

小荷才露尖尖角 冷冻烘焙蓝海游

——立高食品（300973.SZ）

食品饮料/食品加工


申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

立高食品：冷冻烘焙食品翘楚，业绩目标明确

- 公司成立于2000年，以植脂奶油起家，14年收购奥昆将产品拓展至冷冻烘焙领域，形成大烘焙格局，主要产品包括奶油、水果制品、酱料、巧克力等烘焙食品原料和冷冻烘焙半成品及成品，其中冷冻烘焙食品营收占比约60%。
- 公司股权结构较为集中，高管员工持股比例达到49.99%。2021年公司向9名高管及核心管理人员授予股票期权共计850万份，约占总股本的5%，行权价格为108.20元/股，若受激励人员行权，则营业收入5年CAGR至少需要达到23.9%。

冷冻烘焙食品行业：渗透率提升打开市场空间。冷冻烘焙食品综合了预包装产品和现烤产品的优点，并解决了传统前店后厂模式经营的烘焙店面临的成本、质量、口感与安全等一系列问题。欧洲的冷冻面团占面包行业的比重大约是40%，美国大约是70%，而国内可能不足10%。随着消费者更为看重烘焙食品的口感和品质，房租和人力成本不断上涨，冷冻烘焙食品市场未来仍有提升的空间。我们认为到2025年，冷冻烘焙食品市场规模约为229.4亿元，5年CAGR为20.6%。

核心优势：技术水平行业领先 渠道结构不断优化

- 公司具备较强的自动化生产能力和生产多样化产品的技术能力。烘焙食品原料和冷冻烘焙食品的产品种类较多，部分产品的配方及生产工艺难度较大，公司建立了完善的技术创新体系和高品质的研发团队，产品配方、生产工艺、生产设备等技术能力不断强化和持续创新，突破了该部分产品的技术难度，形成了多样化的产品体系，具有一定的先发优势。
- 公司的产品种类丰富，有效满足多元化客户多样化的购买需求。截至21Q2，公司产品超过660种，并形成超过100个品规的储备。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。
- 公司销售渠道多样化，客户服务深化。公司营销网络不断下沉，销售渠道逐渐多样化，抗风险的能力增强。同时公司通过为客户提供技术指导、设计营销方案等方式，与客户建立良好的关系，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。
- 公司冷链监控管理严格。公司大部分产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。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。截至2020年底，公司已具备了一定规模的冷链物流能力，全国半数以上的省、自治区和直辖市的客户实现自主运输。
- 募投项目突破产能瓶颈。公司围绕全国烘焙消费的主要市场进行产能布局。随着公司各个生产基地建设计划的实施，未来公司将形成华南、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。

投资建议：立高食品作为冷冻烘焙食品第一股，具备自动化生产能力和技术能力突出、产品种类丰富、销售渠道多样化、冷链建设领先等多种先发优势。随着公司各个生产基地建设计划的实施，未来公司将形成华南、华东和华北三大生产区域，六大生产基地的网络化布局，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。我们预计公司21-23年营收为27.64/35.79/44.78亿元，同比增长52.76%/29.45%/25.12%，归母净利润为2.83、3.51、4.75亿元，同比增长21.92%/24.12%/35.23%，EPS分别为1.67、2.07、2.8，对应PE分别为80.79、65.09、48.13。考虑到公司作为冷冻烘焙行业稀缺标的，给予“买入”评级。

风险提示：冷冻烘焙渗透率不及预期风险、原材料价格上涨风险、产能建设不及预期风险、食品安全风险、竞争加剧风险。

评级

买入（首次）

2021年12月01日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

汪冰洁

研究助理

SAC执业证书编号：S1660121060014

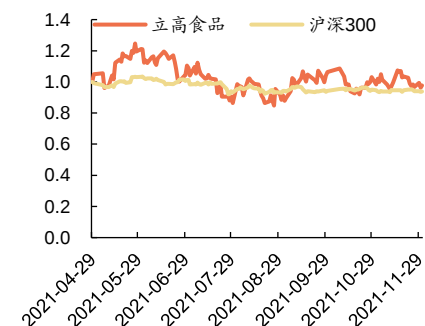
wangbingjie@shgsec.com

交易数据

时间 2021.12.01

总市值/流通市值（亿元）	231.83/52.17
总股本（万股）	16,934.0
资产负债率（%）	19.75
每股净资产（元）	11.09
收盘价（元）	136.9
一年内最低价/最高价（元）	85.74/175.67

公司股价表现走势图



资料来源：wind、申港证券研究所

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,583.73	1,809.69	2,764.49	3,578.59	4,477.53
增长率（%）	20.58%	14.27%	52.76%	29.45%	25.12%
归母净利润（百万元）	181.40	232.10	282.97	351.23	474.95
增长率（%）	246.78%	27.95%	21.92%	24.12%	35.23%
净资产收益率（%）	38.54%	35.60%	13.81%	14.64%	16.52%
每股收益(元)	1.43	1.83	1.67	2.07	2.80
PE	94.41	73.85	80.79	65.09	48.13
PB	36.43	26.30	11.16	9.53	7.95

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 立高食品：冷冻烘焙食品翘楚	5
1.1 股权结构集中 业绩目标明确	5
1.2 财务分析：冷冻烘焙食品驱动营收和净利高增	6
2. 冷冻烘焙食品：渗透率提升打开市场空间	10
2.1 增长点一：消费习惯改变带来烘焙市场的扩容	11
2.2 增长点二：消费升级带来客单价的提升	12
2.3 对健康的追求导致现烤品占比增加	13
2.4 冷冻烘焙渗透率持续提升	14
2.4.1 冷冻烘焙食品特征	14
2.4.2 冷冻烘焙食品渗透率仍有提升空间	16
2.5 冷冻烘焙行业空间测算	18
3. 烘焙食品原料：与烘焙行业整体发展相辅相成	18
4. 核心优势：技术水平行业领先 渠道结构不断优化	20
4.1 研发投入持续增长 技术水平行业领先	20
4.2 产品品类多样化 客户需求粘性增强	21
4.3 渠道结构优化 客户服务深化	22
4.4 冷链监控管理严格 物流优势显著	24
4.5 科学布局生产基地 募投项目突破产能瓶颈	24
5. 盈利预测与投资建议	25

图表目录

图 1：21Q3 公司股权结构	5
图 2：立高食品全资子公司	6
图 3：2017 年公司产品结构	7
图 4：2020 年公司产品结构	7
图 5：公司冷冻烘焙食品营收高速增长	7
图 6：公司冷冻烘焙食品量价齐升	7
图 7：公司奶油类产品收入增速下滑	8
图 8：奶油类产品销售增速下滑	8
图 9：公司水果制品收入增速下滑	8
图 10：水果制品量价齐跌	8
图 11：公司酱料收入增速放缓	9
图 12：公司酱料销售增速和单价下滑	9
图 13：21H1 公司直接材料成本占比较高	9
图 14：公司毛利率出现下滑趋势	9
图 15：各业务毛利率 (%)	9
图 16：各业务毛利占比	9
图 17：公司净利率下滑 (%)	10
图 18：公司费用控制较好 (%)	10
图 19：中国人均烘焙食品消费量逐年上涨	11
图 20：中国大陆人均烘焙食品消费量仍增长空间	11
图 21：80 后和 90 后是烘焙食品消费主力	12
图 22：西式早餐渗透率接近中式早餐	12
图 23：全国烘焙门店数量 (万家)	13
图 24：面包蛋糕类门店人均消费区间分布	13
图 25：冷冻烘焙食品制作过程	14
图 26：一线城市商铺平均租金高速增长 (元/日·平米)	16
图 27：住宿和餐饮业就业人员平均工资 (元)	16
图 28：Aryzta 以商超和餐饮渠道为主	17
图 29：我国公路冷链运输车保有量高速增长 (万辆)	17
图 30：我国冷库容量高速增长 (万吨)	17
图 31：沙拉酱市场规模高速增长	19
图 32：果酱市场规模高速增长	19
图 33：公司各销售渠道占比变化	22
图 34：公司各销售渠道收入同比增速	22
图 35：经销模式收入同比高增 (万元)	23
图 36：经销商数量有所波动 (家)	23
图 37：不同规模经销商总收入占比	23
图 38：经销商平均创收逐年提升	23

图 39: 公司直销收入快速增长	23
图 40: 商超类客户收入快速增长	23
图 41: 公司为客户提供“保姆式”服务	24
表 1: 股权激励人员情况	6
表 2: 股权激励考核年度营业收入目标	6
表 3: 股权激励行权比例要求	6
表 4: 国内烘焙发展阶段	10
表 5: 新中式糕点代表	13
表 6: 烘焙产品按保质期期限划分	13
表 7: 现烤烘焙毛利率较高	14
表 8: 冷冻烘焙产品	14
表 9: 不同烘焙类别产品的优劣势对比	15
表 10: 冷冻烘焙行业市场规模测算	18
表 11: 奶油、水果制品市场规模测算	19
表 12: A 股可比公司研发费用率	20
表 13: 2020 年 A 股可比公司研发人员数量	20
表 14: A 股可比公司主营产品	21
表 15: 公司冷链监控管理措施	24
表 16: 公司在建项目	25
表 17: 公司产能情况（吨）	25
表 18: 公司主要产品经营预测（百万元）	26
表 19: 可比上市公司估值	27
表 20: 公司盈利预测表	28

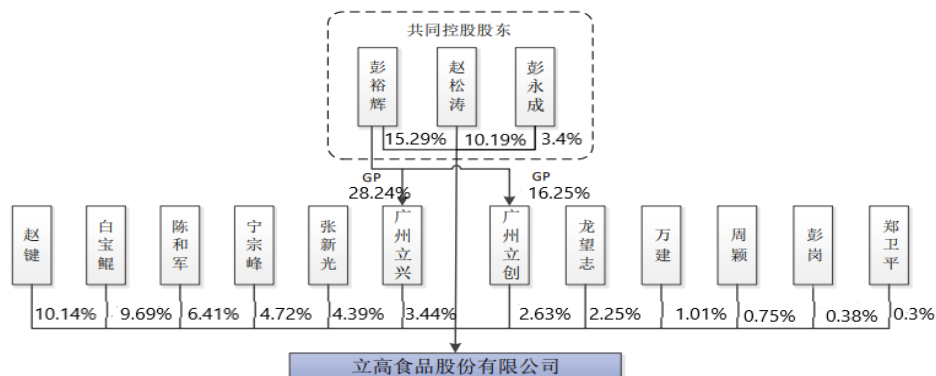
1. 立高食品：冷冻烘焙食品翘楚

公司成立于2000年，以植脂奶油起家，14年收购广州奥昆和广州昊道将产品拓展至冷冻烘焙食品和酱料领域，形成大烘焙格局，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食品，21Q3冷冻烘焙食品营收占比约59.9%，烘焙食品原料占比约40%。公司终端客户包括烘焙门店、餐饮、商超和便利店等多种业态，其中经销模式实现营业收入占比68.3%。公司于2021年4月登陆创业板上市，成为“冷冻烘焙食品第一股”。

1.1 股权结构集中 业绩目标明确

公司股权结构较为集中，高管员工持股比例高，深度绑定利益。彭裕辉先生、赵松涛先生和彭永成先生于2017年12月14日签署了《一致行动协议》，赵松涛先生为彭裕辉先生的姐夫，彭永成先生为彭裕辉先生的父亲，其三人一致行动人，截至21Q3，三人直接和间接控制公司34.95%的股份，为公司的实际控制人。公司董事、监事和高级管理人员合计持有公司股份占总股本的49.99%，此外广州立兴和广州立创均为公司员工发起设立的，以投资公司为目的的员工持股平台，分别持有公司3.44%和2.63%的股份。

图1：21Q3 公司股权结构



资料来源：公司财报、申港证券研究所

股权激励出台，业绩目标明确。2021年8月20日，公司董事会和监事会审议通过《关于向激励对象授予股票期权的议案》，向9名高管及核心管理人员授予股票期权共计850万份，约占总股本的5%，行权价格为108.2元/股。

自2021年8月20日至2026年8月20日5年间，每年公司和个人达到相应业绩标准可行权，即各行权期内，满足公司层面业绩考核的，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。

公司层面目标设定以2020年营业收入为基准，考核目标为2021-2025年公司营业收入增长率达到40%、75%、118%、170%和240%。而当营业收入增速达到考核目标的80%，在公司层面即可行权，即若激励人员行权，则营业收入5年CAGR至少需要达到23.9%。

表1：股权激励人员情况

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	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、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、申港证券研究所

表2：股权激励考核年度营业收入目标

行权安排	考核年度	考核年度营业收入（A）		行权比例
		营业收入目标增长率（Am） (以 2020 年营收为基准)	触发值（An）	
第一个行权期	2021 年	40%	不低于考核年 度目标值的 80%	20%
第二个行权期	2022 年	75%		
第三个行权期	2023 年	118%		
第四个行权期	2024 年	170%		
第五个行权期	2025 年	240%		

资料来源：公司公告、申港证券研究所

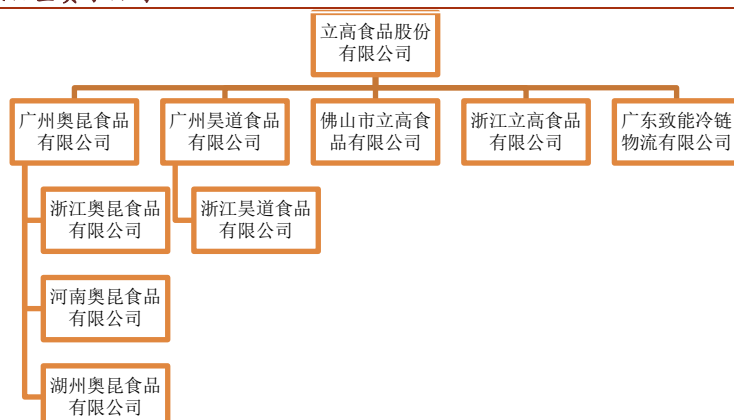
表3：股权激励行权比例要求

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 ≥ 100%	X=100%	C ≥ 100%	S=100%
80% ≤ A < 100%	X=A × 100%	80% ≤ C < 100%	S=C
A < 80%	X=0	C < 80%	S=0%

资料来源：公司公告、申港证券研究所

1.2 财务分析：冷冻烘焙食品驱动营收和净利高增

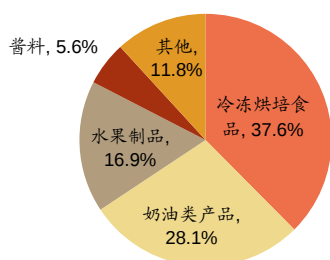
公司业务主要涵盖烘焙食品原料、冷冻烘焙食品和酱料。公司下属立高、奥昆和昊道三个业务板块，立高为烘焙食品原料的运营主体，奥昆为冷冻烘焙食品的运营主体，昊道为酱料的运营主体。2021 年 1-9 月份，公司冷冻烘焙食品收入占营业收入总额比例为 59.91%，烘焙食品原材料收入占营业收入总额为 40.02%。

图2：立高食品全资子公司


资料来源：公司财报、申港证券研究所

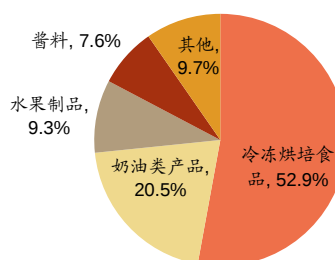
公司营业收入和净利润高速增长。2017-2020 年，公司营业收入由 9.56 亿元增长至 18.1 亿元，3 年 CAGR 为 23.71%，公司净利润由 0.44 亿元增长至 2.32 亿元，3 年 CAGR 为 74.05%。21 年 1-9 月营收 19.61 亿元，同比增长 63.39%，净利润 1.98 亿元，同比增长 24.47%。

图3: 2017 年公司产品结构



资料来源: 公司财报、申港证券研究所

图4: 2020 年公司产品结构

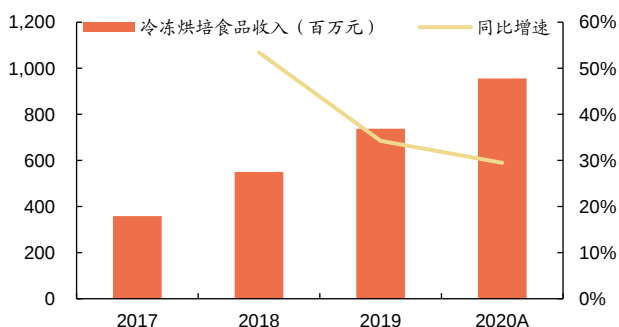


资料来源: 公司财报、申港证券研究所

冷冻烘焙食品方面，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。

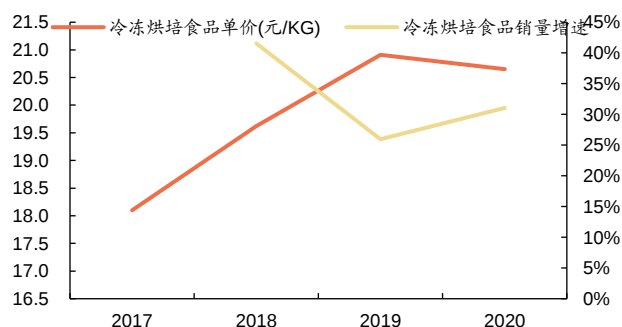
- ◆ 2017-2020 年，冷冻烘焙食品营业收入由 3.58 亿元增长至 9.56 亿元，3 年 CAGR 为 38.74%，占主营业务比重由 37.6%提升至 52.8%。冷冻烘焙食品收入快速增长主要来自于产品的量价齐升。
- ◆ 一方面是因为公司冷冻烘焙食品中的甜甜圈、挞皮、蛋黄酥等主打产品受到市场的较高认可，销量持续上升，推出的新品蛋糕、丹麦类面包等产品也取得较快增长。
- ◆ 另一方面是因为单价较高的甜甜圈、蛋黄酥等产品的销售额占冷冻烘焙食品比重上升，拉高了冷冻烘焙食品的整体单价。
- ◆ 21H1 冷冻烘焙食品营收同比高增 120.58%，一方面是因为公司凭借品质优良、供应稳定等优势在山姆、盒马等会员制商超加大供货量，商超类营收同比增长 212.35%，另一方面主要是受疫情影响 20H1 基数较低所致。

图5: 公司冷冻烘焙食品营收高速增长



资料来源: 公司财报、申港证券研究所

图6: 公司冷冻烘焙食品量价齐升

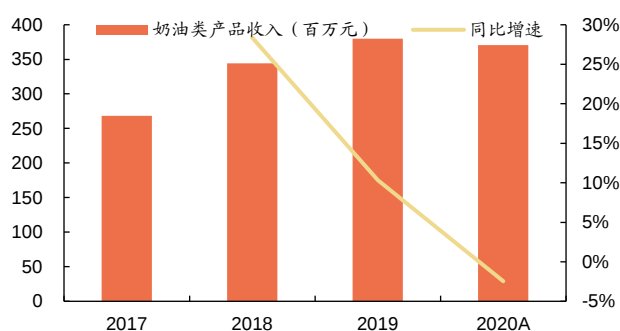


资料来源: 公司财报、申港证券研究所

奶油类产品方面，奶油类产品销售规模主要受含乳脂植脂奶油影响。

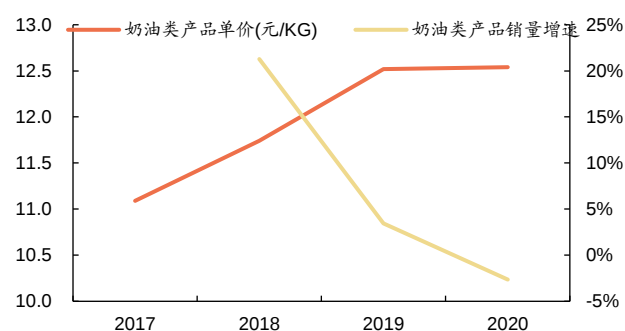
- ◆ 2017-2020 年，奶油类产品营业收入由 2.68 亿元增长至 3.71 亿元，3 年 CAGR 为 11.38%，占营收比重由 28.1%下降至 20.5%。公司于 2018 年大力主推单价较高的含乳脂植脂奶油，带来奶油销量高速增长的同时也拉高了奶油产品的整体单价。
- ◆ 2020 年受疫情影响，奶油产品销量增速出现负增长。而 21H1 奶油产品营收同比高速增长 82.05%，一方面由于 20 年上半年疫情导致的低基数，另一方面是因为公司开始自产挞液与大单品挞皮进行配合销售。
- ◆ 公司 2H1 奶油产品产线产能利用率达到 107.43%，处于产能紧张状态，后续随着三水生产基地扩建完成，奶油产能将逐步释放。

图7：公司奶油类产品收入增速下滑



资料来源：公司财报、申港证券研究所

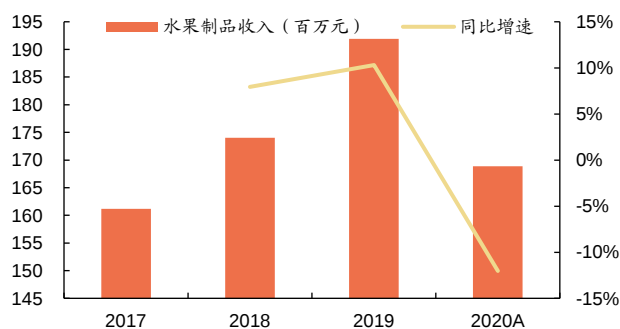
图8：奶油类产品销售增速下滑



资料来源：公司财报、申港证券研究所

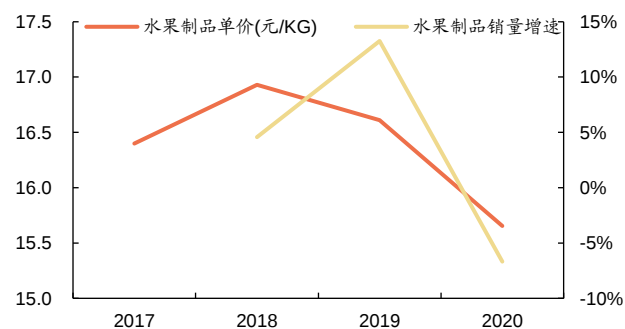
水果制品方面，公司水果制品主要是果馅、果泥及果溶，2017-2020 年，水果制品营业收入由 1.61 亿元增长至 1.69 亿元，3 年 CAGR 为 1.56%，占营收比重由 16.9%下降至 9.3%。近几年水果制品单价的下降主要与公司采取折扣形式促销以及推出单价较低的“爱护”系列产品有关。21H1 水果制品营收同比增长 75.66%，主要是受疫情影响 20H1 基数较低所致。

图9：公司水果制品收入增速下滑



资料来源：公司财报、申港证券研究所

图10：水果制品量价齐跌

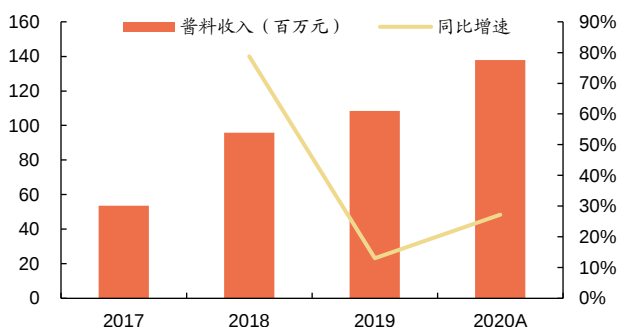


资料来源：公司财报、申港证券研究所

酱料业务方面，公司产品主要为沙拉酱和可丝达酱。2017-2020 年，酱料业务营业收入由 0.54 亿元增长至 1.38 亿元，3 年 CAGR 为 36.99%，占营收比重由 5.6%提升至 7.6%。酱料业务波动较大，销量的增长主要受产能和促销活动影响较大。21H1 酱料营收同比增长 113.06%，一方面是因为 17-19 年酱料产能紧张，而 20 年浙江生产基地投产，缓解了酱料产能紧张的问题，另一方面是受疫情影响 20H1

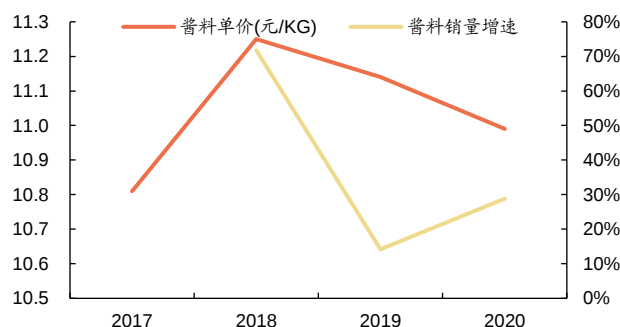
基数较低所致。

图11: 公司酱料收入增速放缓



资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

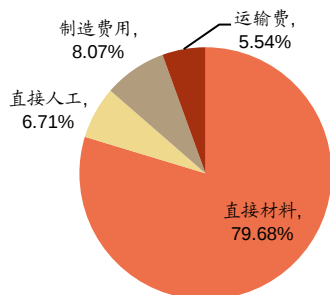
图12: 公司酱料销售增速和单价下滑



资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

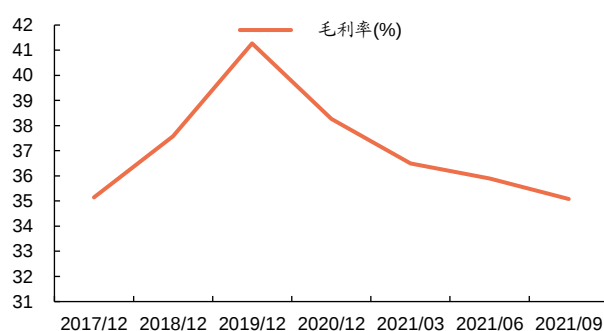
受大宗物料价格上涨和低毛利产品规模扩大的影响, 公司毛利率呈现下降趋势。2020 年公司毛利率为 38.27%, 考虑到公司依据新会计准则把运输费用计入营业成本中, 按以前口径还原后, 公司毛利率为 41.98%, 毛利率自 17 年-20 年稳步增长。而从 21Q1 开始, 毛利率呈现下滑的趋势, 一方面是因为公司为生产型企业, 21H1 主营业务成本中直接材料占比达到 79.7%, 因此公司受油脂、糖类、面粉等大宗农产品原材料价格上涨影响较大, 另一方面是因为部分低毛利的品类如冷冻蛋糕等规模的进一步扩大, 给公司成本带来一定的压力。

图13: 21H1 公司直接材料成本占比较高



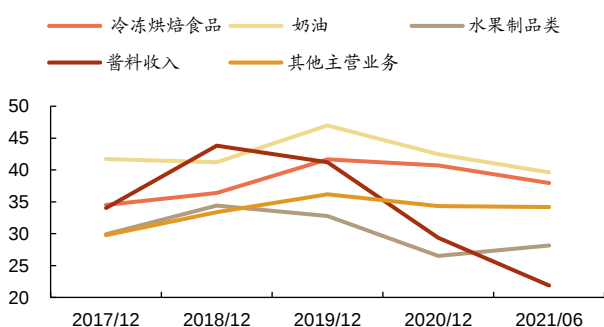
资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

图14: 公司毛利率出现下滑趋势



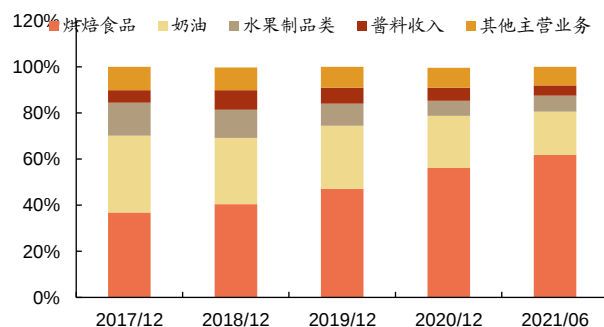
资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

图15: 各业务毛利率 (%)



资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

图16: 各业务毛利占比

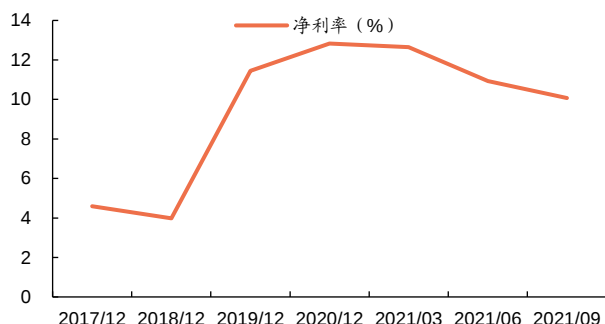


资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

受毛利率下滑影响公司净利率呈现下降趋势。18 年由于公司一次性计提股权激励费用导致净利率降低, 实际剔除一次性计提影响, 17-20 年公司净利率呈现上升趋势。

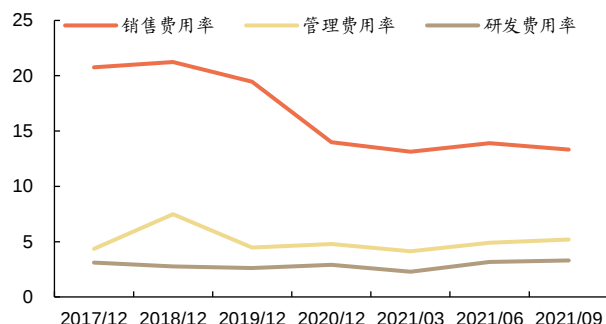
势，主要是因为公司毛利率提升加之费用率稳中有降。而从21Q1开始，公司净利率出现下滑，费用率略微提升。

图17：公司净利率下滑（%）



资料来源：公司财报，申港证券研究所

图18：公司费用控制较好（%）



资料来源：公司财报，申港证券研究所

2. 冷冻烘焙食品：渗透率提升打开市场空间

现代烘焙业在我国内地起步较晚，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，具备营养健康、快捷多样等优点的烘焙食品在我国步入了快速增长的时期。

我国烘焙行业的发展大致可分为四个阶段：

- ◆ 第一阶段是从1980年至1989年，这一阶段现代烘焙业刚刚兴起，西式烘焙糕点从香港、台湾进入大陆市场，主要形式是以“前店后厂”的家庭作坊为主，产品品类较为单一，产品品质不稳定，渗透率低。
- ◆ 第二阶段是从1990年至1999年，国外品牌陆续如比利时Artal集团、韩国好丽友等进入国内市场，同时也带动国内现代烘焙企业出现并发展，这一阶段的烘焙食品主要以长保烘焙为主，国内出现了徐福记、桃李面包、盼盼食品等烘焙零售企业。
- ◆ 第三阶段是从2000年至2009年，现烤烘焙出现高速发展，线下品牌烘焙店开始发展。新加坡连锁烘焙企业面包新语、韩国烘焙品牌巴黎贝甜、日本山崎面包纷纷开始中国区域布局。
- ◆ 第四阶段是从2010年至今，这一阶段烘焙模式出现多元化。随着互联网的发展，烘焙行业与“互联网+”、“O2O”等新模式结合，传统的烘焙店得到改造，催生出互联网蛋糕品牌21Cake。而后奈雪的茶打造出“烘焙+茶饮”潮流新模式，“虎头局”革新中式糕点，打造国潮点心品牌。

表4：国内烘焙发展阶段

时间	发展阶段	代表品牌	代表品牌
1980-1989	西式烘焙糕点从香港、台湾进入大陆市场	家庭作坊为主，产品品类单一，渗透率低。	
1990-1999	国外品牌陆续进入国内市场，国内现代烘焙企业出现并发展	比利时 Artal 集团、好丽友、徐福记、桃李面包、盼盼食品等	

时间	发展阶段	代表品牌	代表品牌
2000-2009	线下品牌烘焙店发展	元祖食品、面包新语、巴黎贝甜	 
2010 年后	互联网蛋糕品牌、烘焙+茶饮、中式点心	21Cake、奈雪的茶、虎头局	  

资料来源：公开资料，申港证券研究所

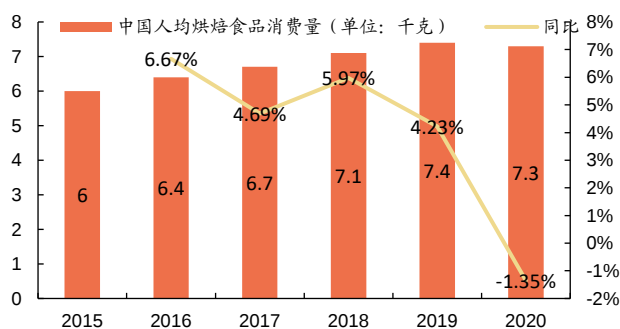
我国烘焙行业处于高速增长时期。

- 从供给层面上看，我国烘焙食品行业的生产规模持续扩大，根据《中国食品工业年鉴》，我国糕点面包业规模以上企业营业收入由 2016 年的 1129.81 亿元增长至 2020 年的 2081.17 亿元，年复合增长率达到 16.50%，远高于同期食品工业整体 5.44% 的增长水平，也高于全球烘焙行业增速。
- 从消费层面上看，虽然近年来我国烘焙食品增长迅速，但人均消费水平和发达国家和地区相比还有较大的差距，未来随着年轻一代消费习惯的升级与改变，烘焙市场将继续扩容。根据下文测算，预计 2025 年我国烘焙食品市场规模有望突破 3600 亿元。

2.1 增长点一：消费习惯改变带来烘焙市场的扩容

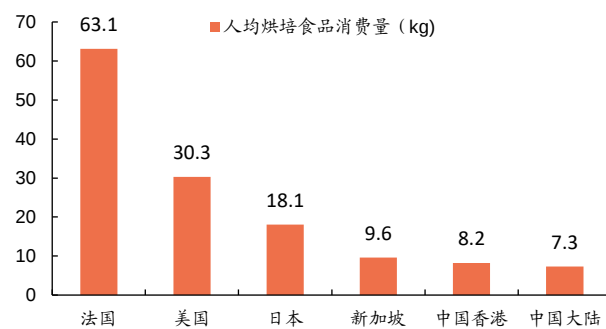
虽然近年来我国烘焙食品行业增长迅速，但人均消费水平与发达国家和地区还有较大差距，未来存在提升空间。据欧睿国际统计，2020 年，我国内地人均烘焙食品消费量仅为 7.3kg/人，远低于以烘焙食品为主食的法国和美国，也低于与中国大陆饮食习惯相近的亚洲其他国家和地区，如日本的 18.1kg/人、新加坡的 9.6kg/人、中国香港的 8.2kg/人。由于烘焙食品进入我国较晚，消费者尚处于接受过程中，未来随着饮食习惯的变化，人均消费量还存在提升空间。

图19：中国人均烘焙食品消费量逐年上涨



资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

图20：中国大陆人均烘焙食品消费量仍增长空间



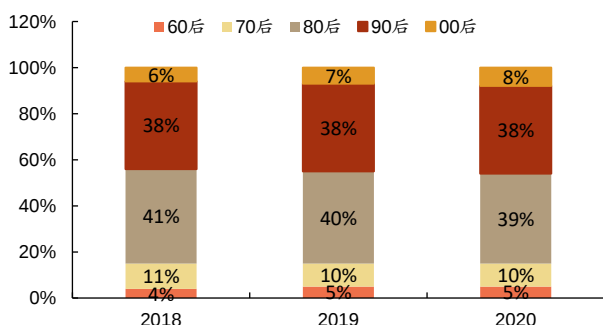
资料来源：欧睿国际，申港证券研究所

年轻一代消费习惯的改变带来烘焙市场规模的扩容。目前，年轻一代不断追求丰富、方便、快捷的生活方式，餐饮习惯也逐步西化，进而推动了烘焙行业的发展。

- 一方面从消费结构来看，80 后和 90 后的蛋糕甜点消费频次明显高于 70 后，年轻一代饮食西化的趋势已经出现，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%。

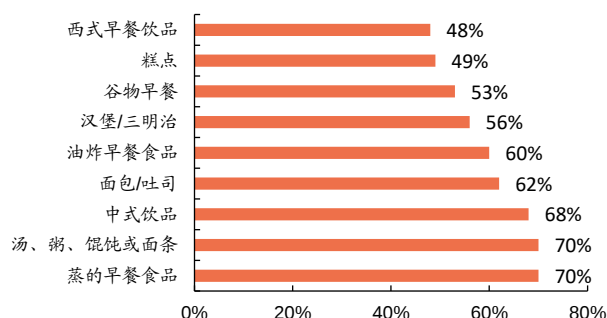
- ◆ 另一方面，从烘焙食品消费者结构来看，年龄结构呈年轻化特征。根据有赞数据统计，80 后和 90 后占烘焙食品消费者的 77%，是现阶段烘焙食品的消费主力。

图21：80 后和 90 后是烘焙食品消费主力



资料来源：有赞、申港证券研究所

图22：西式早餐渗透率接近中式早餐



资料来源：英敏特、申港证券研究所

烘焙食品有望提高在主食消费中的渗透率。

- ◆ 一方面，烘焙食品在早餐中渗透率提升。西式餐饮较传统中式餐饮如豆浆油条、面条包子等更便于保存、携带，且口味、品种多样，符合年轻一代快节奏和多样化的生活模式。根据英敏特 2019 年 6 月发布的《早餐中国》数据统计，汉堡/三明治渗透率达到 56%，面包/吐司产品渗透率已高达 62%，逐渐接近中式早餐的渗透率。
- ◆ 另一方面，烘焙食品代餐化趋势明显。根据 2020 年 12 月国家最新发布的调查报告，目前中国成人中已有超过 50% 的人超重或肥胖，大部分基于对健康的追求，不再靠减肥药来起到瘦身的目的，而是选择通过一些代餐产品。从淘宝销量数据来看，主打轻脂轻卡轻负担的田园主义、七年五季等店铺销售额不断创新高，低卡概念的烘焙食品出现高速增长。

消费场景多元化带来烘焙食品消费频次的提升。咖啡厅、蛋糕甜品店逐渐成为休闲放松的主要消费场所，“饮品+烘焙”成为下午茶主流，蛋糕、面包等作为休闲消费将稳定增长。此外，西方节日的盛行和年轻人追求仪式感的特点，也令作为节日消费的烘焙食品得以快速增长。

2.2 增长点二：消费升级带来客单价的提升

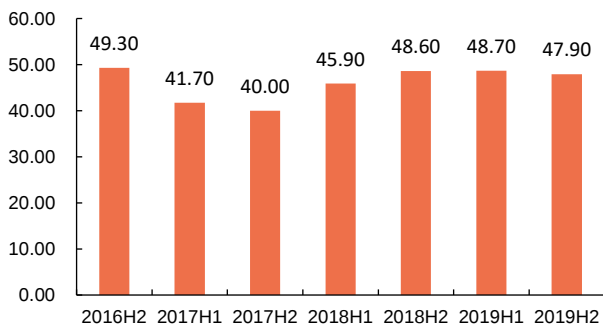
目前烘焙食品行业中小企业数量众多，个人经营的手工作坊较为普遍，因此烘焙食品质量良莠不齐，产品价格相对较低，未来随着消费升级，消费者对产品品质和消费体验的要求提高，单价提升也会带动烘焙行业规模的上涨。

根据美团点评发布的《2020 年中国烘焙门店市场报告》，烘焙门店依据经营产品类型不同可以主要分为面包蛋糕、中式糕饼、西式甜品三大类。面包蛋糕类主营面包、生日蛋糕，西式甜品类主营起司、乳酪等甜品糕点，中式糕饼类主营月饼、鲜花饼等传统点心。

- ◆ **面包蛋糕类消费逐渐由低端消费向高端消费转变。**面包蛋糕是烘焙门店的第一大品类，目前全国面包蛋糕类门店已接近 40 万家，在全国烘焙门店中占比超

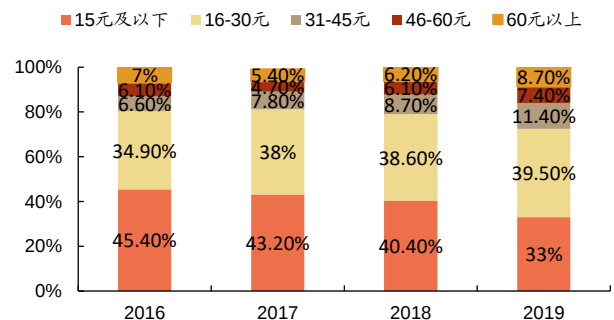
80%。2016-2019 年，人均消费 15 元及以下的占比已从 45.4% 下降至 33%，而人均消费在 16-30 元及 31-45 元区间占比提升最快，说明面包蛋糕类消费逐渐由低端消费向高端消费转变。

图23：全国烘焙门店数量（万家）



资料来源：美团点评、申港证券研究所

图24：面包蛋糕类门店人均消费区间分布



资料来源：美团点评、申港证券研究所

- ◆ **西式甜品门店由中低端消费向高端消费升级的过程更为明显。**2016-2019 年，高端价位人均消费的西式甜品类烘焙门店占比在上升。其中，人均消费在 46-60 元区间的西式甜品类烘焙门店占比由 4.1% 上升至 8.1%，人均消费在 60 元以上的门店占比由 4.9% 上升至 10.5%。
- ◆ **资本入局推升中式糕点向高端化转变。**过去传统中式糕点以夫妻店为主，主要针对的消费群体是中老年人。而今年以来，以墨茉点心局、虎头局渣打饼行等为代表的新中式点心品牌频繁获得融资，在资本的加持下，新中式糕点行业掀起国潮风，将目标瞄准年轻人，快速走向高端化。

表5：新中式糕点代表

品牌	鲍师傅	茉莉点心局	虎头局渣打饼行
成立时间	2005 年	2020 年	2019 年
人均客单	30 元	25-30 元	25-30 元
品牌估值	超 10 亿元	20-30 亿元	20-30 亿元

资料来源：公开资料、申港证券研究所

2.3 对健康的追求导致现烤品占比增加

消费者追求健康的食品。根据麦肯锡发布的《2020 年中国消费者调查报告》，72% 的城市消费者都表示在积极追求更健康的生活方式。大城市中，60% 的消费者表示会经常查看包装食品的成分表；55% 的受访者表示“健康和天然原料”是他们购买产品时的首选因素。

在消费者更加注重安全、营养、健康的背景下，现烤烘焙产品发展较快。烘焙食品一般可分为预包装产品及现烤产品两类，预包装产品保质期较长，需要使用一定的防腐剂；而现烤产品保质期非常短，新鲜出炉从而口感及香味更佳。因现烤产品具备安全、营养、美味等多个优点，烘焙食品不断由预包装产品向现烤产品进行发展。根据欧睿国际的统计数据，我国现制烘焙产品 15-20 年 5 年 CAGR 为 9.9%，高于预包装烘焙食品同期复合增速 8.2%。

表6：烘焙产品按保质期限划分

	现制产品	短保	中长保
保质期	1-3 天左右	5-15 天左右	1-6 个月左右

	现制产品	短保	中长保
销售渠道	烘焙店	便利店、商超等	便利店、商超等
规模占比	73%	8%	19%
新鲜程度	高、无需防腐剂	中、需要使用防腐剂	低、需要使用防腐剂
特征	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、运输方便。	规模化生产、常温保存、运输方便、渠道覆盖成本低、产品便宜。

资料来源：欧睿国际、申港证券研究所

从商家的角度来看，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，根据克莉丝汀、元祖食品和 85 度 C 公布的最新财报数据来看，现烤烘焙食品普遍毛利率较高。现烤烘焙食品的销售渠道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。

表7：现烤烘焙毛利率较高

上市公司	上市地点	毛利率
克莉丝汀	香港	44.48%
元祖食品	中国大陆	67.74%
85 度 C	台湾	59.43%

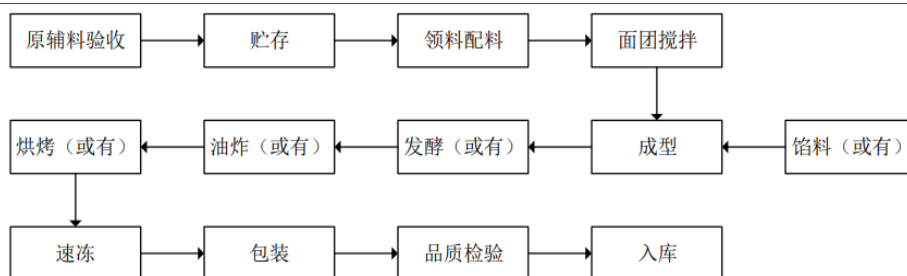
资料来源：wind、申港证券研究所

2.4 冷冻烘焙渗透率持续提升

2.4.1 冷冻烘焙食品特征

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，保存期通常在 6 到 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。

图25：冷冻烘焙食品制作过程



资料来源：招股说明书、申港证券研究所

表8：冷冻烘焙产品

	产品图片	成品图片
冷冻面包		



资料来源：招股说明书、申港证券研究所

从产品本身来讲，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，冷冻烘焙食品通过中央工厂进行规模化和标准化生产，生产效率和产品的稳定性更高，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。
- ◆ 另一方面，随着冷冻烘焙食品技术的不断提高，冷冻烘焙食品解冻后进行现场烘烤加热等加工后，产品新鲜度和口感与烘焙门店的现做现烤产品基本一致，甚至超过部分烘焙门店水平。

表9：不同烘焙类别产品的优劣势对比

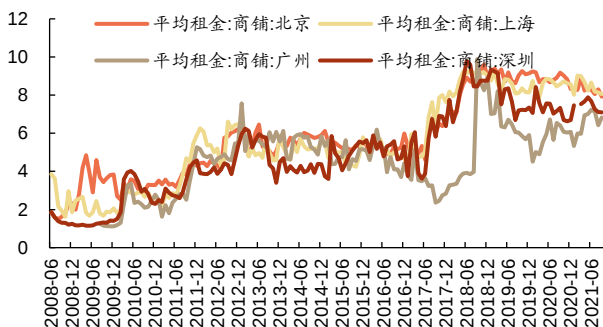
产品类别	细分模式特点	优势	劣势
冷冻烘焙食品	由中央工厂生产冷冻烘焙食品。对于冷冻烘焙半成品，烘焙店解冻后进行烘烤等简单加工后即可对外销售；对于冷冻烘焙成品，解冻后可直销销售食用。	规模化生产、产品新鲜美观、口感和稳定性好、更安全、冷冻条件下保质期长、烘焙店运营成本低。	需要冷链运输、冷冻保存。
现做现烤产品	现场生产，从原料到成品的制作全过程均通过专业设备在烘焙店或附近作坊完成。	产品新鲜美观、口感好、烘焙店购物氛围较好。	烘焙店运营成本高、对烘焙师傅要求高、产销难以控制、质量不稳定、保质期短。
预包装产品	由中央工厂生产预包装成品，物流配送至商超、便利店等渠道进行销售。	烘焙店运营成本高、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、需要使用防腐剂增加保质期。

资料来源：招股说明书、申港证券研究所

对于烘焙门店来讲，冷冻烘焙食品解决了传统前店后厂模式经营的烘焙店系列问题。过去烘焙店生产现烤烘焙产品主要以前店后厂的模式为主，普遍面临着成本、质量、口感与安全等一系列问题，难以发展壮大。

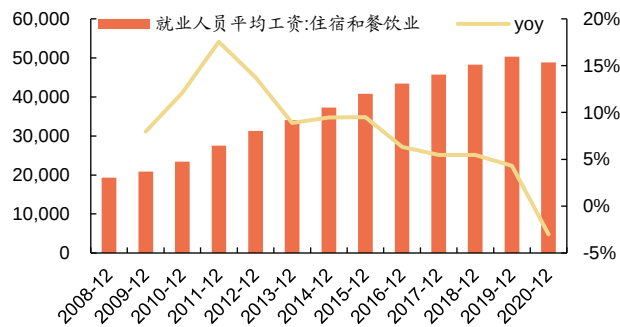
- ◆ **冷冻烘焙食品可以节约烘焙店的投资及运营成本。**根据中国饭店协会的数据，2019 年餐饮行业房租和人力成本占比达到 33%，且房租和人力成本呈现出高速增长的趋势，国家统计局数据显示，2015/09-2021/09 北上广深商铺租金的平均 CAGR 达到 7.66%，2015-2020 年住宿和餐饮业就业人员平均工资 CAGR 为 3.66%。一方面，冷冻烘焙产品后期只需简单加工即可完成，无需大量培养面包师傅驻店，也不需要高水平的烘焙师傅，能有效节约人力成本。另一方面，传统面包店的运营模式通常是前店后厂，需要更大的场地摆放所需设备、工作台、及投入更大的资金成本在烘焙设备上。冷冻面团的使用可减少店面面积、精简生产设备，降低投入成本。

图26：一线城市商铺平均租金高速增长（元/日·平米）



资料来源：wind、申港证券研究所

图27：住宿和餐饮业就业人员平均工资（元）



资料来源：wind、申港证券研究所

- ◆ 冷冻烘焙食品可以使烘焙门店准确和灵活地协调生产、库存和销量间的关系，避免产量过剩导致的浪费。传统的面包店为提供消费者多样的选择，面临备料管理的问题，使用冷冻面团能依据客户需求制作产品，帮助面包店减少物料的损耗和更有效的管理库存。
- ◆ 冷冻烘焙食品可以丰富门店的产品种类，更好地满足消费者多样化的需求。对于一般烘焙店来讲，纯手工制作由于受到时间和设备的限制，制作品种相对有限，对于部分附加值低的产品，如甜甜圈和蛋挞，制作难度较高或制作过程繁琐，冷冻烘焙食品的使用，可以提高烘焙门店的效率并且节约成本，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。

2.4.2 冷冻烘焙食品渗透率仍有提升空间

国外冷冻烘焙食品应用已趋成熟。根据《食品与机械》杂志，1949 年美国只有 3% 的烘焙店使用冷冻烘焙食品，1961 年增加到 39%，1990 年有 80% 以上的烘焙店使用冷冻烘焙食品。法国在 1994 年冷冻面包已占面包销售额的 50% 以上，日本早在 2000 年也已经有 50% 的烘焙店使用冷冻烘焙食品。可见，国外冷冻烘焙技术在面包等烘焙食品制作中已经十分普及，冷冻烘焙工艺也越来越成熟和规范。

国内冷冻烘焙增长空间大。我国虽然从 90 年代起已经开始接触冷冻烘焙技术，但由于整个烘焙行业当时正处于起步阶段，消费者消费习惯还未养成，行业经营模式暂未成熟，因此冷冻烘焙技术没有受到足够的重视。根据 2019 年安琪烘焙与中华面食技术中心发布的《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》，欧洲的冷冻面团占面包行业的比重大约是 40%，美国大约是 70%，而国内可能不足 10%。随着消费者更为看重烘焙食品的口感和品质，房租和人力成本不断上涨，冷冻烘焙食品市场未来仍有提升的空间。

渗透率提升原因一：我国冷冻烘焙食品市场的产品结构与总体烘焙食品市场的产品结构不匹配，冷冻烘焙食品种类的拓展带来渗透率的提升。

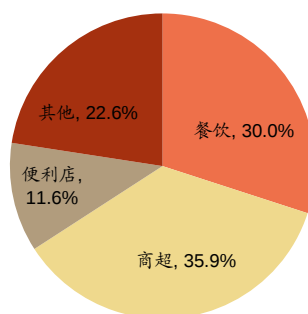
- ◆ 国内冷冻面团不同于欧美冷冻面团，欧洲冷冻面团主要是欧式面包和起酥面包，美国冷冻面团主要是以三明治为主的预烘烤冷冻面包，而国内主要以冷冻糕点为主，发酵类的冷冻面团还处于起步阶段。根据荷兰合作银行 2014 年发布的《中国冷冻面团行业的现状与未来》，我国冷冻烘焙食品中，冷冻糕点占比达到 65%，而冷冻面包的市场份额仅为 15%，虽然近年来冷冻烘焙食品的产品结构正在不断多元化，但目前市场上依旧以不发酵的中式酥类产品以及挞类产品为

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，因此，随着冷冻烘焙技术的逐渐成熟，冷链仓储和物流技术的不断完善，冷冻烘焙食品的应用领域将由冷冻糕点产品逐渐发展至冷冻面包等其他品类。

渗透率提升原因二：商超便利店等现制烘焙的发展带来渗透率的提升。冷冻烘焙食品丰富了烘焙食品的消费渠道，冷冻烘焙食品可以帮助商超、餐饮、饮品店、便利店等非专业烘焙的销售渠道销售专业的烘焙食品，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。参照全球冷冻烘焙龙头企业 Aryzta，2020 年 Aryzta 营收中商超和餐饮渠道分别占比 35.9% 和 30%，我国商超、餐饮和便利店等非专业烘焙的渠道还有很大的渗透空间。

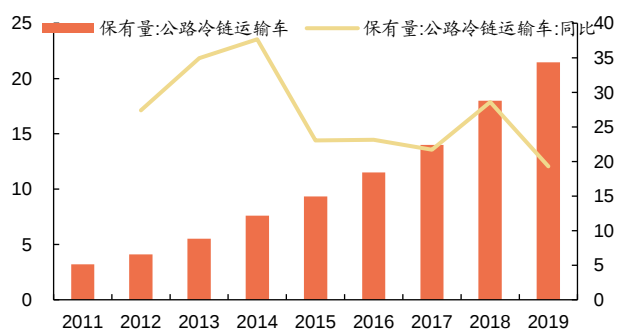
图28: Aryzta 以商超和餐饮渠道为主



资料来源：ARYZTA 2020 年年报，申港证券研究所

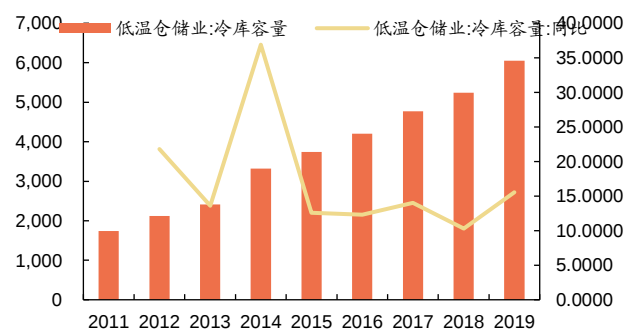
渗透率提升原因三：冷链仓储物流的逐渐成熟带来渗透率的提升。近年来，我国冷链溯源与全程监控等技术逐步成熟，冷藏车、冷藏箱、冷库等冷链设备数量快速增长，2019 年我国公路冷链运输车保有量 21.47 万辆，是 2011 年的 6.7 倍，8 年 CAGR 达到 26.8%，2019 年我国冷库容量达到 6052.5 万吨，是 2011 年的 3.5 倍，8 年 CAGR 达到 16.8%。烘焙行业的经销商及终端用户处的冷链设备普及度也在不断提高，相关配套设施的逐渐完善为冷冻烘焙食品生产规模及配送范围的扩大和品质的持续提升提供了有利的技术支持。

图29: 我国公路冷链运输车保有量高速增长（万辆）



资料来源：wind、申港证券研究所

图30: 我国冷库容量高速增长（万吨）



资料来源：wind、申港证券研究所

2.5 冷冻烘焙行业空间测算

我们以“冷冻烘焙行业市场规模=人均烘焙食品消费量*烘焙食品单价*人口*现烤品率*成本率*冷冻烘焙渗透率*经销商毛利率”来对冷冻烘焙行业增长空间进行测算。经测算，我们认为到 2025 年，冷冻烘焙食品市场规模约为 229.4 亿元，5 年 CAGR 为 20.6%。

具体参数设置如下：

- ◆ 人均烘焙食品消费量方面，我们认为年轻一代消费习惯的改变将会带来人均烘焙食品消费量的提升，到 2025 年我国人均烘焙食品消费量将接近香港和新加坡目前的水平，即达到 9kg/人。
- ◆ 烘焙食品单价方面，根据欧睿国际数据，2019 年我国人均烘焙食品消费额为 24.6 美元/人，即烘焙食品单价为 23.3 元/kg。考虑到 2020 年上半年受疫情影响较为严重，短保和长保面包销量增高而现制烘焙品销量下降，预计 20 年烘焙食品单价下滑 5%，而往后随着疫情恢复、消费升级及产品结构的优化升级，预计单价将以每年 5% 的速度增长。
- ◆ 现制烘焙方面，我们认为现制烘焙占比仍会提升，一方面是因为从消费者角度来看，对健康饮食的需求度上升，现制烘焙较预包装产品更安全、营养、健康，另一方面是因为从商家的角度来看有引入现烤烘焙的动力，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。
- ◆ 成本率方面，根据克莉丝汀和 85 度 C 最新的财报数据，我们推测现制烘焙的成本率在 50% 左右，经销商毛利率方面，根据渠道调研反馈，经销商毛利率大约在 15% 左右。
- ◆ 冷冻烘焙渗透率方面，我们认为渗透率会持续提升，一方面冷链仓储物流以及冷冻烘焙产品技术的逐渐成熟会带来冷冻烘焙产品种类的拓展，另一方面冷冻烘焙食品可以帮助商超、餐饮、饮品店、便利店等非专业烘焙的销售渠道销售专业的烘焙食品。

表10：冷冻烘焙行业市场规模测算

	2019	2025
人均烘焙食品消费量（kg/人）	7.3	9
烘焙食品单价（元/kg）	23.3	28.3
人口（亿人）	14.12	14.13
现制烘焙占比	73%	75%
成本率	50%	50%
冷冻烘焙渗透率	10%	20%
经销商毛利率	15%	15%
冷冻烘焙食品（亿元）	74.5	229.4
5 年 CAGR		20.6%

资料来源：欧睿国际、渠道调研、申港证券研究所

3. 烘焙食品原料：与烘焙行业整体发展相辅相成

烘焙食品原料的发展与烘焙行业整体的发展相辅相成。一方面，烘焙行业需求的持续增长推动着烘焙食品原料的稳步发展，消费者口味和偏好的转变，也要求烘焙食品原料生产企业不断适应新的变化。另一方面，烘焙食品原料产品的丰富和

应用技术的提高降低了烘焙食品制作的门槛，烘焙食品原料的发展不断引领新的潮流，丰富烘焙食品品类。

立高食品主要经营的烘焙食品原料为奶油、水果制品和酱料等，主要用于蛋糕、西点的表面装饰及夹馅：

- ◆ 以制作蛋糕产品为例，欧睿国际数据显示，2019 年我国蛋糕市场销售额为 981.7 亿元，根据上文测算，我国烘焙食品行业年均增长率将达到 7%，到 2025 年我国蛋糕零售额有望突破 1470 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。测算结果显示，仅作为蛋糕原料，我国奶油市场规模预计 2025 年将超过 112 亿元，烘焙水果制品市场规模预计 2025 年将超过 31 亿元。奶油、水果制品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。

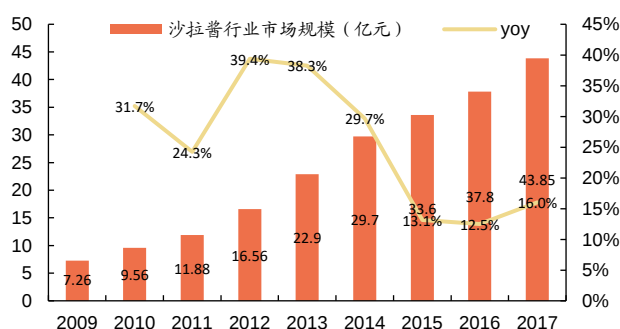
表11: 奶油、水果制品市场规模测算

	2019	2025
蛋糕市场销售额（亿元）	981.7	1470
奶油成本占比	9%-12%	9%-12%
水果制品成本占比	2.5%-3.5%	2.5%-3.5%
经销商毛利率	15%	15%
奶油市场规模（亿元）	75.1-100.1	112.5-149.9
水果制品市场规模（亿元）	20.9-29.2	31.2-43.7

资料来源：欧睿国际、招股说明书、申港证券研究所

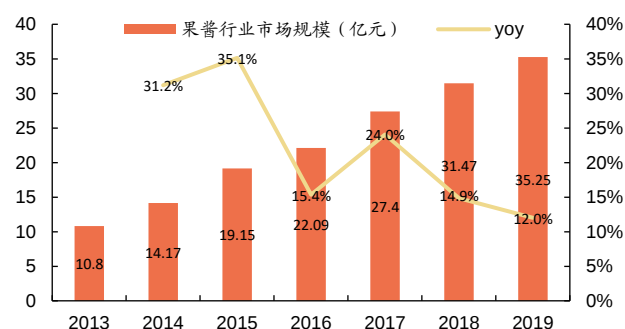
- ◆ 烘焙酱料包括沙拉酱、可丝达酱、果酱等。由于烘焙酱料能够帮助烘焙食品突破面粉、糖类等主要原料味道的局限，助力烘焙食品口味的创新，因此近年来受到不断重视，得到了迅速的发展，烘焙酱料产品市场规模快速增长的同时，也朝着多样化、复合方便化、营养健康化等方向发展。根据智研咨询的统计，酱料中最为广泛使用的沙拉酱市场规模从 2011 年的 11.88 亿元增长至 2017 年的 43.85 亿元，CAGR 达到 24.32%，果酱市场规模从 2013 年的 10.8 亿元增长至 2019 年的 35.25 亿元，CAGR 达到 21.79%。

图31: 沙拉酱市场规模高速增长



资料来源：智研咨询、申港证券研究所

图32: 果酱市场规模高速增长



资料来源：智研咨询、申港证券研究所

4. 核心优势：技术水平行业领先 渠道结构不断优化

4.1 研发投入持续增长 技术水平行业领先

公司研发投入持续增长，保持市场竞争力。近年来，公司研发费用率保持在 3% 左右。由于公司的主要竞争对手中，部分为非上市公司，公开数据难以取得，无法进行比较，以 A 股烘焙行业业务相近的上市公司作比较，从研发费用比率来看，21Q3 公司的研发费用率低于海融科技，但公司研发费用支出绝对额远大于海融科技。从研发人员数量来看，截至 21Q3，立高食品研发人员共 126 人，为可比公司中最多。

凭借公司在研发方面的不断投入，公司取得多项成果。公司目前已形成了 72 项技术专利成果，其中 6 项发明专利，公司平均每年推出的新产品及新应用方案超过 50 个。公司参与制订《植脂奶油》行业标准，被评为 2019 年度国家知识产权优势企业，参与的研发项目“蛋白乳浊体系稳定化及高品质乳制品产业化关键技术”获得 2018 年广东省科技进步一等奖。

表12: A 股可比公司研发费用率

研发费用 (百万元)	2017	2017	2018	2018	2019	2019	2020	2020	21Q3	21Q3
立高食品	29.59	3.10%	36.11	2.75%	41.51	2.62%	52.68	2.91%	64.79	3.30%
海融科技	17.42	3.70%	21.48	3.97%	21.59	3.70%	22.11	3.87%	23.56	4.32%
南侨食品	49.28	2.34%	49.74	2.10%	75.79	3.22%	86.46	3.72%	49.04	2.39%

资料来源: wind、申港证券研究所

表13: 2020 年 A 股可比公司研发人员数量

研发人员	研发人数(人)	研发人员数量占比
立高食品	126	4.65%
海融科技	84	10.97%
南侨食品	108	8.04%

资料来源: wind、申港证券研究所

公司具备较强的自动化生产能力及规模化生产水平。烘焙食品原料和冷冻烘焙食品的规模化生产受到产品稳定性的制约，公司从国内外引入自动化生产线，并根据原材料和产品的特点，在核心环节对关键生产设备进行大量适应性的自主改造。通过对自动化生产线的定制化改造和对生产过程的品控管理，提高了生产的自动化水平，形成了较强的规模化生产能力。

- ◆ 公司组建了经验丰富的机械团队，近年来完成了如挞皮收集机械手等关键项目，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。
- ◆ 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，使得公司新产线在投产后产能得以迅速释放。

公司具备生产多样化产品的技术能力。烘焙食品原料和冷冻烘焙食品的产品种类较多，部分产品的配方及生产工艺难度较大，公司通过多年的积累，突破了该部分产品的技术难度，形成了多样化的产品体系，具有一定的先发优势。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。

- ◆ 在冷冻烘焙食品方面，公司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，形成了甜甜圈、牛角包、金枕面包等颇具技术壁垒的核心产品，成为公司快速增长的重要驱动力。
- ◆ 在烘焙食品原料方面，公司针对含乳脂植脂奶油乳脂与植脂相容性差的问题，通过调整乳化体系及优化工艺过程，提高了含乳脂植脂奶油的稳定性和操作性，近年来销售增长迅速。

公司具备持续的技术创新能力。公司通过长期的研发投入，建立了完善的技术创新体系和高质量的研发团队，并通过深入终端的服务模式，高效快速地了解客户需求，使公司产品配方、生产工艺、生产设备等技术能力不断强化和持续创新。比如近年来，公司对含乳脂植脂奶油进行持续升级，以满足客户不断变化的需求，降低了新产品的市场风险。

4.2 产品品类多样化 客户需求粘性增强

公司的产品种类丰富，有效满足多元化客户多样化的购买需求。公司既拥有奶油、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、蛋糕各类冷冻烘焙食品，且各类产品均拥有多种品规，截至 21Q2，公司品规超过 660 种，并形成超过 100 个品规的储备。与 A 股可比公司相比，公司具有明显的产品品类多样化优势。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。

表14：A 股可比公司主营产品

A 股可比公司	主营业务
海融科技	公司主要从事植脂奶油、含乳脂植脂奶油、果酱、巧克力在内的三大类几十款优质食品原料生产和销售。21H1，植脂奶油收入占比 90.44%。
南侨食品	公司主要从事烘焙油脂相关制品的研发、生产与销售。2020 年烘焙应用油脂收入占比 61.44%，其次为进口品和淡奶油，占比分别为 17.49%和 15.16%。

资料来源：wind、申港证券研究所

丰富的产品体系，能够满足不同客户群体的消费需求，开拓销售场景，亦为公司开拓不同的销售渠道。

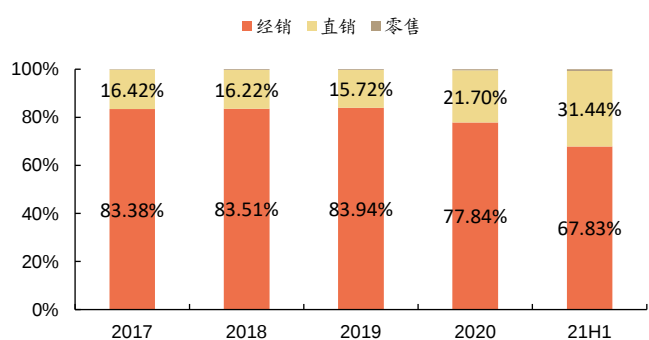
- ◆ **丰富的产品体系有效满足客户需求。**以奶油为例，公司提供包括稀奶油、含乳脂植脂奶油、植脂奶油在内的不同档次、不同口感和不同塑型能力的多种奶油，有效满足各种客户需求，提升了对客户需求的覆盖度。
- ◆ **丰富的产品体系为公司开拓销售渠道。**公司在进入一个新渠道时，往往通过针对性的产品塑造口碑，进而陆续引入其他产品，例如公司通过专门改良的冷冻蛋糕在部分餐饮客户处打响品牌知名度，从而带动甜甜圈、蛋挞皮等其他主要产品顺利进入该部分餐饮客户。
- ◆ **丰富的产品体系为客户开拓销售场景。**公司多样化的产品，使客户销售场景进一步丰富到边柜、收银台。例如，公司推出巧克力脆脆棒等休闲食品，放置于烘焙店收银台上进行销售，充分利用收银台空间。

4.3 渠道结构优化 客户服务深化

公司营销网络广泛，销售渠道多样化。近年来，烘焙市场呈现向中小城市渗透的变化趋势，烘焙食品原料和冷冻烘焙食品的终端客户呈现出多样化的趋势，从以传统的烘焙门店为主拓展至饮品店、餐饮、商超和便利店等多种业态，客户呈现出分布广泛的特点。为适应这一变化趋势，公司营销网络不断下沉，销售渠道逐渐多样化，抗风险的能力增强。

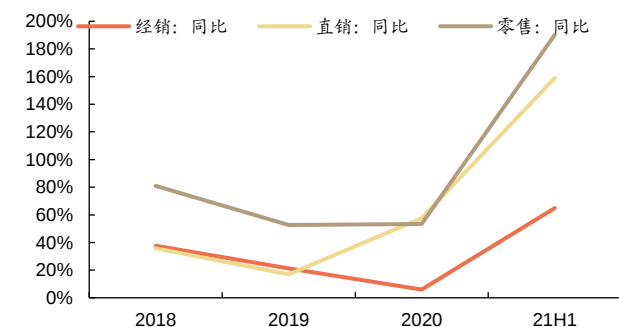
公司销售模式以经销模式为主，直销模式为辅，并补充少量线上电商及线下零售业务。公司产品的终端客户目前仍以烘焙店为主，具有单店采购金额不大，且分布较散的特征，因此，公司采取经销为主的销售模式。直销客户又可分为非商超类直销客户和商超客户两类，非商超类直销客户包括连锁烘焙店、酒店、饮品店等，商超客户为沃尔玛、华润万家、盒马生鲜等超市。截至 21H1，公司经销模式收入 8.48 亿元，占营收的 67.8%，直销模式收入 3.93 亿元，占营收的 31.4%。

图33：公司各销售渠道占比变化



资料来源：公司财报、申港证券研究所

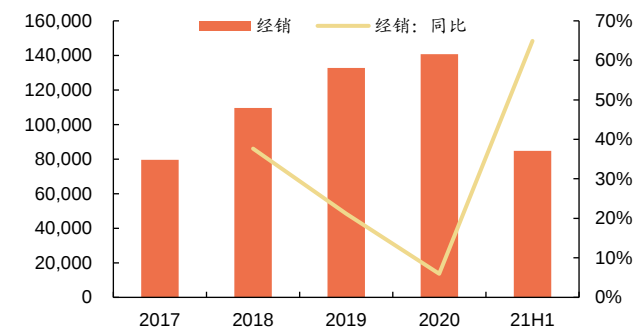
图34：公司各销售渠道收入同比增速



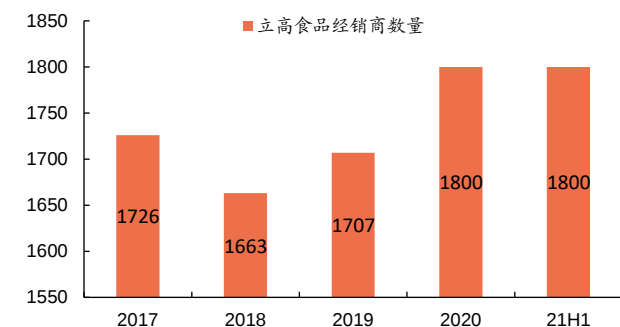
资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司通过经销模式提高市场覆盖度。根据 20H1 前 20 大经销商终端销售明细表，98.21%的终端客户为烘焙店，此类客户具有地点分散、单次采购量小、配送时效性要求高的特点，公司通过经销模式可以借助经销商已有的销售网络，提高销售效率，实现市场的全面覆盖，同时公司与经销商一同对终端客户进行技术服务，快速响应终端客户需求，协助终端客户设计产品推广方案，提高客户粘性。

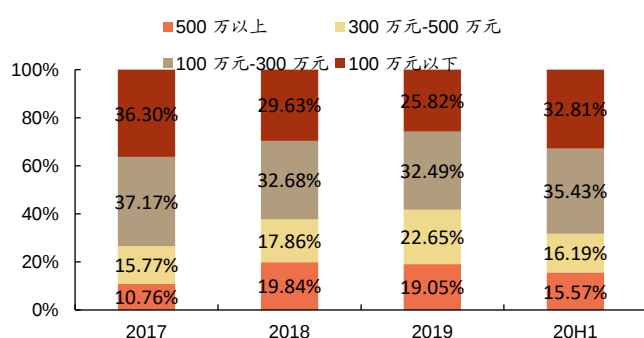
经销商结构不断优化。公司已经建立了遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区的营销网络，近年来经销商数量存在波动，主要是因为公司会根据战略计划主动优化调整经销商结构，但总体来看，2017-2020 年经销商数量从 1726 家增长至超过 1800 家，经销商平均创收能力从 46.5 万元/家提升至 78.2 万元/家。创收能力的提升一方面是因为公司不断推出新产品，产品竞争力持续上升，另一方面是因为公司主动停止与部分规模较小的经销商的合作，经销商自身的市场开拓能力也有所上升。

图35: 经销模式收入同比高增 (万元)


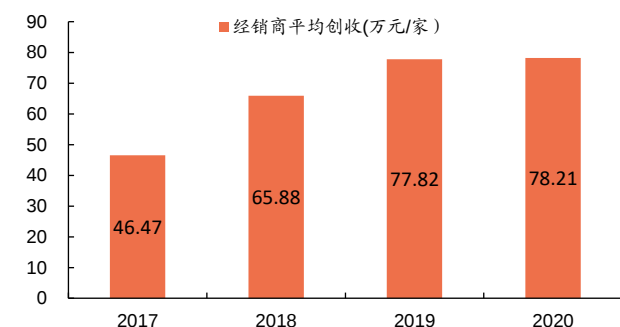
资料来源: 公司财报、申港证券研究所

图36: 经销商数量有所波动 (家)


资料来源: 公司财报、申港证券研究所

图37: 不同规模经销商总收入占比


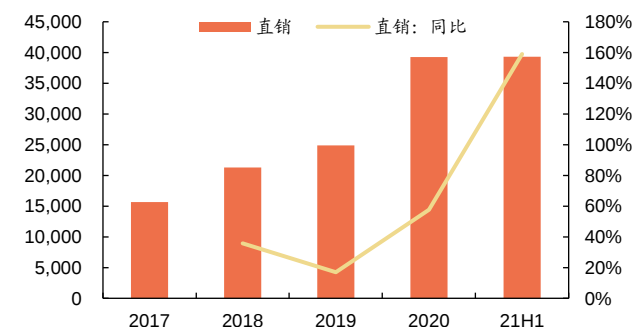
资料来源: 公司财报、申港证券研究所

图38: 经销商平均创收逐年提升


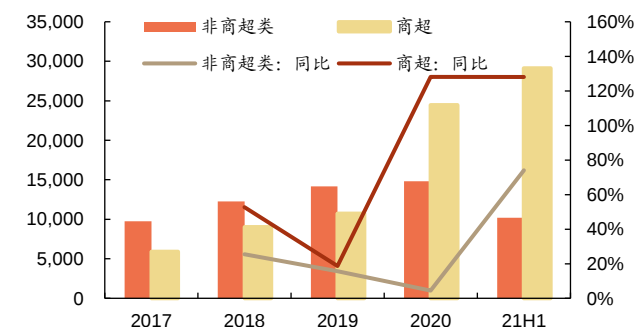
资料来源: 公司财报、申港证券研究所

公司与商超合作发展较快，直销模式占比不断提升。截至21H1，公司直销客户超过400家，包括非商超类直销客户和商超客户两类：

- ◆ 商超客户为沃尔玛、华润万家、盒马生鲜等超市。公司凭借品质优良、供应链稳定等优势，与商超合作发展较快。截至21H1，公司直销收入3.93亿元，同比增长158.98%，其中商超端收入2.91亿元，同比增长212.35%。
- ◆ 公司非商超类直销客户目前包括海底捞、豪客来、希尔顿欢朋酒店、乐凯撒披萨等连锁餐饮品牌。餐饮渠道目前占比较低，但参照全球冷冻烘焙龙头企业Aryzta，2020年Aryzta营收中商超和餐饮渠道分别占比35.9%和30%，公司在商超、餐饮和便利店等非专业烘焙的渠道还有很大的渗透空间。

图39: 公司直销收入快速增长


资料来源: 公司财报、申港证券研究所

图40: 商超类客户收入快速增长


资料来源: 公司财报、申港证券研究所

公司通过为客户提供持续而深入的服务来提升客户开发能力，也降低了客户流失

风险。各类冷冻烘焙食品的制作方法和制作环境有所不同，需要技术及业务人员对客户进行持续的技术指导、培训和服务，才能保证最终成品的质量。公司通过为客户提供技术指导、设计烘焙食品营销方案和提供烘焙店运营培训等方式为客户提供“保姆式”服务。一方面，公司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。

图41：公司为客户提供“保姆式”服务

提供技术指导	设计烘焙食品的应用方案及营销方案	提供烘焙店运营培训
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。	公司利用自身的奶油、酱料和冷冻烘焙食品先后为烘焙店设计了甜甜圈、葡挞、蛋黄酥、美芝芝乳酪蛋糕、果立方水果蛋糕、天使白面包等多款市场热销产品。	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：公司财报、申港证券研究所

4.4 冷链监控管理严格 物流优势显著

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。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。截至2020年底，公司已具备了一定规模的冷链物流能力，全国半数以上的省、自治区和直辖市的客户实现自主运输。

- ◆ 针对烘焙食品原料，公司在广东省内主要通过自有车辆配送，配送半径覆盖约300公里，广东省外的区域则主要通过第三方物流公司进行配送。
- ◆ 针对冷冻烘焙食品，对于厂区及各仓库间的干线运输，以及少量偏远地区的配送由第三方物流公司负责。公司在行业内较早自建冷链物流车队，主要负责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。

表15：公司冷链监控管理措施

	管理措施
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。
仓储方面	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。
经销商管理	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。

资料来源：公司财报、申港证券研究所

4.5 科学布局生产基地 募投项目突破产能瓶颈

公司贯彻围绕全国烘焙消费的主要市场进行产能布局的策略。

- ◆ 从国内经济结构以及烘焙产品消费规模上看，华南、华东和华北是国内烘焙消费最发达的地区。公司的营收也主要来自于这三个区域，21H1 公司在华南、华东和华北地区收入占比分别为 42.06%、25.81% 和 7.32%。目前公司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先后投资建立了四个生产基地投入使用，而华北地区暂无生产基地，因此为提升公司对华北市场的服务能力，加快扩大在华北市场的销售规模，公司在华北的河南建立卫辉生产基地，以降低运输和配送成本，进一步巩固竞争优势。
- ◆ 此外，按照目前的销售增长速度和市场增长潜力，华南和华东地区原有生产能力已不能满足公司的发展需要，因此公司在华南和华东地区亦扩大生产基地来满足公司发展的需要。

表16：公司在建项目

募集资金使用项目	实施单位	项目投资总额(万元)	建设完成时间
三水生产基地扩建项目	佛山分公司	38243	2023 年 4 月 15 日
长兴生产基地建设及技改项目	浙江奥昆	43,993.16	2023 年 4 月 15 日
卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	河南奥昆	31,100.89	2021 年 12 月 31 日
研发中心建设项目	佛山分公司	5,214.00	2023 年 4 月 15 日
智能信息化升级改造建设	立高食品	6,793.30	2023 年 4 月 15 日
华东生产基地建设及技改项目	浙江立高	101300	

资料来源：公司公告、招股说明书、申港证券研究所

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，2020 年产量超过 10 万吨。随着公司各个生产基地建设计划的实施，未来公司将形成华南、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。根据在建产能情况，预计到 2023 年公司产能将达到 37 万吨。

表17：公司产能情况（吨）

	2017	2018	2019	2020	三水生产基地扩建	长兴生产基地建设	卫辉生产基地建设	华东基地	2023 年产能
冷冻烘焙食品	25,700	37,900	43,100	53,200	8,100	28,600	22,500	37800	150200
奶油	33,000	33,000	31,200	33,000	60,000			23100	116100
水果制品	13,200	13,200	13,200	13,200	27,000				40200
酱料	5,100	10,000	10,000	28,500		35,900			64400
合计	77,000	94,100	97,500	127,900				60,900	370,900

资料来源：公司财报、申港证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

渗透率提升打开冷冻烘焙行业市场空间。冷冻烘焙食品综合了预包装产品和现烤产品的优点，并解决了传统前店后厂模式经营的烘焙店面临的成本、质量、口感与安全等一系列问题。2019 年，欧洲的冷冻面团占面包行业的比重大约是 40%，美国大约是 70%，而国内可能不足 10%。随着消费者更为看重烘焙食品的口感和品质，房租和人力成本不断上涨，冷冻烘焙食品市场未来仍有提升的空间。经测算，我们认为到 2025 年，冷冻烘焙食品市场规模约为 229.4 亿元，5 年 CAGR 为 20.6%。

公司先发优势突出，产能建设加快。立高食品作为冷冻烘焙行业上市第一股，具

备自动化生产能力和技术能力突出、产品种类丰富、销售渠道多样化、冷链建设领先等多种先发优势。公司围绕全国烘焙消费的主要市场进行产能布局。随着公司各个生产基地建设计划的实施，未来公司将形成华南、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。

我们对未来公司经营情况假设如下：

- ◆ **冷冻烘焙食品：**冷冻烘焙行业是快速扩容的蓝海市场，根据我们测算，冷冻烘焙食品规模到 2025 年将达到 229.4 亿元，5 年 CAGR 为 20.6%。公司作为冷冻烘焙行业的翘楚，在冷冻烘焙方面有较强的竞争优势，研发创新能力强，产品品类丰富，渠道不断优化，在商超和餐饮渠道高速拓展。伴随公司新建产能的放，预计公司 21-23 年冷冻烘焙食品收入为 17.08/23.08/29.46 亿元，增速为 78.57%/35.16%/27.64%。21 年由于原材料成本上涨加之低毛利产品销售占比加大，公司毛利率有所下滑，后续随着公司增强规模效应、优化产品配方加上高毛利产品产能释放，公司毛利率将出现回升，预计公司 21-23 年冷冻烘焙食品毛利率为 35%/37.2%/37.9%。
- ◆ **烘焙食品原料：**烘焙食品原料发展较为平稳，因为公司过去主要资源投入冷冻烘焙食品，产能受限所致，实际冷冻烘焙食品原料市场需求仍较强，未来随着公司扩产产能逐步释放，产品间形成协同效应，奶油、水果制品和酱料等产品将维持高增长。奶油产品方面，预计公司 21-23 年奶油收入为 4.52/5.66/7.08 亿元，同比增长 21.89%、25.2%、25.14%，毛利率为 36.95%/39.07%/40.26%。水果制品方面，预计公司 21-23 年水果制品收入为 2.13/2.51/2.97 亿元，同比增长 26.05%、18%、18.42%，毛利率为 27.93%/28.99%/30.04%。酱料方面。预计公司 21-23 年酱料收入为 1.9/2.21/2.59 亿元，同比增长 37.55%/16.54%/17.1%，毛利率为 20.43%/21.6%/22.76%。

表18：公司主要产品经营预测（百万元）

产品系列		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
冷冻烘焙食品	收入	358.48	550.02	738.46	956.29	1707.68	2308.14	2946.21
	同比增速		53.43%	34.26%	29.5%	78.57%	35.16%	27.64%
	收入占比	37.6%	41.9%	46.7%	52.9%	61.8%	64.5%	65.8%
	毛利率	34.51%	36.39%	41.66%	40.7%	35%	37.2%	37.9%
奶油	收入	268.26	344.36	379.97	370.62	451.76	565.60	707.77
	同比增速		28.37%	10.34%	-2.46%	21.89%	25.20%	25.14%
	收入占比	28%	26%	24%	20%	16%	16%	16%
	毛利率	41.71%	41.22%	46.98%	42.45%	36.95%	39.07%	40.26%
水果制品	收入	161.19	174.01	191.94	168.85	212.83	251.14	297.39
	同比增速		7.95%	10.31%	-12.03%	26.05%	18.00%	18.42%
	收入占比	17%	13%	12%	9%	8%	7%	7%
	毛利率	29.93%	34.41%	32.75%	26.51%	27.93%	28.99%	30.04%
酱料	收入	53.65	95.90	108.42	137.91	189.70	221.06	258.85
	同比增速		78.75%	13.05%	27.21%	37.55%	16.54%	17.10%
	收入占比	6%	7%	7%	8%	7%	6%	6%
	毛利率	34.02%	43.81%	41.22%	29.37%	20.43%	21.60%	22.76%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

基于公司产能建设和经营情况，我们预计公司 21-23 年营收为 27.65/35.79/44.78 亿元，同比增长 52.76%/29.45%/25.12%，归母净利润为 2.83、3.51、4.75 亿元，同比增长 21.92%/24.12%/35.23%，EPS 分别为 1.67、2.07、2.8，对应 PE 分别

为 80.79、65.09、48.13，高于可比公司平均 PE，考虑到公司作为冷冻烘焙行业稀缺标的，成长性高，理应享受龙头溢价，目前估值水平处于合理区间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表19: 可比上市公司估值

代码	名称	总市值	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300915.SZ	海融科技	56 亿	1.62	2.12	2.85	38.62	29.59	22.05
605339.SH	南侨食品	135 亿	0.98	1.17	1.49	32.69	27.22	21.35
603345.SH	安井食品	418 亿	3.17	4.19	5.39	53.95	40.80	31.73
603866.SH	桃李面包	286 亿	0.87	1.04	1.22	34.49	29.01	24.57

资料来源: wind、申港证券研究所

表20: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元			
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	1584	1810	2764	3579	4478	流动资产合计	441	482	1790	1992	2343	
营业成本	930	1117	1797	2298	2834	货币资金	193	204	1359	1428	1649	
营业税金及附加	12	13	20	26	32	应收账款	80	113	156	213	260	
营业费用	308	253	366	480	630	其他应收款	24	7	10	13	17	
管理费用	71	87	161	243	252	预付款项	16	14	27	34	42	
研发费用	42	53	76	105	148	存货	117	141	226	289	356	
财务费用	2	0	-4	-7	-8	其他流动资产	10	4	12	16	20	
资产减值损失	-1	-3	-2	-2	-2	非流动资产合计	354	492	684	890	1076	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	固定资产	266	291	447	622	781	
营业利润	226	290	353	439	593	无形资产	48	69	76	83	90	
营业外收入	0	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0	0	
营业外支出	1	0	0	0	0	其他非流动资产	7	27	27	35	43	
利润总额	226	290	353	438	592	资产总计	795	975	2474	2883	3419	
所得税	44	58	70	87	118	流动负债合计	281	310	421	492	569	
净利润	181	232	283	351	475	短期借款	30	0	0	0	0	
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	119	141	225	288	355	
归属母公司净利润	181	232	283	351	475	预收款项	31	0	27	35	44	
EBITDA	303	393	419	544	720	一年内到期的非流动负	1	0	0	0	0	
EPS（元）	1.43	1.83	1.67	2.07	2.80	非流动负债合计	44	13	13	13	13	
主要财务比率						长期借款	29	0	0	0	0	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	0	0	0	0	0	
成长能力						负债合计	325	323	433	505	581	
营业收入增长	20.58%	14.27%	52.76%	29.45%	25.12%	少数股东权益	0	0	0	0	0	
营业利润增长	224.08%	28.29%	21.69%	24.21%	35.13%	实收资本（或股本）	127	127	169	169	169	
归属于母公司净利润增	246.78%	27.95%	21.92%	24.12%	35.23%	资本公积	105	105	1176	1176	1176	
获利能力						未分配利润	225	396	665	1000	1453	
毛利率(%)	41.27%	38.27%	34.99%	35.79%	36.70%	归属母公司股东权益合	471	652	2049	2400	2875	
净利率(%)	11.45%	12.83%	10.24%	9.81%	10.61%	负债和所有者权益	795	975	2482	2904	3456	
总资产净利润(%)	22.81%	23.81%	11.44%	12.18%	13.89%	现金流量表						单位:百万元
ROE(%)	38.54%	35.60%	13.81%	14.64%	16.52%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
偿债能力						经营活动现金流	264	285	305	393	547	
资产负债率(%)	41%	33%	17%	17%	17%	净利润	181	232	283	351	475	
流动比率	1.57	1.56	4.26	4.05	4.12	折旧摊销	28	35	70	113	135	
速动比率	1.15	1.10	3.72	3.46	3.49	财务费用	2	0	-4	-7	-8	
营运能力						应付帐款减少	-19	-32	-44	-56	-47	
总资产周转率	2.24	2.04	1.60	1.33	1.41	预收帐款增加	7	-31	27	8	9	
应收账款周转率	22	19	21	19	19	投资活动现金流	-124	-157	-260	-318	-319	
应付账款周转率	13.23	13.94	15.13	13.96	13.94	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0	
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.83	1.67	2.07	2.80	投资收益	0	0	0	0	0	
每股净现金流(最新摊	0.79	0.08	6.82	0.40	1.31	筹资活动现金流	-39	-118	1110	-7	-8	
每股净资产(最新摊薄)	3.71	5.13	12.10	14.17	16.98	应付债券增加	0	0	0	0	0	
估值比率						长期借款增加	29	-29	0	0	0	
P/E	94.41	73.85	80.79	65.09	48.13	普通股增加	0	0	42	0	0	
P/B	36.43	26.30	11.16	9.53	7.95	资本公积增加	0	0	1071	0	0	
EV/EBITDA	56.09	43.16	51.32	39.38	29.48	现金净增加额	100	10	1155	69	221	

资料来源：公司财报、申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上