

固收点评 20230306

立高转债：冷冻烘焙行业龙头企业

2023年03月06日

事件

- **立高转债(123179.SZ)于2023年3月7日开始网上申购**：总发行规模为9.50亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于立高食品总部基地建设项目（第一期）及补充流动资金。
- **当前债底估值为81.93元，YTM为3.18%**。立高转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为AA-/AA-，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.40%、0.80%、1.50%、2.30%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.72%（2023-03-03）计算，纯债价值为81.93元，纯债对应的YTM为3.18%，债底保护一般。
- **当前转换平价为100.6元，平价溢价率为-0.59%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2023年09月13日至2029年03月06日。初始转股价97.02元/股，正股立高食品3月3日的收盘价为97.60元，对应的转换平价为100.60元，平价溢价率为-0.59%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为5.47%**。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价97.02元计算，转债发行9.50亿元对总股本稀释率为5.47%，对流通盘的稀释率为12.11%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计立高转债上市首日价格在116.12~129.52元之间，我们预计中签率为0.0028%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到立高转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在22%左右，对应的上市价格在116.12~129.52元之间。我们预计网上中签率为0.0028%，建议积极申购。
- **公司为冷冻烘焙行业的龙头企业，产品种类丰富多样，产能遍布全国**。立高食品股份有限公司是全国冷冻烘焙行业的龙头企业，主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售。公司已先后投资建立了五大生产基地八大生产厂区。
- **2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为31.02%**。公司2021年实现营业收入28.17亿元，同比增加55.66%，实现归母净利润2.83亿元，同比增加21.98%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“反N型”波动，2017-2021年复合增速为31.02%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021年复合增速为59.27%。
- **公司的主要营收构成稳定，冷冻烘焙食品及奶油贡献主要营收**。2019-2021年公司冷冻烘焙食品占营业收入的比例分别为46.66%、52.88%和61.05%；奶油占营业收入的比例分别为24.01%、20.49%和16.72%；水果制品占营业收入的比例分别为12.13%、9.34%和7.76%；酱料占营业收入的比例分别为6.85%、7.63%和6.53%。
- **公司销售净利率波动上升，销售和财务费用率下降**。2017-2021年，公司销售净利率分别为4.60%、3.98%、11.45%、12.83%和10.05%，销售毛利率分别为35.14%、37.58%、41.27%、38.27%和34.90%。
- **风险提示**：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《周观：“权威部门话开局”发布会中的政策信息（2023年第9期）》

2023-03-05

《绿色债券周度数据跟踪（20230227-20230303）》

2023-03-04

内容目录

1. 转债基本信息	4
2. 投资申购建议	5
3. 正股基本面分析	7
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2019-2021 年营业收入构成	8
图 4:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	8
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2013-2020 年我国烘焙食品零售额及同比增速 (亿元)	9
图 9:	2020 年各国家及地区人均烘焙食品人均消费量 (千克/人)	9
图 10:	2019-2021 年各销售模式收入 (亿元)	10
表 1:	立高转债发行认购时间表	4
表 2:	立高转债基本条款	4
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测立高转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 立高转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-03-03	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-03-06	网上路演; 原股东优先配售股权登记日;
T	2023-03-07	发行首日; 刊登《发行提示性公告》; 原股东优先配售认购日(缴付足额资金); 网上申购日(无需缴付申购资金);
T+1	2023-03-08	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-03-09	刊登《中签号码公告》; 网上中签缴款日
T+3	2023-03-10	保荐机构(主承销商)根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2023-03-13	《刊登发行结果公告》; 向发行人划付募集资金

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表2: 立高转债基本条款

转债名称	立高转债	正股名称	立高食品
转债代码	123179.SZ	正股代码	300973.SZ
发行规模	9.50 亿元	正股行业	食品饮料-休闲食品-烘焙食品
存续期	2023 年 03 月 07 日至 2029 年 03 月 06 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	97.02 元	转股期	2023 年 09 月 13 日至 2029 年 03 月 06 日
票面利率	0.30%,0.40%,0.80%,1.50%,2.30%,3.00%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 115% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
立高食品总部基地建设项目 (第一期)	93,045.27	71,000.00
补充流动资金	24,000.00	24,000.00
合计	117,045.27	95,000.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	81.93 元	转换平价 (以 2023/03/03 收盘价)	100.60 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	22.05%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-0.59%
纯债到期收益率 YTM	3.18%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 81.93 元, YTM 为 3.18%。立高转债存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.30%、0.40%、0.80%、1.50%、2.30%、3.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 6.72% (2023-03-03) 计算, 纯债价值为 81.93 元, 纯债对应的 YTM 为 3.18%, 债底保护一般。

当前转换平价为 100.6 元, 平价溢价率为 -0.59%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2023 年 09 月 13 日至 2029 年 03 月 06 日。初始转股价 97.02 元/股, 正股立高食品 3 月 3 日的收盘价为 97.60 元, 对应的转换平价为 100.60 元, 平价溢价率为 -0.59%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

总股本稀释率为 5.47%。按初始转股价 97.02 元计算, 转债发行 9.50 亿元对总股本稀释率为 5.47%, 对流通盘的稀释率为 12.11%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计立高转债上市首日价格在 116.12~129.52 元之间。按立高食品 2023 年 3 月 3 日收盘价测算, 当前转换平价为 100.60 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的苏利转债 (转换平价 110.96 元, 评级 AA-, 发行规模 9.5721 亿元)、甬金转债 (转换平价 123.05 元, 评级 AA-, 发行规模 10.1 亿元)、天奈转债 (转换平价 81.21 元, 评级 AA-, 发行规模 8.3 亿元), 3 月 3 日转股溢价率分别为 16.73%、15.08%、57.81%。

2) 参考近期上市的恒锋转债(上市日转换平价 109.10 元)、睿创转债(上市日转换平价 119.86 元)、声迅转债(上市日转换平价 109.07 元), 上市当日转股溢价率分别为 44.18%、20.71%、44.22%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归, 构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型, 解释变量为: 行业转股溢价率(x_1)、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日到期收益率(x_2)、前十大股东持股比例(x_3)和上市前一日中证转债成交额取对数(x_4), 被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为: $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 食品饮料行业的转股溢价率为 20.74%, 中债企业债到期收益为 6.72%, 2022 年三季报显示立高食品前十大股东持股比例为 64.76%, 2023 年 3 月 3 日中证转债成交额为 60,089,501,719 元, 取对数得 24.82。因此, 可以计算出立高转债上市首日转股溢价率为 22.01%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到立高转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 22%左右, 对应的上市价格在 116.12~129.52 元之间。

表5: 相对价值法预测立高转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		17.00%	19.00%	22.00%	25.00%	27.00%
-5%	92.72	111.81	113.73	116.59	119.46	121.37
-3%	94.67	114.17	116.12	119.05	121.97	123.93
2023/03/03 收盘价	97.60	117.70	119.71	122.73	125.75	127.76
3%	100.53	121.23	123.30	126.41	129.52	131.59
5%	102.48	123.58	125.70	128.87	132.03	134.15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 69.43%。立高食品的前十大股东合计持股比例为 64.76% (2022/09/30), 股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售, 其他股东中有 50%参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 69.43%。

我们预计中签率为 0.0028%。立高转债发行总额为 9.50 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 69.43%, 剩余网上投资者可申购金额为 2.90 亿元。立高转债仅设置网上发行, 近期发行的测绘转债(评级 A+, 规模 4.07 亿元)网上申购数约 1032.12 万户, 精测转 2(评级 AA-, 规模 12.76 亿元) 1031.79 万户, 爱玛转债(评级 AA, 规模 20 亿元) 1010.16 万户。我们预计立高转债网上有效申购户数为 1024.69 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0028%。

3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

公司为冷冻烘焙行业的龙头企业，产品种类丰富多样，产能遍布全国。立高食品股份有限公司是全国冷冻烘焙行业的龙头企业，主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售。产品主要包括麻薯、蛋挞皮、甜甜圈、冷冻蛋糕等冷冻烘焙半成品及成品，以及奶油、水果制品、酱料等烘焙用原料，此外还生产部分休闲食品。公司产品类型丰富，规格多样，产品品规总量超 900 种，充分满足下游不同类型客户的多产品、多规格的一站式采购消费需求。公司产能遍布全国，已在华南的佛山三水、广州增城和南沙，华东的浙江长兴，华北的河南卫辉等地先后投资建立了五大生产基地八大生产厂区，有效满足客户对烘焙产品及时性的要求。

2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 31.02%。公司 2021 年实现营业收入 28.17 亿元，同比增加 55.66%，实现归母净利润 2.83 亿元，同比增加 21.98%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“反 N 型”波动，2017-2021 年复合增速为 31.02%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 59.27%。在下游客户对烘焙食品需求快速增长的行业背景下，公司引入自动化生产线实现大规模生产，持续推出麻薯、瑞士卷等新产品，并对沃尔玛、盒马鲜生等大客户重点开发推广，公司营业收入持续增长。

图1：2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

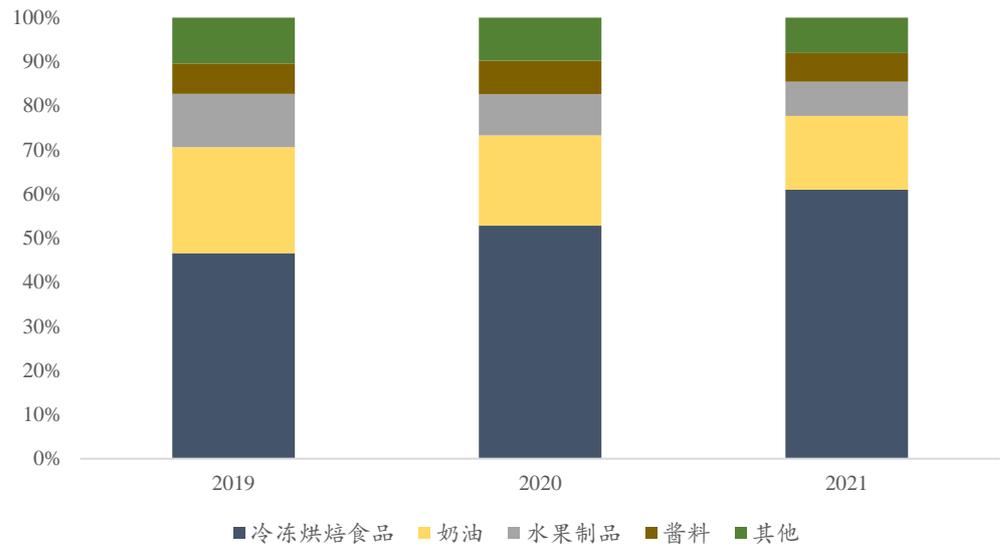
图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司的主要营收构成稳定，冷冻烘焙食品及奶油贡献主要营收。2019-2021 年公司冷冻烘焙食品占营业收入的比例分别为 46.66%、52.88%和 61.05%，公司冷冻烘焙食品销售情况良好，来自冷冻烘焙食品的收入快速增长，主要系司冷冻烘焙食品市场需求不断增长以及公司推出新品、开拓客户合作。2019-2021 年奶油占营业收入的比例分别为 24.01%、20.49%和 16.72%；水果制品占营业收入的比例分别为 12.13%、9.34%和 7.76%；酱料占营业收入的比例分别为 6.85%、7.63%和 6.53%。公司其他产品主要包括蛋挞液、休闲食品、烘焙巧克力、起司馅等，种类繁多，占营业收入比重较低。

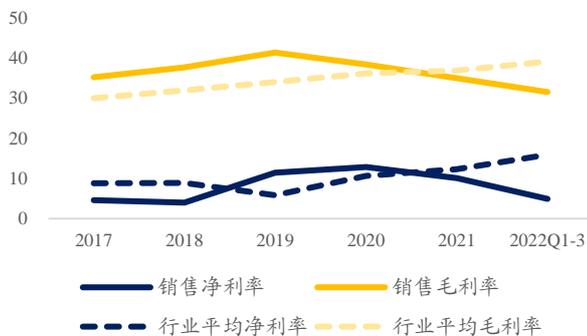
图3: 2019-2021 年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

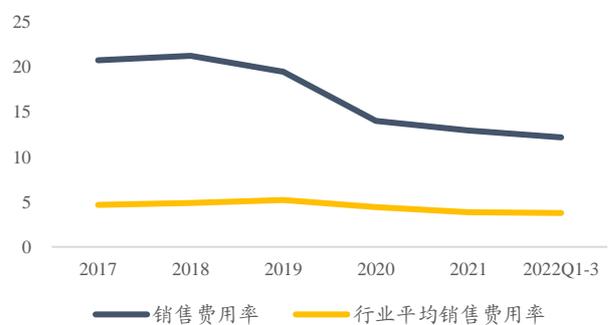
公司销售净利率波动上升, 销售和财务费用率下降。2017-2021 年, 公司销售净利率分别为 4.60%、3.98%、11.45%、12.83%和 10.05%, 销售毛利率分别为 35.14%、37.58%、41.27%、38.27%和 34.90%。公司费用管控的能力不断增强, 销售费用率和管理费用下降趋势明显, 净利率整体上呈现出上升的态势。2020 年, 由于公司实施新收入准则, 将与销售合同直接相关的运输费计入营业成本, 销售费用率大幅降低。2022 年, 公司优化调整物流模式, 运输成本下降导致销售费用率有所降低。2021 年, 公司管理费用率增加的主要原因系公司新成立的子公司管理人员的职工薪酬的新增及股票期权激励计划的实施。

图4: 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



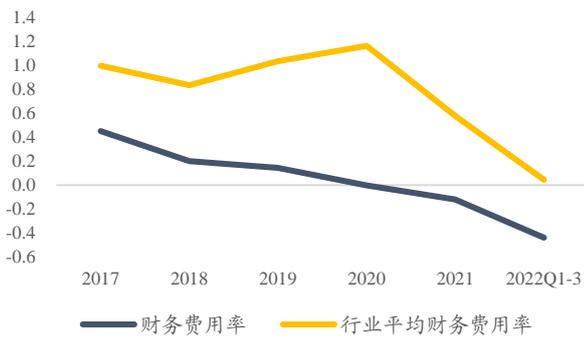
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)



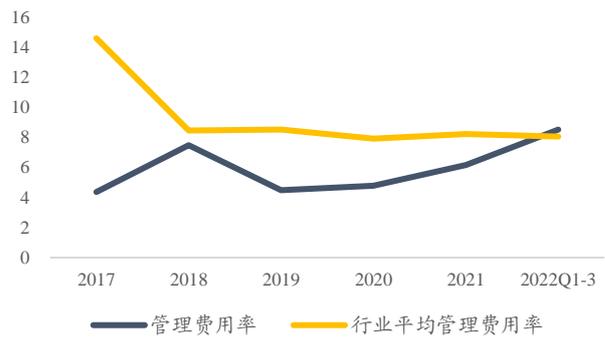
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6：2017-2022Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2022Q1-3 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营业务收入较大的公司的影响，弱化主营业务收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点

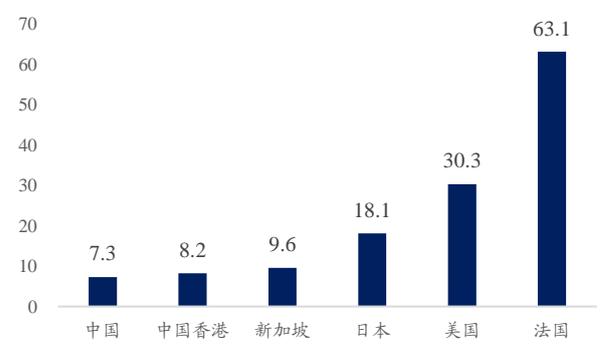
冷冻烘焙赛道高成长性，渗透率提升空间大。现代烘焙业在我国内地起步较晚，2000 年后才步入快速增长时期，我国烘焙食品零售额由 2013 年的 1,223.82 亿元增长至 2020 年的 2,358.19 亿元，年复合增长率达到 9.82%。虽然近年来我国烘焙食品行业增长迅速，但人均消费水平与发达国家和地区还有较大差距，随着年轻一代不断追求丰富、方便、快捷的生活方式，烘焙食品，未来存在较大的提升空间。冷冻烘焙食品相对于现做现烤产品及预包装产品具有规模化生产、产品新鲜美观、口感和稳定性好、更安全、冷冻条件下保质期长、烘焙店运营成本低等特点，是对传统烘焙食品生产和经营模式的优化和提升，具有较大的发展动力。目前公司在冷备烘焙食品行业高度分散的竞争格局中处于领先地位，有较大的成长潜力。

图8：2013-2020 年我国烘焙食品零售额及同比增速（亿元）



数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

图9：2020 年各国家及地区人均烘焙食品人均消费量（千克/人）



数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

营销网络广泛，销售渠道多样。公司营销网络广泛而深入，截至 2021 年底，公司销售人员超过 1000 人，营销网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区，合作的客户超过 2,700 家，服务的终端客户超过 5 万家。同时，为适应烘焙市场向中小城市渗透的变化趋势，公司营销网络也不断下沉。公司依托产品的丰富和经过多年的发展，建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道，丰富了公司产品市场空间，实现渠道与产品对盈利的双轮驱动。

图10：2019-2021 年各销售模式收入（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

