

收入增势延续，盈利能力稳健

2025 年 10 月 30 日

► **事件：**公司发布 2025 年三季报，25Q1-3 实现营业收入 31.5 亿元，同比+15.7%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比+22.0%；实现扣非净利润 2.4 亿元，同比+26.6%。单季度看，25Q3 实现营业收入 10.8 亿元，同比+14.8%；归母净利润 0.8 亿元，同比+13.6%；扣非净利润 0.8 亿元，同比+14.2%。

► **山姆增长延续，新渠持续亮眼。分产品看，**25Q1-3 冷冻烘焙收入同比增长近 10%，单 Q3 同比增长约 17%，主因山姆渠道核心单品持续贡献增量、餐饮客户保持增长；25Q1-3 烘焙食品原料（奶油、酱料、水果制品及其他烘焙食品原料）同比增长约 24%，主因稀奶油市场反馈良好，渠道深度及客户广度持续提升，此外公司酱料核心餐饮连锁客户订单维持较好增势，具体分拆看，25Q1-3 稀奶油收入同比增长约 40%，酱料同比增长略超 35%；单 Q3 烘焙食品原料收入同比增长约 11%，增速环比放缓主因闰六月季节性影响奶油销售。**分渠道看，**25Q1-3 流通渠道收入同比基本持平，单 Q3 同比基本持平，主因烘焙行业渠道多元化发展，传统流通渠道短期仍受新渠道分流影响；25Q1-3 商超渠道同比增长约 30%，单 Q3 同比增长超 30%，主因山姆等核心商超客户持续贡献增量；25Q1-3 餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入合计同比增长约 40%，单 Q3 同比增长约 40%，主因公司积极开拓新渠道客户以及深化存量客户关系，积极把握烘焙消费新场景的发展趋势。

► **Q3 延续控费，但成本上涨、税率波动，归母净利率同比-0.1pcts。**25Q1-3 公司毛利率为 29.9%，同比-2.3pcts（Q3 同比-2.4pcts），主因油脂等原料价格上涨。公司降本增效成果持续显现，严格预算管理营销费用把控下，25Q1-3 四费同比-3.1pcts（Q3 同比-2.7pcts），其中销售费用率 10.2%，同比-1.3pcts（Q3 同比-1.0pcts）；管理费用率 5.5%，同比-1.5pcts（Q3 同比-1.6pcts）；研发费用率 3.2%，同比-0.6pcts（Q3 同比-0.1pcts）；财务费用率 0.5%，同比+0.3pcts（Q3 同比-0.1pcts）。25Q1-3/25Q3 所得税率同比+0.8/+5.9pcts，Q3 同比提升较多主因生产主体及产品结构阶段性变化。综合影响下，25Q1-3/25Q3 实现归母净利率 7.9%/7.2%，同比+0.4/-0.1pcts；扣非净利率 7.7%/7.1%，同比+0.7/-0.04pcts。

► **投资建议：**公司奶油及商超新品持续放量，降本增效成果持续显现，我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 43.9/49.8/55.6 亿元，同比+14.4%/13.6%/11.6%；归母净利润分别为 3.3/3.8/4.5 亿元，同比+23.9%/14.9%/17.2%，当前股价对应当前股价对 P/E 分别为 21/19/16x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新品拓展不及预期，原材料价格大幅上涨，行业竞争加剧，食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,835	4,388	4,984	5,564
增长率（%）	9.6	14.4	13.6	11.6
归属母公司股东净利润（百万元）	268	332	381	447
增长率（%）	266.9	23.9	14.9	17.2
每股收益（元）	1.58	1.96	2.25	2.64
PE	26	21	19	16
PB	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

41.91 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@glms.com.cn

分析师 范锡蒙

执业证书：S0100525090002

邮箱：fanximeng@glms.com.cn

相关研究

- 1.立高食品 (300973.SZ) 2025 年半年报点评：奶油延续高增，盈利持续优化-2025/08/30
- 2.立高食品 (300973.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：新品持续放量，控费成效显著-2025/04/29
- 3.立高食品 (300973.SZ) 2024 年三季报点评：短期经营承压，盈利能力修复-2024/10/30
- 4.立高食品 (300973.SZ) 2024 年半年报点评：冷冻烘焙短期承压，奶油业务亮眼-2024/08/30
- 5.立高食品 (300973.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：24Q1 经营改善，利润弹性释放-2024/04/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,835	4,388	4,984	5,564
营业成本	2,628	3,082	3,486	3,869
营业税金及附加	29	35	40	45
销售费用	464	472	543	606
管理费用	256	263	299	334
研发费用	112	132	150	167
EBIT	346	435	501	582
财务费用	15	13	17	15
资产减值损失	-21	0	0	0
投资收益	5	0	0	0
营业利润	336	422	484	567
营业外收支	-1	-2	-2	-2
利润总额	335	420	483	566
所得税	71	88	101	119
净利润	264	332	381	447
归属于母公司净利润	268	332	381	447
EBITDA	538	655	766	882

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	558	383	521	530
应收账款及票据	286	329	374	417
预付款项	31	31	35	39
存货	380	428	484	537
其他流动资产	322	310	312	327
流动资产合计	1,577	1,481	1,726	1,850
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,427	1,856	2,084	2,264
无形资产	339	349	359	369
非流动资产合计	2,801	3,270	3,470	3,669
资产合计	4,378	4,751	5,197	5,519
短期借款	176	223	223	223
应付账款及票据	401	471	533	591
其他流动负债	327	362	397	444
流动负债合计	904	1,055	1,153	1,258
长期借款	51	83	83	83
其他长期负债	847	853	853	853
非流动负债合计	898	936	936	936
负债合计	1,802	1,992	2,089	2,194
股本	169	169	169	169
少数股东权益	12	12	12	12
股东权益合计	2,576	2,759	3,107	3,325
负债和股东权益合计	4,378	4,751	5,197	5,519

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.61	14.41	13.57	11.64
EBIT 增长率	219.65	25.80	15.17	16.21
净利润增长率	266.94	23.87	14.89	17.16
盈利能力 (%)				
毛利率	31.47	29.76	30.05	30.46
净利率	6.99	7.56	7.65	8.03
总资产收益率 ROA	6.12	6.99	7.34	8.10
净资产收益率 ROE	10.45	12.08	12.32	13.49
偿债能力				
流动比率	1.74	1.40	1.50	1.47
速动比率	1.16	0.86	0.95	0.92
现金比率	0.62	0.36	0.45	0.42
资产负债率 (%)	41.17	41.92	40.20	39.75
经营效率				
应收账款周转天数	23.50	25.11	25.39	25.59
存货周转天数	43.97	47.19	47.10	47.53
总资产周转率	0.92	0.96	1.00	1.04
每股指标 (元)				
每股收益	1.58	1.96	2.25	2.64
每股净资产	15.14	16.22	18.28	19.56
每股经营现金流	2.67	3.61	3.89	4.47
每股股利	0.70	0.20	1.35	1.58
估值分析				
PE	26	21	19	16
PB	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.69	12.08	10.32	8.96
股息收益率 (%)	1.67	0.47	3.22	3.78

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	264	332	381	447
折旧和摊销	193	220	265	300
营运资金变动	-70	37	-9	-11
经营活动现金流	453	612	659	757
资本开支	-593	-708	-449	-481
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-884	-676	-449	-481
股权募资	2	0	0	0
债务募资	123	68	0	0
筹资活动现金流	-78	-111	-72	-267
现金净流量	-510	-175	138	8

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048