

# 改革效应持续兑现，业绩逐季提升

## 立高食品(300973)

评级:	增持	股票代码:	300973
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	110.9/58.29
目标价格:		总市值(亿)	114.64
最新收盘价:	67.7	自由流通市值(亿)	48.10
		自由流通股数(百万)	71.05

### 事件概述

公司上半年营业总收入16.36亿元，同比+23.61%；归母净利润1.08亿元，同比+53.7%，扣非净利润1.04亿元，同比+55.54%。

2023Q2 营业总收入 8.42 亿元，同比+21.26%；归母净利润 5832.76 万元，同比+92.04%；扣非净利润 5523.3 万元，同比+101.37%。

### 分析判断:

#### ▶ 老品升级+新品加速，上半年表现亮眼

公司上半年紧抓行业恢复机遇，实现 23.61% 的收入增长，公司上半年收入高增主要得益于 1) 公司完成烘焙、奶油、酱料营销组织架构的初步整合，三产线、双产线经销商比例有所提升，对市场覆盖力度增加；2) 公司加快了产品推新及老品升级的速度，新品上市速度明显加快；3) 核心商超渠道收入表现稳健增长；4) 餐饮、茶饮等新渠道保持较快增长趋势，头部连锁客户合作取得积极进展。

分产品来看，冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料分别实现收入 10.62/2.37/0.90/1.07/1.29 亿元，分别同比+33.1%/-2.9%/-9.7%/+31.5%/+30.7%，冷冻烘焙高增主要得益于核心客户高增以及新品上市速度加快；分渠道来看，经销/直营/零售渠道分别同比+1.2%/+66.1%/-29.3%，其中流通饼房渠道收入占比接近 50%，同比基本持平，增长偏慢主要因为去年底提前进行春节备货所致，二季度已有所好转；包含商超经销商在内的商超渠道收入同比增长约 75%，餐饮、茶饮及新零售等创新渠道合计同比增长超过 50%，表现亮眼。分区域来看，华南/华东/华中/华北/西南/西北/东北分别同比+46.5%/+7.9%/+10.3%/+1.4%/-0.03%/+18.9%/+13.4%，多数区域有较好的规模提升。

#### ▶ 成本端改善，利润持续回升

上半年成本端来看，公司毛利率提升 1.75pct 至 32.89%，主要系部分原材料价格较去年同期有所回落，其中主要用于奶油生产的棕榈仁油的平均采购单价较去年下降约 33%，上半年产能利用率的提升对公司制造费用率优化亦有一定贡献。费用端来看，上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.9%/7.5%/4.20%/0.2%，分别较去年同期-0.4/-1.0/+0.5/+0.9pct，其中销售费用率下降主要系公司集中销售资源提高人效，管理费用率下降主因股份支付费用减少，整体费用率基本持平，核心费用率稳中有降。综合来看，得益于收入高增+成本端改善，公司上半年归母净利率同比提升 1.3pct 至 6.6%，相应的归母净利润同比高增 53.7% 至 1.08 亿元。

#### ▶ 改革效应持续兑现，全年高增可期

上半年公司冷冻烘焙、奶油和酱料三产线正式融合初见成效，后续融合效率将进一步提升。展望全年来看，产品端奶油新品上市效果较好，冷冻烘焙有望出现更多大单品，营销端平均人效提升，前置技术服务中心已进入实质推进状态，有望更好的赋能终端客户，供应链端在原材料降本增效方面初见成效，随着公司改革持续推进，全年盈利能力逐季提升，实现经营全面改善可期。

### 投资建议

参考最新业绩报告，我们下调公司 23-25 年 39.71/49.54/60.38 亿元的预测至 37.01/46.34/57.37 亿元；下调 23-25 年 EPS 1.88/2.51/3.23 元的预测至 1.63/2.35/3.19 元；对应 2023 年 8 月 30 日 67.70 元的收盘价，估值分别为 42/29/21 倍，维持增持评级。

### 风险提示

行业竞争加剧，新品推广不及预期，原材料价格下降不及预期。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,817	2,911	3,701	4,634	5,737
YoY (%)	55.7%	3.3%	27.2%	25.2%	23.8%
归母净利润 (百万元)	283	144	275	397	541
YoY (%)	22.0%	-49.2%	91.6%	44.2%	36.2%
毛利率 (%)	34.9%	31.8%	32.0%	33.5%	34.5%
每股收益 (元)	1.82	0.85	1.63	2.35	3.19
ROE	14.3%	6.8%	11.5%	14.2%	16.2%
市盈率	37.12	79.74	41.62	28.86	21.19

资料来源: wind、华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

**分析师: 卢周伟**

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,911	3,701	4,634	5,737	净利润	144	275	397	541
YoY (%)	3.3%	27.2%	25.2%	23.8%	折旧和摊销	108	138	173	198
营业成本	1,986	2,517	3,082	3,758	营运资金变动	76	40	-74	4
营业税金及附加	25	27	35	45	经营活动现金流	343	458	501	750
销售费用	347	452	572	697	资本开支	-578	-433	-556	-514
管理费用	248	266	324	390	投资	0	0	0	0
财务费用	-8	-7	-7	-6	投资活动现金流	-579	-433	-556	-514
研发费用	122	124	162	211	股权募资	8	0	0	0
资产减值损失	-24	-1	-1	-1	债务募资	85	43	43	57
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-18	39	38	51
营业利润	178	342	493	671	现金净流量	-254	65	-16	287
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	176	342	493	671	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	32	67	96	131	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	144	275	397	541	营业收入增长率	3.3%	27.2%	25.2%	23.8%
归属于母公司净利润	144	275	397	541	净利润增长率	-49.2%	91.6%	44.2%	36.2%
YoY (%)	-49.2%	91.6%	44.2%	36.2%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.85	1.63	2.35	3.19	毛利率	31.8%	32.0%	33.5%	34.5%
					净利率	4.9%	7.4%	8.6%	9.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	5.0%	8.6%	10.1%	11.8%
货币资金	532	597	580	868	净资产收益率 ROE	6.8%	11.5%	14.2%	16.2%
预付款项	23	35	44	50	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	312	325	479	540	流动比率	1.78	1.69	1.49	1.63
其他流动资产	332	278	479	475	速动比率	1.20	1.12	0.95	1.09
流动资产合计	1,199	1,236	1,583	1,932	现金比率	0.79	0.82	0.55	0.73
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	25.5%	24.5%	28.5%	27.0%
固定资产	794	894	1,020	1,121	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	287	367	466	569	总资产周转率	1.08	1.23	1.31	1.35
非流动资产合计	1,656	1,949	2,331	2,644	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	2,855	3,185	3,914	4,577	每股收益	0.85	1.63	2.35	3.19
短期借款	85	128	170	227	每股净资产	12.52	14.15	16.49	19.69
应付账款及票据	350	265	499	486	每股经营现金流	2.02	2.71	2.96	4.43
其他流动负债	240	337	392	471	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	675	730	1,061	1,184	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	79.74	41.62	28.86	21.19
其他长期负债	52	52	52	52	PB	7.68	6.75	5.79	4.85
非流动负债合计	52	52	52	52					
负债合计	727	782	1,114	1,236					
股本	169	169	169	169					
少数股东权益	8	8	7	7					
股东权益合计	2,128	2,403	2,800	3,341					
负债和股东权益合计	2,855	3,185	3,914	4,577					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星**：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**郭辉**：10 年白酒产业从业经验，前就任某公募基金消费研究员，现负责白酒板块研究，具备产业、卖方、买方多方面工作经历，对产业趋势与资本市场均有深刻洞察。

**任从尧**：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟**：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

**王厚**：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

**吴越**：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。