

立高食品 (300973.SZ)

KA 渠道高速增长，改革效果有待加速释放

2023 年 08 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

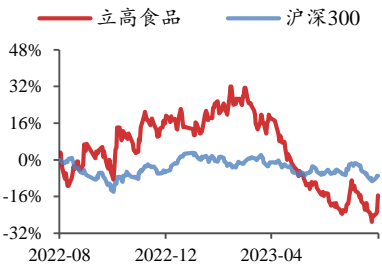
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2023/8/30
当前股价(元)	67.70
一年最高最低(元)	110.90/58.29
总市值(亿元)	114.64
流通市值(亿元)	48.10
总股本(亿股)	1.69
流通股本(亿股)	0.71
近 3 个月换手率(%)	128.79

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《改革效果开始显现，KA 新品持续高增——公司信息更新报告》-2023.5.2

《环比平稳，推动架构调整、优化供应链——公司信息更新报告》-2022.10.31

《需求短期受疫情影响，股权激励提振信心——公司信息更新报告》-2022.8.31

● 2023Q2 利润弹性释放

2023H1 公司营收 16.36 亿元，同比+23.61%；扣非前后归母净利润 1.08、1.04 亿元，同比+53.70%、+55.54%。公司营收 8.42 亿元，同比+21.26%；扣非前后归母净利润 0.58、0.55 亿元，同比+92.04%、+101.37%。因烘焙饼店复苏较慢，我们下调 2023-2025 年归母净利润预测至 2.44\3.49\4.68 亿元（前值 3.07、4.28、5.89 亿元），对应 2023-2025 年 EPS 1.44\2.06\2.77 元，对应 2023-2025 年 42.9\30.0\22.4 倍 PE，冷冻烘焙渗透率提升叠加龙头优势，维持“增持”评级。

● 冷冻烘焙、KA 渠道高速增长

分业务板块看，2023H1 冷冻烘焙收入+33%，奶油、酱料+7.5%，冷冻烘焙高速增长主因 KA 渠道新产品快速增长。分渠道来看，流通饼店同比基本持平，主因整体呈现复苏偏弱以及渠道库存较高影响；KA 商超同比+75% KA 渠道高速增长主因大列巴、杂粮奶酪包、枸杞蛋糕等新单品爬坡贡献；餐饮、茶饮等新渠道同比+50%以上，主因基数较低渗透率快速提升。

● 2023Q2 原料成本下降、产能爬坡，盈利能力改善

2023Q2 归母净利率同比+2.55pct，其中公司毛利率同比+4.34pct，毛利率环比 2023Q1 改善、提升 1.67pct，主因棕榈油价格同比明显下降以及产能利用率有所提升。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.28、-0.55、+0.83、+1.45pct，其中销售人员、业务推广、研发人员、新品研发投入有所增加。

● 组织变革效果开始显现，期待逐季加速

2023 年以来公司多方位推进营销、研发体系改革、完善供应链。加速原料和冷冻烘焙销售队伍融合，同时公司壮大研发实力、细分研发事业部，强化研发的销售导向，新品转化蓄势待发。目前来看，KA 渠道增长超出公司既定目标，流通渠道及原料业务复苏偏慢。改革效果初见成效，正处于释放前期，后续有待加速。

● 风险提示：竞争加剧风险、原料上涨风险、食品安全风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,817	2,911	3,542	4,307	5,137
YOY(%)	55.7	3.3	21.7	21.6	19.3
归母净利润(百万元)	283	144	244	349	468
YOY(%)	22.0	-49.2	69.9	42.9	34.2
毛利率(%)	34.9	31.8	33.7	33.9	34.0
净利率(%)	10.0	4.9	6.9	8.1	9.1
ROE(%)	14.3	6.7	10.7	13.6	15.8
EPS(摊薄/元)	1.67	0.85	1.44	2.06	2.77
P/E(倍)	37.0	72.8	42.9	30.0	22.4
P/B(倍)	5.3	4.9	4.6	4.1	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1333	1199	1214	1514	1706
现金	784	532	507	521	728
应收票据及应收账款	200	265	301	388	434
其他应收款	9	11	11	16	15
预付账款	33	23	40	39	54
存货	282	312	299	494	418
其他流动资产	25	56	56	56	56
非流动资产	1200	1656	1786	1949	2150
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	525	794	1269	1380	1505
无形资产	156	287	337	401	475
其他非流动资产	519	575	179	169	170
资产总计	2533	2855	2999	3463	3856
流动负债	483	675	660	838	842
短期借款	0	85	85	85	85
应付票据及应付账款	236	350	342	497	502
其他流动负债	247	240	233	256	255
非流动负债	65	52	52	52	52
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	65	52	52	52	52
负债合计	547	727	712	890	895
少数股东权益	0	8	8	7	7
股本	169	169	169	169	169
资本公积	1198	1273	1273	1273	1273
留存收益	618	678	851	1073	1361
归属母公司股东权益	1986	2120	2280	2565	2954
负债和股东权益	2533	2855	2999	3463	3856

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	291	343	315	388	639
净利润	283	144	244	349	468
折旧摊销	56	89	106	140	150
财务费用	-3	-8	7	7	2
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-70	76	-42	-107	20
其他经营现金流	25	42	0	0	0
投资活动现金流	-712	-579	-235	-303	-351
资本支出	715	579	130	164	201
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-0	-106	-140	-150
筹资活动现金流	1000	-18	-105	-70	-81
短期借款	0	85	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	42	0	0	0	0
资本公积增加	1093	75	0	0	0
其他筹资现金流	-135	-179	-105	-70	-81
现金净增加额	580	-254	-25	15	207

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2817	2911	3542	4307	5137
营业成本	1834	1986	2347	2847	3389
营业税金及附加	18	25	27	35	40
营业费用	365	347	429	513	596
管理费用	173	248	290	306	337
研发费用	82	122	172	205	239
财务费用	-3	-8	7	7	2
资产减值损失	-8	-24	-12	-17	-24
其他收益	21	15	18	16	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-0	0	0	0
营业利润	356	178	301	429	575
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	353	176	299	427	573
所得税	70	32	55	78	105
净利润	283	144	244	349	468
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	283	144	244	349	468
EBITDA	386	254	394	557	709
EPS(元)	1.67	0.85	1.44	2.06	2.77

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	55.7	3.3	21.7	21.6	19.3
营业利润(%)	22.6	-50.1	69.7	42.5	34.0
归属于母公司净利润(%)	22.0	-49.2	69.9	42.9	34.2
获利能力					
毛利率(%)	34.9	31.8	33.7	33.9	34.0
净利率(%)	10.0	4.9	6.9	8.1	9.1
ROE(%)	14.3	6.7	10.7	13.6	15.8
ROIC(%)	12.8	5.9	9.8	12.6	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	21.6	25.5	23.7	25.7	23.2
净负债比率(%)	-35.5	-17.9	-16.2	-14.9	-20.0
流动比率	2.8	1.8	1.8	1.8	2.0
速动比率	2.1	1.2	1.2	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.1	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	18.0	12.5	12.5	12.5	12.5
应付账款周转率	9.7	6.8	6.8	6.8	6.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.67	0.85	1.44	2.06	2.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	2.02	1.86	2.29	3.77
每股净资产(最新摊薄)	11.73	12.52	13.46	15.15	17.45
估值比率					
P/E	37.0	72.8	42.9	30.0	22.4
P/B	5.3	4.9	4.6	4.1	3.5
EV/EBITDA	25.3	39.7	25.6	18.1	13.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn