

立高食品(300973)

报告日期: 2023年05月03日

23Q1 业绩回暖, 渠道融合效果初显现

——立高食品 22 年&23Q1 业绩点评报告

投资要点

□ 23Q1 公司业绩有所回暖, 当前公司渠道融合和改革效果已经初见成效, 产品端冷冻烘焙和奶油新品持续推进, 销售良好; 渠道融合后销售效率进一步提升; 伴随后续成本的持续下降, 以及公司渠道融合后人数的进一步提升, 公司盈利能力有望持续恢复。

□ 23Q1 业绩回暖, 收入符合市场此前预期

2022 年实现营收 29.11 亿元 (+3.32%); 实现归母净利润 1.44 亿元 (-49.22%), 剔除股权激励费用公司归母净利润同比下降 28.37%; 23Q1 实现营收 7.94 亿元 (+26.19%), 实现归母净利润 0.50 亿元 (+24.60%)。

分产品来看, 2022 年冷冻烘焙增速稳定, 实现 3.8% 的增长, 烘焙原料增长 2%。23Q1 冷冻烘焙食品收入占比约 75%, 同比增长约 50%; 烘焙食品原料收入占比约 25%, 同比下降约 15%, 下降的主要原因为 2022 年底公司抓住市场及成本窗口期、为抢占经销商渠道资源、对代表性原料大单品进行折扣促销、并加快高价原料耗用所致。

分渠道来看, 22 年传统烘焙渠道占比 66%, 同比增长 3%; 商超渠道占比 24%, 同比下降 5%; 餐饮渠道同比增长 47%。23Q1 来看: 流通渠道收入 46%, 同比下降中个位数, 主要系 22Q4 促销渠道囤货所致; 商超渠道收入占比 41%, 得益于商超新品的美好表现和主力老品的品质升级和价格调整, 商超渠道同比翻倍增长; 茶饮+新零售+工业客户合计收入占比 13%, 同比增长 25%, 狭义餐饮渠道同比增长预计超过 25%。

□ 毛利率 23Q1 略有下滑, 净利率保持平稳

毛利率来看, 22 年由于成本上涨使得毛利率下滑 3.14pct, 为 31.77%, 从吨成本来看同比增长 10%, 其中 60% 的上涨来自于原材料的上涨, 40% 的上涨来自于新产能投产和疫情影响导致的人工制造费用上升。23Q1 毛利率下降 1.1pct 主要是由于 1) 产品结构原因, 高毛利率的奶油产品占比下滑; 2) 新产线投产及提前对工人进行培训等费用投入所致。

费用率来看, 22 年实现销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.92% (-1.03pct) /8.51% (+2.35pct) /4.20% (+1.28pct) /-0.28% (-3.20pct); 23Q1 分别为 11.89% (-1.10pct)、7.30% (-1.57pct)、3.68% (+0.21pct), 0.22% (+0.36pct)。22 年销售费用率下滑主要系疫情期间减少销售费用投放; 管理费用率剔除股份支付费用略有增长主要是改革阶段的相关职能人员有所扩充; 23Q1 得益于公司渠道融合后人员, 差旅等费用的使用效率上升, 销售费用率有所下降; 23Q1 管理费用 22 年有所上升主要是股份支付费用所致, 剔除该影响预计同比下降 0.5pct; 另外公司 23Q1 资产减值计提 606 万元, 主要系新产线爬坡阶段分摊的制造费用较高, 导致产品在会计层面实际核算的成本比可售价格高。

净利率来看, 22 年实现净利率 4.93% (-5.12pct), 23Q1 为 6.26% (-0.10pct)

□ 看好公司后续发展, 维持“买入”评级

当前公司渠道融合和改革效果已经初见成效, 看好后续发展

1) 产品端: 冷冻烘焙新品如大列巴等产品持续推进, 销售良好; 奶油产品依乐斯和 360pro 陆续上新, 得益于行业对于稀奶油的需求提升, 公司具备高性价比的奶油产品预计将会为公司带来新增量;

2) 渠道端: 渠道融合后销售效率进一步提高, 依托于新品的上新, 流通饼店、商超等渠道保持良好的增长, 餐饮渠道快速推进, 并积极与客户进行沟通定款, 预计仍将保持快速的增长;

投资评级: 买入(维持)

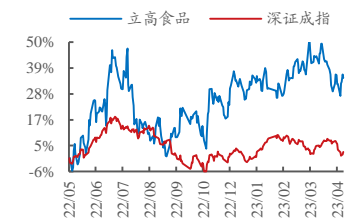
分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师: 杜宛泽
执业证书号: S1230521070001
17621373969
duwanze@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥ 95.46 |
| 总市值(百万元) | 16,165.20 |
| 总股本(百万股) | 169.34 |

股票走势图



相关报告

- 《Q3 经营稳定, 内生经营改革助力经营质量提高 ——立高食品 20Q3 业绩点评报告》 2022.10.28
- 《【浙商餐饮】立高食品: 点评报告: 发行可转债持续扩产, 续航后续成长》 2022.06.12
- 《【浙商餐饮】立高食品: 更新报告: 把握修复三部曲, 重视近期布局机会》 2022.06.01

3) 伴随后续成本的持续下降, 以及公司渠道融合后人效的进一步提升, 公司盈利能力有望持续恢复。

维持“买入”评级。我们调整公司此前盈利预测, 主要系 23 年烘焙行业的终端需求开始逐步恢复, 且立高食品在 22 年进行的渠道融合效果逐步显现, 冷冻烘焙产品持续推进, 进一步提升渗透率, 奶油产品焕发新生, 通过稀奶油补充中高端产品线, 有望实现快速增长; 成本端棕榈油价格持续下行, 公司盈利能力将边际改善, 由此我们略上调公司 23-24 年的盈利预测, 我们预计公司 23-25 年实现营业收入分别为 39.50/50.68/63.21 亿元, 同比增长分别为 35.71%/28.29%/24.73%; 实现归母净利润分别为 3.18/4.47/6.05 亿元, 同比增长分别为 120.89%/40.64%/35.47%。预计 23-25 年 EPS 分别为 1.88/2.64/3.57 元, 对应 PE 分别为 50.90/36.19/26.72 倍。

□ **风险提示: 原材料价格上涨、终端消费疲软、渠道和新品拓展不及预期**

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2910.59 | 3949.95 | 5067.52 | 6320.68 |
| (+/-) (%) | 3.32% | 35.71% | 28.29% | 24.73% |
| 归母净利润 | 143.77 | 317.58 | 446.63 | 605.03 |
| (+/-) (%) | -49.22% | 120.89% | 40.64% | 35.47% |
| 每股收益(元) | 0.85 | 1.88 | 2.64 | 3.57 |
| P/E | 112.44 | 50.90 | 36.19 | 26.72 |

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1199 | 1274 | 1624 | 1899 |
| 现金 | 532 | 507 | 608 | 646 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 265 | 315 | 420 | 526 |
| 其它应收款 | 11 | 14 | 17 | 22 |
| 预付账款 | 23 | 36 | 47 | 53 |
| 存货 | 312 | 374 | 496 | 612 |
| 其他 | 56 | 28 | 37 | 40 |
| 非流动资产 | 1656 | 1947 | 2368 | 2708 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 794 | 1013 | 1272 | 1510 |
| 无形资产 | 287 | 363 | 457 | 555 |
| 在建工程 | 385 | 406 | 438 | 442 |
| 其他 | 190 | 165 | 201 | 201 |
| 资产总计 | 2855 | 3221 | 3992 | 4607 |
| 流动负债 | 675 | 733 | 1048 | 1062 |
| 短期借款 | 85 | 81 | 232 | 50 |
| 应付款项 | 350 | 369 | 486 | 631 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 其他 | 240 | 282 | 329 | 381 |
| 非流动负债 | 52 | 43 | 53 | 50 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 52 | 43 | 53 | 50 |
| 负债合计 | 727 | 776 | 1101 | 1112 |
| 少数股东权益 | 8 | 7 | 7 | 6 |
| 归属母公司股东权益 | 2120 | 2438 | 2884 | 3489 |
| 负债和股东权益 | 2855 | 3221 | 3992 | 4607 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 343 | 370 | 433 | 678 |
| 净利润 | 144 | 317 | 446 | 604 |
| 折旧摊销 | 89 | 72 | 92 | 113 |
| 财务费用 | (8) | (0) | 4 | 2 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 22 | 47 | 34 | 66 |
| 其它 | 96 | (65) | (142) | (107) |
| 投资活动现金流 | (579) | (388) | (482) | (457) |
| 资本支出 | (342) | (301) | (372) | (342) |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (237) | (86) | (110) | (115) |
| 筹资活动现金流 | (18) | (7) | 150 | (183) |
| 短期借款 | 85 | (4) | 150 | (181) |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (103) | (4) | (0) | (2) |
| 现金净增加额 | (254) | (25) | 101 | 38 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2911 | 3950 | 5068 | 6321 |
| 营业成本 | 1986 | 2570 | 3257 | 4036 |
| 营业税金及附加 | 25 | 29 | 38 | 50 |
| 营业费用 | 347 | 512 | 639 | 789 |
| 管理费用 | 248 | 316 | 383 | 442 |
| 研发费用 | 122 | 166 | 213 | 265 |
| 财务费用 | (8) | (0) | 4 | 2 |
| 资产减值损失 | 28 | (20) | 0 | 10 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他经营收益 | 15 | 14 | 17 | 15 |
| 营业利润 | 178 | 392 | 551 | 742 |
| 营业外收支 | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 利润总额 | 176 | 390 | 549 | 740 |
| 所得税 | 32 | 73 | 103 | 136 |
| 净利润 | 144 | 317 | 446 | 604 |
| 少数股东损益 | (0) | (0) | (1) | (1) |
| 归属母公司净利润 | 144 | 318 | 447 | 605 |
| EBITDA | 261 | 459 | 642 | 851 |
| EPS (最新摊薄) | 0.85 | 1.88 | 2.64 | 3.57 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 3.32% | 35.71% | 28.29% | 24.73% |
| 营业利润 | -53.46% | 120.82% | 40.60% | 34.56% |
| 归属母公司净利润 | -49.22% | 120.89% | 40.64% | 35.47% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 31.77% | 34.94% | 35.72% | 36.15% |
| 净利率 | 4.93% | 8.03% | 8.80% | 9.56% |
| ROE | 6.99% | 13.89% | 16.74% | 18.95% |
| ROIC | 6.21% | 12.30% | 14.07% | 16.79% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 25.46% | 24.09% | 27.58% | 24.13% |
| 净负债比率 | 13.56% | 11.71% | 22.17% | 5.60% |
| 流动比率 | 1.78 | 1.74 | 1.55 | 1.79 |
| 速动比率 | 1.31 | 1.23 | 1.08 | 1.21 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.08 | 1.30 | 1.41 | 1.47 |
| 应收账款周转率 | 12.51 | 14.10 | 14.57 | 13.80 |
| 应付账款周转率 | 6.79 | 7.16 | 7.62 | 7.23 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.85 | 1.88 | 2.64 | 3.57 |
| 每股经营现金 | 2.02 | 2.18 | 2.56 | 4.00 |
| 每股净资产 | 12.52 | 14.40 | 17.03 | 20.61 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 112.44 | 50.90 | 36.19 | 26.72 |
| P/B | 7.62 | 6.63 | 5.60 | 4.63 |
| EV/EBITDA | 60.87 | 34.40 | 24.70 | 18.36 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>