12
图表 19: 冷冻烘焙核心单品营业收入 (万元)	13
图表 20: 冷冻烘焙核心单品收入占比 (%)	13
图表 21: 公司冷冻烘焙食品毛利率	13
图表 22: 公司奶油产品营业收入占比 (%)	14
图表 23: 公司奶油产品毛利率 (%)	14
图表 24: 公司分品类产能及募投项目在建产能 (万吨, %)	16
图表 25: 公司部分直销客户	17
图表 26: 公司股权激励计划	18
图表 27: 公司盈利预测 (百万元)	20

1. 国内冷冻烘焙食品龙头企业

公司是一家集烘焙食品原料及冷冻烘焙食品研发、生产、销售于一体的大型股份制上市企业。

自 2000 年成立主要产品为奶油、水果制品等烘焙原材料；2013 年开始建设挞皮的自动化生产线；2014 年以 76.5 万元、15.3 万元为对价分别收购广州奥昆和广州昊道各 51% 的控股权，开始涉足并大力发展冷冻烘焙食品和酱料领域，切入挞皮等冷冻烘焙食品，成功取得了市场先机，全面提升了公司的市场竞争力和综合服务能力；2016 年因规模扩展需求以 183.75 万元、23.52 万元为对价分别收购广州奥昆和广州昊道各 49% 的少数股东权益，实现了全资控股；2017-2018 年陆续推出甜甜圈等产品，使公司的产品体系更加丰富；2021 年 4 月 15 日，公司登陆深交所创业板上市，成为“冷冻烘焙食品第一股”，目前市值突破 200 亿。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

1.1 产品矩阵丰富

公司主要从事冷冻烘焙食品和烘焙食品原料的研发、生产和销售，产品类型众多，既拥有蛋糕、面包、蛋糕各类冷冻烘焙食品，又拥有奶油、水果制品、酱料、巧克力等各类烘焙食品原料，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、巧克力等主要用于糕点、面包夹心，也可用于餐饮及家庭调味使用。此外公司还生产部分休闲食品。截至 2021 年 6 月底，品规超过了 660 种。

公司抓住了烘焙市场对冷冻烘焙食品需求快速增长的趋势，大力开拓冷冻烘焙食品市场。并且在原有植脂奶油的基础上，研发出含乳脂植脂奶油，不断加大产品投入研发，推陈出新，实现产品的升级转化。目前，冷冻烘焙食品和含乳脂植脂奶油的热销驱动了公司业绩的快速增长。

图表 2：公司产品概览

冷冻烘焙食品	冷冻面包	
	冷冻中式糕点	
	冷冻西式糕点	
烘焙食品原料	奶油	
	水果制品	
	酱料	
休闲食品		

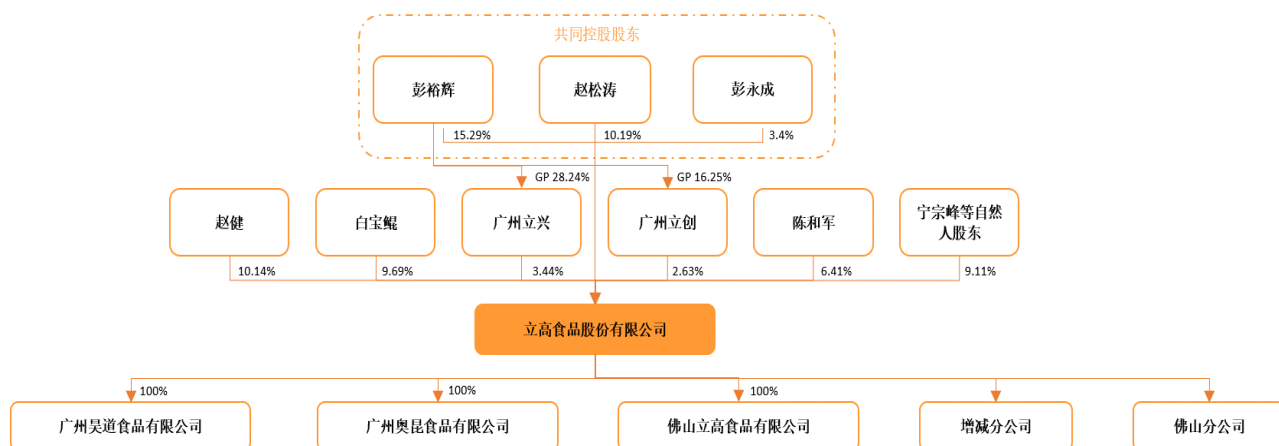
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

1.2 股权结构稳定

公司前十大股东合计持股 70.3%，彭裕辉、赵松涛和彭永成为公司控股股东、实际控制人，三人为一致行动人，合计直接和间接持有公司 34.95%的股权。其中，彭裕辉直接持有公司股份的 15.29%，同时通过持有员工持股平台广州立兴和广州立创 28.24%和 16.25%的股份，间接控制公司股份的 3.44%和 2.63%。

自成立日以来，公司股权结构相对稳定，管理层持股比例较高，有利于公司核心业务方向的稳定发展。

图表 3：公司股权结构



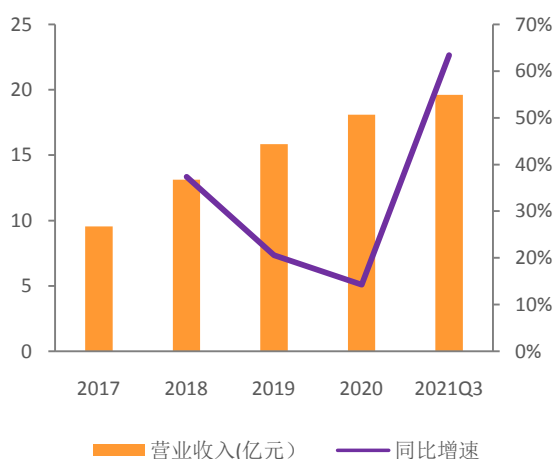
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

1.3 业绩快速增长

近年来，公司整体经营情况良好，主营业务突出，收入持续保持稳定增长。2018-2021Q3 公司营业收入分别为 13.13、15.84、18.10 和 19.61 亿元，同比增速分别为 37.39%、20.58%、14.27%和 63.39%，年均复合增速为 23.71%；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.52、1.81、2.32 和 1.98 亿元，同比增速分别为 18.90%、246.78%、27.95%和 24.47%，年均复合增速为 74.05%；主营业务收入占比超过 99%。

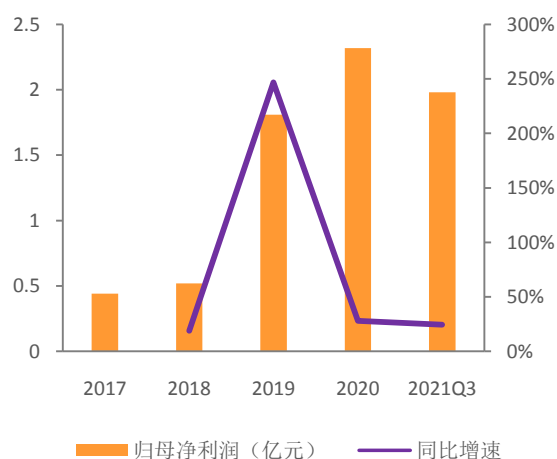
2021Q3 公司业绩大幅上涨主要是公司扩建产能形成规模效应并且调整产品结构控制成本、聚焦主业新品研发、深耕渠道和后疫情时代经济复苏等因素。

图表 4：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5：公司归母净利润及增速（亿元，%）



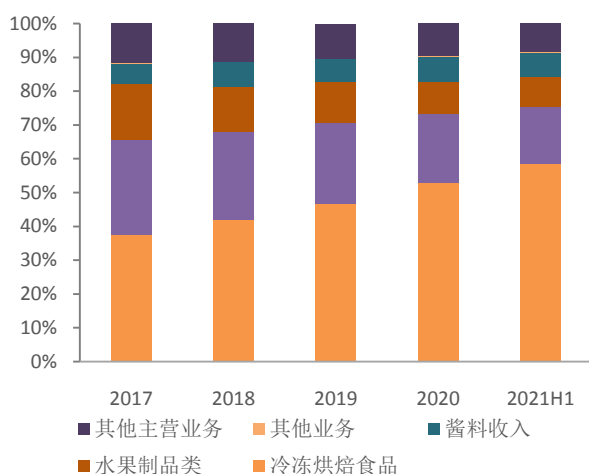
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

从业务构成来看，2021H1 冷冻烘焙食品营业收入 7.32 亿元，同比增 103.28%，占总营业收入的比重为 58.47%，毛利率 37.94%；烘焙食品原料营业收入 5.19 亿元，同比增 67.63%，占比为 41.47%，毛利率 32.98%，其中奶油营收占比 17.01%，水果制

品营收占比 8.78%，酱料营收占比为 7.27%，其他烘焙食品原料占比为 8.40%，毛利率分别为 39.62%、28.13%、21.87%和 34.20%。

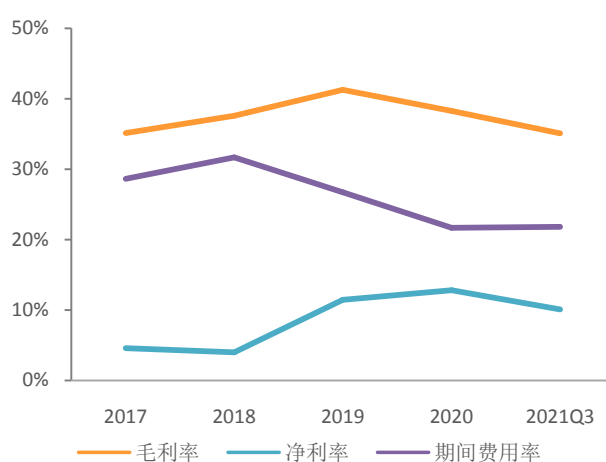
2018-2021Q3 毛利率分别为 37.58%、41.27%、38.27 和 35.08%，21Q3 毛利率下降 3pct，主要是原材料价格上涨和部分低毛利产品如冷冻蛋糕等占营业收入的比例上升；净利率分别为 3.98%、11.45%、12.83%和 10.07%。随着公司规模扩大，净利率自 2018 年大幅攀升。从费用方面看，期间费用率控制良好，21Q3 期间费用率为 21.80%，其中销售费用率为 13.33%，自 2018 年逐步下降，管理费用率、研发费用率和财务费用率均保持稳定。

图表 6：公司主要产品收入占比（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

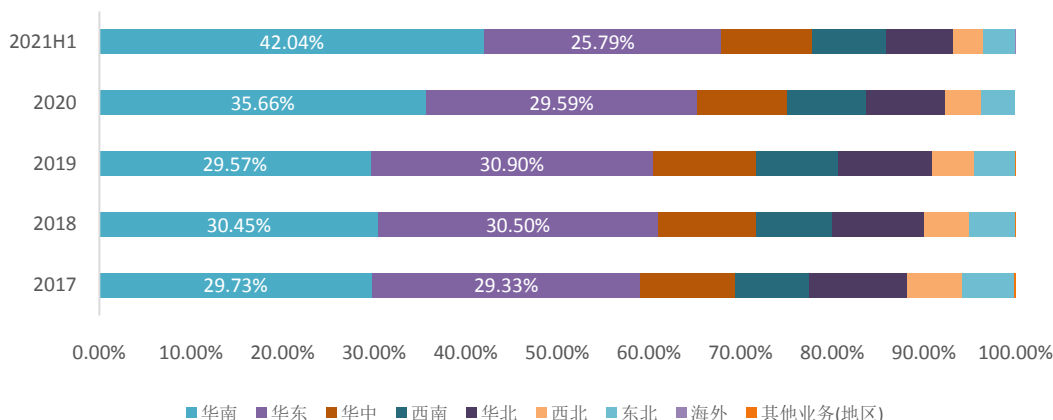
图表 7：公司毛利率/净利率/销售费用率（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

从销售分布来看，华南、华东是最主要的销售区域，2021 两地收入占比达到 68%。随着华南地区的基地布局优化及建设投入持续加大，华南地区实现营收 5.26 亿元，同比大幅增 107.03%，占比 42.04%，同比增 4.11pct；华东地区实现营收 3.23 亿元，同比大幅增 68.05%，占比 25.97%，同比减 2.87pct。

图表 8：公司营收占比（按地区，%）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

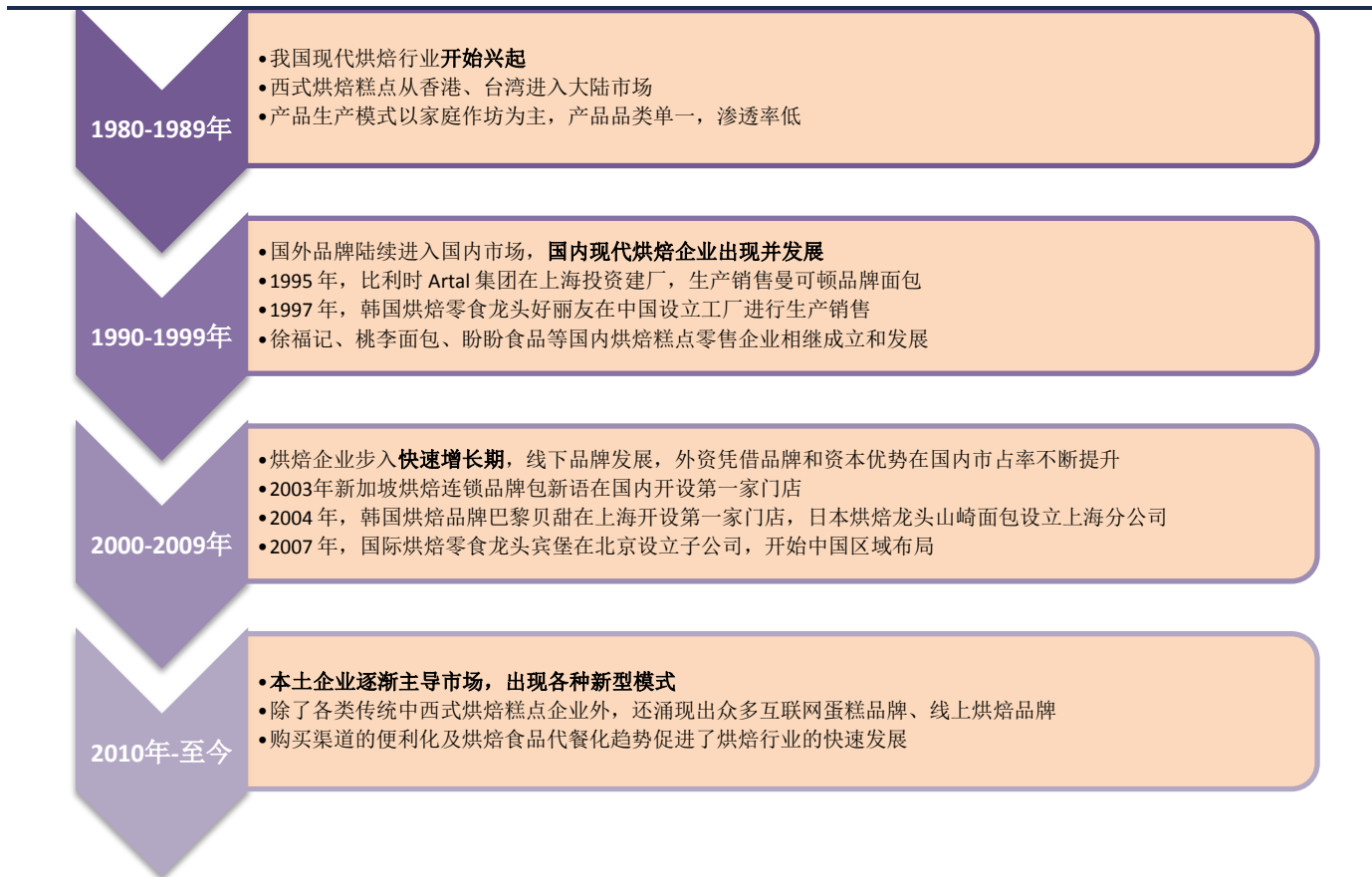


2. 烘焙食品行业：消费升级带动行业发展

2.1 烘焙行业进入快速发展阶段

烘焙食品是以谷物、食糖、水为基本原料，添加适量油脂、乳品、鸡蛋、添加剂等，通过高温焙烤工艺定型、熟化的各种易于保存、食用方便的焙烤食品。烘焙食品于 20 世纪 80 年代从中国香港和台湾地区引入中国大陆，起初生产和销售主要以家庭作坊的形式存在，呈现品牌单一、产品同质等特点。随着中国经济的增长和西方饮食文化的渗透，人们生活水平的提高，生活方式和消费结构的改变，我国的烘焙行业从 20 世纪末开始快速发展。消费者越来越热衷购买健康、营养、方便的烘焙食品。品牌烘焙食品企业正在加大新口味新产品的开发力度，树立品牌竞争意识，不断创新营销方式，从而赢得更广阔的市场。

图表 9：烘焙行业发展历程

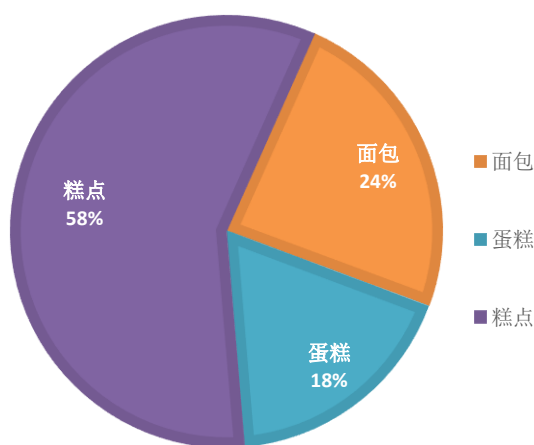


资料来源：三万食品研习社，华鑫证券研发部

我国烘焙类产品品种丰富，主要可以分为糕点、面包和蛋糕三大类，其中糕点是以面粉或米粉、糖、油脂、蛋、乳品等为主要原料，配以各种辅料、馅料和调味料，初制成型，再经蒸、烤、炸、炒等方式加工制成。面包是以小麦等粮食作物为基本原料，加入各种辅料后调整成面团并烘烤制成，按原材料分类可分为全麦面包、杂粮面包、白面包和黑麦面包等；按保质期分类可分为短保、中保和长保类。烘焙

类食品中糕点占比最大，占到 58%；面包和蛋糕分别占比 24%和 18%。

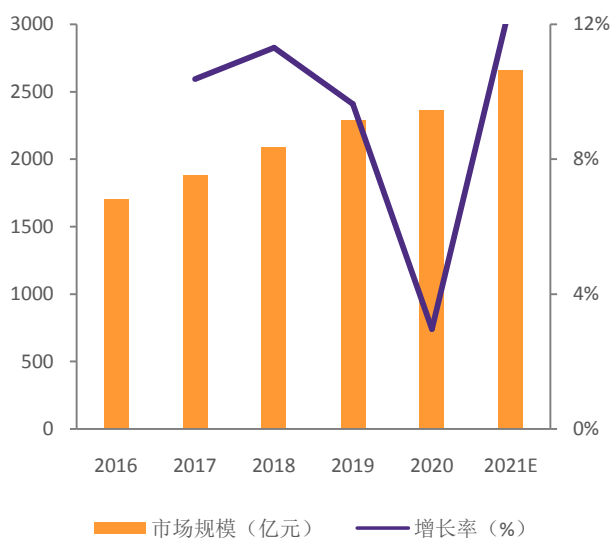
图表 10：2019 年我国烘焙行业结构情况（%）



资料来源：Euromonitor，华鑫证券研发部

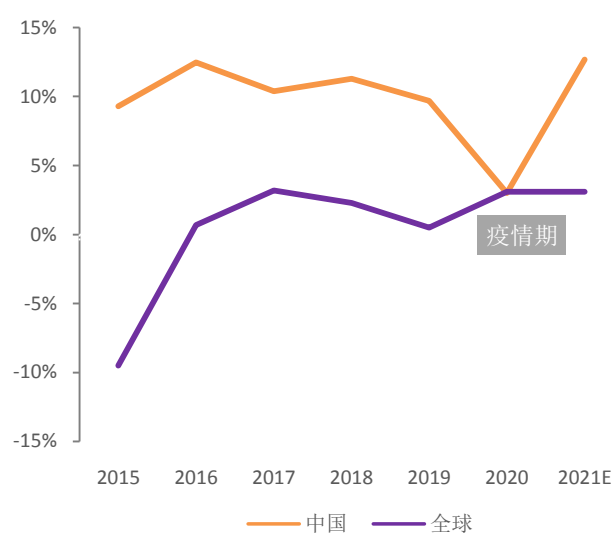
目前我国的烘焙行业处于高速发展的阶段，2016-2020 年市场规模从 1,700.35 亿元增长至 2,358 亿元，复合增速达到 8.52%，远高于全球烘焙行业市场规模增速，预计 2021 年将达到 2,657 亿元。国内烘焙行业呈现出健康、快速、可持续发展的良好态势。

图表 11：我国烘焙行业市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：《2020 年烘焙行业发展趋势报告》，华鑫证券研发部

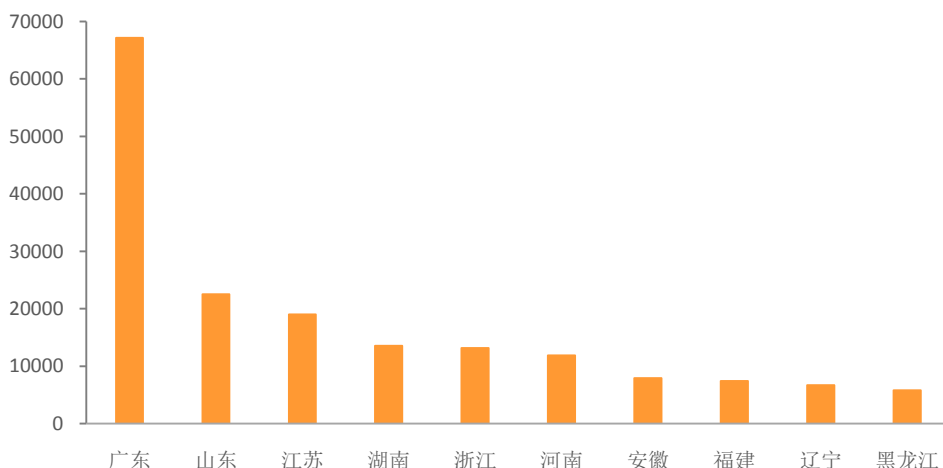
图表 12：我国 vs 全球烘焙行业市场规模增速 (%)



资料来源：《2020 年烘焙行业发展趋势报告》，华鑫证券研发部

企查查数据显示，目前我国烘焙领域在业/存续企业的企业共有 24.52 万家，多为烘焙相关的成品制作销售端。按地区分布来看，广东省以 6.72 万排名第一，山东、江苏列第二、三名，分别为 2.26 万和 1.91 万。近十年来，行业发展十分迅猛，2020 年注册量达到 3.41 万家，由于疫情同比减少 12.39%，比十年前数据高出 315%，今年上半年新注册量为 1.51 万家。

图表 13：我国烘焙领域在业/存续企业分布 TOP10（家）



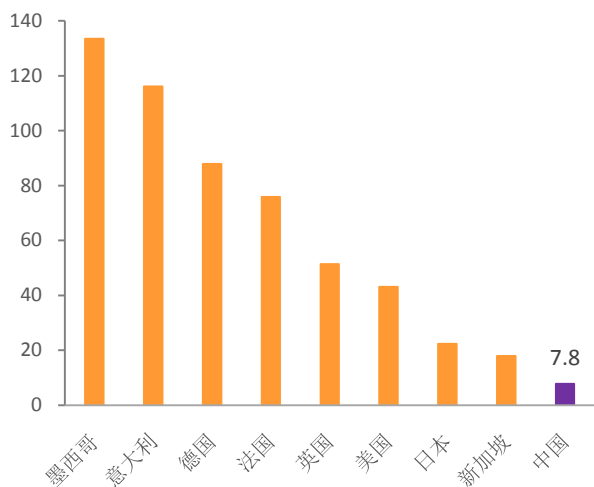
资料来源：企查查，华鑫证券研发部

2.2 人均消费量远低于其他国家，成长空间大

目前中国烘焙市场规模已经成为仅次于美国的全球第二大市场，但由于烘焙行业进入时间较晚，消费者尚处于接受和习惯的阶段，人均消费量和其他国家仍然存在较大差距。截至 2019 年，墨西哥烘焙食品的人均年消费量为 133.4kg，英国 51.4kg，美国 43.1kg，日本 22.3kg，而我国仅为 7.8kg，远低于世界平均消费量，即使对标饮食习惯较为相似的日本、新加坡等亚洲国家，也至少有 2-3 倍的成长空间。

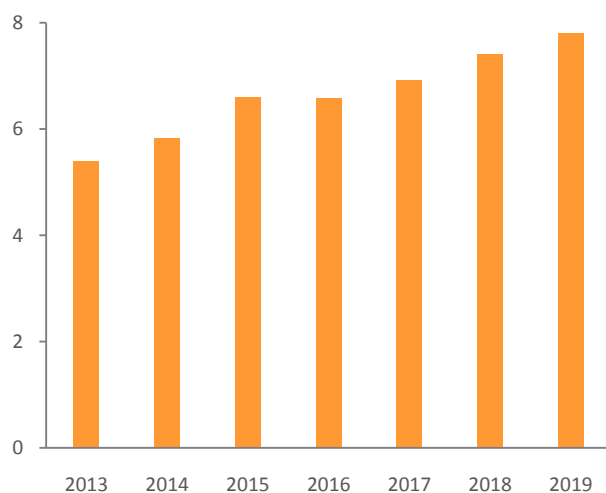
未来随着年轻一代饮食习惯逐渐西化和生活节奏加快，再加上烘焙类食品品种越来越丰富多样，人均消费量还有巨大的发展潜力。

图表 14：2019 年全球部分国家烘焙行业人均消费（千克）



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

图表 15：2013-2019 年我国烘焙行业人均消费（千克）



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

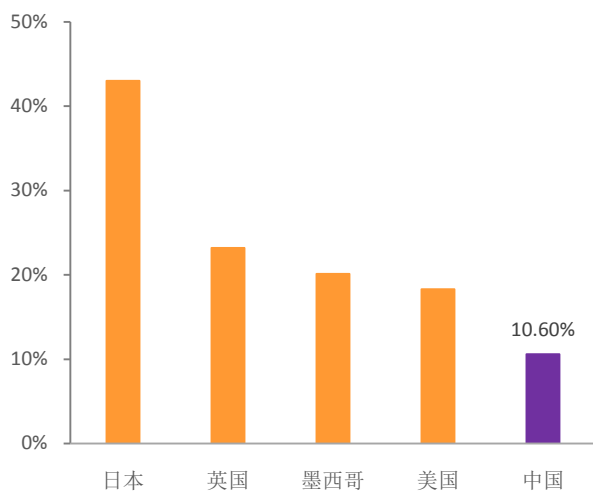
2.3 烘焙行业集中度低，龙头有望受益

根据新思界产业研究中心发布的《2018-2022 年中国烘焙市场可行性研究报告》显示，截至 2019 年，对比日本 CR5 占比 43%和英国 CR5 占比 23.2%，我国烘焙食品行业 CR5 仅为 10.6%，排名第一和第二位的达利食品和桃李面包的市场份额分别仅为 3.7%、3.3%，行业竞争格局非常分散。

近年来，虽然我国烘焙企业的连锁化、规模化已经有所建立，但大多仍局限于区域性市场，始终没有出现全国范围内的龙头企业，行业集中度非常低。企查查数据显示，截至 2021 年 6 月，烘焙行业相关企业注册资本小于 100W 的公司有 23.18 万家，占比 94.53%。

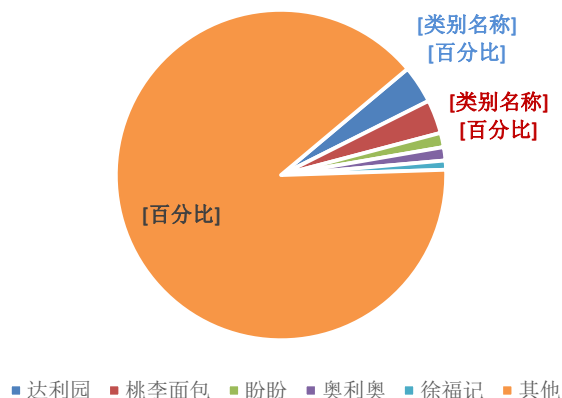
由于烘焙行业进入门槛低，目前中国烘焙行业呈现出零散性的产业特征，大量小型企业涌入市场，这类小型企业产品品类相对较少，质量参差不齐。随着食品安全管控的加强和消费进一步升级，消费者越来越倾向于选择品类丰富、质量更好的大型连锁品牌，行业集中度有望上升。

图表 16：2019 年全球主要国家烘焙行业 CR5 (%)



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

图表 17：2019 年我国烘焙行业竞争格局 (%)



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，华鑫证券研发部

3. 公司是国内烘焙食品龙头企业，具有先发优势

3.1 大单品策略赋能冷冻烘焙高速增长

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。冷冻烘焙食品能实现提前生产、长期保

质的同时，又可现烤现卖，综合了预包装产品和现烤产品的优点，并弥补了其不足。

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，其中，冷冻烘焙半成品解冻后进行简单醒发、烘烤等工序后即可得到成品，冷冻烘焙成品则是在解冻后即可直接进行食用。

根据产品种类的不同，冷冻烘焙食品可以分为冷冻糕点和冷冻面包，冷冻面包含有酵母，而冷冻糕点不含酵母。根据荷兰合作银行 2014 年发布的《中国冷冻面团行业的现状与未来》，我国冷冻烘焙食品中，冷冻糕点占比达到 65%，而冷冻面包的市场份额仅为 15%，冷冻烘焙食品结构还相对较为单一，目前市场上依旧以冷冻糕点为主。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，即我国冷冻烘焙食品市场的产品结构与中国总体烘焙食品市场的产品结构并不匹配。由于冷冻面包加入了酵母，其对仓储及运输温度要求更严、技术难度较高，公司通过独特的产品配方和生产工艺，解决了甜甜圈等冷冻面包产品易变质、发酸、体积缩小的技术难题，形成了麻薯、甜甜圈、牛角包、金枕面包等颇具技术壁垒的核心产品，是行业内少数能够生产及销售冷冻面包产品的企业，存在着广阔的市场空间。

图表 18：公司冷冻烘焙食品分类



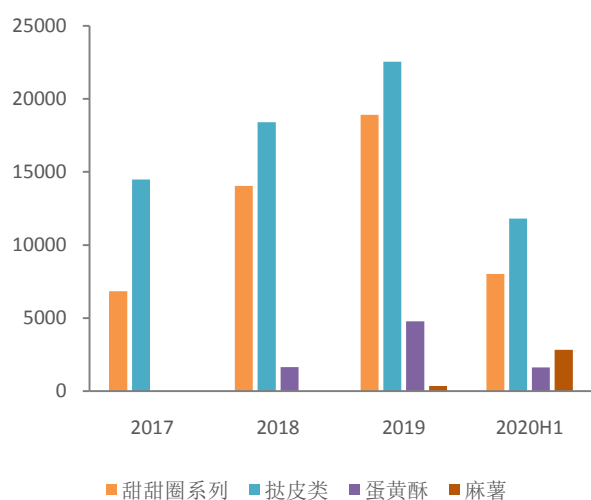
	冷冻糕点		冷冻面包
	冷冻中式糕点	冷冻西式糕点	
冷冻烘焙半成品	蛋黄酥、老婆饼、绿豆饼、鲜花饼、叉烧酥等	蛋挞皮等	甜甜圈、牛角包、手撕包、金枕面包、麻薯等
冷冻烘焙成品	-	慕斯蛋糕、瑞士卷、麦芬蛋糕等	吐司面包、欧包等

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

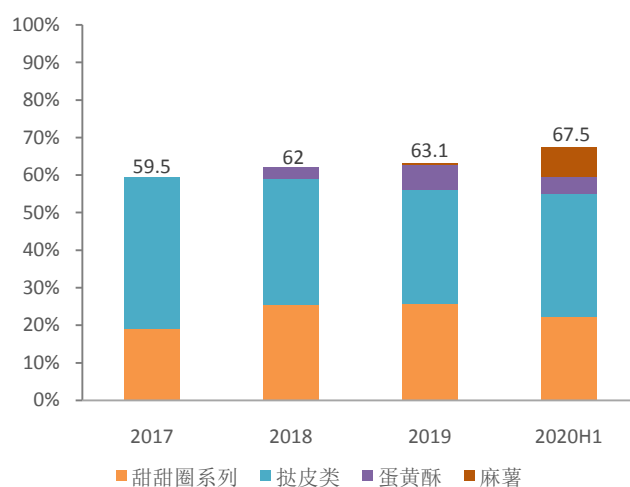
从产品结构来看，公司冷冻烘焙食品品类众多，既有销售收入已超过上亿元的热销单品，也出现部分增长非常迅速、未来销售规模广阔的新产品。截止 2020 年 6 月末，冷冻烘焙食品品规已达到 187 种，其中甜甜圈系列、挞皮类、起酥类、丹麦系列、饼类、蛋糕系列分别达到 35、48、16、20、21、31 种，随着公司产品品类的不断丰富，销售收入有望继续增长。

公司冷冻烘焙食品采用大单品策略，20H1 核心单品收入占比已达到 67.5%，形成规模优势。2013 年公司开始建设挞皮产品的自动化生产线；2015 年实现挞皮自动化，并且成功推出了甜甜圈、牛角包、手撕包等冷冻面包产品，2018-2020H1 挞皮营业收入分别为 1.84、2.26、1.18 亿元，甜甜圈营业收入分别为 1.41、1.89 和 0.80 亿元，2017-2019 年挞皮和甜甜圈复合增速分别为 24.77%和 66.45%；2018 年推出了蛋黄酥新品，2018-2020H1 营业收入分别为 1,640.86、4,783.43、1,632.14 万元，成为公司快速增长的核心单品之一；2019 年推出麻薯新品，2019 年营业收入为 344.01 万元，2020 年超过 1 亿元，收入占比同比增 10pct 达到 10.46%，2021H1 超过挞皮类体量成为公司第一大单品。

图表 19：冷冻烘焙核心单品营业收入（万元）



图表 20：冷冻烘焙核心单品收入占比（%）

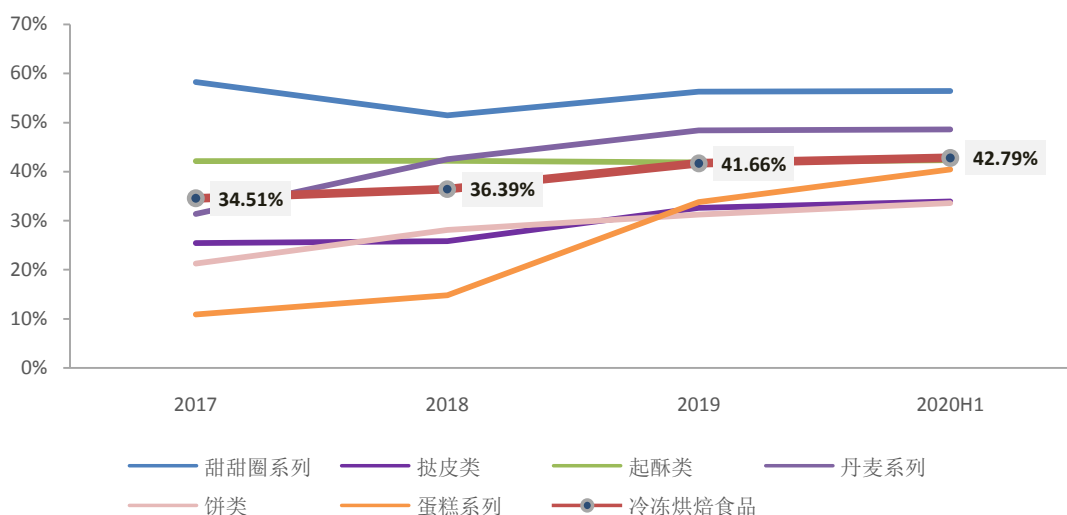


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司冷冻烘焙食品的毛利率由 2017 年的 34.51%提升至 2020 年的 42.79%。

图表 21：公司冷冻烘焙食品毛利率



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

分产品看，近年来新推出的甜甜圈系列和丹麦类（麻薯）毛利率均高于冷冻烘焙食品的均值，再加上新品收入占比提升带动毛利率增加。根据渠道反馈，冷冻蛋糕细分品类多，未来有可以发展到 10 个亿规模的空间，随着冷冻蛋糕产品结构升级和产能扩张，毛利率有望进一步优化。

3.2 烘焙原料各品类共同助推公司

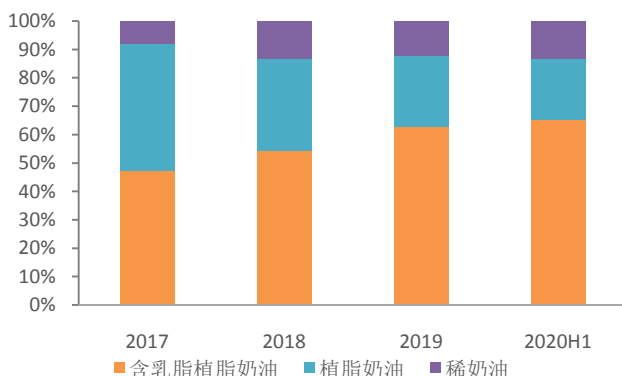
烘焙食品原料企业数量较多，各企业所占市场份额不高，集中度相对较低。其中，奶油、酱料产品已经出现了部分规模领先的企业，除立高食品外，包括维益食品、海融科技、南侨股份等奶油厂商，丘比食品、不二制油等酱料厂商；而水果制品市场份额则更为分散。

3.2.1 奶油：产品结构升级带动毛利率提升

奶油是公司烘焙食品原料中发展最早的产品，目前，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，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。欧睿国际数据显示，2019 年我国蛋糕市场销售额为 981.70 亿元，其中奶油成本占蛋糕售价的比例在 9%-12%左右，按照该数据测算，我国奶油市场规模已经达到 88.3-117.80 亿元，按区间中值推算，公司市占率为 3.69%。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。

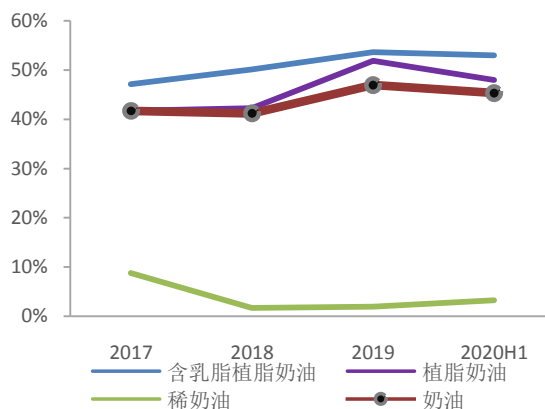
公司是国内少部分推出含乳植脂奶油的厂商，含乳植脂奶油兼具稀奶油奶香浓郁、口感细腻和植脂奶油打发性好、稳定性强的优点，且具备一定的价格优势。2017-2020H1 收入占奶油产品收入的比重分别为 47.27%、54.21%、62.89%和 65.06%，毛利率由 2018 年的 47.13%上升至 2020H1 的 52.99%，远高于奶油产品均值，2017-2019 复合增速达到了 37.28%，已经成为公司收入增长的主要来源。受到国内奶源制约，稀奶油产品主要依赖于进口，因此毛利率较低。

图表 22：公司奶油产品营业收入占比（%）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 23：公司奶油产品毛利率（%）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



3.2.2 水果制品：果泥带动水果制品销量增长

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。

公司水果制品包括果馅、果溶、果泥、饮料浓浆等多种不同形态和用途的产品。目前主要以果馅、果泥和果溶为主，三款产品 2021H1 营业收入占水果制品比重达到 97.69%。近年来，水果茶饮产品受到市场欢迎，果泥销售量逐年提升，2017-2019 年销售量分别为 3,302.01 吨、3,876.95 吨、4,997.05 吨，占比分别为 33.60%、37.72%、42.93%，带动了水果制品销量的增长。

据公司招股说明书测算，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 2024 年将超过 40 亿元。

3.2.3 烘焙酱料：新产线投放，产能有望逐步释放

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。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。

公司酱料包括沙拉酱和可丝达酱等产品。其中沙拉酱可用于家庭、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；2018 年推出了可丝达酱，工艺难度较沙拉酱更高，主要用于面包和蛋糕的夹馅，得到市场的高度认可。

根据智研咨询的统计，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。

3.3 核心竞争优势

3.3.1 打破产能瓶颈，产能持续扩展

21H1 公司奶油、水果制品、冷冻烘焙食品产能利用率分别达到 107.43%、84.62%、96.01%，随着公司业务的发展，产能基本实现了充分利用。各产品销售状况良好，2020 年冷冻烘焙食品产销率达到 97%，奶油、水果制品和酱料产销率均超过 100%。为了缓解产能瓶颈对公司发展的制约，公司大力推进各基地的生产和建设工作，现已在

华南的佛山三水、广州增城和南沙、华东的浙江长兴等地建立了四个生产基地，华北的河南卫辉生产基地正在建设中。

公司未来三年计划在佛山、浙江长兴和河南卫辉 3 个生产基地开展产能扩建，并对原有部分产线设施升级改造。公司扩产主要围绕着甜甜圈、冷冻蛋糕、奶油、水果制品等主要产品，并开展 UHT 稀奶油、挞液等新品的规模化生产。三个募投项目建设期为 2 年，5 年后完全达产。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、2.7 万吨水果制品和 1.74 万吨酱料。与 2020 年的产能比较，冷冻烘焙食品产能增加 1 倍，奶油和水果制品产能增加接近 2 倍，酱料产能增加 0.5 倍，届时，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网络化布局，能够有效提升对烘焙消费主战场华南、华东和华北的辐射力度，增强市场竞争力。

图表 24：公司分品类产能及募投项目在建产能（万吨，%）

		2017	2018	2019	2020	在建产能
冷冻烘焙食品	产能（万吨）	2.6	3.8	4.3	5.3	5.9
	产能利用率（%）	84.1%	74.8%	81.1%	89.7%	
	产销率（%）	91.6%	98.9%	101.1%	97.0%	
奶油	产能（万吨）	3.3	3.3	3.1	3.3	6.0
	产能利用率（%）	70.5%	91.9%	88.4%	83.7%	
	产销率（%）	100.2%	91.0%	103.7%	107.0%	
水果制品	产能（万吨）	1.3	1.3	1.3	1.3	2.7
	产能利用率（%）	71.4%	77.5%	87.6%	80.9%	
	产销率（%）	98.1%	97.6%	99.4%	101.0%	
酱料	产能（万吨）	0.5	1.0	1.0	2.9	1.7
	产能利用率（%）	98.2%	90.6%	98.5%	43.6%	
	产销率（%）	99.1%	94.1%	98.9%	101.0%	

资料来源：公司年报及招股说明书，华鑫证券研发部

3.3.2 多元化渠道和专业化服务优势

由于公司终端客户以烘焙行业广泛存在的烘焙门店为主，该类终端客户的单店规模较小且分布较散，因此，公司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。

公司建立了以经销为主、直销为辅的销售模式，建设了广泛而深入的营销网络，21H1 经销实现营业收入 8.48 亿元，同比增 64.92%；直销实现营业收入 3.93 亿元，同比增 158.98%，其中商超类营业收入为 2.91 亿元，同比大幅增 212.35%，2017-2020 年 CAGR 达到 60.51%，主要是公司产品以品质优良、供应稳定等优势在山姆、盒马等会员制商超取得良好成绩。

截止 2021 年 6 月底，公司销售人员达到近 1000 人，营销网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区，深入 351 个城市，与公司合作的经销商超过 1800 家，直销客户超过 380 家。公司直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户，其中包括幸福西饼、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，多元化的渠道丰富了公司产品 的市场空间，实现渠道与产品的双轮驱动。

图表 25：公司部分直销客户

烘焙	商超	餐饮
   	    	   

资料来源：公司年报及招股说明书，华鑫证券研发部

3.3.3 研发实力雄厚，技术优势突出

公司具有雄厚的技术研发实力，其中立高食品及广州昊道均为国家高新技术企业。截至 2020 年底，公司拥有技术研发人员 126 名，并建立了广东省烘焙添加剂及配料工程技术研究中心，形成了 72 项技术专利成果，其中 6 项发明专利，被评为 2019 年度国家知识产权优势企业，参与制订《植脂奶油》、《焙烤食品冷冻面团》等质量标准，参与的“蛋白乳浊体系稳定化及高品质乳制品产业化关键技术”研发项目获得 2018 年广东省科技进步一等奖，蛋黄酥、含乳脂植脂奶油、果溶等产品先后获得国内外多项奖项。

同时，公司还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，报告期内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。

公司重视新产品和新技术的研究与开发，将产品研发作为公司提高核心竞争力的重要保证。公司每年积极投入研发，进行设备更新、人才引进、试验原料购买等，2017-2019 年累计投入的研发费用达到 10,719.92 万元，研发费用占收入的平均比重为 2.82%。

3.3.4 自建冷链物流车队，确保产品品质

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。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。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，并正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。

对于冷冻烘焙食品，公司在行业内较早自建冷链物流车队，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，截至 2020 年 6 月底，公司已具备了一定规模的冷链物流能力，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。

3.4 股权激励实现利益绑定

2018 年 5 月，为对公司高管及核心员工予以奖励，公司实施了股权激励方案。高管龙望志、周颖、彭岗、郑卫平直接持有公司股份合计 3.68%，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合计 6.07%。IPO 过程中，公司高管及核心员工参与战略配售，为此设立了立高食品 1 号和立高食品 2 号资管计划，持有公司股份分别为 2.38%和 0.13%。

图表 26：公司股权激励计划

激励计划	发布时间	激励人员	持股比例	考核目标
股权激励计划	2018. 2. 26	龙望志、周颖、彭岗、郑卫平	3.68%	于2018年实施完毕
		广州立兴（员工持股平台）	3.44%	
		广州立创（员工持股平台）	2.63%	
立高食品1号资管计划	IPO战略配售	公司高层管理	2.38%	-
立高食品2号资管计划	IPO战略配售	财务总监、公司中层管理	0.13%	-
超额业绩激励基金计划	2021. 6. 5	董事/监事： 彭裕辉、赵松涛、陈和军、宁宗峰； 高管： 龙望志、周颖、彭岗、郑卫平	-	本年提取的激励基金=本年净利润×1%+（本年净利润-上年净利润）×10%
股票期权激励计划	2021. 7. 31	董事： 彭裕辉、赵松涛、陈和军； 高管： 龙望志、周颖、彭岗、郑卫平； 其他核心管理人员2人	5.02%	2021-2025 年营收同比增长 40%/25%/25%/24%/26%

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2021 年，公司实施了超额业绩激励基金计划并且发布新一轮股票期权激励方案，为彭裕辉、赵松涛等 7 名高管及宁宗峰、万建 2 名核心管理人员授予限制性股票 850 万份，共占公司总股本的 5.02%，考核周期 5 年（2021 年-2025 年），激励目标为未来五年的净利润和营收。公司深度绑定员工与公司利益，有效激发团队积极性，有利于公司长远的发展。

4. 公司盈利预测与估值

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 27.31、35.33 和 43.62 亿元，EPS 分别为 1.68、2.26 和 2.86 元，按照公司 137.8 元的股价测算，对应的市盈率分别为 82.1 倍、61.0 倍和 48.1 倍，考虑到公司所在细分行业中处于龙头地位且成长性高，给予“推荐”的投资评级。

5. 风险提示

1. 食品安全风险：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，一旦公司及客户有所疏忽，食品安全问题依旧可能发生，出现媒体关注，消费者向公司追溯赔偿或监管部门对公司进行处罚等状况，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. 原材料价格波动风险：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。

3. 宏观环境变化致消费需求下降风险：当前我国经济增长速度有所放缓，国际贸易争端也屡见不鲜，COVID-19 等突发疫情的出现，均在一定程度上会影响消费者的消费信心和能力，尤其是 2020 年 COVID-19 的爆发，导致公司及客户的生产经营被迫阶段性的停滞。若疫情未能得到有效控制，会对公司的长期生产经营产生不利影响。



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>