

立高食品 (300973.SZ)

中国冷冻烘焙行业龙头，奶油业务持续发力

优于大市

核心观点

2023年公司实现营收34.99亿元，同比增长20.2%，归母净利润0.73亿元，同比减少49.2%，扣非归母净利润0.24亿元，同比减少14.95%。2024第三季度实现营业总收入9.36亿元，同比减少1.11%；实现归母净利润0.68亿元，同比增长35.07%；实现扣非归母净利润0.67亿元，同比增长57.43%。

烘焙食品增长较为乏力，奶油产品表现稳健。2024前三季度冷冻烘焙食品/原料收入占比约58%/42%，同比-7%/+30%，烘焙食品下滑主因商超渠道影响，原料产品继续受益奶油稳健增长。分渠道看，流通/商超/餐饮、茶饮及新零售渠道收入占比约55%/27%/18%，同比+11%/-10%/+20%，商超渠道主因核心客户部分产品上架时间差影响，奶油产品贡献主要增量，2024上半年稀奶油实现销售收入超2亿元。

毛利率小幅波动，费投保持谨慎。2024第三季度毛利率31.3%，同比/环比-0.6/-1.3pct，主要源于植物类油脂、进口乳制品原料价格上涨，但是产品自动化生产摊薄人工、制造费用对此有所回补。2024第三季度销售/管理/研发费用率10.5%/6.9%/3.6%，同比-2.2/-1.0/-0.7pct，公司二、三季度对费用投放保持谨慎，费率延续收窄趋势。综合来看，2024第三季度公司归母净利润率7.2%，同比提升2pct。

深耕冷冻烘焙行业，奶油业务高速增长。公司围绕成为“全球烘焙集成服务商”的战略目标，主要产品包括冷冻烘焙系列、酱料系列、奶油系列以及水果制品系列产品，具体包括冷冻蛋糕、多种口味的酱料、植物奶油等用于烘焙产品制作，截至2024年6月末公司产品品规总量超800种。奶油行业空间广阔，市场规模有望逐步提升。2008-2021年我国冷冻烘焙CAGR达26.9%，渗透率相比海外仍然较低。公司产能投放布局逐渐完善，渠道端不断开发客户，在冷冻烘焙行业和奶油行业的市场份额有望提升。

投资建议：短期看，奶油产品不断创新和扩展产量，预计2025年有望迎来较好修复。中长期看冷冻烘焙产品市场空间广阔，公司作为冷冻烘焙龙头，生产工厂全国化布局，产品份额在渠道拓展下有望加速提升。我们预计2024/25/26年公司实现营业总收入37.3/41.3/45.0亿元，同比增长6.7%/10.7%/9.0%，2024/25/26年公司实现归母净利润2.5/2.8/3.6亿元，同比增长243.3%/11.6%/29.2%，每股收益分别为实现1.48/1.65/2.13元，当前股价对应PE分别为23.9/21.4/16.6倍。给予公司2024年PE26-28x，合理价格区间为38.50-41.46元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：客户开发不及预期；新品推广效果不佳；原材料价格上涨。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,911	3,499	3,732	4,133	4,503
(+/-%)	3.3%	20.2%	6.7%	10.7%	9.0%
净利润(百万元)	144	73	251	280	361
(+/-%)	-49.2%	-49.2%	243.3%	11.6%	29.2%
每股收益(元)	0.85	0.43	1.48	1.65	2.13
EBIT Margin	6.3%	3.2%	9.1%	9.2%	10.4%
净资产收益率(ROE)	6.8%	3.0%	9.7%	10.4%	12.8%
市盈率(PE)	41.7	82.1	23.9	21.4	16.6
EV/EBITDA	26.1	33.5	15.6	13.9	11.6
市净率(PB)	2.83	2.43	2.33	2.23	2.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师：张向伟 联系人：王新雨
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	38.50 - 41.46元
收盘价	36.41元
总市值/流通市值	6166/4243百万元
52周最高价/最低价	57.00/22.28元
近3个月日均成交额	116.03百万元

市场走势



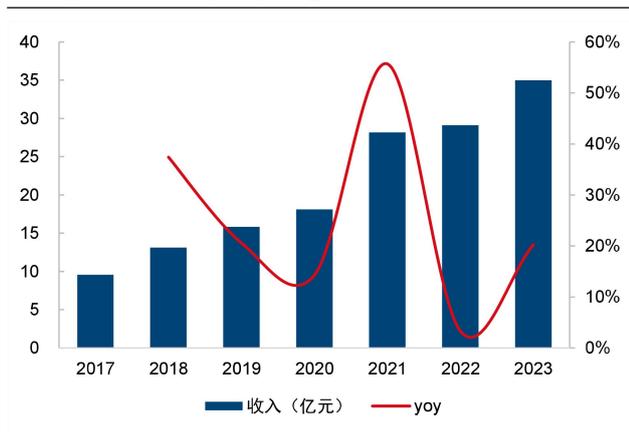
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《立高食品(300973.SZ)-2022年三季报业绩点评：多因素扰动业绩，内生改革助力中长期发展》——2022-11-01

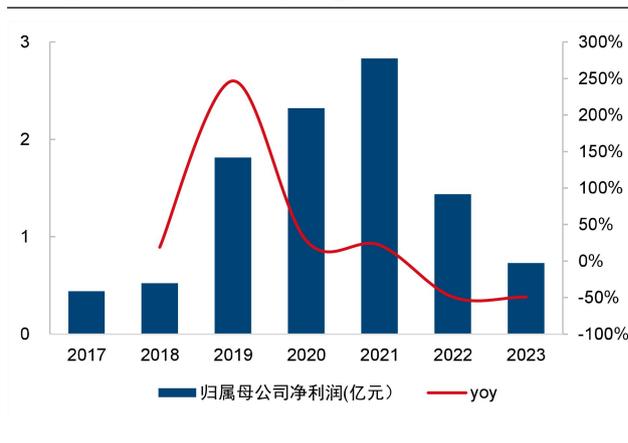
2023 年公司实现营收 34.99 亿元，同比增长 20.2%，归母净利润 0.73 亿元，同比减少 49.2%，扣非归母净利润 0.24 亿元，同比减少 14.95%。；公司 2023 年营业收入继续实现稳步增长，主要由餐饮客户拓展及直销增长驱动。2023 年扣非归母净利润同比略有下降，主要系公司终止实施股票期权激励计划和公司费用增长相比收入增长偏高。2024 第三季度实现营业总收入 9.36 亿元，同比减少 1.11%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 35.07%；实现扣非归母净利润 0.67 亿元，同比增长 57.43%。2024 年前三季度烘焙增长较为乏力，奶油产品表现稳健。

图1：立高食品营业收入及增速



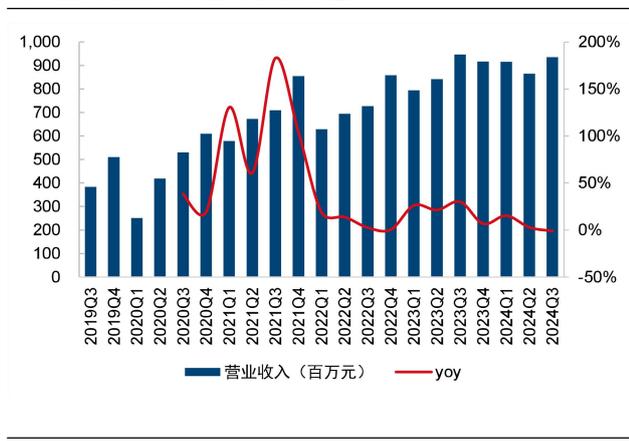
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：立高食品归母净利润及增速



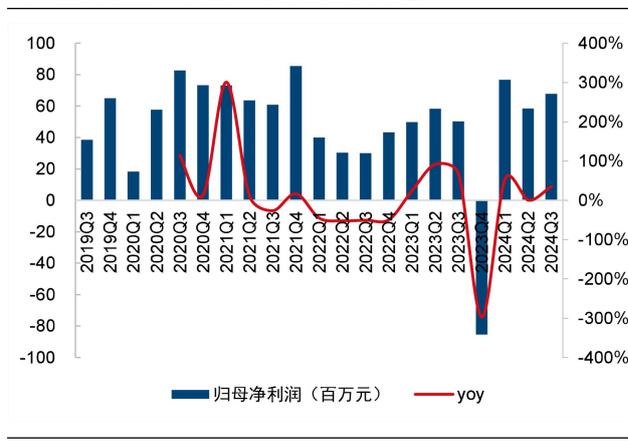
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：立高食品单季度营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD，国信证券经济研究所整理

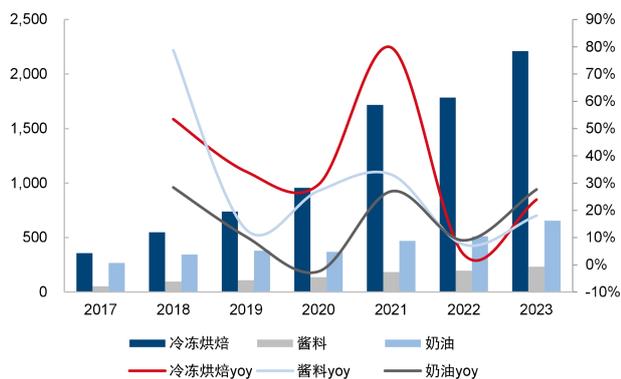
图4：立高食品单季度归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，国信证券经济研究所整理

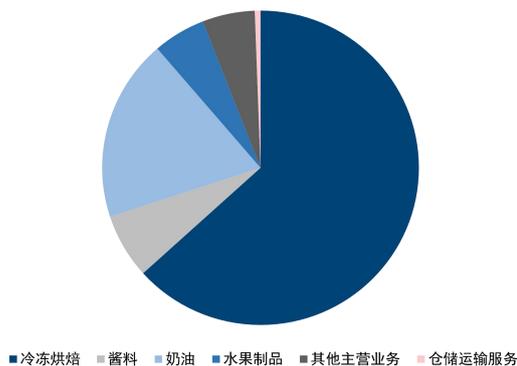
冷冻烘焙食品和原料为主要收入来源，直营渠道增长迅速。2023 年公司实现营收 34.99 亿元，销量净增加 3 万吨至 17 万吨。分产品看，冷冻烘焙/酱料/奶油/水果制品/其他主营业务分别实现营收 22.1/2.3/6.5/1.9/1.9 亿元，同比 23.9%/18.1%/27.7%/-8.5%/-8.8%，2023 年公司推出稀奶油新品，带来奶油收入较高增速。分渠道看，经销/直营/零售渠道分别实现营收 19.71/14.89/0.13 亿元，同比+4.3%/+49.2%/-21.8%；其中直营渠道收入迅速增长，主要系公司不断拓展直销客户，核心客户稳定增长。

图5: 冷冻烘焙食品和原料为主要收入（百万元）来源



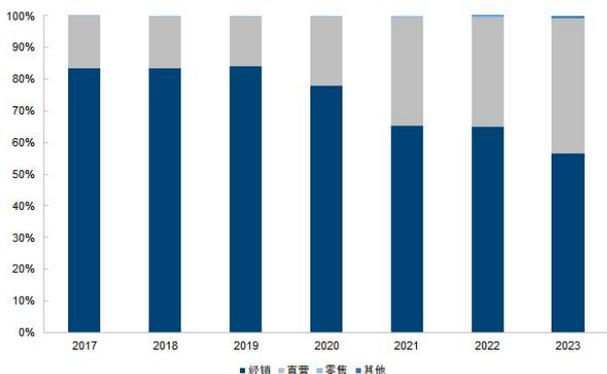
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 2023 年公司产品结构



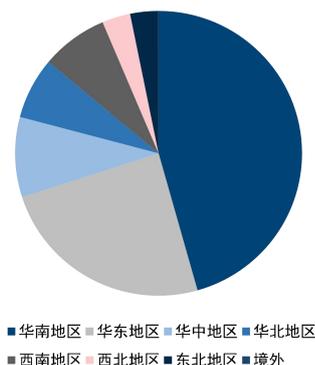
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 经销渠道是最主要的销售渠道, 直营占比提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

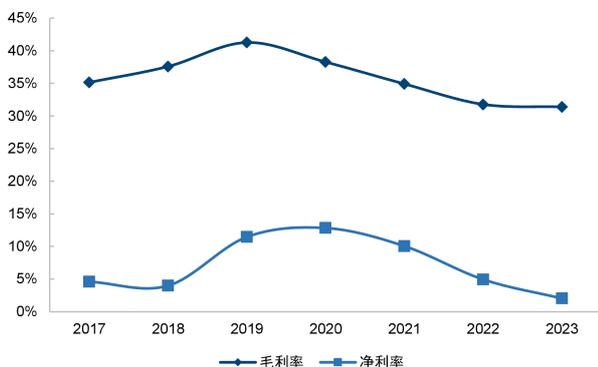
图8: 华南和华东地区是主要销售区域



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

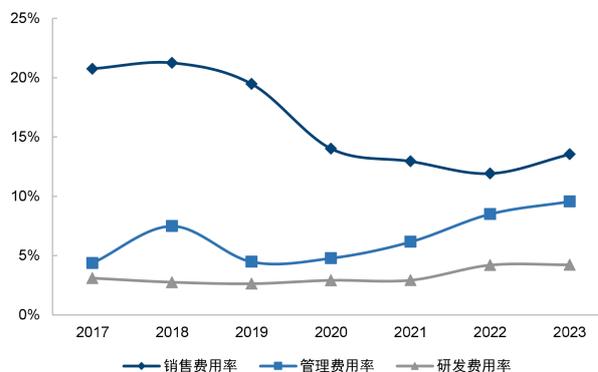
产品结构变化叠加效率提升影响毛利。2023 年毛利率同比下降 0.4pct 至 31.4%，公司 2023 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 13.5%/9.6%/0.5%，同比分别 +1.6/+1.1/+0.8pct，费用率提升带来归母净利率同比下降 2.9pct。2024 第三季度毛利率 31.3%，同比/环比-0.6/-1.3pct，主要源于植物类油脂、进口乳制品原料价格上涨，但是产品自动化生产摊薄人工、制造费用对此有所回补。2024 第三季度销售/管理/研发费用率 10.5%/6.9%/3.6%，同比-2.2/-1.0/-0.7pct，公司二、三季度对费用投放保持谨慎，费率延续收窄趋势。综合来看，2024 第三季度公司归母净利润率 7.2%，同比提升 2pct。

图9: 立高食品毛利率和净利率变化情况



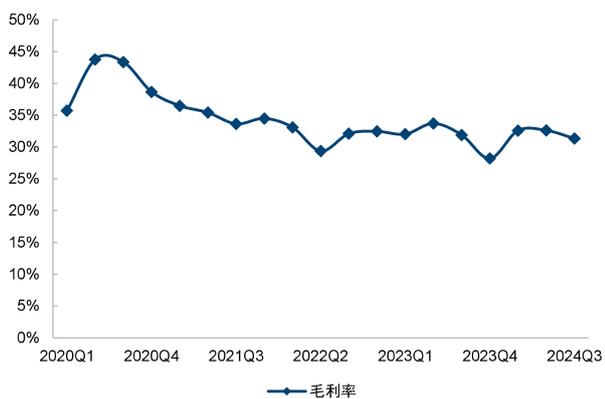
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 立高食品费用率情况



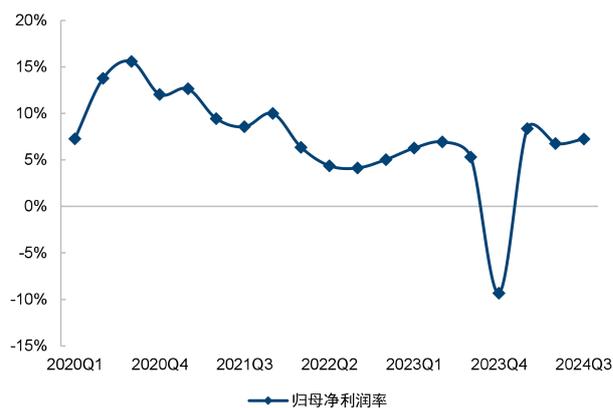
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 立高食品单季度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 立高食品单季度归母净利润率



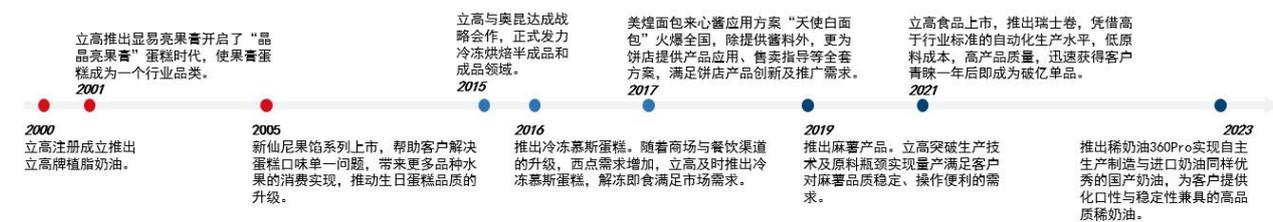
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中国冷冻烘焙行业龙头，奶油业务持续发力

深耕冷冻烘焙行业，奶油业务高速增长。立高食品是一家专业从事冷冻烘焙食品的研发、生产与销售的食品制造企业。公司围绕成为“全球烘焙集成服务商”的战略目标，主要产品包括冷冻烘焙系列、酱料系列、奶油系列以及水果制品系列产品，具体包括冷冻蛋糕、多种口味的酱料、植物奶油等用于烘焙产品制作，截至2024年6月末公司产品品规总量超800种。公司发展历程主要包括三个阶段：

- ◆ **起步阶段（2000年-2014年）：植脂奶油起家，开发蛋糕原料。**2000年创始人彭永平在广州创立立高食品，总部位于广州市增城石滩镇工业园平岭工业区。公司成立初期潜心打造产品打磨经验，推出立高牌植脂奶油，依靠植物奶油的生产和销售进行经营。之后公司陆续推出晶晶亮果膏、双V巧克力、新仙尼果馅系列产品、美蒂雅乳脂植脂奶油等优质新品，推动生日蛋糕品质的升级。同时积极开拓新的产品领域，以寻找新的业务增长点。
- ◆ **发展阶段（2014年-2019年）：进一步丰富产品体系，新品数量不断增加。**公司与奥昆达成合作，在2014年收购奥昆51%的股权，2016年收购49%的股权，公司正式发力冷冻烘焙半成品和成品领域。随着商场与餐饮渠道的升级，西点需求增加，立高及时推出冷冻慕斯蛋糕，解冻即食满足市场需求，2017年冷冻烘焙食品营业收入占比达到37%。
- ◆ **开拓阶段（2019年至今）：开拓海外渠道，品牌形象完善。**公司于2021年上市。2021年公司推出瑞士卷，凭借高于行业标准的自动化生产水平，瑞士卷即成为破亿单品。2023年推出稀奶油360Pro实现自主生产制造，2023年奶油产品收入6.54亿元。

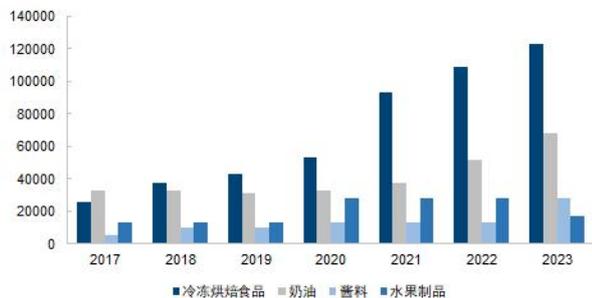
图13: 立高食品发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

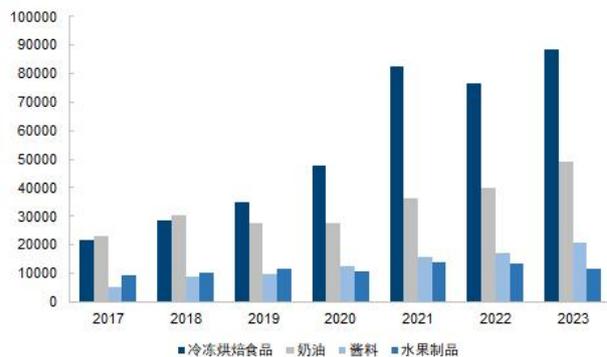
全国化生产基地布局，构建全方位冷链物流体系。公司已在华南的佛山三水、广州增城和南沙，华东的浙江长兴，华北的河南卫辉等地先后投资建立了三大生产基地九大生产厂区。公司对本地及周边城市的食材进行存储、质检、分拣、打包、出入库，辐射周边城市，构建全方位冷链物流体系。

图14: 公司各产品产能变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

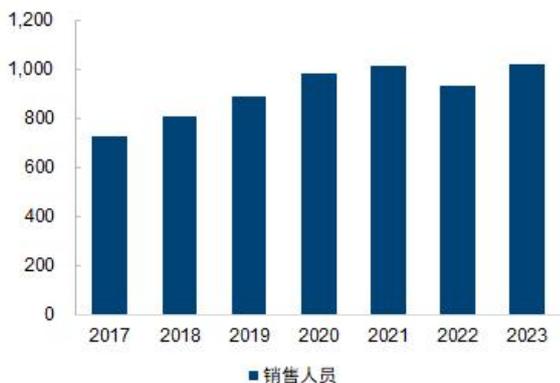
图15: 公司各产品产量变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

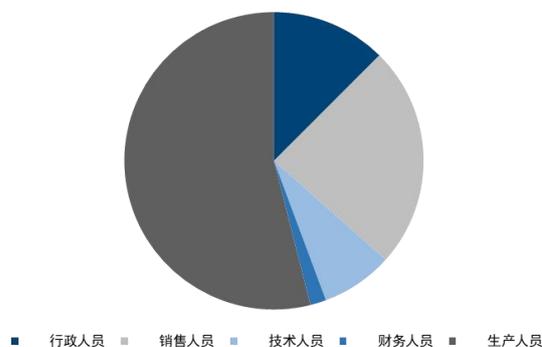
销售体系配套升级, 营销网络不断下沉。截至 2023 年末, 公司销售人员达到 1020 人, 经销商超过 2200 家, 直销客户超过 600 家。为适应烘焙市场向中小城市渗透、中小城市烘焙门店数量提升的趋势, 公司营销网络也不断下沉。通过广泛而深入的营销网络, 公司一方面能够快速实现产品的大规模推广, 确保新产品迅速占领市场; 另一方面也能提升产品的配送速度, 保障产品的品质, 为客户提供及时的技术应用服务。

图16: 立高食品销售人员数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

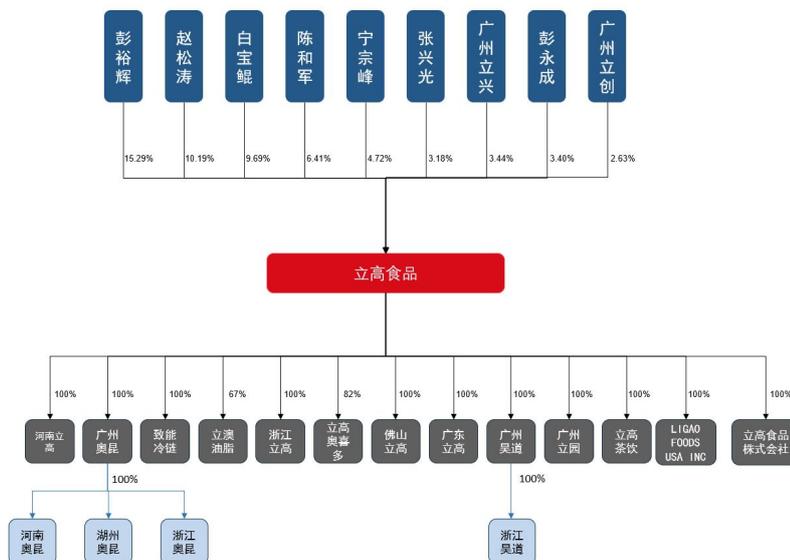
图17: 2023 年立高员工构成



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

股权结构较为集中, 核心均为公司元老。公司实际控制人彭裕辉、赵松涛、彭永成为彭氏家族成员, 共同持股 28.78%。此外, 董事长彭裕辉在 2016 年完成收购广州奥昆、广州昊道的所有股权。公司核心高管团队相关行业经验丰富, 董事白宝银和总经理陈和军合计持股 16%。上海立高兴企业管理咨询合伙企业 and 上海立高创企业管理咨询合伙企业一共持股 6.07%。

图18: 立高食品股权结构(2024 年中报)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 立高食品主要管理层成员持股(截止 2023 年年报)

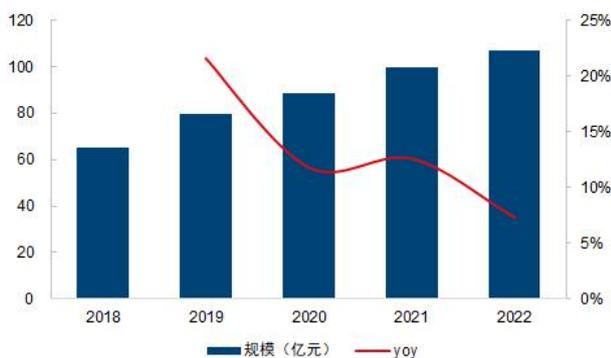
姓名	职务	持股数(万股)	报酬(万元)	履历
彭裕辉	董事长	2,589	407.17	历任雀巢业务主任、香港屈臣氏华光食品销售经理、增城市金皿食品公司董事等; 2000 年创办立高。
赵松涛	副董事长	1,726	356.94	2001 年进入立高; 历任增城市立高食品有限公司副总经理、广东立高食品有限公司副总经理、并曾任立高食品董事、副总经理。
白宝鲲	董事	1,641	0	立高创始人之一, 现任公司董事, 东莞市政协委员, 东莞工商联副主席。曾荣获中国建筑装饰协会功勋人物; 国家科学技术进步奖二等奖; 全国优秀企业家。
陈和军	总经理, 董事	1,086	327.51	2014 年 7 月起历任广州奥昆食品有限公司监事, 经理, 广东致能冷链物流有限公司执行董事。现任公司董事, 总经理, 广州奥昆食品有限公司经理, 浙江昊道食品有限公司监事, 广东立澳油脂有限公司执行董事, 佛山奥昆食品有限公司执行董事, 经理, 河南立高食品有限公司执行董事, 广东立高食品营销有限公司执行董事, 立高奥喜多(广东)肉制品有限公司执行董事
王世佳	财务总监, 副总经理, 董事会秘书	0	135.98	任职华夏基金管理有限公司投资研究部。2022 年 5 月入职立高食品股份有限公司, 现任公司副总经理, 董事会秘书, 财务总监。
梁培玲	财务总监	0	74.54	先后在集团下属公司广州昊道食品有限公司, 广州奥昆食品有限公司担任财务主管, 财务经理, 总经理助理, 财务总监。
宁晓妮	监事	0	48.96	2013 年 2 月起历任广州奥昆食品有限公司办公室主任, 产品总经理等职务, 2022 年 9 月起任职公司监事。现任公司监事, 广州奥昆食品有限公司产品总经理, 广东立高食品营销有限公司监事, 广州致能冷链物流有限公司监事。
刘青珊	监事会主席	0	22.85	2005 年 6 月至 2014 年 1 月任职增城市立高食品有限公司行政经理, 2014 年 1 月至 2017 年 12 月任职广东立高食品有限公司行政主任, 2017 年 12 月至今任立高食品行政经理, 监事。现任立高食品行政经理, 职工监事, 佛山立高监事。
招建章	监事	0	11.16	2000 年 5 月至 2017 年 12 月任职广东立高食品有限公司采购部经理, 2017 年 12 月至今任立高食品股份有限公司总经办项目部经理。
黄劲业	独立董事	0	8.64	2017 年 10 月至今, 任立高食品股份有限公司独立董事; 2018 年 9 月至今, 任深圳市金照明科技股份有限公司独立董事; 2020 年 4 月至今, 任深圳市正弦电气股份有限公司独立董事; 2021 年 6 月至今, 任绿联科技独立董事。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

奶油行业稳步增长，市场格局较为分散

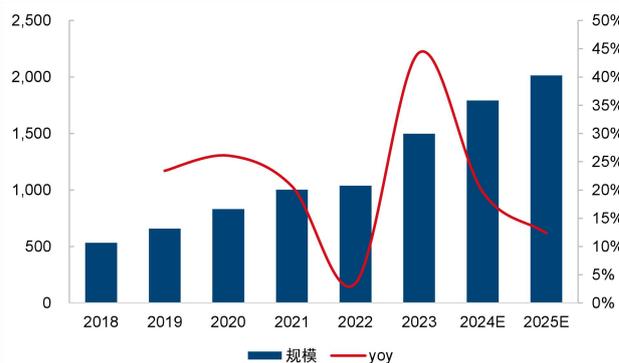
奶油行业空间广阔，市场规模有望逐步提升。奶油产品用途广泛，市场空间广阔，根据中国营养学会营养健康研究院显示，2022 年我国奶油市场规模 107.3 亿元，同比+7.3%。奶油主要用于目前奶茶的奶盖、蛋糕的配料之中，从品类上看，以传统蛋糕、西点、奶油蛋糕、咖啡、奶盖类茶饮、奶茶配料等新型甜品为主，受众较为广泛。未来随着全民餐饮结构的变化，蛋糕、奶茶的需求提升，奶油行业的市场规模有望继续增长。

图19: 中国奶油行业市场规模



资料来源：中国营养学会营养健康研究院，国信证券经济研究所整理

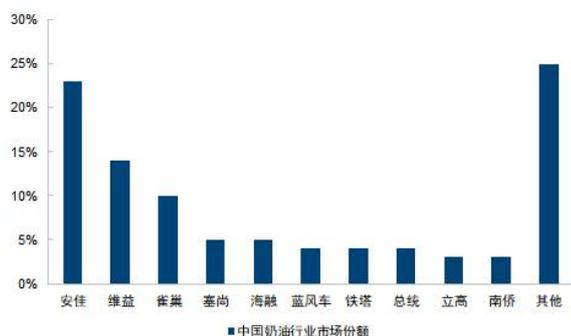
图20: 新式茶饮市场规模（亿元）及 yoy



资料来源：英敏特，国信证券经济研究所整理

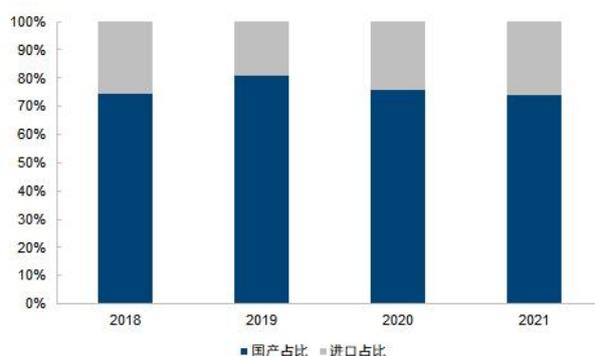
奶油市场格局分散，海外品牌市占率较高。中国国产奶油产量规模稳步增长，由2016年的7万吨元增至2020年的10.6万吨。市场份额上看，进口奶油依旧占据比较大的份额，绝对进口占比25%左右。海外品牌安佳、维益、雀巢位列市占率前三，分别为23%、14%、10%，国内品牌市占率较少，市场竞争较为激烈。

图25: 中国奶油行业市场份额



资料来源：观研报告网，国信证券经济研究所整理

图26: 奶油进口量与国产量对比

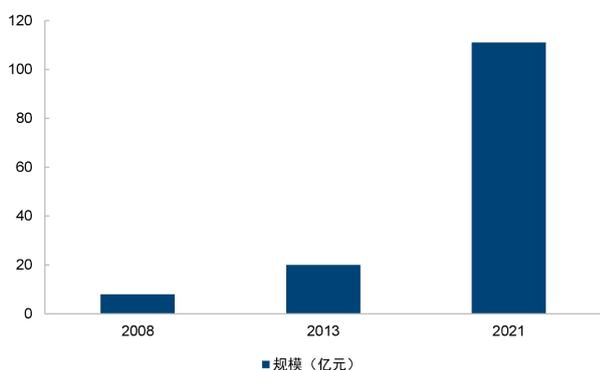


资料来源：观研报告网，国信证券经济研究所整理

冷冻烘焙行业快速增长，行业渗透率待提升

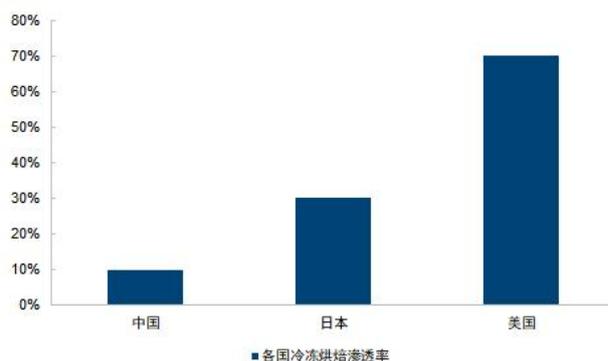
2008-21 年我国冷冻烘焙 CAGR 达 26.9%，渗透率相比海外仍然较低。冷冻烘焙食品是以面粉、鸡蛋、奶油、油脂等原料混合而制作的，并以冷冻的方式进行保存。根据头豹研究院，我国冷冻烘焙行业的市场规模从 2008 年的 5 亿元增长至 2021 年的 111 亿元，复合增速达到 26.9%。尽管我国冷冻烘焙行业增速较快，但相比于海外国家，我国在冷冻烘焙行业上的消费量偏低。2020 年我国冷冻烘焙行业的渗透率仅有 10%，处于较低水平，而 2019 年日本与美国冷冻烘焙渗透率分别为 30% 和 50%。

图21：中国冷冻烘焙行业市场规模



资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理

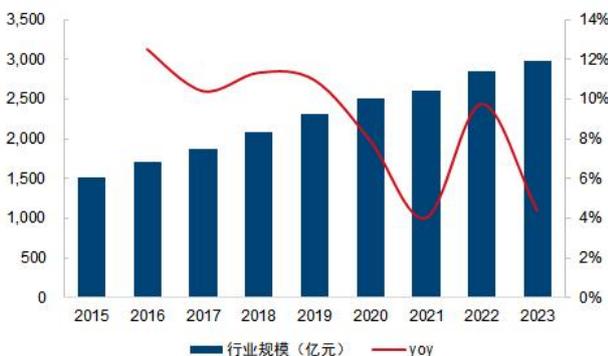
图22：中、日、美三国冷冻烘焙渗透率



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

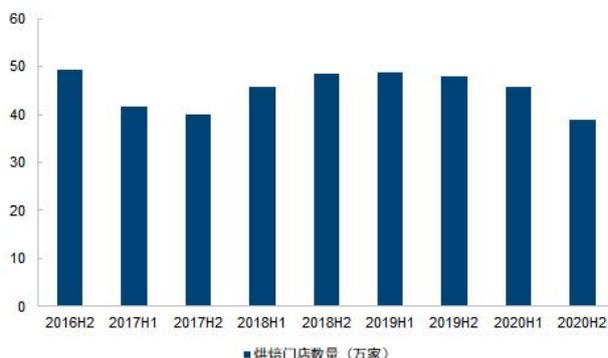
烘焙市场规模上升，下游需求空间广阔。现代烘焙在我国起步较晚，于 20 世纪 80 年代由我国香港、台湾地区引入，2000 年后步入快速增长期。随着我国居民生活水平提高、餐饮消费结构的调整以及生活节奏加快，大众对烘焙食品的接受度不断上升，需求也愈发的多元化，消费者饮食习惯的改变使得烘焙食品逐渐成为了消费者主流的饮食选择，我国烘焙市场规模呈现上升趋势。2023 年我国烘焙食品行业市场规模达到近 3,000 亿元，并有望在 2025 年达到近 3,600 亿元。烘焙门店在中国的数量和规模也在不断增加，2020H2 已达到 40 万家。

图23：中国烘焙行业市场规模与 yoy



资料来源：欧睿国际，国信证券经济研究所整理

图24：中国烘焙门店数量



资料来源：美团，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提：

我们的盈利预测基于以下假设条件：

冷冻烘焙食品：随着公司冷冻烘焙业务渠道扩展，2024 年受到烘焙饼店下游需求偏弱影响预计有所下滑，2025 年后预计冷冻烘焙食品随着下游消费力修复能够获得较好增长，2024/25/26 年收入 21.0/22.2/24.0 亿元，同比-5.0%/+5.8%/+8.1%。考虑到公司冷冻烘焙产品产能不断释放，预计冷冻烘焙食品 2024/25/26 年毛利率均为 30.8%/30.8%/30.8%。

冷冻烘焙原料：考虑到公司稀奶油高速增长，奶油产品不断创新，预计奶油产品整体收入规模不断增长；公司不断开拓 B 端特通客户，积极开发定制化新品，酱料产品收入有望保持稳健增长，但是 2024 年表现预计受到下游需求疲弱扰动。预计 2024/25/26 年冷冻烘焙原料收入 15.8/18.6/20.4 亿元，同比增长 25.3%/17.4%/10.0%，由于 2024 年奶油产品成本价格偏高，但是随着公司产能利用率逐渐提高，毛利率有望逐渐改善，预计 2024/25/26 年毛利率 33.4%/33.9%/34.1%。

表2：立高食品营收拆分（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
立高食品								
营业总收入	1,584	1,810	2,817	2,911	3,499	3,732	4,133	4,503
YoY		14.3%	55.7%	3.3%	20.2%	6.7%	10.7%	9.0%
毛利率	41.3%	38.3%	34.9%	31.8%	31.4%	32.2%	32.5%	32.6%
冷冻烘焙食品								
收入	738	956	1,718	1,784	2,211	2,100	2,221	2,401
yoy		29.5%	79.7%	3.8%	23.9%	-5.0%	5.8%	8.1%
毛利率	41.7%	40.7%	36.6%	32.6%	30.5%	30.8%	30.8%	30.8%
冷冻烘焙原料								
收入	844	852	1,096	1,120	1,262	1,581	1,856	2,043
yoy		0.9%	28.6%	2.1%	12.7%	25.3%	17.4%	10.0%
毛利率	40.9%	35.5%	32.3%	30.3%	33.3%	33.4%	33.9%	34.1%
仓储运输服务								
收入				2	20	22	24	27
yoy					50.0%	33.0%	27.0%	21.0%
毛利率				4.6%	-3.0%	0.0%	5.0%	5.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2024/25/26 年营收 37.3/41.3/45.0 亿元，同比增长 6.7%/10.7%/9.0%，毛利率 32.2%/32.5%/32.6%。

未来 3 年业绩预测

表3：未来 3 年盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2911	3499	3732	4133	4503
营业成本	1986	2401	2532	2803	3040
销售费用	347	474	434	480	510

管理费用	248	334	260	287	302
财务费用	-8	12	17	19	21
营业利润	178	98	309	345	446
利润总额	176	90	309	345	446
归属于母公司净利润	144	73	251	280	361
EPS	0.85	0.43	1.48	1.65	2.13
ROE	6.78%	2.95%	9.75%	10.43%	12.78%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到 2024/25/26 年公司实现营业总收入 37.3/41.3/45.0 亿元，同比增长 6.7%/10.7%/9.0%，2024/25/26 年公司实现归母净利润 2.5/2.8/3.6 亿元，同比增长 243.3%/11.6%/29.2%，每股收益分别为实现 1.48/1.65/2.13 元。

盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 5%。

表4: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,911	3,499	3,863	4,374	4,788
(+/-%)	3.32%	20.22%	10.41%	13.23%	9.46%
净利润(百万元)	144	73	388	452	543
(+/-%)	-49.22%	-49.21%	431.73%	16.29%	20.30%
摊薄 EPS	0.85	0.43	2.29	2.67	3.21
中性预测					
营业收入(百万元)	2,911	3,499	3,732	4,133	4,503
(+/-%)	3.3%	20.2%	6.7%	10.7%	9.0%
净利润(百万元)	144	73	251	280	361
(+/-%)	-49.2%	-49.2%	243.3%	11.6%	29.2%
摊薄 EPS(元)	0.85	0.43	1.48	1.65	2.13
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,911	3,499	3,829	4,287	4,654
(+/-%)	3.32%	20.22%	9.42%	11.97%	8.56%
净利润(百万元)	144	73	95	116	173
(+/-%)	-49.22%	-49.21%	29.66%	22.04%	50.10%
摊薄 EPS	0.85	0.43	0.56	0.68	1.02
总股本(百万股)	169	169	169	169	169

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：35.99-46.10 元

我们将公司分为可预测期（2025-2026 年）、过渡期（2027-2033 年）和永续期（2034 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

可预测期（2024-2026 年）：2024/25/26 年公司实现营业总收入 37.3/41.3/45.0 亿元，同比增长 6.7%/10.7%/9.0%，2024/25/26 年公司实现归母净利润 2.5/2.8/3.6 亿元，同比增长 243.3%/11.6%/29.2%。

过渡期（2027-2033 年）：假设公司 2027-2033 年营收增速仍能保持在约 2%-7% 增速水平且逐年收窄。

永续期（2034 年起）：公司的生产基地辐射全国大部分城市，未来有望营销网络优势继续扩大冷链物流体系，冷冻烘焙市场和奶油市场份额有望持续提升。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 1.0%。

表5：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	3.3%	20.2%	6.7%	10.7%	9.0%	6.9%	5.7%	5.4%	4.6%	3.7%	2.5%	2.4%
营业成本/营业收入	68.2%	68.6%	67.8%	67.8%	67.5%	67.4%	67.4%	67.4%	67.4%	67.3%	67.3%	67.3%
管理费用/营业收入	8.3%	9.3%	6.6%	6.6%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
研发费用/营业收入	4.2%	4.2%	3.5%	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
销售费用/销售收入	11.9%	13.5%	11.6%	11.6%	11.3%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
营业税及附加/营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
所得税税率	18.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
股利分配比率	60.0%	120.9%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.9	T	21.32%
无风险利率	2.16%	Ka	8.01%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.008
公司股价（元）	35.4	Ke	8.71%
发行在外股数（百万）	169	E/(D+E)	86.74%
股票市值(E, 百万元)	5995	D/(D+E)	13.26%
债务总额(D, 百万元)	917	WACC	7.93%
Kd	3.60%	永续增长率（10年后）	1.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.9x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.16%，股票风险溢价率取 6.5%；债务成本采用 5 年人民币贷款基准利率 3.60%；由此计算出 WACC 为 7.93%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 35.99-46.10 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		6.9%	7.4%	7.93%	8.4%	8.9%
永续 增长 率变 化	1.8%	55.31	49.28	44.25	40.00	36.35
	1.5%	53.24	47.63	42.91	38.89	35.43
	1.3%	51.35	46.10	41.66	37.85	34.56
	1.0%	49.62	44.70	40.50	36.89	33.75
	0.8%	48.03	43.40	39.42	35.99	32.99
	0.5%	46.57	42.19	38.42	35.15	32.28
	0.3%	45.21	41.07	37.48	34.35	31.60

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：38.50-41.46 元

选取和公司较为相似的速冻食品行业公司做比较，采用 PE 法进行估值。其中三全、千味主要产品为汤圆水饺、油条、粽子等速冻面米类，安井主要产品为丸子等速冻调制食品与预制菜。可比公司 2024/25 年平均 PE 为 19/16x。考虑冷冻烘焙业务依靠渠道拓展持续成长，公司龙头地位明显，新产品奶油产品具备高成长属性，给予公司 2024 年 PE26-28x，合理价格区间为 38.50-41.46 元，对应市值区间为 65-70 亿元，较当前股价有 9-17%溢价空间。

表 7: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				24E	25E	24E	25E		
300973.SZ	立高食品	59.88	35.40	1.48	1.65	23.9	21.4	59.95	优于大市
001215.SZ	千味央厨	21.84	30.30	1.50	1.79	20.16	16.89	30.08	优于大市
603345.SH	安井食品	18.57	88.88	5.37	6.12	16.55	14.52	260.68	优于大市
002216.SZ	三全食品	16.31	10.97	0.78	0.84	14.02	13.06	96.45	中性

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值，2024/25/26 年公司实现营业总收入 37.3/41.3/45.0 亿元，同比增长 6.7%/10.7%/9.0%，2024/25/26 年公司实现归母净利润 2.5/2.8/3.6 亿元，同比增长 243.3%/11.6%/29.2%，每股收益分别为实现 1.48/1.65/2.13 元，当前股价对应 PE 分别为 23.9/21.4/16.6 倍。我们认为，短期看，奶油产品不断创新和扩展产量，预计 2025 年公司有望迎来较好修复。中长期看，冷冻烘焙产品市场空间广阔，公司作为冷冻烘焙龙头，生产工厂全国化布局，产品份额在渠道拓展下有望加速提升。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.16%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、**客户开发不及预期。**尽管公司在冷冻烘焙行业中拥有一定的市场地位，但客户开发进度可能受到多种因素的影响，包括市场竞争的加剧、客户需求的变化以及宏观经济环境的波动。如果公司未能有效预测和适应这些变化，可能会导致客户开发速度低于预期，进而影响公司的收入增长和市场份额。
- 2、**新品推广效果不佳。**在新品推广方面，公司可能会面临市场接受度不高、推广成本超出预算或产品定位不准确等问题。新品的市场表现可能受到消费者偏好、行业趋势和竞争产品的影响。

经营风险

- 1、**与食品安全相关的风险。**公司主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售，直接关系到食品安全问题。虽然公司建立了严格的食品安全控制体系，但由于公司生产经营环节众多，运输和仓储存在利用第三方冷链物流和仓储服务的情况，一旦公司或运输、仓储等环节有所疏忽，食品安全问题依旧可能发生，出现媒体关注，消费者向公司追溯赔偿或监管部门对公司进行处罚等状况，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、**公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险。**产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

市场风险

- 1、**主要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，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。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	532	1061	896	776	750	营业收入	2911	3499	3732	4133	4503
应收款项	276	277	295	327	356	营业成本	1986	2401	2532	2803	3040
存货净额	312	262	275	302	327	营业税金及附加	25	31	33	37	40
其他流动资产	75	124	132	146	159	销售费用	347	474	434	480	510
流动资产合计	1199	1977	1852	1805	1846	管理费用	248	334	260	287	302
固定资产	1180	1368	1620	1843	2027	研发费用	122	148	132	146	146
无形资产及其他	287	321	308	296	283	财务费用	(8)	12	17	19	21
投资性房地产	189	274	274	274	274	投资收益	0	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	24	31	35	30	15
资产总计	2855	3940	4054	4217	4430	其他收入	(160)	(182)	(182)	(191)	(161)
短期借款及交易性金融负债	99	100	100	100	124	营业利润	178	98	309	345	446
应付款项	350	264	277	305	329	营业外净收支	(2)	(8)	0	0	0
其他流动负债	227	208	207	229	246	利润总额	176	90	309	345	446
流动负债合计	675	571	584	633	699	所得税费用	32	19	66	74	95
长期借款及应付债券	0	817	817	817	817	少数股东损益	(0)	(2)	(7)	(8)	(11)
其他长期负债	52	65	65	65	65	归属于母公司净利润	144	73	251	280	361
长期负债合计	52	882	882	882	882	现金流量表 (百万元)					
负债合计	727	1453	1465	1515	1580	净利润	144	73	251	280	361
少数股东权益	8	15	17	18	21	资产减值准备	15	3	9	7	6
股东权益	2120	2472	2572	2684	2829	折旧摊销	75	111	136	163	188
负债和股东权益总计	2855	3940	4054	4217	4430	公允价值变动损失	(24)	(31)	(35)	(30)	(15)
						财务费用	(8)	12	17	19	21
关键财务与估值指标						营运资本变动	14	(173)	(18)	(17)	(19)
每股收益	0.85	0.43	1.48	1.65	2.13	其它	(15)	(2)	(8)	(6)	(4)
每股红利	0.51	0.52	0.89	0.99	1.28	经营活动现金流	209	(20)	336	397	517
每股净资产	12.52	14.60	15.19	15.85	16.71	资本开支	0	(323)	(350)	(350)	(350)
ROIC	7.63%	3.20%	8%	9%	10%	其它投资现金流	(4)	(250)	0	0	0
ROE	6.78%	2.95%	10%	10%	13%	投资活动现金流	(4)	(573)	(350)	(350)	(350)
毛利率	32%	31%	32%	32%	33%	权益性融资	0	950	0	0	0
EBIT Margin	6%	3%	9%	9%	10%	负债净变化	0	88	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	13%	13%	15%	支付股利、利息	(86)	(88)	(150)	(168)	(217)
收入增长	3%	20%	7%	11%	9%	其它融资现金流	(285)	173	0	0	24
净利润增长率	-49%	-49%	243%	12%	29%	融资活动现金流	(457)	1122	(150)	(168)	(193)
资产负债率	26%	37%	37%	36%	36%	现金净变动	(252)	529	(164)	(120)	(26)
股息率	1.4%	1.5%	2.5%	2.8%	3.6%	货币资金的期初余额	784	532	1061	896	776
P/E	41.7	82.1	23.9	21.4	16.6	货币资金的期末余额	532	1061	896	776	750
P/B	2.8	2.4	2.3	2.2	2.1	企业自由现金流	238	(298)	37	94	186
EV/EBITDA	26.1	33.5	15.6	13.9	11.6	权益自由现金流	(46)	(38)	24	79	193

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032