

立高食品 (300973)

2023 年报&2024 年一季报点评: 奶油延续放量, Q1 利润率大幅修复

买入 (首次)

2024 年 05 月 05 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书: S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,911	3,499	4,091	4,685	5,286
同比 (%)	3.32	20.22	16.91	14.52	12.82
归母净利润 (百万元)	143.77	73.03	281.03	355.35	429.21
同比 (%)	(49.22)	(49.21)	284.83	26.45	20.78
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.85	0.43	1.66	2.10	2.53
P/E (现价&最新摊薄)	42.19	83.06	21.58	17.07	14.13

股价走势



投资要点

■ 事件: 公司发布 2023 年报&2024 年一季报:

2023 年全年: 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%。

2024Q1: 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%。

■ 稀奶油放量带动流通渠道收入增长, 餐饮渠道延续高增。1) 分产品: 23 年冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料/仓储运输服务收入分别为 22.11/6.54/1.87/2.33/1.87/2.02 亿元, 同比+23.93%/+27.65%/-8.45%/+18.12%/-8.75%/+1145.28%。稀奶油 2023 年下半年实现 1.5 亿元收入, 今年下半年新产线投产, 预计将持续放量带动收入增长。2) 分渠道: 2023 年流通渠道/商超渠道/餐饮渠道分别同比持平、增长约 50%、接近翻倍。2024Q1 流通渠道/商超渠道/餐饮渠道分别同比增长接近 25%/高个位数下降/同比增长超过 50%。其中流通渠道增速主要由奶油带动, 商超下滑主要与去年高基数及上新节奏相关。

■ 多重因素拖累 2023 年盈利水平, 2024Q1 经营性净利率修复至高个位数。公司 2023 年实现归母净利率 2.09%, 同比-2.85pct, 扣非归母净利率 3.48%, 同比-1.44pct。23 年实现毛利率 31.39%, 同比-0.38pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.54%/9.56%/4.22%/0.34%, 同比+1.62/+1.05/+0.02/+0.62pct。2023 年整体毛利率下滑, 费用率提升, 考虑多重内外因素导致: 1) 提前终止股权激励计划, 一次性确认股份支付费用 5818 万元; 2) 公司经销商政策改变, 扶持大商, Q4 计提较大幅度的返利; 3) 公司举办两届经销商大会&参加烘焙展, 业务推广费用增加 0.9pct; 4) 与大 B 客户开拓新品, 磨合产线, 计提资产减值较多。24Q1 归母净利率为 8.38%, 同比+2.10pct; 扣非归母净利率为 7.40%, 同比+1.32pct; 毛利率 32.59%, 同比+0.56pct; 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.21/-0.73/-0.13/-0.03pct。公司去年盈利水平下降主因外部需求疲软, 且公司判断有误。公司今年将加强费用管控包括采购、运输物流、市场投放等环节, 盈利水平有望大幅修复至高个位数。

■ 盈利预测与投资评级: 立高以成为全球烘焙集成服务商为长期战略目标, 渠道+产品双轮驱动, 中长期逻辑清晰。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 40.9/46.9/52.9 亿元, 同比+16.9%/14.5%/12.8%, 预计归母净利润为 2.8/3.6/4.3 亿元, 同比+285%/+26%/+21%, EPS 分别为 1.66/2.10/2.53 元, 对应 PE 分别为 22X、17X、14X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ 风险提示: 食品安全风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、奶油放量不及预期风险、新渠道开拓不及预期风险。

市场数据

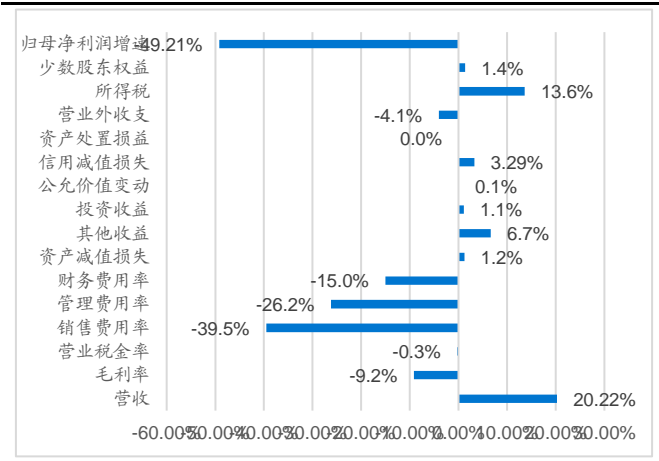
收盘价(元)	35.82
一年最低/最高价	27.14/93.50
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	3,791.48
总市值(百万元)	6,065.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.32
资产负债率(% ,LF)	35.50
总股本(百万股)	169.34
流通 A 股(百万股)	105.85

相关研究

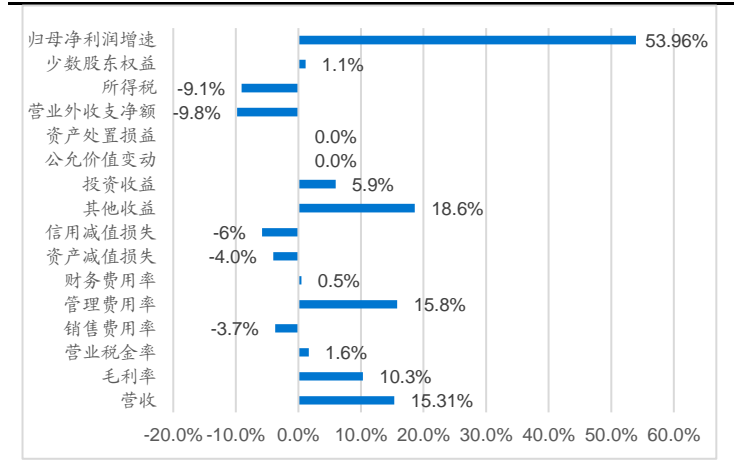
图1: 2023 年立高食品归母净利润增速贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

注: 上表均为利润表单项对归母净利润增速贡献的拆分,

图2: 2024Q1 立高食品归母净利润增速贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

即归母净利润增速=下列所有项增速贡献的总和

立高食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,977	2,278	2,813	3,484	营业总收入	3,499	4,091	4,685	5,286
货币资金及交易性金融资产	1,314	1,610	2,115	2,761	营业成本(含金融类)	2,401	2,792	3,187	3,591
经营性应收款项	241	267	292	315	税金及附加	31	35	40	45
存货	262	253	264	276	销售费用	474	479	539	603
合同资产	0	0	0	0	管理费用	334	270	300	328
其他流动资产	160	148	141	132	研发费用	148	172	192	214
非流动资产	1,963	2,032	1,955	1,822	财务费用	12	6	9	5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	28	29	33	37
固定资产及使用权资产	1,118	1,206	1,179	1,046	投资净收益	2	0	0	0
在建工程	303	253	203	203	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	321	321	321	321	减值损失	(31)	(18)	(10)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	40	40	40	40	营业利润	98	349	441	533
其他非流动资产	181	212	212	212	营业外净收支	(8)	0	0	0
资产总计	3,940	4,310	4,768	5,306	利润总额	90	349	441	533
流动负债	571	684	793	910	减:所得税	19	73	93	112
短期借款及一年内到期的非流动负债	100	95	95	95	净利润	71	276	348	421
经营性应付款项	264	326	399	479	减:少数股东损益	(2)	(6)	(7)	(8)
合同负债	35	61	70	79	归属母公司净利润	73	281	355	429
其他流动负债	173	201	229	257	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	1.66	2.10	2.53
非流动负债	882	880	880	880	EBIT	108	355	450	538
长期借款	88	88	88	88	EBITDA	257	517	627	721
应付债券	729	729	729	729	毛利率(%)	31.39	31.76	31.97	32.07
租赁负债	41	41	41	41	归母净利率(%)	2.09	6.87	7.58	8.12
其他非流动负债	24	23	23	23	收入增长率(%)	20.22	16.91	14.52	12.82
负债合计	1,453	1,564	1,673	1,790	归母净利润增长率(%)	(49.21)	284.83	26.45	20.78
归属母公司股东权益	2,472	2,736	3,092	3,521					
少数股东权益	15	10	3	(6)					
所有者权益合计	2,487	2,746	3,094	3,515					
负债和股东权益	3,940	4,310	4,768	5,306					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	305	563	614	701	每股净资产(元)	13.14	14.71	16.81	19.34
投资活动现金流	(708)	(239)	(100)	(50)	最新发行在外股份(百万股)	169	169	169	169
筹资活动现金流	929	(27)	(9)	(5)	ROIC(%)	2.98	7.85	9.18	9.98
现金净增加额	526	296	505	646	ROE-摊薄(%)	2.95	10.27	11.49	12.19
折旧和摊销	149	162	177	183	资产负债率(%)	36.88	36.29	35.10	33.74
资本开支	(373)	(200)	(100)	(50)	P/E(现价&最新股本摊薄)	83.06	21.58	17.07	14.13
营运资本变动	52	94	69	87	P/B(现价)	2.73	2.44	2.13	1.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>