

收入延续高增，毛销差同比改善

——2023 年一季报点评

宝立食品(603170)

谨慎推荐(维持)

核心观点:

事件: 4 月 28 日, 公司发布 2023 年一季报。

B 端复苏与 C 端放量, 23Q1 收入端延续高增。 23Q1 营收为 5.4 亿元, 同比+27.2%。总体看, B 端业务随着防疫政策优化迎来需求端环比改善, 叠加 C 端空刻意面受益于平台红利与品类势能实现持续放量, 共同推动整体收入实现高增长。**分产品看,** 23Q1 复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入分别同比+15.4%/38.8%/5.3%, 复调业务延续双位数增长, 主要得益于 B 端需求改善, 轻烹业务高增主要得益于空刻意面放量, 配料在疫情冲击下仍在调整。**分区域看,** 23Q1 华东/华南/华北/华中/东北/西南/西北/境外分别同比+27.6%/+4.5%/-14.3%/+39.1%/+40.1%/+63.5%/+61.0%/+12.2%, 华南与华北地区相对承压。**分渠道看,** 23Q1 直销/非直销分别同比+22.5%/36.9%, 非直销占比持续提升, 对应 23Q1 末经销客户 280 家, 环比+3.3%。

成本回落叠加费用优化, 23Q1 毛销差同比改善。 **净利率:** 23Q1 归母净利率为 14.2%, 同比+4.3pcts, 剔除拆迁补助等非经常损益项目扰动后同比+1.0pct, 主要得益于毛销差的改善以及利息费用等下降。**毛利率:** 23Q1 为 35.1%, 同比+2.1pcts, 主要得益于品类结构优化以及部分 B 端产品提价。**费用率:** 23Q1 销售费用率为 16.1%, 同比+1.9pcts, 主要系空刻占比提升导致线上费用明显增加; 23Q1 管理费用率为 2.5%, 同比+0.2pcts, 维持相对稳定。总体来看, 若剔除空刻占比提升的影响, 23Q1 毛销差为 19.0%, 同比+0.2pcts。

23 年高增趋势有望延续, 长期三大成长曲线共振。 **短期看:** 1) 2023 年防疫政策优化推动 B 端业务逐步复苏; 2) C 端空刻意面品类势能延续; 3) 3 月推出烘焙产品布局新客户; 4) 线下 C 端与小 B 端渠道持续扩张。**长期看:** 1) B 端渠道扩张, 大 B 客户持续渗透并且小 B 渠道加速扩张; 2) B 端品类扩张, 瞄准意面、披萨等长保质期且重调味的大单品, 通过技术与客户方面的协同效应实现快速突破; 3) C 端新业态扩张, 空刻短期已具先发优势, 未来可通过产品裂变、线下扩张、低价格带品牌等策略转型为“长红”产品。

投资建议: 预计 2023~2025 年归母净利润分别为 2.9/3.5/4.2 亿元, 同比+32.8%/21.0%/22.0%, EPS 为 0.71/0.86/1.05 元, 对应 PE 为 34/28/23X, 长期看好公司 B+C 端共振驱动业绩持续增长, 但考虑到估值水平, 维持“谨慎推荐”评级。

风险提示: 新客户表现不及预期, 竞争超预期, 费用投放超预期, 食品安全问题。

主要财务指标

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2036.78 | 2568.38 | 3107.74 | 3713.76 |
| 增长率 | 29.10% | 26.10% | 21.00% | 19.50% |
| 归母净利润(百万元) | 215.36 | 285.98 | 345.91 | 422.00 |
| 增长率 | 16.15% | 32.79% | 20.96% | 22.00% |
| 摊薄 EPS(元) | 0.54 | 0.71 | 0.86 | 1.05 |
| PE | 52.62 | 34.27 | 28.33 | 23.22 |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

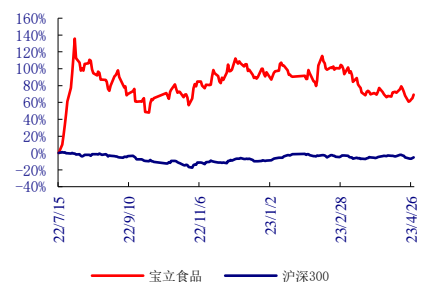
分析师登记编码: S0130522070002

市场数据

2023-04-28

| | |
|--------------|----------|
| A 股收盘价(元) | 24.5 |
| 股票代码 | 603170 |
| A 股一年内最高价(元) | 34.12 |
| A 股一年内最低价(元) | 14.47 |
| 上证指数 | 3,323.27 |
| 市盈率(TTM) | 45.5 |
| 总股本(万股) | 40,001 |
| 实际流通 A 股(万股) | 4,001 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 10 |

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食品饮料】宝立食品 2022 年报点评: B 端复苏与 C 端放量, 高增趋势有望延续

【银河食品饮料】宝立食品 2022 年中报点评: Q2 餐调承压触底, 意面单品红利延续

【银河食品饮料】宝立食品深度报告(系列一): 西餐供应链风起, 意面开辟第二曲线

附录：公司财务预测表(百万元)

| 利润表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 2036.78 | 2568.38 | 3107.74 | 3713.76 | 流动资产 | 934.76 | 1212.02 | 1633.28 | 2029.79 |
| 营业成本 | 1332.69 | 1666.88 | 2010.71 | 2395.37 | 现金 | 403.94 | 546.09 | 832.72 | 1077.39 |
| 营业税金及附加 | 15.95 | 20.12 | 24.34 | 29.09 | 应收账款 | 254.55 | 320.99 | 388.40 | 464.14 |
| 营业费用 | 310.51 | 399.89 | 486.98 | 581.94 | 其它应收款 | 4.59 | 5.79 | 7.01 | 8.38 |
| 管理费用 | 58.44 | 82.19 | 99.45 | 118.84 | 预付账款 | 36.59 | 45.77 | 55.21 | 65.77 |
| 财务费用 | -0.12 | -6.49 | -6.82 | -10.59 | 存货 | 219.96 | 275.12 | 331.87 | 395.36 |
| 资产减值损失 | -10.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 15.11 | 18.25 | 18.08 | 18.75 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 非流动资产 | 596.73 | 694.16 | 783.01 | 880.35 |
| 投资净收益 | 0.00 | 3.66 | 3.55 | 3.18 | 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 294.54 | 380.80 | 466.74 | 569.89 | 固定资产 | 349.70 | 409.70 | 489.70 | 569.70 |
| 营业外收入 | 1.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 无形资产 | 76.07 | 81.64 | 95.73 | 111.14 |
| 营业外支出 | 0.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 170.97 | 202.82 | 197.58 | 199.51 |
| 利润总额 | 295.28 | 380.80 | 466.74 | 569.89 | 资产总计 | 1531.49 | 1906.17 | 2416.29 | 2910.14 |
| 所得税 | 64.78 | 83.55 | 102.40 | 125.03 | 流动负债 | 344.06 | 421.49 | 567.27 | 616.26 |
| 净利润 | 230.50 | 297.25 | 364.34 | 444.86 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 66.37 | 26.44 |
| 少数股东损益 | 15.13 | 11.27 | 18.43 | 22.86 | 应付账款 | 153.26 | 191.69 | 231.23 | 275.46 |
| 归属母公司净利润 | 215.36 | 285.98 | 345.91 | 422.00 | 其他 | 190.81 | 229.81 | 269.67 | 314.36 |
| EBITDA | 321.91 | 369.11 | 446.08 | 534.13 | 非流动负债 | 42.95 | 42.95 | 42.95 | 42.95 |
| EPS (元) | 0.54 | 0.71 | 0.86 | 1.05 | 长期借款 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| | | | | | 其他 | 41.95 | 41.95 | 41.95 | 41.95 |
| | | | | | 负债合计 | 387.01 | 464.44 | 610.22 | 659.21 |
| | | | | | 少数股东权益 | 16.49 | 27.76 | 46.19 | 69.05 |
| | | | | | 归母股东权益 | 1127.98 | 1413.96 | 1759.88 | 2181.88 |
| | | | | | 负债和股东权益 | 1531.49 | 1906.17 | 2416.29 | 2910.14 |
| 现金流量表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 252.28 | 260.27 | 332.68 | 405.11 | 营业收入 | 29.10% | 26.10% | 21.00% | 19.50% |
| 净利润 | 230.50 | 297.25 | 364.34 | 444.86 | 营业利润 | 17.04% | 29.28% | 22.57% | 22.10% |
| 折旧摊销 | 46.04 | 24.43 | 25.91 | 24.59 | 归属母公司净利润 | 16.15% | 32.79% | 20.96% | 22.00% |
| 财务费用 | 3.58 | 0.04 | 1.37 | 1.90 | 毛利率 | 34.57% | 35.10% | 35.30% | 35.50% |
| 投资损失 | 0.00 | -3.66 | -3.55 | -3.18 | 净利率 | 10.57% | 11.13% | 11.13% | 11.36% |
| 营运资金变动 | -39.76 | -57.68 | -55.23 | -62.91 | ROE | 19.09% | 20.23% | 19.66% | 19.34% |
| 其它 | 11.94 | -0.11 | -0.15 | -0.15 | ROIC | 18.07% | 18.07% | 17.09% | 17.11% |
| 投资活动现金流 | -71.06 | -118.08 | -111.05 | -118.61 | 资产负债率 | 25.27% | 24.37% | 25.25% | 22.65% |
| 资本支出 | -70.26 | -121.74 | -114.60 | -121.79 | 每股收益 | 0.54 | 0.71 | 0.86 | 1.05 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股经营现金 | 0.63 | 0.65 | 0.83 | 1.01 |
| 其他 | -0.80 | 3.66 | 3.55 | 3.18 | 每股净资产 | 2.82 | 3.53 | 4.40 | 5.45 |
| 筹资活动现金流 | 122.67 | -0.04 | 65.01 | -41.83 | P/E | 52.62 | 34.27 | 28.33 | 23.22 |
| 短期借款 | -87.12 | 0.00 | 66.37 | -39.93 | P/B | 10.05 | 6.93 | 5.57 | 4.49 |
| 长期借款 | -52.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBITDA | 34.10 | 25.20 | 20.36 | 16.47 |
| 其他 | 261.88 | -0.04 | -1.37 | -1.90 | PS | 4.81 | 3.82 | 3.15 | 2.64 |
| 现金净增加额 | 303.90 | 142.14 | 286.63 | 244.67 | | | | | |

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘光意，经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入银河证券研究院，覆盖餐饮供应链、调味品、速冻食品、软饮料、乳制品等行业，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn