

奶油延续高增长，期待 25 年 新品贡献增量

立高食品 (300973.SZ)

核心观点

得益于产品上新加快，奶油新产线产能释放，商超调改渠道拓展，公司 24Q4 收入增长明显提速，25Q1 延续较强增长势头。2024 年公司优化营销费用效率，股份支付费用大幅缩减，盈利能力提升，25Q1 净利率表现相对稳定。展望 25 年，公司将积极拓展调改商超等渠道，开发新品上架，进一步丰富稀奶油产品矩阵，2025 年业绩有望提速。利润层面，公司产能利用率仍有望继续爬坡，提升运营效率优化费用，预计 25 年利润率有望持续改善。

事件

公司公布 2024 年年度报告&2025 年一季度报告：

2024 年，公司实现营收 38.35 亿元，同比增长 9.61%；归母净利润 2.68 亿元，同比增长 266.94%；扣非归母净利润 2.54 亿元，同比增长 108.22%。

24Q4 单季，公司实现营收 11.18 亿元，同比增长 21.99%；归母净利润 0.65 亿元，同期-0.85 亿元；扣非归母净利润 0.62 亿元，同比-0.24 亿元。

25Q1 单季，公司实现营收 10.46 亿元，同比增长 14.13%；归母净利润 0.88 亿元，同比增长 15.11%；扣非归母净利润 0.86 亿元，同比增长 27.3%。

简评

市场需求稳步修复，餐饮等新渠道保持高增

得益于公司丰富产品线，以及多元化渠道覆盖，2024 年业绩稳健增长。分产品看，公司 24 年冷冻烘焙、奶油、水果制品、酱料、其他烘焙原材料收入分别为 21.33、10.58、1.66、2.25、2.26 亿元，分别同比-3.53%、+61.75%、-11.34%、-3.58%、+20.66%、-7.73%。UHT 奶油增长态势向好，且奶油新产线投产缓解产能压力，全年 UHT 奶油销售额超过 5 亿元。

分渠道看，公司 2024 年传统流通渠道（占比约 57%）销售同比增长 15%，稀奶油产品在国产替代满足消费者的需求，增长态势向好。商超渠道（占比约 25%）受产品上新周期影响，销售额同比中个位数下滑。而餐饮、茶饮及新零售等创新渠道（占比约 18%）继续开拓新客户，全年收入增长约 20%。

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

010-56135272

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 05 月 06 日

当前股价：44.07 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.98/-9.45	-7.60/-8.77	13.04/6.58
12 月最高/最低价 (元)		47.99/22.58
总股本 (万股)		16,934.05
流通 A 股 (万股)		11,381.25
总市值 (亿元)		62.96
流通市值 (亿元)		42.32
近 3 月日均成交量 (万)		397.66
主要股东		
彭裕辉		15.29%

股价表现



24Q4 及 25Q1 上新周期加快，奶油新产线投产，业绩增速回升，且 24Q4 得益于零售渠道春节备货周期提前增速快于 25Q1。25Q1 烘焙食品（占比 60%）同增约 12%，烘焙食品原料（占比 40%）同增 17%，稀奶油延续较强增长态势，酱料类定制产品增长。分渠道看，流通饼房（占比 40%）同比下滑中单位数，系春节备货周期前置；商超（占比 40%）同比增长 40%，系产品上新加快，把握商超调改趋势；餐饮及新零售渠道（占比 20%）增长超过 20%。

结构调整与原材料价格影响毛利率，费用效率持续优化

公司 2024 年毛利率 31.47%，同比+0.08pcts，归母净利率 6.99%，同比+4.9pcts；24Q4 毛利率 29.77%，同比+1.58pcts，归母净利率 5.8%，同比+15.12pcts；25Q1 毛利率 29.99%，同比-2.6pcts，归母净利率 8.45%，同比+0.07pcts。毛利率方面，2024 年产品结构调整，精简 SKU，四季度上新产品拉升毛利率提升，25Q1 受到大宗原材料价格上涨影响。

费用方面，2024 销售费用率 12.1%，同比-1.44pcts，管理费用率 6.68%，同比-2.88pcts；24Q4 销售费用率 13.5%，同比-3.77pcts，管理费用率 5.98%，同比-8.92pcts；25Q1 销售费用率 10.1%，同比-2pcts，管理费用率 5.41%，同比-1.16pcts。销售费用率下滑主要系公司降本增效提升运营效率，且上新周期影响广告宣传费大幅降低，管理费用下滑主要系 2024 年未能完成激励目标相关股份支付费用大幅减少。此外，2024 年及 25Q1 研发费用率分别下降 1.30pcts、0.94pcts，

业务多点开花，看好 25 年收入利润表现

展望 25 年，尽管宏观的消费需求仍有不确定性，但是公司在多个大客户渠道（商超、餐饮、酒店等）不断拓展，上新可期，有望通过推新获得较好的增长，一季度酱料已贡献较好增量。稀奶油方面，顺应国产化替代大趋势，价格向上、向下丰富产品线，强化公司奶油品类竞争优势、品牌优势。同时，近期较火的商超调改，预计也有利于公司未来拓展更多商超客户并开发更多优质产品。内部组织方面，公司将进一步优化运营效率，提升人效，规模效应有望进一步显现。25 年公司产能利用率仍有望继续爬坡，带动生产端平均制造成本下降，叠加降本增效，预计 25 年利润率有望持续改善。

盈利预测：根据公司财报表现，我们预计 2025-2027 年公司实现收入 43.45、50.29、58.84 亿元，实现归母净利润 3.22、4.01、5.20 亿元，对应 PE 为 23.18x、18.61x、14.35x。

风险提示：1) **原材料价格上涨风险：**烘焙行业原材料涉及种类众多，若油脂、白糖等部分原材料价格后续出现超预期上涨将对公司盈利造成较大压力；2) **行业竞争加剧：**国内冷冻烘焙行业当前正处于快速成长期，近年来市场参与者纷纷扩产，若后续行业内出现竞争加剧的情况，将对公司经营造成不利影响；3) **新品表现不及预期：**公司需要通过打造大单品来塑造品牌声势，提升市场地位，若公司新品的市场表现不及预期，推新节奏受到影响，将对公司业绩端的后续增长造成影响。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,499.10	3,835.38	4,344.82	5,028.82	5,884.20
YoY(%)	20.22	9.61	13.28	15.74	17.01
净利润(百万元)	73.03	267.97	321.91	401.05	520.16
YoY(%)	-49.21	266.94	20.13	24.59	29.70
毛利率(%)	31.39	31.47	31.52	31.55	31.63
净利率(%)	2.09	6.99	7.41	7.98	8.84
ROE(%)	2.95	10.45	11.93	13.98	16.85
EPS(摊薄/元)	0.43	1.58	1.90	2.37	3.07
P/E(倍)	102.19	27.85	23.18	18.61	14.35
P/B(倍)	3.35	3.22	3.04	2.85	2.63

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk