

## 公司研究

## 奶油业务表现亮眼，费用率优化明显

## ——立高食品（300973.SZ）2024 年年报与 25 年一季报点评

## 要点

**事件:**立高食品发布 2024 年年报与 2025 年一季报,公司 24 年实现总营收 38.35 亿元,同比增加 9.61%,实现归母净利润 2.68 亿元、同比增加 266.94%,其中 24Q4 单季总营收 11.18 亿元,同比增加 21.99%,归母净利润 0.65 亿元(23Q4 亏损 0.85 亿元)。25Q1 总营收 10.46 亿元、同比增加 14.13%,归母净利润 0.88 亿元,同比增加 15.11%。

**24 年奶油业务维持高增,餐饮新零售继续扩张。**1) 分品类,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,同比-3.53%/+61.75%/-11.34%/-3.58%/+20.66%。冷冻烘焙业务收入占比约 56%、营收同比略有下降,烘焙食品原料收入占比约 44%、收入同比增长约 33%,其中奶油业务营收增长亮眼,UHT 稀奶油系列发展势头延续(24 年 UHT 奶油销售收入超过 5 亿元)。2) 分渠道,24 年传统饼房渠道收入占比约 57%、收入同比增长 15%,主要受稀奶油增量带动,商超渠道收入占比接近 25%、收入同比中个位数下滑,主要受核心客户产品调整影响,餐饮及新零售渠道收入占比 18%、收入同比增速约 20%,新渠道客户持续拓展下收入保持较高增长。

**25Q1 核心商超渠道表现亮眼。**25Q1 收入端同比实现双位数以上增长、符合此前市场预期。分品类,冷冻烘焙食品/烘焙食品原料收入占比约 60%/40%、收入同比增长约 12%/17%,其中 UHT 稀奶油继续保持良好的增长态势。渠道端,25Q1 传统饼房渠道收入占比略超 40%、收入同比有所下降,估计与春节时间提前、渠道备货前置有关,商超渠道收入占比约 40%、收入同比增长 40%+,主要为核心客户新品贡献,餐饮新零售渠道收入占比近 20%、收入同比增长 20%+。

**25Q1 毛利率短期承压,但费用率明显优化。**24 年/25Q1 毛利率 31.47%/29.99%,同比+0.08/-2.6pct,25Q1 毛利率下降主要受油脂/乳制品等原材料采购价格上涨、渠道和产品结构变化影响,其中估计原料成本影响相对明显。24 年/25Q1 销售费用率 12.1%/10.1%,同比下降 1.44/2.0pct,管理及研发费用率 9.60%/8.02%,同比-4.18/-2.10pct,公司从去年开始多维度加大费用优化,降本增效效果逐步体现,24 年以来费用率明显优化。24 年/25Q1 归母净利率 6.99%/8.45%,同比+4.90/+0.07pct,全年利润率优化趋势有望延续。

**盈利预测、估值与评级:**我们维持 2025-26 年归母净利润预测为 3.32/3.86 亿元,新增 27 年归母净利润预测为 4.42 亿元,折合 EPS 为 1.96/2.28/2.61 元,当前股价对应 P/E 为 22/19/17 倍。公司在山姆渠道新品表现亮眼,奶油业务增长势能延续、后续或继续扩充稀奶油产品矩阵,内部管理优化下利润率改善明显,维持“买入”评级。

**风险提示:**下游需求放缓,原材料成本上涨,新品销售不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,499	3,835	4,330	4,797	5,310
营业收入增长率	20.22%	9.61%	12.90%	10.78%	10.70%
净利润(百万元)	73	268	332	386	442
净利润增长率	-49.21%	266.94%	23.99%	16.24%	14.51%
EPS(元)	0.43	1.58	1.96	2.28	2.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.95%	10.45%	11.96%	12.81%	13.46%
P/E	102	28	22	19	17
P/B	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2025-05-06

## 买入(维持)

当前价: 44.03 元

## 作者

分析师: 叶倩瑜

执业证书编号: S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师: 李嘉祺

执业证书编号: S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师: 董博文

执业证书编号: S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.69
总市值(亿元):	74.56
一年最低/最高(元):	22.17/48.98
近 3 月换手率:	150.70%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.15	16.23	11.31
绝对	9.26	14.07	15.40

资料来源: Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,499	3,835	4,330	4,797	5,310
营业成本	2,401	2,628	2,971	3,283	3,628
折旧和摊销	111	148	175	205	226
税金及附加	31	29	32	36	40
销售费用	474	464	494	547	600
管理费用	334	256	277	300	329
研发费用	148	112	126	134	149
财务费用	12	15	11	15	17
投资收益	2	5	0	0	0
营业利润	98	336	417	481	555
利润总额	90	335	419	487	558
所得税	19	71	89	103	118
净利润	71	264	330	383	439
少数股东损益	-2	-4	-2	-3	-3
归属母公司净利润	73	268	332	386	442
EPS(元)	0.43	1.58	1.96	2.28	2.61

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	305	453	612	615	673
净利润	73	268	332	386	442
折旧摊销	111	148	175	205	226
净营运资金增加	183	44	42	-45	121
其他	-62	-8	63	68	-115
投资活动产生现金流	-708	-884	-518	-620	-305
净资本支出	-373	-593	-500	-550	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-334	-292	-18	-70	-55
融资活动现金流	929	-78	-46	-25	-254
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	818	167	83	138	-65
无息负债变化	-92	183	81	78	55
净现金流	526	-510	48	-31	115

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	31.4%	31.5%	31.4%	31.6%	31.7%
EBITDA 率	8.6%	14.7%	14.9%	15.5%	15.8%
EBIT 率	4.9%	10.2%	10.8%	11.2%	11.5%
税前净利润率	2.6%	8.7%	9.7%	10.1%	10.5%
归母净利润率	2.1%	7.0%	7.7%	8.1%	8.3%
ROA	1.8%	6.0%	6.9%	7.4%	8.0%
ROE (摊薄)	3.0%	10.5%	12.0%	12.8%	13.5%
经营性 ROIC	5.3%	10.1%	10.8%	11.3%	12.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	37%	41%	41%	42%	40%
流动比率	3.46	1.74	1.57	1.33	1.48
速动比率	3.00	1.32	1.22	1.03	1.15
归母权益/有息债务	2.70	2.37	2.38	2.31	2.65
有形资产/有息债务	3.82	3.61	3.65	3.58	3.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,940	4,378	4,754	5,205	5,463
货币资金	1,061	558	606	576	690
交易性金融资产	254	183	180	180	180
应收账款	218	283	281	312	345
应收票据	2	2	0	0	0
其他应收款 (合计)	57	26	26	29	32
存货	262	380	366	387	412
其他流动资产	102	113	113	113	113
流动资产合计	1,977	1,577	1,678	1,706	1,887
其他权益工具	12	12	12	12	12
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,065	1,427	1,681	1,739	1,718
在建工程	303	352	294	446	439
无形资产	321	339	432	472	512
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	64	103	103	103	103
非流动资产合计	1,963	2,801	3,076	3,500	3,576
总负债	1,453	1,802	1,966	2,183	2,174
短期借款	77	176	240	378	313
应付账款	264	401	371	410	453
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	1
其他流动负债	7	5	5	5	5
流动负债合计	571	904	1,071	1,282	1,278
长期借款	88	51	51	51	51
应付债券	729	776	776	776	776
其他非流动负债	7	18	18	18	18
非流动负债合计	882	898	896	901	896
股东权益	2,487	2,576	2,788	3,022	3,289
股本	169	169	169	169	169
公积金	1,456	1,462	1,471	1,471	1,471
未分配利润	595	741	945	1,183	1,453
归属母公司权益	2,472	2,564	2,778	3,015	3,285
少数股东权益	15	12	10	7	4

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	13.54%	12.10%	11.40%	11.40%	11.30%
管理费用率	9.56%	6.68%	6.40%	6.25%	6.20%
财务费用率	0.34%	0.39%	0.24%	0.31%	0.31%
研发费用率	4.22%	2.92%	2.90%	2.80%	2.80%
所得税率	21%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.70	0.88	1.02	1.17
每股经营现金流	1.80	2.67	3.61	3.63	3.98
每股净资产	14.60	15.14	16.40	17.81	19.40
每股销售收入	20.66	22.65	25.57	28.33	31.36

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	102	28	22	19	17
PB	3.0	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	27.0	15.5	13.2	11.6	10.2
股息率	1.1%	1.6%	2.0%	2.3%	2.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP