

## 立高食品 (300973.SZ)

## 经营状态向上，上调至强烈推荐

公司 25Q1 收入/归母净利润分别同比+14.1%/+15.1%，公司积极抓住稀奶油结构性增长机遇，稀奶油快速放量。在商超调改等渠道变革的背景下，冷冻烘焙板块在山姆、永辉、胖东来等洽谈合作更多新品，收入改善明显。费用端 24 年起降本增效、费用精细化管理成效明显，规模效益下毛利率也有优化。展望全年，在新兴渠道和稀奶油等拉动下公司收入端有望逐季改善，利润端，油脂等有提前锁价基本保持平稳，费用投入精细化管理，考虑到经营效率优化、规模效益，我们上调 25-26 年 EPS 预测分别为 2.10/2.55 元，对应 25 年 18x，上调至“强烈推荐”评级。

- **事件：**公司发布 24 年报和 25 年一季报，24 年实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 38.4 亿/2.7 亿/2.5 亿，同比+9.6%/+266.9%/+108.2%，业绩符合此前预告。单 Q4 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 11.2 亿/0.6 亿/0.6 亿，同比分别+22.0%/+176.0%/+359.7%，净利率改善明显。25Q1 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 10.5 亿/0.9 亿/0.9 亿，同比+14.1%/+15.1%/+27.3%，Q1 业绩表现超预期。
- **24 年稀奶油高增，份额明显提升，餐饮渠道保持较快增长。**分产品看，24 年冷冻烘焙食品收入 21.3 亿，同比-3.5%；烘焙原料收入 17.0 亿，同比+32.7%，主要为 UHT 系列奶油产品（如 360/330pro）保持快速增长，24 年 UHT 奶油销售收入超 5 亿，带动奶油类收入同比增长 61.8%。分渠道看，24 年流通/商超/餐饮、茶饮及新零售渠道收入占比分别 57%/25%/18%，流通渠道同比增长 15%，受益于稀奶油替代传统植脂和混脂奶油的升级需求，动销出色；商超渠道同比中个位数下滑，主要受去年会员制商超渠道产品周期性调整所致；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道同比增长 20% 左右。
- **24 年毛利率稳定，费效比提升改善净利率。**24 年公司实现毛利率 31.5%，同比+0.1pct，棕榈油成本前低后高，其他原料价格基本稳定。销售/管理费用率同比-1.4pct/-2.9pct，得益于公司 24 年严格预算管理、营销费用把控等多项举措，成本、费用投入产出比明显提升，管理费用率下降得益于会议及培训费、股份支付费用减少所致，24 年归母净利润率提升 4.9pct 至 7.0%。单 Q4 看，毛利率同比+1.6pct 至 29.8%，净利率转正至 5.8%，费效比提升，24 年净利率改善明显。
- **25Q1 业绩表现超预期，会员商超渠道增量可观。**25Q1 实现收入同比+14.1%，Q1 分产品看，冷冻烘焙食品收入约 6.3 亿，同比增长约 12%；烘焙食品原料收入 4.2 亿左右，同比增长约 17%，UHT 奶油高增延续。分渠道看，流通饼房渠道受春节备货缩短影响同比下降中单位数；商超渠道同比增长超过 40%，山姆新品动销反馈良好，叠加公司在商超调改中积极把握客户需求拉动订单增长；餐饮及新零售渠道同比增长超过 20%，全年看增速有望延续。
- **Q1 毛利率受结构和成本波动略降，费用控制效率优化，净利率表现亮眼。**公司 Q1 毛利率 30.0%，同比-2.6pct，主要受渠道结构变化和油脂、乳制品成本波动影响，全年看成本油脂类有锁价、乳制品成本呈下行趋势。销售及管理费用率分别为 10.1%、5.4%，同比分别下降 2.0pct、1.2pct，主

## 强烈推荐（上调）

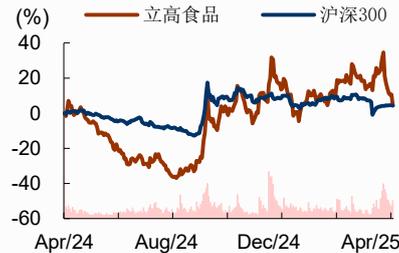
消费品/食品饮料  
目标估值：48.00 元  
当前股价：37.18 元

## 基础数据

总股本（百万股）	169
已上市流通股（百万股）	114
总市值（十亿元）	6.3
流通市值（十亿元）	4.2
每股净资产（MRQ）	15.5
ROE（TTM）	10.7
资产负债率	39.2%
主要股东	彭裕辉
主要股东持股比例	15.29%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	10	27
相对表现	-5	14	19



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《立高食品（300973）—Q3 控费提效明显，盈利回升亮眼》2024-10-30
- 2、《立高食品（300973）—H1 奶油贡献增量，关注冷冻烘焙改善》2024-08-30
- 3、《立高食品（300973）—Q1 流通渠道回暖，关注稀奶油增量》2024-04-29

胡思蓓 S1090524090002

husibei@cmschina.com.cn

要得益于公司加大费用端管理、管理效率提升，最终净利率提升 0.1pct 至 8.5%，净利率表现亮眼，全年看盈利能力有望改善。

- **投资建议：经营状态渐佳，费用优化盈利提升，上调至强烈推荐评级。** 25Q1 收入/归母净利润分别同比+14.1%/+15.1%，公司积极抓住稀奶油结构性增长机遇，稀奶油快速放量。在商超调改等渠道变革的背景下，冷冻烘焙板块在山姆、永辉、胖东来等洽谈合作更多新品，收入改善明显。费用端 24 年起降本增效、费用精细化管控成效明显，规模效益下毛利率也有优化。展望全年，在新兴渠道和稀奶油等拉动下公司收入端有望逐季改善，利润端，油脂等有提前锁价基本保持平稳，费用投入精细化管理，考虑到经营效率优化、规模效益，我们上调 25-26 年 EPS 预测分别为 2.10/2.55 元，对应 25 年 18x。考虑到后续公司利润率仍保持向上改善趋势，利润端增长快于收入，公司经营状态逐步转好，上调至“强烈推荐”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧、原材料价格上涨超预期、新品推广不及预期、产能利用率偏低、食品安全问题等。**

**财务数据与估值**

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3499	3835	4451	5040	5707
同比增长	20%	10%	16%	13%	13%
营业利润(百万元)	98	336	446	542	616
同比增长	-45%	243%	33%	21%	14%
归母净利润(百万元)	73	268	356	433	491
同比增长	-49%	267%	33%	21%	14%
每股收益(元)	0.43	1.58	2.10	2.55	2.90
PE	86.2	23.5	17.7	14.6	12.8
PB	2.5	2.5	2.2	2.0	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 立高食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 立高食品历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《立高食品 (300973) —Q3 控费提效明显, 盈利回升亮眼》2024-10-30
- 2、《立高食品 (300973) —H1 奶油贡献增量, 关注冷冻烘焙改善》2024-08-30
- 3、《立高食品 (300973) —Q1 流通渠道回暖, 关注稀奶油增量》2024-04-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1977	1577	1529	1866	2238
现金	1061	558	401	614	845
交易性投资	254	183	183	183	183
应收票据	2	2	3	3	4
应收款项	218	283	307	348	394
其它应收款	57	26	30	34	39
存货	262	380	437	493	559
其他	124	144	168	190	215
<b>非流动资产</b>	1963	2801	2901	2894	2888
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1065	1427	1577	1612	1644
无形资产商誉	321	339	305	275	247
其他	577	1035	1019	1006	996
<b>资产总计</b>	<b>3940</b>	<b>4378</b>	<b>4430</b>	<b>4760</b>	<b>5126</b>
<b>流动负债</b>	571	904	724	786	860
短期借款	77	176	3	0	0
应付账款	264	401	471	532	602
预收账款	35	17	19	22	25
其他	195	311	231	232	233
<b>长期负债</b>	882	898	898	898	898
长期借款	88	51	51	51	51
其他	794	847	847	847	847
<b>负债合计</b>	<b>1453</b>	<b>1802</b>	<b>1622</b>	<b>1684</b>	<b>1758</b>
股本	169	169	169	169	169
资本公积金	1630	1572	1572	1572	1572
留存收益	672	823	1060	1335	1635
少数股东权益	15	12	6	(1)	(9)
归属于母公司所有者权益	2472	2564	2801	3076	3377
<b>负债及权益合计</b>	<b>3940</b>	<b>4378</b>	<b>4430</b>	<b>4760</b>	<b>5126</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	305	453	499	550	597
净利润	71	264	350	426	483
折旧摊销	130	174	198	207	205
财务费用	16	23	15	7	5
投资收益	(2)	(5)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	109	(25)	(38)	(63)	(72)
其它	(19)	22	5	4	5
<b>投资活动现金流</b>	(708)	(884)	(270)	(170)	(170)
资本支出	(385)	(594)	(300)	(200)	(200)
其他投资	(322)	(290)	30	30	30
<b>筹资活动现金流</b>	929	(78)	(387)	(167)	(196)
借款变动	(57)	60	(253)	(3)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	357	(59)	0	0	0
股利分配	(85)	(119)	(119)	(158)	(191)
其他	713	39	(15)	(7)	(5)
<b>现金净增加额</b>	<b>526</b>	<b>(510)</b>	<b>(157)</b>	<b>213</b>	<b>231</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	3499	3835	4451	5040	5707
营业成本	2401	2628	3085	3486	3947
营业税金及附加	31	29	34	38	43
营业费用	474	464	472	519	588
管理费用	334	256	275	306	347
研发费用	148	112	130	147	167
财务费用	12	15	15	7	5
资产减值损失	(31)	(25)	(25)	(25)	(25)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	28	25	25	25	25
投资收益	2	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	98	336	446	542	616
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	8	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	90	335	445	541	615
所得税	19	71	95	116	132
少数股东损益	(2)	(4)	(6)	(7)	(8)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>73</b>	<b>268</b>	<b>356</b>	<b>433</b>	<b>491</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	20%	10%	16%	13%	13%
营业利润	-45%	243%	33%	21%	14%
归母净利润	-49%	267%	33%	21%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.4%	31.5%	30.7%	30.8%	30.8%
净利率	2.1%	7.0%	8.0%	8.6%	8.6%
ROE	3.2%	10.6%	13.3%	14.7%	15.2%
ROIC	3.5%	9.9%	12.2%	14.2%	14.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.9%	41.2%	36.6%	35.4%	34.3%
净负债比率	4.8%	7.0%	1.2%	1.1%	1.0%
流动比率	3.5	1.7	2.1	2.4	2.6
速动比率	3.0	1.3	1.5	1.7	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
存货周转率	8.4	8.2	7.6	7.5	7.5
应收账款周转率	14.4	15.2	15.0	15.3	15.3
应付账款周转率	7.8	7.9	7.1	7.0	7.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.43	1.58	2.10	2.55	2.90
每股经营净现金	1.80	2.67	2.95	3.25	3.52
每股净资产	14.60	15.14	16.54	18.17	19.94
每股股利	0.50	0.70	0.93	1.13	1.28
<b>估值比率</b>					
PE	86.2	23.5	17.7	14.6	12.8
PB	2.5	2.5	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	30.8	13.5	10.1	8.7	7.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。