

公司业绩向好，奶油产品收入增速亮眼

——立高食品（300973）点评报告

增持(维持)

2025 年 04 月 30 日

报告关键要素：

2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年度报告和 2025 年第一季度报告。2024 年，公司实现营收 38.35 亿元（同比+9.61%），归母净利润 2.68 亿元（同比+266.94%），扣非归母净利润 2.54 亿元（同比+108.22%）；2025Q1 单季度营收 10.46 亿元（同比+14.13%），归母净利润/扣非归母净利润分别为 0.88 亿元/0.86 亿元（同比+15.11%/+27.30%）。

投资要点：

2024 年度奶油收入增速超 60%，坚定推行流通大单品战略。2024 年冷冻烘焙食品营收 21.33 亿元，同比减少 3.53%，收入占比 55.60%；烘焙食品原料营收 16.75 亿元，同比增长 32.74%，收入占比 43.67%，其中奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料分别营收 10.58/1.66/2.25/2.26 亿元，同比+61.75%/-11.34%/-3.58%/+20.66%。2025Q1 冷冻烘焙食品收入占比约 60%，同比增长约 12%；烘焙食品原料收入占比约 40%，同比增长约 17%，其中 UHT 系列奶油产品仍保持上市以来较好的增长趋势，酱料类产品伴随公司顶尖客户定制服务水平的提升亦表现出较快增长。

餐饮、茶饮及新零售等创新渠道持续保持较快增长。2024 年流通（经销商）渠道收入占比约 57%，同比增长约 15%，主要是公司稀奶油产品满足客户对烘焙原料升级需求及具备国产替代品质，在该渠道的销售表现出色；商超渠道收入占比接近 25%，同比中个位数下滑，主要是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、茶饮及新零售等创新渠道收入占比约 18%，合计同比增速约 20%，主要得益于公司把握烘焙消费渠道多元化的趋势，投入更多资源，积极开拓新渠道客户。2025Q1 流通饼房渠道收入占比略超过 40%，同比下降中单位数，下降主要因春节相比去年提前，经销商旺季备货有所前置；商超渠道收入占比略低于 40%，同比增长超过 40%，占比相比去年同期有明显提升，主要原因为公司在服务顶尖客户定制策略的推动下新品数量及质量有所提升，此外公司积极把握商超调改趋势亦产生一定积极效果；餐饮及新零售渠道收入占比近 20%，同比增长超过 20%，继续保持较为理想的增长势头。

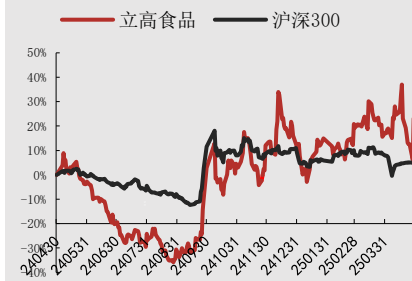
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3835.38	4467.60	5112.39	5878.78
增长率(%)	9.61	16.48	14.43	14.99
归母净利润(百万元)	267.97	320.75	389.55	454.05
增长率(%)	266.94	19.70	21.45	16.56
每股收益(元)	1.58	1.89	2.30	2.68
市盈率(倍)	27.85	23.27	19.16	16.44
市净率(倍)	2.91	2.78	2.58	2.38

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	169.34
流通A股(百万股)	113.81
收盘价(元)	43.12
总市值(亿元)	73.02
流通A股市值(亿元)	49.08

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

创新渠道表现亮眼，盈利能力有所提升
营收持续增长，费用计提及毛利率下降拖累
净利润

Q3 收入表现亮眼，盈利能力持续改善

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：02032255207

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

受渠道和产品结构变化及原料成本上升影响，2025Q1 毛利率有所下降：

2024 年公司毛利率同比微增 0.08pcts 至 31.47%。分产品来看，冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料毛利率分别为 31.79%/33.26%/28.40%/25.61%/29.88%，同比 +1.30/-5.77/-0.01/+2.24/-0.71pcts。2024 年公司净利率同比上升 4.85pcts 至 6.87%。2025Q1 公司毛利率为 29.99%，同比-2.60pcts，主要受渠道结构和产品结构变化，以及油脂类、乳制品类为代表的大宗原料采购价格上涨影响。净利率为 8.20%，同比-0.10pcts。

费用管控得当，销售费用率和管理费用率明显下降：2024 年，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 12.10%/6.68%/2.92%/0.39%，同比分别-1.44/-2.88/-1.30/+0.05pcts。其中管理费用率减少为会议及培训费、股份支付费用减少所致；研发费用率减少主要是 2024 年研发项目较 2023 年有所减少，研发材料投入支出减少所致。2025Q1，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 10.10%/5.41%/2.61%/0.61%，同比分别-2.00/-1.16/-0.94/+0.42pcts。销售和研发费用率下降同样受渠道结构影响，同时公司销售策略、产品研发等以产线为基本单元，费用投放、使用更为合理、精准；剔除股份支付费用后可比口径的管理费用率下降约 1.0%，与公司规模效应、费用预算控制等措施发挥积极效果有关。

盈利预测与投资建议：2024 年公司业绩恢复正增长，2025Q1 保持向好势头，我国烘焙行业规模仍在增长中，同时冷冻烘焙原料的国产替代为国产品牌打开市场空间，公司业绩有望保持增长。根据最新数据我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.21/3.90/4.54 亿元（更新前 2025-2026 年归母净利润为 2.91/3.38 亿元），同比增长 19.70%/21.45%/16.56%，对应 EPS 为 1.89/2.30/2.68 元/股，4 月 30 日股价对应 PE 为 23/19/16 倍，维持“增持”评级。

风险因素：食品安全风险，原材料价格波动的风险，宏观环境变化致消费需求下降风险。

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3835	4468	5112	5879
同比增速 (%)	9.61	16.48	14.43	14.99
营业成本	2628	3118	3554	4061
毛利	1207	1349	1558	1818
营业收入 (%)	31.47	30.20	30.48	30.92
税金及附加	29	37	42	47
营业收入 (%)	0.76	0.84	0.83	0.81
销售费用	464	514	588	688
营业收入 (%)	12.10	11.50	11.50	11.70
管理费用	256	304	332	391
营业收入 (%)	6.68	6.80	6.50	6.66
研发费用	112	130	153	173
营业收入 (%)	2.92	2.90	3.00	2.94
财务费用	15	14	24	32
营业收入 (%)	0.39	0.32	0.47	0.54
资产减值损失	-21	11	15	21
信用减值损失	-5	8	12	15
其他收益	25	29	36	39
投资收益	5	3	4	5
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	336	401	485	567
营业收入 (%)	8.75	8.98	9.48	9.64
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	335	401	485	567
营业收入 (%)	8.73	8.98	9.48	9.64
所得税费用	71	85	103	121
净利润	264	316	381	446
营业收入 (%)	6.87	7.07	7.46	7.59
归属于母公司的净利润	268	321	390	454
同比增速 (%)	266.94	19.70	21.45	16.56
少数股东损益	-4	-5	-8	-8
EPS（元/股）	1.58	1.89	2.30	2.68

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.58	1.89	2.30	2.68
BVPS	15.14	15.86	17.08	18.50
PE	27.85	23.27	19.16	16.44
PEG	0.10	1.18	0.89	0.99
PB	2.91	2.78	2.58	2.38
EV/EBITDA	13.32	13.42	11.30	9.80
ROE	10.45%	11.95%	13.47%	14.50%
ROIC	7.37%	7.87%	8.95%	9.71%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	558	338	436	413
交易性金融资产	183	291	350	454
应收票据及应收账款	286	363	362	474
存货	380	438	455	581
预付款项	31	34	37	45
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	139	153	169	166
流动资产合计	1577	1617	1809	2133
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1427	1732	1903	2047
在建工程	352	234	175	122
无形资产	339	365	388	412
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	52	52	52	52
其他非流动资产	631	626	620	615
资产总计	4378	4628	4948	5381
短期借款	176	221	266	330
应付票据及应付账款	401	434	486	570
预收账款	0	0	1	1
合同负债	16	47	42	45
应付职工薪酬	80	100	109	126
应交税费	62	60	67	84
其他流动负债	345	396	454	535
流动负债合计	904	1038	1158	1360
长期借款	51	51	51	51
应付债券	776	776	776	776
递延所得税负债	17	17	17	17
其他非流动负债	55	55	55	55
负债合计	1802	1936	2056	2258
归属于母公司的所有者权益	2564	2685	2892	3132
少数股东权益	12	7	-1	-9
股东权益	2576	2692	2891	3123
负债及股东权益	4378	4628	4948	5381

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	453	495	701	668
投资	0	-108	-59	-104
资本性支出	-593	-441	-390	-415
其他	-292	3	4	5
投资活动现金流净额	-884	-546	-445	-514
债权融资	61	0	0	0
股权融资	2	-50	0	0
银行贷款增加（减少）	62	45	45	63
筹资成本	-127	-164	-203	-240
其他	-76	0	0	0
筹资活动现金流净额	-78	-169	-157	-177
现金净流量	-510	-220	98	-23

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场