

评级变动报告

立高食品 300973.SZ



个股评级变动主要源于估值层面调整。

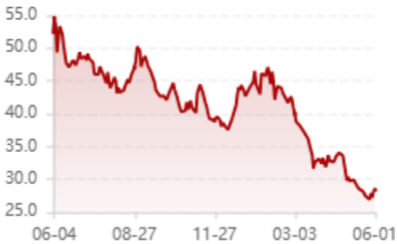
鉴于烘焙行业渠道结构发生实质变化，我们全面下调了立高食品未来三年及远期的收入预期，导致公司远期估值中枢同步下移。核心原因如下：

传统饼房渠道需求萎缩：传统烘焙门店受成本上升、消费习惯变迁及新兴渠道分流三重冲击，闭店潮持续演绎，远期需求基座亦被系统性压缩。考虑到流通饼房渠道占冷冻烘焙需求约70%，其持续萎缩将直接压制冷冻烘焙业务的市场容量。

冷冻烘焙渗透天花板下修：下游饼房经营承压下，门店技术升级意愿与能力不足，延缓了冷冻烘焙替代进程，导致近期渗透率提升速度低于预期，远期渗透率天花板亦随之下修。

基于此，我们对公司的近期及远期盈利预测均进行了下调，但公司作为烘焙供应链龙头的渠道及产品优势未变，未来核心看点将由冷冻烘焙渗透转向稀奶油国产替代、餐饮新零售扩张。经综合评估，我们对立高食品的DDM估值下调了12.3%，当前公司估值仍处于偏低水平。

公司基本信息



公司主要从事冷冻烘焙食品及烘焙食品原料的研发、生产和销售，其产品类型众多且规格多样，能充分满足下游不同类型客户的一站式采购消费需求。此外，公司顺应烘焙消费渠道逐渐多元化的趋势，在传统饼房渠道外积极拓展商超KA渠道、茶饮渠道及新零售等渠道，在国内烘焙行业的龙头地位稳固。

公司深度评级

所属行业	消费品	成长空间	↓ ★★☆☆☆	DDM估值：价值	71.67 亿 (较上期-12.31%)
当前股价	28.42 元	盈利趋势	★★★☆☆	状态	偏低估 (上行空间+49%)
总市值	48.13 亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	17.17	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	64.91 亿 (较上期-13.68%)
PB-MRQ	1.91			状态	偏低估 (上行空间+35%)

公司盈利预测

立高食品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	35.0	38.4	43.5	47.1	50.3	53.2	56.0	58.7
归母净利润(亿)	0.7	2.7	3.0	3.7	4.0	4.3	4.4	4.5
归母净利润增速(%)	-49.1	266.1	13.6	22.5	7.3	6.2	3.5	2.4
经营性净利润(亿)	0.7	2.6	2.9	3.6	3.8	4.1	4.2	4.3
经营性净利润增速(%)	-49.9	283.2	14.2	20.9	7.3	6.2	3.8	2.4
经营性归母净利润(亿)	0.7	2.6	3.0	3.6	3.9	4.2	4.3	4.4
经营性归母净利润增速(%)	-48.5	277.9	15.4	20.7	7.1	6.4	3.7	2.4

资料来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

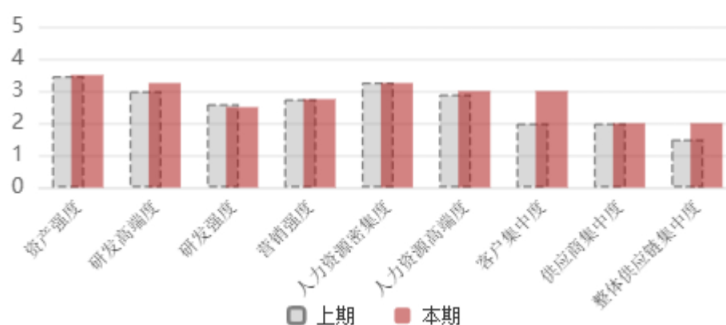
2025年公司的冷冻烘焙业务同比增长仅约7%，显著低于烘焙食品原料业务约21%的增速；且2026年一季度冷冻烘焙业务收入同比下滑约12%。收入增速放缓的核心原因是下游传统烘焙饼房渠道持续承压，导致冷冻烘焙业务增长乏力，成长能力星级相应下滑。

盈利能力提升0.5星级：上期星级3.0星，本期星级3.5星。

2023-2025年公司归母净利率、ROE均持续提升。但由于绩效评级变动具有一定的滞后性，本期盈利能力上升主要反映2025年全年的经营成果。进入2026年一季度，受基数效应、费用前置等短期因素扰动，公司盈利能力出现阶段性回落；但考虑到公司将资源向优质客户与高效渠道倾斜、并通过优化人员结构来压缩管理成本，预计中长期盈利能力将稳中向好。

商业模式评级

商业模式变动情况图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

客户集中度提升1.00星：上期星级2.0星，本期星级3.0星。

主要系公司把握商超调改趋势，在顶尖客户渠道持续渗透并呈现更多优质单品，推动大型连锁商超及餐饮等直销大客户营收占比进一步提升，头部客户集中趋势强化。

整体供应链集中度提升0.50星：上期星级1.5星，本期星级2.0星。

此变动由客户集中度的结构性提升驱动；供应商端仍保持较低集中度，系上游面粉、油脂等原材料供给分散且公司维持多供应商考察体系，未发生实质变化。

深度评级变动分析

四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-02

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-02

成长空间下降0.5星级：上期星级3.0星，本期星级2.5星。

结合下游传统饼房稳步去产能的趋势，我们下调了公司近期及远期冷冻烘焙业务收入增速预测，导致公司远期营收天花板和短期CAGR变化，进而拖累了成长空间星级。

估值评级

DDM估值下降12.31%：上期 81.73亿，本期 71.67亿。

公司DDM估值下调12.3%，主要是我们对远期公司收入和净利润均进行了下修。

1. 营业收入方面，我们下调了下游烘焙行业增速、冷冻烘焙在饼房渠道渗透率的远期预测。

1) 远期下游烘焙行业增速：经过评估，我们将下游烘焙行业增速的长期假设由2%下调至0%，主要原因在于：传统烘焙饼房渠道受到的三重冲击（成本、消费习惯、竞争）并非短期现象，而是具有长期结构性特征。从成本端看，租金和人力成本长期趋势向上，传统夫妻店模式盈利能力持续被压缩；从消费习惯看，年轻一代消费者对健康、现制、个性化的追求是长期不可逆的趋势；从竞争格局看，新式茶饮、会员制商超等依托高效供应链与强产品创新能力的新兴渠道，正持续重塑消费者的烘焙购买路径——这是根植于渠道效率与消费升级的长期结构性变迁。因此，即使未来宏观经济回暖，传统烘焙饼房的门店数量也难以恢复到此前高峰，冷冻烘焙最主要的需求基座在长期较难获得增量。

2) 远期冷冻烘焙在饼房渠道的渗透率：经过评估，我们将冷冻烘焙在烘焙饼房渠道的渗透率上限由16%下调至12%，主要原因在于：冷冻烘焙渗透率的提升依赖于下游饼房客户的技术接受意愿和改造能力。在下游饼房经营困难、中小门店持续出清的长期环境下，大量小型饼房缺乏资金和动力进行冷冻烘焙技术替代。因此，我们认为冷冻烘焙在传统饼房渠道的渗透率天花板将低于此前预期。

2. 我们对公司净利润的远期预测下调幅度小于收入，主因对远期管理费用率的预测做出调整。

远期费用率：经过评估，我们将远期管理费用率的假设由6.5%下调至6.0%。这一调整主要基于：尽管收入增速放缓，但公司正持续推进资源向优质客户与高效渠道倾斜的战略；并通过优化人员结构、提升人效比等中长期举措压缩管理成本。上述改善趋势具有可持续性，预计将在远期稳健兑现。

动态估值下降13.68%：上期 75.20亿，本期 64.91亿。

公司动态估值下调13.7%，一方面系我们下调了立高食品的远期盈利预测，主因将下游烘焙行业长期增速假设从2%下调至0%，并将冷冻烘焙在饼房渠道的渗透率上限从16%下调至12%，以反映成本、消费习惯与竞争三重结构性冲击下传统饼房需求的长期收缩。另一方面，本期公司估值倍数略有下降，主要是烘焙食品业务的半显性期增速有所下调，故该业务估值倍数随之下调。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括：冷冻烘焙食品、奶油、水果制品及酱料业务。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：冷冻烘焙食品

收入假设：

1) 行业端：未来增速主要来自冷冻烘焙渗透率提升，但下游渠道正经历结构性分化。传统烘焙饼房受成本、消费习惯与新兴渠道三重冲击，作为冷冻烘焙最主要需求基座的增量空间长期收窄；而餐饮、新零售等新兴渠道对标准化与降本增效的需求持续增长，将构成增量支撑。因此，我们预计未来5年行业规模CAGR在0~5%。

2) 公司市占率：考虑到冷冻烘焙品种多而散，叠加冷链运输半径限制，行业天然分散格局下市占率较难大幅提升。但下游渠道分化过程中，立高凭借覆盖烘焙店、餐饮、商超等多元化渠道布局，较单一渠道依赖型同行更具抗风险能力；且商超调改等趋势中公司切入大客户供应链的能力已验证，预计龙一地位稳固，稳态市占率基本保持在12%左右。

盈利能力假设：考虑到公司事业部调整渐入佳境，费用率有望进一步收窄，预计盈利能力将逐步改善。

业务2：奶油

收入假设：

1) 行业端：行业未来增速主要来自奶油下游需求的扩容。考虑到下游新式茶饮及咖啡行业的需求驱动，预计未来5年行业规模CAGR在5~10%。

2) 公司市占率：公司的稀奶油产品此前主要以代理进口产品为主，但随着公司自主研发生产的新产品UHT稀奶油于2023年5月上市并取得良好的市场反馈，公司在高端稀奶油的优势逐步增强；随着公司完成UHT奶油的产能扩充，未来市占率有望进一步提升。

盈利能力假设：考虑到公司事业部调整渐入佳境，费用率有望进一步收窄；叠加奶油业务产品结构的优化，预计盈利能力将逐步改善。

业务3：水果制品及酱料

收入假设：

1) 行业端：行业未来增速主要来自下游（烘焙、茶饮及餐饮）需求的扩容。其中水果制品下游主要为烘焙及饮品市场，预计未来5年行业规模CAGR低于5%。而酱料主要用于糕点、面包夹心；及用于蔬菜及水果的调味。立高的功能性酱料可满足烘焙、餐饮及家庭等不同渠道的需求。

2) 公司市占率：整体来看水果制品及酱料行业的竞争格局较分散，预计公司在水果制品行业的市占率基本稳定。而酱料业务目前增速有所加快，系其核心餐饮连锁客户的合作订单增长趋势良好，预计未来市占率将略有提升。

盈利能力假设：水果制品及酱料行业的竞争较为激烈，考虑到立高较之行业内竞争者具有品类多样化优势，预计其盈利能力基本稳定。

公司整体业绩预测

立高食品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	35.0	38.4	43.5	47.1	50.3	53.2	56.0	58.7
归母净利润(亿)	0.7	2.7	3.0	3.7	4.0	4.3	4.4	4.5
归母净利润增速(%)	-49.1	266.1	13.6	22.5	7.3	6.2	3.5	2.4
经营性净利润(亿)	0.7	2.6	2.9	3.6	3.8	4.1	4.2	4.3
经营性净利润增速(%)	-49.9	283.2	14.2	20.9	7.3	6.2	3.8	2.4
经营性归母净利润(亿)	0.7	2.6	3.0	3.6	3.9	4.2	4.3	4.4
经营性归母净利润增速(%)	-48.5	277.9	15.4	20.7	7.1	6.4	3.7	2.4

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

冷冻烘焙食品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	22.1	21.3	21.9	23.4	23.9	24.2	24.4	24.6
收入增速(%)	23.9	-3.5	2.9	6.8	1.9	1.3	0.8	0.8
经营性净利润(亿)	0.5	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0
经营性净利率(%)	2.5	7.8	8.6	8.1	8.1	7.9	8.0	8.0
经营性净利润增速(%)	-49.4	206.8	12.5	1.4	1.0	-0.5	2.3	1.0
奶油	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6.5	10.6	13.4	15.4	17.3	19.1	21.1	23.1
收入增速(%)	27.7	61.7	26.5	14.8	12.3	10.8	10.3	9.5
经营性净利润(亿)	0.3	0.7	0.6	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9
经营性净利率(%)	4.9	6.6	4.4	6.9	7.6	8.4	8.5	8.4
经营性净利润增速(%)	32.0	117.1	-14.8	78.3	24.6	21.5	11.5	9.3
水果制品及酱料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6.3	6.4	8.2	8.3	9.2	9.9	10.5	11.0
收入增速(%)	3.3	1.6	27.4	1.1	10.2	8.2	6.3	4.4
经营性净利润(亿)	-0.2	0.2	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
经营性净利率(%)	-3.0	3.3	5.7	7.2	6.3	5.5	4.4	3.5
经营性净利润增速(%)	-881.1	209.5	123.7	26.8	-2.8	-6.4	-14.0	-17.8

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
冷冻烘焙食品	0.3%	中低-	较好	较强	7.8%	12.17	2.0
奶油	5.0%	中等-	较好	较强	7.8%	15.65	1.9
水果制品及酱料	2.4%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	0.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
冷冻烘焙食品(亿)	9.3	17.9	27.2	1.3	-0.5	-	29.0
奶油(亿)	3.8	22.6	26.4	0.8	-0.5	-	27.7
水果制品及酱料 (亿)	4.2	3.3	7.6	0.5	-0.1	-	8.2
公司整体测算(亿)	17.4	43.8	61.2	2.6	-1.1	-	64.9

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
冷冻烘焙食品(亿)	19.3	10.9	30.2	1.3	-0.5	-	32.0
奶油(亿)	14.2	14.9	29.1	0.8	-0.5	-	30.4
水果制品及酱料 (亿)	6.3	2.4	8.7	0.5	-0.1	-	9.3
公司整体测算(亿)	39.8	28.2	67.9	2.6	-1.1	-	71.7

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于较高水平。虽然盈利预测的关键数据（行业规模及公司各渠道销量等）的披露频次仅为半年一次或者每年一次，数据的可持续跟踪程度一般。但烘焙食品行业已处于成熟期，相关历史数据较为透明，且公司信息披露较为充分。整体来看，我们对于公司估值的确定性较高。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。