

宝立食品(603170.SH)

复调速食并蒂花开，BC协同相得益彰

推荐（首次）

04月25日：23.38元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.bolexfoods.com
大股东/持股	杭州臻品致信投资合伙企业（有限合伙）/30.60%
实际控制人	马驹、胡珊、周琦、沈淋涛
总股本(百万股)	400
流通A股(百万股)	40
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	94
流通A股市值(亿元)	9
每股净资产(元)	2.82
资产负债率(%)	25.3

行情走势图



证券分析师

张晋溢

投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌

投资咨询资格编号
S1060522030001
WANGMENG917@pingan.com.cn



平安观点：

- **西式复调领头羊，进军轻烹新市场。**宝立食品深耕西式定制复调行业二十余年，已与国内外各大餐饮连锁企业包括百胜中国、麦当劳、德克士等建立了长期稳定的合作关系。在B端业务稳健增长的基础上，公司收购厨房阿芬开拓C端业务，旗下的空刻意面稳居线上意面品牌头部地位，成功拓展第二增长曲线。当前公司已形成复合调味料、轻烹解决方案、甜点饮品配料三大业务体系，分别占公司总收入的43.46%、49.56%和6.46%。
- **复调行业景气度高，轻烹速食迎来新机遇。**我国调味品行业正处于从“基础调味品”向“复合调味品”演变的阶段，根据艾媒咨询，预计2023年我国复调市场规模将达到2032亿元，2027年达到3367亿元，CAGR为13.46%，市场空间广阔。目前我国复调行业渗透率及人均支出仍处于较低水平，且竞争较为分散，后续随着餐饮连锁化趋势的带动，行业有望实现高增长。疫情为发展放缓的方便速食行业带来新机遇，懒人经济、消费升级和消费者对健康性价比的追求等因素交织结合，催生了新的消费偏好，为方便食品新品类、新品牌的诞生与成长创造良好的机会。根据欧睿数据，我国2022年意面零售总额达到10.34亿元，预计到2027年将达到19.58亿元，CAGR为13.62%。
- **公司核心竞争优势在于2B产品研发力+2C品牌营销力的协同。**1) **产品研发力：**公司研发体系独具优势，在长期服务大客户的过程中，积累了大量的风味方案，从而帮助维系大B、助力中B、开拓小B，助推公司业务成长；2) **品牌营销力：**公司旗下空刻意面，借助电商平台，采取达人带货、IP联名、明星代言等多种营销方式，打造线上速食意面品牌，高效费投，实现连续三年的高速增长。未来伴随线下渠道的铺开，收入有望继续保持高速增长。3) **两端协同共振：**公司2B能力圈为2C业务供应链保驾护航，研发助力空刻意面口味常新，并凭借空刻经验不断探索新品类。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1578	2037	2570	3156	3783
YOY(%)	74.4	29.1	26.2	22.8	19.9
净利润(百万元)	185	215	275	348	431
YOY(%)	38.2	16.2	27.6	26.5	23.8
毛利率(%)	31.2	34.6	35.8	36.4	36.9
净利率(%)	11.8	10.6	10.7	11.0	11.4
ROE(%)	28.4	19.1	19.6	19.9	19.7
EPS(摊薄/元)	0.46	0.54	0.69	0.87	1.08
P/E(倍)	50.4	43.4	34.0	26.9	21.7
P/B(倍)	14.3	8.3	6.7	5.3	4.3

- **盈利预测与投资建议：**公司作为西式复调和速食意面的行业领先者，兼具确定性与成长性，在研发力+营销力的加持下，不断完善能力圈拼图，有望在高景气赛道中获得更多增量份额。我们预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 2.75/3.48/4.31 亿元，同比增长 27.6%/26.5%/23.8%，对应的 EPS 分别为 0.69/0.87/1.08 元，当前股价对应 2023-2025 年的 PE 分别为 34.0、26.9 和 21.7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) **经济复苏不及预期。**整体经济形势复苏不及预期，居民消费意愿和消费信心较弱，将对公司业绩增长产生负面影响。2) **线下渠道开拓不达预期。**若公司线下产品系列吸引力不足，或未能开拓大核心用户群体，公司线下渠道开拓可能不达预期。3) **原材料成本波动。**受疫情及经济形势影响，原材料价格波动较为频繁，若原材料价格持续维持在高位，将对公司盈利造成负面影响。4) **食品安全风险。**公司三大业务均为食品业务，食品安全问题为重中之重，若行业或公司生产、储存中出现食品安全问题，将对公司发展造成负面影响。5) **行业竞争加剧风险。**西式复调业务部分产品品类竞争较大，毛利率水平较低，若竞争加剧，可能进一步对公司盈利端产生压力；速食意面赛道为新兴品类，新玩家不断入场可能加剧竞争。

正文目录

一、 宝立食品：西式复调领头羊，进军轻烹新市场	6
1.1 深耕复调二十载，把握速食新机会	6
1.2 集中式股权结构，管理层产业经验丰富	7
1.3 收入持续增长，盈利能力表现稳定	9
二、 行业概况：复调行业景气度高，轻烹速食迎来新机遇	11
2.1 复合调味料：高增长赛道，定制西调潜力十足	11
2.1.1 复调行业导入阶段，2023 年市场规模有望超 2000 亿	11
2.1.2 餐饮连锁化趋势，推动复调需求端扩容	12
2.1.3 复合调味品细分品类赛道多，定制西调独具优势	14
2.2 轻烹速食：懒人经济成为消费新趋势，轻烹意面品类崛起	15
2.2.1 方便速食结构优化，新品类具备成长机会	15
2.2.2 轻烹意面新品类，适应消费者需求	17
三、 核心优势：2B 产研能力+2C 运营能力，两端共振未来可期	17
3.1 产品研发能力强，维系 B 端基石客户	17
3.1.1 产研能力强大，成就企业核心优势	17
3.1.2 研发力保证客户粘性，优化客户结构	19
3.2 品牌运营能力突出，打造速食意面新消费品	20
3.2.1 空刻：速食意面品类开创者，精准选品获市场认可	20
3.2.2 2B 业务赋能 C 端，新消费品无惧供应链困境	22
四、 盈利预测与投资建议	23
五、 风险提示	24

图表目录

图表 1	宝立食品产品矩阵.....	6
图表 2	宝立食品发展历程.....	7
图表 3	公司股权结构图（持股比例为 2022 年报数据）.....	8
图表 4	公司高管简介.....	8
图表 5	2018-2022 营收规模及同比增速.....	9
图表 6	2021-2022 单季度营收规模及同比增速.....	9
图表 7	2018-2022 净利润及同比增速.....	10
图表 8	2018-2022 分业务营收占比.....	10
图表 9	2018-2022 销售毛利率和净利率变化情况.....	10
图表 10	2018-2022 分业务毛利率变化情况.....	10
图表 11	2018-2022 费用率变化情况.....	11
图表 12	2018-2021 分地区营收变化情况（亿元）.....	11
图表 13	2014-2027 中国调味品行业市场规模及增长率.....	11
图表 14	2011-2027 中国复合调味品市场规模及增长率.....	11
图表 15	我国调味品各细分行业生命周期.....	12
图表 16	2020 年各国复合调味料渗透率对比.....	12
图表 17	2016 年各国复合调味料人均支出.....	12
图表 18	2020 年各国连锁餐饮渗透率对比（%）.....	13
图表 19	2014-2022 年中国餐饮市场规模及增速.....	13
图表 20	中国连锁餐饮市场规模及增速.....	13
图表 21	2021 年不同规模区间的品牌门店数年同比涨幅.....	14
图表 22	2021 年复和调味品各细分行业情况.....	14
图表 23	2016、2019 年复合调味料集中度 CR3.....	15
图表 24	西式复合调味料占复调市场规模约 20%.....	15
图表 25	2016-2022 中国方便食品市场规模及预测.....	15
图表 26	方便食品新品类及代表品牌.....	16
图表 27	消费者选购食品关注因素（%）.....	16
图表 28	2008-2027 中国米面零售总额及增速.....	17
图表 29	2008-2027 中国意面零售总额及增速.....	17
图表 30	宝立食品研发流程示意图.....	18
图表 31	宝立食品凭借产品研发能力获得客户认可.....	18
图表 32	宝立食品生产流程示意图及 2021 年产能情况.....	18
图表 33	公司主要客户.....	19
图表 34	2019-2022 宝立食品前五大客户占比.....	19
图表 35	2019-2021 宝立食品客户结构.....	19
图表 36	宝立食品渠道分布情况及增速.....	20

图表 37	2018-2022 公司轻烹解决方案及厨房阿芬营收	21
图表 38	空刻意面销售表现	21
图表 39	2021-2023Q1 空刻意面线上分渠道季度销量（百万元）及同比增速	21
图表 40	空刻意面的立体化营销方式	22
图表 41	空刻意面推出新品的方式	23

一、宝立食品：西式复调领头羊，进军轻烹新市场

1.1 深耕复调二十载，把握速食新机会

把握行业发展先机，深耕定制复调领域二十载。宝立食品于 2001 年在上海松江区成立，从肯德基供应链起家，不断扩展产品线，除裹粉、面包糠、撒粉、腌料、调味酱、沙拉酱等复合调味料外，还推出了各具风味的轻烹料理酱包、汤包等轻烹解决方案以及爆珠、晶球、粉圆和果酱等多款饮品甜点配料，形成了三大业务产品体系，历经 20 余年筚路蓝缕，成长为西式定制复合调味料的领军企业。

图表1 宝立食品产品矩阵



资料来源：公司官网，平安证券研究所

前向一体化，开拓 2C 业务打造新增长曲线。在 B 端业务稳定发展下，公司凭借对食品餐饮市场的敏锐洞察与深刻理解，主动向 C 端扩展业务探索新的成长曲线，于 2021 年 3 月和 2022 年 10 月分别收购了厨房阿芬 75%+25% 的股权使厨房阿芬成为其全资子公司，获得轻烹速食意面新品牌空刻意面的控制权，实现了对 C 端的布局，公司自此进入综合发展阶段。截至 2022 年，公司三大业务复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点饮料营收占比分别为 43.46%、49.56% 和 6.46%。

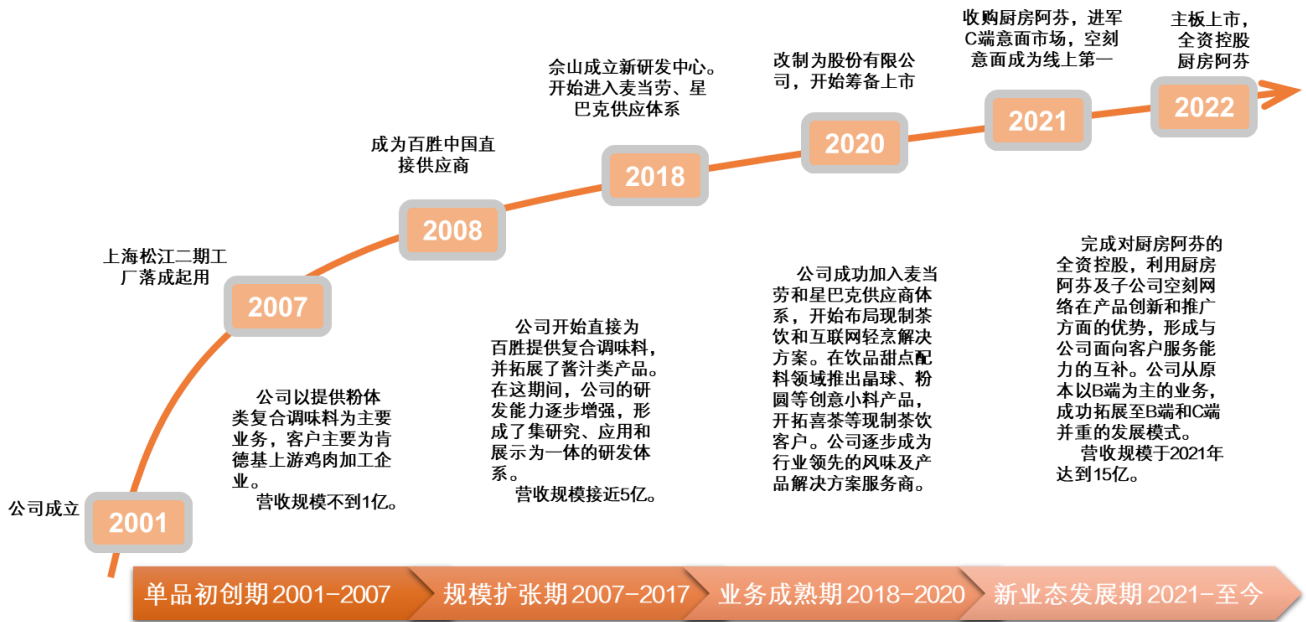
从公司战略布局、业务规模变迁情况，可以将公司发展分为四个阶段：

- 1) 单品初创期 (2001-2007)：**公司以提供粉体类复合调味料为主要业务，客户主要为肯德基的上游鸡肉加工企业。通过与百胜上游供应商的深度合作，公司逐渐了解并适应了百胜体系的技术和工艺需求，并与百胜研发体系实现了紧密对接。在行业内，公司形成了较强的食品安全控制和技术研发优势。本阶段公司营收规模不到 1 亿。
- 2) 规模扩张期 (2008-2017)：**公司开始直接为百胜提供复合调味料，并拓展了酱汁类产品。在这期间，公司的研发能力逐步增强，形成了集研究、应用和展示为一体的研发体系。凭借在与肯德基合作中树立的良好口碑，公司迅速进入其他餐饮连锁企业的供应商体系，实现了客户结构的多元化。本阶段公司规模快速扩张，营收接近 5 亿。
- 3) 业务成熟期 (2018-2020)：**公司成功加入麦当劳和星巴克的供应商体系，并开始向现制茶饮和互联网轻烹解决方案等新兴市场进行探索和战略布局。在产品结构方面，公司不断丰富和多元化，在饮品甜点配料领域推出晶球、粉圆等创意小

料产品，并开拓喜茶等现制茶饮客户。本阶段公司积累了丰富的研发经验，逐步成为行业领先的风味及产品解决方案服务商。

- 4) **新兴业态发展期 (2021-至今)**: 公司 2021 年 3 月收购厨房阿芬 75% 股权, 2022 年 10 月收购剩余 25% 股权, 完成对厨房阿芬的全资控股, 利用厨房阿芬及子公司空刻网络在品牌营销和线上推广方面的优势, 结合公司面向客户服务能力和产品研发能力的积累, 形成互补。公司从原本以 B 端为主的业务, 成功拓展至 B 端和 C 端并重的发展模式。在空刻意面并表后, 营收规模于 2021 年达到 15 亿。业务版图补足后, 公司于 2022 年 7 月 15 日在上海证券交易所主板成功上市。

图表2 宝立食品发展历程

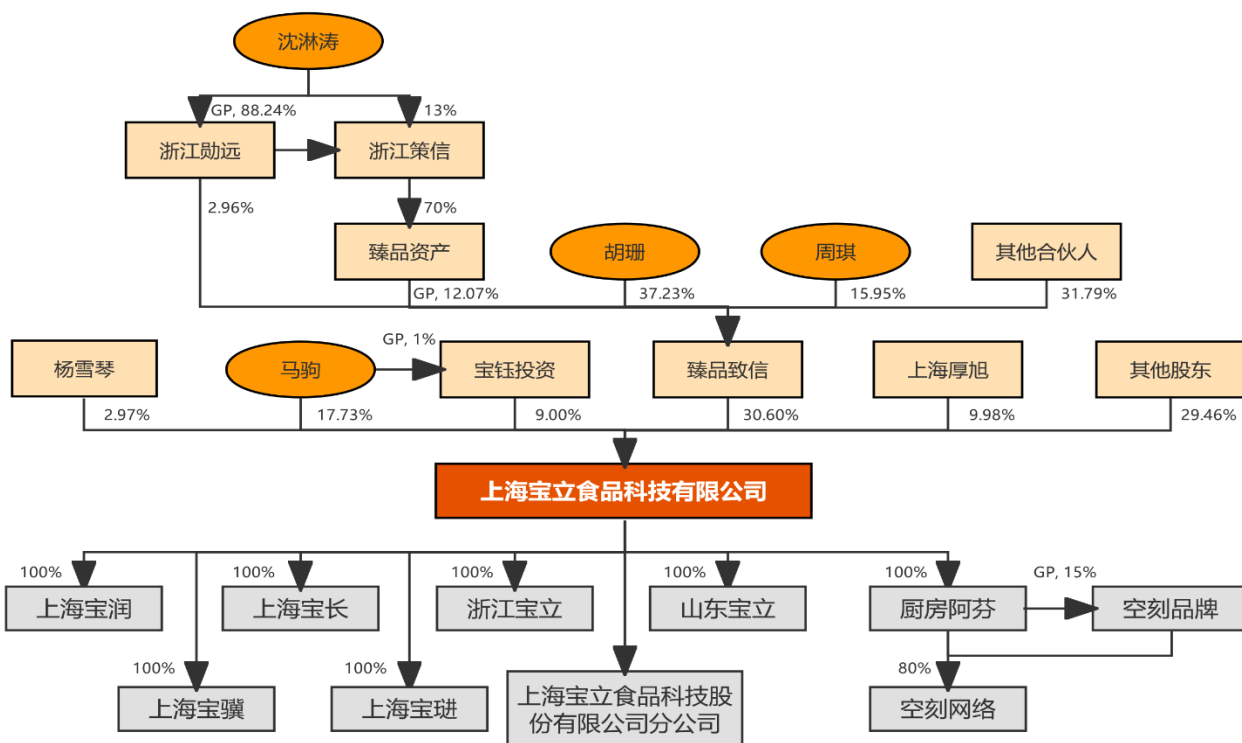


资料来源: 招股说明书, 公司财报, 平安证券研究所

1.2 集中式股权结构, 管理层产业经验丰富

公司股权结构稳定, 且相对集中。公司共同实际控制人为马驹、胡珊、周琦和沈淋涛, 2020 年 7 月和 2021 年 8 月, 马驹、胡珊、周琦、沈淋涛、臻品致信和宝钰投资共同签署《一致行动协议》及《补充协议》, 确认存在一致行动关系。因此在 22 年 7 月上市后, 实控人持有份额虽有所稀释, 但仍处于实控地位, 股权结构稳固。截至 2022 年底, 四人合计控制公司 57.33% 的表决权, 其中, 臻品致信直接持有公司 30.6% 的股份, 是单一持股比例最高的股东。马驹直接持有 17.73% 股权, 同时通过宝钰投资间接持有 9% 的股权, 其配偶杨雪琴直接持有 2.97% 股权。此外, 宝钰投资为公司员工持股平台, 共计 10 名员工累计持有公司股份 9%, 实现利益捆绑激励员工积极性。

图表3 公司股权结构图（持股比例为2022年报数据）



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

公司管理层经验丰富，成员具有多年食品行业研发和管理经历。董事长马驹历任总经理和董事长，全面负责公司管理和运营；实际控制人之一沈淋涛担任副董事长，总经理何宏武曾在百胜担任研发部副总监，副总经理杨哲曾在希杰食品担任研发和新事业开发总监，副总经理梁冬允曾任味可美食品高级研发员、联合利华食品研发经理以及亨氏技术经理。管理层成员在食品行业工作时间超过 20 年，对上下游产业链运作方式和底层逻辑非常熟悉。核心技术团队成员具有丰富的研发经验，部分曾就职于凯爱瑞、李锦记等知名调味企业。

图表4 公司高管简介

姓名	职务	个人介绍
马驹	董事长	男，1965 年 7 月出生，硕士学历。1985 年 7 月至 1995 年 7 月，担任安庆市燎原化工厂业务员；1995 年 8 月至 1997 年 6 月，担任上海基快富贸易有限公司经理；1997 年 7 月至 2001 年 12 月，担任上海保立食品有限公司总经理；2002 年 1 月至 2020 年 9 月，担任宝立食品总经理、董事；2020 年 9 月至今，担任宝立食品董事长。
沈淋涛	董事、副董事长	男，1981 年 10 月出生，本科学历。2006 年 6 月至 2007 年 3 月，担任浙江中瑞江南资产评估有限公司业务经理；2007 年 4 月至 2009 年 9 月，担任立信会计师事务所（特殊普通合伙）浙江分所审计经理；2009 年 10 月至 2010 年 2 月，担任和瑞控股有限公司风控总监；2010 年 3 月至 2014 年 12 月，担任浙江钛和投资管理有限公司投资总监兼董事；2015 年 1 月至今，担任浙江策信投资管理有限公司董事长兼总经理；2017 年 12 月至今，历任宝立食品董事和副董事长。
何宏武	董事、总经理	男，1969 年 6 月出生，本科学历。1992 年至 1995 年，担任农业部安徽泾县示范场技术员；1995 年至 1996 年，担任铭基食品有限公司主管；1996 年至 2006 年，担任百胜（中国）投资有限公司研发部副总监；2006 年至 2011 年，担任福建圣农发展股份有限公司副总裁；2012 年至 2014 年，担任中

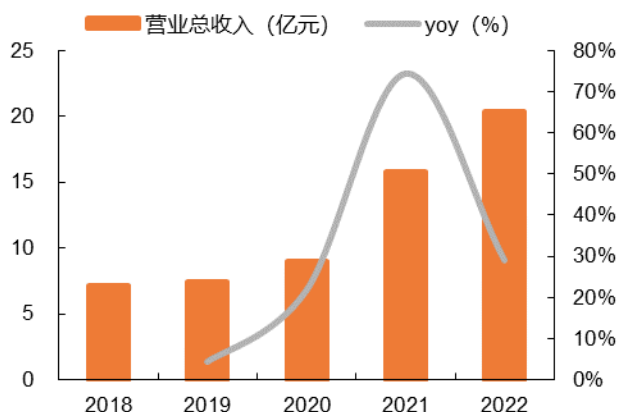
		慧食品有限公司总经理；2015 年至今，担任公司总经理。
杨哲	副总经理	男，1977 年 11 月出生，硕士学历。2000 年 8 月至 2003 年 4 月，担任北京纳贝斯克食品有限公司质量管理部质量专员；2003 年 4 月至 2013 年 4 月，担任希杰（青岛）食品有限公司研发和新事业开发总监；2013 年 4 月至今，担任公司销售总监；2020 年 9 月至今，担任公司副总经理。
梁冬允	研发总监、副总经理	女，1973 年 12 月出生，硕士学历。1995 年 7 月至 2003 年 7 月，担任味可美（广州）食品有限公司高级研发员；2003 年 7 月至 2005 年 9 月，担任联合利华（中国）食品有限公司研发经理；2005 年 10 月至 2007 年 3 月，担任亨氏（中国）调味食品有限公司技术经理；2007 年 3 月至今，担任公司研发总监；2020 年 9 月至今，担任公司副总经理。

资料来源：公司公告，招股说明书，平安证券研究所

1.3 收入持续增长，盈利能力表现稳定

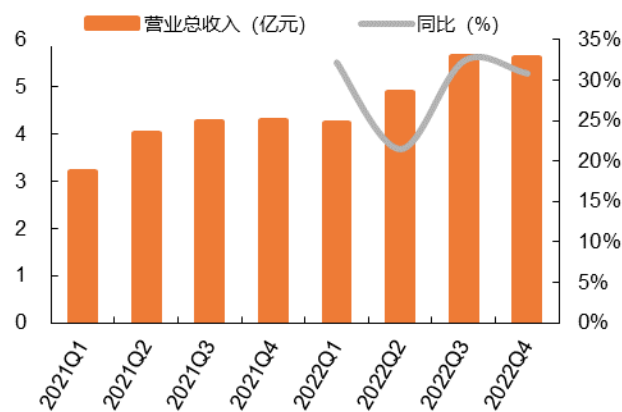
C 端业务拉动公司营收快速增长，盈利能力保持稳定。公司营业收入由 2018 年的 7.11 亿元增长至 2022 年的 20.37 亿元，营收年均复合增长率 30.08%；归母净利润由 2018 年的 0.92 亿元增长至 2.15 亿元，年均复合增长率 23.64%。2022 年公司旗下产品主要为复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料三大类，三大业务分别贡献收入 8.85 亿元、10.09 亿元和 1.32 亿元，分别占公司总收入的 43.46%、49.56%和 6.46%。

图表5 2018-2022 营收规模及同比增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

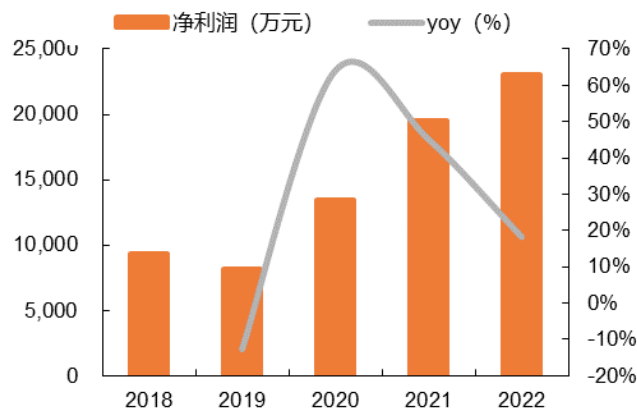
图表6 2021-2022 单季度营收规模及同比增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

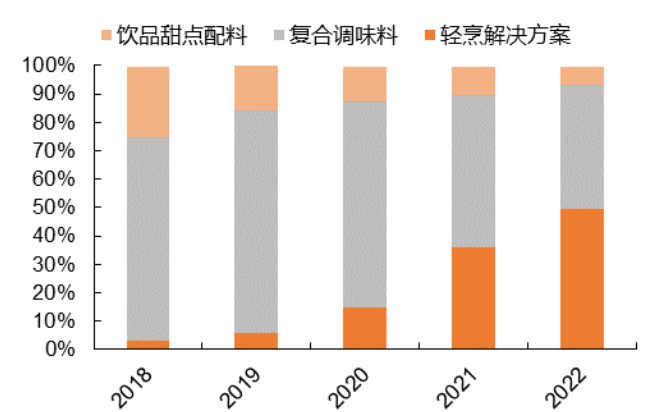
轻烹业务疫情下持续增长，营收结构调整。2021 年公司营收同比高增 74.4%，主要是公司于 2021 年 3 月收购厨房阿芬，厨房阿芬并表带来轻烹解决方案业务同比高增 323%，轻烹解决方案营收占比提升至 36.2%。同期复合调味料和饮品甜点配料同比增长 28.7%和 39.6%，增长主要来源于新品上市、新客户开拓与老客户扩容。2022 年，奥密克戎毒株疫情影响下，B 端客户业务减少，公司复合调味料业务增速放缓，同比仅增长 5.04%，饮品甜点配料业务转为负增长，同比减少 15.25%。疫情影响下，C 端消费者对轻烹意面方便食品的需求增加，空刻意面在高基数下增速虽略有放缓，但仍保持较高水平，22 全年轻烹解决方案同比增长 76.81%，公司营收结构产生调整，轻烹解决方案营收占比提升至 49.53%，超过复合调味料占比。

图表7 2018-2022 净利润及同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

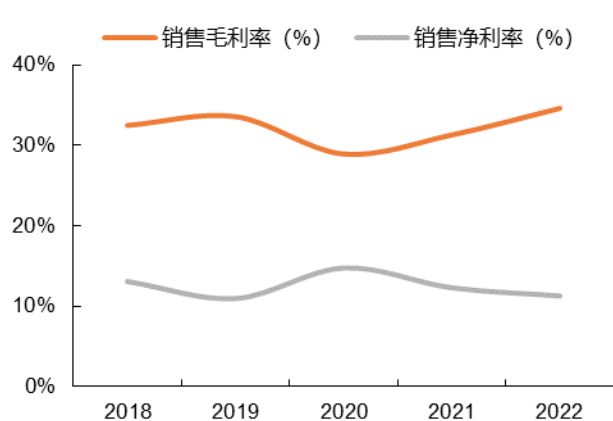
图表8 2018-2022 分业务营收占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

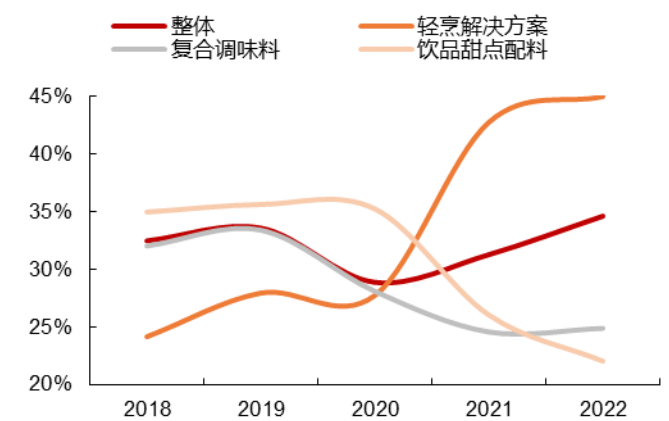
C 端业务提升公司整体毛利率表现。2020-2022 年公司的毛利率分别为 28.83%、31.24%、34.57%，呈现明显的上升趋势，毛利率改善主要受到产品结构变化及原材料成本波动影响。2022 年公司毛利率相比 2021 年提升 3.33pct，相比疫情前 2019 年提升 1.03pct，主要系毛利率水平高的轻烹产品快速放量改变业务结构，拉动整体毛利率水平上升。2022 年整年由于疫情反复，原材料成本和运输成本的急剧增加对食品行业造成了较大冲击，公司 2B 业务毛利率受到影响而下滑。BC 两端业务综合作用下，公司毛利率水平维持在不错的水平上。

图表9 2018-2022 销售毛利率和净利率变化情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2018-2022 分业务毛利率变化情况

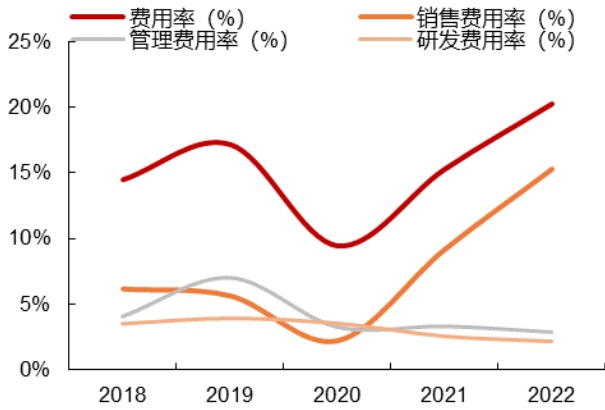


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2021 年以来费用率同比大幅提升，主要系销售费用率提高。由于公司收购了厨房阿芬导致销售推广费大幅增长。厨房阿芬主要通过电商渠道来进行“空刻意面”产品销售，电商业务所特有的流量生意模式在带来更多有效产品露出、目标人群投放效果的同时，也会推高销售费用。同时直播电商业态下的主播坑位费及主播提成，也会拉高销售费用。虽随着公司规模优势渐显，公司管理费用率和研发费用率均环比下滑，但在整体费用中占比较低。

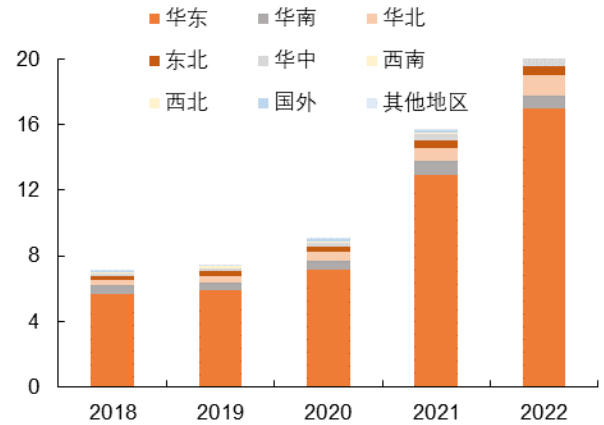
华东地区占比达到 80%以上，主要是由于大客户总部多在华东。公司 2001 年于上海成立，生产、存储、物流、渠道都以该地区为主，地域优势稳固，同时由于餐饮客户总部多注册在华东地区，所以华东地区占比较高，实际上公司服务客户遍布全国。近年来在各地西式餐品消费习惯培养逐渐成熟、公司大力开拓客户以及整体市场规模扩大的背景下，各地区营收都有所增长，尤其是 2021 年并表厨房阿芬后，借助空刻意面线上渠道搭建，全国各地销售额都迎来显著增长。

图表11 2018-2022 费用率变化情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 2018-2021 分地区营收变化情况 (亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、行业概况：复调行业景气度高，轻烹速食迎来新机遇

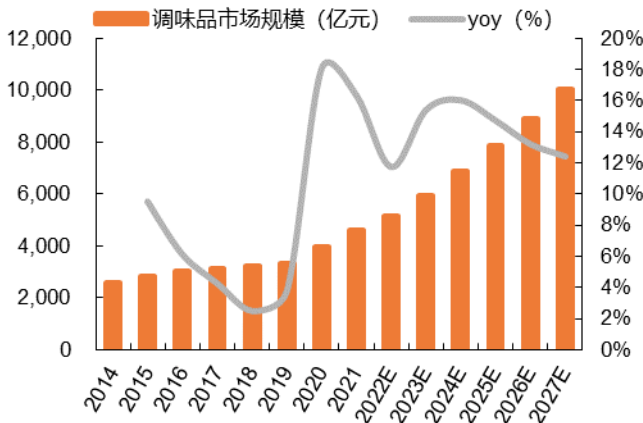
2.1 复合调味料：高增长赛道，定制西调潜力十足

2.1.1 复调行业导入阶段，2023 年市场规模有望超 2000 亿

调味品行业历史悠久，万亿级市场空间。我国调味品行业发展历史悠久，1970 年前主要以手工生产为主；1971 年至 1991 年行业规模开始快速扩张，生产企业数量众多，行业规模扩张较快，但调味品品种相对较少，大多以小型作坊为主；1992 年至 2004 年，调味品行业进入快速发展至成熟阶段，行业集中度提高，企业规模效应显现，区域性品牌开始通过多种方式拓展全国市场；2005 年至今随着行业标准、食品质量安全、市场准入制度稳步完善，我国调味品市场进一步整合，行业向多样化、便利化的方向发展。艾媒咨询数据显示，2014 年我国调味品行业市场规模约 2595 亿元，2021 年增长至 4594 亿元，预计到 2027 年可增长至 10028 亿元，2014-2027 年 CAGR 为 10.96%。

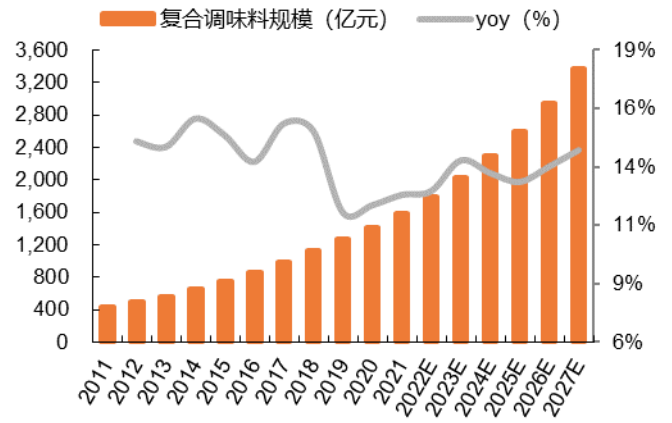
我国调味品行业正在向“基础调味品-复合调味品”演变。基础调味品是指仅含一种主要原材料的调味品，复合调味品则通常是由两种及两种以上的基础调味品按照一定比例进行调配制作，从而得到满足不同调味需要的调味品。随着居民的消费升级，我国调味品行业正沿着“基础调味品-复合调味品”的演变路径，产品趋向复合化。复合调味品可实现多种风味的调配，使用便捷而且味道丰富，引领了很多饮食方面的新潮流。根据艾媒咨询统计数据，2011 年我国复合调味品行业市场规模约 432 亿元，2021 年增长至 1588 亿元，2011-2021 年 CAGR 为 13.90%，明显高于同期调味品行业市场规模增速。预计 2023 年复合调味品市场达到 2032 亿元，2027 年达到 3367 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 13.46%，市场空间广阔。

图表13 2014-2027 中国调味品行业市场规模及增长率



资料来源: 艾媒咨询, 平安证券研究所

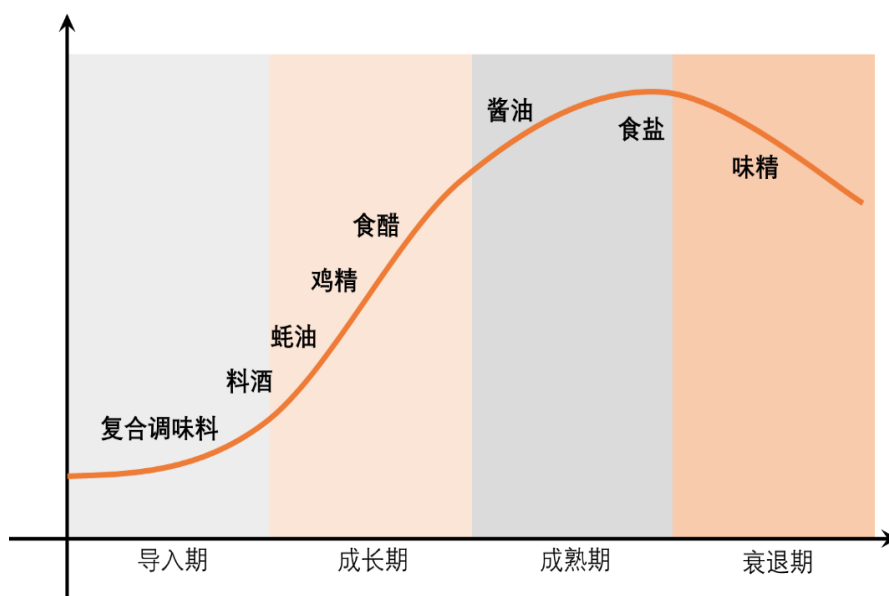
图表14 2011-2027 中国复合调味品市场规模及增长率



资料来源: 艾媒咨询, 平安证券研究所

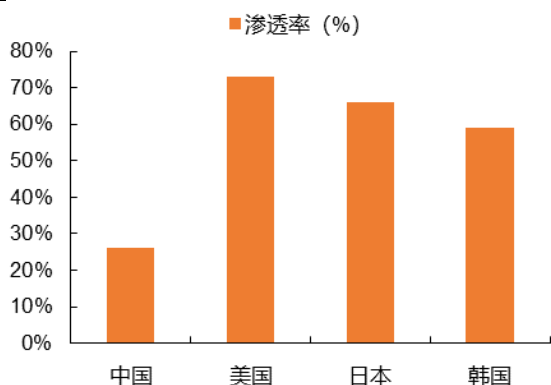
复合调味品尚处于行业导入期，市场空间广阔。相较于基础调味品中的酱油、食醋等子行业已进入成熟期，目前复合调味品行业还处于导入期，整体渗透率 20%左右。纵向来看，复合调味品行业正处于渗透率高速增长的临界点。可以预见的是未来伴随着复合调味品的产业演变、消费者认知改变和市场接受度的提高，复合调味品渗透率将在 20%提高到 40%的阶段中快速渗透，走进寻常百姓家。横向来看，我国复合调味品渗透率相较日韩美等国家超 50%的水平仍有较大差距，其中 2020 年美国复合调味料渗透率高达 73%。从人均复合调味料的支出角度来看，2016 年我国人均复合调味料的支出约为 9 美元，相较于美国（85.5 美元）及日本（88.7 美元）均有较大的提升空间。总体来看，可预见未来我国复合调味料市场空间广阔。

图表 15 我国调味品各细分行业生命周期



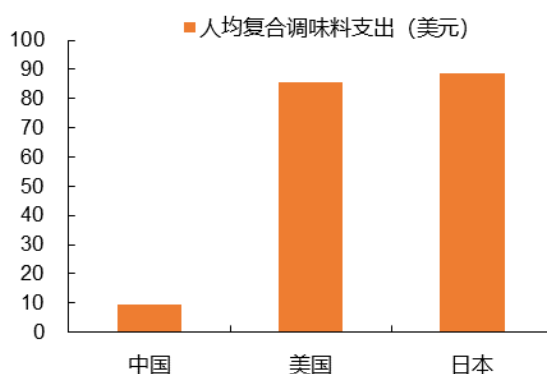
资料来源：Frost&Sulliva，平安证券研究所

图表 16 2020 年各国复合调味料渗透率对比



资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

图表 17 2016 年各国复合调味料人均支出



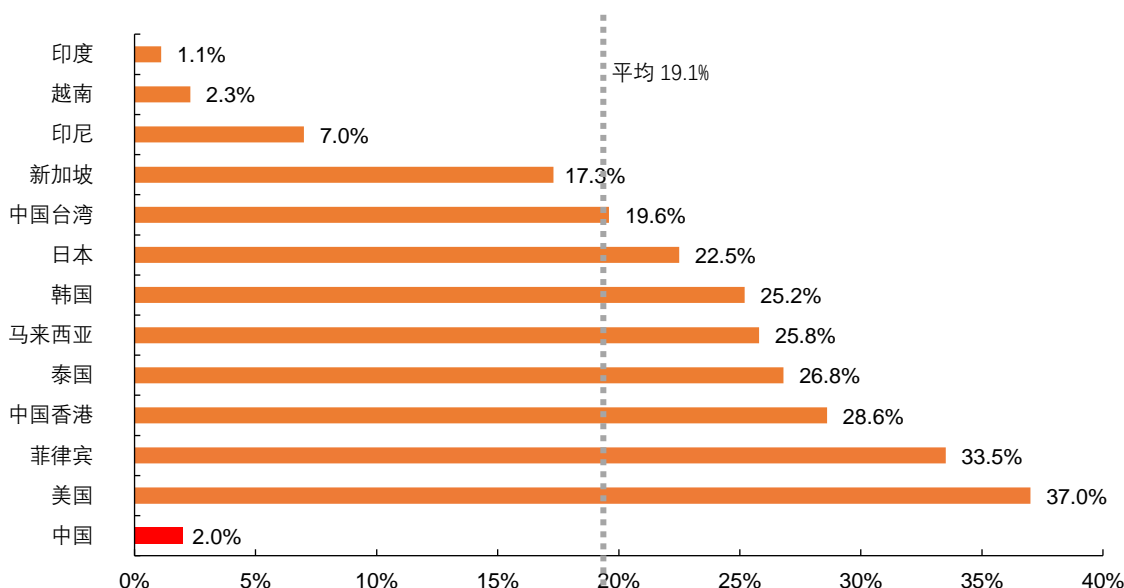
资料来源：Frost&Sulliva，平安证券研究所

2.1.2 餐饮连锁化趋势，推动复调需求端扩容

餐饮连锁渗透率处于低位，发展势头显现。复调下游直面终端餐饮，但由于我国中餐细分菜系种类较多，制作过程复杂且较为依赖厨师的烹饪手艺，产品标准化存在一定难度，因此我国餐饮行业连锁率较低，但随着人工、原料、租金等成本端的上升，打造餐饮连锁化实现降本增效愈发有必要。复合调味品正是连锁餐饮供应链中的重要一环，据 Euromonitor 估计，2020

年中国连锁餐饮渗透率仅为 2.0%，与亚洲其他国家相比连锁餐饮的渗透率明显偏低，但目前连锁餐饮的发展势头已经显现：

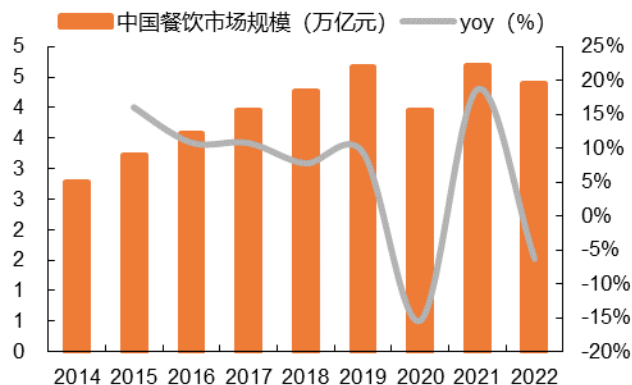
图表 18 2020 年各国连锁餐饮渗透率对比 (%)



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

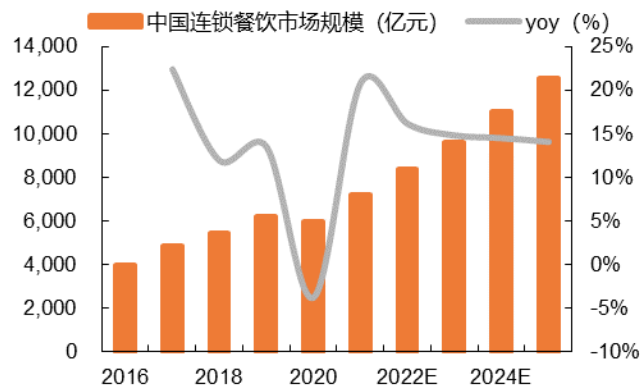
1) 知名连锁品牌跑马圈地，积极扩张。餐饮连锁化趋势下，蜜雪冰城、华莱士、正新鸡排、肯德基等知名连锁餐饮品牌正不断开店，抢先占位，提高门店覆盖率，传递品牌文化和认知，占据消费者心智资源。连锁餐饮企业扩大规模，势必将扩大对复合调味品的需求，从而实现复调市场扩容。

图表 19 2014-2022 年中国餐饮市场规模及增速



资料来源: iFind, 平安证券研究所

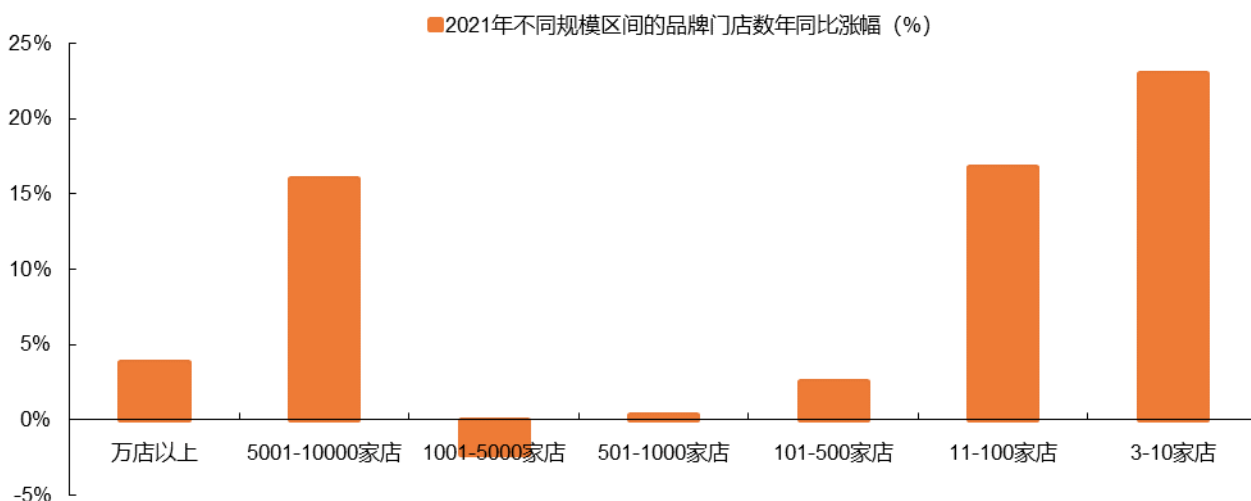
图表 20 中国连锁餐饮市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 平安证券研究所

2) 伴随消费升级，新连锁餐饮品牌层出不穷。根据中国连锁经营协会数据，2021 年门店总数 100 家店以下的品牌扩店迅速，开店增速达到 20% 左右。中小型餐饮连锁品牌单个体量虽小，但数量众多，合力强大。如何满足中小型餐饮连锁品牌的复调需求，提供更好的味道解决方案，成为复合调味品市场扩容的另一个契机。

图表21 2021年不同规模区间的品牌门店数年同比涨幅



资料来源：中国连锁经营协会，平安证券研究所

3) 餐饮市场竞争加剧，各餐饮品牌不断推陈出新，试图占据消费者味蕾，获得竞争优势。在这种红海竞争之下，连锁餐饮品牌对于研发新口味新产品提出了更高的要求——高频、高质、高效。这些需求最终都会落在餐饮供应链上，对复合调味品的需求进一步强化。

2.1.3 复合调味品细分品类赛道多，定制西调独具优势

从行业竞争格局来看，我国复合调味品细分品类赛道众多。目前相对规模较大的主要有鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料等。复合调味料细分赛道中，发展较为成熟细分品类鸡精 CR5 达到 85%；火锅调味料 CR3 达到 35%，集中度相对较高；中式复合调味料 CR3 达到 8%；西式复合调味料竞争分散，难以计算集中度。复合调味料各细分行业除鸡精外，与食品饮料行业中其他细分赛道相比，竞争格局仍较为分散。虽各细分赛道皆有较大规模企业，但不同赛道企业产品品类相差较大，不同细分品类企业间并不产生直接竞争。定制西式复调品类竞争分散，行业正处于快速成长时期，未来集中度提升将成为行业内龙头公司成长的新动力。

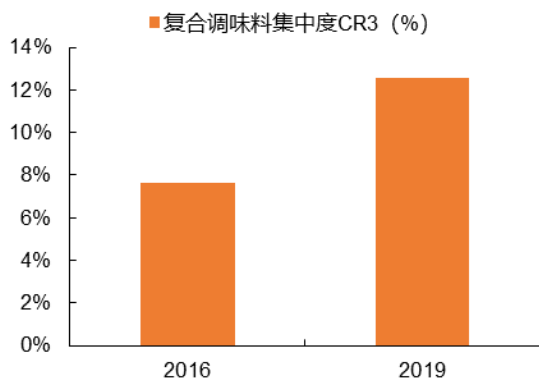
图表22 2021年复和调味品各细分行业情况

细分行业	2016-2021CAGR	行业集中度	代表产品	代表公司
鸡精	14.10%	CR5=85%	味精替代品	太太乐
火锅调味料	13.80%	CR3=35%	火锅底料、火锅蘸料	颐海国际、天味食品、红九九
中式复合调味料	16.50%	CR3=8%	特定菜式烹饪，如酸菜鱼等	天味食品、颐海国际、日辰股份
西式复合调味料	14.00%	竞争分散	西餐番茄酱、沙拉酱，炸鸡裹粉等	宝立食品、日辰股份

资料来源：Frost&Sullivan，智研咨询，前瞻产业研究院，平安证券研究所

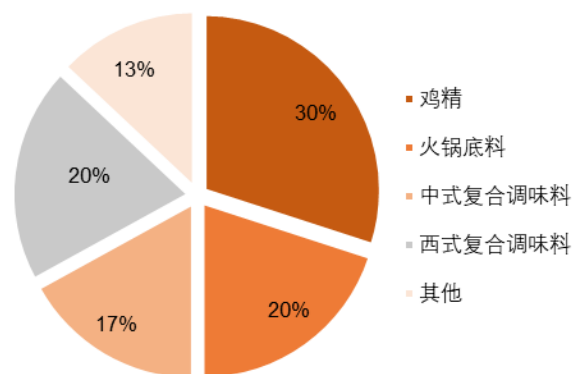
众多细分赛道中，定制西调赛道独具优势。和中式餐饮的菜系多、口味广、经营标准化程度不足等特点相比，西式餐饮企业对实现标准化和连锁化的需求程度更高，并且由于西式餐饮 SKU 相对较少，在产品起量之后更容易实现规模效应。定制西式调味料正好可以解决西式餐饮企业的这一痛点，能够从西式餐饮企业的标准化进程中获得更快增长。

图表23 2016、2019年复合调味料集中度CR3



资料来源: Frost&Sullivan, 平安证券研究所

图表24 西式复合调味料占复调市场规模约20%



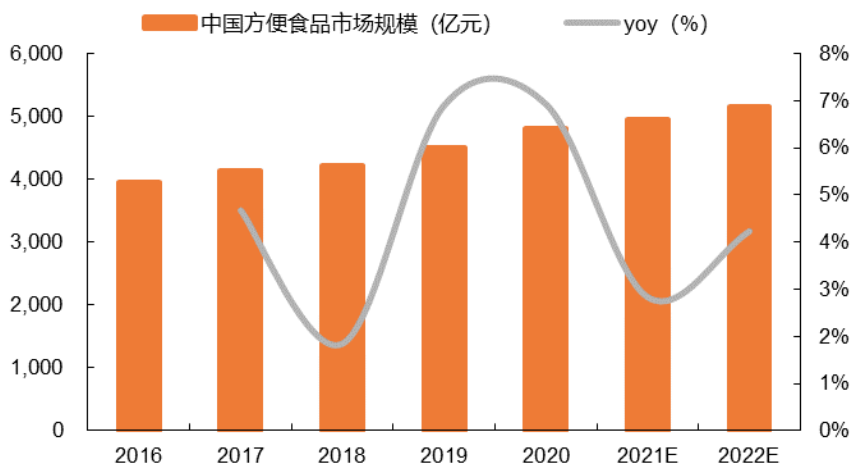
资料来源: 智研咨询, 平安证券研究所

2.2 轻烹速食：懒人经济成为消费新趋势，轻烹意面品类崛起

2.2.1 方便速食结构优化，新品类具备成长机会

方便食品行业相对成熟，整体规模较大。据中商情报网数据，疫情前方便食品市场规模增长已进入瓶颈，2018年同比增速仅为1.9%；但随着中国食品行业的不断发展以及疫情时代人们消费行为和习惯的变化，“懒人经济、宅文化、一人食”等消费者圈层兴起，拉动方便食品市场规模增速提高，到2020年方便食品行业市场规模达到4813亿元，同比增长6.9%；预计2022年方便食品市场规模可达到5160亿元，同比增长4.24%，2016-2022年的CAGR为4.56%。总体来看，近年来增速虽有回升，但相比曾经的快速增长时期，增速明显放缓。

图表25 2016-2022中国方便食品市场规模及预测



资料来源: 中商情报网, 平安证券研究所

方便食品结构优化，看好新品类占比提升。从2019年开始方便食品品类细分化、多元化趋势愈发明显，除了方便面、榨菜、速冻食品等传统方便速食品类之外，方便火锅、方便米饭、红油面皮、螺蛳粉、火锅米线、速食意面、即食鸡汤等新品类层出不穷，相应新锐品牌也日益增多，比如阿宽、自嗨锅、空刻意面等等。传统品类品牌市场规模较大，在整个方便食品中占比大，但新品类、新品牌具备更高的增速，加剧了竞争的同时也为行业带来了新活力，未来新方便速食品类的成长空间充足。

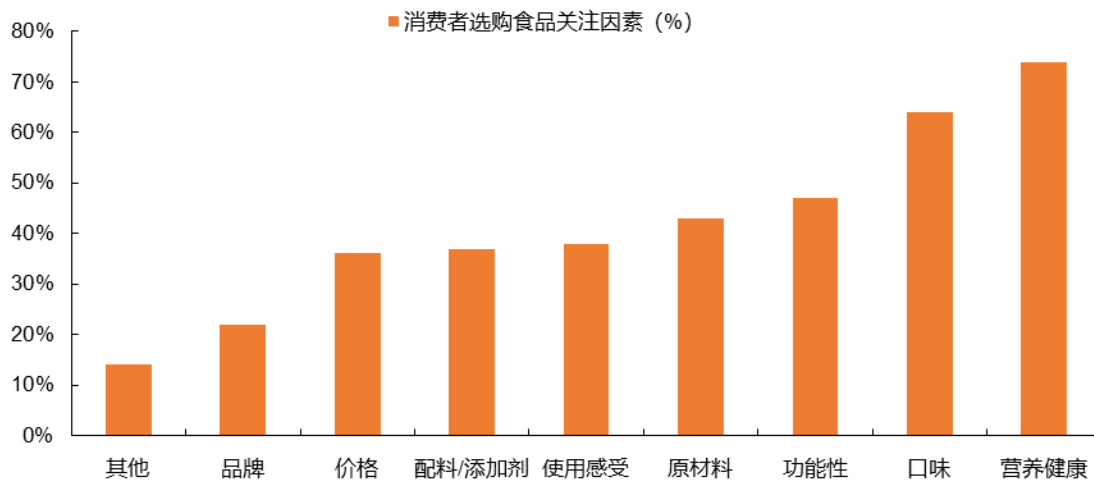
图表26 方便食品新品类及代表品牌



资料来源：淘宝，平安证券研究所

消费升级逻辑不变，疫情催化消费习惯转变。新冠疫情的爆发，对各行各业都产生了深远的影响，尤其是餐饮行业，特别是进入 2023 年，随着正常的消费活动逐渐恢复，消费者的消费行为和疫情前相比已经产生了深刻的变化——新的生活方式、消费习惯正在形成。根据町芒研究院的调查结果，消费者对于食品关注因素前三分别为营养健康、口味及功能性，口味不再是首要因素。

图表27 消费者选购食品关注因素（%）

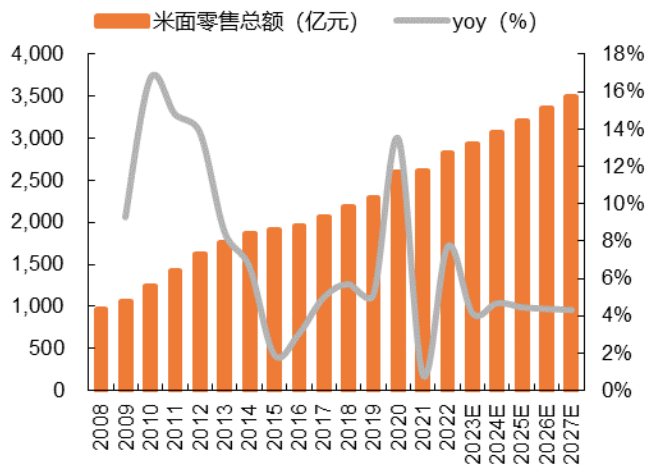


资料来源：町芒研究院，平安证券研究所

2.2.2 轻烹意面新品类，适应消费者需求

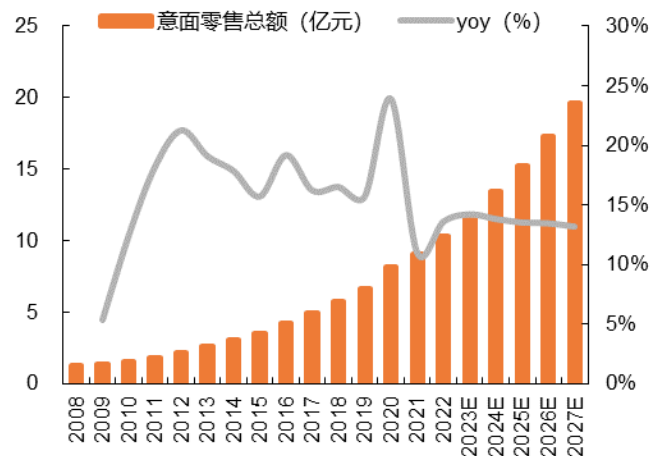
意面渗透率较低，具有较大成长空间。轻烹速食意面是新品类方便速食，意面具有高品质、健康化的产品属性，适应新时期消费者“懒人经济、宅文化”和健康需求。2022年，我国意面在米面零售总额中占比仅为0.37%，与饮食文化相近的日本相比（占比4.34%）有较大提升空间。随着消费者追求健康饮食以及产业龙头不断发力，预计未来我国意面渗透率将持续提升。根据Euromonitor数据，我国2022年意面零售总额达到10.34亿元，预计到2027年将达到19.58亿元，CAGR为13.62%。

图表28 2008-2027 中国米面零售总额及增速



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

图表29 2008-2027 中国意面零售总额及增速



资料来源：Euromonitor，平安证券研究所

速食意面竞争格局良好，渠道变革助力品牌成长。目前速食意面主要玩家较少，市场比较分散。其中，传统意面品牌百味来和公鸡以线下渠道为主，2021年销售额分别为1.7亿和1.5亿元，规模较小。新锐网红速食意面品牌，如空刻意面、锋味派、东方甄选等，以线上渠道为主，空刻意面2021年销售额就达到4.5亿元。不同于线下渠道起量较慢的特点，新锐网红速食意面以线上渠道为主，通过直播带货、达人种草、梯媒传播、IP联动等新兴渠道打法方式，并得益于西式餐饮进入中国市场多年来的消费者培育工作，快速崛起。整体来看，目前速食意面竞争格局较好，仍处于市场扩容阶段，新老品牌渠道不同错位竞争，整体竞争并不激烈，新兴速食意面品牌拥有良好的生存发展空间。

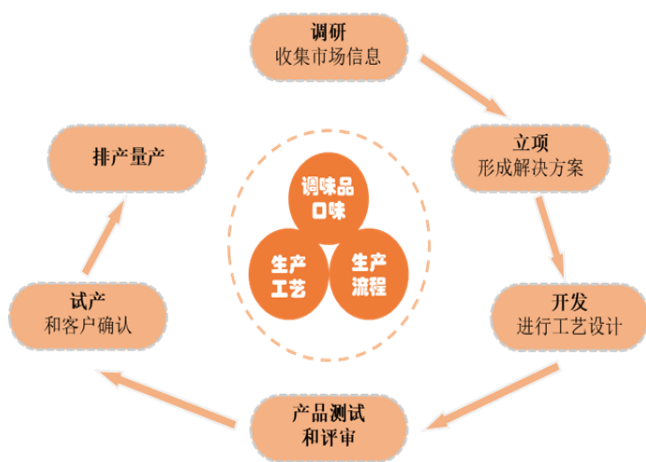
三、核心优势：2B 产研能力+2C 运营能力，两端共振未来可期

3.1 产品研发能力强，维系 B 端基石客户

3.1.1 产研能力强大，成就企业核心优势

宝立研发体系独具优势，客户认可度高。宝立食品竞争优势的核心在于所具有的产品研发能力。公司成立初期即面向百胜中国等知名国际餐饮集团，为满足百胜中国等知名国际餐饮企业在产品研发能力、食品安全标准等方面的需求，在二十余年服务高质量客户、不断适应客户需求的过程中，公司不断扩展能力边界，从而拥有了强大的自主研发能力，多次获得百胜、麦当劳等客户所颁发的奖项，如百胜中国“造桥人奖”、“金锅奖”，被麦当劳颁予“金’诚合作大奖”等。

图表30 宝立食品研发流程示意图



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

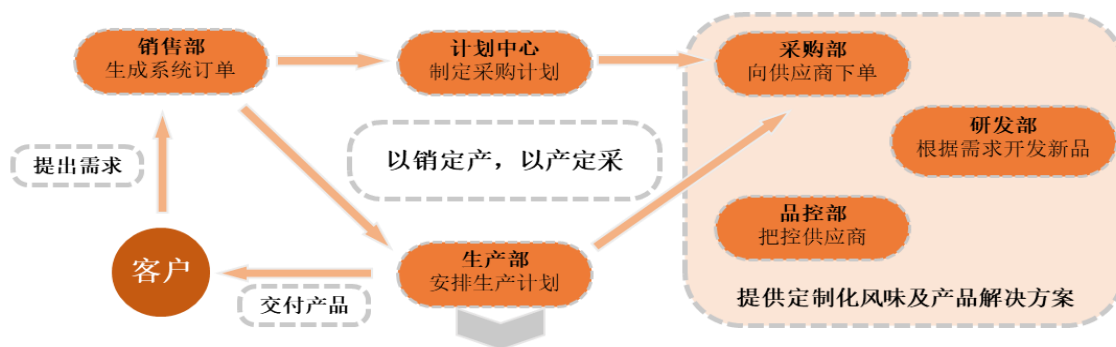
图表31 宝立食品凭借产品研发能力获得客户认可

颁发单位	奖项	年份
百胜中国	金厨师奖	2018
	金锅奖	2020
	持续创新奖	2020
	R.E.D创意奖	2020
	锐意先锋奖	2020
	卓越执行奖	2020、2021
	研发专家组：酱料	2020、2021
	研发专家组：粉料	2020、2021
	造桥人奖	2021
	百胜中国质量奖	2021
	技术创新奖	2021
泰森中国	超级至尊奖	2021
正大食品	优秀供应商	2021
麦当劳	“金”诚合作大奖	2020
世界厨师联合会	中国国际烹饪艺术比赛金奖	2021
	上海国际厨艺锦标赛金奖	2021

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

具体研发能力主要体现在以下几点：**1) 完善的研发体系**：设有专门的研发部，围绕调味品的口味、生产工艺和流程等方面开展工作，覆盖基础研究、设计展示、技术服务等多层次职能，拥有近百人规模的研发团队。**2) 技术经验壁垒**：积累了大量的配方数据，可根据市场口味变化快速推出新品。现已形成强大的技术经验壁垒，能够根据市场和消费者偏好及时转化推出适合消费者的产品。**3) 高研发投入**：宝立研发人员占比及研发费用率均在同行中处于较高水平。通过不断研发新品，从而创造出持续推新、开拓客户的可能性。**4) 柔性生产模式，以销定产**：能够快速响应客户需求，迅速将研发新品进行规模化量产，成为公司筑牢 B 端合作关系的关键因素。**5) 培训学院与经验传承**：成立培训学院，定期举办宝立食品厨艺大赛，鼓励创新，激发新概念、拓展新思路，不断进行经验传承。

图表32 宝立食品生产流程示意图及 2021 年产能情况



生产基地	粉类产能 (吨)	酱类产能 (吨)	总产能 (吨)	品类	状态
上海松江	27362.40	18532.79	45895.19	固态调味料	2001年成立
上海金山	2667.60	22613.76	25281.36	固态和半固态调味料	2008-2017间成立
山东聊城	23722.40	-	23722.40	固态调味料、面包糠	2018年投产
浙江嘉兴一期	-	4492.80	4492.80	轻烹解决方案、饮品甜点配料	目前在建二期，规划产能4.35万吨
2021产能合计	53752.40	45639.35	99391.75		

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

3.1.2 研发力保证客户粘性，优化客户结构

2B 业务中，研发力帮助企业维系 B 端大客户。公司过去的发展离不开其所拥有的优质的客户资源，公司凭借贴近市场的强大研发实力、及时响应能力和优质服务能力，已与国内外各大餐饮连锁企业及食品工业企业建立了长期稳定的合作关系，包括百胜中国、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、圣农食品、泰森中国和正大食品等。特别是百胜中国，作为公司复调业务最主要的营收来源之一，与公司建立了长远而稳定的合作关系。头部连锁餐饮企业对于供应链稳定性要求较高，一旦确立了较长期的合作关系后，很少更换供应链合作公司。宝立食品一方面具有先发优势，率先与众多连锁餐饮客户建立良好的合作关系；另一方面，公司利用本身所具有的强大研发实力和服务客户能力，立志打造全方位风味解决方案提供商的市场定位，向冷冻烘焙、轻烹菜肴等客户存在需求的品类扩展产品线，从而更好的服务客户，使合作关系更加稳固，保证了大客户粘性。

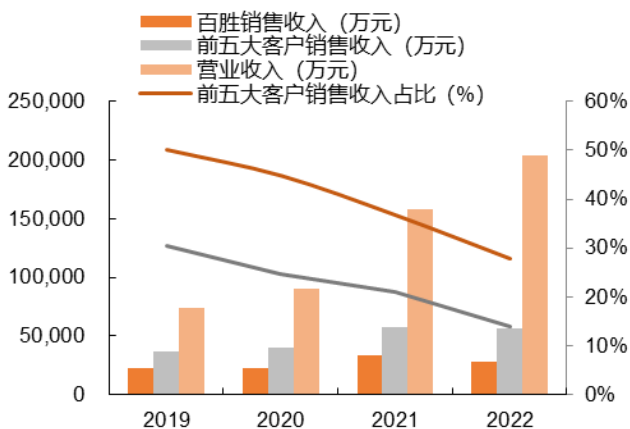
图表33 公司主要客户



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

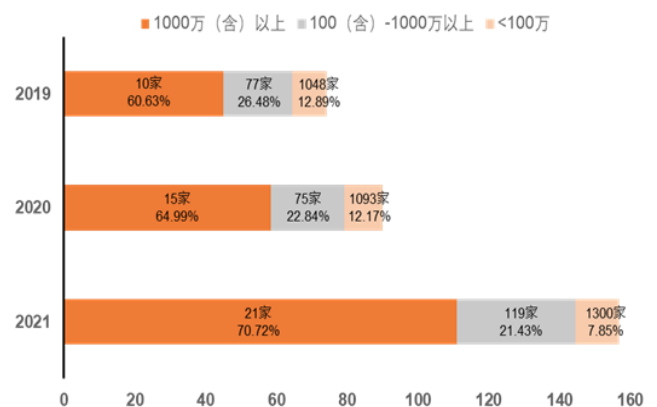
研发能力加持下，客户结构逐渐优化。受益于公司体量成长和客户规模扩张，前五大客户营收绝对额逐年增长，但营收占比逐年下降，表明公司的客户结构正逐渐优化，在服务和维系大客户的过程中，公司也在不断发掘新客户，向中小 B 客户进行渗透，为其提供支持，助其成长。截至 2021 年，公司拥有 119 家营收规模位于 100-1000 万之间的中型客户，1300 家营收规模百万以下的小型客户，其中比格披萨、萨莉亚等客户有望成长到千万级别。伴随着客户的成长壮大，其成长曲线一旦到达突破点，订单规模将迎来快速增长，从而为公司定制复调业务提供新驱动力和更大的增长弹性。

图表34 2019-2022 宝立食品前五大客户占比



资料来源：招股说明书，公司年报，平安证券研究所

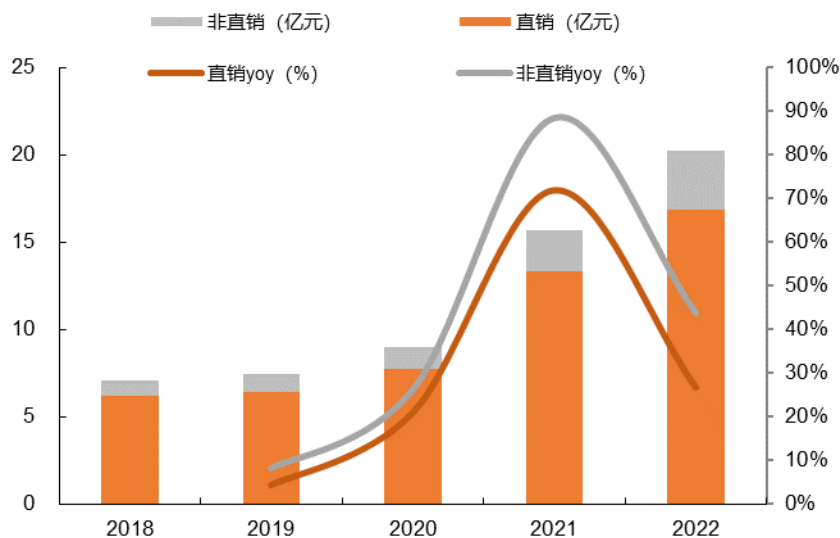
图表35 2019-2021 宝立食品客户结构



资料来源：招股说明书，公司年报，平安证券研究所

研发优势背书，帮助非直销渠道占比提升。从渠道看，公司采用直销为主、非直销为辅的销售模式。2022 年公司复合调味品业务中直销收入占比 83.25%，主要大客户都是通过直销实现销售；2022 年非直销收入规模已超 3.3 亿元，占比 16.75%，公司非直销包括经销商、贸易商、指定采购客户和餐饮供应链客户、代销等。公司通用产品经由经销模式，更好地服务区域性小型餐饮企业。从 2018 到 2022 年，非直销占比持续提升，已成为重要的销售渠道，表明公司经销体系仍在稳步推进建设中。未来在研发优势带来产品力以及大客户背书带来品牌力的合力下，公司持续开发具备多应用场景的产品，力求打造全方位风味解决方案提供商的公司形象，从而开拓更多优质经销渠道资源，助推公司业务成长。

图表36 宝立食品渠道分布情况及增速



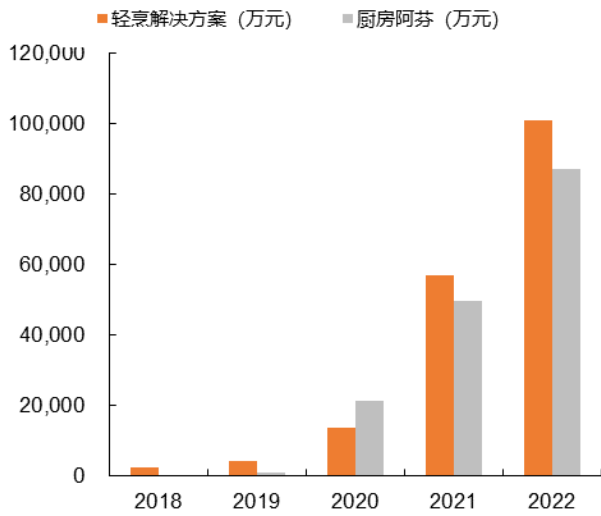
资料来源：招股说明书，公司财报，平安证券研究所

3.2 品牌运营能力突出，打造速食意面新消费品

3.2.1 空刻：速食意面品类开创者，精准选品获市场认可

线上速食意面先驱，品牌形象深入人心。在厨房阿芬操盘之下，空刻意面是第一个提出“轻烹速食意面”概念并开始大规模投放的新锐品牌。空刻意面避开了相对拥堵的中式方便速食赛道，切入竞争相对温和且尚未出现强势品牌的西式方便速食赛道，准确把握了“懒人经济”新消费趋势及疫情影响下形成的新消费习惯，创造性的将意面及酱料包打包出售，提供一站式轻烹速食意面解决方案，让消费者在家即能品尝到一份高品质有颜值的意面料理。空刻意面的品牌形象深入人心，获得市场的高度认可，自 2019 年推出便一路高歌，连续三年高增长，成长为速食意面细分品类龙头。据天猫双十一数据显示，2019-2022 空刻意面双十一销量都为速食意面 TOP1。据欧睿咨询统计，空刻意面 2021、2022 连续两年获全国意面零售额第一。

图表37 2018-2022 公司轻烹解决方案及厨房阿芬营收



资料来源：招股说明书，公司财报，平安证券研究所

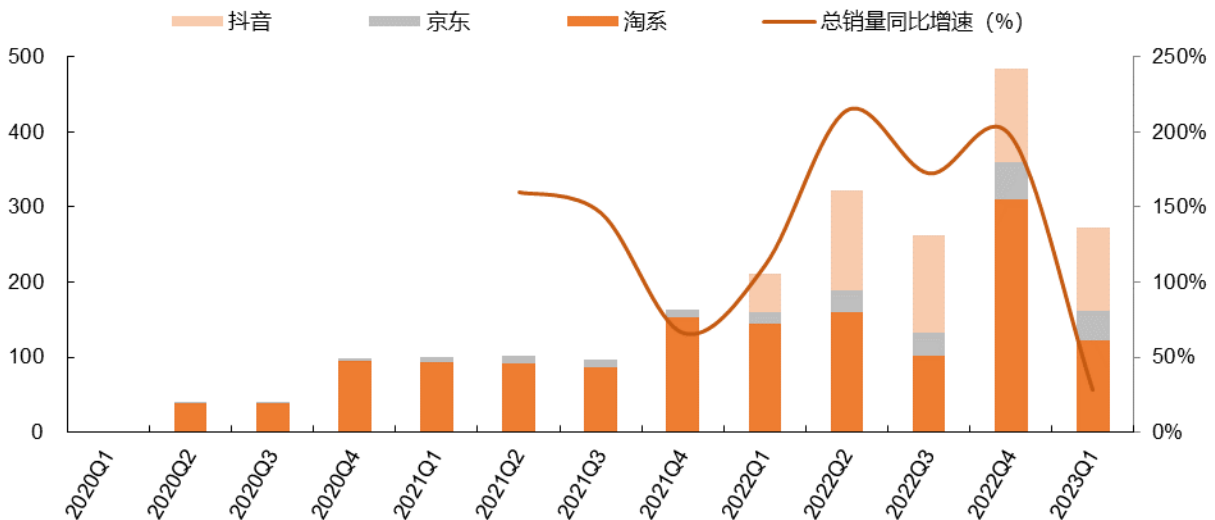
图表38 空刻意面销售表现



资料来源：天猫，空刻意面公众号，平安证券研究所

品牌营销力加持，高费投下快速起量。空刻意面推出初期，紧抓线上渠道打法，把握直播电商渠道变革风口，与带货达人李佳琪直播间合作，实现对目标人群的精准投放。第一次合作直播中，7万盒意面1分钟内售罄，实现了品牌早期的快速扩容。直播带货之外，空刻在线上进行了立体化全方位投放，投放平台包括小红书、抖音、微博、B站等，并与知名IP 迪士尼、Never 等合作推出联名产品，请明星宝妈合作帮助带货，提升品牌影响力。高费投下，空刻意面线上快速起量，据魔镜数据统计，2020/2021/2022 年线上 GMV 分别为 2.4 亿元/4.6 亿元/12.8 亿元，2022Q1-Q4 各季度 GMV 同比增速分别为 111.39%/214.42%/172.52%/197.39%，在高基数下，2023Q1 同比增速有所放缓为 28.74%，预计伴随电商 618 活动开展，2023Q2 的 GMV 增速可期。空刻意面也积极布局线下，在地铁、电梯和户外大屏进行广告投放，打造快闪店、参展糖酒会，并在便利店、商超开辟线下渠道，方便消费者购买产品。线上线下结合全方位触及以精致宝妈、单身白领为代表的目标人群，建立品牌认知。线上线下的立体化打法，展现了厨房阿芬高超的品牌营运能力。

图表39 2021-2023Q1 空刻意面线上分渠道季度销量（百万元）及同比增速



资料来源：魔镜数据，平安证券研究所

图表40 空刻意面的立体化营销方式



资料来源：FIBF 食品饮料创新，平安证券研究所

3.2.2 2B 业务赋能 C 端，新消费品无惧供应链困境

2B 业务为 2C 业务供应链保驾护航。新兴消费品牌推出伊始，一般是走代工模式，利用中国成熟供应链进行生产，再通过线上推广营销销售。这种模式下，品牌方轻资产运营，打法灵活，往往能快速占据市场先机，把握消费潮流，打造爆款产品，实现指数型增长。空刻意面也是采用这种模式获得最初的成功，但当新兴消费品牌发展到 3-5 亿规模时，供应链将成为品牌规模继续成长的掣肘，产生品牌稳定性和生产保障等问题。因此宝立食品收购厨房阿芬，获得空刻意面控制权，实现了空刻这一新兴消费品牌的供应链自有化，从而保证了空刻意面的产品稳定性，为其保持较高增速打下基础。

研发力助力空刻意面口味不断创新。以宝立食品 2B 业务的供应链为基础，空刻意面建立起了产品护城河，公司在供应链端的能力积累在帮助空刻意面跨过供应链困境的同时，其强大的风味方案积累及研发能力也为空刻意面提供了更多、更快速的口味开发支持，帮助空刻意面不断深化经典产品番茄、黑椒意面口味打造，从而使经典更加深入人心；同时也帮助打造了众多新品，贴年轻人群需求，如青春版擂椒鸡肉、川香麻辣口味，就深受年轻消费群体的喜爱。在宝立食品的研发力加持下，公司正在打造线下意面产品，全方位触及消费人群，打造立体的空刻意面品牌形象。

图表41 空刻意面推出新品的方式



资料来源：淘宝，FIBF 食品饮料创新，平安证券研究所

四、 盈利预测与投资建议

针对复合调味品、轻烹解决方案和茶饮甜点配料业务，我们进行如下假设：

1) 复合调味品：公司西式复调业务发展稳固，其中大 B 客户稳健增长，中小 B 客户持续高增，新客户不断开拓。同时经销体系作为直销渠道重要补充也在不断完善，占比持续提高超过 10%。2022 年受疫情影响，增速略有放缓，但进入 2023 年以来疫情放开，伴随复调高增长赛道潜力释放，公司产能进一步释放，预计 23-25 年复调业务同比增速分别为 13.12%/12.11%/11.10%。

2) 轻烹解决方案：自 2021 年厨房阿芬并表以来，轻烹经历了高速放量增长，展现出公司旗下空刻意面强大的品牌运营和营销推广能力，同时公司也在积极补足 2C 能力圈，打造品牌形象，贴近用户需求，布局线下商超。在 2023 年消费复苏趋势以及空刻品牌持续扩张惯性下，公司轻烹解决方案业务营收有望在 23-25 年同比增速达到 38.32%/31.04%/25.66%。

3) 甜点饮品配料：该业务作为公司全方位风味解决方案提供商的战略目标的重要拼图，2022 年因疫情对新茶饮行业终端消费场景的影响，产生了负增长，预计从今年开始将回归到正向增长趋势中，预计 23-25 年该业务营收同比增速分别为 21.20%/18.59%/16.00%。

盈利预测与投资建议：公司作为西式复调和速食意面的行业领先者，兼具确定性与成长性，在研发力+营销力的加持下，不断完善能力圈拼图，有望在高景气赛道中获得更多增量份额。我们预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 2.75/3.48/4.31 亿元，同比增长 27.6%/26.5%/23.8%，对应的 EPS 分别为 0.69/0.87/1.08 元，当前股价对应 2023-2025 年的 PE 分别为 34.0、26.9 和 21.7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表42 分项业务收入预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	904.79	1577.71	2036.78	2569.76	3156.35	3783.11
YoY	21.78%	74.37%	29.10%	26.17%	22.83%	19.86%
归母净利润（百万元）	134.12	185.41	215.36	274.85	347.76	430.58
YoY	64.57%	38.24%	16.15%	27.62%	26.52%	23.81%

毛利率	28.83%	31.24%	34.57%	35.84%	36.37%	36.91%
复合调味料（百万元）	655.37	842.69	885.12	1001.25	1122.50	1247.10
YoY	12.69%	28.58%	5.04%	13.12%	12.11%	11.10%
毛利率	28.10%	24.57%	24.88%	26.00%	25.50%	25.50%
轻烹解决方案（百万元）	134.55	570.92	1009.45	1396.28	1829.68	2299.18
YoY	215.26%	324.33%	76.81%	38.32%	31.04%	25.66%
毛利率	27.69%	42.76%	45.01%	45.00%	45.00%	45.00%
饮品甜点配料（百万元）	110.60	155.33	131.64	159.54	189.20	219.48
YoY	-5.35%	40.45%	-15.25%	21.20%	18.59%	16.00%
毛利率	35.19%	26.05%	22.07%	20.00%	20.00%	20.00%
其他（百万元）	4.28	8.77	10.57	12.68	14.96	17.36
YoY	131.09%	104.73%	20.52%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	11.72%	13.21%	4.40%	4.40%	2.77%	-0.58%

资料来源：wind，证券研究所

五、 风险提示

- 1) 经济复苏不及预期。**整体经济形势复苏不及预期，居民消费意愿和消费信心较弱，将对公司业绩增长产生负面影响。
- 2) 线下渠道开拓不达预期。**若公司线下产品系列吸引力不足，或未能开拓大核心用户群体，公司线下渠道开拓可能不达预期。
- 3) 原材料成本波动。**受疫情及经济形势影响，原材料价格波动较为频繁，若原材料价格持续维持在高位，将对公司盈利造成负面影响。
- 4) 食品安全风险。**公司三大业务均为食品业务，食品安全问题为重中之重，若行业或公司生产、储存中出现食品安全问题，将对公司发展造成负面影响。
- 5) 行业竞争加剧风险。**西式复调业务部分产品品类竞争较大，毛利率水平较低，若竞争加剧，可能进一步对公司盈利端产生压力；速食意面赛道为新兴品类，新玩家不断入场可能加剧竞争。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	935	1356	1875	2487
现金	404	617	970	1406
应收票据及应收账款	256	402	494	592
其他应收款	5	4	4	5
预付账款	37	44	55	65
存货	220	270	329	391
其他流动资产	13	19	23	27
非流动资产	597	523	448	371
长期投资	0	1	1	2
固定资产	364	320	274	226
无形资产	76	63	51	38
其他非流动资产	157	139	121	106
资产总计	1531	1879	2323	2858
流动负债	344	417	508	604
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	153	207	252	300
其他流动负债	191	210	256	305
非流动负债	43	32	23	15
长期借款	12	2	-8	-16
其他非流动负债	30	30	30	30
负债合计	387	449	531	619
少数股东权益	16	27	41	58
股本	400	400	400	400
资本公积	283	283	283	283
留存收益	445	720	1068	1498
归属母公司股东权益	1128	1403	1751	2181
负债和股东权益	1531	1879	2323	2858

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	248	225	362	442
净利润	230	286	361	448
折旧摊销	42	74	77	77
财务费用	-0	-1	-3	-5
投资损失	0	-2	-2	-2
营运资金变动	-40	-135	-75	-80
其他经营现金流	16	4	4	4
投资活动现金流	-71	-3	-3	-3
资本支出	72	0	-0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-143	-3	-3	-3
筹资活动现金流	123	-9	-7	-3
短期借款	-87	0	0	0
长期借款	-53	-11	-9	-8
其他筹资现金流	263	1	3	5
现金净增加额	300	213	353	436

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2037	2570	3156	3783
营业成本	1333	1649	2009	2387
税金及附加	16	18	22	26
营业费用	311	392	481	577
管理费用	58	81	99	119
研发费用	43	70	86	103
财务费用	-0	-1	-3	-5
资产减值损失	-10	-11	-13	-16
信用减值损失	-3	-4	-5	-6
其他收益	32	17	17	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	295	366	463	573
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	295	365	462	572
所得税	65	80	101	125
净利润	230	286	361	448
少数股东损益	15	11	14	17
归属母公司净利润	215	275	348	431
EBITDA	337	438	536	645
EPS(元)	0.54	0.69	0.87	1.08

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	29.1	26.2	22.8	19.9
营业利润(%)	17.0	24.3	26.5	23.8
归属于母公司净利润(%)	16.2	27.6	26.5	23.8
获利能力				
毛利率(%)	34.6	35.8	36.4	36.9
净利率(%)	10.6	10.7	11.0	11.4
ROE(%)	19.1	19.6	19.9	19.7
ROIC(%)	27.7	29.8	33.6	39.4
偿债能力				
资产负债率(%)	25.3	23.9	22.9	21.7
净负债比率(%)	-34.2	-43.0	-54.6	-63.5
流动比率	2.7	3.3	3.7	4.1
速动比率	1.9	2.5	2.9	3.3
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.3
应收账款周转率	8.0	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	8.7	8.0	8.0	8.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.69	0.87	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.56	0.91	1.10
每股净资产(最新摊薄)	2.82	3.51	4.38	5.45
估值比率				
P/E	43.4	34.0	26.9	21.7
P/B	8.3	6.7	5.3	4.3
EV/EBITDA	33.1	20.6	16.3	12.9

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033