

立高食品 (300973.SZ) 奶油业务加速增长，冷冻烘焙短期承压

2024 年 11 月 01 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

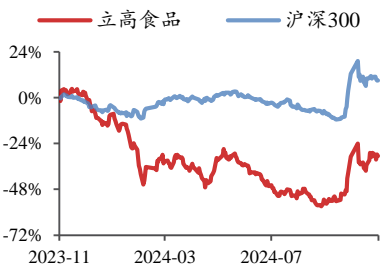
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2024/10/31
当前股价(元)	36.41
一年最高最低(元)	57.00/22.28
总市值(亿元)	61.66
流通市值(亿元)	42.43
总股本(亿股)	1.69
流通股本(亿股)	1.17
近 3 个月换手率(%)	199.42

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《冷冻烘焙平稳，奶油保持增长 ——公司信息更新报告》-2024.8.30
- 《盈利能力改善释放利润弹性，期待冷冻烘焙恢复 ——公司信息更新报告》-2024.5.1

● 2024Q3 单季利润快速增长

2024Q1-Q3 公司营收 27.2 亿元，同比+5.2%；扣非前后归母净利润 2.03、1.91 亿元，同比+28.2%、+31.3%。2024Q3 营收 9.36 亿元，同比-1.11%；扣非前后归母净利润 0.68、0.67 亿元，同比+35.1%、+57.4%。我们维持 2024-2026 年归母净利润预测 2.71/3.42/4.06 亿元，对应 2024-2026 年 EPS 1.60/2.02/2.40 元，当前股价对应 2024-2026 年 22.8/18.1/15.2 倍 PE，冷冻烘焙渗透率提升叠加龙头优势，维持“增持”评级。

● 奶油业务持续增长，冷冻烘焙短期承压

分业务板块看，2024Q1-Q3 冷冻烘焙收入同比-7%（2024H1 同比-0.2%），奶油、酱料等烘焙原料业务收入同比+30%（2024H1 同比+25.5%），其中奶油同比增超 70%。分渠道来看，流通渠道收入同比+11%，主因稀奶油增长贡献；KA 商超收入同比约降 10%，主因 KA 扩商超新开门店趋缓及产品上架安排调整所致；餐饮、茶饮等新渠道同比+20%。渠道结构上 KA 占比有所下降，流通渠道占比继续上升。

● 毛利率同比下滑，费用率趋于下降

2024Q3 归母净利率同比+1.94pct，其中公司毛利率同比-0.55pct，预计主因棕榈油等原料价格上涨影响。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-2.19、-0.98、-0.67、+0.15pct，延续控费趋势，整体费用率下降。

● 聚焦单品，提升效率

销售架构调整和渠道整合之后，奶油凭借新品和渠道整合快速增长。受制于烘焙行业需求疲软，行业竞争日趋激烈，冷冻烘焙短期增速放缓，公司继续聚焦单品，缩减 SKU，通过规模集采提升供应链效率、降低采购成本。当前来看，冷冻烘焙仍处于较早期阶段，叠加行业景气度低迷，渗透率缓慢提升，中长期看冷冻烘焙渗透率有望逐渐提升。

● **风险提示：**竞争加剧风险、原料上涨风险、大客户依赖风险、食品安全风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,911	3,499	4,040	4,489	4,944
YOY(%)	3.3	20.2	15.5	11.1	10.1
归母净利润(百万元)	144	73	271	342	406
YOY(%)	-49.2	-49.2	270.7	26.2	18.8
毛利率(%)	31.8	31.4	33.1	33.1	33.1
净利率(%)	4.9	2.1	6.7	7.6	8.2
ROE(%)	6.7	2.8	10.1	11.6	12.4
EPS(摊薄/元)	0.85	0.43	1.60	2.02	2.40
P/E(倍)	42.9	84.4	22.8	18.1	15.2
P/B(倍)	2.9	2.8	2.6	2.3	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1199	1977	2200	2124	2381
现金	532	1061	987	1099	987
应收票据及应收账款	265	219	340	282	403
其他应收款	11	57	21	66	30
预付账款	23	22	40	22	49
存货	312	262	456	300	556
其他流动资产	56	356	356	356	356
非流动资产	1656	1963	2101	2197	2289
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	794	1065	1457	1496	1523
无形资产	287	321	379	447	511
其他非流动资产	575	577	265	254	255
资产总计	2855	3940	4301	4321	4670
流动负债	675	571	895	813	996
短期借款	85	77	77	77	77
应付票据及应付账款	350	264	426	341	505
其他流动负债	240	230	391	396	414
非流动负债	52	882	734	582	429
长期借款	0	817	669	517	365
其他非流动负债	52	65	65	65	65
负债合计	727	1453	1629	1395	1426
少数股东权益	8	15	14	12	9
股本	169	169	169	169	169
资本公积	1273	1384	1384	1384	1384
留存收益	678	666	779	896	998
归属母公司股东权益	2120	2472	2658	2915	3236
负债和股东权益	2855	3940	4301	4321	4670

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	343	305	301	618	391
净利润	144	71	270	339	402
折旧摊销	89	130	131	162	167
财务费用	-8	12	19	15	13
投资损失	0	-2	-0	-0	-1
营运资金变动	76	52	-118	102	-191
其他经营现金流	42	42	-0	-0	-0
投资活动现金流	-579	-708	-269	-257	-258
资本支出	579	385	138	96	92
长期投资	0	-35	0	0	0
其他投资现金流	-0	-357	-130	-162	-167
筹资活动现金流	-18	929	-106	-249	-245
短期借款	85	-8	0	0	0
长期借款	0	817	-147	-153	-152
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	75	111	0	0	0
其他筹资现金流	-179	9	41	-96	-93
现金净增加额	-254	526	-73	112	-112

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2911	3499	4040	4489	4944
营业成本	1986	2401	2702	3001	3308
营业税金及附加	25	31	36	40	44
营业费用	347	474	512	560	606
管理费用	248	334	305	309	318
研发费用	122	148	165	182	200
财务费用	-8	12	19	15	13
资产减值损失	-24	-31	-22	-29	-36
其他收益	15	28	23	27	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	0	0	1
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	178	98	348	437	517
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	2	8	5	7	6
利润总额	176	90	343	431	512
所得税	32	19	73	92	109
净利润	144	71	270	339	402
少数股东损益	-0	-2	-1	-2	-3
归属母公司净利润	144	73	271	342	406
EBITDA	254	247	472	586	667
EPS(元)	0.85	0.43	1.60	2.02	2.40

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	3.3	20.2	15.5	11.1	10.1
营业利润(%)	-50.1	-44.8	255.2	25.8	18.2
归属于母公司净利润(%)	-49.2	-49.2	270.7	26.2	18.8
获利能力					
毛利率(%)	31.8	31.4	33.1	33.1	33.1
净利率(%)	4.9	2.1	6.7	7.6	8.2
ROE(%)	6.7	2.8	10.1	11.6	12.4
ROIC(%)	5.9	2.7	7.4	9.0	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	36.9	37.9	32.3	30.5
净负债比率(%)	-17.9	-3.9	-1.0	-9.8	-9.9
流动比率	1.8	3.5	2.5	2.6	2.4
速动比率	1.2	2.8	1.8	2.1	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	12.5	14.4	14.4	14.4	14.4
应付账款周转率	6.8	7.8	7.8	7.8	7.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.43	1.60	2.02	2.40
每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	1.80	1.78	3.65	2.31
每股净资产(最新摊薄)	12.52	13.14	14.24	15.76	17.65
估值比率					
P/E	42.9	84.4	22.8	18.1	15.2
P/B	2.9	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	22.8	23.7	12.5	9.6	8.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn