

研究所  
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005  
 xueyh@ghzq.com.cn  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 联系人：肖依琳 S0350121120033  
 xiaoyl@ghzq.com.cn

## 内外部向好改善，2023年弹性增长可期

### ——立高食品（300973）2022年报及2023年一季度

#### 报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
立高食品	-7.2%	3.4%	47.7%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

#### 市场数据

2023/04/28

当前价格(元)	95.46
52周价格区间(元)	66.18-110.90
总市值(百万)	16,165.20
流通市值(百万)	6,782.03
总股本(万股)	16,934.00
流通股本(万股)	7,104.57
日均成交额(百万)	236.90
近一月换手(%)	1.43

#### 相关报告

《——立高食品（300973）三季报点评：逆势实现收入正增，Q3业绩符合预期（增持）\*食品加工\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-10-31  
 《——立高食品（300973）跟踪报告：不惧短期扰动，内部蓄力以备长远发展（增持）\*食品加工\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-09-23  
 《——立高食品（300973）点评报告：短期需求受损拖累业绩表现，看好长期成长性（增持）\*食品加工\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-08-30  
 《——立高食品（300973）年报及一季报点评：

#### 事件：

**立高食品发布2022年报及2023年一季度报：**公司2022年实现营收29.11亿元，同比+3.32%，归母净利润1.44亿元，同比-49.22%，扣非净利1.43亿元，同比-46.78%，每股派现0.5元（含税）。2023年Q1实现营收7.94亿元，同比+26.19%，归母净利润0.50亿元，同比+24.60%，扣非净利0.48亿元，同比+23.42%。

#### 投资要点：

- **受商超需求复苏推动，2023Q1收入恢复较快增长，业绩符合预期。**2022Q4公司实现收入8.59亿元，同比+0.43%，归母净利润0.43亿元，同比-49.38%。4季度受疫情影响，下游饼店、商超客流量下滑较严重，加上高基数影响，2022年Q4收入承压，利润方面，由于高价油脂原料影响，加上促销费用以及股权激励费用增加导致利润端表现下滑。2023Q1烘焙消费场景逐步恢复，收入实现超25%增长，主因商超渠道接近翻倍增长，多款新品反馈良好（包括杂粮奶酪包、大列巴、丹麦甜甜圈等），加上经典大单品麻薯调价升级，预计有超50%的收入增长。餐饮、餐饮及新零售渠道收入增长约25%，由于生产排单等原因限制，实际收入预计超过25%，此外，流通渠道同比下降中单位数，对整体收入有所拖累，主因春节错期提前在22Q4备货所致。分产品看，冷冻烘焙收入同比增长约50%（占比75%），烘焙原料收入同比下降约15%，主因2022Q4促销囤货以消化高价原料库存，因此影响2023Q1收入表现，但整体需求呈现逐月回暖趋势。
- **2023Q1内部整合提效效果显现，盈利水平保持稳定。**2022年公司毛利率同比下降3.13pct至31.77%，主因1）油脂等原料成本高位，2）河南新厂处产能爬坡阶段，3）需求受疫情影响的环境下公司折价促销让利渠道。2023Q1毛利率同比下降1.06pct，主因新产线投产提前对人工培训所致。费用方面，2023Q1销售费用/管理费用/财务费用/研发费用率分别同比-1.10/-1.57/+0.36/+0.21pct。销售费用率在举办经销商大会、食材节展会活动的情况下仍有下降，主因营销团队融合后人效比上升。此外公司2023Q1由于新品试产试销导致同比增加400万元的资产减值损失，综上影响，公司2023Q1净利率

短期业绩承压，长期成长逻辑不变（增持）\*食品加工\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-04-25

《——立高食品（300973）事件点评：收入延续高增，盈利水平有效提升（买入）\*食品加工\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-01-21

同比下降 0.08pct 至 6.28%，盈利水平基本保持稳定。

- **外部烘焙需求复苏、成本进入下行通道，内部整合带来经营效率改善，期待 2023 年利润弹性释放。**展望 2023 年，随下游烘焙场景逐步恢复，传统饼店、商超、餐饮等各渠道都有望重回加速增长，1) 商超渠道，随山姆等商超客流量恢复，公司新老品类均可凭借其较强的产品力实现弹性增长，此外今年预计还将继续推出多款新品获取更多增量；2) 传统饼店渠道，公司通过前期内部整合以及引入数字化系统的方式推动渠道下沉，并匹配推出机制手工挞皮，以及依乐斯、稀奶油 360pro 等中高端奶油产品，更好的满足渠道需求；3) 餐饮渠道，2023 年餐饮仍为重点发力方向，公司保留餐饮重客部，并专门设立餐饮类产品研发小组，根据不同消费场景做针对性的产品开发，充分挖掘餐饮客户需求。利润端来看，今年油脂等成本回落明显，公司内部整合已顺利完成，经营效率有望显著提升，加上河南工厂产能利用率逐步提升，年内利润弹性较大。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润为 3.06/4.08/5.17 亿元，EPS 为 1.81/2.41/3.06 元/股，对应 PE 分别为 53/40/32 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 疫情改善趋势不及预期；2) 产能投放不及预期风险；3) 食品质量安全风险；4) 新品推广不达预期风险；5) 原材料价格波动风险；6) 行业竞争加剧风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2911	3825	4786	5959
增长率（%）	3	31	25	25
归母净利润（百万元）	144	306	408	517
增长率（%）	-49	113	33	27
摊薄每股收益（元）	0.85	1.81	2.41	3.06
ROE（%）	7	13	15	17
P/E	113.29	52.82	39.62	31.24
P/B	7.68	6.91	6.07	5.22
P/S	5.60	4.23	3.38	2.71
EV/EBITDA	55.39	30.74	23.79	18.87

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：立高食品盈利预测表

证券代码:	300973				股价:	95.46		投资评级:	增持		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	6.78%	13.07%	15.32%	16.72%	EPS	0.85	1.81	2.41	3.06				
毛利率	31.77%	33.80%	34.00%	34.00%	BVPS	12.52	13.82	15.73	18.28				
期间费率	20.14%	20.50%	20.00%	19.80%	<b>估值</b>								
销售净利率	4.94%	8.00%	8.52%	8.68%	P/E	113.29	52.82	39.62	31.24				
<b>成长能力</b>					P/B	7.68	6.91	6.07	5.22				
收入增长率	3.32%	31.40%	25.14%	24.50%	P/S	5.60	4.23	3.38	2.71				
利润增长率	-49.22%	112.86%	33.32%	26.83%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	1.02	1.27	1.38	1.46	营业收入	2910.59	3824.51	4786.00	5958.57				
应收账款周转率	10.99	20.05	19.73	19.84	营业成本	1986.03	2531.83	3158.76	3932.65				
存货周转率	9.33	12.82	13.01	12.95	营业税金及附加	25.44	19.18	24.05	30.67				
<b>偿债能力</b>					销售费用	346.80	478.06	574.32	715.03				
资产负债率	25.46%	21.92%	22.85%	23.92%	管理费用	247.58	305.96	382.88	464.77				
流动比	1.78	2.28	2.53	2.73	财务费用	-8.14	0.00	0.00	0.00				
速动比	1.27	1.73	1.97	2.17	其他费用/(-收入)	122.25	107.47	136.40	169.22				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	177.53	381.82	509.30	645.87				
现金及现金等价物	531.91	771.57	1117.98	1599.85	营业外净收支	-1.71	0.00	0.00	0.00				
应收款项	265.14	190.70	242.58	300.38	利润总额	175.82	381.82	509.30	645.87				
存货净额	312.12	298.27	367.80	460.07	所得税费用	32.24	75.79	101.30	128.40				
其他流动资产	89.47	124.26	141.21	162.00	净利润	143.59	306.03	408.00	517.47				
<b>流动资产合计</b>	<b>1198.63</b>	<b>1384.81</b>	<b>1869.57</b>	<b>2522.29</b>	少数股东损益	-0.18	0.00	0.00	0.00				
固定资产	793.86	705.89	610.73	512.84	归属于母公司净利润	143.77	306.03	408.00	517.47				
在建工程	386.20	427.40	476.38	522.77	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	476.06	489.51	505.38	520.44	经营活动现金流	342.73	497.78	527.13	660.13				
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	143.77	306.03	408.00	517.47				
<b>资产总计</b>	<b>2854.75</b>	<b>3007.61</b>	<b>3462.06</b>	<b>4078.35</b>	少数股东权益	-0.18	0.00	0.00	0.00				
短期借款	85.08	0.00	0.00	0.00	折旧摊销	107.87	120.66	125.24	128.84				
应付款项	349.55	300.35	370.40	463.30	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00				
预收帐款	0.38	26.77	19.14	29.79	营运资金变动	75.87	70.90	-6.40	13.46				
其他流动负债	239.76	279.98	349.51	430.27	投资活动现金流	-578.72	-87.53	-95.23	-92.76				
<b>流动负债合计</b>	<b>674.77</b>	<b>607.10</b>	<b>739.05</b>	<b>923.37</b>	资本支出	-578.49	-87.53	-95.23	-92.76				
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00				
其他长期负债	52.17	52.17	52.17	52.17	其他	-0.23	0.00	0.00	0.00				
<b>长期负债合计</b>	<b>52.17</b>	<b>52.17</b>	<b>52.17</b>	<b>52.17</b>	筹资活动现金流	-18.37	-170.58	-85.50	-85.50				
<b>负债合计</b>	<b>726.94</b>	<b>659.27</b>	<b>791.22</b>	<b>975.54</b>	债务融资	85.00	-85.08	0.00	0.00				
股本	169.34	169.34	169.34	169.34	权益融资	7.83	0.00	0.00	0.00				
股东权益	2127.81	2348.34	2670.84	3102.81	其它	-111.20	-85.50	-85.50	-85.50				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2854.75</b>	<b>3007.61</b>	<b>3462.06</b>	<b>4078.35</b>	现金净增加额	-254.36	239.67	346.41	481.87				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

肖依琳，中南大学硕士，主要覆盖调味品、速冻食品、烘焙食品等板块。

## 【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本

报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。