

立高食品(300973)

21Q2 收入大超预期，利润短期承压不改推荐逻辑

——立高食品半年报点评

✎ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎ : 联系人: 杨骥  
☎ : 联系人: 杜宛泽 执业证书编号: S1230521070001  
✉ : duwanze@stocke.com.cn

报告导读

公司 21H1 业绩实现高速增长，其中 Q2 收入大超预期，主要系新品投放及加大推广力度，以及直销商超类客户表现优异所致。Q2 利润承压，但属于短期结构性调整，通过加大投入促收入规模快速提升，进一步扩大市场份额，继续坚定看好，不改长期增长逻辑！

投资要点

□ Q2 收入大超预期，利润短期承压

2021H1 实现营收 12.52 亿元，同比增长 86.79%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比增长 79.95%。21Q2 实现收入 6.73 亿元，增长 60.59%；实现归母净利润 0.64 亿元，增长 10.18%。公司 21Q2 单季度收入超市场预期，利润不及预期主要系：1) 原材料成本上涨和低毛利产品收入占比提升使得毛利率略有下降；2) 计提超额业绩奖影响净利润水平，若不考虑该影响，净利润增速在 24% 左右。

□ 冷冻烘焙产品保持快速增长，直销渠道商超客户表现亮眼

**分产品：**21H1 冷冻烘焙业务实现 7.31 亿元 (+103%)，实现快速增长；烘焙原料业务实现 5.19 亿元 (+67.6%)。其中：奶油产品收入 2.13 亿元 (+65%)；水果制品收入 1.10 亿元 (+71.8%)；酱料产品收入 9103 万元 (+79%)；其他烘焙原材料实现 1.05 亿元 (+60%)。

**分渠道：**21H1 经销渠道实现收入 8.48 亿元 (+64.92%)；直销渠道收入 3.93 亿元 (+159%)，实现快速增长，主要系公司商超类客户如山姆、盒马等客户贡献较多，21H1 商超类客户实现收入 2.91 亿元 (+212%)。

**分地区：**21H1 收入占比较大的华南/华东分别实现收入 5.46 亿元 (+107%)/3.23 亿元 (+68%)；华中/华北/西南/西北/东北增速分别为 106%/63%/88%/45%/78%。

**产能：**21H1 公司冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料的产能利用率分别为 96.01%、107%、85%、56%。21H1 公司三水生产基地继续建设，奶油产线进入设备选型阶段；南沙基地二厂投入运营，产能快速满产；河南卫辉由于受到洪灾影响进度需要重新制定。

□ 毛利率略有下降，超额业绩奖金计提促费用提升，净利率有所下降

**毛利率：**2021H1 毛利率为 35.90% (-0.98pct)，毛利率下降我们认为主要系：1) 原材料价格上涨；2) 低毛利产品如冷冻蛋糕产品的占比提升。21Q2 毛利率为 35.40%。

**费用率：**21H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.90% (-0.12pct)/4.9% (-0.66pct)/3.17% (+0.09pct)/0.02% (-0.06pct)；其中 21Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.56%/5.56% (+1.37pct)/3.94% (+0.84pct)/0.01% (+0.03pct)。公司 Q2 销售费用率下降主要系销售规模提升较快；管理费用略有增加主要系超额业绩计提使得管理费用中的员工薪酬大幅提升。

**净利率：**2021H1 净利率为 10.93% (-0.43pct)，21Q2 净利率为 9.45% (-4.32pct)。

评级

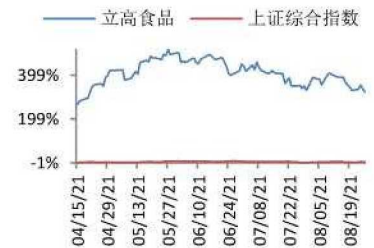
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥118.88

单季度业绩

元/股

2Q/2021 0.38  
1Q/2021 0.58



公司简介

相关报告

- 1 《立高食品：股票期权激励草案点评》2021.07.31
- 2 《立高食品：冷冻烘焙领军企业，享行业增长红利，空间巨大》2021.06.18

### □ 21Q2 收入大超市场预期，继续看好公司未来长期发展

公司 21Q2 收入大超市场预期，我们认为主要是直销渠道快速增长及公司新品等推广的良好驱动；公司通过加大推广和投入促收入快速增长，抢占市场份额，利润端短期承压属于结构性调整，公司在业绩在疫情影响下仍保持快速增长，体现公司良好的质地和抗风险能力。

2) 立高食品作为领军企业，产能、渠道优势显著，将持续享受冷冻烘焙行业增长红利。我们继续看好公司未来长期发展，冷冻烘焙业务仍是重要增长引擎。冷冻烘焙业务是未来重要增长引擎和驱动力，老品升级+新品推广，量价齐升拉动公司业绩和盈利能力的持续增长；同时烘焙原料业务依托需求的持续增长和产品结构升级保持稳健增长。产能的持续扩张保证公司后续的发展。

3) 长考核期+高业绩目标的股票期权激励，彰显公司发展决心。2021-2025 年收入增速目标以 20 年营收为基准，需分别达到 40%/75%/118%/170%/240%，未来 5 年收入 CAGR 将达到 27.7%。

### □ 盈利预测与估值

考虑到公司股票期权激励目标及 21H1 业绩，略上调收入，预计 2021-2023 年公司收入分别为 25.56/32.73/41.45 亿元，增速分别为 41%/28%/27%；由于公司短期费用投入及激励费用计提等因素，略下调利润端，预计 21-23 年实现归母净利润分别为 3.05/4.09/5.24 亿元，增速分别为 31%/34%/28%。2021-2023 年我们给予 EPS 分别为 1.8/2.41/3.1 元，对应 PE 为 65.98/49.25/38.38 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险，原材料价格波动风险，经销商管理的风险。

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1809.69	2555.57	3273.34	4145.23
(+/-)	14.27%	41.22%	28.09%	26.64%
净利润	232.10	305.12	408.72	524.47
(+/-)	24.07%	31.46%	33.95%	28.32%
每股收益(元)	1.83	1.80	2.41	3.10
P/E	65.05	65.98	49.25	38.38

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	482	914	1345	1911	<b>营业收入</b>	1810	2556	3273	4145
现金	204	518	847	1287	营业成本	1117	1559	1971	2462
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	13	18	24	30
应收账款	113	134	178	234	营业费用	253	383	458	643
其它应收款	7	18	29	27	管理费用	87	152	232	245
预付账款	14	28	31	38	研发费用	53	72	85	116
存货	141	208	253	318	财务费用	(0)	(0)	2	2
其他	4	8	8	7	资产减值损失	4	2	1	(1)
<b>非流动资产</b>	492	536	590	655	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	7	10	10	10
固定资产	291	344	383	418	<b>营业利润</b>	290	380	511	658
无形资产	69	81	90	103	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	84	76	80	91	<b>利润总额</b>	290	380	511	658
其他	49	34	38	43	所得税	58	74	102	134
<b>资产总计</b>	975	1450	1935	2565	<b>净利润</b>	232	305	409	524
<b>流动负债</b>	310	438	514	620	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	31	20	17	<b>归属母公司净利润</b>	232	305	409	524
应付款项	141	208	254	319	<b>EBITDA</b>	327	405	539	690
预收账款	0	33	36	33	<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.83	1.80	2.41	3.10
其他	169	166	203	251					
<b>非流动负债</b>	13	12	13	13	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他	13	12	13	13	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	323	450	527	632	营业收入	14.27%	41.22%	28.09%	26.64%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润	25.16%	30.80%	34.61%	28.79%
归属母公司股东权	652	999	1408	1933	归属母公司净利润	24.07%	31.46%	33.95%	28.32%
<b>负债和股东权益</b>	975	1450	1935	2565	<b>获利能力</b>				
					毛利率	38.27%	38.98%	39.80%	40.60%
					净利率	12.83%	11.94%	12.49%	12.65%
					ROE	41.35%	36.95%	33.95%	31.40%
					ROIC	35.22%	29.61%	28.51%	26.81%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	33.11%	31.07%	27.23%	24.66%
					净负债比率	0.00%	7.03%	3.97%	2.77%
					流动比率	1.56	2.09	2.62	3.08
					速动比率	1.10	1.61	2.13	2.57
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.04	2.11	1.93	1.84
					应收帐款周转率	18.74	20.54	20.62	19.85
					应付帐款周转率	8.61	8.94	8.52	8.59
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.83	1.80	2.41	3.10
					每股经营现金	1.68	1.88	2.52	3.18
					每股净资产	5.13	5.90	8.32	11.41
					<b>估值比率</b>				
					P/E	65.05	65.98	49.25	38.38
					P/B	23.16	20.14	14.30	10.42
					EV/EBITDA		48.46	35.79	27.33

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	285	318	426	539
净利润	232	305	409	524
折旧摊销	40	26	30	34
财务费用	(0)	(0)	2	2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	52	38	33	49
其它	(39)	(50)	(47)	(71)
<b>投资活动现金流</b>	(157)	(84)	(81)	(93)
资本支出	(89)	(67)	(66)	(74)
长期投资	0	0	0	0
其他	(68)	(17)	(15)	(19)
<b>筹资活动现金流</b>	(118)	79	(16)	(5)
短期借款	(30)	31	(11)	(3)
长期借款	(29)	0	0	0
其他	(58)	48	(5)	(2)
<b>现金净增加额</b>	10	313	329	440

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>