

立高食品 (300973.SZ) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2023年5月4日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 95.46 元

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理: 晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

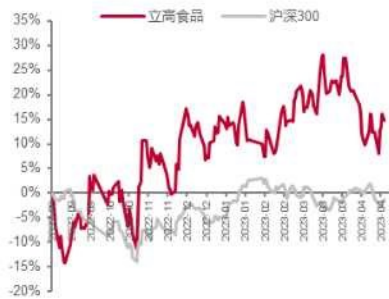
分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

E-mail: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	169
流通股本(百万股)	71
市价(元)	95.46
市值(百万元)	16,165
流通市值(百万元)	6,782

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,817	2,911	3,948	5,045	6,269
增长率 yoy%	56%	3%	36%	28%	24%
净利润(百万元)	283	144	302	403	539
增长率 yoy%	22%	-49%	110%	34%	34%
每股收益(元)	1.67	0.85	1.78	2.38	3.18
每股现金流量	1.72	2.02	1.87	2.62	3.74
净资产收益率	14%	7%	13%	15%	16%
P/E	57.1	112.4	53.5	40.1	30.0
P/B	8.1	7.6	6.8	5.9	5.0

备注: 股价选取 2022 年 10 月 27 日收盘价

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营收 29.1 亿元, 同比+3.3%; 实现归母净利润 1.4 亿元, 同比-49.2%; 还原股份支付费用后, 实现归母净利润 2.2 亿元, 同比-28.4%。2022Q4 公司实现营收 8.6 亿元, 同比+0.4%; 实现归母净利润 0.4 亿元, 同比-49.4%。2023Q1 公司实现营收 7.9 亿元, 同比+26.2%, 归母净利润为 0.5 亿元, 同比+24.6%。剔除股权激励费用后, 实现归母净利润 0.7 亿元, 同比+18.6%。
- 冷冻烘焙重回高增, 流通渠道持续调整。**分产品看, 2022 年公司冷冻烘焙/烘焙原料产品营收分别为 17.8/11.2 亿元, 同比+3.8%/2.1%, 营收分别占比达 61.4%/38.6%。2023Q1 公司冷冻烘焙/烘焙原料产品占比分别为 75%/25%, 同比+50%/-15%。其中, 烘焙原料营收下滑主要系 2022 年底, 公司为抢占市场、消化高价原料进行折扣促销导致。分渠道看, 2023Q1 流通/商超/餐饮茶饮及新零售渠道占比为 46%/41%/13%, 同比下滑中单位数/翻倍增长/+25%。其中, 流通渠道下滑主要系春节提前备货影响; 商超高增长主要系重要客户上新及老品升级贡献。
- 毛利率改善, 费用端仍有压力。**23Q1 毛利率下降 1.1pct, 主要是由于: (1) 高毛利率的奶油产品占比下滑; (2) 新产线投产及提前对工人进行培训等费用投入所致。23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.89% (-1.10pct)、7.30% (-1.57pct)、3.68% (+0.21pct), 0.22% (+0.36pct)。23Q1 得益于公司渠道融合后人员, 差旅等费用的使用效率上升, 销售费用率有所下降; 23Q1 管理费用 22 年有所上升主要是股份支付费用所致, 剔除该影响预计同比下降 0.5pct; 另外公司 23Q1 资产减值计提 606 万元, 主要系新产线爬坡阶段分摊的制造费用较高, 导致产品在会计层面实际核算的成本比可销售价格高。综上, 23Q1 净利率 6.26%, yoy-0.10pct。
- 产品、渠道两头推进, 长期增长势头仍足。**收入端, 产品方面, 冷冻烘焙方面商超上新继续推进, 烘焙原料方面混合脂和稀奶油陆续上新; 渠道方面, 渠道融合后销售效率进一步提高, 流通饼店、商超等渠道保持良好的增长, 餐饮渠道快速推进。利润端, 成本下行趋势开始体现, 预计未来成本整体压力趋缓。
- 盈利预测:** 根据年报与一季报, 我们预计公司 23-25 年营收分别为 39.48/50.45/62.69 亿元 (前次 23/24 年为 39.54/48.89 亿元), 净利润分别为 3.02/4.03/5.39 亿元 (前次 23/24 年为 2.97/4.07 亿元), 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动超预期、新客新品拓展不及预期、食品安全事件。

图表 1: 立高食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	532	381	353	376	营业收入	2,911	3,948	5,045	6,269
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,986	2,606	3,303	4,051
应收账款	265	359	459	570	税金及附加	25	29	37	47
预付账款	23	30	38	46	销售费用	347	493	631	784
存货	312	369	480	607	管理费用	248	296	378	470
合同资产	0	0	0	0	研发费用	122	166	212	263
其他流动资产	67	73	93	117	财务费用	-8	-6	-2	1
流动资产合计	1,199	1,211	1,422	1,716	信用减值损失	-4	-4	-4	-4
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-24	-3	-3	-3
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	794	911	1,216	1,489	投资收益	0	0	0	0
在建工程	385	385	385	385	其他收益	15	15	15	15
无形资产	287	397	495	583	营业利润	178	371	495	661
其他非流动资产	190	200	208	215	营业外收入	0	0	0	1
非流动资产合计	1,656	1,893	2,305	2,673	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	2,855	3,104	3,727	4,389	利润总额	176	369	493	660
短期借款	85	0	116	97	所得税	32	67	90	121
应付票据	0	0	0	0	净利润	144	302	403	539
应付账款	350	364	471	594	少数股东损益	0	0	-1	-1
预收款项	0	20	7	10	归属母公司净利润	144	302	404	540
合同负债	49	66	84	105	NOPLAT	137	297	401	539
其他应付款	58	58	58	58	EPS (按最新股本摊薄)	0.85	1.78	2.38	3.18
一年内到期的非流动负债	14	14	14	14					
其他流动负债	120	135	161	189					
流动负债合计	675	656	910	1,068					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	52	52	52	52					
非流动负债合计	52	52	52	52					
负债合计	727	709	962	1,120					
归属母公司所有者权益	2,120	2,388	2,758	3,263					
少数股东权益	8	7	7	6					
所有者权益合计	2,128	2,396	2,765	3,269					
负债和股东权益	2,855	3,104	3,727	4,389					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	343	316	444	634
现金收益	225	415	545	727
存货影响	-30	-57	-111	-127
经营性应收影响	-30	-98	-105	-117
经营性应付影响	136	34	94	127
其他影响	43	22	21	24
投资活动现金流	-579	-354	-557	-558
资本支出	-571	-346	-548	-550
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-8	-8	-9	-8
融资活动现金流	-18	-113	85	-53
借款增加	84	-85	116	-19
股利及利息支付	-86	-60	-89	-114
股东融资	8	0	0	0
其他影响	-24	32	58	80

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	3.3%	35.6%	27.8%	24.3%
EBIT增长率	-52.1%	116.7%	35.1%	34.5%
归母公司净利润增长率	-49.2%	110.1%	33.5%	33.7%
获利能力				
毛利率	31.8%	34.0%	34.5%	35.4%
净利率	4.9%	7.6%	8.0%	8.6%
ROE	6.8%	12.6%	14.6%	16.5%
ROIC	8.0%	15.8%	17.6%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	25.5%	22.8%	25.8%	25.5%
债务权益比	7.1%	2.7%	6.6%	5.0%
流动比率	1.8	1.8	1.6	1.6
速动比率	1.3	1.3	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.3	1.4	1.4
应收账款周转天数	29	28	29	30
应付账款周转天数	53	49	45	47
存货周转天数	54	47	46	48
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	1.78	2.38	3.18
每股经营现金流	2.03	1.87	2.62	3.74
每股净资产	12.52	14.10	16.29	19.27
估值比率				
P/E	112	54	40	30
P/B	8	7	6	5
EV/EBITDA	184	98	74	56

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。