

立高食品 (300973.SZ)

买入 (维持评级)

奶油、直销增势良好，经营效率再度强化

事件：公司披露 2024 年报及 2025 一季报，24 年/25Q1 公司实现营收 38.35/10.46 亿元，同比+9.61%/+14.13%；归母净利润 2.68/0.88 亿元，同比+266.94%/+15.11%；扣非归母净利润 2.54/0.86 亿元，同比+108.22%/+27.30%。

➤ **25Q1 冷冻烘焙恢复正增长，稀奶油持续亮眼表现。**分产品看，24 全年公司冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原料分别实现收入 21.33/10.58/1.66/2.25/2.26 亿元，同比 -3.53%/+61.75%/-11.34%/-3.58%/+20.66%。25Q1 冷冻烘焙/原料分别实现约 6.3/4.2 亿元，同比+12%/+17%。UHT 奶油持续快增贡献增长，25Q1 冷冻烘焙及酱料业务恢复正增长。分渠道看，24 全年公司经销/直销/零售分别实现收入 22.21/15.80/0.07 亿元，同比+12.69%/+6.11%/-47.08%，经销渠道受益于受益于稀奶油大单品放量，而直销端餐饮及新零售等创新渠道收入占比约 18%，同比+20%。25Q1 经销渠道收入因旺季错期同比下降中单位数；商超/餐饮及新零售渠道分别受益于顶尖客户上新以及积极拓客，同比增长 40%/20%以上。

➤ **费用率大幅收窄，成功对冲毛利率压力同时净利率提升。**24/25Q1 公司毛利率分别为 31.47%/29.99%，同比+0.08/-2.60pcts，Q1 毛利率下行系原料价格上涨、产品渠道变化共同导致。费用率方面，24/25Q1 公司销售费用率为 12.10%/10.10%，同比-1.44/-2.00pcts；管理费用率 6.68%/5.41%，同比-2.88/-1.16pct；研发费用率 2.92%/2.61%，同比-1.31/-0.94pct；财务费用率 0.39%/0.61%，同比+0.06/+0.42pct。整体来看，四项费用率合计 24/25Q1 同比-5.57/-3.68pcts，费用率大幅收窄；其中销售和研发费用率下降受益于渠道结构变化，以及基于产线的销售研发策略变化带来的费效比提升；管理费用率下行则受益于公司严控费用与规模效应，此外 24 年股份支付费用大幅减少亦有贡献。结合以上，24/25Q1 实现归母净利率 6.99%/8.45%，同比+4.90/+0.07pct；扣非归母净利率 6.62%/8.25%，同比+3.13/+0.85pcts，盈利能力持续改善。

➤ **渠道多元+品类扩张助力收入增长，经营效率优化实现全成本领先。**公司持续针对供应链运营、产能利用率、产线利润率、研发成功率、采购专业性、严控预算费用等方面进行深入优化，经营效率提升卓有成效，进一步落实公司全成本领先战略。展望 25 年，公司冷冻烘焙业务积极把握商超调改带来的增长机会，UHT 奶油业务有望在产能补充和品类扩容双重加持下延续较快增长，总部基地建设的持续推进也有望进一步优化生产效率对冲潜在成本压力，Q1 良好业绩表现有望延续。

➤ **盈利预测与投资建议：**基于年报及一季报业绩，我们上调公司盈利预测，预计 25-26 年公司归母净利润为 3.56/4.20 亿元(前次为 3.39/4.01 亿元)，同比+33%/+18%，并引入 27 年盈利预测 4.78 亿元，同比+14%，对应 EPS 为 2.10/2.48/2.82 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 18x/15x/13x，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**食品安全问题、需求恢复不及预期、行业竞争加剧、主要原材料价格大幅波动。

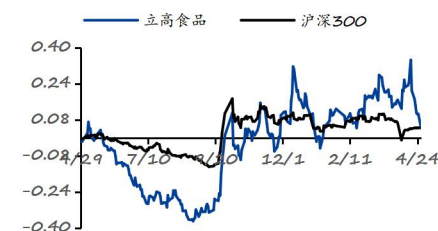
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,499	3,835	4,445	4,961	5,459
增长率（%）	20%	10%	16%	12%	10%
净利润（百万元）	73	268	356	420	478
增长率（%）	-49%	267%	33%	18%	14%
EPS（元/股）	0.43	1.58	2.10	2.48	2.82
市盈率（P/E）	86.2	23.5	17.7	15.0	13.2
市净率（P/B）	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-04-28
收盘价:	37.18 元
总股本/流通股本(百万股)	169.34/113.81
流通 A 股市值(百万元)	4,231.55
每股净资产(元)	14.03
资产负债率(%)	39.23
一年内最高/最低价(元)	48.98/22.28

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn	
分析师:	童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn	
研究助理:	周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn	

相关报告

- 1、严控费用成效显著，盈利能力持续改善——2024.10.30
- 2、冷冻烘焙阶段性调整，奶油放量需求向好——2024.09.02
- 3、Q1 业绩增长超预期，全年有望保持增长弹性——2024.04.29

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	558	889	1,136	1,607	营业收入	3,835	4,445	4,961	5,459
应收票据及账款	286	331	369	406	营业成本	2,628	3,094	3,449	3,790
预付账款	31	37	41	45	税金及附加	29	36	41	45
存货	380	340	457	475	销售费用	464	489	541	590
合同资产	0	0	0	0	管理费用	256	244	268	292
其他流动资产	322	215	219	221	研发费用	112	127	140	154
流动资产合计	1,577	1,812	2,222	2,755	财务费用	15	16	2	-6
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	5	-2	-2	-2
固定资产	1,427	1,383	1,344	1,309	资产减值损失	21	-20	-20	-20
在建工程	352	322	292	262	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	339	378	391	406	投资收益	5	5	5	5
商誉	0	0	0	0	其他收益	25	25	25	25
其他非流动资产	683	700	714	729	营业利润	336	447	529	602
非流动资产合计	2,801	2,783	2,742	2,706	营业外收入	1	1	1	1
资产合计	4,378	4,595	4,964	5,461	营业外支出	2	2	3	4
短期借款	176	53	0	0	利润总额	335	446	527	599
应付票据及账款	401	472	537	601	所得税	71	94	111	126
预收款项	0	0	0	0	净利润	264	352	416	473
合同负债	16	19	21	23	少数股东损益	-4	-4	-4	-5
其他应付款	83	83	83	83	归属母公司净利润	268	356	420	478
其他流动负债	228	147	153	161	EPS（按最新股本摊薄）	1.58	2.10	2.48	2.82
流动负债合计	904	773	793	868					
长期借款	51	51	51	51	主要财务比率				
应付债券	776	776	776	776		2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	71	71	71	71	成长能力				
非流动负债合计	898	898	898	898	营业收入增长率	9.6%	15.9%	11.6%	10.0%
负债合计	1,802	1,671	1,691	1,766	EBIT 增长率	243.5%	32.0%	14.5%	12.3%
归属母公司所有者权益	2,564	2,915	3,268	3,695	归母公司净利润增长率	266.9%	32.8%	18.1%	13.7%
少数股东权益	12	9	5	0	获利能力				
所有者权益合计	2,576	2,924	3,272	3,695	毛利率	31.5%	30.4%	30.5%	30.6%
负债和股东权益	4,378	4,595	4,964	5,461	净利率	6.9%	7.9%	8.4%	8.7%
					ROE	10.4%	12.2%	12.8%	12.9%
现金流量表					ROIC	11.9%	15.0%	15.7%	15.7%
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	453	726	526	675	资产负债率	41.2%	36.4%	34.1%	32.3%
现金收益	452	567	619	669	流动比率	1.7	2.3	2.8	3.2
存货影响	-118	40	-117	-18	速动比率	1.3	1.9	2.2	2.6
经营性应收影响	-96	-31	-23	-21	营运能力				
经营性应付影响	159	71	65	65	总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
其他影响	56	80	-18	-19	应收账款周转天数	24	25	25	25
投资活动现金流	-884	-177	-155	-159	存货周转天数	44	42	42	44
资本支出	-603	-164	-145	-151	每股指标（元）				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.58	2.10	2.48	2.82
其他长期资产变化	-281	-13	-10	-8	每股经营现金流	2.68	4.29	3.11	3.99
融资活动现金流	-78	-218	-124	-45	每股净资产	15.14	17.21	19.30	21.82
借款增加	167	-204	-53	0	估值比率				
股利及利息支付	-127	-90	-70	-69	P/E	23	18	15	13
股东融资	2	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	-120	76	-1	24	EV/EBITDA	27	22	19	18

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn