

市场价格 (人民币): 78.33 元

毛利率环比改善, 完善内功静待花开

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)	132.64
年内股价最高最低(元)	149.79/64.62
沪深 300 指数	3631
创业板指	2337



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,810	2,817	3,043	3,949	4,887
营业收入增长率	14.27%	55.66%	8.02%	29.79%	23.75%
归母净利润(百万元)	232	283	159	308	452
归母净利润增长率	27.95%	21.98%	-43.98%	94.48%	46.56%
摊薄每股收益(元)	1.828	1.672	0.937	1.821	2.670
每股经营性现金流净额	2.25	1.72	1.89	2.88	3.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.60%	14.26%	7.56%	13.34%	17.20%
P/E	N/A	79.00	83.63	43.00	29.34
P/B	N/A	11.26	6.33	5.74	5.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月28日公司发布公告, 22Q1-3 实现营收 20.51 亿元, 同比+4.58%; 归母净利润 1.00 亿元, 同比-49.14%; 扣非归母净利 0.94 亿元, 同比-50.97%; 剔除股权激励费用的扣非归母净利 1.54 亿元, 同比-22.82%。
- 22Q3 实现营收 7.28 亿元, 同比+2.51%; 归母净利润 3008 万元, 同比-50.53%; 扣非归母净利润 2764 万元, 同比-55.35%; 剔除股权激励费用的扣非归母净利 5104 万元, 同比-26.77%

经营分析

- Q1-3 冷冻烘焙/烘焙原材料分别同比+7.33%/0.5%, 单 Q3 分别同比+4.5%/-0.85%。冷冻烘焙在烘焙行业下滑的背景下仍实现正增长, 公司的渠道结构更加多元, 预计 Q3 商超渠道有所下滑, 去年基数较高; 流通饼店渠道实现 11-12% 的增长, 相比 Q2 有一定修复; 新发力的餐饮渠道增长 50% 以上。
- 毛利率环比改善明显, Q3 实现毛利率 32.1%, 同比-1.5pct, 环比+2.7pct, 主要系产能利用率提升和成本下行。通过对部分大单品进行促销, 预计 Q3 的产能利用率有所提升; 油脂价格出现明显回落, 公司 9 月开始享受价格回落的红利。费用上, 研发费率有所加大 (22Q1-3/Q3 同比+0.9/1.5pct), 公司增加研发投入和人员; 22Q1-3 计提股权激励费用 5841 万元, 去年同期为 778 万元, 22Q1-3/Q3 管理费率同比+3.3/2.7pct。剔除股权激励影响, Q3 实现扣非归母净利率 7.0pct, 同比-2.8pct, 环比+0.02pct。
- 烘焙行业整体出现下滑, 公司仍能实现逆势增长主要来自获客的增加, 反映出扎实的综合实力, 新兴的餐饮渠道加快发力, 有望打开新增量; 利润端成本下行趋势也开始体现, 旺季叠加促销政策预计 Q4 产能利用率将进一步提升。此外在经营底部公司加强内功修炼, 全国范围内的渠道融合预计在年底或明年初开始实行; 研发端推行项目制, 加快新品研发速度; 我们认为在经营底部完成内部调整后, 修复阶段有望释放更大势能。

投资建议

- 我们预计公司 22-24 年 EPS 为 0.94/1.82/2.67 元, 对应 PE 为 84/43/29X, 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

- 《不畏短期黑暗, 磨砺内功、坚守价值-立高中报点评》, 2022.8.29
- 《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...》, 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
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 分析师 SAC 执业编号: S1130522100002
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	3,043	3,949	4,887	货币资金	193	204	784	251	263	450	
增长率	14.3%	55.7%	8.0%	29.8%	23.8%		应收账款	105	119	209	175	227	281	
主营业务成本	-930	-1,117	-1,834	-2,053	-2,618	-3,217	存货	117	141	282	248	295	363	
%销售收入	58.7%	61.7%	65.1%	67.5%	66.3%	65.8%	其他流动资产	26	18	58	51	59	68	
毛利	654	693	983	990	1,331	1,670	流动资产	441	482	1,333	725	845	1,162	
%销售收入	41.3%	38.3%	34.9%	32.5%	33.7%	34.2%	%总资产	55.5%	49.5%	52.6%	28.2%	29.0%	34.6%	
营业税金及附加	-12	-13	-18	-21	-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	-371	-482	-586	%总资产	35.8%	38.4%	33.1%	56.5%	53.9%	47.7%	
%销售收入	19.5%	14.0%	12.9%	12.2%	12.2%	12.0%	无形资产	57	83	191	300	405	506	
管理费用	-71	-87	-173	-259	-300	-323	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%	71.8%	71.0%	65.4%	
研发费用	-42	-53	-82	-143	-138	-166	资产总计	795	975	2,533	2,573	2,913	3,362	
%销售收入	2.6%	2.9%	2.9%	4.7%	3.5%	3.4%	短期借款	31	0	15	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	221	287	345	196	384	561	应付款项	149	178	271	281	358	438	
%销售收入	13.9%	15.9%	12.2%	6.4%	9.7%	11.5%	其他流动负债	101	132	197	155	214	273	
财务费用	-2	0	3	7	3	6	流动负债	281	310	483	437	571	711	
%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	-3	-4	-13	-5	-1	-1	其他长期负债	15	13	65	40	29	22	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	325	323	547	477	601	733	
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	471	652	1,986	2,097	2,313	2,629	
%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	198	386	565	未分配利润	225	396	575	686	902	1,218	
营业利润率	14.3%	16.0%	12.6%	6.5%	9.8%	11.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-1	0	-3	0	0	0	负债股东权益合计	795	975	2,533	2,573	2,913	3,362	
税前利润	226	290	353	198	386	565	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	14.2%	16.0%	12.5%	6.5%	9.8%	11.6%	每股指标							
所得税	-44	-58	-70	-40	-77	-113	每股收益	1.428	1.828	1.672	0.937	1.821	2.670	
所得税率	19.6%	20.0%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%	每股净资产	3.706	5.134	11.725	12.381	13.656	15.525	
净利润	181	232	283	159	308	452	每股经营现金净流	2.077	2.245	1.721	1.888	2.882	3.853	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.281	0.546	0.801	
归属于母公司的净利润	181	232	283	159	308	452	回报率							
净利率	11.5%	12.8%	10.0%	5.2%	7.8%	9.2%	净资产收益率	38.54%	35.60%	14.26%	7.56%	13.34%	17.20%	
							总资产收益率	22.81%	23.81%	11.18%	6.16%	10.59%	13.45%	
							投入资本收益率	33.42%	35.26%	13.83%	7.47%	13.27%	17.07%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	20.58%	14.27%	55.66%	8.02%	29.79%	23.75%	
							EBIT增长率	219.50%	30.23%	20.08%	-43.23%	95.86%	46.21%	
							净利润增长率	246.78%	27.95%	21.98%	-43.98%	94.48%	46.56%	
							总资产增长率	28.63%	22.56%	159.85%	1.59%	13.22%	15.41%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	16.3	19.5	20.3	20.0	20.0	20.0	
							存货周转天数	46.8	42.0	42.0	45.0	42.0	42.0	
							应付账款周转天数	47.0	42.4	37.4	40.0	40.0	40.0	
							固定资产周转天数	61.3	58.6	68.0	112.7	107.0	96.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-28.30%	-31.32%	-38.74%	-11.96%	-11.36%	-17.11%	
							EBIT利息保障倍数	96.7	-4,529.9	-103.2	-26.3	-131.6	-100.1	
							资产负债率	40.81%	33.11%	21.60%	18.52%	20.62%	21.80%	

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	6	40	43	83
增持	0	1	12	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.14	1.23	1.22	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
6	2022-08-29	买入	80.38	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