

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 29.1 亿元，同比+3.32%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比-49.2%；实现扣非归母净利润 1.4 亿元，同比-46.8%。单 Q4 实现营收 8.6 亿元，同比+0.4%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比-49.4%；实现扣非归母净利润 0.5 亿元，同比-36.3%。23Q1 实现营收 7.9 亿元，同比+26.2%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比+24.6%；实现扣非归母净利润 0.5 亿元，同比+23.4%。

23Q1 业绩回暖，渠道融合顺利推进。22 年实现营收 29.1 亿元，同比+3.3%。**分产品看**，冷冻烘焙 22 年收入 17.8 亿元，同比+3.8%；单 Q4 收入 5.2 亿元，同比-3.9%。烘焙食品原料 22 年收入 11.2 亿元，同比+2.1%；单 Q4 收入 3.3 亿元，同比+6.0%；其中奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原料 22 年收入 5.1/2.0/2.0/2.1 亿元，同比分别+9%/-6.3%/+7.5%/-8.4%。23Q1 冷冻烘焙收入增速亮眼，同比约+50%，主要系山姆上市的多款新品表现较好；烘焙食品原料收入同比约-15%，主要系 22 年末公司为抢占经销商渠道资源，对代表性原料折扣促销鼓励备货。**分渠道看**，22 年经销/直销/零售收入分别同比+3%/+4%/-17%。23 年初公司调整营销组织架构，将原餐饮经销商渠道划归流通渠道，调整后 23Q1 流通/商超/餐饮新零售占比约 46%/41%/13%，其中流通饼房收入同比下滑中个位数，系 22 年底提前进行春节备货，23Q1 渠道完成率逐月提升；商超渠道收入同比增长近 3 倍，系 22 年中及年末上新多款产品放量；餐饮、茶饮&新零售收入同比+25%左右。

23 年成本压力缓解，产能利用率提升下盈利能力有望提升。22 年盈利承压，毛利率变动-3.1pcts 至 31.8%，主要系原材料价格上涨、产能利用率不足；销售/管理费用率分别变比-1.0/+2.4pcts 至 11.9%/8.5%，剔除股权激励影响后，22 年归母净利率同比-2.5pcts 至 7.5%。23Q1 在新产线投产、工人培训费用前置下毛利率同比-1.1pcts 至 32%；23Q1 销售费用率 11.9%，同比-1.1pcts，主要系营销团队融合后人员差旅费用的使用效率提升；管理费用率 7.3%，同比-1.6pcts，剔除股份支付影响后同比-0.5pcts 左右；23Q1 实现归母净利率 6.3%，同比-0.1pcts。

投资建议：公司冷冻烘焙、奶油、烘焙原料三产线融合效果初显，依乐斯含乳脂植脂奶油、大列巴、冰淇淋蛋糕等重点新品销售较好，产品推新及全渠道发力下收入稳步增长，23 年成本压力缓解、产能利用率提升下，我们预计公司盈利能力有望提升。我们预计公司 2023~2025 年营收分别为 39.4/48.9/59.8 亿元，归母净利润分别为 3.5/4.8/6.8 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 47/34/24X，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动，新品推广不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2911	3939	4890	5984
增长率 (%)	3.3	35.3	24.1	22.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	144	345	475	681
增长率 (%)	-49.2	140.0	37.5	43.4
每股收益 (元)	0.85	2.04	2.80	4.02
PE	112	47	34	24
PB	7.6	6.1	5.3	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
95.46 元

分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 立高食品 (300973.SZ) 2022 三季报点评：业绩短期承压，经营改革立足长远-2022/11/02
- 立高食品 (300973.SZ) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：21 年业绩高增，22Q1 业绩受疫情影响明显-2022/04/25
- 立高食品 (300973) 2021 年业绩预告点评：主业高速增长，激励费用摊销等拉低利润增速-2022/01/21
- 立高食品 (300973) 2021 年股票期权激励计划点评：激励方案绑定核心管理层，行权条件聚焦收入增长-2021/08/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2911	3939	4890	5984
营业成本	1986	2645	3219	3878
营业税金及附加	25	28	39	48
销售费用	347	433	587	718
管理费用	248	276	342	359
研发费用	122	158	147	180
EBIT	179	419	580	831
财务费用	-8	-1	-6	-9
资产减值损失	-24	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	178	421	586	841
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	176	421	586	841
所得税	32	76	111	160
净利润	144	345	475	681
归属于母公司净利润	144	345	475	681
EBITDA	287	544	747	1046

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	532	885	1125	1542
应收账款及票据	265	324	402	492
预付款项	23	26	32	39
存货	312	399	485	584
其他流动资产	67	73	72	75
流动资产合计	1199	1707	2117	2733
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	794	972	1135	1295
无形资产	287	292	293	292
非流动资产合计	1656	1848	1951	2048
资产合计	2855	3555	4067	4781
短期借款	85	85	85	85
应付账款及票据	350	399	485	584
其他流动负债	240	346	407	490
流动负债合计	675	830	977	1160
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	52	49	43	35
非流动负债合计	52	49	43	35
负债合计	727	879	1020	1194
股本	169	169	169	169
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	2128	2676	3047	3586
负债和股东权益合计	2855	3555	4067	4781

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.32	35.35	24.13	22.38
EBIT 增长率	-49.26	134.10	38.32	43.31
净利润增长率	-49.22	140.05	37.54	43.43
盈利能力 (%)				
毛利率	31.77	32.85	34.16	35.19
净利润率	4.94	8.76	9.71	11.38
总资产收益率 ROA	5.04	9.71	11.67	14.24
净资产收益率 ROE	6.78	12.93	15.62	19.03
偿债能力				
流动比率	1.78	2.06	2.17	2.36
速动比率	1.20	1.47	1.58	1.77
现金比率	0.79	1.07	1.15	1.33
资产负债率 (%)	25.46	24.73	25.08	24.98
经营效率				
应收账款周转天数	33.22	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	57.36	55.00	55.00	55.00
总资产周转率	1.08	1.23	1.28	1.35
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	2.04	2.80	4.02
每股净资产	12.52	15.76	17.95	21.13
每股经营现金流	2.02	2.74	3.75	5.22
每股股利	0.50	0.61	0.84	1.20
估值分析				
PE	112	47	34	24
PB	7.6	6.1	5.3	4.5
EV/EBITDA	54.96	28.34	20.29	14.08
股息收益率 (%)	0.52	0.64	0.88	1.26

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	144	345	475	681
折旧和摊销	108	125	167	215
营运资金变动	76	0	-12	-16
经营活动现金流	343	465	634	884
资本开支	-578	-237	-249	-285
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-579	-288	-245	-285
股权募资	8	0	0	0
债务募资	85	0	-13	0
筹资活动现金流	-18	176	-149	-182
现金净流量	-254	353	240	417

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。	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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026