

立高食品 (300973.SZ)

盈利能力改善释放利润弹性，期待冷冻烘焙恢复

2024年05月01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

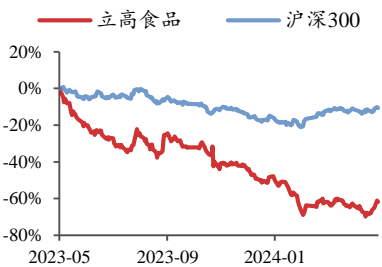
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2024/4/30
当前股价(元)	35.82
一年最高最低(元)	96.45/27.14
总市值(亿元)	60.66
流通市值(亿元)	37.91
总股本(亿股)	1.69
流通股本(亿股)	1.06
近3个月换手率(%)	126.11

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《渠道分化延续，新品加大推广力度

—公司信息更新报告》-2023.10.30

《KA渠道高速增长，改革效果有待加速释放—公司信息更新报告》

-2023.8.30

《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

● 2024Q1 盈利改善，低基数下利润高速增长

2023年公司营收34.99亿元，同比+20.22%；扣非前后归母净利润0.73、1.22亿元，同比-49.21%、-14.95%。2024Q1公司营收9.16亿元，同比+15.31%；扣非前后归母净利润0.77、0.68亿元，同比+53.96%、+40.29%。因冷冻烘焙短期承压，我们下调2024-2025年归母净利润预测至2.71/3.42亿元（前值3.15/4.14亿元），新增2026年归母净利润预测4.07亿元，对应2024-2026年EPS 1.60/2.02/2.40元，当前股价对应2024-2026年22.4/17.7/14.9倍PE，冷冻烘焙渗透率提升叠加龙头优势，维持“增持”评级。

● 2023年冷冻烘焙、奶油快速增长，2024Q1奶油持续增长，冷冻烘焙短期放缓

2023年冷冻烘焙/奶油/酱料/水果制品收入同比+23.93%/+27.65%/+18.12%/-8.45%，冷冻烘焙增长主因KA渠道新产品驱动，奶油增长主因稀奶油等新品和核心客户增长。2023年直营商超渠道营收同比增长约50%，主因新品及山姆扩店带动；流通渠道持平主因疫情期间烘焙闭店影响较多，餐饮、茶饮等新渠道同比翻倍增长，主因基数较低。2024Q1冷冻烘焙营收同比持平，烘焙原料增约60%，主因稀奶油带动奶油翻倍增长。2024Q1流通渠道收入增约25%，主因奶油新品带动，商超收入同比个位数下降，主因高基数及春节人流返乡影响。

● 2024年控费下盈利能力恢复

2023年归母净利率同比-2.85pct，其中毛利率同比-0.38pct，主因新品推广加大促销力度；销售、管理、研发、财务费用率分别同比+1.63、+1.05、+0.02、+0.62pct，销售人员和业务推广投入增加。2024Q1归母净利率同比+2.02pct，其中毛利率同比+0.56pct，主因产能利用率提升及供应链优化，销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.20、-0.73、-0.13、-0.03pct，费用率稳中有降，严格执行控费目标。

● 组织变革效果开始显现，期待KA商超企稳恢复增长

公司研发及销售等架构改革效果逐步释放，流通饼店在稀奶油新品带动下增速持续改善，公司持续扩新品、扩渠道，期待饼店持续增长，商超KA企稳增长。

● 风险提示：竞争加剧风险、原料上涨风险、大客户依赖风险、食品安全风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,911	3,499	4,048	4,497	4,953
YOY(%)	3.3	20.2	15.7	11.1	10.1
归母净利润(百万元)	144	73	271	342	407
YOY(%)	-49.2	-49.2	271.2	26.2	19.0
毛利率(%)	31.8	31.4	33.1	33.1	33.1
净利率(%)	4.9	2.1	6.7	7.6	8.2
ROE(%)	6.7	2.8	9.8	11.2	11.9
EPS(摊薄/元)	0.85	0.43	1.60	2.02	2.40
P/E(倍)	42.2	83.1	22.4	17.7	14.9
P/B(倍)	2.9	2.7	2.4	2.2	1.9

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)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1199	1977	2283	2227	2511	营业收入	2911	3499	4048	4497	4953
现金	532	1061	1089	1209	1145	营业成本	1986	2401	2707	3006	3314
应收票据及应收账款	265	219	341	282	404	营业税金及附加	25	31	36	40	44
其他应收款	11	57	0	59	0	营业费用	347	474	514	562	608
预付账款	23	22	40	22	49	管理费用	248	334	306	310	319
存货	312	262	457	300	557	研发费用	122	148	165	183	201
其他流动资产	56	356	356	356	356	财务费用	-8	12	17	12	9
非流动资产	1656	1963	2103	2199	2291	资产减值损失	-24	-31	-22	-29	-36
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	15	28	21	24	23
固定资产	794	1065	1459	1498	1526	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	287	321	379	447	511	投资净收益	0	2	0	0	1
其他非流动资产	575	577	265	254	255	资产处置收益	-0	-0	0	0	0
资产总计	2855	3940	4387	4426	4802	营业利润	178	98	347	437	517
流动负债	675	571	896	813	998	营业外收入	0	1	0	0	0
短期借款	85	77	77	77	77	营业外支出	2	8	5	7	6
应付票据及应付账款	350	264	428	341	506	利润总额	176	90	342	431	511
其他流动负债	240	230	392	396	414	所得税	32	19	73	92	109
非流动负债	52	882	734	582	430	净利润	144	71	269	339	402
长期借款	0	817	670	517	365	少数股东损益	-0	-2	-2	-3	-5
其他非流动负债	52	65	65	65	65	归属母公司净利润	144	73	271	342	407
负债合计	727	1453	1631	1395	1427	EBITDA	254	247	470	583	663
少数股东权益	8	15	13	10	4	EPS(元)	0.85	0.43	1.60	2.02	2.40
股本	169	169	169	169	169	主要财务比率					
资本公积	1273	1384	1384	1384	1384	成长能力					
留存收益	678	666	857	1096	1380	营业收入(%)	3.3	20.2	15.7	11.1	10.1
归属母公司股东权益	2120	2472	2743	3021	3370	营业利润(%)	-50.1	-44.8	253.9	26.1	18.3
负债和股东权益	2855	3940	4387	4426	4802	归属于母公司净利润(%)	-49.2	-49.2	271.2	26.2	19.0
现金流量表(百万元)						获利能力					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	毛利率(%)	31.8	31.4	33.1	33.1	33.1
经营活动现金流	343	305	319	602	409	净利率(%)	4.9	2.1	6.7	7.6	8.2
净利润	144	71	269	339	402	ROE(%)	6.7	2.8	9.8	11.2	11.9
折旧摊销	89	130	131	162	167	ROIC(%)	5.9	2.7	7.2	8.6	9.7
财务费用	-8	12	17	12	9	偿债能力					
投资损失	0	-2	-0	-0	-1	资产负债率(%)	25.5	36.9	37.2	31.5	29.7
营运资金变动	76	52	-98	89	-169	净负债比率(%)	-17.9	-3.9	-4.6	-13.1	-14.2
其他经营现金流	42	42	-0	-0	-0	流动比率	1.8	3.5	2.5	2.7	2.5
投资活动现金流	-579	-708	-271	-258	-259	速动比率	1.2	2.8	1.9	2.2	1.8
资本支出	579	385	140	96	92	营运能力					
长期投资	0	-35	0	0	0	总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
其他投资现金流	-0	-357	-130	-162	-167	应收账款周转率	12.5	14.4	14.4	14.4	14.4
筹资活动现金流	-18	929	-19	-225	-214	应付账款周转率	6.8	7.8	7.8	7.8	7.8
短期借款	85	-8	0	0	0	每股指标(元)					
长期借款	0	817	-147	-153	-152	每股收益(最新摊薄)	0.85	0.43	1.60	2.02	2.40
普通股增加	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	1.80	1.88	3.56	2.41
资本公积增加	75	111	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	12.52	13.14	14.74	16.39	18.45
其他筹资现金流	-179	9	128	-72	-62	估值比率					
现金净增加额	-254	526	29	120	-64	P/E	42.2	83.1	22.4	17.7	14.9
						P/B	2.9	2.7	2.4	2.2	1.9
						EV/EBITDA	22.4	23.2	12.1	9.3	8.1

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