

2022-7-21



立高食品：冷冻烘焙龙头，高成长确定性强

分析师：李鑫鑫
证书编码：S1190519100001

分析师：李梦鸢
证书编码：S1190121050001

证券研究报告：立高食品深度报告

- **(1) 行业分析：**冷冻烘焙属于食品供应链工业化主线下标的，对下游烘焙业态起到降本增效，丰富SKU的作用。目前规模90亿，渗透率10%左右，有较大提升空间。行业处于快速成长期，供不应求，各家企业快速扩产，景气度高。
- **(2) 公司分析：**产品+研发+渠道+供应链构成正反馈，核心竞争力持续加强。产品端，公司冷冻烘焙产品自动化程度高，品质稳定，性价比较高，且SKU丰富。研发端，公司研发费用和人员投入领先行业，大客户响应快速，新品频出。渠道端，公司销售团队人数多，执行力强，贴身服务经销商，渠道持续深耕。供应链，公司自建物流体系，全程对冷链监控保障产品品质。
- **(3) 公司逻辑：**
 - **中长期：**中长期成长逻辑都有较强确定性。短期看麻薯，甜甜圈等大单品在烘焙店渗透率提升，以及新品在山姆渠道的放量。中长期看冷冻蛋糕等新品在烘焙渠道，山姆放量，以及餐饮商超客户拓展，渗透率提升。
 - **短期：**疫情后复苏主线，随街边店消费场景以及物流的恢复，需求环比明显改善，5月奥昆恢复两位数增长。
- **(4) 盈利预测：**我们预测2022年-2024年公司收入增速21.8%，33.0%，30.0%，净利润增速-7.2%，58.6%，42.2%。扣除股权激励费用净利润增速15.8%，40.2%，35.0%。对标安井食品对应2023年PEG1.3倍，给予立高2023年给46倍PE，目标价119元。
- **(5) 风险提示：**疫情反复影响短期需求，油脂价格持续走高。行业竞争加剧影响盈利能力。

目录

■一、行业分析：烘焙食品千亿赛道，行业长坡厚雪

- 1.1 烘焙食品产业链拆解
- 1.2 烘焙行业发展历程
- 1.3 中国烘焙行业量价齐升景气度高
- 1.4 什么叫冷冻烘焙及分类
- 1.5 冷冻烘焙解决下游门店经营痛点
- 1.6 冷冻烘焙处于快速成长期
- 1.7 冷冻烘焙驱动因素
- 1.8 冷冻烘焙集中度低，区域性企业为主

■二、公司概况：国内冷冻烘焙食品龙头

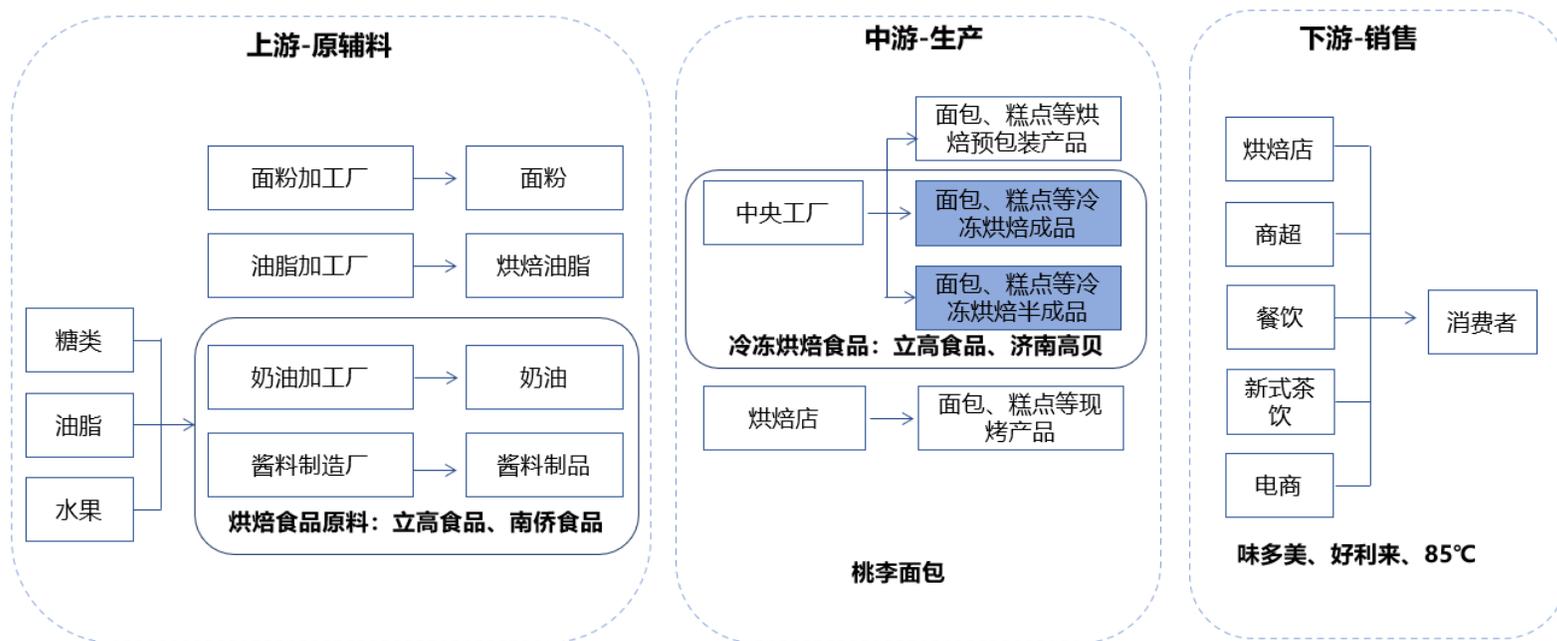
■三、竞争优势：研发+渠道+供应链构成正反馈

■四、公司逻辑：渠道扩张+产品推新，高成长性确定

■五、风险提示

- **上游**为烘焙原辅料生产环节，包括面粉、油脂、水果等农产品及其初加工品，以及奶油、水果制品、酵母等烘焙食品原料。
- **中游**为烘焙食品生产环节，包括中央工厂和烘焙店两类，中央工厂可批量生产冷冻烘焙食品。
- **下游**为各类销售终端及消费者。销售终端主要有烘焙店、商超、餐饮、电商等。

图1：烘焙产业链



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

- 1980年，兴起，前店后厂+现烤烘焙。西式烘焙糕点从香港、台湾进入大陆市场，产品从原料到成品的制作全过程均在烘焙店或附近作坊完成，单店经营，产品品类单一，渗透率低。在我国三四线城市仍大量以长尾市场存在。
- 1990年，“中央集约化工厂+预包装产品”模式进行规模化生产。以商超、大卖场、便利店等为终端渠道。
外国选手：比利时曼可顿、韩国好丽友。
国内选手：徐福记、桃李面包、盼盼食品。
- 2000年，烘焙店开连锁，生产模式采用“中央工厂+冷冻面团技术”。
外国选手：新加坡面包新语、台湾85度C、克莉丝汀、元祖食品、韩国巴黎贝甜。
国内选手：好利来、味多美、幸福西饼和21cake。品牌自建中央工厂生产冷冻烘焙食品，供应区域内门店。
- 2010年至今，各种新型业态。比如线上烘焙品牌。咖啡和茶饮品牌也开始做烘焙。

图2：烘焙行业发展历程



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

- **2015-2021年中国烘焙行业CAGR达 8.5%，量价齐升打开行业增长空间。**根据欧睿数据，2021年我国烘焙行业零售额达到2462.33亿元，2015-2021年5年行业零售额CAGR达到8.5%，2021年行业同比增速5.9%，预计2025年有望突破3436亿元。拆分量价看，量价共振驱动了行业的增长，2015-2021年烘焙行业销售量CAGR达到3.92%，吨价CAGR达到4.38%。
- **对标海外，我国人均烘焙消费空间巨大。人均烘焙食品消费额：**根据欧睿数据，2021年，我国内地人均烘焙食品消费额仅为25.95美元/人，处于全球后25%水平。日本的人均烘焙食品消费额为170.2美元/人、中国台湾为66.5美元/人、中国香港为101.8美元/人。**人均烘焙食品消费量：**2021年，大陆人均烘焙年消费7.3千克，低于中国香港（8.5千克）、新加坡（9.9千克），为日本（24.8千克）的30%，约为欧美国家的15%左右。

图3：中国烘焙市场规模（亿元）

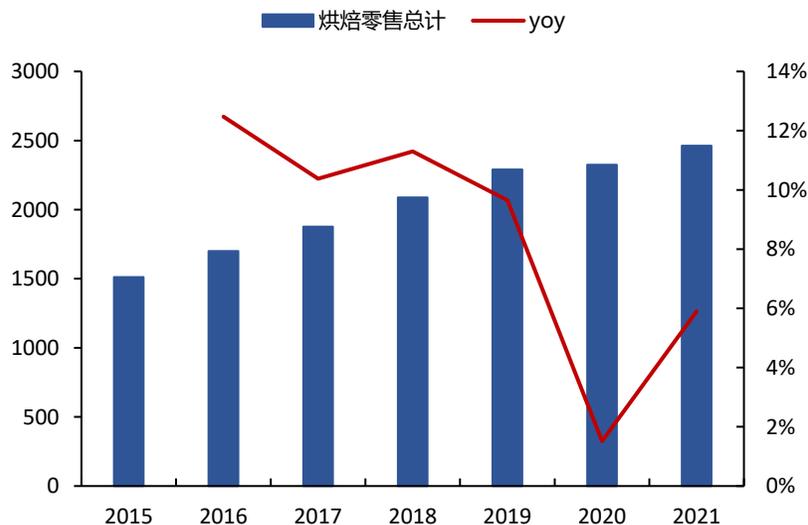


图4：中国内地人均烘焙消费额处于全球后25%（美元/人）

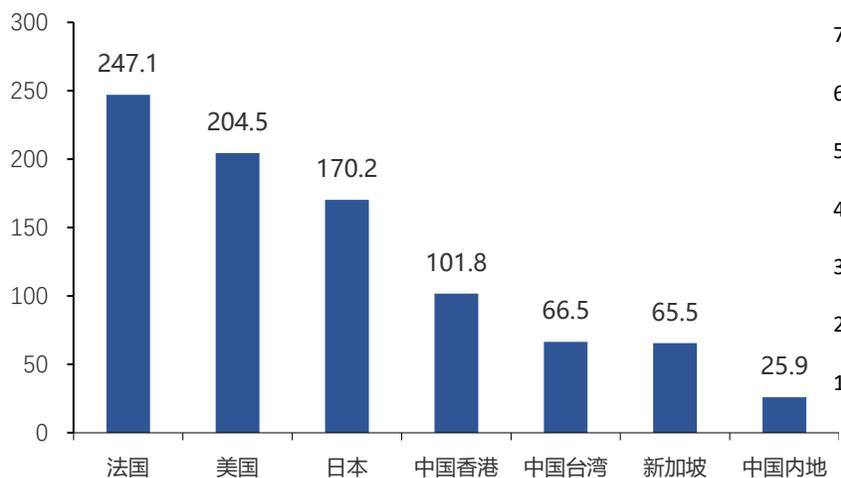
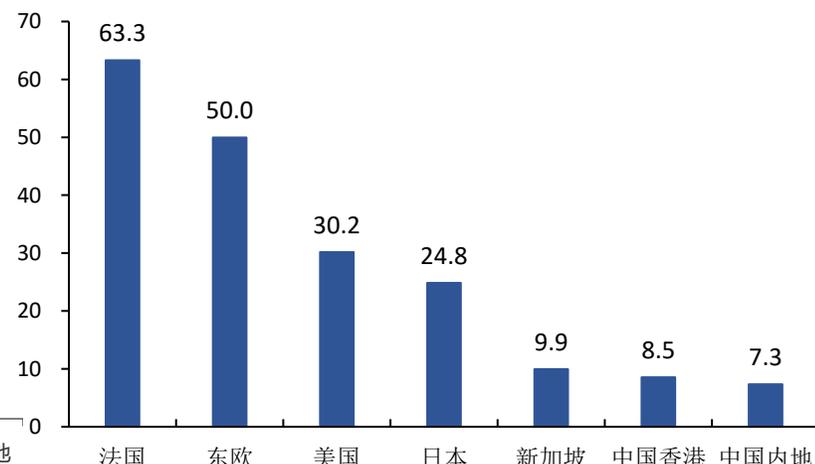


图5：中国人均烘焙消费量增长空间巨大（kg/人）



资料来源：欧睿，Wind，太平洋证券研究院整理

➤ 烘焙食品种类和经营模式

预包装产品:主要采用零售模式。保质期更长, 价格较低。可分为短保、中保、长保三类, 主要区别在于保质期: 长保: 30天。短保: 7天内。现烤: 3天。

短保: 桃李面包。**中长保:** 三只松鼠、良品铺子。**现烤产品:** 烘焙店模式, 如味多美、面包新语。

表1: 烘焙行业分类

	预包装产品		现烤烘焙	
	中长保产品	短保产品	门店制作	冷冻烘焙
保质期	常温保存30天以上	常温保存5-10天	常温保存1-3天	加工前可冷冻保存6-12月
价格	现烤烘焙产品 > 短保产品 > 中长保产品			
口感	现烤烘焙产品 > 短保产品 > 中长保产品			
渠道模式	商超、烘焙门店、电商	烘焙门店、商超、电商	连锁烘焙店、夫妻老婆店	烘焙门店、餐饮渠道、商超渠道、新式茶饮
运输条件	常温运输	常温运输	店内生产销售	冷链运输

➤ **冷冻面团:** 整个烘焙生产过程中引入急速冷冻的制法——根据介入的节点不同, 可以分成冷冻面块、预成型冷冻面团、预发酵冷冻面团、预烘烤面团、成品冷冻品。

冷冻面团和冷冻预成型面团: 适用于烘焙门店。

冷冻预醒发面团和冷冻预烘烤面团: 适用于商超、酒店等场地设备不全面、追求便利快捷的店铺。

冷冻烘焙成品: 只需烘烤或加热, 产品相对最稳定, 便捷性最高, 基本接近成品状态。

表2: 冷冻面团分类

传统烘焙生产	面团搅拌	面团醒发	面团切割	搓圆, 形成光滑表面	中间醒发; 成型, 按产品形状制作	烘烤
冷冻面团	冷冻烘焙食品生产商制作				中间醒发; 成型, 按产品形状制作	烘烤
冷冻预成型面团	冷冻烘焙食品生产商制作				中间醒发	烘烤
冷冻预醒发面团	冷冻烘焙食品生产商制作					烘烤
冷冻烘焙成品	冷冻烘焙食品生产商制作					烘烤或加热

图6: 冷冻面团



产品: 嘉顿比萨面团

配料表: 小麦粉、水、起酥油、白砂糖、食用盐、酵母、食用添加剂(双乙胺酒石酸单双甘油酯、木聚糖酶等)

净重: 130g, 185g, 220g/个

保质期: 6个月

储存条件: -18°C以下冷冻保存

资料来源: Wind, 淘宝, 太平洋证券研究院整理

➤ **下游烘焙门店经营压力大，冷冻烘焙起到降本增效作用。**

烘焙门店净利率低，行业面临较高关店率：据美团数据，在2015年新增的超过20万家烘焙门店中，到2019年6月仅有34%的门店仍然保持运营。

烘焙门店经营难点：

- 1) 依赖人工，面点师，裱花师培养周期长，工资高。
- 2) 配料辅料品类繁多，原材料不好管理。
- 3) 制作时间长、储存时间短，产销不好平衡。一般烤完以后只能保存3天。
- 4) 租金、人工、设备成本高。

➤ **核心矛盾在于生产环节依赖人力。冷冻半成品最大的意义是节省人力。**

- 1) 培养周期+辛苦导致面点师供招工难。
- 2) 人员流动会导致产品质量不稳定。
- 3) 不同品类的工艺流程有区别，扩品类的时候需要重新学习，有学习成本。

根据《食品开发》，未来5年西点烘焙师社会需求量将达200万人，目前全国仅有100万从业人员，每年行业缺口高达10万人。

本质上来说，冷冻烘焙的快速发展的底层逻辑是现烤烘焙行业工业化，规模化需求的爆发。

若使用冷冻半成品节约的成本:

- (1) 减少原材料损耗: 原材料管理压力小, 冷冻半成品保质期长, 而且不会有原材料浪费, 要几个拿几个。
- (2) 规模化采购, 降低成本: 冷冻厂商有能力去锁价, 成本控制比下游强。原材料规模采购, 成本降低。
- (3) 减少面点师学习成本和制作时间。
- (4) 失败率低。冷冻烘焙食品制作的失败率和销售人员的培训服务以及产品品质的稳定性也有关。
- (5) 无边角料。
- (6) 节省某些设备: 如甜甜圈需要油炸炉。

根据调研数据, 冷冻半成品, 比现烤时毛利率增加8-10%。

表3: 不同连锁业态经营模型

	绝味鸭脖	周黑鸭	海底捞	太二酸菜鱼	奈雪的茶	蜜雪冰城	85°C	面包新语
商业模式	加盟为主	19年以前直营为主, 19年后拓展加盟	直营	直营	直营	加盟为主	加盟为主	加盟为主
客单价 (元)	30-50	30-60	110	79	40-50	8-10	20	30
单店投资 (万元)	15-20	-	800-1000	250	125-185	30-40	200-250	>100
门店平均收入 (万元)	160	228	5000	800-1400	1000	100		
门店平均面积 (平方米)	25	30	600-1000	200-300	200-250 (标准店) 80-200 (PRO店)	15-20	>100	100
坪效 (万元/平方米)	6.4	7.6	5.5-7.5	4.5-6	4-5	5-6.7	3	2.2
回收期	12-18个月	6-12个月	6-13个月	7个月	11-12月	6-12月	25-33月	27-40月
门店毛利率	40%	55%	60%	14%-22%	65%	45%	60%	70%
门店净利率	13%	15-20%	21%	7%-13%	25%	20-25%	17%-22%	7%-10%

资料来源: Wind, 公司调研, 太平洋证券研究院整理

➤ 目前冷冻烘焙规模约90-100亿。

——测算1：欧瑞口径

2020年冷冻烘焙食品行业规模约92亿元：烘焙行业2300亿，假设烘焙店原材料成本占其收入的比例40%、使用冷冻烘焙食品的比例约10%。（ $2300 \times 40\% \times 10\%$ ）

——测算2：用门店数量计算现烤行业规模

50w家门店，核心假设营业收入平均1000元/天。全年按照350天测算，烘焙门店有1750亿规模，和欧睿现烤行业规模1761亿基本一致。

——渠道调研：冷冻烘焙不超100亿，冷冻烘焙行业增速20-30%。

——公司调研：饼店3000-5000亿销售额，冷冻烘焙产品占比5-10%，每年渗透率增加1-2pct。

➤ 2025年冷冻烘焙规模有望达到287亿元。

预计2025年冷冻烘焙食品市场规模约287亿元：欧睿对2025年中国烘焙市场零售额的预测3590亿元，假设2025年冷冻烘焙食品渗透率提升至20%，则CAGR约25.6%（ $3590 \times 40\% \times 20\% = 287$ 亿）。

➤ 国外冷冻烘焙的渗透率较高

《食品与机械》

美国：1949年只有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：1994年冷冻面包已占面包销售额的50%以上。

日本：2000年50%的烘焙店使用冷冻烘焙食品。

《国内烘焙冷冻面团的现状和趋势》：2019年欧洲、美国冷冻面团占面包行业的比例分别约40%、70%，国内使用比例不足10%。

表4：2025年冷冻烘焙规模有望达到287亿元

	2020	2025E
中国烘焙市场零售额/亿元	2300	3590
烘焙店原材料占比	40%	20%
烘焙店原材料成本/亿元	920	1436
冷冻烘焙在原材料中的占比	10%	10%
冷冻烘焙规模/亿元	92	287

资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

冷冻烘焙行业的规模=终端数量*单店产出= (烘焙门店总数量*渗透率) * (单店收入*使用外购半成品的比例)
 渗透率=使用冷冻半成品的终端/终端总数

渗透率以及单店使用冷冻半成品的比率提升带来冷冻烘焙规模的提升

- **中国冷库总量及冷藏车保有量不断上升：2015-2019年**，全国冷库总量从3710万吨增长至6053万吨，复合增速13%，全国冷藏车保有量从9.4万吨提升至21.5万吨，复合增速23%。
- **华东地区库容占比最大**：冷库分布区域差异较大，2019年华东地区冷库容量达1898万吨，占本土总容量的36.2%。

图7：冷藏车保有量（万辆）及增速

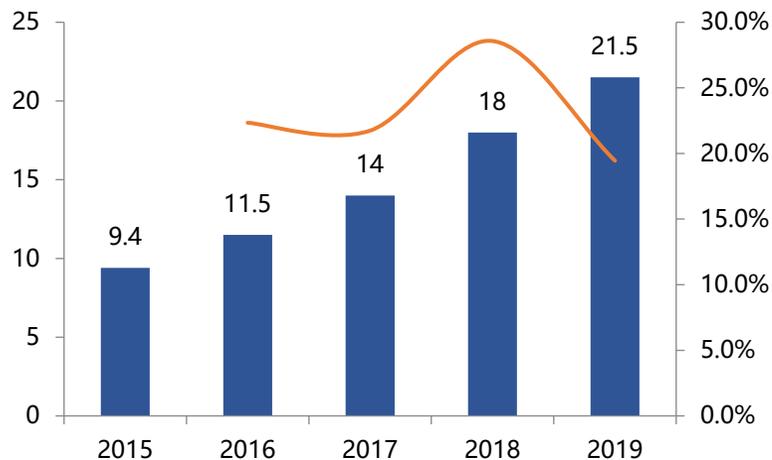


图8：冷库容量（万吨）地区分布

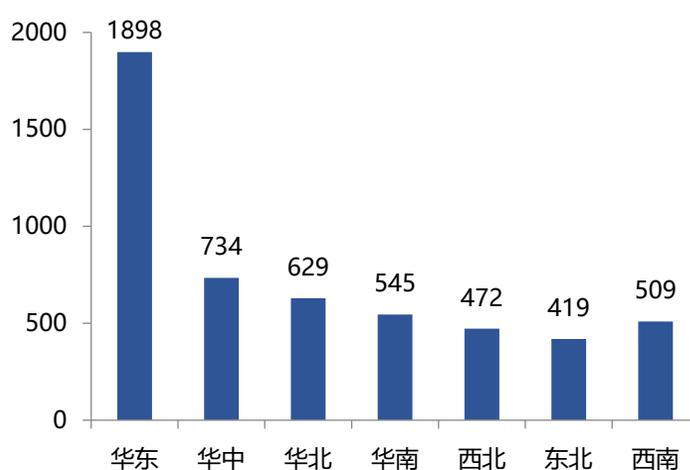
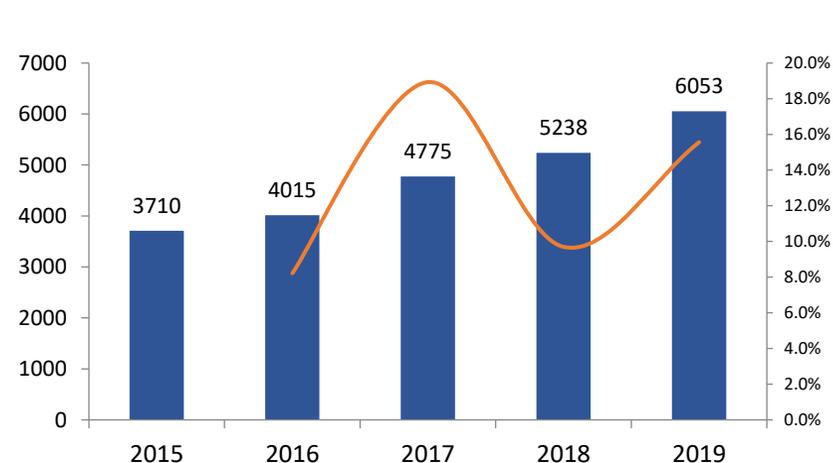


图9：冷库总量（万吨）及增速



资料来源：中商产业研究院, Wind ,太平洋证券研究院整理

- **一线城市商铺租金呈上行趋势：2014-2021年**，北京、深圳、广州的平均商铺租金由581.76元/月·平方米上涨到1083.76元/月·平方米，复合增速9.3%。上海核心商圈租金2020年出现回落，但2020年底-2021.9.30租金重新由48.6元/日·平方米回升到51.7元/日·平方米，增幅达到6.4%。
- **餐饮业平均工资不断攀升：2012-2021年**，住宿和餐饮业就业人员人均工资由31267元上涨至53631元，复合增速6.2%。

图10：北京、深圳、广州平均商铺租金 (元/月·平方米)

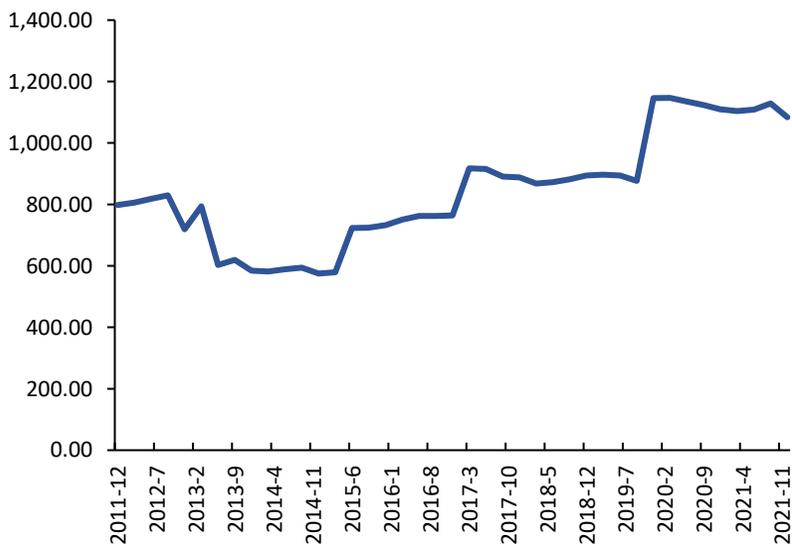


图11：上海核心商圈租金 (元/日·平方米)

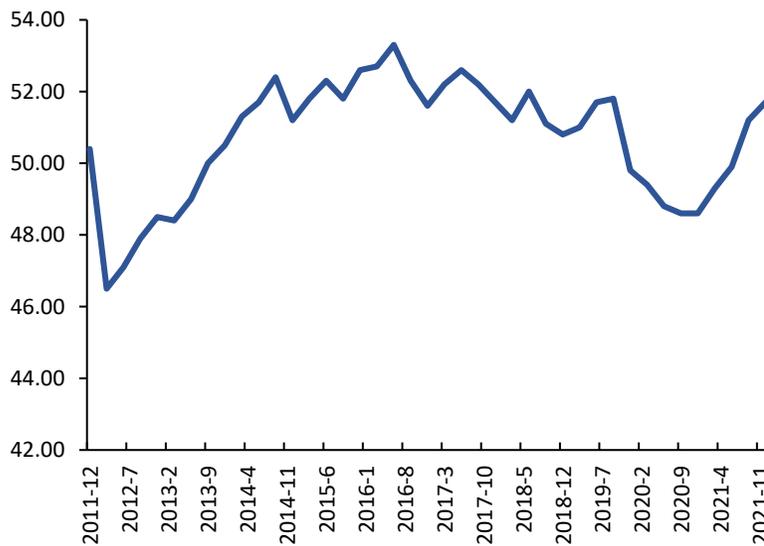
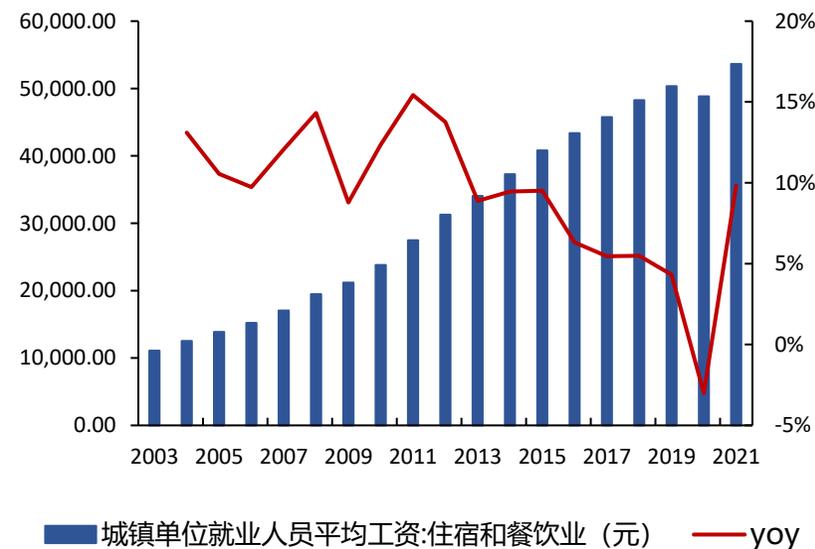


图12：住宿和餐饮业平均工资及增速



资料来源：中商产业研究院，太平洋证券研究院整理

➢ 据欧睿数据，目前我国烘焙行业现烤（也就是非包装化）占比（主要是烘焙店）约为71.5%，规模为1761亿元，15-21年CAGR为8.3%。

➢ 现烤行业增长的驱动因素：

- 1) **健康意识**：保质期和配料成为消费者购买食物时优先考虑的因素。
- 2) **品类出新**：如面包类的甜甜圈，欧包，慕斯蛋糕，中式糕点中的网红爆品蛋黄酥，麻薯，榴莲酥，都是近几年推出的新的爆品。
- 3) **新渠道的进入**：过去只是在烘焙店售卖，现在进入了商超、星级餐厅、中西式餐饮、饮品店、便利店和电商等渠道。

图13：中国烘焙市场非包装化占比

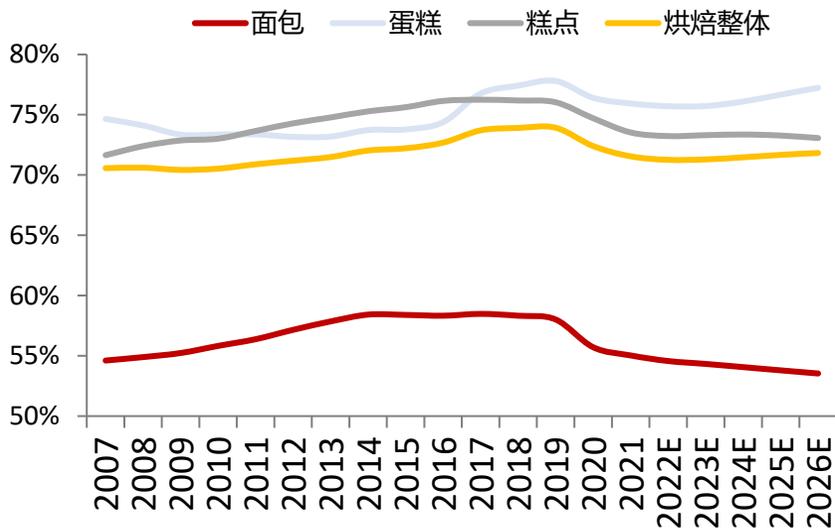
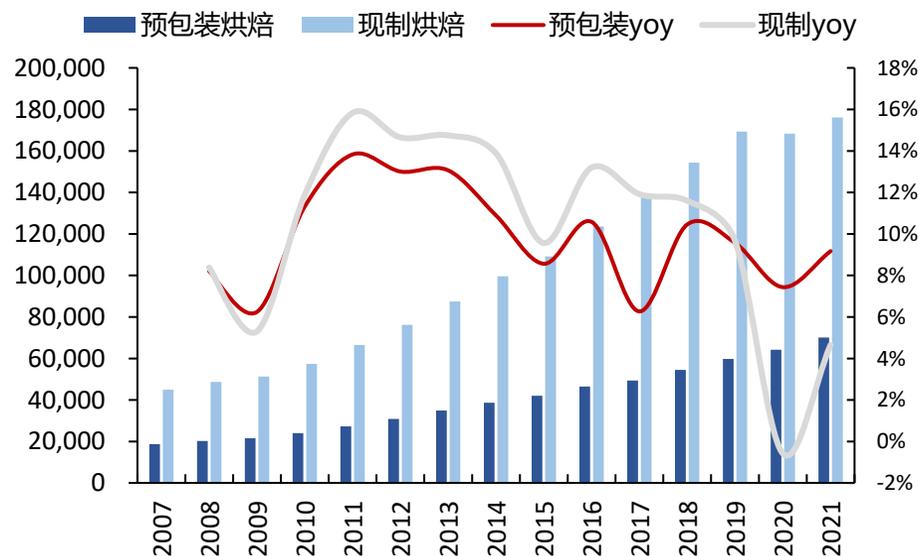


图14：预包装，现烤烘焙规模及增速



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

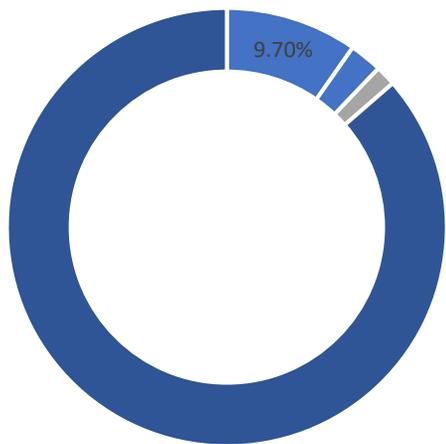
1.7 冷冻烘焙行业集中度低，区域性企业为主

- 行业集中度低，公司作为龙头拉开差距。2020年公司冷冻烘焙营收为9.6亿元，按照冷冻烘焙市场规模99亿元测算，公司冷冻烘焙市占率约9.7%。第二梯队：济南高贝4-5 亿元，新迪嘉禾6亿。第三梯队：南侨，鑫万来，元宝等1-4亿。
- 由于存在运输半径，有较多的区域性小厂。

表5：冷冻烘焙行业主要参与者

图15：冷冻烘焙行业市场集中度低

■ 立高食品 ■ 千味央厨 ■ 南侨食品 ■ 其他



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院整理

冷冻烘焙各公司对比							
	成立时间	现有厂区	现有产能/产值	在建产能/产值	在建产能地址	产品	渠道结构
立高食品	2006	广东, 浙江	9.37万吨 (17.2亿)	4.59万吨	三水二厂, 浙江二厂, 河南卫辉在建。增城华南总部和南沙新厂在规划中	挞皮, 甜甜圈, 丹麦类, 冷冻西点, 酥饼, 起酥	饼店: 商超: 餐饮=45:40:15
山东高贝	2007	山东济南 (2015投产)、泰安一期 (2021年12月投产)	8亿元	10亿元 (泰安二期)	泰安二期预计2024投产	挞皮, 甜甜圈, 冷冻酥饼, 丹麦, 披萨饼底, 面包, 冷冻西点	较为综合, 饼店, 商超, 餐饮都有
新迪嘉禾	2012	浙江杭州	10万吨+	/	/	慕斯蛋糕系列、重油蛋糕系列、甜甜圈系列、欧式面包系列、丹麦吐司系列、甜面团吐司	大客户模式为主, 包括星巴克、世纪联华等。星巴克销售预计超1亿元。
恩喜村	2018	上海、广东 (东莞、深圳和珠海)	10亿	10亿	/	榴莲千层蛋糕、瑞士卷, 曲奇、泡芙	80%销售额来自山姆
鑫万来	2012	江西九江	8亿	有扩产计划	/	挞皮, 甜甜圈, 丹麦类, 冷冻西点, 酥饼, 派	商超, 烘焙店
元宝	2012	广东广州	1-1.5亿	有扩产计划	/	挞皮、牛角包、手撕包、榴莲酥	商超, 烘焙店
蓝彪	2013	广东佛山	约1万吨	/	/	挞皮、牛角包、手撕包、榴莲酥	商超, 烘焙店
东莞黑玫瑰	2004	广东东莞	约1.3万吨	/	/	牛角包, 丹麦酥, 挞皮, 茶饮店	酒店餐饮为主, 出口占比超过90%
南侨食品	2010	上海 (2022Q1投产), 天津 (2021Q1投产)	0.43万吨	0.47万吨 (年报)	上海新产线预计2022Q7投产, 天津新产线预计2022, 全部建成后每年新增冷冻面团产能超 1.1 万吨	菠萝系列、可颂系列、丹麦系列、起酥系列、汤种系列、欧包系列、分享系列、美点系列、多拿滋系列及基础面团系列。偏中高端	超市类为主
北京瑞家	2006	北京	/	/	/	牛角包	酒店餐饮为主
千味央厨	2012	河南	2.2亿	/	河南新乡	挞皮	主要是百胜

资料来源：Wind, 渠道调研, 太平洋证券研究院整理

目录

■一、行业分析：烘焙食品千亿赛道，行业长坡厚雪

■二、公司概况：国内冷冻烘焙食品龙头

2.1产品拆分：冷冻烘焙快速增长，量价齐升

2.2渠道拆分：经销商渠道为主，商超占比快速提升

2.3地区拆分：华东华南地区贡献主要收入

2.4历史沿革：发端于烘焙食品原料领域，进军冷冻烘焙食品市场

2.5股权结构：家族企业，控制权稳定

2.6管理层：长期从事食品相关工作，职业经理人制度

■三、竞争优势：研发+渠道+供应链构成正反馈

■四、公司逻辑：渠道扩张+产品推新，高成长性确定

■五、风险提示

- 2021年，公司实现收入28.17亿元，同比增长 55.7%，**2017-2021年收入CAGR达到31.02%**；2021实现归母净利润2.83亿元，同比增长 22.0%，**2017-2021年归母净利润CAGR达到59.27%**。
- 2017-2019年公司毛利率稳步提升，从2017年的35.14%上升到2019年的41.27%，受成本上行影响，2020年以来下滑。公司净利率自2018年的3.98%上升至2020年的12.8%，2021年扣除股权激励费用后净利率8.7%。
- 2021年公司销售费用率13%，管理费用率（扣除股权激励费用）后约5%。公司费用率随着规模扩大有摊薄效应，销售费用率持续下行，2020年下降幅度较大主要系会计政策变更。2020、2021年管理费用率上行主要系股份支付费用。

图16：立高食品收入增长情况

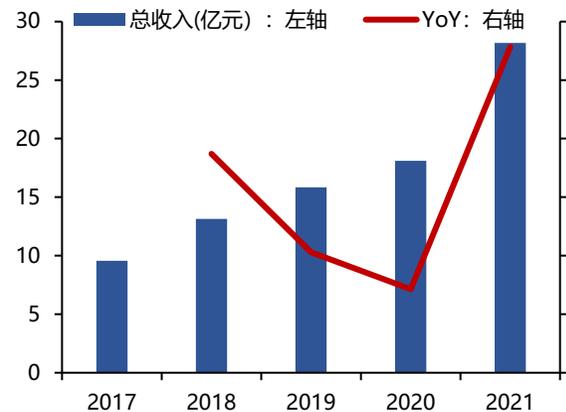


图17：立高食品归母净利润增长情况



图18：立高食品各项费用率

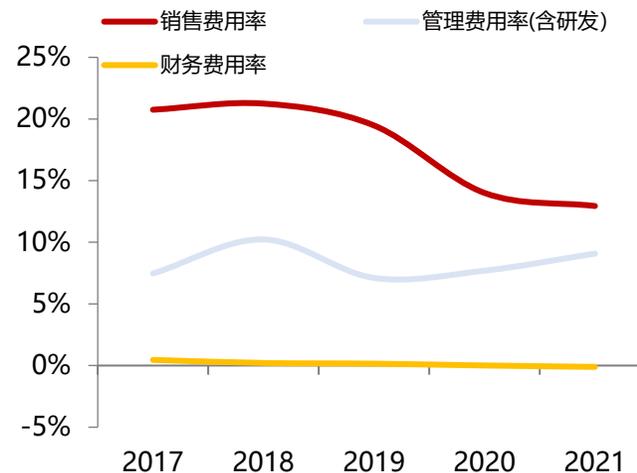
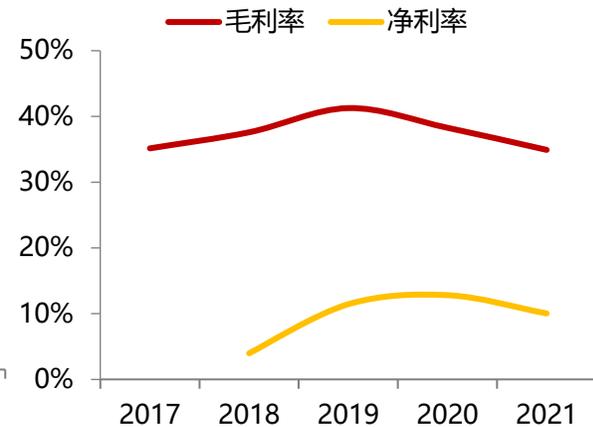


图19：立高食品毛利率和净利率水平



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- **冷冻烘焙产品量价齐升，占比提升：**2017-2021年公司冷冻烘焙业务收入的CAGR为47.97%，占营收的占比从2017年的37.6%提升至2021年的61.1%。
- **量：**2017-2021年冷冻烘焙销量复合增速**40.88%**，2017-2021年甜甜圈、挞皮、蛋黄酥等主打产品受到市场认可程度较高，销量快速提升，如甜甜圈的销量在17-19年CAGR为62.51%。
- **价：**2017-2021年冷冻烘焙吨价复合增速**5.03%**。

图20：冷冻烘焙食品收入占比持续增长

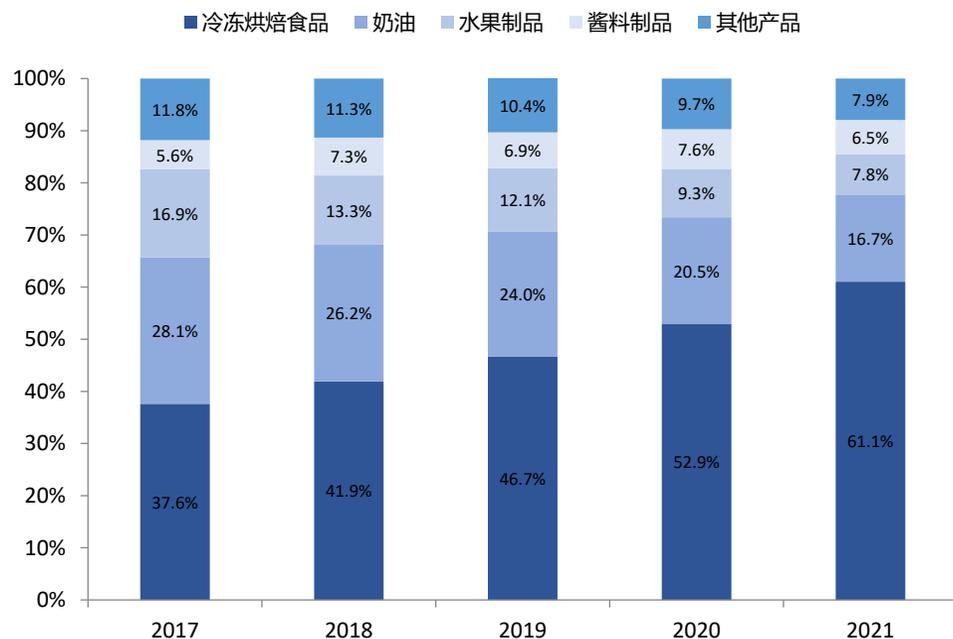
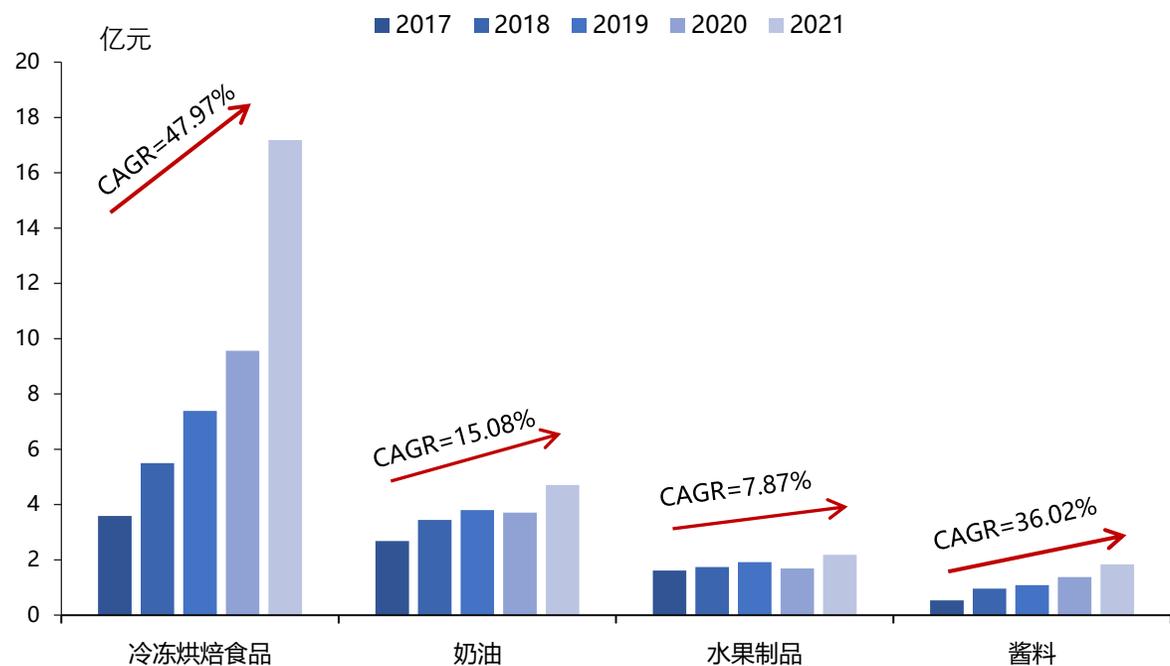


图21：冷冻烘焙食品营收高速增长



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

2.1 产品拆分：冷冻烘焙快速增长，量价齐升

图22：立高产品图



资料来源：公司官网,太平洋证券研究院整理

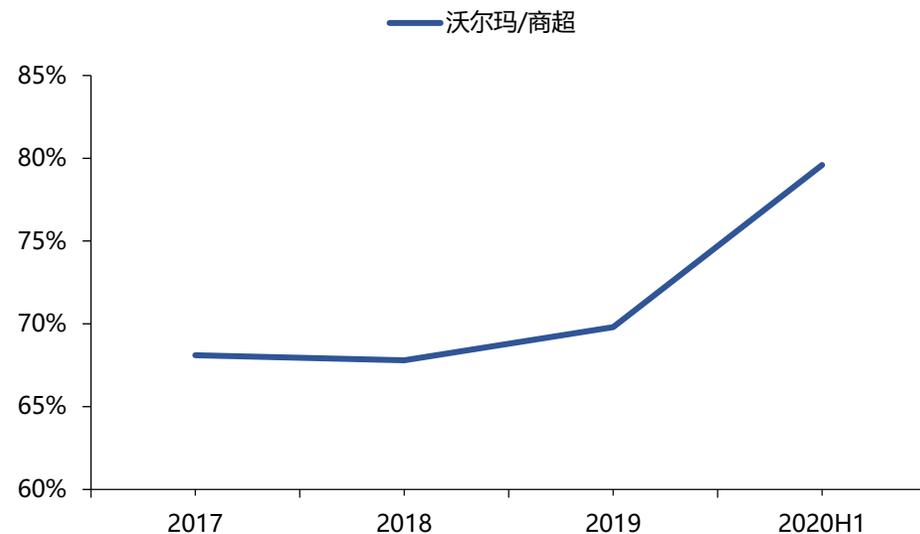
- **经销渠道占比70%以上**：从渠道类型看，2021年经销渠道收入占比为77.8%，直销渠道占比21.7%，零售渠道占比0.5%。从终端类型看，公司烘焙店渠道占比75%，餐饮占比10%，大型烘焙店以及商超占比10%，线上占比5%。2017-2021公司经销、直销、零售的收入复合增速分别为23.23%，57.33%，78.65%。
- **直销客户**：主要有三类，大型连锁烘焙店如幸福西饼、味多美、好利来、面包新语、一鸣股份等。大型商超如沃尔玛（山姆会员店）、盒马生鲜、永辉超市、家乐福、华润万家等，以及连锁餐饮品牌海底捞、豪客来、希尔顿欢朋酒店、乐凯撒披萨等。
- **商超渠道收入80%来自山姆**：随着麻薯，冷冻蛋糕，瑞士卷等产品在山姆放量，山姆在商超渠道比重持续提升。

图23：经销渠道为主，商超渠道占比提升



资料来源：招股说明书,wind, 太平洋证券研究院整理

图24：沃尔玛在商超中所占比重持续提升



资料来源：招股说明书,太平洋证券研究院整理

2.4 地区拆分：华东华南地区贡献主要收入

- **华南和华东为主要的销售区域。** 公司主营的冷冻烘焙食品对运输及仓储的要求较高，长距离冷链物流会明显增加成本，因此公司目前的销售区域以生产基地为中心向外辐射，目前公司生产基地主要在广东增城、广东南沙、广东佛山和浙江长兴，销售地区主要是华东华南地区。
- 公司营销网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区，深入357个城市，与公司合作的经销商超过1800家，直销客户超过400家，服务的终端客户超过5万家。

图25：公司各区域经销商数量

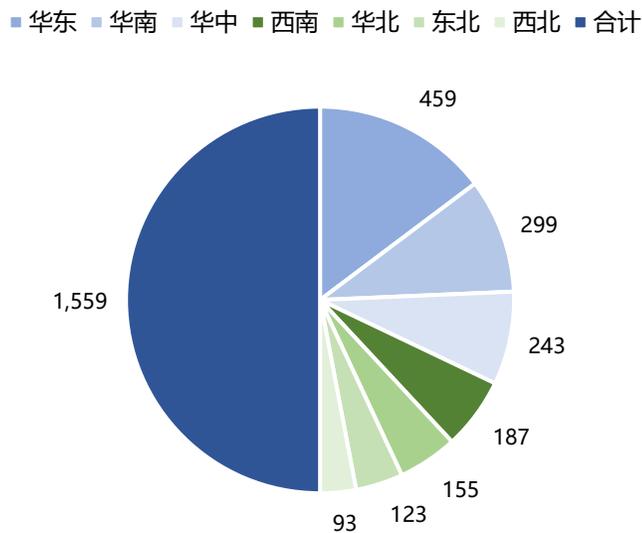
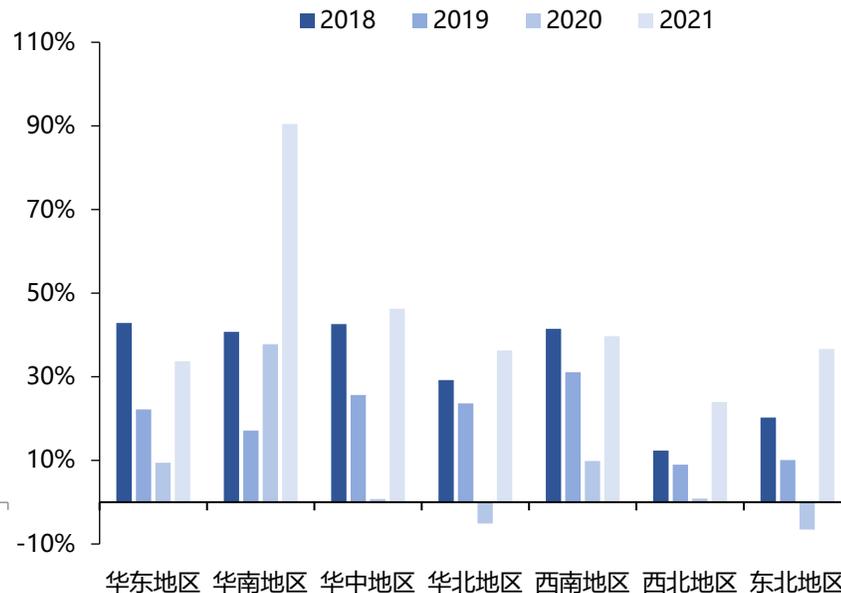


图26：华东/华南地区贡献60%以上收入



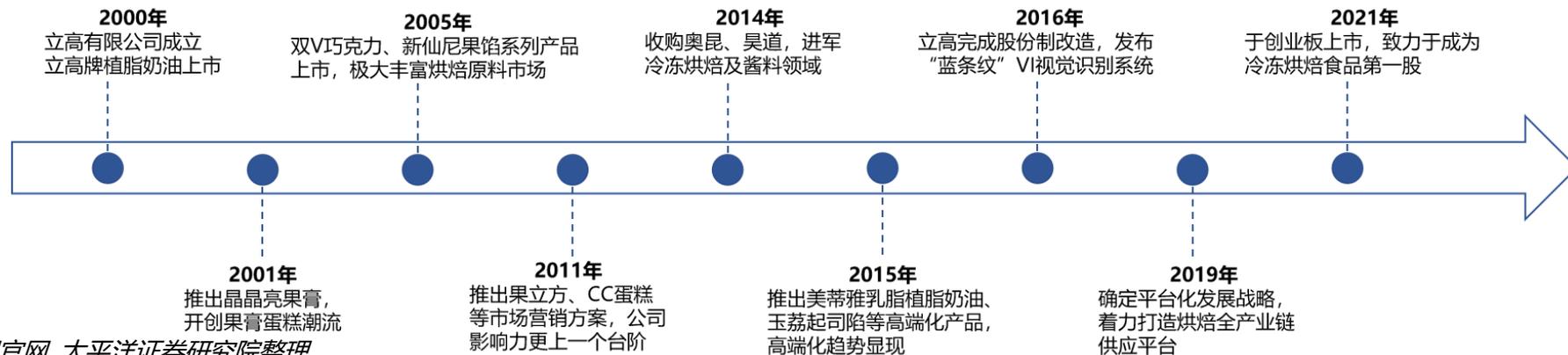
图27：公司各区域收入增速



资料来源：招股说明书,太平洋证券研究院整理

- **(00-06年) 经营烘焙原料业务。1997年，公司推出“立高”牌植脂奶油。**2000年立高有限公司成立。公司不断完善产品矩阵，推出了“晶晶亮果膏”、“双V”巧克力，“新仙尼”果馅等各类烘焙原料产品。
- **(06-14年) 陈和军离职，成立奥昆发展冷冻烘焙业务。**2003-2005年，陈和军主营烘焙原料的广州乐焙仕任职销售经理，2005-2006年任职立高有限销售经理，2006年离职，2009年与宁宗峰共同出资设立广州美滋煌，从事烘焙原料及冷冻烘焙相关业务，并于2013年与宁宗峰和张新光再度创业，成立广州奥昆和广州昊道，分别经营冷冻烘焙和烘焙酱料业务，原美滋煌相关商标转让给广州奥昆和昊道。2009年，开始做冷冻烘焙产品，起初集中做不需要发酵，工艺简单的产品，如老婆饼、绿豆饼、鲜花饼等。**2013年，陈和军意识到标准化、规模化的食品生产会是未来的大趋势，所以坚定地走上自动化方向。**2014年正式开始自动化改造，从瑞士引进了全国第一套全自动化生产线。
- **收购奥昆、昊道，进军冷冻烘焙食品市场（16年-至今）。**公司2014年收购奥昆、昊道51%股权，并于2016年收购剩余49%股权。陈和军担任公司副总经理，负责公司核心业务冷冻烘的经营管理，并于2021年被聘任为总经理。2014年开始公司发展重心转移到冷冻烘焙，资源均投入冷冻烘焙业务。2015年公司引进了龙都的甜甜圈生产线，2016年引进了雷德马克的挞皮生产线。奠定了两大主打产品，甜甜圈和挞皮的生产优势。

图28：公司发展历程

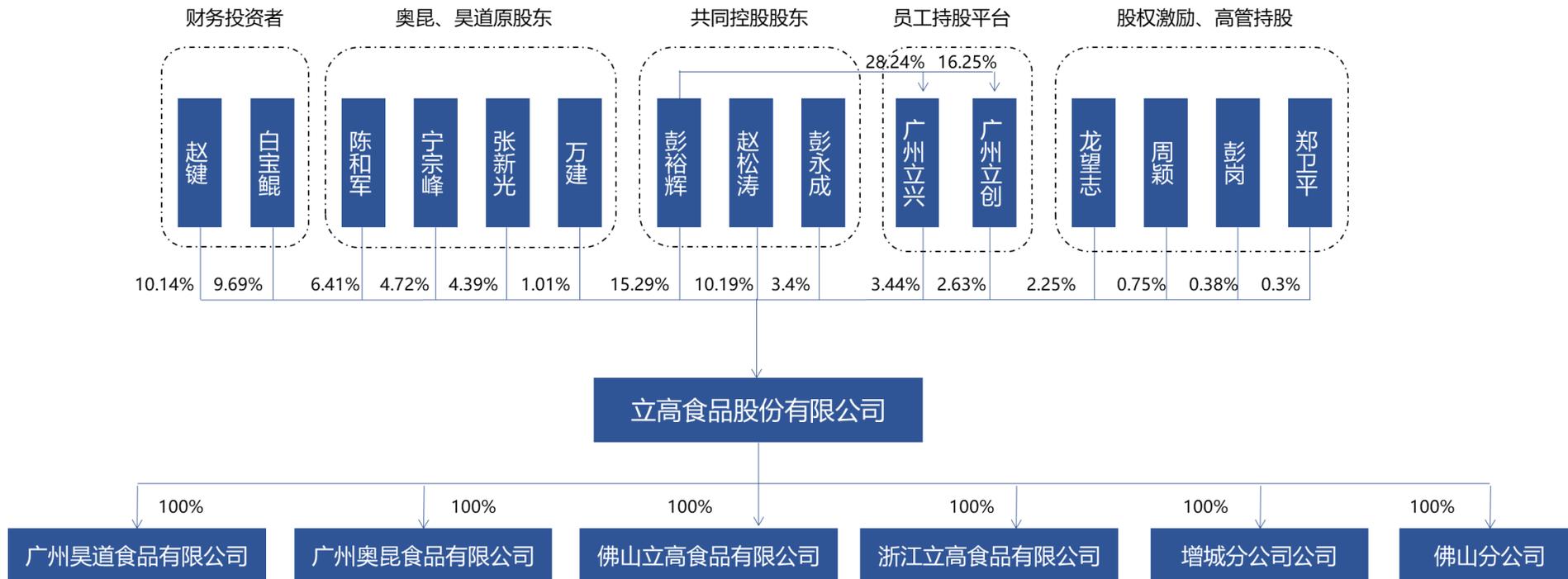


资料来源：公司官网,太平洋证券研究院整理

2.6 股权结构：家族企业+职业经理人制

- **家族企业特征明显，公司控制权稳定。**实际控制人为彭裕辉、赵松涛、彭永成，彭裕辉为彭永成之子，赵松涛为彭永成女婿，截至2021年，三人合计直接控制公司34.95%的股份。奥昆及昊道创始人合计持有公司15.52%股份。此外，为激励员工，公司于2018年设立广州立兴和广州立创两个员工持股平台，分别持有公司3.44%和2.63%的股份。
- **公司5大业务板块分3大子公司独立运营。**立高食品的业务布局为：（1）立高母公司负责奶油和水果制品。（2）子公司奥昆专注于冷冻烘焙食品业务。（3）子公司美煌专注于酱料业务。

图29：2021年股权结构图



资料来源：招股说明书，wind，太平洋证券研究院整理

- 2018年2月公司设立员工持股平台，激励76位高管及骨干人员。公司于2018年设立员工持股平台广州立兴和广州立创，目前合计持有公司6.07%股份，对公司76位高管、事业部和职能部门骨干进行激励。
- 2021年公司推出股票期权激励计划，公司拟授予9名核心管理人员合计850万股（占总股本5.02%，其中给予奥昆总经理陈和军350万股）股票期权，行权价格108.2元。考核目标：以2020年为基准，2021-2025年收入累计增速分别为40/75/118/170/240%，对应2020-2025年收入CAGR 27.7%。
- 此外公司14、16年收购奥昆和昊道，陈和军和宁宗峰均对公司持股，2021年6月公司推出超额业绩奖励计划。

表6：公司股权激励对象持股情况（2018年增资后）

员工	职位	持股数量	持股比例
广州立兴	持股平台	581.71	4.58%
广州立创	持股平台	445.98	3.51%
龙望志	副总经理、董秘	381.00	3.00%
周颖	营销总监	127.38	1.00%
彭岗	行政总监	63.75	0.50%
郑卫平	研发总监	51.18	0.40%
合计		1651.00	13.00%

表7：股权激励名单

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	副董事长	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		90	10.59%	0.53%
合计			850	100.00%	5.02%

资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

管理层稳定性高，从总监到职能部门的管理层，都在公司做了十五年以上，2/3的人都是创始元老。

- **董事长彭裕辉：**南开大学毕业，做过研究员，雀巢（中国）业务主任、美国粟米产品销售经理、香港屈臣氏华光食品销售经理、增城市金血食品业董事，97年自己开始创业成立立高，2000年正式挂牌发展。广东省食品副产物增值加工产业技术创新联盟理事会常务理事，拥有多项发明和实用新型专利。
- **总经理陈和军：**长达18年的行业工作经验使其对冷冻烘焙有较为深刻的理解。2021年出任公司总经理，从战略层面拔高冷冻烘焙业务地位。
- **昊道总经理宁宗峰：**主持公司酱料产品的研发工作，拥有多项实用新型专利。
- **团队年轻，公司重视内部培训和提拔。**公司30岁以下员工占比接近50%，构建了完善的人才梯队培养方案，明确内部晋升路径，最大限度激发员工潜力。

表8：核心管理层

姓名	年龄	职务	既往履历
彭裕辉	54	董事长	本科学历，2000年进入公司，历任雀巢（中国）有限公司业务主任，美国粟米产品有限公司销售经理、香港屈臣氏华光食品有限公司销售经理、增城市金血食品工业有限公司董事等，“果馅自动化包装生产线及其包装方法”等2项发明专利、“果馅自动化包装生产线及其检重机构”等22项实用新型专利发明人，现任广东省食品副产物增值加工产业技术创新联盟理事会常务理事，立高食品股份有限公司董事长
陈和军	42	董事、总经理	EMBA在读，2005年进入公司，广州奥昆、昊道创始人之一，历任广州乐焙仕食品有限公司销售经理、广州美滋煌食品有限公司总经理、广州奥昆监事、经理，现任立高食品股份有限公司董事、总经理，广州奥昆总经理，浙江奥昆监事，浙江昊道监事，河南奥昆执行董事、总经理
赵松涛	59	副董事长	大专学历，2001年进入公司，历任广东粤海控股集团有限公司经理，广州银行股份有限公司经理，广州南沙浩业疏浚工程公司经理，增城市立高食品有限公司副总经理，广东立高食品股份有限公司副总经理，现任立高食品股份有限公司副董事长
宁宗峰	46	广州昊道总经理	2013年进入公司，广州奥昆、昊道创始人之一，历任增城市麦肯嘉顿食品有限公司销售经理，增城市金钻食品工业有限公司销售经理，广州美滋煌食品有限公司经理，现任广州昊道监事、经理，立高监事会主席。
周颖	55	营销总监	大专学历，2000年进入公司，历任杭州美丽健乳产品有限公司采购经理，杭州国际大厦有限公司商务销售，现任立高食品区域销售经理，广东立高食品销售有限公司销售总监。
彭岗	47	行政总监	本科学历，2004年进入公司，历任深圳良维国际股份有限公司生产主管、广东子光贸易有限公司人事主管、广州赛莱拉化妆品科技有限公司人力资源部经理等，现任立高食品股份有限公司行政总监
郑卫平	58	研发总监	本科学历，2000年进入公司，2018年广州市产业高端人才，历任广州市轻工研究所助理工程师、工程师，现任增城市立高食品股份有限公司副总经理、研发总监。

资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

目录

- 一、行业分析：烘焙食品千亿赛道，行业长坡厚雪
- 二、公司概况：国内冷冻烘焙食品龙头
- 三、竞争优势：研发+渠道+供应链构成正反馈
 - 3.1产品端：产品SKU丰富，大胆品牌持续迭代
 - 3.2研发端：高研发投入培育强大研发能力
 - 3.3渠道端：销售团队强大，贴身服务终端渠道
 - 3.4冷链物流：自建物流体系，实施监控流通环节
- 四、公司逻辑：渠道扩张+产品推新，高成长性确定
- 五、风险提示

表9：公司产品迭代过程

品类	更新迭代节点	发展过程
奶油	2000年“立高”牌植脂奶油	推出可塑性强的植脂奶油，供应蛋糕店。
	2015年推出含乳脂植脂奶油	通过技术创新，推出兼具稀奶油奶香浓郁和植脂奶油可塑性强优点的含乳脂植脂奶油。
	2018年优化奶油生产工艺	通过优化含乳脂植脂奶油的生产工艺，能够使打发后的奶油更为美观，提高细腻度和稳定性。
	2021年推出牛乳奶油	推出高端产品牛乳奶油，由26%的纯牛奶+14%以上的稀奶油组成，其乳含量高于同业的35%
挞皮类	2015年实现挞皮全自动化生产	从国内外引入挞皮自动化生产线，在核心环节对关键生产设备进行适应性改造；通过定制化面粉、增加保水性原料等方式提高挞皮酥化度，解决水分流失问题。
	2018年对挞皮的配方进行优化	挞皮单位油耗量有所降低，降低原材料价格
	2020年推出精装葡挞等产品	通过培训推广，实现销量快速增加
	2021年实现生产自动化升级	引入挞皮机械手收集机，节约人力成本，提高生产效率，降低产品污染风险
甜甜圈	2015年使用二次发酵生产	使用特殊原辅料，解决复烤难题，酵母活性增加30%，体积+15%
	2018年推出撒糖粉甜甜圈	推出撒糖粉甜甜圈，略微拉高生产成本，提升甜甜圈口感。
	2020年精装甜甜圈	增加小包装注馅甜甜圈和精装甜甜圈，提升甜甜圈整体毛利率。
	2021年实现生产自动化升级	引入甜甜圈机械手收集机，节约人力成本，提高生产效率，降低产品污染风险
丹麦系列	2015年推出牛角包，手撕包等	实现产品的扩充，进入商超，餐饮渠道
	2018年金枕面包	高单价的金枕面包在山姆会员店放量增长，拉高丹麦系列产品单价。
	2019年丹麦香肠面包	大力推广高单价的丹麦香肠面包，提升丹麦系列毛利率。
	2020年大单品麻薯热销	自19年下半年推出起，麻薯产品凭借其优良口感，在山姆店等渠道放量增长。
	2021年推出预烤羊角	进一步简化产品的使用步骤，满足更多终端需求
蛋糕类	2018年推广慕斯蛋糕	慕斯蛋糕定位高端，口感出色，单价更高，带动蛋糕类毛利率提升3.94pct。
	2019年改良蛋糕生产工艺	投资建设专供蛋糕生产的生产线，通过不断改良生产工艺，有效提升蛋糕类毛利率。
	2020年改进生产设备	减少辅助材料用量，成本人工下降，原材料成本下降
起酥类	2018年推出蛋黄酥	公司通过研发攻关，实现蛋黄酥的规模化生产，产品更佳香甜，外皮层次分明，受到市场好评。

资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

➤ **市场需求把握准确，产品更新迭代能力强。**烘焙门店的产品品规众多，如何准确把握市场需求，是产品开发改良的关键。公司坚持以市场为导向来培育新品。公司在2000年以植脂奶油产品切入烘焙食品原料市场，并不断对产品进行改良升级，推出含乳脂植脂奶油产品，兼具稀奶油奶香浓郁及植脂奶油打发性强，销量强势增长，成为奶油制品主要增长源。21年9月推出含乳脂植脂奶油的“升级版”牛乳奶油，引领行业产品升级。除奶油产品外，公司还持续丰富水果、酱料制品，如生装系列果馅、可斯达酱。

➤ **冷冻烘焙食品方面**，公司于2015年完成挞皮全自动化，随后成功推出甜甜圈、牛角包等冷冻面包新品，迅速抢占市场。公司于2018年推出蛋黄酥，于2019年推出麻薯，在商超渠道持续放量。

- **公司推进大单品战略，大单品收入占比70%以上。**2015年公司推出甜甜圈，2018年公司推出蛋黄酥。2020年初公司推出麻薯产品，2021年销售达到6亿。除此之外，公司新品蛋糕、丹麦类面包（包括手撕包、牛角包）等产品也取得较快增长。冷冻蛋糕（包括慕斯蛋糕和瑞士卷等）契合商超/酒店餐饮渠道客户的需求，预计其有望成为公司第四大过亿单品。
- **选品策略：**1) 生命周期长。2) 覆盖面广。3) 可以实现工业化。

表10：公司大单品收入

单位：亿元	2017	2018	2019	2020H1
挞皮类	1.45	1.84	2.26	1.18
收入占比	19.05%	25.55%	25.62%	22.26%
同比增速		27.28%	22.40%	
甜甜圈系列	0.68	1.41	1.89	0.80
收入占比	19.05%	25.55%	25.62%	22.26%
同比增速		106.05%	34.55%	
起酥类	0.69	1.00	1.42	0.51
收入占比	19.38%	18.11%	19.27%	14.29%
同比增速		43.56%	42.78%	
丹麦系列	0.30	0.48	0.59	0.58
收入占比	8.34%	8.76%	7.94%	16.09%
同比增速		61.37%	21.62%	
蛋糕系列	0.12	0.30	0.44	0.18
收入占比	3.33%	5.37%	5.94%	4.96%
同比增速		147.75%	48.62%	

资料来源：招股说明书,太平洋证券研究院整理

表11：公司大单品发展过程

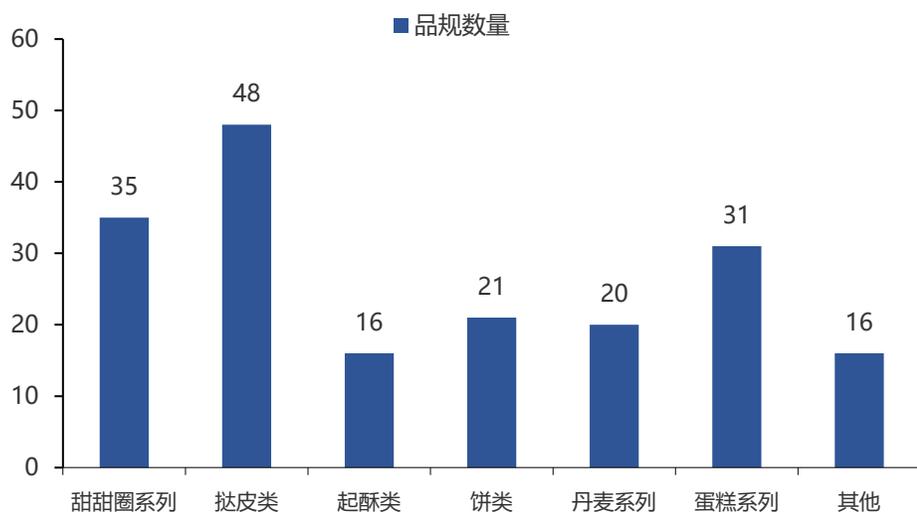
品类	发展过程
经典明星大单品：挞皮	公司首个明星大单品，在冷冻烘焙食品收入占比超30%。不断改良生产技术，推出精装葡挞、流心芝士挞等高端新品，并于2020年起自主生产挞液，与挞皮配套销售，保障收入稳健增长。
热销明星大单品：甜甜圈	公司潜心研发口感与品质更佳精装甜甜圈、小包装注馅甜甜圈，提高甜甜圈系列毛利率。
重点大单品：蛋黄酥、麻薯	2018、2019年，公司相继推出蛋黄酥和麻薯产品，实现大规模工业化生产的同时保持美味口感，市场反馈良好，是重点扩展的单品。
潜力大单品：冷冻蛋糕	包括慕斯蛋糕和瑞士卷在内的冷冻蛋糕，契合商超、餐饮渠道需求，保持较高增速，有望成为明星大单品。

➤ **产品丰富度远超竞品，满足客户差异化需求。**公司产品品类齐全，拥有奶油、水果制品、酱料、巧克力等各类烘焙食品原料产品，还拥有挞皮、甜甜圈、蛋糕等各类冷冻烘焙食品。截止2021年底，产品品规超900余种，产品覆盖高中低价格带，可匹配不同客户需求。

1) 能够满足客户一站式采购需求，节约采购成本，增强客户粘性。

2) 多样化产品帮助客户丰富SKU，挖掘更多消费者需求。例如，公司使用独特风味的酱料产品，研发天使白面包、牛油果餐包等新品，可放置在烘焙店边柜销售，并配套提供产品应用方案，帮助烘焙店营销推广。

图30：公司产品品规众多



资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

图31：边柜图片



资料来源：百度图片，太平洋证券研究院整理

- **公司注重研发能力培育，保持较高的研发投入强度。**公司2017-2020年研发费用分别为2959万元/3611万元/4151万元/ 5268万元，2017-2020年CAGR达 21.2%，研发费用率保持在约3%。对比同业，公司研发费用投入及占营收比例均处于领先地位。2021年公司新增研发人员213人，冷冻烘焙增加3个产品中心，每个团队20余人；增加产品经理40-50人；奶油增加3个研发中心至4个，增加20余人。
- **公司具备强大研发技术优势。**1) **产品配方研发和生产工艺改良能力。**公司不断研发出独特的产品配方，如改进后的挞皮配方可减少5%的水分流失。公司通过改良生产工艺，不断优化产品品质，如通过二次发酵技术生产甜甜圈，可使酵母活性提高30%，体积膨胀度增大15%，提升面团的柔软度。2) **生产设备定制化改造能力。**公司能够根据国内原材料和公司产品的特点，在核心环节对关键生产设备进行大量适应性的自主改造，并对生产线的布局和生产设备间的协同进行自主调整，如挞皮收集机械手等关键项目。3) **品控能力。**保证产品有稳定的口感和品质。

表12：公司技术改进项目

核心技术名称	技术优点及先进性	技术来源	应用产品
1 港式蛋挞品质升级的研究	通过在面团中加入锁水功能的原料，对配方的比例做出适当的调整，解决了起发效果差的问题，使产品品质更佳。	自主研发	蛋挞皮
2 甜甜圈面团抗老化工艺研究与应用	通过选择特殊的原辅料和其配比，解决了甜甜圈产品冷冻储存后，再解冻复烤口感下降的难题，水份流失小于1.5%，保证内部水份，延缓了老化时间。	自主研发	甜甜圈
3 起酥老婆饼的制作及其生产工艺的研究与应用	改良老婆饼的配方，通过自动输送线实现自动化生产，保证产品品质，增强口感层次，实现大规模推广。	自主研发	老婆饼
4 蛋黄酥新品开发	研发实现了蛋黄酥工业化生产线批量生产，解决咸蛋黄为整颗蛋黄无法实现自动化生产的难题，产品更加甜香，得以在市场上规模化推广。	自主研发	蛋黄酥
5 慕斯蛋糕蛋耗保水性技术的研究与应用	经过多次测试和调试，在慕斯蛋糕里增加特殊配方，使蛋糕冷冻保存保质期达6个月，解冻后产品保持口感湿润、爽滑。	自主研发	慕斯蛋糕

表13：公司研发费用率领先同业

公司名称	2019		2020		2021	
	研发费用 (亿元)	研发费用率	研发费用 (亿元)	研发费用率	研发费用 (亿元)	研发费用率
立高食品	0.42	2.65%	0.53	2.93%	0.82	2.91%
南侨食品	0.76	3.23%	0.86	3.70%	0.8	2.78%
海融科技	0.22	3.77%	0.22	3.85%	0.32	4.28%
安井食品	0.75	1.42%	0.74	1.06%	0.88	0.95%
三全食品	0.47	0.79%	0.48	0.69%	0.55	0.79%
海欣食品	0.15	1.08%	0.18	1.12%	0.18	1.16%
惠发食品	0.18	1.49%	0.18	1.28%	0.21	1.27%
味知香	0.01	0.18%	0.01	0.16%	0.02	0.26%

资料来源：wind, 招股说明书, 太平洋证券研究院整理

➤ **深耕烘焙店渠道，渠道持续下沉：**公司合作经销商1700余家，其中1000余家是三线城市及以下。而竞争对手大部分着力于餐饮，酒店等渠道，如恩喜村80%收入来自山姆。

(1) 渠道细分：2017年公司净增273个经销商，主要系加大渠道下沉，华南以外一个经销商覆盖多个城市改为一个经销商负责一个城市。同时全国启用第三方外仓。2019年经销商净增44家。2020年增加193家，2021年增加600家。

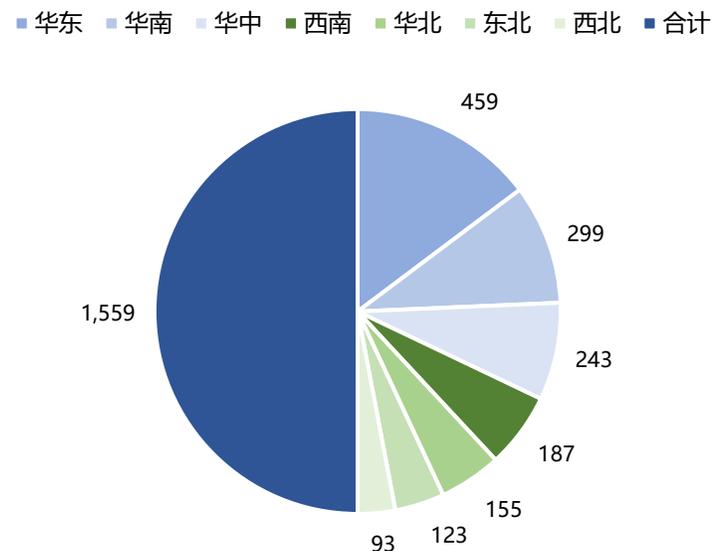
(2) 经销商优化：2018年减少529家经销商（其中有300家年销售额不到20万），新增466家。

表14：经销商数量

	2017	2018	2019	2020H1
期初家数	1453	1726	1663	1707
增加家数	875	466	421	276
减少家数	602	529	377	424
期末家数	1726	1663	1707	1559

资料来源：wind，招股说明书，太平洋证券研究院整理

图32：分地区经销商的数量



资料来源：wind，招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **销售队伍庞大，渠道拜访频率和覆盖客户精细化远优于区域型竞品：**目前立高和奥昆全国销售人员各500人，高贝100人，新迪嘉禾大客户为主，销售人员20-30人。公司规定销售人员每天至少拜访5-6家客户，每个客户每个月都会拜访一次。
- **从人效看，公司销售人员创收能力接近安井。**立高销售人员人均创收逐年提升，2020年人均创收184万元。
- **公司针对不同阶段的营销策略，组织员工进行内训、提升专业技能。**比如2019年昊道食品华东生产基地投产，美煌提出“一人守护一座城，只为专注一件事”。2020年10月起美煌在50个城市增设“刀锋战士”，通过“刀锋战士集中训练营”，业务人员对公司、产品、客户、执行等方面具有更为深入认识。奥昆从15-16年开始搭建销售团队，业务员学历比较高，入职后有15-20天内训，学会烘烤产品，对行业和产品有了解。到市场上大区经理等领导层层带教。

表15：公司销售人员创收能力接近安井

公司名称	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	销售人员数量	人均创收 (万元/人)	人均创利 (万元/人)	销售人员总薪酬 (万元)	销售人员人均薪酬	销售人员总薪酬率
立高食品	28.2	2.8	1014	278.11	27.61	16610	16.38	5.89%
南侨食品	18.7	3.7	395	473.42	93.67	7515	19.03	4.02%
海融科技	7.5	1.1	367	204.36	29.97	8276	22.55	11.03%
安井食品	92.7	6.9	4367	212.27	15.80	28998	6.64	3.13%
三全食品	69.4	6.4	3265	212.56	19.60	40416	12.38	5.82%
海欣食品	15.5	0.9	769	201.56	11.70	12253	15.93	7.91%
惠发食品	16.5	-1.4	588	280.61	-23.81	7251	12.33	4.39%
味知香	7.7	1.3	90	855.56	144.44	2087	23.19	2.71%

资料来源：wind, 招股说明书, 太平洋证券研究院整理

➤ **终端特点决定了冷冻烘焙行业的渠道服务能力非常重要：客户分散，规模小，需求零散，品规多，技术能力不强，管理素质低。**

➤ 公司在**购买前，购买后**提供了完善的配套服务：

(1) **设计产品应用与营销方案。**利用自有的烘焙原料产品设计了多款市场热销产品，包括美芝芝系列、果立方系列等。以最终成品的形式了解公司烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的应用情况。

(2) **技术辅导：关于制作，生产方案的建议。**

不同门店温度、湿度、烤箱的条件等可能都不同。所以要去指导，只靠包装袋上的文字是不够的。

定期或根据客户需求，上门或用微信进行技术指导。2019年，公司上门为客户提供服务接近50万次。

看冷冻条件：指导哪些产品应该如何储存，防止储存不当变质。

看设备条件：根据不同的炉有对应指导。每个产品有不同的解冻时间，烘烤上下火的温度加上时间都是有一定要求的。

(3) **运营管理培训：对销量比较高的门店提供的门店运营管理培训。**2017推出超级卖手，2018推出超级店长，促进销售人员和店长技能提升。

如：2020年，公司在广东惠州、江苏苏州、广西南宁等地举办“烘焙百家讲坛”系列活动，参与烘焙店行业从业人员2100多人次；开展“超级店长特训营”活动8场，接受培训人数多达500人。

(4) **营销指导：**帮助做商业化的策划和推广活动，指导销售方案，素材，信息系统。

表16：贴身服务渠道

终端客户服务		服务内容
产品定制		公司为终端客户设计了“果立方”、“帅锅”、“美芝芝”等多款市场热销产品，通过市场走访和蹲点观察调查终端消费者的口感喜好，结合相关销售人员现场试吃，最终敲定一项单品作为产品推广的主角。
技术培训	销售技术	公司通过产品知识培训使得销售店员自信、专业地向消费者介绍产品卖点，让消费者在理论上了解产品特点。除此之外，立高团队还针对特色产品做出与之风格符合的口号及推广话术。
	制作技术	在新品上市之前，公司为终端客户的技术人员定制为期数天的专业烘焙技术培训，通过演示、实操、实时跟踪、考核等方式，让终端客户的技术人员扎实掌握新品的操作技巧，为高质量、标准化的新品提供保障。此外公司2001年在行业内推出烘焙VCD教学光碟，如今公司则通过抖音、腾讯视频等平台来为更为广阔的客户提供专业的烘焙产品教学。
营销策划	宣传方案	前期宣传工作方面，公司利用朋友圈、微博、公众号、抖音等自媒体宣传力量，让尽可能多的新老客户了解到新品上市的信息。同时，立高团队为终端客户定制设计了一系列夺人眼球的宣传物料，门店运用海报、吊旗、地贴、产品包装等宣传物料，营造出统一的宣传氛围，成功吸引消费者眼球，切实提升了消费者的购买欲，提升新品的成交可能。
	员工奖励	公司运用以往服务其他大客户时总结的经验，结合终端客户的实际情况建立相对公平的推广产品专项奖惩方案，高效地调动了员工的积极性，为“上新”活动提供助力，也为以后的“上新+团建”活动模式提供参考。
运营指导		2020年，公司举办了系列大型活动，提升终端烘焙店的营运能力，包括：在广东惠州、江苏苏州、广西南宁等地举办“烘焙百家讲坛”系列活动，分享的课题包括团队建设、社群运营、门店运营、产业升级、卖货攻略、品牌打造、门店设计、盈利模式设计等烘焙企业运营的关键方面。参与烘焙店行业从业人员2100多人次；开展“超级店长特训营”活动8场，接受培训人数多达500人。

资料来源：wind，招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **公司确立冷链物流优势，已在全国半数以上省级行政区实现自主运输。**烘焙食品原料和冷冻烘焙食品在仓储及运输中均对温度有严格要求，要求保持零下18度的环境。为保证产品品质，公司率先通过自建冷链物流车队，将冷冻烘焙食品由各地外仓自主配送至客户手中。截至2020年6月底，公司共拥有30台运输车辆，使用的第三方冷链外仓34处，位于全国18个省、自治区和直辖市，具备较为充足的自有物流能力及第三方物流能力。公司通过仓储服务极大程度缩短了配送半径，基本可实现每日发货频率，全国配送。**2021年9月，公司全资投资广东致能冷链物流有限公司。**
- **建立冷链控制中心，对流通环节温度实时监控。**为保证产品运输过程中，车辆始终保持低温，奥昆与物流科技公司合作开发了一套冷链运输实时监控系统。公司大厅里面一个大的屏幕，定位每一辆车，监控冷冻温度，24小时监控，如果温度过高，即会在工厂总部屏幕上呈现出红色标志。

图33：公司冷链物流体系布局全国



资料来源：wind, 招股说明书, 太平洋证券研究院整理

图34：奥昆冷链监控系统



资料来源：奥昆公众号, 太平洋证券研究院整理

➤ 运输费用率有望持续下行

- 1) 第三方物流单吨成本是自有物流的4.5倍。自有物流只算了过路费 and 邮费，而且自有物流运输距离短。
- 2) 华东华南单位运输费用最低，较西北西南地区低60%左右。主要系华东华南地区公司有产能布局，销售地离产能地近。
- 3) 公司物流费用率持续下行。2017-2021年，公司运输费用率从6.42%下降至4.73%。

2021年公司全资投资广东致能冷链物流有限公司，加大自有物流建设，以及随着公司河南浙江厂产能释放，运输费用率有望持续下行。

图35：物流单位运输成本(元/千克)



图36：2020H1第三方物流单位运输成本(元/千克)

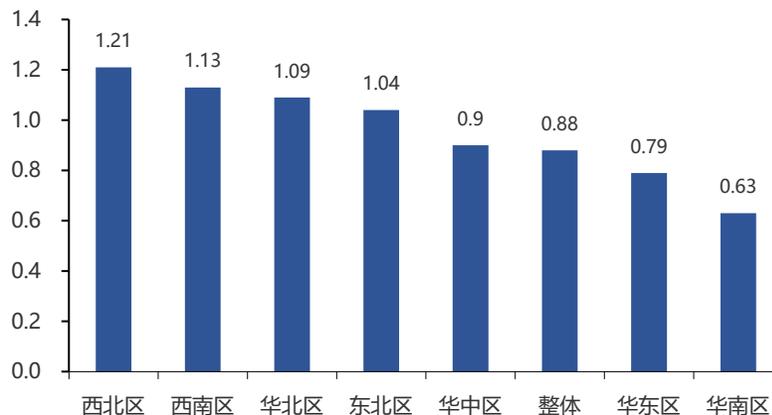
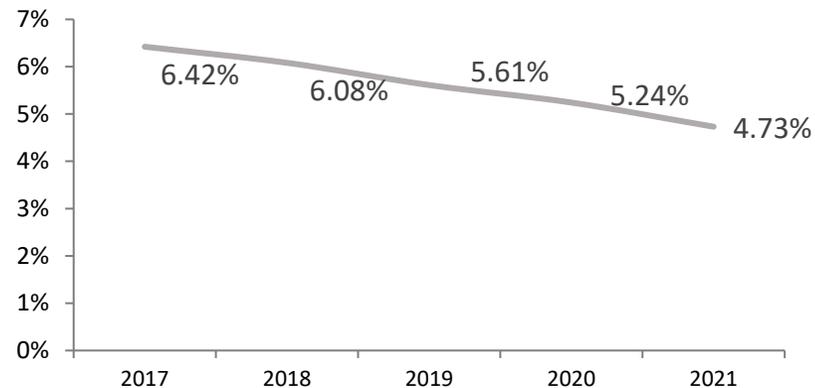


图37：运输费用率持续下行



资料来源：wind, 招股说明书, 太平洋证券研究院整理

目录

- 一、行业分析：烘焙食品千亿赛道，行业长坡厚雪
- 二、公司概况：国内冷冻烘焙食品龙头
- 三、竞争优势：研发+渠道+供应链构成正反馈
- 四、公司逻辑：渠道扩张+产品推新，高成长性确定
 - 4.1 公司具备高成长性——渠道渗透率提升，产品持续迭代
 - 4.2 公司具备高成长性——产能测算
 - 4.3 投资逻辑
- 五、风险提示

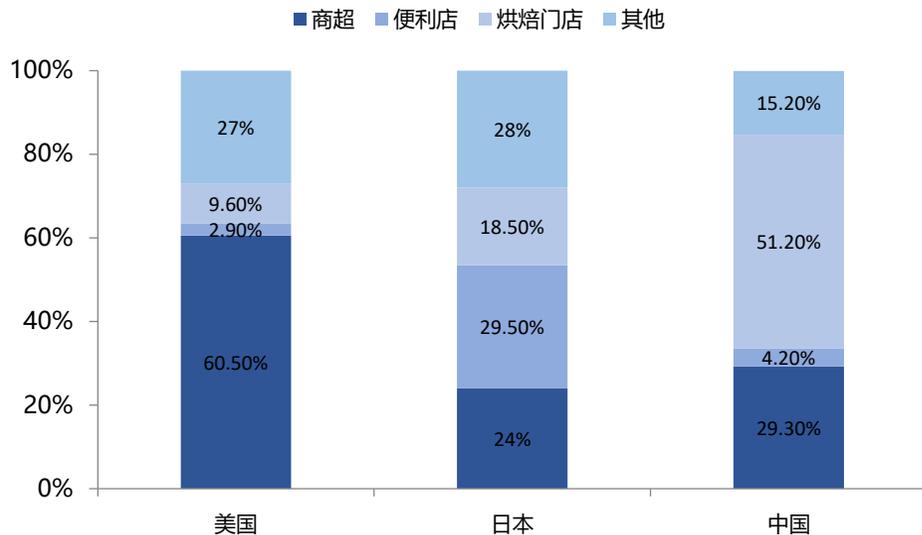
➤ **渠道扩展：短期和中期看烘焙店+商超渠道，长期看餐饮市场。**

1) 商超渠道：增量来自爆品出现+客户拓展门店。公司2018年开始接触商超，目前商超收入来源主要是山姆。第二梯队的盒马ole一年销售额约2000-3000万。2020年初公司在商超渠道推出麻薯成为爆款，2021年麻薯收入达到6亿。随着公司持续向山姆渠道导入新品，商超渠道收入有望持续提升。此外，据山姆官方消息，山姆将以每年新开4-5家店加速开店，门店扩展将自然提升公司商超渠道收入。

2) 烘焙门店：目前公司服务过的终端约5万家，渗透率10%左右，有较大的提升空间，未来增量来自一线中小客户+二三线拓展。2019年欧洲、美国冷冻面团占面包行业的比例分别约40%、70%。

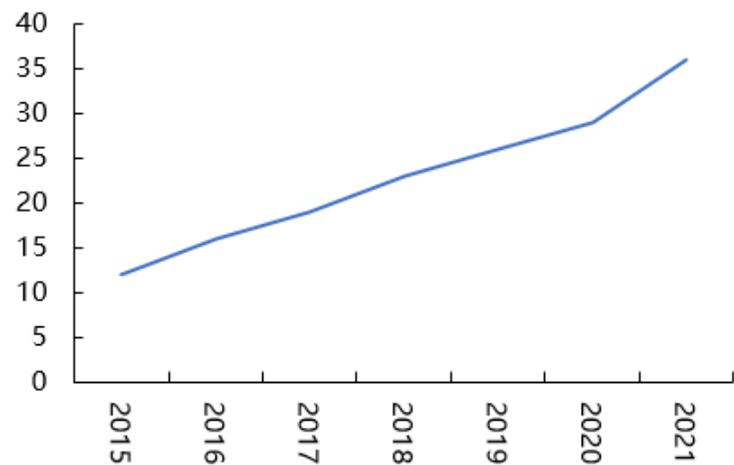
3) 酒店&餐饮市场：主要消费场景为下午茶、茶歇、饭后甜点等，公司2019年开始布局餐饮市场，逐步完善团队组建以及适合餐饮渠道的产品，有较大发展潜力。

图38：中外烘焙渠道对比



资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

图39：山姆门店数量



资料来源：美通社，亿邦动力，太平洋证券研究院整理

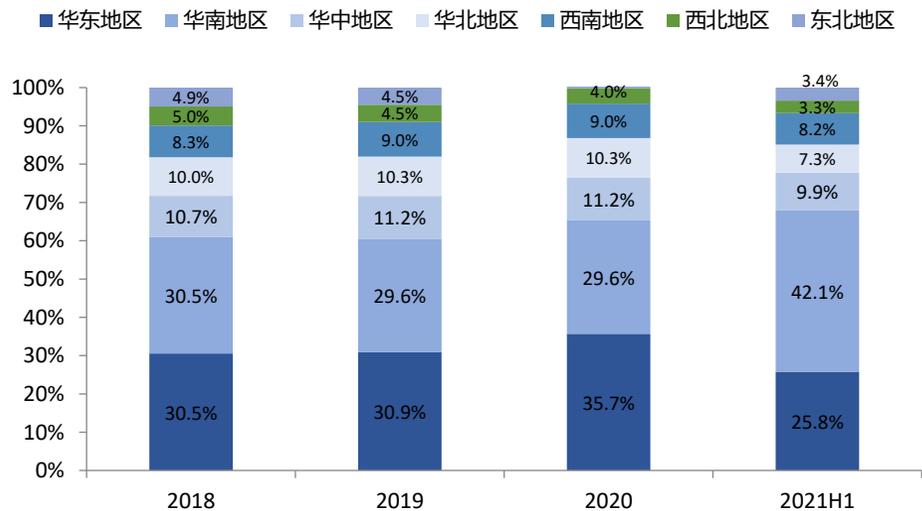
- **产品扩展：冷冻烘焙产品品类仍有较大扩展空间。**公司大单品持续迭代，2013年推出挞皮，2015年推出甜甜圈，手撕包等，2018年公司推出蛋黄酥新品。2019年底公司推出麻薯产品。2020年推出冷冻蛋糕（包括慕斯蛋糕和瑞士卷等），此外公司有较多新品储备，如大福等，后续新品导入商超，烘焙门店等渠道有望贡献增量。
- **区域扩展：公司目前华南和华东市场占比约70%。**公司在华南华东等成熟市场，销售团队搭建较完善，不同渠道分团队运作。而在华北等地区，销售团队以及经销商开拓优化都有较大空间，随着渠道体系搭建的逐渐完善，华东华南以外地区收入占比有望提升。

表17：公司大单品收入

单位：亿元	2017	2018	2019	2020H1
挞皮类	1.45	1.84	2.26	1.18
收入占比	19.05%	25.55%	25.62%	22.26%
同比增速		27.28%	22.40%	
甜甜圈系列	0.68	1.41	1.89	0.80
收入占比	19.05%	25.55%	25.62%	22.26%
同比增速		106.05%	34.55%	
起酥类	0.69	1.00	1.42	0.51
收入占比	19.38%	18.11%	19.27%	14.29%
同比增速		43.56%	42.78%	
丹麦系列	0.30	0.48	0.59	0.58
收入占比	8.34%	8.76%	7.94%	16.09%
同比增速		61.37%	21.62%	
蛋糕系列	0.12	0.30	0.44	0.18
收入占比	3.33%	5.37%	5.94%	4.96%
同比增速		147.75%	48.62%	

资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

图40：全国化仍有较大空间



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

- **公司通过“销地产”策略掌握核心销售区域。**华东、华南地区经济发达，烘焙产品消费量较高，支撑公司主要销售收入。因此，公司先后在增城、南沙、佛山、长兴等地建立中央工厂，积极布局核心销售区域。从成本端看，“销地产”策略能够有效缩小运输半径，减少物流成本；从产品端看，“销地产”策略使得改善更贴近核心区域消费者，能够快速准确捕捉客户需求，推出定制化产品服务。随着项目持续投产，未来公司将形成卫辉、三水、佛山、南沙、长兴、增城六大生产基地。
- **2021年公司总产能17.3万吨，其中冷冻烘焙产能9.37万吨。**目前公司有三个基地处于建设中，分别为河南卫辉、华东基地、佛山三水，其中河南卫辉基地于2021年10月28日投产，其余两个今年将陆续投产。此外，公司新购得南沙地块，以及预备在增城建立华南总部，预计到2027年将形成30万吨冷冻烘焙产能、17.85万吨烘焙原料产能，按2021年的吨价计算，产值约90亿元。

表18：公司历史产能

	2017	2018	2019	2020	2021	在建产能
冷冻烘焙食品	25700	37900	43100	53200	93700	45900
奶油	33000	33000	31200	33000	37500	60000
水果制品	13200	13200	13200	13200	13200	0
酱料	5100	10000	10000	28500	28500	0
总产能	77000	94100	97500	127900	172900	105900
总产能增速	-	22%	4%	31%	35%	

资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

表19：公司在建产能

具体项目	佛山三水二期	浙江长兴二期	河南卫辉	募投产能合计	增城扩建项目
预计投产时间	2022年	2022年	2021年10月28日		2027
冷冻烘焙食品	8100 (含挞液)	28600	22500 (后改为2.67万吨)	55300	137000
奶油	60000	-	-	60000	
水果制品	27000	-	-	27000	24100
酱料	-	35900	-	35900	
合计				178200	161100

资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

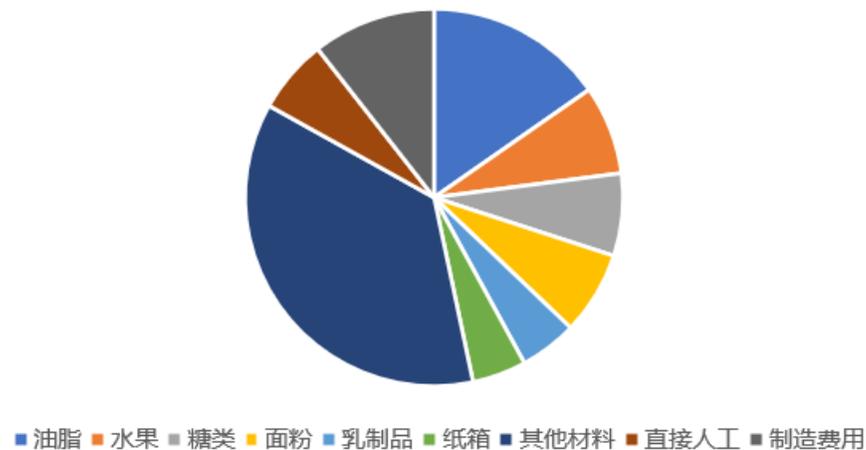
- **短期逻辑：**短期我们推荐疫情后复苏主线，随街边店消费场景以及物流的恢复，需求环比明显改善。3-4月公司受疫情影响较大，主要系公司下游客户主要是烘焙店，商超等业态，受疫情影响无法正常营业，此外封控城市如上海，广东都是公司占比较大城市。5月以来公司环比持续改善，据渠道跟踪公司5月冷冻烘焙产品恢复双位数增长。
- **盈利能力：**公司2022Q1毛利率下滑3.7pct，主要油脂、面粉成本上涨，公司油脂面粉成本占比分别为15%、7%，油脂主要为挞皮油，棕榈油、豆油。公司挞皮油已对全年锁价，预计可以维持去年水平，棕榈油价格自5月底以来持续下行，目前价格9687元/吨，较5月底下降38%，预计下半年公司成本压力得到缓解。

图41：棕榈油现货价



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

图42：立高食品成本结构



资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

- **中长期逻辑：**收入端，公司为冷冻烘焙行业龙头企业，有望享受行业红利高速增长，高成长性确定性强。渠道端公司有望持续提高烘焙门店，商超以及餐饮渠道的渗透率，产品端公司老品依赖公司渠道扩展依然有较大成长空间，此外公司新品储备充分，有望导入渠道贡献增量。随着河南厂投产以及南沙，浙江厂产能优化，产能供应较充分，为公司收入增长提供保障。
- **盈利能力：**中长期来看，规模效应下公司制造费用，管理费用等固定费用有望摊薄，运输费用率有望随着新工厂全国化布局，运输距离缩短持续下降，此外随棕榈油价格下降，公司净利率有望恢复至10%左右。我们预测2022年-2024年公司收入增速21.8%，33.0%，30.0%，净利润增速-7.2%，58.6%，42.2%。扣除股权激励费用净利润增速15.8%，40.2%，35.0%。对标安井食品对应2023年PEG1.3倍，给予立高2023年给46倍PE，目标价119元。

表20：立高食品盈利能力预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2817	3432	4564	5934
同比增长	55.66%	21.83%	33.00%	30.00%
扣非净利润(百万元)	269	250	396	564
同比增长	21.98%	-7.21%	58.63%	42.22%
摊薄每股收益(元)	1.59	1.48	2.34	3.33
PE	64	69	44	31
	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2817	3432	4564	5934
同比增长	55.66%	21.83%	33.00%	30.00%
扣非净利润(百万元)	269	312	437	590
同比增长	21.98%	15.84%	40.20%	34.96%
摊薄每股收益(元)	1.59	1.84	2.58	3.48
PE	64	55	39	29

资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

山姆渠道竞争加剧：公司目前将主要资源向大客户山姆店倾斜，而山姆店产品为考核复购率逻辑，一旦被替代，将对公司收入造成较大影响。

产能供给不及预期：公司产能处于供不应求状态，未来增长为产能驱动，若河南、浙江等新厂产能投产不及预期，将影响公司市场布局及收入增速。

全国化不及预期：公司华南、华东合计收入占比达61%，若其他地区产品认可度不及华南、华东地区，则公司产能利用率将受到影响，收入、业绩均无法达到预期。

渠道拓展不及预期：公司主要以经销商模式拓展市场，若公司招商数量及质量无法达到要求，则将影响公司渠道扩张速度。

新品推广不及预期：烘焙产品生命周期短、迭代快，若公司开发新品无法满足下游客户需求，新品推广不利将对公司收入、业绩造成不利影响。

食品安全问题：冷冻烘焙对于冷链运输要求较高，需全程控温，若公司运输、仓储等环节出现食品安全问题，将影响公司口碑及销售。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。