

B 端业务实现高增，经销体系逐步搭建 ——2023 年半年报点评

宝立食品(603170)

谨慎推荐 (维持)

核心观点:

- **事件:** 8月30日,公司发布2023年半年度报告,23H1实现收入11.3亿元(同比+23.9%,下同),归母净利润1.7亿元(同比+78.8%),扣非归母净利润1.1亿元(37.0%);23Q2实现收入5.9亿元(20.9%),归母净利0.9亿元(76%),扣非归母净利润0.6亿元(33.2%)。
- **需求修复叠加品类扩张推动 B 端收入高增,空刻电商红利退潮但线下渠道体系正在快速搭建。**总体看,B端恢复态势良好,剔除空刻子公司后23H1收入6.9亿元(34.2%),主要得益于餐饮需求修复叠加低基数效应,同时公司推出烘焙产品切入会员制卖场对收入亦有贡献;C端整体增速逐渐放缓,空刻子公司23H1收入4.4亿元(10.7%),但线下渠道布局效果逐渐显现,23H1收入同比+60%,团队规模及KA门店覆盖率均实现超100%增长。**分产品**,23Q2复调收入2.7亿元(51.3%),轻烹解决方案收入2.6亿元(-6.2%),饮品甜点配料收入0.4亿元(43.7%),其中轻烹解决方案下滑主要系电商流量红利流失致空刻动销阶段性承压。**分区域**,23Q2华东地区收入4.4亿元(6.7%),国内非华东地区收入1.3亿元(78.3%),境外收入483万元(316.4%)。**分渠道**,23Q2直销收入4.7亿元(17.0%),非直销收入1.0亿元(22.6%);23Q2末经销商319家,环比+13.9%,预计增量主要来源于C端与小B端业务经销商。
- **原料多元化导致成本压力相对可控,产品结构变化助力 23Q2 扣非净利率同比小幅提升。**毛利率:23Q2为34.5%,同比-0.5pcts,主要系毛利率更低的B端产品占比提升所致,实际上猪肉、油脂与包材等原料价格同比下跌,成本压力整体可控。**销售费用率**:23Q2为14.8%,同比-1.9pcts,主要归因于销售费用率更高的空刻收入占比下降,目前公司加大C端线下渠道开拓力度,前期需要一定费用支持,反映为职工薪酬、办公费明显增加。**管理费用率**:23Q2为3.9%,同比+1.3pcts,其中职工薪酬增加幅度较大。**归母净利率**:23Q2为15.2%,同比+4.8pcts,剔除自有房屋征迁补偿款等因素后,扣非净利率约9.3%,同比+0.9pcts。
- **23H2 关注 B 端需求修复与品类扩张,长期三大成长曲线有望共振。****短期看**:1)消费场景修复推动B端需求在23H2持续复苏;2)3月推出烘焙等产品拓展新客户持续贡献收入;3)线下C端与小B端渠道持续扩张。**长期看**:1)渠道扩张,大B客户持续渗透,小B渠道体系搭建完后将快速扩张;2)品类扩张,瞄准意面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:**小幅调整盈利预测,预计2023~2025年归母净利润为3.2/3.9/4.8亿元,同比+47.8%/22.9%/22.1%,EPS为0.80/0.98/1.2元,对应PE为24/20/16X;剔除房屋征迁引起的资产处置收益及其他收益后,23年归母净利润为2.6亿元,对应PE为29X。长期看好B+C端共振驱动业绩持续增长,但短期考虑到C端线上需求存在不确定性,维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:**终端动销不及预期,费用投放力度超预期,食品安全问题等。

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

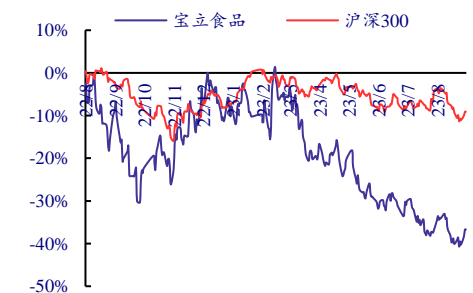
分析师登记编号: S0130522070002

市场数据

2023-08-30

| | |
|-----------------|-------------|
| A股收盘价(元) | 19.23 |
| 股票代码 | 603170 |
| A股一年内最高价/最低价(元) | 32.22/17.95 |
| 上证指数 | 3137.14 |
| 总股本/实际流通A股(亿股) | 4.00/1.59 |
| 流通A股市值(亿元) | 31 |

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2023年半年度业绩预告点评: B端恢复良好,业绩同比改善

主要财务指标

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2036.78 | 2507.28 | 3033.81 | 3625.40 |
| 增长率 | 29.10% | 23.10% | 21.00% | 19.50% |
| 归母净利润(百万元) | 215.36 | 318.31 | 391.19 | 478.07 |
| 增长率 | 16.15% | 47.80% | 22.89% | 22.21% |
| 摊薄 EPS(元) | 0.54 | 0.80 | 0.98 | 1.20 |
| PE | 52.62 | 24.17 | 19.66 | 16.09 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

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 | 2507.28 | 3033.81 | 3625.40 | 流动资产 | 934.76 | 1232.46 | 1621.11 | 2097.61 |
| 营业成本 | 1332.69 | 1642.27 | 1987.15 | 2363.76 | 现金 | 403.94 | 579.16 | 834.61 | 1162.67 |
| 营业税金及附加 | 15.95 | 19.64 | 23.76 | 28.40 | 应收账款 | 254.55 | 313.36 | 379.16 | 453.10 |
| 营业费用 | 310.51 | 391.14 | 439.90 | 525.68 | 其它应收款 | 4.59 | 5.65 | 6.84 | 8.18 |
| 管理费用 | 58.44 | 77.73 | 91.01 | 108.76 | 预付账款 | 36.59 | 45.09 | 54.56 | 64.91 |
| 财务费用 | -0.12 | -14.95 | -20.94 | -29.12 | 存货 | 219.96 | 271.06 | 327.98 | 390.14 |
| 资产减值损失 | -10.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 15.11 | 18.13 | 17.96 | 18.62 |
| 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 | 3.57 | 3.47 | 3.10 | 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 294.54 | 415.25 | 510.32 | 623.66 | 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 | 415.25 | 510.32 | 623.66 | 资产总计 | 1531.49 | 1926.61 | 2404.12 | 2977.96 |
| 所得税 | 64.78 | 91.11 | 111.96 | 136.83 | 流动负债 | 344.06 | 415.04 | 494.19 | 581.20 |
| 净利润 | 230.50 | 324.15 | 398.36 | 486.83 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 少数股东损益 | 15.13 | 5.83 | 7.17 | 8.76 | 应付账款 | 153.26 | 188.86 | 228.52 | 271.83 |
| 归母净利润 | 215.36 | 318.31 | 391.19 | 478.07 | 其他 | 190.81 | 226.18 | 265.68 | 309.37 |
| EBITDA | 321.91 | 345.78 | 457.21 | 550.88 | 非流动负债 | 42.95 | 42.95 | 42.95 | 42.95 |
| EPS (元) | 0.54 | 0.80 | 0.98 | 1.20 | 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 | 457.99 | 537.14 | 624.14 |
| | | | | | 少数股东权益 | 16.49 | 22.33 | 29.50 | 38.26 |
| 现金流量表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 归母股东权益 | 1127.98 | 1446.29 | 1837.48 | 2315.55 |
| 经营活动现金流 | 252.28 | 243.40 | 351.61 | 428.81 | 负债和权益 | 1531.49 | 1926.61 | 2404.12 | 2977.96 |
| 净利润 | 230.50 | 324.15 | 398.36 | 486.83 | | | | | |
| 折旧摊销 | 46.04 | 24.43 | 25.91 | 24.59 | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 财务费用 | 3.58 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 营业收入 | 29.10% | 23.10% | 21.00% | 19.50% |
| 投资损失 | 0.00 | -3.57 | -3.47 | -3.10 | 营业利润 | 17.04% | 40.98% | 22.89% | 22.21% |
| 营运资金变动 | -39.76 | -51.50 | -54.06 | -61.43 | 归母净利润 | 16.15% | 47.80% | 22.89% | 22.21% |
| 其它 | 11.94 | -50.15 | -15.17 | -18.13 | 毛利率 | 34.57% | 34.50% | 34.50% | 34.80% |
| 投资活动现金流 | -71.06 | -68.14 | -96.12 | -100.71 | 净利率 | 10.57% | 12.70% | 12.89% | 13.19% |
| 资本支出 | -70.26 | -71.71 | -99.59 | -103.81 | ROE | 19.09% | 22.01% | 21.29% | 20.65% |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROIC | 18.07% | 16.55% | 17.59% | 17.11% |
| 其他 | -0.80 | 3.57 | 3.47 | 3.10 | 资产负债率 | 25.27% | 23.77% | 22.34% | 20.96% |
| 筹资活动现金流 | 122.67 | -0.04 | -0.04 | -0.04 | 每股收益 | 0.54 | 0.80 | 0.98 | 1.20 |
| 短期借款 | -87.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股经营现金 | 0.63 | 0.61 | 0.88 | 1.07 |
| 长期借款 | -52.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股净资产 | 2.82 | 3.62 | 4.59 | 5.79 |
| 其他 | 261.88 | -0.04 | -0.04 | -0.04 | P/E | 52.62 | 24.17 | 19.66 | 16.09 |
| 现金净增加额 | 303.90 | 175.22 | 255.45 | 328.06 | P/B | 10.05 | 5.32 | 4.19 | 3.32 |
| | | | | | EV/EBITDA | 34.10 | 20.71 | 15.10 | 11.94 |
| | | | | | PS | 3.78 | 3.07 | 2.54 | 2.12 |

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，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品等），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，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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，并不构成对客户的具体投资建议，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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn