

证券研究报告—动态报告/公司快评

立高食品 (300973)
买入

重大事件快评

(维持评级)

2021年08月03日

股权激励计划强激励、长周期，助力长远发展

证券分析师： 陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520110001

事项：

7月31日，公司披露《2021年股票期权激励计划(草案)》，拟授予股票期权数量850万份，约占总股本的5.02%；拟向公司董事、副总经理陈和军先生授予的股票期权约占总股本的2.07%，其余激励对象本次获授的股票未超过总股本的1.00%；考核年度为2021年-2025年五个会计年度；行权价格为108.20元/股，激励对象不超过9人，有效期不超过72个月。

国信食品饮料观点：1) 本次激励计划考核周期长，设置公司和个人层面两个考核维度，以及稳健和积极两个考核层次，考核体系严谨，充分调动激励对象的积极性，为公司未来业绩提供保障。2) 本次激励计划重点激励核心业务负责人，有助于公司内部利益平衡，且对核心管理层激励充分，与此前的《超额业绩激励基金计划》共同助力公司长远发展。3) 本次激励计划摊销费用对公司短期业绩产生一定影响，但对公司估值影响甚微，可忽略不计。根据本次激励计划业绩考核目标，我们对之前公司营收增速的假设进行微调，考虑行业本身处于高速发展阶段，且公司作为行业龙头优势显著，我们认为公司有较大可能实现高于激励目标的增长。此外，本次股权激励费用摊销对估值影响甚微，可忽略不计。综合来看，调整后我们测算的公司股价区间与之前基本一致，预计公司21-23年营业收入分别为25.5/32.8/42.3亿元，增速分别为40.9%/28.5%/29.0%，归属母公司净利润3.0/3.6/5.0亿元，增速分别为30.4%/17.2%/41.8%，对应当前股价PE为68/58/41X，维持“买入”评级。

评论：

■ 股权激励计划考核周期长、体系严谨，充分调动激励对象的积极性

本次激励计划授予的股票期权行权对应考核周期与此前公司披露《超额业绩激励基金计划》一致，为2021-2025年五个会计年度。考核指标涉及两个维度，分别为公司层面业绩考核与个人层面绩效考核，最终激励对象当年实际可行权的股票期权数量=个人当年计划行权的股票期权数量×公司层面可行权比例×个人层面可行权比例计算，每年个人的计划行权比例均为20%。其中，公司层面业绩考核为：以2020年营业收入为基准，2021-2025年营业收入增长率分别达到40%/75%/118%/170%/240%，对应2021-2025年的营业收入同比增长率需要分别达到40%/25%/24.57%/23.85%/25.93%。此外，公司设置了触发值，为目标值的80%，最终公司层面可行权的比例由业绩达成情况计算，计算标准如表1。个人层面业绩考核按照公司现行有关制度组织实施，最终公司个人层面可行权的比例由绩效考核完成情况确定，计算标准如表2。综合来看，本次激励计划考核周期长，设置公司和个人层面两个考核维度，以及稳健和积极两个考核层次，考核体系严谨，充分调动激励对象的积极性，为公司未来业绩提供保障。

表1：本次激励计划公司层面可行权的比例计算示意图

考核指标	业绩完成度	公司层面可行权比例 (X)
考核年度营业收入 (A)	$A \geq A_m$	$X=100\%$
	$A_n \leq A < A_m$	$X=A/A_m \times 100\%$
	$A < A_n$	$X=0$

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 本次激励计划个人层面可行权的比例计算示意图

个人绩效考核完成度 (C)	个人层面可行权比例 (S)
$C \geq 100\%$	$S=100\%$
$80\% \leq C < 100\%$	$S=C$
$C < 80\%$	$S=0\%$

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 长期股权激励计划重点激励核心业务负责人，且对核心管理层激励充分，助力公司长远发展

本次股权激励计划授予的激励对象与此前公司披露《超额业绩激励基金计划》一致，均为公司核心管理层。其中拟向公司董事、副总经理陈和军先生授予 350.00 万份股票期权，约占本激励计划公告日公司股本总额的 2.07%，其余激励对象本次获授的股票则未超过总股本的 1.00%。陈和军为子公司广州奥昆（负责冷冻烘焙业务）的创立者，从业经验丰富，目前主管公司冷冻烘焙业务。冷冻烘焙业务是公司的核心业务（占比最大且增速最快），本次对其主要负责人陈和军的重点激励体现公司对冷冻烘焙业务的重视，为未来增长提供了有利的制度保障。此外，本次激励对象本次预计被授予的股票期权均远高于其薪酬，可见激励之高。综合来看，本次激励计划重点激励核心业务负责人，有助于公司内部利益平衡，且激励充分，与此前的《超额业绩激励基金计划》共同助力公司长远发展。

表 3: 本次激励计划拟授予的股票期权的分配情况表

姓名	职务	获授数量 (万份)	占公司总股 本的比例	截止 7 月 31 日收盘价本 次激励股票市值 (亿元)	薪酬 (亿元)	本次激励计划 前持股比例
彭裕辉	董事长、总经理	125	0.74%	1.52	0.0233	15.32%
赵松涛	董事、副总经理	100	0.59%	1.21	0.0181	10.21%
陈和军	董事、副总经理	350	2.07%	4.24	0.0201	6.43%
龙望志	董事会秘书、副总经理	50	0.30%	0.62	0.0098	2.25%
周颖	营销总监	65	0.38%	0.78	0.0182	0.75%
彭岗	行政总监	50	0.30%	0.62	0.0098	0.38%
郑卫平	研发总监	20	0.12%	0.25	0.0098	0.30%
公司(含子公司)其他核心管理 人员(共计 2 人)		90	0.53%	1.09		
合计		850	5.02%	10.29		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：其他核心管理人员为宁宗峰（监事会主席、核心技术人员）、万建

■ 股权激励计划摊销费用影响短期业绩，对整体估值影响小

按照激励计划的行权安排，2021-2025 年确认激励成本分别为 3126/8309/5479/3549/1999/739 万元，按照我们的测算，

摊销费用在 2021-2025 年占净利润比例除 2022 年 20% 以上外，其他年份均为 10% 左右，会对短期业绩表现（尤其 2022 年）产生一定影响，但对整体估值影响很小，可忽略不计，因此公司长期价值不变。

■ **投资建议：高成长赛道上的高确定性龙头，股权激励计划进一步绑定核心管理层利益，助力公司长远发展，维持“买入”评级**

我们认为冷冻烘焙赛道已经进入高速成长期，需求端日益增强的降成本、标准化、去厨师化诉求是行业发展的推力。公司是行业的绝对龙头，营收体量远超竞争对手，在渠道布局、工厂布局等方面竞争优势明显，未来随着已有产品在各渠道中渗透率的提升以及新渠道的开拓，尚有充足成长空间。此外，公司募投项目产能约为现有产能的 1.5 倍，可以很好地解决当前的产能瓶颈问题，为营收增长提供保障。根据本次激励计划业绩考核目标，我们对之前公司营收增速的假设进行微调，考虑行业本身处于高速发展阶段，且公司作为行业龙头优势显著，我们认为公司有较大可能实现高于激励目标的增长。此外，本次股权激励费用摊销对估值影响甚微，可忽略不计。综合来看，调整后我们测算的公司股价区间与之前基本一致，预计公司 21-23 年营业收入分别为 25.5/32.8/42.3 亿元，增速分别为 40.9%/28.5%/29.0%，归属母公司净利润 3.0/3.6/5.0 亿元，增速分别为 30.4%/17.2%/41.8%，对应当前股价 PE 为 68/58/41X，维持“买入”评级。

■ **风险提示**

市场竞争加剧；产能释放不达预期；原料成本价格波动；食品安全风险。

表 4：可比公司估值表（2021 年 8 月 1 日更新）

股票代码	公司简称	股价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002216.SZ	三全食品	15.25	134	0.96	0.78	0.91	27.01	19.50	16.73
603345.SH	安井食品	161.65	395	2.55	3.43	4.48	75.60	47.18	36.07
	平均	88.45	265	1.76	2.11	2.70	51.31	33.34	26.40
300973.SZ	立高食品	121.25	205	1.37	1.79	2.10	88.3	67.7	57.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	204	200	220	242
应收款项	119	168	215	278
存货净额	141	201	257	331
其他流动资产	18	25	33	42
流动资产合计	482	594	725	893
固定资产	374	744	1097	1439
无形资产及其他	69	67	66	64
投资性房地产	49	49	49	49
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	975	1455	1936	2445
短期借款及交易性金融负债	0	104	181	140
应付款项	141	201	257	331
其他流动负债	170	252	328	417
流动负债合计	310	557	766	888
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	13	13	13	13
长期负债合计	13	13	13	13
负债合计	323	570	778	901
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	652	885	1158	1545
负债和股东权益总计	975	1455	1936	2445

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.37	1.79	2.10	2.97
每股红利	0.32	0.41	0.48	0.68
每股净资产	3.86	5.24	6.85	9.14
ROIC	46%	36%	30%	33%
ROE	36%	34%	31%	33%
毛利率	38%	38%	38%	39%
EBIT Margin	19%	15%	14%	15%
EBITDA Margin	21%	16%	15%	16%
收入增长	14%	41%	28%	29%
净利润增长率	28%	30%	17%	42%
资产负债率	33%	39%	40%	37%
息率	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%
P/E	88.3	67.7	57.8	40.8
P/B	31.4	23.2	17.7	13.3
EV/EBITDA	55.5	51.2	43.1	31.1

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1810	2549	3275	4226
营业成本	1117	1577	2019	2598
营业税金及附加	13	19	25	32
销售费用	253	354	452	579
管理费用	87	226	337	390
财务费用	(0)	(3)	1	1
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	3	2	2	2
其他收入	(52)	0	0	0
营业利润	290	378	443	628
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	290	378	443	628
所得税费用	58	76	89	126
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	232	303	354	502

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	232	303	354	502
资产减值准备	3	(4)	0	0
折旧摊销	35	38	51	61
公允价值变动损失	(3)	(2)	(2)	(2)
财务费用	(0)	(3)	1	1
营运资本变动	3	23	21	17
其它	(3)	4	0	0
经营活动现金流	267	361	425	579
资本开支	(128)	(400)	(400)	(400)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(128)	(400)	(400)	(400)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(29)	0	0	0
支付股利、利息	(53)	(70)	(82)	(116)
其它融资现金流	36	104	77	(41)
融资活动现金流	(128)	34	(5)	(157)
现金净变动	11	(4)	20	22
货币资金的期初余额	193	204	200	220
货币资金的期末余额	204	200	220	242
企业自由现金流	182	(40)	26	180
权益自由现金流	195	66	102	138

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《立高食品-300973-深度报告：冷冻烘焙高增长赛道的优势龙头》——2021-07-03

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032