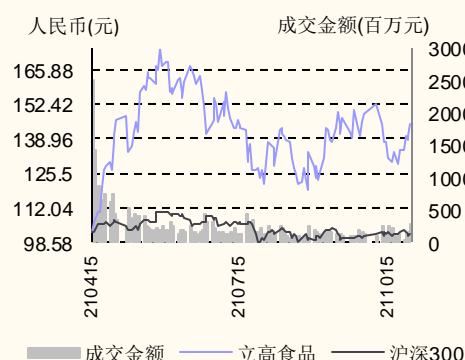


市场价格 (人民币): 144.55 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.69
已上市流通 A 股(亿股)	0.38
总市值(亿元)	244.78
年内股价最高最低(元)	174.23/102.69
沪深 300 指数	4909
创业板指	3351



## 相关报告

1. 《收入超预期，股权激励下动力充足-立高中报点评》，2021.8.27
2. 《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
3. 《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

## 冷冻烘焙维持高景气度，产能释放助力 Q4

## 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	2,722	3,410	4,230
营业收入增长率	20.58%	14.27%	50.39%	25.29%	24.05%
归母净利润(百万元)	181	232	303	380	534
归母净利润增长率	246.78%	27.95%	30.37%	25.69%	40.28%
摊薄每股收益(元)	1.428	1.828	1.787	2.246	3.151
每股经营性现金流净额	2.03	2.18	1.68	2.92	4.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.54%	35.60%	14.80%	16.46%	19.88%
P/E	N/A	N/A	80.90	64.36	45.88
P/B	N/A	N/A	11.98	10.60	9.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 10月28日，公司发布2021年前三季度业绩，报告期内实现营业收入19.61亿元，同比+63.39%；归母净利润1.98亿元，同比+24.47%；扣非归母净利润1.92亿元，同比25.06%。其中单三季度实现营业收入7.10亿元，同比+33.84%；归母净利润0.61亿元，同比-26.50%；扣非归母净利润0.62亿元，同比-23.90%。营收增速基本符合预期，利润增速略低于预期。

## 经营分析

- **冷冻烘焙产品维持高景气度，新品持续放量。**21Q1-3，冷冻烘焙食品/烘焙原料营收分别同比+83.63%/40.28%，占比分别为59.91%/40.02%；Q3分别同比+58.26%/6.39%，占比分别为62.46%/37.46%。二三季度属于传统淡季，且去年Q3基数并不低，在此背景中公司冷冻烘焙食品依旧取得亮眼成绩，再次印证高景气度；其中麻薯、冷冻蛋糕持续高增，挞皮、甜甜圈由于产能限制增速低于品类均值。
- **成本压力下毛利率承压。**21Q1-3公司毛利率为35.08%，同比下滑2.99pct；其中Q3毛利率为33.64%，同比下滑5.94pct。毛利率承压主要系油脂等大宗原料价格上涨，此外毛利更低的冷冻蛋糕快速放量对整体毛利率亦有影响。21Q1-3公司销售/管理/研发/财务费率分别同比-0.08/+0.39/+0.38/-0.07pct，单Q3分别同比-0.30/+1.85/+0.82/-0.09pct。Q3管理费率提升主要系计提超额业绩奖励726.69万元和股份激励费用778.09万元；Q3研发费率亦有小幅提升，主要是公司有意扩充研发队伍建设、增加研发项目。传导至净利率，公司21Q1-3净利率同比下滑3.15pct至10.07%，单Q3同比下滑7.03pct至8.57%。
- **10月底新产能释放，助力Q4旺季。**近日公司河南卫辉工厂部分产线投产，包括甜甜圈类、麻薯类、起酥类等，有效缓解华北地区供应不足的问题。Q4旺季来临，叠加产能释放，看好高增态势。

## 投资建议

- 考虑到产能释放、新品放量，将21-23年的归母净利上调9%/7%/1%，对应EPS为1.79/2.25/3.15元，对应PE为81/64/46倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新品增长不达预期，原材料成本上涨压力，食品安全问题，行业竞争加剧。

**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	2,722	3,410	4,230	货币资金	93	193	204	740	439	909
增长率		20.6%	14.3%	50.4%	25.3%	24.0%	应收款项	65	105	119	172	215	267
主营业务成本	-820	-930	-1,117	-1,750	-2,141	-2,646	存货	122	117	141	168	205	254
%销售收入	62.4%	58.7%	61.7%	64.3%	62.8%	62.6%	其他流动资产	31	26	18	42	49	58
毛利	494	654	693	972	1,269	1,584	流动资产	310	441	482	1,121	907	1,487
%销售收入	37.6%	41.3%	38.3%	35.7%	37.2%	37.5%	%总资产	50.1%	55.5%	49.5%	47.1%	33.3%	46.5%
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%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	242	285	374	1,115	1,650	1,524
销售费用	-279	-308	-253	-354	-443	-550	%总资产	39.2%	35.8%	38.4%	46.9%	60.6%	47.6%
%销售收入	21.2%	19.5%	14.0%	13.0%	13.0%	13.0%	无形资产	56	57	83	108	132	155
管理费用	-98	-71	-87	-144	-235	-224	非流动资产	308	354	492	1,257	1,815	1,712
%销售收入	7.5%	4.5%	4.8%	5.3%	6.9%	5.3%	%总资产	49.9%	44.5%	50.5%	52.9%	66.7%	53.5%
研发费用	-36	-42	-53	-86	-102	-127	<b>资产总计</b>	<b>618</b>	<b>795</b>	<b>975</b>	<b>2,377</b>	<b>2,723</b>	<b>3,199</b>
%销售收入	2.7%	2.6%	2.9%	3.2%	3.0%	3.0%	短期借款	64	31	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	69	221	287	369	464	654	应付款项	165	149	178	226	278	342
%销售收入	5.3%	13.9%	15.9%	13.6%	13.6%	15.5%	其他流动负债	74	101	132	104	130	169
财务费用	-3	-2	0	10	12	14	流动负债	303	281	310	330	409	511
%销售收入	0.2%	0.1%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	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	<b>负债</b>	<b>313</b>	<b>325</b>	<b>323</b>	<b>334</b>	<b>412</b>	<b>515</b>
投资收益	0	0	0	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>306</b>	<b>471</b>	<b>652</b>	<b>2,044</b>	<b>2,310</b>	<b>2,684</b>
%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	379	476	667	未分配利润	69	225	396	607	874	1,247
营业利润率	5.3%	14.3%	16.0%	13.9%	14.0%	15.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-1	0	0	-1	-1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>618</b>	<b>795</b>	<b>975</b>	<b>2,377</b>	<b>2,723</b>	<b>3,199</b>
税前利润	70	226	290	378	475	667	<b>比率分析</b>						
利润率	5.3%	14.2%	16.0%	13.9%	13.9%	15.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-17	-44	-58	-76	-95	-133	<b>每股指标</b>						
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	1.787	2.246	3.151
净利润	52	181	232	303	380	534	每股净资产	2.406	3.706	5.134	12.069	13.642	15.847
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	1.681	2.915	4.198
归属于母公司的净利润	52	181	232	303	380	534	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.536	0.674	0.945
净利率	4.0%	11.5%	12.8%	11.1%	11.2%	12.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	17.12%	38.54%	35.60%	14.80%	16.46%	19.88%
净利润	52	181	232	303	380	534	总资产收益率	8.46%	22.81%	23.81%	12.73%	13.97%	16.68%
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%	14.43%	16.06%	19.48%
非现金支出	23	28	36	64	122	183	<b>增长率</b>						
非经营收益	3	2	-1	1	1	1	主营业务收入增长率	37.39%	20.58%	14.27%	50.39%	25.29%	24.05%
营运资金变动	27	46	9	-83	-9	-7	EBIT增长率	18.03%	219.50%	30.23%	28.35%	25.75%	40.92%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>106</b>	<b>258</b>	<b>277</b>	<b>285</b>	<b>494</b>	<b>711</b>	净利润增长率	18.90%	246.78%	27.95%	30.37%	25.69%	40.28%
资本开支	-99	-104	-156	-829	-681	-81	总资产增长率	35.32%	28.63%	22.56%	143.92%	14.52%	17.49%
投资	0	0	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	0	-20	-2	0	0	0	应收账款周转天数	16.7	16.3	19.5	20.0	20.0	20.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-99</b>	<b>-124</b>	<b>-157</b>	<b>-829</b>	<b>-681</b>	<b>-81</b>	存货周转天数	49.4	46.8	42.0	35.0	35.0	35.0
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	35.0	35.0	35.0
债权募资	-1	-4	-60	-10	0	0	固定资产周转天数	60.5	61.3	58.6	84.7	114.1	115.6
其他	-3	-35	-58	-91	-114	-160	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>33</b>	<b>-39</b>	<b>-118</b>	<b>1,080</b>	<b>-114</b>	<b>-160</b>	净负债/股东权益	-9.48%	-28.30%	-31.32%	-36.20%	-18.99%	-33.86%
<b>现金净流量</b>	<b>39</b>	<b>94</b>	<b>2</b>	<b>536</b>	<b>-301</b>	<b>470</b>	EBIT利息保障倍数	26.1	96.7	-4,529.9	-37.8	-38.2	-47.1
							资产负债率	50.57%	40.81%	33.11%	14.03%	15.15%	16.11%

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	2	5	19	47	56
增持	0	1	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.10	1.10	1.00

来源：聚源数据

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。

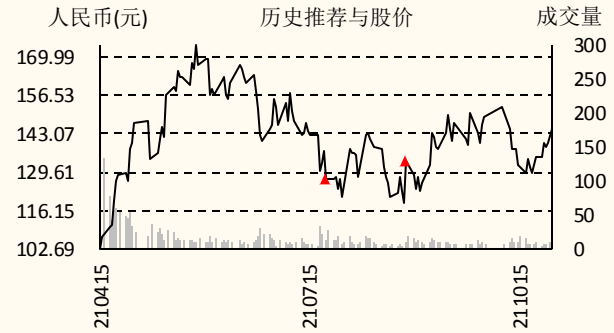
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

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
3	2021-08-27	买入	118.88	N/A

来源：国金证券研究所



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