

立高食品 (300973.SZ) 冷冻烘焙方兴未艾，立高食品优势领先

2022年02月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

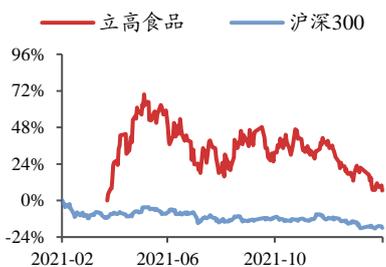
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2022/2/22
当前股价(元)	109.29
一年最高最低(元)	176.21/86.00
总市值(亿元)	185.07
流通市值(亿元)	41.65
总股本(亿股)	1.69
流通股本(亿股)	0.38
近3个月换手率(%)	128.13

股价走势图



数据来源：聚源

● 冷冻烘焙行业领导者

冷冻行业正处于渗透率快速提升阶段，立高食品在产品、渠道、技术上构筑明显的先发优势。我们预计2021-2023年公司归母净利润2.77亿元、3.59亿元、5.10亿元，同比增19.2%、29.7%、42.2%，现价对应2021-2023年66.9、51.6、36.3倍PE。短期成本压力仍大，首次覆盖给予“增持”评级。

● 烘焙赛道优质，冷冻烘焙方兴未艾

2020年国内烘焙行业销售额2358亿元，长期维持约10%稳定增长。我国烘焙消费量仍相对偏低，约为中国香港、中国台湾地区的1/4，随着城镇化、消费升级和年轻消费群体崛起，烘焙行业需求有望持续提升。近几年随着工艺改进和技术进步，冷冻烘焙通过标准化工艺和规模化生产有效解决行业多产品、高成本痛点，逐渐呈现规模化发展趋势。冷冻烘焙在我国仅有不到10%的渗透率，处于发展初期。长期来看，随着技术进步、龙头扩张、下游成本压力下渗透率有望持续提升，冷冻烘焙食品长期替代的空间确定性高。

● 冷冻烘焙行业有望呈现更强成长性

对比速冻肉制品和米面制品龙头安井食品，二者发展的底层逻辑相近，半成品和成品迎合了行业规模化、标准化的发展的趋势，龙头未来有望从区域性公司向全国化迈进。冷冻烘焙正处于供给不足、渗透率快速提升阶段，同时行业竞争尚不充分、大部分企业规模尚小，未来有望在龙头公司带动下呈现更强成长性。

● 立高食品在技术、产品、渠道上有明显的先发优势

冷冻烘焙产品多样、技术门槛较高，需要持续的研发投入和研发能力，因而客户的黏性更高。立高食品拥有规模化的量产技术和自动化的生产设备定制能力，以及众多成熟的产品配方。同时因为下游烘焙渠道相对分散，立高食品依托在C端品牌知名度，凭借销售精细化地推和贴身服务能力领跑行业。综合来看立高食品相对布局更早，在客户黏性、技术工艺上构筑了壁垒，先发优势更为明显。

● 风险提示：客户集中度高风险、原料价格快速上涨风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,584	1,810	2,777	3,827	4,744
YOY(%)	20.6	14.3	53.4	37.8	24.0
归母净利润(百万元)	181	232	277	359	510
YOY(%)	246.8	27.9	19.2	29.7	42.2
毛利率(%)	41.3	38.3	35.2	34.8	34.9
净利率(%)	11.5	12.8	10.0	9.4	10.8
ROE(%)	38.5	35.6	32.0	29.8	30.2
EPS(摊薄/元)	1.07	1.37	1.63	2.12	3.01
P/E(倍)	102.0	79.7	66.9	51.6	36.3
P/B(倍)	39.3	28.4	21.4	15.4	11.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、立高食品：冷冻烘焙领导者	5
1.1、深耕食品市场 20 年，烘焙原料行业先行者	5
1.2、立高食品股权较为集中，股权激励提振发展信心	9
2、烘焙食品赛道优质，集中度低、成长空间广阔	10
2.1、烘焙食品赛道优质，需求有望保持稳健增长	10
2.2、烘焙原料随行业共同成长，格局仍较分散	11
2.3、冷冻烘焙技术成为产业新趋势，长期替代空间大	12
3、立高食品：烘焙原料、冷冻烘焙领先优势明显	13
3.1、量产技术和工艺，成熟的配方和研发能力	14
3.2、品牌知名度提升、客户黏性高，销售精细化地推和服务能力强	16
3.3、坐拥核心原料资源，补齐冷链短板	19
3.4、横向对比：各家产品各有侧重，立高食品相对领先	19
3.5、对标安井食品：底层逻辑相似，立高食品未来成长性更强	22
4、立高食品：进一步扩建产能，巩固竞争优势	23
5、盈利预测与投资建议	25
5.1、核心假设与盈利预测	25
5.2、估值与投资建议	26
6、风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1：立高食品从奶油起家，业务拓展至馅料、水果制品、冷冻烘焙等业务	5
图 2：立高食品深耕烘焙行业二十年，发展成为上游烘焙产业龙头	6
图 3：公司 2017-2020 年营收复合增速 23.71%	6
图 4：公司 2017-2020 年净利润复合增速 74%	6
图 5：奶油是传统优势业务，冷冻烘焙成为第一大主业	7
图 6：华南华东市场占比较高	7
图 7：营业额逐年快速增长（单位：百万元）	7
图 8：冷冻烘焙占比提升，成为第一大主业	7
图 9：2017-2020 年盈利能力稳步提升	8
图 10：冷冻烘焙食品、奶油毛利率稳中有升	8
图 11：2017-2020 年销售费用率逐年下降	8
图 12：冷冻烘焙销量持续增长（单位：吨）	8
图 13：立高食品 2017-2020 年 ROE 波动提升	8
图 14：公司上市前股权结构较为集中	10
图 15：2012-2020 年我国烘焙行业零售额增速相对稳定	10
图 16：2020 年中国人均消费相对中国台湾、中国香港仍有差距（单位：美元/人）	11
图 17：面包是我国早餐消费的主要品种之一	11
图 18：消费者购买面包呈现主食、休闲等多元场景	11
图 19：2020 年亚洲烘焙食品零售规模仅次于西欧	13
图 20：2020 年我国冷冻烘焙食品渗透率低，长期空间大	13

图 21: 龙头企业依托奶油等优势资源向下游冷冻烘焙延伸.....	14
图 22: 立高食品在生产、管理、销售上的先发优势明显.....	14
图 23: 立高食品研发投入金额逐年增加, 研发费用率保持稳定.....	16
图 24: 经销模式为主, 直销模式为辅(单位: 万元).....	17
图 25: 商超为主的直销客户营收占比有所提升.....	17
图 26: 经销商客户数量呈增长态势(单位: 家).....	17
图 27: 经销商客户销售订单额逐渐增长(单位: 元).....	17
图 28: 2017-2020H1 经销商数量保持稳定(单位: 家).....	17
图 29: 2017-2020H1 直销客户数量稳中有升(单位: 家).....	17
图 30: “烘焙找立高、款款都畅销”标识辨识度强.....	18
图 31: 烘焙展会期间立高食品醒目平面广告.....	18
图 32: 上游核心原料是支撑立高食品向下游延伸的关键资源.....	19
图 33: 立高食品逐渐缩小同南侨食品收入差距.....	20
图 34: 立高食品同南侨食品利润差距缩小.....	20
图 35: 海融科技毛利率略高.....	20
图 36: 立高食品净利率水平略低.....	20
图 37: 立高食品渠道更下沉, 销售费用率高于南侨食品.....	21
图 38: 立高食品管理费用率更低.....	21
图 39: 立高食品研发费用率水平同南侨食品、海融科技相当.....	22
图 40: 立高食品 ROE 相对更高.....	22
图 41: 立高食品 ROE 维持在 35% 以上.....	23
图 42: 安井食品 ROE 保持在 15% 附近.....	23
图 43: 冷冻烘焙食品产能提升较快(单位: 万吨).....	25
图 44: 产能利用率维持高位.....	25
表 1: ROE 改善主要来自于净利率提升.....	9
表 2: 2018 年完成核心高管股权激励和员工持股.....	9
表 3: 各类产品市场规模.....	12
表 4: 冷冻烘焙食品优势明显.....	12
表 5: 立高食品在配方、生产工艺、自动化条件、品控上形成稳定的量产能力.....	15
表 6: 立高食品的冷冻烘焙、奶油等是核心产品.....	15
表 7: 立高食品获得多项荣誉称号.....	18
表 8: 立高食品在技术培训、产品设计等方面提供全方位的销售支持, 提升客户黏性.....	18
表 9: 终端客户以连锁烘焙、商超、餐饮客户为主.....	18
表 10: 立高食品从物流、仓储到经销商管理形成稳定的冷链控制体系.....	19
表 11: 立高食品、南侨食品产品储备丰富、各有侧重.....	20
表 12: 立高食品销售体系更加精细化, 销售人员数量与经销商规模更大.....	21
表 13: 立高食品与安井食品底层逻辑相似.....	23
表 14: 冷冻烘焙处在发展前期, 立高食品后期的成长潜力大.....	23
表 15: 立高食品与安井食品都采取深度分销的模式.....	23
表 16: IPO 资金主要用于生产基地建设、研发中心建设等以优化经营效率.....	24
表 17: 三水、长兴、卫辉等生产基地主要集中在冷冻食品与奶油生产线.....	24
表 18: 2017-2020 年产能持续扩张.....	25
表 19: 预计 2021-2023 年收入仍将保持快速增长.....	25
表 20: 立高食品相关财务指标.....	26

表 21: 可比公司估值 26

1、立高食品：冷冻烘焙领导者

1.1、深耕食品市场 20 年，烘焙原料行业先行者

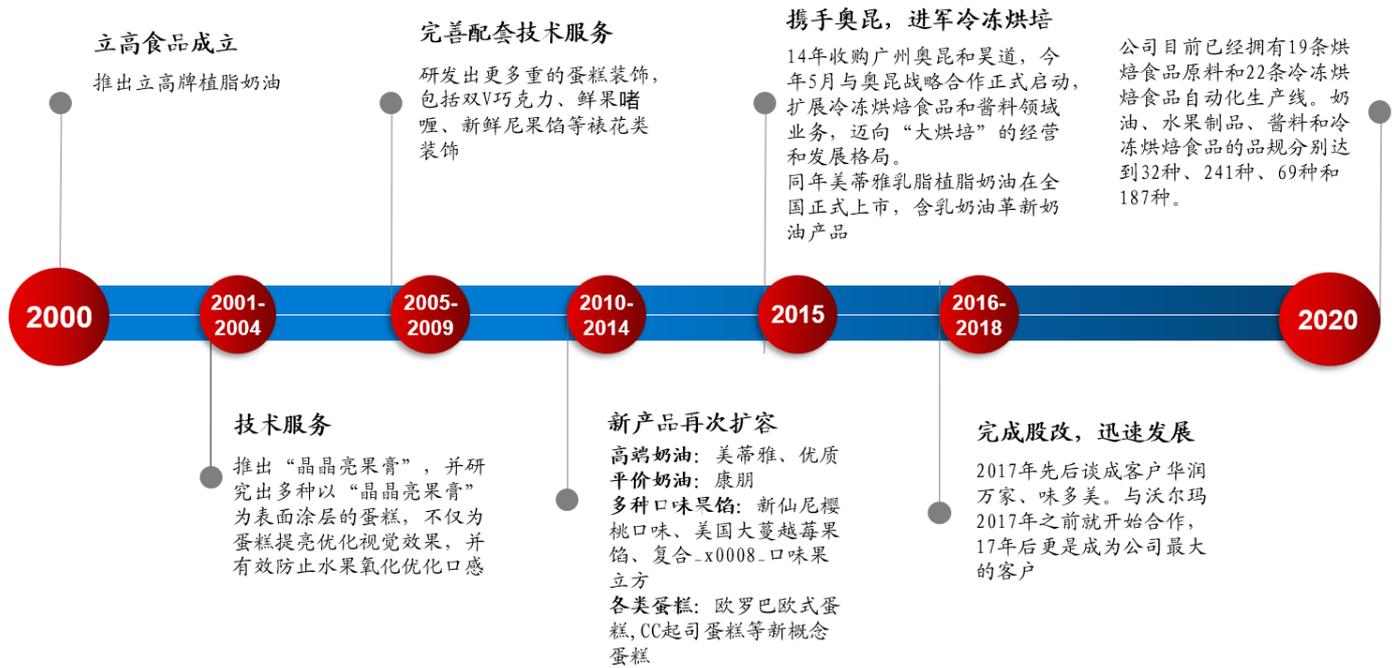
立高食品立足于烘焙产业链，主要从事烘焙食品原料、冷冻烘焙食品的研发、生产和销售，旗下产品涵盖烘焙食品原料、冷冻烘焙食品及其他休闲食品三大品类：**(1) 烘焙原料**：包括奶油、水果制品、酱料等，可用于蛋糕、西点的裱花和夹层，也可用于奶盖、果汁等饮品调制，烘焙原料主要面向面包坊和食品企业客户；**(2) 冷冻烘焙食品**：是公司的核心产品，包括蛋黄酥、鲜花饼、蛋挞皮、甜甜圈、牛角包、慕斯蛋糕、瑞士卷、吐司面包等重点单品，主要面向山姆、沃尔玛、华润万家、永辉超市等 KA 商超等客户，以及海底捞、希尔顿欢朋酒店、乐凯撒披萨等连锁餐饮品牌；**(3) 休闲食品**：包括巧克力脆脆棒、糖果等，可直接食用。公司于 2000 年成立，早期从事植脂奶油产品的生产和销售，后续逐渐在奶油业务的基础上提供裱花等丰富的配套技术服务。2014 加工年公司收购广州奥昆和广州昊道，将业务扩展至冷冻烘焙食品和酱料领域，打通了从奶油-酱料-冷冻半成品和成品的产业链环节。同时在渠道层面，公司逐渐实现传统烘焙、KA 商超、餐饮渠道全方位覆盖。

图1：立高食品从奶油起家，业务拓展至馅料、水果制品、冷冻烘焙等业务



资料来源：立高食品官网

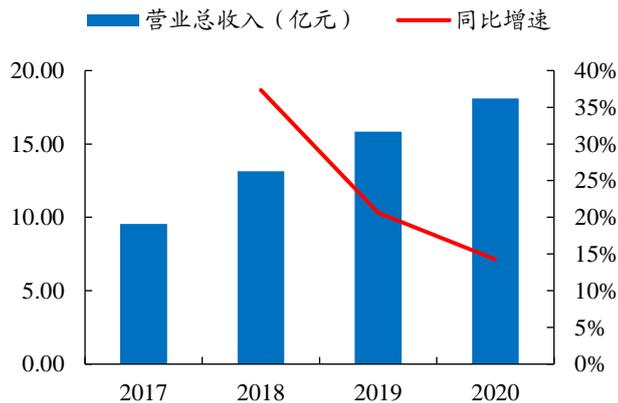
图2: 立高食品深耕烘焙行业二十年, 发展成为上游烘焙产业龙头



资料来源: 立高食品官网、开源证券研究所

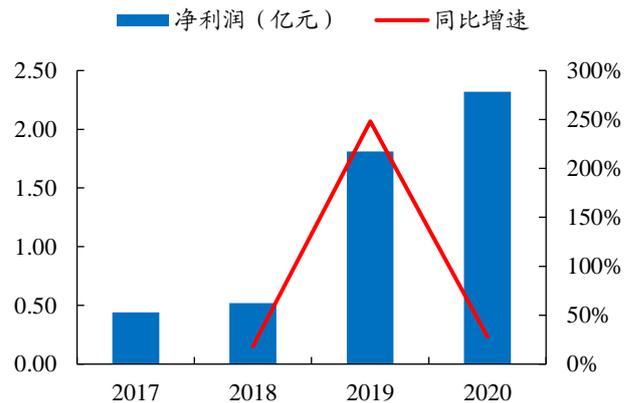
四年营收实现翻倍增长, 华南华东市场占比较高。2017-2020年公司营业总收入从9.56亿元增长到18.10亿元, 年均复合增长率为23.71%; 归母净利润从0.44亿元增长到2.32亿元, 年均复合增长率为74%。从产品上看, 冷冻烘焙食品为公司主要收入来源, 也是成长性最高的业务, 收入占比逐年提高。从渠道上看, 公司以经销模式为主, 直销模式为辅, 与2019年相比经销渠道收入占比增长21.24%。从区域上看, 华东和华南地区为主要销售区域, 占销售总额的67%。

图3: 公司 2017-2020 年营收复合增速 23.71%



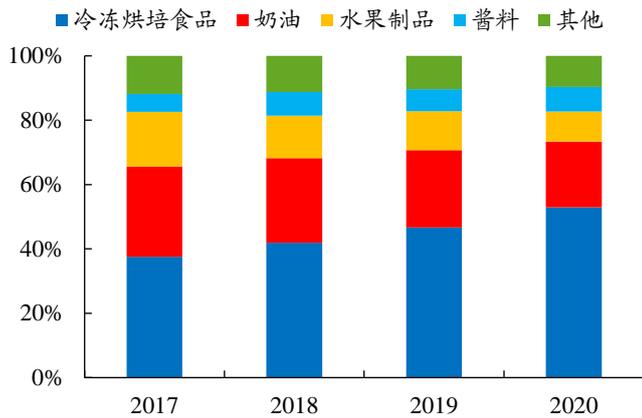
数据来源: 立高食品招股说明书、开源证券研究所

图4: 公司 2017-2020 年净利润复合增速 74%



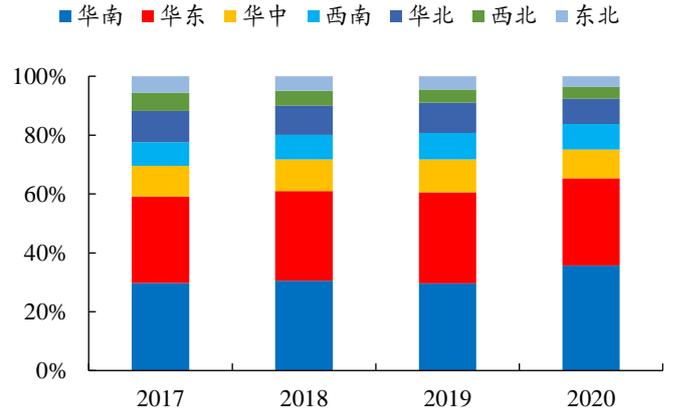
数据来源: 立高食品招股说明书、开源证券研究所

图5: 奶油是传统优势业务, 冷冻烘焙成为第一大主业



数据来源: 立高食品招股说明书、开源证券研究所

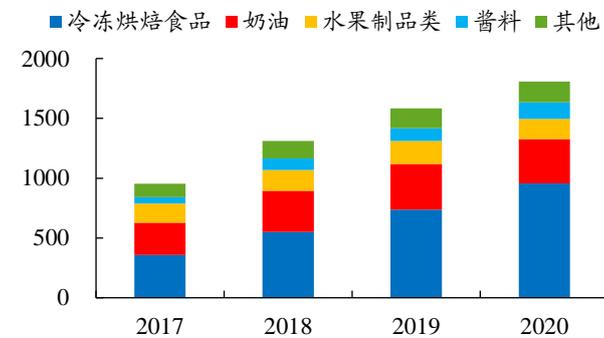
图6: 华南华东市场占比较高



数据来源: 立高食品招股说明书、开源证券研究所

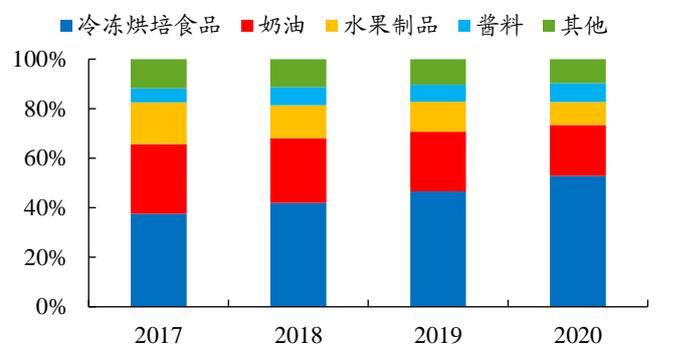
冷冻烘焙业务取代奶油, 成为第一大核心主业。分产品来看, (1) 冷冻烘焙食品是公司第一大业务, 营业收入占比从2017年37.5%上升到2020年52.8%, CAGR为38.7%, 得益于麻薯、甜甜圈等大单品的放量。(2) 烘焙原料中, 奶油是公司毛利率最高的产品, 2020年毛利率为42.5%, 毛利率水平表现平稳, 2017-2020年CAGR为11.4%, 收入占比从2017年25.2%下降至2020年19.1%。水果制品业务较稳定, 2017-2020年CAGR仅为1.6%, 是公司主营业务中毛利率最低的品类。酱料体量较小, 复合增速仅次于冷冻烘焙, CAGR为37%, 营收占比从2017年的5.6%上涨到2020年的7.6%。

图7: 营业额逐年快速增长 (单位: 百万元)



数据来源: 立高食品年报、招股说明书、开源证券研究所

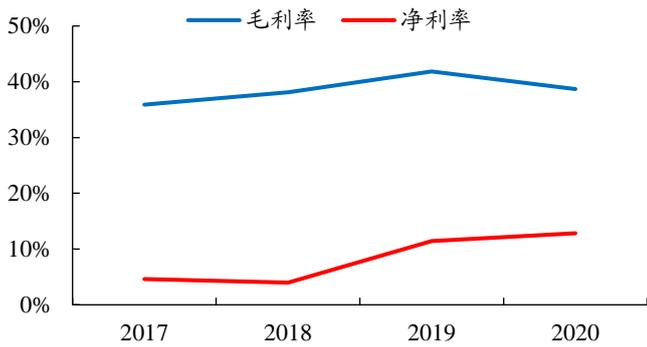
图8: 冷冻烘焙占比提升, 成为第一大主业



数据来源: 立高食品年报、招股说明书、开源证券研究所

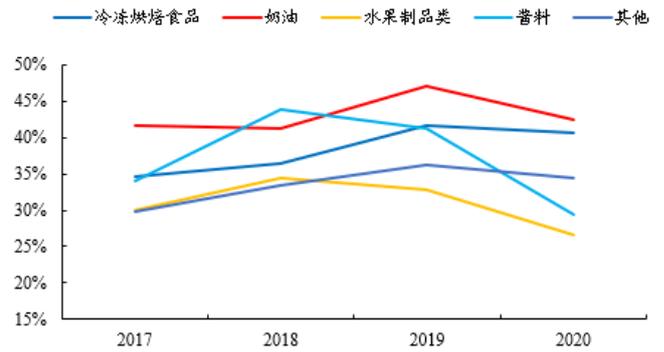
毛利率稳中有升, 净利率显著提升。冷冻烘焙、奶油毛利率呈上升趋势, 也是公司毛利率最高的两项业务。公司在2017年至2019年规模效应提升, 毛利率从35.2%提升到41.3%, 叠加费用率有所下降, 净利率明显提升。2020年净利率下降主要由于毛利率下降明显, 其中奶油产品毛利率从47%下降到42.5%, 酱料毛利率从41.2%下降到29.4%, 主因浙江生产基地酱料产线处于投产初期, 产能利用率低导致酱料的单位成本偏高。

图9: 2017-2020年盈利能力稳步提升



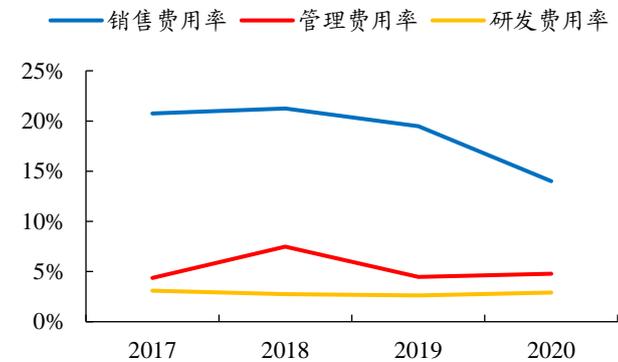
数据来源: 立高食品年报、招股说明书、开源证券研究所

图10: 冷冻烘焙食品、奶油毛利率稳中有升



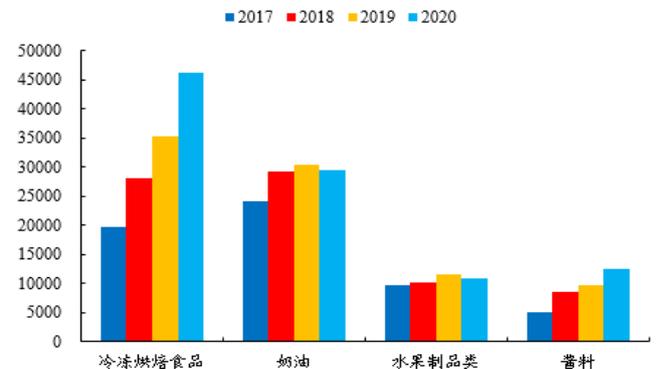
数据来源: 立高食品年报、招股说明书、开源证券研究所

图11: 2017-2020年销售费用率逐年下降



数据来源: 立高食品年报、招股说明书、开源证券研究所

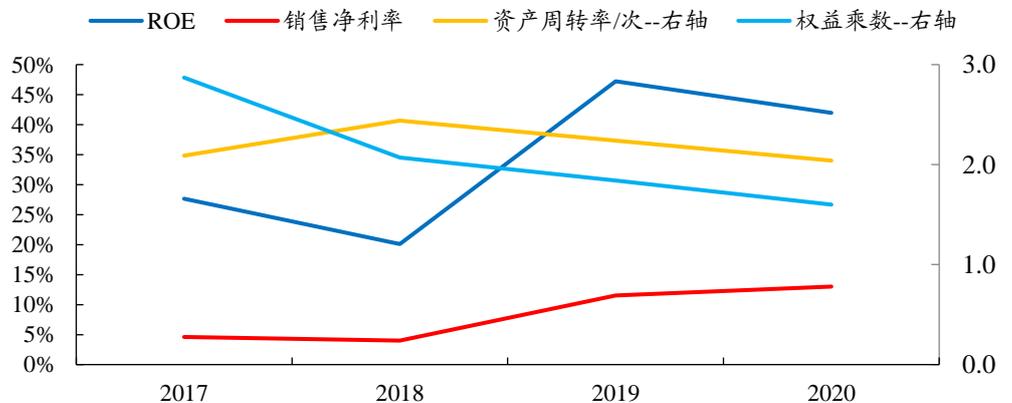
图12: 冷冻烘焙销量持续增长 (单位: 吨)



数据来源: 立高食品年报、招股说明书、开源证券研究所

ROE稳中有升。公司ROE在2017年至2020年分别为: 27.62%、20.09%、47.22%、41.98%, ROE整体呈现波动上升趋势。销售净利率持续提升是ROE改善的主要原因, 销售净利率在2019年提升到11.45%, 带动ROE从20.09%提升至47.22%。另外冷冻烘焙较高的货值和高周转的商业模式下公司保持较高的资产周转率, 也是公司保持较高ROE水平的重要驱动力。

图13: 立高食品2017-2020年ROE波动提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: ROE 改善主要来自于净利率提升

	2017	2018	2019	2020
ROE	27.62	20.09	47.22	41.98
销售净利率	4.60%	3.98%	11.45%	12.83%
资产周转率/次	2.09	2.44	2.24	2.04
权益乘数	2.87	2.07	1.84	1.60

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、立高食品股权较为集中，股权激励提振发展信心

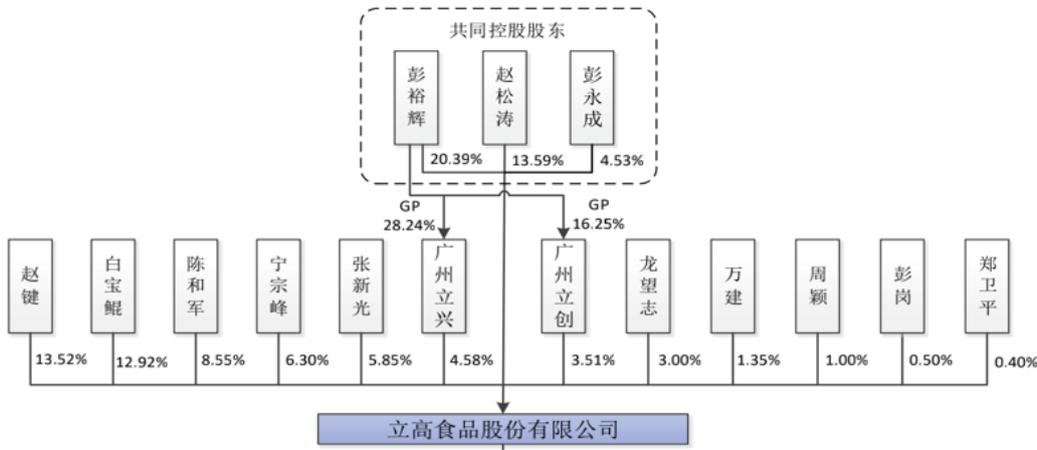
股权结构相对较为集中。截止 2021 年 4 月上市前，彭裕辉为公司董事长、赵松涛为董事、彭永成为技术顾问，三人直接和间接控制公司股份 46.60%，为公司控股股东及实际控制人，本次发行后三人股份将被稀释到 34.95%，其中彭裕辉本人直接及间接持有公司股份 21.36%、赵松涛直接持有公司股份 10.19%、彭永成直接持有公司股份 3.40%。

股权激励提振发展信心。2017 年公司通过了《关于 2018 年实施股权激励计划的议案》，方式为高级管理人员直接持有公司股份，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，合计持股比例为 13%，共形成 3,665.22 万元股份支付费用。本次股权激励有助于提升管理层及核心员工的积极性，绑定核心人才有利于公司长远发展。

表2: 2018 年完成核心高管股权激励和员工持股

股东姓名/名称	职务	持股比例	主要工作经历
广州立兴	员工持股平台	4.58%	广州立兴为公司员工发起设立，以投资公司为目的的员工持股平台
广州立创	员工持股平台	3.51%	广州立创为公司员工发起设立，以投资公司为目的的员工持股平台
龙望志	副总经理、董事会秘书	3.00%	2017 年 6 月至 2017 年 12 月任职广东立高食品有限公司副总裁，2017 年 12 月至今任职公司副总经理、董事会秘书。
周颖	营销总监	1.00%	2000 年 7 月至 2014 年 1 月任职立高食品区域销售经理，2014 年 1 月至 2017 年 12 月任职广东立高食品有限公司销售总监，2017 年 12 月至今任职立高食品销售总监。
彭岗	总经理助理，行政总监	0.50%	2004 年 12 月至 2014 年 1 月任增城市立高食品有限公司总裁助理，2014 年 1 月至 2017 年 12 月任职广东立高食品有限公司总裁助理，2017 年 12 月至今任职立高食品总经理助理，行政总监。
郑卫平	研发总监	0.40%	2000 年 10 月至 2014 年 1 月任职增城市立高食品有限公司副总经理、研发总监，2014 年 1 月至 2017 年 12 月，任职广东立高食品有限公司副总经理，2017 年 12 月至今任职立高食品研发总监。

资料来源: 立高食品招股说明书、开源证券研究所

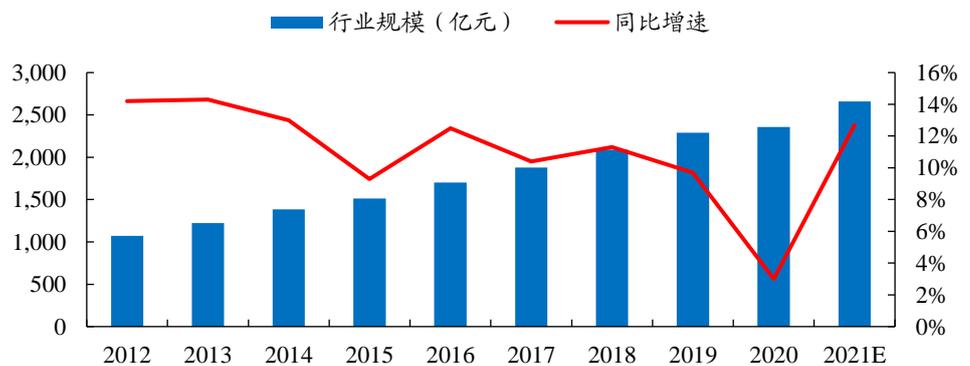
图14: 公司上市前股权结构较为集中


资料来源: 立高食品招股说明书、开源证券研究所

2、烘焙食品赛道优质，集中度低、成长空间广阔

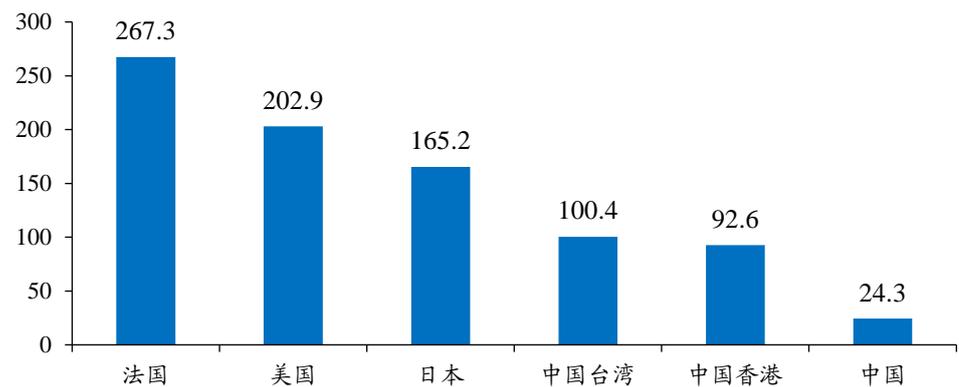
2.1、烘焙食品赛道优质，需求有望保持稳健增长

烘焙行业赛道优质，长期保持 10% 以上增长。现代烘焙在我国内地起步较晚，20 世纪 80 年代由我国香港台湾地区引入，但随着人均消费水平稳定增长、餐饮消费结构调整以及生活节奏加快，烘焙行业已经发展成为大的消费行业。据欧睿数据统计，2020 年全球烘焙行业规模达到 3847 亿美元，2012-2020 年我国烘焙行业销售额从 1071 亿元增长至 2358 亿元，复合增长率为 10.4%，整体增速相对比较稳定。

图15: 2012-2020 年我国烘焙行业零售额增速相对稳定


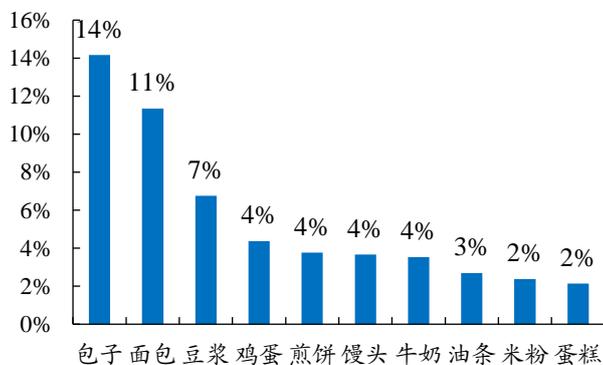
数据来源: 欧睿、开源证券研究所

国内人均消费量偏低，消费量提升空间和消费升级空间大。与其他国家和地区相比，我国烘焙食品休闲领域消费占主导，与烘焙主食化的国家相比人均消费仍有较大差距，未来主食消费领域仍有渗透空间。据欧睿数据统计，2020 年我国内地人均烘焙食品消费额为 24.3 美元/人，处于全球后 25% 水平，远低于法国 267.3 美元/人、美国 202.9 美元/人，也低于中国大陆饮食习惯相近的亚洲其他国家和地区，例如日本 165.2 美元/人、中国台湾 100.4 美元/人、中国香港 92.6 美元/人。同时我国烘焙食品行业中小企业、个体烘焙门店居多，规模化生产的烘焙企业较少，产品品质参差不齐、低价产品较多，未来随着城镇化和消费者消费升级趋势，有望推动烘焙行业持续发展。

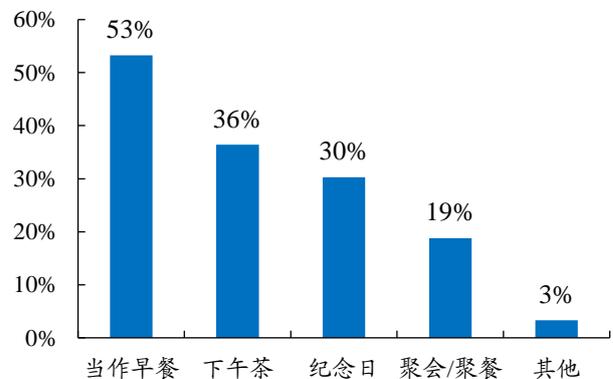
图16: 2020年中国人均消费相对中国台湾、中国香港仍有差距(单位:美元/人)


数据来源: 欧睿、开源证券研究所

消费场景趋于多元化。烘焙食品既可以作为主食消费,也能作为休闲食品和节日食品,在我国逐渐呈现出主食、休闲等多元化的消费场景。其中(1)主食消费的产品主要在烘焙店、团餐、商超、便利店作为早餐售卖,在我国超过11%的人群选择面包作为早餐,在面包消费中早餐场景是最多的消费场景;(2)休闲食品的发展主要是由下午茶等休闲和商务场所带动,主要在茶饮店、咖啡店作为饮品的组合产品销售,形成“饮品+烘焙”的模式;(3)节日食品在蛋糕店、烘焙店、商超等销售,主要是生日蛋糕、月饼等产品为代表,具有明显的周期性。休闲食品和节日食品消费比重快速提升迎合了我国国民生活水平提升、年轻人追求仪式感和生活品质的消费趋势。

图17: 面包是我国早餐消费的主要品种之一


数据来源:《中国餐饮报告2019》、开源证券研究所

图18: 消费者购买面包呈现主食、休闲等多元场景


数据来源:《中国餐饮报告2019》、开源证券研究所

呈现大众化、年轻化的趋势。随着消费者对烘焙食品接受度不断提升,烘焙店由一二线城市快速向三四线城市乃至乡镇快速扩张,进而形成了一个分布广泛、大众需求庞大的烘焙食品市场。根据美团点评的《2019年中国烘焙门店市场报告》,三线以下城市的烘焙门店占比由2016年的48.8%上升至2018年的51.8%。从消费者画像来看,核心消费群体集中在25-35岁,初入职场的人群更愿意选择面包作为早餐;从产品创新来看,消费者对时尚和“网红”的追求日益强烈。

2.2、烘焙原料随行业共同成长,格局仍较分散

烘焙食品原料随烘焙行业共同发展,烘焙原料的丰富及技术提高也会降低烘焙食品制作门槛,提升终端制作效率、带动烘焙产品创新。烘焙原料行业包括各种烘焙原材料和辅料,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。

烘焙食品原料品种多、专业化程度高，因而生产企业数量多，但各企业所占市场份额不高，集中度相对低。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。

(1) 据此推算我国 2021 年**奶油**市场规模约为 88.35-117.80 亿元。根据欧睿国际统计，2024 年我国蛋糕零售额有望突破 1600 亿元，则奶油市场规模预计将超过 140 亿元，年复合增长率近 10%。

(2) 根据智研咨询统计，**酱料**产品中最广泛使用的沙拉酱市场规模在 2011-2017 年间从 11.88 亿元增长至 43.85 亿元，年复合增长率 24.32%，奶油、酱料产品有部分规模以上的企业，除立高食品之外，还包括维益食品、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。

(3) **水果制品**市场份额则更为分散，根据水果制品成本占蛋糕售价的 2.5%到 3.5%左右测算，2021 年烘焙水果制品市场规模达到 24.54-34.36 亿元。

表3: 各类产品市场规模

市场规模	
奶油	2021 年奶油市场规模约为 88.35-117.80 亿元
酱料	2011-2017 年间从 11.88 亿元增长到 43.85 亿元
水果制品	2021 年烘焙水果制品市场规模达到 24.54-34.36 亿元

资料来源：立高食品招股说明书、欧睿、智研咨询、开源证券研究所

2.3、冷冻烘焙技术成为产业新趋势，长期替代空间大

传统汤圆、水饺、肉丸等速冻食品的冷冻技术相对成熟，冷冻烘焙食品需要攻克多个技术难点，因而发展相对缓慢，发酵类的冷冻面团技术难度更高、生产过程中控制要求更严，工艺不当则容易变质、发酸、体积缩小等问题。近几年随着工艺改进和技术进步，冷冻烘焙在烘焙产业链中呈现规模化发展趋势。

冷冻烘焙技术通过标准化工艺和规模化生产有效解决行业多产品、高成本痛点。随着消费升级消费者对烘焙产品的个性化、定制化需求提升，烘焙产品线多、配方各异，传统现做现烤模式成本高、效率低，难以平衡产品的丰富性和人工成本间的矛盾：身兼多能的师傅数量少、价格高，较高的人力成本与低效率、非标准化的工序限制了连锁门店的扩张。采用冷冻烘焙标准化的工艺和规模化的生产可以有效解决这些问题，提高生产效率、降低成本，而且产品口味、口感接近现烤，品控能力更强、质量稳定性更高。此外，传统现场制作的烘焙产品保质期短、程序复杂，而冷冻烘焙半成品或成品保质期较长，只需简单烘烤，综合了预包装产品和现烤产品的优势。

表4: 冷冻烘焙食品优势明显

产品类别	生产方式	细分模式特点	优势	劣势
冷冻烘焙食品	中央工厂	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	成本低、品种多，产品新鲜美观、口感接近现烤，保质期长、加工方便。	需要冷链运输、冷冻保存。
		冷冻烘焙成品：解冻后可直销		

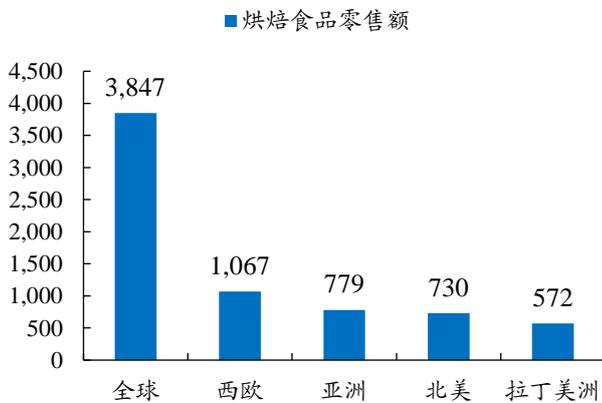
		销售食用		
现做现烤产品	现场生产	从原料到成品的制作全过程均通过专业设备在烘焙店或附近作坊完成。	产品新鲜美观、口感好、烘焙店购物氛围较好。	成本高、效率低，对烘焙师傅要求高、产销难以控制、质量不稳定、保质期短。
预包装产品	中央工厂	由中央工厂生产预包装成品，物流配送至商超、便利店等渠道进行销售。	规模化生产、常温保存保质期长、运输方便、渠道覆盖成本低、产品便宜。	产品口感及新鲜度逊于其他两类，需要使用防腐剂增加保质期。

资料来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

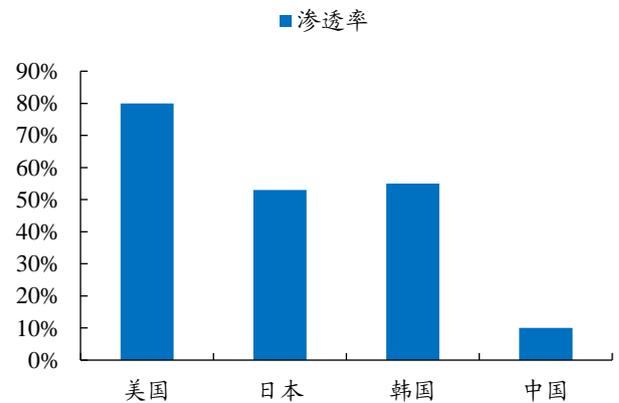
短期供给决定需求，长期替代空间大，“大行业、小公司”特征明显。我国冷冻烘焙食品起步较晚，技术门槛高、产业尚不成熟，现有从事冷冻烘焙的生产企业数量不多，行业内知名的冷冻烘焙食品生产商包括立高食品、南侨股份、新迪佳禾、黑玫瑰等，但冷冻烘焙业务体量均偏小。根据美团数据显示，目前中国有40-50万家烘焙门店，其中至少20-30万家门店使用过冷冻烘焙产品，现有市场规模超过100亿。亚洲烘焙食品零售额是全球第二大市场，但冷冻烘焙食品零售额仅占0.2%，渗透率为全球最低。横向来看，美国冷冻烘焙食品的渗透率大约为80%，日本、韩国基本能达到50%-60%，而我国仅有不到10%的渗透率。短期受制于技术和工艺，冷冻烘焙行业发展处于初期。长期来看，随着技术进步、龙头扩张、下游成本压力下渗透率有望持续提升，冷冻烘焙食品长期替代的空间确定性高，长期来看冷冻烘焙成长潜力较大。

图19：2020年亚洲烘焙食品零售规模仅次于西欧

图20：2020年我国冷冻烘焙食品渗透率低，长期空间大



数据来源：欧睿、开源证券研究所。单位：亿元。



数据来源：欧睿、开源证券研究所

3、立高食品：烘焙原料、冷冻烘焙领先优势明显

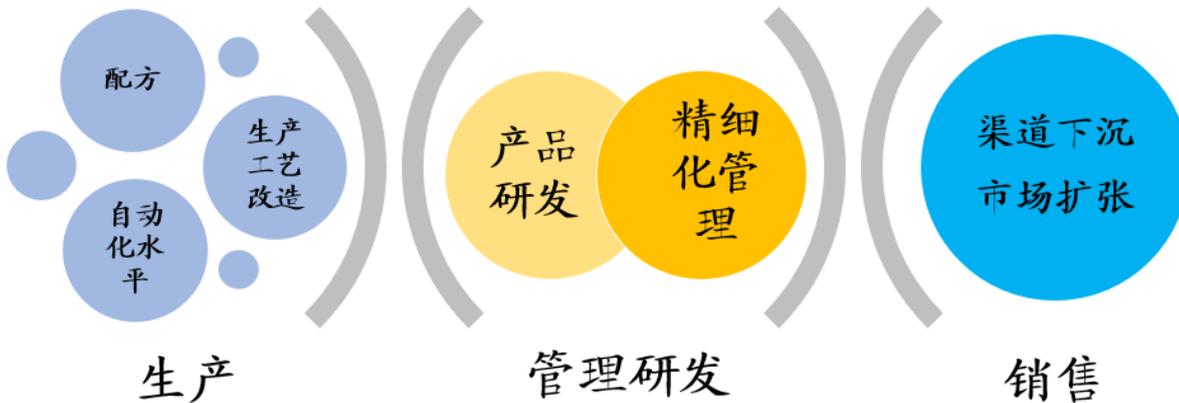
立高食品在技术、产品、渠道上有明显的先发优势。从产业的发展路径上看，立高食品、南侨食品、海融科技等公司最初在奶油等原料业务起家，逐渐向酱料、冷冻烘焙业务上延伸，提升对下游客户的综合服务能力。大部分企业都以技术研发为主导、市场服务为辅，立高食品在市场开发和产品研发上并重、相互促进。综合来看立高食品在生产工艺改造、自动化水平提升、产品研发、销售管理精细化好渠道下沉等方面相对布局更早，在客户黏性、技术工艺上构筑壁垒，先发优势更为明显。

图21: 龙头企业依托奶油等优势资源向下游冷冻烘焙延伸



资料来源: 开源证券研究所

图22: 立高食品在生产、管理、销售上的先发优势明显



资料来源: 开源证券研究所

3.1、量产技术和工艺，成熟的配方和研发能力

规模化的量产技术和自动化的生产设备定制能力。冷冻烘焙一直面临多种具体、复杂的技术难题，是影响行业发展的痛点，主要因为烘焙食品品种杂、配方多，不同品种和配方需要定制化的生产设备，设备的改造能力直接影响着生产线自动化程度的高低，进而影响生产效率和成本。另外烘焙对发酵环境如温度、湿度要求很高，产品品质稳定性控制难度大，因而需要丰富经验的技术团队支持和成熟的工艺控制。立高食品拥有独立的专业机械团队，专门负责研发和改造设备，先后在蛋挞皮、甜甜圈、麻薯、蛋黄酥等爆款产品上解决自动化生产和产品高品质的关键技术难点，生产设备的自动化程度和工艺控制能力在行业明显领先。突破这类技术问题需要大量的资金、人力投入和废料损耗，多次试验、持续调试才形成稳定的生产能力，有一定的偶然性，快速突破的难度大、成本高。

成熟的配方和研发能力。公司目前拥有多样化、较为完整的产品体系，截止 2020 年 6 月底，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，产品品规总量超过 650 种，成熟的配方积累建立在自主的生产工艺

上，拥有核心技术壁垒的产品配方如甜甜圈、金枕面包很难被对手模仿。公司的研发团队不少是从一线销售队伍中选拔出来，通过深入终端的服务反馈新产品需求。在已有的技术工艺和成熟的研发平台上快速迭代升级产品打入市场，新品的储备和研发能力强。

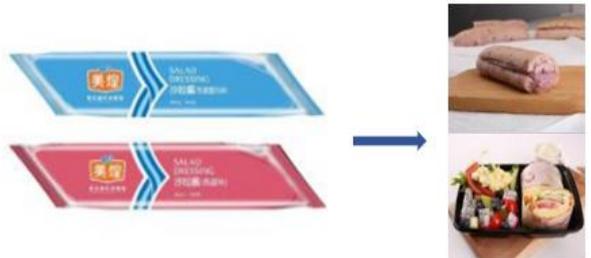
表5: 立高食品在配方、生产工艺、自动化条件、品控上形成稳定的量产能力

优势		
配方和工艺	配方	改进挞皮配方，减少 5% 的水分流失，解决其因水分流失而发干开裂的难题
		子公司广州昊道烘焙酱料和馅料不对外销售，使得公司口味难以模仿
	生产工艺	二次发酵技术使酵母活性增加 30%，甜甜圈体积膨胀增大 15%，提高口感柔软度和面团抗老化性
		优化含乳脂植脂奶油工艺使得奶油打发后更美观、细腻、稳定
自动化	组建专业机械团队，研发或改造生产设备，从国外引入生产线，根据现有原材料和产品进行大量适应性改造、对生产线布局和生产设备间得协同自主调整。	
品控能力		完善生产流程控制体系，不断试错改良
		调整不同环境下生产能力，根据实际情况设置参数，在不同地区实现平稳生产
		自主开发控制软件，提高生产自动化水平

资料来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

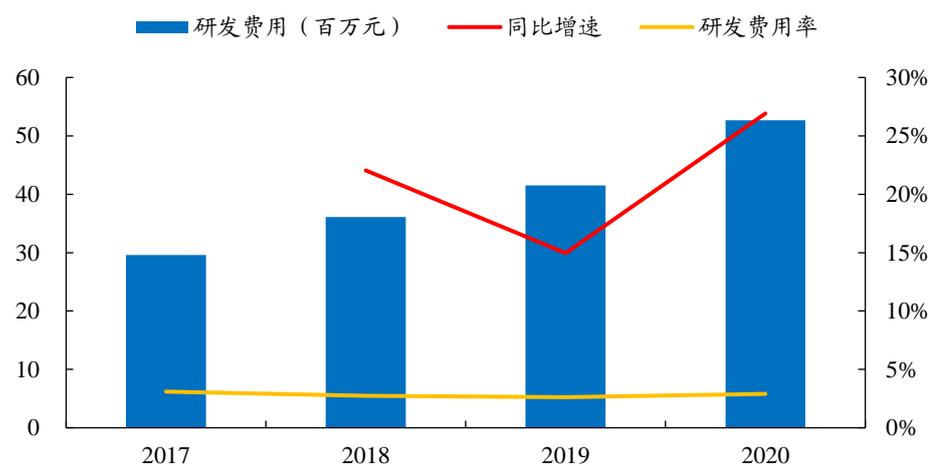
表6: 立高食品的冷冻烘焙、奶油等是核心产品

产品	主要用途	图片
冷冻烘焙食品	半成品	解冻后进行简单醒发、烘烤等工序后可食用
	成品	解冻后可直接食用
奶油	植脂奶油、含乳脂奶油、稀奶油 主要用于蛋糕、西点的裱花装饰和夹层，也可用于奶盖、果汁等饮品调制。	

产品	主要用途	图片
水果制品 果馅、果溶、果泥、饮料浓浆等	主要用于蛋糕、西点的夹层和表面装饰，以及果汁的冲调。	
酱料 沙拉酱、可丝达酱	主要用于餐饮、糕点、面包涂抹及夹心，包括沙拉酱和可丝达酱等产品	

资料来源：立高食品年报、开源证券研究所

图23: 立高食品研发投入金额逐年增加，研发费用率保持稳定



数据来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

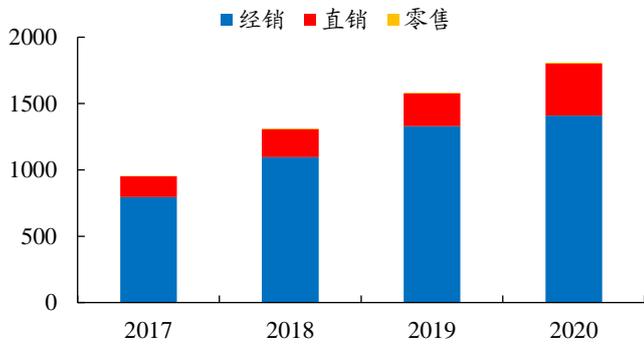
3.2、品牌知名度提升、客户黏性强，销售精细化地推和服务能力强

冷冻烘焙 2B 客户黏性强，立高食品先发优势明显。冷冻烘焙主要是成品或半成品，半成品现场制作还需提供相应的技术服务、培训专业员工、匹配生产条件，如果客户一旦大规模采购，转换成本较高、客户黏性强，因而下游一般不轻易更换供应商，立高食品先发优势比较明显。回顾历史立高食品的客户稳定性比较高，而且持续推出新品，核心客户订单呈现逐年增长态势。

精细化管理的销售体系构筑健全的销售网络，地推能力和服务能力强。公司采用经销商为主和直销为辅的销售模式，基本覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道，渠道网络在华南、华东领域基本成熟。截至 2020 年底，公司销售人员达到 983 人，营销网络深入 357 个城市，与公司合作的经销商超过 1,800 家，直销客户超过 400 家，服务的终端客户超过 5 万家，渠道网络日渐完善。在模式上销售占比大的烘焙门店客户分布非常分散、单次需求量少、但配送时效要求高，

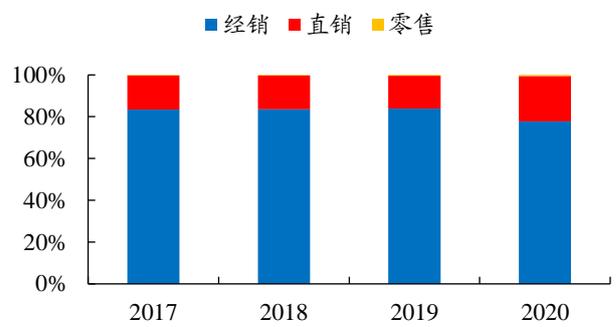
立高食品经销商以综合性经销商为主，依托经销商的销售网络能很好的提升分销和配送效率。同时公司以奶油、酱料、冷冻烘焙等业务单元组建对应销售队伍，负责开拓和维护客户，包括新品推介、技术服务等，在经销商的基础之上公司能更好自主掌握终端，提升精细化和专业化服务水平，强化地推能力。

图24: 经销模式为主，直销模式为辅（单位：万元）



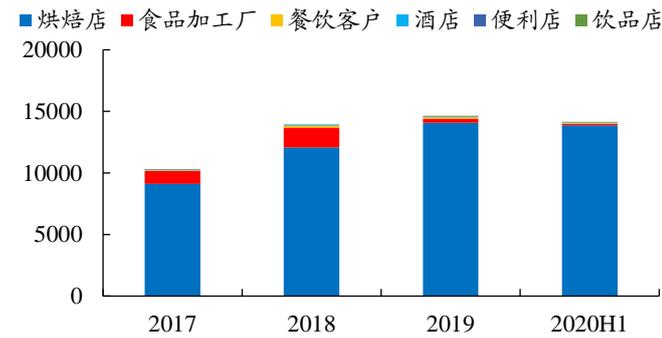
数据来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

图25: 商超为主的直销客户营收占比有所提升



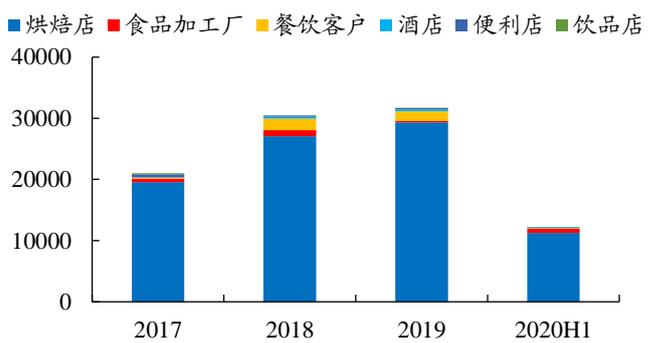
数据来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

图26: 经销商客户数量呈增长态势（单位：家）



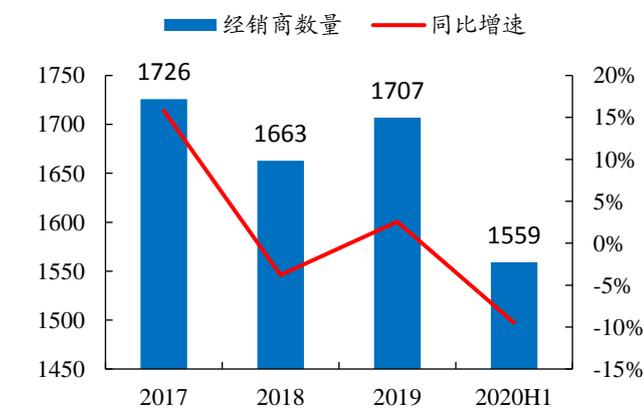
数据来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

图27: 经销商客户销售订单额逐渐增长（单位：元）



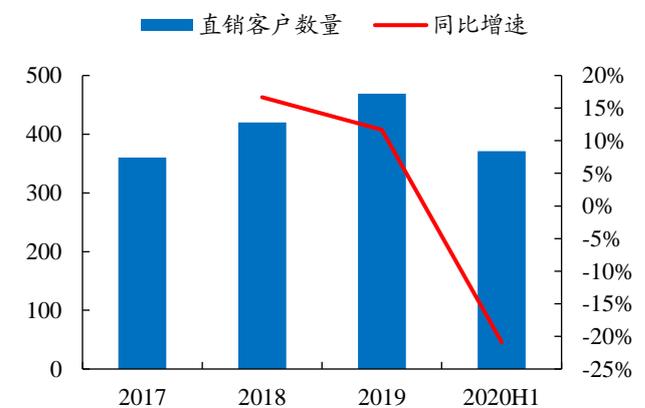
数据来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所。

图28: 2017-2020H1 经销商数量保持稳定（单位：家）



数据来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

图29: 2017-2020H1 直销客户数量稳中有升（单位：家）



数据来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

B 端打造差异化的品牌定位，依托多品种、专业服务锁定客户。立高食品在业内获得诸多荣誉，在市场上依托多样化的产品体系和高效的研发实力，能充分满足

不同客户大部分的产品需求，在开拓和维护客户上都有不可替代的优势。公司凭借多年专业性的销售队伍和高频深入终端的服务，同时也通过大量的烘焙展会活动去打造影响力，在 B 端客户心目中逐渐建立起产品丰富、专业高效的品牌口碑，品牌曝光上通过蓝白条纹鲜明且独特的标识不断的强化形象、提升品牌知名度，打造出“烘焙找立高、款款都畅销”的差异化品牌形象。

表7: 立高食品获得多项荣誉称号

授予单位	所获荣誉
中国食品工业协会	“中国烘焙十大烘焙原料企业”
中国食品工业协会	“中国烘焙最受欢迎原料品牌”
中国烘焙食品糖制品工业协会	“理事会理事单位”
中国烘焙食品糖制品工业协会	“推动中国焙烤食品产业发展杰出贡献奖”
中华全国工商业联合会烘焙业公会	“中国烘焙行业技术发展贡献企业”

资料来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

图30: “烘焙找立高、款款都畅销”标识辨识度强



资料来源：公司官网

图31: 烘焙展会期间立高食品醒目平面广告



资料来源：开源证券研究所

表8: 立高食品在技术培训、产品设计等方面提供全方位的销售支持，提升客户黏性

	优势
技术指导	公司专业的技术服务团队对营销人员培训，定期上门为终端客户提供蛋糕裱花装饰、冷冻烘焙食品后期加工及应用等指导
产品方案	近年来，利用公司多样化的产品，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
运营培训	举办系列大型活动，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。不仅与客户建立了良好的关系，更将公司产品与终端客户成品建立紧密联系，增强客户粘性，提高其他品牌的替代门槛

资料来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

表9: 终端客户以连锁烘焙、商超、餐饮客户为主

商业模式	代表品牌
连锁烘焙店	入幸福西饼、味多美、好利来、面包新语、一鸣股份
大型商超	沃尔玛/山姆会员店、盒马生鲜、永辉超市、家乐福、华润万家
连锁餐饮	海底捞、豪客来、希尔顿欢朋酒店、乐凯撒披萨

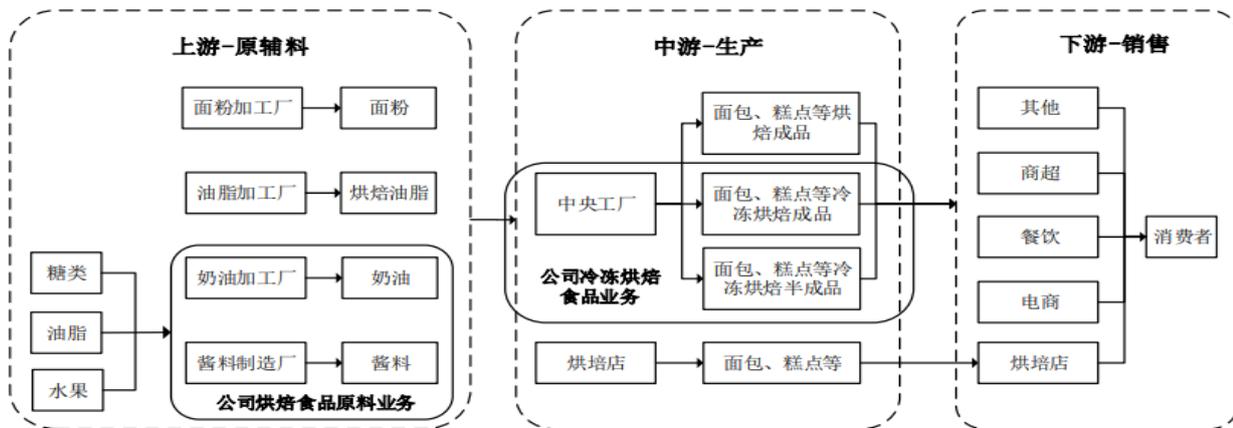
资料来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

3.3、坐拥核心原料资源，补齐冷链短板

酱料、奶油是核心的原料资源。目前冷冻烘焙食品行业处在发展初期，产业配套并不成熟，核心的奶油、馅料等烘焙原料是关键资源，公司从烘焙原料起家，向下游延伸、集成，逐渐形成全产业链的生产能力。目前行业内打通从原料到产品产业链环节的企业较少，公司依托于在烘焙原料优势的积累，通过工艺和流程的改造支撑起烘焙半成品和成品发展。一方面，公司核心的酱料只供内部使用、不对外出售，保证独特的产品配方和口味，另一方面在市场扩张期核心原料对下游冷冻烘焙食品业务的支撑和协同非常明显，有效降低原料成本并控制原料价格、保证原料充分供应。

图32：上游核心原料是支撑立高食品向下游延伸的关键资源



资料来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

通过自建团队实现对冷链全流程的自主控制。温度对大部分烘焙食品原材料和冷冻烘焙食品的口感和品质稳定影响较大，均需要在低于-18度的环境下进行储存及运输，因此公司建立了严格的温度管理和控制措施来保证仓储物流等环节的温度。在物流方面，公司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计，保证装货前及运输途中温度达标；在仓储方面，实时监控温度，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，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，提高公司产品在整个流通环节中的温度控制水平。截至2020年底，公司拥有自有运输车辆30辆、司机43人，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。

表10：立高食品从物流、仓储到经销商管理形成稳定的冷链控制体系

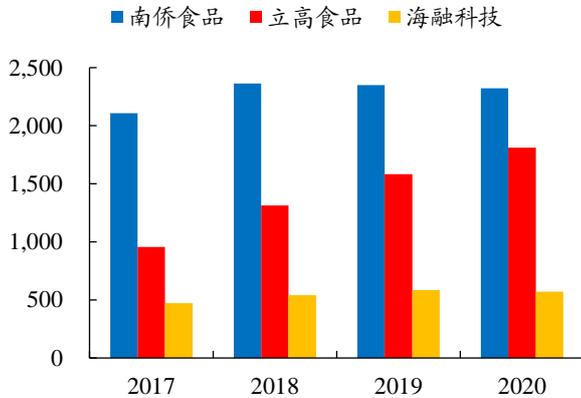
管理方式	
物流	设置合格车辆准入清单，要求自有及第三方车辆均具备实时温度监控系统或便携式温度计，保证装货前及在途运输中温度达标
仓储	实时监控温度，并每月按仓储温度达标、仓储温度回传等指标对第三方外仓进行考核
经销商管理	已建立了经销商管理方面的冷链管控制度，并逐步将温控仪接入经销商仓库中，以提高公司产品在整个流通环节中的温度控制水平

资料来源：立高食品招股说明书、开源证券研究所

3.4、横向对比：各家产品各有侧重，立高食品相对领先

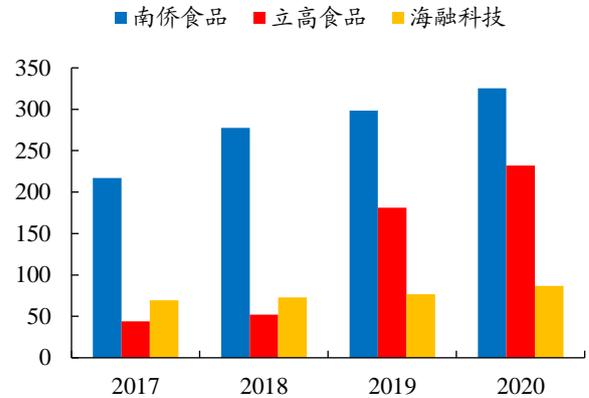
横向对比来看立高食品、南侨食品在奶油、冷冻烘焙、酱类等业务上均有涉及，综合性更强。立高食品冷冻烘焙业务从 2017-2020 年实现 38% 左右的复合增长，体量也是目前最大的。

图33: 立高食品逐渐缩小同南侨食品收入差距



数据来源: Wind、开源证券研究所。单位: 百万元。

图34: 立高食品同南侨食品利润差距缩小



数据来源: Wind、开源证券研究所。单位: 百万元。

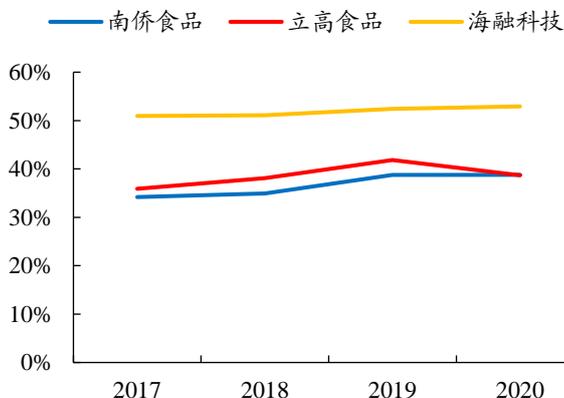
各家产品上各有侧重。立高食品旗下产品一共超过 600 多种, 如果不考虑水果制品, 立高食品冷冻烘焙、酱类、奶油产品一共超过 280 种, 南侨食品大约 200 来种。立高食品从奶油起家, 但是在冷冻烘焙业务上率先投入并取得突破, 而南侨食品核心业务集中在烘焙油脂与奶油业务上, 冷冻烘焙以面向商超客户的冷冻面团为主, 走产品差异化路线, 大众品类如蛋挞皮等涉及较少。综合来看立高食品在冷冻烘焙业务上体量、产品体系、配方和技术储备上领先。

表11: 立高食品、南侨食品产品储备丰富、各有侧重

产品品种	
南侨食品	产品主要有烘焙应用油脂、淡奶油、馅料、冷冻面团、进口品五大系列, 产品范围涵盖 200 多个品种
立高食品	奶油 32 种、水果制品 241 种、酱料 69 种、冷冻烘焙食品 187 种

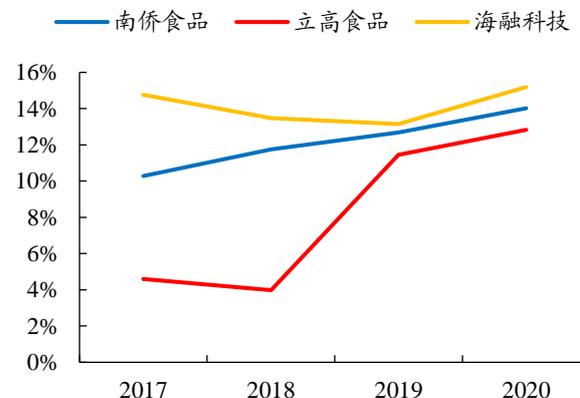
资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

图35: 海融科技毛利率略高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 立高食品净利率水平略低



数据来源: Wind、开源证券研究所

渠道下沉上立高食品走在市场前列, 销售队伍管理精细化。B 端烘焙门店客户很分散, 而烘焙原料、半成品或成品业务仍需要比较强的专业技术支持, 立高食品请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

的销售队伍管理更加精细化，在三四线城市渠道下沉走在市场前列，运作方式上冷冻面团和奶油等原料业务分开，保证各业务线条有足够的销售支撑。南侨食品、海融科技目前以一二线城市核心的大客户为主，预计未来亦将扩大三四线城市和对中小客户的服务。

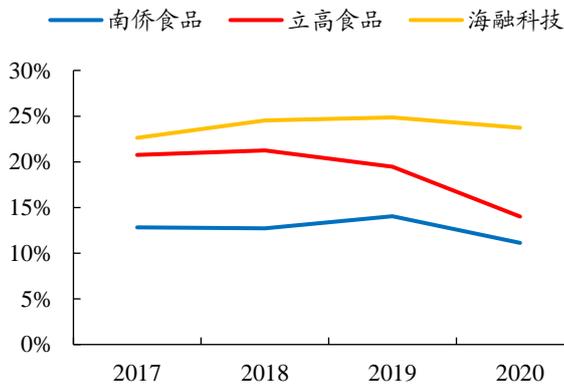
立高食品销售费用率低于海融科技，管理费用率水平最低。立高食品组建更精细化的销售队伍，渠道下沉到三四线城市，而南侨食品的主要客户为中游食品加工企业，因此销售费用率处于较低水平、低于立高食品。立高食品管理费用远低于南侨食品和海融科技，2018 年管理费用增加主要因为公司搬迁以及浙江长兴生产基地建设办公场地等原因，办公费用同比增长 147.9%。

表12: 立高食品销售体系更加精细化，销售人员数量与经销商规模更大

公司名称	销售模式	销售人员数量 (人)	经销商数量(家)	2020 年人均创收(万元)
南侨食品	直销和经销两种销售模式。直营渠道主要以品牌知名度较高的客户为主，经销均为买断式销售	394	309	172.8
立高食品	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	983	1800+	66.8
海融科技	采取经销和直销两种模式进行销售，经销是主要销售模式	342	676	74.63

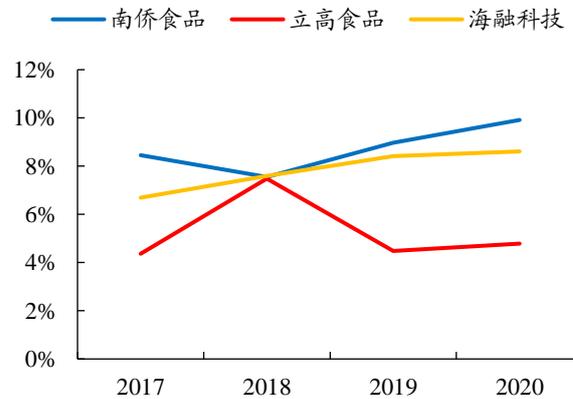
资料来源：各上市公司招股说明书、开源证券研究所

图37: 立高食品渠道更下沉，销售费用率高于南侨食品



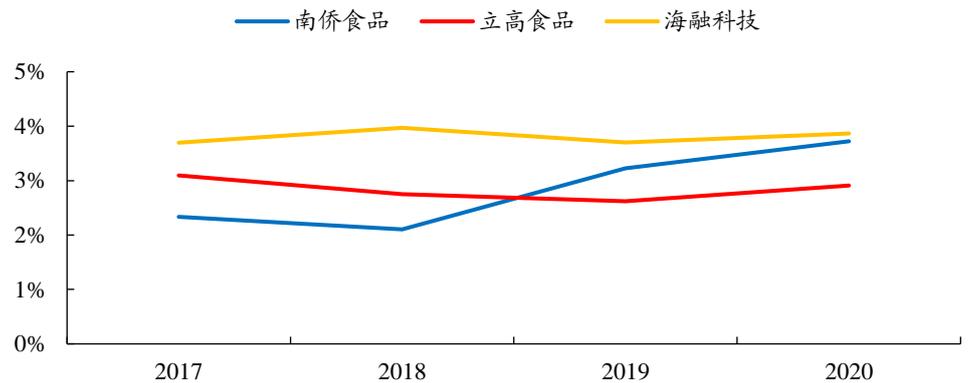
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38: 立高食品管理费用率更低

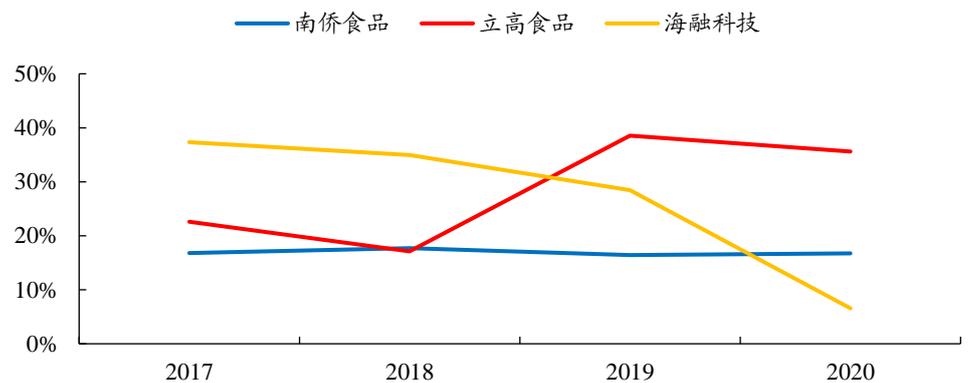


数据来源：Wind、开源证券研究所

研发费用率水平相当。三家公司在研发费用上的投入水平基本相当，海融科技研发费用率基本稳定在 4% 左右，南侨食品在上海南侨投产后成立上海南侨食品研发团队加大研发投入，2020 年研发费用率较 2018 年增长 52.4%。整体来看，海融科技较南侨食品和立高食品规模小，因此整体费用率高于南侨食品和立高食品。

图39: 立高食品研发费用率水平同南侨食品、海融科技相当


数据来源: Wind、开源证券研究所

图40: 立高食品 ROE 相对更高


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.5、对标安井食品: 底层逻辑相似, 立高食品未来成长性更强

安井食品与立高食品在商业模式和产业逻辑上有比较多的相似点: (1) **行业空间**: 都是大行业, 冷冻肉制品、面米制品和烘焙行业的空间都比较大; (2) **商业模式**: 上双方都是做 B 端客户和冷冻食品的业务; (3) **精细化管理和地推能力**: 销售团队的执行力和战斗力都很强, 精细化管理的程度高; (4) **研发实力**: 产品研发都很强, 产品体系日趋丰富完善。 (5) **底层逻辑**: 安井食品通过持续的推出新品和市场扩张持续提升份额, 表现出很强的成长性, 立高食品与安井食品发展的底层逻辑相近, 半成品和成品迎合了行业规模化、标准化的发展的趋势, 未来有望从区域性公司向全国化迈进, 有望成为冷冻烘焙食品的“安井食品”。

双方也有各自差异化的地方。 (1) **行业发展阶段**: 冷冻肉制品、面米制品发展相对更成熟, 技术上的瓶颈和壁垒相对较低, 安井食品通过管理精细化和与众不同的商业模式展现后发者的优势、逐渐整合市场, 而冷冻烘焙行业尚处在发展前期, 立高食品表现更多是领导者与创新者的角色, 保持先发优势发展壮大。 (2) **竞争程度**: 烘焙行业竞争尚不充分, 现阶段冷冻烘焙需求大但供给不足, 产品上有很大的创新空间, 企业之间的竞争不及速冻肉制品及米面制品行业充分、激烈。 (3) **规模**:

安井食品已经发展成为规模较大的行业龙头，体量是立高食品的 3 倍以上，相对来看立高食品的潜在空间更大、成长性更强。(4) **盈利能力**：烘焙行业因为壁垒高、竞争不充分、规模效应更强等因素立高食品的盈利能力表现更好。(5) **商业模式**：立高食品的渠道黏性更强，但安井食品面临的更多是小 B 端，渠道议价能力更强。

表13：立高食品与安井食品底层逻辑相似

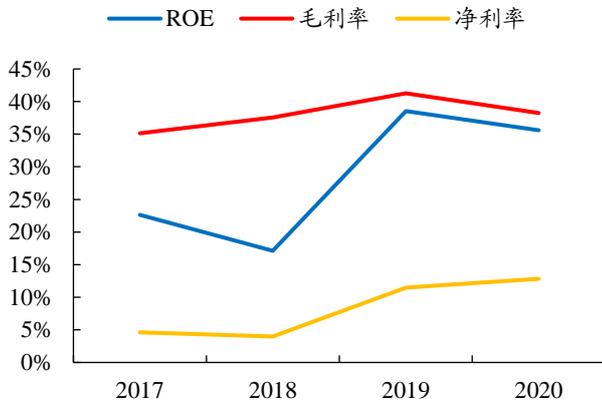
行业空间	商业模式	销售队伍	研发实力	底层逻辑
千亿级别以上	B 端客户为主、冷冻领域	执行力和战斗力都很强，精细化管理的程度高	产品研发和推新能力强，产品体系日趋丰富完善	1. 半成品和成品迎合了行业规模化、标准化的发展的趋势，降低供应链成本 2. 持续推出新品、市场扩张

资料来源：开源证券研究所

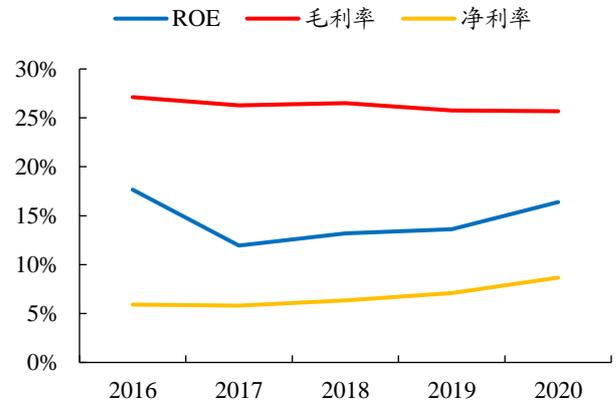
表14：冷冻烘焙处在发展前期，立高食品后期的成长潜力大

行业发展阶段	竞争程度	规模	盈利能力	商业模式
1. 安井食品后发优势整合市场 ：冷冻肉制品、面食制品发展相对更成熟，技术上的瓶颈和壁垒相对较低 2. 冷冻烘焙行业先发优势 ：尚处在发展前期，立高食品表现更多是领导者与创新者的角色，保持先发优势	烘焙行业竞争尚不充分，产品上有很大的创新空间，企业之间的竞争不及速冻米面及肉制品行业充分、激烈。	安井食品已经跑出来成为行业大龙头，未来立高食品的潜在空间更大、成长性更强。	冷冻烘焙行业门槛高、盈利能力表现更好	1. 立高食品的渠道黏性更强 2. 安井食品面对小 B 端，渠道议价能力更强

资料来源：开源证券研究所

图41：立高食品 ROE 维持在 35%以上


数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：安井食品 ROE 保持在 15%附近


数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：立高食品与安井食品都采取深度分销的模式

	销售人员/人	经销商数量/家	销售人员人均创收(万元)	全公司人员创收(万元)
立高食品	983	1800	184.10	66.80
安井食品	3619	1033	192.46	52.67

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4、立高食品：进一步扩建产能，巩固竞争优势

IPO 募集资金主要用于生产基地建设，优能布局巩固优势。公司 IPO 拟募集 13.2 亿元，其中用于三水、长兴和卫辉市生产基地建设资金 10.3 亿，占总募集资金的 86%，其余用于研发中心、智能信息化升级改造建设和补充流动资金。拟建设的三水、长

兴、卫辉市生产基地建成后可年产共计 6.00 万吨奶油(含挞液)、2.70 万吨水果制品、6.84 万吨冷冻烘焙食品以及 2.31 万吨酱料和馅料,达产后总产能约 18.2 万吨,新增 8.5 万吨产能。分别来看三水基地扩建有效缓解产能压力,满足华南地区市场需求;长兴基地建设深度覆盖华东地区,破除产能瓶颈,扩大公司在冷冻烘焙领域的优势,促进公司全国销售网络的进一步布局;卫辉市生产基地探索华北地区,开拓新冷冻烘焙食品产线建设以降低运输和配送成本,提升对华北区域市场的服务能力,巩固竞争优势。

表16: IPO 资金主要用于生产基地建设、研发中心建设等以优化经营效率

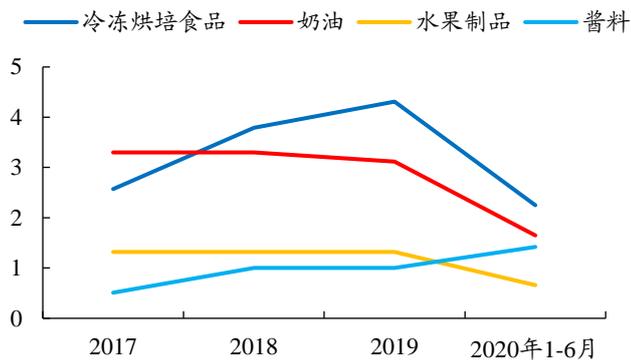
募集资金使用项目	实施单位	投资项目总额 (万元)	拟用募集资金 投入金额(万元)
三水生产基地扩建项目	佛山分公司	38,243.00	38,243.00
长兴生产基地建设及技改项目	浙江奥昆	101,344.49	43,993.16
卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	河南奥昆	31,100.89	27,558.39
研发中心建设项目	佛山分公司	5,214.00	5,214.00
智能信息化升级改造建设项目	立高食品	6,793.30	6,793.30
补充流动资金	立高食品	7,000.00	7,000.00
合计		132,344.35	128,801.85

资料来源:立高食品招股说明书、开源证券研究所

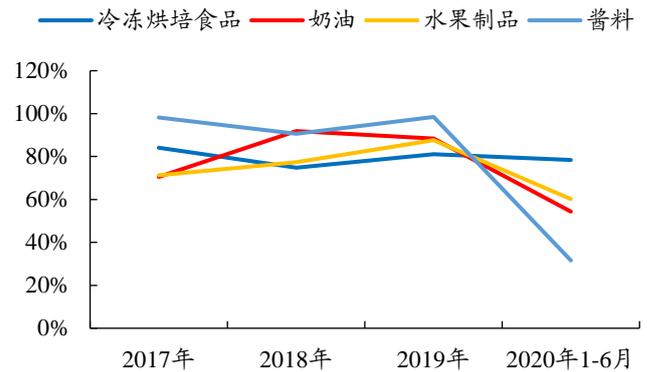
表17: 三水、长兴、卫辉等生产基地主要集中在冷冻食品与奶油生产线

项目名称	投资金额(万元)	生产线情况	产能	建设周期	投资回报率	
三水生产基地扩建项目	38,243.00	无菌包装奶油生产线	6.00 万吨奶油(含挞液)、2.70 万吨水果制品、0.81 万吨冷冻烘焙食品	24 个月	25.89%	
		无菌包装奶油生产线				
		冷冻烘焙食品生产线				
		普通奶油生产线				
		普通奶油生产线				
		冷冻及仓储设施				
长兴生产基地建设及技改项目	101,344.49	冷冻蛋糕生产线	冷冻烘焙食品 3.78 万吨、烘焙食品原材料 2.31 吨	24 个月(第一期 18 个月,第二期 6 个月)	12.94%	
		冷冻面包生产线				
		甜甜圈生产线				
		酱料生产线				
		冷冻及仓储设备				
卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	31,100.89	冷冻烘焙食品生产线	手工挞皮	2.25 万吨冷冻烘焙食品	24 个月	7.42%
			蛋黄酥			
			甜甜圈			
		冷冻及仓储设备				

资料来源:立高食品招股说明书、开源证券研究所

图43: 冷冻烘焙食品产能提升较快 (单位: 万吨)


数据来源: 立高食品招股说明书、开源证券研究所

图44: 产能利用率维持高位


数据来源: 立高食品招股说明书、开源证券研究所

表18: 2017-2020 年产能持续扩张

产品	2017年		2018年		2019年		2020年	
	产能 (万吨)	产能利用率						
冷冻烘焙食品	2.57	84.12%	3.79	74.83%	4.31	81.07%	5.32	89.73%
奶油	3.3	70.51%	3.3	91.89%	3.12	88.44%	3.3	83.65%
水果制品	1.32	71.35%	1.32	77.45%	1.32	87.64%	1.32	80.88%
酱料	0.51	98.22%	1	90.58%	1	98.45%	2.85	43.60%

数据来源: 立高食品招股说明书、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设与盈利预测

核心假设一: 冷冻烘焙是产业发展的新趋势, 解决了行业供应链效率和成本痛点, 支撑下游烘焙行业规模化扩张, 预计中游冷冻烘焙长期的替代和成长空间大, 未来三年公司冷冻烘焙业务有望保持高速增长。

核心假设二: 奶油、酱料作为公司传统优势业务, 同时为满足公司下游冷冻烘焙的原料需求, 未来公司将加强投入, 奶油和酱料业务有望重拾增长。

预计 2021-2023 年公司收入为 27.77 亿、28.27 亿、47.44 亿, 同比增长 53.4%、37.8%、24.0%。其中冷冻烘焙业务营收 16.96 亿、25.51 亿、33.50 亿, 同比增长 77.3%、50.4%、31.3%。

随着公司价格提升、产能优化、渠道下沉、市场渗透率提高, 产品的毛利率、净利率可期, 公司盈利能力持续提升。预计 2021-2023 年实现归母净利润 2.77 亿元、3.59 亿元、5.10 亿元, 同比增 19.2%、29.7%、42.2%。

表19: 预计 2021-2023 年收入仍将保持快速增长

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-百万元	1809.7	2776.8	3827.0	4743.7
YOY	14.3%	53.4%	37.8%	24.0%
烘焙食品	956.3	1695.7	2551.0	3349.5

	2020	2021E	2022E	2023E
YOY	29.5%	77.3%	50.4%	31.3%
奶油	370.6	480.1	587.6	652.9
YOY	-2.5%	29.5%	22.4%	11.1%
水果制品类	168.9	214.7	262.7	291.9
YOY	-12.0%	27.1%	22.4%	11.1%
酱料收入	137.9	175.3	214.6	238.4
YOY	27.2%	27.1%	22.4%	11.1%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表20: 立高食品相关财务指标

	2017	2018	2019	2020
营收-百万元	956	1313.5	1583.7	1809.7
YOY		37.39%	20.58%	14.27%
归母净利润		52.3	181.4	232.1
YOY		-27.10%	246.85%	27.95%
毛利率	35.1%	37.6%	41.3%	38.3%
净利率	4.60%	3.98%	11.45%	12.83%

数据来源：立高食品招股说明书、年度报告、开源证券研究所

5.2、估值与投资建议

我们预计公司预计 2021-2023 年实现归母净利润 2.77 亿元、3.59 亿元、5.10 亿元，同比增 19.2%、29.7%、42.2%，现价对应 2021-2023 年 66.9、51.6、36.3 倍 PE 倍 PE，因为高成长性估值高于可比公司。行业处于渗透率快速提升阶段，公司竞争优势明显，短期仍面临较大成本压力，首次覆盖给予“增持”评级。

表21: 可比公司估值

	截止日期: 2022/2/20	总市值 (亿元)	EPS			CAGR		PE			PEG		PS	
			21E	22E	23E	2021-23	21E	22E	23E	21E	22E	23E		
603345.SH 安井食品		309	2.97	4.01	5.25	33%	43	32	24	1.0	3.4	2.6	2.1	
603866.SH 桃李面包		249	0.80	0.93	1.08	16%	33	28	24	1.8	3.9	3.5	3.1	
600298.SH 安琪酵母		446	1.65	2.04	2.46	22%	32	26	22	1.2	4.2	3.6	3.1	
平均值							36	29	23		3.8	3.2	2.8	

数据来源：Wind、开源证券研究所。其中安井食品、安琪酵母盈利预测取自 Wind 一致预期。

6、风险提示

大客户集中风险。山姆等 KA 大客户需求的快速放量驱动公司高成长，如果大客户订单的波动会影响公司成长的持续性和稳定性。

原料价格上涨风险。公司主要的原料偏大宗品，近年大宗品市场价格波动较大，大宗如果原料价格上涨过快，向下游大客户传导难度较大，将压制盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	441	482	809	978	1571
现金	193	204	245	402	725
应收票据及应收账款	80	113	184	225	281
其他应收款	24	7	41	25	57
预付账款	16	14	39	29	58
存货	117	141	296	293	446
其他流动资产	10	4	4	4	4
非流动资产	354	492	653	809	922
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	266	291	468	626	736
无形资产	48	69	84	95	105
其他非流动资产	40	132	102	88	80
资产总计	795	975	1462	1787	2493
流动负债	281	310	538	522	745
短期借款	30	0	0	0	0
应付票据及应付账款	119	141	278	302	416
其他流动负债	132	170	261	220	329
非流动负债	44	13	16	20	20
长期借款	29	0	4	7	7
其他非流动负债	15	13	13	13	13
负债合计	325	323	554	542	764
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0
股本	127	127	169	169	169
资本公积	105	105	105	105	105
留存收益	239	420	678	1006	1461
归属母公司股东权益	471	652	907	1245	1729
负债和股东权益	795	975	1462	1787	2493

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	264	285	261	393	542
净利润	181	232	277	359	510
折旧摊销	31	40	43	64	84
财务费用	2	-0	-0	-0	-4
投资损失	0	0	-0	-0	-0
营运资金变动	46	9	-58	-30	-48
其他经营现金流	3	4	0	0	0
投资活动现金流	-124	-157	-204	-220	-196
资本支出	104	156	161	156	113
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-20	-1	-43	-64	-84
筹资活动现金流	-39	-118	-16	-16	-22
短期借款	-34	-30	0	0	0
长期借款	29	-29	4	4	-0
普通股增加	0	0	42	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-34	-58	-62	-20	-22
现金净增加额	100	10	41	157	323

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1584	1810	2777	3827	4744
营业成本	930	1117	1799	2494	3088
营业税金及附加	12	13	20	27	34
营业费用	308	253	383	517	626
管理费用	71	87	164	254	258
研发费用	42	53	78	100	119
财务费用	2	-0	-0	-0	-4
资产减值损失	-1	-3	-4	-4	-6
其他收益	11	7	9	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	226	290	345	448	637
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	226	290	345	448	636
所得税	44	58	68	89	126
净利润	181	232	277	359	510
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
归母净利润	181	232	277	359	510
EBITDA	255	324	381	502	703
EPS(元)	1.07	1.37	1.63	2.12	3.01

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	20.6	14.3	53.4	37.8	24.0
营业利润(%)	224.1	28.3	19.0	29.8	42.1
归属于母公司净利润(%)	246.8	27.9	19.2	29.7	42.2
获利能力					
毛利率(%)	41.3	38.3	35.2	34.8	34.9
净利率(%)	11.5	12.8	10.0	9.4	10.8
ROE(%)	38.5	35.6	32.0	29.8	30.2
ROIC(%)	33.0	34.2	30.7	28.7	29.1
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	33.1	37.9	30.3	30.7
净负债比率(%)	-25.2	-29.4	-26.3	-31.6	-41.7
流动比率	1.6	1.6	1.5	1.9	2.1
速动比率	1.1	1.0	0.9	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	2.2	2.0	2.3	2.4	2.2
应收账款周转率	22.3	18.7	18.7	18.7	18.7
应付账款周转率	7.8	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.37	1.63	2.12	3.01
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	1.68	1.54	2.32	3.20
每股净资产(最新摊薄)	2.78	3.85	5.11	7.10	9.96
估值比率					
P/E	102.0	79.7	66.9	51.6	36.3
P/B	39.3	28.4	21.4	15.4	11.0
EV/EBITDA	72.2	56.5	47.9	36.1	25.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、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、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn