

宝立食品 (603170.SH)

买入(首次评级)

当前价格: 19.97 元
 目标价格: 26.98 元

C端大单品补足渠道短板, 轻烹业务打开成长空间

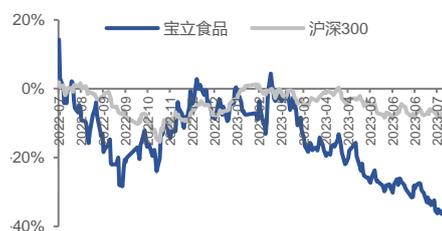
投资要点:

- 公司深耕西式复调, B端稳步增长、C端打开空间。**公司始于百胜供应链, 深耕西式复调领域二十载, 并通过持续拓客户、扩品类实现B端复调业务稳步增长; 随着公司战略布局轻烹、茶饮甜品配料业务, 公司发力C端并孵化空刻意面等大单品, 打造第二增长曲线; 在B端复苏、连锁化以及C端拓渠道、打造爆品背景下, 公司主业将实现双轮驱动增长。
- 连锁化、深度预制化释放定制复调需求, 轻烹业务BC皆可高成长。**首先, 餐饮扩容、连锁化释放定制复调需求, 其中西式餐调市场扩张仍有余力; 其次, 中游深度预制化促进定制复调需求多元化, 且量价有空间。公司具备强研发实力、高渠道壁垒以及优质的客户结构, 未来可把握B端市场机遇。此外, 速食意面渗透率低、发展潜力大, 长期量价均有较大空间; 公司空刻大单品成功有迹可循, 未来扩品类、导渠道共筑C端扩张基石。
- 补足渠道促进全能化发展, 深化研发禀赋多品类扩张。**对于复调业务, 下游大B扩张叠加横向品类延申构筑大B增长基本盘, 同时中小B端增长空间大、锐度高; 同时, 中游深度预制化带来纵向渗透、横向扩张机遇, 公司可凭借大B背书、研发实力以及规模优势持续扩新品、拓新客, 不断构筑新增长曲线。轻烹方面, 空刻意面在补足渠道短板同时持续扩大领先优势, 而公司可凭借丰富的运营经验与前期渠道积累, 推动品类扩张, 破解品类单一、发展空间受限困局。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2023-2025年归母净利润将达到2.84/3.45/4.40亿元, 三年分别同比增长32%/21%/28%, 期间CAGR达24%。鉴于公司主业竞争力强, BC端双轮驱动下增长动力足, 未来发展空间大。因此, 我们给予公司2023年38倍PE, 对应目标价26.98元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示:** 需求复苏不及预期风险; 客户集中风险; 食品安全质量风险; 品类扩张不及预期风险; 市场竞争加剧风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	400/159
总市值/流通市值 (百万元)	7988/3171
每股净资产 (元)	2.76
资产负债率 (%)	22.59
一年内最高/最低 (元)	30.8/18.78

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
 执业证书编号: S0210523050001
 邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 童杰
 执业证书编号: S0210523050002
 邮箱: tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,578	2,037	2,528	3,125	3,802
增长率	74%	29%	24%	24%	22%
净利润 (百万元)	185	215	284	345	440
增长率	38%	16%	32%	21%	28%
EPS (元/股)	0.46	0.54	0.71	0.86	1.10
市盈率 (P/E)	43.1	37.1	28.1	23.2	18.1
市净率 (P/B)	12.2	7.1	6.1	5.1	4.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量：

变量 1：C 端立足便捷化需求，顺应长期人口、社会趋势，具备发展长逻辑。其中速食意面市场近年在疫情催化下持续快增，而公司空刻大产品顺势快速发展，尽管短期或面临需求调整与竞争加剧等压力，但随着公司积极调整内部与优化策略，空刻在全渠道发展下仍有增长余力；同时，公司发力烘焙及 B 端预制菜业务，未来在低基数、多渠道发展下有望贡献增量。预计 2023-25 年收入增速为 27%/29%/27%。

变量 2：复合调味料业务方面，在餐饮持续复苏大背景下，公司大 B 客户需求回暖同时积极扩店推新，进而带动公司定制复调业务恢复增长；另一方面，随着中游深度预制化释放 B 端增长空间以及 C 端大单品提供渠道补充，公司定制业务有望通过扩品类、拓渠道打开新增长曲线。预计 2023-25 年收入增速为 20%/18%/16%。就饮品甜点配料而言，消费场景恢复以及对茶饮龙头积极扩张或将驱动该业务实现稳健快增。预计 2023-25 年营收增速为 30%/21%/15%。

变量 3：毛利率方面，首先，高附加值的轻烹业务放量增长有助于促进公司毛利率改善；其次，公司研发能力强、上新速度快，新品占比提升均利于优化盈利结构；另外，公司持续精细化管理叠加原材料成本仍有优化空间，也可改善公司盈利能力；因此，预计 2023-25 年公司毛利率分别为 34.73%/35.28%/35.81%。

区别于市场的观点：

市场认为当前西式定制餐调赛道渗透率较高，且各细分品类均有海内外调味品龙头公司在深耕，公司或面临较激烈的竞争，难以大幅受益格局优化红利；但我们认为公司作为西式餐调龙头，基本盘牢固，未来可通过大 B 拓店以及肩部客产品类延申实现稳健增长。同时，市场担忧公司速食意面竞争加剧以及增长空间问题，但我们认为空刻意面在补渠道短板同时横向开拓产品应用场景，短期增长仍有余力；而且中游深度预制化大有发展空间，公司补渠道、拓品类可同步并进，持续打造新曲线，破解品类单一、空间受限困局。

股价上涨的催化因素：

餐饮业复苏超预期；B 端大客户拓展、定制餐调等业务进展超预期；C 端空刻意面渠道拓展超预期；公司烘焙等新曲线展业超预期。

估值和目标价：

鉴于海天味业、天味食品、日辰股份均为调味品上市公司，且主业均有涉及复合调味品，故选取上述公司作为可比公司；2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 37/29/24 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 2.84/3.45/4.40 亿元，三年分别同比增长 32%/21%/28%，期间 CAGR 达 24%。鉴于公司主业竞争力强，BC 端双轮驱动下增长动力足，未来发展空间大。因此，我们给予公司 2023 年 38 倍 PE，对应目标价 26.98 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

需求复苏不及预期风险；客户集中风险；食品安全质量风险；品类扩张不及预期风险；市场竞争加剧风险。

正文目录

1.	深耕西式复调，B端稳步增长、C端打开空间	5
2.	连锁化、深度预制化释放定制复调需求，速食赛道“繁星点点”	6
2.1	定制餐调系长坡厚雪，中游预制更为星辰大海	6
2.2	C端具备需求长逻辑，速食意面低渗透、高潜力	7
3.	领跑定制复调行业，轻烹业务BC皆具高成长实力	8
3.1	西式复调领域独具匠心，增长基本盘牢固	8
3.2	空刻成功“有迹可循”，C端发展基础日益稳固	9
4.	渠道持续补足全能化发展，深化研发禀赋多品类扩张	10
5.	盈利预测与投资评级	11
5.1	盈利预测	11
5.2	相对估值分析	12
6.	风险提示	12

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 复调业务稳步扩张, 轻烹随大单品放量快增	6
图表 3: 公司盈利能力持续优化	6
图表 4: 西式复合调味品市场扩容	7
图表 5: 我国连锁化率较美日仍有提升空间	7
图表 6: 新式速食近年来快速发展	8
图表 7: 2020 年空刻意面在天猫市占率逾 77%	8
图表 8: 公司在 B 端西式复调领域竞争优势突出	9
图表 9: 空刻发展复盘图	9
图表 10: 公司业务拆分与预测	11
图表 11: 相对估值分析	12
图表 12: 财务预测摘要	14

1. 深耕西式复调，B端稳步增长、C端打开空间

公司始于百胜供应链，深耕西式复调领域二十载，并通过持续拓客户、扩品类实现B端复调业务稳步增长；随着公司战略布局轻烹、茶饮甜品配料业务，公司发力C端并孵化空刻意面等大单品，打造第二增长曲线；在B端需求复苏、连锁发展以及C端拓渠道、打造爆品的背景下，公司主业将实现双轮驱动增长。

- **初创积累阶段（2001-2007）：**为把握百胜快速扩张而催生的供应链机遇，公司于2001年成立，起初围绕食品工业客户泰森、正大等（肯德基的供应商）供应分类复合调味料（裹粉、面包糠、腌料、撒粉和调味粉等），期间通过服务大客沉淀研发创新能力与品控管理体系，展现B端先发优势。
- **快速发展阶段（2008-2017）：**随着2008年成功切入百胜体系，公司进入快速发展期，包括拓大客（切入德克士、汉堡王等）、扩品类（布局酱汁类复合调味料，每年推出新单品的数量提升）；同时，公司持续扩充产能，以支撑增长节奏。
- **业务延伸阶段（2018-2020）：**2018年以来，公司巩固复调业务（持续开拓麦当劳、星巴克等B端客户同时积极上新），同时入局轻烹业务与茶饮甜品供应链，其中轻烹业务在空刻大单品驱动下快速增长，2018-2022年销售CAGR约97%，业务占比也提升至50%；而业务结构优化也驱动公司毛利率的改善。
- **双轮驱动阶段（2021-至今）：**公司战略布局C端，包括收购厨房阿芬，成功孵化互联网爆品（2020年空刻意面在天猫市占率达77%），随后深化渠道体系，推动轻烹业务22年逆势高增。今年，随着B端餐饮复苏与公司积极拓客、上新，复调业务有望恢复；同时，C端通过拓渠道（稳步推进线下商超等渠道）、做品宣等持续把握品类渗透机遇。

