

商超渠道承压，控费保证盈利能力稳健向好

核心观点

公司今年收入端有较大压力，Q3 同比微跌 1.11%，需求恢复仍待观察。分产品来看，今年增长压力最大的是冷冻烘焙产品（占比 58%），前 3Q 同比下降 7%，主要由于商超渠道产品上架安排调整，同比下降约 10%，奶油是流通渠道增长的主要动力，同比增长 70%。原材料价格影响毛利率下降，但销售费率下降，带动净利率提升 1.89pcts。展望 Q4，动销受春节错位影响有望提速。

事件

公司公布 2024 年三季度报：

前三季度，公司实现营收 27.17 亿元，同比增长 5.22%；归母净利润 2.03 亿元，同比增长 28.21%；扣非归母净利润 1.91 亿元，同比增加 31.32%。

Q3 单季，公司实现营收 9.36 亿元，同比下降 1.11%；归母净利润-0.68 亿元，同比增长 35.07%；扣非归母净利润 0.67 亿元，同比增长 57.43%。

简评

奶油推动流通渠道快速增长，商超渠道短期调整

公司今年收入端有较大压力，Q3 同比微跌 1.11%，需求恢复仍待观察。分产品来看，今年增长压力最大的是冷冻烘焙产品（占比 58%），前 3Q 同比下降 7%，烘焙食品原料（包括奶油、酱料及其他烘焙原材料）收入（占比 42%）同比增长 30%，其中，奶油是增长的主要动力，同比增长 70%，新品稀奶油渠道反馈良好。分渠道来看，流通渠道（占比 55%）前 3Q 收入同比增长 11%，主要奶油产品几乎都在流通渠道，带动渠道快速增长；商超渠道（占比 27%）由于产品上架安排调整，同比下降约 10%，也是拖累冷冻烘焙产品下降的主要因素，但考虑到公司还在积极推进新品进入大客户商超渠道，后面有望环比改善；餐饮、茶饮及新零售（占比 18%）体量较小，同比增速达到 20%，主要是去年开发大客户在今年持续贡献增量。

部分原材料成本上行，销售费率明显下降

公司 Q3 毛利率同比下降 0.55pcts 至 31.34%，主要是原材料价格影响，如油脂、进口乳制品等价格上行。费用方面，公司 Q3 的

立高食品 (300973.SZ)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

010-56135266

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518100010

SFC 编号:BQE111

发布日期：2024 年 10 月 30 日

当前股价：35.40 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
11.29/4.84	38.61/24.92	-36.99/-45.89
12 月最高/最低价 (元)		55.82/22.58
总股本 (万股)		16,934.02
流通 A 股 (万股)		11,652.69
总市值 (亿元)		59.95
流通市值 (亿元)		41.25
近 3 月日均成交量 (万)		394.91
主要股东		
彭裕辉		15.29%

股价表现



相关研究报告

【中信建投食品饮料】立高食品 (300973):奶油业务表现亮眼，静待盈利能力改善

销售/管理/研发/财务费率同比变动分别为-2.19/-0.98/-0.67/+0.15pcts。公司销售费率今年明显下降，主要是公司严格落实费用预算的执行，提高各项费用的投入产出比，最终公司 Q3 归母净利率同比提升 1.89pcts 至 7.14%，盈利能力同比明显改善。

Q4 备货旺季即将来临，春节错位利好销售同比改善

Q4 有望提速，主要是春节错位影响。此外，Q4 公司第二条 UHT 奶油生产线落地投产，其产能设计是河南的两倍，落地后，公司奶油产能瓶颈问题有望解决。同时，新产线也有助于公司涵盖茶饮、咖啡相关的奶油产品，开拓新渠道。此外，公司新推出的 330 pro 产品（较 360pro 更有性价比）9 月底至 10 月初已经上市，静待持续放量。在费用投放方面，公司今年费用也在严格落实滚动预算管理，对费用支出进行有效控制，预计 Q4 费率保持稳定，盈利能力保持稳健提升。

盈利预测：根据公司财报表现，我们预计 2024-2026 年公司实现收入 39.13、46.86、55.50 亿元，实现归母净利润 2.76、3.42、4.36 亿元，对应 EPS 为 1.63、2.02、2.57 元/股。

风险提示：1) **原材料价格上涨风险：**烘焙行业原材料涉及种类众多，若油脂、白糖等部分原材料价格后续出现超预期上涨将对公司盈利造成较大压力；2) **行业竞争加剧：**国内冷冻烘焙行业当前正处于快速成长期，近年来市场参与者纷纷扩产，若后续行业内出现竞争加剧的情况，将对公司经营造成不利影响；3) **新品表现不及预期：**公司需要通过打造大单品来塑造品牌声势，提升市场地位，若公司新品的市场表现不及预期，推新节奏受到影响，将对公司业绩端的后续增长造成影响。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,911	3,499	3,913	4,686	5,550
YoY(%)	3.32	20.22	11.83	19.75	18.45
净利润(百万元)	144	73	276	342	436
YoY(%)	-49.22	-49.21	277.60	24.08	27.30
毛利率(%)	31.77	31.39	32.47	32.45	32.72
净利率(%)	4.94	2.09	7.05	7.30	7.85
ROE(%)	6.78	2.95	10.77	12.82	15.50
EPS(摊薄/元)	0.85	0.43	1.63	2.02	2.57
P/E(倍)	41.70	82	22	18	14
P/B(倍)	2.83	2.69	2.59	2.47	2.34

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

陈语匆

英国阿斯顿大学金融专业硕士，2019 年 11 月加入中信建投食品饮料团队，专注调味品研究，拥有跨行业复合研究经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk