

立高食品股份有限公司2022年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

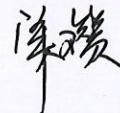
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。



中证鹏元资信评估股份有限公司

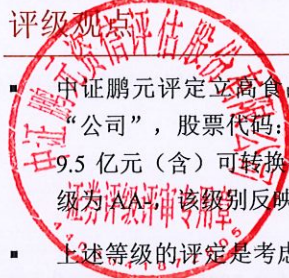
评级总监： 



立高食品股份有限公司 2022年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-7-22



- 评级观点
- 中证鹏元评定立高食品股份有限公司（以下简称“立高食品”或“公司”，股票代码：300973.SZ）本次拟向不特定对象发行不超过9.5亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA-。该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
 - 上述等级的评定是考虑到公司为冷冻烘焙领域的头部企业，在渠道建设、产能布局、产品品类、研发技术等方面具有优势，经营业绩稳步增长，主业盈利能力及现金生产能力较强，上市后资本实力得到增强；但中证鹏元也关注到，公司在建及拟建项目投资规模较大，存在一定资金压力和产能消化不足风险，也面临规模庞大的经销商管理压力和单一客户依赖度较大风险，并且需持续关注食品安全管理以及原材料价格波动等因素可能引发的风险。

债券概况

发行规模：不超过9.5亿元（含）

发行期限：6年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的本期债券本金并支付最后一年利息，另附债券赎回及回售条款

发行目的：用于立高食品总部基地建设项目、补充流动资金

未来展望

- 公司为冷冻烘焙领域的头部企业，拥有较为明显的先发优势和竞争优势。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	24.59	25.33	9.75	7.95
归母所有者权益	20.45	19.86	6.52	4.71
总债务	0.65	0.69	0.00	0.60
营业收入	6.30	28.17	18.10	15.84
净利润	0.40	2.83	2.32	1.81
经营活动现金流净额	0.51	2.91	2.85	2.64
销售毛利率	33.09%	34.90%	38.27%	41.27%
EBITDA 利润率	-	15.61%	18.51%	16.58%
总资产回报率	-	20.15%	32.95%	32.27%
资产负债率	16.84%	21.60%	33.11%	40.81%
净债务/EBITDA	-	-1.46	-0.48	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	-	1,791.92	218.50	106.24
总债务/总资本	3.10%	3.34%	0.00%	11.32%
FFO/净债务	-	-35.84%	-115.51%	-136.39%
速动比率	2.56	2.18	1.10	1.15
现金短期债务比	41.39	53.05	-	6.20

资料来源：公司2017-2019年连审审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



优势

- 公司在渠道建设、产能布局、产品品类、研发技术等方面具有优势，经营业绩稳步增长。近年来公司不断加大产能布局，拓展营销渠道，通过加大研发投入对产品升级创新，不断丰富产品品类，公司头部效应和先发优势增强，销售额和利润规模稳步增长。
- 公司盈利能力较强，经营活动现金流表现良好。2019-2021年公司 EBITDA 利润率和总资产回报率整体表现良好，销售毛利率水平较高，公司盈利能力较强；经营净现金流、EBITDA、FFO 均稳步增长，收现比分别为 1.13、1.12 和 1.10，公司主业现金生产能力较强。
- 公司上市后资本实力得到增强。公司于 2021 年在深圳证券交易所创业板上市，提升了资本实力，同时也进一步拓展了融资渠道。

关注

- 公司面临一定资金压力和产能消化风险。截至 2022 年 3 月末，公司在建及拟建项目规模较大，需自筹资金投入金额较大。其中公司冷冻烘焙食品在建产能 4.59 万吨，拟建产能 13.70 万吨，烘焙食品原料在建产能 6.00 万吨，拟建产能 2.41 万吨。随着项目建成投产，公司产能将得到大幅提升，但新增产能能否消化存在一定不确定性。
- 面临原材料价格波动风险。公司营业成本的 80%左右来自于直接材料，直接材料以油脂成本占比最高，2019-2021 年及 2022 年 1-3 月油脂的平均采购单价处于持续上涨趋势，一定程度上拉低了公司毛利率水平。
- 存在规模庞大的经销商管理压力以及单一客户依赖度较大的风险。截至 2021 年底，公司经销商数量超过 2,100 家，经销商规模庞大；2019-2021 年，公司对第一大下游客户沃尔玛（中国）投资有限公司的销售额及其占公司主营业务收入的比重逐年快速提升，2021 年该比重为 23.58%。
- 需持续关注食品安全管理压力。食品安全对公司的生产经营影响至关重要，公司建立了严格的食品安全控制体系，近年来未发生重大的相关负面新闻，但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，未来需持续关注公司食品安全管理的压力。

同业比较（单位：亿元）

指标	立高食品	南侨食品	元祖股份	桃李面包	西麦食品	海融科技
总资产	25.33	41.20	30.75	60.17	17.77	15.99
营业总收入	28.17	28.73	25.84	63.35	11.54	7.47
净利润	2.83	3.69	3.40	7.63	1.04	1.12
资产负债率	21.60%	22.31%	48.05%	17.98%	23.92%	12.68%
销售毛利率	34.90%	31.12%	62.12%	26.28%	46.70%	43.66%
总资产净利率	16.14%	10.52%	12.08%	13.05%	6.00%	7.28%
应收账款周转率（次）	17.99	15.33	43.88	12.69	18.19	25.13

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：同花顺，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	3		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	表现不佳	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa
调整因素		重大特殊事项	调整幅度		-1
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	无	无	无	无	无



一、发行主体概况

公司前身为增城市立高食品有限公司（简称“增城立高”），由自然人赵键、白宝鲲、彭永成于2000年分别以货币资金17.80万元、16.25万元、15.95万元共同出资设立，持股比例分别为35.60%、32.50%、31.90%，设立时注册资本为50.00万元。2002年，增城立高注册资本由50万元增加至500万元。该次增资除原股东增资外，同时还引入新股东彭裕辉和赵松涛。2008年4月8日，赵键、白宝鲲、彭永成与彭裕辉、赵松涛签署了《股东转让股权合同书》，约定赵键将27.70万元出资额转让给彭裕辉；白宝鲲将18.75万元出资额转让给赵松涛；彭永成将57.30万元出资额转让给彭裕辉，将48.75万元出资额转让给赵松涛，本次股权转让完成后，彭裕辉、赵松涛、彭永成合计持有增城立高股权51%，取得对公司的控制权。2014年1月，增城立高更名为广东立高食品有限公司（以下简称“立高有限”），并于同年4月收购了广州奥昆食品有限公司（以下简称“广州奥昆”）和广州昊道食品有限公司（以下简称“广州昊道”）的控股权，将公司业务由主要聚焦于烘焙食品原料扩展至冷冻烘焙食品和酱料领域。后经多次增资，2017年10月立高有限通过股东会，将其整体变更为股份有限公司，公司名称变为现名。2021年4月15日，公司在深圳证券交易所创业板上市，股票代码：300973.SZ，募集资金总额为人民币119,737.52万元，扣除相关发行费用后实际募集资金净额为人民币110,586.79万元，公开发行后公司注册资本变为16,934万元。

截至2022年6月末，公司总股本16,934万股，其中一致行动人彭裕辉、赵松涛、彭永成直接和间接控制公司34.95%股份，以上三人为亲属关系，赵松涛为彭裕辉的姐夫，彭永成为彭裕辉的父亲，是公司控股股东和实际控制人，股权结构图见附录二。截至2022年6月6日，公司控股股东及实际控制人所持股份不存在质押、冻结等情形。

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，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。截至2022年3月末，公司拥有2家分公司、7家全资子公司、4家全资孙公司，公司合并范围内子公司共11家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：立高食品股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过人民币9.5亿元（含）；

债券期限和利率：6年，本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的本期债券本金并支付最后一年利息；

转股期限：自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格的调整方式：本期债券发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，将进行转股价格的调整，并在中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。当转股价格调整日为本期债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价中的较高者。

若在前述三十个交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

债券赎回条款：

（1）到期赎回条款

在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的本期债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

（2）有条件赎回条款

在本期债券转股期内，当下述情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：

①在转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；

②当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

债券回售条款：

（1）有条件回售条款

在本期债券的最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价

格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本期债券的最后两个计息年度内，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权。

（2）附加回售条款

若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或者该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按照债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本期债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权，不能再行使附加回售权。

转股年度股利的归属：因本期债券转股而增加的公司股票享有与原股票同等的权益，在股利发放的股权登记日下午收市后登记在册的所有普通股股东（含因可转债转股形成的股东）均参与当期股利分配，享有同等权益；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体配售比例提请公司股东大会授权公司董事会根据发行时的具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外和原股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由主承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过9.5亿元（含），扣除发行费用后，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
立高食品总部基地建设项目	205,100.00	71,000.00	34.62%
补充流动资金	24,000.00	24,000.00	-
合计	229,100.00	95,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、项目建设内容

立高食品总部基地建设项目（以下简称“总部基地项目”）由公司本部实施，位于广东省广州市增

城区石滩镇东西大道北侧，项目地块占地面积177,988.5平方米，拟投资建设集管理、研发、生产、物流于一体的华南地区的综合总部基地，包括总部办公大厦、研发中心、厂房、综合大冻库、物流中心及相关厂区配套建筑，项目估算总投资20.51亿元。根据本期债券募集资金使用可行性分析报告，募投项目实施后，公司将在华南地区现有产能基础上，冷冻烘焙食品和烘焙食品原料将分别新增产能13.70万吨和2.41万吨；冷冻仓库建成后库容量达到2.2万吨（约320万件），日均吞吐能力达到2,000吨（约29万件）以上；物流中心将配备70辆高标准冷藏车用于华南地区的短途直达运输，实现华南地区500公里内当日送达。截至2022年6月末，总部基地项目建设尚处于土地平整阶段。

2、项目审批情况

近期总部基地项目已取得广州市增城区发展和改革局出具的《广东省企业投资项目备案证》（项目代码：2112-440118-04-01-684789），项目环评正在办理当中。

3、项目经济效益

根据公司提供的资料，总部基地项目包括办公大厦、研发中心、厂房、综合大冻库、物流中心等设施的建设，其中办公大厦、研发中心、综合大冻库以及物流中心等为运营管理、研发以及生产配套等职能，不单独产生收入。经营预测期共计13年（建设期4年，生产期11年），生产期第1年和第2年为生产爬坡期，第1年生产负荷设定为60%，第2年生产负荷设定为80%，第3年完全达产并进入稳定运营状态，各年度产量实现全部销售。据此测算，总部基地项目税后静态投资回收期为7.51年（含建设期），税后内部收益率为17.98%。但受资金到位、新冠疫情等因素影响，项目能否如期完工存在一定不确定性；完工后受市场需求、行业竞争格局等因素影响，项目投产后新增产能能否完全消化亦存在一定不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表

现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

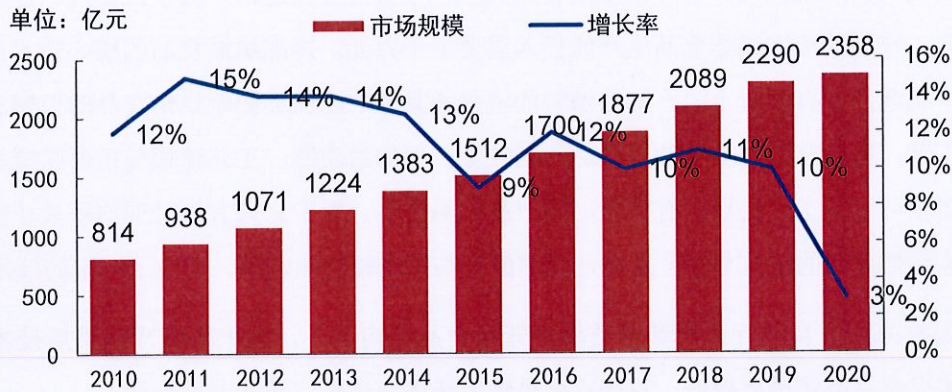
行业分析

我国烘焙行业处于快速增长阶段，但人均消费水平较低，未来增长空间较大，烘焙市场的稳健发展为冷冻烘焙增长提供了良好环境

现代烘焙业在我国内地起步较晚，于 20 世纪 80 年代由我国香港、台湾地区引入。近年来随着人均消费水平的提升以及餐饮结构的调整，我国烘焙行业得到了快速发展。根据欧睿国际的数据，2010-2020 年，我国烘焙市场规模由 814 亿元增长至 2,358 亿元，年复合增长率为 11.22%，预计到 2025 年，我国烘焙食品零售市场规模将达到 3,200 亿元。据欧睿国际统计，从人均消费量看，2019 年我国烘焙食品人均消费 7.8kg/人，远低于英法美德等国家，也远低于和中国大陆饮食习惯相近的日本（22.3kg/人）；从人均消费金额看，2019 年我国内地人均烘焙食品消费额仅为 24.6 美元/人，处于全球后 25% 水平，远低于法国的 266.3 美元/人、美国的 182.6 美元/人，也低于与中国大陆饮食习惯相近的亚洲其他国家和地区，如日本的 161.0 美元/人、中国台湾的 99.9 美元/人、中国香港的 76.3 美元/人。可见我国烘焙食品人均消费水平与

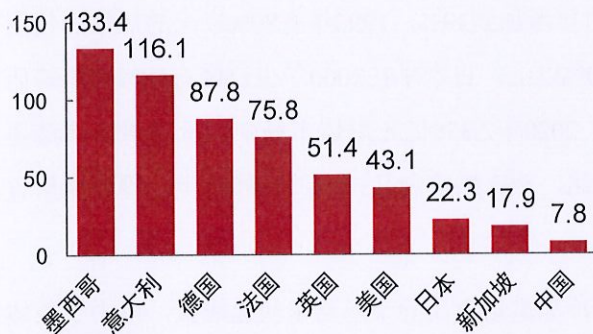
发达国家和地区还有较大差距，未来尚有较大的提升空间。

图 1 2010-2020 年我国烘焙食品零售市场规模变动情况



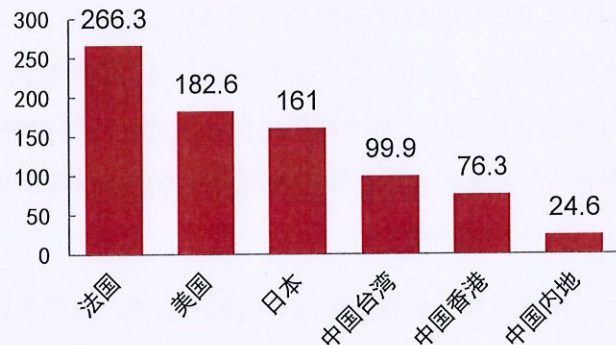
资料来源：浙商证券研究所，中证鹏元整理

图 2 2019 年烘焙食品人均消费量 (KG/人)



资料来源：浙商证券研究所，中证鹏元整理

图 3 2019 年烘焙食品人均消费额 (美元/人)



资料来源：公司招股说明书，中证鹏元整理

冷冻烘焙食品通过“中央工厂模式”生产实现规模效应，具有突出优势，同时该行业存在一定渠道、技术和资金门槛

冷冻烘焙指依托工业化实现烘焙产品的预制，即在通常烘焙生产过程的和面、发酵、分割、成型、醒发、烘烤等任一环节通过冷冻技术打断并保存，后续通过加热二次加工而快速还原，从而节约使用者制作成本和时间。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，甚至超过部分烘焙门店水平。与传统前店后厂的经营模式相比，冷冻烘焙食品具有突出的优势。第一，冷冻烘焙食品具有冷冻烘焙食品可以节约烘焙店的投资及运营成本，部分产品后期加工只需要家用烤箱即可完成，也不需要高水平的烘焙师傅，通过轻资产模式有效降低烘焙店的经营风险。第二，冷冻烘焙食品可以使烘焙门店准确和灵活地协调生产、库存和销量间的关系，避免产量过剩导致的浪费。第三，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。冷冻烘焙食品的中央工厂生产模式比起传统烘焙门



店的手工作坊，具备更强的食品安全保障，能够有效降低食品安全问题的出现。

与此同时，相较于传统烘焙行业，冷冻烘焙食品行业也存在更高的资金和技术门槛。“中央工厂模式”生产需要大规模产线投入，且冷冻烘焙食品的生产设备主要为进口，其中成型线、速冻隧道等设备价值几百万元，普通的冷冻烘焙食品生产线投入需要上千万元。冷冻烘焙食品的核心技术主要聚焦于产品配方和生产工艺上。在配方上，不同原辅料的选择和具体的配比会影响烘焙食品的口感和品质，也会改变其制作工艺；在生产工艺上，部分产品工艺较难，例如甜甜圈，工艺流程包括面团搅拌、成型、发酵、油炸等多个环节，工艺处理稍有不当，则产品容易老化、发干。只有长时间的积累才能掌握烘焙食品原料和冷冻烘焙食品的配方与生产工艺，并使配方与工艺较好地匹配，形成了一定的技术门槛。

目前我国冷冻烘焙食品行业市场渗透率较低且食品结构单一，未来随着冷冻烘焙技术升级及冷链运输的发展将促进品类渗透率提升，我国冷冻烘焙市场将迎来更广阔的发展空间

冷冻烘焙食品行业在我国起步较晚，一开始应用在水饺和汤圆当中；随着我国冷冻烘焙食品技术的进步及冷链运输的发展，冷冻烘焙食品应用比例和应用场景在快速增长。根据《食品与机械》杂志，1949年美国只有3%的烘焙店使用冷冻烘焙食品，1961年增加到39%，1990年有80%以上的烘焙店使用冷冻烘焙食品。在1994年冷冻面包已占面包销售额的50%以上，日本早在2000年也已经有50%的烘焙店使用冷冻烘焙食品。而冷冻烘焙在我国尚属小型市场，2020年2,358亿元烘焙市场中，冷冻烘焙渗透率不到10%。未来随着我国经济发展阶段及成本结构的变化，冷冻烘焙食品技术的持续进步，冷冻烘焙食品应用比例将快速增长。

烘焙食品主要包括糕点和面包两大类，虽然我国冷冻烘焙食品的市场需求快速成长，但由于整体发展时间较短，目前冷冻烘焙食品结构还相对较为单一，市场上依旧以冷冻糕点为主，主要原因系与冷冻糕点相比，冷冻面包加入了酵母，若工艺不当则产品易变质、发酸、体积缩小，因此技术难度较高、生产过程控制要求更严；同时，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。而在烘焙店现烤产品的消费中，面包的消费量并不低于糕点的消费量，即我国冷冻烘焙食品市场的产品结构与中国总体烘焙食品市场的产品结构并不匹配。因此，随着冷冻烘焙技术的逐渐成熟，冷链仓储和物流技术的不断完善，冷冻烘焙食品的应用领域将由冷冻糕点产品逐渐发展至冷冻面包等其他品类，冷冻烘焙食品还存在着广阔的市场空间。

我国烘焙食品原料目前仍处于黄金发展阶段，市场潜在容量大

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。烘焙食品原料的发展与烘焙行业整体的发展相辅相成。一方面，烘焙行业需求的持续增长推动着烘焙食品原料的稳步发展，消费者口味和偏好的转变，也要求烘焙食品原料生产企业不断适应新的变化。另一方面，烘焙食品原料产品的丰富和应用技术的提高降低了烘焙食品制作的门槛，烘焙食品原料的发展不断引领新的潮流，丰富烘焙食品品类。根据中原证券研究报告数据

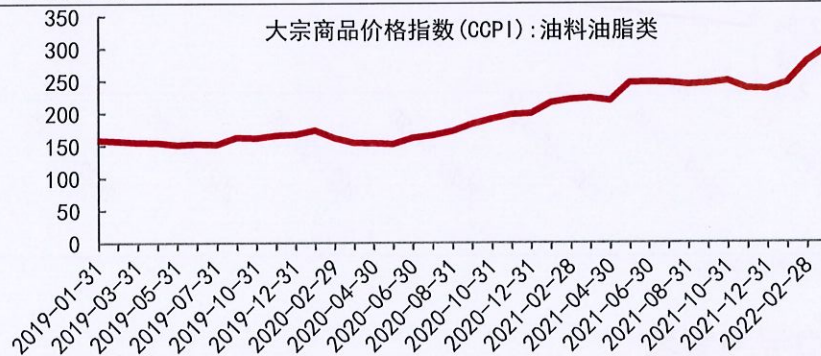
显示，国内的烘焙原料市场容量巨大，目前仍处于增量竞争的黄金发展阶段，奶油、酱料和水果制品近年来的年均增长均在20%至40%区间。以奶油为例，我国奶油市场的规模目前是80亿元至100亿元，到2024年将超过140亿元；而水果制品的市场容量到2024年将达到40亿元。

近年来油脂、面粉等大宗农产品价格呈持续上涨趋势，烘焙食品企业面临一定的成本控制压力

烘焙食品以面粉、油脂、糖类、奶油、鸡蛋等为主要原材料，且以油脂成本占比最高。受自然灾害、供需矛盾和疫情等多重因素的影响，近年来油脂、糖类、面粉等大宗商品价格整体呈上涨趋势，烘焙食品企业面临一定的成本控制压力。

从2020年开始，油脂油料类CCPI指数呈现快速上涨趋势。一方面自2020年新冠疫情爆发以来，全球粮食价格普遍上涨，通货膨胀逐步从短期冲击变为长期事件，全球粮食供应紧平衡，导致多种大宗农产品都出现了持续性上涨。另一方面，2020年我国从美国进口的大豆数量有所减少，同时，在巴西、阿根廷等国外大豆主产区产量预期有所下滑的情况下也导致了国外大豆期货的上涨。此外，棕榈油产量集中在印度尼西亚和马来西亚，受疫情下劳工紧缺等因素影响，马来西亚的棕榈油产量大幅减少，导致棕榈油价格上涨。

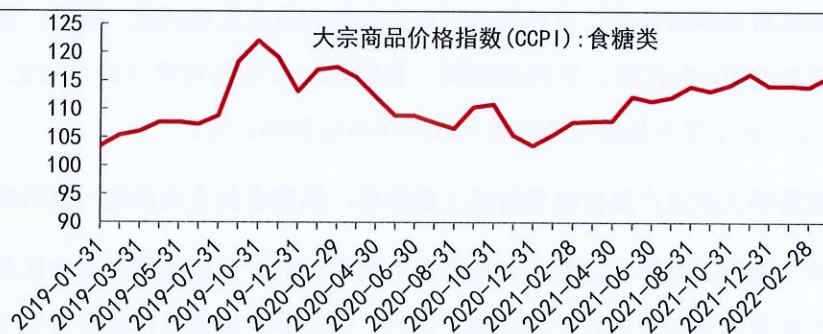
图4 油料油脂类CCPI走势



资料来源：同花顺，中证鹏元整理

近年来食糖类CCPI指数波动较大，自2021年开始整体呈现持续上涨趋势，主要系受到全球食糖仍呈产不足需状态以及巴西减产预期等因素的影响。

图5食糖类CCPI走势



资料来源：同花顺，中证鹏元整理

近年来，我国面粉零售价格呈现持续上涨趋势。小麦价格提升是导致面粉价格走高最主要最直接的原因，受国际小麦市场行情上涨、国内小麦供需不匹配等因素影响，同时叠加新冠疫情、全球粮食价格普遍上涨等不利因素，我国小麦价格持续上涨。

图6 36城市标准面粉零售价走势



资料来源：同花顺，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司系在深圳证券交易所创业板挂牌的上市公司，根据《公司法》《证券法》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》《上市公司治理准则》《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第2号——创业板上市公司规范运作》等相关法律、法规、规范性文件的要求及自身实际情况建立了较为完善的治理结构和内部控制制度。

公司依法设立了股东大会、董事会、监事会，具有健全的组织机构和法人治理结构。股东大会是公司的权力机构，董事会是公司的决策机构，监事会是公司的监督机构，董事会、监事会对股东大会负责。截至2022年3月末，公司董事会由6名董事组成，其中董事长1名、副董事长1名、独立董事2名；监事会由3人组成，设监事会主席1人。

为规范公司日常经营活动，公司董事会下辖薪酬与考核委员会、审计委员会、提名委员会和战略委员会和总裁办，总裁办下设营销中心、生产制造中心、质量中心、研发中心、财务管理中心、物流中心、

采购管理中心、人力资源中心、信息管理中心。此外，为建立、健全公司长效激励机制，公司于2021年制定了股票期权计划和超额业绩激励基金计划，对公司董事、高级管理人员及其他核心员工进行激励。2021年8月20日，公司审议通过了《关于向激励对象授予股票期权的议案》，向9名激励对象授予股票期权共计850.00万份，行权价格为108.20元/股，2022年3月，公司授予但未行权的股票期权调整为800.00万份，2021年股票期权计划尚未进入行权期。2021年6月22日，公司审议通过了《超额业绩激励基金计划》，参与对象均为公司（含子公司）主要经营管理者，截至2021年末，已计提1,150.52万元的超额业绩激励基金。

公司在机构、岗位及其职责权限上合理设置和分工，确保不同机构和岗位之间权责分明、相互制约、相互监督。截至2022年6月末，公司的组织架构图见附录三。

人员方面，截至2022年3月31日，公司员工总数3,455人（含全资、控股子公司），其中生产人员占比50.68%，销售人员占比28.45%，研发人员占比7.32%；员工学历在大专以下（含）占比达84.49%，符合制造业企业人员特征。

六、经营与竞争

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，产品主要包括麻薯、挞皮、甜甜圈、冷冻蛋糕、牛角包、蛋黄酥、老婆饼、瑞士卷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。2019-2021年及2022年1-3月，公司产品收入以冷冻烘焙食品、奶油、水果制品和酱料为主，合计收入占当期主营业务收入比重分别为89.65%、90.34%、92.06%和91.70%，其中冷冻烘焙食品实现的收入规模及其占比逐年增加，为公司最核心的收入来源。从近几年经营数据看，随着我国烘焙行业的市场规模持续增长，公司作为国内较早从事冷冻烘焙食品生产与销售的企业，头部效应和先发优势日益明显，2019-2021年公司冷冻烘焙食品销售收入的年复合增长率达到52.55%，从而带动公司整体营业收入持续稳步增长。

从毛利率看，近几年公司冷冻烘焙食品、奶油的销售毛利率均呈一定下滑趋势，导致公司销售毛利率随之有所下滑，主要系油脂、糖类等原材料价格持续上涨，且细分销售产品结构有所变动所致。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
冷冻烘焙食品	37,176.76	33.69%	171,843.26	36.59%	95,628.97	40.70%	73,846.39	41.66%
奶油	11,945.25	36.78%	47,051.24	38.08%	37,062.25	42.45%	37,996.81	46.98%
水果制品	5,018.38	27.21%	21,827.51	28.19%	16,884.97	26.51%	19,194.04	32.75%
酱料	3,535.35	23.55%	18,365.76	21.82%	13,791.06	29.37%	10,841.57	41.22%
其他	5,221.72	31.79%	22,375.44	32.84%	17,470.64	34.32%	16,385.84	36.18%

合计	62,897.46	33.03%	281,463.20	34.93%	180,837.89	38.25%	158,264.64	41.26%
----	-----------	--------	------------	--------	------------	--------	------------	--------

注：其他主要包括挞液、休闲食品、烘焙巧克力、起司馅等产品收入。

资料来源：公司提供

公司逐步加大全国性生产基地布局，主要产品产能利用率和产销量均维持在较高水平；未来在建及拟建项目竣工后公司产能将大幅增加，但需要关注公司面临的资金压力以及新增产能能否消化并实现预期经济效益

目前，公司已华南的佛山三水、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八大生产厂区。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。在烘焙食品原料领域，公司拥有广州增城和南沙、佛山三水、浙江长兴四个大型生产基地；在冷冻烘焙食品领域，公司在广州南沙和浙江长兴建立了生产基地。

2019-2021年公司主要产品的产能利用率整体维持在较高水平，产销率基本接近100%。其中：公司冷冻烘焙食品产能逐年大幅提高，其中2021年冷冻烘焙食品产能较上年大幅提升，主要系卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目部分投产，且公司对浙江生产基地、南沙生产基地共三个厂区的产线进行改造升级所致；2022年一季度公司冷冻烘焙食品的产能利用率较低，主要系受到华北生产基地处于投产初期以及春节假期周期性波动的影响。公司酱料产品2020年由于浙江生产基地建成投产，产能得到大幅提升，同时由于浙江生产基地规划的酱料产品产能较多，导致2020年之后酱料产品的产能利用率显著降低，且目前仍处于产能逐渐释放阶段。近年公司奶油产品的产能小幅增长，产能利用率在较高水平；水果制品的产能维持不变，2021年以来产能利用率明显提升。

表3 公司主要产品的产能利用率（单位：吨）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年	
冷冻烘焙食品	产能	27,300.00	93,700.00	53,200.00	43,100.00
	产量	13,412.17	82,762.25	47,738.44	34,943.19
	产能利用率	49.13%	88.33%	89.73%	81.07%
	销量	16,374.63	78,032.55	46,288.79	35,319.02
	其中：外购产品	55.33	645.37	111.35	8.96
	产销率	121.68%	93.51%	96.73%	101.05%
奶油	产能	10,700.00	37,500.00	33,000.00	31,200.00
	产量	9,570.08	36,167.42	27,603.28	27,594.75
	产能利用率	89.44%	96.45%	83.65%	88.44%
	销量	8,890.32	36,979.28	29,546.56	30,346.39
	其中：外购产品	376.88	1,610.18	1,597.87	1,743.28
	产销率	88.96%	97.79%	101.25%	103.65%
水果制品	产能	3,300.00	13,200.00	13,200.00	13,200.00
	产量	3,329.90	13,955.64	10,676.51	11,568.92

	产能利用率	100.91%	105.72%	80.88%	87.64%
	销量	3,195.17	13,904.56	10,786.22	11,558.19
	其中：外购产品	-	3.37	0.50	141.11
	产销率	95.95%	99.61%	101.02%	98.69%
酱料	产能	7,125.00	28,500.00	28,500.00	10,000.00
	产量	2,952.13	15,716.88	12,426.60	9,844.64
	产能利用率	41.43%	55.15%	43.60%	98.45%
	销量	2,840.80	15,639.91	12,546.24	9,735.29
	产销率	96.23%	99.51%	100.96%	98.89%

注：2022年1-3月的产能为全年产能的四分之一。

资料来源：公司提供

目前公司在建项目主要包括三水生产基地扩建项目、卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目、华东生产基地建设及技改项目、智能信息化升级改造建设项目以及长兴生产基地建设及技改项目，上述均为公司首次公开发行股票募投项目。公司拟建项目为本期债券募投项目，即立高食品总部基地建设项目，该募投项目总投资20.51亿元，其中本期债券募集资金投入7.10亿元，剩余资金由公司自筹解决。

截至2022年3月末，公司冷冻烘焙食品设计产能11.55万吨，在建产能4.59万吨，拟建产能13.70万吨产能；公司冷冻烘焙食品原料设计产能9.44万吨，在建产能6万吨，拟建产能2.41万吨。公司在建及拟建项目尚需投入资金合计35.62亿元，其中可使用募集资金（含本期债券募集资金）12.94亿元，需自筹资金投入金额22.68亿元。整体看，公司在建及拟建项目竣工后，公司产能将大幅提升。但值得注意的是，新增产能能否消化并实现预期经济效益存在一定不确定性，且在建及拟建项目尚需投资额较大，公司面临一定的资金压力。

表4 截至2022年3月末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	规划总投资	已投资金额	尚需投资
在建项目			
三水生产基地扩建项目	38,243.00	14,320.38	23,922.62
卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目	31,100.89	29,141.51	1,959.38
华东生产基地建设及技改项目	101,344.49	13,827.89	87,516.60
智能信息化升级改造建设项目	6,793.30	4,556.40	2,236.90
长兴生产基地建设及技改项目	43,993.16	8,556.14	35,437.02
小计	221,474.84	70,402.32	151,072.52
拟建项目			
立高食品总部基地建设项目	205,100.00	0.00	205,100.00
合计	426,574.84	70,402.32	356,172.52

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采取经销与直销相结合的主要销售模式，经销商规模庞大，构建了遍布全国的销售网络体系，需关注经销商管理压力；近年来公司直销收入贡献率不断提升，需关注单一客户依赖度风险



公司终端客户以烘焙行业广泛存在的烘焙门店为主，该类终端客户的单店规模较小且分布较散，因此，公司采取经销与直销相结合的主要销售模式，并补充少量线上电商及线下零售业务。其中经销商直接与公司签订经销协议，模式均为买断式销售，即公司产品向经销商销售后产品所有权及主要风险和报酬已转移至经销商，经销商参考公司指导价自行销售；直销模式是指公司对终端客户直接进行销售，直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户，公司统一配送、统一管理。

2019-2021年及2022年1季度，公司经销销售额逐年增长，但增速相对较慢，经销收入占公司主营业务收入比重分别为83.94%、77.84%、65.19%和64.81%，呈持续下滑趋势；直销销售额及占比则快速上升，主要系公司的麻薯、冷冻蛋糕等新品受产能影响优先在沃尔玛等直销客户中进行推广，主打产品挞皮、甜甜圈、榴莲酥等因定制化升级获得了直销客户的认可，拉动了直销收入大幅提升。

表5 公司主营业务收入按照销售模式区分情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销	40,762.02	64.81%	183,489.63	65.19%	140,769.39	77.84%	132,839.67	83.94%
直销	21,596.88	34.34%	95,986.23	34.10%	39,241.57	21.70%	24,886.01	15.72%
零售	538.56	0.86%	1,987.34	0.71%	826.93	0.46%	538.96	0.34%
合计	62,897.46	100.00%	281,463.20	100.00%	180,837.89	100.00%	158,264.64	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司构建了遍布全国的销售网络，其中华南、华东地区为最主要的销售区域，近年来这两个地区实现的收入合计占主营业务收入的比重均超过60%。公司客户已经遍布全国各地，截至2021年底，公司经销商数量超过2,100家，销售人员超过1,000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2,700家，服务的终端客户超过5万家，包括仟吉西饼、味多美、幸福西饼、好利来、面包新语、采蝶轩、一鸣股份等知名烘焙店，沃尔玛/山姆会员店、永辉超市、华润万家、家乐福、盒马生鲜等大型商超，海底捞、豪客来、希尔顿欢朋酒店、乐凯撒披萨等连锁餐饮品牌。需要关注的是，公司经销商规模愈发庞大，加大了公司对经销商管理的难度。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。

近年来公司前五大下游客户较为稳定，其中经销客户的销售额及占比变化不大，来自于沃尔玛（中国）投资有限公司（以下简称“沃尔玛”）的直销收入快速增长，大幅拉升了公司前五大下游客户销售收入占公司营业收入的比重。2019-2021年，公司前五大下游客户销售额及占比持续增长，其中对沃尔玛的销售额占公司营业收入的比重逐年快速提升，2021年该比重超过20%。整体看，公司下游客户相对分散，集中度风险较低，但对沃尔玛的单一客户依赖度较大。

表6 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	客户名称	销售金额	占主营业务收入比重	客户类型
----	------	------	-----------	------

2022年1-3月	沃尔玛(中国)投资有限公司	12,979.86	20.64%	直销客户
	石家庄市宏威食品添加剂有限公司	1,041.25	1.66%	经销商
	上海盒马物联网有限公司	916.75	1.46%	直销客户
	广东省商业贸易进出口有限公司	883.61	1.40%	经销商
	中山市采蝶轩食品有限公司	614.56	0.98%	直销客户
	合计	16,436.03	26.13%	-
2021年	沃尔玛(中国)投资有限公司	66,370.23	23.58%	直销客户
	石家庄市宏威食品添加剂有限公司	4,618.71	1.64%	经销商
	广东嘉怡食品有限公司	3,356.44	1.19%	经销商
	广东省商业贸易进出口有限公司	2,673.68	0.95%	经销商
	济宁市腾飞食品添加剂有限责任公司	2,316.13	0.82%	经销商
	合计	79,335.19	28.19%	-
2020年	沃尔玛(中国)投资有限公司	20,138.78	11.14%	直销客户
	石家庄市宏威食品添加剂有限公司	3,801.44	2.10%	经销商
	广东嘉怡食品有限公司	2,474.94	1.37%	经销商
	济宁市腾飞食品添加剂有限责任公司	2,358.67	1.30%	经销商
	广东省商业贸易进出口有限公司	1,987.52	1.10%	经销商
	合计	30,761.34	17.01%	-
2019年	沃尔玛(中国)投资有限公司	7,478.21	4.73%	直销客户
	石家庄市宏威食品添加剂有限公司	3,731.48	2.36%	经销商
	济宁市腾飞食品添加剂有限责任公司	2,218.41	1.40%	经销商
	广东嘉怡食品有限公司	2,049.69	1.30%	经销商
	华润万家有限公司	1,345.38	0.85%	直销客户
	合计	16,823.18	10.63%	-

资料来源：公司提供

公司与下游客户主要采用银行转账结算，公司对经销商和直销客户采取不同的结算方式。经销商客户方面：对于冷冻烘焙食品，大部分采用先款后货方式，少量规模较大的经销商采用先货后款方式；对于奶油类、水果制品，对于规模较大的经销商采用先货后款方式，对规模较小或新合作经销商采取先款后货的形式；对于酱料类，大部分采用先款后货方式，少量规模较大的经销商采用先货后款方式。公司直销客户较多为商超及部分大型连锁烘焙店，这部分客户经营规模较大，偿债能力较强，公司一般会给予一定的信用期，对其他中小型直销客户，公司采用先款后货方式。

公司营业成本中直接材料占比高，主要为油脂成本，近年来油脂价格持续上涨，一定程度上拉低了公司毛利率水平，需持续关注主要原材料价格波动情况以及公司成本转嫁能力对产品盈利的影响

公司营业成本结构较为稳定，主要包括直接材料、直接人工和制造费用，其中直接材料占营业成本比重80%左右。此外，公司自2020年起执行新的会计准则将运输费计入营业成本。

表7 公司主营业务成本构成（单位：万元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	145,054.04	79.20%	87,433.85	78.30%	77,249.66	83.09%

其中：自主生产	136,711.15	74.64%	80,067.38	71.70%	67,231.16	72.32%
外购成品	5,209.20	2.84%	4,800.60	4.30%	5,390.43	5.80%
外协贴牌	3,009.51	1.64%	2,375.20	2.13%	4,593.33	4.94%
委托加工	124.18	0.07%	190.67	0.17%	34.74	0.04%
直接人工	13,216.29	7.22%	6,400.99	5.73%	5,902.96	6.35%
制造费用	15,846.92	8.65%	11,155.31	9.99%	9,814.13	10.56%
运输费	9,040.02	4.94%	6,674.78	5.98%	-	-
合计	183,157.28	100.00%	111,664.92	100.00%	92,966.75	100.00%

资料来源：公司提供

公司采购的原材料主要包括油脂、乳制品、糖类、水果、面粉等，此外还有部分蛋液、稳定剂、猪肉等其他原材料，近年来油脂的平均采购单价呈持续上涨趋势，油脂的采购金额占原材料的采购总额的比重最高。中证鹏元注意到，公司直接材料占营业成本比重比较高，若未来主要原材料价格持续大幅上涨，且公司不能将原材料价格上涨的影响及时有效地传导至下游客户，公司的经营业绩可能受到不利影响。

表8 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/KG、万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年		2019年		
	金额	占采购总额比例	金额	占采购总额比例	金额	占采购总额比例	金额	占采购总额比例	
油脂	采购量	5,681.03	-	29,426.87	-	21,380.15	-	18,033.38	-
	采购单价	11.95	-	10.72	-	8.76	-	7.88	-
	采购金额	6,791.14	23.46%	31,545.07	20.93%	18,724.70	22.18%	14,211.21	21.03%
乳制品	采购量	874.22	-	5,082.27	-	1,919.00	-	1,342.59	-
	采购单价	29.28	-	28.5	-	30.18	-	33.33	-
	采购金额	2,559.48	8.84%	14,486.32	9.61%	5,792.03	6.86%	4,474.45	6.62%
糖类	采购量	5,538.81	-	24,320.92	-	19,320.73	-	18,895.87	-
	采购单价	4.08	-	4.17	-	3.56	-	3.49	-
	采购金额	2,262.33	7.82%	10,130.46	6.72%	6,880.85	8.15%	6,603.68	9.77%
水果	采购量	1,522.29	-	6,794.06	-	5,142.03	-	4,955.57	-
	采购单价	14.38	-	13.79	-	13.82	-	14.62	-
	采购金额	2,188.52	7.56%	9,371.85	6.22%	7,104.52	8.42%	7,243.94	10.72%
面粉	采购量	4,719.43	-	26,623.05	-	19,474.25	-	15,855.46	-
	采购单价	3.96	-	4.09	-	4.05	-	3.94	-
	采购金额	1,867.95	6.45%	10,882.39	7.22%	7,887.08	9.34%	6,241.74	9.24%
采购金额合计	15,669.42	54.13%	76,416.09	50.70%	46,389.18	54.95%	38,775.02	57.38%	

注：原材料采购总额不含成品采购。

资料来源：公司提供

公司根据生产计划和市场情况储备合理库存，主要通过向合格供应商询价对比的方式确定采购价格，也正逐步通过邀请招标等方式来进行定价。对部分定制原料，公司一般与厂商通过协商谈判的方式确定

采购价格。对面粉、油脂、糖类等主要原材料和大宗原料，公司会结合市场行情，对预计价格上涨的原材料与供应商提前达成协议，确定接下来几个月的采购价格，分批进行采购。除采购原材料外，为丰富公司产品结构，公司还直接采购少量成品进行销售。公司建立了供应商考核和管理体系，当需要新增供应商时，公司将供应商提供的小样送质量中心进行检测，判断是否满足生产标准，同时对供应商相关业务资质、产品质量标准进行审查，并进行现场考察，包括供应商生产及仓储环境、工厂设备及过程管理文件等，确定合格供应商清单。公司每年还会对合格供应商清单中的供应商进行1到2次的再评估，要求得分较低的供应商整改，整改后仍不合格则淘汰出合格供应商体系。公司每年对油、糖、面粉、乳制品等主要原材料采购量较大，且品类众多，因此，公司一般选取距离较近供应商或供应商在临近地区拥有仓库，并要求供应商快捷、分批配送，以尽可能利用供应商的库存能力。公司一般与供应商签订年度采购框架合同，再通过具体订单的方式向供应商进行采购。公司与供应商之间主要采取银行转账按月结算的支付方式，对于某些少量采购的原材料和进口代理产品则以预付方式付款。

近年来公司前五大供应商相对稳定，公司向前五大供应商采购金额占总采购金额比重基本维持在25%左右，对单一供应商的采购金额占比不高，公司对供应商的集中度风险和单一供应商依赖度风险较低。

表9 公司前五大客户采购情况（单位：万元）

时间	供应商名称	采购金额	占采购总额比重	主要采购内容
2022年1-3月	广州焙乐道食品有限公司	1,725.00	5.69%	改良剂、高端烘焙原料
	东莞市五丰伟业商贸有限公司	1,539.85	5.08%	油脂、糖类
	东莞嘉吉粮油有限公司	1,356.06	4.47%	油脂
	益海嘉里食品科技有限公司	1,262.04	4.16%	油脂、乳制品
	广东白燕粮油实业有限公司	1,003.81	3.31%	面粉
	合计	6,886.76	22.71%	-
2021年	广州焙乐道食品有限公司	16,314.11	10.15%	改良剂、高端烘焙原料
	东莞嘉吉粮油有限公司	6,711.08	4.18%	油脂
	益海嘉里食品科技有限公司	6,300.35	3.92%	油脂、糖类
	广东白燕粮油实业有限公司	6,060.80	3.77%	面粉
	广州市永晟贸易有限公司	5,809.67	3.62%	蛋液
	合计	41,196.01	25.63%	-
2020年	广东白燕粮油实业有限公司	5,662.44	6.17%	面粉
	东莞嘉吉粮油有限公司	4,971.98	5.41%	油脂
	广州焙乐道食品有限公司	4,840.38	5.27%	改良剂、高端烘焙原料
	益海嘉里食品科技有限公司	4,128.04	4.50%	油脂、糖类
	临沂新程金锣肉制品集团有限公司	3,293.16	3.59%	油脂
	合计	22,896.00	24.94%	-
2019年	广东白燕粮油实业有限公司	4,673.64	6.00%	面粉
	鑫兰食品武汉有限公司	3,849.65	4.94%	葡挞液
	东莞嘉吉粮油有限公司	3,813.12	4.89%	油脂
	益海嘉里食品科技有限公司	3,546.11	4.55%	油脂、糖类
	广州保科力医药保健品进出口有限公司	3,374.12	4.33%	稀奶油
	合计	19,256.64	24.70%	-

资料来源：公司提供

公司深耕冷冻烘焙行业多年，不断加大研发和技术投入，促进公司产品升级创新，公司产品品类丰富，业务具有一定的持续竞争力

公司是国内最早进入冷冻烘焙行业的企业之一，2014年之前公司主要聚焦于烘焙食品原料业务，2014年公司通过收购广州奥昆和广州昊道股权，将业务拓展至冷冻烘焙食品和酱料领域。截至目前，公司已经形成了以冷冻烘焙食品、奶油、水果制品和酱料为主营产品的业务结构，同时，公司通过不断加大对产品研发升级创新，公司产品品类日益多元化，截至目前公司产品品规总量超900种。经过多年深耕积累，公司已经发展成为冷冻烘焙行业的头部企业。

公司冷冻烘焙食品业务主要由广州奥昆及其全资子公司浙江奥昆食品有限公司（以下简称“浙江奥昆”）、河南奥昆食品有限公司（以下简称“河南奥昆”）负责，公司冷冻烘焙食品主要包括麻薯、甜甜圈、牛角包等冷冻面包产品，蛋挞皮、蛋黄酥、瑞士卷、慕斯蛋糕等冷冻糕点产品。奶油业务主要由公司本部及其佛山分公司和增城分公司负责，奶油是公司烘焙食品原料中发展最早的产品，奶油产品主要分为植脂奶油、含乳脂植脂奶油和稀奶油三类。水果制品业务主要由公司本部及其佛山分公司、全资子公司佛山市立高食品有限公司（以下简称“佛山立高”）负责，水果制品包括果馅、果溶、果泥、饮料浓浆等多种不同形态和用途的产品。酱料业务主要由广州昊道及其全资子公司浙江昊道食品有限公司（以下简称“浙江昊道”）负责，酱料包括沙拉酱和可丝达酱等产品。此外，公司2021年新成立了湖州奥昆食品有限公司（以下简称“湖州奥昆”），由广州奥昆100%持股，拟作为公司浙江长兴二厂冷冻烘焙食品板块的建设及运营主体。2021年还先后新成立了两家全资子公司浙江立高食品有限公司（以下简称“浙江立高”）、河南立高食品有限公司（以下简称“河南立高”），浙江立高和河南立高拟分别作为公司浙江长兴二厂、华北生产基地的烘焙食品原料板块的建设及运营主体。截至2021年末，湖州奥昆、浙江立高、河南立高均暂未开展业务。

公司主要核心技术来源于自主研发，经过多年的发展，公司不断探索和积累冷冻烘焙食品和烘焙食品原料的核心技术，已经形成了行业领先的技术水平。公司具备独特和创新的产品配方及生产工艺，通过原辅料的选择和配比，持续进行产品配方改进，解决产品在不同应用场景下口感、外观、使用便利性等问题。此外，公司从国内外引入自动化生产线，并对对生产线和生产设备进行定制化改造和多次迭代升级，实现了规模化生产，持续提高了生产的自动化程度。在冷冻烘焙食品领域，公司从瑞士、荷兰等地先后引进了先进的冷冻烘焙食品自动化生产线，在广东、浙江、河南建立了生产基地。公司参与制订了中国商业联合会《焙烤食品冷冻面团》团体标准，成立了技术研发创新中心，持续加大对冷冻烘焙食品的技术创新投入。在烘焙食品原料领域，公司具备良好的技术研发实力，拥有6项发明专利，参与制订《植脂奶油》行业标准，被评为2019年度国家知识产权优势企业，2021年省级企业技术中心。

公司重视新产品和新技术的研究与开发，近年来研发投入金额持续增加，占当期营业收入比重有所

提高。近年来公司研发人员数量及占比呈增长趋势，其中核心技术人员为彭裕辉、陈和军、宁宗峰和郑卫平4人。

表10 公司研发人员及研发投入情况（单位：万元、人）

项目	2022年1-3月	2021年	2020年	2019年
期末研发人员数量	253	254	126	102
期末研发人员占比	7.32%	6.40%	4.65%	4.50%
研发费用	2,186.71	8,219.94	5,267.73	4,150.52
研发费用占营业收入比重	3.47%	2.92%	2.91%	2.62%

资料来源：公司提供

食品安全对公司的生产经营影响至关重要，公司建立了严格的食品安全控制体系，近年来未发生重大相关负面新闻，但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，未来需持续关注公司食品安全管理的压力

公司作为一家食品行业的生产和销售企业，依法合规开展经营活动，公司及下属处于从事生产销售活动的分公司和子公司均取得了相应的食品生产许可证或食品经营许可证，且许可证目前均在有效期内。公司建立了严格的食品安全和质量控制体系，覆盖采购、生产、存储运输、销售全流程。具体体现在：

（1）在采购方面，公司对供应商的开发、考核、管理等方面进行严格的质量控制，对供应商采取定期考核和淘汰机制。（2）在生产方面，公司对产品加工环境和加工过程进行控制，确保所有环节的生产都在高标准的卫生条件下进行，防止产品受到污染。（3）在仓储环节，公司相关人员定期及不定期的巡视仓库，及时发现产品存放过程中可能对质量产生损伤的情况并及时处理。对于冷冻仓库，公司建立了实时监控温度系统，按月对第三方仓库进行考核和淘汰机制。（4）在物流方面，对第三方车辆，公司对物流公司进行严格考核并通过招标的形式与选定的物流公司签订合同。公司按月对物流公司进行考核，考核不达标且整改不到位的物流公司将取消次年的合作资格。对于冷链运输车辆，公司设置合格车辆准入清单，并要求自有及第三方车辆均具备温度监控系统。（5）在销售方面，对于经销商，公司考察其资质、仓库、配送能力等指标，确保经销商有一定的质量控制能力，保证公司产品销售至下游终端时的质量及食品安全。公司制定了规范的产品召回流程，对可能发生食品安全危害或存在重大质量缺陷的产品进行快速回收控制，以控制或减少危害，以免对消费者造成伤害。此外，公司建立了食品安全的可追溯控制体系，包括对原辅料、过程产品、成品、生产设备及检验、测量和试验设备进行适当标识，并进行区分，以追溯到产品的来源（原辅料），加工过程（半成品、检验状态、成品）和产品交付后的使用场所，若遇到突发事件时，易对相关问题追踪并进行适当处理。

虽然公司建立了覆盖全业务流程的食品安全管控体系，但在实际生产经营过程中仍存在少数行政处罚、消费者投诉和负面报道等情况。行政处罚方面，2019年自本报告出具日，增城分公司、广州昊道、广州奥昆各受到一项行政处罚，处罚金额不大，公司收到行政处罚决定书后，对相关问题进行了及时整

改。消费者投诉方面，2019-2021年，公司不存在消费者投诉的情形，2022年1-3月，公司收到了4起消费者投诉，均为消费者通过公司京东、淘宝平台购买公司冷冻烘焙食品后因不满意进行投诉。负面报道方面，因广州奥昆生产的“速冻港式2105蛋挞皮”在下游客户流通环节抽检出过氧化值不合格，被澎湃新闻和太原日报报道。知悉上述情况后，公司将工厂同批次留样产品送至第三方机构检测，同时调取同款产品的型式检验报告，检验结果均为合格，抽检不合格的原因主要是下游客户流通环节的贮存温度过高所致。

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，食品安全对公司的生产经营影响是至关重要的。虽然公司建立了严格的食品安全控制体系，近年来未发生重大的相关负面新闻，但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，未来需持续关注公司食品安全管理的压力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年连审审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司新增1家子公司纳入合并范围；2020年纳入合并范围的子公司未发生变化；2021年新增4家子公司纳入合并范围；2022年1季度新增1家子公司纳入合并范围。近年来公司合并范围变化情况如下表所示。

表11 2019-2021年及2022年1-3月公司合并范围变化情况（单位：万元）

时间	子公司名称	持股比例	注册资本	取得方式
2019年	河南奥昆食品有限公司	100%	5,000.00	投资设立
	浙江立高食品有限公司	100%	5,000.00	投资设立
2021年	河南立高食品有限公司	100%	3,000.00	投资设立
	广东致能冷链物流有限公司	100%	5,000.00	投资设立
	湖州奥昆食品有限公司	100%	1,000.00	投资设立
2022年1季度	广州致能冷链物流有限公司	100%	5,000.00	投资设立

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产规模整体呈增长趋势，固定资产和在建工程投入较大，受限资产占比较低，应收账款和存货周转效率较快，账面货币资金较为充裕，公司整体资产质量尚可

近年来随着经营积累以及首次公开发行股票，公司总资产规模整体呈增长趋势。2022年3月末公司总资产规模较上年末小幅下降至24.59亿元，非流动资产占比超过50.00%。

公司账面货币资金较为充裕，主要为银行存款。2021年末公司货币资金较上年末大幅增加，主要系当年首次公开发行股票募集资金到位所致。由于公司继续投入项目建设，导致2022年3月末公司货币资金有所减少，其中有68.00万元因属于保证金而受限。

公司应收账款规模较小，但近年来呈一定增长趋势且增速高于同期营业收入增速，主要系公司业务扩张且下游客户结构变动所致，公司对经销商的信用政策以先款后货为主，对少量合作久、规模大的经销商给予一定的信用期；对直销客户大多给予一定信用期，且平均信用期长于经销商。近年来随着直销收入占比提升，公司应收账款规模有所增长，2019-2021年公司应收账款周转率分别为22.36次、18.74次、17.99次，周转效率较快。2022年3月末公司应收账款前五大客户应收账款占全部应收账款的比例为52.10%，其中对沃尔玛的应收账款占比为38.41%，公司应收账款前五名客户均为大型商超、连锁烘焙店等直销客户以及部分经营规模较大的经销商，应收账款账龄集中在一年之内，货款回收风险相对可控。

公司存货构成以原材料和库存商品为主，近年来存货规模呈一定增长趋势，主要系随着公司业务规模扩张以及新建生产基地陆续投产，相应原材料备货增加以及储备了一定安全库存所致。2019-2021年公司存货周转天数分别为46.15天、41.45天、41.47天，存货周转速度较快，存货过期变质导致跌价的风险较小。

公司固定资产构成以机器设备和房屋建筑物为主，近年来固定资产规模持续扩大，主要系公司不断加大产能布局，投资建设生产基地及购买机器设备所致。2021年固定资产较上年末显著增长，主要系卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目部分投产，对应在建工程转为固定资产，同时广州奥昆继续建设广州南沙二厂，购置了较多的机器设备。公司在建工程规模快速增长，截至2022年3月末，公司主要在建工程包括三水生产基地扩建项目、卫辉市冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目、华东生产基地建设及技改项目、智能信息化升级改造建设项目以及长兴生产基地建设及技改项目，均为公司首次公开发行股票的募投项目，上述募投项目根据建设进度，部分从2020年开始建设，并在2021年进入集中建设期，因此公司2020年末和2021年末的在建工程规模增长较多。截至2022年3月末，公司固定资产因借款抵押受限的账面价值为0.29亿元，在建工程因借款抵押受限的账面价值为0.19亿元

公司无形资产主要系土地使用权，近年来无形资产规模有所增长，主要系购买新增生产基地所购置的土地使用权。2021年末公司无形资产较上年末大幅增加主要系子公司浙江立高购置浙江省长兴县太湖街道土地使用权，子公司广州奥昆购置广州市南沙区新涌工业园土地使用权所致。截至2022年3月末，公司无形资产因借款抵押的账面价值为1,891.83万元。

公司其他非流动资产构成为预付工程及设备款，近年来大幅增长，主要系公司首次公开发行股票的募投项目持续投入建设，工程和设备采购较多，因此预付工程及设备款呈上升趋势。

整体看，公司资产规模呈增长趋势，非流动资产占比有所提高，固定资产和在建工程投入较大，后续面临一定的资本性支出压力，应收账款和存货周转效率较快，账面货币资金较为充裕，整体看公司资

产质量尚可。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.95	28.27%	7.84	30.96%	2.04	20.95%	1.93	24.31%
应收账款	1.39	5.66%	2.00	7.91%	1.13	11.57%	0.80	10.11%
存货	2.47	10.03%	2.82	11.13%	1.41	14.42%	1.17	14.68%
流动资产合计	11.58	47.07%	13.33	52.62%	4.82	49.50%	4.41	55.46%
固定资产	5.51	22.41%	5.25	20.73%	2.91	29.83%	2.66	33.43%
在建工程	3.58	14.57%	3.13	12.36%	0.84	8.58%	0.19	2.40%
无形资产	1.55	6.30%	1.56	6.16%	0.69	7.08%	0.48	6.07%
其他非流动资产	1.15	4.68%	0.83	3.28%	0.27	2.75%	0.07	0.92%
非流动资产合计	13.02	52.93%	12.00	47.38%	4.92	50.50%	3.54	44.54%
资产总计	24.59	100.00%	25.33	100.00%	9.75	100.00%	7.95	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

随着公司产品升级推新、业务拓展以及行业趋势向好，公司营业收入持续增长；由于油脂、糖类等主要原材料价格持续上涨，叠加销售产品结构变动等因素综合影响，公司销售毛利率出现一定下滑趋势，但公司整体盈利能力仍较好

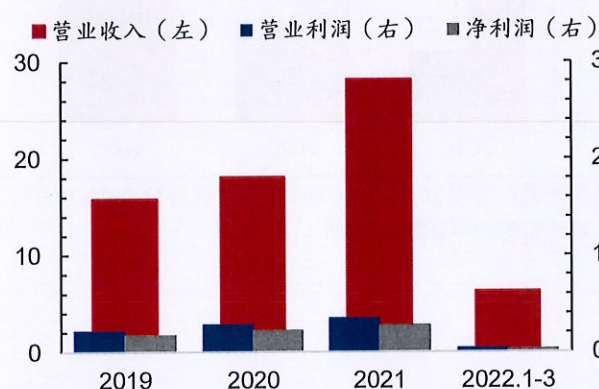
公司主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售，主营产品包括冷冻烘焙食品、奶油、水果制品和酱料等。近年来随着冷冻烘焙行业市场的发展，业务不断拓展，麻薯等热销产品收入大幅提升，营业收入规模保持持续增长，2019-2021 年收入复合增长率为 33.37%，其中主营产品冷冻烘焙食品收入的复合增长率达 52.55%，是拉动公司营业收入快速增长的核心动力。2022 年 1-3 月，公司实现营业收入 6.30 亿元，较上年同期增长 8.83%。毛利率方面，近年来公司销售毛利率呈一定下滑趋势，主要系公司自 2020 年起执行新的会计准则将运输费计入营业成本，且公司主营产品中冷冻烘焙食品、奶油的原材料油脂、糖类等价格持续上涨，细分销售产品结构有所变动等因素综合影响所致。

2019-2021 年及 2022 年一季度，公司的期间费用率分别为 26.72%、21.69%、21.90% 和 25.20%，2020 年和 2021 年期间费用率较 2019 年明显下降，主要系执行新的收入准则将运输费计入营业成本所致，2022 年一季度因公司实施股权激励计划确认了部分股份支付费用高导致期间费用率有所增长，剔除上述影响因素，公司的期间费用率整体较为稳定，其中主要的期间费用为销售费用和管理费用。因公司销售人员薪酬与销售业务挂钩，近年来随着公司业务规模拓展，销售人员数量以及销售业绩的增长，导致公司销售费用呈增长趋势。公司管理费用 2021 年有大幅增长，主要系公司新成立了湖州奥昆、广东致能冷链物流有限公司等子公司，河南奥昆也逐渐投产，相应配备了部分管理人员，同时对公司主要经营管理者进行超额业绩激励所致。研发费用方面，为保持持续竞争力，公司研发项目和研发人员持续增加，公司的

研发投入保持合理增长。此外，由于公司自身经营现金流状况较好，对外部融资需求较弱，2020年来公司的财务费用中利息收入大于利息支出，实现财务净收益。

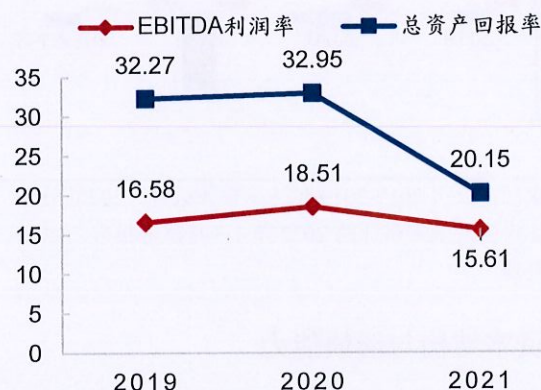
近年来公司EBITDA利润率和总资产回报率整体表现良好，2021年EBITDA利润率出现小幅下滑，主要系2021年销售毛利率同比下滑所致；2021年因公司成功上市且业务规模扩张，公司资产规模大幅增加，导致总资产回报率显著下降。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告及 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

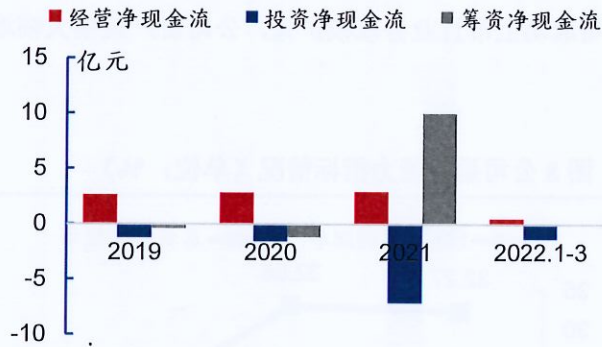
公司主营业务现金生产能力较好，但在建及拟建项目尚需较大资金投入，面临一定的资金压力，预计对筹资活动依赖有所增加

经营净现金流方面，近年来公司经营活动产生的现金流净额逐年增长，与公司营业收入变动趋势基本一致，2019-2021年公司EBITDA、FFO均持续增长，收现比分别为1.13、1.12和1.10，公司主业现金生产能力较强。投资净现金流方面，公司投资活动产生的现金流持续净流出，主要系公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较多，2021年因广州奥昆继续建设广州南沙二厂，购置了较多的机器设备，子公司浙江立高购置浙江省长兴县太湖街道土地使用权，子公司广州奥昆购置广州市南沙区新涌工业园土地使用权，导致投资净现金流出较大。筹资净现金流方面，2019-2020年公司筹资活动产生的现金流均为净流出，主要系分配利润和偿还银行借款所致。2021年因公司公开发行股票募集资金，筹资活动产生的现金流转为大幅净流入。

整体看，公司主业现金生产能力较强，对外部融资依赖较小，但公司近年来加大产能扩张投入，投资净流出规模增长较快。同时，考虑到截至2022年3月末公司在建及拟建项目尚需投入资金合计35.62亿元，其中可使用募投资金（含本期债券募集资金）12.94亿元，需自筹资金投入金额22.68亿元，公司经营活动的现金流可能难以满足项目建设需求，未来面临一定的资金压力，预计未来对筹资活动的依赖将

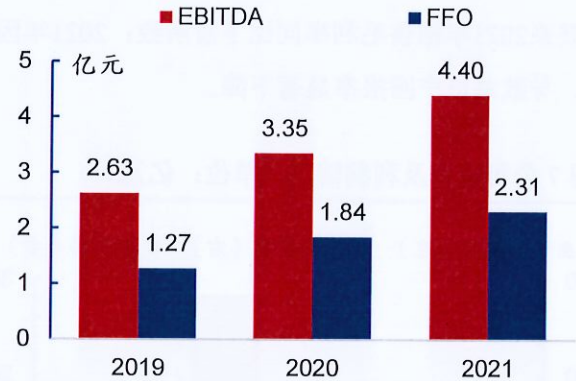
有所增大。

图 9 公司现金流结构



资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况



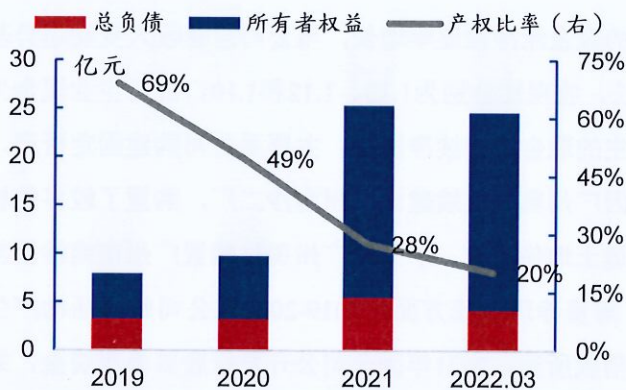
资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告及 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务以经营性负债为主，债务规模较小，公司偿债压力较小

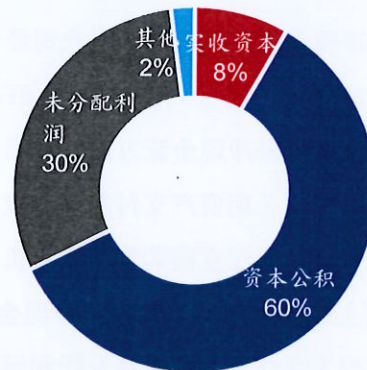
公司所有者权益以资本公积、未分配利润为主；公司负债以经营性负债为主，2019-2021 年公司总负债和所有者权益均有所增加。其中 2021 年由于公司上市增厚资本实力，所有者权益大幅增加，导致公司所有者权益对负债的保障程度较高。

图 11 公司资本结构



资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 12 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，主要构成为以应付账款为主的经营性负债。2020-2021 年，公司当期新增借款当期全部偿还，故当年末账面短期借款余额为 0；公司应付款主要是原材料、工程及设备、运输

及仓储等应付款项，2019-2021年因公司业务规模扩张导致应付账款规模有所增长，2022年3月末因销售淡季导致原材料采购减少，公司应付账款规模较上年末有所减少；公司对部分经销商和直销客户采用先款后货的信用政策，公司账面存在一定规模的预收账款或合同负债（2020年因执行新的收入准则，对于预收的货款计入合同负债）；公司应付职工薪酬和应交税费均呈现增长趋势，与公司业务规模扩张和业绩增长变动趋势基本一致；公司其他应付款主要系尚未支付的广告费、咨询费以及计提的客户返利等。

公司非流动负债主要为租赁负债，公司存在部分租赁厂房、仓库和办公楼，因2021年执行新的租赁准则计入租赁负债。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.01	0.24%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.30	9.25%
应付账款	1.70	41.02%	2.36	43.09%	1.41	43.55%	1.19	36.69%
合同负债	0.45	10.82%	0.56	10.24%	0.34	10.46%	0.00	0.00%
应付职工薪酬	0.45	10.75%	0.72	13.14%	0.48	14.92%	0.39	11.92%
应交税费	0.52	12.52%	0.65	11.85%	0.45	14.08%	0.31	9.45%
其他应付款	0.25	5.93%	0.35	6.48%	0.38	11.69%	0.30	9.32%
流动负债合计	3.55	85.79%	4.83	88.20%	3.10	96.12%	2.81	86.56%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.29	8.93%
租赁负债	0.49	11.75%	0.54	9.82%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	0.59	14.21%	0.65	11.80%	0.13	3.88%	0.44	13.44%
负债合计	4.14	100.00%	5.47	100.00%	3.23	100.00%	3.25	100.00%

资料来源：公司2017-2019年连审审计报告、2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司总债务为0.65亿元，规模较小，总债务占总负债的比重较低，以长期债务为主，公司偿债压力较小。

图 13 公司债务占负债比重

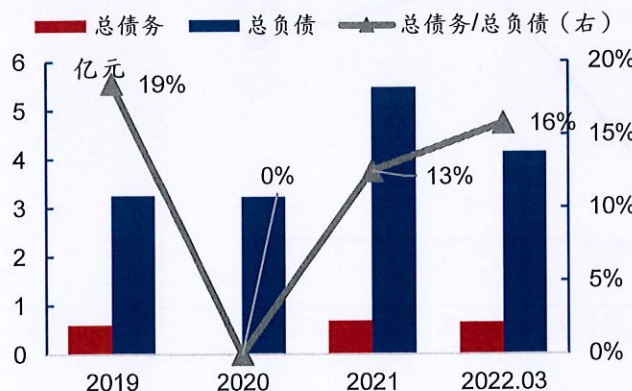
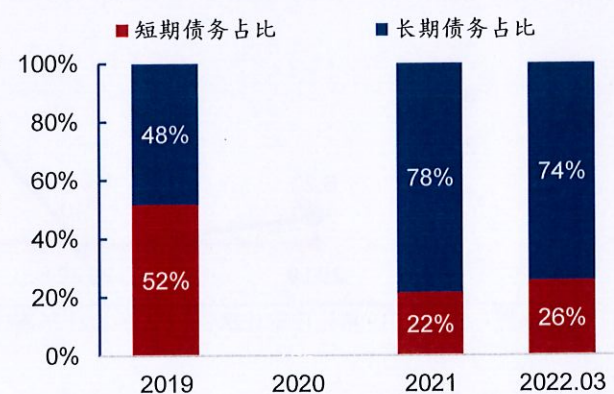


图 14 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率不高且近年来逐年下降，主要系公司主营业务现金创造能力较强，对外部融资需求较小，随着业务拓展公司资产规模不断壮大，公司资产负债率呈下降趋势。由于公司账面货币较为充足，超过公司总债务，导致公司净债务为负数，进而公司净债务/EBITDA、FFO/净债务均为负数，同时公司持续实现盈利，EBITDA 利息保障倍数大幅增长，公司现金盈余及 EBITDA 对债务保障程度高。整体来看，公司杠杆水平较低，偿债压力较小，但值得注意的是，若本期债券发行成功，公司资产负债率将明显上升。

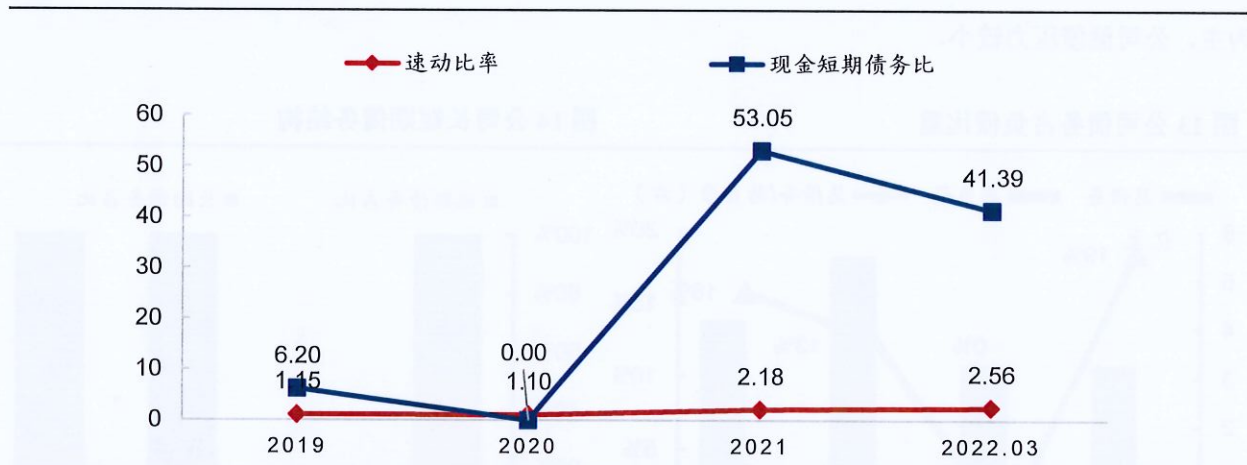
表14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
资产负债率	16.84%	21.60%	33.11%	40.81%
净债务/EBITDA	--	-1.46	-0.48	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	1,791.92	218.50	106.24
总债务/总资本	3.10%	3.34%	0.00%	11.32%
FFO/净债务	--	-35.84%	-115.51%	-136.39%

资料来源：2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021 年公司上市募集资金到账后致使货币资金大幅增加，公司现金短期债务比显著提升，需要关注的是募集资金大部分有既定用途，公司可自由动用的现金类资金对短期债务保障尚可。近年来公司速动比率整体微幅增加，流动负债主要为应付账款，实际偿付压力不大。公司 2021 年上市后融资渠道更加多样化，融资弹性较好，公司偿债压力较小。

图 15 公司流动性比率情况



资料来源：2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年6月1日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

或有事项分析

截至2022年3月末，公司无对外担保情形。

九、抗风险能力分析

我国烘焙行业的市场规模持续增长，2010-2020年年复合增长率为11.22%，而目前我国冷冻烘焙市场渗透率不足10%，未来发展空间较大。良好的外部环境为公司发展提供了支撑。公司作为国内较早从事冷冻烘焙食品生产与销售的企业，近年来公司不断加大产能布局，拓展营销渠道，通过加大研发投入对产品升级创新，不断丰富产品品类，头部效应和先发优势增强，公司的销售额和利润规模稳步增长。此外，公司主营业务现金生成能力较强，账面货币资金较为充裕，公司负债以经营性负债为主，债务规模较小，公司偿债压力较小，尤其公司2021年在深交所上市后，上市后融资渠道更加多样化，公司融资弹性较好。

中证鹏元也注意到，目前公司在建及拟建项目总投资规模较大，募集资金未能完全覆盖，需自筹资金投入金额较大，公司未来或将面临一定的资金压力，预计对外部融资依赖将有所增大，杠杆率将有所上升。同时，在建及拟建项目的新增产能能否消化并实现预期经济效益也存在一定不确定性。整体而言，公司具有一定的抗风险能力。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据募集资金使用可行性分析报告，募投项目实施后，公司将在华南地区现有产能基础上，冷冻烘焙食品和烘焙食品原料将分别新增产能13.70万吨和2.41万吨。根据公司提供的资料，募投项目税后静态投资回收期为7.51年（含建设期），税后内部收益率为17.98%。需要关注的是，未来若项目实施进度不及预期，或者下游市场发生变化导致新增产能无法消化等，则募投项目存在收益不达预期的风险。

其次，公司经营活动产生的现金流入是本期债券还本付息资金的重要保障。2019-2021年，公司主营业务收入分别为158,372.95万元、180,969.01万元以及281,698.30万元，年复合增长率达33.37%；公司经营净现金流、EBITDA、FFO均稳步增长，收现比分别为1.13、1.12和1.10，公司主业现金生产能力较强。同时中证鹏元也关注到，公司在建及拟建项目产能较大，未来产能消化情况存在一定不确定性；此

外，行业竞争态势变化、市场供需情况以及销售渠道开拓等因素，仍可能会对公司经营业绩造成一定影响，进而影响公司现金流。

此外，本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

十一、结论

综上，中证鹏元评定立高食品主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

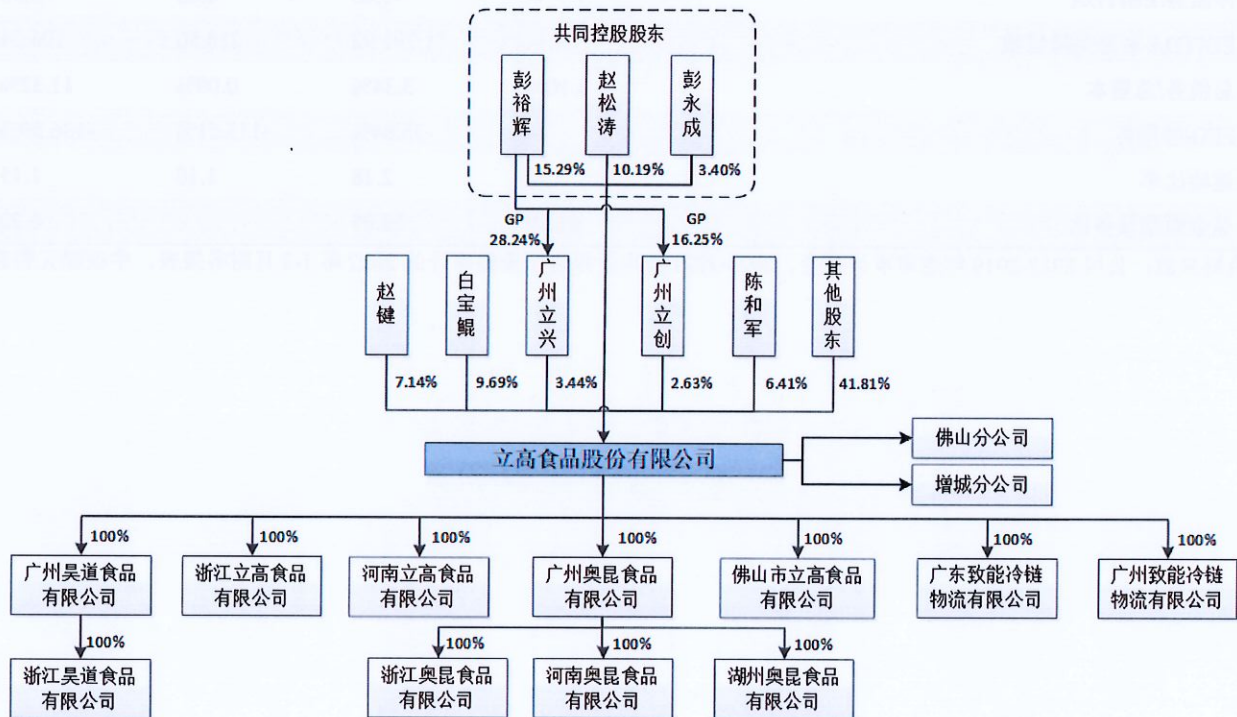
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	6.95	7.84	2.04	1.93
应收账款	1.39	2.00	1.13	0.80
其他应收款	0.09	0.09	0.07	0.24
存货	2.47	2.82	1.41	1.17
其他流动资产	0.36	0.25	0.04	0.10
流动资产合计	11.58	13.33	4.82	4.41
固定资产	5.51	5.25	2.91	2.66
在建工程	3.58	3.13	0.84	0.19
使用权资产	0.62	0.66	0.00	0.00
无形资产	1.55	1.56	0.69	0.48
长期待摊费用	0.34	0.36	0.14	0.08
递延所得税资产	0.25	0.21	0.08	0.05
非流动资产合计	13.02	12.00	4.92	3.54
资产总计	24.59	25.33	9.75	7.95
短期借款	0.01	0.00	0.00	0.30
应付账款	1.70	2.36	1.41	1.19
合同负债	0.45	0.56	0.34	0.00
应付职工薪酬	0.45	0.72	0.48	0.39
应交税费	0.52	0.65	0.45	0.31
其他应付款	0.25	0.35	0.38	0.30
一年内到期的非流动负债	0.16	0.15	0.00	0.01
流动负债合计	3.55	4.83	3.10	2.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.29
租赁负债	0.49	0.54	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	0.10	0.11	0.13	0.15
非流动负债合计	0.59	0.65	0.13	0.44
负债合计	4.14	5.47	3.23	3.25
总债务	0.65	0.69	0.00	0.60
归属于母公司的所有者权益	20.45	19.86	6.52	4.71
营业收入	6.30	28.17	18.10	15.84
净利润	0.40	2.83	2.32	1.81
经营活动产生的现金流量净额	0.51	2.91	2.85	2.64
投资活动产生的现金流量净额	-1.34	-7.12	-1.57	-1.24
筹资活动产生的现金流量净额	-0.06	10.00	-1.18	-0.39
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年

销售毛利率	33.09%	34.90%	38.27%	41.27%
EBITDA 利润率	--	15.61%	18.51%	16.58%
总资产回报率	--	20.15%	32.95%	32.27%
资产负债率	16.84%	21.60%	33.11%	40.81%
净债务/EBITDA	--	-1.46	-0.48	-0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	1,791.92	218.50	106.24
总债务/总资本	3.10%	3.34%	0.00%	11.32%
FFO/净债务	--	-35.84%	-115.51%	-136.39%
速动比率	2.56	2.18	1.10	1.15
现金短期债务比	41.39	53.05		6.20

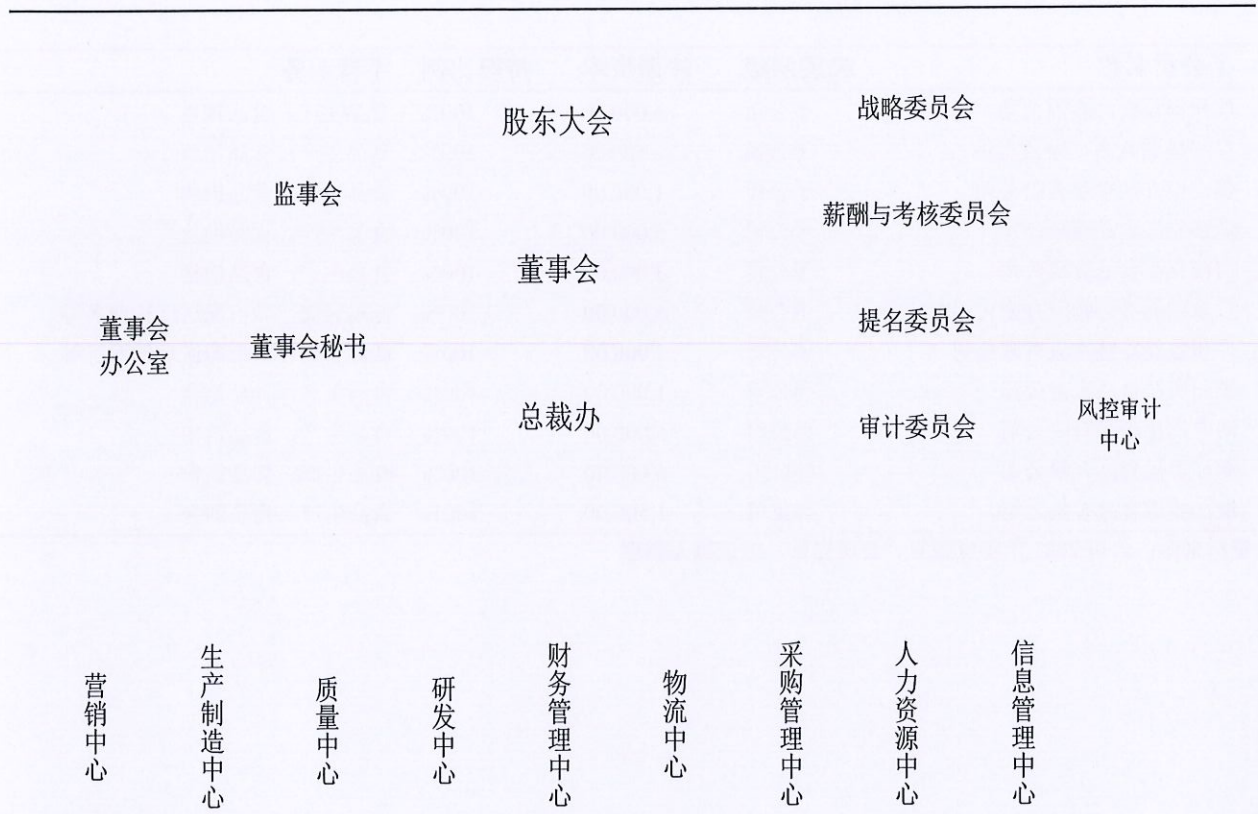
资料来源：公司 2017-2019 年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	控股层级	注册资本	持股比例	主营业务
广州奥昆食品有限公司	子公司	6,000.00	100%	食品生产，食品销售
广州昊道食品有限公司	子公司	500.00	100%	食品生产，食品销售
佛山市立高食品有限公司	子公司	1,000.00	100%	食品生产，食品销售
浙江立高食品有限公司	子公司	5,000.00	100%	食品生产，食品销售
河南立高食品有限公司	子公司	3,000.00	100%	食品生产，食品销售
广东致能冷链物流有限公司	子公司	5,000.00	100%	低温仓储、城市配送运输服务等
广州致能冷链物流有限公司	子公司	5,000.00	100%	低温仓储、城市配送运输服务等
湖州奥昆食品有限公司	孙公司	1,000.00	100%	食品生产，食品销售
河南奥昆食品有限公司	孙公司	5,000.00	100%	食品生产，食品销售
浙江奥昆食品有限公司	孙公司	6,000.00	100%	食品生产，食品销售
浙江昊道食品有限公司	孙公司	1,500.00	100%	食品生产，食品销售

资料来源：公司 2021 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
存货周转天数	360/{营业成本/[(期初存货+期末存货) / 2]}
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款+期初应收票据+期初应收款项融资+期末应收账款+期末应收票据+期末应收款项融资) / 2]

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。