下载日志已记录，仅供内部参考

收入环比改善，低估成长标的

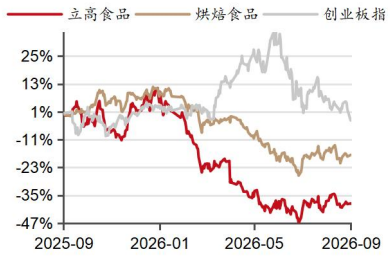
立高食品（300973.SZ）首次覆盖报告

证券研究报告

2026 年 09 月 29 日

公司评级	买入
股票代码	300973.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	25.44

近一年股价走势



分析师

于佳琦 S0800525040008

yujiaqi@xbmail.com.cn

田地 S0800525050004

tiandi@xbmail.com.cn

相关研究

立高食品：利润超市场预期，内部改革效果显现—立高食品（300973.SZ）2023 年半年报点评 2023-09-01

立高食品：外部改善叠加内部改革，公司弹性可期—立高食品（300973.SZ）跟踪点评 2023-03-03

立高食品：短期需求走弱，股权激励促进长期发展—立高食品（300973.SZ）2022 年中报点评 2022-09-05

- **核心结论**

【核心结论】立高今年新品节奏较好，H2 冷冻烘焙业务继续环比改善，烘焙原料维持快速增长，收入增长中枢有望回到双位数以上。上半年利润受产能搬迁产生的一次性费用影响，公司积极优化采购成本和干线物流，维持毛利率基本稳定，低基数下预计明年利润弹性较大。我们预测 2026-2028 年公司营收分别为 47.26/53.11/59.14 亿元，同比+8.5%/+12.4%/+11.4%，同期归母净利润分别为 2.82/3.63/4.14 亿元，同比-7.6%/+29.0%/+14.0%，首次覆盖给予“买入”评级。

【报告亮点】1）市场认为公司进入成熟阶段、收入成长性较弱。我们认为立高冷冻烘焙食品在核心商超持续上新，同时对接多种新兴渠道；烘焙原料中稀奶油大单品快速增长，其他烘焙原材料加速上新。2）市场担心原材料价格上涨拖累利润，我们认为公司通过采购成本优化、干线物流优化、产品结构调整等方式能有效对冲原材料价格上涨的压力。

【主要逻辑】

一、冷冻烘焙：核心商超不断上新，积极拥抱新渠道

长期看中国冷冻烘焙渗透率仍有提升空间，立高在核心商超客户持续上新，26Q2 开始收入增速环比改善。针对地方性调改商超、餐饮茶饮连锁、量贩零食、新鲜零食等新渠道，公司推出适配不同场景的产品。

二、烘焙食品原材料：稀奶油稳定增长，其他原料加快推新

稀奶油行业国产替代趋势清晰，立高 360PRO 稀奶油已经成为核心大单品，并继续推出立高 36%稀奶油、立高 34%稀奶油两款战略级新品，领跑高端稀奶油赛道。其他烘焙原材料中烘焙油脂、肉松制品等新品落地加快，带动收入快速增长。

风险提示：消费需求波动风险、食品安全风险、新品表现不及预期风险、原材料价格上涨风险。

- **核心数据**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,835	4,354	4,726	5,311	5,914
增长率	9.6%	13.5%	8.5%	12.4%	11.4%
归母净利润（百万元）	268	305	282	363	414
增长率	266.9%	13.7%	-7.6%	29.0%	14.0%
每股收益（EPS）	1.58	1.80	1.66	2.14	2.44
市盈率（P/E）	16.1	14.1	15.3	11.9	10.4
市净率（P/B）	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

投资要点 4
关键假设 4
区别于市场的观点 4
股价上涨催化剂 4
投资建议 4
立高食品核心指标概览 5
一、 立高食品：冷冻烘焙+食品原材料，双轮驱动收入增长 6
1.1 发展历史 6
1.2 公司治理 6
1.3 业务简介 7
二、 冷冻烘焙：核心商超不断上新，积极拥抱新渠道 10
2.1 传统流通：短期面临渠道变革冲击，长期渗透率仍有提升空间 10
2.2 商超渠道：重点商超拓展新品，把握地方商超调改趋势 11
2.3 其他渠道：积极探索新渠道合作模式 12
三、 烘焙食品原材料：稀奶油稳定增长，其他原料加快推新 14
3.1 稀奶油：国产替代进口，立高有望进入第一梯队 14
3.2 其他烘焙原材料：多款产品上新，烘焙油脂、肉松等快速增长 15
四、 盈利预测：收入逐季改善，利润短期承压 17
4.1 盈利能力：成本上涨压力可控，产能搬迁影响费用 17
4.2 投资建议：收入逐季改善，关注新品、新客户催化 18
五、 风险提示 19

图表目录

图 1：立高食品核心指标概览图（收入单位为百万元人民币） 5
图 2：立高食品公司发展历程 6
图 3：立高食品股权结构图（截止 2026.6.30） 7
图 4：2025 年立高食品渠道结构 8
图 5：公司分业务收入及增速（百万元） 9
图 6：公司归母净利润及增速（百万元） 9
图 7：公司毛利率和归母净利率 9
图 8：立高冷冻烘焙食品收入增速及量价拆分 10
图 9：立高食品冷冻烘焙业务收入及增速（百万元） 10
图 10：全国烘焙门店数量（万家） 11
图 11：立高食品商超渠道收入增速以及收入占比 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入增速以及收入占比 12
图 13：中国休闲食品饮料行业渠道结构 13
图 14：鸣鸣很忙和万辰集团门店数（家） 13
图 15：中国稀奶油（含脂量>10%）进口量及金额 14
图 16：中国稀奶油国产化率提升 14
图 17：立高食品奶油收入及增速（百万元） 15
图 18：立高食品 UHT 奶油收入增速 15
图 19：棕榈油、豆油价格同比变动 17
图 20：2025 年立高食品营业成本构成 17
图 21：立高食品销售费用和管理费用率 17

表 1：立高食品现任董事及高管 6
表 2：公司经营品类和产品 8
表 3：新鲜零食行业主要玩家梳理 13
表 4：立高部分奶油产品对比 15
表 5：立高烘焙食品原材料收入及品类明细（百万元） 16
表 6：立高食品收入拆分及预测（百万元） 18
表 7：立高食品盈利预测 19

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

关键假设

冷冻烘焙：预计传统流通渠道逐渐企稳，核心商超大客户高基数影响退去，公司持续上新、销售环比改善，同时立高积极对接地方性调改商超、餐饮茶饮连锁、零食量贩、新鲜零食等不同业态客户的需求，预计 2026-2028 年冷冻烘焙收入同比+3%/+8%/+8%。

奶油：稀奶油成为增长的核心驱动，大单品 360PRO 持续增长，公司还推出立高 36%稀奶油、立高 34%稀奶油两款战略级新品，进一步丰富产品矩阵。稀奶油国产替代趋势下，立高有望持续抢占外资份额，预计 2026-2028 年奶油收入同比+17%/+17%/+14%。

酱料&水果制品：公司较为成熟的烘焙原料品类，2026H1 销售有所下滑，预计 2026-2028 年酱料收入同比-10%/0%/0%，水果制品收入同比-10%/0%/0%。

其他烘焙食品原料：公司近几年加快烘焙油脂、肉松制品等新品的上市，成为拉动烘焙原料增长的重要动力，预计新品贡献下继续保持快速增长，2026-2028 年收入同比+40%/+30%/+25%。

区别于市场的观点

1、市场认为公司已经进入成熟阶段，成长性较弱，我们认为：立高冷冻烘焙食品在核心商超不断上新，同时积极把握地方性调改商超、餐饮茶饮连锁、零食量贩等新渠道机会；烘焙食品原料中稀奶油大单品快速增长，其他烘焙原料上新加快，公司整体收入有望回到双位数以上增长。

2、市场担心原材料成本上涨对利润拖累，我们认为：公司通过采购成本优化、干线物流优化、产品结构调整等方式有效对冲原材料价格上涨的压力。

股价上涨催化剂

1、公司在核心商超冷冻烘焙新品销售超预期；

2、公司其他烘焙原材料新品销售超预期；

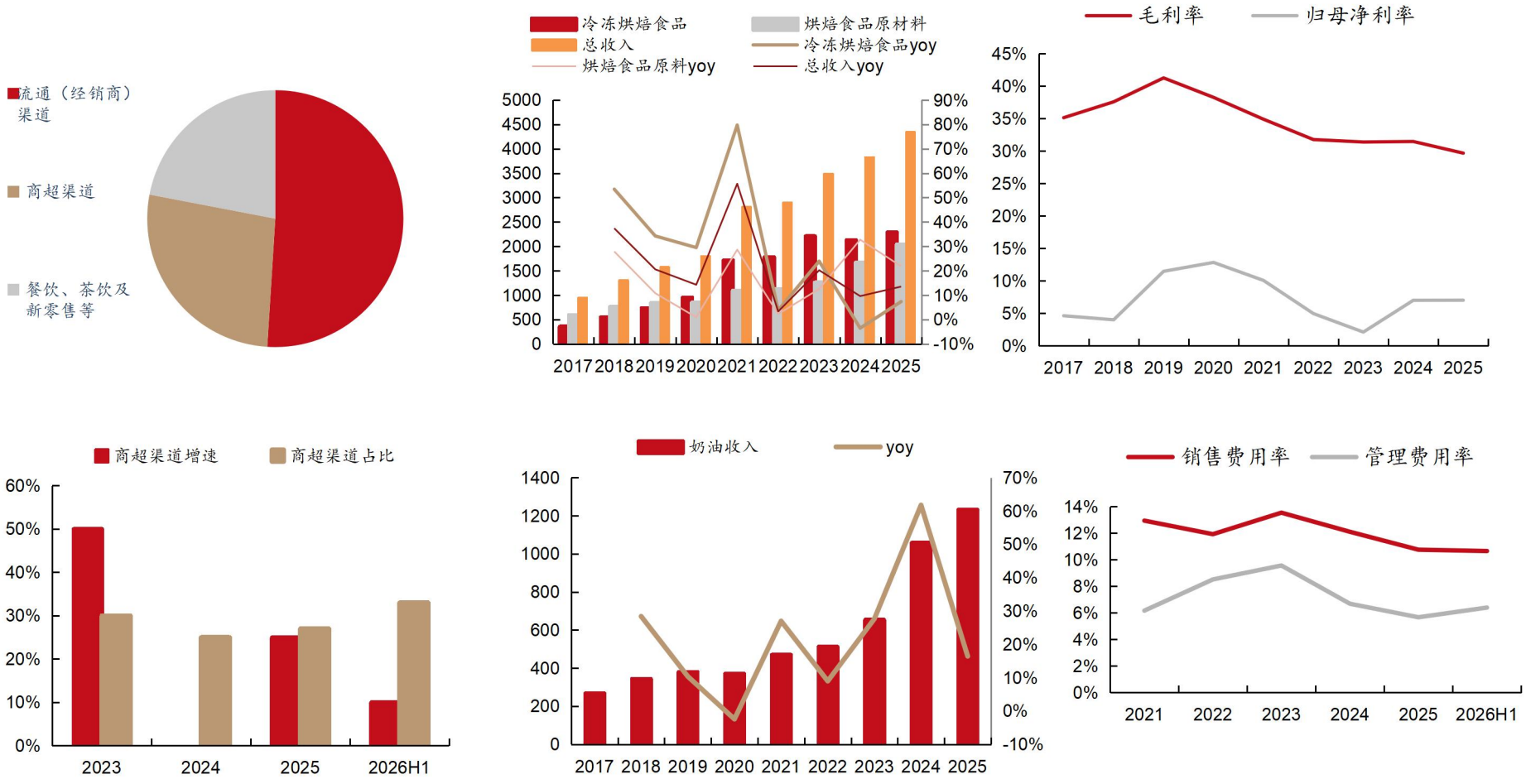
3、油脂等原材料价格下降。

投资建议

收入环比改善，低估成长标的，首次覆盖给予“买入”评级。公司今年新品节奏较好，H2 冷冻烘焙业务继续环比改善，烘焙原料维持快速增长，收入增长中枢有望回到双位数以上。上半年利润受产能搬迁产生的一次性费用影响，公司积极优化采购成本和干线物流，维持毛利率基本稳定，低基数下预计明年利润弹性较大。我们预测 2026-2028 年公司营收分别为 47.26/53.11/59.14 亿元，同比+8.5%/+12.4%/+11.4%，同期归母净利润分别为 2.82/3.63/4.14 亿元，同比-7.6%/+29.0%/+14.0%。我们选取同为冷冻食品行业的安井食品、千味央厨、三全食品作为可比公司，2026-2028 年平均 PE 分别为 24/21/18 倍，首次覆盖给予立高食品“买入”评级。

立高食品核心指标概览

图 1：立高食品核心指标概览图（收入单位为百万元人民币）



资料来源：立高食品招股说明书、立高食品 2020-2025 年报、立高食品 2026 半年度报告、wind、西部证券研发中心

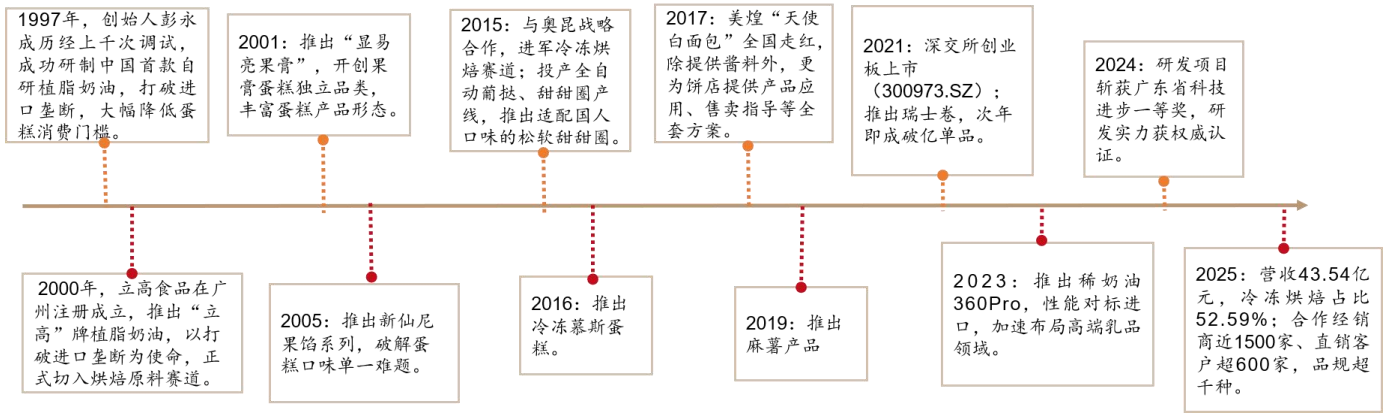
下载日志已记录，仅供内部参考

一、立高食品：冷冻烘焙+食品原材料，双轮驱动收入增长

1.1 发展历史

从植脂奶油到冷冻烘焙，多品类多渠道细分龙头。立高食品由创始人彭永成于 1997 年研发出国产首款植脂奶油、打破进口垄断起步，2000 年在广州正式注册成立后，先后推出显易亮果膏、新仙尼果馅系列等核心原料产品；2015 年与奥昆达成战略合作，切入冷冻烘焙赛道，布局全自动葡挞、甜甜圈生产线，2017 年以“美煌天使白面包”开创“酱料+应用方案”服务模式；2021 年登陆创业板，同年推出的瑞士卷次年即成为破亿单品。近年来公司持续向高端乳品领域延伸，2023 年推出性能对标进口产品的稀奶油 360Pro，2024 年研发项目斩获广东省科技进步一等奖，2025 年全年营收达 43.54 亿元，其中冷冻烘焙业务占比超五成，合作经销商近 1500 家、直销客户超 600 家，产品品规超千种，稳居国内烘焙供应链头部梯队。

图 2：立高食品公司发展历程



资料来源：立高食品公司官网、网易新闻、立高食品 2025 年报、西部证券研发中心

1.2 公司治理

组织架构调整，管理层变动后内耗减少。2022 年公司为提高销售团队质量，融合原有的事业部和销售团队架构，成立一支团队整合全集团产品线，效率更高。2024 年公司总经理陈和军离职，董事长彭裕辉接任总经理，直接管理公司。

表 1：立高食品现任董事及高管

姓名	职务	性别	年龄	履历简介
彭裕辉	董事长、董事、总经理	男	58	2000-2014 年历任增城市立高食品监事、执行董事、经理；2014-2017 年任广东立高食品执行董事、经理；2017-2021 年任立高食品董事长、总经理。
赵松涛	副董事长、董事	男	63	历任广州市劳动局科长、粤海控股集团经理、广州银行经理；2001-2017 年任增城/广东立高副总经理；2017-2022 年任立高食品董事、副总经理。
王世佳	职工董事、副总经理、董事会秘书	男	35	2019-2022 年任华夏基金投资研究部；2022 年 5 月入职立高食品，现任董事、副总经理、董秘、财务总监；2025 年 6 月起兼任鹤立（内蒙古）乳业董事
白宝鲲	董事	男	56	2003 年创办广东坚朗五金，现任坚朗五金董事长、总裁，兼中国建筑装饰协会副会长、全联房地产商会副会长、东莞市政协委员等

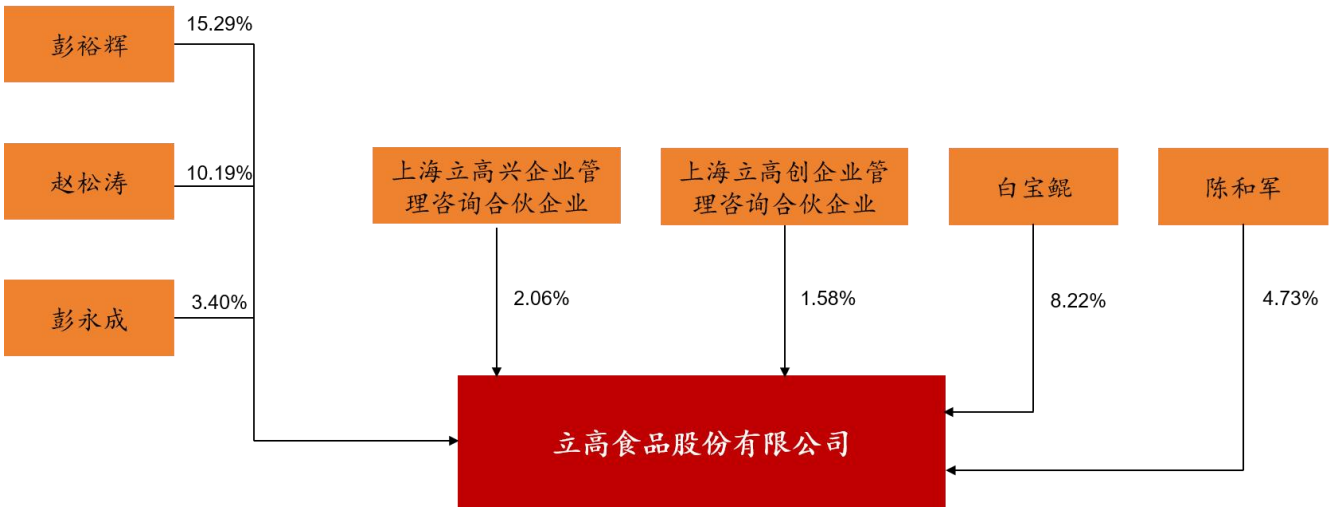
下载日志已记录，仅供内部参考

罗健宇	财务总监	男	35	曾任广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）项目经理、广州市时代控股集团有限公司高级财务主任，2011 年加入公司，历任公司运营中心总监、稽核中心总监、财务中心财务核算负责人

资料来源：wind，西部证券研发中心

民营控股企业，彭裕辉为立高实控人。截止 2026 年 6 月 30 日，董事长彭裕辉直接持有公司 15.29%的股份，并与赵松涛先生、彭永成先生签署了《一致行动协议》，三人合计直接持有公司 28.88%的股份。上海立高兴企业管理咨询合伙企业、上海立高创企业管理咨询合伙企业为两个员工持股平台，分别持有公司 2.06%和 1.58%的股份。此外，董事白宝鲲持有公司 8.22%的股份，前高管陈和军持有公司 4.73%的股份，自然人股东宁宗峰持有 3.81%的股份，张新光持有 1.20%的股份。

图 3：立高食品股权结构图（截止 2026.6.30）



资料来源：wind，西部证券研发中心

1.3 业务简介

立高产品分为冷冻烘焙食品和烘焙食品原料两大系列。冷冻烘焙食品包括蛋糕、面包、糕点、披萨、甜甜圈等多个系列，主打麻薯、挞皮、冷冻蛋糕、牛角包、丹麦面包胚等产品，全程冷冻储存运输，能够实现标准化、规模化生产，简化门店后厨操作。烘焙食品原料涵盖奶油（稀奶油、含乳脂植脂奶油、植脂奶油、饮品奶油）、水果制品（果馅、果溶、果泥、饮料浓浆）、酱料（沙拉酱、西点奶油夹心酱、功能性酱料）、油脂（搅拌类、裹油类、液态类、夹心类油脂）及肉松制品（酥脆松、肉粉松、肉松、油酥肉松）等品类。公司拥有“立高”、“奥昆”、“美煌”、“立澳”、“奥喜多”等品牌，产品品规近千种，可满足下游客户一站式采购需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

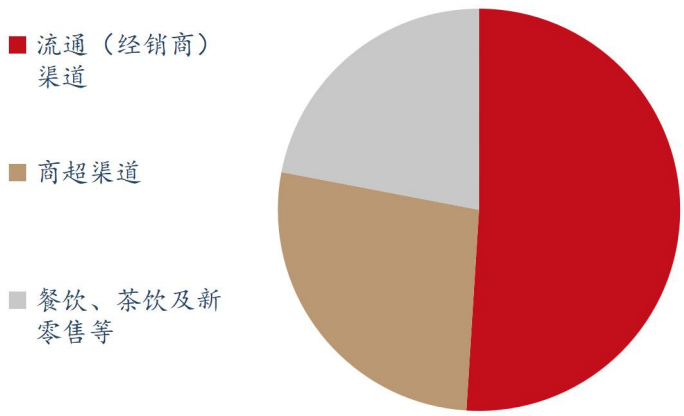
表 2：公司经营品类和产品

产品大类	系列	主要产品
冷冻烘焙系列食品	蛋糕系列	冷冻蛋糕、瑞士卷、方形冰淇淋蛋糕等
	面包系列	麻薯、牛角包、手撕包、丹麦面包胚等
	糕点系列	挞皮、蛋挞、老婆饼、蛋黄酥、酥饼等
	其他系列	甜甜圈、披萨、餐包、奶香片等
烘焙食品原料	奶油	稀奶油、含乳脂植脂奶油、植脂奶油、饮品奶油
	水果制品	果馅、果溶、果泥、饮料浓浆
	酱料	沙拉酱、西点奶油夹心酱、功能性酱料
	油脂	搅拌类油脂、裹油类油脂、液态类油脂、夹心类油脂
	肉松制品	酥脆松、肉粉松、肉松、油酥肉松

资料来源：立高食品 2025 年度报告、西部证券研发中心

立高采取经销与直销相结合的销售模式，并辅以少量线上电商零售，构建了覆盖多元化场景的渠道网络。经销模式通过近 1,500 家经销商实现市场全面覆盖，2025 年度收入占比约 51%，同比基本持平。直销模式主要面向大型连锁烘焙店、商超、餐饮等配送能力较强的客户，拥有超过 600 家直销客户。2025 年度商超渠道收入占比约 27%，同比增长约 25%，增长主要来自核心商超渠道的产品推新迭代。创新渠道（包括餐饮、茶饮及新零售等）2025 年度合计收入占比约 22%，同比增长约 35%，得益于公司加大新渠道投入，开发适配多元化场景产品，推进定制化供应与联合营销。

图 4：2025 年立高食品渠道结构



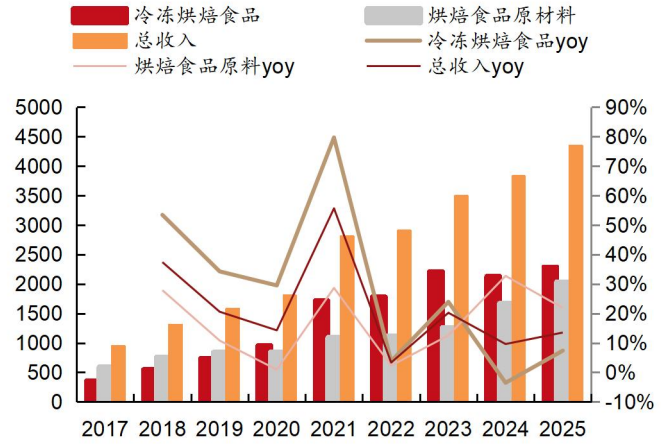
资料来源：公司 2025 年度报告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

增长驱动从冷冻烘焙到食品原材料。2025年公司收入43.5亿元，同比+14%，其中两大核心业务冷冻烘焙食品、烘焙食品原材料收入分别为22.9亿元、20.4亿元，同比增长7%、22%。2021年之前，冷冻烘焙行业渗透率快速提升，公司积极拓展下游客户，冷冻烘焙食品是增长的主要驱动，2023年之后，随着公司推出稀奶油等新品，烘焙食品原材料增速开始明显超过冷冻烘焙食品。

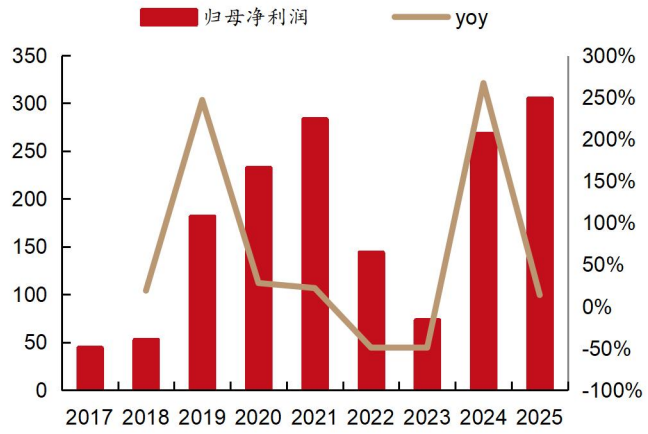
净利率跟随毛利率波动幅度较大。2020年公司净利率高点12.8%，烘焙食品原材料毛利率低于冷冻烘焙，整体毛利率下降趋势，2023年净利率为上市以来低点，2024-2025年恢复至7%左右，26H1归母净利润下滑主要系产能搬迁导致的一次性费用影响。

图 5：公司分业务收入及增速（百万元）



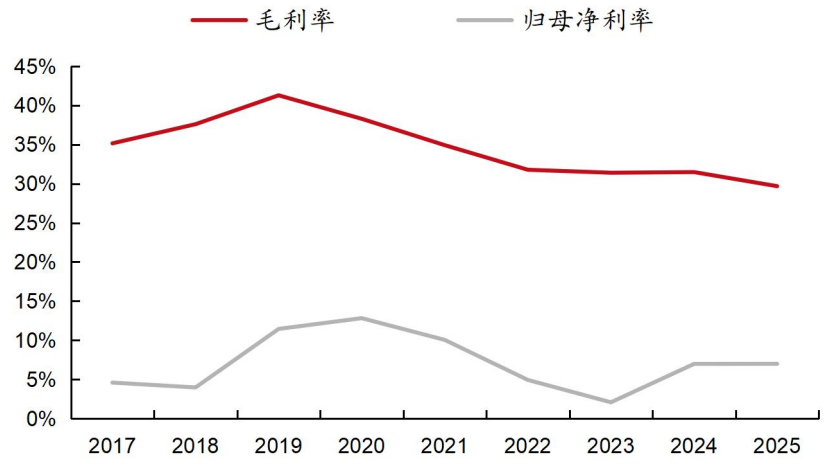
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 6：公司归母净利润及增速（百万元）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 7：公司毛利率和归母净利率



资料来源：wind，西部证券研发中心

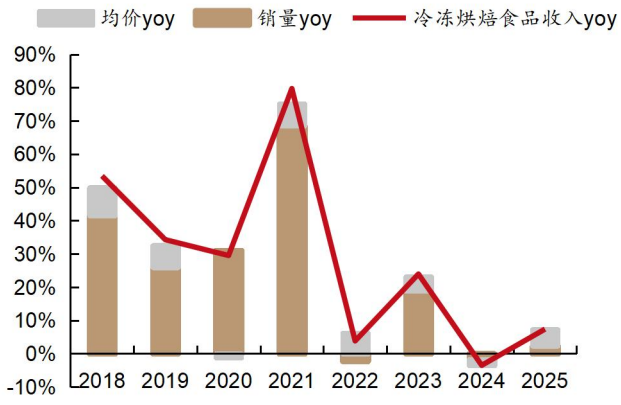
下载日志已记录，仅供内部参考

二、冷冻烘焙：核心商超不断上新，积极拥抱新渠道

2.1 传统流通：短期面临渠道变革冲击，长期渗透率仍有提升空间

冷冻烘焙业务进入稳定增长阶段。2022 年之前公司冷冻烘焙食品业务处于快速增长期，以销量增长为主。2025 年公司冷冻烘焙食品收入 22.9 亿元，同比增长 7.4%，其中销量和均价分别增长 2.4%、4.9%，而且 2018 年以来在大多数年份公司冷冻烘焙均价都在提升。2026 上半年公司冷冻烘焙食品收入 11.4 亿元，同比增长 1.0%，增速环比 2025 年放缓，主要受一季度同期高基数的拖累。

图 8：立高冷冻烘焙食品收入增速及量价拆分



资料来源：ifind、西部证券研发中心

图 9：立高食品冷冻烘焙业务收入及增速（百万元）



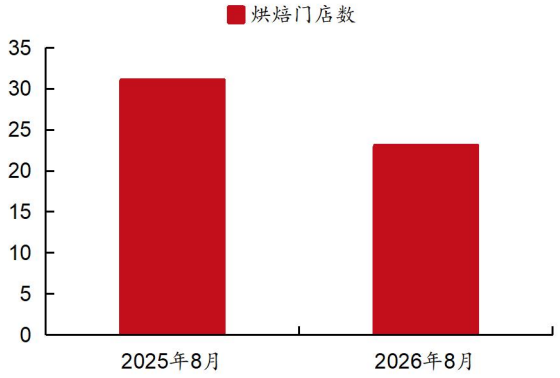
资料来源：ifind、西部证券研发中心

长期看行业渗透率还有提升空间，传统流通渠道受饼店关闭影响。横向对比日本、美国，中国冷冻烘焙渗透率还有提升空间。随着下游烘焙业态集中度提升、产品标准化以及降本增效的诉求下，中国冷冻烘焙行业会继续增长。但近几年下游烘焙渠道迎来变革，会员制商超、调改超市、零食量贩、新鲜零食等新业态的出现，对传统烘焙门店流量带来冲击。根据窄门餐眼数据，截至 26 年 8 月，全国烘焙门店总数超 23 万家，近一年净减少接近 8 万家，由于行业持续闭店，传统饼店成为拖累立高烘焙食品收入增速的渠道。

立高积极推出新品应对，期待披萨新品表现。除蛋挞、甜甜圈、麻薯等核心大单品外，公司也在传统流通渠道积极推出新品应对行业关店，其中披萨是公司目前较为看好的一个大品类。立高过去只做披萨饼底，目前产线已经拓展至饼底、饼胚以及全冷冻产品，而且公司选择了意式披萨赛道，与国内主流的美式披萨差异化竞争，前者口感更好，而且对厂家的生产技术和产品品质要求更高。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：全国烘焙门店数量（万家）



资料来源：新闻晨报、西部证券研发中心

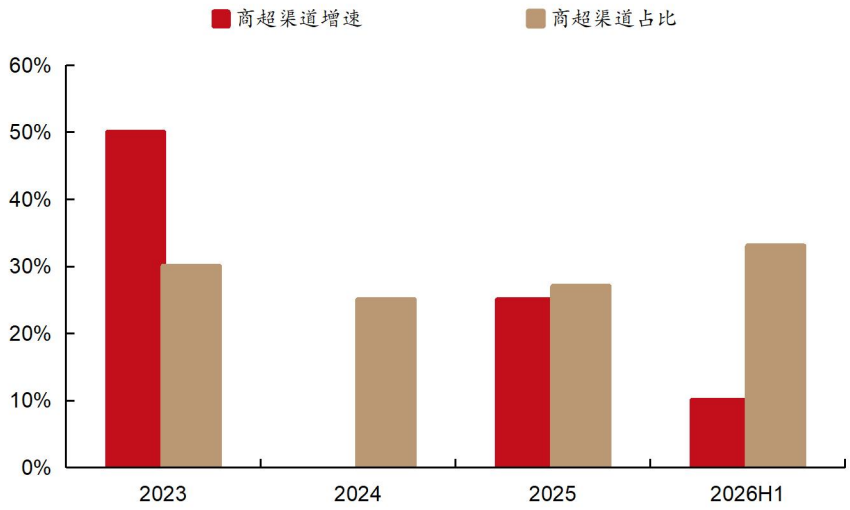
2.2 商超渠道：重点商超拓展新品，把握地方商超调改趋势

2025 年立高商超渠道收入占比约 27%，同比增长约 25%，26H1 商超渠道收入占比提升至 33%，同比增长近 10%，商超渠道产品以冷冻烘焙食品为主。

重点商超持续上新，26Q2 开始环比改善。立高有专门的研发团队负责重点商超客户的定制产品，合作关系稳定，长期来看商超渠道销售占比呈提升趋势，短期销售与产品上下架节奏有关。26Q1 公司商超渠道收入同比下降 10%，主要受去年同期特定季节产品良好表现带来的高基数影响，但从 Q2 开始公司商超渠道收入增速环比改善明显，预计下半年仍将陆续推出新品。

积极把握地方商超调改趋势，连续两个季度保持高增。2024 年底以来商超调改成为行业趋势，纷纷增加烘焙区域，立高积极响应为地方性商超打造解决方案。26Q1 除重点商超大客户，公司地方性商超收入占总收入比例已经接近 4%，同比增长超过 50%，而且 Q2 延续较快的增长趋势，已经形成比较稳定的复购。

图 11：立高食品商超渠道收入增速以及收入占比



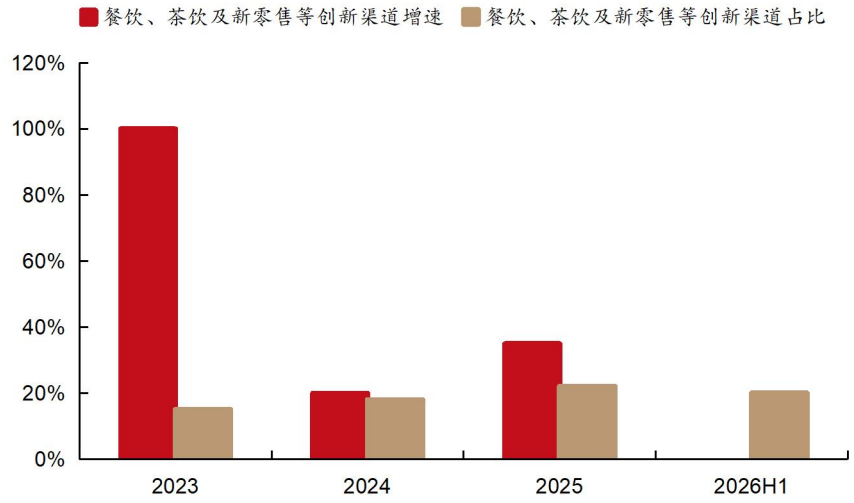
资料来源：立高食品年度报告以及半年度报告、西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 其他渠道：积极探索新渠道合作模式

餐饮、茶饮及新零售等渠道占比提升，26H1 主动优化产品结构。立高通过差异化的形态设计与场景定位，推出分别适配餐饮、茶饮、新零售等多元渠道的产品，2023-2025 年这类创新渠道持续保持较快的增长，收入占比从 15%提升到 22%。26H1 餐饮、茶饮及新零售等创新渠道合计同比低个位数增长，增速放缓主要系公司优化部分定制类产品结构，对部分低毛利产品进行了减量供应，但餐饮经销商渠道仍然保持比较理想的增长。

图 12：餐饮、茶饮及新零售等创新渠道收入增速以及收入占比



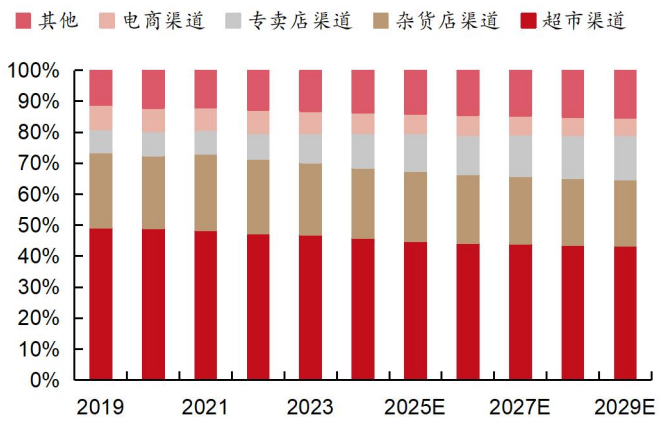
资料来源：立高食品年度报告以及半年度报告、西部证券研发中心

集中研判量贩渠道，针对场景推出适配产品。近几年零食行业迎来渠道变革，以零食量贩为代表的专卖店渠道快速扩张，2025 年底鸣鸣很忙和万辰集团两大龙头门店数分别达到 21948 和 18314 家。立高针对量贩渠道中烘焙产品的消费场景做了集中研判，一类是冷柜蛋糕，主要包括冷冻状态下冻转鲜的蛋糕等烘焙产品；一类是收银台旁边的热柜，对应一些烘烤好的烘焙产品。目前公司蛋挞类的产品已经在部分零食量贩渠道销售，后续会继续针对门店的冷柜和热柜开发一些组合类的烘焙产品，满足量贩渠道一次性多款产品快速出餐、快速烘烤的需求。

新鲜零食快速扩张，已经初具规模，各品牌处于跑马圈地阶段。2026 年新鲜零食业态在全国加速扩张，门店涵盖烘焙、卤味、现制茶饮、现炒坚果等品类。根据零售商业财经调研，2025 年新鲜零食市场规模已有 180-250 亿元。行业内品牌可以分为三级梯队：第一梯队为几多全和一栗，门店上百家，覆盖多个省份，正在加速全国扩张；第二梯队为蒲妈妈、金粒门，门店在 50 家上下，深耕部分区域市场；第三梯队玩家刚刚入局，门店数较少，仍在探索阶段。针对该类客户，立高目前主要通过与其代工厂间接合作，提供烘焙原料或者部分基础单。

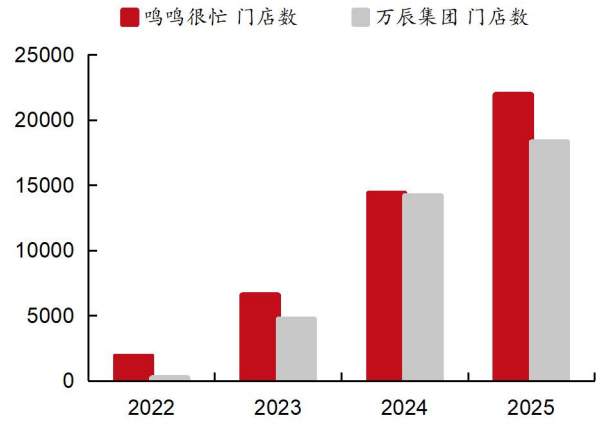
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：中国休闲食品饮料行业渠道结构



资料来源：鸣鸣很忙招股书、国家统计局、弗若斯特沙利文报告、西部证券研发中心

图 14：鸣鸣很忙和万辰集团门店数（家）



资料来源：鸣鸣很忙 2025 年度业绩公告及招股书、万辰集团 2023-2025 年报、西部证券研发中心

表 3：新鲜零食行业主要玩家梳理

梯队	品牌	主要区域	门店数	模式
第一梯队	几多全	湖南长沙起家，已经覆盖湖北、广西、河南、福建等 14 个省份	超过 200 家	直营+加盟
第一梯队	一栗/nutco	辽宁沈阳起家，2025 年在北京合生汇开出首店，主要在北方市场	近百家	直营
第二梯队	金粒门	湖南长沙起家，已经覆盖广东、江苏、浙江、湖北等省份	超过 40 家	直营
第二梯队	蒲妈妈	宁波起家，开直营店的同时，与浙江万客缘等超市合作店中店	超过 50 家	直营+店中店
第三梯队	绝味新鲜零食/有·推荐	零食上市公司跨界布局该赛道，绝味在长沙，有·推荐在武汉测试	各有 1-2 家门店	直营
第三梯队	久食山、鲜博士等	仍在大本营市场打磨单店模型	少量门店	直营

资料来源：零售商业财经、冷冻食品、观潮新消费、西部证券研发中心

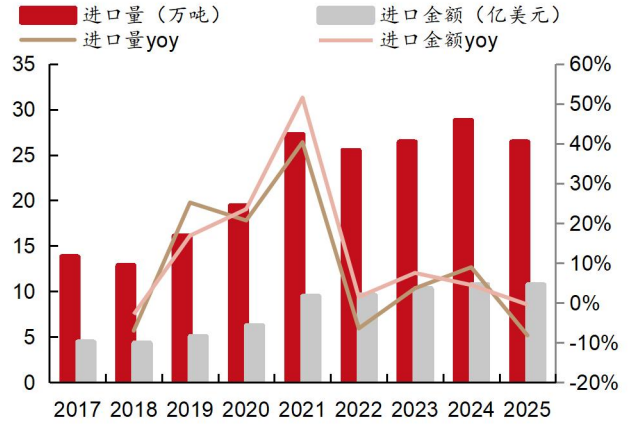
下载日志已记录，仅供内部参考

三、烘焙食品原材料：稀奶油稳定增长，其他原料加快推新

3.1 稀奶油：国产替代进口，立高有望进入第一梯队

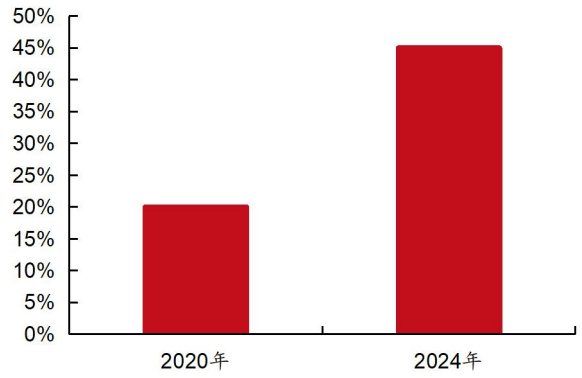
稀奶油进口量约 26 万吨，行业国产化率持续提升。2025 年我国进口稀奶油（含脂量>10%）约 26 万吨，同比下滑 8.2%，进口金额 10.7 亿美元，同比下滑 0.4%。但是从份额表现看，根据新京报消费研究院数据，2020-2024 年稀奶油国产化率从 20%提升到 45%，稀奶油国产品牌迎来发展窗口。

图 15：中国稀奶油（含脂量>10%）进口量及金额



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 16：中国稀奶油国产化率提升



资料来源：新京报消费研究院、西部证券研发中心

稀奶油成为推动公司烘焙食品原材料增长的核心大单品。2025 年公司烘焙食品原材料收入 20.4 亿元，同比增长 21.8%，其中奶油收入 12.3 亿元，同比增长 16.4%，奶油中 UHT 奶油产品线收入超过 8.5 亿元。2026H1 公司奶油收入 6.4 亿元，同比增长 15.1%，其中 UHT 奶油收入近 5 亿元，同比增长约 30%。

不断丰富奶油产品矩阵，稀奶油品质领先。奶油是立高较早布局的烘焙原料品类，目前已经形成四大板块，分别为稀奶油、含乳脂植脂奶油、植脂奶油和饮品奶油。公司在 2023 年 5 月推出自主研发的 UHT 稀奶油新品，立高 360PRO 稀奶油已经成为核心大单品。2025 年公司继续推出立高 36%稀奶油、立高 34%稀奶油两款战略级新品，原材料采用北纬 47°婴配级乳原料，提前半年执行 2026 年稀奶油新国标，其中立高 36%稀奶油荣获 2026 国际美味奖章二星荣誉，领跑高端稀奶油赛道。

- ✓ **稀奶油：**由乳脂肪分离提取并深加工制成，定位高端市场，公司拥有核心大单品 360 PRO 稀奶油，并推出立高 36%稀奶油、立高 34%稀奶油两款战略级新品。
- ✓ **含乳脂植脂奶油：**在植脂奶油中添加乳脂成分，兼具稀奶油奶香浓郁和植脂奶油塑型能力强的优点，价格居中，公司拥有美蒂雅、欢戴等产品。
- ✓ **植脂奶油：**以植物油脂为主要原料制造，为公司第一代奶油产品，具备打发性佳、稳定性强，性价比突出的特点。
- ✓ **饮品奶油：**公司 2023 年推出的新品，具备良好的耐酸性与打发性，适配奶茶、咖啡、

下载日志已记录，仅供内部参考

下载日志已记录，仅供内部参考

态类油脂、夹心类油脂四大类产品，肉松制品包含酥脆松、肉粉松、肉松和油酥肉松四大系列。

表 5：立高烘焙食品原材料收入及品类明细（百万元）

	2023	2024	2025
烘焙食品原料	**1262**	**1675**	**2041**
Yoy	**12.71%**	**32.74%**	**21.84%**
奶油	654	1058	1232
Yoy	27.65%	61.75%	16.41%
酱料	233	225	300
Yoy	18.12%	-3.58%	33.51%
水果制品	187	166	167
yoy	-8.45%	-11.34%	0.84%
其他烘焙原材料	187	226	341
Yoy	-8.75%	20.66%	51.13%

资料来源：立高食品 2023-2025 年度报告、西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

四、盈利预测：收入逐季改善，利润短期承压

4.1 盈利能力：成本上涨压力可控，产能搬迁影响费用

原材料种类较为分散，多种手段对冲成本上涨。立高使用乳制品、油脂、面粉、糖类、水果等多种原材料，其中油脂价格同比去年有所上涨，2026H1 公司毛利率 29.8%，同比小幅下降 0.5pct，公司通过采购成本优化、干线物流优化、产品结构调整等方式对冲原材料价格上涨的压力。

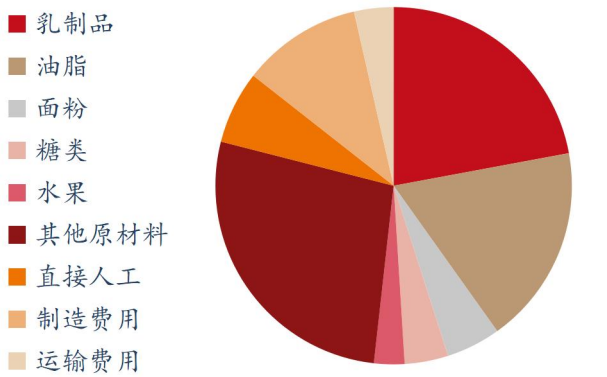
产能搬迁导致一次性费用，利润有所波动。2026H1 公司销售费用率 10.7%，同比基本持平，管理费用率 6.4%，同比+0.8pct，主要由于公司广州区域产能搬迁调整储备投入、总部基地扩大规模及信息化、数字化、自动化投入所致，此外为搬迁提前备货及产线设备处置也对盈利产生一定影响。

图 19：棕榈油、豆油价格同比变动



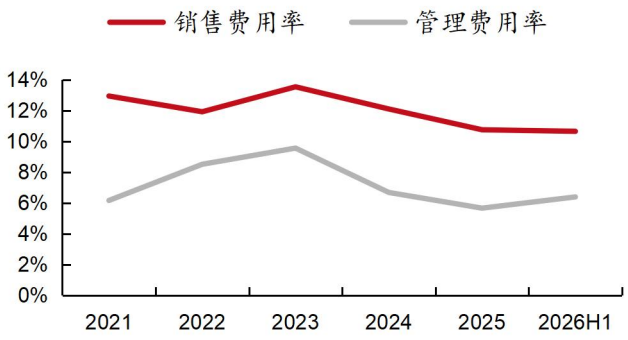
资料来源：wind、西部证券研发中心

图 20：2025 年立高食品营业成本构成



资料来源：立高食品 2025 年报、立高食品相关债券 2026 年跟踪评级报告、西部证券研发中心

图 21：立高食品销售费用和管理费用率



资料来源：wind、西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 投资建议：收入逐季改善，关注新品、新客户催化

26Q2 公司收入增速环比改善，我们预计 26H2 将延续改善趋势，建议关注后续新品、新客户拓展对收入的拉动。

冷冻烘焙：预计传统流通渠道逐渐企稳，核心商超大客户高基数影响退去，公司持续上新、销售环比改善，同时立高积极对接地方性调改商超、餐饮茶饮连锁、零食量贩、新鲜零食等不同业态客户的需求，预计 2026-2028 年冷冻烘焙收入同比+3%/+8%/+8%。

奶油：稀奶油成为增长的核心驱动，大单品 360PRO 持续增长，公司还推出立高 36%稀奶油、立高 34%稀奶油两款战略级新品，进一步丰富产品矩阵。稀奶油国产替代趋势下，立高有望持续抢占外资份额，预计 2026-2028 年奶油收入同比+17%/+17%/+14%。

酱料&水果制品：公司较为成熟的烘焙原料品类，2026H1 销售有所下滑，预计 2026-2028 年酱料收入同比-10%/0%/0%，水果制品收入同比-10%/0%/0%。

其他烘焙食品原料：公司近几年加快烘焙油脂、肉松制品等新品的上市，成为拉动烘焙原料增长的重要动力，预计新品贡献下继续保持快速增长，2026-2028 年收入同比+40%/+30%/+25%。

表 6：立高食品收入拆分及预测（百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
冷冻烘焙食品	2211	2133	2290	2359	2550	2757
yoy	23.9%	-3.5%	7.4%	3.0%	8.1%	8.1%
烘焙食品原料	1262	1675	2041	2344	2737	3134
yoy	12.5%	32.7%	21.8%	14.8%	16.8%	14.5%
奶油	654	1058	1232	1445	1695	1937
yoy	27.6%	61.7%	16.4%	17.3%	17.3%	14.2%
酱料	233	225	300	270	270	270
yoy	18.1%	-3.6%	33.5%	-10.0%	0.0%	0.0%
水果制品	187	166	167	151	151	151
yoy	-8.4%	-11.3%	0.8%	-10.0%	0.0%	0.0%
其他	187	226	341	478	621	776
yoy	-9.5%	20.7%	51.1%	40.0%	30.0%	25.0%
其他收入	27	28	23	23	23	23
yoy	381.9%	4.8%	-16.8%	0.0%	0.0%	0.0%
总收入	**3499**	**3835**	**4354**	**4726**	**5311**	**5914**
yoy	**20.2%**	**9.6%**	**13.5%**	**8.5%**	**12.4%**	**11.4%**

资料来源：wind、西部证券研发中心

投资建议：收入环比改善，低估成长股，首次覆盖给予“买入”评级。公司今年新品节奏较好，H2 冷冻烘焙业务继续环比改善，烘焙原料维持快速增长，收入增长中枢有望回到双位数以上。上半年利润受产能搬迁产生的一次性费用影响，公司积极优化采购成本和干线物流，维持毛利率基本稳定，低基数下预计明年利润弹性较大。我们预测 2026-2028 年公司营收分别为 47.26/53.11/59.14 亿元，同比+8.5%/+12.4%/+11.4%，同期归母净利润分别为 2.82/3.63/4.14 亿元，同比-7.6%/+29.0%/+14.0%。我们选取同为冷冻食品行业的安井食品、千味央厨、三全食品作为可比公司，2026-2028 年平均 PE 分别为 24/21/18

下载日志已记录，仅供内部参考

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	558	619	722	808	956
应收款项	343	434	445	477	510
存货净额	380	381	418	467	520
其他流动资产	296	419	419	419	419
流动资产合计	**1,577**	**1,854**	**2,004**	**2,171**	**2,405**
固定资产及在建工程	1,779	2,087	2,314	2,528	2,731
长期股权投资	0	8	8	8	8
无形资产	339	340	318	297	275
其他非流动资产	683	410	361	311	261
非流动资产合计	**2,801**	**2,844**	**3,000**	**3,144**	**3,275**
资产总计	**4,378**	**4,698**	**5,004**	**5,314**	**5,680**
短期借款	176	300	300	300	300
应付款项	723	716	772	847	929
其他流动负债	5	8	8	8	8
流动负债合计	**904**	**1,024**	**1,081**	**1,156**	**1,237**
长期借款及应付债券	827	906	906	906	906
其他长期负债	71	96	96	96	96
长期负债合计	**898**	**1,001**	**1,001**	**1,001**	**1,001**
负债合计	**1,802**	**2,025**	**2,082**	**2,157**	**2,238**
股本	169	169	169	169	169
股东权益	2,576	2,673	2,922	3,157	3,442
负债和股东权益总计	**4,378**	**4,698**	**5,004**	**5,314**	**5,680**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	264	297	274	354	403
折旧摊销	134	229	186	198	210
财务费用	15	40	42	40	38
其他	40	(71)	2	(12)	(12)
经营活动现金流	**453**	**495**	**504**	**580**	**639**
资本支出	(594)	(498)	(342)	(342)	(342)
其他	(290)	112	7	7	7
投资活动现金流	**(884)**	**(386)**	**(335)**	**(335)**	**(335)**
债务融资	152	150	(42)	(40)	(38)
权益融资	(143)	(165)	(25)	(119)	(119)
其它	(87)	(49)	0	0	0
筹资活动现金流	**(78)**	**(64)**	**(67)**	**(159)**	**(156)**
汇率变动	(0)	(0)	0	0	0
现金净增加额	**(510)**	**44**	**103**	**86**	**148**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**3,835**	**4,354**	**4,726**	**5,311**	**5,914**
营业成本	2,628	3,062	3,361	3,750	4,173
营业税金及附加	29	36	39	44	49
销售费用	464	468	508	560	624
管理费用	368	376	432	475	529
财务费用	15	40	42	40	38
其他费用/（-收入）	(5)	5	5	5	5
营业利润	**336**	**367**	**339**	**437**	**497**
营业外净收支	(1)	(4)	(4)	(4)	(4)
利润总额	**335**	**363**	**336**	**433**	**494**
所得税费用	71	67	62	79	91
净利润	**264**	**297**	**274**	**354**	**403**
少数股东损益	(4)	(8)	(7)	(10)	(11)
归属于母公司净利润	**268**	**305**	**282**	**363**	**414**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	10.6%	11.6%	10.1%	11.9%	12.5%
毛利率	31.5%	29.7%	28.9%	29.4%	29.4%
营业利润率	8.8%	8.4%	7.2%	8.2%	8.4%
销售净利率	6.9%	6.8%	5.8%	6.7%	6.8%
成长能力					
营业收入增长率	9.6%	13.5%	8.5%	12.4%	11.4%
营业利润增长率	242.8%	9.3%	-7.5%	28.7%	13.9%
归母净利润增长率	266.9%	13.7%	-7.6%	29.0%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	41.2%	43.1%	41.6%	40.6%	39.4%
流动比	1.74	1.81	1.85	1.88	1.94
速动比	1.32	1.44	1.47	1.47	1.52

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	1.58	1.80	1.66	2.14	2.44
BVPS	15.14	15.76	17.28	18.72	20.47
估值					
P/E	16.1	14.1	15.3	11.9	10.4
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2
P/S	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。