

立高食品 (300973.SZ) 买入 (维持评级)

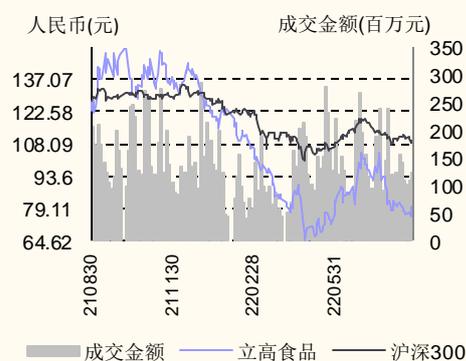
公司点评

市场价格(人民币): 80.38元

不畏短期黑暗, 磨砺内功、坚守价值

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.69
已上市流通A股(亿股)	0.71
总市值(亿元)	136.12
年内股价最高最低(元)	151.40/64.62
沪深300指数	4108
创业板指	2640



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,810	2,817	3,076	3,965	4,907
营业收入增长率	14.27%	55.66%	9.19%	28.92%	23.74%
归母净利润(百万元)	232	283	176	300	434
归母净利润增长率	27.95%	21.98%	-37.81%	70.14%	44.93%
摊薄每股收益(元)	1.828	1.672	1.040	1.769	2.564
每股经营性现金流净额	2.21	1.64	1.98	2.82	3.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.60%	14.26%	8.35%	12.92%	16.55%
P/E	N/A	79.00	77.31	45.44	31.35
P/B	N/A	11.26	6.45	5.87	5.19

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月28日, 公司发布22年中报, 22H1实现营收13.2亿元, 同比+5.8%; 归母净利润7039万元, 同比-48.5%; 扣非净利润6657万元, 同比-48.9%。其中2022Q2实现营收6.9亿元, 同比+3.1%; 归母净利润3037万元, 同比-52.2%; 扣非净利润2743万元, 同比-52.9%。

经营分析

- 冷冻烘焙稳定, 餐饮渠道发力。**1) 品类: 22H1冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料/其他分别实现营收7.98/2.44/0.99/0.81/0.99亿元, 同比+9.0%/+14.7%/-9.6%/-10.6%/-5.9%。冷冻烘焙增速比较稳定, 奶油增速较快受益于5月底提价后渠道备货意愿增加, 酱料明显下滑主要系Q2有内部调整。2) 渠道: 22H1经销/直销/零售分别实现8.7/4.5/0.1亿元, 同比+2.0%/13.7%/1.6%, 直销渠道中商超实现收入3.0亿元, 同比+3.2%。餐饮渠道占比提升较快, 上半年饼店/商超/餐饮渠道占比大致为40%/45%/15%左右。
- 利润端受毛利率和股权激励费用拖累。**22H1毛利率同比-4.8pct至31.1%; 22Q2毛利率同比-6.0pct至29.4%; 毛利率承压主要系1)买赠促销调整了口径, 从可比的毛销差角度来看, 22H1/Q2毛销差同比-3.2/-3.2pct(22H1/Q2销售费率同比-1.6/-2.9pct); 2)油脂等成本上涨; 3)新产能投产导致折旧摊销费用提升。22H1/Q2管理费率同比+3.7/2.8pct, 主要系计提股权激励费用3894万元; 研发费率同比+0.5/-0.1pct; 财务费率同比-0.8/-1.3pct, 主要系募集资金后存款利息增加。传导至净利率, 22H1净利率同比-5.6pct至5.3%, 22Q2净利率同比-5.1pct至4.4%, 还原股权激励后预计22H1/Q2扣非归母净利率为7.8%/7.0%。
- 短期承压, 采取积极措施应对压力:**1)产品加大开发适应多元化需求; 2)渠道上促进原有团队融合, 节约销售资源从而加快渠道下沉, 开拓餐饮领域; 3)产能利用率较低的品类灵活进行促销; 4)推出股权激励提升士气。

投资建议

- 由于疫情和成本压力, 将22-24年的归母净利润下调47%/40%/28%, 预计对应EPS为1.04/1.77/2.56元, 对应PE为77/45/31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。

相关报告

- 《短期存在扰动, 产能释放保障增长动力-立高21年报&22年一季报点评》, 2022.4.24
- 《冷冻烘焙维持高景气度, 产能释放助力Q4-立高三季报点评》, 2021.10.30

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,584	1,810	2,817	3,076	3,965	4,907	货币资金	193	204	784	262	265	437
增长率		14.3%	55.7%	9.2%	28.9%	23.7%	应收账款	105	119	209	177	228	282
主营业务成本	-930	-1,117	-1,834	-2,078	-2,629	-3,230	存货	117	141	282	256	303	372
%销售收入	58.7%	61.7%	65.1%	67.6%	66.3%	65.8%	其他流动资产	26	18	58	51	59	68
毛利	654	693	983	998	1,336	1,677	流动资产	441	482	1,333	747	855	1,160
%销售收入	41.3%	38.3%	34.9%	32.4%	33.7%	34.2%	%总资产	55.5%	49.5%	52.6%	28.8%	29.2%	34.5%
营业税金及附加	-12	-13	-18	-22	-28	-34	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	285	374	838	1,453	1,571	1,603
销售费用	-308	-253	-365	-384	-496	-613	%总资产	35.8%	38.4%	33.1%	56.0%	53.7%	47.7%
%销售收入	19.5%	14.0%	12.9%	12.5%	12.5%	12.5%	无形资产	57	83	191	300	405	506
管理费用	-71	-87	-173	-261	-301	-324	非流动资产	354	492	1,200	1,849	2,069	2,200
%销售收入	4.5%	4.8%	6.2%	8.5%	7.6%	6.6%	%总资产	44.5%	50.5%	47.4%	71.2%	70.8%	65.5%
研发费用	-42	-53	-82	-117	-139	-167	资产总计	795	975	2,533	2,595	2,924	3,359
%销售收入	2.6%	2.9%	2.9%	3.8%	3.5%	3.4%	短期借款	31	0	15	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	221	287	345	214	372	538	应付款项	149	178	271	285	359	441
%销售收入	13.9%	15.9%	12.2%	6.9%	9.4%	11.0%	其他流动负债	101	132	197	159	213	272
财务费用	-2	0	3	8	3	5	流动负债	281	310	483	443	573	712
%销售收入	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	29	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	15	13	65	43	32	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	325	323	547	486	605	737
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	471	652	1,986	2,109	2,319	2,622
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	127	127	169	169	169	169
营业利润	226	290	356	221	375	544	未分配利润	225	396	575	698	908	1,212
营业利润率	14.3%	16.0%	12.6%	7.2%	9.5%	11.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	0	-3	-1	-1	-1	负债股东权益合计	795	975	2,533	2,595	2,924	3,359
税前利润	226	290	353	220	374	543	比率分析						
利润率	14.2%	16.0%	12.5%	7.2%	9.4%	11.1%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-44	-58	-70	-44	-75	-109	每股指标						
所得税率	19.6%	20.0%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	1.428	1.828	1.672	1.040	1.769	2.564
净利润	181	232	283	176	300	434	每股净资产	3.706	5.134	11.725	12.453	13.692	15.486
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.055	2.211	1.645	1.975	2.816	3.740
归属于母公司的净利润	181	232	283	176	300	434	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.312	0.531	0.769
净利率	11.5%	12.8%	10.0%	5.7%	7.6%	8.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	38.54%	35.60%	14.26%	8.35%	12.92%	16.55%
净利润	181	232	283	176	300	434	总资产收益率	22.81%	23.81%	11.18%	6.78%	10.25%	12.92%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	33.42%	35.26%	13.83%	8.10%	12.85%	16.42%
非现金支出	31	40	74	100	150	189	增长率						
非经营收益	2	-1	-9	18	3	3	主营业务收入增长率	20.58%	14.27%	55.66%	9.19%	28.92%	23.74%
营运资金变动	46	9	-70	40	24	7	EBIT增长率	219.50%	30.23%	20.08%	-38.12%	74.42%	44.52%
经营活动现金净流	261	281	279	334	477	633	净利润增长率	246.78%	27.95%	21.98%	-37.81%	70.14%	44.93%
资本开支	-104	-156	-714	-763	-371	-321	总资产增长率	28.63%	22.56%	159.85%	2.46%	12.66%	14.91%
投资	0	0	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	-20	-2	2	0	0	0	应收账款周转天数	16.3	19.5	20.3	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-124	-157	-712	-763	-371	-321	存货周转天数	46.8	42.0	42.0	45.0	42.0	42.0
股权募资	0	0	1,105	0	0	0	应付账款周转天数	47.0	42.4	37.4	40.0	40.0	40.0
债权募资	-4	-60	0	-23	0	0	固定资产周转天数	61.3	58.6	68.0	111.5	106.6	96.0
其他	-35	-58	-104	-56	-92	-132	偿债能力						
筹资活动现金净流	-39	-118	1,000	-79	-92	-132	净负债/股东权益	-28.30%	-31.32%	-38.74%	-12.43%	-11.42%	-16.67%
现金净流量	97	6	567	-507	14	180	EBIT利息保障倍数	96.7	-4,529.9	-103.2	-28.2	-121.9	-98.0
							资产负债率	40.81%	33.11%	21.60%	18.74%	20.70%	21.94%

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	0	3	16	34	68
增持	0	0	5	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.24	1.23	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
4	2021-10-30	买入	144.55	N/A
5	2022-04-24	买入	84.60	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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