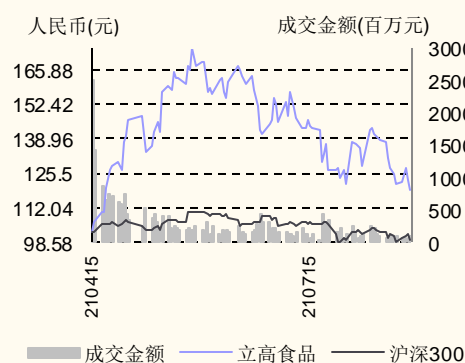


市场价格 (人民币): 118.88 元

收入超预期, 股权激励下动力充足

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)	201.31
年内股价最高最低(元)	174.23/102.69
沪深 300 指数	4802
创业板指	3264



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	278	357	530
归母净利润增长率	246.78%	27.95%	19.64%	28.58%	48.53%
摊薄每股收益(元)	1.428	1.828	1.640	2.108	3.132
每股经营性现金流净额	2.03	2.18	1.51	2.55	3.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.54%	35.60%	14.31%	16.78%	21.31%
P/E	N/A	N/A	72.50	56.38	37.96
P/B	N/A	N/A	10.37	9.46	8.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月26日, 公司发布2021年中期业绩, 1H21实现收入12.52亿元, 同比+86.79%; 归母净利润1.37亿元, 同比+79.95%; 扣非归母净利润1.30亿元, 同比+80.17%。2Q21实现收入6.73亿元, 同比+60.59%; 归母净利润0.64亿元, 同比+10.18%; 扣非归母净利润0.58亿元。营收增速超预期, 利润增速低于预期。

经营分析

- 全品类、全渠道均实现高增。**分产品来看, 1H21 冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他原料同比增长 103.38%/64.83%/71.83%/79.34%/60.00%; 分地区来看, 华南/华东/华中/华北/西南/西北/东北地区分别同比增长 107.03%/68.05%/106.31%/63.02%/87.67%/44.87%/78.32%; 分渠道来看, 经销/直销/零售分别同比增长 64.92%/158.98%/190.25%, 直销中的商超渠道同比增长 212.35%, 得益于公司在山姆、盒马等会员制商超体系取得亮眼成绩。1H21 公司冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料产能利用率分别达到 96.01%/107.43%/84.62%/56.11%, 产能整体偏紧张, 预计下半年河南工厂部分产能投产, 22年初浙江工厂部分产能投产, 可缓解部分产能压力。
- 毛利率承压拖累利润增速。**1H21 公司毛利率下滑 0.98pct 至 35.90%, 主要系低毛利产品占比提升以及原材料成本上涨, 比如冷冻烘焙业务中高毛利的挞皮产品由于短期产能限制无法进一步放量, 而增量产品的毛利率较低。21H1 销售/管理/财务/研发费用分别同比-0.12/-0.66/-0.06/+0.08pct, 费用端整体变化不大; 传导至净利率, 同比下滑 0.41pct 至 10.93%。
- 股权激励下动力充足。**冷冻烘焙属于蓝海赛道, 行业整体增速较快; 公司股权激励目标值对应 21 年营收增速达到 40%, 激励目标和激励力度都不低, 结合公司上半年业绩走势, 我们预期管理层完成目标的动力充足, 公司下半年工厂达产后有望持续快速放量。

投资建议

- 我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 2.78/3.57/5.30 亿元, 对应 EPS 分别为 1.64/2.11/3.13 元, 对应 PE 分别为 73/56/38X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧; 食品安全问题; 原材料价格变动; 疫情出现反复。

相关报告

- 《出台股权激励草案, 重视冷冻烘焙业务-立高股权激励点评》, 2021.8.1
- 《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
liuchenqian@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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,313	1,584	1,810	2,542	3,170	3,945	货币资金	93	193	204	1,405	1,491	1,835
增长率		20.6%	14.3%	40.4%	24.7%	24.4%	应收款项	65	105	119	153	191	238
主营业务成本	-820	-930	-1,117	-1,614	-1,950	-2,395	存货	122	117	141	199	240	295
%销售收入	62.4%	58.7%	61.7%	63.5%	61.5%	60.7%	其他流动资产	31	26	18	39	45	53
毛利	494	654	693	928	1,220	1,550	流动资产	310	441	482	1,796	1,968	2,421
%销售收入	37.6%	41.3%	38.3%	36.5%	38.5%	39.3%	%总资产	50.1%	55.5%	49.5%	71.2%	70.0%	73.4%
营业税金及附加	-11	-12	-13	-19	-24	-30	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	242	285	374	586	678	689
销售费用	-279	-308	-253	-356	-444	-533	%总资产	39.2%	35.8%	38.4%	23.2%	24.1%	20.9%
%销售收入	21.2%	19.5%	14.0%	14.0%	14.0%	13.5%	无形资产	56	57	83	108	132	155
管理费用	-98	-71	-87	-140	-226	-224	非流动资产	308	354	492	728	843	877
%销售收入	7.5%	4.5%	4.8%	5.5%	7.1%	5.7%	%总资产	49.9%	44.5%	50.5%	28.8%	30.0%	26.6%
研发费用	-36	-42	-53	-75	-94	-118	资产总计	618	795	975	2,524	2,811	3,298
%销售收入	2.7%	2.6%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	64	31	0	230	249	266
息税前利润 (EBIT)	69	221	287	338	432	646	应付款项	165	149	178	254	308	377
%销售收入	5.3%	13.9%	15.9%	13.3%	13.6%	16.4%	其他流动负债	74	101	132	96	121	161
财务费用	-3	-2	0	9	14	17	流动负债	303	281	310	580	679	805
%销售收入	0.2%	0.1%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	长期贷款	0	29	0	0	0	0
资产减值损失	1	3	4	0	0	0	其他长期负债	9	15	13	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	313	325	323	584	683	809
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	306	471	652	1,940	2,128	2,489
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	127	127	127	169	169	169
营业利润	70	226	290	347	446	663	未分配利润	69	225	396	504	692	1,053
营业利润率	5.3%	14.3%	16.0%	13.7%	14.1%	16.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-1	0	0	0	0	负债股东权益合计	618	795	975	2,524	2,811	3,298
税前利润	70	226	290	347	446	663	比率分析						
利润率	5.3%	14.2%	16.0%	13.7%	14.1%	16.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-17	-44	-58	-69	-89	-133	每股指标						
所得税率	24.9%	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.412	1.428	1.828	1.640	2.108	3.132
净利润	52	181	232	278	357	530	每股净资产	2.406	3.706	5.134	11.459	12.567	14.699
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.831	2.032	2.178	1.509	2.554	3.796
归属于母公司的净利润	52	181	232	278	357	530	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
净利率	4.0%	11.5%	12.8%	10.9%	11.3%	13.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.12%	38.54%	35.60%	14.31%	16.78%	21.31%
净利润	52	181	232	278	357	530	总资产收益率	8.46%	22.81%	23.81%	11.00%	12.70%	16.08%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	14.04%	33.42%	35.26%	12.46%	14.54%	18.74%
非现金支出	23	28	36	43	65	96	增长率						
非经营收益	3	2	-1	9	16	17	主营业务收入增长率	37.39%	20.58%	14.27%	40.45%	24.72%	24.45%
营运资金变动	27	46	9	-73	-6	-1	EBIT增长率	18.03%	219.50%	30.23%	17.65%	27.84%	49.37%
经营活动现金净流	106	258	277	256	432	643	净利润增长率	18.90%	246.78%	27.95%	19.64%	28.58%	48.53%
资本开支	-99	-104	-156	-278	-180	-130	总资产增长率	35.32%	28.63%	22.56%	158.97%	11.37%	17.32%
投资	0	0	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	-20	-2	0	0	0	应收账款周转天数	16.7	16.3	19.5	19.0	19.0	19.0
投资活动现金净流	-99	-124	-157	-278	-180	-130	存货周转天数	49.4	46.8	42.0	45.0	45.0	45.0
股权募资	37	0	0	1,180	0	0	应付账款周转天数	46.9	47.0	42.4	45.0	45.0	45.0
债权募资	-1	-4	-60	221	19	17	固定资产周转天数	60.5	61.3	58.6	43.5	62.6	60.6
其他	-3	-35	-58	-177	-185	-186	偿债能力						
筹资活动现金净流	33	-39	-118	1,224	-166	-169	净负债/股东权益	-9.48%	-28.30%	-31.32%	-60.55%	-58.36%	-63.00%
现金净流量	39	94	2	1,201	87	343	EBIT利息保障倍数	26.1	96.7	-4,529.9	-37.3	-30.5	-37.1
							资产负债率	50.57%	40.81%	33.11%	23.13%	24.30%	24.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	18	22	25	27
增持	0	2	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.10	1.08	1.19	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
2	2021-08-01	买入	121.25	N/A

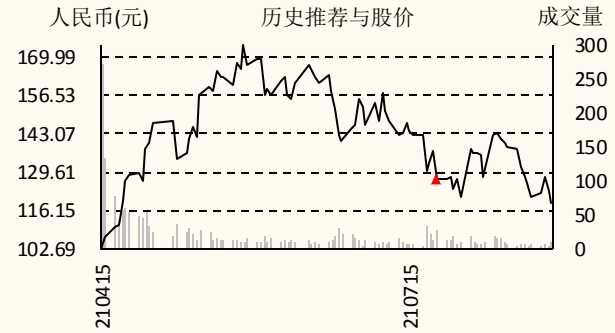
来源：国金证券研究所

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