

# 宝立食品 (603170.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## BC 双轮驱动，期待 23 年高增延续

### 业绩简评

公司于 4 月 10 日发布年报，22 年实现营收 20.37 亿元，同比+29.1%；实现归母净利润 2.15 亿元，同比+16.2%；扣非归母净利润 1.94 亿元，同比+10.9%。其中，22Q4 实现营收 5.62 亿元，同比+30.9%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比+56.9%；扣非归母净利润 0.53 亿元，同比+42.7%，利润略超预期。

### 经营分析

**复调稳健增长，轻烹跻身第一大业务。**分产品看，22Q4 复调/轻烹/饮配收入分别为 2.40/2.93/0.24 亿元，同比+15.2%/+58.3%/-26.9%，轻烹增速较快系“双 11”购物节+超头主播推广。复调稳健增长，系疫后新需求订单回补+大客户春节备货。同期大客户结构趋于良性，来自百胜的收入占比下降至 14%（同比-7pct），饮配下滑主要系 Q4 消费场景受限（气温下降，堂食减少）。分地区看，Q4 大本营华东疫情管制防松，餐饮需求边际回暖，收入同比+29.2%。公司为进军商超、O2O、社区团购等 C 端渠道，积极开拓经销商，22Q4 净增 22 家。

**并表 C 端业务致毛销差缩窄，扰动净利率。**由于 21 年 4 月并表厨房阿芬新业务，22 年公司毛利率和销售费率同步提升，22 年毛销差同比下降 2.8pct。分产品看，22 年轻烹/复调毛利率分别同比+2.25pct/0.31pct，复调毛利率提升系面向百胜的部分产品 Q3 提价落地；轻烹毛利率提升主要系促销活动减少，价盘控制较好，对冲成本压力。22 年净利率为 10.6%，同比-1.2pct。

**BC 双轮并行，成长空间充足。**1) To B 复调业务，客户多为西式快餐龙头，常规需求稳定。随着疫后场景修复，老客户创新需求较为频繁，积极开拓非餐饮型新客户（目前已有预烘焙产品入驻 Costco）。2) To C 轻烹业务，1-2 月电商 GMV 增速放缓引发市场担心，我们认为主要系电商平台流量下降，且餐饮外卖需求激增分流所致。公司今年将保持较高的费效比投入、加快进入连锁商超、O2O 等渠道，以不同包装规格和价格带进行区分，提升产品曝光率和复购率。考虑到意面赛道竞争对手较少，公司产品、产品力领先，仍有较大增长潜力。

### 盈利预测、估值与评级

预计 23-25 年公司收入分别为 25.8/31.4/37.6 亿元，增速分别为 27%/22%/20%；归母净利润分别为 2.8/3.6/4.4 亿元，增速分别为 30%/28%/24%，对应 PE 分别为 35x/27x/22x，维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：24.15 元

相关报告：

- 《复调边际回暖，轻烹蓄势待发-宝立食品 22Q3 点评》，2022.10.29
- 《轻烹蓄力增长，复调改善在望-宝立食品 22 中报点评》，2022.8.27
- 《复调稳健增长，轻烹弹性可期-宝立食品首次覆盖报告》，2022.8.10



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,578	2,037	2,579	3,141	3,758
营业收入增长率	74.37%	29.10%	26.61%	21.82%	19.64%
归母净利润(百万元)	185	215	279	358	445
归母净利润增长率	38.24%	16.15%	29.71%	28.01%	24.34%
摊薄每股收益(元)	0.515	0.538	0.698	0.894	1.112
每股经营性现金流净额	0.50	0.63	0.88	1.03	1.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.42%	19.09%	20.19%	20.93%	21.04%
P/E	57.98	44.86	34.58	27.01	21.73
P/B	16.48	8.56	6.98	5.65	4.57

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>905</b>	<b>1,578</b>	<b>2,037</b>	<b>2,579</b>	<b>3,141</b>	<b>3,758</b>
增长率		74.4%	29.1%	26.6%	21.8%	19.6%
主营业务成本	-644	-1,085	-1,333	-1,661	-1,997	-2,354
%销售收入	71.2%	68.8%	65.4%	64.4%	63.6%	62.6%
毛利	261	493	704	918	1,144	1,404
%销售收入	28.8%	31.2%	34.6%	35.6%	36.4%	37.4%
营业税金及附加	-6	-10	-16	-17	-20	-24
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-20	-144	-311	-402	-496	-609
%销售收入	2.2%	9.2%	15.2%	15.6%	15.8%	16.2%
管理费用	-30	-52	-58	-75	-91	-109
%销售收入	3.3%	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用	-32	-40	-43	-57	-69	-83
%销售收入	3.5%	2.5%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	174	246	276	367	467	580
%销售收入	19.2%	15.6%	13.5%	14.2%	14.9%	15.4%
财务费用	-4	-4	0	7	6	8
%销售收入	0.4%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-5	-7	-14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	0	1	1	1
%税前利润	1.2%	1.3%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	172	252	295	375	474	588
营业利润率	19.0%	16.0%	14.5%	14.5%	15.1%	15.7%
营业外收支	0	-3	1	1	1	1
税前利润	171	248	295	376	475	589
利润率	19.0%	15.8%	14.5%	14.6%	15.1%	15.7%
所得税	-37	-54	-65	-81	-103	-130
所得税率	21.8%	21.9%	21.9%	21.6%	21.6%	22.0%
净利润	134	195	230	294	373	460
少数股东损益	0	9	15	15	15	15
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>134</b>	<b>185</b>	<b>215</b>	<b>279</b>	<b>358</b>	<b>445</b>
净利率	14.8%	11.8%	10.6%	10.8%	11.4%	11.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	134	195	230	294	373	460
少数股东损益	0	9	15	15	15	15
非现金支出	25	34	60	51	63	76
非经营收益	2	-2	2	-1	4	6
营运资金变动	-30	-48	-40	8	-26	-69
<b>经营活动现金净流</b>	<b>131</b>	<b>179</b>	<b>252</b>	<b>353</b>	<b>413</b>	<b>473</b>
资本开支	-119	-153	-70	-261	-236	-267
投资	1	42	0	0	0	0
其他	-16	0	-1	1	1	1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-135</b>	<b>-110</b>	<b>-71</b>	<b>-260</b>	<b>-235</b>	<b>-266</b>
股权募资	2	0	362	0	0	0
债权募资	38	-3	-107	28	50	40
其他	-13	-32	-132	-27	-38	-48
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>27</b>	<b>-34</b>	<b>123</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>-8</b>
<b>现金净流量</b>	<b>24</b>	<b>34</b>	<b>304</b>	<b>94</b>	<b>191</b>	<b>198</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	66	100	404	495	684	880
应收款项	190	215	261	290	348	416
存货	101	184	220	241	274	322
其他流动资产	23	37	50	50	68	89
流动资产	380	536	935	1,077	1,373	1,707
%总资产	46.0%	48.0%	61.0%	57.2%	58.4%	59.3%
长期投资	53	0	0	0	0	0
固定资产	289	431	445	647	807	985
%总资产	34.9%	38.6%	29.1%	34.4%	34.3%	34.2%
无形资产	74	114	110	125	140	155
非流动资产	446	580	597	806	980	1,172
%总资产	54.0%	52.0%	39.0%	42.8%	41.6%	40.7%
<b>资产总计</b>	<b>826</b>	<b>1,116</b>	<b>1,531</b>	<b>1,882</b>	<b>2,352</b>	<b>2,879</b>
短期借款	62	90	35	0	0	0
应付款项	97	141	173	217	283	353
其他流动负债	73	110	137	151	167	166
流动负债	232	341	344	368	450	518
长期贷款	81	53	1	41	71	91
其他长期负债	29	45	42	58	76	94
负债	341	438	387	467	597	704
<b>普通股股东权益</b>	<b>482</b>	<b>652</b>	<b>1,128</b>	<b>1,383</b>	<b>1,709</b>	<b>2,114</b>
其中：股本	360	360	400	400	400	400
未分配利润	78	240	424	679	1,005	1,409
少数股东权益	2	25	16	32	47	62
<b>负债股东权益合计</b>	<b>826</b>	<b>1,116</b>	<b>1,531</b>	<b>1,882</b>	<b>2,352</b>	<b>2,879</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	NA	0.515	0.538	0.698	0.894	1.112
每股净资产	NA	1.812	2.820	3.458	4.272	5.284
每股经营现金净流	NA	0.497	0.631	0.882	1.033	1.181
每股股利	NA	0.000	0.000	0.060	0.080	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	27.82%	28.42%	19.09%	20.19%	20.93%	21.04%
总资产收益率	16.24%	16.61%	14.06%	14.84%	15.20%	15.44%
投入资本收益率	21.63%	23.37%	18.19%	19.49%	19.62%	19.43%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	21.78%	74.37%	29.10%	26.61%	21.82%	19.64%
EBIT 增长率	43.12%	41.68%	12.21%	33.03%	27.26%	24.09%
净利润增长率	64.57%	38.24%	16.15%	29.71%	28.01%	24.34%
总资产增长率	30.05%	35.11%	37.23%	22.91%	24.97%	22.40%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	70.2	45.8	41.6	40.0	39.0	39.0
存货周转天数	52.9	48.0	55.3	53.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	47.0	37.4	39.2	40.0	42.0	43.0
固定资产周转天数	58.7	72.7	62.7	56.9	51.3	45.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	15.91%	6.34%	-32.17%	-30.69%	-32.61%	-33.52%
EBIT 利息保障倍数	47.9	60.0	#####	-55.5	-73.3	-73.8
资产负债率	41.34%	39.28%	25.27%	24.83%	25.36%	24.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402