

立高食品 (300973)

证券研究报告
2025年01月15日

β/α 均有看点, 25 年收入有望实现稳定增长

事件: 1月10日公司召开了2025年第一次临时股东大会, 审议《关于变更公司经营地址、注册资本并修订〈公司章程〉的议案》并进行了投资者现场交流。

春节备货情况: 较好市场反馈和消费者青睐等因素, 公司持积极展望态度

烘焙行业的春节备货在Q4中后段进入旺季, 公司稀奶油相关产品维持比较好的销售反馈, 冷冻烘焙相关的产品在流通渠道也在积极备货。

渠道端: 逐渐将资源往更多样化的渠道投放

- ① 传统商超: 公司对全国性商超是很重视的, 在一些大型商超渠道取得了较好的新品上新效果, 同时对地区商超也有配套人员和产线去开发, 相信未来凭借成熟经验和良好效果能在商超渠道调改趋势中获得不错立足点。
- ② 新渠道: 2025年开始, 尤其是以往表现突出的品类, 会比以往投入更多资源, 加大与其相匹配的程度, 对应地会加大市场渗透。比如甜甜圈, 公司认为这个产品市场渗透的可行性和市占率还可以做很多延展, 接下来还会加大这方面产品的营销投入, 使它成为可以普及的产品。另外还有麻薯, 公司这两年在冰淇淋麻薯的基础上, 也会做其他方面的应用升级, 例如餐饮甜品的场景。

产能: 产能爬坡规模效应逐渐显现

- ① UHT 生产线: 公司 UHT 冷藏奶油生产线已实现满负荷运转, 其中芦荟生产线在常规时期维持单班生产模式, 而在生产旺季则切换为双班生产, 目前正处于此种灵活调控的生产状态, 产能尚有进一步释放的潜力。
- ② 佛山新产线 (爬坡阶段): 公司佛山工厂的稀奶油产线在 2024 年 9 月份正式生产, 2024 年 12 月已经有一半时间实现双班运行。1 月会相对转淡一些, 主要是季节性的影响。

成本端: 2024 年进口乳制品和棕榈油上涨较多, 24 年 12 月都达到了阶段性的价格高位, 价格较高时公司锁单较谨慎, 不会锁大单、长单, 目前 1 月份看到有价格回落, 在春节后再结合市场价格情况考虑延长订单。

投资建议: 我们认为, 从α角度看, 25 年立高或通过传统商超调改红利释放、新渠道开拓实现加速发展, 再加上稀奶油等强潜力单品继续打开流通渠道空间等方式实现收入端稳定增长, 同时通过主动成本控制和产能爬坡规模效应显现实现利润端潜力表现。从β角度看, 由于立高属于餐饮赛道, 因此餐饮向上或带来β加成。考虑到公司原材料棕榈油涨价导致成本上升, 我们调整 24-26 年公司收入增速为 17%/14%/16% (前值 16%/16%/17%), 总营收调整为 40.8/46.6/54.1 亿元 (前值 40.6/47.1/55.2 亿元), 归母净利润增速分别为 270%/20%/24% (前值 306%/32%/25%), 对应 PE 分别为 23X/19X/16X, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场竞争加剧风险; 产品推广不及预期; 原材料价格波动风险。

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,910.59 | 3,499.10 | 4,084.03 | 4,660.37 | 5,405.85 |
| 增长率(%) | 3.32 | 20.22 | 16.72 | 14.11 | 16.00 |
| EBITDA(百万元) | 404.59 | 402.97 | 536.80 | 618.39 | 740.93 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 143.77 | 73.03 | 270.32 | 324.24 | 402.46 |
| 增长率(%) | (49.22) | (49.21) | 270.16 | 19.95 | 24.12 |
| EPS(元/股) | 0.85 | 0.43 | 1.60 | 1.91 | 2.38 |
| 市盈率(P/E) | 43.82 | 86.26 | 23.30 | 19.43 | 15.65 |
| 市净率(P/B) | 2.97 | 2.55 | 2.64 | 2.54 | 2.45 |
| 市销率(P/S) | 2.16 | 1.80 | 1.54 | 1.35 | 1.17 |
| EV/EBITDA | 38.73 | 18.77 | 11.17 | 9.92 | 8.54 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 食品饮料/休闲食品 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 37.2 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 169.34 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 113.81 |
| A 股总市值(百万元) | 6,299.46 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,233.82 |
| 每股净资产(元) | 13.56 |
| 资产负债率(%) | 36.69 |
| 一年内最高/最低(元) | 48.49/22.28 |

作者

| | |
|------------------------------------------------------|-----|
| 吴立 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110517010002 wuli1@tfzq.com | |
| 陈潇 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110519070002 chenx@tfzq.com | |
| 张潇倩 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110524060003 zhangxiaojian@tfzq.com | |

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《立高食品-季报点评:Q3 收入微降, 利润提升, 前景乐观》2024-11-11
- 2 《立高食品-季报点评:q1 利润高增, 重视改革效率优化促盈利能力持续改善》2024-05-06
- 3 《立高食品-公司深度研究:冷冻烘焙乘风起势, 龙头崛起未来可期!》2024-04-03

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 531.91 | 1,060.60 | 776.73 | 647.65 | 445.63 |
| 应收票据及应收账款 | 265.14 | 219.45 | 338.11 | 337.55 | 419.25 |
| 预付账款 | 22.63 | 21.61 | 44.50 | 25.17 | 49.95 |
| 存货 | 312.12 | 262.04 | 446.59 | 342.87 | 526.30 |
| 其他 | 66.84 | 413.09 | 336.21 | 362.06 | 372.96 |
| 流动资产合计 | 1,198.63 | 1,976.78 | 1,942.14 | 1,715.30 | 1,814.10 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 793.86 | 1,064.65 | 1,388.52 | 1,605.40 | 1,788.54 |
| 在建工程 | 386.20 | 303.15 | 201.57 | 180.94 | 168.57 |
| 无形资产 | 287.20 | 321.26 | 357.80 | 386.35 | 411.89 |
| 其他 | 188.87 | 273.83 | 208.35 | 197.13 | 210.42 |
| 非流动资产合计 | 1,656.12 | 1,962.90 | 2,156.24 | 2,369.82 | 2,579.41 |
| 资产总计 | 2,854.75 | 3,939.68 | 4,098.39 | 4,085.12 | 4,393.51 |
| 短期借款 | 85.08 | 77.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 349.55 | 264.03 | 432.46 | 364.57 | 521.25 |
| 其他 | 191.47 | 195.60 | 296.75 | 262.65 | 326.55 |
| 流动负债合计 | 626.10 | 536.79 | 729.20 | 627.22 | 847.81 |
| 长期借款 | 0.00 | 87.56 | 175.00 | 175.00 | 175.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 729.09 | 729.09 | 729.09 | 729.09 |
| 其他 | 52.17 | 64.98 | 60.57 | 59.24 | 61.60 |
| 非流动负债合计 | 52.17 | 881.63 | 964.66 | 963.33 | 965.69 |
| 负债合计 | 726.94 | 1,452.95 | 1,693.87 | 1,590.55 | 1,813.49 |
| 少数股东权益 | 7.66 | 15.06 | 14.15 | 13.27 | 12.37 |
| 股本 | 169.34 | 169.34 | 169.34 | 169.34 | 169.34 |
| 资本公积 | 1,273.30 | 1,384.45 | 1,384.45 | 1,384.45 | 1,384.45 |
| 留存收益 | 677.51 | 665.86 | 752.58 | 815.51 | 864.51 |
| 其他 | 0.00 | 252.02 | 84.01 | 112.01 | 149.35 |
| 股东权益合计 | 2,127.81 | 2,486.74 | 2,404.52 | 2,494.57 | 2,580.02 |
| 负债和股东权益总计 | 2,854.75 | 3,939.68 | 4,098.39 | 4,085.12 | 4,393.51 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 143.59 | 70.85 | 270.32 | 324.24 | 402.46 |
| 折旧摊销 | 89.19 | 129.70 | 161.17 | 190.21 | 218.70 |
| 财务费用 | 4.52 | 15.50 | 2.76 | 1.80 | 3.46 |
| 投资损失 | 0.00 | (1.60) | (0.53) | (0.71) | (0.95) |
| 营运资金变动 | 37.19 | (77.73) | 53.67 | 5.35 | (93.21) |
| 其它 | 68.24 | 167.99 | (2.85) | (4.55) | (7.33) |
| 经营活动现金流 | 342.73 | 304.71 | 484.52 | 516.35 | 523.14 |
| 资本支出 | 561.17 | 320.07 | 424.41 | 416.33 | 412.64 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,139.89) | (1,027.62) | (845.09) | (831.02) | (826.03) |
| 投资活动现金流 | (578.72) | (707.55) | (420.68) | (414.69) | (413.38) |
| 债权融资 | 91.98 | 805.89 | 1.96 | (1.08) | (2.08) |
| 股权融资 | (9.20) | 279.21 | (349.68) | (229.65) | (309.69) |
| 其他 | (101.14) | (156.30) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (18.37) | 928.81 | (347.71) | (230.73) | (311.77) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (254.36) | 525.98 | (283.87) | (129.08) | (202.02) |

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 2,910.59 | 3,499.10 | 4,084.03 | 4,660.37 | 5,405.85 |
| 营业成本 | 1,986.03 | 2,400.77 | 2,765.72 | 2,980.98 | 3,429.99 |
| 营业税金及附加 | 25.44 | 30.96 | 36.13 | 41.23 | 47.83 |
| 销售费用 | 346.80 | 473.76 | 498.25 | 675.75 | 810.88 |
| 管理费用 | 247.58 | 334.48 | 265.46 | 356.52 | 394.63 |
| 研发费用 | 122.25 | 147.83 | 163.36 | 193.41 | 216.23 |
| 财务费用 | (8.14) | 11.79 | 2.76 | 1.80 | 3.46 |
| 资产/信用减值损失 | (28.01) | (30.73) | (22.62) | (16.95) | (16.40) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 1.60 | 0.53 | 0.71 | 0.95 |
| 其他 | 41.09 | 30.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 177.53 | 97.93 | 330.25 | 394.43 | 487.37 |
| 营业外收入 | 0.42 | 0.51 | 0.36 | 0.43 | 0.43 |
| 营业外支出 | 2.13 | 8.38 | 4.44 | 4.98 | 5.93 |
| 利润总额 | 175.82 | 90.05 | 326.17 | 389.87 | 481.87 |
| 所得税 | 32.24 | 19.20 | 58.71 | 70.18 | 86.74 |
| 净利润 | 143.59 | 70.85 | 267.46 | 319.70 | 395.13 |
| 少数股东损益 | (0.18) | (2.18) | (2.85) | (4.55) | (7.33) |
| 归属于母公司净利润 | 143.77 | 73.03 | 270.32 | 324.24 | 402.46 |
| 每股收益(元) | 0.85 | 0.43 | 1.60 | 1.91 | 2.38 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 3.32% | 20.22% | 16.72% | 14.11% | 16.00% |
| 营业利润 | -50.10% | -44.84% | 237.25% | 19.43% | 23.57% |
| 归属于母公司净利润 | -49.22% | -49.21% | 270.16% | 19.95% | 24.12% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 31.77% | 31.39% | 32.28% | 36.04% | 36.55% |
| 净利率 | 4.94% | 2.09% | 6.62% | 6.96% | 7.44% |
| ROE | 6.78% | 2.95% | 11.31% | 13.07% | 15.67% |
| ROIC | 13.69% | 5.75% | 15.04% | 15.58% | 17.38% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 25.46% | 36.88% | 41.33% | 38.94% | 41.28% |
| 净负债率 | -20.36% | -5.80% | 6.00% | 10.99% | 18.51% |
| 流动比率 | 1.78 | 3.46 | 2.66 | 2.73 | 2.14 |
| 速动比率 | 1.31 | 3.00 | 2.05 | 2.19 | 1.52 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 12.51 | 14.44 | 14.65 | 13.79 | 14.29 |
| 存货周转率 | 9.80 | 12.19 | 11.53 | 11.81 | 12.44 |
| 总资产周转率 | 1.08 | 1.03 | 1.02 | 1.14 | 1.28 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.85 | 0.43 | 1.60 | 1.91 | 2.38 |
| 每股经营现金流 | 2.02 | 1.80 | 2.86 | 3.05 | 3.09 |
| 每股净资产 | 12.52 | 14.60 | 14.12 | 14.65 | 15.16 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 43.82 | 86.26 | 23.30 | 19.43 | 15.65 |
| 市净率 | 2.97 | 2.55 | 2.64 | 2.54 | 2.45 |
| EV/EBITDA | 38.73 | 18.77 | 11.17 | 9.92 | 8.54 |
| EV/EBIT | 47.61 | 25.92 | 15.96 | 14.33 | 12.11 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |