



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 30 日

基础数据

04 月 29 日收盘价（元）	43.12
总市值（亿元）	73.02
总股本（亿股）	1.69

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】立高食品 24Q3 点评：费控成效明显，盈利能力改善-2024.10.30

【兴证食品饮料】立高食品 24H1 点评：冷冻烘焙调整优化，奶油新品驱动增长-2024.08.31

【兴证食品饮料】立高食品跟踪报告：改革焕新，蓄力向上-2024.05.14

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003
jinhao@xyzq.com.cn

研究助理：王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

立高食品(300973.SZ)

经营质效提升，Q1 利润超预期

投资要点：

- 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 38.35/2.68/2.54 亿元，同比 +9.61%/+266.94%/+108.22%。24Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 11.18/0.65/0.62 亿元，同比 +21.99%/+175.96%/+359.73%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 10.46/0.88/0.86 亿元，同比 +14.13%/+15.11%/+27.30%。与此前业绩预告基本一致。年末拟派发现金红利 0.83 亿元，叠加前三季度派发现金红利 0.34 亿元，24 年合计分红金额 1.17 亿元，分红率为 43.6%；此外，公司已实施股份回购金额为 0.6 亿元，叠加现金分红共 1.78 亿元，占 24 年归母净利润的比例 66.17%。
- 24 年奶油驱动经销渠道收入增长，产品上架调整致商超渠道收入下滑。分产品看，24 年公司冷冻烘焙、奶油、水果制品、酱料、其他烘焙原料营收分别同比 -3.53%/+61.75%/-11.34%/-3.58%/+20.66%，其中冷冻烘焙业务收入下滑，主要由于商超渠道影响；奶油收入实现快速增长，主要系 UHT 奶油贡献增量，24 年 UHT 奶油产品线实现收入超 5 亿元。分渠道看，24 年经销/直销/零售渠道营收分别同比 +12.69%/+6.11%/-47.08%。流通（经销商）渠道收入占比约 57%，同比增长约 15%；商超渠道收入占比近 25%，同比中个位数下滑；此外，公司大力拓展餐饮渠道，开拓头部重要餐饮客户及连锁酒店客户，餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比约 18%，同比增速约 20%。
- 25Q1 商超渠道收入增长亮眼，餐饮渠道持续开拓。25Q1 公司冷冻烘焙、烘焙食品原料收入占比分别约 60%、40%，收入分别同比增长 12%、17%。分渠道看，流通饼店渠道收入占比超 40%，收入同比下降中个位数，主要系春节相比去年提前，经销商旺季备货有所前置；商超渠道收入占比略低于 40%，收入同比增长超 40%；餐饮及新零售渠道收入占比近 20%，收入同比增速 20%+，保持较快的增长势头。
- 盈利预测与投资建议：根据 2024 年年报及 2025 年一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 43.47/48.50/53.40 亿元，同比 +13.3%/+11.6%/+10.1%，归母净利润分别为 3.40/3.95/4.48 亿元，同比 +27.0%/+16.0%/+13.4%，EPS 为 2.01/2.33/2.65 元；对应 2025 年 4 月 29 日收盘价，PE 为 21.5/18.5/16.3X，维持“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格上涨或行业竞争加剧导致公司盈利能力承压；新品扩张不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3835	4347	4850	5340
同比增长	9.6%	13.3%	11.6%	10.1%
归母净利润（百万元）	268	340	395	448
同比增长	266.9%	27.0%	16.0%	13.4%
毛利率	31.5%	31.7%	32.0%	32.3%
ROE	10.5%	12.5%	13.4%	14.0%
每股收益（元）	1.58	2.01	2.33	2.65
市盈率	27.2	21.5	18.5	16.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 38.35/2.68/2.54 亿元，同比+9.61%/+266.94%/+108.22%。24Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 11.18/0.65/0.62 亿元，同比+21.99%/+175.96%/+359.73%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 10.46/0.88/0.86 亿元，同比+14.13%/+15.11%/+27.30%。与此前业绩预告基本一致。年末拟派发现金红利 0.83 亿元，叠加前三季度派发现金红利 0.34 亿元，24 年合计分红金额 1.17 亿元，分红率为 43.6%；此外，公司采用集中竞价方式已实施的股份回购金额为 0.6 亿元，叠加现金分红共 1.78 亿元，占 24 年归母净利润的比例 66.17%。

点评

- 24 年奶油驱动经销渠道收入增长，产品上架调整致商超渠道收入下滑。
 - ✓ 分产品看，24 年公司冷冻烘焙、奶油、水果制品、酱料、其他烘焙原料营收分别为 21.33/10.58/1.66/2.25/2.26 亿元，同比-3.53%/+61.75%/-11.34%/-3.58%/+20.66%，其中冷冻烘焙业务收入下滑，主要由于商超渠道影响；奶油收入实现快速增长，主要系 UHT 奶油贡献增量，24 年 UHT 奶油产品线实现收入超 5 亿元。
 - ✓ 分渠道看，24 年经销/直销/零售渠道营收分别同比+12.69%/+6.11%/-47.08%。流通（经销商）渠道收入占比约 57%，同比增长约 15%，主要系稀奶油产品销售表现出色，满足客户烘焙原料升级需求，同时具备国产替代品质；商超渠道收入占比近 25%，同比中个位数下滑，系核心商超产品上架安排调整影响；此外，公司大力拓展餐饮渠道，开拓头部重要餐饮客户及连锁酒店客户，餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比约 18%，同比增速约 20%。
 - ✓ 分地区看，24 年华南/华东/华中/华北/西南/西北/东北地区营收同比增速分别为-4.00%/+17.38%/+19.05%/+27.24%/+15.31%/-3.73%/+20.36%，华北、东北、华东、华中、西南地区均实现双位数增长。
- 24 年毛利率提升，股权激励费用扰动减弱，盈利能力大幅提升。
 - ✓ 24 年毛利率 31.47%，同比+0.08pct，其中 Q4 毛利率 29.77%，同比+1.58pct。
 - ✓ 24 年销售费用率为 12.10%，同比-1.44pct，其中 Q4 销售费用率为 13.50%，同比-3.77pct，销售费用率有所下降，主要由于公司加大费用管控力度，提高

各项费用的投入产出比；24 年/Q4 管理费用率分别同比-2.88/-8.92pct，其中 Q4 同比大幅下滑，主要由于 23Q4 计提的股份支付费用增加，24 年股份支付摊销费用合计影响约 190 万元，扰动减弱；财务费用率分别同比+0.06/-0.04pct，财务费用率提升系 24 年应付可转债和短期借款利息支出增加。

✓ 综合以上因素，24 年/Q4 归母净利率分别为 6.99%/5.80%，同比+4.90/+15.12pct，若剔除股份支付费用影响，24 年/Q4 还原后扣非归母净利率分别为 6.7%/5.0%，同比+1.6/+7.5pct，盈利能力有所优化。

● **25Q1 商超渠道收入增长亮眼，餐饮渠道持续开拓。**分产品看，25Q1 公司冷冻烘焙、烘焙食品原料收入占比分别约 60%、40%，收入分别同比增长 12%、17%，其中 UHT 奶油快增，酱料类产品增长较好系大客户订单量增多。分渠道看，流通饼店渠道收入占比超 40%，收入同比下降中个位数，主要系春节相比去年提前，经销商旺季备货有所前置；商超渠道收入占比略低于 40%，收入同比增长超 40%，主要系服务顶尖客户新品数量和质量均有提升，且公司积极把握商超调改取得较好成效；餐饮及新零售渠道收入占比近 20%，收入同比增速 20%+，保持较快的增长势头。

● **25Q1 毛利率下滑，费率控制较好，盈利能力优化。**25Q1 毛利率为 29.99%，同比-2.60pct，主要系油脂、进口乳制品无水黄油等价格处于高位，同时低毛利的 UHT 奶油占比提升、商超渠道占比提升，拖累了毛利率。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.10%/5.41%/2.61%/0.61%，同比-2.00pct/-1.16pct/-0.94pct/+0.42pct，其中销售费用率大幅优化，主要系公司执行有效的费用绩效考核和奖惩机制；管理费用管控较好，剔除股份支付费用影响后管理费用率同比下降约 1%，低于去年全年平均水平。综合以上因素，25Q1 归母净利率为 8.45%，同比+0.07pct；若剔除股份支付费用影响，还原后扣非归母净利率为 8.4%，同比+0.6pct。

● **盈利预测与投资建议：**根据 2024 年年报及 2025 年一季报相应调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 43.47/48.50/53.40 亿元，同比+13.3%/+11.6%/+10.1%，归母净利润分别为 3.40/3.95/4.48 亿元，同比+27.0%/+16.0%/+13.4%，EPS 为 2.01/2.33/2.65 元；对应 2025 年 4 月 29 日收盘价，PE 为 21.5/18.5/16.3X，维持“增持”评级。

- **风险提示：**原材料价格上涨或行业竞争加剧导致公司盈利能力承压；新品扩张不及预期。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1577	1541	1554	1803
货币资金	558	237	31	173
交易性金融资产	183	199	219	244
应收票据及应收账款	286	427	528	622
预付款项	31	45	66	54
存货	380	439	472	434
其他	139	195	238	276
非流动资产	2801	3008	3252	3401
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1427	1457	1473	1477
在建工程	352	524	688	796
无形资产	339	403	461	522
商誉	0	0	0	0
其他	683	624	629	606
资产总计	4378	4549	4806	5204
流动负债	904	960	967	1079
短期借款	176	267	239	271
应付票据及应付账款	401	397	429	478
其他	327	296	299	330
非流动负债	898	858	890	930
长期借款	51	12	43	83
其他	847	846	846	846
负债合计	1802	1818	1857	2008
股本	169	169	169	169
未分配利润	741	882	1046	1231
少数股东权益	12	8	3	-3
股东权益合计	2576	2731	2949	3196
负债及权益合计	4378	4549	4806	5204

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	268	340	395	448
折旧和摊销	193	239	252	277
营运资金的变动	-70	-319	-175	-11
经营活动产生现金流量	453	316	518	754
资本支出	-593	-483	-496	-422
长期投资	0	-18	-21	-27
投资活动产生现金流量	-884	-469	-520	-450
债权融资	123	46	4	72
股权融资	2	0	0	0
融资活动产生现金流量	-78	-168	-203	-161
现金净变动	-510	-321	-206	142

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3835	4347	4850	5340
营业成本	2628	2970	3297	3616
税金及附加	29	33	37	40
销售费用	464	491	543	598
管理费用	256	278	310	342
研发费用	112	127	142	156
财务费用	15	10	26	36
投资收益	5	-2	0	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-5	-6	6	8
资产减值损失	-21	-16	-18	-14
营业利润	336	430	499	565
营业外收支	-1	-3	-3	-3
利润总额	335	427	496	562
所得税	71	91	106	120
净利润	264	336	390	442
少数股东损益	-4	-4	-5	-6
归属母公司净利润	268	340	395	448
EPS(元)	1.58	2.01	2.33	2.65

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	9.6%	13.3%	11.6%	10.1%
营业利润增长率	242.8%	28.1%	16.0%	13.3%
归母净利润增长率	266.9%	27.0%	16.0%	13.4%
盈利能力				
毛利率	31.5%	31.7%	32.0%	32.3%
归母净利率	7.0%	7.8%	8.1%	8.4%
ROE	10.5%	12.5%	13.4%	14.0%
偿债能力				
资产负债率	41.2%	40.0%	38.6%	38.6%
流动比率	1.74	1.61	1.61	1.67
速动比率	1.16	0.96	0.87	1.03
营运能力				
资产周转率	92.2%	97.4%	103.7%	106.7%
每股资料(元)				
每股收益	1.58	2.01	2.33	2.65
每股经营现金	2.67	1.86	3.06	4.45
估值比率(倍)				
PE	27.2	21.5	18.5	16.3
PB	2.8	2.7	2.5	2.3

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn