

经营稳健向好，盈利能力持续修复

2023 年 08 月 31 日

► **事件：**公司发布 2023 年半年报，23H1 实现营业收入 16.4 亿元，同比+23.6%；归母净利润 1.1 亿元，同比+53.7%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比+55.5%。单季度看，23Q2 实现营业收入 8.4 亿元，同比+21.3%；归母净利润 0.6 亿元，同比+92.0%；扣非归母净利润 0.5 亿元，同比+101.4%。

► **冷冻烘焙恢复性增长，商超、餐饮渠道表现亮眼。分产品看，**23H1 冷冻烘焙/酱料/其他烘焙原材料分别实现收入 10.62/1.07/1.29 亿元，同比+33.12%/+31.5%/+30.7%，冷冻烘焙实现恢复性增长，酱料受大客户订单带动增速亮眼；奶油/水果制品分别实现收入 2.37/0.9 亿元，同比-2.92%/-9.65%，奶油去年 Q4 促销力度较大，经销商备货充分影响报表端节奏，水果制品受消费需求影响销售下滑。**分渠道看，**23H1 流通饼房渠道收入占比近 50%，同比基本持平系去年底提前进行春节备货，Q2 已有所好转；包含商超经销商在内的商超渠道收入占比略超 35%，同比增长约 75%，其中老品稳健增长，新品表现亮眼，新老结构合理；餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入占比略超 15%，合计同比增长超 50%，头部连锁客户合作取得积极进展。

► **成本回落毛利改善，盈利能力稳步提升。**23H1/23Q2 实现毛利率 32.9%/33.7%，同比+1.8/+4.3pcts，主要系原材料价格回落，23H1 主要用于奶油生产的棕榈仁油平均采购单价同比下降约 33%，公司上半年已根据全年需求抓住有利窗口期分批次进行锁价。费用端，23Q2 销售费用率 11.96%，同比+0.28pcts，上半年持续推进渠道下沉及深耕市场，销售人员较 22 年底增加百余人，此外 23H1 举办经销商大会、烘焙展会，销售推广费有所增加，下半年预计有所收窄；管理费用率 7.77%，同比-0.55pcts；研发费用率 4.68%，同比+0.83pcts，系加大产品研发投入；财务费用率 0.13%，同比+1.45pcts，系 23 年 1-6 月公司发行可转债，计提利息费用增多，同时 22 年 1-6 月 IPO 募集资金存款基数较高，利息收入增加。23Q2 录得扣非归母净利率 6.56%，同比+2.61pcts。

► **投资建议：**看好公司在产品推新及全渠道发力下实现收入稳健增长，23 年在成本压力缓解、产能利用率提升下，盈利能力有望持续改善，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 37/45/56 亿元，同比+27%/23%/24%；归母净利润分别为 2.6/3.8/5.1 亿元，同比+83%/43%/35%，当前股价对应 P/E 分别为 44/30/23X，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，下游需求恢复不及预期，行业竞争加剧。

推荐

维持评级

当前价格：

67.70 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

- 1.立高食品 (300973.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：经营改革效果显现，盈利水平逐季改善-2023/05/04
- 2.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
- 3.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
- 4.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

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	3684	4539	5627
增长率 (%)	3.3	26.6	23.2	24.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	144	263	376	506
增长率 (%)	-49.2	83.2	42.8	34.7
每股收益 (元)	0.85	1.56	2.22	2.99
PE	80	44	30	23
PB	5.4	4.5	4.1	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价）

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	3684	4539	5627
营业成本	1986	2505	3021	3693
营业税金及附加	25	26	36	45
销售费用	347	442	545	675
管理费用	248	258	318	394
研发费用	122	147	182	225
EBIT	179	324	460	624
财务费用	-8	-1	-4	-5
资产减值损失	-24	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	178	325	464	629
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	176	325	464	629
所得税	32	62	88	123
净利润	144	263	376	506
归属于母公司净利润	144	263	376	506
EBITDA	287	448	627	839

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	532	730	822	989
应收账款及票据	265	303	373	463
预付款项	23	25	30	37
存货	312	378	455	556
其他流动资产	67	79	78	81
流动资产合计	1199	1515	1759	2126
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	1876	1979	2076
资产合计	2855	3392	3738	4202
短期借款	85	85	85	85
应付账款及票据	350	378	455	556
其他流动负债	240	327	382	468
流动负债合计	675	790	922	1109
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	839	965	1144
股本	169	169	169	169
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	2128	2553	2773	3058
负债和股东权益合计	2855	3392	3738	4202

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	26.56	23.23	23.97
EBIT 增长率	-49.26	80.71	42.16	35.50
净利润增长率	-49.22	83.23	42.77	34.66
盈利能力 (%)				
毛利率	31.77	31.99	33.44	34.38
净利率	4.94	7.15	8.29	9.00
总资产收益率 ROA	5.04	7.77	10.06	12.05
净资产收益率 ROE	6.78	10.35	13.60	16.60
偿债能力				
流动比率	1.78	1.92	1.91	1.92
速动比率	1.20	1.32	1.31	1.32
现金比率	0.79	0.92	0.89	0.89
资产负债率 (%)	25.46	24.74	25.80	27.22
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	1.18	1.27	1.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	1.56	2.22	2.99
每股净资产	12.52	15.03	16.33	18.02
每股经营现金流	2.02	2.26	3.17	4.21
每股股利	0.50	0.92	1.31	1.76
估值分析				
PE	80	44	30	23
PB	5.4	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA	38.73	24.79	17.72	13.26
股息收益率 (%)	0.74	1.35	1.93	2.60

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	144	263	376	506
折旧和摊销	108	125	167	215
营运资金变动	76	-2	-11	-13
经营活动现金流	343	383	537	713
资本开支	-578	-237	-249	-285
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-579	-319	-245	-285
股权募资	8	0	0	0
债务募资	85	-1	-12	0
筹资活动现金流	-18	134	-200	-262
现金净流量	-254	198	92	167

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。	公司评级	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