

2025 年 06 月 01 日

冷冻烘焙+奶油双轮驱动，关注利润弹性释放

立高食品(300973)

评级：	增持	股票代码：	300973
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价：	56.0/22.28
目标价格：		总市值(亿)	90.61
最新收盘价：	53.51	自由流通市值(亿)	60.90
		自由流通股数(百万)	113.81

事件概述

24FY 公司实现营收 38.35 亿元，同比+9.61%，实现归母净利润 2.68 亿元，同比+266.94%，实现扣非归母净利润 2.54 亿元，同比+108.22%；其中 24Q4 公司实现营收 11.18 亿元，同比+21.99%；实现归母净利润 0.65 亿元，同比+175.96%；实现扣非归母净利润 0.62 亿元，同比+359.73%。

25Q1 公司实现营收 10.46 亿元，同比+14.13%；实现归母净利润 0.88 亿元，同比+15.11%；实现扣非归母净利润 0.86 亿元，同比+27.30%。

分析判断：

► UHT 带动奶油高速增长，冷冻烘焙 25Q1 回暖

分产品来看，公司 24FY 冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料/仓储运输服务分别实现收入 21.33/10.58/1.66/2.25/2.26/0.19 亿元，分别同比-3.53%/+61.75%/-11.34%/-3.58%/+20.66%/-7.73%。奶油产品实现高速增长，根据公司投资者活动关系记录表披露，主因 UHT 系列产品取得较好销售成果，24FY 销售额近 5 亿元。冷冻烘焙产品有所承压，我们预计主因核心商超渠道对产品上架安排进行周期性调整所致。

分地区来看，公司 24FY 华南地区/华东地区/华中地区/华北地区/西南地区/西北地区/东北地区/境外实现收入 15.30/10.00/3.78/3.10/3.03/1.07/1.33/0.64 亿元，同比-4.00%/+17.38%/+19.05%/+27.24%/+15.31%/-3.73%/+20.36%/+12491.06%。除华南、西北市场有所调整外，国内市场基本均实现较好增长，海外市场在低基数上实现高增。

25Q1 公司收入端实现较好增长。根据公司 25Q1 财报披露，分产品来看，冷冻烘焙食品/烘焙食品原料分别同比约+12%/+17%，其中 UHT 系列奶油仍保持较好增长趋势，酱料类产品伴随顶尖客户定制服务水平的提升亦实现较快增长；分渠道来看，流通饼房/商超渠道/餐饮及新零售渠道收入分别同比下降中单位数/增长超 40%/增长超 20%，其中流通饼房下滑主因春节备货错期所致，商超渠道增长受益于顶尖客户定制策略的推动下新品数量及质量有所提升。

► 控费效果初显，利润率水平提升

成本端来看，公司 24FY/24Q4/25Q1 毛利率分别为 31.47%/29.77%/29.99%，分别同比+0.08%/+1.58%/-2.60pct。公司 25Q1 毛利率有所承压，主因渠道结构变化、产品结构变化以及大宗原料采购价格上涨所致。

费用端来看，公司 24FY 销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.10%/6.68%/2.92%/0.39%，分别同比-1.44%/-2.88%/-1.31%/+0.06pct，其中公司 24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.50%/5.98%/0.86%/0.73%，分别同比-3.77%/-8.92%/-3.37%/-0.04pct；公司 25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.10%/5.41%/2.61%/0.61%，分别同比-2.00%/-1.16%/-0.94%/+0.42pct。公司 24FY 及 25Q1 销售费用率有所下滑，主因公司控制费用支出、精准合理投放以及渠道结构变化所致。剔除股份支付费用后，25Q1 公司可比口径的管理费用率下降约 1%，控费效果初步显现。

利润端来看，公司 24FY/24Q4/25Q1 归母净利润率分别为 6.99%/5.80%/8.45%，分别同比 +4.90/+15.12/+0.07pct；公司 24FY/24Q4/25Q1 扣非净利润率分别为 6.62%/5.57%/8.25%，分别同比 +3.13/+8.18/+0.85pct。受益于控费抵消成本端压力，公司净利润率水平有所提升。

► UHT 奶油放量+冷冻烘焙渠道扩张，控费促进利润弹性释放

从公司今年经营节奏来看，我们认为有望在产品端与渠道端均取得较大突破。产品端来看，UHT 奶油已形成较强势能，同时公司计划通过打造高、中、低三个档位丰富稀奶油相关的产品矩阵，我们预计有望延续较好增长。渠道端来看，公司在商超渠道与顶尖客户的合作取得较好成果，25Q1 已有所体现，同时在商超调改与餐饮及新零售渠道亦取得积极成果。在收入端维持较好增长的基础上，公司 25Q1 已初步体现控费成效，我们预计后续季度有望延续控费，实现利润弹性释放。

投资建议

参考公司最新财务报告，我们将公司 25-26 年营收为 47.03/53.42 亿元的预测下调至 44.57/51.70 亿元，新增 27 年营收为 58.80 亿元的预测；将 25-26 年 EPS 为 1.86/2.11 元的预测上调至 1.96/2.40 元，新增 27 年 EPS 为 2.84 元的预测。对应 5 月 30 日收盘价 53.51 元/股，PE 分别为 27/22/19 倍，维持“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动风险，新品销售不及预期，新渠道扩张不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,499	3,835	4,457	5,170	5,880
YoY (%)	20.2%	9.6%	16.2%	16.0%	13.7%
归母净利润(百万元)	73	268	332	406	482
YoY (%)	-49.2%	266.9%	23.8%	22.4%	18.7%
毛利率 (%)	31.4%	31.5%	30.3%	30.6%	30.8%
每股收益 (元)	0.43	1.59	1.96	2.40	2.84
ROE	3.0%	10.5%	11.4%	12.3%	12.7%
市盈率	124.10	33.55	27.31	22.32	18.81

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：吴越

邮箱：wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,835	4,457	5,170	5,880	净利润	264	335	410	487
YoY (%)	9.6%	16.2%	16.0%	13.7%	折旧和摊销	193	222	256	300
营业成本	2,628	3,107	3,585	4,069	营运资金变动	-70	-25	-9	-21
营业税金及附加	29	36	40	46	经营活动现金流	453	529	652	760
销售费用	464	455	527	600	资本开支	-593	-441	-494	-467
管理费用	256	362	403	447	投资	0	0	0	0
财务费用	15	0	0	0	投资活动现金流	-884	-398	-489	-462
研发费用	112	116	143	158	股权募资	2	1	0	0
资产减值损失	-21	1	1	1	债务募资	123	38	72	59
投资收益	5	4	5	6	筹资活动现金流	-78	40	72	59
营业利润	336	419	513	608	现金净流量	-510	171	235	356
营业外收支	-1	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	335	419	513	608	成长能力				
所得税	71	84	103	122	营业收入增长率	9.6%	16.2%	16.0%	13.7%
净利润	264	335	410	487	净利润增长率	266.9%	23.8%	22.4%	18.7%
归属于母公司净利润	268	332	406	482	盈利能力				
YoY (%)	266.9%	23.8%	22.4%	18.7%	毛利率	31.5%	30.3%	30.6%	30.8%
每股收益	1.59	1.96	2.40	2.84	净利率	7.0%	7.4%	7.9%	8.2%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	6.1%	6.9%	7.5%	8.0%
货币资金	558	729	964	1,320	净资产收益率 ROE	10.5%	11.4%	12.3%	12.7%
预付款项	31	32	40	44	偿债能力				
存货	380	394	487	534	流动比率	1.74	1.85	1.83	1.98
其他流动资产	608	654	714	769	速动比率	1.16	1.30	1.30	1.47
流动资产合计	1,577	1,810	2,204	2,668	现金比率	0.62	0.74	0.80	0.98
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	41.2%	39.2%	38.7%	37.1%
固定资产	1,427	1,641	1,848	1,997	经营效率				
无形资产	339	365	388	412	总资产周转率	0.92	0.97	1.01	1.02
非流动资产合计	2,801	2,980	3,218	3,386	每股指标 (元)				
资产合计	4,378	4,790	5,422	6,054	每股收益	1.59	1.96	2.40	2.84
短期借款	176	221	293	352	每股净资产	15.14	17.11	19.51	22.35
应付账款及票据	401	408	509	556	每股经营现金流	2.67	3.12	3.85	4.49
其他流动负债	327	350	400	439	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	904	979	1,202	1,347	估值分析				
长期借款	51	51	51	51	PE	33.55	27.31	22.32	18.81
其他长期负债	847	846	846	846	PB	2.58	3.13	2.74	2.39
非流动负债合计	898	897	897	897					
负债合计	1,802	1,876	2,099	2,244					
股本	169	169	169	169					
少数股东权益	12	16	20	25					
股东权益合计	2,576	2,913	3,323	3,810					
负债和股东权益合计	4,378	4,790	5,422	6,054					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。