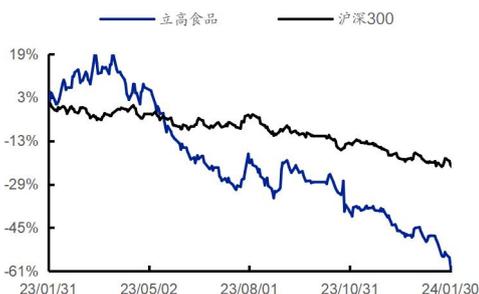


研究所：
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

多重费用拖累业绩，经营改革持续深化

——立高食品（300973）点评报告

最近一年走势



表现	1M	3M	12M
立高食品	-29.2%	-36.1%	-61.3%
沪深 300	-6.3%	-10.0%	-22.6%

指标	2024/01/31
当前价格 (元)	34.37
52 周价格区间 (元)	34.11-110.90
总市值 (百万)	5,820.22
流通市值 (百万)	2,441.84
总股本 (万股)	16,934.02
流通股本 (万股)	7,104.56
日均成交额 (百万)	148.58
近一月换手 (%)	2.63

相关报告

《立高食品（300973）2023 年三季报点评：流通和餐饮渠道增速环比提升，利润率承压（增持）*休闲食品*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-27

《立高食品（300973）2022 年报及 2023 年一季报点评：内外部向好改善，2023 年弹性增长可期（增持）*休闲食品*薛玉虎，刘洁铭》——2023-05-03

《立高食品（300973）三季报点评：逆势实现收入正增，Q3 业绩符合预期（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-10-31

事件：

2024 年 1 月 29 日，立高食品发布 2023 年业绩预告，公司 2023 年预计实现营业收入 34.8 亿元至 36.0 亿元，同比增长 19.6%至 23.7%；实现归母净利润 0.8 亿元至 1.05 亿元，同比变动-27.0%至-44.4%；实现扣非归母净利润 1.22 亿元至 1.47 亿元，同比变动-14.9%至+2.6%。

投资要点：

- Q4 业绩受一次性费用拖累，全年费用增加利润端承压。**根据业绩预告，公司 2023Q4 预计实现归母净利润-0.78 至-0.53 亿元，公司 Q4 及全年利润端承压主要三方面原因：（1）公司于 10 月终止 2021 年股权激励计划，Q4 加速计提股份支付费用，全年加速计提 6200 万元，叠加因 2022 年激励计划计提的股份支付费用，对公司净利润影响金额约 1.2 亿元，剔除该影响后全年预计实现归母净利润 2 至 2.25 亿元，较 2022 年剔除股份支付后的归母净利润下降 8.9%至增长 2.5%；剔除股份支付后 2023Q4 预计实现归母净利润-0.12 至 0.13 亿元，同比下降-120.2%至-77.7%。（2）2023 年公司费用投放力度加大，一方面随着消费回暖，公司加大培训及展会费用投放，同时中转仓数量增加导致物流费用显著提升；另一方面公司加速产品推新、老品升级与技术推广前置，成立产品中心及多个研发技术中心，研发费用较 2022 年有所增长。（3）2023 年公司加快客户拓展及产品推新节奏，形成 2800 万元存货跌价损失。
- 收入增长稳健，餐饮渠道持续布局。**公司 2023Q4 预计实现营业收入 8.97 至 10.17 亿元，同比增长 4.4%至 18.4%。Q4 收入增速环比放缓，我们认为主要系 2023 年烘焙行业呈现弱复苏，预计流通渠道 Q4 仍面临下游需求压力，同时商超具有一定基数效应。公司 2023 年发力餐饮大 B，大 B 客户往往具有较长的新品验证周期，且通常年底推新进程放缓，但我们认为随着公司餐饮客户持续开拓，后续大客户新品上市，餐饮渠道成长值得期待。
- 回购彰显信心，改革步伐坚定蓄力长期发展。**2024 年 1 月 29 日公司同步发布回购计划，拟使用自有资金在 12 个月内回购 5000 万元至 1 亿元股份，回购价格不超过 66.6 元/股。本次回购彰显了公司对未来发展的信心。公司当前仍处于渠道扩张与业务拓展阶段，利润

《立高食品(300973)跟踪报告：不惧短期扰动，内部蓄力以备长远发展（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-09-23

《立高食品(300973)点评报告：短期需求受损拖累业绩表现，看好长期成长性（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-08-30

端受需求波动、渠道结构、阶段性经营战略等多方面影响。2023年初公司从研发架构、渠道融合、数字化等多方面推行新制度，改革思路清晰，随后持续从仓储物流管理、人员考核体系、费用投放标准等多方面对内部经营进行细化和优化。展望2024年，流通渠道有望在中高端奶油新品的驱动下逐步改善；我们预计商超增速在高基数下将回归20%-25%增速区间；餐饮势能有望延续。随着公司内部改革持续推进，有望带动盈利回暖。

- **盈利预测与估值：**考虑到公司提前终止实施了2021年股票期权激励计划，本次激励计划终止后对原本应在剩余等待期内确认的股份支付费用在2023Q4全部加速提取，同时由于业务拓展，2023Q4形成2800万元存货跌价损失。根据业绩预告，我们下调公司2023-2025年EPS分别至0.54元，1.45元和1.96元，对应PE分别为64X/24X/18X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 行业需求疲软；2) 原材料价格上涨过快；3) 产能投放不及预期；4) 行业竞争加剧；5) 食品安全风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2911	3527	4231	5068
增长率(%)	3	21	20	20
归母净利润(百万元)	144	91	245	331
增长率(%)	-49	-37	169	35
摊薄每股收益(元)	0.85	0.54	1.45	1.96
ROE(%)	7	4	11	13
P/E	113.29	63.89	23.71	17.56
P/B	7.68	2.74	2.55	2.30
P/S	5.60	1.65	1.38	1.15
EV/EBITDA	55.39	23.84	12.29	9.28

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：立高食品盈利预测表

证券代码:	300973				股价:	34.37		投资评级:	增持		日期:	2024/01/31	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	7%	4%	11%	13%	EPS	0.85	0.54	1.45	1.96				
毛利率	32%	32%	32%	32%	BVPS	12.52	12.55	13.50	14.95				
期间费率	20%	24%	20%	19%	估值								
销售净利率	5%	3%	6%	7%	P/E	113.29	63.89	23.71	17.56				
成长能力					P/B	7.68	2.74	2.55	2.30				
收入增长率	3%	21%	20%	20%	P/S	5.60	1.65	1.38	1.15				
利润增长率	-49%	-37%	169%	35%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	1.02	1.25	1.37	1.47	营业收入	2911	3527	4231	5068				
应收账款周转率	10.99	20.05	19.73	19.84	营业成本	1986	2396	2877	3450				
存货周转率	9.33	12.50	12.63	12.55	营业税金及附加	25	19	24	31				
偿债能力					销售费用	347	469	508	583				
资产负债率	25%	24%	25%	26%	管理费用	248	388	351	405				
流动比	1.78	1.89	2.03	2.21	财务费用	-8	-10	-13	-17				
速动比	1.27	1.39	1.51	1.68	其他费用/(-收入)	122	152	178	203				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	178	114	306	413				
现金及现金等价物	532	616	803	1081	营业外净收支	-2	0	0	0				
应收款项	265	176	214	255	利润总额	176	114	306	413				
存货净额	312	282	335	404	所得税费用	32	22	61	81				
其他流动资产	89	120	133	148	净利润	144	91	245	331				
流动资产合计	1199	1194	1485	1888	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	794	706	611	513	归属于母公司净利润	144	91	245	331				
在建工程	386	427	476	523	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	476	490	505	520	经营活动现金流	343	264	377	468				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	144	91	245	331				
资产总计	2855	2816	3078	3444	少数股东损益	0	0	0	0				
短期借款	85	82	77	69	折旧摊销	108	121	125	129				
应付款项	350	284	337	406	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	1	1	1	营运资金变动	76	48	2	4				
其他流动负债	240	264	317	376	投资活动现金流	-579	-88	-95	-93				
流动负债合计	675	631	732	852	资本支出	-578	-88	-95	-93				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0				
其他长期负债	52	52	52	52	其他	0	0	0	0				
长期负债合计	52	52	52	52	筹资活动现金流	-18	-92	-94	-97				
负债合计	727	683	784	904	债务融资	85	-3	-5	-8				
股本	169	169	169	169	权益融资	8	0	0	0				
股东权益	2128	2133	2293	2539	其它	-111	-89	-89	-89				
负债和股东权益总计	2855	2816	3078	3444	现金净增加额	-254	84	187	278				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，食品饮料组联席首席分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。