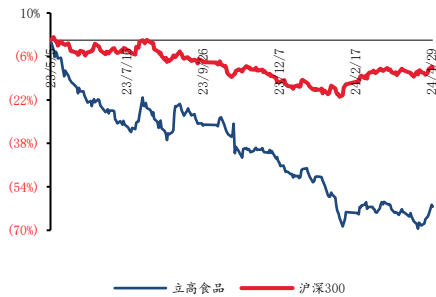


## 立高食品：盈利改善效果初步体现，奶油新品续力增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	1.69/1.69
总市值/流通(亿元)	60.66/60.66
12个月内最高/最低价(元)	93.5/27.14

### 相关研究报告

- <<立高食品：Q3收入环比加速，业绩弹性增长可期>>—2023-10-29
- <<立高食品：23Q1需求回暖，期待逐季加速>>—2023-05-04
- <<立高食品：锐意进取，改革图新>>—2023-03-15

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

### 证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

**事件：**公司发布2023年报及2024年一季报，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%，扣非净利润1.22亿元，同比-14.95%。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%，扣非净利润-0.24亿元，同比-148.83%。2024Q1公司实现营业收入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%。公司拟每股派现0.5元（含税）。

**2024Q1收入增长稳健，奶油新品延续高增。**2023年在商超以及餐饮新客驱动下，公司全年实现收入同比+20%。分渠道来看，2023年公司饼店/商超/餐饮新零售分别收入占比约为55%/30%/15%，收入分别同比持平/+50%/+100%；2024Q1收入占比分别为51%/31%/17%，收入分别同比+25%/-10%~-5%/+50%，Q1餐饮渠道新开直营客户贡献增量，奶油新品放量驱动饼店收入实现较快增长，商超收入略有下滑，主由春节返乡导致高线城市人流量下滑加上高基数影响。分产品来看，2023年冷冻烘焙/奶油/酱料/水果制品收入分别为22.1/6.5/2.3/1.9亿元，同比+23.9%/+27.7%/+18.1%/-8.5%，冷冻烘焙产品增长主由商超新品以及餐饮新开客户订单规模增长贡献；同时，公司UHT奶油新产线投产，奶油新品表现亮眼，2024Q1仍延续快增趋势，推动奶油业务Q1实现翻倍增长。其他产品方面，Q1冷冻烘焙收入占比约61%，同比基本持平，收入增长放缓主因商超渠道收入下滑拖累。

**采购管理优化+新品盈利改善，2024Q1盈利水平改善明显。**2023年公司毛利率同比-0.4pct至31.4%，主因2023Q4头部经销商确认全年返利额度，Q4毛利率同比-4.3pct至28.2%。费用方面，2023年公司销售/管理费用率分别同比+1.6/+1.1pct，研发费用率同比持平，销售及管理费用率上升主因2023年公司中转仓数量以及推广活动增加，导致仓储运输费用以及渠道费用增长明显，同时公司Q4加速计提股权激励费用。此外，以餐饮大客户新品试销为主以及其他小品种的资产减值损失合计计提3110万元，全年净利率-2.9pct至2.0%。2024Q1公司盈利能力明显改善，一方面Q1公司毛利率同比+0.6pct至32.6%，主要得益于采购管理优化以及奶油新品毛利率提升。另一方面，股权激励费用减少带来管理费用率同比下降0.7pct，销售及研发费用率管控稳定，Q1分别同比+0.2/-0.1pct。此外，资产减值损失同比减少109万，环比减少754万，综上Q1净利率同比+2.1pct至8.4%，扣非净利

率同比+1.3pct 至 7.4%。

**奶油新品增长势头较好，费用管控效果初步体现，年内盈利有望实现弹性增长。**今年公司将继续发力 UHT 系列奶油新品以应对下游烘焙需求疲软、降本诉求挤压半成品渗透率的问题，奶油行业属于烘焙原料中销售规模较大的子品类，且相比其他烘焙原料来说研发、生产壁垒更高，可获得较强粘性以及较高的盈利水平。目前国内呈现冷藏奶油替代冷冻奶油的消费趋势，未来以稀奶油为代表的奶油还有较大的升级成长空间。公司佛山工厂新开稀奶油生产线将于年内投产，今年奶油新品销售时间更长，有望获得更多增量。同时，公司与华住会签署战略合作协议，成为其官方唯一指定的烘焙供应商，并已为某头部茶饮客户提供奶盖产品；塔斯汀、百胜等已有大客户合作效果也有望将在年内逐步体现，预计今年公司餐饮渠道将延续高增趋势。商超渠道随重点客户新开店+公司新品导入，有望实现稳健增长。今年公司各项费用有望继续管控优化，2024Q1 优化效果已得到初步体现，后续盈利能力有望进一步提升。

**投资建议：**我们预计 2024-2026 年收入 40.9/47.8/55.8 亿元，归母净利润 2.7/3.4/3.9 亿元，同比+268%/25%/16%，对应 PE 为 23/18/16X。我们按照 2024 年业绩给 28 倍 PE，一年目标价 44.73 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；经济复苏不及预期；产能建设不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,499	4,093	4,782	5,576
营业收入增长率(%)	20.22%	16.97%	16.84%	16.61%
归母净利（百万元）	73	269	335	390
净利润增长率(%)	-49.21%	268.21%	24.71%	16.28%
摊薄每股收益（元）	0.43	1.59	1.98	2.30
市盈率（PE）	112.59	22.56	18.09	15.56

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	532	1,061	1,014	1,067	1,203
应收和预付款项	288	241	390	452	528
存货	312	262	403	452	515
其他流动资产	67	413	370	372	375
流动资产合计	1,199	1,977	2,177	2,344	2,622
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	794	1,065	1,217	1,335	1,420
在建工程	386	303	411	525	636
无形资产开发支出	287	321	443	562	683
长期待摊费用	40	40	40	40	40
其他非流动资产	1,360	2,211	2,447	2,622	2,907
资产总计	2,868	3,940	4,558	5,083	5,686
短期借款	85	77	143	206	270
应付和预收款项	350	264	453	521	605
长期借款	0	88	88	88	88
其他负债	305	1,024	1,129	1,182	1,241
负债合计	740	1,453	1,813	1,997	2,204
股本	169	169	169	169	169
资本公积	1,273	1,384	1,388	1,388	1,388
留存收益	678	666	935	1,270	1,660
归母公司股东权益	2,120	2,472	2,724	3,060	3,450
少数股东权益	8	15	20	26	32
股东权益合计	2,128	2,487	2,744	3,086	3,482
负债和股东权益	2,868	3,940	4,558	5,083	5,686

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	343	305	529	575	658
投资性现金流	-579	-708	-620	-585	-586
融资性现金流	-18	929	45	63	64
现金增加额	-254	526	-46	53	136

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,911	3,499	4,093	4,782	5,576
营业成本	1,986	2,401	2,734	3,180	3,680
营业税金及附加	25	31	32	38	44
销售费用	347	474	483	574	670
管理费用	248	334	340	383	446
财务费用	-8	12	0	0	0
资产减值损失	-24	-31	-27	-22	-17
投资收益	0	2	2	3	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	178	98	340	423	491
其他非经营损益	-2	-8	-2	-2	-2
利润总额	176	90	338	421	490
所得税	32	19	64	80	94
净利润	144	71	274	341	396
少数股东损益	0	-2	5	6	6
归母股东净利润	144	73	269	335	390

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	31.77%	31.39%	33.20%	33.50%	34.00%
销售净利率	4.94%	2.09%	6.57%	7.01%	6.99%
销售收入增长率	3.32%	20.22%	16.97%	16.84%	16.61%
EBIT 增长率	-49.26%	-39.63%	212.58%	24.66%	16.16%
净利润增长率	-49.22%	-49.21%	268.21%	24.71%	16.28%
ROE	6.78%	2.95%	9.87%	10.96%	11.30%
ROA	5.01%	1.85%	5.90%	6.60%	6.86%
ROIC	6.45%	2.47%	7.28%	8.19%	8.55%
EPS (X)	0.85	0.43	1.59	1.98	2.30
PE (X)	113.29	112.59	22.56	18.09	15.56
PB (X)	7.68	3.33	2.23	1.98	1.76
PS (X)	5.60	2.35	1.48	1.27	1.09
EV/EBITDA (X)	55.39	31.60	11.44	9.40	8.04

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。