



买入 (维持)

所属行业: 食品饮料/食品加工  
当前价格(元): 95.46

证券分析师

熊鹏

资格编号: S0120522120002

邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

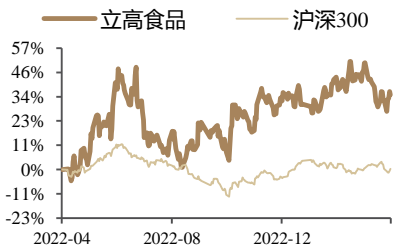
韦香怡

资格编号: S0120522080002

邮箱: weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.25	-5.74	3.43
相对涨幅(%)	-7.99	-5.37	7.08

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《立高食品(300973.SZ): 核心能力再铸就, 再看立高战略领先》, 2023.3.15
- 《立高食品(300973.SZ): 22年低点已过, 成长本色不改》, 2023.1.31
- 《立高食品(300973.SZ): 经营保持稳定, 静待内生变革成效显现》, 2022.10.29
- 《立高食品(300973.SZ): 疫情与成本阴云将散, 长期向好趋势不改》, 2022.9.2

# 立高食品 (300973.SZ): 整装待发, 重启征程

投资要点

- **事件: 公司发布 2022 年年度与 2023 年一季度业绩预告。**2022 年公司实现营业收入 29.11 亿元, 同比+3.32%; 实现归母净利润 1.44 亿元, 同比下降 49.22%; 实现扣非归母净利润 1.43 亿元, 同比下降 46.78%; 2023Q1 公司实现营业收入 7.94 亿元, 同比+26.19%; 实现归母净利润 0.50 亿元, 同比+24.6%; 实现扣非归母净利润 0.48 亿元, 同比+23.42%。
- **2022 调整步伐, 2023 重启征程。**分产品看, 2022 年公司冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原料分别收入 17.8/5.1/2.0/2.0/2.1 亿元, 同比+3.81%/+8.95%/-6.29%/+7.48%/-8.37%。23Q1 分产品看, 冷冻烘焙/烘焙食品原料分别占比 75%/25%, 同比+50%/-15%, 烘焙食品原料下降主因 2022 年底公司抓住市场及成本窗口期, 为抢占经销商渠道资源, 对代表性原料大单品进行折扣促销, 并加快了高价原料耗用; 根据公司一季度表述, 主要烘焙原料单品经销商库存水平理想, 推算终端客户实际使用同比有所增长, 折扣促销取得理想效果。分渠道看, 流通/商超/餐饮茶饮新零售分别占比 46%/41%/13%, 分别同比下降中单位数/增长接近翻倍/+25%, 流通下降原因为去年底提前进行春节备货所致, 一季度备货消化情况理想, 完成率逐月提升; 商超大幅增长原因为新品表现理想与老品升级成功。公司经过 22 年疫情及渠道改革的磨合, 23 年逐步释放动能, 重启征程迈向效率更高新台阶。
- **毛利率短期承压, 长期看好盈利能力释放。**2022 年公司归母净利润 1.44 亿元, 同比-49.22%; 毛利率 31.77%, 同比-3.13pcts, 其中原材料成本上涨较多, 公司主要外购原材料中, 2022 年棕榈仁油、酪蛋白酸钠价格分别同比上涨约 61.97%, 48.48%, 造成公司报告期主营业务成本同比上涨; 费用方面, 2022 年销售费用率 11.9%, 同比-1.0pct, 主因经济下行导致部分市场费用无法投放; 管理费用率为 8.5%, 同比+2.4pct, 主系股份支付费用影响。23Q1 公司实现归母净利润 0.5 亿元, 同比+24.6%, 毛利率 32.03%, 同比-1.06pcts, 主因新产线投产, 提前进行工人培训; 销售费用率同比-1pct, 主因营销团队产线融合后人员等费用效率上升; 剔除股份支付费用后管理费用率同比-0.5pct, 主因收入增长后规模效应提升。我们认为, 公司盈利能力随着改革落地、产能利用率提升将逐步释放, 叠加今年原材料成本同比回落, 我们预计公司利润率将逐步改善。
- **外部环境逐步改善, 内生变革推动长远发展。**随着疫情防控政策全面放开, 各渠道需求有望修复, 叠加餐饮和新零售渠道等大客户拓展与商超渠道中新品持续放量, 收入端有望进入较快增长通道。公司内部改革今年正式落地, 预计将通过增加销售人员、扩展渠道与终端用户提高产品覆盖率; 未来将同时发力高端市场与下沉市场, 形成丰富的产品矩阵, 满足不同的客户需求, 长期发展动能充足。
- **投资建议:**冷冻烘焙行业仍处于早期发展阶段, 长期来看渗透率提升空间大, 公司渠道与管理优势明显, 内生经营变革成效逐现, 23 年在外部环境转好的背景下, 产能优势与规模效应进一步强化, 公司业绩有望高增, 冷冻烘焙行业龙头地位不改。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 40.81/51.19/62.68 亿元, 同比增长 40.2%/25.4%/22.4%, 实现归母净利润 3.12/4.50/6.09 亿元, 同比增长 117.1%/44.0%/35.5%, 对应 PE 分别为 52X/36X/27X, 维持买入评级。
- **风险提示:**市场需求疲软, 行业竞争加剧, 变革成效不及预期, 原材料价格波动



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	169.34		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	71.05	营业收入(百万元)	2,817	2,911	4,081	5,119	6,268
52 周内股价区间(元):	66.88-106.44	(+/-)YOY(%)	55.7%	3.3%	40.2%	25.4%	22.4%
总市值(百万元):	16,165.20	净利润(百万元)	283	144	312	450	609
总资产(百万元):	3,777.84	(+/-)YOY(%)	22.0%	-49.2%	117.1%	44.0%	35.5%
每股净资产(元):	14.38	全面摊薄 EPS(元)	1.67	0.85	1.84	2.65	3.60
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	34.9%	31.8%	33.4%	33.8%	34.1%
		净资产收益率(%)	14.3%	6.8%	12.7%	15.5%	17.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.85	1.84	2.65	3.60
每股净资产	12.52	14.55	17.18	20.49
每股经营现金流	2.02	2.70	2.47	3.84
每股股利	0.50	0.55	0.80	1.08
价值评估(倍)				
P/E	113.29	51.79	35.96	26.55
P/B	7.68	6.56	5.56	4.66
P/S	5.61	3.96	3.16	2.58
EV/EBITDA	54.75	38.19	27.81	20.75
股息率%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.8%	33.4%	33.8%	34.1%
净利润率	4.9%	7.6%	8.8%	9.7%
净资产收益率	6.8%	12.7%	15.5%	17.6%
资产回报率	5.0%	9.1%	11.4%	13.0%
投资回报率	6.6%	10.8%	13.5%	15.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.3%	40.2%	25.4%	22.4%
EBIT 增长率	-47.1%	90.6%	46.1%	36.4%
净利润增长率	-49.2%	117.1%	44.0%	35.5%
偿债能力指标				
资产负债率	25.5%	27.6%	26.2%	26.1%
流动比率	1.8	1.6	1.7	1.9
速动比率	1.3	1.0	1.1	1.3
现金比率	0.8	0.6	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.2	26.0	25.0	24.0
存货周转天数	57.4	56.0	55.0	54.0
总资产周转率	1.0	1.2	1.3	1.3
固定资产周转率	3.7	4.0	4.3	4.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	144	312	450	609
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
非现金支出	136	65	55	45
非经营收益	-13	36	4	5
营运资金变动	76	44	-90	-8
经营活动现金流	343	457	419	650
资产	-578	-232	-172	-112
投资	0	0	0	0
其他	-0	-124	-11	-7
投资活动现金流	-579	-356	-183	-119
债权募资	106	0	0	-0
股权募资	8	0	0	0
其他	-132	-91	-137	-185
融资活动现金流	-18	-90	-137	-185
现金净流量	-254	10	99	346

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,911	4,081	5,119	6,268
营业成本	1,986	2,719	3,389	4,132
毛利率%	31.8%	33.4%	33.8%	34.1%
营业税金及附加	25	35	44	54
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	347	494	619	752
营业费用率%	11.9%	12.1%	12.1%	12.0%
管理费用	248	322	353	385
管理费用率%	8.5%	7.9%	6.9%	6.1%
研发费用	122	163	205	251
研发费用率%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
EBIT	182	348	508	693
财务费用	-8	-17	-20	-24
财务费用率%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-24	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	178	384	553	748
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	176	383	551	747
EBITDA	290	413	563	738
所得税	32	71	102	138
有效所得税率%	18.3%	18.5%	18.5%	18.5%
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司所有者净利润	144	312	450	609

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	532	542	641	987
应收账款及应收票据	265	291	351	412
存货	312	417	511	611
其它流动资产	89	122	154	187
流动资产合计	1,199	1,372	1,656	2,197
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	794	1,009	1,190	1,333
在建工程	386	416	436	446
无形资产	287	332	377	422
非流动资产合计	1,656	2,039	2,297	2,503
资产总计	2,855	3,412	3,953	4,700
短期借款	85	85	86	85
应付票据及应付账款	350	447	464	566
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	240	351	429	514
流动负债合计	675	883	979	1,166
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	52	58	59	59
非流动负债合计	52	58	59	59
负债总计	727	941	1,037	1,225
实收资本	169	169	169	169
普通股股东权益	2,120	2,463	2,909	3,469
少数股东权益	8	7	7	7
负债和所有者权益合计	2,855	3,412	3,953	4,700

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

韦香怡，2020年毕业于南洋理工大学，此前任职于东兴研究所，2022年加入德邦研究所，主要负责大众品研究。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。