

证券研究报告—动态报告

立高食品(300973)

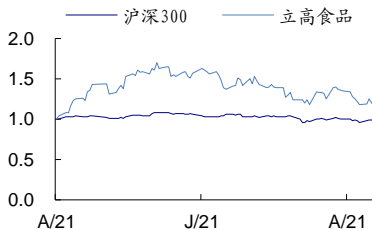
2021 年中报点评

买入

(维持评级)

2021 年 08 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	169/36
总市值/流通(百万元)	20,131/4,296
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	176.21/86.00

相关研究报告:

《立高食品-300973-重大事件快评:股权激励计划强激励、长周期,助力长远发展》——2021-08-03

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

证券分析师:陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

财报点评

21Q2 营收超预期,高增长赛道龙头维持高增可期

● **21Q2 营收超预期,冷冻烘焙食品高速增长,商超渠道表现亮眼**
公司 21H1 实现营收 12.5 亿元 (+86.8%), 归母净利润 1.4 亿元 (+80.0%), 扣非归母净利润 1.3 亿元 (+80.2%); 21Q2 实现营收 6.7 亿元 (+60.6%), 归母净利润 0.6 亿元 (+10.2%), 疫情控制下, 公司营收实现快速增长, 超过市场预期。分品类看, 21H1 冷冻烘焙食品/烘焙食品原材料营收分别为 7.3/5.2 亿元, 分别同比 103.4%/67.6%, 受益于行业红利, 冷冻烘焙食品实现高速增长; 分渠道看, 经销/直营营收分别为 8.5/3.9 亿元, 分别同比 64.9%/159.0%, 直营模式高增主要系公司对山姆、盒马等会员制商超维持稳定供应(近 3 亿), 同比增速达 212%; 分地区看, 华南/华东/华中/华北/西南/西北/东北营收分别为 5.3/3.2/1.2/0.9/1.0/0.4/0.4 亿元, 分别同比 107%/68%/106%/63%/88%/45%/78%, 华南优势地区与华中重点开拓区域增长亮眼。

● **原材料价格大幅上涨下净利润增速低于收入增速**

21H1 毛利率 35.9%, 同比约-1.0pct(调整后), 我们预计二季度调整后毛利率 39.4%, 同比-4.5pct, 主要系油脂等大宗物料价格上涨幅度较大, 以及冷冻蛋糕等低毛利品类规模快速扩大。21H1 净利率 10.93%, 同比-0.4pct, 主要系上半年虽然公司的营销宣传活动费用和管理费用均有大幅增加(受疫情影响去年同期低基数), 但在规模效应能效基本持平。

● **行业景气度高,产品和渠道驱动下公司下半年有望维持高增**

上半年下游需求旺盛, 公司产品中尤其是饼类和冷冻蛋糕等实现快速增长, 逐渐成长成为大单品, 可见冷冻烘焙食品的渗透率逐渐提高, 在产品和渠道的双驱动下我们预计下半年营收有望维持高增速。主要原材料油脂等价格维持高位, 下半年净利润继续承压。此外, 河南卫辉工厂有望于年底投产缓解产能压力。

● **投资建议:高增长赛道优势龙头高增可期,维持“买入”评级**

公司上半年营收增速超预期反映出冷冻烘焙市场高速扩容的良好态势, 以及公司在产品、渠道等方面布局充分, 可以更好地受益于行业高速发展的红利的现状, 且下半年进入销售旺季, 高壁垒下, 我们认为公司高增长态势可以维持。因此, 我们维持此前公司盈利预测, 预计公司 2021-2023 年营收 25.5/32.8/42.3 亿元, 对应增速分别为 40.9%/28.5%/29.0%, 归母净利润为 3.0/3.5/5.0 亿元, 对应增速分别为 30.4%/17.1%/41.7%, 当前股价对应 PE 为 75/64/45X, 维持买入评级。

● **风险提示:疫情反复影响销量;食品安全风险;原材料价格波动风险。**

独立性声明:

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。

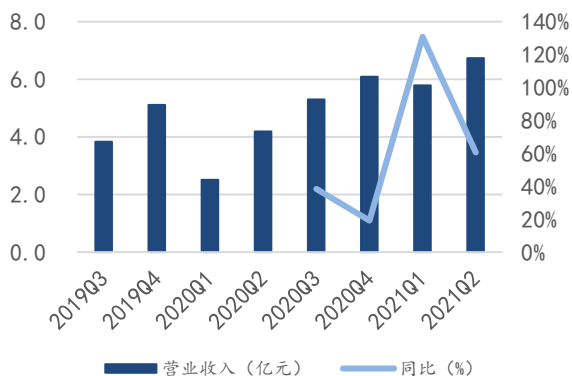
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,810	2,549	3,275	4,226
(+/-%)	14.3%	40.9%	28.5%	29.0%
净利润(百万元)	232	303	354	502
(+/-%)	27.9%	30.4%	17.1%	41.7%
摊薄每股收益(元)	1.37	1.79	2.10	2.97
净资产收益率(ROE)	35.6%	34.2%	30.6%	32.5%
市盈率(PE)	97.4	74.7	63.8	45.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

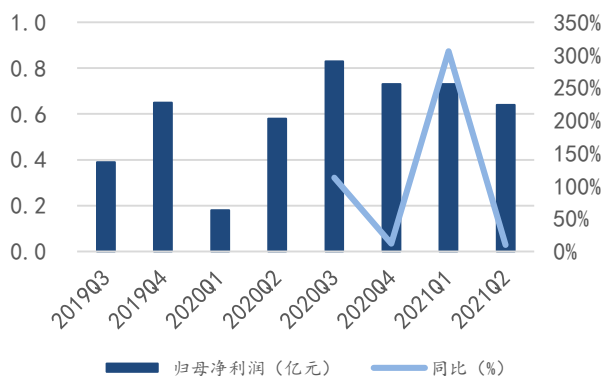
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 立高食品单季度营业收入及同比增速



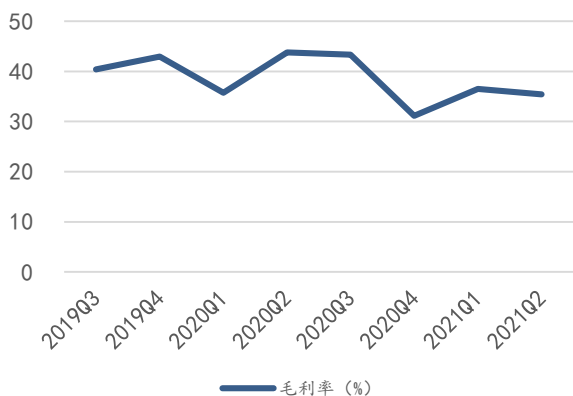
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 立高食品单季度归母净利润及同比增速



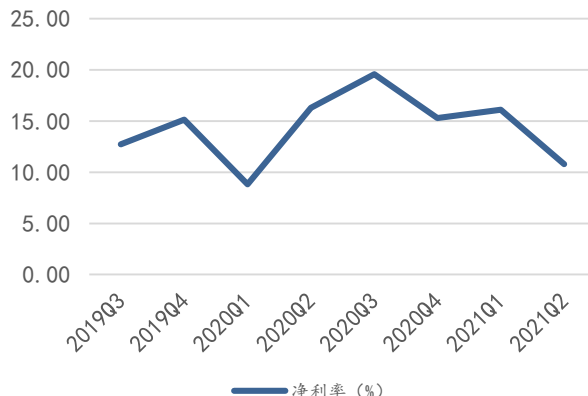
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 立高食品单季度销售毛利率



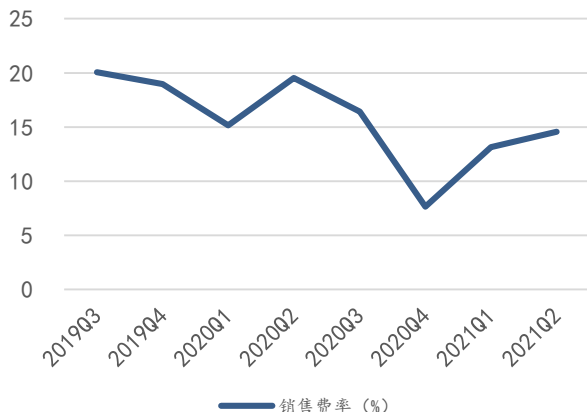
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 立高食品单季度销售净利率



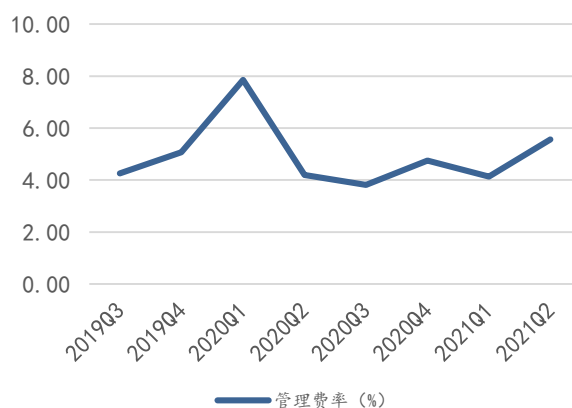
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 立高食品单季度销售费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 立高食品单季度管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值表 (2021 年 8 月 29 日更新)

股票代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
002216.SZ	三全食品	14.43	127	0.96	0.81	0.94	27.01	20.41	17.65	买入
603345.SH	安井食品	155.16	379	2.55	3.29	4.20	64.9	50.4	39.4	买入
	平均	84.80	253	1.17	1.30	1.52	57.66	44.06	37.73	
300973.SZ	立高食品	133.81	227	1.37	1.79	2.10	97.4	74.7	63.8	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师预测

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	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
P/E	97.4	74.7	63.8	45.0
P/B	34.7	25.6	19.5	14.6
EV/EBITDA	61.1	56.4	47.4	34.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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

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。

情况下，本报告中的信息和意见均不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