



新品持续放量，控费成效显著

2025 年 04 月 29 日

► **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年实现营业收入 38.4 亿元，同比+9.6%；归母净利润 2.7 亿元，同比+266.9%；扣非净利润 2.5 亿元，同比+108.2%。单季度看，24Q4 实现营业收入 11.2 亿元，同比+22.0%；归母净利润 0.7 亿元，同比+176.0%；扣非净利润 0.6 亿元，同比+359.7%。25Q1 实现营业收入 10.5 亿元，同比+14.1%；归母净利润 0.9 亿元，同比+15.1%；扣非净利润 0.9 亿元，同比+27.3%。

► **奶油延续增势，山姆新品放量。分产品看，**24 年冷冻烘焙/烘焙原料分别实现收入 21.3/16.7 亿元，同比-3.5%/+32.7%，烘焙原料高增主因稀奶油放量，24 年公司 UHT 奶油产品线实现销售收入超 5 亿元，带动奶油类产品营收同比+61.8%。25Q1 冷冻烘焙/烘焙原料收入同比+12%/17%，其中 UHT 系列奶油延续增势，酱料类在公司客户定制服务水平提升下增长较快。**分渠道看，**24 年流通渠道收入占比约 57%，同比增长约 15%，主因稀奶油带动；商超渠道收入占比接近 25%，同比中个位数下滑，主因公司在核心商超渠道部分产品上架安排进行周期性调整所致；餐饮、茶饮及新零售等渠道收入占比约 18%，同比增长约 20%，主因把握烘焙消费渠道多元化趋势，投入更多资源积极开拓新渠道客户。25Q1 流通渠道收入同比下降中单位数，主因春节提前经销商备货前置；商超渠道同比超 40%，主因山姆新品放量；新零售渠道同比超 20%，延续较快增势。

► **24 年盈利能力显著优化，25Q1 控费显效平滑毛利波动。**24 年/25Q1 公司毛利率分别为 31.5%/30.0%，同比+0.1/-2.6pcts，25Q1 下滑主因：1) 油脂、乳制品原料价格上涨；2) 产品及渠道结构变化，UHT 奶油、商超渠道占比收入提升。费用方面，24 年销售费用率 12.1%，同比-1.4pcts，主因严格预算管理营销费用把控；管理费用率 6.7%，同比-2.9pcts，主因股份支付费用减少；研发/财务费用率分别为 2.9%/0.4%，同比-1.3/+0.1pcts；25Q1 销售费用率同比-2.0pcts，主因渠道结构变化、费用投放精准；管理费用率-1.2pcts，剔除股份支付费用后可比口径下降约 1.0pcts，主因规模效应、费用预算控制显效。最终 24 年实现归母/扣非净利率 7.0%/6.6%，同比+4.9/3.1pcts；25Q1 归母/扣非净利率 8.5%/8.3%，同比+0.1/0.9pcts。

► **投资建议：**展望看，奶油及商超新品放量，费用管控效果延续，短期看毛利端仍有一定压力，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 44.5/50.2/55.8 亿元，同比+16.1%/12.7%/11.2%；归母净利润分别为 3.5/3.9/4.6 亿元，同比+29.2%/13.5%/15.8%，当前股价对应 P/E 分别为 18/16/14x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新品拓展不及预期，原材料价格大幅上涨，行业竞争加剧，食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,835	4,454	5,020	5,584
增长率 (%)	9.6	16.1	12.7	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	268	346	393	455
增长率 (%)	266.9	29.2	13.5	15.8
每股收益 (元)	1.58	2.04	2.32	2.69
PE	23	18	16	14
PB	2.5	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

43.12 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

研究助理 范锡蒙

执业证书：S0100123090030

邮箱：fanximeng@mszq.com

相关研究

1.立高食品 (300973.SZ) 2024 年三季报点评：短期经营承压，盈利能力修复-2024/10/30

2.立高食品 (300973.SZ) 2024 年半年报点评：冷冻烘焙短期承压，奶油业务亮眼-2024/08/30

3.立高食品 (300973.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：24Q1 经营改善，利润弹性释放-2024/04/30

4.立高食品 (300973.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 营收提速，市场推广阶段性影响利润-2023/10/26

5.立高食品 (300973.SZ) 2023 年半年报点评：经营稳健向好，盈利能力持续修复-2023/08/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,835	4,454	5,020	5,584
营业成本	2,628	3,100	3,469	3,831
营业税金及附加	29	36	40	45
销售费用	464	490	567	642
管理费用	256	281	326	363
研发费用	112	134	151	168
EBIT	346	445	502	574
财务费用	15	10	8	3
资产减值损失	-21	0	0	0
投资收益	5	0	0	0
营业利润	336	435	494	572
营业外收支	-1	-2	-2	-2
利润总额	335	434	493	570
所得税	71	91	103	120
净利润	264	343	389	451
归属于母公司净利润	268	346	393	455
EBITDA	538	652	734	828

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	558	725	907	1,121
应收账款及票据	286	334	376	419
预付款项	31	31	35	38
存货	380	431	482	532
其他流动资产	322	310	312	327
流动资产合计	1,577	1,831	2,112	2,438
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,427	1,606	1,734	1,814
无形资产	339	344	344	344
非流动资产合计	2,801	2,862	2,852	2,841
资产合计	4,378	4,692	4,965	5,279
短期借款	176	176	176	176
应付账款及票据	401	474	530	585
其他流动负债	327	377	411	456
流动负债合计	904	1,026	1,117	1,217
长期借款	51	51	51	51
其他长期负债	847	846	846	846
非流动负债合计	898	897	897	897
负债合计	1,802	1,923	2,014	2,114
股本	169	169	169	169
少数股东权益	12	9	5	0
股东权益合计	2,576	2,769	2,951	3,165
负债和股东权益合计	4,378	4,692	4,965	5,279

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.61	16.13	12.70	11.23
EBIT 增长率	219.65	28.82	12.73	14.41
净利润增长率	266.94	29.21	13.52	15.77
盈利能力 (%)				
毛利率	31.47	30.40	30.90	31.39
净利率	6.99	7.77	7.83	8.15
总资产收益率 ROA	6.12	7.38	7.92	8.62
净资产收益率 ROE	10.45	12.54	13.34	14.38
偿债能力				
流动比率	1.74	1.78	1.89	2.00
速动比率	1.16	1.22	1.33	1.44
现金比率	0.62	0.71	0.81	0.92
资产负债率 (%)	41.17	40.98	40.56	40.04
经营效率				
应收账款周转天数	23.50	24.94	25.48	25.64
存货周转天数	43.97	47.07	47.34	47.63
总资产周转率	0.92	0.98	1.04	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	1.58	2.04	2.32	2.69
每股净资产	15.14	16.30	17.40	18.69
每股经营现金流	2.67	3.56	3.73	4.18
每股股利	0.70	1.23	1.39	1.61
估值分析				
PE	23	18	16	14
PB	2.5	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	12.47	10.30	9.15	8.11
股息收益率 (%)	1.88	3.30	3.75	4.34

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	264	343	389	451
折旧和摊销	193	207	232	254
营运资金变动	-70	35	-8	-12
经营活动现金流	453	603	631	707
资本开支	-593	-290	-205	-225
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-884	-251	-205	-225
股权募资	2	0	0	0
债务募资	123	0	0	0
筹资活动现金流	-78	-186	-243	-268
现金净流量	-510	166	183	214

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048