

立高食品（300973.SZ）

冷冻烘焙恢复增长，奶油继续发力

2025 年 04 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

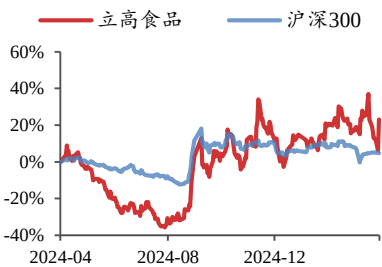
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2025/4/29
当前股价(元)	43.12
一年最高最低(元)	48.98/22.28
总市值(亿元)	73.02
流通市值(亿元)	49.08
总股本(亿股)	1.69
流通股本(亿股)	1.14
近 3 个月换手率(%)	216.68

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《奶油业务加速增长，冷冻烘焙短期承压 ——公司信息更新报告》-2024.11.1

《冷冻烘焙平稳，奶油保持增长 ——公司信息更新报告》-2024.8.30

《盈利能力改善释放利润弹性，期待冷冻烘焙恢复 ——公司信息更新报告》-2024.5.1

● 2025Q1 收入恢复双位数以上增长

2024 年公司营收 38.4 亿元，同比+9.6%；扣非前后归母净利润 2.68、2.54 亿元，同比+266.9%、+108.2%。2025Q1 营收 10.5 亿元，同比+14.1%；扣非前后归母净利润 0.88、0.86 亿元，同比+15.1%、+27.3%。短期棕榈油成本高居不下，调整 2025-2026 年归母净利润预测至 3.21、4.06 亿元（前值 3.42、4.06 亿元），新增 2027 年预测 4.82 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 1.89/2.40/2.85 元，当前股价对应 2025-2027 年 22.8/18.0/15.1 倍 PE，冷冻烘焙前景可期，维持“增持”评级。

● 2025Q1 奶油业务持续增长，冷冻烘焙恢复增长

（1）分业务板块看，2024 年冷冻烘焙收入同比-3.5%，奶油、水果制品、酱料等烘焙原料业务收入同比+61.8%、-11.3%、-3.6%，UHT 高端奶油收入高增、突破 5 亿元。分渠道来看，流通渠道收入同比+15%，主因奶油增长贡献；KA 商超收入同比中个位数下滑，主因 KA 扩商超新开门店趋缓及产品上架安排调整所致；餐饮、茶饮等新渠道同比约+20%。（2）2025Q1 冷冻烘焙收入同比增 12%，主因 KA 门店扩张和上新带动；烘焙原料同比增 17%；主因 UHT 奶油增长带动。分渠道，流通渠道下降中单位数，KA 商超同比增 40%以上。

● 盈利能力平稳，短期原料成本上涨，费用率控费抵消毛利率下滑压力

2025Q1 归母净利率同比+0.07pct，其中公司毛利率同比-2.56pct，预计主因棕榈油等原料价格上涨影响。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-2.00、-1.16、-0.94、+0.42pct，整体延续控费趋势，整体费用率下降。

● UHT 奶油国产替代势头较好，KA 渠道有望带动冷冻烘焙恢复增长

销售价格调整和渠道整合效果逐渐显现，UHT 奶油务动奶油业务重获增长，国产替代趋势依然较强。山姆等大 KA 渠道重新推新，冷冻烘焙有望重新恢复增长。传统流通饼房渠道当前需求仍疲软，行业竞争激励，公司仍将聚焦单品、缩减 SKU 提升效率，规模集采降低采购成。当前冷冻烘焙仍处于较早期阶段，叠加行业景气度低迷，渗透率缓慢提升，中长期看冷冻烘焙渗透率有望逐渐提升。

● 风险提示：竞争加剧风险、原料上涨风险、大客户依赖风险、食品安全风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,499	3,835	4,365	4,856	5,309
YOY(%)	20.2	9.6	13.8	11.3	9.3
归母净利润(百万元)	73	268	321	406	482
YOY(%)	-49.2	266.9	19.6	26.7	18.7
毛利率(%)	31.4	31.5	30.5	30.8	31.1
净利率(%)	2.1	7.0	7.3	8.4	9.1
ROE(%)	2.8	10.2	11.0	12.5	13.1
EPS(摊薄/元)	0.43	1.58	1.89	2.40	2.85
P/E(倍)	100.0	27.2	22.8	18.0	15.1
P/B(倍)	3.3	3.2	2.8	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1977	1577	1674	1943	2133
现金	1061	558	640	757	954
应收票据及应收账款	219	286	289	350	349
其他应收款	57	26	69	37	79
预付账款	22	31	26	39	32
存货	262	380	353	463	423
其他流动资产	356	296	296	296	296
非流动资产	1963	2801	2919	2984	2994
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1065	1427	1858	1894	1899
无形资产	321	339	395	444	474
其他非流动资产	577	1035	666	647	621
资产总计	3940	4378	4593	4927	5127
流动负债	571	904	942	1090	1043
短期借款	77	176	176	176	176
应付票据及应付账款	264	401	366	484	442
其他流动负债	230	327	400	431	425
非流动负债	882	898	756	602	429
长期借款	817	827	684	530	357
其他非流动负债	65	71	71	71	71
负债合计	1453	1802	1697	1692	1472
少数股东权益	15	12	11	8	5
股本	169	169	169	169	169
资本公积	1384	1386	1386	1386	1386
留存收益	666	816	972	1148	1359
归属母公司股东权益	2472	2564	2884	3227	3651
负债和股东权益	3940	4378	4593	4927	5127

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	305	453	453	627	681
净利润	71	264	320	403	478
折旧摊销	130	174	183	221	244
财务费用	12	15	20	12	2
投资损失	-2	-5	-2	-2	-2
营运资金变动	52	-70	-68	-7	-41
其他经营现金流	42	75	-0	-0	-0
投资活动现金流	-708	-884	-299	-285	-251
资本支出	385	594	118	66	9
长期投资	-35	0	0	0	0
其他投资现金流	-357	-290	-181	-219	-241
筹资活动现金流	929	-78	-72	-225	-233
短期借款	-8	99	0	0	0
长期借款	817	10	-142	-154	-173
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	111	2	0	0	0
其他筹资现金流	9	-189	71	-71	-60
现金净增加额	526	-510	82	117	197

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3499	3835	4365	4856	5309
营业成本	2401	2628	3033	3359	3658
营业税金及附加	31	29	36	38	43
营业费用	474	464	462	490	509
管理费用	334	256	279	309	337
研发费用	148	112	177	197	215
财务费用	12	15	20	12	2
资产减值损失	-31	-21	-28	-35	-37
其他收益	28	25	23	27	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	5	2	2	2
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	98	336	410	515	611
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	8	2	5	4	5
利润总额	90	335	406	512	607
所得税	19	71	86	109	129
净利润	71	264	320	403	478
少数股东损益	-2	-4	-1	-3	-4
归属母公司净利润	73	268	321	406	482
EBITDA	247	557	606	743	851
EPS(元)	0.43	1.58	1.89	2.40	2.85

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	20.2	9.6	13.8	11.3	9.3
营业利润(%)	-44.8	242.8	22.2	25.4	18.7
归属于母公司净利润(%)	-49.2	266.9	19.6	26.7	18.7
获利能力					
毛利率(%)	31.4	31.5	30.5	30.8	31.1
净利率(%)	2.1	7.0	7.3	8.4	9.1
ROE(%)	2.8	10.2	11.0	12.5	13.1
ROIC(%)	2.7	8.2	8.4	9.9	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	36.9	41.2	37.0	34.3	28.7
净负债比率(%)	-3.9	22.5	15.4	5.5	-5.2
流动比率	3.5	1.7	1.8	1.8	2.0
速动比率	2.8	1.2	1.3	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	14.4	15.2	15.2	15.2	15.2
应付账款周转率	7.8	7.9	7.9	7.9	7.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	1.58	1.89	2.40	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	2.67	2.67	3.70	4.02
每股净资产(最新摊薄)	13.14	13.69	15.58	17.60	20.11
估值比率					
P/E	100.0	27.2	22.8	18.0	15.1
P/B	3.3	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	28.3	13.9	12.5	9.8	8.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn