

## 积极扩产，勇立潮头

2022年06月09日

**事件:** 公司发行可转债预案, 拟发行可转债募集资金不超过 9.5 亿元, 用于投资建设集管理、研发、生产、物流于一体的华南地区的综合总部基地和补充流动资金。总部基地项目总投资 20.5 亿元, 完全达产后, 将年产 13.70 万吨冷冻烘焙食品和 2.41 万吨烘焙食品原料。

**点评:**

- **发行转债扩大产能, 满足长期增长的产能需求。** 冷冻烘焙食品行业处于发展初期, 未来行业渗透率提升仍有很大空间。截止 2021 年末, 公司冷冻烘焙设计产能为 11.55 万吨, 烘焙原料设计产能为 9.44 万吨。考虑总部基地项目新增产能预计于 2027 年投产, 以及目前 4.59 万吨冷冻烘焙、6 万吨奶油的在建项目, 公司冷冻烘焙产能将达到 29.84 万吨, 烘焙原料产能将达到 17.85 万吨, 公司产能未来 5 年 CAGR 约为 17.8%。
- **一体化总部基地项目有利于降低运营成本。** 公司在华南地区部署的生产基地分别为增城生产基地、佛山三水生产基地和南沙生产基地, 共计 5 个生产厂区, 彼此距离较远, 生产和运营管理上的协同难度较大。此外, 原生产厂区的土地资源有限, 缺乏扩产的空间。在增城政府的支持下, 公司拟投资建设大型的基地。华南总部基地有利于提升协同互补的效率, 同时降低管理成本。在冷链仓储及物流方面, 公司将整合华南地区的冷链仓储和物流资源, 自建标准、现代化的冷冻仓库和物流中心, 其中冷冻仓库建成后库容量达到 2.2 万吨, 日均吞吐能力达到 2,000 吨以上, 物流中心将配备 70 辆高标准冷藏车用于华南地区的短途直达运输, 实现华南地区 500 公里内当日送达。
- **盈利预测与投资评级:** 受疫情的影响, 公司短期增长乏力, 但疫情不改长期竞争力。公司积极应对原材料涨价压力, 目前挹皮油脂完成锁价, 同时努力用优质国产原料代替进口原料。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, 公司竞争优势更加明显。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.67/2.34/3.44 元, 对应 PE 分别为 49.28/35.18/23.94 倍, 维持“买入”评级。
- **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	5,700
增长率 YoY %	14.3%	55.7%	20.3%	30.0%	29.4%
归属母公司净利润(百万元)	232	283	283	396	582
增长率 YoY%	27.9%	22.0%	-0.1%	40.1%	46.9%
毛利率%	38.3%	34.9%	32.1%	32.4%	32.6%
净资产收益率ROE%	35.6%	14.3%	13.0%	16.2%	20.4%
EPS(摊薄)(元)	1.83	1.67	1.67	2.34	3.44
市盈率 P/E(倍)	-	79.00	49.28	35.18	23.94
市净率 P/B(倍)	-	11.26	6.38	5.69	4.89

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 06 月 09 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	1,564	1,751	2,113	
货币资金	204	784	1,042	1,085	1,263	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	113	200	167	217	281	
预付账款	14	33	28	33	38	
存货	141	282	284	367	474	
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	2,892	3,336	3,967	
<b>流动负债</b>	310	483	643	820	1,049	
短期借款	0	0	20	20	20	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	141	236	284	367	474	
其他	170	247	339	434	555	
<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	707	885	1,114	
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	2,451	2,853	
<b>负债和股东权益</b>	975	2,533	2,892	3,336	3,967	

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	5,700	
同比(%)	14.3%	55.7%	20.3%	30.0%	29.4%	
归属母公司净利润	232	283	283	396	582	
同比(%)	27.9%	22.0%	-0.1%	40.1%	46.9%	
毛利率(%)	38.3%	34.9%	32.1%	32.4%	32.6%	
ROE%	35.6%	14.3%	13.0%	16.2%	20.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.83	1.67	1.67	2.34	3.44	
P/E	-	79.00	49.28	35.18	23.94	
P/B	-	11.26	6.38	5.69	4.89	
EV/EBITDA	-0.62	51.69	33.94	24.79	16.78	

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	5,700	
营业成本	1,117	1,834	2,300	2,975	3,843	
营业税金及附加	13	18	24	31	40	
销售费用	253	365	386	502	638	
管理费用	87	173	237	295	319	
研发费用	53	82	105	132	165	
财务费用	0	-3	-9	-10	-11	
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	8	11	14	
<b>营业利润</b>	290	356	353	489	719	
营业外收支	0	-3	-2	0	0	
<b>利润总额</b>	290	353	351	489	719	
所得税	58	70	69	93	137	
<b>净利润</b>	232	283	283	396	582	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	232	283	283	396	582	
EBITDA	328	419	383	522	761	
EPS(当年)(元)	1.83	1.67	1.67	2.34	3.44	

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	497	482	692	
净利润	232	283	283	396	582	
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	167	34	45	
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	258	43	178	

## 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。