

# 立高食品 (300973)

证券研究报告

2024年04月03日

## 冷冻烘焙乘风起势，龙头崛起未来可期！

### 1、冷冻烘焙行业：高速增长的蓝海赛道；梯队差距明显，立高破局立龙头

1) **行业空间**：我们预计 2022-2025 年我国冷冻烘焙市场 CAGR 为 30%，仍处于高速增长阶段，增长驱动包括：

①下游烘焙市场空间大且稳步增长，据欧睿国际，2015-2022 年我国烘焙市场零售额 CAGR 为 8%，2025 年有望超 3000 亿元。②我国冷冻烘焙渗透率较低，有较大提升空间。我国冷冻烘焙渗透率 10%，远低于日本 30%和美国 70%的渗透率，考虑到中国现制烘焙比例高于其他国家，预计渗透率存在较大提升空间。

2) **竞争格局**：我国冷冻烘焙行业仍处于发展早期，集中度不高，多为区域性企业。立高目前为冷冻烘焙行业收入体量最大的龙头企业，高于主要竞争对手惠喜村、鑫万来、新迪嘉不等。近几年行业扩产迅速，但考虑行业整体需求处于高速增长期，且多为区域局部企业和品牌，渠道触达效率不同，短期或有洗牌压力，但全国性价格战可能性不大。

### 2、公司核心优势：多元品类覆盖、全渠道布局、强供应链管理构筑中长期护城河

1) **发展战略**：立高产品线规划完整，品类丰富，具备开拓第二增长曲线和组织进化的能力。2019 年公司提出平台化运营战略，实现产品多样化布局，在产业链延伸的过程中，产品-渠道-服务的闭环模式得到验证。截止 2023H1，公司已形成立高、奥昆、美煌、大佬强、美蒂雅、新仙尼等 27 个品牌，奶油、水果制品和酱料产品的品规总量超 1000 种，能够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，终端客户也从最初的烘焙门店发展到目前的烘焙门店、饮品店、餐饮、商超和便利店。

2) **产品端**：公司坚持大单品战略，通过老品迭代升级+新品持续推广构筑完备产品矩阵，满足客户一站式采购需求。公司对甜甜圈、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，如将挞皮升级为精装葡挞、外延甜甜圈口味等。此外积极推新，2022 年推出的新品及新应用方案 250+ 个，远超 2021 年 50 个方案；2022 年底开始，重点单品依乐斯磷脂植脂奶油、稀奶油 360PRO、机制仿手工蛋挞皮等新品陆续上市，且部分单品动销亮眼。

3) **渠道端**：核心在于传统渠道的维护和新兴渠道的维护能力。传统流通饼房渠道，多以小 B 客户为主，产品品质、服务能力是强化客户粘性的关键要素。公司持续深耕市场，推进渠道下沉，截至 2022 年底，公司经销商超 2200 家，销售人员近千人，营销网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区。此外，公司积极拓展商超、餐饮等新兴渠道，一方面降低单一渠道风险，另一方面有望快速拉动收入增长。2023Q1-Q3，公司传统流通渠道占比约 50%，同比中位数增长；商超渠道占比近 35%，同比增长超 60%；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比超 15%，同比增速超 60%。

4) **供应链**：高效的供应链管理、规模化自动化的高效生产、规模化的配送网络可以构筑成本优势的护城河，进一步对企业经营形成正反馈。①**产能端**：公司产能扩张激进，在行业发展初期抢占市场份额，有望逐步放大规模优势，构筑供应链壁垒。2017-2022 年公司冷冻烘焙产能由 2.1 万吨扩至 10.7 万吨，CAGR 达 33%；2023 年，公司可转债募资 9.5 亿元，拟新建 10.7 万吨冷冻烘焙产能。②**采购端**：规模更大的中游厂商具备更强的议价权，且在摊薄生产成本上也更具优势。此外，2022 年 7 月公司设立广东立高油脂有限公司，未来有望通过原材料的自给进一步控制成本。③**销售端**：公司基于权责一致的原则，梳理调整仓储物流管理体系，明确供应链板块与营销板块在冷链物流、仓储管理等方面的职能边界和协调机制，有望进一步降低物流成本。④**组织架构**：2022 年下半年，公司内部进行组织架构调整，由以前冷冻烘焙、奶油、酱料等事业部各为阵营到成立集团性质的产品中心和研发中心，组织架构层级扁平化，人效有望逐步提升。

3、**盈利预测与估值**：考虑到整体消费环境偏弱，结合公司 23 年业绩预告，我们调整盈利预测。我们预计 23-25 年公司营收为 35.6/43.3/52.0 亿元（前值为 23-24 年 40.3/50.5 亿元），同比增速分别为 22%/21%/20%；归母净利润分别为 0.9/2.9/4.0 亿元（前值为 23-24 年 3.1/4.4 亿元），同比增速分别为 -38%/230%/36%。选取安井食品、三全食品等速冻企业以及南侨食品、海融科技等烘焙原料企业，考虑到冷冻烘焙行业成长红利期、公司成长性较快，给予 24 年 0.65XPEG，目标价 45.71 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示**：原材料价格波动风险、下游销售不及预期、经销商管理风险等

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,816.98	2,910.59	3,562.98	4,326.63	5,198.93
增长率(%)	55.66	3.32	22.41	21.43	20.16
EBITDA(百万元)	483.19	404.59	295.16	550.42	708.12
归属母公司净利润(百万元)	283.10	143.77	89.00	294.06	398.63
增长率(%)	21.98	(49.22)	(38.10)	230.41	35.56
EPS(元/股)	1.67	0.85	0.53	1.74	2.35
市盈率(P/E)	20.27	39.92	64.48	19.52	14.40
市净率(P/B)	2.89	2.71	2.64	2.45	2.25
市销率(P/S)	2.04	1.97	1.61	1.33	1.10
EV/EBITDA	44.27	38.73	18.17	10.03	7.90

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业 食品饮料/休闲食品

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 33.89 元

目标价格 45.71 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股) 169.34

流通 A 股股本(百万股) 71.04

A 股总市值(百万元) 5,738.94

流通 A 股市值(百万元) 2,407.66

每股净资产(元) 13.28

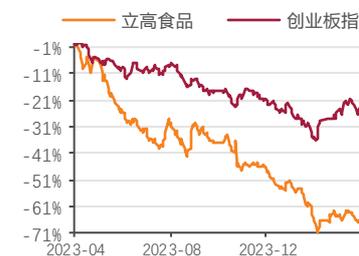
资产负债率(%) 35.63

一年内最高/最低(元) 105.99/27.14

### 作者

陈潇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070002  
chenx@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《立高食品-公司点评:产品矩阵持续扩张，多渠道发力有望全面开花》2023-03-17
- 《立高食品-季报点评:冷冻烘焙延续改善，成本下降预期带来较高弹性》2022-11-02
- 《立高食品-半年报点评:股权激励彰显发展信心，景气提升叠加成本改善带来高弹性》2022-08-30

## 内容目录

<b>1. 公司简介：立足冷冻烘焙蓝海赛道的优质龙头</b>	<b>5</b>
1.1. 公司简介：以奶油业务起家，大力发展冷冻烘焙业务	5
1.2. 发展历程：以奶油业务起家，大力发展冷冻烘焙业务	5
1.3. 管理架构：股权结构清晰；核心高管稳定，多为公司元老	6
1.4. 盈利能力：近五年收入端快速增长；短期业绩受费用投入增加拖累、期待恢复	7
<b>2. 行业分析：冷冻烘焙高速增长，奶油行业结构升级趋势明显</b>	<b>9</b>
2.1. 冷冻烘焙：行业发展初期，成长空间广阔	9
2.1.1. 商业模式本质：供给侧改革下的产业链细化	9
2.1.2. 增长驱动：冷冻烘焙渗透率有较大的提升空间	9
2.1.3. 市场空间：预计 2025 年达 189 亿元，CAGR=30%	11
2.1.4. 竞争格局演变：目前集中度不高，龙头企业优势显著	12
2.2. 奶油行业：规模稳步增长，结构升级趋势明显	13
2.2.1. 市场空间：规模稳步增长；淡奶油占比持续提升，结构升级趋势明显	13
2.2.2. 竞争格局：22 年集中度较高，国外品牌占据主要市场份额	14
2.2.3. 公司战略：重视奶油行业结构升级趋势和客户性价比需求，新品放量迅速	15
<b>3. 核心优势：强研发+全渠道+强供应链，构筑中长期护城河</b>	<b>15</b>
3.1. 发展战略：平台化运营战略，品类多样化布局	15
3.2. 组织及管理架构：精细化管理、深化改革，成长动能有望加速释放	16
3.3. 产品端：中长期护城河在于产品创新和迭代能力	16
3.4. 渠道端：中长期护城河在于渠道开发和维护能力	18
3.5. 供应链：资产周转效率高于同行，供应链壁垒逐步打造	20
3.5.1. 产能端：行业发展初期，公司扩张激进，抢占市场份额	20
3.5.2. 采购端：直接材料占比高，规模优势有望带来更强议价权	21
3.5.3. 销售端：物流模式优化调整，费用率仍有下降空间	21
3.5.4. 杜邦分析法看盈利核心	22
<b>4. 估值及空间</b>	<b>24</b>
4.1. 盈利预测	24
4.2. 可比公司估值	25
<b>5. 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：2017-2023H1，公司分产品收入情况（亿元，左轴）及增速（%，右轴）	5
图 2：冷冻烘焙上下游	5
图 3：立高食品发展历程	5
图 4：公司股权结构（截止 2023Q3）	6
图 5：2017-2023Q1-Q3 公司营业总收入（亿元）及 YOY	7
图 6：2017-2023Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）及 YOY	7

图 7: 2017-2023Q1-Q3 公司毛净利率 (2020 年会计准则变化)	8
图 8: 可比公司 ROE	8
图 9: 2017-2023H1 公司分产品收入 (亿元) 及 YOY	8
图 10: 2017-2023H1 公司分产品毛利率变化	8
图 11: 2017-2023H1 渠道结构	9
图 12: 各个渠道的主要客户情况	9
图 13: 2008-2025E 烘焙整体市场规模 (亿元) 及 YOY	10
图 14: 我国人均烘焙消费量处于较低水平 (人/kg)	10
图 15: 2020 年各国冷冻烘焙渗透率	10
图 16: 2022 年现制烘焙和预包装产品结构	10
图 17: 2022 年各国家或地区烘焙渠道占比情况	11
图 18: 2010-2022 年我国烘焙零售渠道占比变化	11
图 19: 2018-2023 年中国重点企业冷库容量 (万吨)	11
图 20: 2018-2022 年中国冷藏车保有量 (万辆)	11
图 21: 2018-2022 年中国奶油行业市场规模 (亿元) 及 yoy	14
图 22: 2018-2022 年植物奶油和淡奶油产量 (万吨) 及 yoy	14
图 23: 2018-2025 年我国新式茶饮行业市场规模 (亿元) 及 yoy	14
图 24: 2022 年中国奶油行业市场份额预测	14
图 25: 2018-2021 年奶油进口量和国产量占比	14
图 26: 公司冷冻烘焙系列毛利率情况	16
图 27: 公司冷冻烘焙产品结构占比	16
图 28: 2017-2020H1, 公司冷冻烘焙几大品类收入情况 (亿元)	17
图 29: 2017-2019 年, 公司冷冻烘焙几大品类收入复合增速	17
图 30: 2017-2023Q1-Q3 可比公司研发费用 (亿元)	18
图 31: 2017-2022 年可比公司研发人员数量	18
图 32: 烘焙产品下游渠道以小 B 客户为主 (2022 年)	18
图 33: 经销商区域分布情况 (单位: 家; 截止 2020H1)	18
图 34: 持续优化经销商团队数量, 扶持大商, 减少弱商	19
图 35: 立高的销售人员创收能力接近安井食品 (万元/人/年)	19
图 36: 2017-2022 年商超、餐饮等直销渠道占比快速提升	19
图 37: 2017-2022 年直销渠道收入及增速	19
图 38: 行业发展初期, 食品企业大都资本开支先行, 抢占市场份额; 助力收入端持续增长	20
图 39: 2017-2022 年, 公司冷冻烘焙及烘焙原料产能 (万吨)	21
图 40: 2018-2022 年, 公司冷冻烘焙及烘焙原料收入增速	21
图 41: 公司直接材料在营业成本中占比高	21
图 42: 2017-2022Q1-Q3 公司主要原材料采购金额 (亿元)	21
图 43: 安井的运输费用率逐步下降, 2022 年仅为 3%	22
图 44: 立高运输费用率逐步下降, 仍有优化空间	22
图 45: 各家公司 ROE 水平对比	23
图 46: 可比公司总资产周转率拆解	24

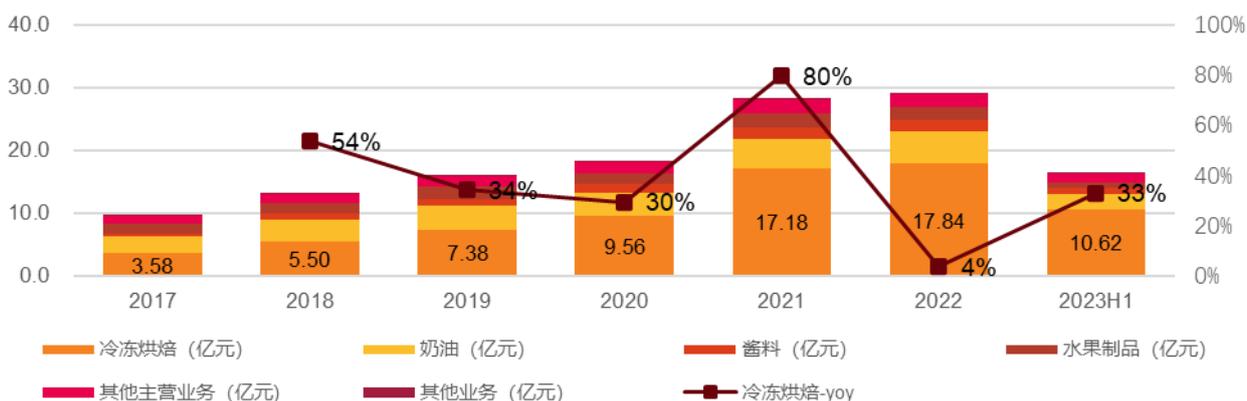
图 47: 公司业绩拆分 (百万元) .....	25
图 48: 公司 PE 处于历史相对底部 .....	26
表 1: 公司高管任职情况 .....	6
表 2: 2022-2025 年我国冷冻烘焙市场规模有较大的成长空间 .....	11
表 3: 冷冻烘焙产线投入高 .....	12
表 4: 冷冻烘焙行业扩产情况 .....	12
表 5: 奶油的分类 .....	13
表 6: 不同奶油产品特征 .....	13
表 7: 立高品牌运营情况 .....	15
表 8: 公司产能扩张情况 .....	21
表 9: 相对估值法 .....	25

## 1. 公司简介：立足冷冻烘焙蓝海赛道的优质龙头

### 1.1. 公司简介：以奶油业务起家，大力发展冷冻烘焙业务

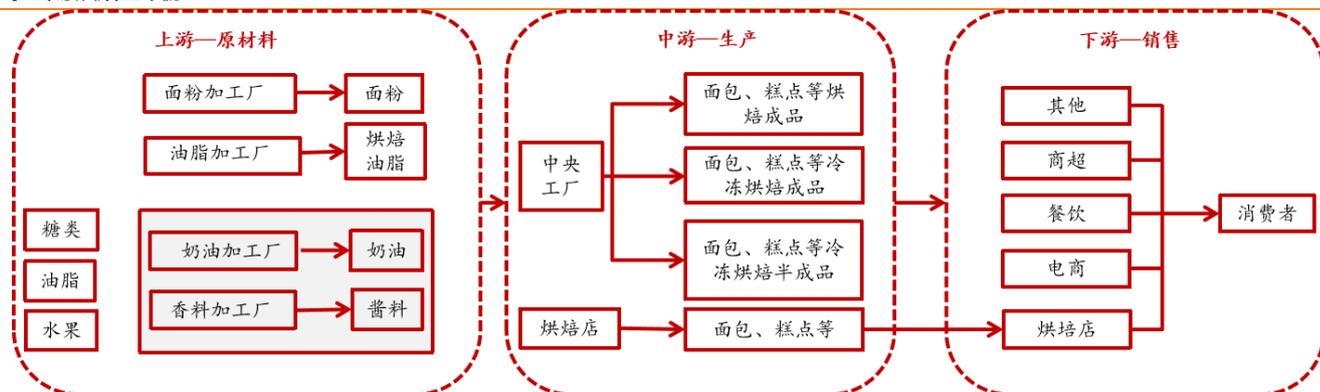
立高食品主要从事冷冻烘焙和烘焙原料业务，位于产业链中上游，为客户设计烘焙食品的应用方案及营销方案，是冷冻烘焙食品综合解决方案提供商。2023H1，分产品看，冷冻烘焙/奶油/酱料/水果制品分别实现收入 10.6/2.4/1.1/0.9 亿元，占比分别为 65%/14%/7%/6%。

图 1：2017-2023H1，公司分产品收入情况（亿元，左轴）及增速（%，右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：冷冻烘焙上下游



资料来源：公司公告，天风证券研究所

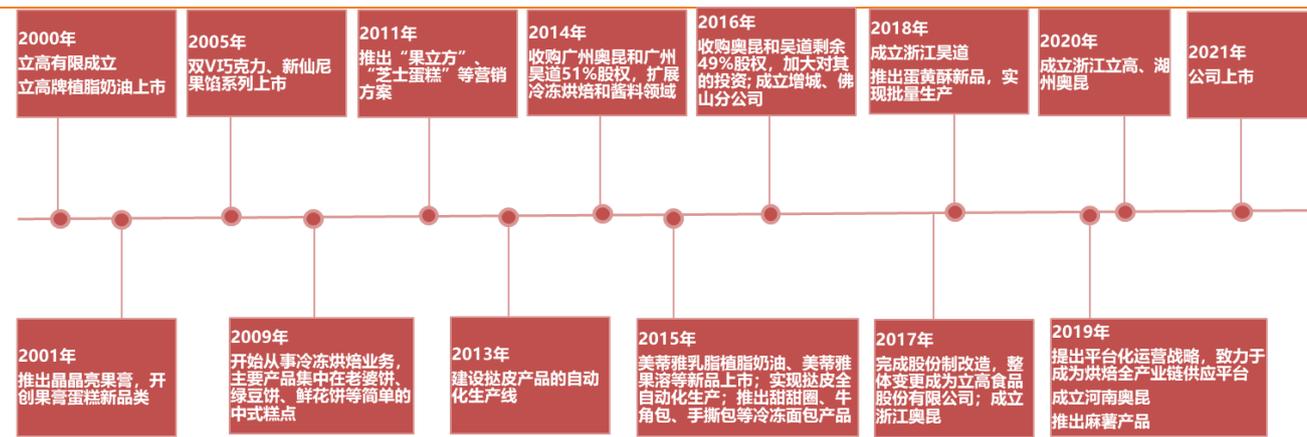
### 1.2. 发展历程：以奶油业务起家，大力发展冷冻烘焙业务

**2000-2014 年：**公司成立于 2000 年，以生产和销售植脂奶油等烘焙业务原料业务起家。通过对产业持续研发升级，推出双 V 巧克力、新仙尼果馅等新品，开发出含乳脂植脂奶油。

**2014-2019 年：**公司向中下游延伸，大力发展冷冻烘焙业务。2014 年公司收购广州奥昆和广州昊道 51% 股权，布局冷冻烘焙和酱料业务；2016 年公司收购广州奥昆和昊道 49% 股权。2017 年公司完成股份制改革。

**2019-至今：**2019 年提出平台化运营；2021 年公司上市，IPO 募集资金主要用于生产基地建设，对甜甜圈、冷冻蛋糕等主要产品扩产，进行泛全国化产能布局。

图 3：立高食品发展历程

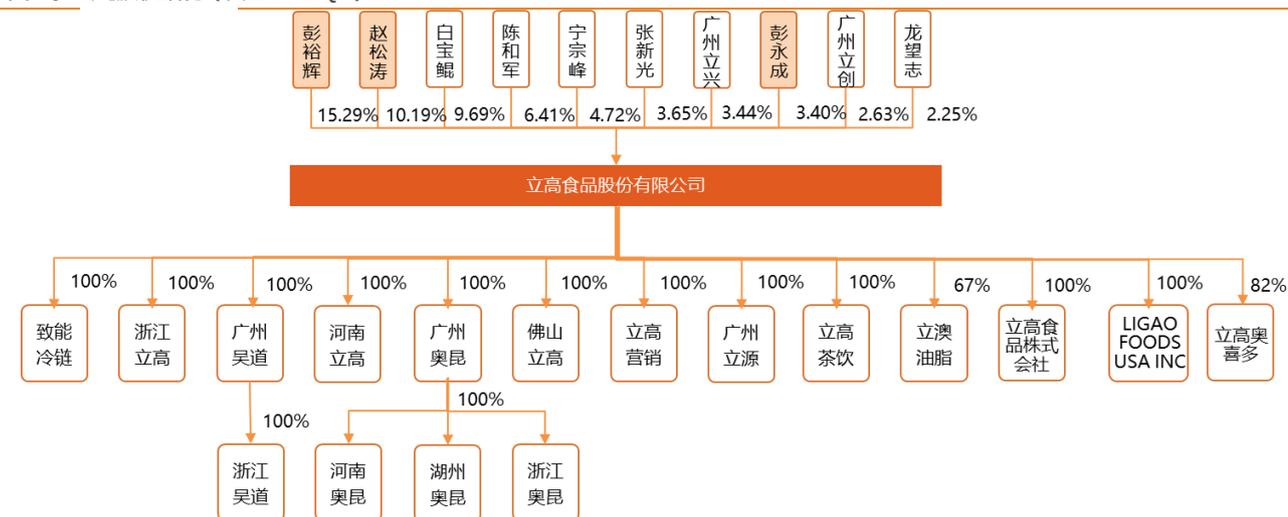


资料来源：公司公告，公司官网，立鼎产业研究院，天风证券研究所

### 1.3. 管理架构：股权结构清晰；核心高管稳定，多为公司元老

彭裕辉、赵松涛、彭永成为公司实际控制人（彭裕辉为公司董事长，彭永成为其父，赵松涛为其姐夫），截止 2023Q3，彭氏家族合计直接和间接持有公司股份约 35%。

图 4：公司股权结构（截止 2023Q3）



资料来源：wind，天风证券研究所

团队稳定，核心高管多为公司元老。董事长彭裕辉深耕食品行业，是多项果馅自动化等新型包装生产线发明人。彭裕辉看好冷冻烘焙及烘焙酱料的远期发展，于 2014 年收购广州奥昆、广州昊道 51% 的股权，2016 年收购剩下 49%。目前陈和军担任立高食品、广州奥昆、河南奥昆总经理；宁宗峰担任广州昊道、浙江昊道总经理。

表 1：公司高管任职情况

姓名	职务	履历	备注
彭裕辉	董事长；佛山立高、广州奥昆、广州昊道、立高茶饮执行董事；立高食品株式会社董事	历任雀巢业务主任、香港屈臣氏华光食品销售经理、增城市金皿食品公司董事等；2000 年创办立高	“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
赵松涛	副董事长；佛山立高总经理；广州奥昆、广州昊道、立澳油脂、奥喜多、立高茶饮监事；美国立高董事长	2001 年进入立高；历任增城市立高食品有限公司副总经理、广东立高食品有限公司副总经理、并曾任职立高食品董事、副总经理	
白宝鯤	董事，广东坚朗五金制品公司董事长、总经理	立高创始人之一	
陈和军	董事、总经理；立高食品、	历任广州乐焙仕食品公司销售经	主持公司冷冻烘焙食品新产品的

**广州奥昆总经理；河南奥昆执行董事、总经理；浙江奥昆、浙江昊道监事**

理；2005 年进入立高担任销售经理；2009-2014 年任美滋煌公司总经  
理；2014 年任广州奥昆监事、经  
理

开发及新工艺的研发工作，牵头组织“港式蛋挞品质升级的研究”、“甜甜圈面团抗老化工艺研究与应用”、“起酥老婆饼的制作及其生产工艺的研究与应用”等多项工艺技术的开发

**刘青珊**

监事会主席、行政经理；佛山立高监事

历任增城市立高食品有限公司行政经理；广东立高食品有限公司行政经理；2017 年 12 月至今任职立高食品行政经理，并先后任职监事、监事会主席

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

### 1.4. 盈利能力：近五年收入端快速增长；短期业绩受费用投入增加拖累、期待恢复

**收入端：**近 5 年收入端快速增长，2017-2022 年归母净利润 CAGR 为 25%；2022 年降速主要系疫情影响下游烘焙和餐饮客流。

**利润端：**2017-2021 年高速增长，归母净利润 CAGR 为 25%。受原料端涨价+新增折旧+股份支付费用拖累，2022 年利润下滑；2023 年业绩受费用投入增加及资产减值等因素影响，预计全年归母净利润 0.8~1.05 亿元，同比下滑 27%~44%；扣非归母 1.2~1.5 亿元，同比增速-15%~+3%。

图 5：2017-2023Q1-Q3 公司营业总收入（亿元）及 YOY



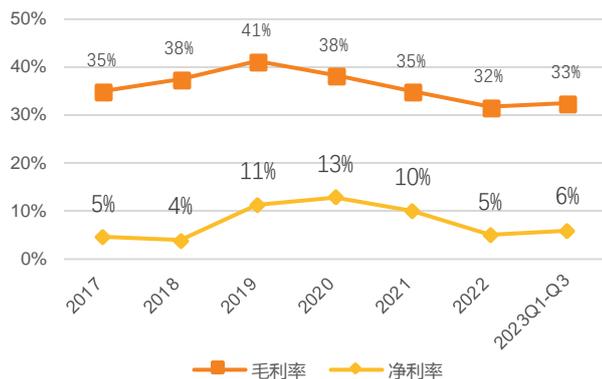
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2017-2023Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）及 YOY



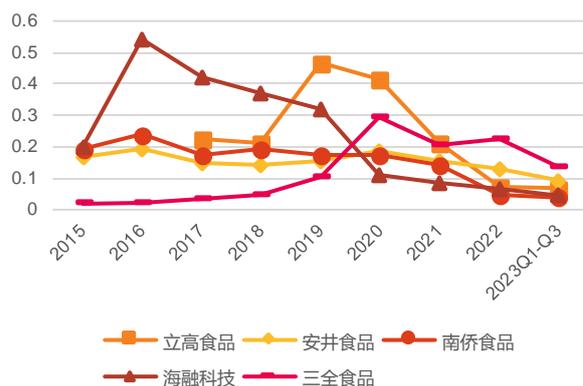
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2017-2023Q1-Q3 公司毛净利率（2020 年会计准则变化）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：可比公司 ROE

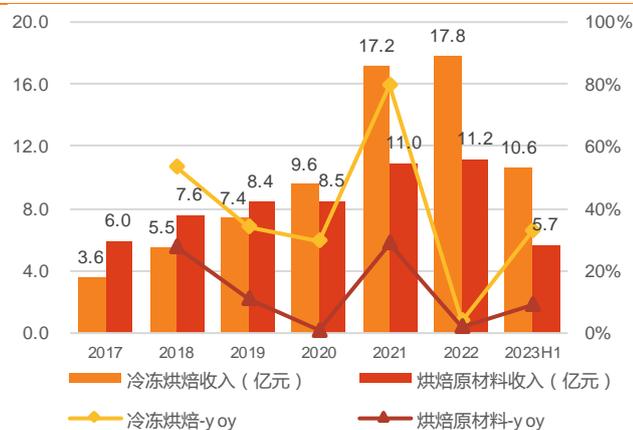


资料来源：Wind，天风证券研究所

**分产品看**，主要包含冷冻烘焙和烘焙原料两大类产品，类型众多，规格多样，产品品规总量超 1,000 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。

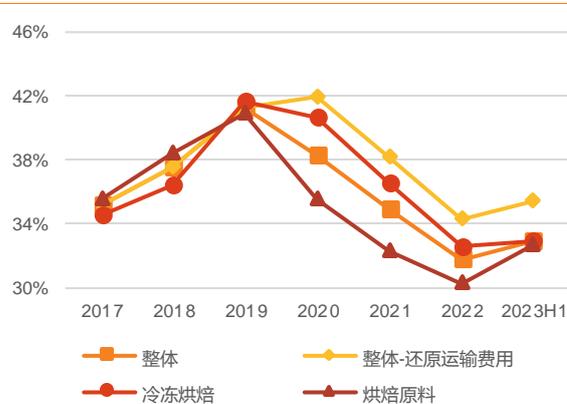
- **冷冻烘焙**：主要包括甜甜圈、丹麦系列（麻薯等）、挞皮、起酥类、饼类、蛋糕系列（瑞士卷等）等，2022 年营收 17.8 亿元，占比 60%+，2017-2022 年 CAGR=38%；
- **烘焙原料**：主要包括奶油（植脂奶油、含乳脂植脂奶油、稀奶油）、水果制品、酱料等，2022 年营收 11.2 亿元，占比近 40%，2017-2022 年 CAGR=13%。

图 9：2017-2023H1 公司分产品收入（亿元）及 YOY



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2017-2023H1 公司分产品毛利率变化

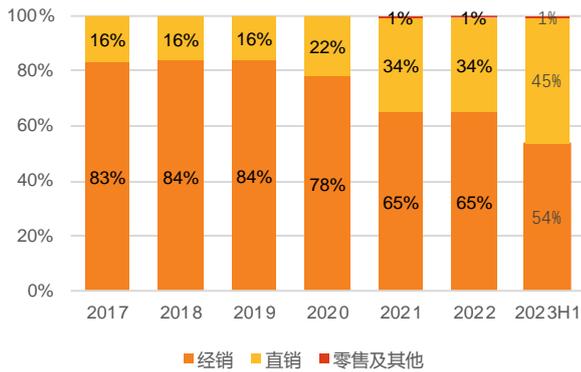


资料来源：Wind，天风证券研究所

**分渠道看**，2021 年之前经销为主，直销为辅；随着商超、餐饮大客户放量，2021 年开始直销渠道占比快速提升。2023H1，经销占比 54%，直销占比 45%。

- **经销**：大量终端客户具有分布分散、单次采购量小、配送时效性要求高的特点，公司可以借助经销商已有的销售网络，提高销售效率；同时公司与经销商一同对终端客户进行技术服务，快速响应终端客户需求，协助产品推广。截至 2022 年底，公司销售人员近千人，营销网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区，与公司合作的经销商超过 2200 家，服务的终端客户超过 5 万家。
- **直销**：客户主要为配送能力较强的大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户。截止 2022 年底，与公司合作的直销客户超过 550 家。

图 11：2017-2023H1 渠道结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：各个渠道的主要客户情况



资料来源：公司公告，企查查，天风证券研究所

## 2. 行业分析：冷冻烘焙高速增长，奶油行业结构升级趋势明显

### 2.1. 冷冻烘焙：行业发展初期，成长空间广阔

#### 2.1.1. 商业模式本质：供给侧改革下的产业链细化

冷冻烘焙本质是现烤烘焙中以供给侧改革进行产业链的细化，是对传统烘焙生产模式的优化与提升。将下游门店的复杂加工工序前置→厨房空间减少带来的房租成本下降，糕点师、厨师等依赖下降带来的人工成本下降，帮助产业链整体提高生产效率和产品质量稳定性。

**产品属性：非核心产品+销售半径短。**1) 主要替代的是下游非核心 SKU。对于烘焙门店而言，核心 SKU 因其引流作用无法剔除；非核心 Sku 多为普适性产品，货值不高，但加工复杂（加工时间长、人力成本高或工艺相对复杂），如蛋挞皮、甜甜圈等；冷冻烘焙通过前置部分生产烘焙过程，缩减门店面积，降低店租成本，提升坪效。2) **销售半径短，对冷链要求高。**相比一般速冻食品对温度控制要求更高，尤其预发酵类冷冻烘焙要求运输、仓储温度必须低于零下 18 度，一旦温度超标，面团就会发酵报废。

#### 2.1.2. 增长驱动：冷冻烘焙渗透率有较大的提升空间

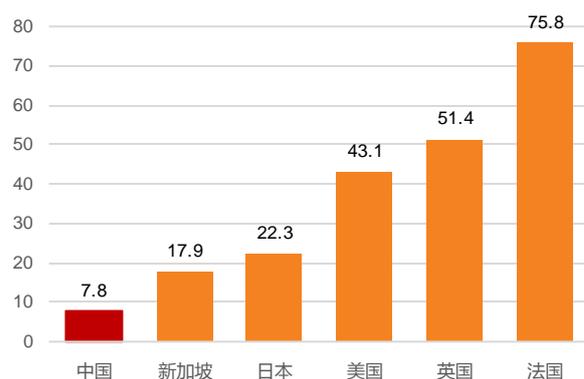
我国下游烘焙市场空间大，仍处于稳步增长阶段。2015-2022 年中国烘焙市场零售额 CAGR 为 8%，高于全球 3%的复合增速，据欧睿国际，预计 2025 年市场规模超 3000 亿元。我国烘焙食品人均消费量低，对标日本，存在 2-3 倍提升空间（餐饮界公众号）。主要提升逻辑在于：1) 消费者消费习惯养成；2) 茶饮、咖啡门店等“烘焙+”新场景拓展；3) 渠道下沉，低线城市烘焙门店数量占比提升。从门店数绝对值来看，广东、江苏、山东稳居前列，再加上河南以及浙江，门店数合计占比 40%+；从门店数年同比增速来看，贵州、宁夏、甘肃、新疆、江西、青海、云南等门店基数较小的地区，2022 年门店数增速较高，超过 10%。

图 13：2008-2025E 烘焙整体市场规模（亿元）及 YOY



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 14：我国人均烘焙消费量处于较低水平（人/kg）

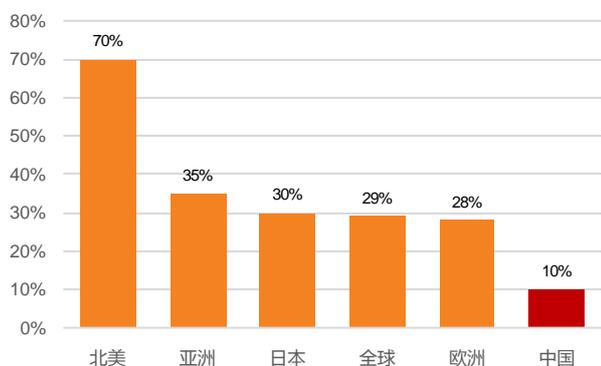


资料来源：餐饮界公众号，天风证券研究所

**我国冷冻烘焙渗透率较低，有较大的提升空间。**我国冷冻烘焙渗透率 10%，远低于日本 30%和美国 70%的渗透率水平，考虑到中国现制烘焙比例高于其他国家，理应出现更高的渗透率水平。

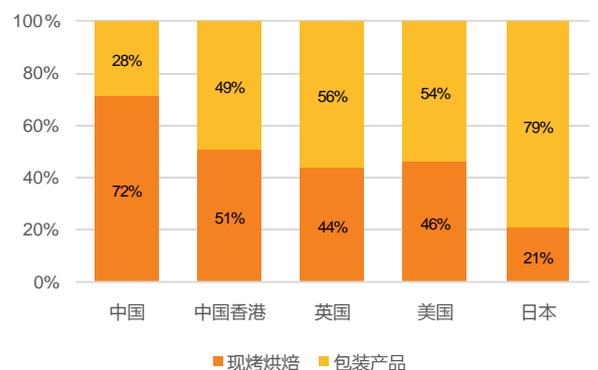
**渗透逻辑：**1) 得益于商超、餐饮等“烘焙+”等消费场景扩容以及冷链物流逐步完善，冷冻烘焙产品渠道覆盖率有望提升；2) 单店冷冻烘焙使用比率提升，核心要解决下游各渠道需求，共通之处在于降本增效。

图 15：2020 年各国冷冻烘焙渗透率



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所（渗透率=冷冻烘焙市场规模/现制烘焙市场规模）

图 16：2022 年现制烘焙和预包装产品结构

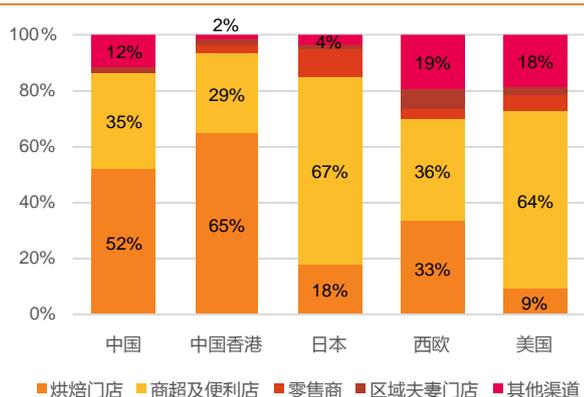


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

**渗透率提升：1) 消费场景扩容+冷链物流完善，冷冻烘焙渠道覆盖率有望提升：**近年来，商超烘焙区、新式茶饮、咖啡门店、餐饮甜点、酒店茶歇等消费场景逐渐被开拓。不同于流通饼房仍需保留核心 SKU，渗透率难以进一步提升，新消费场景的烘焙区往往用作引流、复购或丰富消费场景，不会自建中央工厂也没有专业的面点师傅，我们认为理论渗透率或将更高。

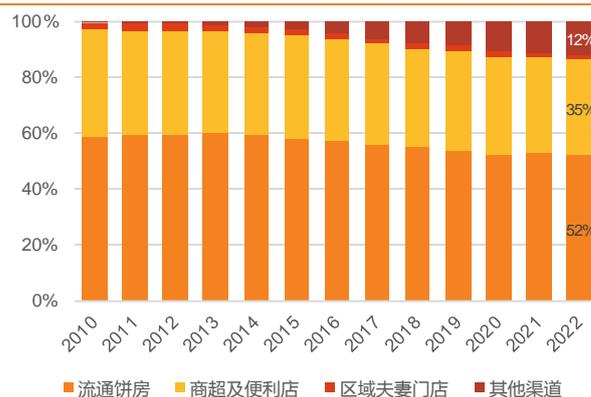
- 对比其他国家，可发现美、日等冷冻烘焙渗透率较高的国家，商超及便利店渠道占比高，主要系商超渠道对冷冻烘焙需求更高。
- 我国主流烘焙渠道仍是烘焙门店，2022 年占比 52%，近十年占比有所下滑；餐饮等渠道占比逐步提升，潜力或待挖掘。

图 17：2022 年各国家或地区烘焙渠道占比情况



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 18：2010-2022 年我国烘焙零售渠道占比变化

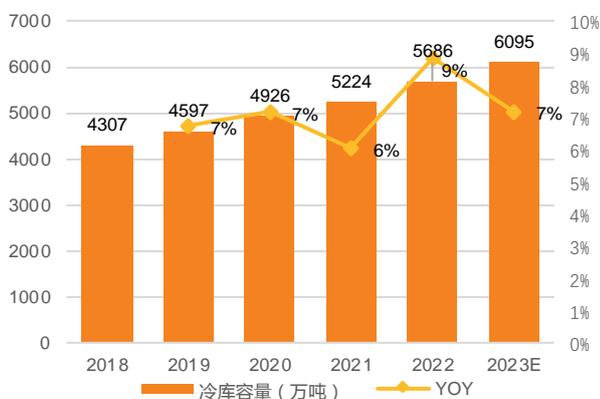


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2) 直击下游痛点，降本增效，单店渗透率有望提升：冷冻烘焙前置部分生产烘焙过程，帮助缩减门店面积和降低人力成本。

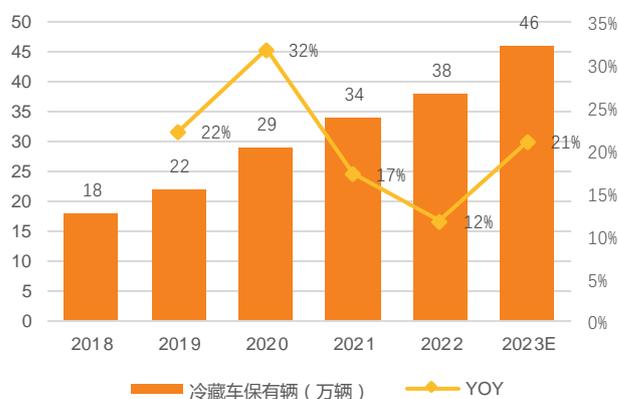
3) 冷冻面团要求在仓储、物流等全流通环节温度可监控及管理，冷链物流发展是冷冻烘焙加速渗透的必要条件。近年来，随着国家骨干冷链物流基地、产地销地冷链设施建设稳步推进，冷链装备水平显著提升。据中物联冷链委及中冷联盟数据显示，2018-2022 年我国重点企业冷库容量从 4307 万吨提升至 6095 万吨，CAGR=7%；冷藏车保有量从 18 万辆提升至 46 万辆，CAGR=21%。

图 19：2018-2023 年中国重点企业冷库容量（万吨）



资料来源：中物联冷链委，中商产业研究院，天风证券研究所

图 20：2018-2022 年中国冷藏车保有量（万辆）



资料来源：中物联冷链委，中商产业研究院，天风证券研究所

### 2.1.3. 市场空间：预计 2025 年达 189 亿元，CAGR=30%

2025 年我国冷冻烘焙市场有望达到 189 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 30%。假设：1) 渗透率：2025 年达到 15%；2) 经销商毛利率为 20%；3) 渠道：2025 年（烘焙店+商超）：其他渠道=75%：25%。

表 2：2022-2025 年我国冷冻烘焙市场规模有较大的成长空间

	2022	2025E
烘焙市场零售额 (亿元)	2519	3152
现制烘焙占比	72%	72%
原料成本占比	50%	50%
渗透率	10%	15%

冷冻烘焙（饼店+商超渠道）市场规模	91	170
倒算出厂口径	76	142
渠道假设：烘焙店+商超：其他	87%：13%	75%：25%
冷冻烘焙市场份额（亿元）	87	189
CAGR		30%

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

### 2.1.4. 竞争格局演变：目前集中度不高，龙头企业优势显著

我国冷冻烘焙行业仍处于发展早期，集中度不高，多为区域性企业。立高目前为冷冻烘焙行业收入体量最大的龙头企业，2022 年冷冻烘焙收入体量达 17.8 亿元，高于主要竞争对手恩喜村、鑫万来、新迪嘉禾等 5~10 亿元左右（数据为 2021 年）的销售规模，也高于在部分特定渠道或特定品类较具竞争力的南侨食品、干味央厨 2 亿元左右的销售规模。

近几年行业扩产迅速，但考虑行业整体需求处于高速成长期，且多为区域局部企业和品牌，渠道触达效率不同，短期行业或有一定的洗牌压力，但难以发生全国性的价格战。

扩产壁垒主要体现在资金端。冷冻烘焙生产设备投入成本高，价格区间基本位于千万级别，对企业的资金要求高。目前行业梯队差异明显，2022 年立高冷冻烘焙收入体量已接近 20 亿元，大多企业集中在 5 亿元以下。一家年收入 5 亿元的中型企业，假设净利率 10%，年均净利 5000 万元，投产能力有限。

表 3：冷冻烘焙产线投入高

建设项目	实施主体	设备购买及安装费用	冷冻烘焙产能	具体产线	产线费用
卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	河南立高、河南奥昆	1.2 亿元	2.25 万吨	丹麦产品生产线	1833 万元
				甜甜圈生产线	1253 万元
				油炸产品生产线	1195 万元
				挞皮生产线	989 万元
				冷冻蛋糕生产线	973 万元
				冷冻面包生产线	783 万元
				手工挞皮生产线	572 万元
				蛋黄酥生产线	375 万元
				曲奇饼干生产线	91 万元

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

**扩产节奏：**2020 年以来，行业多家企业加大资本开支投入冷冻烘焙产线，包括立高（2021、2022 年规划增加 5.9 万吨、10.7 万吨）、恩喜村（2021 年建设新产线，规划增 10 万吨产能）、干味央厨（2023 年规划增 1.2 万吨）、南侨食品（2021 年规划增 1.1 万吨，2022 年开拓第二条产线）。其中，干味央厨、南侨食品扩产绝对值不大，但相比原先自身产能也基本翻倍。

表 4：冷冻烘焙行业扩产情况

	生产基地	现有产能（2022 年）	扩产情况	融资情况
立高食品（奥昆）	广东、浙江、河南	10.9 万吨	2021 年拟扩产 5.9 万吨（预计 2023 年达产）；2022 年扩产 10.7 万吨，预计 2025 年达产。	2021 年，IPO 募资 12.0 亿元 2022 年，拟可转债募资 9.5 亿元
恩喜村	广东、上海		2021 年：东莞工厂投产；上海新工厂成启动建设，拟扩产 10 万吨。	2021 年 11 月，拿到亿滋 1.05 亿元战略融资；2022 年 4 月，获得绝味 1+ 亿元投资
山东高贝	山东		2019 年在山东泰安建厂，投资 4 亿元，占地 100 亩，全自动进口生产线 10 条，年产能 3 万吨。	

新迪嘉禾	浙江	10万吨以上（12条生产线，占地140亩）		
鑫万来	江西九江	年产值8亿元		
干味央厨	河南、安徽	1.4万吨（产量）	2023年定增募资扩产1.2万吨	2023年，定增募资5.9亿元，用于扩充速冻面米制品产能，收购味宝食品80%股权等
南侨食品	广州、上海、天津	0.8万吨	2021年天津+上海产能拟扩产1.1万吨（预计2023达产）；2022年上海开拓第二条产线。	2021年，IPO募资10.8亿元

资料来源：各公司公告，各公司官网，速易冷公众号，食品资源公众号等，天风证券研究所

## 2.2. 奶油行业：规模稳步增长，结构升级趋势明显

### 2.2.1. 市场空间：规模稳步增长；淡奶油占比持续提升，结构升级趋势明显

奶油产品大致可分为淡奶油（又称为“动物奶油”）和植脂奶油（又称为“人造奶油”）两类。动物奶油是从牛奶、羊奶中天然提取的，人造奶油是用植物油加部分动物油、水、调味料经调配加工而成的可塑性油脂品。动物奶油成分以脂肪为主，反式脂肪酸含量低，且口感更好。我国动物奶油以进口为主，再加上其保质期较短，储存成本较高，因此价格较高。人造奶油保质期较长，且稳定性强、易塑型，多用于蛋糕、面包、饼干等烘焙品的制作，市场需求量大；因其人工制作成本较低、反式脂肪酸含量较高，价格较低。

表 5：奶油的分类

种类	原料及工艺	优点	缺点
植脂奶油 (人造奶油)	以水、糖、食用植物油、食用氢化油、乳制品等为主要原料，经过配料、乳化、杀菌、均质、冷却、灌装等工艺制成	口感与动物奶油相似，保质期更长，价格较低，具有良好的打发性、可塑性和操作性，更适用于蛋糕裱花塑形含天然乳脂成分，口感顺滑，可提升终端产品的口感、味道、营养等特性	部分氢化制成的植脂奶油含对人体健康不利的反式脂肪酸
含乳脂植脂奶油	在不含乳脂植脂奶油中添加乳脂成分		
动物奶油	以乳为原料，分离出含脂肪的部分，经加工制成的脂肪含量10%到80%的产品	奶香浓郁、口感细腻，定位高端	打发性、可塑性和操作性差，无法给蛋糕塑形

资料来源：观研报告网，《中国人造奶油行业发展趋势调研与未来前景分析报告（2023-2030年）》，天风证券研究所

表 6：不同奶油产品特征

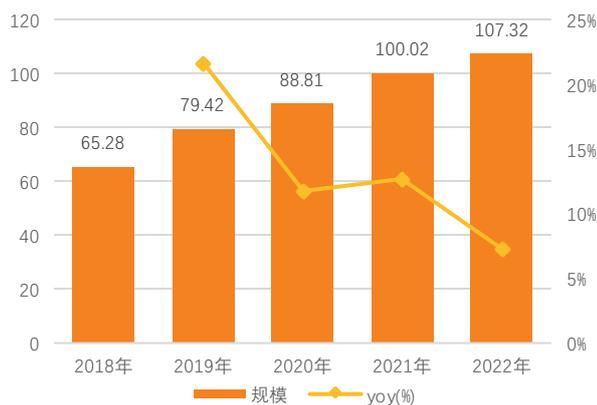
	动物奶油	植脂奶油
原料	主要是牛奶、羊奶	棕榈油、玉米糖浆以及其他氢化成分
性质	稳定性差，不易塑形，打发率低，保质期短	稳定性强，易塑形，打发率高，方便节省原料，保质期长
外观	乳白色，偏黄	亮白色
口感	奶味香，甜度低，口感更好	奶味淡，甜度高
营养	反式脂肪酸小于3%，脂肪含量35%-40%之间	含有大量不能被人体消化吸收的反式脂肪酸，但是高品质植物奶油反式脂肪酸含量低于0.3%
价格	价格较高，多数为进口	价格为动物奶油的一半，品牌众多
应用领域	咖啡，慕斯蛋糕，布丁等	蛋糕，面包，饼干，冰淇淋等

资料来源：观研报告网，《中国人造奶油行业发展趋势调研与未来前景分析报告（2023-2030年）》，天风证券研究所

整体市场规模稳步增长，烘焙、休闲茶饮等消费需求提升有望推动奶油产品增量。2022年我国奶油市场规模 107.3 亿元，2018-2022 年复合增长率 10%。奶油主要用作传统的蛋糕、西点的表面装饰夹馅以及奶茶的配料，随着我国居民饮食结构的变化，蛋糕、面包、奶茶等消费需求提升，进一步带动奶油需求量增加。

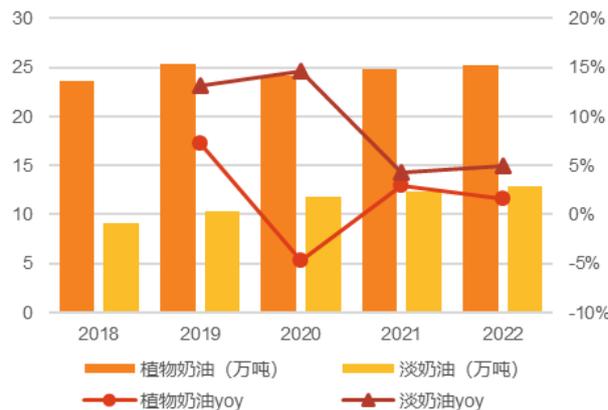
结构升级趋势明显，未来淡奶油占比有望提升。就奶油产量而言，2018-2022 年我国淡奶油产量从 9.1 万吨提升至 12.9 万吨，占比从 28%提升至 34%。随着居民生活水平提高，消费者关注营养及健康，淡奶油占比有望持续提升。据立高公告，近几年 200 元及以下价格带的奶油总量萎缩，300 元及以上的高价值奶油产品需求增长快、盈利好，华东、华南地区的很多高端烘焙店出现非稀奶油不用的现象。

图 21：2018-2022 年中国奶油行业市场规模（亿元）及 yoy



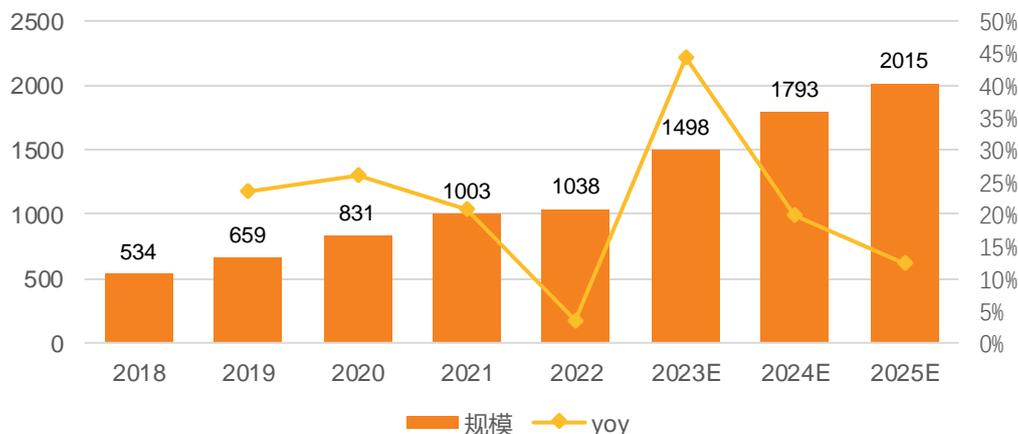
资料来源：全拓数据 (ITTIME 公众号)，天风证券研究所

图 22：2018-2022 年植物奶油和淡奶油产量（万吨）及 yoy



资料来源：全拓数据 (ITTIME 公众号)，天风证券研究所

图 23：2018-2025 年我国新式茶饮行业市场规模（亿元）及 yoy



资料来源：中商产业研究院公众号，天风证券研究所

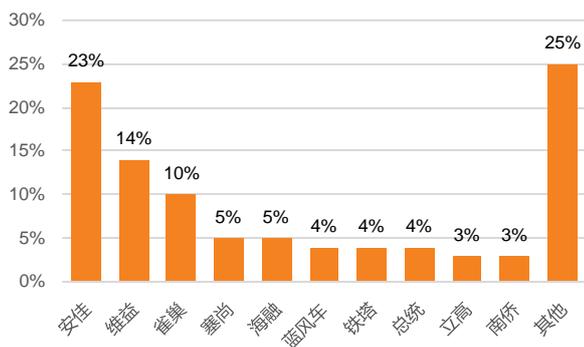
### 2.2.2. 竞争格局：22 年集中度高，国外品牌占据主要市场份额

行业集中度高，国外品牌占据主要市场份额。2022 年，奶油行业 CR3=47%，CR5=57%，市场集中度高。其中，海外品牌安佳、维益、雀巢位列市占率前三，分别为 23%、14%、10%；本土品牌如塞尚、立高、南侨份额占比均较少。

奶油价格带分布较宽，国外品牌以动物奶油为主，奶油定价远高于国内品牌。整体看，进口品牌奶油占据较高的市场份额，但绝对进口量占比基本仅稳定在 25%左右，主要系我国海外进口的奶油产品以动物奶油为主。一般而言，纯动物奶油价格 400 元/箱以上，含乳脂植脂奶油 200-250 元/箱，纯植脂奶油 200 元以内。

图 24：2022 年中国奶油行业市场份额预测

图 25：2018-2021 年奶油进口量和国产量占比



资料来源：观研报告网，《中国奶油行业现状深度分析与未来前景研究报告（2023-2030年）》，天风证券研究所

资料来源：观研报告网，天风证券研究所

### 2.2.3. 公司战略：重视奶油行业结构升级趋势和客户性价比需求，新品放量迅速

公司奶油市占率不高，仍有较大提升空间。2022 年公司奶油收入 5.12 亿元，市占率仅约 5%，有较大提升空间。

产品定位方面，积极布局中高端价格带产品，满足行业结构升级和客户性价比需求。原先立高产品主要在 200 元价格带上下偏中端的乳脂混合奶油，而对于更高端的牛奶奶油、UHT 奶油或纯的稀奶油的布局较弱。公司重视奶油行业的结构升级趋势，自 2022 年底开始决定同时提升冷冻烘焙和奶油两个板块的产品力和销量，连续推出两款奶油新品。

- **依乐斯乳脂植脂奶油**：从混合脂角度实现非常接近稀奶油的口感，同时满足客户获得稀奶油体验和性价比的需求。
- **稀奶油新品**：产品力强，性价比显著，2023 年上市以来销售成果理想。该产品使用海内外优质的乳制品原料，以 300 多元的价格带实现了原来 400-500 元的纯动物脂肪奶油才能达到的口感和风味。一方面，可以替代部分纯动物脂肪奶油需求，另一方面可以引导原先使用 200 多元产品的客户进行产品升级。

## 3. 核心优势：强研发+全渠道+强供应链，构筑中长期护城河

### 3.1. 发展战略：平台化运营战略，品类多样化布局

不同于产品型公司产品相对单一，企业的生命周期和产品的生命周期紧密关联，立高产品线规划完整，品类相对丰富，具备开拓第二增长曲线和组织进化的能力。2019 年公司提出平台化运营战略，实现产品多样化布局，在产业链延伸的过程中，产品-渠道-服务的闭环模式得到验证。截止 2023H1，公司已形成立高、奥昆、美煌、大佬强、美蒂雅、新仙尼等众多品牌，奶油、水果制品和酱料产品的品规总量超 1000 种，能够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，终端客户也从最初的烘焙门店发展到目前的烘焙门店、饮品店、餐饮、商超和便利店。

表 7：立高品牌运营情况

	定位	品牌
立高	定位天然优质烘焙乳品 制造商，以奶油为主，亦包括巧克力、果馅、果酱等烘焙原材料。	
奥昆	定位全品项冻烘焙食品 制造商，包括甜甜圈、挞皮、丹麦类产品等。	
美煌	定位优质烘焙酱料制造 商，沙拉酱、可丝达酱 等烘焙原材料。	

**立高茶饮**

水果制品等果饮系列原材料，包括果泥、浓缩 饮料、纤果泥。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 组织及管理架构：精细管理、深化改革，成长动能有望加速释放

**产品中心：**以各事业部研发技术人员为基础组建集团层面产品中心，分为 50+项目组和**产品委员会**（抽调核心研发、产品和销售人员成立，以对**新品研发立项、评审及奖金设置**进行有效把关），采用项目组研发、产品委员会选品机制。

- **产品项目组：**产品项目组是产品研发最小责任单元，围绕市场需求和消费场景立项，内部包含一定数量的产品经理、研发人员、营销人员等，产品中心负责根据消费需求选品、并评判需求的市场规模，研发后按照标准执行检验，将产品中心推出的新品进行竞争选择。
- **产品委员会：**陈和军总经理亲自领衔产品委员会，也会有资深产品经理和销售同事一起做出综合评估和筛选，新产品上报流程大大缩短，产品内审流程简化，我们认为，此举有望提升公司新品成功上市的可能性。
- **奖金设置：**不再以项目潜在收入规模为唯一考量因素，同时将**新品上市后的长期稳定提成收益**优化为**研发成功后给予在行业内极具竞争力的较高额度奖金**，以解决不同项目组新品研发动力的均衡性，并进一步提高项目组的研发的积极性。
- **研发思路：**① **“老品新作”：**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；② **“新品和新场景创新”：**杂粮奶酪包、丹麦甜甜圈、中式杂粮蛋糕和依乐斯奶油等新品销售表现较为理想，茶饮、自助餐等场景的产品解决方案市场接受度较好。

**营销中心：**公司销售人员不再分事业部，而是将销售职能进行整合，将奶油、冷冻烘焙、酱料等品类共同进行销售，有助于提高客户的广度和深度，同时也能提升人员的运营效率。2022 年湖南已试点，2023 年继续完善其他地区。以湖南试点为例，1-7 月份表现来看累计下滑的，8 月份持平，9 月已获得一定增长。

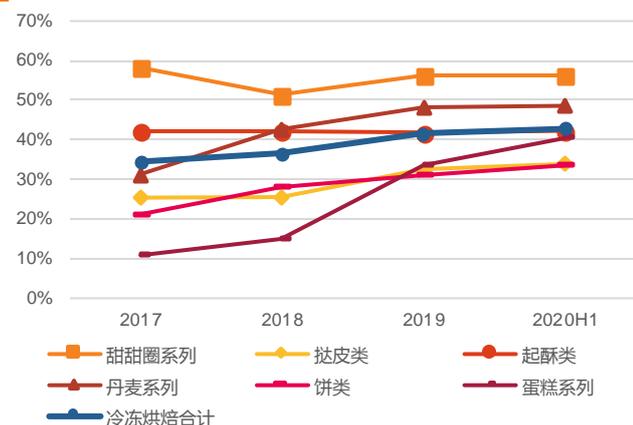
**供应链中心：**数字化方面，公司启用“兴高采链”系统，实现“政策全自动”、“交易全透明”，提升整体运营效率，赋能经销商。

### 3.3. 产品端：中长期护城河在于产品创新和迭代能力

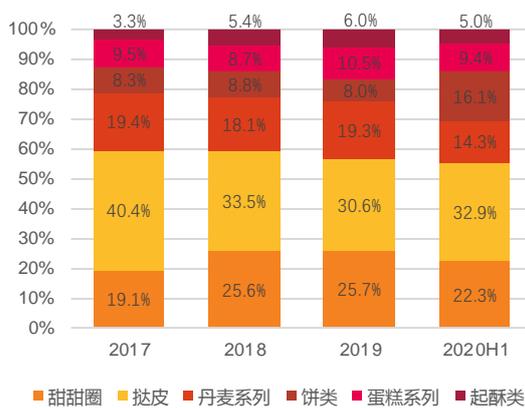
我们认为，下游烘焙产品具有以下特点：1) 单个产品创收存在天花板；2) 低端产品易被模仿，稀释盈利。针对以上两点，优质供应商需要具备的特质包括：1) **产品迭代与创新能力。**需不断开发新品，通过产品迭代，克服老品难以支撑公司收入高速增长的问题。高频率的创新要求供应商具备洞察市场需求的能力，离不开持续的研发投入和长期的经验积累。此外，对比可以发现，烘焙产品的整体研发壁垒要高于其他速冻产品；2) **技术突破，提高产品附加值和模仿壁垒。**无酵母的饼类、挞皮类初级产品对运输要求低，行业参与者较多，行业竞争多集中在低端产品。而丹麦类、起酥类等酵母类产品，对生产、运输、终端使用均要求更高，产品力强的企业不仅可以占据市场份额，毛利率也相应较高。

图 26：公司冷冻烘焙系列毛利率情况

图 27：公司冷冻烘焙产品结构占比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司坚持大单品战略，通过老品迭代升级+新品持续推广构筑完备产品矩阵，满足客户一站式采购需求。截止 2023H1，公司奶油、水果制品和酱料产品的品规总量超 1000 种，较行业内大多数公司具有明显的多样化优势。

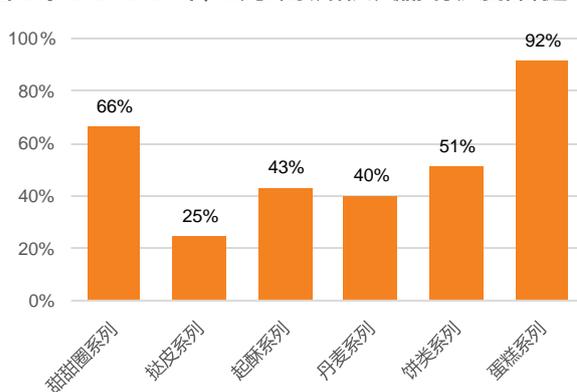
**选品策略：生命周期长、下游覆盖面广的大单品。** 1) **老品**：挞皮、甜甜圈是公司两大单品。挞皮是公司最早推出的明星产品之一，2020 年老品升级为精装葡挞。甜甜圈凭借出众的口感，推出后迅速打响名声，后续外延出原味、蓝莓馅、草莓馅三种口味。2) **新品**：公司积极推新，从需求端发掘机会，带动公司收入提升。2019 年公司推出麻薯产品，通过调整配方和优化生产工艺，解决了机械化生产和长时间冷冻储存后，产品出油导致没有膨胀力的问题，实现了大规模的工业化推广，2020 年发力迅速，单品销售额超 1 亿元，2021 年估计贡献营收超 3 亿元。2022 年推出的新品及新应用方案为 250+ 个，远超过 2021 年年均 50 个方案；公司持续创新，2022 年底开始，重点单品依乐斯乳脂植脂奶油、稀奶油 360PRO、机制仿手工蛋挞皮等新品接续上市，且部分单品动销亮眼。

图 28：2017-2020H1，公司冷冻烘焙几大品类收入情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 29：2017-2019 年，公司冷冻烘焙几大品类收入复合增速

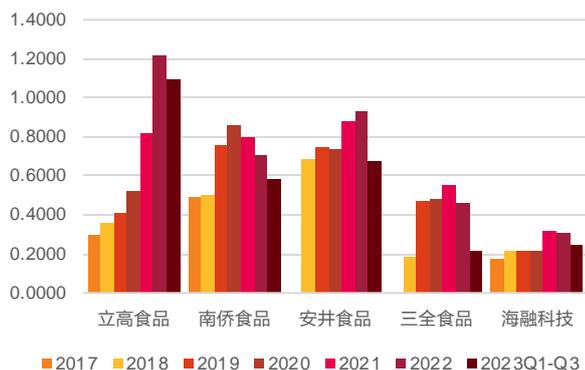


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司研发实力突出，积极进行配方、设备、工艺创新，为新品开发保驾护航。

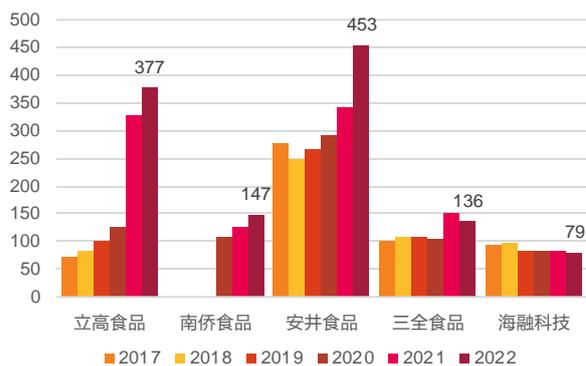
公司研发人员逐渐增加，从 2017 年的 71 人增加到 2022 年的 377 人；研发费率保持前列，公司的研发费用快速增长，2017-2022 年 CAGR 达 33%，2022 年研发费用率 4.2%。①具备独特和创新的产品配方及大规模生产工艺；②在核心环节对关键生产设备进行大量适应性的自主改造，并对生产线的布局和生产设备间的协同进行自主调整。不断总结生产经验，对生产线和生产设备进行多次迭代升级，使得公司新产线在佛山三水、浙江长兴生产基地投产后产能得以迅速释放。

图 30：2017-2023Q1-Q3 可比公司研发费用（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：2017-2022 年可比公司研发人员数量



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

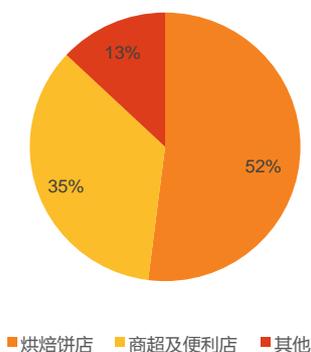
### 3.4. 渠道端：中长期护城河在于渠道开发和维护能力

下游烘焙市场以小 B 客户为主，小 B 客户的特点在于分布分散、单次采购量小、配送时效性要求高。我们认为烘焙产品终端加价率高，价格并非唯一考虑因素，产品品质、服务能力也是强化客户粘性的关键要素。

- **产品品质：**1) 具备量产和品控能力；2) 自动化程度高；3) 产品矩阵丰富。
- **服务能力：**1) 高频配送；2) 密切跟踪终端客户需求，为客户提供产品后期加工的技术指导。

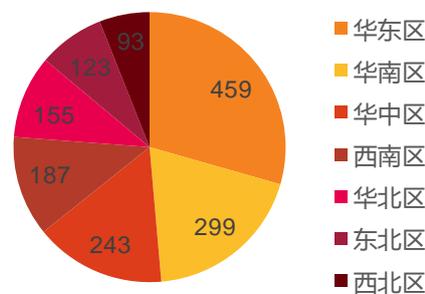
**优质供应商需要具备的特质：**1) 建立庞大的经销商体系：一方面覆盖更多区域的终端客户，另一方面，实现渠道下沉，开拓二三线乃至乡镇市场。2) 自建销售团队：以强大的销售团队为支撑，持续开拓市场实现更多品类的渗透，以及不断维护客户强化渠道粘性。

图 32：烘焙产品下游渠道以小 B 客户为主（2022 年）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 33：经销商区域分布情况（单位：家；截止 2020H1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 传统渠道加速下沉，全国化的营销网络初步构建。

- **渠道下沉：**烘焙市场正在加速往低线城市倾斜，根据中物联食材供应链分会，三线及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%。截止 2019 年上半年全国终端已达 50 万家门店左右，2022 年底公司覆盖超过 5 万家，还有大量的空白市场等待开拓。
- **营销网络全国化：**截至 2022 年底，公司销售人员近千人，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 2800 家，服务的终端客户超过 5 万家。
- **持续优化经销商团队数量，扶持大商，减少弱商。**2022 年经销商销售金额平均约 85 万元/家，2017 年仅为 46 万元/家，提升明显。

- **自建销售团队，主要用以拓展新客户和产品线。**截止 2022 年末，立高拥有销售人员 929 人，可比公司南侨食品 438 人，而速冻食品龙头安井食品销售人员多达 3885 人。从人均创收来看，2022 年立高销售人员人均创收 313 万元，逐年增长，基本与安井接近，但低于南侨，主要系南侨的经销渠道占比（2022 年，56%）远低于立高（2022 年，65%）和安井（2022 年，80%）。
- **精细化运营，高频服务客户，打造渠道粘性。**1) 销售人员上门提供专业技术指导，像冷冻烘焙食品的后期加工和应用、蛋糕裱花装饰等；2) 挖掘客户需求，打造更为丰富的销售场景；3) 开展线上线下大规模服务活动，创建行业交流平台，高效服务。

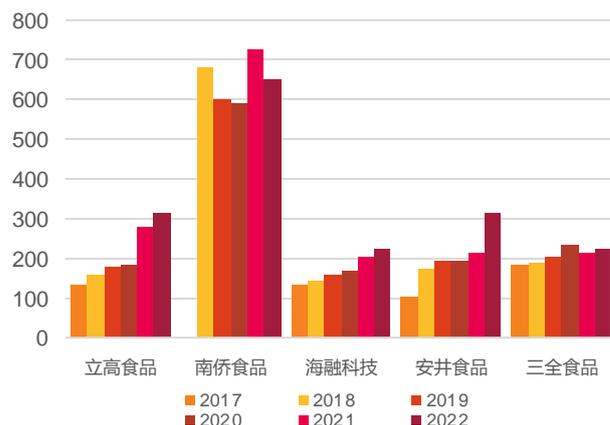
图 34：持续优化经销商团队数量，扶持大商，减少弱商



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2021 年公司经销商数量未披露，采用 2021H1 经销商数量计算；2022 年经销商数量超 2200 家，采用 2200 计算。

图 35：立高的销售人员创收能力接近安井食品（万元/人/年）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所（销售人员人均创收=当年公司收入/销售人员数量）

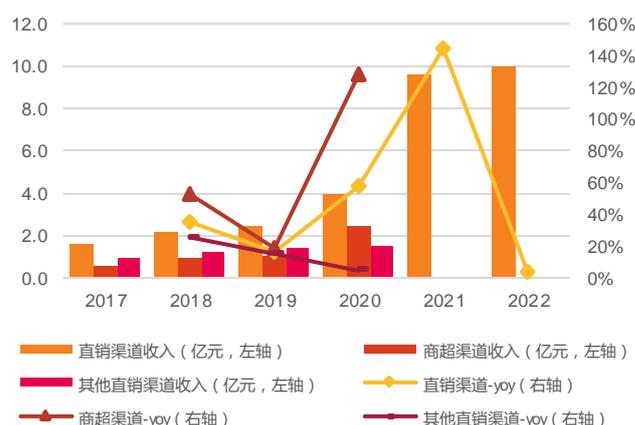
**加速多元化渠道布局。公司在精耕传统渠道基础上，积极拓展商超、餐饮渠道，新兴渠道占比快速提升。**2023Q1-Q3，公司传统流通渠道收入占比近 50%，同比中个位数增长；商超渠道占比近 35%，同比增长超 60%；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比超 15%，同比增速超 60%。

- **降低单一渠道的风险：**商超渠道客户粘性更强，一般情况下不会轻易更换供应商。
- **新兴渠道放量有望快速拉动收入增长：**1) 商超烘焙区 SKU 数量少，以大单品放量模式快速周转；2) 很多商超（山姆等）采用全国门店统一集采的方式，保持产品的稳定性。一旦成为供应商，单个订单会贡献较大增量。以麻薯为例，2020 年，公司麻薯产品在沃尔玛快速放量，商超渠道实现放量增长，2020 年商超渠道同比增长 128%。

图 36：2017-2022 年商超、餐饮等直销渠道占比快速提升



图 37：2017-2022 年直销渠道收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.5. 供应链：资产周转效率高于同行，供应链壁垒逐步打造

#### 3.5.1. 产能端：行业发展初期，公司扩张激进，抢占市场份额

对比食品行业龙头，行业发展初期大多资本开支先行，通过高效的供应链管理、规模化自动化的高效生产、规模化的配送网络构筑成本优势的护城河，进一步对企业经营形成正反馈。

图 38：行业发展初期，食品企业大都资本开支先行，抢占市场份额；助力收入端持续增长

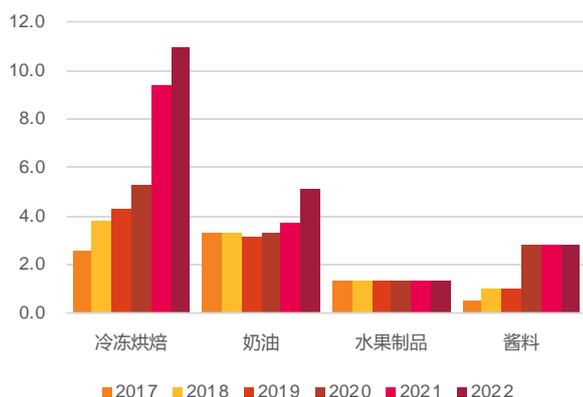
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>安井食品</b>												
收入 (亿元)	12.2	14.3	17.9	22.2	25.6	30.0	34.8	42.6	52.7	69.7	92.7	121.8
yoy		17%	25%	24%	15%	17%	16%	22%	24%	32%	33%	31%
资本性支出 (亿元)	1.1	1.9	1.7	2.7	2.2	2.5	3.0	4.6	6.1	7.0	9.1	10.7
yoy		69%	-11%	57%	-17%	11%	20%	53%	33%	15%	31%	18%
固定资产+在建工程 (亿元)	2.0	3.6	5.2	7.0	9.4	10.8	12.4	15.6	20.0	24.1	32.1	41.0
yoy		80%	46%	34%	34%	15%	14%	26%	28%	21%	33%	28%
<b>立高食品</b>												
立高食品							9.6	13.1	15.8	18.1	28.2	29.1
yoy								37%	21%	14%	56%	3%
资本性支出 (亿元)							0.9	1.0	1.0	1.6	7.1	5.8
yoy								13%	4%	50%	359%	-19%
固定资产+在建工程 (亿元)							1.7	2.4	2.8	3.7	8.3	11.8
yoy								40%	18%	31%	121%	42%
<b>桃李面包</b>												
桃李面包	12.0	15.3	17.6	20.6	25.6	33.1	40.8	48.3	56.4	59.6	63.4	66.9
yoy		28%	15%	17%	25%	29%	23%	18%	17%	6%	6%	6%
资本性支出 (亿元)	1.7	1.3	2.0	2.6	3.2	4.4	4.0	4.0	8.9	8.9	11.2	9.0
yoy		-24%	54%	31%	22%	38%	-9%	0%	126%	0%	25%	-19%
固定资产+在建工程 (亿元)	3.7	4.4	4.9	6.7	8.4	10.7	12.6	14.2	18.2	24.1	34.0	39.0
yoy		20%	11%	38%	26%	27%	18%	12%	28%	32%	41%	15%
<b>伊利股份</b>												
伊利股份	374.5	419.9	477.8	544.4	603.6	606.1	680.6	795.5	902.2	968.9	1,106.0	1,231.7
yoy		12%	14%	14%	11%	0%	12%	17%	13%	7%	14%	11%
资本性支出 (亿元)	37.9	31.0	32.4	39.5	36.5	34.2	33.5	50.9	92.4	65.2	66.8	66.5
yoy		-18%	4%	22%	-7%	-6%	-2%	52%	82%	-29%	2%	-1%
固定资产+在建工程 (亿元)	62.6	86.2	104.1	118.9	140.6	153.3	144.8	151.4	173.6	244.5	287.6	330.9
yoy		38%	21%	14%	18%	9%	-6%	5%	15%	41%	18%	15%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司产能扩张激进，一方面解决前期产能不足、掣肘销售增长的问题；另一方面，有利于放大规模优势，构筑供应链壁垒。

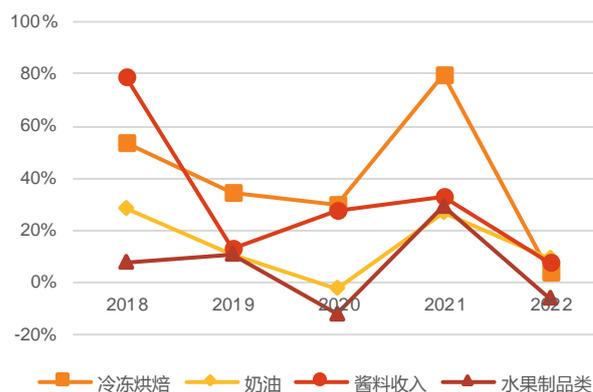
- **产能梳理：**2021 年，公司 IPO 募资 12.0 亿元，主要用于扩建广东三水、浙江长兴（后更为华东生产基地）、河南卫辉三大生产基地，拟增加 5.92 万吨冷冻烘焙、6 万吨奶油、2.7 万吨水果制品、3.59 万吨酱料和馅料制品。2023 年，公司可转债募资 9.5 亿元，拟新建 10.7 万吨冷冻烘焙产能，达产后可贡献收入 17.9 亿元。

图 39：2017-2022 年，公司冷冻烘焙及烘焙原料产能（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 40：2018-2022 年，公司冷冻烘焙及烘焙原料收入增速



资料来源：wind，天风证券研究所

表 8：公司产能扩张情况

项目名称	预算数（亿元）	建设产能	工程累计投入占预算比例（截止 23 年 6 月）	预计投产时间
立高食品总部生产基地	7.0	冷冻烘焙：10.7 万吨		2025 年
华东生产基地	4.4	冷冻烘焙：2.86 万吨；酱料和馅料：3.59 万吨	22.93%	2025 年 8 月
卫辉生产基地	2.0	冷冻烘焙：2.25 万吨	99.49%	2021 年 12 月
三水生产基地	2.8	奶油（含挞液）：6 万吨；水果制品：2.70 万吨；冷冻烘焙：0.81 万吨	84.14%	2025 年 5 月

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.5.2. 采购端：直接材料占比高，规模优势有望带来更强议价权

**采购环节：**规模更大的中游厂商具备更强的议价权，且在摊薄生产成本上也更具优势。此外，2022 年 7 月公司成立广东立澳油脂有限公司，通过原材料的自给进一步控制成本。

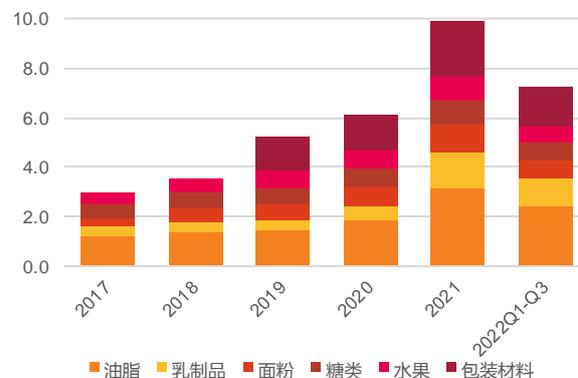
公司成本构成中，直接材料占比为 80%左右，对毛利率影响较大。采购的主要原材料包括油脂、乳制品、面粉、糖类、水果、包装材料等，2021 年在直接材料中占比分别为 22%、10%、8%、7%、6%、16%。

图 41：公司直接材料在营业成本中占比高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：2017-2022Q1-Q3 公司主要原材料采购金额（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.5.3. 销售端：物流模式优化调整，费用率仍有下降空间

**运输环节：**公司采取自建+第三方物流的形式控制物流成本。冷冻烘焙食品及烘焙食品原料一般需要零下 18℃存储和运输，属于食品行业中对仓储、物流要求相对较高的细分行

业。公司建立了专业的冷链物流公司（2021、2022 年分别成立广东致能冷链和广州致能冷链公司），在全国设立中转商以配合货物的调配，截至 2023H1，已设置近 30 个冷链配送中心，物流网络覆盖 300 余地级市和 2000 余区县。

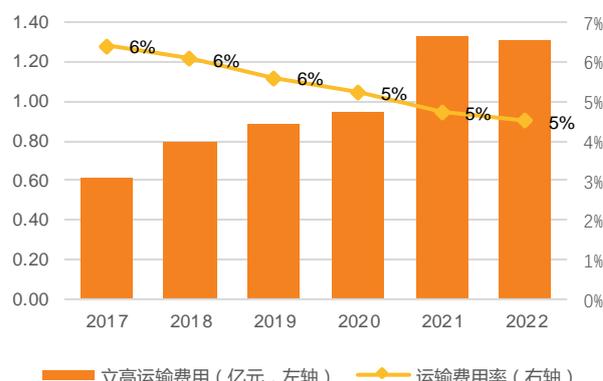
**物流模式优化调整，物流费用率有较大的下降空间。**原先，针对烘焙原料，主要采用广东省内自有车辆配送（覆盖半径 300 公里），省外自有车辆+三方物流公司结合配送；针对冷冻烘焙，采用厂区及各地仓库至客户处自有车辆配送，厂区及各仓库之间的干线运输及少量偏远地区由三方物流配送。2021 年底，公司将冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的物流资源进行了整合，针对从厂区及各地仓库至客户处的物流“小批量、多频次”的特点，通过冷冻烘焙食品及烘焙食品原料拼车运输的方式进一步降低物流成本。比较立高与安井的运输费用率，安井逐步下降并稳定在 3%左右，立高运输费用率逐年下降至 5%，仍有进一步优化空间。

图 43：安井的运输费用率逐步下降，2022 年仅为 3%



资料来源：wind，安井食品公告，天风证券研究所

图 44：立高运输费用率逐步下降，仍有优化空间



资料来源：wind，立高食品公告，天风证券研究所

### 3.5.4. 杜邦分析法看盈利核心

公司 ROE 水平整体较高，优于可比公司；2021 年以来有所下降。2019-2020 年，公司 ROE 水平突出，主要来源于较高的净利率水平、优秀的资产周转率和一定的财务杠杆。2021 年以来 ROE 水平受损，主要系：①股权募资后，总资产周转率有所下降；②股权激励费用投入（2021/2022 占当年营收的 1.0%/2.5%）及产能爬坡带来的净利率下滑。

图 45：各家公司 ROE 水平对比

ROE									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
立高食品			23%	21%	47%	41%	21%	7%	
安井食品	17%	19%	15%	14%	16%	19%	16%	13%	
南侨食品	19%	24%	17%	19%	18%	17%	14%	5%	
海融科技	20%	54%	42%	37%	32%	11%	8%	7%	
三全食品	2%	2%	4%	5%	10%	29%	21%	23%	
净利率									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
立高食品			5%	4%	11%	13%	10%	5%	
安井食品	5%	6%	6%	6%	7%	9%	7%	9%	
南侨食品	13%	15%	10%	12%	13%	14%	13%	6%	
海融科技	6%	15%	15%	13%	13%	15%	15%	11%	
三全食品	1%	1%	1%	2%	4%	11%	9%	11%	
总资产周转率									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
立高食品			2.09	2.44	2.24	2.04	1.61	1.08	
安井食品	1.33	1.30	1.22	1.09	1.03	1.09	1.17	0.98	
南侨食品	0.79	0.89	0.91	0.97	0.94	0.84	0.82	0.69	
海融科技	1.51	1.52	1.39	1.49	1.50	0.60	0.48	0.52	
三全食品	1.15	1.20	1.23	1.23	1.21	1.23	1.10	1.05	
权益乘数									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
立高食品			2.35	2.02	1.69	1.49	1.28	1.34	
安井食品	2.56	2.47	1.92	2.23	2.07	1.93	1.71	1.36	
南侨食品	1.83	1.74	1.94	1.52	1.44	1.49	1.29	1.28	
海融科技	2.87	2.12	1.99	1.71	1.56	1.13	1.15	1.19	
三全食品	2.04	2.17	2.18	2.24	2.37	2.00	2.04	1.94	

资料来源：wind，天风证券研究所

公司的资产经营效率处于可比公司优秀水平。2017-2020 年，公司总资产周转率维持在 2 以上，远高于行业其他公司；2021-2022 年以来，公司快速扩产，资产周转率略有下降，但仍处于领先水平。中长期看，立高供应链壁垒、市场份额稳固后，资产周转率有望逐步回升，修复整体 ROE 水平。

- **固定资产周转率：**随着长兴、三水、卫辉以及立高总部等生产基地相继投产，公司固定资产周转率存在短时下滑。考虑到目前行业处于发展初期，大量资本开支进行扩产有一定必要性。随着产能爬坡以及下游需求快速恢复，产能利用率提升；叠加公司地位稳固后或具备提价能力，固定资产周转率有望逐步回升。
- **存货周转率：**公司存货周转率优于可比公司，反映了较强的库存管理能力。其中发出商品占比约 10%，大部分客户以签收确认收入，发货至签收 1-7 天；部分商超客户及规模较大的连锁烘焙 1 个月左右。
- **应收账款周转率：**和下游渠道结构相关，公司采用经销为主、直销为辅的销售模式，对下游的占款能力较强。2021 年以来，随着商超等直销渠道放量，占比快速提升，应收账款周转率有所下滑。

图 46：可比公司总资产周转率拆解

总资产周转率									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
立高食品			2.09	2.44	2.24	2.04	1.61	1.08	
安井食品	1.33	1.30	1.22	1.09	1.03	1.09	1.17	0.98	
南侨食品	0.79	0.89	0.91	0.97	0.94	0.84	0.82	0.69	
海融科技	1.51	1.52	1.39	1.49	1.50	0.60	0.48	0.52	
三全食品	1.15	1.20	1.23	1.23	1.21	1.23	1.10	1.05	
固定资产周转率									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
立高食品			7.61	7.65	6.55	6.50	6.91	4.41	
安井食品	3.44	3.18	3.28	3.36	3.63	3.93	3.76	3.90	
南侨食品	3.55	3.81	2.55	2.13	2.21	2.18	2.71	2.73	
海融科技	5.60	5.43	6.13	7.53	6.63	5.57	6.89	7.57	
三全食品	3.40	3.68	3.87	3.62	3.60	4.12	4.02	4.29	
存货周转率									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
立高食品				7.38	7.80	8.68	8.68	6.69	
安井食品	3.22	3.30	3.33	3.18	2.70	3.02	3.52	3.43	
南侨食品	5.09	4.96	4.54	4.58	4.48	4.20	4.36	3.98	
海融科技	6.44	6.63	6.46	6.58	5.88	4.66	4.16	3.63	
三全食品	4.12	3.74	3.44	3.50	3.21	3.73	4.09	4.30	
应收账款周转率									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
立高食品			16.20	21.84	22.36	18.74	17.99	12.51	
安井食品	26.62	31.23	31.58	36.77	36.79	26.84	20.82	19.07	
南侨食品	11.58	12.98	13.54	14.76	15.58	15.41	15.33	13.67	
海融科技	22.76	25.94	24.74	23.21	23.18	22.64	25.13	24.20	
三全食品	11.40	11.90	13.05	14.02	17.19	21.80	19.43	18.65	

资料来源：wind，天风证券研究所

## 4. 估值及空间

### 4.1. 盈利预测

**收入端：**1) **冷冻烘焙业务：**公司冷冻烘焙业务高速发展，商超、餐饮渠道持续拓展，我们预计 2023-2025 年冷冻烘焙业务收入增长分别为 21%、25%、23%。2) **烘焙原料业务：**奶油行业处于高端化国产替代期，公司稀奶油高速增长，有望量价齐升；酱料有望受益渠道融合带动销量增长；水果制品伴随茶饮市场的快速增长，拥有较大的空间。考虑到 2023 年需求端疲软，基数较低，我们预计 2023-2025 年烘焙原料业务收入增速分别为 23%、17%、17%。

**利润端：**1) **成本端：**考虑到原材料价格有所回落叠加产能利用率提升有望优化公司制造费用率，预计毛利率存在提升空间；2) **费用端：**公司加强内部管理及改革，推进物流权责一致，人效有望提升、仓储物流费有望下行，整体费用率存在优化空间。

考虑到整体消费环境偏弱，结合 23 年公司业绩预告，我们调整盈利预测。我们预计 23-25 年公司营收为 35.6/43.3/52.0 亿元（前值为 23-24 年 40.3/50.5 亿元），同比增速分别为 22%/21%/20%；归母净利润分别为 0.9/2.9/4.0 亿元（前值为 23-24 年 3.1/4.4 亿元），同比增速分别为 -38%/230%/36%。

图 47：公司业绩拆分（百万元）

百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1583.73	1809.69	2816.98	2910.59	3562.98	4326.63	5198.93
yoy	21%	14%	56%	3%	22%	21%	20%
毛利率	41%	38%	35%	32%	32.5%	32.8%	33.3%
冷冻烘焙收入（百万元）	738.46	956.29	1718.43	1783.88	2161.26	2702.66	3324.27
yoy	34.3%	29.5%	79.7%	3.8%	21%	25%	23%
毛利率	41.7%	40.7%	36.6%	32.6%	31.6%	31.9%	32.6%
奶油（百万元）	379.97	370.62	470.51	512.61	653.27	773.80	916.57
yoy	10.3%	-2.5%	27.0%	8.9%	27%	18%	18%
毛利率	47.0%	42.5%	38.1%	35.2%	40.3%	40.8%	41.4%
水果制品（百万元）	191.9	169.0	218.3	204.5	241.9	272.8	304.6
yoy	10.3%	-12.0%	29.2%	-6.3%	18%	10%	12%
毛利率	32.8%	26.5%	28.2%	29.0%	31.5%	31.8%	31.2%
酱料（百万元）	108.4	138.0	183.7	197.4	232.1	275.6	321.5
yoy	13.1%	27.3%	33.1%	7.5%	18%	19%	17%
毛利率	41.2%	29.4%	21.8%	20.6%	23.8%	23.4%	23.3%
其他烘焙原料（百万元）	163.9	174.5	223.8	205.0	266.5	293.2	322.5
yoy	11.0%	6.5%	28.3%	-8.4%	30%	10%	10%
毛利率	36.2%	34.3%	32.9%	28.6%	28.0%	28.5%	28.5%
其他收入（百万元）	1.1	1.3	2.4	7.1	7.8	8.6	9.5
yoy	-28.3%	21.1%	79.3%	203.3%	10%	10%	10%
毛利率	55.8%	61.5%	5.8%	52.7%	55%	55%	55%

资料来源：wind，天风证券研究所

## 4.2. 可比公司估值

选取安井食品、三全食品等速冻企业以及南侨食品、海融科技等烘焙原料企业，考虑到冷冻烘焙行业成长红利期、公司成长性较快，给予 24 年 0.65XPEG，目标价 45.71 元/股，维持“买入”评级。

表 9：相对估值法

	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		2022- 2025CAGR	PEG
		2022	2023E	2024E	2025E	2024E	2025E		
安井食品	259	11.0	15.6	18.3	23.1	14	11	28%	0.51
南侨食品	74	1.6	2.3	3.5	4.5	21	16	41%	0.52
海融科技	29	0.9	0.9	1.3	1.7	23	17	23%	1.00
三全食品	108	8.0	8.3	9.1	10.0	12	11	8%	1.55
平均值						18	14		0.89
立高食品	57	1.44	0.89	2.94	3.99	20	14	40%	0.48

资料来源：wind，天风证券研究所（数据截止 2024 年 4 月 2 日，安井食品、盈利预测选用天风证券外发报告，其他公司选自 wind 一致预期）

图 48：公司 PE 处于历史相对底部



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

### 1) 原材料价格波动风险

公司为生产型企业，直接材料成本占比较高，主要原材料为油脂、糖类、面粉等大宗农产品，其价格波动将会影响公司产品的毛利率和经营利润。因此，若未来公司主要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。

### 2) 下游销售不及预期

近年来，公司潜心研发的甜甜圈、挞皮、麻薯、含乳脂植脂奶油等产品取得了市场的认可，销售规模快速提升，已经成为公司收入增长的主要来源。随着经济的发展和消费升级，消费者自身对产品口味、营养价值等方面的需求偏好也在发生转变，若公司未能根据市场需求的变化及时对产品做出调整，主要产品可能无法继续得到消费者的认可，将会导致主营业务收入下滑，进而对经营的持续发展造成不利影响。

### 3) 经销商管理风险等

公司目前销售以经销模式为主。烘焙食品行业集中度相对较低，从业企业数量众多，通过经销渠道，公司能够迅速提高市场占有率，节约运输成本，提高回款效率。庞大的经销商规模，导致公司对经销商管理的难度也越来越大。若公司对经销商的管理未及时跟上业务扩张步伐，可能会出现市场秩序混乱、产品销售受阻的情况，从而对公司的竞争能力和经营业绩造成不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	784.03	531.91	419.74	250.95	189.23	营业收入	2,816.98	2,910.59	3,562.98	4,326.63	5,198.93
应收票据及应收账款	200.36	265.14	183.57	389.01	335.73	营业成本	1,833.78	1,986.03	2,406.74	2,908.10	3,468.73
预付账款	32.56	22.63	41.58	35.94	57.86	营业税金及附加	17.91	25.44	31.15	37.82	45.45
存货	281.94	312.12	297.43	461.36	479.02	销售费用	364.57	346.80	498.82	545.15	639.47
其他	33.87	66.84	52.87	43.86	74.37	管理费用	173.50	247.58	327.79	272.58	317.13
<b>流动资产合计</b>	<b>1,332.76</b>	<b>1,198.63</b>	<b>995.19</b>	<b>1,181.12</b>	<b>1,136.21</b>	研发费用	82.20	122.25	160.33	181.72	218.36
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(3.34)	(8.14)	(3.61)	5.57	6.72
固定资产	524.96	793.86	1,190.02	1,453.18	1,675.28	资产/信用减值损失	(12.87)	(28.01)	(31.31)	(13.85)	(13.59)
在建工程	313.05	386.20	243.10	205.86	183.52	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	155.91	287.20	325.11	355.03	381.94	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	206.06	188.87	146.41	162.20	145.22	其他	5.49	41.09	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,199.99</b>	<b>1,656.12</b>	<b>1,904.65</b>	<b>2,176.26</b>	<b>2,385.96</b>	<b>营业利润</b>	<b>355.74</b>	<b>177.53</b>	<b>110.45</b>	<b>361.83</b>	<b>489.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,532.75</b>	<b>2,854.75</b>	<b>2,899.83</b>	<b>3,357.38</b>	<b>3,522.17</b>	营业外收入	0.15	0.42	0.22	0.26	0.30
短期借款	0.00	85.08	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.80	2.13	1.74	2.22	2.03
应付票据及应付账款	235.75	349.55	237.95	483.27	426.48	<b>利润总额</b>	<b>353.09</b>	<b>175.82</b>	<b>108.93</b>	<b>359.88</b>	<b>487.75</b>
其他	190.83	191.47	264.17	300.22	318.66	所得税	69.99	32.24	19.97	65.98	89.42
<b>流动负债合计</b>	<b>426.58</b>	<b>626.10</b>	<b>502.13</b>	<b>783.49</b>	<b>745.14</b>	<b>净利润</b>	<b>283.10</b>	<b>143.59</b>	<b>88.96</b>	<b>293.90</b>	<b>398.33</b>
长期借款	0.00	0.00	175.00	175.00	175.00	少数股东损益	0.00	(0.18)	(0.04)	(0.17)	(0.30)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>283.10</b>	<b>143.77</b>	<b>89.00</b>	<b>294.06</b>	<b>398.63</b>
其他	64.56	52.17	43.09	53.27	49.51	每股收益(元)	1.67	0.85	0.53	1.74	2.35
<b>非流动负债合计</b>	<b>64.56</b>	<b>52.17</b>	<b>218.09</b>	<b>228.27</b>	<b>224.51</b>						
<b>负债合计</b>	<b>547.17</b>	<b>726.94</b>	<b>720.21</b>	<b>1,011.77</b>	<b>969.65</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	0.00	7.66	7.64	7.55	7.39	<b>成长能力</b>					
股本	169.34	169.34	169.34	169.34	169.34	营业收入	55.66%	3.32%	22.41%	21.43%	20.16%
资本公积	1,197.83	1,273.30	1,273.30	1,273.30	1,273.30	营业利润	22.58%	-50.10%	-37.79%	227.61%	35.28%
留存收益	618.40	677.51	729.34	895.42	1,102.48	归属于母公司净利润	21.98%	-49.22%	-38.10%	230.41%	35.56%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,985.58</b>	<b>2,127.81</b>	<b>2,179.62</b>	<b>2,345.61</b>	<b>2,552.51</b>	毛利率	34.90%	31.77%	32.45%	32.79%	33.28%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,532.75</b>	<b>2,854.75</b>	<b>2,899.83</b>	<b>3,357.38</b>	<b>3,522.17</b>	净利率	10.05%	4.94%	2.50%	6.80%	7.67%
						ROE	14.26%	6.78%	4.10%	12.58%	15.66%
						ROIC	70.84%	13.69%	5.81%	16.70%	19.13%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	21.60%	25.46%	24.84%	30.14%	27.53%
						净负债率	-38.74%	-20.36%	-10.80%	-2.70%	-0.09%
						流动比率	2.76	1.78	1.98	1.51	1.52
						速动比率	2.18	1.31	1.39	0.92	0.88
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	17.99	12.51	15.88	15.11	14.35
						存货周转率	13.34	9.80	11.69	11.40	11.06
						总资产周转率	1.61	1.08	1.24	1.38	1.51
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.67	0.85	0.53	1.74	2.35
						每股经营现金流	1.72	2.02	1.49	2.23	3.26
						每股净资产	11.73	12.52	12.83	13.81	15.03
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	20.27	39.92	64.48	19.52	14.40
						市净率	2.89	2.71	2.64	2.45	2.25
						EV/EBITDA	44.27	38.73	18.17	10.03	7.90
						EV/EBIT	49.12	47.61	32.28	14.11	10.77

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com