

立高食品 (300973.SZ)

股权激励力度大、周期长，龙头加速奔跑

事件：公司 2021 年 7 月 31 日发布 2021 年股票期权激励计划。1) 激励计划向 9 位核心管理层授予 850 万份股票期权，约占公司总股本的 5.02%。其中陈和军总获授 350 万份，占比 41%。本次股票来源为二级市场回购或定向增发，本次股票期权行权价格为每股 108.2 元，分 5 期行权，每次 20%。2) 行权条件：以 2020 年营收为基准，2021/22/23/24/25 年增长率达到 40%/75%/118%/170%/240%，对应 2021/22/23/24/25 每年增速分别为 40%/25%/25%/24%/26%。

点评：激励力度大，主要偏向奥昆，绑定核心管理层。公司此次拟授予的股票期权约占总股本 5%，期限为 5 年，力度较大且时间较长。奥昆作为未来增速最快的业务部门，其负责人陈总获得 41% 份额，占总股本 2.07%，解决了市场此前对奥昆陈总股权占比低、管理层不稳定的担忧。

以收入为考核指标，增速目标略超市场预期。行权条件以收入为考核指标，体现出在行业高速发展初期，公司抢占市场份额的决心。2021 年激励目标值公司整体同比+40%，我们通过拆分收入结构预计对奥昆增速目标+50%，略超市场预期；2022-25 年整体增长 CAGR 为 25%，我们预计奥昆增速 CAGR 30%，高于冷冻烘焙行业的平均增速约 20%。

核心管理层激励改善，看好公司长期发展。冷冻烘焙行业处于景气度上行阶段，未来 10 年增长 CAGR 为 20%。公司当前领跑冷冻烘焙行业，其余竞争对手或没有快速做大意愿、或没有加快扩张能力，具有先发优势、全国化布局、管理团队优秀等稀缺性。我们认为公司此次股权激励有利于进一步保证管理层稳定、激发积极性，解决了市场担忧，为公司保持并扩大领先优势提供保障。

盈利预测：公司确立以收入规模扩大、提升市场份额为未来主导方向，股权激励方案出台后管理团队稳定性、能动性增强。我们上调公司 2021/22/23 年收入至 25.4/32.0/40.3 亿元，同比+40.2%/26.3%/25.8%；同时考虑公司利润端受到产能爬坡折旧摊销增加、销售费用投放增加、股权激励费用增加等影响，我们预计 2021/22/23 年归母净利润 3.2/4.0/5.4 亿元，同比+38.9%/24.1%/35.9%；当前市值对应 2021/22/23 年估值为 72.5/58.5/43.0 倍。剔除股权激励费用后 2021/22/23 年归母净利润为 3.5/4.7/5.9 亿元，对应估值为 67.3/50.1/39.8 倍，上调评级至“买入”。

风险提示：行业竞争加剧；新品推广不及预期；原材料价格波动。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,584	1,810	2,537	3,204	4,030
增长率 yoy (%)	20.6	14.3	40.2	26.3	25.8
归母净利润 (百万元)	181	232	322	400	543
增长率 yoy (%)	246.8	27.9	38.9	24.1	35.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.07	1.37	1.90	2.36	3.21
净资产收益率 (%)	38.5	35.6	15.3	16.1	18.1
P/E (倍)	128.8	100.7	72.5	58.5	43.0
P/B (倍)	49.7	35.8	11.1	9.4	7.8

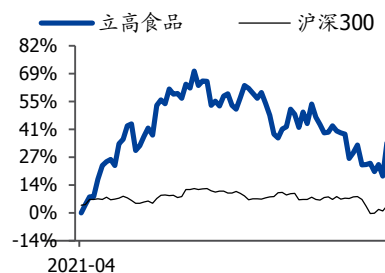
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 2 日收盘价

买入 (调高)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
8 月 2 日收盘价(元)	138.02
总市值(百万元)	23,372.31
总股本(百万股)	169.34
其中自由流通股(%)	21.34
30 日日均成交量(百万股)	1.41

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈旻

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

1、《立高食品 (300973.SZ)：产品渠道双轮驱动，掘金冷冻烘焙蓝海》2021-06-06



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	441	482	1958	2224	2806
现金	193	204	1516	1806	2203
应收票据及应收账款	80	113	154	137	173
其他应收款	24	7	37	18	51
预付账款	16	14	28	25	41
存货	117	141	218	233	334
其他流动资产	10	4	4	4	4
非流动资产	354	492	617	716	828
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	266	291	395	477	570
无形资产	48	69	80	94	105
其他非流动资产	40	132	141	146	154
资产总计	795	975	2575	2940	3635
流动负债	281	310	454	439	616
短期借款	30	0	0	0	0
应付票据及应付账款	119	141	222	234	338
其他流动负债	132	170	232	206	278
非流动负债	44	13	13	14	15
长期借款	29	0	0	1	3
其他非流动负债	15	13	13	13	13
负债合计	325	323	466	453	631
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	127	127	169	169	169
资本公积	105	105	1260	1260	1260
留存收益	239	420	720	1086	1571
归属母公司股东权益	471	652	2108	2487	3004
负债和股东权益	795	975	2575	2940	3635

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	264	285	329	430	563
净利润	181	232	322	400	543
折旧摊销	31	40	45	61	78
财务费用	2	0	-20	-41	-49
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	46	9	-19	9	-10
其他经营现金流	3	4	0	0	0
投资活动现金流	-124	-157	-170	-161	-190
资本支出	104	156	125	99	112
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-20	-1	-45	-61	-79
筹资活动现金流	-39	-118	1154	21	24
短期借款	-34	-30	0	0	0
长期借款	29	-29	0	1	1
普通股增加	0	0	42	0	0
资本公积增加	0	0	1155	0	0
其他筹资现金流	-34	-58	-44	20	22
现金净增加额	100	10	1312	290	397

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1584	1810	2537	3204	4030
营业成本	930	1117	1558	1959	2460
营业税金及附加	12	13	20	24	30
营业费用	308	253	370	465	588
管理费用	71	87	143	219	220
研发费用	42	53	71	90	113
财务费用	2	0	-20	-41	-49
资产减值损失	-1	-3	-1	-3	-4
其他收益	11	7	8	9	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	226	290	403	500	679
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	226	290	403	500	679
所得税	44	58	81	100	136
净利润	181	232	322	400	543
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	181	232	322	400	543
EBITDA	255	324	422	511	697
EPS (元)	1.07	1.37	1.90	2.36	3.21

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	20.6	14.3	40.2	26.3	25.8
营业利润(%)	224.1	28.3	38.9	24.1	35.8
归属于母公司净利润(%)	246.8	27.9	38.9	24.1	35.9
获利能力					
毛利率(%)	41.3	38.3	38.6	38.9	39.0
净利率(%)	11.5	12.8	12.7	12.5	13.5
ROE(%)	38.5	35.6	15.3	16.1	18.1
ROIC(%)	33.0	34.2	14.2	14.4	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	33.1	18.1	15.4	17.4
净负债比率(%)	-25.2	-29.4	-71.3	-72.1	-72.8
流动比率	1.6	1.6	4.3	5.1	4.6
速动比率	1.1	1.0	3.8	4.5	3.9
营运能力					
总资产周转率	2.2	2.0	1.4	1.2	1.2
应收账款周转率	22.3	18.7	19.0	22.0	26.0
应付账款周转率	7.8	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.37	1.90	2.36	3.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	1.68	1.94	2.54	3.33
每股净资产(最新摊薄)	2.78	3.85	12.45	14.69	17.74
估值比率					
P/E	128.8	100.7	72.5	58.5	43.0
P/B	49.7	35.8	11.1	9.4	7.8
EV/EBITDA	91.3	71.5	51.8	42.2	30.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 2 日收盘价

内容目录

激励机制完善，绑定核心管理层.....	4
力度大、周期长，保障管理层稳定.....	4
考核收入目标，加速抢占市场份额.....	4
冷冻烘焙行业成长期，公司加速奔跑.....	5
产能逐步释放，保障业绩增长.....	7
风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 公司此次股票期权激励对象及授予数量.....	4
图表 2: 此次股票期权激励行权安排及考核指标.....	5
图表 3: 公司此次激励方案目标值及触发值(单位: 百万元).....	5
图表 4: 烘焙产业链分析.....	5
图表 5: 国外冷冻烘焙使用比例.....	6
图表 6: 主要冷冻面团制造商.....	6
图表 7: 公司竞争优势正向循环.....	6
图表 8: 公司产能及产能利用率.....	7
图表 9: 公司主要财务指标.....	8

激励机制完善，绑定核心管理层

力度大、周期长，保障管理层稳定

公司此次拟授予的股票期权共 850 万份，约占总股本 5.02%，行权期限为 5 年，力度较大且时间较长。本次激励股票来源为二级市场回购或定向增发；股票期权行权价格为每股 108.2 元，是公告前 20 日股票交易均价的 80%；分 5 期行权，每次 20%。

奥昆陈和军总获得约 41% 激励份额，深度绑定抵消市场担忧。此次股票期权共面向 9 位核心管理层，稳定和激励该部分人员对公司经营业绩和未来发展具有重要战略意义。其中，公司副总经理、广州奥昆总经理陈和军总获得约 41% 激励份额，体现公司激励份额分配合理性。公司冷冻烘焙业务 2017-20 年收入增长 CAGR 达到 38.7%，在各业务板块中领先，且冷冻烘焙也将是驱动公司未来增长的主要引擎。此前市场担忧奥昆负责人陈总或由于激励不到位产生变动，对公司业务发展带来影响，此次股票期权激励方案抵消市场担忧。

图表 1: 公司此次股票期权激励对象及授予数量

	姓名	职务	获授数量(万份)	占授予总量比例	占公司总股本比例
1	彭裕辉	董事长、总经理	125	14.71%	0.74%
2	赵松涛	董事、副总经理、佛山立高总经理	100	11.76%	0.59%
3	陈和军	董事、副总经理、广州奥昆总经理、河南奥昆执行董事和总经理	350	41.18%	2.07%
4	龙望志	董事会秘书、副总经理	50	5.88%	0.30%
5	周颖	营销总监	65	7.65%	0.38%
6	彭岗	行政总监	50	5.88%	0.30%
7	郑卫平	研发总监	20	2.35%	0.12%
8	公司（含子公司）其他核心管理人员（共计 2 人）		90	10.59%	0.53%
	合计		850	100.0%	5.02%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

考核收入目标，加速抢占市场份额

以收入为考核指标，2021 目标值增速略超市场预期。行权条件以收入为考核指标，体现出在行业高速发展初期，公司抢占市场份额的决心。2021 年目标值以 2020 年收入为基准整体同比+40%，我们预计 2021 年对奥昆的增速目标约为同比+50%，略超市场预期；2022-25 年目标值增长 CAGR 为 25%，我们预计奥昆增速 CAGR 约为 30%，高于冷冻烘焙行业的平均增速约 20%。此外，公司还设置触发值为目标值的 80%，按照完成程度给予对应比例激励，具有一定灵活性也充分保障管理层积极性和能动性。

我们认为此次股票期权激励目标设置合理，体现了公司现阶段以收入规模、市场份额为重的战略，符合行业当前发展趋势。

图表 2: 此次股票期权激励行权安排及考核指标

行权安排	考核年度	考核年度营业收入	
		目标值	触发值
第一个行权期	2021年	以2020年营收为基准, 考核年度营收增长率达到40%	
第二个行权期	2022年	以2020年营收为基准, 考核年度营收增长率达到75%	
第三个行权期	2023年	以2020年营收为基准, 考核年度营收增长率达到118%	
第四个行权期	2024年	以2020年营收为基准, 考核年度营收增长率达到170%	
第五个行权期	2025年	以2020年营收为基准, 考核年度营收增长率达到240%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司此次激励方案目标值及触发值(单位: 百万元)

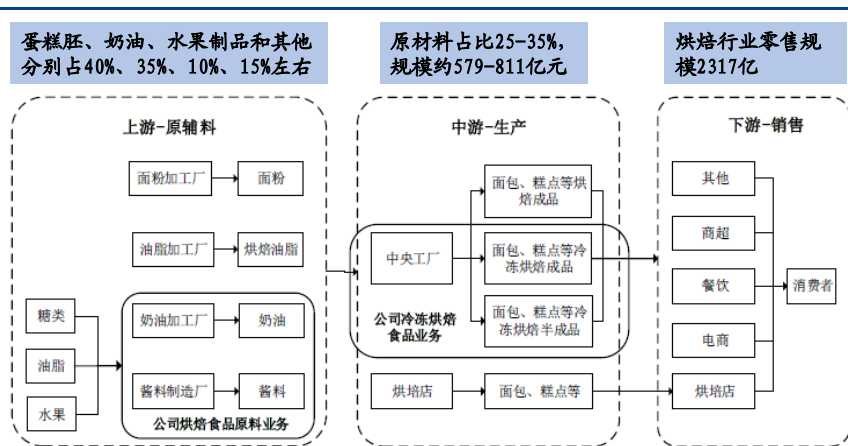
	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
目标值收入	1809.7	2533.6	3167.0	3945.1	4886.2	6152.9
yoy	--	40.0%	25.0%	24.6%	23.9%	25.9%
触发值收入	--	2026.9	2533.6	3156.1	3908.9	4922.4
yoy	--	12.0%	25.0%	24.6%	23.9%	25.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

冷冻烘焙行业成长期, 公司加速奔跑

我国冷冻烘焙食品市场规模尚不足百亿, 方兴未艾、快速成长。根据“安琪烘焙大讲堂”, 预计到2020年底亚太地区冷冻面团市场规模将达到50亿美元, 到2025年将达到70亿美元; 仅日本市场2018年冷冻面团市场规模已接近120亿人民币。从另一个角度看, 当前我国烘焙食品零售额规模2317亿元; 由于原材料占比约为25-35%, 则中游烘焙生产端规模约579-811亿元。假设冷冻烘焙在生产端渗透率约10%, 则冷冻烘焙市场规模约为58-80亿元。以美国为例, 1949年只有3%的面包店使用冷冻烘焙食品, 到1961年就快速增加到39%。假设我国烘焙行业零售规模未来10年保持CAGR 8%的增长, 且10年后冷冻烘焙渗透率提升至40%, 则冷冻烘焙食品行业规模将达到648亿元, 增长CAGR为21.0%。

图表 4: 烘焙产业链分析

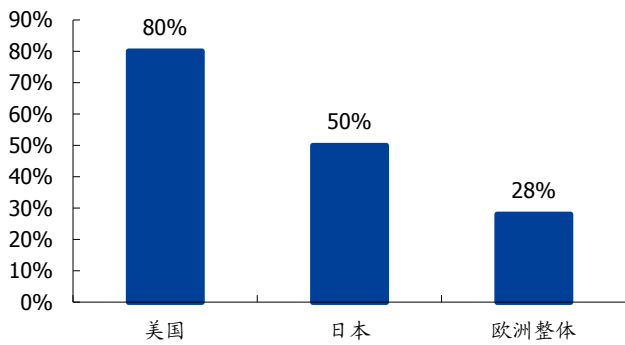


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

国内冷冻烘焙尚处发展初期，对比海外冷冻烘焙渗透率提升空间大。横向对比海外市场，美日韩及西欧发达国家冷冻烘焙渗透率较高，1990年代美国达到80%左右，日本达到50%左右。我国冷冻面团行业自2004年起步，冷冻面团厂家主要位于东部及沿海地区，基本上无发酵的以中式点心应用为主，比如中式蛋挞皮、糕点及月饼等，整体渗透率约为10%。在我国烘焙行业连锁化、规模化发展大趋势下，冷冻烘焙渗透率有望持续提升。

行业仍在快速发展初期阶段，烘焙品类众多，故而竞争格局分散。目前我国冷冻面团主要生产厂家基本分布在中国东部沿海地区，比如北京瑞家食品、天津南侨、东莞黑玫瑰、山东高贝、浙江新迪嘉禾等。目前行业内仅公司初步完成全国化布局，暂居领先优势，其他竞争对手多为地域性企业或者渠道、品类单一，收入规模较公司有较大差距。

图表 5: 国外冷冻烘焙使用比例



资料来源: 公司招股说明书, GIRA, 国盛证券研究所

图表 6: 主要冷冻面团制造商

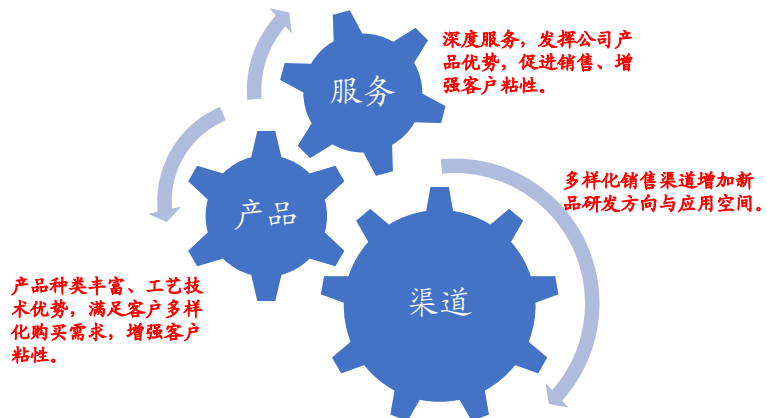


来源: 荷兰合作银行食品与农业咨询部

资料来源: 荷兰合作银行, 国盛证券研究所

公司凭借“产品+服务+渠道”竞争优势，形成正向循环。公司产品种类丰富，且具备领先的配方研发及大规模生产工艺技术优势，能够满足客户多样化购买需求。以丰富优质的产品为基石公司对客户进行深度服务，发挥公司产品优势，促进销售并提升客户粘性。最后多样化的销售渠道不仅促进了公司产品销售增长，也增加了公司新品研发的方向与应用空间，进一步促进和发挥公司的技术优势。三者互相促进，形成正向循环，不断增强公司竞争壁垒。公司通过不断提高研发实力、拓展营销网络、加强管理及客户服务、及时扩大产能以提高公司核心竞争力。

图表 7: 公司竞争优势正向循环



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

产能逐步释放，保障业绩增长

公司募投项目扩增产能，缓解产能压力、保障长远发展。公司已在华南的佛山三水、广州增城和南沙，华东的浙江长兴等地先后投资建立了四个生产基地，并拟启动河南卫辉生产基地的建设。截至 2020 年底，公司已经拥有 23 条烘焙食品原料、33 条冷冻烘焙食品自动化产线，总产量超过 10 万吨。2020 年公司奶油、水果制品、冷冻烘焙食品的产能利用率分别达到 83.6%、80.9%、89.7%，旺季期间产能利用率将更高，产能不足成为公司发展瓶颈。

公司募投项目计划对佛山三水生产基地进行扩建，新建 6 万吨奶油(含挞液)、2.7 万吨水果制品、0.81 万吨冷冻烘焙食品产能；对浙江长兴生产基地扩建及技改项目，新建年产 2.86 万吨冷冻烘焙食品、3.59 万吨酱料及馅料产能；建设河南卫辉生产基地年产 2.25 万吨冷冻烘焙食品产能。募投项目建设周期为 1-2 年，由于公司 2020 年已经开始布局建设，预计 2022-23 年迎来产能释放期，保障收入规模持续增长。

图表 8: 公司产能及产能利用率

单位: 吨	2017	2018	2019	2020	在建产能
冷冻烘焙食品					
产能	25,700	37,900	43,100	53,200	59,150
产量	21,620	28,360	34,943	47,738	
产能利用率	84.1%	74.8%	81.1%	89.7%	
奶油					
产能	33,000	33,000	31,200	33,000	60,000
产量	23,270	30,325	27,595	27,603	
产能利用率	70.5%	91.9%	88.4%	83.6%	
水果制品					
产能	13,200	13,200	13,200	13,200	27,000
产量	9,418	10,224	11,569	10,677	
产能利用率	71.4%	77.5%	87.6%	80.9%	
酱料					
产能	5,100	10,000	10,000	28,500	17,400
产量	5,009	9,058	9,845	12,427	
产能利用率	98.2%	90.6%	98.5%	43.6%	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司冷冻烘焙业务受益于新品类如麻薯、慕斯蛋糕快速放量，以及营销网络持续扩张，预计收入规模快速提升的同时，毛利率水平仍能保障平稳上行。我们预计冷冻烘焙业务收入 2021/22/23 年分别同比+56.3%/33.3%/31.2%。奶油业务受益于 2021 年挞液自产、产能释放，预计奶油收入 2021/22/23 年分别同比+26.6%/15.9%/16.8%。水果制品预计 2021-23 年保持 15% 左右复合增速；酱料业务受益产能瓶颈缓解、加速发力，预计 2021/22/23 年收入分别同比+31.3%/26.1%/25.0%。

综上，预计公司 2021/22/23 年整体营收分别为 25.4/32.0/40.3 亿元，分别同比+40.2%/26.3%/25.8%。同时考虑公司利润端受到产能爬坡折旧摊销增加、销售费用投放增加等影响；管理费用 2021/22/23 年分别增加 3126/8309/5479 万元股权激励费用，预计盈利能力保持平稳。因而我们预计公司 2021/22/23 年归母净利润 3.2/4.0/5.4 亿元，分别同比+38.9%/24.1%/35.9%；当前市值对应 2021/22/23 年 PE 分别为

72.5/58.5/43.0倍。剔除股权激励费用后2021/22/23年归母净利润为3.5/4.7/5.9亿元，对应估值为67.3/50.1/39.8倍，上调评级至“买入”。

图表9: 公司主要财务指标

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,584	1,810	2,537	3,204	4,030
增长率 YoY(%)	20.6	14.3	40.2	26.3	25.8
归母净利润(百万元)	181	232	322	400	543
增长率 YoY(%)	246.8	27.9	38.9	24.1	35.9
EPS(元)	1.07	1.37	1.90	2.36	3.21
净资产收益率(%)	38.5	35.6	15.3	16.1	18.1
P/E(倍)	146.7	114.7	72.5	58.5	43.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示

行业竞争加剧; 新品推广不及预期; 原材料价格波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com