图表 1：公司历史沿革

初创期：为中游泰森、正大等（肯德基的供应商）供应复合调味料，沉淀研发服务体系

成功切入百胜体系并迈入快速发展期（丰富粉体和酱汁类复调产品线；持续扩产），随后凭借大容背书入局多家连锁餐企供应链

改制为股份公司，持续扩产（建立嘉兴工厂）

上市扩产增效，持续发力C端、巩固空刻意面等大单品优势（设立线下渠道，通过经销商切入沃尔玛等KA渠道），推动轻烹业务逆势高增（yoy约77%）

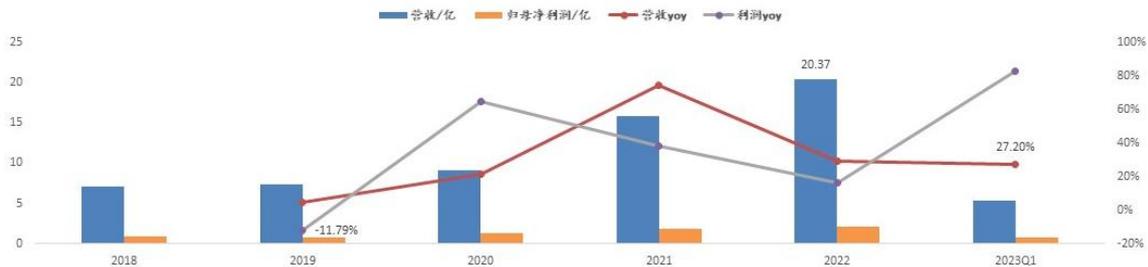


积极筹备进驻下游大客户同时持续扩产，上海松江二期工厂投产，固态复调年产能达1500吨/年

巩固B端复调主业（开拓麦当劳），布局轻烹方案、茶饮供应链（进入星巴克体系），山东工厂投产，新增面包糠等产能

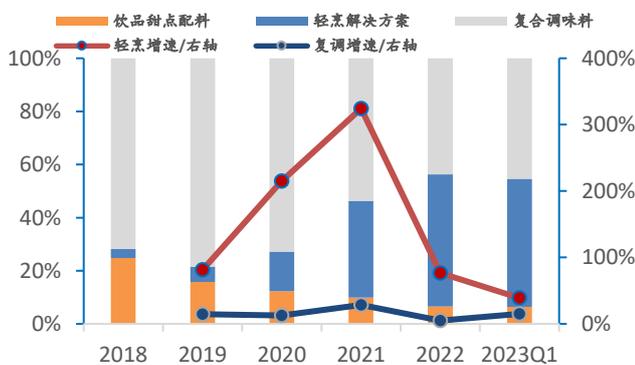
收购厨房阿芬，C端大单品放量快增（轻烹、饮品甜点配料营收占比提升至46%）；B端持续拓客；筹备嘉兴二期工厂

B端复苏&拓客上新，C端拓渠道（线下商超等稳步推进）延续快增，完善布局烘焙业务



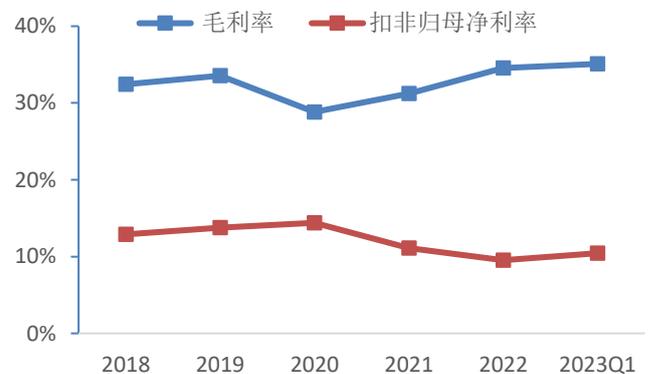
数据来源：公司官网，招股说明书，公司公告，wind，华福证券研究所

图表 2：复调业务稳步扩张，轻烹随大单品放量快增



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 3：公司盈利能力持续优化



数据来源：wind，华福证券研究所

2. 连锁化、深度预制化释放定制复调需求，速食赛道“繁星点点”

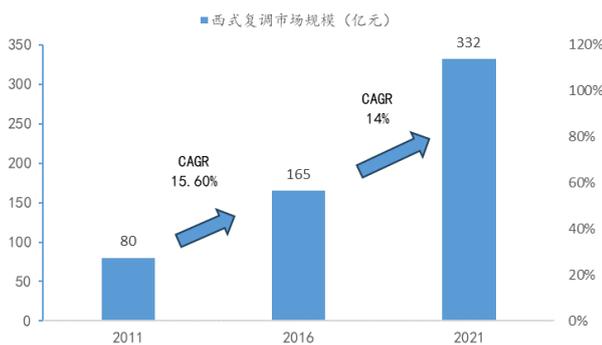
2.1 定制餐调系长坡厚雪，中游预制更为星辰大海

餐饮扩容、连锁化释放定制复调需求，其中西式餐调扩张仍有余力。公司主业面向连锁餐饮、食品工业提供定制复调服务，而两类客户定制率分别达 90%+/75%+。从需求视角看，定制餐调市场基于平衡 B 端效率与美味，近年在下游扩容叠加连锁率提升趋势下保持快速发展，目前规模约 400 亿（基于中国调味品协会的估算），其中西式定制餐调品市场近年来稳步增长，且因西餐高标准化以及下游龙头对供应链的

高要求，在餐饮渠道渗透率相对较高。但相较于美日餐饮高连锁化率（50%+），我国西快市场仍具备扩容、连锁化提升的红利，且根据 Frost&Sullivan 的预测，我国西餐市场 2019-2024 年 CAGR 可达 9%；因此，我们预计西式定制餐调市场仍具有提升空间。

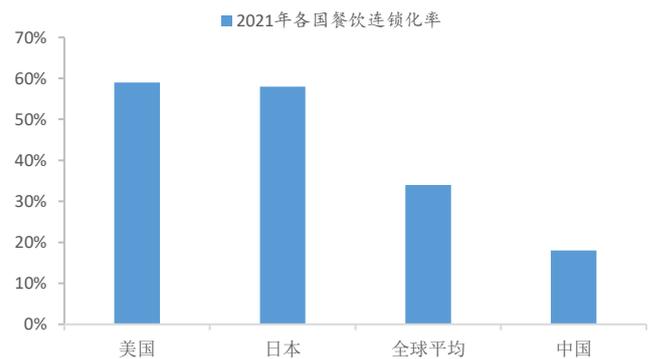
中游深度预制化促进定制复调味品需求多元化，量价有空间；B 端拓业务更为得心应手。具体而言，定制复合调味品可以助力客户实现产品风味差异化；而随着预制菜行业从抓效率、铺渠道逐步转向抓产品与复购，中游“玩家”或经历从产品标准化、规模化转向与美味、差异化相平衡；因此，我们认为定制复调味品需求在中游深度预制期需求更多元，量增有空间。另一方面，由于调味品在成本端占比较低（2021 年约 8%），同时消费升级、需求高端化的长期趋势仍未改变，预计中游厂家对定制复调的价格敏感度相对不高，进而创造了价增空间。对公司而言，补渠道、拓品类可同步并进，B 端业务扩张更为得心应手，包括布局烘焙预制业务，B 端导入咖喱面包等。

图表 4：西式复合调味品市场扩容



数据来源：共研网公开资料整理，华福证券研究所

图表 5：我国连锁化率较美日仍有提升空间



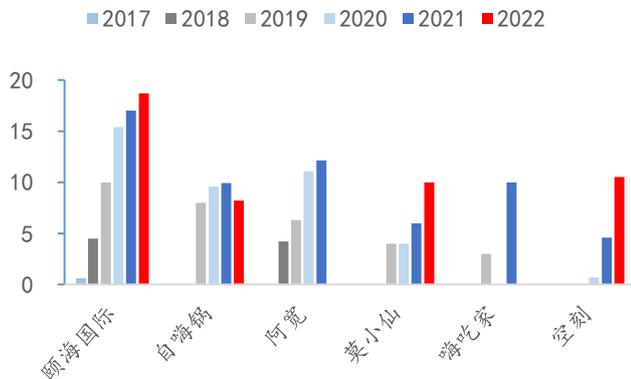
数据来源：红餐产业研究院《2023 年中国餐饮产业生态白皮书》，华福证券研究所

2.2 C 端具备需求长逻辑，速食意面低渗透、高潜力

新式速食“繁星点点”，意面景气高，长期量价均有发展空间。受外卖市场冲击，方便速食行业自 2015 年进入存量发展期，但新品类与新渠道发展带来结构性机会。具体而言，随着需求升级、生活节奏加快，以螺狮粉/意面/自热锅为代表的新式方便速食应运而生，它们较好地平衡便捷与美味，定位餐饮外卖与传统速食的空白价格带，并实现高速增长；同时，三年疫情进一步加速了线上渠道的发展，2020 年增速达 70%。

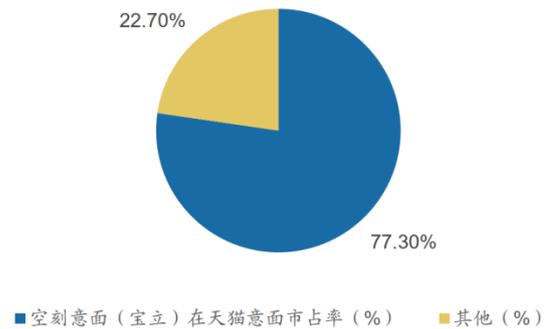
分品类看，中式品类中粉面火锅类占比高，而速食意面自空刻问世、填补行业空白后，进入加速发展期（空刻 2019-2021 年内意面品类实现销量翻四番，期间线上渠道销售额增速达 116%），且目前渗透率偏低，风味速食还原度好，较正餐性价比高，预计未来扩张空间较大。且从中长期量价视角看，速食意面在疫情催化消费者认知提升以及长期社会人口趋势（老龄化，家庭结构小型化以及女性就业率提升等）下，具备量增长逻辑；同时，消费升级，更为清晰的竞争格局等提供价增空间。

图表 6：新式速食近年来快速发展（亿元）



数据来源：公司公告，wind，招股说明书，澎湃新闻，蓝鲨消费，大河财立方，华福证券研究所

图表 7：2020 年空刻意面在天猫市占率逾 77%



数据来源：FBIF 食品饮料创新，华福证券研究所

3. 领跑定制复调行业，轻烹业务 BC 皆具高成长实力

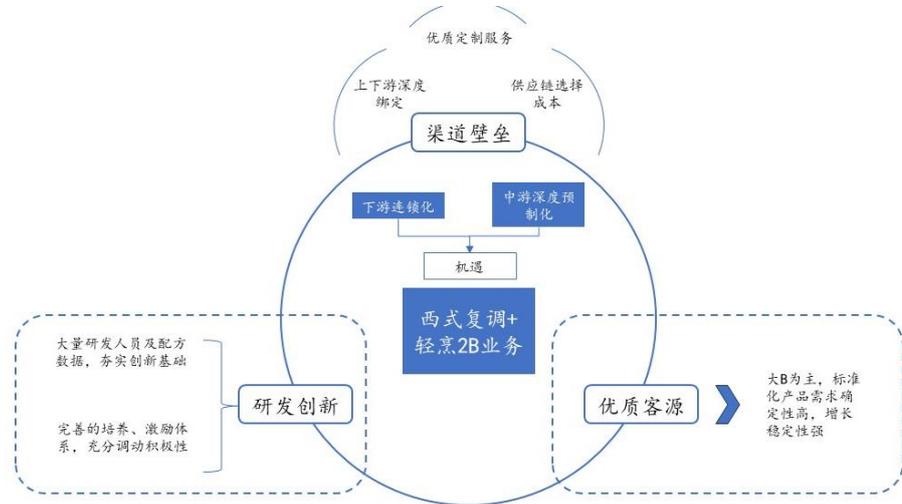
3.1 西式复调领域独具匠心，增长基本盘牢固

西式复调市场整体集中度不高，但各细分品类格局较为清晰。根据 Frost-suvillian 调查，行业整体竞争格局较为分散；但具体到品类端，各细分品类均有国内外大企业在深耕，其中丘比主营高端沙拉酱等产品，国内销售已过 10 亿，亨氏蛋黄酱等西式酱料业务遍布全国，味好美深耕粉料市场等。公司具备强大的研发实力、高渠道壁垒以及优质的客户结构，未来可把握 B 端下游连锁化与中游深度预制化的机遇。

- **渠道高壁垒，先发优势显著：**公司常年为西式餐饮龙头提供定制服务，2008 年入驻百胜，2013 年一举成为 T1 级供应商，并多次获百胜、麦当劳等大客颁布的优质供应商奖项；优质服务、深度绑定叠加供应链选择成本构成渠道高壁垒。
- **具备领先的研发创新优势：**公司重视研发人才，研发及厨师团队占总员工数 10%+，同时公司具备创新能力培养体系并提供充足的激励，其中公司设立厨师学院、鼓励厨艺大赛同时公司研发人均薪酬远高于同业。此外，公司深耕行业积累了大量的配方数据，多次荣获百胜“金厨师”、金锅奖、创新奖等奖项彰显价值。
- **优质的客户结构提供抗风险能力同时带来增长的确定性。**西快 sku 数少、标准化高且门店众多，百胜、麦当劳等大 B 基本盘更扎实、业绩确定性高，

故相较于同业竞争对手，公司的客户结构决定收益稳定性高，抗风险能力更强。

图表 8：公司在 B 端西式复调领域竞争优势突出



数据来源：华福证券研究所绘制

3.2 空刻成功“有迹可循”，C 端发展基础日益稳固

现象级大单品背后是各尽其能、互相成就的体系。在疫情催化叠加单身经济背景下，速食意面市场近年实现高速增长，2019-21 年线上 CAGR 达 116%。其中，品类龙头空刻意面自 2019 年创立后发力西式速食意面市场，并在宝立研发赋能以及营销成功下迅速放量，次年销售突破 1 亿，到 21 年被公司收购后持续突破，包括在 22 年营收逾 10 亿。回顾其成功之路，公司把握住新式速食机遇，尤其西式速食的发展空白，充分享受到品类加速渗透的红利；同时公司与空刻深度协作，如从风味研发端拔高产品力，而空刻通过新媒体营销战术成功打开市场，最终成就该现象级大单品。且随着公司独立 C 端事业部运作，业务端推进产品裂变、渠道补充，短期有望延续高增。

培育产品、完善渠道并驾齐驱，C 端扩张动力十足。公司具备显著的 B 端优势与成熟单品运作经验，可以赋能轻烹饪业务孵化大单品；具体而言，公司通过研发赋能美味，推动介于定制与标品之间的产品在中小 B 端放量，以形成规模优势，随后结合恰当的营销策略、导入 C 端渠道体系，以期成功孵化大单品。

图表 9：空刻发展复盘图

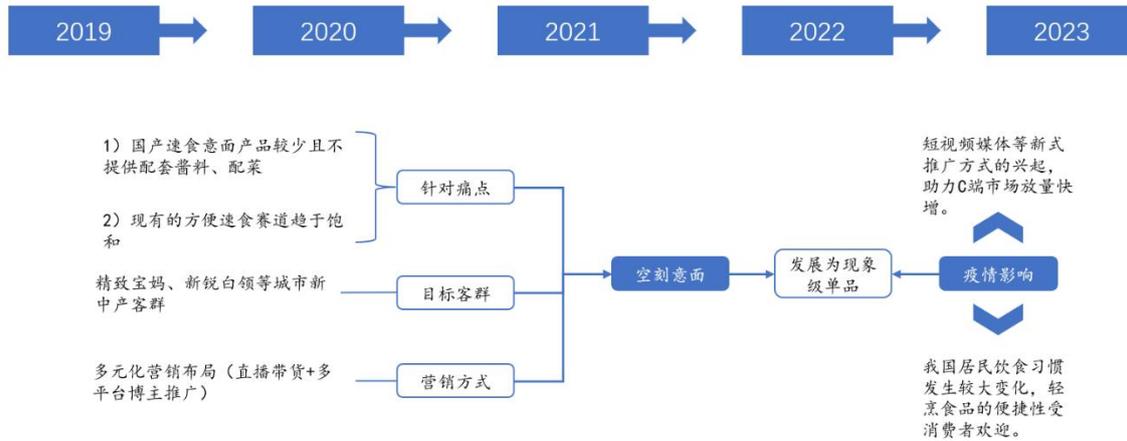
厨房阿芬推出新品真空刻意面(后更名为空刻意面)

空刻意面成为C端现象级爆品,带动轻烹方案产品营收破10亿

宝立食品收购厨房阿芬

拓展线下销售渠道,并进驻一二线城市部分精品商超;推出青春版意面及mini小食盒

持续深化C端线下布局,提高包括已合作商超系统的门店覆盖率,同时继续深拓叮咚买菜等新零售渠道



数据来源:公司招股说明书,公司公告,空刻官网等,华福证券研究所

4. 渠道持续补足全能化发展,深化研发禀赋多品类扩张

自身扩张、品类延申构筑大 B 增长基本盘,多重禀赋下的扩品类、拓新客或为公司未来增长的重要驱动力。一方面,公司主业基本盘牢固,70%营收源自 1000 万规模以上的大客户,其中百胜等大客形成竞争壁垒同时其自身拓店带来增长确定性;且参考公司从供应百胜面包糠等边缘调味料,到深度参与其菜单设计,肩部客户仍有较大品类延申空间。另一方面,从我国餐饮结构看,中小 B 端增长空间大、增长锐度高;同时,中游深度预制化带来纵向渗透、横向扩张机遇,而公司可凭借大 B 背书、研发实力以及规模优势持续扩新品、拓新客,其中公司 1000 万规模以下的客户 2018-2021 营收 CAGR 约 22.7%,且 18-21 年研发产品占 22 年销售 sku 数的 60%。

空刻意面补足渠道短板同时扩大领先优势,公司 2C 业务迈向全渠道驱动、多品类发展。受益于空刻大单品迅速放量,公司轻烹饪业务近年呈现高增长,但调味料等产品受限于厨具等场景,未来或通过大单品横向拓场景以及纵向扩品类,短期延续高增长态势。其中空刻大单品在规格端横向延申,例如针对儿童推出 Mini 装,同时拓展商超 KA 等线下渠道,预计持续受益速食意面渗透的机遇。另一方面,空刻面临品类单一、空间天花板等问题,公司可凭借丰富的 C 端运营经验与前期渠道铺垫,推动品类扩张,包括发力披萨、烘焙等业务,打开成长新曲线。

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

轻烹解决方案：C端立足便捷化需求，顺应长期人口、社会趋势，具备发展长逻辑。其中速食意面市场近年在疫情催化下持续快增，而公司空刻大产品顺势快速发展，尽管短期或面临需求调整与竞争加剧等压力，但随着公司积极调整内部与优化策略，空刻在全渠道发展下仍有增长余力；同时，公司发力烘焙及B端预制菜业务，未来在低基数、多渠道发展下有望贡献增量。预计2023-25年收入增速为27%/29%/27%。

复合调味料：公司大B客户需求回暖同时积极扩店推新，带动公司定制复调业务恢复增长；另一方面，中游深度预制化释放B端增长空间以及C端大单品提供渠道补充，公司定制业务有望通过扩品类、拓渠道打开增长空间。预计2023-25年收入增速为20%/18%/16%。

饮品甜点配料：伴随消费场景的恢复以及对茶饮龙头积极扩张，该业务有望在低基数下实现稳健快增。预计2023-25年营收增速为30%/21%/15%。

毛利率方面：首先，高附加值的轻烹业务放量增长有助于促进公司毛利率改善；其次，公司研发能力强、上新速度快，新品占比提升均利于优化盈利结构；另外，公司持续精细管理叠加原材料成本仍有优化空间，也可改善公司盈利能力；因此，预计2023-25年公司毛利率分别为34.73%/35.28%/35.81%。

图表 10：公司业务拆分与预测

	2022	2023E	2024E	2025E
轻烹解决方案				
收入（百万元）	1009.45	1279.40	1648.12	2093.47
yoy	77%	27%	29%	27%
毛利率	45%	45%	45%	45%
业务比例	50%	51%	53%	55%
复合调味料				
收入（百万元）	885.12	1062.15	1253.34	1453.87
yoy	5%	20%	18%	16%
毛利率	25%	25%	25%	26%
业务比例	43%	42%	40%	38%
饮品甜点配料				
收入（百万元）	131.64	171.13	207.06	238.12
yoy	-15%	30%	21%	15%
毛利率	22%	24%	24%	24%
业务比例	6%	7%	7%	6%
其他业务				

收入 (百万元)	10.57	15.00	16.00	17.00
yoy	21%	42%	7%	6%
毛利率	4%	14%	14%	14%
业务比例	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
合计				
收入 (百万元)	2036.78	2527.68	3124.52	3802.47
yoy	29%	24%	24%	22%
毛利率	34.57%	34.73%	35.28%	35.81%

数据来源: wind, 华福证券研究所

5.2 相对估值分析

相对估值分析: 鉴于海天味业、天味食品、日辰股份均为调味品上市公司,且主业均有涉及复合调味品,故选取上述公司作为可比公司;2023-2025年可比公司平均PE分别为37/29/24倍。预计公司2023-2025年归母净利润将达到2.84/3.45/4.40亿元,三年分别同比增长32%/21%/28%,期间CAGR达24%。鉴于公司主业竞争力强,BC端双轮驱动下增长动力足,未来发展空间大。因此,我们给予公司2023年38倍PE,对应目标价26.98元/股,首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 11: 相对估值分析

公司	市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				P/E				23-25 净利润增速
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
海天味业	2,571	46.24	1.34	1.23	1.43	1.64	35	38	32	28	15%
天味食品	162	15.20	0.45	0.41	0.52	0.64	34	37	29	24	25%
日辰股份	32	32.11	0.52	0.87	1.18	1.51	29	37	27	21	32%
平均值							32	37	29	24	24%
宝立食品	80	19.97	0.57	0.71	0.86	1.10	35	28	29	18	24%

数据来源: wind, 华福证券研究所; 时间截取自 23.8.09; 可比公司数据均选自 wind 一致性预期, 宝立数据 23-25EPS、pe 为团队预测值

6. 风险提示

需求复苏不及预期风险: 公司业务处于 B、C 端双轮驱动,目标客群包括餐饮客户与大众消费者,而需求复苏不及预期将影响公司业务恢复。

客户集中风险: 公司主要面向餐饮、食品工业等大客提供定制开发服务,前五大

客户销售占比较高，而当大客户出现较大经营波动时，公司销售、业绩或将受到明显冲击。

食品安全质量风险：行业易出现食品安全问题，一旦发生将对公司品牌名誉、未来发展产生不利影响。

品类扩张不及预期风险：公司通过扩品类、拓渠道推动业务增长，而品类扩张不及预期将影响公司销售增长。

市场竞争加剧风险：速食意面品类走红后，许多市场参与者纷至沓来，并在竞争中开启价格战抢夺市场，而这对空刻规模持续增长带来一定压力。

图表 12: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	404	506	625	869	营业收入	2,037	2,528	3,125	3,802
应收票据及账款	256	301	347	407	营业成本	1,333	1,650	2,022	2,441
预付账款	37	33	36	41	税金及附加	16	19	23	28
存货	220	272	330	412	销售费用	311	404	494	593
合同资产	0	0	0	0	管理费用	58	73	91	106
其他流动资产	18	20	25	30	研发费用	43	53	62	76
流动资产合计	935	1,131	1,364	1,760	财务费用	0	-5	-7	-10
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-3	-2	-3	-3
固定资产	350	431	523	565	资产减值损失	-10	-6	-7	-8
在建工程	96	126	96	76	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	76	74	74	71	投资收益	0	0	0	0
商誉	31	31	31	31	其他收益	32	55	30	30
其他非流动资产	45	46	46	47	营业利润	295	379	459	587
非流动资产合计	597	707	769	789	营业外收入	1	1	1	1
资产合计	1,531	1,838	2,133	2,548	营业外支出	0	0	0	0
短期借款	0	56	16	0	利润总额	295	380	460	588
应付票据及账款	153	193	243	300	所得税	65	84	101	129
预收款项	0	0	0	0	净利润	230	296	359	458
合同负债	26	38	47	57	少数股东损益	15	12	14	18
其他应付款	19	12	15	15	归属母公司净利润	215	284	345	440
其他流动负债	145	156	168	179	EPS (摊薄)	0.54	0.71	0.86	1.10
流动负债合计	344	454	488	551					
长期借款	1	1	1	21	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	42	42	42	42	成长能力				
非流动负债合计	43	43	43	63	营业收入增长率	29.1%	24.1%	23.6%	21.7%
负债合计	387	497	531	614	EBIT 增长率	16.9%	27.1%	20.9%	27.5%
归属母公司所有者权益	1,128	1,312	1,560	1,873	归母净利润增长率	16.2%	32.1%	21.1%	27.7%
少数股东权益	16	28	43	61	获利能力				
所有者权益合计	1,144	1,341	1,603	1,934	毛利率	34.6%	34.7%	35.3%	35.8%
负债和股东权益	1,531	1,838	2,133	2,548	净利率	11.3%	11.7%	11.5%	12.1%
					ROE	18.8%	21.2%	21.5%	22.8%
					ROIC	25.6%	26.7%	27.9%	29.5%
					偿债能力				
					资产负债率	25.3%	27.1%	24.9%	24.1%
					流动比率	2.7	2.5	2.8	3.2
					速动比率	2.1	1.9	2.1	2.4
					营运能力				
					总资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.5
					应收账款周转天数	41	39	37	36
					存货周转天数	55	54	54	55
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.54	0.71	0.86	1.10
					每股经营现金流	0.63	0.75	0.92	1.11
					每股净资产	2.82	3.28	3.90	4.68
					估值比率				
					P/E	37	28	23	18
					P/B	7	6	5	4
					EV/EBITDA	83	66	55	43

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	252	298	369	442
现金收益	272	339	408	515
存货影响	-36	-52	-58	-82
经营性应收影响	-44	-34	-43	-57
经营性应付影响	40	32	53	58
其他影响	21	13	9	8
投资活动现金流	-71	-157	-119	-86
资本支出	-53	-156	-118	-85
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-18	-1	0	0
融资活动现金流	123	-39	-131	-113
借款增加	-107	56	-40	4
股利及利息支付	-4	-102	-133	-163
股东融资	362	0	0	0
其他影响	-128	7	43	45

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn