

## 疫情影响需求，内部积极应对成本压力

2022年04月24日

事件: 公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报, 21 年公司实现收入 28.17 亿元, 同比增长 55.7%; 实现归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 22.0%, 其中 21Q4 实现收入 8.56 亿元, 同比增长 40.4%; 实现归母净利润 0.86 亿元, 同比增长 16.6%。22Q1 公司实现收入 6.30 亿元, 同比增长 8.8%; 实现归母净利润 0.4 亿元, 同比下滑 45.3%。

### 点评:

- **21Q4 营收表现超预期, 22Q1 营收增长不及预期。** 21Q4 营收表现较好, 主要由于河南工厂产能投放增加, 以及春节备货的因素。22Q1 由于受到新冠疫情的影响, 以及 KA 渠道需求下降, 营收增长不及预期。分业务来看, 22Q1 冷冻烘焙食品/烘焙原料业务实现收入分别为 3.72/2.57 亿元, 分别同增 11.14%/5.57%, 冷冻烘焙食品业务受疫情影响, 营收增速相对疲软。
- **22Q1 原材料成本上涨拖累毛利率。** 21Q4 公司毛利率为 34.5%, 环比提升 0.8 个百分点, 主要由于产能投放增加, 规模效应体现。22Q1 公司毛利率为 33.1%, 同比下降 3.4 个百分点, 主要由于油脂等原材料价格上涨, 以及产能利用率降低。22Q1 销售/管理/研发费用率分别为 13.0%/8.9%/3.5%, 同比增长分别为 0.1/4.5/1.2 个百分点。管理费用率提升较多, 主要由于股份支付费用增加。研发费用增加, 主要由于公司加大了研发投入。22Q1 公司归母净利率为 6.4%, 同比下降 6.3 个百分点。剔除股份支付费用, 22Q1 公司归母扣非净利润为 5,474 万元, 同比下降 23.97%。
- **产品提价和内部降本增效缓解成本压力。** 为应对成本端涨价压力, 22Q1 公司已对旗下葡挞和奶油等产品进行提价。同时, 公司通过国内替代进口的形式采购原料, 以及使用新型的原料, 达到降本增效的目的。若疫情得到控制, 随着公司营收体量增长, 我们预计规模效应也会有更多的体现。
- **盈利预测与投资评级:** 短期受疫情的影响, 公司增长乏力, 但疫情不改公司长期竞争力。立高在工艺和技术方面具有先发优势, 随着规模经济效益的体现, 公司将获得更低的成本结构。冷冻半成品渗透率低, 公司产品与渠道双驱动, 成长空间仍大。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.67/2.27/3.37 元, 对应 PE 分别为 50.79/37.33/25.12 倍, 维持“买入”评级。
- **股价催化剂:** 原材料价格下降; 业绩超预期等。
- **风险因素:** 原材料价格上涨超预期; 新品推广不及预期; 疫情反复。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,810	2,817	3,389	4,404	5,688
增长率 YoY %	14.3%	55.7%	20.3%	30.0%	29.2%
归属母公司净利润 (百万元)	232	283	282	384	570
增长率 YoY%	27.9%	22.0%	-0.4%	36.1%	48.6%
毛利率%	38.3%	34.9%	33.5%	33.7%	33.9%
净资产收益率ROE%	35.6%	14.3%	12.9%	15.7%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.37	1.67	1.67	2.27	3.37
市盈率 P/E(倍)		79.00	50.79	37.33	25.12
市净率 P/B(倍)		11.26	6.56	5.88	5.07

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 04 月 22 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	482	1,333	1,552	1,725	2,068
货币资金	204	784	1,037	1,066	1,230
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	113	200	167	217	280
预付账款	14	33	27	32	38
存货	141	282	278	360	464
其他	11	34	44	49	56
<b>非流动资产</b>	492	1,200	1,327	1,585	1,854
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	291	525	584	738	879
无形资产	69	156	174	198	225
其他	132	519	569	649	749
<b>资产总计</b>	975	2,533	2,880	3,310	3,922
<b>流动负债</b>	310	483	631	808	1,030
短期借款	0	0	20	20	20
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	141	236	278	360	464
其他	170	247	334	428	546
<b>非流动负债</b>	13	65	65	65	65
长期借款	0	0	0	0	0
其他	13	65	65	65	65
<b>负债合计</b>	323	547	696	872	1,094
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	652	1,986	2,184	2,437	2,828
<b>负债和股东权益</b>	975	2,533	2,880	3,310	3,922

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,810	2,817	3,389	4,404	5,688
同比(%)	14.3%	55.7%	20.3%	30.0%	29.2%
归属母公司净利润	232	283	282	384	570
同比(%)	27.9%	22.0%	-0.4%	36.1%	48.6%
毛利率(%)	38.3%	34.9%	33.5%	33.7%	33.9%
ROE%	35.6%	14.3%	12.9%	15.7%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.37	1.67	1.67	2.27	3.37
P/E		79.00	50.79	37.33	25.12
P/B		11.26	6.56	5.88	5.07
EV/EBITDA	-0.62	51.69	34.89	26.11	17.51

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	1,810	2,817	3,389	4,404	5,688
营业成本	1,117	1,834	2,252	2,920	3,762
营业税金及附加	13	18	24	31	40
销售费用	253	365	434	564	717
管理费用	87	173	237	299	319
研发费用	53	82	105	132	165
财务费用	0	-3	-9	-10	-10
减值损失合计	-3	-8	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	5	16	7	7	7
<b>营业利润</b>	290	356	352	474	704
营业外收支	0	-3	-2	0	0
<b>利润总额</b>	290	353	350	474	704
所得税	58	70	68	90	134
<b>净利润</b>	232	283	282	384	570
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	232	283	282	384	570
EBITDA	328	419	383	511	753
EPS(当年)(元)	1.37	1.67	1.67	2.27	3.37

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	285	291	491	469	677
净利润	232	283	282	384	570
折旧摊销	40	74	46	54	67
财务费用	2	3	0	1	1
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	9	-70	162	33	42
其它	2	1	0	-2	-3
<b>投资活动现金流</b>	-157	-712	-174	-309	-332
资本支出	-156	-714	-176	-311	-335
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-2	2	2	2	3
<b>筹资活动现金流</b>	-118	1,000	-64	-131	-181
吸收投资	0	1,105	0	0	0
借款	-60	0	20	0	0
支付利息或股息	-53	-85	-84	-131	-181
<b>现金流净增加额</b>	10	580	253	29	164

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。