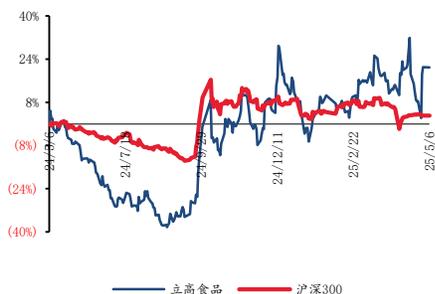


立高食品：新品表现亮眼，经营积极向好

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.69/1.14
总市值/流通(亿元)	74.56/50.11
12 个月内最高/最低价(元)	48.98/22.28

相关研究报告

<<立高食品：奶油延续高增表现，Q3 盈利改善明显>>—2024-10-31

<<立高食品：奶油新品延续高增，Q2 盈利水平保持稳定>>—2024-09-03

<<立高食品：盈利改善效果初步体现，奶油新品续力增长>>—2024-05-06

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件：公司发布 2024 年报以及 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 38.35 亿元，同比+9.61%，实现归母净利润 2.68 亿元，同比+266.94%，扣非净利润 2.54 亿元，同比+108.22%。2025 年 Q1 公司实现营业收入 10.46 亿元，同比+14.13%，实现归母净利润 0.88 亿元，同比+15.11%，扣非净利润 0.86 亿元，同比+27.30%。

奶油新品放量增长，25Q1 商超新品表现亮眼。分产品来看，2024 年公司冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原料分别实现收入 21.33/10.58/1.66/2.25/2.26 亿元，分别同比 -3.5%/+61.8%/-11.3%/-3.6%/+20.7%，其中 UHT 系列奶油以质价比优势获得下游客户青睐，全年实现销售收入超 5 亿元，带动奶油类产品收入快速增长。2025Q1 奶油产品保持良好增长势头，含奶油在内的烘焙食品原料收入同比增长约 17%，冷冻烘焙同比增长 12%。分渠道来看，公司饼房流通渠道收入同比增长 15%，全年收入占比约 57%，主由稀奶油产品旺销带动；商超渠道收入同比中个位数下滑，主因商超核心客户对部分产品上架安排进行周期性调整所致，全年占公司整体收入近 25%；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入同比增长约 20%，餐饮新客户贡献主要增量。2025Q1 流通饼房渠道同比下降中单位数，主因春节错期、经销商旺季备货提前所致；商超渠道收入同比增长超 40%，近期公司新推奶油小方、无花果奶酪包等畅销新品贡献收入增长；餐饮及新零售渠道保持良好增长，同比增长超 20%。

毛利率改善明显，控费提效管理有效，盈利能力显著优化。2024 年公司毛利率同比+0.1pct 至 31.5%，2025Q1 毛利率同比-2.6pct 至 30.0%，毛利率下降主因渠道结构和产品结构变化，以及与油脂、乳制品等大宗原材料采购价格上涨有关。费用方面，2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.4/-2.9/-1.3/+0.06pct，2025Q1 分别同比-2.0/-1.2/-0.9/+0.4pct，费用率下降主因渠道结构变化，同时费用投放管理更加合理。综上 2024 年公司实现净利率同比+4.9pct 至 7.0%，扣非净利率同比+3.1pct 至 6.6%，25Q1 净利率同比+0.1pct 至 8.5%，扣非净利率同比+0.9pct 至 8.3%。

经营优化效果渐显，渠道多元化以及新品类扩张带动收入增长。公司围绕“大单品、大客户、大经销商”策略，提升公司运营效率和规模效应，精简经销商数量，资源向头部优质经销商倾斜，经营改善效果逐步体现。展望 2025 年，公司与商超客户合作多款冷冻烘焙新

品，新品反馈较好，有望带动商超渠道实现高增。同时奶油产品新产线投产提供产能支撑、并扩充全价格带覆盖多消费场景，今年有望继续延续高增态势，奶油行业属于烘焙原料中销售规模较大的子品类，且相比其他烘焙原料来说研发、生产壁垒更高，可获得较强粘性以及较高的盈利水平。目前国内呈现冷藏奶油替代冷冻奶油的消费趋势，未来以稀奶油为代表的奶油产品还有较大的升级成长空间。

投资建议：我们预计 2025-2027 年收入 44.7/50.0/55.6 亿元，归母净利润 3.4/4.1/4.9 亿元，同比 27%/20%/19%，对应 PE 为 22/18/15X。我们按照 2025 年业绩给 26 倍 PE，一年目标价 52.26 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；经济复苏不及预期；产能建设不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,835	4,472	5,004	5,555
营业收入增长率(%)	9.61%	16.60%	11.90%	11.00%
归母净利润（百万元）	268	341	408	485
净利润增长率(%)	266.94%	27.12%	19.78%	18.82%
摊薄每股收益（元）	1.59	2.01	2.41	2.86
市盈率（PE）	24.47	21.89	18.27	15.38

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,061	558	679	843	1,099
应收和预付款项	241	317	424	475	527
存货	262	380	458	499	557
其他流动资产	413	322	312	314	316
流动资产合计	1,977	1,577	1,873	2,131	2,499
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,065	1,427	1,528	1,598	1,634
在建工程	303	352	466	577	690
无形资产开发支出	321	339	459	579	700
长期待摊费用	40	79	79	79	79
其他非流动资产	2,211	2,181	2,444	2,708	3,084
资产总计	3,940	4,378	4,976	5,542	6,186
短期借款	77	176	239	303	367
应付和预收款项	264	402	501	561	622
长期借款	88	51	51	51	51
其他负债	1,024	1,175	1,272	1,313	1,355
负债合计	1,453	1,802	2,063	2,227	2,395
股本	169	169	169	169	169
资本公积	1,384	1,386	1,388	1,388	1,388
留存收益	666	816	1,157	1,565	2,050
归母公司股东权益	2,472	2,564	2,907	3,315	3,800
少数股东权益	15	12	7	0	-8
股东权益合计	2,487	2,576	2,913	3,315	3,792
负债和股东权益	3,940	4,378	4,976	5,542	6,186

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	305	453	613	688	782
投资性现金流	-708	-884	-546	-583	-583
融资性现金流	929	-78	53	59	57
现金增加额	526	-510	121	164	256

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,499	3,835	4,472	5,004	5,555
营业成本	2,401	2,628	3,059	3,413	3,788
营业税金及附加	31	29	35	39	44
销售费用	474	464	528	581	633
管理费用	334	256	295	325	350
财务费用	12	15	-3	-4	-5
资产减值损失	-31	-21	-22	-17	-2
投资收益	2	5	2	3	3
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	98	336	427	511	607
其他非经营损益	-8	-1	-2	-2	-2
利润总额	90	335	426	510	606
所得税	19	71	90	108	129
净利润	71	264	335	401	477
少数股东损益	-2	-4	-6	-7	-8
归母股东净利润	73	268	341	408	485

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.39%	31.47%	31.60%	31.80%	31.80%
销售净利率	2.09%	6.99%	7.62%	8.15%	8.73%
销售收入增长率	20.22%	9.61%	16.60%	11.90%	11.00%
EBIT 增长率	-39.63%	219.65%	22.24%	19.77%	18.72%
净利润增长率	-49.21%	266.94%	27.12%	19.78%	18.82%
ROE	2.95%	10.45%	11.72%	12.31%	12.76%
ROA	1.85%	6.12%	6.85%	7.36%	7.84%
ROIC	2.47%	7.37%	8.14%	8.75%	9.29%
EPS (X)	0.43	1.59	2.01	2.41	2.86
PE (X)	112.59	24.47	21.89	18.27	15.38
PB (X)	3.33	2.58	2.57	2.25	1.96
PS (X)	2.35	1.72	1.67	1.49	1.34
EV/EBITDA (X)	31.60	13.32	11.98	10.07	8.44

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。