

乘风渡蓝海，逐浪立潮头

——立高食品（300973）首次覆盖

增持(首次)

2022年09月01日

报告关键要素：

立高食品以烘焙食品原料起家，现以冷冻烘焙食品为经营核心，公司深耕行业二十余载，目前已经发展成为中国冷冻烘焙食品与烘焙食品原料巨头之一。预计2025年冷冻烘焙食品/烘焙食品原料行业规模将达到302/1005亿，2021-2025年的CAGR分别为28.44%/7.99%，市场发展潜力大。公司冷冻烘焙食品目前拥有蛋挞皮、甜甜圈、冷冻蛋糕和麻薯四大单品，持续为公司创造营收。公司具备研发&产品&渠道&规模&产业链优势，盈利能力较强，作为冷冻烘焙食品龙头，未来成长空间广阔。

投资要点：

公司组织架构和业务板块清晰，具有较强的盈利能力。三大业务板块保持独立性，立高母公司专注于奶油和水果制品业务，子公司奥昆专注于冷冻烘焙食品业务，子公司昊道专注于酱料业务。公司营收/归母净利润2017-2021年的CAGR分别为31.02%/59.25%，近年来业绩保持较好的增长态势。公司先后实施多轮激励计划，包括“超额业绩激励奖金计划”、“2021年股票期权激励计划”、“2022年限制性股票激励计划”，以绑定和激励核心成员。

冷冻烘焙食品与烘焙食品原料行业发展正当时，下游需求旺盛带动市场扩容。1) 冷冻烘焙食品：冷冻烘焙食品具备省时、省工、省料、省地等优点，我国冷冻烘焙市场潜力大。目前我国冷冻烘焙渗透率尚不足10%，预计2025年我国冷冻烘焙渗透率将达到20%，国内冷冻烘焙市场有望达到302亿元，2021-2025年CAGR为28.44%。冷冻面团技术壁垒较高，由于我国烘焙行业起步较晚，目前行业技术还不够成熟。现阶段大部分中小企业仍以作坊式和手工生产为主，技术壁垒问题使得国内具备批量化生产能力企业较少。2) 烘焙食品原料：奶油、水果制品、酱料下游需求增长较快，预计2025年烘焙食品原料市场有望达到1005亿元，2021-2025年CAGR为7.99%。国内奶油、水果制品、酱料等烘焙食品原料生产企业数量较多，各企业所占市场份额不高，集中度相对较低。国外品牌在国内的奶油零售市场中仍占主导地位，国产奶油龙头虚席以待。

公司核心优势与增长点突出，不断巩固冷冻烘焙行业龙头地位。1) 研

基础数据

总股本(百万股)	169.34
流通A股(百万股)	71.05
收盘价(元)	83.17
总市值(亿元)	140.84
流通A股市值(亿元)	59.09

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

陈雯

执业证书编号：

S0270519060001

电话：

18665372087

邮箱：

chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：

叶柏良

电话：

18125933783

邮箱：

yebli@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2816.98	3072.54	3988.71	4889.58
增长比率(%)	56	9	30	23
净利润(百万元)	283.10	223.78	349.43	479.30
增长比率(%)	22	-21	56	37
每股收益(元)	1.67	1.32	2.06	2.83
市盈率(倍)	49.75	62.94	40.31	29.38
市净率(倍)	7.09	6.64	5.72	4.80

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

发: 与同行业可比公司相比,公司的研发费用位于行业前列,2017-2021年研发费用 CAGR 为 29.1%,近年来保持向上增长的趋势。自主研发了 7 款产品核心技术,涉及挞皮、甜甜圈、奶油、水果制品、酱料,技术不断创新保证产品优势。**2) 产品:** 公司产品品规总量超 900 种,目前公司拥有蛋挞皮、甜甜圈、冷冻蛋糕和麻薯四大单品,每一类单品都销售过亿,营收加总占据公司总营收的 50%以上。公司对市场需求把握准确,具备持续推出爆品的能力。**3) 渠道:** 公司以经销模式为主,直销模式为辅,并有少量线上电商及零售业务,经销收入占比约为 65%-85%。经销、直销主要针对 B 端客户,小 B 为主大 B 发力,电商及零售主要针对 C 端客户。另有专业团队为客户提供技术支持,不断建立良好的客户关系,优质服务持续增强客户黏性。**4) 规模:** 公司已在华南、广州,华东,华北等地先后投资建立了五大生产基地七大生产厂区,完成了主要市场产能布局,规模效应带来了成本优势。公司未来三年计划利用上市募集资金和自有资金在华南、华东、华北开展产能扩建和产线设施升级改造,形成华南、华东和华北三大生产区域,六个大型生产基地的网络化布局,增强市场竞争力。**5) 产业链:** 公司通过收购和自设延伸产业链,不断完善企业的产业链布局,涵盖了从油脂、烘焙原料、冷冻烘焙食品、到冷链物流的完整产业链,随着产业链的逐步延伸,将有效提升公司经营效率、降低成本和风险。

盈利预测与投资建议: 随着行业市场扩容,公司作为冷冻烘焙龙头有望享受行业红利,高成长性确定性强。我们预计,公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.32/2.06/2.83 元/股。考虑到公司的行业地位和未来成长性,结合可比公司估值,给予公司 2023 年 50 倍 PE,对应目标价为 103 元,首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素: 食品安全风险,冷冻烘焙率提升不及预期,宏观环境变化致消费需求下降风险,原材料价格波动的风险。

正文目录

1 立高食品：中国冷冻烘焙食品与烘焙食品原料龙头	5
1.1 公司概况：烘焙食品原料起家，抢占冷冻烘焙蓝海	5
1.2 股权结构：家族控股结构集中，增资与股权激励绑定核心人员	6
1.3 主营业务：冷冻烘焙拉动长期高增，成本上涨带来短期压力	10
2 大烘焙行业分析：千亿市场高速发展，冷冻烘焙初展头角	12
2.1 烘焙行业：市场规模迎千亿，高速增长正当时	12
2.2 冷冻烘焙食品：蓝海市场技术待成熟，两端需求空间迎想象	13
2.3 烘焙食品原料：下游需求带动市场扩容，国产奶油龙头虚席以待	17
3 公司核心优势和增长点	21
3.1 研发：研发力度不断加码，技术创新保证产品优势	21
3.2 产品：品类矩阵满足一站式需求，大单品策略成效显著	22
3.3 渠道：小 B 为主大 B 发力，优质服务增强客户黏性	26
3.4 募投项目增资扩产，巩固市场竞争优势	28
3.5 产业链：上下延伸布局，推动企业做大做强	30
4 盈利预测与投资建议	32
5 风险提示	34

图表 1：立高食品主要产品矩阵图	5
图表 2：立高食品发展历程	6
图表 3：立高食品股权结构图	6
图表 4：超额业绩激励基金计划参与对象	7
图表 5：股票期权激励计划参与对象	8
图表 6：股票期权业绩考核目标	8
图表 7：2021-2025 年公司股权激励营收及增速考核目标	8
图表 8：公司实施股权激励计划的激励成本测算（万元）	8
图表 9：限制性股票激励计划参与对象	9
图表 10：限制性股票激励计划业绩考核目标	9
图表 11：2022-2026 年公司限制性股票激励计划营收及增速考核目标	10
图表 12：公司实施限制性股票激励计划的激励成本测算（万元）	10
图表 13：2017-2022H1 公司主营业务收入及增速	10
图表 14：2017-2022H1 公司归母净利润及增速	10
图表 15：2017-2022H1 公司主要产品销售额（亿元）及增速（右轴）	11
图表 16：2017-2022H1 公司各类产品占比变化	11
图表 17：2017-2021 年公司主要产品销售量（吨）及增速（右轴）	11
图表 18：2017-2021 年公司主要产品单价（元/千克）及增速（右轴）	11
图表 19：2017-2022H1 公司毛利率及净利率	12
图表 20：2017-2022H1 公司期间费用率变化	12
图表 21：烘焙行业产业链分层	12
图表 22：2016-2021 年中国烘焙市场零售额及增速	13
图表 23：2021 年主要烘焙市场人均消费额（美元/人）	13
图表 24：主要冷冻烘焙工艺	14
图表 25：2025 年冷冻烘焙行业空间约为 302 亿元	14
图表 26：冷冻烘焙模式与“前店后厂”模式流程对比	15
图表 27：冷冻烘焙产品、现做现烤产品、预包装产品对比	15

图表 28: 公司冷冻烘焙食品主要竞争对手	16
图表 29: 2016-2020 年全国烘焙门店数量规模及增速	17
图表 30: 2016-2020 年全国烘焙行业交易渠道分布	17
图表 31: 2025 年烘焙食品原料行业空间约为 1005 亿元	17
图表 32: 稀奶油和植物奶油对比	18
图表 33: 2017-2022 年 4 月中国进口奶油数量及均价	18
图表 34: 2016-2021 年中国蛋糕零售额规模及增速	19
图表 35: 部分茶饮&咖啡品牌奶盖对稀奶油/植脂奶油使用情况	19
图表 36: 2016-2022 年中国新式茶饮市场规模及增速	19
图表 37: 2016-2021 年中国奶油市场竞争格局	20
图表 38: 2016-2021 年主要国内厂商奶油销售收入 (亿)	20
图表 39: 2017-2021 年公司研发人员数量及占比	21
图表 40: 2017-2022H1 同行业可比公司研发费用率	21
图表 41: 公司主要产品核心技术	22
图表 42: 公司的产品矩阵满足一站式需求	23
图表 43: 公司品牌标识和矩阵	24
图表 44: 2017-2021 年四大单品收入及总占比	25
图表 45: 2017-2021 年四大单品各收入占比	25
图表 46: 2020 年 H1 各类产品毛利率	25
图表 47: 2020 年 H1 冷冻烘焙各类产品 SKU (种)	25
图表 48: 2017-2020H1 公司三类奶油收入比例	26
图表 49: 2017-2020H1 公司三类奶油毛利率	26
图表 50: 2017-2021 年公司各销售模式收入及增速	26
图表 51: 2017-2021 年公司各销售模式收入占比	26
图表 52: 2020H1 公司前 20 大经销商的终端客户结构	27
图表 53: 2019-2021 年公司不同销售模式毛利率	28
图表 54: 2017-2021 年公司各地区销售收入 (亿元)	28
图表 55: 2017-2021 年公司各地区销售收入占比	28
图表 56: 2017-2021 年可比公司营收 (亿) 及 ROA (%)	29
图表 57: 2021 年公司与南侨食品单位成本对比 (元/吨)	29
图表 58: 2017-2021 年公司各产品产能利用率	29
图表 59: 2021 年公司各产品产能情况 (吨)	29
图表 60: 公司与产能建设相关的募集资金项目情况	30
图表 61: 2017-2021 年同类公司物流费用率对比	31
图表 62: 2017-2020H1 公司自有物流与第三方物流单位成本比较 (元/kg)	31
图表 63: 2017-2020H1 年公司油脂采购金额及在原材料采购中的金额占比	31
图表 64: 2018-2022 年我国棕榈油现货价格 (元/吨)	31
图表 65: 2033 年油脂公司回购价格确定方式	32
图表 66: 盈利预测及假设	33
图表 67: 自上市以来后 PE 值	34
图表 68: 可比公司估值表比较 (截止到 2022 年 8 月 30 日)	34

1 立高食品：中国冷冻烘焙食品与烘焙食品原料龙头

1.1 公司概况：烘焙食品原料起家，抢占冷冻烘焙蓝海

立高食品成立于2000年，主要从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产和销售。深耕行业20余年，公司目前已经发展成为中国冷冻烘焙食品与烘焙食品原料龙头之一。

公司目前的产品主要包括麻薯、挞皮、甜甜圈、冷冻蛋糕等冷冻烘焙半成品及成品，以及奶油、水果制品、酱料等烘焙用原料，此外还生产部分休闲食品。公司产品类型众多，规格多样，产品品规总量超900种，能够充分满足下游不同类型客户的多产品、多规格的一站式采购消费需求，提高了客户的使用便利性。

图表1:立高食品主要产品矩阵图

食品烘焙原料	奶油	植脂奶油			
		含乳植脂奶油			
		稀奶油（代理进口）			
	水果制品	果馅果蓉			
		果泥			
		饮料浓浆			
	酱料	沙拉酱			
		可丝达酱			
冷冻烘焙食品	冷冻烘焙半成品	冷冻糕点		冷冻面包	
		冷冻中式糕点		冷冻西式糕点	
		蛋黄酥、老婆饼、绿豆饼、鲜花饼、叉烧酥等		蛋挞皮等	
	冷冻烘焙成品	-		慕斯蛋糕、瑞士卷、麦芬蛋糕等	
				吐司面包、欧包等	

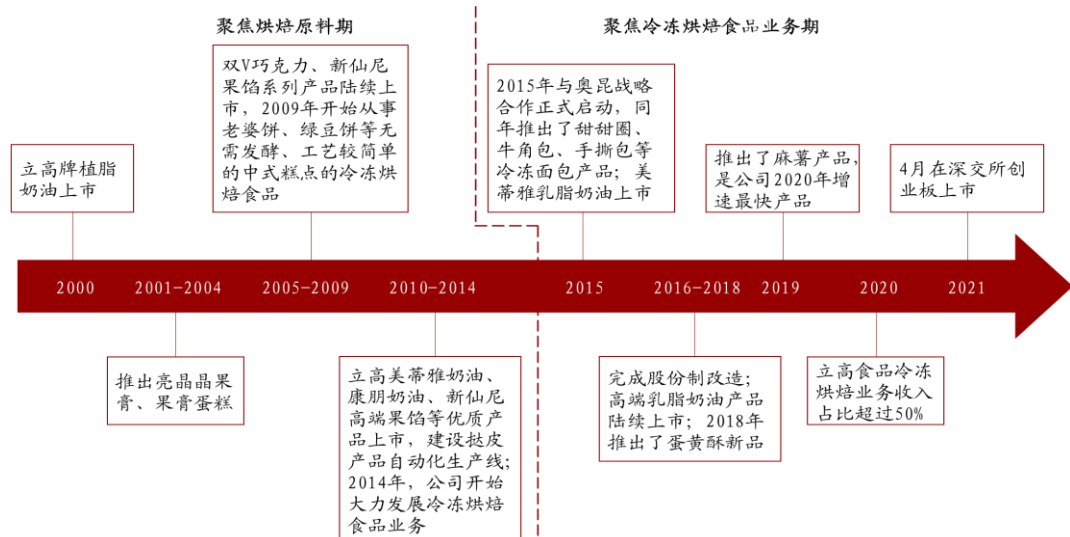
资料来源：立高食品招股说明书、万联证券研究所整理

发展历程：

1）聚焦烘焙原料业务（2000-2014年）：2000年公司成立，同年上市立高牌植脂奶油产品，为品牌在行业内占领了一席之地。随后公司陆续推出了晶晶亮果膏、双V巧克力、新仙尼果馅系列、果立方、欧罗巴、美蒂雅奶油、康朋奶油等产品。在该阶段，立高食品主要聚焦于烘焙原料业务。

2）聚焦冷冻食品业务（2015年-现在）：为丰富产品体系，提高竞争力，立高于2014年收购了广州奥昆与广州昊道，将业务重心逐渐转移至冷冻烘焙食品领域。2015年5月，立高与奥昆战略合作正式启动，从此迈向“大烘焙”的经营与发展格局。2020年冷冻烘焙业务收入占比首次超过50%，双轮驱动完善公司烘焙行业战略布局。2021年4月，公司在深交所创业板上市。

图表2:立高食品发展历程



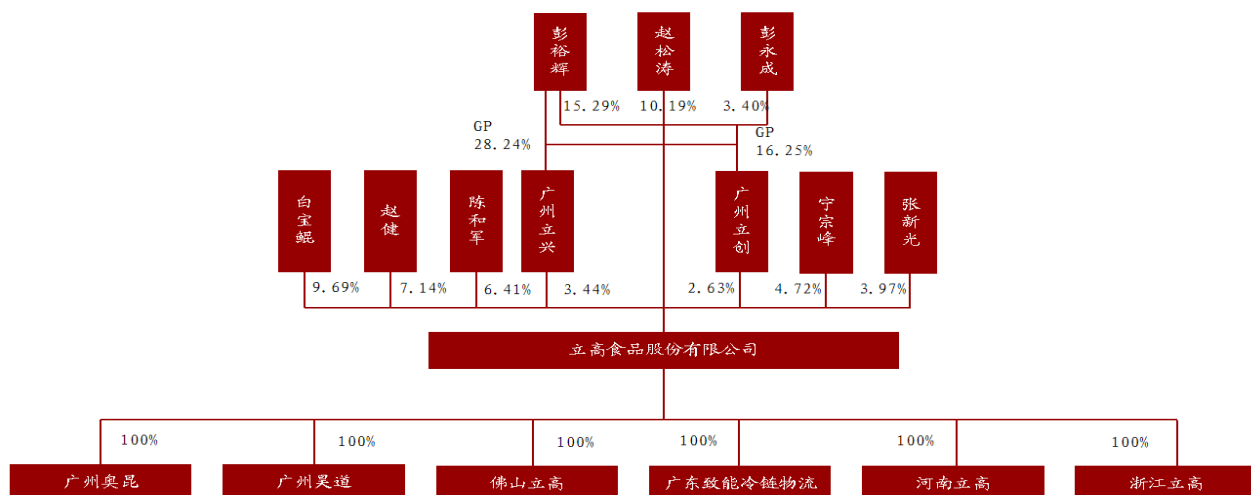
资料来源: 立高食品官网、万联证券研究所整理

1.2 股权结构: 家族控股结构集中, 增资与股权激励绑定核心人员

家族企业股权相对集中, 创建员工持股平台调动积极性。彭裕辉、赵松涛(彭裕辉姐夫)、彭永成(彭裕辉父亲)为公司实际控制人, 截止2022年6月三人直接和间接合计持股34.95%。广州立兴和广州立创为2018年创立的公司员工持股平台, 实际控制人彭裕辉以普通合伙人身份对两家公司分别持股28.24%和16.25%, 合计持股人数为77人。上市前公司对高级管理层及核心员工进行了股权激励, 其中通过广州立兴和广州立创间接增发1027.69万股, 持有公司6.07%的股份。

公司组织架构和业务板块清晰, 子公司独立运营。(1) 立高母公司专注于奶油和水果制品业务。(2) 子公司奥昆专注于冷冻烘焙食品业务。(3) 子公司昊道专注于酱料业务。三大业务板块保持独立性, 各子公司得到母公司的充分授权, 在经营活动中拥有较大的自主权。

图表3:立高食品股权结构图



资料来源: 立高食品招股说明书、万联证券研究所整理

整合调整收购公司原高管团队，多轮激励计划绑定核心成员。由于看好冷冻烘焙食品和烘焙酱料两类产品的未来市场前景，公司在 2014、2016 年相继完成对广州奥昆和昊道两家公司的收购。出于对原创始人兼管理团队陈和军、宁宗峰等人个人能力的认可，任命陈和军担任公司董事及副总经理职务（2021 年 8 月接任彭裕辉担任总经理），宁宗峰担任公司监事会主席职务（2021 年 6 月因个人工作安排请辞），此外仍为被收购全资子公司的高管团队成员，同时鼓励其增资认购公司增发股权。公司上市后开展多轮激励计划：

- 2021 年 6 月制定“超额业绩激励奖金计划”。以净利润作为考核指标，在 2021-2025 年期间提取、分配和使用基金于认购员工持股计划份额、年度绩效奖金发放等奖励事项。激励基金的提取方式为： $B_n = E_n \times 1\% + (E_n - E_{n-1}) \times 10\%$ ，若 B_n 小于或等于零，则当年度不提取激励基金，其中“ B_n ”为第 n 年提取的激励基金，“ E_n 、 E_{n-1} ”分别为第 n 年、第 $n-1$ 年的净利润，如 2021 年度提取的激励基金=2021 年度净利润 $\times 1\% + (2021$ 年度净利润-2020 年度净利润) $\times 10\%$ 。

图表4:超额业绩激励基金计划参与对象

序号	姓名	主要职务
1	彭裕辉	董事长
2	赵松涛	副董事长
3	陈和军	董事、总经理、广州奥昆食品有限公司总经理
4	宁宗峰	广州昊道食品有限公司总经理
5	龙望志	董事会秘书、副总经理（2022 年 3 月离任）
6	周颖	营销总监
7	彭岗	行政总监
8	郑卫平	研发总监
9	万建	广州奥昆食品有限公司销售副总经理

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

- 2021 年 8 月实施股票期权激励计划。激励对象 9 人，授予股票数量 850 万股，行权价格为 108.2 元/股。根据公司的考核目标，公司 2021-2025 年的营业收入目标值分别为 25.34/31.67/39.45/48.86/61.53 亿元，对应同比增速分别为 40%/25%/24.57%/23.85%/25.93%，对应 2020-2025 年的 CAGR 为 27.73%。公司的激励计划将有望绑定公司核心成员发挥主观能动性，助力公司实现中长期发展目标。

图表5:股票期权激励计划参与对象

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%

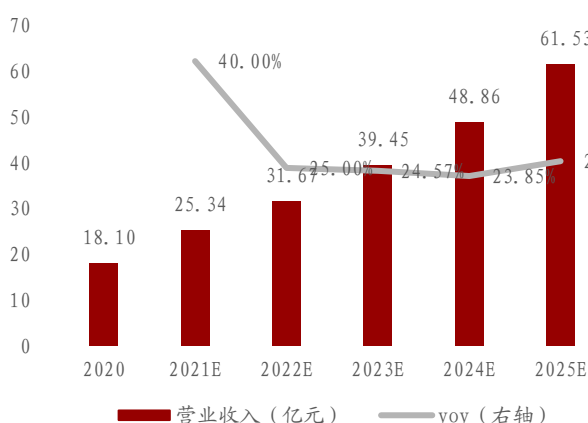
资料来源:公司公告,万联证券研究所

图表6:股票期权业绩考核目标

行权安排	考核年度	考核年度营业收入 目标值	触发值
第一个行权期	2021年	以2020年营业收入为基准,考核年度营业收入增长率达到40.00%	不低于考核年度目标值的80.00%
第二个行权期	2022年	以2020年营业收入为基准,考核年度营业收入增长率达到75.00%	不低于考核年度目标值的80.00%
第三个行权期	2023年	第三个行权期2023年以2020年营业收入为基准,考核年度营业收入增长率达到118.00%	不低于考核年度目标值的80.00%
第四个行权期	2024年	以2020年营业收入为基准,考核年度营业收入增长率达到170.00%	不低于考核年度目标值的80.00%
第五个行权期	2025年	以2020年营业收入为基准,考核年度营业收入增长率达到240.00%	不低于考核年度目标值的80.00%

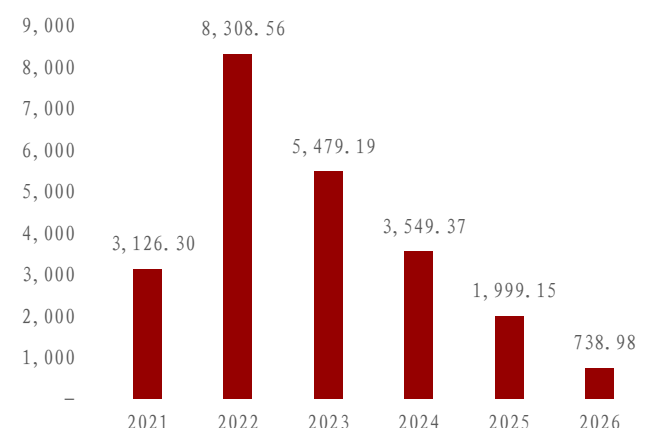
资料来源:公司公告,万联证券研究所整理

图表7:2021-2025年公司股权激励营收及增速考核目标



资料来源:公司公告,万联证券研究所整理

图表8:公司实施股权激励计划的激励成本测算(万元)



资料来源:公司公告,万联证券研究所整理

- 2022 年 8 月实施限制性股票激励计划。激励对象不超过 215 人，授予股票数量 650 万股，行权价格为 75 元/股。根据公司的考核目标，公司 2022-2026 年的营业收入目标值分别为 30.42/39.45/48.86/61.53/70.76 亿元，对应同比增速分别为 8.00% /29.68% /23.86% /25.93% /15.00%，对应 2021-2026 年的 CAGR 为 20.23%。

图表9:限制性股票激励计划参与对象

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	王世佳	副总经理、董事会秘书	30.00	4.62%	0.18%
2	谢方霏	冷冻烘焙事业部产品经理	1.00	0.15%	0.01%
3	林国伟	冷冻烘焙事业部研发师	1.00	0.15%	0.01%
4	赖明顺	冷冻烘焙事业部研发师	1.50	0.23%	0.01%
5	江文远	冷冻烘焙事业部研发师	2.00	0.31%	0.01%
6	永田俊郎	冷冻烘焙事业部研发师	1.00	0.15%	0.01%
7	公司（含子公司）其他核心员工（共计 209 人）		490.20	75.42%	2.89%
8	预留		123.30	18.97%	0.73%
合计			650.00	100.00%	3.84%

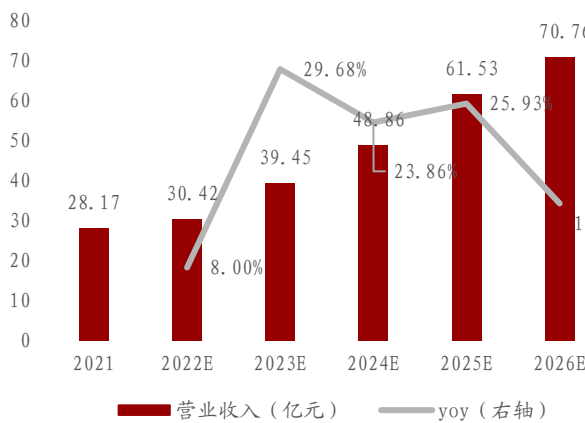
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表10:限制性股票激励计划业绩考核目标

归属安排	考核年度	目标值	考核年度营业收入 触发值
第一个归属期	2022 年	以 2021 年营业收入为基准，考核年度营业收入增长率达到 8.00%	
第二个归属期	2023 年	以 2021 年营业收入为基准，考核年度营业收入增长率达 40.05%	不低于考核年度目标值的 80.00%
第三个归属期	2024 年	以 2021 年营业收入为基准，考核年度营业收入增长率达 73.46%	不低于考核年度目标值的 80.00%
第四个归属期	2025 年	以 2021 年营业收入为基准，考核年度营业收入增长率达 118.43%	不低于考核年度目标值的 80.00%
第五个归属期	2026 年	以 2021 年营业收入为基准，考核年度营业收入增长率达 151.19%	不低于考核年度目标值的 80.00%

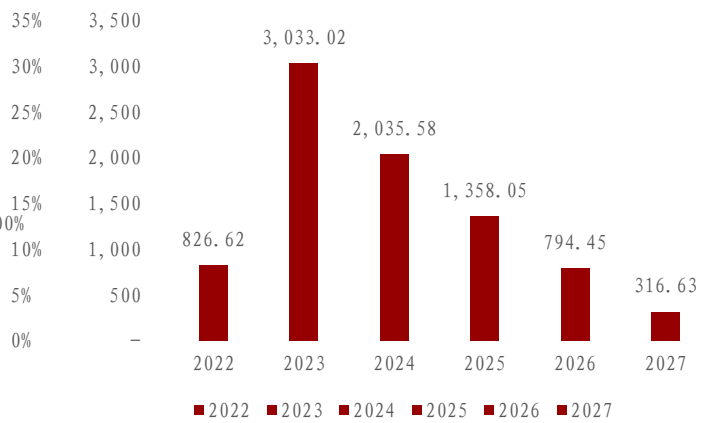
资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表11:2022-2026 年公司限制性股票激励计划营收及增速考核目标



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表12:公司实施限制性股票激励计划的激励成本测算 (万元)

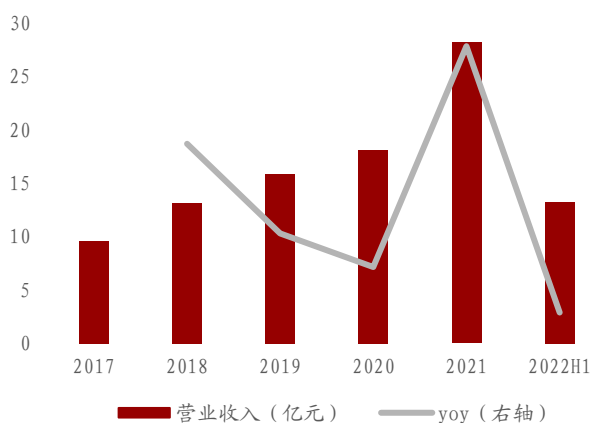


资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

1.3 主营业务：冷冻烘焙拉动长期高增，成本上涨带来短期压力

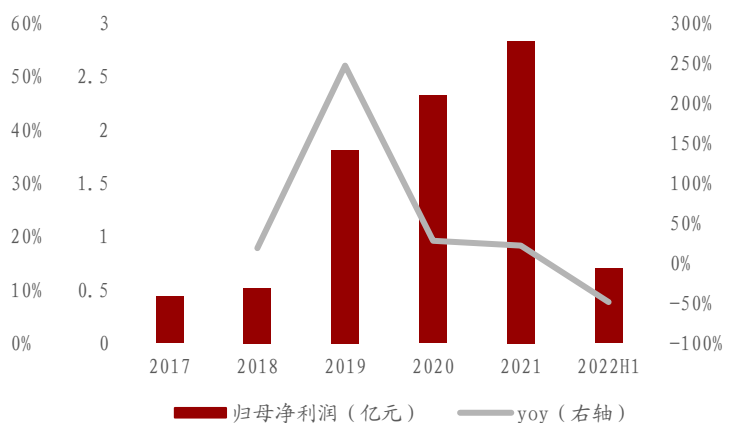
营收净利近年维持高速增长，受疫情成本影响短期业绩承压。2021 全年公司营收为 28.17 亿元，同比+55.66%；2022H1 营收为 13.24 亿元，同比+5.76%。2021 全年公司归母净利润为 2.83 亿元，同比+21.98%；2022H1 归母净利润为 0.7 亿元，同比-48.53%。公司业务处于高速增长阶段，2017-2021 年营业收入和归母净利润的 CAGR 分别为 31.02%和 59.25%。受到年初疫情物流管控和原材料成本上升的影响，以及计提股权激励支付款，公司今年上半年业绩增速放缓。

图表13:2017-2022H1 公司主营业务收入及增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表14:2017-2022H1 公司归母净利润及增速

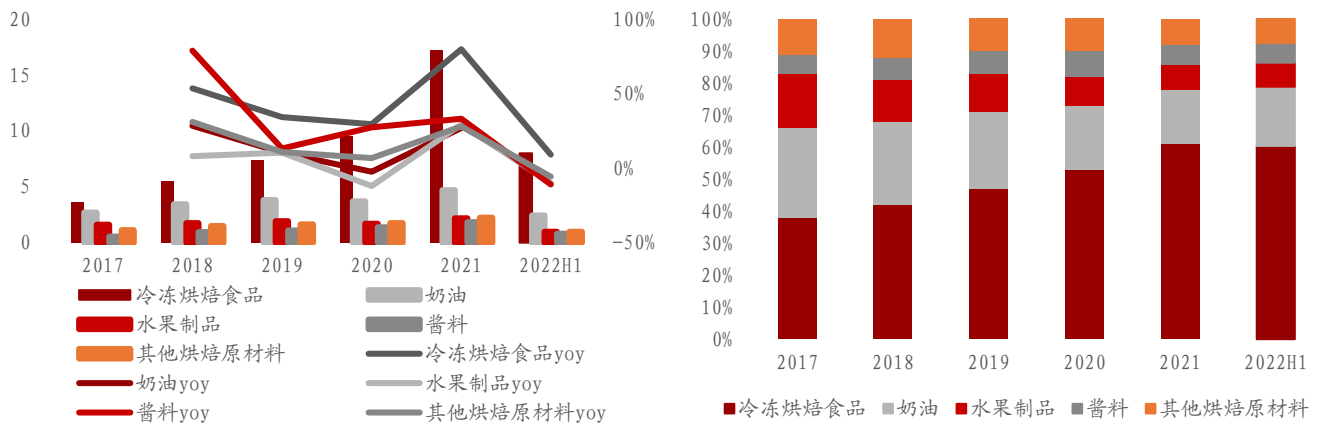


资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

冷冻烘焙量价齐升拉动业绩增长，奶油产品结构调整收入维持稳定。2021 年公司各类产品中，冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料营业收入分别为 17.18 亿元 /4.71 亿元 /2.18 亿元 /1.84 亿元 /2.24 亿元，分别同比 +79.70%/+26.95%/+29.27%/+33.17%/+28%。2022H1 公司冷冻烘焙食品和烘焙食品原材料营业收入分别比去年同期增长 9.03%和 0.95%，营业收入占比为 60.3%和 39.7%。自 2020 年起冷冻烘焙食品收入占比超过 50%，下游需求旺盛连续 3 年成为收入增速

第一大产品，在公司所有产品品类中起到支柱作用。将销售额拆分为销售量和单价来看，冷冻烘焙食品为客单价（22.02 元/千克）最高产品，2021 年销售量和价格同比增速分别为 69%和 7%，量价齐升成为拉动公司业绩增长的首要引擎。此外，奶油作为公司第二大收入来源，近 5 年产品单价逐年增加，这主要是由于单价较高的含乳脂植脂奶油销售占比有所提升。但奶油产品结构优化并未带来产品销量下跌，说明公司的奶油产品具有一定的不可替代性，且结构升级方向符合市场需求。

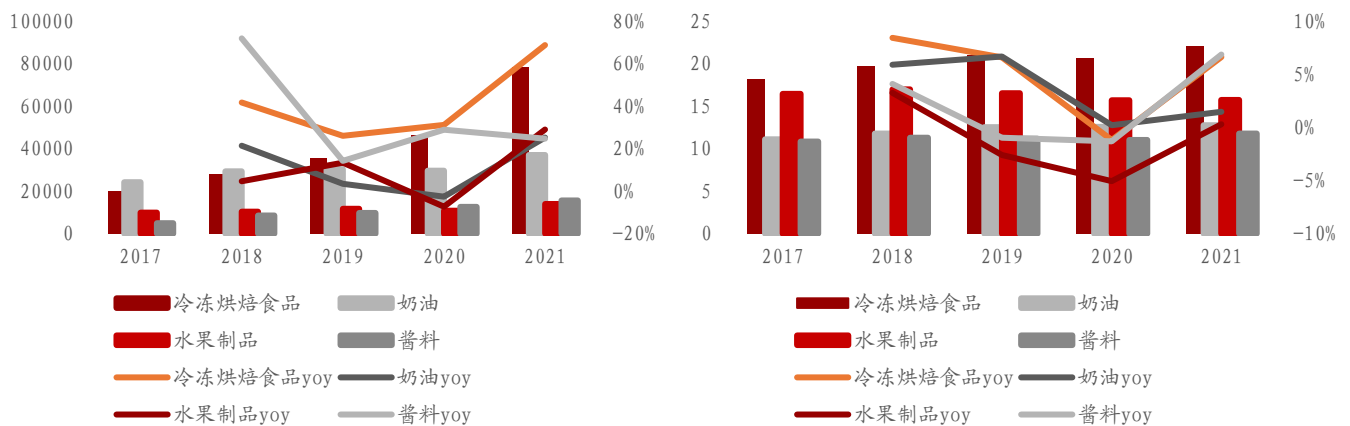
图表15:2017-2022H1 公司主要产品销售额（亿元）及 图表16:2017-2022H1 公司各类产品占比变化
增速（右轴）



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表17:2017-2021 年公司主要产品销售量（吨）及增速 图表18:2017-2021 年公司主要产品单价（元/千克）及
（右轴） 增速（右轴）

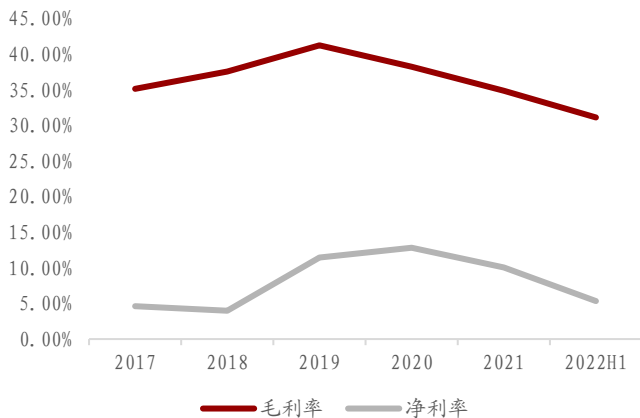


资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

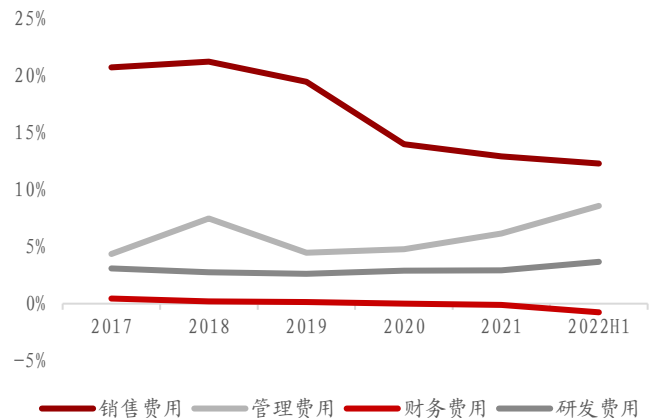
原材料上升拖累毛利率，期间费用率增加系股权激励所致。受益于规模效应、增值税减免等利好因素，2019 年毛利率上升至 41.27%为历史最大值，此后受到原材料成本上涨影响，公司毛利率有所下降。2021 年公司毛利率 34.90%，同比下降 3.37 ptes；2022H1 毛利率为 31.14%，同比下降 4.76 ptes。2021 年公司净利率 10.05%，同比下降 2.78 ptes；2022H1 净利率为 5.32%，同比下降 5.61 ptes。销售费用率近年来降幅较大，由 2017 年的 20.8%降至 2022H1 的 12.3%。管理费用率小幅上升，由 2017 年的 4.4% 升至 2022H1 的 8.6%。研发/财务费率用近年来较为平稳，维持在 0%/3%左右。整体来看，规模经济带来的期间费用率呈逐年下降态势，2022H1 期间费用率有所上升是由于计提了股权激励费 3,893.75 万元而使得管理费用同比+85.24%。

图表19:2017-2022H1 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表20:2017-2022H1 公司期间费用率变化



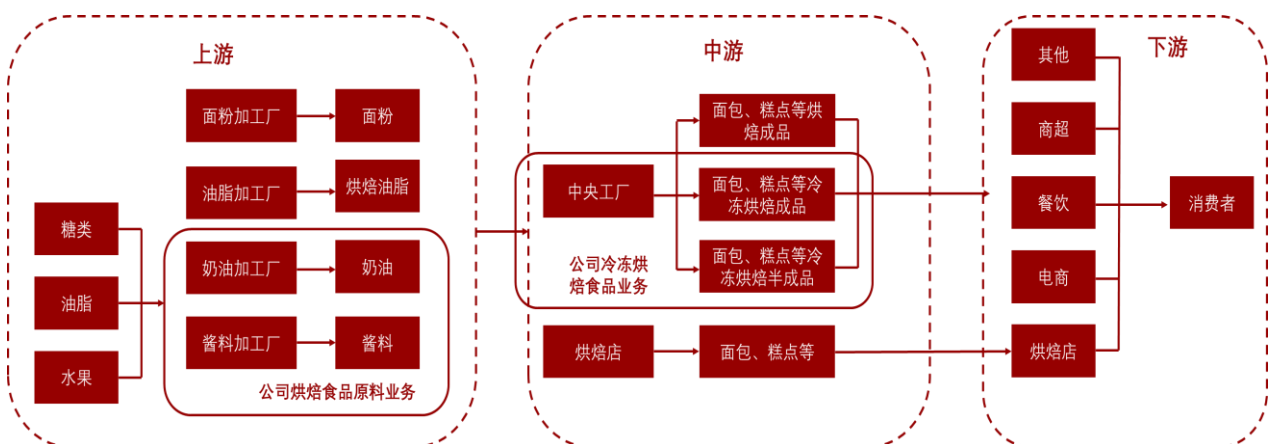
资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

2 大烘焙行业分析：千亿市场高速发展，冷冻烘焙初展头角

2.1 烘焙行业：市场规模迎千亿，高速增长正当时

烘焙产业链包括上游原料、中游加工、下游销售三个环节。烘焙产业链上游包括面粉、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；烘焙产业链中游包括中央工厂和烘焙店两类，中央工厂可批量生产冷冻烘焙半成品、冷冻烘焙成品或烘焙成品，部分烘焙店为前店后厂的手工作坊，生产与销售均在店内完成，不依赖大型中央工厂；烘焙产业链下游是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，将采购的半成品加工成成品，或者将自产及采购的成品直接销售给消费者。公司现有的烘焙食品原料和冷冻烘焙业务属于上游和中游环节。

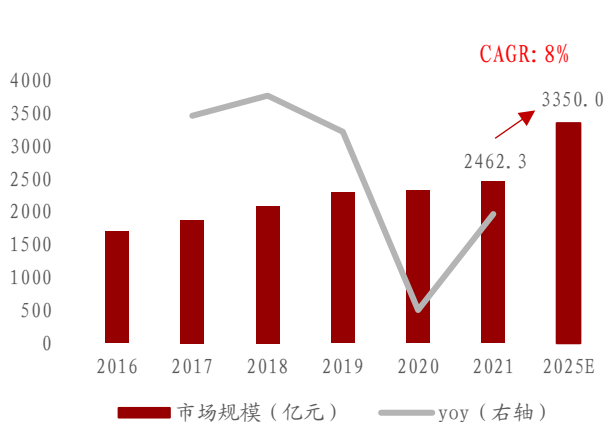
图表21:烘焙行业产业链分层



资料来源：立高食品招股说明书，万联证券研究所整理

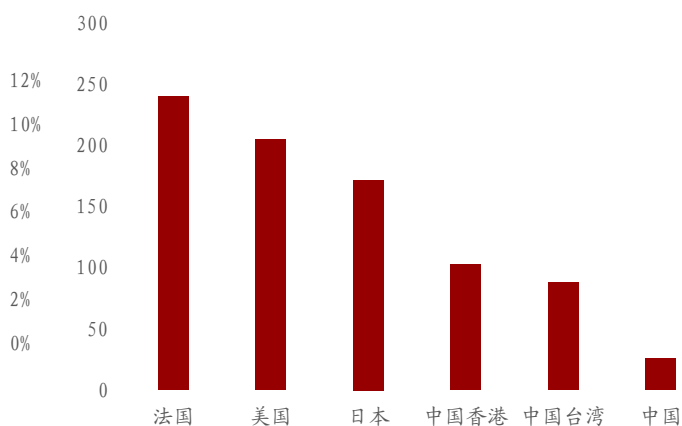
国内市场规模已达千亿，人均消费仍存提升空间。根据Euromonitor数据，2021年我国烘焙市场零售额为2462亿元，同比+5.90%。2020年在新冠疫情的冲击下市场规模仍维持正增长，2017-2021年CAGR为7.02%。我们预计国内烘焙市场零售额2021-2025年还将保持 8% 的CAGR增长，推算出2025年我国烘焙市场零售额将达到3350亿元。尽管中国最近几年烘焙食品行业增长迅速，但人均烘焙食品消费水平与发达国家地区仍有较大差距。2021年，中国内地人均烘焙食品消费额仅为25.8美元/人，处于全球后25%水平，远低于西方发达国家（法国240.0美元/人、美国204.6美元/人）。而对比东亚其他饮食相近的国家与地区，日本171.7美元/人、中国香港102.7美元/人、中国台湾88.0美元/人，我国的烘焙食品人均消费量仍处于较低水平。随着中国内地社会生活节奏继续加快，年轻世代对烘焙产品接受度日益提高，未来烘焙产品消费量有望进一步提升。同时伴随着烘焙食品生产的规模化工业化进程加快，烘焙产品价格将由于产品质量优化而存在一定的上升空间，量价齐升合力助推国内市场规模扩容。

图表22:2016-2021 年中国烘焙市场零售额及增速



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所整理

图表23:2021 年主要烘焙市场人均消费额 (美元/人)



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所整理

2.2 冷冻烘焙食品：蓝海市场技术待成熟，双端需求空间迎想象

国外应用已趋成熟，国内尚处起步阶段。冷冻烘焙食品以谷物、蛋制品、乳制品、食用油脂等一种或几种为主要原料，通过预处理、和面、成型、熟制或不熟制、速冻，在食用前经过烘焙的产品。其产品主要包括冷冻面包类、冷冻蛋糕类、冷冻糕点类、冷冻预烤产品类等。冷冻烘焙食品因具备口感好、生产效率高、节约成本、易于协调产销存、品质安全稳定、便于品种多样化等多种优点，在欧美得到迅速的普及和发展。根据《食品与机械》杂志，1949 年美国仅3%的烘焙店使用冷冻烘焙食品，1961年增加到39%，到1990年有80%以上的烘焙店使用冷冻烘焙食品；法国在1994年冷冻面包也占到面包销售额的50%以上；同为东亚国家的日本，2000年也有50%以上的店使用冷冻烘焙食品。而中国烘焙产业起步较晚，且冷冻烘焙食品存在长时间冷冻后水分流失、开裂、老化及解冻加工后成品变形、口感发干等技术难题，致使冷冻烘焙食品在我国糕点、面包中应用比例一直相对较低。根据安琪烘焙与中华面食技术中心在2019年发布的文章数据，欧洲冷冻面团占面包行业比重约为40%，美国大约70%，而中国不足10%。随着国内烘焙行业的不断发展，冷冻烘焙技术的逐渐成熟，未来中国也有望出现规模较大的冷冻烘焙食品公司。

图表24:主要冷冻烘焙工艺

工艺名称	流程	成品
预成型冷冻面团工艺	原材料-面团搅拌-分割、滚圆-成型-冷冻-解冻-烘烤	甜面团、起酥面包
预醒发冷冻面团工艺	原材料-面团搅拌-分割、滚圆-成型-最后醒发-冷冻-解冻-烘烤	小型法包、牛角包
部分烘烤冷冻面团工艺	原材料-面团搅拌-分割、滚圆-成型-最后醒发-部分烘烤-冷冻-解冻-烘烤	冷冻披萨、欧式脆皮面包
全烘烤冷冻面团工艺	原材料-面团搅拌-分割、滚圆-成型-最后醒发-完全烘烤-冷冻-解冻-烘烤	汉堡、三明治

资料来源：安琪烘焙与中华面食技术中心，万联证券研究所整理

空间测算：2021 年我国冷冻烘焙行业空间约为111亿元，到 2025 年有望达到 302亿元，4 年 CAGR 为 28.44%。2021年我国烘焙食品零售额达到2462亿元，预计2025年行业规模将达到3350亿元，2021-2025年CAGR为8%，增长势头不减。

- 假设2021年烘焙店原材料成本占其收入的45%、使用冷冻烘焙食品的比例约10%，2021年冷冻烘焙食品行业规模约111亿元。
- 假设2025年烘焙店原材料成本占其收入的45%、冷冻烘焙食品渗透率提升至20%，2025年冷冻烘焙食品行业规模约为302亿元。

图表25:2025 年冷冻烘焙行业空间约为 302 亿元

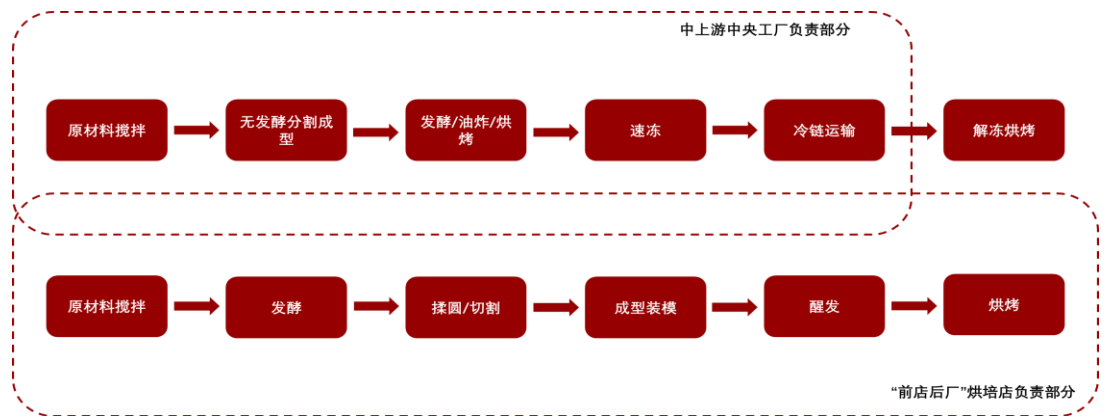
	2021	2025E
中国烘焙市场零售额/亿元	2462	3350
烘焙店原材料占比	45%	45%
渗透率	10%	20%
冷冻烘焙规模/亿元	111	302

资料来源：Euromonitor，万联证券研究所整理

2.2.1供给端：预包装和现烤优势集大成者，冷冻面团技术壁垒较高

预包装产品与“前店后厂”现烤产品各自面临着口感较差与成本品控等困境。冷冻烘焙食品发展推动了传统烘焙行业模式的变化。过去，我国烘焙食品主要分为预包装产品和现烤产品两类，并以中央工厂生产的预包装产品为主。但该两种产品随着消费者对烘焙食品的口感、安全、营养、健康的要求不断提升，各自面临问题：①**预包装产品**口感新鲜度不如烘焙类产品，需要添加防腐剂，对健康会产生一定的不良影响。②**供应现烤产品**的传统烘焙店主要使用“前店后厂”的经营模式，普遍面临着成本、品控质量、保质期等一系列问题。

图表26:冷冻烘焙模式与“前店后厂”模式流程对比



资料来源：立高食品招股说明书、互联网公开资料，万联证券研究所整理

冷冻烘焙食品为预包装产品与“前店后厂”现烤面包优点的集大成者。冷冻烘焙食品具备预包装产品的标准化工业化生产优点：①通过中央工厂进行规模化和标准化生产，具备更好的食品安全保障、更强的质量控制能力、更高的生产效率，从而产品的稳定性更高，食品安全风险更低，同时降低了产品成本；②同时，冷冻烘焙食品也具备现烤面包产品的口感品质优点：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，远远优于预包装产品的口感，甚至超过部分烘焙门店水平。

图表27:冷冻烘焙产品、现做现烤产品、预包装产品对比

产品类别	模式特点	优势	劣势
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。	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。
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。
冷冻烘焙产品	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。

资料来源：安琪烘焙与中华面食技术中心，万联证券研究所整理

冷冻面团技术壁垒较高，国内具备批量化生产能力企业较少。由于我国烘焙行业起步较晚，目前行业技术还不够成熟，与欧美发达国家存在一定差距。冷链物流体系建设是冷冻面团发展的重要保障。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》，中国冷冻烘焙食品中，冷冻糕点占比达到65%，而冷冻面包份额仅为

15%。目前市场上依旧是以冷冻糕点为主，是因为冷冻面包与冷冻糕点相比：①**技术难度高**：加入了酵母，工艺不当会导致产品变质、发酸、体积缩小，因此技术难度较高，生产过程控制要求更严；②**运输要求高**：冷冻面包对仓储及运输温度要求更严，需要企业具备更强的冷链物流控制能力，行业内仅有以公司为代表的少数企业能够生产及销售冷冻面包产品。当前阶段大部分中小企业仍以作坊式和手工生产为主，自动化水平有待提高：一方面，专用设备主要依赖于进口，另一方面专用人才存在缺口，这也成为制约冷冻面团行业发展的因素。技术壁垒问题使得当前具备批量化生产能力的企业较少，除了立高股份外，国内较为知名的冷冻烘焙食品生产厂商有南侨股份、新迪佳禾、黑玫瑰等。

图表28:公司冷冻烘焙食品主要竞争对手

公司名称	公司简介
南侨食品集团（上海）股份有限公司	南侨股份是中国台湾的南侨投资控股股份有限公司（股票代码：1702.TW）在国内的运营主体，2021年5月在上交所主板上市。自1996年起先后在天津、广州、上海等地投资建立工厂，主要生产销售烘焙应用油脂、稀奶油、冷冻面团等产品，2021年南侨股份营业收入28.73亿元，其中冷冻面团营业收入1.78亿元。
浙江新迪嘉禾食品有限公司	新迪嘉禾成立于2009年，位于浙江杭州，主要产品包括慕斯蛋糕系列、重油蛋糕系列、甜甜圈系列、欧式面包系列、丹麦吐司系列、甜面团吐司系列等冷冻烘焙食品。
东莞黑玫瑰食品有限公司	黑玫瑰成立于2004年，位于广东东莞，为法国独资企业，主要产品包括牛角包、丹麦酥、挞皮、法式小点心等。

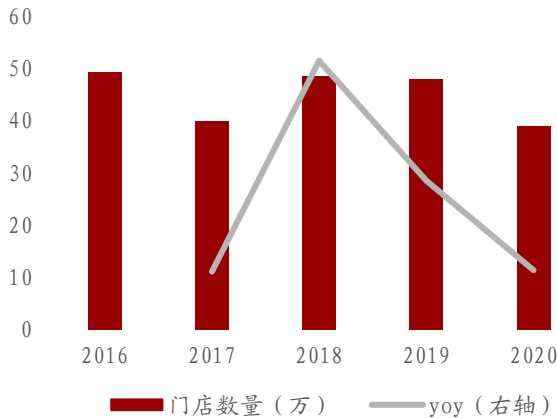
资料来源：立高股份招股说明书，万联证券研究所整理

2.2.2 需求端：由B端向C端渗透，冷冻烘焙目标群体不断扩大

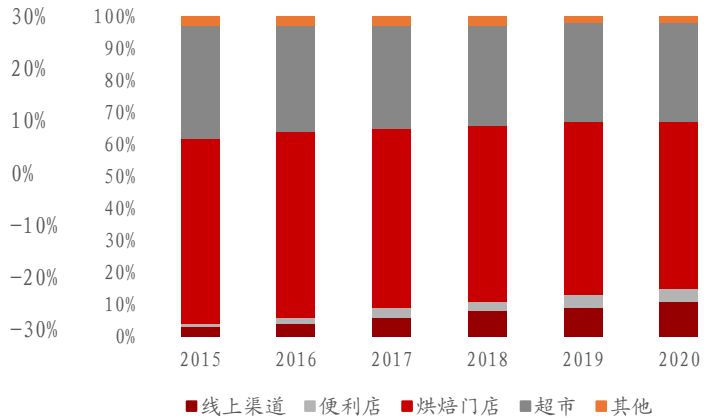
B端：寒冬之下降本需求增加，冷冻烘焙助力解决门店痛点。从门店经营角度看，选择冷冻烘焙食品节约了烘焙店的投资成本。根据美团数据，受疫情影响全国烘焙门店数量明显下降，寒冬之下烘焙门店需要通过降低成本提高存活率。对于烘焙房等销售终端来说，冷冻烘焙的使用不需自己去研究控制产品前段工序，解决了需夜间及凌晨操作的困难，节省资金与劳动力。也可以灵活协调生产、库存和销量间的关系，避免产量过剩导致的浪费，降低烘焙店的运营成本。同时，目前现烤产品在品控上存在以下问题：烘焙专业人员的匮乏限制了现烤产品的发展，技术的不足和参差不齐又影响到产品的口感和美观；而冷冻烘焙食品企业标准化和规模化的中央工厂生产方式则解决了上述难题。

C端：食用便捷+口味多元特点助力提升主食消费量，家庭烘焙打开想象空间。从主食结构的角度看，随着社会节奏的进一步加快，年轻人对食品便捷度的要求进一步提升。以早餐为例，相比于传统中式的面条豆浆和预包装面包等早餐品种，西式烘焙产品因其便于携带，口感多元的特点符合年轻一代的生活节奏与生活模式，受到了年轻人的欢迎。随着家用冰箱、微波炉的普及，使得冷冻烘焙产品进入家庭成为可能。根据《2021年烘焙行业发展趋势报告》，烘焙食品的交易渠道正在向超市、便利店、线上渠道等拓展，其中线上渠道发展迅猛，CAGR为27.4%，消费者饮食结构的转变带来的C端市场扩容已初具苗头，为需求端市场打开想象空间。

图表29:2016-2020 年全国烘焙门店数量规模及增速



图表30:2016-2020 年全国烘焙行业交易渠道分布



资料来源：美团，万联证券研究所整理

资料来源：2021年烘焙行业发展趋势报告，万联证券研究所整理

2.3 烘焙食品原料：下游需求带动市场扩容，国产奶油龙头虚席以待

空间测算：2021 年我国烘焙食品原料行业空间约为739亿元，到 2025 年有望达到1005亿元，4 年 CAGR 为 7.99 %。2021年我国烘焙食品零售额达到2462亿元，预计2025年行业规模将达到3350亿元，2021-2025年CAGR为 8% ，增长势头不减。根据立高食品烘焙食品原料数据，假设加价率为60%、毛利率为40%、原材料在成本中的占比为80%，推出2021年/2025年烘焙行业出厂规模分别为1539亿元/2094亿元，测算出2021年/2025年烘焙食品原料行业空间分别为739亿/1005亿。

图表31:2025 年烘焙食品原料行业空间约为 1005 亿元

	2021	2025E
中国烘焙市场零售额/亿元	2462	3350
加价率	60%	60%
烘焙行业出厂规模/亿元	1539	2094
毛利率	40%	40%
成本率	60%	60%
原料在成本中的占比	80%	80%
烘焙原料规模/亿元	739	1005

资料来源：Euromonitor，万联证券研究所整理

奶油&水果受益消费市场红利，沙拉酱助力食品口味创新。烘焙食品原料指用于制造烘焙食品的各种原材料和辅料，其中主要原材料包括面粉、油脂、糖类、奶油、水果制品、酱料、巧克力等。立高食品主要涉及了奶油，水果制品与酱料的生产产品。

1) **奶油：**从品类角度来看，奶油可分为植脂奶油，含乳植脂奶油与稀奶油。受制于奶源的不足，目前中国稀奶油主要依赖于进口。植脂奶油不受奶源的制约，成本较低，且使用方便、性能稳定，进而在中国得以迅速推广和发展。虽然植脂奶油在塑形、打发率与保质期等因素上优于稀奶油，但因口感不如稀奶油，且未完全氢化的植脂奶油含有一定量的反式脂肪酸。越来越多的研究证实，过量摄入反式脂肪酸会增加心血管疾病的风险，世卫组织建议将反式脂肪降至总

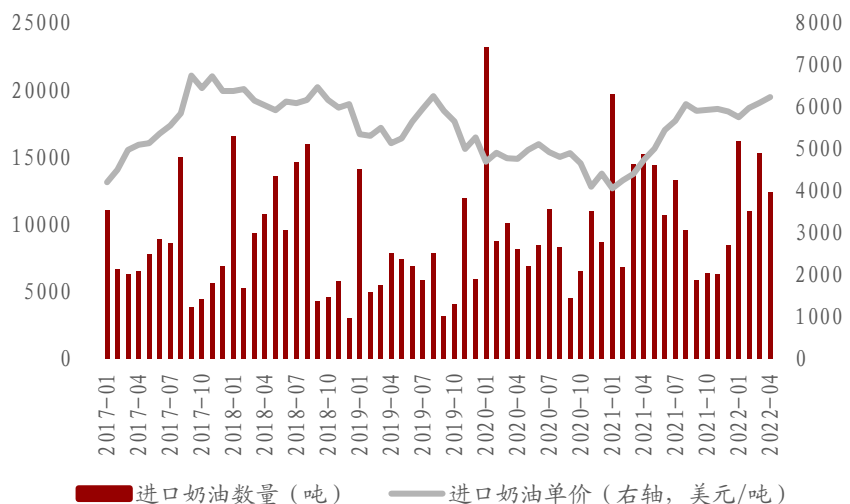
能量摄入的1%以下。因此长期来看，随着消费升级与消费者对健康的日益重视，植脂奶油可能面临被稀奶油替代的趋势。2021年我国进口奶油量为13万吨，2017-2022年我国进口奶油量CAGR为9.37%，当下市场对稀奶油有着较高的需求。

图表32:稀奶油和植物奶油对比

	稀奶油（动物奶油）	植脂奶油
原料	牛奶	棕榈油、玉米糖浆及其他氢化成分
性质	稳定性差、熔点低、不易塑形、打发率低、保质期短	稳定性强、熔点高、易塑形、打发率高、保质期长
外观	乳白色、偏黄	亮白色
口感	奶味重，甜度低，口感好	奶味淡，甜度高
营养	不含反式脂肪酸	含有一定量的反式脂肪酸（未完全氢化植脂奶油）
价格	价格较高，进口为主	价格较低，品牌众多
用途	咖啡，慕斯蛋糕，布丁，高端茶饮奶盖等	蛋糕，面包，冰淇淋等

资料来源：智研咨询、万联证券研究所整理

图表33:2017-2022年4月中国进口奶油数量及均价



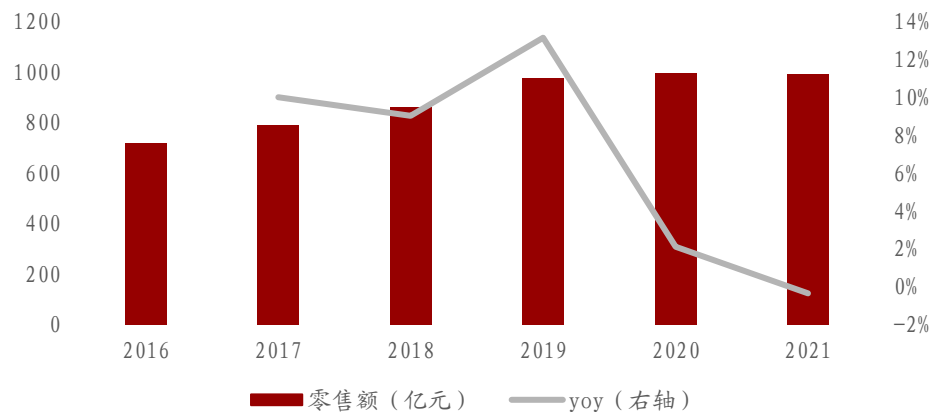
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

- 2) **水果制品：**水果制品是以水果、果汁或果浆和糖等为主要原材料，加工制成的产品。烘焙水果制品包括果馅、果溶等，饮品水果制品包括果泥、饮料浓浆等，一般除烘焙、饮品用水果制品外，还有制作酸奶、佐餐等其他用途的水果制品。

奶油和水果制品作为传统的蛋糕、西点的表面装饰和夹层馅料，蛋糕市场规模的扩容将带动二者的需求量增加。根据Euromonitor数据，2021年我国蛋糕零售额达到991.15亿元。而从日常蛋糕生产经验上看，蛋糕原材料成本占售价的25-35%，其中奶油占总成本的约35%，水果制品占总成本的约10%。因此可以推算，奶油成本占售价的9-12%，水果制品成本占蛋糕售价的2.5%-3.5%。以过去5年蛋糕市

场5.84%的CAGR来算，可以推测2024年中国奶油市场将超过140亿元，烘焙水果制品市场需求预计2024 年将超过40亿元。

图表34:2016-2021 年中国蛋糕零售额规模及增速



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所整理

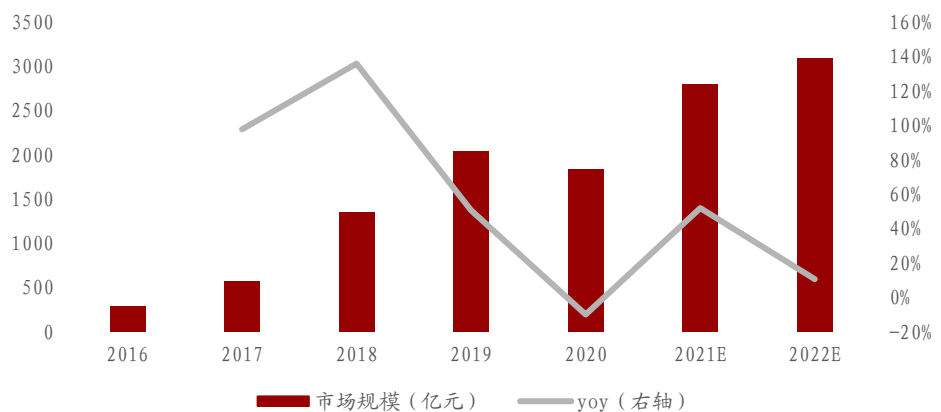
除此以外，随着新式茶饮等饮品的流行，奶油和水果制品的应用范围也有了新的拓展，如新式茶饮奶盖和果茶等。根据艾媒咨询数据，2021年我国新式茶饮市场规模达到2795.9亿元，2017-2022CAGR为48.5%，可以预期烘焙原料市场将受益于新式茶饮消费市场的红利释放。

图表35:部分茶饮&咖啡品牌奶盖对稀奶油/植脂奶油使用情况

茶颜悦色	稀奶油-搅打奶油（安佳），少量植脂奶油（爱护牌）加入饮品内
喜茶	稀奶油/曾经部分产品可选植脂奶油（爱护牌）
星巴克	雪顶使用搅打稀奶油
一点点	添加植脂末
蜜雪冰城	植脂奶油

资料来源: 渠道调研、部分品牌微信公众号, 万联证券研究所整理

图表36:2016-2022 年中国新式茶饮市场规模及增速

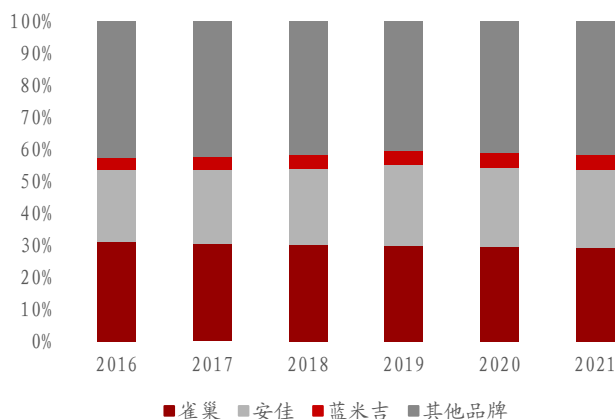


资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所整理

3) **沙拉酱**: 作为烘焙食品原料的酱料包括沙拉酱、可丝达酱等, 一般用于烘焙食品表面涂抹或作为烘焙食品夹心, 也可加入面团搅拌过程中, 能够提高面包、糕点等烘焙食品的口感丰富度, 为烘焙食品带来独特的风味。根据智研咨询的统计, 酱料中最为广泛使用的沙拉酱市场规模从2011年的11.88亿元增长至2017年的43.85亿元, 年复合增长率达到24.32%。酱料产品市场规模快速增长的同时, 也朝着多样化、复合方便化、营养健康化等方向发展。

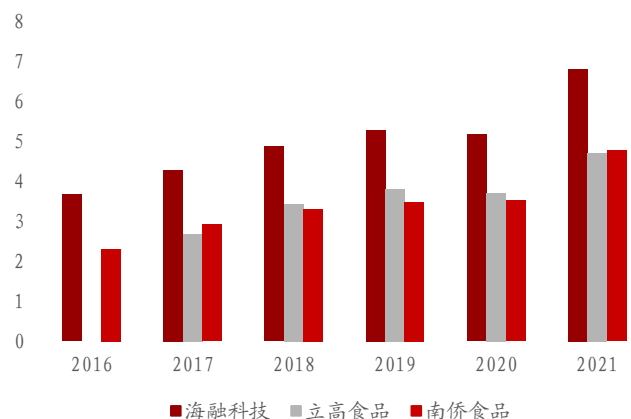
原料市场竞争较为分散, 国产奶油厂商初露头角。国内奶油、水果制品、酱料等烘焙食品原料生产企业数量较多, 各企业所占市场份额不高, 集中度相对较低。其中, 国外品牌在国内的奶油零售市场中仍占主导地位。根据Euromonitor数据, 2016-2021年我国市场奶油零售额中雀巢(瑞士)和恒天然(新西兰)旗下的雀巢和安佳品牌奶油占据了超过50%的市场份额, 国内品牌竞争力有待提升。在国内品牌中, 除立高食品以外, 维益食品、海融科技、南侨股份是国内领先的奶油生产厂商。短期来看, 部分规模领先的国内奶油厂商具有先发优势, 但从销售规模来看仍未出现占据主导地位的国内品牌。长期来看, 国内乳制品结构型短缺问题使得我国深加工乳制品仍以进口为主, 需要国内企业通过不断增加研发投入提升生产技术, 以迎合下游消费升级需求, 提高市场占有率。

图表37:2016-2021 年中国奶油市场竞争格局



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所整理

图表38:2016-2021 年主要国内厂商奶油销售收入(亿)



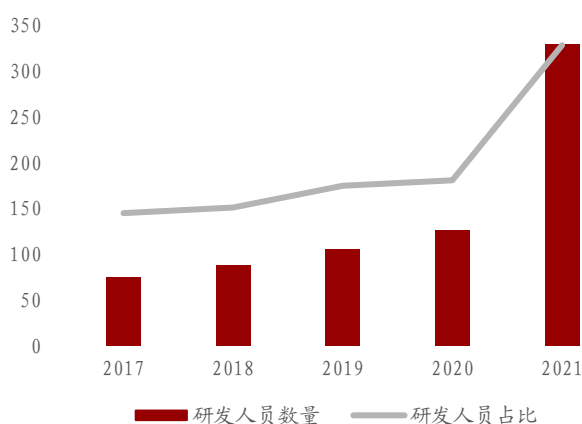
资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所整理

3 公司核心优势和增长点

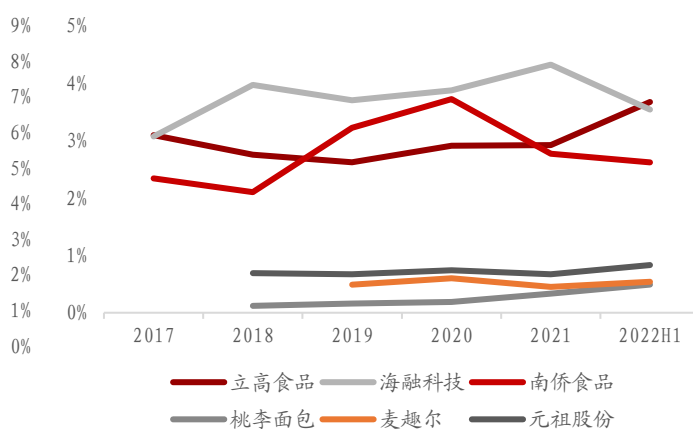
3.1 研发：研发力度不断加码，技术创新保证产品优势

建设高质量研发团队，研发投入位居行业前列。公司具有雄厚的研发实力，2021年共计开展优化产品性能及新品开发项目47个，其中3项已形成产品批量生产。截至2021年底，研发人员数量共计329人，较上年同期增加161.11%，研发人员数量占比从2020年的4.65%增至8.45%。与同行业可比公司相比，公司的研发费用位于行业前列，2022H1研发费用率为3.67%，在所有同类公司中排名第一。此外，公司通过持续的出国学习交流和聘请国外知名专家，借鉴海外先进技术提升自身可持续的技术创新能力。

图表39:2017-2021 年公司研发人员数量及占比



图表40:2017-2022H1 同行业可比公司研发费用率



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

多年累积形成多方技术优势，打造行业产品质量标杆。公司的技术优势主要体现在产品配方、生产工艺、全过程品控三大方面。在产品配方方面，公司通过原辅料的选择和配比，建立起挹皮、果馅等多类产品强市场竞争力。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。同时在引入国外自动化生产线的基础上，对生产线的布局和生产设备间的协同进行自主调整，将自主积累的配方和工艺经验与自动化生产相结合。在全过程品控方面，公司建设了完善的生产流程控制体系，应用自主开发控制软件，灵活调整不同环境下的生产参数实现在全国多地平稳生产。公司研发经验丰富深受行业认可，被评为2019年度国家知识产权优势企业，蛋黄酥、含乳脂植脂奶油、果溶等产品先后获得国内外多项奖项。同时参与制订《植脂奶油》、《焙烤食品冷冻面团》等多项质量标准，打造行业产品质量标杆。

图表41:公司主要产品核心技术

产品 品类	核心技术名称	技术优点及先进性	技术来源	应用 产品
冷冻 烘焙 食品	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
冷冻 烘焙 食品	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
奶油	动植物混合植脂奶油及其制备关键技术研究	通过优化乳化体系，克服乳脂与植脂相容性差的难点，使动植物混合奶油的操作性、稳定性达到植脂奶油的水平，口感上接近成本高的天然稀奶油。	自主研发	含乳脂 植脂奶 油
奶油	乳浊体系稳定化关键技术及在植脂奶油中的产业化应用	通过测试植脂奶油中的乳化特性，明确奶油乳浊体系稳定化关键技术，并产业化应用，使奶油的操作性、稳定性和口感更优。	与华南理工大学联合开发	植脂奶油
水果 制品	果馅加工自动化生产技术研究	果馅产品实现了自动落桶、灌装、封膜、压盖、称重等工艺流程，节省了人力，降低了劳动强度，自动称重相比人工称重效率提高了 1 倍，精度由 $(3000 \pm 50) \text{ g}$ 提高到了 $(3000 \pm 20) \text{ g}$ 。	自主研发	果馅
水果 制品	果溶果酱高精度智能化配料工艺的研究	更改常规手工投料方式，通过自动化控制设备进行连续性的物料运输、定量与复核，对关键参数进行控制，使果溶果酱的连续化生产更精准、高效和智能，使生产时间由 3h/批降低为 2h/批，物料的定量精度达到了 $\pm 20\text{g}$ 。	自主研发	果溶
酱料	无蛋型沙拉酱稳定性关键技术与工艺研究	通过工艺与配方的优化，改善传统沙拉酱高油高胆固醇的现状，使产品具备优良的乳化稳定性，突破沙拉酱传统风味的局限性，口味更多样。	自主研发	沙拉酱
酱料	风味西点奶油夹心及其制备工艺研究	研发出的西点奶油夹心酱具有极佳的耐烤性能、口感细腻、化口性好，并能够实现较为成熟的半自动化生产。	自主研发	可丝达 酱

资料来源：立高股份招股说明书，万联证券研究所整理

3.2 产品：品类矩阵满足一站式需求，大单品策略成效显著

公司的产品包括冷冻烘焙食品和烘焙食品原料两大类，品类矩阵满足一站式需求。①**冷冻烘焙食品**：包括半成品和成品、冷冻糕点和冷冻面包。根据产品形态及工艺的不同可分为冷冻烘焙半成品及冷冻烘焙成品，其中，冷冻烘焙半成品解冻后进行简单醒发、烘烤等工序后即可得到成品，冷冻烘焙成品则是在解冻后即可直接进行食用。根据产品种类的不同，冷冻烘焙食品可以分为冷冻糕点和冷冻面包，冷冻面包含有酵母，而冷冻糕点不含酵母，其中，冷冻糕点又根据文化、起源和原料等的不同分为冷冻中式糕点和冷冻西式糕点。②**烘焙食品原料**：包括奶油、水果制品、酱料等。其中奶油、水果制品主要用于蛋糕、西点的表面装饰和夹层，也可用于奶盖、果汁等饮品调制；酱料主要用于糕点、面包夹心，也可用于餐饮及家庭调味使用。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。

图表42:公司的产品矩阵满足一站式需求

冷冻烘焙食品

冷冻烘焙半成品

解冻后进行简单醒发、烘烤等工序后可食用

冷冻烘焙成品

解冻后可直接进行食用

烘焙食品原料

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，包括植脂奶油、含乳脂植脂奶油和稀奶油三类



水果制品

主要用于蛋糕、西点的夹层和表面装饰，以及果汁的冲调，包括果馅、果溶、果泥、饮料浓浆等多种不同形态和用途的产品



酱料

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：公司年报，万联证券研究所

公司拥有“立高”、“奥昆”、“美煌”、“大佬强”、“小休一下”、“新仙尼”等品牌，以“蓝条纹”构建集团化的品牌资产。公司在各自产品领域形成了较高的品牌知名度和认知度，多样化的品牌矩阵，以及统一化的品牌标识，能够提升公司的品牌价值。在冷冻烘焙食品中，形成以“奥昆”、“大佬强”等为代表的品牌；在奶油、巧克力、果馅、果酱等烘焙原料产品中，形成以“立高”为代表的十多个品牌；沙拉酱、可丝达酱等烘焙原料以“美煌”品牌进行销售；水果制品原料以“新仙尼”、“仙露滋”为品牌；此外还有“小休一下”等品牌下的休闲食品。

图表43:公司品牌标识和矩阵

公司蓝条纹品牌标识



公司品牌矩阵

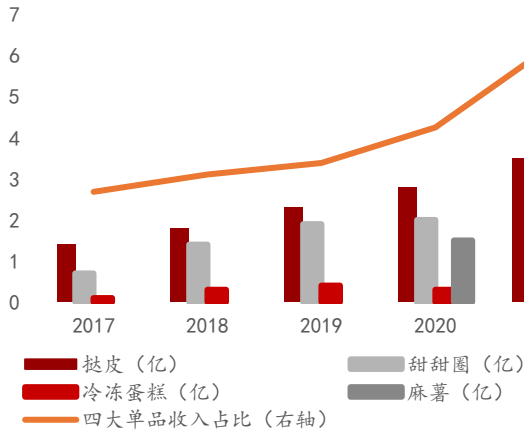
立高	奶油、巧克力、果馅、果酱等烘焙原材料	           
奥昆	冷冻烘焙食品，包括甜甜圈、挞皮、丹麦类产品等	  
美煌	沙拉酱、可丝达酱等烘焙原材料	
新仙尼	水果制品等果饮系列原材料，包括果泥、浓缩饮料、纤果泥	 
小休一下	巧克力脆脆棒、果脯、巧克力豆等休闲食品	 

资料来源：公司年报，万联证券研究所

冷冻烘焙食品：产品品类丰富，以大单品策略为核心。公司产品覆盖高中低价格带，产品类型众多、规格多样，产品品规总量超900种，其中冷冻烘焙产品SKU达170+，多样化的产品和丰富的产品体系能够满足下游多元化客户多样化的购买需求。此外，公司推进大单品策略，2021年大单品收入占公司总营收的50%以上。立高食品分别于2013/2015/2018/2019年推出了挞皮/甜甜圈/蛋黄酥/麻薯爆品，成为营收的主要增长点。目前公司拥有蛋挞皮、甜甜圈、冷冻蛋糕和麻薯四大单品，每一类单品都销售过亿。从数据上看，挞皮和甜甜圈在2017-2020年为公司的主打单品，2021年麻薯和冷冻蛋糕逐步放量接力增长。2021年挞皮、甜甜圈、冷冻蛋糕、麻薯分别占公司总营收的12.42%/9.94%/9.58%/21.30%，麻薯已成为公司目前最为主打的单品。近期公司围绕“老品新作、新品创新”的研发思路，对甜甜圈、麻薯、葡挞和瑞士卷等传统大单品进行多样化升级，以适应不同客户、不同档次的细分需求。同时公司积极响应消费者健康诉求，逐步完善杂粮类产品线，并已在重要客户渠道得到有效推广。此外，公司积极

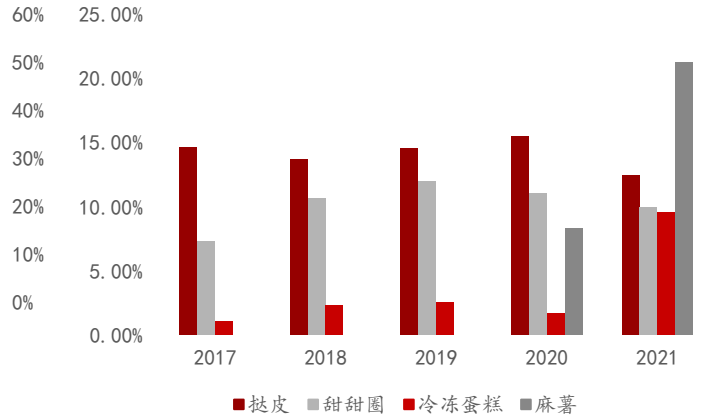
推进半成品熟品化开发工作，降低应用过程中的人力和时间成本，提升应用效率，扩大应用范围，目前牛角包、菠萝包、谷物餐包和欧包等多个品系已具备熟品供应能力。随着公司对研发力度的加大，以及对市场需求的准确把握，公司具备持续推出爆品的能力。

图表44:2017-2021 年四大单品收入及总占比



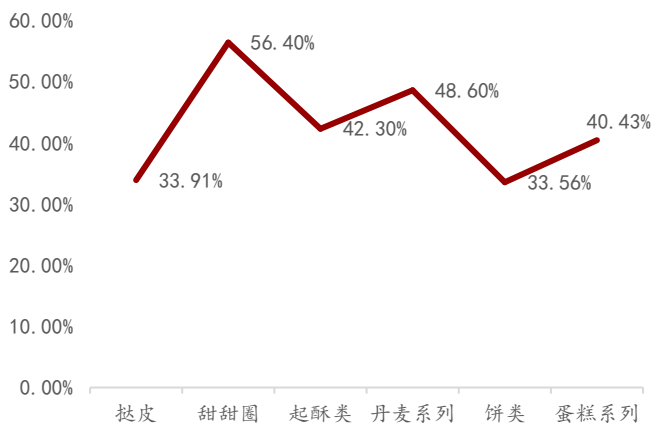
资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表45:2017-2021 年四大单品各收入占比



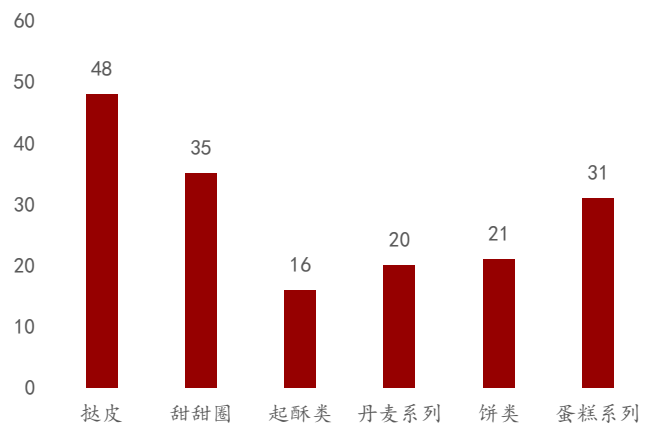
资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表46:2020 年 H1 各类产品毛利率



资料来源：立高食品招股说明书，万联证券研究所整理

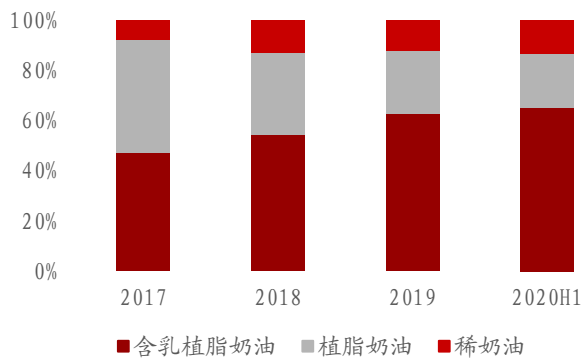
图表47:2020 年 H1 冷冻烘焙各类产品 SKU (种)



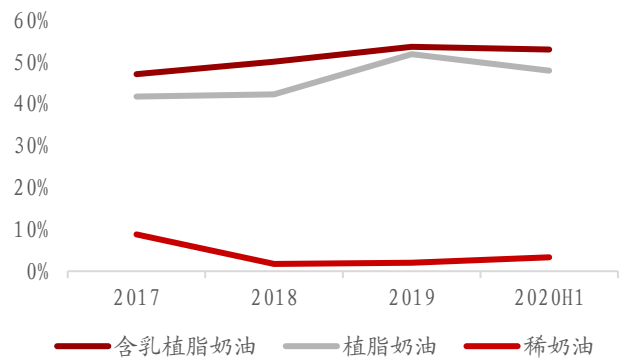
资料来源：立高食品招股说明书，万联证券研究所整理

烘焙食品原料：升级产品结构，新推品类深受好评。公司自2000成立之初就已从事烘焙原料的研发、生产和销售业务，不断对产品进行创新升级。在奶油方面，推出含乳脂植脂奶油产品兼具稀奶油奶香浓郁与植脂奶油塑形能力强的优点，同时相比稀奶油价格更为便宜，受到下游厂商欢迎。在公司主销的三种奶油产品中，含乳植脂奶油自产成本可控且具有一定的价格刚性，因此其毛利率最大。2017-2020H1含乳脂奶油在奶油产品收入的占比逐年增加，从47.27%提升至65.06%。随着消费升级与应用场景拓展奶油市场规模有望进一步扩大，含乳植脂奶油产品未来仍具增长动力。此外，公司近年来持续丰富水果制品、酱料等产品的品类，水果制品中的新仙尼特级大颗粒芒果果馅获“2019年度广东省食品行业优秀新产品”奖项，2021年新推出的可丝达酱料产品工艺难度较沙拉酱更高，获得市场好评。

图表48:2017-2020H1 公司三类奶油收入比例



图表49:2017-2020H1 公司三类奶油毛利率



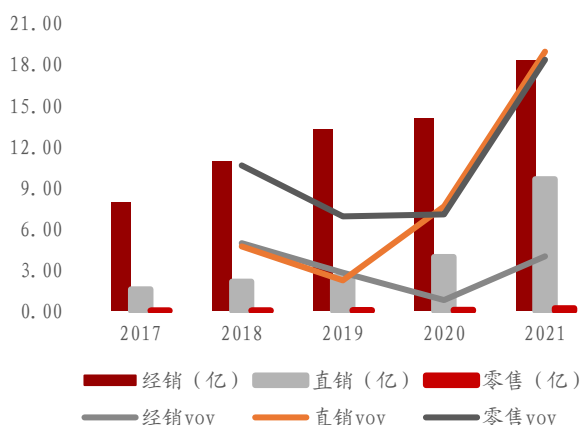
资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

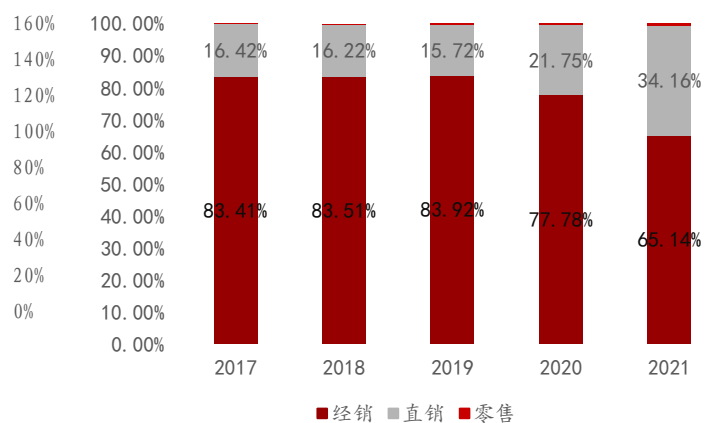
3.3 渠道：小 B 为主大 B 发力，优质服务增强客户黏性

经销直销双重发力，掌握多元化的销售渠道。在销售模式方面，公司以经销模式为主，直销模式为辅，并有少量线上电商及零售业务，其中经销、直销主要针对B端客户，电商及零售主要针对C端客户。目前与公司合作的经销商超过 1,900 家，直销客户超过 450 家。为提高事业部横向协同效率，集约销售资源，提升客户覆盖范围并深挖下沉渠道，公司已在若干区域对销售团队进行融合试点，后续计划及时评估并动态扩大试点范围，以期在销售团队规模优势的基础上通过进一步融合发挥更大效率优势。近年来，三大销售模式收入都呈现稳步增长的趋势，其中直销渠道和零售渠道增速远高于经销渠道，直销和零售收入占比有所提升，经销收入占比有所下降，但经销渠道仍是公司最主要的销售渠道。2021年经销、直销、零售收入分别为18.35亿/9.62亿/0.2亿，营收占比分别为65.14%/34.16%/0.71%。多元化的渠道丰富了公司产品的市场空间，实现渠道与产品的双轮驱动，在当前产品同质化趋势背景下进一步稳固龙头地位。

图表50:2017-2021 年公司各销售模式收入及增速



图表51:2017-2021 年公司各销售模式收入占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

➤ **经销：**公司主要经销商的终端客户以烘焙店为主，2020 H1公司前20大经销商的终端客户中烘焙店的数量为13864家，销售金额为1.13亿元，客户数量和销售金

额占比为98.21%/92.32%。公司产品已进入味多美、好利来、面包新语、一鸣股份等知名连锁烘焙店。近五年前五大经销客户销售金额占营业收入比例逐年下降，说明公司对头部客户的依赖性降低，客户群体覆盖量不断扩大。从数量来看，2019 年全国烘焙店数量达到47.9万家，大量小型企业涌入；从市场集中度来看，2021年CR5仅为11.6%。行业进入壁垒较低，处于完全竞争状态，多数企业规模偏小，具有较强的地域属性。对于小规模烘焙店，如果采用现烤模式，一方面建设投资大且国内人力成本在不断提高，另一方面门店规模偏小较难实现规模效应，对经营成本的把控较为困难。冷冻烘焙食品具有明显的优势：①**省时**：省却配料、调粉、整型等工序的工作时间；②**省工**：因制作程序的省略，技术人员的人工成本大幅度降低；③**省料**：因直接采用半成品(冷冻面团)，无原料损耗，并节省各种材料的屯积及保存。④**省地**：生产车间面积大幅缩减。基于国内烘焙店竞争现状及冷冻烘焙食品的特有优势，随着冷链物流渠道的日益完善和冷冻烘焙产品质量的不断提高，预期烘焙店将持续增加对冷冻烘焙食品的使用，冷冻烘焙食品渗透率有望提高。此外，在餐饮渠道方面，公司已成立专业餐饮渠道推广团队，积极与酒店、自助餐、团膳、餐饮连锁和茶饮连锁等渠道对接合作，相关渠道收入占比出现较为明显提升。在华东疫情期间，公司积极协调受影响区域销售团队开展社区团购工作，以团长为导向组织产品方案，积极打通小区物流难点，在部分疫情影响严重区域实现了逆势增长。

图表52:2020H1 公司前 20 大经销商的终端客户结构

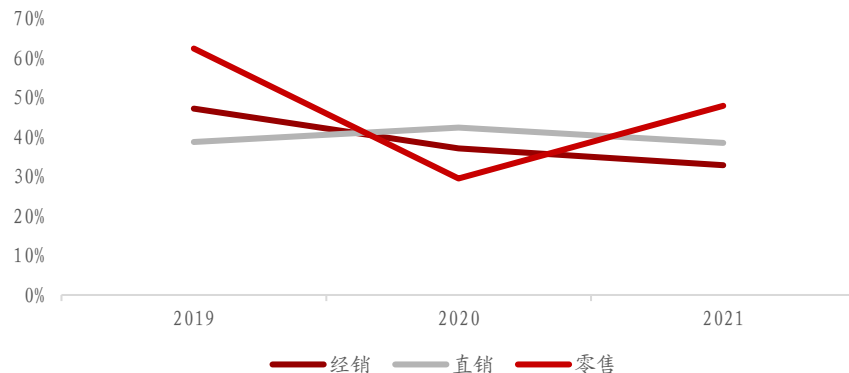
客户类型	数量（家）	占比	金额（万元）	占比
烘焙店	13864	98.21%	11266.42	92.32%
食品加工厂	118	0.84%	705.16	5.78%
餐饮客户	78	0.55%	76.59	0.63%
酒店	38	0.27%	131.75	1.08%
便利店	17	0.12%	18.99	0.16%
饮品店	2	0.01%	4.94	0.04%

资料来源：立高股份招股说明书，万联证券研究所整理

- **直销**：针对部分采购金额较大的客户或拟重点开发的大型、知名客户采取直销方式，由公司统一配送，统一管理。目前公司与包括沃尔玛、山姆、华润万家、家乐福、永辉超市、海底捞、盒马生鲜、幸福西饼等在内的众多大型商超类、连锁餐饮和连锁烘焙店建立了直供关系。相比于众多小型烘焙店，直销类客户的抗风险能力较强，为公司带来稳定、持续增长的销售收入。从数据上看，公司直销渠道收入从 2017 年的 1.57 亿持续攀升至 2021 年的 9.62 亿元，4 年 CAGR 达到 57.43%。直销渠道收入自2019年开始加速上涨，2021 年YOY达到144.43%，为2021年的收入增长贡献了56.44%。近年来，公司积极开拓直销客户，随着山姆会员店发展迅速，公司品牌影响力逐年增强，公司麻薯、瑞士卷等明星产品在山姆会员店销售火爆，山姆会员店对公司的营收贡献持续增长，进一步推动了公司冷冻烘焙食品业绩快速放量。在线上渠道方面，公司目前已同美团、朴朴生鲜等多个主流 O2O 平台建立合作，借助社区电商的力量提高公司产品在消费者的触达力度。

- **零售：**随着冷冻烘焙产品的技术提升，冷冻烘焙食品的应用场景不断拓宽，打开了向C端前行的机会。相比经销和直销，零售模式下的毛利率更高，但目前在公司营收占比较小，因此存在较大的市场潜力。公司的零售业务主要依托于天猫商城开设的自营旗舰店，并于2019年设立了一家自营门店，虽然营收规模较小但呈高速增长态势，2021年YOY达到139.9%。随着互联网社交软件与信息共享的高速发展及冷链物流效率的提升，在家烘焙成为一种时尚，公众对烘焙的热情日趋高涨。同时疫情加速了烘焙在中国家庭的普及程度，也刺激了线上烘焙消费的人数和规模，预期零售渠道收入将持续增长。

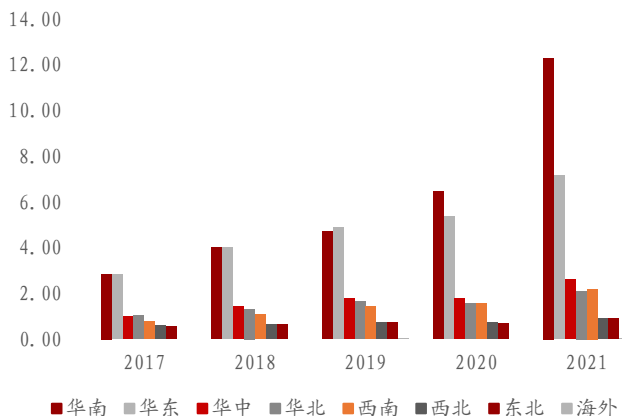
图表53:2019-2021 年公司不同销售模式毛利率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

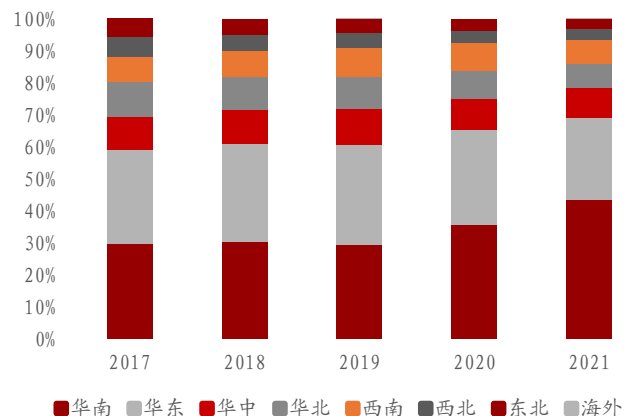
专业团队为客户提供技术支持，客户群体辐射全国各地。在销售服务方面，为了让下游客户更好地了解公司产品应用，帮助其将原料或冷冻食品转化为终端产品，公司建立了专业的技术服务团队为下游客户进行持续的客制化技术指导、培训和服务。截至2021年底，公司销售人员达到1014人，营销网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区，与公司合作的客户超过2700家，服务的终端客户超过5万家。华南地区为公司的最大销售地区，2021年华南地区的销售收入为12.29亿元，营收占比为43.66%。目前华南、华东地区销售占比逐年提升，从2017年的59.16%增至2021年的69.09%。公司通过提供持续而深入的售后服务，一方面建立起了良好的客户关系，树立优质品牌形象，有利于更广泛的新客户群体开拓；另一方面将公司产品与客户终端成品深度绑定，增强了客户黏性，提高其他品牌的替代门槛。

图表54:2017-2021 年公司各地区销售收入（亿元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表55:2017-2021 年公司各地区销售收入占比

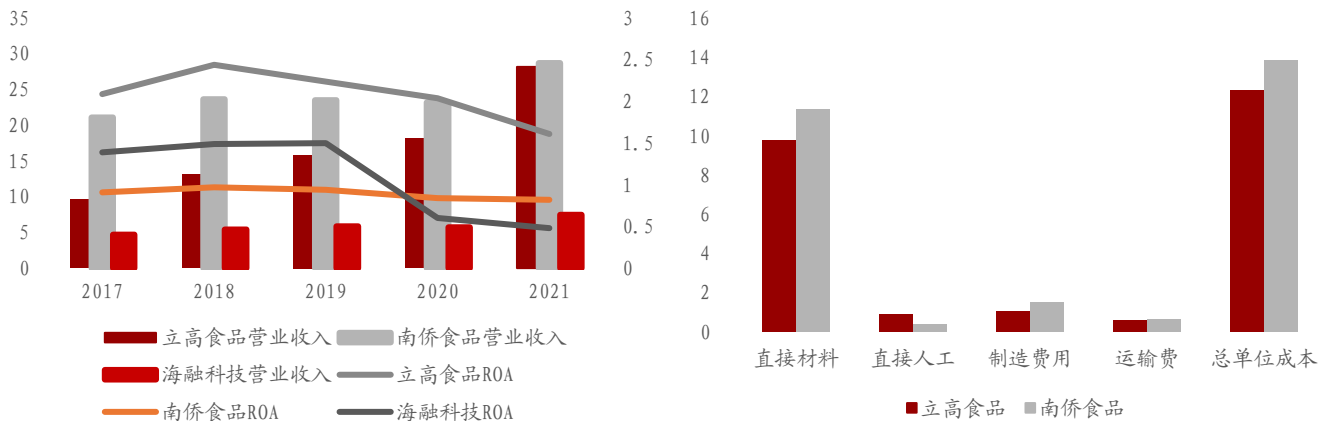


资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

3.4 募投项目增资扩产，巩固市场竞争优势

完成主要市场产能布局，规模效应带来成本优势。截至2021年底，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，华北的河南卫辉等地先后投资建立了五大生产基地七大生产厂区。通过全国性的生产基地布局，公司能够有效满足客户对烘焙产品及时性的要求，提高运营效率，降低物流成本。与南侨股份、海融科技两家同类公司相比，公司的营收排名略低于南侨食品但差距逐年缩小，且公司的近五年年均ROA为2.08%，资产营运效率在三家公司中最高。选取与公司成本结构最为相似的南侨食品进行对比，可以看到公司的总单位成本要整体低于南侨食品，规模效应带来的成本优势显著。

图表56:2017-2021年可比公司营收(亿)及ROA(%) 图表57:2021年公司南侨食品单位成本对比(元/吨)

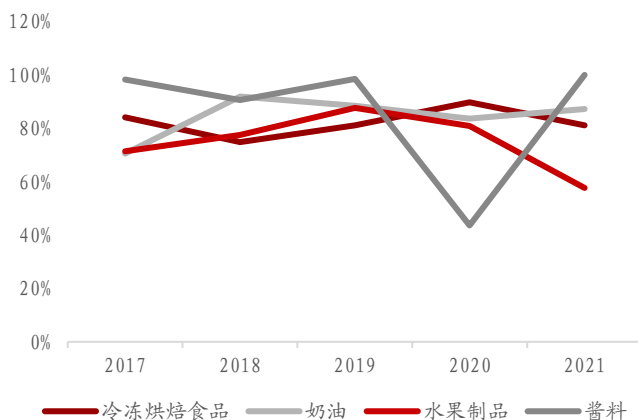


资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

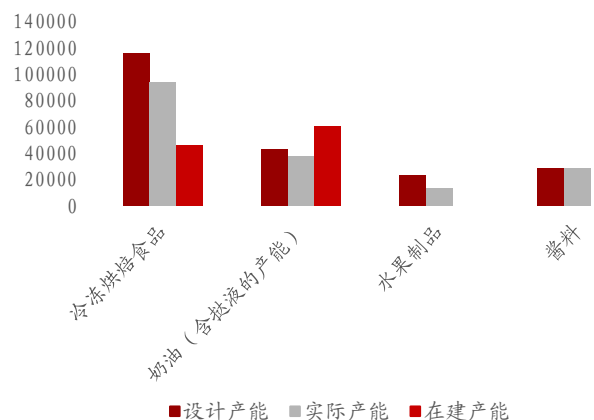
基地扩建缓解产能压力，满足下游市场需求。2021年公司冷冻烘焙食品和奶油的产能利用率分别达到81.13%和87.21%，旺季期间产能利用率将更高。为了进一步巩固公司在烘焙市场的竞争优势，公司未来三年计划利用上市募集资金和自有资金在华南、华东、华北开展产能扩建，并对原有部分产线设施升级改造。目前公司分别有45900吨的冷冻烘焙食品和60000吨的奶油在建产能，在原定的三水生产基地、长兴生产基地、卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产项目中均有涉及。2021年8月，公司变更募集资金共4.37亿元投入“华东生产基地建设及技改项目”建设，以迎合华东区域快速增长的市场需求。随着公司各个生产基地建设计划的实施，未来公司将形成华南、华东和华北三大生产区域，六个大型生产基地的网络化布局，能够有效提升对烘焙消费主战场华南、华东和华北的辐射力度，增强市场竞争力。

图表58:2017-2021年公司各产品产能利用率



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表59:2021年公司各产品产能情况(吨)



资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

图表60: 公司与产能建设相关的募集资金项目情况

项目名称	项目内容	调整后 总投资 额(万 元)	截至期末 累计投入 金额(万 元)	截至期 末投资 进度	项目达 到预定 可使用 状态日 期	达产状态 下项目年 税后净 利润(万 元)
三水生产 基地扩建 项目	构建无菌包装奶油生产线、水果制品生产 线、冷冻烘焙食品生产线、普通奶油生产 线、挞液生产线和相关冷冻及仓储设施。项 目建设工期2年,达产后年产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。	28027.94	10304.90	36.77%	2023年 4月15 日	17201.86
长兴生产 基地建设 及技改项 目	构建冷冻蛋糕生产线、冷冻面包生产线、甜 甜圈生产线、酱料生产线和相关冷冻及仓储 设备,同时对原浙江奥昆挞皮生产线和甜甜 圈生产线进行自动化升级。项目建设工期2 年,达产后年产2.86万吨冷冻烘焙食品 和3.59万吨酱料和馅料。	5522.01	5522.01	100.00%	2023年 4月15 日	13879.69
华东生产 基地建设 及技改项 目	购置先进的烘焙自动化生产线、速冻隧道、 UHT奶油产线等冷冻烘焙食品及配套生产设 备、烘焙原材料(奶油类)及配套生产设 备、烘焙原材料(酱料类)及配套生产设 备;项目建成后可实现年产冷冻烘焙食品 3.78万吨、烘焙食品原材料2.31吨的生产 能力。	43685.15	549.92	1.26%	2023年 8月15 日	13865.64
卫辉市冷 冻西点及 糕点面包 食品生产 基地建设 项目	构建手工挞皮、蛋黄酥、甜甜圈等冷冻烘焙 产线和相关冷冻及仓储设备。项目建设工期 2年,达产后年产2.25万吨冷冻烘焙食 品。	19558.39	19553.92	99.98%	2022年 12月31 日	4645.06

资料来源:公司公告,万联证券研究所整理

3.5 产业链: 上下延伸布局, 推动企业做大做强

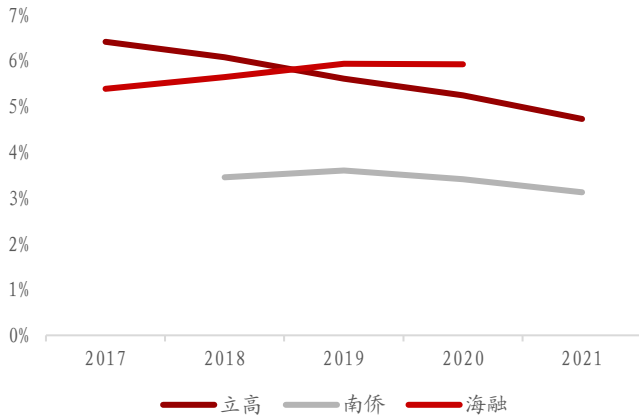
公司深耕冷冻烘焙市场,通过收购或自设延伸产业链,推动企业做大做强。从成立之初的烘焙食品原料业务,延伸至冷冻烘焙半成品、成品业务,再通过向下延伸至冷链物流业务,向上延伸至油脂业务,不断完善企业的产业链布局。

➤ 向下延伸

成立全资冷链物流公司,自有物流有望降低运输成本。公司烘焙食品原料及冷冻烘焙食品一般需要进行低温存储和运输,因此对仓储、物流有着较高的要求。2021年公司通过整合内部物流资源,投资5000万元成立全资的广东致能冷链物流有限公司。致能物流的成立旨在整合公司内部供应链资源,统一管理包括在全国20多个省区设立的22个中转仓、10余个商超仓、自有的各型高标冷藏车近70辆,并建立覆盖生产端、物流端(仓配干)、客户端的全链路冷链温度监控体系。除自有及租赁仓库和自有冷链

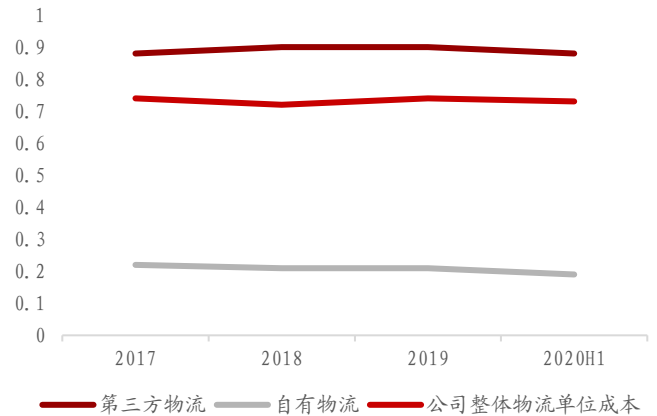
车辆运输外，公司还利用第三方仓储服务和冷链物流。根据招股说明书，第三方物流成本高于自有车辆成本，全资子公司的设立将提升企业运输效率，进一步降低物流费用率。

图表61:2017-2021 年同类公司物流费用率对比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表62:2017-2020H1 公司自有物流与第三方物流单位成本比较 (元/kg)

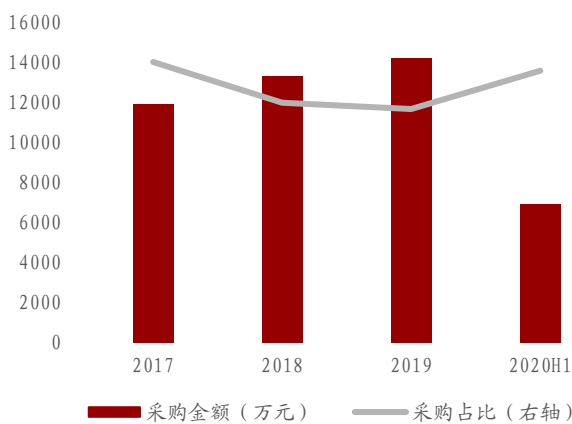


资料来源：公司公告，万联证券研究所

➤ 向上延伸

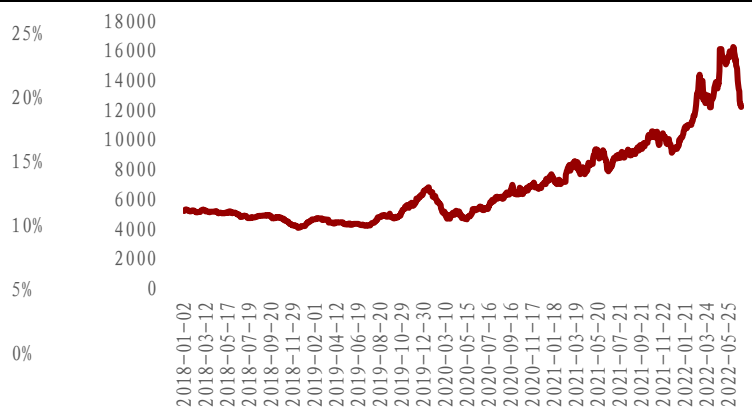
出资5000万设立油脂子公司，防范原材料价格波动风险。2022年6月22日，公司发布公告，拟与董事长彭裕辉、副董事长赵松涛、董事兼总经理陈和军及自然人万建、袁向华、李国荣、冯正坤签署《油脂业务板块投资协议书》，各方共同出资5000万人民币在广州市增城区设立广东立澳油脂有限公司（暂定名），并以此为载体，开展食用植物油、食用动物油、食用油脂制品的生产与销售业务。公司采购的主要原材料有面粉、油脂、糖类、水果等，其中公司所生产的烘焙食品原料和冷冻烘焙食品都需要油脂作为原材料，其在所有原材料中金额占比最大，占到20%左右的份额。2020年疫情爆发以来大宗商品价格不断攀升给公司的营业成本带来较大压力，油脂子公司的设立将提高供应链保障能力，减少原材料价格风险给企业带来的经营不确定性。

图表63:2017-2020H1 年公司油脂采购金额及在原材料采购中的金额占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表64:2018-2022 年我国棕榈油现货价格 (元/吨)



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

股权激励计划层层推进，10年发展之路未来可期。油脂子公司的成立除了可以对冲价格风险外，还签署了业绩考核与激励协定。项目建设期满后，设置2024-2026年三年为油脂公司总经理兼自然人股东万建的业绩考核期。协议约定，如油脂公司达成外部

营收4亿、净利润不低于1亿的业绩考核目标，将无偿向万建转让油脂公司5%（达成单一目标）或10%的股份（达成双目标）。若万建获得相应的激励股权，则其可将所获激励股权中不少于30%的油脂公司股权用于激励油脂公司业务团队的核心骨干成员。核心业务团队的最低限度服务期至2033年底，届时立高可根据实际盈利情况按约定价格向自然人股东收回全部股权。在子公司层面同样运用了股权激励的方式促进管理人员完成经营目标，同时完备的股票回购机制也充分保证了自然人股东的权益，将最大化发挥油脂板块对公司现有业务带来的协同效应。

图表65:2033 年油脂公司回购价格确定方式

序号	条件 1	条件 2	回购价格
1	2033 年度主营业务收入不低于 10 亿元(其中外部销售金额占比不低于 50%)	净利润不低于 1 亿元	被回购股权比例 × 油脂公司 2033 年度净利润 × 7
2	2033 年度主营业务收入不低于 15 亿元(其中外部销售金额占比不低于 50%)	净利润不低于 1.5 亿元	被回购股权比例 × 油脂公司 2033 年度净利润 × 10
3	2033 年度主营业务收入不低于 18 亿元(其中外部销售金额占比不低于 50%)	净利润不低于 2 亿元	被回购股权比例 × 油脂公司 2033 年度净利润 × 15
4	2033 年度主营业务收入低于 10 亿元，或外部销售金额占比低于 50%，或净利润低于 1 亿元	最近一年净利润为正	(被回购股权比例 × 油脂公司最近一年净资产的 1.2 倍) 与 (被回购股权比例 × 油脂公司最近一年净利润的 3 倍) 之二者孰高者
5	2033 年度主营业务收入低于 10 亿元，或外部销售金额占比低于 50%，或净利润低于 1 亿元	最近一年净利润为负	(被回购股权比例 × 油脂公司最近一年净资产) 与 (被回购股权对应实际出资金额) 之二者孰低者

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

4 盈利预测与投资建议

假设条件：从收入的角度来看，2022年疫情影响相对2021年更加严重，由于公司以线下渠道为主，受到的冲击更大，因此预计2022年公司收入增速将明显回落，假设2023年疫情逐步缓解，则增速将逐步回升。**从成本的角度来看**，由于油脂等主要原料价格上涨，虽然公司采取多种措施对冲价格上涨，但2022年的成本压力将比较大，预计2022年毛利率将较2021年下降2-3个pcts，后续将逐步回升。**从费用的角度来看**，需要重点考虑公司实施股权激励方案后产生的费用分摊：根据2021年8月的股权激励方案测算，2021年-2026年将产生总共2.32亿的费用分摊，其中2022-2024年分别为8,308.56、5,479.19、3,549.37万元；根据2022年8月的限制性股权激励计划测算，2022-2027年将产生总共8364.36万元的费用分摊，其中2022-2024年分别为826.62、3,033.02、2,035.58万元。

细分品类来看：

- **冷冻烘焙食品：**始终作为战略重心发展。公司现有挞皮、甜甜圈、麻薯、冷冻蛋糕四大单品，持续为营收做出贡献，公司未来还有能力推出更多爆品。随着冷冻烘焙食品渗透率的提升，将会驱动收入的持续增长，预计冷冻烘焙食品 22-24 年营收增速分别为10%/33%/25%，对应毛利率34%/36%/36.5%。
- **烘焙食品原料：**①**酱料：**公司酱料包括沙拉酱和可丝达酱，其中可丝达酱为21年新推产品，工艺难度更高，主要用于烘焙及食品工业，作为面包和蛋糕的夹馅，酱料是公司烘焙食品原料中增速最快的品类，预计 22-24 年营收增速分别为-8%/25%/18%，对应毛利率 20.5%/21.5%/21.5%；②**奶**

油：奶油为公司原料业务中规模最大发展最成熟的产品，增速比较稳健，未来奶油的增长主要来自于两个方面，一是奶油产品结构从植脂奶油向含乳脂植脂奶油和稀奶油的升级，二是挞液自产后规模和产能的提升，预计奶油 22-24 年营收增速分别为15%/23%/16%，对应毛利率为35%/38%/38%；**③水果制品：**包括果馅、果溶、果泥、饮料浓浆等，其中果馅和果溶用于蛋糕、西点等烘焙食品制作，果泥和饮料浓浆用于冲调果汁等饮品，公司的水果制品主要以果馅和果泥为主，其中果泥由于下游茶饮市场拉动为水果制品主要增长品类，预计水果制品22-24年营收增速分别为-5%/22%/16%，对应毛利率为27%/27.5%/28%。

综上所述，预计公司2022-2024年分别实现营业收入30.73亿/39.89亿/48.90亿，同比+9%/+30%/+23%，毛利率分别为32%/35%/35%。预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.24亿/3.49亿/4.79亿，同比-21%/+56%/+37%，对应EPS分别为1.32/2.06/2.83元/股。

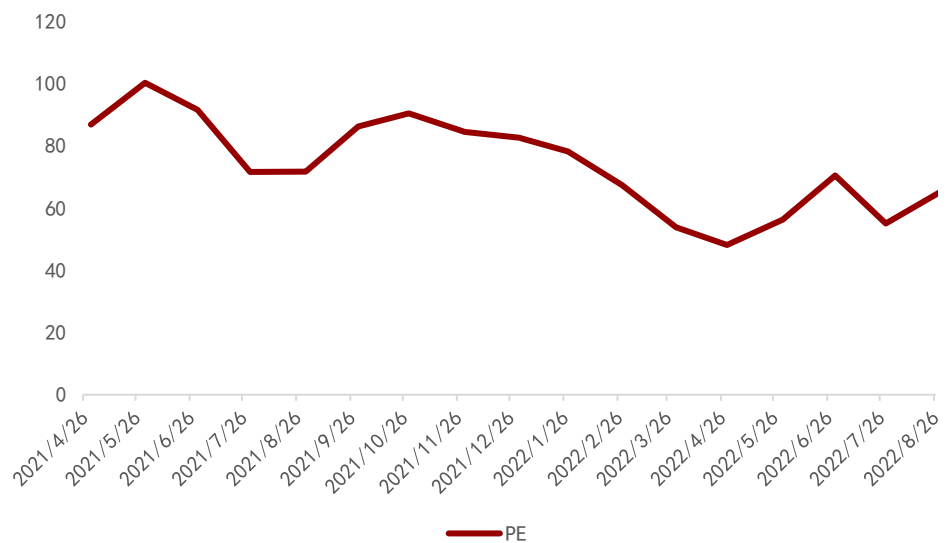
图表66:盈利预测及假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
冷冻烘焙食品：						
营业收入（百万元）	738.46	956.29	1,718.43	1,890.28	2,514.07	3,142.58
yoy	34.26%	29.50%	79.70%	10.00%	33.00%	25.00%
毛利率	41.66%	40.70%	36.59%	34%	36.00%	36.50%
酱料：						
营业收入（百万元）	108.42	137.91	183.66	168.97	211.21	249.22
yoy	13.05%	27.21%	33.17%	-8.00%	25.00%	18.00%
毛利率	41.22%	29.37%	21.82%	20.50%	21.50%	21.50%
奶油：						
营业收入（百万元）	379.97	370.62	470.51	541.09	665.54	772.03
yoy	10.34%	-2.46%	26.95%	15.00%	23.00%	16.00%
毛利率	46.98%	42.45%	38.08%	35.00%	38.00%	38.00%
水果制品类：						
营业收入（百万元）	191.94	168.85	218.28	207.36	252.98	293.46
yoy	10.31%	-12.03%	29.27%	-5.00%	22.00%	16.00%
毛利率	32.75%	26.51%	28.19%	27.00%	27.50%	28.00%
其他业务：						
营业收入（百万元）	1.08	1.31	2.35	3.06	4.58	6.88
yoy	-28.30%	21.07%	79.30%	30.00%	50.00%	50.00%
毛利率	57.62%	65.92%	6.10%	10.00%	10.00%	10.00%
其他烘焙原料：						
营业收入（百万元）		174.71	223.75	261.79	340.33	425.41
yoy		6.62%	28.07%	17.00%	30.00%	20.00%
毛利率		34.32%	32.84%	28.00%	32.00%	32.00%
合计：						
营业收入（百万元）	1,583.73	1,809.69	2,816.98	3,072.54	3,988.71	4,889.58
yoy	20.58%	14.27%	55.66%	9.07%	29.82%	22.59%
归母净利润（百万元）	181.4	232.1	283.1	223.78	349.43	479.30
yoy	246.78%	27.95%	21.98%	-20.96%	56.15%	37.17%
毛利率	41.27%	38.27%	34.90%	32.46%	34.66%	35.03%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

短期来看，下半年疫情较上半年有所缓解，线下烘焙店、商超的消费将逐步复苏；**中期来看**，下游高景气拉动公司增长，叠加公司募投扩产项目落地缓解供给紧张局面、产业链延伸提升经营效率、新品推出和渠道扩容提升渗透率，公司市占率有望逐步提升；**长期来看**，受益于烘焙行业整体扩容，加上冷冻烘焙渗透率逐步提升，公司作为冷冻烘焙行业龙头企业，有望享受行业红利，成长性确定性强。我们选取同样进军烘焙食品行业的4家企业（海融科技、南侨食品、桃李面包、安井食品）作为可比公司。考虑到行业高景气和公司的龙头地位，公司享有一定溢价，给予 23 年 50 倍 PE，目标价 103元，对应目标市值 174亿元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表67:自上市以来后 PE 值



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表68:可比公司估值表比较（截止到 2022 年 8 月 30 日）

股票代码	股票名称	市值 (亿) (原始币种)	EPS (元)			市盈率 PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300915.SZ	海融科技	35	1.25	1.43	1.86	45.79	27.18	20.94
605339.SH	南侨食品	96	0.86	0.87	1.10	38.68	25.76	20.5
603866.SH	桃李面包	187	0.8	0.62	0.73	35.43	22.62	19.36
603345.SH	安井食品	455	2.79	3.44	4.43	61.18	45.09	35.03
002687.SZ	立高食品	141	1.67	1.32	2.06	48.23	61.02	39.07

资料来源: Wind、万联证券研究所整理及预测

注: 除立高食品以外其余 EPS 均为 Wind 一致预测

5 风险提示

(1) 食品安全风险

近年来，消费者对食品安全的要求与日俱增，食品安全问题也日益受到监管部门和社会舆论的高度关注。一旦公司运输、仓储等环节有所疏忽，可能发生食品安全问题，从而对公司的品牌形象以及相关产品的销售造成不良影响。

（2） 冷冻烘焙率提升不及预期

基于近几年国内冷冻烘焙市场需求端的火热，我们预计冷冻烘焙食品的渗透率将会有较大的提升，但可能存在各种因素导致冷冻烘焙渗透率不及预期。

（3） 宏观环境变化致消费需求下降风险

当前我国经济增长速度有所放缓，国际贸易争端也屡见不鲜，新型冠状病毒肺炎等突发疫情的出现，均在一定程度上会影响消费者的消费信心和能力。尤其是新冠肺炎的爆发，导致公司及客户的生产经营被迫阶段性的停滞。若疫情未能得到有效控制，会对公司的长期生产经营产生不利影响。

（4） 原材料价格波动的风险

公司为生产型企业，直接材料成本占比较高，主要原材料为油脂、糖类、面粉等大宗农产品原材料，其价格波动将会影响公司产品的毛利率和经营利润。因此，若未来公司原材料价格发生较大波动，而公司未能采取有效应对措施，将会对公司未来业绩产生较大影响。

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2817	3073	3989	4890
%同比增速	56%	9%	30%	23%
营业成本	1834	2075	2606	3177
毛利	983	997	1382	1713
%营业收入	35%	32%	35%	35%
税金及附加	18	21	26	32
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	365	414	558	685
%营业收入	13%	13%	14%	14%
管理费用	173	230	299	318
%营业收入	6%	8%	8%	7%
研发费用	82	92	118	146
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	-3	-4	-4	-1
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-8	10	14	20
信用减值损失	-5	8	12	15
其他收益	21	18	26	30
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	356	279	436	598
%营业收入	13%	9%	11%	12%
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	353	279	436	598
%营业收入	13%	9%	11%	12%
所得税费用	70	56	87	119
净利润	283	224	349	479
%营业收入	10%	7%	9%	10%
归属于母公司的净利润	283	224	349	479
%同比增速	22%	-21%	56%	37%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	1.67	1.32	2.06	2.83

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.67	1.32	2.06	2.83
BVPS	11.73	12.52	14.54	17.31
PE	49.75	62.94	40.31	29.38
PEG	2.26	-3.00	0.72	0.79
PB	7.09	6.64	5.72	4.80
EV/EBITDA	50.71	37.28	24.81	18.04
ROE	14%	11%	14%	16%
ROIC	14%	9%	13%	15%

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	784	768	518	896
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	200	142	317	246
存货	282	201	411	337
预付款项	33	32	43	50
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	34	51	33	66
流动资产合计	1333	1195	1321	1596
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	525	733	970	1150
在建工程	313	322	357	367
无形资产	156	210	280	342
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	21	21	21	21
其他非流动资产	185	218	268	309
资产总计	2533	2699	3218	3786
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	236	218	334	350
预收账款	0	0	0	0
合同负债	56	63	79	97
应付职工薪酬	72	85	105	129
应交税费	65	74	94	116
其他流动负债	54	73	78	97
流动负债合计	483	514	691	790
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	65	65	65	65
负债合计	547	579	755	854
归属于母公司的所有者权益	1986	2120	2462	2931
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1986	2120	2462	2931
负债及股东权益	2533	2699	3218	3786

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	291	486	301	864
投资	0	0	0	0
资本性支出	-714	-414	-548	-481
其他	2	0	0	0
投资活动现金流净额	-712	-414	-548	-481
债权融资	-40	0	0	0
股权融资	1105	0	0	0
银行贷款增加（减少）	40	0	0	0
筹资成本	-85	-88	-4	-4
其他	-19	0	0	0
筹资活动现金流净额	1000	-88	-4	-4
现金净流量	580	-16	-251	379

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场