

立高食品 (300973.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

内外部改善叠加，期待 23 年高成长

业绩简评

4月27日，公司公告，22年营收29.11亿元，同比+3.32%；归母净利1.44亿元，同比-49.22%，扣非净利1.43亿元，同比-46.78%。22Q4营收8.59亿元，同比+0.43%，归母净利0.43亿元，同比-49.38%，扣非净利0.49亿元，同比-36.33%。

23Q1营收7.94亿元，同比+26.19%；归母净利0.50亿元，同比+24.60%，扣非净利0.48亿元，同比+23.42%。

经营分析

疫情扰动+内部变革，22年平稳收官。1)分产品，冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料/其他营收17.8/5.1/2.0/2.0/2.1亿元，同比+4%/+9%/-6%/+7%/-8%。2)分渠道，传统烘焙/商超/狭义餐饮渠道营收19.3/6.9/2.3亿元，同比+3%/-5%/+47%。

22年净利率同比-5.1pct至4.9%，其中：1)毛利率同比-3.1pct，吨成本+9%（60%来自直接材料上涨、40%来自新产能投产+疫情使制造费用增加）；2)剔除激励费用的管理费率同比+0.8pct，主要系增加外部咨询服务+相关职能人员扩充；3)销售费率同比-1.0pct，系部分市场费用无法投放+销售人员阶梯提成减少。

Q1收入重拾升势，费率显著改善。

23Q1冷冻烘焙/烘焙原材料同比+50%/-15%，烘焙原料下降系年底抓住市场及成本窗口期，为抢占经销商渠道资源，对部分大单品折扣促销，并加快高价原料耗用所致。Q1流通饼房/商超/餐饮、茶饮及新零售渠道收入分别下降中个位数/接近翻倍增长/增长25%，流通下降系春节错峰（1/2/3月收入完成率40%/近80%/近90%），商超高增系山姆多款新品上市+老品升级调价（Q1麻薯增速超50%）。23Q1净利率同比-0.1pct，1)毛利率同比-1.1pct，均原材料成本同比持平向好，均制造费用因产能利用率提升略降，人工成本因薪酬调整、提前储备上涨。2)销售费率同比-1pct，虽举办首届经销商大会、参加“良之隆”食材节，但团队融合后人员费效提升。3)剔除激励费用后，管理费率同比-0.5pct，系规模效应。4)计提资产减值606万元，因为新产线爬坡阶段，分摊的制造费用偏高，导致财务核算的成本高于预计可售价格。5)所得税率同比+3pct，系河南工厂产能利用率提升，实际缴纳税金增加。

下游需求复苏，内部改革红利释放，期待后续重回高增。1/2/3月收入同比-18%/+80%/+40%多，4月日均订单环比略少。依乐斯月均销量已达到最大奶油单品的30-40%，稀奶油360PRO五一上市，山姆2款产品试样通过、进入产能准备阶段。

盈利预测、估值与评级

预计23-25年收入增速38%/26%/24%，利润增速118%/43%/40%，对应EPS为1.85/2.64/3.70元，当前股价对应PE为52/36/26X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；原材料上涨过快，下游餐饮需求恢复不及预期。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：96.50 元

相关报告：

- 《毛利率环比改善，完善内功静待花开-立高三季报点评》，2022.10.28
- 《不畏短期黑暗，磨砺内功、坚守价值-立高中报点评》，2022.8.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,817	2,911	4,028	5,092	6,329
营业收入增长率	55.66%	3.32%	38.4%	26.4%	24.3%
归母净利润(百万元)	283	144	313	448	626
归母净利润增长率	21.98%	-49.22%	117.87%	43.05%	39.78%
摊薄每股收益(元)	1.672	0.849	1.850	2.646	3.699
每股经营性现金流净额	1.72	2.02	2.93	3.94	5.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.26%	6.78%	13.39%	16.89%	20.26%
P/E	79.00	113.29	52.17	36.47	26.09
P/B	11.26	7.68	6.99	6.16	5.29

来源：公司年报、国金证券研究所

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)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	1,810	2,817	2,911	4,028	5,092	6,329	货币资金	204	784	532	143	178	416	
增长率		55.7%	3.3%	38.4%	26.4%	24.3%	应收款项	119	209	276	232	293	364	
主营业务成本	-1,117	-1,834	-1,986	-2,669	-3,348	-4,123	存货	141	282	312	322	378	465	
%销售收入	61.7%	65.1%	68.2%	66.3%	65.8%	65.2%	其他流动资产	18	58	79	73	87	102	
毛利	693	983	925	1,360	1,744	2,206	流动资产	482	1,333	1,199	771	936	1,348	
%销售收入	38.3%	34.9%	31.8%	33.8%	34.3%	34.9%	%总资产	49.5%	52.6%	42.0%	24.3%	26.6%	33.4%	
营业税金及附加	-13	-18	-25	-35	-43	-53	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	固定资产	374	838	1,180	1,765	1,854	1,856	
销售费用	-253	-365	-347	-459	-570	-696	%总资产	38.4%	33.1%	41.3%	55.7%	52.6%	46.0%	
%销售收入	14.0%	12.9%	11.9%	11.4%	11.2%	11.0%	无形资产	83	191	327	433	535	634	
管理费用	-87	-173	-248	-328	-397	-478	非流动资产	492	1,200	1,656	2,397	2,585	2,685	
%销售收入	4.8%	6.2%	8.5%	8.2%	7.8%	7.6%	%总资产	50.5%	47.4%	58.0%	75.7%	73.4%	66.6%	
研发费用	-53	-82	-122	-137	-168	-203	资产总计	975	2,533	2,855	3,167	3,521	4,033	
%销售收入	2.9%	2.9%	4.2%	3.4%	3.3%	3.2%	短期借款	0	15	99	208	101	0	
息税前利润 (EBIT)	287	345	182	400	565	777	应付款项	178	271	407	364	457	562	
%销售收入	15.9%	12.2%	6.3%	9.9%	11.1%	12.3%	其他流动负债	132	197	169	215	278	354	
财务费用	0	3	8	-5	-9	1	流动负债	310	483	675	788	836	916	
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-4	-13	-28	-7	-1	-2	其他长期负债	13	65	52	32	24	18	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	323	547	727	820	860	934	
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	652	1,986	2,120	2,339	2,653	3,092	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	127	169	169	169	169	169	
营业利润	290	356	178	388	555	776	未分配利润	396	575	610	829	1,142	1,581	
营业利润率	16.0%	12.6%	6.1%	9.6%	10.9%	12.3%	少数股东权益	0	0	8	8	8	8	
营业外收支	0	-3	-2	0	0	0	负债股东权益合计	975	2,533	2,855	3,167	3,521	4,033	
税前利润	290	353	176	388	555	776	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	16.0%	12.5%	6.0%	9.6%	10.9%	12.3%	每股指标							
所得税	-58	-70	-32	-75	-107	-150	每股收益	1.828	1.672	0.849	1.850	2.646	3.699	
所得税率	20.0%	19.8%	18.3%	19.3%	19.3%	19.3%	每股净资产	5.134	11.725	12.520	13.815	15.667	18.256	
净利润	232	283	144	313	448	626	每股经营现金净流	2.245	1.721	2.024	2.926	3.942	5.072	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.555	0.794	1.110	
归属于母公司的净利润	232	283	144	313	448	626	回报率							
净利率	12.8%	10.0%	4.9%	7.8%	8.8%	9.9%	净资产收益率	35.60%	14.26%	6.78%	13.39%	16.89%	20.26%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	23.81%	11.18%	5.04%	9.89%	12.73%	15.53%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	35.26%	13.83%	6.69%	12.63%	16.51%	20.22%	
净利润	232	283	144	313	448	626	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	14.27%	55.66%	3.32%	38.40%	26.40%	24.30%	
非现金支出	45	87	136	139	183	223	EBIT 增长率	30.23%	20.08%	-47.11%	119.21%	41.29%	37.40%	
非经营收益	-1	-9	-13	11	12	5	净利润增长率	27.95%	21.98%	-49.22%	117.87%	43.05%	39.78%	
营运资金变动	9	-70	76	32	24	5	总资产增长率	22.56%	159.85%	12.71%	10.95%	11.16%	14.54%	
经营活动现金净流	285	291	343	495	668	859	资产管理能力							
资本开支	-156	-714	-578	-868	-370	-320	应收账款周转天数	19.5	20.3	29.2	20.0	20.0	20.0	
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	42.0	42.0	54.6	45.0	42.0	42.0	
其他	-2	2	0	0	0	0	应付账款周转天数	42.4	37.4	53.8	40.0	40.0	40.0	
投资活动现金净流	-157	-712	-579	-868	-370	-320	固定资产周转天数	58.6	68.0	99.6	106.8	98.0	84.8	
股权募资	0	1,105	8	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-60	0	85	101	-107	-101	净负债/股东权益	-31.32%	-38.74%	-20.36%	2.79%	-2.88%	-13.43%	
其他	-58	-104	-111	-106	-147	-193	EBIT 利息保障倍数	-4,529.9	-103.2	-22.4	75.7	64.2	-566.5	
筹资活动现金净流	-118	1,000	-18	-5	-253	-294	资产负债率	33.11%	21.60%	25.46%	25.90%	24.43%	23.15%	
现金净流量	10	580	-254	-377	44	245								

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

来源：聚源数据

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
7	2022-10-28	买入	78.33	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。

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



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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402