

营收持续增长，费用计提及毛利率下降拖累净利润

——立高食品（300973）2023 年业绩点评报告

增持（维持）

2024 年 04 月 30 日

报告关键要素：

2024 年 4 月 28 日，公司发布 2023 年年度报告。2023 年，公司实现营业收入 34.99 亿元（同比+20.22%），归母净利润 0.73 亿元（同比-49.21%），扣非归母净利润 1.22 亿元（同比-14.95%）。其中，2023Q4 实现营业收入 9.17 亿元（同比+6.67%），归母净利润-0.85 亿元（同比-297.22%），扣非归母净利润-0.24 亿元（同比-148.83%）。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元（含税）。

投资要点：

公司业绩承压，Q4 利润跌幅较大：2023 年，公司实现营业收入 34.99 亿元（同比+20.22%），归母净利润 0.73 亿元（同比-49.21%），扣非归母净利润 1.22 亿元（同比-14.95%）。其中，2023Q4 单季度营收同比+6.67% 至 9.17 亿元；归母净利润/扣非归母净利润分别同比-297.22%/-148.83%至-0.85/-0.24 亿元，跌幅较去年同期进一步扩大。此外，2023 年度，公司终止实施 2021 年股票期权激励计划，原本应在剩余等待期内确认的股份支付费用全部加速提取，公司计提股权激励的股份支付款 1.13 亿元，其中计入经常性损益科目的股份支付费用为 0.55 亿元，因加速提取的计入非经常性损益科目的股份支付费用为 0.58 亿元，剔除上述因素后归母净利润 1.86 亿元，扣非归母净利润 1.76 亿元，分别较上年同期剔除股份后的归母净利润/扣非归母净利润下降 15.41%/19.49%。

冷冻烘焙、奶油收入增速超 20%，商超及创新渠道收入增速亮眼：分产品看，2023 年冷冻烘焙食品营收 22.11 亿元，同比增长 23.93%；烘焙食品原料营收 12.62 亿元，同比增长 12.71%，其中奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料分别营收 6.54/1.87/2.33/1.87 亿元，同比+27.65%/-8.45%/+18.12%/-8.75%。**分渠道看，**2023 年经销/直销/零售营收分别为 19.71/14.89/0.13 亿元，同比+4.32%/+49.23%/-21.82%，渠道分化较明显。其中，直销渠道中商超营收占比接近 30%，同比增长约 50%，公司在核心商超渠道收入表现稳健增长，核心单品与新品销售体量较为理想，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。截至 2023 年末，公司销售

基础数据

总股本(百万股)	169.34
流通股A股(百万股)	105.85
收盘价(元)	36.45
总市值(亿元)	61.72
流通A股市值(亿元)	38.58

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

Q3 收入表现亮眼，盈利能力持续改善
业绩亮眼，盈利能力持续改善
23Q1 业绩回暖，全年增长前景可期

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：02032255207

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3499.10	4083.46	4732.66	5492.27
增长率(%)	20.22	16.70	15.90	16.05
归母净利润(百万元)	73.03	251.79	291.32	337.96
增长率(%)	-49.21	244.79	15.70	16.01
每股收益(元)	0.43	1.49	1.72	2.00
市盈率(倍)	84.52	24.51	21.19	18.26
市净率(倍)	2.50	2.39	2.22	2.04

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

人员超千人，营销网络遍布我国除港澳台外全部省、直辖市、自治区，与公司合作的经销商超过 2200 家，直销客户超过 600 家。

主要产品毛利率下降，费用上升致盈利能力下降：2023 年公司毛利率同比微降 0.38 个 pct 至 31.39%，主要系公司主要产品冷冻烘焙食品毛利率下降。分产品来看，冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料毛利率分别为 30.49%/39.03%/28.41%/23.37%/30.59%，同比-2.13/+3.87/-0.62/+2.74/+2.01pcts。2023 年公司净利率同比下降 2.91 个 pcts 至 2.02%，主要系 1) 公司终止实施 2021 年股票期权激励计划，原本应在剩余等待期内确认的股份支付费用全部加速提取；2) 公司费用率较去年同期有所上升。费用端，2023 年销售费用为 4.74 亿元，同比增加 36.61%，销售费用率增加 1.62pcts 至 13.54%，主要是业务增长，干线运输费用及市场推广费用增加所致；管理费用为 3.34 亿元，同比增加 35.10%，管理费用率增加 1.05pcts 至 9.56%，主要系职工薪酬增加及工程转固折旧费用增加所致；研发费用为 1.48 亿元，同比增加 20.92%，研发费用率同比增加 0.02pct 至 4.22%，主要是公司成立产品中心专职研发及组织产品推新、老品升级，加大了产品的研发投入力度所致。

盈利预测与投资建议：2023 年公司虽然营收增长，但由于费用计提和毛利率下降，导致净利润出现大幅下降。我国烘焙行业规模仍在增长中，伴随公司产能利用率恢复，大宗原材料价格逐步下行，以及股份支付费用计提的减少，公司盈利能力有望逐步恢复。根据最新数据我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.52/2.91/3.38 亿元(更新前 2024-2025 年归母净利润为 3.34/4.79 亿元)，同比增长 244.79%/15.70%/16.01%，对应 EPS 为 1.49/1.72/2.00 元/股，4 月 29 日股价对应 PE 为 25/21/18 倍，维持“增持”评级。

风险因素：食品安全风险，冷冻烘焙率提升不及预期，宏观环境变化致消费需求下降风险，原材料价格波动的风险。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3499	4083	4733	5492
同比增速 (%)	20.22	16.70	15.90	16.05
营业成本	2401	2750	3164	3689
毛利	1098	1333	1569	1803
营业收入 (%)	31.39	32.66	33.14	32.84
税金及附加	31	36	42	48
营业收入 (%)	0.88	0.88	0.88	0.88
销售费用	474	520	622	710
营业收入 (%)	13.54	12.73	13.13	12.93
管理费用	334	369	431	498
营业收入 (%)	9.56	9.03	9.10	9.07
研发费用	148	172	200	232
营业收入 (%)	4.22	4.21	4.22	4.22
财务费用	12	3	7	11
营业收入 (%)	0.34	0.07	0.16	0.20
资产减值损失	-31	10	15	21
信用减值损失	0	8	12	15
其他收益	28	49	52	63
投资收益	2	8	12	12
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	98	309	358	415
营业收入 (%)	2.80	7.57	7.57	7.56
营业外收支	-8	0	0	0
利润总额	90	309	358	415
营业收入 (%)	2.57	7.57	7.57	7.56
所得税费用	19	61	74	84
净利润	71	248	285	331
营业收入 (%)	2.02	6.07	6.01	6.03
归属于母公司的净利润	73	252	291	338
同比增速 (%)	-49.21	244.79	15.70	16.01
少数股东损益	-2	-4	-7	-7
EPS (元/股)	0.43	1.49	1.72	2.00

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.43	1.49	1.72	2.00
BVPS	14.60	15.26	16.44	17.87
PE	84.52	24.51	21.19	18.26
PEG	-1.72	0.10	1.35	1.14
PB	2.50	2.39	2.22	2.04
EV/EBITDA	31.60	13.42	11.59	10.17
ROE	2.95%	9.74%	10.47%	11.17%
ROIC	2.47%	6.21%	6.59%	7.14%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1061	805	830	742
交易性金融资产	254	362	421	525
应收票据及应收账款	219	398	303	529
存货	262	483	333	649
预付款项	22	28	30	37
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	160	98	183	102
流动资产合计	1977	2173	2100	2583
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1065	1329	1523	1653
在建工程	303	209	115	64
无形资产	321	404	462	533
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	75	75	75	75
其他非流动资产	199	192	189	184
资产总计	3940	4383	4464	5091
短期借款	77	116	131	158
应付票据及应付账款	264	493	347	650
预收账款	0	0	1	1
合同负债	35	53	54	67
应付职工薪酬	72	90	99	118
应交税费	34	50	52	64
其他流动负债	167	220	243	286
流动负债合计	571	906	795	1185
长期借款	88	88	88	88
应付债券	729	729	729	729
递延所得税负债	17	17	17	17
其他非流动负债	48	48	48	48
负债合计	1453	1788	1677	2066
归属于母公司的所有者权益	2472	2584	2783	3027
少数股东权益	15	11	4	-2
股东权益	2487	2595	2788	3025
负债及股东权益	3940	4383	4464	5091

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	305	396	545	497
投资	-35	-108	-59	-104
资本性支出	-373	-443	-388	-415
其他	-299	8	12	12
投资活动现金流净额	-708	-542	-435	-507
债权融资	-85	0	0	0
股权融资	950	-50	0	0
银行贷款增加 (减少)	171	39	15	27
筹资成本	-88	-98	-100	-104
其他	-19	0	0	0
筹资活动现金流净额	929	-110	-85	-77
现金净流量	526	-256	25	-87

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场