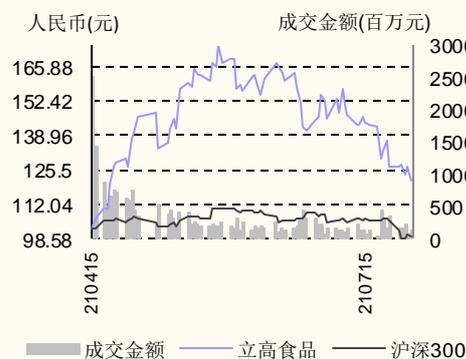


市场价格 (人民币): 121.25 元

出台股权激励草案, 重视冷冻烘焙业务

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.69
已上市流通 A 股(亿股)	0.36
总市值(亿元)	205.32
年内股价最高最低(元)	174.23/102.69
沪深 300 指数	4811
创业板指	3440



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,584	1,810	2,542	3,170	3,945
营业收入增长率	20.58%	14.27%	40.45%	24.72%	24.45%
归母净利润(百万元)	181	232	292	364	536
归母净利润增长率	246.78%	27.95%	25.95%	24.67%	46.97%
摊薄每股收益(元)	1.428	1.828	1.726	2.152	3.163
每股经营性现金流净额	2.03	2.18	1.61	2.58	3.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.54%	35.60%	14.95%	16.95%	21.29%
P/E	N/A	N/A	70.24	56.34	38.33
P/B	N/A	N/A	10.50	9.55	8.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 7月30日公司披露《2021年股票期权激励计划(草案)》, 拟向不超过超过9名董事和核心管理人员授予850万份股票期权, 约占公告时公司股本总额的5.02%, 行权价格为每股108.20元。

经营分析

- 2021年目标值较高, 尤为重视冷冻烘焙业务。**本次激励计划的考核目标为: 以2020年营业收入为基准, 2021-2025年营收增速分别达到40%/75%/118%/170%/240%, 对应2021-2025年营收同比增速分别为40%/25%/25%/24%/26%, 触发值为目标值的80%, 2021年的目标值显著高于Wind一致预期。本次激励中公司拟授予奥昆总经理陈和军先生(主管冷冻烘焙业务)350万份(占此次授予总量的41%), 表现出公司对冷冻烘焙业务的高度重视, 通过调动核心管理人员的积极性, 助力公司在蓝海阶段快速提升自身竞争力和市占率。
- 预计2021-2026年分别计提3126/8309/5479/3549/1999/739万元的股权激励费用, 合计2.32亿元。按照公司激励计划的目标营收值计算, 2021-2023年股权激励费用占比分别为1.23%/2.62%/1.39%, 2022年压力较大。我们认为在行业发展初期, 提升规模更为重要, 此外公司自身的规模效应和产品结构升级亦能较好得带动利润率提升。
- 公司领先优势已具备, 有望充分享受行业快速扩容的红利。**国内冷冻烘焙产品处于快速导入的阶段, 考虑到品类和渠道的扩容, 我们测算保守情形下未来五年的CAGR在25%左右。公司进入冷冻烘焙领域较早, 具备一定先发优势, 产品品质、市场口碑较好, 并且后续服务能力也做到行业标杆水平, 通过多方位的软性服务增强客户粘性。

盈利预测与估值

- 股权激励下公司管理层经营动力更强, 参考股权激励目标, 我们将公司2021年营收预测上调8.8%; 若还原股权激励费用, 公司2021-2023年归母净利润增速分别为38%/36%/35%; 考虑股权激励费用后对应EPS为1.73/2.15/3.16元, 对应PE为70/56/38X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业扩容不及预期, 行业竞争加剧, 估值较高, 限售股解禁。

相关报告

- 《领先优势已具备, 募投扩产逐力蓝海市场-立高食品深度》, 2021.7.23

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,313	1,584	1,810	2,542	3,170	3,945
增长率		20.6%	14.3%	40.4%	24.7%	24.4%
主营业务成本	-820	-930	-1,117	-1,538	-1,879	-2,291
%销售收入	62.4%	58.7%	61.7%	60.5%	59.3%	58.1%
毛利	494	654	693	1,003	1,291	1,654
%销售收入	37.6%	41.3%	38.3%	39.5%	40.7%	41.9%
营业税金及附加	-11	-12	-13	-19	-24	-30
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-279	-308	-253	-407	-507	-631
%销售收入	21.2%	19.5%	14.0%	16.0%	16.0%	16.0%
管理费用	-98	-71	-87	-147	-226	-224
%销售收入	7.5%	4.5%	4.8%	5.8%	7.1%	5.7%
研发费用	-36	-42	-53	-75	-94	-118
%销售收入	2.7%	2.6%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	69	221	287	356	440	650
%销售收入	5.3%	13.9%	15.9%	14.0%	13.9%	16.5%
财务费用	-3	-2	0	10	16	19
%销售收入	0.2%	0.1%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	1	3	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	70	226	290	365	456	670
营业利润率	5.3%	14.3%	16.0%	14.4%	14.4%	17.0%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	70	226	290	365	456	670
利润率	5.3%	14.2%	16.0%	14.4%	14.4%	17.0%
所得税	-17	-44	-58	-73	-91	-134
所得税率	24.9%	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	52	181	232	292	364	536
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	52	181	232	292	364	536
净利率	4.0%	11.5%	12.8%	11.5%	11.5%	13.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	52	181	232	292	364	536
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	28	36	43	65	96
非经营收益	3	2	-1	8	14	15
营运资金变动	27	46	9	-71	-6	-1
经营活动现金净流	106	258	277	272	437	647
资本开支	-99	-104	-156	-278	-180	-130
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	-20	-2	0	0	0
投资活动现金净流	-99	-124	-157	-278	-180	-130
股权募资	37	0	0	1,180	0	0
债权募资	-1	-4	-60	195	18	13
其他	-3	-35	-58	-176	-183	-184
筹资活动现金净流	33	-39	-118	1,199	-165	-172
现金净流量	39	94	2	1,192	92	345

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	93	193	204	1,396	1,488	1,833
应收款项	65	105	119	153	191	238
存货	122	117	141	190	232	282
其他流动资产	31	26	18	38	44	51
流动资产	310	441	482	1,777	1,955	2,404
%总资产	50.1%	55.5%	49.5%	70.9%	69.9%	73.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	242	285	374	586	678	689
%总资产	39.2%	35.8%	38.4%	23.4%	24.2%	21.0%
无形资产	56	57	83	108	132	155
非流动资产	308	354	492	728	843	877
%总资产	49.9%	44.5%	50.5%	29.1%	30.1%	26.7%
资产总计	618	795	975	2,505	2,798	3,281
短期借款	64	31	0	204	222	235
应付款项	165	149	178	244	299	364
其他流动负债	74	101	132	98	122	162
流动负债	303	281	310	546	644	761
长期贷款	0	29	0	0	0	0
其他长期负债	9	15	13	4	4	4
负债	313	325	323	550	648	765
普通股股东权益	306	471	652	1,955	2,150	2,516
其中：股本	127	127	127	169	169	169
未分配利润	69	225	396	519	714	1,080
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	618	795	975	2,505	2,798	3,281

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.412	1.428	1.828	1.726	2.152	3.163
每股净资产	2.406	3.706	5.134	11.545	12.697	14.860
每股经营现金净流	0.831	2.032	2.178	1.606	2.583	3.818
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	17.12%	38.54%	35.60%	14.95%	16.95%	21.29%
总资产收益率	8.46%	22.81%	23.81%	11.67%	13.03%	16.32%
投入资本收益率	14.04%	33.42%	35.26%	13.17%	14.83%	18.91%
增长率						
主营业务收入增长率	37.39%	20.58%	14.27%	40.45%	24.72%	24.45%
EBIT增长率	18.03%	219.50%	30.23%	23.75%	23.67%	47.87%
净利润增长率	18.90%	246.78%	27.95%	25.95%	24.67%	46.97%
总资产增长率	35.32%	28.63%	22.56%	156.98%	11.71%	17.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.7	16.3	19.5	19.0	19.0	19.0
存货周转天数	49.4	46.8	42.0	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	46.9	47.0	42.4	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	60.5	61.3	58.6	43.5	62.6	60.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.48%	-28.30%	-31.32%	-60.99%	-58.88%	-63.50%
EBIT利息保障倍数	26.1	96.7	-4,529.9	-36.1	-27.8	-33.7
资产负债率	50.57%	40.81%	33.11%	21.95%	23.15%	23.31%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	9	10	11
增持	0	0	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.31	1.29	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-07-23	买入	137.00	177.27 ~ 177.27

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402