

立高食品 (300973.SZ)

奶油产品放量, 积极配合商超调改

优于大市

核心观点

立高食品 2024 年收入同比增长 9.61%。2024 年实现营业总收入 38.35 亿元, 同比增长 9.61%; 实现归母净利润 2.68 亿元, 同比增长 266.94%。2025Q1 实现营业总收入 10.46 亿元, 同比增长 14.13%; 实现归母净利润 0.88 亿元, 同比增长 15.11%。

UHT 奶油延续高速增长, 2025Q1 把握商超调改。(1) 分产品看, 2024 年冷冻烘焙食品/烘焙食品原料收入占比约 56%/44%, 同比-4%/+33%, 原料中奶油产品收入同比+62%, 主因新品 UHT 奶油产品销售表现较好, 全年收入超 5 亿元。2025Q1 奶油产品延续较好增长势头, 冷冻烘焙食品/烘焙食品原料收入占比约 60%/40%, 同比+12%/+17%。(2) 分渠道看, 2024 年流通/商超/新零售渠道收入占比约 57%/25%/18%, 公司积极利用优势品类开拓客户。2025Q1 流通/商超/新零售渠道收入占比约 40%/40%/20%, 商超渠道受益于调改。

毛利率稍有压力, 费用率降低。2024 年/2025Q1 毛利率 31.5%/30.0%, 同比+0.1/-2.6pct, 主要源于结构变化, 叠加油脂类、乳制品类等原材料采购价格上涨, 奶油毛利率受制于产能爬坡以及价格定位, 对于整体毛利率有一定拖累。2024 年销售/管理/研发费用率 12.1%/6.7%/2.9%, 同比-1.5/-2.9/-1.4pct, 2025Q1 年销售/管理/研发费用率 10.1%/5.4%/2.6%, 同比-2.0/-1.2/-1.0pct, 除高费用渠道占比下降外, 公司费用控制措施亦有贡献。公司 2024/2025Q1 扣非归母净利率提升 3.2/0.9pct 至 6.6%/8.3%。

产品渠道思路明确, 优势产品导入新渠道。公司计划 (1) 根据市场需求和趋势, 提升核心烘焙产品在商超、餐饮的销售占比。(2) 借助 UHT 奶油产能扩张的契机, 开发高端、性价比两个方向的产品线, 完善产品矩阵。(3) 结合商超调改调整机遇, 依托积累的大客户合作经验, 建立适配不同渠道需求的产品供应体系。

风险提示: 行业竞争加剧, 原材料成本大幅上涨, 餐饮需求恢复不及预期等。

投资建议: 由于新品表现较好, 但是奶油毛利率较公司整体水平偏低, 我们上调收入预测但下修 2026 年利润预测, 预计 2025-2026 年公司实现营业总收入 43.7/48.2 亿元(前预测值为 42.6/46.5 亿元)并引入 2027 年预测 51.7 亿元, 2025-2027 年同比 13.9%/10.4%/7.3%; 2025-2026 年公司实现归母净利润 3.2/3.7 亿元(前预测值为 3.1/4.0 亿元)并引入 2027 年预测 3.9 亿元, 2025-2027 年同比 18.6%/15.0%/7.0%; 实现 EPS1.88/2.16/2.31 元; 当前股价对应 PE 分别为 23.0/20.0/18.7 倍。维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,499	3,835	4,367	4,821	5,174
(+/-%)	20.2%	9.6%	13.9%	10.4%	7.3%
净利润(百万元)	73	268	318	366	391
(+/-%)	-49.2%	266.9%	18.6%	15.0%	7.0%
每股收益(元)	0.43	1.58	1.88	2.16	2.31
EBIT Margin	3.2%	9.0%	9.2%	9.6%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	3.0%	10.5%	12.7%	15.1%	16.7%
市盈率 (PE)	100.0	27.2	23.0	20.0	18.7
EV/EBITDA	39.4	18.4	16.8	15.0	13.9
市净率 (PB)	2.95	2.85	2.92	3.02	3.12

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·休闲食品

证券分析师: 张向伟

联系人: 王新雨

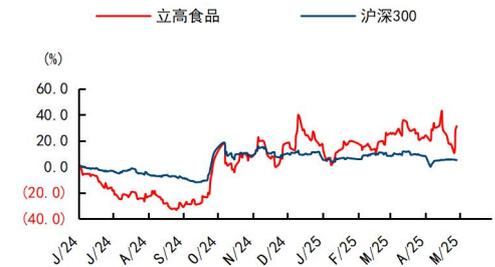
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	44.07 元
总市值/流通市值	7463/5016 百万元
52 周最高价/最低价	48.98/22.28 元
近 3 个月日均成交额	180.74 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《立高食品 (300973.SZ) - 2024 年第四季度扭亏转盈, 奶油产品表现良好》——2025-01-24
《立高食品 (300973.SZ) - 中国冷冻烘焙行业龙头, 奶油业务持续发力》——2024-11-01

立高食品 2024 年实现营业总收入 38.35 亿元，同比增长 9.61%；实现归母净利润 2.68 亿元，同比增长 266.94%。2025Q1 实现营业总收入 10.46 亿元，同比增长 14.13%；实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 15.11%。

图1: 2019Q3-2025Q1 年公司营收（百万元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2019Q3-2025Q1 年公司归母净利润（百万元）及 yoy

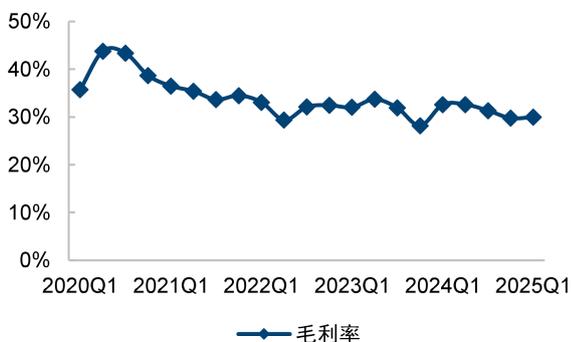


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

UHT 奶油延续高增速，2025Q1 把握商超调改。（1）分产品看，2024 年冷冻烘焙食品/烘焙食品原料收入占比约 56%/44%，同比-4%/+33%，原料中奶油产品收入同比+62%，主因新品 UHT 奶油产品销售表现较好，全年收入超 5 亿元。2025Q1 奶油产品延续较好增长势头，冷冻烘焙食品/烘焙食品原料收入占比约 60%/40%，同比+12%/+17%。（2）分渠道看，2024 年流通/商超/新零售渠道收入占比约 57%/25%/18%，公司积极利用优势品类开拓客户。2025Q1 流通/商超/新零售渠道收入占比约 40%/40%/20%，商超渠道受益于调改。

毛利率稍有压力，费用率降低。2024 年/2025Q1 毛利率 31.5%/30.0%，同比+0.1/-2.6pct，主要源于结构变化，叠加油脂类、乳制品类等原材料采购价格上涨，奶油毛利率受制于产能爬坡以及价格定位，对于整体毛利率有一定拖累。2024 年销售/管理/研发费用率 12.1%/6.7%/2.9%，同比-1.5/-2.9/-1.4pct，2025Q1 年销售/管理/研发费用率 10.1%/5.4%/2.6%，同比-2.0/-1.2/-1.0pct，除高费用渠道占比下降外，公司费用控制措施亦有贡献。公司 2024/2025Q1 扣非归母净利润率提升 3.2/0.9pct 至 6.6%/8.3%。

图3: 2019Q3-2025Q1 公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2019Q3-2025Q1 公司归母净利润率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产品渠道思路明确，优势产品导入新渠道。公司计划（1）根据市场需求和趋势，提升核心烘焙产品在商超、餐饮的销售占比。（2）借助 UHT 奶油产能扩张的契机，开发高端、性价比两个方向的产品线，完善产品矩阵。（3）结合商超调改调整机遇，依托积累的大客户合作经验，建立适配不同渠道需求的产品供应体系。

投资建议：由于新品表现较好，但是奶油毛利率较公司整体水平偏低，我们上调收入预测但下修 2026 年利润预测，我们预计 2025-2026 年公司实现营业收入 43.7/48.2 亿元（前预测值为 42.6/46.5 亿元）并引入 2027 年预测 51.7 亿元，2025-2027 年同比 13.9%/10.4%/7.3%；2025-2026 年公司实现归母净利润 3.2/3.7 亿元（前预测值为 3.1/4.0 亿元）并引入 2027 年预测 3.9 亿元，2025-2027 年同比 18.6%/15.0%/7.0%；实现 EPS1.88/2.16/2.31 元；当前股价对应 PE 分别为 23.0/20.0/18.7 倍。维持优于大市评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4259	4647	-	4367	4821	5174	108	174	-
收入同比增速%	11.60%	9.10%	-	13.86%	10.40%	7.33%	2.26%	1.30%	-
毛利率%	32.20%	32.55%	-	30.20%	30.21%	30.26%	-2.00%	-2.34%	-
销售费用率%	11.28%	10.97%	-	11.32%	11.11%	11.11%	0.04%	0.14%	-
净利率%	7.31%	8.56%	-	7.28%	7.58%	7.56%	-0.03%	-0.98%	-
归母净利润（百万元）	311	398	-	318	366	391	7	-32	-
归母净利润同比增速%	15.56%	27.97%	-	18.59%	15.05%	6.96%	3.03%	-12.93%	-
EPS（元）	1.84	2.35	-	1.88	2.16	2.31	0.04	-0.19	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025 年 4 月 29 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
300973.SZ	立高食品	26.12	43.12	1.88	2.16	23.0	20.0	73.02	优于大市
001215.SZ	千味央厨	36.41	26.44	1.24	1.43	21.3	18.5	25.69	优于大市
603345.SH	安井食品	15.67	76.98	5.62	6.28	13.7	12.3	225.78	优于大市
002216.SZ	三全食品	19.59	11.61	0.64	0.69	18.1	16.8	102.07	中性

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1061	558	750	750	750	营业收入	3499	3835	4367	4821	5174
应收款项	277	311	355	392	420	营业成本	2401	2628	3048	3365	3608
存货净额	262	380	439	483	516	营业税金及附加	31	29	33	36	39
其他流动资产	124	144	164	182	195	销售费用	474	464	494	536	575
流动资产合计	1977	1577	1891	1989	2065	管理费用	334	256	269	284	296
固定资产	1368	1779	1965	2124	2258	研发费用	148	112	122	135	145
无形资产及其他	321	339	326	312	299	财务费用	12	15	30	41	50
投资性房地产	274	683	683	683	683	投资收益	2	5	3	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(31)	(20)	0	0	0
资产总计	3940	4378	4865	5109	5304	其他收入	(120)	(92)	(99)	(107)	(122)
短期借款及交易性金融负债	100	257	916	1367	1792	营业利润	98	336	397	457	488
应付款项	264	401	464	510	545	营业外净收支	(8)	(1)	0	0	0
其他流动负债	208	247	280	307	328	利润总额	90	335	397	457	488
流动负债合计	571	904	1660	2184	2665	所得税费用	19	71	84	97	104
长期借款及应付债券	817	827	627	427	227	少数股东损益	(2)	(4)	(5)	(6)	(6)
其他长期负债	65	71	71	71	71	归属于母公司净利润	73	268	318	366	391
长期负债合计	882	898	698	498	298	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1453	1802	2358	2682	2963	净利润	73	268	318	366	391
少数股东权益	15	12	9	6	3	资产减值准备	3	(10)	4	3	2
股东权益	2472	2564	2497	2421	2339	折旧摊销	111	148	173	202	227
负债和股东权益总计	3940	4378	4865	5109	5304	公允价值变动损失	31	20	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	12	15	30	41	50
每股收益	0.43	1.58	1.88	2.16	2.31	营运资本变动	(173)	(410)	(22)	(22)	(17)
每股红利	0.52	0.75	2.27	2.61	2.79	其它	(2)	8	(7)	(6)	(6)
每股净资产	14.60	15.14	14.75	14.29	13.81	经营活动现金流	42	24	466	542	598
ROIC	3.20%	8.30%	8%	9%	9%	资本开支	0	(511)	(350)	(350)	(350)
ROE	2.95%	10.45%	13%	15%	17%	其它投资现金流	(250)	70	0	0	0
毛利率	31%	31%	30%	30%	30%	投资活动现金流	(250)	(440)	(350)	(350)	(350)
EBIT Margin	3%	9%	9%	10%	10%	权益性融资	(0)	2	0	0	0
EBITDA Margin	6%	13%	13%	14%	14%	负债净变化	88	(37)	(200)	(200)	(200)
收入增长	20%	10%	14%	10%	7%	支付股利、利息	(88)	(127)	(384)	(442)	(473)
净利润增长率	-49%	267%	19%	15%	7%	其它融资现金流	738	240	660	450	425
资产负债率	37%	41%	49%	53%	56%	融资活动现金流	737	(86)	76	(192)	(248)
股息率	1.2%	1.7%	5.3%	6.1%	6.5%	现金净变动	529	(502)	192	0	0
P/E	100.0	27.2	23.0	20.0	18.7	货币资金的期初余额	532	1061	558	750	750
P/B	3.0	2.8	2.9	3.0	3.1	货币资金的期末余额	1061	558	750	750	750
EV/EBITDA	39.4	18.4	16.8	15.0	13.9	企业自由现金流	25	(500)	116	196	262
						权益自由现金流	844	(307)	553	414	449

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032