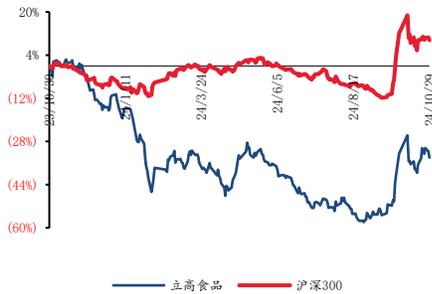


## 立高食品：奶油延续高增表现，Q3 盈利改善明显

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.69/1.17
总市值/流通(亿元)	59.95/41.25
12个月内最高/最低价(元)	57/22.28

### 相关研究报告

<<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

<<立高食品：Q3 收入环比加速，业绩弹性增长可期>>—2023-10-29

### 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：**公司公布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现收入 27.17 亿元，同比+5.2%，实现归母净利润 2.03 亿元，同比+28.2%，扣非净利润 1.92 亿元，同比+31.3%。其中 2024Q3 实现收入 9.36 亿元，同比-1.1%，归母净利润 0.68 亿元，同比+35.1%，扣非净利润 0.67 亿元，同比+57.4%。

**商超表现疲软拖累整体收入增长，奶油产品延续强劲增势。**Q3 受到商超渠道产品上架调整影响，收入略低于预期。分产品来看，2024 年前三季度公司冷冻烘焙同比下降约 7%，主因商超渠道上架节奏影响；烘焙原料同比增长约 30%，主由稀奶油新品热销拉动增长，前三季度奶油类产品同比+70%。分渠道来看，公司饼房流通渠道同比增长约 11%，在稀奶油产品驱动以及公司对头部经销商的政策扶持下，前三季度饼房渠道实现双位数增长。商超渠道收入同比下降约 10%。主因核心单品调试上架以及基数较高影响；餐饮、茶饮及新零售渠道收入同比增长近 20%，新客户逐步贡献收入增长。

**控费提效行之有效，盈利水平明显提升。**2024Q3 公司毛利率同比-0.6pct 至 31.3%，毛利率下降主因 Q3 油脂及进口乳制品价格涨幅较大，以油脂、进口奶制品为主要原材料的奶油销售占比提升较快影响。费用方面，Q3 公司销售/管理/研发费用分别同比-2.2/-1.0/-0.7pct，Q3 公司严格落实费用预算执行，注重费用投入产出比，各项费用比例实现稳中有降，同时公司已搭建费控信息系统提高预算管理的准确性和效率，并进一步优化供应链管理体系，优化供应链交付能力。此外 Q3 公司资产减值损失计提 922 万元，环比 Q2 有所提升，主因新品上市后生产效率较低带来的存货叠加，以及部分应收账款集体坏账损失，目前这部分应收已在陆续回款过程中，部分坏账损失有望冲回。综上，通过控费提效管理，公司 Q3 净利率同比+1.9pct 至 7.1%，盈利水平提升明显。

**奶油新品增长势头较好，年内盈利有望实现弹性增长。**今年公司围绕“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。近期公司第二座 UHT 奶油工厂已完成检验，将于 Q4 进入正式生产阶段，进一步巩固公司在奶油技术及规模优势。Q4 进入旺季备货阶段，预计公司将相应提供一定促销政策支持，奶油有望延续高速增长态势。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。公司与华住会、头部茶饮客户签署战略合同，与塔斯汀、百胜等已有大客户合作效果也有望将在年内逐步体现，预计今年公司餐饮渠道将延续高增趋势。商超渠道新品正在储备过程中，加上老品将重新优化，有望于 Q4 陆续上市，追赶前期因为产品上架调整导致的销售缺口。

**投资建议：**我们预计 2024-2026 年收入 38.0/42.3/47.5 亿元，归母净利润 2.7/3.4/3.9 亿元，同比+268%/25%/17%，对应 PE 为 22/18/15X。我们按照 2025 年业绩给 22 倍 PE，一年目标价 43.56 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

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,499	3,797	4,231	4,746
营业收入增长率(%)	20.22%	8.53%	11.42%	12.17%
归母净利（百万元）	73	268	335	391
净利润增长率(%)	-49.21%	267.50%	24.67%	16.79%
摊薄每股收益（元）	0.43	1.58	1.98	2.31
市盈率（PE）	112.59	22.34	17.92	15.34

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)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	532	1,061	1,077	1,133	1,275
应收和预付款项	288	241	362	401	450
存货	312	262	377	399	436
其他流动资产	67	413	369	370	372
流动资产合计	1,199	1,977	2,185	2,303	2,533
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	794	1,065	1,217	1,335	1,420
在建工程	386	303	411	525	636
无形资产开发支出	287	321	443	562	683
长期待摊费用	40	40	40	40	40
其他非流动资产	1,360	2,211	2,449	2,574	2,811
资产总计	2,868	3,940	4,559	5,036	5,590
短期借款	85	77	143	206	270
应付和预收款项	350	264	426	466	521
长期借款	0	88	88	88	88
其他负债	305	1,024	1,164	1,197	1,235
负债合计	740	1,453	1,822	1,957	2,115
股本	169	169	169	169	169
资本公积	1,273	1,384	1,393	1,393	1,393
留存收益	678	666	901	1,235	1,626
归母公司股东权益	2,120	2,472	2,718	3,052	3,443
少数股东权益	8	15	20	26	32
股东权益合计	2,128	2,487	2,738	3,078	3,475
负债和股东权益	2,868	3,940	4,559	5,036	5,590

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	343	305	546	578	664
投资性现金流	-579	-708	-626	-585	-586
融资性现金流	-18	929	95	63	64
现金增加额	-254	526	16	56	142

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,911	3,499	3,797	4,231	4,746
营业成本	1,986	2,401	2,574	2,843	3,170
营业税金及附加	25	31	30	33	37
销售费用	347	474	437	474	513
管理费用	248	334	266	296	323
财务费用	-8	12	0	0	0
资产减值损失	-24	-31	-27	-22	-17
投资收益	0	2	2	3	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	178	98	339	422	492
其他非经营损益	-2	-8	-2	-2	-2
利润总额	176	90	337	420	491
所得税	32	19	64	80	94
净利润	144	71	273	341	397
少数股东损益	0	-2	5	6	6
归母股东净利润	144	73	268	335	391

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	31.77%	31.39%	32.23%	32.80%	33.20%
销售净利率	4.94%	2.09%	7.07%	7.91%	8.23%
销售收入增长率	3.32%	20.22%	8.53%	11.42%	12.17%
EBIT 增长率	-49.26%	-39.63%	211.97%	24.62%	16.68%
净利润增长率	-49.22%	-49.21%	267.50%	24.67%	16.79%
ROE	6.78%	2.95%	9.88%	10.96%	11.35%
ROA	5.01%	1.85%	5.89%	6.64%	6.99%
ROIC	6.45%	2.47%	7.17%	8.08%	8.48%
EPS (X)	0.85	0.43	1.58	1.98	2.31
PE (X)	113.29	112.59	22.34	17.92	15.34
PB (X)	7.68	3.33	2.21	1.96	1.74
PS (X)	5.60	2.35	1.58	1.42	1.26
EV/EBITDA (X)	55.39	31.60	11.32	9.29	7.92

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。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 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

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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分析人员的个人观点。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。