

公司研究

出台股权激励，定位长期发展

——立高食品（300973.SZ）2021年股票期权激励计划（草案）点评

要点

事件：公司发布2021年股票期权激励计划（草案），拟授予股票期权数量850万股，约占目前公司股本总额的5.02%，授予对象不超过9人，包括公司董事、高级管理人员以及其他核心管理人员，行权价格为108.2元/股，考核年度为2021-2025年。

以核心管理层为激励对象，进一步加强利益绑定。公司较早开始建立激励体系，2017年完成股份制改造后，2018年对部分高管及有突出贡献员工进行股权激励，将13%（上市后稀释为9.75%）的股份通过1元/股的增资方式授予激励对象，除四位高管直接授予股份外，另成立广州立兴、广州立创作为员工持股平台合计授予8.1%的立高股份，对员工间接实施股权激励。本次激励计划中，董事长彭裕辉、董事及副总经理赵松涛和陈和军分别获授125/100/350万份股票期权，占授予总量的67.75%，上述人员为公司核心领导层，对公司经营管理、发展战略具有重大影响，本次计划有利于加强利益绑定，凝聚立高、奥昆的核心管理团队。

考核周期长达五年，定位长远发展目标。本次激励计划行权条件包括公司层面业绩考核与个人层面绩效考核，考核年度为2021-2025年，业绩目标为以2020年为基准，2021-2025年营收增长率分别达到40%/75%/118%/170%/240%。公司所处的冷冻烘焙行业为发展迅速的新兴赛道，据我们估算，2020年国内冷冻烘焙产品的收入规模约60-80亿元，2025年有望达到300-400亿元，CAGR达30-40%，市场潜力空间较大，同时行业集中度相对较低，市场竞争也日趋激烈。本次考核周期长达五年，对收入增长设定了较高目标，发展计划定位长远，彰显公司的长期发展信心。

公司具备领先的产品研发与销售服务能力，产能保障下后续高增长可期。公司较早打造出挞皮、甜甜圈等适合工业化生产的品类，并对大单品继续进行产品升级，此外，冷冻蛋糕、丹麦系列等也为发展空间较大的品类，新品冷冻慕斯实现较快增长。公司深耕下沉渠道，为小B客户提供全面服务，客户粘性较高，2020年以来以山姆店为主的商超渠道发展迅速。产能方面，公司在7月公告广州奥昆竞得广州市南沙区工业用地使用权，用于建设冷冻烘焙半成品生产线和中央工厂冷链物流中心，产能扩张加快，有利于保障未来长期发展。

盈利预测与估值：维持2021-23年净利润预测3.06/4.01/5.23亿元，对应EPS为1.80/2.37/3.09元，当前股价对应P/E为67/51/39倍，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，宏观环境变化风险，原材料价格波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,584	1,810	2,340	3,010	3,842
营业收入增长率	20.58%	14.27%	29.30%	28.65%	27.62%
净利润（百万元）	181	232	306	401	523
净利润增长率	246.78%	27.95%	31.66%	31.07%	30.45%
EPS（元）	1.43	1.83	1.80	2.37	3.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	38.54%	35.60%	34.18%	34.99%	35.61%
P/E	85	66	67	51	39
P/B	32.7	23.6	23.0	17.9	14.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-30

注：2020年末总股本1.27亿股，2021年因IPO导致总股本增加至1.69亿股

买入（维持）

当前价：121.25元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijjq@ebsecn.com

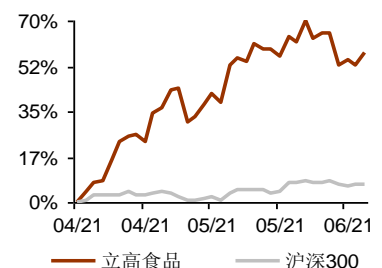
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.69
总市值(亿元):	205.32
一年最低/最高(元):	86.00/176.21
近3月换手率:	54.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.87	-11.42	15.25
绝对	-21.77	-17.26	18.08

资料来源：Wind

相关研报

乘风而起，扶摇直上——立高食品（300973.SZ）投资价值分析报告（2021-06-05）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,584	1,810	2,340	3,010	3,842
营业成本	930	1,117	1,396	1,772	2,235
折旧和摊销	28	35	30	35	39
税金及附加	12	13	18	24	31
销售费用	308	253	374	497	645
管理费用	71	87	110	141	181
研发费用	42	53	68	89	113
财务费用	2	0	0	0	-1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	226	290	382	501	653
利润总额	226	290	382	501	653
所得税	44	58	76	100	131
净利润	181	232	306	401	523
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	181	232	306	401	523
EPS(按最新股本计)	1.43	1.83	1.80	2.37	3.09

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	264	285	234	428	556
净利润	181	232	306	401	523
折旧摊销	28	35	30	35	39
净营运资金增加	61	4	143	104	127
其他	-6	14	-244	-111	-132
投资活动产生现金流	-124	-157	-160	-125	-100
净资本支出	-104	-156	-100	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-20	-2	-60	-75	-50
融资活动现金流	-39	-118	73	-186	-199
股本变化	0	0	42	0	0
债务净变化	-4	-60	136	-36	0
无息负债变化	16	58	67	94	116
净现金流	100	10	147	117	257

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	41.3%	38.3%	40.4%	41.1%	41.8%
EBITDA 率	16.7%	18.7%	17.8%	17.8%	18.1%
EBIT 率	14.7%	16.4%	16.5%	16.7%	17.1%
税前净利润率	14.2%	16.0%	16.3%	16.6%	17.0%
归母净利润率	11.5%	12.8%	13.1%	13.3%	13.6%
ROA	22.8%	23.8%	21.5%	23.2%	24.1%
ROE (摊薄)	38.5%	35.6%	34.2%	35.0%	35.6%
经营性 ROIC	32.5%	33.1%	30.2%	33.6%	37.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	33%	37%	34%	32%
流动比率	1.57	1.56	1.50	1.72	1.98
速动比率	1.15	1.10	1.15	1.32	1.56
归母权益/有息债务	7.83	-	6.56	11.45	14.67
有形资产/有息债务	12.20	-	8.75	14.50	18.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	795	975	1,420	1,729	2,167
货币资金	193	204	351	468	725
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收帐款	80	113	142	184	235
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	24	7	0	0	0
存货	117	141	180	229	289
其他流动资产	10	4	4	4	4
流动资产合计	441	482	768	982	1,357
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	266	291	286	274	258
在建工程	19	84	63	47	35
无形资产	48	69	167	213	258
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7	27	27	27	27
非流动资产合计	354	492	653	747	810
总负债	325	323	526	584	700
短期借款	30	0	36	0	0
应付账款	119	141	174	222	279
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	31	0	47	60	77
其他流动负债	0	4	4	4	4
流动负债合计	281	310	512	569	685
长期借款	29	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	13	13	13	13
非流动负债合计	44	13	15	15	15
股东权益	471	652	894	1,145	1,467
股本	127	127	169	169	169
公积金	119	129	118	147	147
未分配利润	225	396	607	828	1,150
归属母公司权益	471	652	894	1,145	1,467
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	19.47%	14.00%	16.00%	16.50%	16.80%
管理费用率	4.48%	4.78%	4.70%	4.70%	4.70%
财务费用率	0.14%	0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.03%
研发费用率	2.62%	2.91%	2.92%	2.95%	2.95%
所得税率	20%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.50	0.88	1.18	1.54
每股经营现金流	2.08	2.25	1.38	2.53	3.29
每股净资产	3.71	5.13	5.28	6.76	8.66
每股销售收入	12.47	14.25	13.82	17.78	22.69

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	85	66	67	51	39
PB	32.7	23.6	23.0	17.9	14.0
EV/EBITDA	59.4	46.5	49.7	38.4	29.4
股息率	0.0%	0.4%	0.7%	1.0%	1.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE