

立高食品 (300973.SZ)

公司快报

食品饮料 | 休闲食品III

投资评级

增持-B(首次)

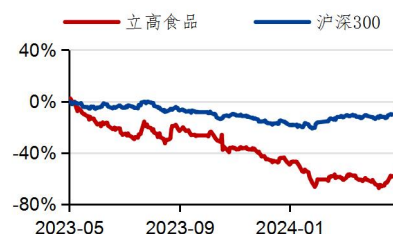
股价(2024-05-08)

37.85 元

交易数据

总市值(百万元)	6,409.53
流通市值(百万元)	4,006.35
总股本(百万股)	169.34
流通股本(百万股)	105.85
12个月价格区间	87.66/29.74

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.17	3.54	-46.91
绝对收益	16.82	11.42	-57.56

分析师

李鑫鑫

SAC 执业证书编号: S0910523120001

lixinxin@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

相关报告

奶油放量增长, 经营改善可期

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。根据公告, 2023 年公司实现营业收入 34.99 亿元, 同比增长 20.22%, 实现归母净利润 0.73 亿元, 同比下降 49.21%, 实现扣非后归母净利润 1.22 亿元, 同比下降 14.95%; 剔除不涉及现金流出的股权激励对应的股份支付费用后, 归母净利润 1.86 亿元, 同比下降 15.41%, 扣非归母净利润 1.76 亿元, 同比下降 19.49%。

23Q4 公司实现营业收入 9.17 亿元, 同比增长 6.67%, 实现归母净利润-0.85 亿元, 同比下降 297.22%, 实现扣非后归母净利润-0.24 亿元, 同比下降 148.83%;

24Q1 公司实现营业收入 9.16 亿元, 同比增长 15.31%, 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 53.96%, 实现扣非后归母净利润 0.68 亿元, 同比增长 40.29%, 剔除股权激励对应的股份支付费用后, 归母净利润 0.81 亿元, 同比增长 22.3%。

◆ **年报分析:** 奶油新品贡献增长, 商超餐饮增速较快, 多因素影响下净利率下滑

奶油新品贡献增长, 商超餐饮增速较快。2023 年公司实现营收 34.99 亿元, 同比 20.22% (Q1: +26.19%; Q2: +21.26%; Q3: +30.07%; Q4: +6.67%)。收入分产品看, 23 年冷冻烘焙收入 22.1 亿元/同比+23.93%, 主要得益于核心商超、餐饮客户的规模增长贡献; 烘焙食品原料收入 12.6 亿元/同比+12.71% (奶油/酱料, 水果制品), 主要得益于稀奶油新品和核心餐饮客户稳健增长, 其中 UHT 奶油新产线投产半年销售收入超 1.5 亿元; 分渠道来看, 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, 主要得益于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, 2023 年公司开拓了头部重要餐饮客户及连锁酒店客户, 对公司多元化渠道建设和新客户开拓起到重要的标杆示范效应。

费用投放增加, 多因素导致净利率下降。2023/2023Q4 公司毛利率为 31.39%/28.19%, 同比-0.38pct/-4.26pct, 23Q4 毛利率大幅下降主要源于大客户返利兑付加大。2023 年公司销售/管理费用率为 13.54%/9.56%, 同比+1.62pct/+1.05pct, 期间费用率为 27.66%, 同比+3.32pct, 费用投放显著增加主要存在以下原因: 1) 2021 年股票期权激励计划中止, 公司加速提取股份支付费用, 其中计入非经常性损益科目的股份支付费用达 5818 万元; 2) 为减少工厂与客户间的运输距离, 对外租赁的中转仓数量有所增加, 调拨费用增长; 3) 公司积极举办经销商大会和行业烘焙展会, 并于渠道层面针对区域重点客户举办较多的推广服务会议, 业务推广相关费用同比增长; 4) 产品研发投入力度增强。此外, 公司资产减值损失计提 0.31 亿元, 主要系公司于 2023 年实行产品研发项目组制, 新品上市数量较多, 产能爬坡及生产磨合阶段折算的单件生产成本偏高, 相应计提存货跌价损失。综合因素影响下, 2023 年公司净利率为 2.20%, 同比-2.91pct。



◆ 一季报分析：UHT 奶油增势可观，费用管控良好，净利率同比提升

产品渠道持续发力，UHT 奶油增势可观。24Q1 公司实现收入 9.16 亿元，同比+15.31%，分产品来看，冷冻烘焙食品收入占比约 61%，同比基本持平，烘焙食品原料占比约 39%，同比增长约 56%，其中 UHT 系列奶油产品仍保持较好增势，带动 Q1 奶油板块翻倍增长；分渠道来看，流通饼房渠道收入同比增长接近 25%，主要得益于奶油类新品驱动，商超渠道同比下降高单位数，主要受高线城市春节期间返乡流动和去年较高基数影响，餐饮及新零售渠道同比增长超 50%，其中直供餐饮类连锁客户、餐饮经销商均保持较快的增长势头。

费用管控良好，盈利能力改善。24Q1 公司毛利率为 32.59%，同比+0.56pct，Q1 优化采购管理初见成效。费用端，24Q1 公司销售/管理/研发费用率为 12.10%/6.57%/3.55%，同比+0.2pct/-0.73pct/-0.13pct，期间费用率为 22.42%，同比-0.68pct，整体费用管控符合公司预期，管理费用率仍有压缩空间；最终 24Q1 公司净利率为 8.30%，同比+2.04pct。2024 年公司减少展会投入、发挥人员规模效应以及严格执行市场费用滚动预算，费用率有望实现下降，叠加销售扩大成本规模效益增加，公司盈利能力有望改善。

◆ 未来展望：坚持打造六大领先，全面提升市场地位。具体来看，**人才领先**，进一步完善内部员工考核和激励机制，加大外部人才引进力度，优化公司人才体系，构建长效的人才梯队形成机制；**商业模式领先**，灵活根据市场发展趋势对自身商业模式更新迭代，目前立高集团树立了“全球烘焙集成服务商”的长期战略定位，有望集团最大化发挥资源作用；**产品力领先**，引进优质、高性价比原料，积极丰富已有品类形态、开展品类创新，洞察海内外市场趋势打造畅销品类，同时研发引进先进生产技术，扩建、升级产线确保为行业内最优产能；**渠道领先**，持续进行渠道深度和广度和延伸，深度上强化销售团队，融入和原有事业部和销售团队架构，成立一支团队整合全集团产品线，并继续下沉营销网络提高覆盖率，广度上优化经销商体系、加强深度合作，同时进一步丰富营销渠道，大力开发餐饮、商超、便利店、茶饮以及海外等渠道；**供应链领先**，完善和优化供应链布局，一方面将继续推进供应链运行嫁接上云，另一方面加大资金投入，与上下游合作，打造需求更完善的供应链组合，实现降本增效；**总成本领先**，推进自动化产线、人效改善、成本控制等，通过全方面成本控制实现全成本领先。

◆ 投资建议：公司为冷冻烘焙领域龙头，现已形成冷冻烘焙食品和烘焙食品原料两大系列产品，并持续推进老品升级、新品研发，叠加渠道同步拓展延伸，以及供应链优化升级、成本管控效率提升，盈利能力有望持续改善。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 40.42/47.06/54.28 亿元，同比增长 15.5%/16.4%/15.3%，归母净利润 2.74/3.52/4.21 亿元，同比增长 274.9%/28.6%/19.7%，对应 EPS 分别为 1.62/2.08/2.49 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ 风险提示：市场需求变化，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,911	3,499	4,042	4,706	5,428
YoY(%)	3.3	20.2	15.5	16.4	15.3
归母净利润(百万元)	144	73	274	352	421
YoY(%)	-49.2	-49.2	274.9	28.6	19.7
毛利率(%)	31.8	31.4	32.0	32.3	32.6
EPS(摊薄/元)	0.85	0.43	1.62	2.08	2.49
ROE(%)	6.7	2.8	9.8	11.5	12.2
P/E(倍)	44.6	87.8	23.4	18.2	15.2
P/B(倍)	3.0	2.9	2.6	2.3	2.0
净利率(%)	4.9	2.1	6.8	7.5	7.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

预计 2024-2026 年公司收入预计同比增长 **15.52%/16.43%/15.34%**，毛利率为 **31.96%/32.34%/32.61%**：

- (1) **冷冻烘焙食品**：公司持续推进冷冻烘焙老品升级和新品研发，提高产品品质，同时伴随着渠道改革成效陆续兑现以及商超、餐饮新零售等渠道的持续开拓，该系列产品有望实现稳健增长，预计 2024-2026 年冷冻烘焙食品收入增速为 10.00%/13.12%/13.12%，毛利率为 31.0%/31.5%/32.0%。
- (2) **烘焙食品原材料**：**a.奶油**。公司顺应奶油消费升级趋势，前瞻性布局冷藏奶油产品，新品上市后呈现较好增长势能，叠加奶油品类市场规模较大，预计未来仍将实现较快增长，预计 2024-2026 年奶油收入增速为 37.7%/27.5%/21.2%；**b.水果制品**。因消费者健康意识升级，水果制品接受度略次于原装鲜水果，故发展速度有所减缓，预计未来该业务表现将较为平稳，2024-2026 年收入增速为 0%/2%/2%；**c.酱料**。公司与重要餐饮客户合作较为稳定，随着客户群体的开拓丰富，酱料业务有望保持较快增长，预计 2024-2026 年收入增速为 19.18%/16.00%/16.15%；**d.其他烘焙原材料**。预计稳健增长，2024-2026 年收入增速为 5%/8%/8%。综合来看，预计 2024-2026 年烘焙食品原材料收入增速为 23.83%/19.95%/16.88%，毛利率为 34.07%/34.64%/35.03%。

表 1：公司业务拆分

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
冷冻烘焙食品					
营业收入（百万元）	1783.88	2210.69	2431.76	2750.81	3111.72
yoy%	3.81%	23.93%	10.00%	13.12%	13.12%
毛利率	32.62%	30.49%	31.00%	31.50%	32.00%
烘焙食品原材料					
营业收入（百万元）	1119.58	1261.87	1562.63	1874.34	2190.74
yoy%	2.13%	12.71%	23.83%	19.95%	16.88%
毛利率	30.27%	33.31%	34.07%	34.64%	35.03%
其中： 奶油					
营业收入（百万元）	512.61	654.35	901.04	1148.82	1392.37
yoy%	8.95%	27.65%	37.70%	27.50%	21.20%
毛利率	35.16%	39.03%	39.00%	39.00%	39.00%
水果制品					
营业收入（百万元）	204.55	187.27	187.27	191.01	194.83
yoy%	-6.29%	-8.45%	0.00%	2.00%	2.00%
毛利率	29.03%	28.41%	28.50%	29.00%	29.50%
酱料					
营业收入（百万元）	197.39	233.16	277.88	322.34	374.39
yoy%	7.48%	18.12%	19.18%	16.00%	16.15%
毛利率	20.63%	23.37%	24.00%	24.50%	25.00%
其他烘焙原材料					

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	205.03	187.10	196.45	212.17	229.14
yoy%	-8.37%	-8.75%	5%	8%	8%
毛利率	28.58%	30.59%	31.00%	31.50%	32.00%
仓储运输服务					
营业收入（百万元）	1.62	20.22	40.43	72.77	116.44
yoy%		1145.28%	100.00%	80.00%	60.00%
毛利率	4.60%	-2.96%	0.00%	0.00%	0.00%
主营业务					
主营业务收入（百万元）	2905.08	3492.78	4034.83	4697.92	5418.90
yoy%	3.21%	20.23%	15.52%	16.43%	15.35%
毛利率	31.70%	31.31%	31.88%	32.26%	32.54%
其他业务					
其他营业收入（百万元）	5.51	6.32	7.27	8.14	8.95
yoy%	134.21%	14.77%	15%	12%	10%
毛利率	65.15%	74.01%	75.00%	76.00%	76.50%
公司整体					
收入（百万元）	2910.59	3499.10	4042.09	4706.06	5427.85
yoy%	3.32%	20.22%	15.52%	16.43%	15.34%
综合毛利率	31.77%	31.39%	31.96%	32.34%	32.61%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、可比公司估值

公司主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售，属于烘焙行业，为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司安井食品（主要销售速冻食品）、三全食品（主要销售速冻面米食品和速冻调制食品）、南侨食品（产品涉及烘焙油脂相关制品、烘焙原料和预制烘焙领域）、海融科技（主要销售烘焙、餐饮等食品原料）、千味央厨（主要为餐饮企业提供定制化、标准化的预制半成品）作为可比公司，进行估值对比。公司为冷冻烘焙领域龙头，现已形成冷冻烘焙食品和烘焙食品原料两大系列产品，并持续推进老品升级、新品研发，叠加渠道同步拓展延伸，以及供应链优化升级、成本管控效率提升，盈利能力有望持续改善。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2024E	2025E	2024E	2025E
603345	安井食品	281.62	17.26	20.28	16.32	13.88
002216	三全食品	112.54	7.81	8.47	14.41	13.28
605339	南侨食品	73.28	3.22	4.02	22.76	18.25
300915	海融科技	28.80	1.24	1.62	23.24	17.73
001215	千味央厨	37.49	1.70	2.11	22.01	17.77
	平均	-	6.25	7.30	19.75	16.18
300973	立高食品	64.10	2.74	3.52	23.41	18.20

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自wind一致预期，截止日期2024年5月8日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1199	1977	2312	2237	2513	营业收入	2911	3499	4042	4706	5428
现金	532	1061	1169	1104	1134	营业成本	1986	2401	2750	3184	3658
应收票据及应收账款	265	219	340	311	440	营业税金及附加	25	31	31	37	45
预付账款	23	22	29	30	39	营业费用	347	474	497	574	662
存货	312	262	396	366	509	管理费用	248	334	267	301	342
其他流动资产	67	413	377	426	391	研发费用	122	148	158	179	201
非流动资产	1656	1963	2115	2268	2454	财务费用	-8	12	-7	-17	-23
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-28	-31	-26	-34	-44
固定资产	794	1065	1161	1274	1393	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	287	321	393	439	495	投资净收益	0	2	1	1	1
其他非流动资产	575	577	561	556	566	营业利润	178	98	342	439	523
资产总计	2855	3940	4427	4505	4966	营业外收入	0	1	0	0	0
流动负债	675	571	932	870	1109	营业外支出	2	8	3	4	5
短期借款	85	77	77	77	77	利润总额	176	90	339	435	519
应付票据及应付账款	350	264	439	375	560	所得税	32	19	67	86	103
其他流动负债	240	230	416	418	472	税后利润	144	71	272	349	416
非流动负债	52	882	736	592	456	少数股东损益	-0	-2	-2	-3	-5
长期借款	0	817	671	527	391	归属母公司净利润	144	73	274	352	421
其他非流动负债	52	65	65	65	65	EBITDA	254	247	458	570	661
负债合计	727	1453	1668	1462	1565						
少数股东权益	8	15	13	9	4	主要财务比率					
股本	169	169	169	169	169	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1273	1384	1384	1384	1384	成长能力					
留存收益	678	666	859	1105	1399	营业收入(%)	3.3	20.2	15.5	16.4	15.3
归属母公司股东权益	2120	2472	2745	3034	3397	营业利润(%)	-50.1	-44.8	249.3	28.3	19.3
负债和股东权益	2855	3940	4427	4505	4966	归属于母公司净利润(%)	-49.2	-49.2	274.9	28.6	19.7
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	31.8	31.4	32.0	32.3	32.6
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率(%)	4.9	2.1	6.8	7.5	7.8
经营活动现金流	343	305	377	416	532	ROE(%)	6.7	2.8	9.8	11.5	12.2
净利润	144	71	272	349	416	ROIC(%)	5.9	2.7	7.2	8.8	9.9
折旧摊销	89	130	123	145	156	偿债能力					
财务费用	-8	12	-7	-17	-23	资产负债率(%)	25.5	36.9	37.7	32.4	31.5
投资损失	0	-2	-1	-1	-1	流动比率	1.8	3.5	2.5	2.6	2.3
营运资金变动	76	52	-10	-59	-16	速动比率	1.2	2.8	1.9	2.0	1.7
其他经营现金流	42	42	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-579	-708	-274	-297	-340	总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
筹资活动现金流	-18	929	6	-185	-161	应收账款周转率	12.5	14.4	14.4	14.4	14.4
						应付账款周转率	6.8	7.8	7.8	7.8	7.8
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.43	1.62	2.08	2.49	P/E	44.6	87.8	23.4	18.2	15.2
每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	1.80	2.23	2.46	3.14	P/B	3.0	2.9	2.6	2.3	2.0
每股净资产(最新摊薄)	12.52	13.14	14.76	16.46	18.61	EV/EBITDA	23.7	24.6	13.0	10.3	8.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn