

立高食品（300973.SZ）

稳步成长优化渠道结构，严控费用对冲毛利波动

事件：公司披露 25 年三季报，前三季度公司实现营收 31.45 亿元，同比+15.73%；归母净利润 2.48 亿元，同比+22.03%；扣非归母净利润 2.42 亿元，同比+26.63%。其中，25Q3 公司实现营收 10.75 亿元，同比+14.82%；归母净利润 0.77 亿元，同比+13.63%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比+14.17%。

➤ **冷冻烘焙增速亮眼，渠道结构进一步优化。**分产品看，公司冷冻烘焙收入 25Q3 同比增长约 17%，相较 25H1 边际提速，主要系核心商超新品放量及餐饮客户保持增长；烘焙原料方面 Q3 同比增长约 11%，边际有所降速，但稀奶油和酱料业务前三季度仍分别有约 40%和 35%增长。分渠道看，Q3 流通饼房同比持平，维持平稳态势；商超/餐饮、茶饮及新零售分别同比增长约 30%/40%，新渠道表现亮眼，渠道结构进一步优化。

➤ **成本上行毛利率阶段性承压，强费用管控效果持续显现。**盈利能力方面，25Q3 公司毛利率为 28.94%，同比/环比分别-2.40/-1.78pct，毛利率有所下行推测主要系油脂和进口乳制品等原料价格上行影响。费用率方面，25Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.52%/5.35%/3.54%/0.23%，分别同比-0.99/-1.55/-0.06/-0.11pct，均有所收缩；整体来看，四项费用率合计同比-2.71pct，有效对冲毛利波动，也是公司优化费用管控机制的结果。结合以上，25Q3 公司实现归母净利率 7.17%，同比/环比分别-0.08/-0.87pct。

➤ **成长韧性凸显，盈利仍有弹性。**公司在稀奶油和酱料产品持续取得较快收入成长的同时，商超及新零售渠道也在持续扩容。在 Q3 相对淡季以及原料相对高位阶段，公司体现出较强增长韧性和盈利能力。展望未来，稀奶油国产替代逻辑仍具备较强成长势能，冷冻烘焙大客户 Q4 仍有多款新品即将上市贡献业绩增量，加上新渠道、新客户的不断开拓，收入端成长动能仍足。且公司持续严管费用、优化费投产出，伴随规模效应的不断提升，待到原料成本下行，盈利能力仍有弹性可待释放。

➤ **盈利预测与投资建议：**基于公司 25 年三季报业绩，我们下调此前盈利预测，预计 25-27 年公司归母净利润为 3.36/4.05/4.64 亿元（前次为 3.56/4.20/4.78 亿元），同比+25%/+20%/+15%，对应 EPS 为 1.98/2.39/2.74 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 21x/17x/15x，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**食品安全问题、需求恢复不及预期、行业竞争加剧、主要原材料价格大幅波动。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,499	3,835	4,370	4,876	5,364
增长率（%）	20%	10%	14%	12%	10%
净利润（百万元）	73	268	336	405	464
增长率（%）	-49%	267%	25%	20%	15%
EPS（元/股）	0.43	1.58	1.98	2.39	2.74
市盈率（P/E）	94.6	25.8	20.5	17.1	14.9
市净率（P/B）	2.8	2.7	2.4	2.1	1.9

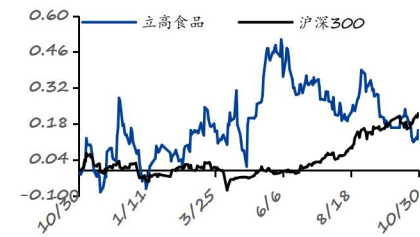
数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入（维持评级）

基本数据

日期	2025-10-30
收盘价：	40.78 元
总股本/流通股本(百万股)	169.34/116.53
流通 A 股市值(百万元)	4,751.94
每股净资产(元)	14.49
资产负债率(%)	39.79
一年内最高/最低价(元)	57.20/33.60

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、烘焙原料高增驱动成长，稳定控费逆势强化盈利——2025.08.29
- 2、奶油、直销增势良好，经营效率再度强化——2025.04.29
- 3、严控费用成效显著，盈利能力持续改善——2024.10.30

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	558	874	1,111	1,567
应收票据及账款	286	325	363	399
预付账款	31	36	40	44
存货	380	331	445	463
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	322	214	218	220
流动资产合计	1,577	1,781	2,177	2,694
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,427	1,383	1,344	1,309
在建工程	352	322	292	262
无形资产	339	378	391	406
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	683	700	714	729
非流动资产合计	2,801	2,783	2,742	2,706
资产合计	4,378	4,564	4,919	5,401
短期借款	176	49	0	0
应付票据及账款	401	467	529	592
预收款项	0	0	0	0
合同负债	16	18	21	23
其他应付款	83	83	83	83
其他流动负债	228	145	151	160
流动负债合计	904	762	784	857
长期借款	51	51	51	51
应付债券	776	776	776	776
其他非流动负债	71	71	71	71
非流动负债合计	898	898	898	898
负债合计	1,802	1,660	1,682	1,755
归属母公司所有者权益	2,564	2,895	3,232	3,646
少数股东权益	12	9	5	0
所有者权益合计	2,576	2,904	3,237	3,646
负债和股东权益	4,378	4,564	4,919	5,401

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	453	715	512	662
现金收益	452	547	604	656
存货影响	-118	49	-114	-18
经营性应收影响	-96	-25	-22	-20
经营性应付影响	159	65	62	63
其他影响	56	79	-18	-18
投资活动现金流	-884	-177	-155	-159
资本支出	-603	-164	-145	-151
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-281	-13	-10	-8
融资活动现金流	-78	-222	-120	-46
借款增加	167	-208	-49	0
股利及利息支付	-127	-90	-70	-69
股东融资	2	0	0	0
其他影响	-120	76	-1	23

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,835	4,370	4,876	5,364
营业成本	2,628	3,058	3,400	3,731
税金及附加	29	36	40	44
销售费用	464	481	531	579
管理费用	256	240	263	287
研发费用	112	125	138	151
财务费用	15	16	2	-5
信用减值损失	5	-2	-2	-2
资产减值损失	21	-20	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
其他收益	25	25	25	25
营业利润	336	422	509	584
营业外收入	1	1	1	2
营业外支出	2	2	3	4
利润总额	335	421	507	582
所得税	71	88	106	123
净利润	264	333	401	459
少数股东损益	-4	-3	-4	-5
归属母公司净利润	268	336	405	464
EPS（按最新股本摊薄）	1.58	1.98	2.39	2.74

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	9.6%	13.9%	11.6%	10.0%
EBIT 增长率	243.5%	24.9%	16.5%	13.2%
归母公司净利润增长率	266.9%	25.4%	20.4%	14.7%
获利能力				
毛利率	31.5%	30.0%	30.3%	30.4%
净利率	6.9%	7.6%	8.2%	8.6%
ROE	10.4%	11.6%	12.5%	12.7%
ROIC	11.9%	14.3%	15.3%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	41.2%	36.4%	34.2%	32.5%
流动比率	1.7	2.3	2.8	3.1
速动比率	1.3	1.9	2.2	2.6
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	24	25	25	25
存货周转天数	44	42	41	44
每股指标（元）				
每股收益	1.58	1.98	2.39	2.74
每股经营现金流	2.68	4.22	3.02	3.91
每股净资产	15.14	17.10	19.09	21.53
估值比率				
P/E	26	21	17	15
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	27	22	20	18

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn