



2021年8月30日

立高食品 (300973) : 冷冻烘焙食品实现高增, 直销渠道表现亮眼

食品饮料

推荐 (首次覆盖) 当前股价: 128.60 元

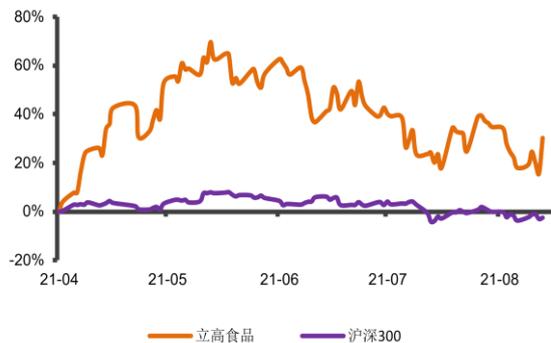
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,810	2,765	3,636	4,508
(+/-)	14.3%	52.8%	31.5%	24.0%
营业利润	290	378	532	705
(+/-)	28.3%	30.1%	40.9%	32.6%
归属母公司净利润	232	302	426	564
(+/-)	27.9%	30.1%	40.9%	32.6%
EPS (元)	1.83	1.78	2.51	3.33
市盈率	70.4	72.1	51.2	38.6

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	1.69/0.36
流通市值 (亿元)	46
每股净资产 (元)	10.69
资产负债率 (%)	33.1

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司发布 2021 年半年报。报告期内, 公司实现营业收入 12.52 亿元, 同比增长 86.79%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.37 亿元, 同比增长 79.95%; 实现扣非后净利润 1.30 亿元, 同比增长 80.17%; 每股收益 0.97 元。其中 Q2 单季实现营业收入 6.73 亿元, 同比增长 60.59%; 归母净利润 0.64 亿元, 同比增长 10.18%; 每股收益 0.38 元。

● 冷冻烘焙食品实现高增, 直销渠道表现亮眼。2021H1 收入/净利润双双保持了 80% 以上的快速增长。分产品来看, 烘焙食品收入 7.32 亿元, 同比大幅+103.38%, 收入占+4.81pct 至 58.51%, 毛利率 37.94%; 奶油收入 2.13 亿元, 同比大幅+64.83%, 占比 17.02%, 毛利率 39.62%; 水果制品类收入 1.10 亿元, 同比大幅+71.83%, 毛利率 28.13%; 酱料收入 0.91 亿元, 同比大幅+79.34%, 毛利率 21.87%。分区域来看, 各地区均实现大幅增长, 华南、华东、华中、西南、华北、西北和东北分别实现营收 5.26、3.23、1.24、1.02、0.92、0.42 和 0.42 元, 同比+107.03%、+68.05%、+106.31%、+87.67%、+63.02%、+44.87% 和 +78.32%, 华南地区的基地布局优化及建设投入持续加大。分渠道来看, 公司销售模式以经销模式为主, 经销收入 8.48 亿元, 同比大幅+64.92%, 占比 67.83%; 直销收入 3.93 亿元, 同比大幅+158.98%, 直销渠道表现优异, 其中商超收入 2.91 亿元, 同比大幅+212.35%。

● 期间费用率控制良好, 原材料价格上涨致毛利率下降。2021H1 综合毛利率下降 4.85pct 至 35.90%, 主要是产品结构发生变化 (冷冻蛋糕等低毛利品类占比增加) 和原材料价格上涨所致; 期间费用率 21.99%, 同比-4.63pct, 主要是规模效应体现, 其中销售费用率 13.90%, 同比-3.99pct; 管理费用率 4.90%, 同比-0.66pct; 研发费用率 3.17%, 财务费用率 0.02%, 同比-0.06pct, 主要是利息收入增多。综合以上因素, 2021H1 公司净利率 10.93%,

同比微降 0.41pct。

- **公司未来看点。**（1）公司加速产能建设，目前，公司已华南的佛山、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，未来公司将形成华南、华东和华北三大生产区域，五大型生产基地的网络化布局，增强市场竞争力；（2）公司股权激励机制到位并且调整核心管理层，现总经理一职由陈和军先生担任，陈和军先生曾主要负责广州奥昆冷冻烘焙业务，有助于在管理架构层面进一步聚焦优质赛道。
- **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 27.65、36.36 和 45.08 亿元，EPS 分别为 1.78、2.51 和 3.33 元，当前股价对应 PE 分别为 72.1、51.2 和 38.6 倍，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；省外地区拓展不达预期；食品安全问题等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	1,810	2,765	3,636	4,508
货币资金	204	274	400	603	营业成本	1,117	1,770	2,307	2,841
应收款	119	170	221	287	营业税金及附加	13	19	25	32
存货	141	249	312	374	销售费用	253	382	491	586
其他流动资产	18	19	20	21	管理费用	87	138	178	216
流动资产合计	482	712	952	1,285	财务费用	0	0	-1	-1
非流动资产:					研发费用	53	83	109	135
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	393	602	777	937
固定资产+在建工程	374	491	601	706	资产减值损失	-4	-3	-2	-1
无形资产+商誉	69	76	84	92	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	49	54	59	65	投资收益	0	0	0	0
非流动资产合计	492	621	744	862	营业利润	290	378	532	705
资产总计	975	1,332	1,696	2,147	加: 营业外收入	0	0	0	0
流动负债:					减: 营业外支出	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	290	377	532	705
应付账款、票据	141	242	310	373	所得税费用	58	75	106	141
其他流动负债	170	187	205	226	净利润	232	302	426	564
流动负债合计	310	429	515	599	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债:					归母净利润	232	302	426	564
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	13	13	14	15	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	13	13	14	15	成长性				
负债合计	323	442	529	613	营业收入增长率	14.3%	52.8%	31.5%	24.0%
所有者权益					营业利润增长率	28.3%	30.1%	40.9%	32.6%
股本	127	169	169	169	归母净利润增长率	27.9%	30.1%	40.9%	32.6%
资本公积金	105	105	105	105	总资产增长率	22.6%	36.7%	27.3%	26.6%
未分配利润	396	562	796	1,106	盈利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	38.3%	36.0%	36.6%	37.0%
所有者权益合计	652	891	1,167	1,534	营业利润率	16.0%	13.7%	14.6%	15.6%
负债和所有者权益	975	1,332	1,696	2,147	三项费用/营收	21.7%	21.8%	21.4%	20.8%
					EBIT/销售收入	16.1%	13.7%	14.6%	15.6%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	12.8%	10.9%	11.7%	12.5%
净利润	232	302	426	564	ROE	35.6%	33.9%	36.5%	36.8%
折旧与摊销	40	47	61	76	营运能力				
财务费用	2	-0	-1	-1	总资产周转率	185.7%	207.5%	214.3%	210.0%
存货的减少	-24	-108	-63	-63	资产结构				
营运资本变化	33	51	17	-3	资产负债率	33.1%	33.2%	31.2%	28.6%
其他非现金部分	2	5	5	6	现金流质量				
经营活动现金净流量	285	297	446	580	经营净现金流/净利润	1.23	0.98	1.05	1.03
投资活动现金净流量	-157	-164	-172	-180	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-118	-63	-148	-197	每股收益	1.83	1.78	2.51	3.33
现金流量净额	10	70	125	203	每股净资产	5.13	5.26	6.89	9.06

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>