

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	70.77
总股本/流通股本(亿股)	1.69 / 0.71
总市值/流通市值(亿元)	120 / 50
52周内最高/最低价	106.44 / 58.40
资产负债率(%)	25.5%
市盈率	83.36
第一大股东	彭裕辉

研究所

分析师: 蔡雪昱
 SAC 登记编号: S1340522070001
 Email: caixueyu@cnpsec.com
 分析师: 杨逸文
 SAC 登记编号: S1340522120002
 Email: yangyiwen@cnpsec.com

立高食品(300973)
大 B 客户实现突破，盈利改善明显
● 事件

公司发布 2023 年中报，实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 16.36/1.08/1.04 亿元，同比+23.61%/+53.7%/+55.54%。公司 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 8.42/0.58/0.55 亿元，同比 21.26%/92.04%/101.37%。

● 核心观点

冷冻烘焙保持高增，公司在大 B 客户拓展取得较大突破。老品提升+新品上新推动商超渠道上半年实现高双位数增长，流通饼房 Q2 环比 Q1 改善，餐饮新零售得益于与大客户合作落地带来较大增量。2023 年上半年，公司冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料收入分别为 10.6/2.4/0.9/1.1 亿，同比+33.1%/-2.9%/-9.7%/+31.5%。分销售模式看，23H1 经销/直销/零售/其他销售模式收入为 8.76/7.43/0.07/0.08 亿元，分别同比+1.24%/+66.1%/-29.34%/无数据；毛利率为 34.56%/31.04%/47.48%/-3.22%，分别同比+4.74/-2.03/-5.13/无数据 pct。其中直销模式下的商超收入为 5.36 亿元，同比+78.47%，毛利率 32.96%，同比-3.14pct。分区域看，23H1 华南/华东/华中/华北/西南/西北/东北地区收入为 8.07/3.8/1.37/1/1.13/0.5/0.47 亿元，分别同比+46.54%/+7.85%/+10.27%/+1.43%/-0.03%/+18.86%/+13.37%；毛利率为 32.25%/31.47%/33.81%/35.96%/33.52%/37.07%/38.02%，分别同比+0.53/+1.05/+3.55/+4.16/+3.67/+5.16/+6.61pct。

毛利率保持提升态势，费用支出偏刚性。主要原材料采购价格下行、产能利用率提升共振推动毛利率提升，研发投入增加、展会费用上半年集中性支出导致费用率整体有所上行。23 年 H1，公司毛利率/归母净利率为 32.89%/6.61%，分别同比+1.75/+1.29pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 11.93%/7.54%/4.2%，分别同比-0.38/-1.04/+0.52pct。23 年 Q2，公司毛利率/归母净利率为 33.7%/6.93%，分别同比+4.34/+2.55pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 11.96%/7.77%/4.68%，分别同比+0.28/-0.55/+0.83pct。

我们认为公司在历经渠道恢复、内部融合后，下半年收入和业绩双方面将有优异表现。老品公司上半年已经在部分茶饮餐饮客户完成选品并起量铺开，烘焙和奶油新老品持续发力推动业绩进一步上涨，下半年进入传统烘焙旺季，三季度订单情况较二季度有提升。公司去年开始进行组织结构变革，上半年初步效果显现，未来将持续内部融合的迭代。成本方面公司已完成棕榈仁油全年锁单锁价，为毛利率稳定提供保障。费用方面，由于 Q2 举办相关展会支出增加导致费用率有所增加，下半年费用率预计将回落。同时产能利用率继续提升，长

尾 sku 优化/大订单端对端直达客户等优化物流费用等举措。下半年收入/净利率提升均可期。

● 盈利预测与投资建议

今年公司上新节奏提速、新品反馈良好，改革势能将在市场复苏的环境下大幅体现，因此我们根据上半年情况对盈利预测进行调整，上调 23-24 年收入预测，而考虑到 23 年公司积极举办大型销售推广活动将产生较多市场费用，因此我们略下调 23-24 年归母净利润预测，同时给予 25 年营收利润预测值。预计 23-25 年营收分别为 38.62/48.30/58.87 亿元（原 23-24 年预测值为 37.76/47.01 亿元），同比+32.7%/25.06%/21.87%，预计 23-25 年归母净利润分别为 2.78/3.90/5.32 亿元（原 23-24 年预测值为 3.24/4.65 亿元），同比+93.21%/40.24%/36.53%，对应未来三年 EPS 分别为 1.64/2.30/3.14 元，对应当前股价 PE 分别为 43/31/23 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

内部组织架构变革磨合期导致市场推广不及预期；原材料价格波动风险；食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2911	3862	4830	5887
增长率(%)	3.32	32.70	25.06	21.87
EBITDA（百万元）	256.88	492.62	648.92	835.58
归属母公司净利润（百万元）	143.77	277.77	389.56	531.85
增长率(%)	-49.22	93.21	40.24	36.53
EPS（元/股）	0.85	1.64	2.30	3.14
市盈率（P/E）	83.36	43.14	30.76	22.53
市净率（P/B）	5.65	5.18	4.63	4.04
EV/EBITDA	63.00	23.93	18.12	14.03

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2911	3862	4830	5887	营业收入	3.3%	32.7%	25.1%	21.9%
营业成本	1986	2558	3175	3820	营业利润	-50.1%	92.9%	40.8%	37.1%
税金及附加	25	31	36	5	归属于母公司净利润	-49.2%	93.2%	40.2%	36.5%
销售费用	347	471	565	689	获利能力				
管理费用	248	290	357	436	毛利率	31.8%	33.8%	34.3%	35.1%
研发费用	122	154	203	259	净利率	4.9%	7.2%	8.1%	9.0%
财务费用	-8	2	-1	-2	ROE	6.8%	12.0%	15.0%	17.9%
资产减值损失	-24	-23	-21	-25	ROIC	9.0%	13.8%	18.4%	22.5%
营业利润	178	343	482	661	偿债能力				
营业外收入	0	2	0	0	资产负债率	25.5%	24.6%	26.2%	27.0%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	1.78	1.93	1.90	1.88
利润总额	176	343	481	659	营运能力				
所得税	32	65	91	128	应收账款周转率	10.99	13.37	13.37	13.37
净利润	144	278	389	532	存货周转率	6.36	6.87	6.87	6.87
归母净利润	144	278	390	532	总资产周转率	1.02	1.25	1.37	1.45
每股收益(元)	0.85	1.64	2.30	3.14	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.85	1.64	2.30	3.14
货币资金	532	623	748	880	每股净资产	12.52	13.67	15.29	17.51
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	265	289	361	441	PE	83.36	43.14	30.76	22.53
预付款项	23	35	44	53	PB	5.65	5.18	4.63	4.04
存货	312	372	462	556	现金流量表				
流动资产合计	1199	1373	1682	2010	净利润	144	266	379	521
固定资产	847	932	1095	1329	折旧和摊销	89	148	169	178
在建工程	386	422	457	493	营运资本变动	76	41	-12	-15
无形资产	287	239	191	144	其他	0	17	12	11
非流动资产合计	1656	1708	1839	2061	经营活动现金流净额	309	471	549	695
资产总计	2855	3081	3521	4071	资本开支	-581	-200	-300	-400
短期借款	85	0	0	0	其他	2	-3	-3	-3
应付票据及应付账款	350	367	456	548	投资活动现金流净额	-579	-203	-303	-403
其他流动负债	240	346	430	519	股权融资	75	0	0	0
流动负债合计	675	713	885	1067	债务融资	75	-93	-6	-5
其他	52	44	38	33	其他	-169	-84	-114	-156
非流动负债合计	52	44	38	33	筹资活动现金流净额	-18	-177	-121	-161
负债合计	727	757	924	1100	现金及现金等价物净增加额	-288	92	125	131
股本	169	169	169	169					
资本公积金	1273	1273	1273	1273					
未分配利润	678	873	1147	1522					
少数股东权益	8	8	7	7					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	2128	2323	2597	2972					
负债和所有者权益总计	2855	3081	3521	4071					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048