

## 24Q1 经营改善，利润弹性释放

2024 年 04 月 30 日

► **事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年实现营收 34.99 亿元，同比+20.22%；归母净利润 0.73 亿元，同比-49.21%；扣非净利润 1.22 亿元，同比-14.95%。单季度看，23Q4 实现营收 9.17 亿元，同比+6.67%；归母净利润-0.85 亿元，去年同期 0.43 亿元；扣非净利润-0.24 亿元，去年同期 0.49 亿元。24Q1 实现营收 9.16 亿元，同比+15.31%；归母净利润 0.77 亿元，同比+53.96%；扣非净利润 0.68 亿元，同比+40.29%。

► **新品快速放量，奶油增长亮眼。**23 年冷冻烘焙实现收入 22.11 亿元，同比+23.93%，占比约 63%，增量主要为商超、餐饮客户的规模增长。食品原料（奶油、酱料及其他烘焙原材料）收入占比约 36%，同比增长约 13%，主要贡献因素依次为稀奶油新品和核心餐饮客户的稳健增长，公司 UHT 奶油新产线投产半年实现销售收入过 1.5 亿元，其中奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原料收入分别 6.54/1.87/2.33/1.87 亿元，同比+27.65%/-8.45%/+18.12%/-8.75%。

► **渠道多元布局，餐饮延续高增。**23 年流通渠道收入占比接近 55%，同比基本持平；商超渠道收入占比接近 30%，同比增长约 50%，主要系公司在核心商超渠道收入表现稳健增长，核心单品与新品仍保持或能够较快达到理想的销售规模，新老结构梯度合理；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比接近 15%，合计同比增速接近翻倍，主因公司把握烘焙消费渠道多元化的趋势，积极开拓新渠道，投入更多资源，开拓头部重要餐饮客户及连锁酒店客户，对公司在多元化渠道、新客户的开拓具有重要的标杆示范效应。

► **23 年盈利承压，24Q1 环比改善。**23 年/23Q4 公司实现毛利率 31.39%/28.19%，同比-0.38/-4.26pcts，Q4 毛利率下降主因大客户返利兑付加大；24Q1 产能利用率同比提升、可比采购均价下降下，毛利率同比+0.56pcts 至 32.59%。费用端，23 年/23Q4 销售费用率 13.54%/17.27%，同比+1.62/+5.99pcts，主因仓储运输费和业务推广费增加、Q4 加速计提股份支付费用；23 年管理/研发/财务费用率分别 9.56%/4.22%/0.34%，同比+1.05/+0.02/+0.62pcts。23 年实现扣非净利率 3.48%，同比-1.44pcts；24Q1 在毛利提升、控费得当下实现扣非净利率 7.40%，同比+1.32pcts。

► **投资建议：**公司改善趋势延续，竞争优势不断强化，未来利润端在旺季产能爬坡、费投收缩、规模效应下仍有望实现较高弹性。预计公司 2024-2026 年营收分别为 40.4/45.9/51.5 亿元，同比+15.4%/+13.7%/+12.3%；归母净利润分别为 2.7/3.1/3.7 亿元，同比+263.5%/+17.3%/+18.4%，当前股价对应 P/E 分别为 23/20/17X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格大幅上涨，新品推广不及预期，需求恢复不及预期，行业竞争加剧。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,499	4,037	4,588	5,151
增长率 (%)	20.2	15.4	13.7	12.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	73	265	311	369
增长率 (%)	-49.2	263.5	17.3	18.4
每股收益 (元)	0.43	1.57	1.84	2.18
PE	85	23	20	17
PB	2.5	2.4	2.2	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

36.45 元



**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

**分析师 张玲玉**

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

## 相关研究

- 立高食品 (300973.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 营收提速，市场推广阶段性影响利润-2023/10/26
- 立高食品 (300973.SZ) 2023 年半年报点评：经营稳健向好，盈利能力持续修复-2023/08/31
- 立高食品 (300973.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：经营改革效果显现，盈利水平逐季改善-2023/05/04
- 立高食品 (300973.SZ) 2022 三季报点评：业绩短期承压，经营改革立足长远-2022/11/02

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,499	4,037	4,588	5,151
营业成本	2,401	2,741	3,103	3,459
营业税金及附加	31	32	37	41
销售费用	474	484	551	618
管理费用	334	303	344	386
研发费用	148	161	184	206
EBIT	108	335	394	466
财务费用	12	-1	0	0
资产减值损失	-31	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	98	336	394	467
营业外收支	-8	0	0	0
利润总额	90	336	394	467
所得税	19	71	83	98
净利润	71	265	311	369
归属于母公司净利润	73	265	311	369
EBITDA	257	499	589	671

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,061	1,032	1,039	1,061
应收账款及票据	219	336	382	429
预付款项	22	27	31	35
存货	262	305	345	384
其他流动资产	413	367	369	370
流动资产合计	1,977	2,068	2,165	2,280
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,065	1,253	1,442	1,582
无形资产	321	326	331	331
非流动资产合计	1,963	2,134	2,269	2,416
资产合计	3,940	4,202	4,434	4,695
短期借款	77	77	77	77
应付账款及票据	264	343	388	432
其他流动负债	230	285	320	354
流动负债合计	571	705	785	864
长期借款	88	88	88	88
其他长期负债	794	792	792	792
非流动负债合计	882	880	880	880
负债合计	1,453	1,585	1,665	1,744
股本	169	169	169	169
少数股东权益	15	15	15	15
股东权益合计	2,487	2,618	2,770	2,951
负债和股东权益合计	3,940	4,202	4,434	4,695

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	20.22	15.38	13.65	12.26
EBIT 增长率	-39.63	210.06	17.45	18.35
净利润增长率	-49.21	263.48	17.34	18.36
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	31.39	32.11	32.38	32.85
净利润率	2.09	6.57	6.79	7.16
总资产收益率 ROA	1.85	6.32	7.02	7.85
净资产收益率 ROE	2.95	10.20	11.31	12.55
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.46	2.93	2.76	2.64
速动比率	2.78	2.32	2.15	2.04
现金比率	1.86	1.47	1.32	1.23
资产负债率 (%)	36.88	37.71	37.54	37.14
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	24.82	24.70	28.20	28.36
存货周转天数	43.05	37.21	37.67	37.94
总资产周转率	1.03	0.99	1.06	1.13
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.43	1.57	1.84	2.18
每股净资产	14.60	15.37	16.27	17.34
每股经营现金流	1.80	2.76	2.99	3.39
每股股利	0.50	0.94	1.10	1.31
<b>估值分析</b>				
PE	85	23	20	17
PB	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	24.63	12.68	10.75	9.43
股息收益率 (%)	1.37	2.58	3.03	3.58

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	71	265	311	369
折旧和摊销	149	164	195	205
营运资金变动	52	19	-11	-12
经营活动现金流	305	467	507	574
资本开支	-373	-285	-310	-333
投资	-35	0	0	0
投资活动现金流	-708	-324	-310	-333
股权募资	950	0	0	0
债务募资	86	-5	0	0
筹资活动现金流	929	-171	-190	-218
现金净流量	526	-28	6	23

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026