



# 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2023年跟踪评级报告

---

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评级的变化  
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 2023年跟踪评级报告

## 评级结果

|        | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA-  | AA-  |
| 评级展望   | 稳定   | 稳定   |
| 立高转债   | AA-  | AA-  |

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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）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一定竞争优势，销售规模稳步增长，主业现金生成能力较强；但中证鹏元也关注到，单位制造成本上升和原材料价格上涨削弱了公司的盈利能力，公司产能利用率有所下降，而在建产能规模较大，未来存在一定的产能消化风险，同时公司面临经销商管理压力和食品安全管理压力等风险因素。

## 评级日期

2023年6月27日

## 联系方式

**项目负责人：**游云星  
youyx@cspengyuan.com

**项目组成员：**谢海琳  
xiehl@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目            | 2023.3 | 2022   | 2021     | 2020    |
|---------------|--------|--------|----------|---------|
| 总资产           | 37.78  | 28.55  | 25.33    | 9.75    |
| 归母所有者权益       | 24.35  | 21.20  | 19.86    | 6.52    |
| 总债务           | 8.28   | 0.99   | 0.69     | 0.00    |
| 营业收入          | 7.94   | 29.11  | 28.17    | 18.10   |
| 净利润           | 0.50   | 1.44   | 2.83     | 2.32    |
| 经营活动现金流净额     | -0.19  | 3.43   | 2.91     | 2.85    |
| 净债务/EBITDA    | --     | -1.03  | -1.46    | -0.48   |
| EBITDA 利息保障倍数 | --     | 186.39 | 1,791.56 | 218.50  |
| 总债务/总资本       | 25.32% | 6.26%  | 3.34%    | 0.00%   |
| FFO/净债务       | --     | 22.01% | -37.46%  | 116.61% |
| EBITDA 利润率    | --     | 10.36% | 15.61%   | 18.51%  |
| 总资产回报率        | --     | 6.59%  | 20.15%   | 32.95%  |
| 速动比率          | 2.99   | 1.31   | 2.18     | 1.10    |
| 现金短期债务比       | 14.64  | 5.37   | 53.05    | 0.00    |
| 销售毛利率         | 32.03% | 31.77% | 34.90%   | 38.27%  |
| 资产负债率         | 35.31% | 25.46% | 21.60%   | 33.11%  |

注：2020-2022年公司净债务为负数。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司是冷冻烘焙食品领域头部企业，具备一定竞争优势。**冷冻烘焙食品在我国渗透率仍较低，未来行业发展空间较大，公司作为专注于冷冻烘焙食品领域龙头企业，在产品品类、销售网络、业务规模以及产能布局等方面构筑了较强的竞争壁垒。
- **公司主营业务现金生成能力较强，现金流状况良好。**2022 年公司经营活动产生的现金流净额为正且保持增长，收现比为 1.11，公司主业现金生成能力较强。

## 关注

- **原材料价格上涨和制造费用增加拖累公司盈利能力。**公司直接材料成本对营业成本的占比接近 80%，油脂、面粉等主要原材料价格上涨导致公司成本端承压，随着公司在建生产基地项目转固而产能利用率提升存在滞后性，折旧摊销增多导致单位制造成本上升，叠加公司向下游客户成本转嫁能力不强，公司利润空间受到压缩。
- **公司或将面临一定的产能消化风险。**受市场需求不足及产能爬坡进度影响，2022 年公司冷冻烘焙食品和奶油产能利用率同比有所下降。未来随着在建项目竣工投产，公司冷冻烘焙食品产能和奶油产能将分别提升 29.12% 和 116.73%，新增产能消化存在一定不确定性。
- **经销商管理压力以及单一客户依赖度较大。**截至 2022 年底，公司经销商数量超过 2,200 家，经销商规模进一步扩大；2022 年公司对第一大客户沃尔玛（中国）投资有限公司（以下简称“沃尔玛”）的销售占比为 20.83%，单一客户依赖度仍较大。
- **食品安全管理压力。**食品安全对公司的生产经营至关重要，2022 年公司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。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为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。

## 同业比较（单位：亿元）

| 指标         | 桃李面包   | 南侨食品   | 元祖股份   | 西麦食品   | 海融科技   | 立高食品   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产        | 66.22  | 41.61  | 31.43  | 19.21  | 17.22  | 28.55  |
| 营业总收入      | 66.86  | 28.61  | 25.87  | 13.27  | 8.68   | 29.11  |
| 净利润        | 6.40   | 1.61   | 2.66   | 1.09   | 0.93   | 1.44   |
| 销售毛利率      | 23.98% | 21.73% | 60.14% | 43.11% | 32.98% | 31.77% |
| 总资产净利率     | 13.03% | 3.84%  | 11.47% | 6.32%  | 6.11%  | 6.09%  |
| 销售净利率      | 9.57%  | 5.61%  | 10.30% | 8.20%  | 10.75% | 4.93%  |
| 资产负债率      | 24.10% | 21.84% | 48.38% | 26.69% | 15.62% | 25.46% |
| 存货周转率(次)   | 27.11  | 3.98   | 14.86  | 4.75   | 3.63   | 6.69   |
| 应收账款周转率(次) | 13.25  | 13.67  | 46.99  | 18.37  | 24.2   | 12.51  |

注：以上各指标均为 2022 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                |
|-----------------|--------------------|
| 食品饮料企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型   | cspy_ffmx_2022V1.0 |

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     | 宏观环境      | 4/5  | 财务状况     | 初步财务状况 | 8/9  |
|          | 行业&经营风险状况 | 4/7  |          | 杠杆状况   | 8/9  |
|          | 行业风险状况    | 4/5  |          | 盈利状况   | 中    |
|          | 经营状况      | 4/7  |          | 流动性状况  | 6/7  |
| 业务状况评估结果 |           | 4/7  | 财务状况评估结果 |        | 8/9  |
| 调整因素     | ESG 因素    |      |          |        | 0    |
|          | 重大特殊事项    |      |          |        | 0    |
|          | 补充调整      |      |          |        | 0    |
| 个体信用状况   |           |      |          |        | aa-  |
| 外部特殊支持   |           |      |          |        | 0    |
| 主体信用等级   |           |      |          |        | AA-  |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 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                 |
|--------|----------|-----------|---------|--|----------------------|
| AA-/稳定 | AA-/立高转债 | 2022-7-22 | 陈良玮、何佳欢 | <a href="#">工商企业通用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

### 本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期    | 债券到期日期   |
|------|----------|----------|-----------|----------|
| 立高转债 | 9.50     | 9.50     | 2022-7-22 | 2029-3-6 |

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2023年3月发行6年期9.5亿元可转换公司债券，募集资金计划用于立高食品总部基地建设项目（第一期）和补充流动资金。截至2023年6月16日，本期债券募集资金专项账户余额为3.13亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2023年3月末，公司总股本16,934.00万股，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，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，公司股权结构图见附录二。

2023年3月，公司公开发行9.5亿元可转换债券，净募集资金9.38亿元。

2022年，公司合并范围比上年增加8户，减少1户；2023年1-3月，公司合并范围未发生变化。跟踪期内，公司合并范围变化情况具体如下：

**表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

| 1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况  |         |            |                |         |
|-------------------------|---------|------------|----------------|---------|
| 子公司名称                   | 持股比例    | 注册资本       | 业务性质           | 合并方式    |
| 广州致能冷链物流有限公司            | 100.00% | 5,000.00   | 道路运输业          | 新设      |
| 广州立源食品有限公司              | 100.00% | 500.00     | 工业生产           | 新设      |
| 广东立澳油脂有限公司              | 67.00%  | 5,000.00   | 工业生产           | 新设      |
| 佛山奥昆食品有限公司              | 100.00% | 5,000.00   | 工业生产           | 新设      |
| 广东立高食品营销有限公司            | 100.00% | 1,000.00   | 销售             | 新设      |
| 广东立高茶饮科技有限公司            | 100.00% | 500.00     | 工业生产           | 新设      |
| 立高食品株式会社                | 100.00% | JPY¥900.00 | 研发             | 新设      |
| LIGAO FOODS USA INC     | 100.00% | \$100.00   | 销售             | 新设      |
| 2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况 |         |            |                |         |
| 子公司名称                   | 持股比例    | 注册资本       | 主营业务           | 不再纳入的原因 |
| 广东致能冷链物流有限公司            | 100%    | 5,000.00   | 低温仓储、城市配送运输服务等 | 注销      |

资料来源：公司2022年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

### 行业分析

**我国冷冻烘焙食品行业方兴未艾，市场渗透率有较大提升空间，龙头企业竞争优势明显**

近年来我国烘焙食品行业得到了快速发展，根据艾媒咨询数据，2022 年我国烘焙食品行业市场规模达 2,853 亿元，同比增长 9.7%，预计到 2025 年，我国烘焙食品零售市场规模将达到 3,518 亿元。冷冻烘焙食品行业系烘焙食品行业的细分领域，根据东莞证券研究报告，我国冷冻烘焙市场从 2008 年的 5 亿元增长至 2021 年的 111 亿元，年复合增长率达 26.93%，成为烘焙行业中快速增长的子赛道。冷冻烘焙通过

“中央工厂模式”实现烘焙食品的标准化生产和规模效应，提高了生产效率和降低运营成本，且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。同时，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。凭借着突出优势，冷冻烘焙对传统烘焙具有较强的替代效应。然而，由于起步较晚、相关技术不成熟等因素影响，目前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%，而2018年日本、北美的冷冻烘焙渗透率已经分别达到31%和83%，我国冷冻烘焙市场的渗透率与国外存在较大差距。随着我国冷冻烘焙食品技术的进步及冷链运输的发展，尤其是在消费结构升级、企业降本增效等因素的带动下，我国冷冻烘焙食品行业将迎来更广阔的发展空间。

从国内竞争格局来看，我国冷冻烘焙行业的龙头竞争优势相对明显，行业中绝大部分企业处于长尾竞争状态。根据头豹研究院数据显示，2021年在我国冷冻烘焙行业的市场份额中，排名前三的公司分别为立高食品、恩喜村与鑫万来，市场占有率合计为32.6%，其中立高食品的市场占有率为15.5%，目前已在市场中形成了一定的品牌影响力，竞争优势相对明显。

**我国奶油行业发展空间较大，国内竞争格局较为分散；随着消费升级，植脂奶油和传统植脂奶油将逐步被替代，含乳脂的植脂奶油越来越受消费者青睐**

奶油是烘焙原料的一种，主要分为动物奶油（即乳脂奶油）和植脂奶油（含乳脂植脂奶油和传统不含乳脂植脂奶油）。奶油主要应用于烘焙食品的蛋糕品类以及中高端茶饮，近年来新式中高端茶饮市场的加速成长也进一步带动了奶油需求，未来奶油行业存在较大的发展空间。

奶油分为乳脂奶油和植脂奶油，乳脂奶油由于国内奶源品质的限制，主要依赖进口。传统植脂奶油含有对人体健康不利的反式脂肪酸，伴随对健康要求的提高，消费者更倾向于不含反式脂肪酸的奶油，含乳脂的植脂奶油兼具植脂奶油稳定性高和乳脂奶油口感好受到更多青睐。

我国奶油市场竞争格局较为分散，国内品牌市场占有率不高。目前国内奶油业务销售规模超过3亿元的企业包括南侨食品、维益食品、海融科技和立高食品，其中维益是国外品牌，在国内有多家生产基地，其市场份额远超国内品牌厂商。

**2022年油脂、面粉等大宗商品价格呈上涨趋势，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。

2022年油脂市场价格呈现先涨后跌的走势，2022年1-5月份受南美大豆干旱减产、棕榈油减产和俄乌战争阻碍乌克兰植物油出口的影响，油脂价格大幅上涨，整体涨幅超过40%，其中棕榈油价格从8,700元/吨上涨到最高12,600元/吨，累计上涨近4,000元；2022年6月份全球金融市场受美国大幅加息和衰退预期打压，油脂价格大幅下挫。此后，油脂价格处于震荡期，整体看2022年油脂价格较上年有所上涨。

**图 1 油料油脂类 CCPI 走势**


资料来源：同花顺，中证鹏元整理

2022年，我国面粉零售价格呈持续上涨走势。小麦价格提升是导致面粉价格走高最主要最直接的原因，受国内小麦出口量较大，且收成欠佳等不利因素影响，国内小麦价格上涨，叠加碾磨和运输成本升高，进一步加剧了国内面粉价格持续上涨。

**图 2 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、经营与竞争

公司深耕冷冻烘焙食品行业多年，系专注于该领域的龙头企业，经过多年积累和有效资本运作，公司加大产能布局，构建了强大的销售网络，不断丰富产品品类，业务规模实现稳步增长，形成了明显的竞争优势

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。2022年公司实现主营业务收入29.03亿元，较上年同期保持增长；综合毛利率为31.72%，较上年同比有所下滑，主要系受到油脂等原料价格上涨以及在建项目转

固引起折旧摊销增加的影响。

**表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目        | 2023年1-3月        |                |               | 2022年             |                |               | 2021年             |                |               |
|-----------|------------------|----------------|---------------|-------------------|----------------|---------------|-------------------|----------------|---------------|
|           | 金额               | 占比             | 毛利率           | 金额                | 占比             | 毛利率           | 金额                | 占比             | 毛利率           |
| 冷冻烘焙食品    | 54,433.01        | 68.89%         | 31.21%        | 178,387.99        | 61.44%         | 32.62%        | 171,843.26        | 61.05%         | 36.59%        |
| 奶油        | 9,902.61         | 12.53%         | 40.29%        | 51,261.33         | 17.66%         | 35.16%        | 47,051.24         | 16.72%         | 38.08%        |
| 水果制品      | 3,974.13         | 5.03%          | 30.58%        | 20,454.96         | 7.05%          | 29.03%        | 21,827.51         | 7.76%          | 28.19%        |
| 酱料        | 4,305.71         | 5.45%          | 22.57%        | 19,738.86         | 6.80%          | 20.63%        | 18,365.76         | 6.53%          | 21.82%        |
| 其他        | 6,393.64         | 8.09%          | 33.82%        | 20,502.82         | 7.06%          | 28.58%        | 22,375.44         | 7.95%          | 32.84%        |
| <b>合计</b> | <b>79,009.10</b> | <b>100.00%</b> | <b>32.06%</b> | <b>290,345.96</b> | <b>100.00%</b> | <b>31.72%</b> | <b>281,463.20</b> | <b>100.00%</b> | <b>34.93%</b> |

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：2021-2022年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

**2022年公司冷冻烘焙食品和奶油的实际产能有所增加，但产能利用率均出现下滑，未来在建项目竣工后公司产能将大幅增加，需持续关注新增产能消化及预期经济效益的实现情况；公司在建项目仍存在较大的资金缺口，未来需持续关注未来公司自身造血能力、再融资能力以及资金平衡情况**

截至2022年底，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九大生产厂区。在冷冻烘焙食品领域，公司在广州南沙、河南卫辉和浙江长兴建立了生产基地；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。

2022年，公司在华南、华东和华北等地新增建设多条产线并陆续投产，产能增加较多，其中冷冻烘焙食品实际产能增加1.55万吨，主要系新增部分蛋糕线、牛角包线；奶油实际产能增加1.39万吨，主要系公司对河南工厂新投产的奶油产线进行了技改，提高了标准产能。截至2022年末，公司冷冻烘焙食品实际产能为10.92万吨，在建产能为3.18万吨；奶油实际产能为5.14万吨，在建产能6.00万吨；水果制品和酱料的实际产能维持上年，分别为1.32万吨和2.85万吨，拟建产能分别为0.24万吨和0吨。

2022年，公司冷冻烘焙食品的产能利用率为70.09%，较上年同期有所下降，主要系公司华北生产基地于2021年底陆续投产，投产初期产能利用率相对较低，且2022年公司销量有所下降所致；奶油产能利用率为77.44%，较上年同期出现明显下降，主要系公司以销定产，2022年公司奶油产能大幅提升，但奶油的销售量未明显增加所致；水果制品的产能利用率仍处于较高水平；因公司浙江生产基地酱料产能逐步释放以及开拓重要餐饮客户，2022年酱料全年产能利用率较上年提升。需要关注的是，未来随着在建项目竣工，公司冷冻烘焙食品和奶油的产能将大幅提升，公司未来可能面临较大的产能消化压力。

**表3 公司主要产品的产能利用率（单位：吨）**

| 项目     |       | 2022年         | 2021年         |
|--------|-------|---------------|---------------|
| 冷冻烘焙食品 | 实际产能  | 109,200.00    | 93,700.00     |
|        | 产量    | 76,539.98     | 82,762.25     |
|        | 产能利用率 | <b>70.09%</b> | <b>88.33%</b> |

|      |              |                |                |
|------|--------------|----------------|----------------|
|      | 销量           | 76,300.35      | 78,032.55      |
|      | 其中：外购产品      | 142.63         | 645.37         |
|      | <b>产销率</b>   | <b>99.50%</b>  | <b>93.51%</b>  |
| 奶油   | 实际产能         | 51,400.00      | 37,500.00      |
|      | 产量           | 39,801.95      | 36,167.42      |
|      | <b>产能利用率</b> | <b>77.44%</b>  | <b>96.45%</b>  |
|      | 销量           | 38,030.59      | 36,979.28      |
|      | 其中：外购产品      | 1,343.67       | 1,610.18       |
|      | <b>产销率</b>   | <b>92.17%</b>  | <b>97.79%</b>  |
| 水果制品 | 实际产能         | 13,200.00      | 13,200.00      |
|      | 产量           | 13,309.98      | 13,955.64      |
|      | <b>产能利用率</b> | <b>100.83%</b> | <b>105.72%</b> |
|      | 销量           | 12,750.59      | 13,904.56      |
|      | 其中：外购产品      | 6.23           | 3.37           |
|      | <b>产销率</b>   | <b>95.75%</b>  | <b>99.61%</b>  |
| 酱料   | 实际产能         | 28,500.00      | 28,500.00      |
|      | 产量           | 17,114.23      | 15,716.88      |
|      | <b>产能利用率</b> | <b>60.05%</b>  | <b>55.15%</b>  |
|      | 销量           | 16,567.11      | 15,639.91      |
|      | <b>产销率</b>   | <b>96.80%</b>  | <b>99.51%</b>  |

注：产销率的计算扣除了外购产品。

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司在建项目主要系IPO募投项目和本期可转债募投项目。受部分产线调整或者建设方案优化等因素影响，截至2022年末公司部分IPO募投项目建设进度不达预期。需持续关注公司IPO募投项目建设进展及预期收益实现情况。

截至2022年末，公司在建项目预计总投资38.26亿元，累计已投资9.80亿元，尚需投资28.46亿元，其中可以动用的募集资金4.48亿元，尚有23.98亿元资金缺口<sup>3</sup>。资金缺口主要来自于本期债券募投项目以及华东生产基地建设及技改项目。2023年3月公司成功发行可转换债券，其中7.10亿元用于本期募投项目建设，且已获得10亿元银行项目贷款授信额度。考虑到项目建设周期较长，且公司主营业务现金生成能力和盈利能力较好，部分建设资金缺口可通过公司日常经营积累解决。整体看，公司未来仍面临一定的资金压力，需持续关注公司未来经营业绩变动可能对公司造血能力和再融资能力的影响以及资金平衡情况。

**表4 截至 2022 年末公司在建项目情况（单位：万元）**

| 项目名称                   | 规划总投资     | 其中：募集资金<br>计划总投资 | 累计已投资<br>金额 | 其中：募集资金<br>已投资金额 | 备注           |
|------------------------|-----------|------------------|-------------|------------------|--------------|
| 三水生产基地扩建项目             | 38,243.00 | 28,027.94        | 20,413.40   | 19,751.67        | IPO 募投<br>项目 |
| 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 | 19,558.39        | 35,679.96   | 19,459.52        |              |

<sup>3</sup> 由于 2022 年末本期债券尚未发行，故在计算 2022 年末在建项目资金缺口时未将其考虑在内。

|                   |                   |                   |                  |                  |          |
|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|----------|
| 华东生产基地建设及技改项目     | 101,344.49        | 43,685.15         | 20,871.94        | 8,401.71         |          |
| 智能信息化升级改造建设项目     | 6,793.30          | 6,793.30          | 5,862.30         | 5,656.43         |          |
| 立高食品总部基地建设项目（第一期） | 205,100.00        | 71,000.00         | 15,173.45        | 0.00             | 本期债券募投项目 |
| <b>合计</b>         | <b>382,581.68</b> | <b>169,064.78</b> | <b>98,001.04</b> | <b>53,269.33</b> |          |

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销售模式，公司经销商规模庞大，需关注经销商管理压力；2022年公司客户集中度和单一客户依赖度均有一定程度下降，需关注公司与第一大客户沃尔玛的合作稳定性**

公司终端客户以烘焙门店为主，并覆盖饮品店、商超、餐饮、便利店等客户，公司采取经销与直销相结合的主要销售模式，直销客户主要为大型连锁烘焙店、商超、餐饮等客户，并补充少量线上电商及线下零售业务。从销售区域来看，公司构建了遍布全国的销售网络，其中华南、华东地区为仍为公司最主要的销售区域。截至2022年末，公司合作的客户超过2,800家，服务的终端客户超过5万家，公司经销商数量超过2,200家，直销客户超过550家，同时公司的销售人员接近千人。2022年公司经销与直销模式下营业收入占比分别为65%和34%，与上年基本一致，华南和华东地区贡献营业收入占比超过六成。公司经销商规模庞大，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。

2022年，公司前五大客户销售金额合计7.71亿元，对公司年度销售额占比为26.49%，较上年小幅下降；其中对沃尔玛的销售额为6.06亿元，对公司年度销售额占比为20.83%，较上年小幅下降。整体看，2022年公司客户集中度和单一客户依赖度较上年均有一定下降，公司对沃尔玛的单一客户依赖度仍较高。

**公司营业成本中直接材料占比高，2022年油脂、面粉等主要原材料价格上涨，对公司成本控制形成一定压力，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**

公司营业成本主要包括直接材料、直接人工和制造费用，2022年公司直接材料占营业成本比重为78%，较上年基本不变，公司营业成本结构较为稳定。

公司采购的原材料主要包括油脂、乳制品、糖类、水果、面粉等。2022年油脂、面粉等原材料市场价格整体处于上涨趋势，但从公司2022年主要原材料采购情况来看，油脂、乳制品的平均采购单价增长较多，分别同比上涨14.65%和6.98%，其中，棕榈仁油、酪蛋白酸钠受市场供需影响，2022年度价格分别同比上涨约61.97%和48.48%。公司油脂的采购价格与其市场价格走势基本一致，乳制品采购单价上涨主要系公司2022年生产乳脂奶油较多，导致对价格较贵的稀奶油采购增加所致。2022年公司面粉采购均价与上年持平，主要系公司在小麦价格上涨之前有囤货且推迟了部分采购需求。2023年一季度，油脂、面粉等主要原材料价格较2022年峰值已有所回落，但仍需持续关注主要原材料价格波动以及公司成本转嫁能力对公司盈利能力的影响。

选取南侨食品、海融科技等5家上市可比公司2021-2022年毛利率水平变动情况来看，2022年可比公

公司的毛利率同比均有所下滑，根据上市公司公告，毛利率下滑的原因不同程度系原材料价格上涨所致。

**表5 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/KG、万元）**

| 项目        | 2022年            |               | 2021年            |               |        |
|-----------|------------------|---------------|------------------|---------------|--------|
|           | 金额               | 占采购总额比例       | 金额               | 占采购总额比例       |        |
| 油脂        | 采购量              | 29,279.84     | -                | 29,426.87     | -      |
|           | 采购单价             | 12.29         | -                | 10.72         | -      |
|           | 采购金额             | 35,974.93     | 22.95%           | 31,545.07     | 20.93% |
| 乳制品       | 采购量              | 6,030.47      | -                | 5,082.27      | -      |
|           | 采购单价             | 30.49         | -                | 28.5          | -      |
|           | 采购金额             | 18,388.06     | 11.73%           | 14,486.32     | 9.61%  |
| 糖类        | 采购量              | 24,490.23     | -                | 24,320.92     | -      |
|           | 采购单价             | 4.01          | -                | 4.17          | -      |
|           | 采购金额             | 9,827.08      | 6.27%            | 10,130.46     | 6.72%  |
| 水果        | 采购量              | 5,554.39      | -                | 6,794.06      | -      |
|           | 采购单价             | 14.94         | -                | 13.79         | -      |
|           | 采购金额             | 8,300.55      | 5.29%            | 9,371.85      | 6.22%  |
| 面粉        | 采购量              | 26,780.54     | -                | 26,623.05     | -      |
|           | 采购单价             | 4.09          | -                | 4.09          | -      |
|           | 采购金额             | 10,940.71     | 6.98%            | 10,882.39     | 7.22%  |
| <b>合计</b> | <b>83,431.33</b> | <b>53.22%</b> | <b>76,416.09</b> | <b>50.70%</b> |        |

注：原材料采购总额不含成品采购。

资料来源：公司提供

**表6 可比公司 2021-2022 年毛利率水平情况**

| 可比公司股票简称    | 2022年度        | 2021年度        | 同比增减          |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 南侨食品        | 21.73%        | 31.12%        | -9.39%        |
| 海融科技        | 32.98%        | 43.66%        | -10.68%       |
| <b>立高食品</b> | <b>31.77%</b> | <b>34.90%</b> | <b>-3.13%</b> |
| 元祖股份        | 60.14%        | 62.12%        | -1.98%        |
| 桃李面包        | 23.98%        | 26.28%        | -2.30%        |
| 西麦食品        | 43.11%        | 46.70%        | -3.59%        |

资料来源：同花顺，中证鹏元整理

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。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。

2022年，公司向前五大供应商采购金额占总采购金额比重为21.85%，采购集中度较上年略有下降，

对第一供应商的采购金额占比未超过6%，公司对供应商的集中度风险和单一供应商依赖度风险仍较低。

**食品安全对公司的生产经营影响至关重要，截至2022年末公司未发生重大的相关负面事件，存在少量情节较轻的行政处罚，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，未来仍需持续关注公司食品安全管理的压力**

随着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。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。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。

2022年公司受到三项行政处罚，分别为广州奥昆存在被抽检的速冻精装甜甜圈产品钠含量与标签说明不一致情形，被罚款67,592.33元，并没收违法所得8,892.06元；广州昊道存在被抽检的沙拉酱产品蛋白质项目与标签说明不一致，被罚款40,256元，并没收违法所得25,114.64元；此外，增城分公司存在进口冷链食品内包拆包消毒记录不足、拆包间进口冷链食品与普通食品原料混放、未进行错时分区管理的行为，被予以警告，并责令改正。公司受到行政处罚决定书后，对相关问题进行了整改，及时缴纳了罚款和违法所得，并加强相关专项培训。

整体看，截至2022年末公司未发生重大的食品安全方面的负面新闻，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，未来仍需持续关注公司食品安全管理的压力。

## 六、财务分析

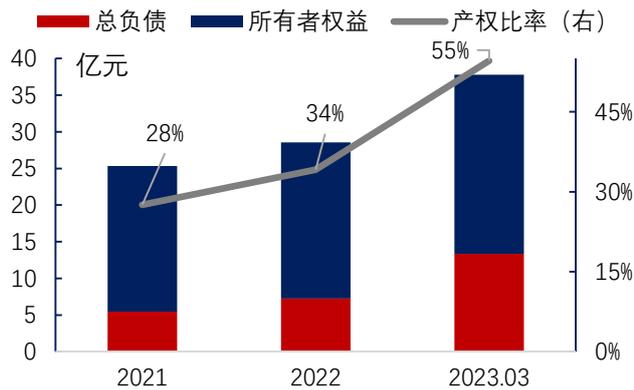
### 财务分析基础说明

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2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增8家新设立子公司纳入合并范围，减少1家注销的子公司纳入合并范围；2023年1-3月，公司合并范围未发生变化。

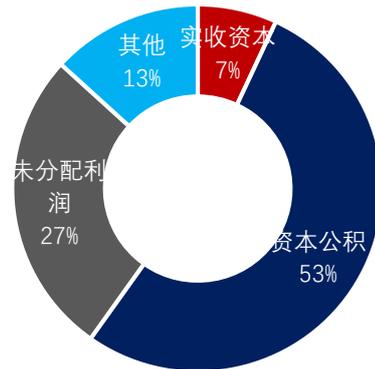
### 资本实力与资产质量

**2022年公司资本实力得到增强，资产规模保持增长，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**

公司的所有者权益主要构成系资本公积和未分配利润，自公司2021年上市以来，随着公司的经营积累，公司的所有者权益保持增长，公司资本实力有所增强。2023年3月，公司发行9.50亿元可转换债券，形成应付债券6.95亿元、其他权益工具2.46亿元，导致公司产权比率大幅提升，但所有者权益对负债的保障程度仍较好。

**图 3 公司资本结构**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年，随着公司业务规模扩张和在建项目的持续投入，公司的资产规模保持增长。截至2022年末，公司总资产28.55亿元，较上年末小幅增长，资产的主要构成系固定资产、在建工程、货币资金和存货等。2023年3月末，因公司成功发行“立高转债”，公司货币资金大幅增加，带动公司资产规模进一步增长。

公司固定资产主要系机器设备和生产厂房等，2022年末公司固定资产账面价值为7.94亿元，同比大幅增加，主要系部分IPO募投项目在建工程转固所致。公司在建工程主要系IPO募投项目和本期可转债募投项目，2022年公司在建工程账面价值3.86亿元，较上年末有所增加。

公司货币资金主要系银行存款，2022年末公司货币资金余额5.32亿元，较上年末大幅减少，主要系归支付采购款及偿还到期债务所致。截至2023年3月末，因公司成功发行9.5亿元可转换债券，货币资金大幅增加至13.68亿元。

2022年末，公司应收账款账面价值2.65亿元，较上年末有所增加，主要系对商超销售增加所致。公司应收账款前五大客户占比54.63%，其中对沃尔玛的应收账款1.21亿元，占比43.24%，其余应收账款较为分散。公司应收账款账龄集中在1年以内，2022年应收账款周转率为12.51次，周转效率较上年有所下降。考虑到沃尔玛资质较好，公司的应收账款回收风险较为可控。截至2023年3月末，公司应收账款规模进一步增加。

2022年末，公司存货账面价值3.12亿元，较上年末有所增加，主要构成系库存商品和原材料，2022

年因油脂等原材料价格上涨以及下游需求疲软，导致了一定的库存积压。2022年公司存货周转天数为53.84天，较上年有所延长，但与可比公司（主要系生产冷冻面团或奶油产品的海融科技和南侨食品）相比，公司存货周转效率仍较好。截至2023年3月末，因销售回暖，公司存货规模有所下降。

公司无形资产主要系土地使用权，2022年末公司无形资产账面价值2.87亿元，较上年末大幅增加，主要系购置1.38亿元土地资产所致。

受限资产方面，截至2022年末，公司货币资金存在0.03亿元保证金及诉讼冻结，因借款抵押的无形资产和固定资产账面价值合计0.32亿元，公司受限资产规模较小。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2023年3月      |                | 2022年        |                | 2021年        |                |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
|                | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             |
| 货币资金           | 13.68        | 36.21%         | 5.32         | 18.63%         | 7.84         | 30.96%         |
| 应收账款           | 2.95         | 7.80%          | 2.65         | 9.28%          | 2.00         | 7.91%          |
| 存货             | 2.73         | 7.21%          | 3.12         | 10.93%         | 2.82         | 11.13%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>20.36</b> | <b>53.91%</b>  | <b>11.99</b> | <b>41.99%</b>  | <b>13.33</b> | <b>52.62%</b>  |
| 固定资产           | 8.09         | 21.40%         | 7.94         | 27.81%         | 5.25         | 20.73%         |
| 在建工程           | 4.02         | 10.65%         | 3.86         | 13.53%         | 3.13         | 12.36%         |
| 无形资产           | 2.86         | 7.57%          | 2.87         | 10.06%         | 1.56         | 6.16%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>17.41</b> | <b>46.09%</b>  | <b>16.56</b> | <b>58.01%</b>  | <b>12.00</b> | <b>47.38%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>37.78</b> | <b>100.00%</b> | <b>28.55</b> | <b>100.00%</b> | <b>25.33</b> | <b>100.00%</b> |

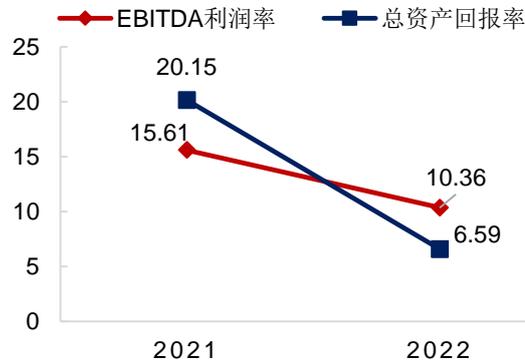
资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率指标双双下滑，公司盈利能力有所减弱，未来需持续关注下游需求变动、原材料价格波动以及新增产能消化等因素对公司盈利能力修复的影响**

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。2022年，公司实现主营业务收入29.03亿元，较上年同期增加3.16%，受宏观环境及市场需求疲软影响，2022年销售增速较上年明显放缓。

盈利能力方面，2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率均出现较大下滑，主要原因在于2022年公司利润水平受到多重因素影响的拖累，具体而言：（1）期间费用增加。2022年公司计提股权激励的股份支付款7,391.07万元导致管理费用大幅增加，同时公司加大了研发投入；（2）毛利率下降。2022年油脂等原材料价格上涨，尤其是棕榈仁油、酪蛋白酸钠受市场供需影响，2022年度价格分别同比上涨约61.97%和48.48%，此外，2022年公司主营产品的产能扩张，但产能消化需要时间，初期产能利用率较低也导致单位制造成本的上涨。

**图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

**公司主营业务现金生成能力较强，现金流状况良好，公司长短期偿债压力仍较小**

由于公司2021年上市以来账面货币资金较为充裕，且公司主营业务现金创造能力较强，公司对外部融资需求较小，2022年随着公司业务扩张，公司负债总额增长至7.27亿元，主要为经营性负债，债务规模仅1.42亿元，其中银行借款0.85亿元，租赁负债0.57亿元。随着公司成功发行9.5亿元可转换债券，2023年3月末公司债务规模增长至8.28亿元。

其他负债方面，占比比较高的主要系应付账款，截至2022年末公司应付账款余额3.50亿元，同比有所增加，主要为应付存货采购款；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合同负债；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，2022年其他应付款增加较多，主要系2022年公司对客户返利由实物返利调整为现金返利，故计提返利从合同负债全部转入其他应付款。

**表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2023年3月     |               | 2022年       |               | 2021年       |               |
|----------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
|                | 金额          | 占比            | 金额          | 占比            | 金额          | 占比            |
| 短期借款           | 0.80        | 6.00%         | 0.85        | 11.70%        | 0.00        | 0.00%         |
| 应付账款           | 2.94        | 22.06%        | 3.50        | 48.08%        | 2.36        | 43.09%        |
| 合同负债           | 0.28        | 2.07%         | 0.49        | 6.70%         | 0.56        | 10.24%        |
| 其他应付款          | 0.67        | 4.99%         | 0.58        | 7.96%         | 0.35        | 6.48%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 0.13        | 0.99%         | 0.14        | 1.86%         | 0.15        | 2.70%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>5.91</b> | <b>44.29%</b> | <b>6.75</b> | <b>92.82%</b> | <b>4.83</b> | <b>88.20%</b> |
| 应付债券           | 6.95        | 52.10%        | 0.00        | 0.00%         | 0.00        | 0.00%         |
| 租赁负债           | 0.40        | 3.01%         | 0.43        | 5.98%         | 0.54        | 9.82%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>7.43</b> | <b>55.71%</b> | <b>0.52</b> | <b>7.18%</b>  | <b>0.65</b> | <b>11.80%</b> |

|             |              |                |             |                |             |                |
|-------------|--------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|
| <b>负债合计</b> | <b>13.34</b> | <b>100.00%</b> | <b>7.27</b> | <b>100.00%</b> | <b>5.47</b> | <b>100.00%</b> |
| 总债务合计       | 8.28         | 62.10%         | 1.42        | 19.54%         | 0.69        | 12.52%         |
| 其中：短期债务     | 0.93         | 7.00%          | 0.99        | 13.56%         | 0.15        | 2.70%          |
| 长期债务        | 7.35         | 55.10%         | 0.43        | 5.98%          | 0.54        | 9.82%          |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2022年公司经营活动产生的现金流净额为正且保持增长，收现比为1.11，FFO为正但同比大幅下降，2022年公司主业现金生成能力仍较强。

偿债指标方面，2022年公司资产负债率小幅上升，但公司债务规模较小，净债务持续为负，导致净债务/EBITDA、FFO/净债务和经营活动现金流/净债务持续为负，2022年公司偿债能力仍较强。进一步而言，由于2022年公司盈利能力有所减弱，但现金流状况向好，导致以公司利润水平衡量的偿债指标表现较上年均有一定下滑，比如净债务/EBITDA、FFO/净债务，公司以现金流衡量的偿债指标表现较上年均有一定提升，比如经营活动现金流/净债务、自由现金流/净债务。

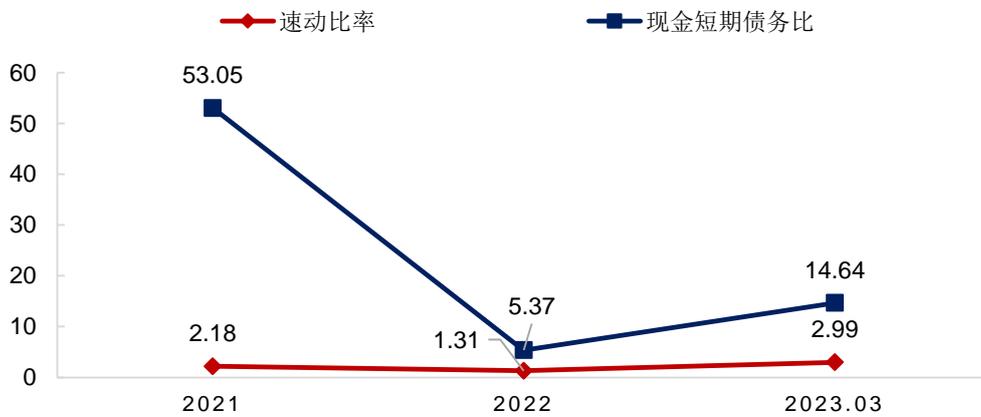
整体看，公司主业现金生成能力较强，现金流状况良好，偿债压力仍较小。

**表9 公司现金流及杠杆状况指标**

| 指标名称          | 2023年3月 | 2022年    | 2021年    |
|---------------|---------|----------|----------|
| 经营活动净现金流      | -0.19   | 3.43     | 2.91     |
| 收现比           | 1.06    | 1.11     | 1.10     |
| FFO(亿元)       | 0.12    | 0.68     | 2.41     |
| 资产负债率         | 35.31%  | 25.46%   | 21.60%   |
| 净债务/EBITDA    | --      | -1.03    | -1.46    |
| EBITDA 利息保障倍数 | --      | 186.39   | 1,791.56 |
| 总债务/总资本       | 25.32%  | 6.26%    | 3.34%    |
| FFO/净债务       | --      | -22.01%  | -37.46%  |
| 经营活动现金流/净债务   | 3.72%   | -110.64% | -45.27%  |
| 自由现金流/净债务     | 18.59%  | 76.14%   | 65.73%   |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性指标方面，2022年公司现金短期债务比均急剧下降，主要系公司短期债务规模基数较小，2022年末公司短期债务从上年的0.15亿元增加至0.99亿元，公司现金短期债务比仍处于较高水平；2022年公司速动比率同比出现明显下滑，主要系货币资金较少和短期负债增加所致，但仍表现较好。公司作为上市公司，融资渠道较为丰富，可以通过发债、增发股票、银行授信等方式融资，公司融资弹性较好。

**图 6 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平无重大负面影响

#### 环境因素

根据公司于 2023 年 6 月 16 日出具的说明，过去一年公司不存在因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

#### 社会因素

根据公司于 2023 年 6 月 16 日出具的说明，过去一年公司不存在违规经营或与员工保障健康与安全等方面相关风险，但公司存在 3 起与产品质量和安全相关的行政处罚，情节相对较轻，处罚金额较小，公司收到行政处罚决定书后，对相关问题进行了整改，及时缴纳了罚款和违法所得，并加强相关专项培训。整体看，上述行政处罚对公司的生产经营的影响不大。

#### 公司治理

治理结构方面，公司是深交所创业板上市的公众公司，按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等相关法律法规的要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理体系及对应议事规则和决策程序。自 2021 年上市以来，公司实际控制人一直未变。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。公司组织架构图见附录三。

控制权方面，截至 2023 年 3 月末，公司一致行动人彭裕辉、赵松涛、彭永成直接和间接控制公司 34.95% 股份，持股比例较低，公司股权相对分散，需关注公司实际控制人的稳定性及其对公司经营管理的影响。

人事变动方面，跟踪期内公司实际控制人、核心技术人员等均未发生变动，公司非职工代表监事邓志强因达到法定退休年龄请辞，并补选宁晓妮为公司非职工代表监事；公司聘任王世佳为公司董事会秘书；公司原财务总监职务因个人原因请辞，并聘任梁培玲为公司财务总监。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 6 月 19 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。

根据中国执行信息公开网，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 6 月 25 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （三）或有事项分析

截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保情形。

# 八、结论

我国烘焙行业的市场规模持续增长，冷冻烘焙市场渗透率不足 10%，未来发展空间较大。公司作为国内较早从事冷冻烘焙食品生产与销售的企业，作为专注于冷冻烘焙食品领域的上市公司，经过多年发展和有效资本运作，公司在产品品类、销售网络、业务规模以及产能布局等方面构筑了较强的竞争壁垒。2022 年公司销售规模保持稳步增长，主营业务现金生成能力较强，现金流状况良好，且公司融资弹性较好，目前长短期偿债压力仍较小。中证鹏元也注意到，近年公司加快产能布局，在建生产基地规模较大，而市场需求相对疲软，导致 2022 年公司产能利用率有所下降，未来新增产能或将面临一定的消化不足风险。同时，原材料价格上涨和生产基地折旧摊销带来单位制造成本的上升对公司盈利能力的影响或有一定持续性。整体而言，公司具有一定的抗风险能力。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，维持“立高转债”的信用等级为 AA-。

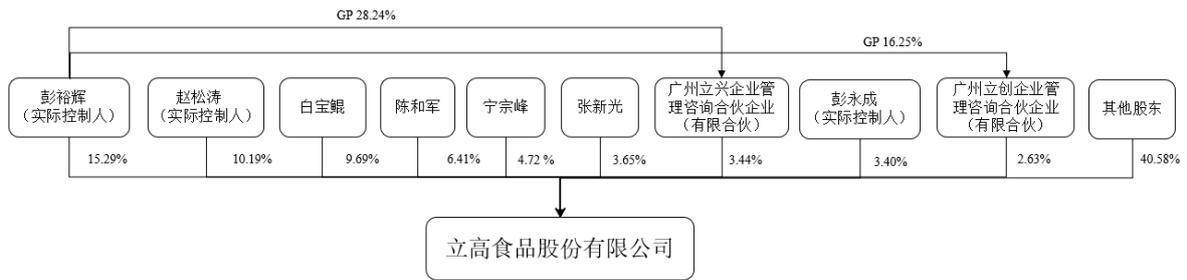
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2023年3月 | 2022年  | 2021年    | 2020年  |
|---------------|---------|--------|----------|--------|
| 货币资金          | 13.68   | 5.32   | 7.84     | 2.04   |
| 应收账款          | 2.95    | 2.65   | 2.00     | 1.13   |
| 存货            | 2.73    | 3.12   | 2.82     | 1.41   |
| 流动资产合计        | 20.36   | 11.99  | 13.33    | 4.82   |
| 固定资产          | 8.09    | 7.94   | 5.25     | 2.91   |
| 在建工程          | 4.02    | 3.86   | 3.13     | 0.84   |
| 使用权资产         | 0.49    | 0.54   | 0.66     | 0.00   |
| 无形资产          | 2.86    | 2.87   | 1.56     | 0.69   |
| 其他非流动资产       | 1.07    | 0.56   | 0.83     | 0.27   |
| 非流动资产合计       | 17.41   | 16.56  | 12.00    | 4.92   |
| 资产总计          | 37.78   | 28.55  | 25.33    | 9.75   |
| 应付账款          | 2.94    | 3.50   | 2.36     | 1.41   |
| 其他应付款         | 0.67    | 0.58   | 0.35     | 0.38   |
| 一年内到期的非流动负债   | 0.13    | 0.14   | 0.15     | 0.00   |
| 流动负债合计        | 5.91    | 6.75   | 4.83     | 3.10   |
| 应付债券          | 6.95    | 0.00   | 0.00     | 0.00   |
| 非流动负债合计       | 7.43    | 0.52   | 0.65     | 0.13   |
| 负债合计          | 13.34   | 7.27   | 5.47     | 3.23   |
| 总债务           | 8.28    | 1.42   | 0.69     | 0.00   |
| 所有者权益         | 24.44   | 21.28  | 19.86    | 6.52   |
| 营业收入          | 7.94    | 29.11  | 28.17    | 18.10  |
| 营业利润          | 0.61    | 1.78   | 3.56     | 2.90   |
| 净利润           | 0.50    | 1.44   | 2.83     | 2.32   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -0.19   | 3.43   | 2.91     | 2.85   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.77   | -5.79  | -7.12    | -1.57  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 9.32    | -0.18  | 10.00    | -1.18  |
| 财务指标          | 2023年3月 | 2022年  | 2021年    | 2020年  |
| EBITDA(亿元)    | 0.68    | 3.02   | 4.40     | 3.35   |
| FFO(亿元)       | 0.12    | 0.68   | 2.41     | 1.86   |
| 净债务(亿元)       | -5.17   | -3.10  | -6.44    | -1.60  |
| 销售毛利率         | 32.03%  | 31.77% | 34.90%   | 38.27% |
| EBITDA 利润率    | --      | 10.36% | 15.61%   | 18.51% |
| 总资产回报率        | --      | 6.59%  | 20.15%   | 32.95% |
| 资产负债率         | 35.31%  | 25.46% | 21.60%   | 33.11% |
| 净债务/EBITDA    | --      | -1.03  | -1.46    | -0.48  |
| EBITDA 利息保障倍数 | --      | 186.39 | 1,791.56 | 218.50 |

|         |        |         |         |          |
|---------|--------|---------|---------|----------|
| 总债务/总资本 | 25.32% | 6.26%   | 3.34%   | 0.00%    |
| FFO/净债务 | --     | -22.01% | -37.46% | -116.61% |
| 速动比率    | 2.99   | 1.31    | 2.18    | 1.10     |
| 现金短期债务比 | 14.64  | 5.37    | 53.05   | 0.00     |

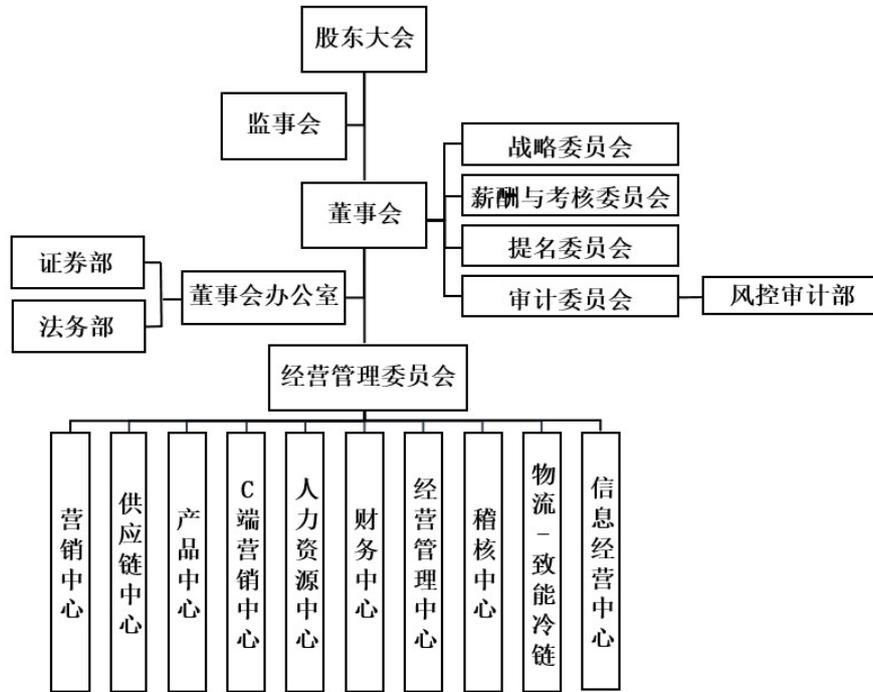
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2023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            | 注册资本        | 持股比例    | 主营业务           |
|------------------|-------------|---------|----------------|
| 广州奥昆食品有限公司       | 6,000.00    | 100%    | 食品生产，食品销售      |
| 广州昊道食品有限公司       | 500.00      | 100%    | 食品生产，食品销售      |
| 佛山市立高食品有限公司      | 1,000.00    | 100%    | 食品生产，食品销售      |
| 浙江立高食品有限公司       | 5,000.00    | 100%    | 食品生产，食品销售      |
| 河南立高食品有限公司       | 10,000.00   | 100%    | 食品生产，食品销售      |
| 广州致能冷链物流有限公司     | 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       | 1,000.00    | 100%    | 食品生产，食品销售      |
| 河南奥昆食品有限公司       | 5,000.00    | 100%    | 食品生产，食品销售      |
| 浙江奥昆食品有限公司       | 6,000.00    | 100%    | 食品生产，食品销售      |
| 浙江昊道食品有限公司       | 1,500.00    | 100%    | 食品生产，食品销售      |
| 广州立源食品有限公司       | 500.00      | 100.00% | 工业生产           |
| 广东立澳油脂有限公司       | 5,000.00    | 67.00%  | 工业生产           |
| 佛山奥昆食品有限公司       | 5,000.00    | 100.00% | 工业生产           |
| 广东立高食品营销有限公司     | 1,000.00    | 100.00% | 销售             |
| 广东立高茶饮科技有限公司     | 500.00      | 100.00% | 工业生产           |
| 立高食品株式会社         | JPY ¥900.00 | 100.00% | 研发             |
| LIGAOFOODSUSAINC | \$100.00    | 100.00% | 销售             |

资料来源：公司提供

## 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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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  |

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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              |
|------------|-----------------|
| <b>AAA</b> | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| <b>AA</b>  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| <b>A</b>   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| <b>BBB</b> | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| <b>BB</b>  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| <b>B</b>   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| <b>CCC</b> | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| <b>CC</b>  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| <b>C</b>   | 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                              |
|------------|---------------------------------|
| <b>AAA</b> | 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。 |
| <b>AA</b>  | 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。  |
| <b>A</b>   | 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。   |
| <b>BBB</b> | 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。    |
| <b>BB</b>  | 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>B</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。    |
| <b>CCC</b> | 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。     |
| <b>CC</b>  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| <b>C</b>   | 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、债务人个体信用状况符号及定义

| 符号         | 定义   |
|------------|--|
| <b>aaa</b> | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。 |
| <b>aa</b>  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。  |
| <b>a</b>   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。   |
| <b>bbb</b> | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。    |
| <b>bb</b>  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。    |
| <b>ccc</b> | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。     |
| <b>cc</b>  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| <b>c</b>   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

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