

## 宝立食品

603170

审慎增持 (首次)

## 津津味出“宝立”手，陈陈香腾千万家

2022年7月16日

## 市场数据

市场数据日期 2022-7-15

收盘价(元)	14.47
总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	40.01
总市值(百万元)	5788.14
流通市值(百万元)	578.94
净资产(百万元)	694.32
总资产(百万元)	1096.67
每股净资产(元)	1.93

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

苏轶

sucheng21@xyzq.com.cn

S0190521120003

研究助理:

林佳雯

linjiawen95@xyzq.com.cn

## 投资要点

复合调味品具有强成长属性，新式茶饮带来新需求。1) 复合调味品: 2014-2019年CAGR为13.8%，2019年收入规模达1249亿元，2018年CR3为10.4%，为调味品的细分高增领域，集中度待提升。其中西式复调CAGR为14.12%，仍有可作为。2) 新式茶饮: 2019年我国现制茶饮规模为1405亿元，3年CAGR为38.04%，现阶段一二线城市消费占75.8%，且74%的消费者添加小料价格占总价10%以上，随着茶饮连锁的下沉及消费场景的拓宽，配料需求预计持续提升。

宝立是持续创新的定制复合调味品领跑者。公司成立于2001年，深耕复合调味料(2021年收入占比50%+)的同时，拓展轻烹食品与饮品甜点配料。

- ✓ **收入端: 华东为主销区, 收入有明显季节性。**不考虑并表, 2018-2021年公司收入CAGR为22.62%，净利CAGR为22.74%。受大客户总部结算的影响, 2021年华东地区销售占比为82.4%。此外公司收入具备明显季节性, Q3、Q4营收占比高于Q1、Q2, 主要系春节、国庆节等节假日下游餐饮市场较为火爆, 客户会提前1-1.5个月开始备货所致。
- ✓ **厨房阿芬: 抓住空刻爆品下的零售端开拓。**2021年3月, 公司完成对厨房阿芬75%股权的收购, 2020年疫情催化下, 阿芬旗下“空刻意面”成为网红爆品, 以电商直销为主(2021年占阿芬营收比例: 80.61%), 空刻的旺销促使厨房阿芬轻烹解决方案营收增长88倍至2021年的4.98亿元。
- ✓ **模式端: 直销大客户为主, 基本盘扎实。**2021年直销占收入比重为84.95%, 前五大客户占比36.71%, 第一大客户百胜中国占比21.03%, 双方合作近20年, 提供定制化调味料、饮品小料、轻烹食品等, 2019-2021年CAGR为20.94%。非直销受厨房阿芬并表影响, 占2021年占比提升至15%, 其包括经销商、电商平台代销等, 以自有品牌“宝立客滋”和空刻意面等通用品为主。
- ✓ **利润端: 单一成本影响可控, 费用投入影响盈利。**成本来看, 公司核心原材料为果蔬、粉类、调香调味、生鲜肉, 采购占比均为11%-12%, 单一原料占比不高, 价格波动影响可控, 公司毛利率基本稳定在30%+(还原运输费后)。费用来看, 公司存在一次性费用计提, 如2019年管理费率受股权支付费用影响同增2.9pct, 对净利率影响较大。公司净利率在11-15%波动, ROE则高于30%。
- ✓ **研发优势: 投入持续夯实硬实力。**2018-2021年公司研发费用CAGR为17%, 每年产品推新数量均在20个以上, 此外研发团队人数由80人增至103人, 并建立《研发人员绩效考核制度》给予充分激励。宝立的研发团队实力受到业内的广泛认可及好评。

**募投项目: 产能建设提量, 信息化建设提效。**公司IPO募集资金主要用于嘉兴生产基地(二期)建设项目、信息化中心建设项目以及补充流动资金。嘉兴(二期)项目建成投产后可新增年产能4.35万吨, 缓解部分品类的产能不足; 信息化中心建设有利于整合企业内部资源, 提高公司管理和产品研发的效率, 降低企业经营成本。

**经营层专业稳定, 员工持股平台已经搭建完备。**公司实控人为马驹、胡珊、周琦、沈淋涛, 合计持股67%, 核心管理层从业多年, 行业经验丰富。同时公司成立宝钰投资员工持股平台(2021年持股: 10%)绑定核心人员利益。

**盈利预测与投资建议:** 公司深耕复合调味品二十年, 产品覆盖复合调味料、轻烹料理包和饮品甜点小料等品类, 存量餐饮连锁及食品加工客户稳健提升, 同时拓展新的经销客户, 随着募投项目的完成投产, 我们预计其销售规模将进一步提升。预计2022-2024年公司收入为20.57/26.40/33.13亿元, 同比增长30.4%/28.3%/25.5%, 归母净利率为1.95/2.92/3.87亿元, 同比增长5.2%/49.5%/32.7%, EPS为0.49/0.73/0.97元。本次发行价格为10.05元/股, 首次覆盖, 予以“审慎增持”评级。

**风险提示: 收购厨房阿芬后整合不及预期, 原材料价格上涨, 茶饮连锁受疫情影响经营不及预期。**

## 目 录

1、公司概况：持续创新的定制复合调味品领跑者.....	5
1.1、深耕复合调味品，产品品类不断扩充.....	5
1.2、管理层经验丰富，员工持股绑定双方利益.....	6
2、行业空间：西式快餐下沉，新消费扩容.....	9
2.1、复合调味品：成长期赛道，细分领域仍可作为.....	9
2.2、行业动因：餐饮为核心需求驱动，西式连锁下沉带来增量.....	12
2.3、新式茶饮：新消费下催生的配料新需求.....	17
3、公司：百胜供应链又一股，研发优势突出.....	18
3.1、收入端：复合调味料为主，抓住消费趋势拓展轻烹.....	18
3.2、模式端：大客户直销合作，满足定制化需求.....	22
3.3、厨房阿芬：抓住空刻爆品下的零售端开拓.....	27
3.4、利润端：成本波动可控，盈利受费用影响有波动.....	30
3.5、定制端美誉口碑相传，研发持续投入夯实硬实力.....	37
4、募投项目：产能扩张保持领先地位，信息化建设提高效率.....	40
5、盈利预测与投资建议.....	41
6、风险提示.....	41

## 图目录

图 1、宝立食品发展历程.....	5
图 2、截止 2022 年 7 月 5 日，公司股权结构图.....	7
图 3、宝钰投资股权结构图.....	9
图 4、2012-2021 年我国调味品市场规模.....	10
图 5、餐饮渠道为调味品销售主要渠道.....	10
图 6、2019 年中、日、美调味品行业 CR5/CR10 对比.....	10
图 7、复合调味品市场规模持续增长.....	11
图 8、复合调味品属于体量大、增速快的细分调味品领域.....	11
图 9、复合调味品分品类市场规模（亿元）.....	11
图 10、复合调味料各细分品类近年均保持双位数增速.....	11
图 11、对比美国、日本，我国复合调味品渗透比例仍有提高空间.....	12
图 12、2018 年调味品细分行业 CR3 情况.....	12
图 13、对比日本，国内复合调味品行业集中度仍有较大提升空间.....	12
图 14、我国连锁类餐饮市场规模及增速.....	13
图 15、复合调味品行业为需求驱动，需求主要源于餐饮的发展.....	13
图 16、我国餐饮行业过去 3 年 CAGR 为 9.28%.....	13
图 17、我国连锁餐饮过去 3 年 CAGR 为 11.13%.....	13
图 18、对比美国，餐饮连锁化率提升空间大.....	14
图 19、餐饮连锁化、去厨师化两大特征催生复合调味品需求.....	14
图 20、2018 年不同线级城市家庭数量.....	14
图 21、对比 2016 年，2018 年家庭调味品开销、消费频次均呈现提升趋势.....	14
图 22、2010-2020 年复合调味料人均开支（元）.....	15
图 23、2016 年中美日复合调味料人均开支对比.....	15
图 24、西式餐饮收入规模及其增速.....	15
图 25、2019 年西式复合调味料占比 19.1%.....	15
图 26、西式快餐市场规模持续扩大.....	16
图 27、肯德基门店不断增加.....	16
图 28、现制茶饮市场规模不断增长.....	17
图 29、2020 年新式茶饮 CR5 为 44.35%.....	17

图 30、中国消费者购买新式茶饮添加小料原因调查.....	- 18 -
图 31、74%新式茶饮消费者添加小料价格占总价的 10%以上.....	- 18 -
图 32、2019-2021 年收入 CAGR 为 30.41%，不考虑阿芬为 22.62%.....	- 19 -
图 33、2019-2021 年归母净利 CAGR 为 26.13%，略低于收入.....	- 19 -
图 34、复合调味料为核心产品，轻烹解决方案占比提升.....	- 19 -
图 35、2019-2021 年各品类收入同比增速情况.....	- 19 -
图 36、2018-2021 年分品类销量变化.....	- 20 -
图 37、分品类销量同比增速.....	- 20 -
图 38、2018-2021 年各品类销售单价变化.....	- 21 -
图 39、分品类销售单价同比变化情况.....	- 21 -
图 40、2021 年华东地区收入占比达 82.38%.....	- 21 -
图 41、2018-2021 年各区域收入 CAGR.....	- 21 -
图 42、主营业务收入 Q3、Q4 占比高于 Q1、Q2.....	- 22 -
图 43、直销收入三四季度占比高于一二季度.....	- 22 -
图 44、非直销收入三四季度占比高于一二季度.....	- 22 -
图 45、公司以直销为主，经销为辅.....	- 23 -
图 46、公司以定制品为主，通用品占比提升.....	- 23 -
图 47、宝立客滋与定制产品展示.....	- 23 -
图 48、宝立食品（不合并厨房阿芬）以直销为主.....	- 24 -
图 49、宝立食品（不合并厨房阿芬）不同销售模式下销量持续增长.....	- 24 -
图 50、宝立食品（不合并厨房阿芬）不同销售模式下销售单价变化情况.....	- 24 -
图 51、公司与众多连锁餐饮企业和食品加工企业建立了稳定的合作关系.....	- 25 -
图 52、前五大客户收入稳增，占比略有下降.....	- 25 -
图 53、复合调味料前五大客户收入规模不断增长，占比略有下降.....	- 26 -
图 54、2021 年并表后，轻烹解决方案前五大客户占比为 31.61%.....	- 26 -
图 55、饮品甜点配料前五大客户贡献收入基本超过 80%.....	- 26 -
图 56、客户体量分布情况（个）.....	- 27 -
图 57、各类体量客户销售额占比.....	- 27 -
图 58、不同体量客户数量同比变化情况（单位：个）.....	- 27 -
图 59、厨房阿芬股权结构.....	- 28 -
图 60、厨房阿芬产品矩阵.....	- 28 -
图 61、厨房阿芬营收快速增长.....	- 28 -
图 62、轻烹解决方案销售数量和单价变化情况.....	- 28 -
图 63、厨房阿芬以直销为主.....	- 29 -
图 64、厨房阿芬毛利率不断提升.....	- 29 -
图 65、厨房阿芬各渠道销量快速增长.....	- 30 -
图 66、厨房阿芬不同销售模式下销售单价变化情况.....	- 30 -
图 67、直接材料占成本比重在 80%左右.....	- 30 -
图 68、果蔬、调香调味料、粉类、生鲜肉为核心原材料.....	- 30 -
图 69、各品类单位成本变动幅度.....	- 31 -
图 70、主要原材料耗用成本单价变动幅度.....	- 31 -
图 71、产品销售单价和直接材料价格变动对毛利率的敏感性分析.....	- 31 -
图 72、2021 年公司产能利用率达 91.68%.....	- 32 -
图 73、嘉兴二期建成达产后新增年产能 4.35 万吨.....	- 32 -
图 74、2018 年起公司毛利率基本保持在 30%+.....	- 33 -
图 75、2021 年公司毛利率水平处于行业均值.....	- 33 -
图 76、不考虑营业成本中的运输费，毛利率稳中有升.....	- 33 -
图 77、各品类毛利率同比变动幅度.....	- 33 -
图 78、不同渠道毛利率变化情况.....	- 34 -
图 79、对比同业，销售费用率水平较低.....	- 34 -

图 80、公司销售费用构成 .....	- 34 -
图 81、还原运费后，公司运输仓储费率逐年下降，2021 年由于收购有所提升 .....	- 35 -
图 82、剔除股份支付费用的影响，公司管理费用率整体较为平稳 .....	- 35 -
图 83、公司总费率呈现提升趋势 .....	- 36 -
图 84、公司净利率呈现波动 .....	- 36 -
图 85、公司 ROE 受净利率影响较大 .....	- 36 -
图 86、公司 ROE 高于行业平均水平 .....	- 36 -
图 87、公司总资产周转率高于行业均值 .....	- 37 -
图 88、公司应收账款周转率与日辰股份接近 .....	- 37 -
图 89、公司存货周转率逐步提高，处于行业平均水平 .....	- 37 -
图 90、公司固定资产周转率不断提升，高于行业均值 .....	- 37 -
图 91、2019-2021 年公司不断推出新产品 .....	- 38 -
图 92、公司研发费用持续增长 .....	- 38 -
图 93、研发团队不断扩张，薪酬提升 .....	- 38 -
图 94、研发费用率处于行业前列 .....	- 39 -
图 95、研发费用主要由职工薪酬、直接投入费用组成 .....	- 39 -
图 96、产能建设项目进一步完善产品结构 .....	- 40 -

## 表目录

表 1、宝立食品产品矩阵 .....	- 6 -
表 2、发行前后股权结构对比 .....	- 7 -
表 3、公司核心高管人员 .....	- 8 -
表 4、宝钰投资股权结构 .....	- 9 -
表 5、复合调味品国内可比公司情况梳理 .....	- 16 -
表 6、我国新式茶饮主要企业运营模式 .....	- 17 -
表 7、2019-2021 年百胜中国、福建圣农及 PIZZAVEST 一直位列五大客户 .....	- 25 -
表 8、采购主要原材料的类别及具体品种 .....	- 30 -
表 9、宝立食品产能情况梳理 .....	- 32 -
表 10、公司粉类和酱类产品产能及产量情况 .....	- 32 -
表 11、2018-2021 年公司所获荣誉 .....	- 39 -
表 12、公司募投项目情况 .....	- 40 -
表 13、收入预测拆分 .....	- 41 -

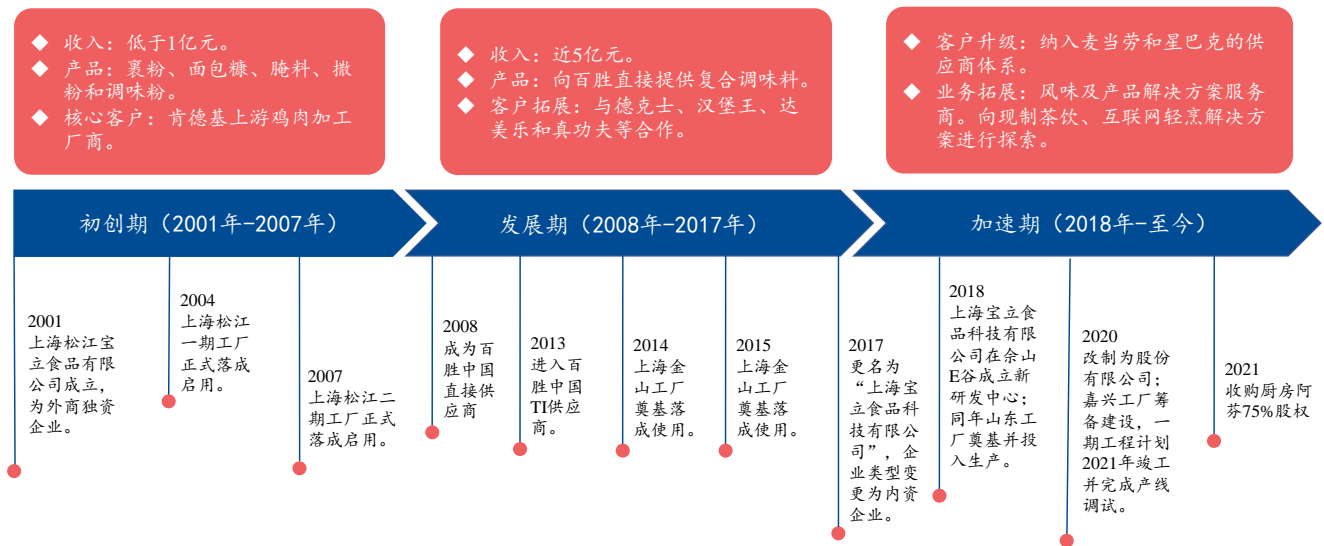
报告正文

## 1、公司概况：持续创新的定制复合调味品领跑者

### 1.1、深耕复合调味品，产品品类不断扩充

肯德基供应链起家，聚焦复合调味料领域。公司于2001年在上海成立，2020年改制为股份有限公司，始终专注于复合调味料领域，经过二十年创新发展，目前主要从事复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料等品类的研发、生产和技术服务。公司主要面向国内外知名餐饮连锁和大型食品工业企业，与肯德基、必胜客、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、圣农食品、泰森中国、嘉吉、正大食品、喜茶、大希地等连锁餐饮企业均建立了长期稳定的合作关系，在业内获得了广泛认可和好评。

图 1、宝立食品发展历程










资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司早期客户为百胜供应商，如泰森，正大食品等肯德基上游鸡肉加工厂商均为客户，以黄金鸡块裹粉发展至今。公司产品主要分为三大类，且不断开拓创新，每年向客户提供千余种单品。

- ✓ **复合调味料：粉类、酱汁类。**主要涵盖裹粉、腌料和撒粉等粉体类调味料，以及调味酱、沙拉酱等酱汁类复调；
- ✓ **轻烹解决方案：料理酱/汤包。**主要包括意面、捞饭等系列料理酱包以及各口味料理汤包；
- ✓ **饮品甜点配料：茶饮小料、果酱产品。**主要有爆珠、晶球、粉圆、布丁等茶饮小料以及蓝莓、西柚、芒果、百香果等果酱产品。

**表 1、宝立食品产品矩阵**

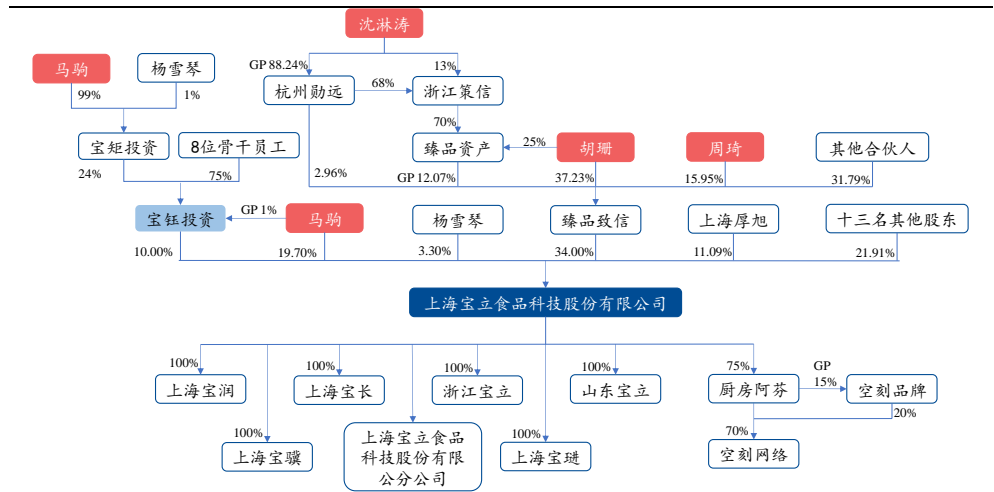
品类	产品类型	代表产品	产品图片
粉体复合调味料	裹粉	脆皮浆粉、脆鳞裹粉、鸡排裹粉等	
	腌料	新奥尔良腌料、藤椒风味腌料、果木熏风味腌料、西域辣孜然腌料、香辣腌料、原味腌料等	
	撒粉	甘梅撒粉、椒盐撒粉、麻辣撒粉、孜然撒粉等	
酱汁类复合调味料	调味酱	黑椒酱、雪菜笋丁鸡肉酱、番茄红烩酱、日式照烧酱、泰式甜辣酱等	
	沙拉酱	蜂蜜芥末酱、香甜沙拉酱、千岛酱、焙煎芝麻沙拉酱等	
轻烹解决方案	料理包	经典意大利风味番茄肉酱等口味意面系列、花椒花胶鸡捞饭系列轻烹料理酱包；奶油蘑菇等口味轻烹料理汤包等	
甜点饮品配料	小料	不同风味爆珠、晶球、粉圆和布丁等创意小料产品	
	果酱	蓝莓、西柚、芒果百香果等果酱产品	

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.2、管理层经验丰富，员工持股绑定双方利益

共同控制人保持一致行动关系。发行前，沈淋涛、周琦、胡珊通过臻品致信间接持有公司 34%股权；马驹直接持有 19.7%股权，同时通过宝钰投资间接持有 10%的股权，其配偶杨雪琴直接持有 3.3%股权。马驹、胡珊、周琦、沈淋涛为公司共同实际控制人，合计控制 67%股权。马驹、胡珊、周琦、沈淋涛、臻品致信和宝钰投资 2020 年 7 月及 2021 年 8 月共同签署《一致行动协议》及《补充协议》，持续采取一致行动，有效期 5 年，自 2020 年 7 月起计算。此外，公司核心管理人员拥有多年食品行业从业经历，经验丰富、对行业有着深刻理解。

图 2、截止 2022 年 7 月 5 日，公司股权结构图



注：宝钰投资为员工持股平台；标红为实控人、一致行动人

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、发行前后股权结构对比

序号	股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
		持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
1	臻品致信	12,240.00	34.00%	12,240.00	30.60%
2	马驹	7,092.00	19.70%	7,092.00	17.73%
3	上海厚旭	3,993.73	11.09%	3,993.73	9.98%
4	宝钰投资	3,600.00	10.00%	3,600.00	9.00%
5	刘建荣	1,291.50	3.59%	1,291.50	3.23%
6	杨雪琴	1,188.00	3.30%	1,188.00	2.97%
7	彭熹	1,061.50	2.95%	1,061.50	2.65%
8	何伟国	938.99	2.61%	938.99	2.35%
9	花佳音	931.1	2.59%	931.1	2.33%
10	秦华	900	2.50%	900	2.25%
11	胜辉永晨	719.32	2.00%	719.32	1.80%
12	徐海帆	575.42	1.60%	575.42	1.44%
13	邵祁	417.6	1.16%	417.6	1.04%
14	王娟	360	1.00%	360	0.90%
15	陈秋芸	316.51	0.88%	316.51	0.79%
16	许晓天	180	0.50%	180	0.45%
17	孙峰	108	0.30%	108	0.27%
18	钱晟磊	86.33	0.24%	86.33	0.22%
	公开发行股份	-	-	4,001.00	10.00%
	合计	36,000.00	100.00%	40,001.00	100.00%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、公司核心高管人员

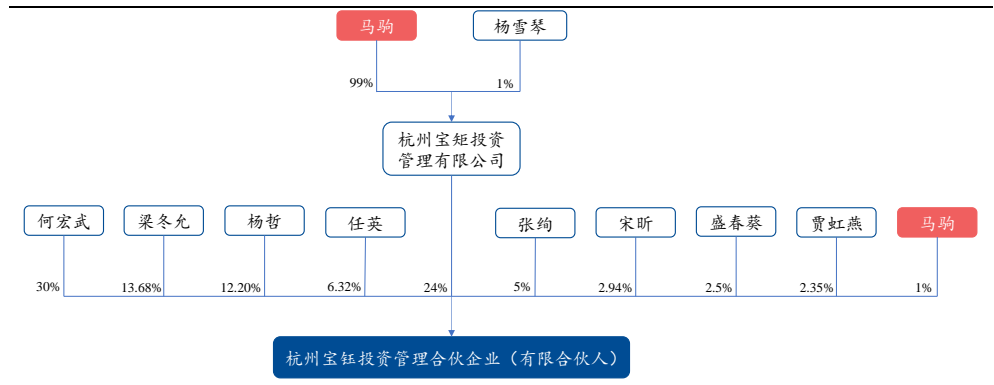
姓名	职位	职业履历
马驹	董事长	硕士学历。1985 年 7 月至 1995 年 7 月，担任安庆市燎原化工厂业务员；1995 年 8 月至 1997 年 6 月，担任上海基快富贸易有限公司经理；1997 年 7 月至 2001 年 12 月，担任上海保立食品有限公司总经理；2002 年 1 月至 2020 年 9 月，担任发行人总经理、董事；2020 年 9 月至今，担任发行人董事长。
何宏武	董事、总经理	本科学历。1992-1995 年，担任农业部安徽泾县示范场技术员；1995-1996 年，担任铭基食品有限公司主管；1996-2006 年，担任百胜（中国）投资有限公司研发部副总监；2006-2011 年，担任福建圣农发展股份有限公司副总裁；2012-2014 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。
任铭	董事、董事会秘书、财务总监	本科学历。2003 年 11 月-2015 年 6 月，担任浙江中瑞江南会计师事务所有限公司审计员、部门经理；2015 年 7 月-2018 年 2 月，担任浙江策信投资管理有限公司投资经理；2018 年 7 月-2020 年 9 月，担任公司董事；2020 年 9 月至今，担任公司董事、财务总监、董事会秘书。
杨哲	副总经理	硕士学历。2000 年 8 月-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-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-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	副总经理	硕士学历。1995 年 7 月-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-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-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：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**收购厨房阿芬，手握“空刻”品牌拓 C 端。**厨房阿芬主要从事销售轻烹解决方案类产品，主要产品包括网红品牌空刻意面、阿芬捞饭、捞面等。2021 年 3 月，宝立食品与沈淋涛签订了股权转让协议，宝立食品收购沈淋涛持有的厨房阿芬 75% 的股权，2021 年 4 月起进行并表。

**员工持股平台深度绑定核心员工利益。**宝钰投资为员工持股平台，于 2017 年设立，直接持有公司 10% 的股权。其中，马驹直接持有宝钰 1% 股权，同时和其配偶杨雪琴通过宝钰投资间接持有宝钰 24% 股权，系对马驹作为核心管理人员的激励。何宏武、梁冬允、杨哲、任英等 8 位核心管理层及骨干共持有宝钰投资 75% 的股权。员工持股平台将公司利益和核心员工利益深度绑定，有利于充分调动公司核心管理人员和骨干员工的积极性。

图 3、宝钰投资股权结构图



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、宝钰投资股权结构

序号	合伙人名称	任职情况	出资额（万元）	持股比例	合伙人类型
1	马驹	董事长	7.00	1.00%	普通合伙人
2	何宏武	总经理	210.00	30.00%	有限合伙人
3	杭州宝钰投资管理有限公司	-	168.00	24.00%	有限合伙人
4	梁冬允	副总经理	95.74	13.68%	有限合伙人
5	杨哲	副总经理	85.44	12.21%	有限合伙人
6	任英	生产部总监	44.26	6.32%	有限合伙人
7	张绚	财务经理	35.00	5.00%	有限合伙人
8	宋昕	采购部总监	20.59	2.94%	有限合伙人
9	盛春葵	品控部总监	17.50	2.50%	有限合伙人
10	贾虹燕	研发经理	16.47	2.35%	有限合伙人
合计	-	-	700.00	100.00%	-

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、行业空间：西式快餐下沉，新消费扩容

### 2.1、复合调味品：成长期赛道，细分领域仍可作为

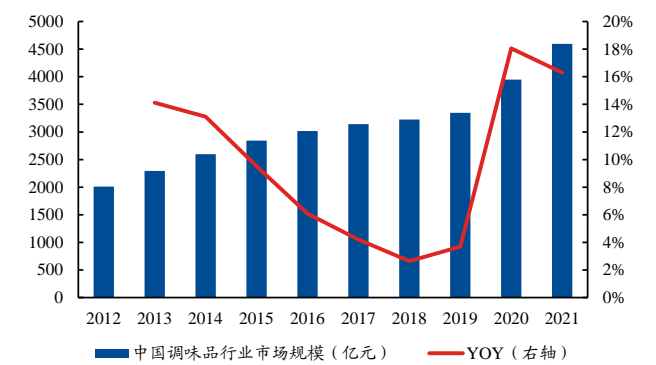
**调味品长坡厚雪，细分赛道仍可作为。**截至 2021 年，我国调味品市场规模为 4594 亿元，同比增长 16.3%，过去 5 年 CAGR 为 8.77%；艾媒咨询数据显示，预计 2026 年市场规模有望达 8921 亿元，5 年 CAGR 为 14.19%。

- ✓ **从分类来看**，调味品按成分可分为一种主要原材料支撑的单味调味品（酱油、醋、味精等）和由两种及以上调味品配比制成的复合调味品。
- ✓ **从消费渠道来看**，调味品消费主要在餐饮、家庭和工业，其中餐饮为最主要的销售渠道，2019 年餐饮渠道占比 41.5%。疫情防控常态化背景下，预计家庭消费也会有一定增长。
- ✓ **从行业集中度来看**，欧睿数据显示，2019 年中国调味品市场 CR5/CR10 为

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

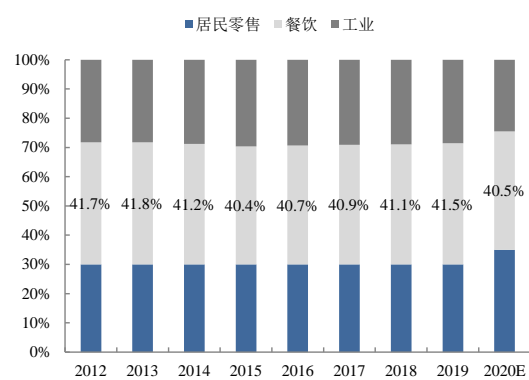
20.4%/27.1%，对比同期日本的 26.1%/36.5%和美国的 46.4%/61.6%，我国调味品竞争格局较为分散，仍有较大的提升空间。

图 4、2012-2021 年我国调味品市场规模



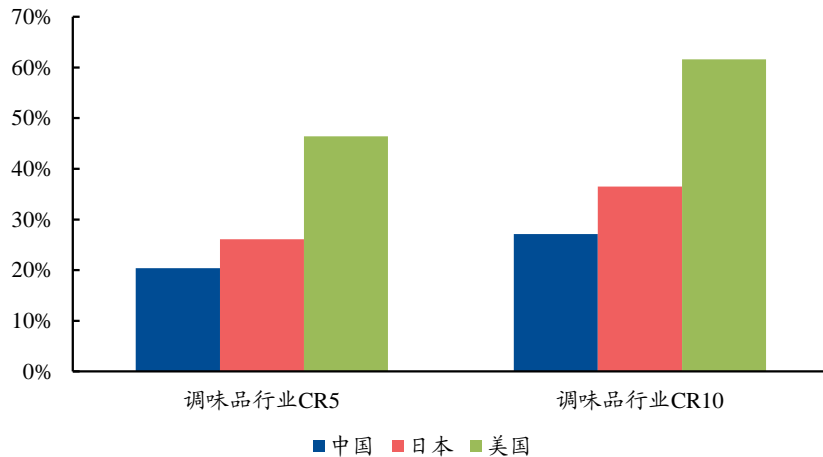
资料来源：中国产业信息网，艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、餐饮渠道为调味品销售主要渠道



资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2019 年中、日、美调味品行业 CR5/CR10 对比

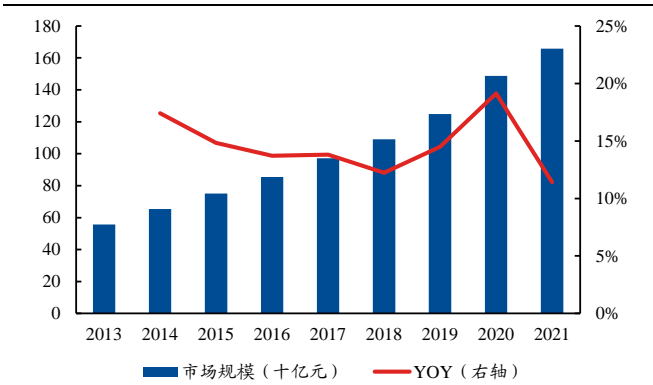


资料来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

**复合调味品增速快、规模大，部分细分领域仍处成长期。**

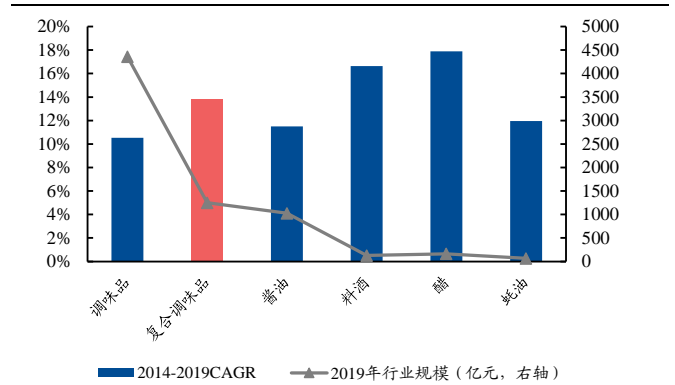
- ✓ 从增速来看，横向对比调味品各细分板块，复合调味品、料酒、醋年化增速较快，2014-2019 年的 CAGR 分别为 13.8%、16.6%、17.9%；
- ✓ 从绝对量来看，2019 年复合调味品市场规模为 1249 亿元，显著高于 791 亿元的料酒和 148 亿元的醋，体量较大。
- ✓ 拆分品类来看，主要可以分为鸡精、火锅调味料、西式复合调味料、中式复合调味料及日/韩式等其他。根据沙利文数据，2014-2019 年，各个细分复调品类均保持双位数的增速，其中，火锅调味料、西式复合调味料和中式复合调味料 2014-2019 年 CAGR 为 15.47%、14.12%和 14.76%。

图 7、复合调味品市场规模持续增长



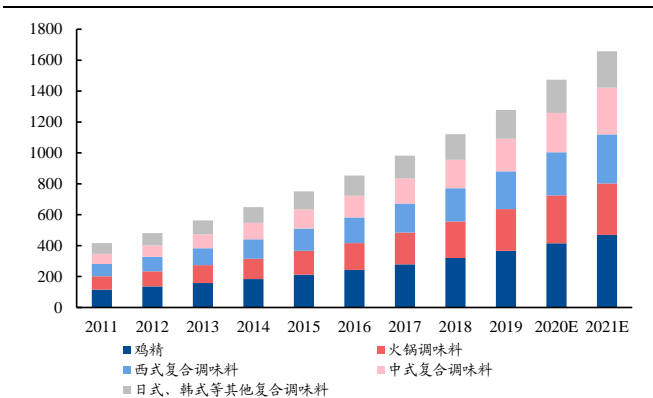
资料来源：沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、复合调味品属于体量大、增速快的细分调味品领域



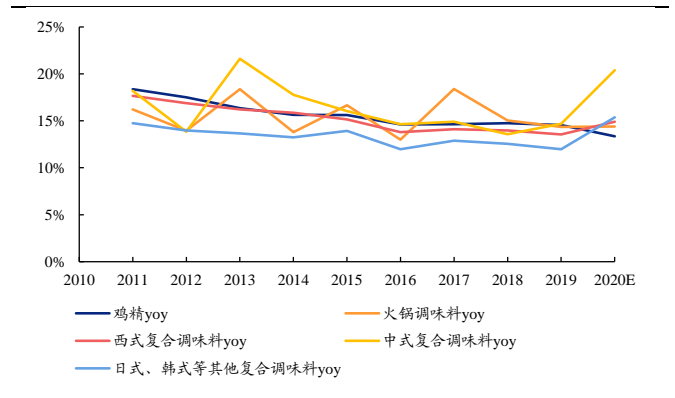
资料来源：中国产业信息网，沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、复合调味品分品类市场规模（亿元）



资料来源：沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

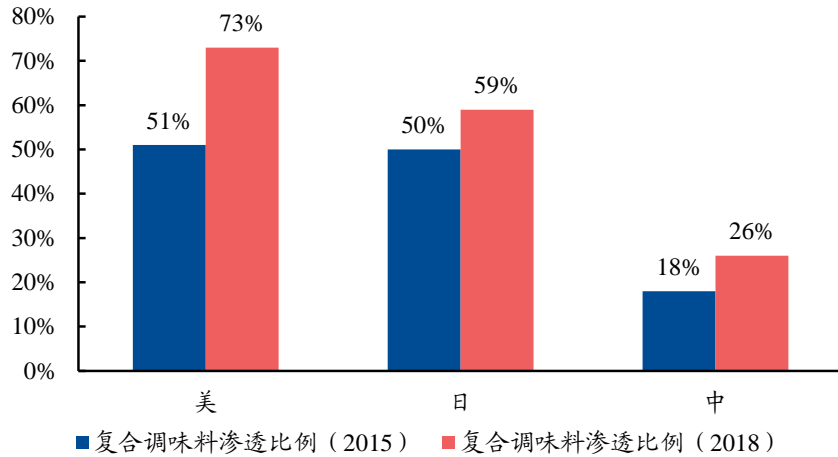
图 10、复合调味料各细分品类近年均保持双位数增速



资料来源：沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

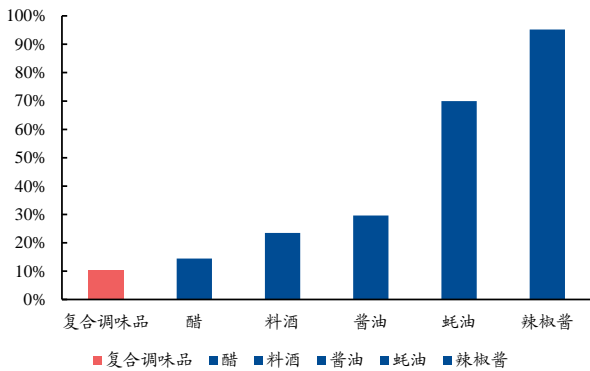
复合调味品渗透率和行业集中度均存在进一步提升的空间。从渗透率来看，2015/2018 年美国复合调味品渗透比例为 51%/73%，日本为 50%/59%，中国为 18%/26%。从集中度来看，对比调味品其他细分行业，复合调味品 CR3 仅为 10.4%，竞争格局最为分散；对比海外，2020 年日本复合调味品 CR2 为 57%，中国仅为 11.82%。

图 11、对比美国、日本，我国复合调味品渗透比例仍有提高空间



资料来源：沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

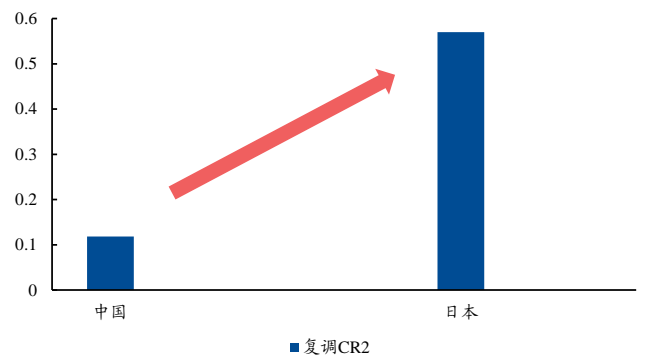
图 12、2018 年调味品细分行业 CR3 情况



资料来源：中国产业信息网，沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

注：因醋/酱油较权威数据截至 2018 年，故使用 2018 年数据

图 13、对比日本，国内复合调味品行业集中度仍有较大提升空间



资料来源：华经情报网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：图表为 2020 年数据。

## 2.2、行业动因：餐饮为核心需求驱动，西式连锁下沉带来增量

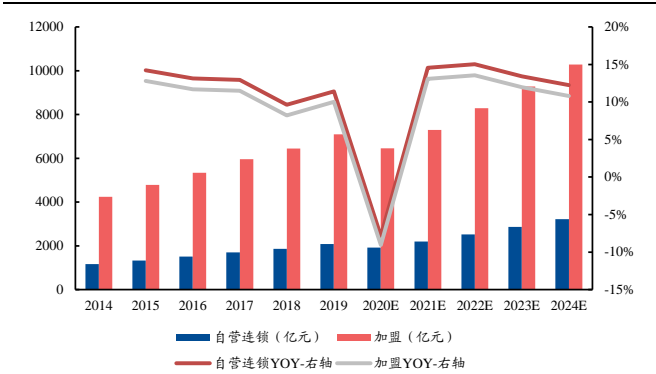
**餐饮连锁化、居民效率追求共同驱动复合调味品的需求提升。**

- ✓ **餐饮连锁化打开 B 端定制化复调需求。** Frost&Sullivan 数据显示，我国自营连锁类餐饮市场规模从 2014 年的 1166 亿元增长至 2019 年的 2079 亿元，CAGR 为 12.3%，并预计将以 9.1% 的速度持续增长；同期，我国加盟类餐饮市场规模从 4241 亿元增长至 7093 亿元，CAGR 为 10.8%，并预计将以 7.7% 的速度持续增长。连锁化趋势下，口味标准化需求提升，定制化复合调味料简化后厨工作、降低人工成本的同时，也使得连锁餐饮企业的口味标准化、特色化以及规模化扩张成为可能。
- ✓ **社会节奏加快助力 C 端复调需求增长。** 生活节奏的加快促使年轻消费者更加追求餐食的简单化和快捷化，复合调味料可以节约烹饪时间、提高烹饪效率，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

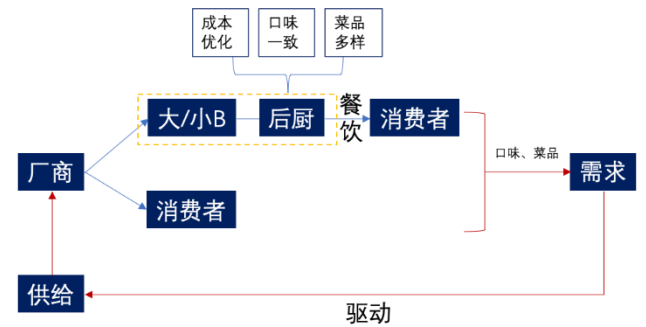
还满足了消费者对于品质化的追求。同时，人口老龄化趋势也增加了对于便捷复合调味品的潜在需求。

图 14、我国连锁类餐饮市场规模及增速



资料来源：国家统计局，沙利文，百胜中国招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、复合调味品行业为需求驱动，需求主要源于餐饮的发展

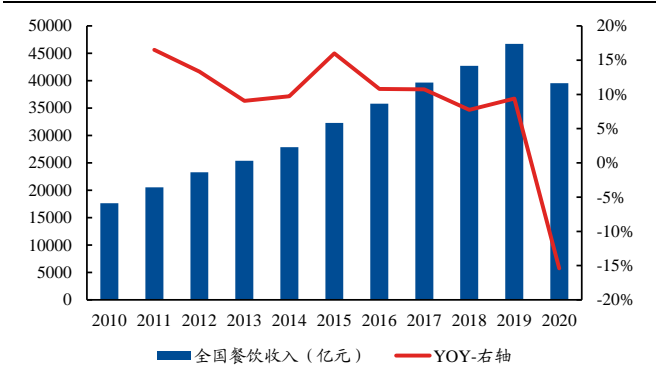


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

**量：餐饮连锁化、居民消费频次提升协同贡献量增。**

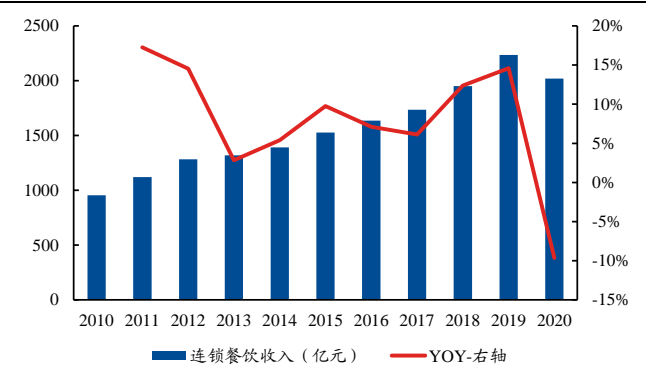
- ✓ **餐饮端**，连锁餐饮规模过去 3 年 CAGR 为 11.13%，增长显著快于餐饮行业，因此我们认为行业近年的快速扩容主要驱动力来自于连锁化率的提升。中美对比来看，2019 年美国餐饮连锁化率为 54.3%，而中国仅为 10.3%，我国餐饮连锁化率后续提升空间大，驱动的可持续性较强。
- ✓ **居民端**，沙利文数据显示，截至 2018 年，我国不同线城市家庭年均调味品消费额及频次对比 2016 年均呈现一定程度提升，我们认为除了与行业均价提升有关外，调味品行业的品类拓展是消费频次提升主因。此外尼尔森新公布的疫情后消费趋势报告显示，86% 的中国消费者希望在疫情后多居家用餐，复合调味品的便捷化正好切中当下的消费趋势。

图 16、我国餐饮行业过去 3 年 CAGR 为 9.28%



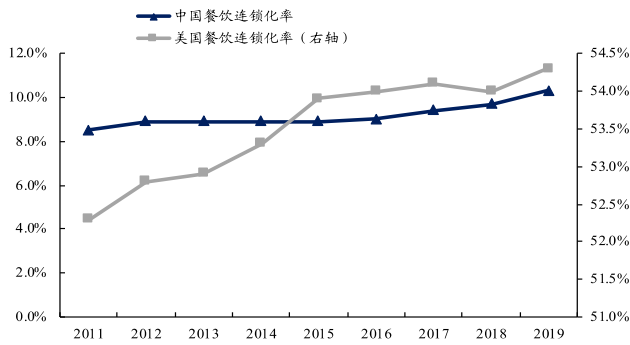
资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、我国连锁餐饮过去 3 年 CAGR 为 11.13%



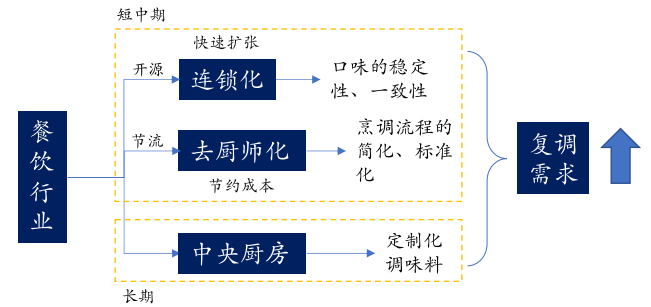
资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、对比美国，餐饮连锁化率提升空间大



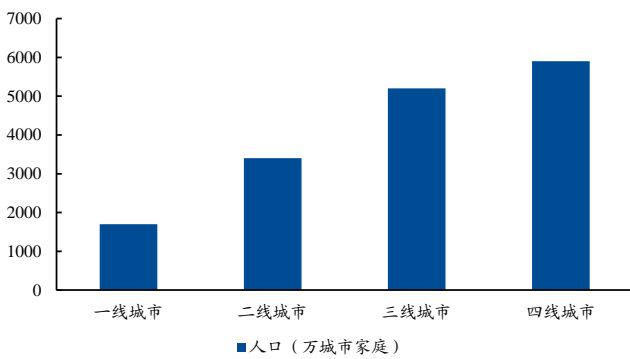
资料来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、餐饮连锁化、去厨师化两大特征催生复合调味品需求



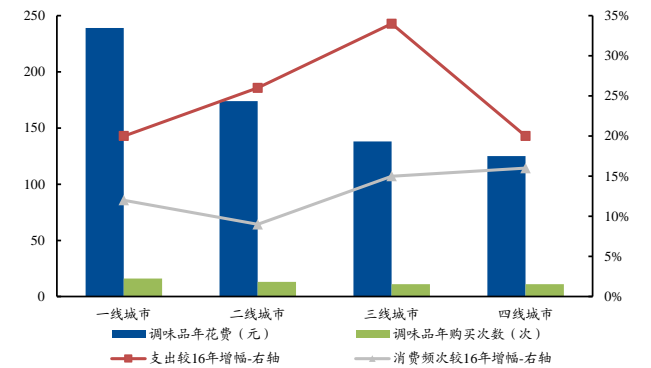
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2018 年不同线级城市家庭数量



资料来源：沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

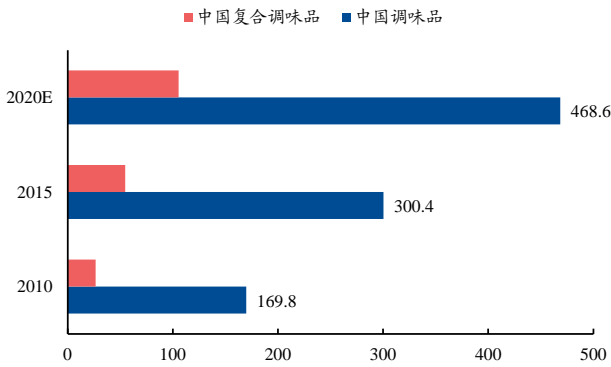
图 21、对比 2016 年，2018 年家庭调味品开销、消费频次均呈现提升趋势



资料来源：沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

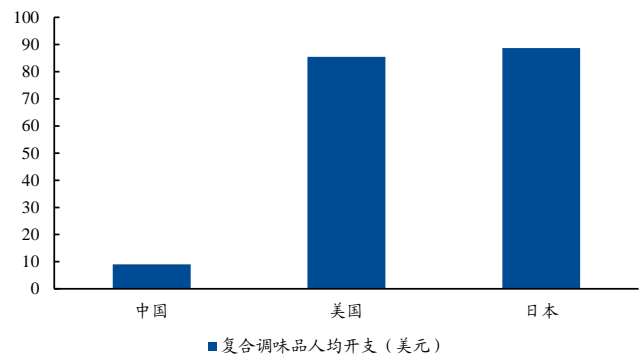
价：复合调味料人均开支高速增长，对比美日提升空间大。受益于家庭烹饪使用复合调味料的趋势增加以及复合调味料规范化使其更适合餐饮服务供货商使用，我国复合调味料快速增长，根据 Frost&Sullivan，2010-2015 年中国复合调味料人均开支从 26.5 元增长至 54.6 元，CAGR 为 15.6%；预计 2015-2020 年人均开支将从 54.6 元增长至 105.4 元，CAGR 为 14.1%，复合调味料人均支出保持快速增长。对比美日，2016 年我国复合调味料人均开支仅 9 美元，远低于美国的 85.5 美元和日本的 88.7 美元。

图 22、2010-2020 年复合调味料人均开支（元）



资料来源：沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

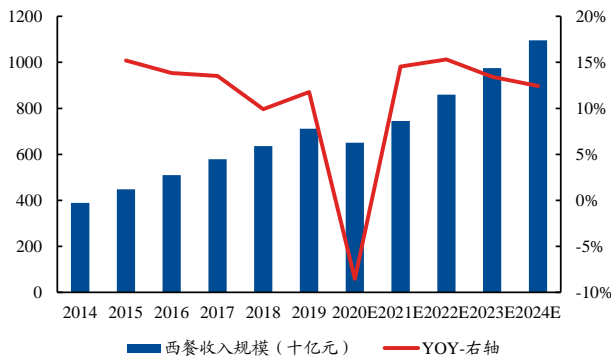
图 23、2016 年中美日复合调味料人均开支对比



资料来源：沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

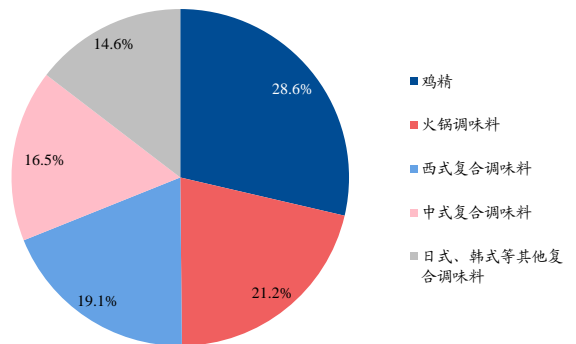
**西式连锁餐饮的下沉持续带动西式复合调味料的增长。**根据沙利文数据，西式复合调味料市场规模由 2014 年的 126 亿元增长至 2019 年的 244 亿元，年复合增长率为 14.12%，增速较快；从占比来看，西式复合调味料 2019 年占复合调味料总体规模的 19.1%。以肯德基为例，其门店在一线城市已接近饱和，但随着城镇化率的提升，在三四线城市仍有很大下沉空间，截至 2020 年 6 月 30 日，肯德基已经在中国 1400+个城市开设了超过 6700 家店，22Q1 财报显示肯德基门店已增加至 8441 家。

图 24、西式餐饮收入规模及其增速



资料来源：国家统计局，沙利文，百胜中国招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、2019 年西式复合调味料占比 19.1%



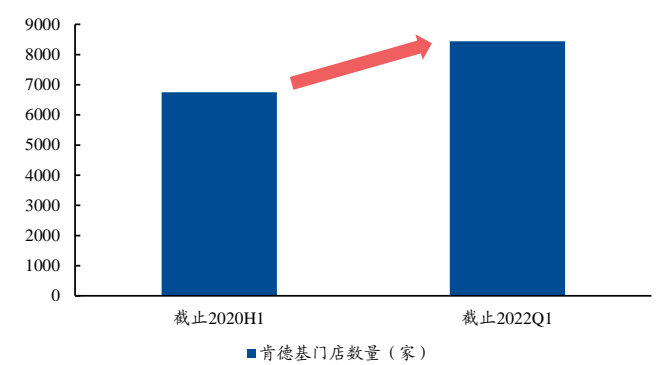
资料来源：沙利文，圣伦食品招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、西式快餐市场规模持续扩大



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、肯德基门店不断增加



资料来源：百胜中国招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

国内针对大 B 客户的复调定制化企业主要为宝立及日辰。同业中，宝立为国内较早为餐饮连锁企业和食品工业企业提供风味及产品解决方案的供应商，在西式餐饮复合调味料领域具备先发优势。竞品中，日辰与宝立是客户类型、复调产品品类均较为相似，但由于连锁大客户的数量、体量不同，收入绝对值也存在一定差距。

表 5、复合调味品国内可比公司情况梳理

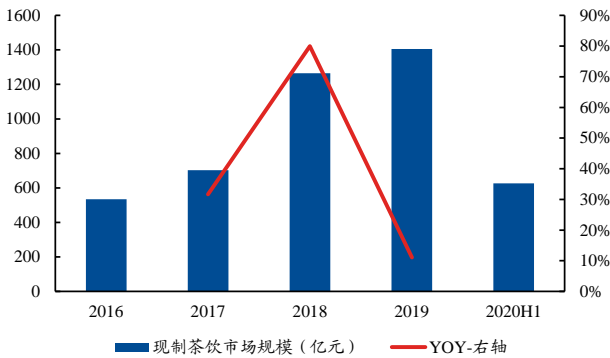
公司名称	2021 年营收	产品类型	年产量	主要客户	销售区域
安记食品 (603696.SH)	5.49 亿元	调味品类：复合调味粉、天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤等。大健康食品：益生菌、营养补充剂、功能性等固体饮料。	复合调味粉 2.19 万吨；香辛料 559.85 吨；风味清汤 30.76 吨；酱类调味品 1270.61 吨；天然提取物调味料 50.43 吨；固体饮料 1.37 吨	经销为主，客户包括各地调味品、食品批发商	主要在华东和中南
日辰股份 (603755.SH)	3.39 亿元	酱汁类调味料、粉体类调味料、食品添加剂	酱汁类调味料 1.56 万吨；粉体类调味料 5779.69 吨；食品添加剂 137.41 吨	直销为主，客户包括食品加工企业、餐饮企业、商场超市、电商自营 代表客户：圣农食品、味千中国、正大食品等	主要在华东和华北
天味食品 (603317.SH)	20.26 亿元	火锅底料、中式菜品调料、香肠腊肉调料、鸡精、香辣酱、甜面酱	火锅调料 3.20 万吨；中式菜品调料 4.18 万吨；香肠腊肉调料 8154.27 吨；鸡精 1926.42 吨；香辣酱 2408.51 吨；其他 1727.75 吨	经销为主，定制餐调、电商、直营商超为辅的营销架构。	主要在西南、华中和华东
鲜活果汁 - KY (1256.TW)	10.55 亿元	水果系列饮品配料：果汁、果粒、果粉等三类，具体产品包括浓缩果汁、果粒、口感果粒、固体饮料、糖浆、蛋白饮料等	果汁 4.12 万吨；果粒 5.45 万吨；果粉 944 吨	直销渠道客户包括大型全国性连锁餐饮系统及外卖饮料店、新中式茶饮和食品加工厂等；经销商渠道包括小型区域性连锁餐饮系统及外卖饮料店、中餐、烘焙、咖啡类终端客户	以中国大陆各地区为主，取得美国、东南亚等十多个国家的销售资格
宝立食品	15.78 亿元	复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料	粉体类复合调味料等 5.33 万吨；酱汁类复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料 3.78 万吨	直销为主，代表客户百胜中国、圣农食品、德克士和达美乐等	主要在华东和华南地区

资料来源：招股说明书，各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、新式茶饮：新消费下催生的配料新需求

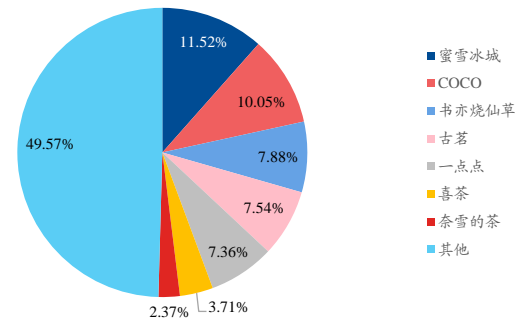
新式茶饮消费多集中一二线，连锁模式快速扩张。根据前瞻产业研究院数据，我国现制茶饮市场规模由2016年的534亿元增长至2019年的1405亿元，3年CAGR为38.05%，2020年新式茶饮CR5为44.35%。现制茶饮产品的可标准化程度相对较高，基本以连锁模式进行快速扩张。现阶段，一二线城市的新式茶饮消费者居多，艾媒咨询数据显示其占比为75.8%，未来随着一二线城市的渗透率的提高以及下沉市场的开拓，我们判断新式茶饮市场将会进一步扩容。

图 28、现制茶饮市场规模不断增长



资料来源：前瞻产业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、2020年新式茶饮CR5为44.35%



资料来源：前瞻产业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、我国新式茶饮主要企业运营模式

经营业态	品牌	创立时间	总部城市	覆盖城市 (个)	门店数量 (个)	平均价格 (元)
直营模式	喜茶	2012	广东深圳	70+	882	24
	奈雪的茶	2015	广东深圳	80+	906	23.4
	乐乐茶	2016	上海	13	107	22
加盟模式	一点点	1994	上海	90+	3646	15.3
	COCO	1997	上海	200+	4907	13.83
	蜜雪冰城	1997	河南郑州	350+	15937	6.95
	快乐柠檬	2006	上海	17	685	13.2
	书亦烧仙草	2007	四川成都	30+	6573	13
	茶百道	2008	四川成都	260+	5542	16.3
	茶颜悦色	2013	湖南长沙	3	411	16.57
直营+加盟	古茗	2010	浙江台州	140+	6062	15.8
	沪上阿姨	2013	上海	220+	4243	14.7

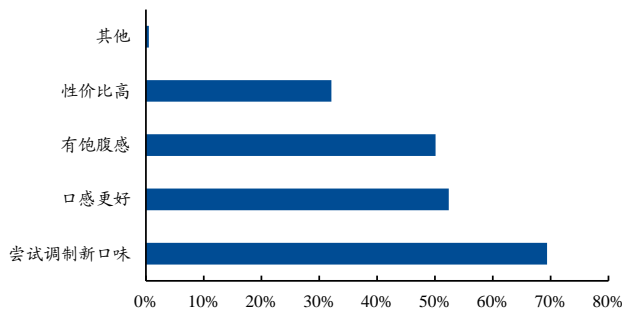
资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据统计时间截至2022年5月。

茶饮中小料为新的增长亮点。根据艾媒咨询统计，截止2022年5月，77.2%的消费者表示会在购买新式茶饮的时候额外添加小料，其中有69.4%是为了调制新的口味，有52.4%认为添加的小料会使饮品口感更好。我国74%新式茶饮消费者添加小料价格占总价的10%以上。同时，现制茶饮具备便携性，下午茶、购物、聚餐和约会都是主要消费场景。

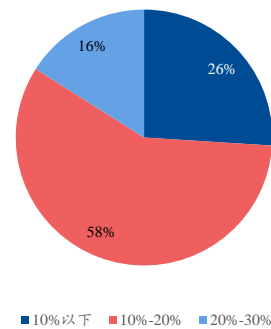
随着越来越多网红奶茶的出现，行业竞争日趋激烈，新式茶饮品牌纷纷推出专属小料，例如奈雪宝藏茶系列的烤椰条、奶冻，喜茶的啵啵等，以进行产品升级，在同质化的市场环境中打造差异化，提高消费者对品牌的认知度和口味黏性。丰富多样的小料能够满足消费者多元口味需求，随着茶饮市场的扩容，小料有望成为新的增长和创新点。

图 30、中国消费者购买新式茶饮添加小料原因调查



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：调查数据截止 2022 年 5 月。

图 31、74%新式茶饮消费者添加小料价格占总价的 10%以上



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

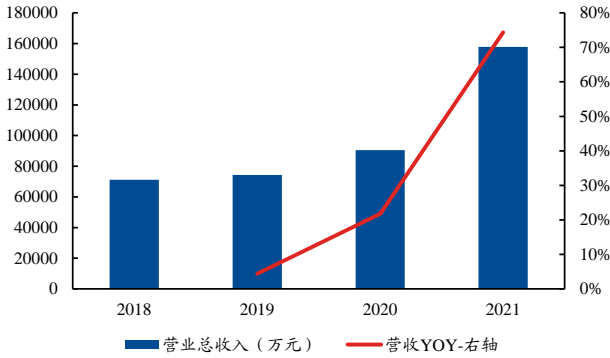
### 3、公司：百胜供应链又一股，研发优势突出

#### 3.1、收入端：复合调味料为主，抓住消费趋势拓展轻烹

收入保持高增，利润复合增速略慢于收入。

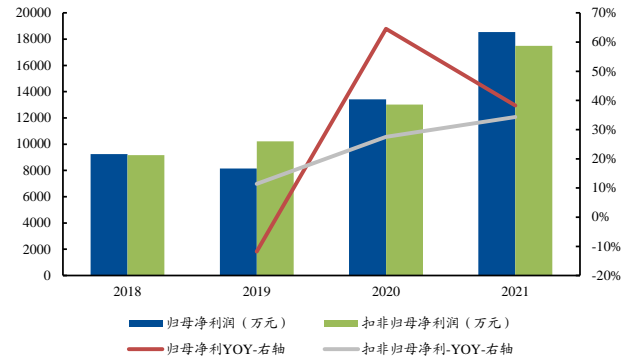
- ✓ **收入端**，公司营收从 2018 年的 7.11 亿元增长至 2021 年的 15.78 亿元，近 3 年复合增长率为 30.41%，不考虑厨房阿芬并表，收入 CAGR 为 22.62%，收入保持高增。
- ✓ **利润端**，公司归母净利润从 2018 年的 9239.3 万元增长至 2021 年的 1.85 亿元，近 3 年复合增长率为 26.13%，不考虑并表，CAGR 为 22.74%，扣非归母净利润 CAGR 为 24.04%，利润增速略慢于收入。
- ✓ **归因分析**，综合考虑 2019 年的股份支付费用及 2021 年厨房阿芬并表对利润的影响，我们判断公司主业利润增速未大幅快于入主要受到费用端波动影响。

图 32、2019-2021 年收入 CAGR 为 30.41%，不考虑阿芬为 22.62%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、2019-2021 年归母净利润 CAGR 为 26.13%，略低于收入



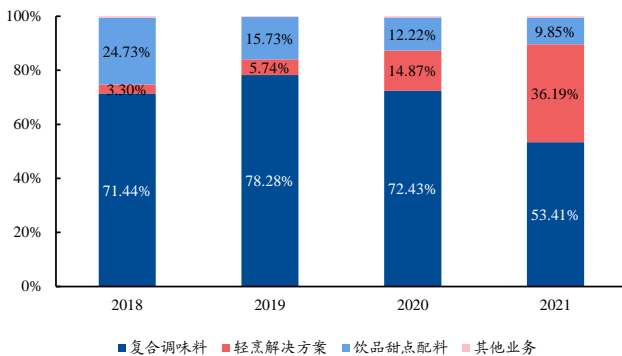
注：不考虑厨房阿芬并表，2018-2021 年归母净利润 CAGR 为 22.74%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**聚焦复合调味料，构筑轻烹解决方案增量点。**

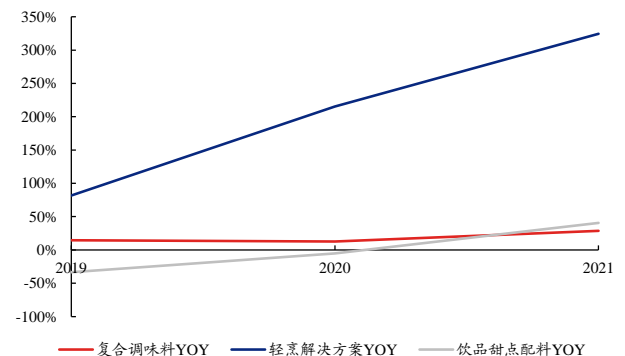
- ✓ **复合调味料**: 2018-2021 年收入 CAGR 为 18.36%，占比从 71.44% 降至 53.41%，2021 年占比仍超过 50%，为公司核心产品。
- ✓ **轻烹解决方案**: 2018-2021 年收入 CAGR 为 189.66%，占比从 3.30% 提升至 36.19%，主要系厨房阿芬的并表及其旗下空刻意面产品销售的快速增长。
- ✓ **饮品甜点配料**: 近 3 年 CAGR 为 -4.07%，主因受大客户定制的阶段性产品影响，其中 2021 年营收同增 40.45%，主要系与百胜在饮品和甜品领域的合作增加，蓝莓果酱、车厘子复合果酱等产品销售增长较快，同时 2021 上半年公司开拓了喜茶等新客户。

图 34、复合调味料为核心产品，轻烹解决方案占比提升



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、2019-2021 年各品类收入同比增速情况



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

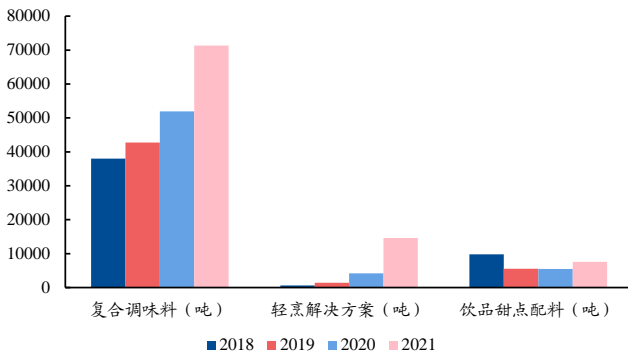
**销量**: 复合调味料增长依托新品推广，轻烹在空刻带动下高增，配料类受下游客户影响波动较大。

- ✓ **复合调味料**: 2018-2021 年 CAGR 为 23.30%。2021 年销量同增 37.28%，除

新奥尔良风味腌料、外层脆浆粉、裹粉等产品销量有所增加外，咸蛋黄干酪调味酱、薄荷酸奶风味酱等新品贡献较大。

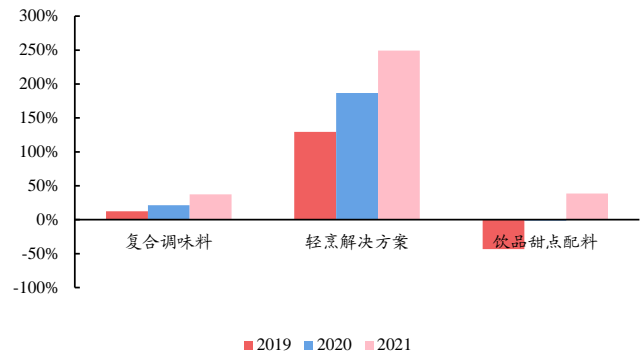
- ✓ **轻烹解决方案**：近3年CAGR为184.31%。2019年公司与达美乐等客户的合作进一步深入，低基数下增长较快；2020年同比增长215.26%，主要系厨房阿芬2020年销量大幅增长，对公司轻烹料理包产品的需求增加；2021年同增249.30%，主要系厨房阿芬的空刻意面产品销售继续增长。
- ✓ **饮品甜点配料**：2018-2021年销量CAGR为-8.11%，主因2019、2020年销量同比减少。其中，2019年受2018年麦当劳合作项目结束的影响，销量同比下滑43.24%；2020年销量同减1.35%，主要系疫情下，公司对连锁餐饮企业的玉米酱、公爵蓝莓果酱等核心产品销量下滑较多；2021年销量同增38.54%，主要系数十种定制化新品的推出所致。

图 36、2018-2021 年分品类销量变化



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、分品类销量同比增速

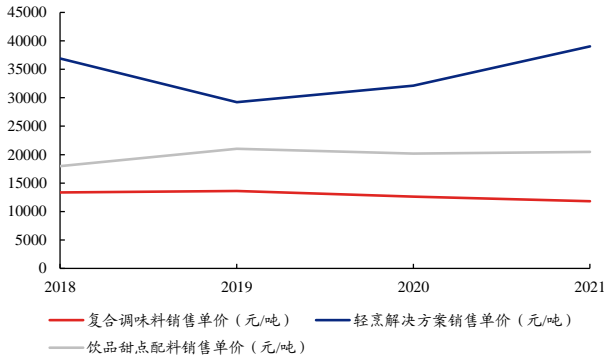


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**均价**：产品的结构性变化为影响主因，空刻的旺销大幅带动轻烹均价的提升。

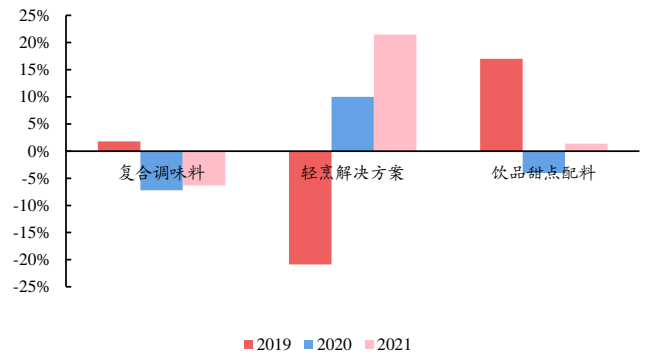
- ✓ **复合调味料**：2020年单价同减7.22%，主要系浆粉、黑胡椒酱、番茄沙司等单价较低的产品占比提高；2021年单价同降6.33%，主要系猫山王榴莲汉堡酱、黑椒蘑菇汉堡酱、咸蛋黄调味酱、川香麻辣调料-YUM等单价较高的产品收入占比下降。
- ✓ **轻烹解决方案**：2019年平均销售价格同减20.86%，主要系2018年单价较高的金枪鱼汉堡用调味酱等产品在2019年销售占比下降所致；2020年销售单价同增9.99%，主要系黑胡椒牛柳轻烹料理酱包等高ASP新品拉动；2021年均价同增21.48%，主要系并表的厨房阿芬旗下轻烹食品为居民端产品，单价高于B端的调理包调味料等产品，且2021年轻烹食品销量占轻烹解决方案销量的比例大幅增加，拉动轻烹解决方案单价提升。
- ✓ **饮品甜点小料**：2019年平均销售价格同增17.00%，主要系2018年单价较低的玉米酱等产品在2019年销售占比下降；2020年单价同减4.06%，主因2019年单价较高的草莓风味巧克力酱和抹茶风味巧克力酱占比下降；2021年单价同增1.38%，保持平稳。

图 38、2018-2021 年各品类销售单价变化



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

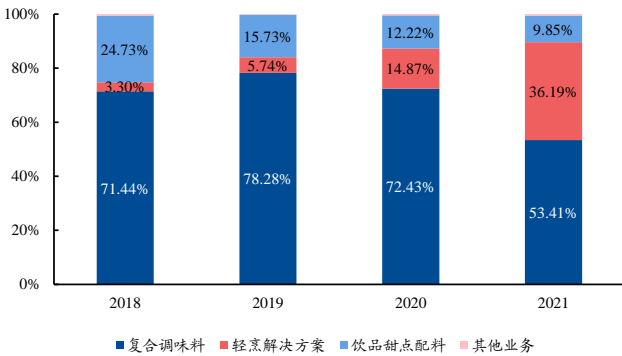
图 39、分品类销售单价同比变化情况



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

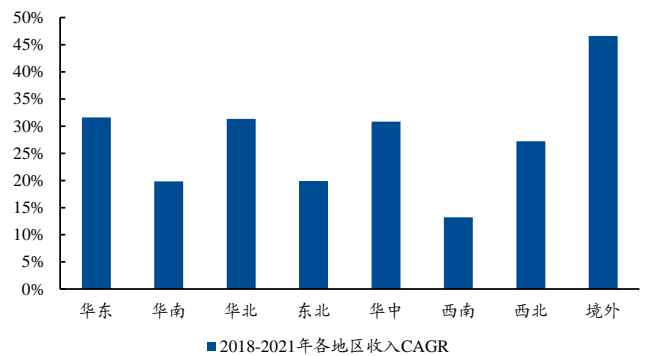
大客户采购结算多发生于华东。截止 2021 年，华东地区收入占比最高，为 82.38%，是公司主要销售区域，主要系公司部分客户采购主体集中于华东地区，以第一大客户百胜为例，2021 对其实现的销售收入占比为 21.03%，和公司的采购及结算通过必胜(上海)完成，计入华东区域销售。此外，境外收入近 3 年 CAGR 为 46.63%，主要系基数较低所致，华北和华中近 3 年收入 CAGR 分别为 31.33%、30.85%，判断主要系客户的开拓以及空刻意面等 C 端产品销量的提升。

图 40、2021 年华东地区收入占比达 82.38%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：公司部分客户业务覆盖全国各区域，以单一采购主体注册地统计销售区域。

图 41、2018-2021 年各区域收入 CAGR



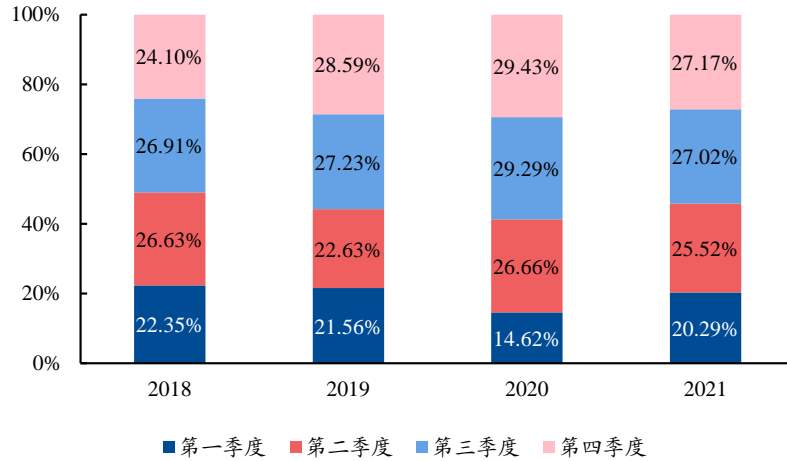
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

季度占比逐季提升，节令的堆积导致下半年为明显销售旺季。

- ✓ 分季度来看，Q3（国庆备货）、Q4（春节备货）营收占比普遍高于 Q1、Q2，主要系春节、国庆节期间下游餐饮市场较为火爆，客户会提前 1-1.5 个月开始备货，一般来说春节备货力度大于国庆。2020Q1 收入占比仅为 14.62%，主要系疫情影响下，餐饮行业需求和公司停产导致销售收入减少。
- ✓ 分渠道来看，直销和非直销客户季度收入也呈现 Q3、Q4 占比高于 Q1、Q2 的分布，其中非直销三四季度收入占比大于直销，主因非直销客户包括贸易商和经销商，主要面向下游中小餐饮企业，受餐饮业的季节性波动、疫情等

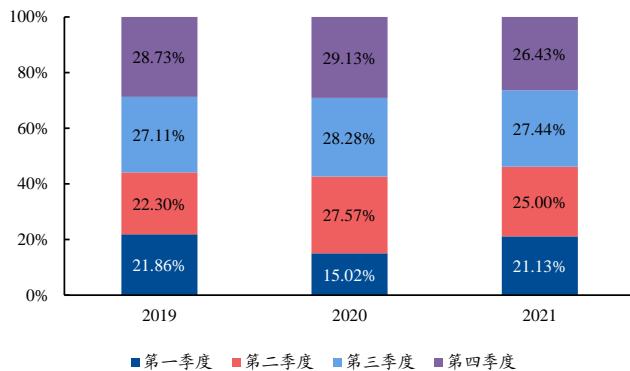
影响更为明显，直销主要为大型餐饮连锁企业和食品工业企业，平抑季节波动、应对疫情影响的能力较强。

图 42、主营业务收入 Q3、Q4 占比高于 Q1、Q2



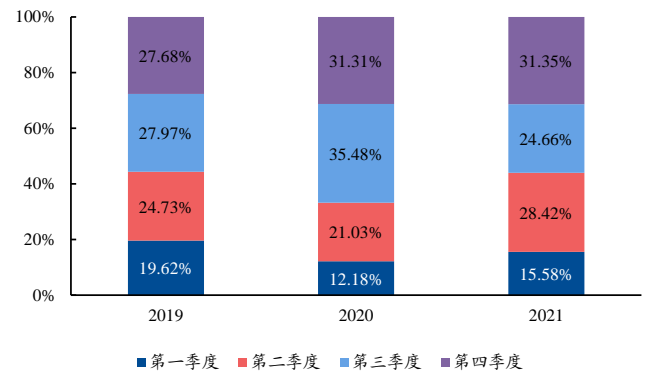
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、直销收入三四季度占比高于一二季度



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、非直销收入三四季度占比高于一二季度



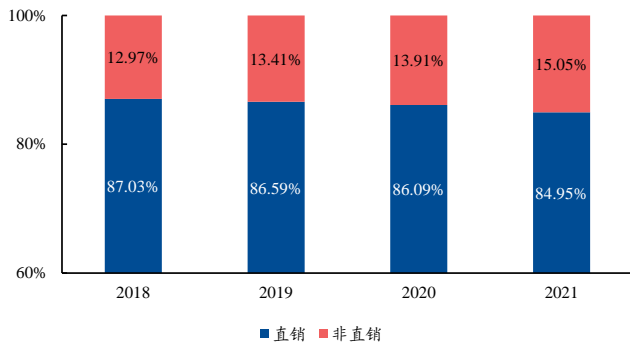
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、模式端：大客户直销合作，满足定制化需求

公司采取直销为主，经销为辅的销售模式。

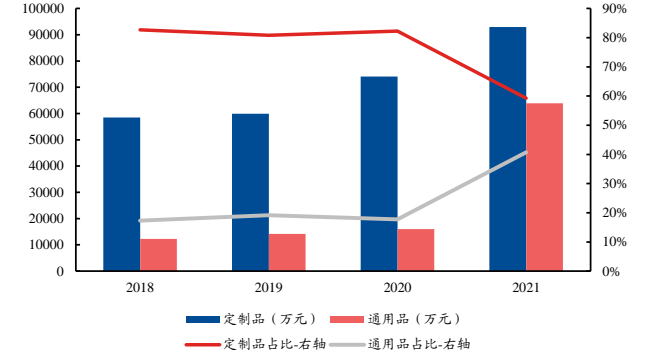
- ✓ 定制化产品提供商，直销方式为主。公司下游客户主要为国内外餐饮连锁和食品加工企业，2021 年直销占收入比重为 84.95%，为主要销售模式，近 3 年复合增长率为 29.35%。
- ✓ 非直销以通用品为主。主要包括经销商、贸易商、餐饮供应链客户（面向中小连锁餐企）、连锁餐企指定采购客户以及电商平台代销，以自有品牌“宝立客滋”和空刻意面等通用品为主。近 3 年复合增长率为 37.01%，主要受益于厨房阿芬并表，空刻等通用品的高增导致公司定制品占比由 2020 年的 82.25% 下降至 2021 年的 59.25%。

图 45、公司以直销为主，经销为辅



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、公司以定制产品为主，通用产品占比提升



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

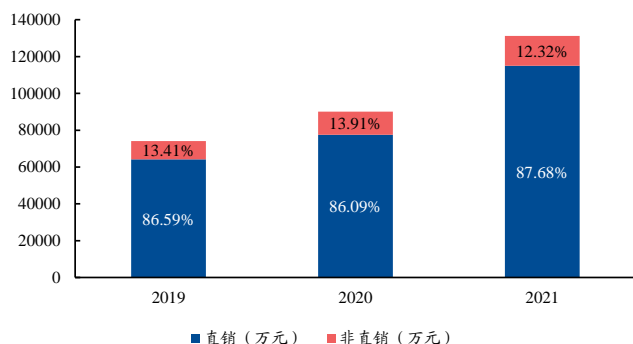
图 47、宝立客滋与定制产品展示



资料来源：招股说明书，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

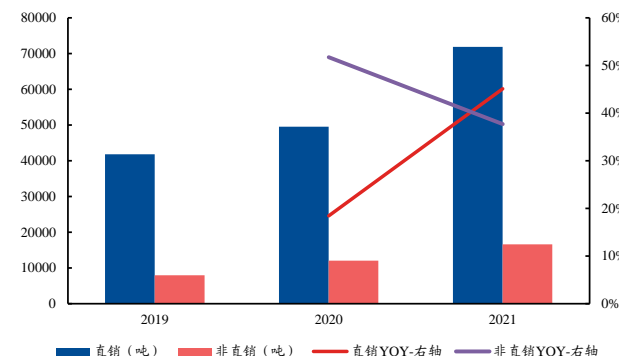
不考虑 2021 年的并表，宝立直销量价齐增。宝立食品（不合并厨房阿芬）主要为大型餐饮连锁企业和食品工业客户提供复合调味料，2021 年直销收入占比 87.68%。拆分量价来看，直销、非直销销量均快速增长，直销均价稳中有升，非直销均价 2020 年同减 16.93%，主要系销售价格较低的宝立客滋脆鳞果粉、番茄沙司、香甜沙拉酱等产品占比提升。

图 48、宝立食品（不合并厨房阿芬）以直销为主



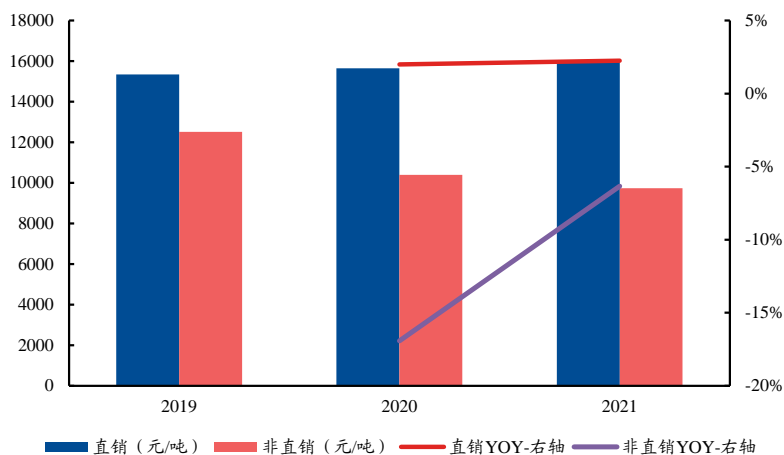
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、宝立食品（不合并厨房阿芬）不同销售模式下销量持续增长



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、宝立食品（不合并厨房阿芬）不同销售模式下销售单价变化情况



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

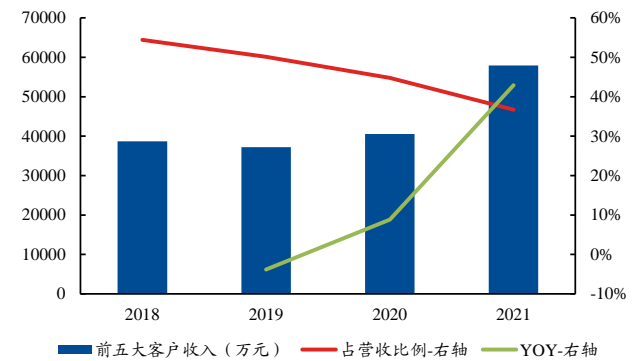
大客户为基本盘，收入仍保持双位以上增长。2021 年公司前五大客户销售金额达 5.79 亿元，同比增长 42.94%，近 3 年复合增长率为 14.39%；前五大客户收入占比从 2018 年的 54.41%下降至 2021 年的 36.71%，主要系公司对于厨房阿芬的并表，及持续拓展新业务和新渠道。

图 51、公司与众多连锁餐饮企业和食品加工企业建立了稳定的合作关系



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、前五大客户收入稳增，占比略有下降



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

百胜中国、福建圣农和 PIZZAVEST 持续位居前五大客户之列。百胜中国 2019-2021 年收入 CAGR 为 20.94%，占比由 30.53% 下降至 21.03%，为大客户核心，对公司影响仍大。此外，福建圣农收入 CAGR 为 28.61%，占比从 7.68% 下降至 5.98%，PIZZAVEST 收入 CAGR 为 29.06%，占比从 3.5% 下降至 2.75%，不考虑并表，大客户持续拉动公司总收入增长（2019-2021 年收入 CAGR：20.86%）。无问西东为厨房阿芬提供空刻意面的组装仓储等服务，2020 年以及 2021 年并表之前无问西东接受委托采购空刻意面酱料包，公司对其的销售规模较大，因此进入前五大客户行列。

**百胜中国为公司第一大客户，构筑稳定基本盘。**公司与百胜合作近 20 年，成立之初为其间接供应商，2008 年进入直接供应商行列，2013 年成为 T1 供应商，2014 年成为其五大调味料供应商之一，2016 年以来，公司全方位服务于百胜中国下属所有品牌，参与百胜中国新品开发、菜单设计，供应产品覆盖复合调味料、饮品小料和百胜新零售的轻烹食品等多个品类。公司严格按照百胜中国供应商的管理制度和流程开展合作，通过投标比价和议价的方式最终确定销售价格。

表 7、2019-2021 年百胜中国、福建圣农及 PIZZAVEST 一直位列五大客户

项目	客户名称	2019	2020	2021
销售金额 (万元)	百胜中国	22,682.98	22,447.21	33,176.50
	福建圣农	5,705.39	5,546.53	9,437.00
	PIZZAVEST	2,601.40	3,152.80	4,332.88
销售收入占 营收比例	百胜中国	30.53%	24.81%	21.03%
	福建圣农	7.68%	6.13%	5.98%
	PIZZAVEST	3.50%	3.48%	2.75%

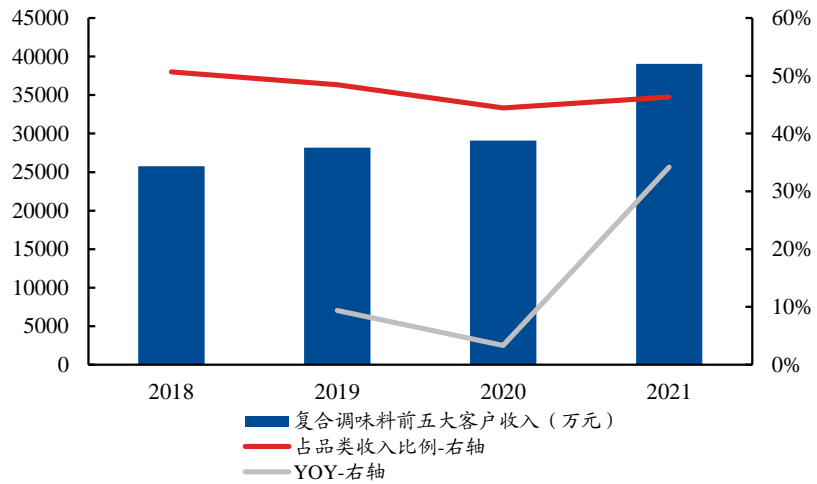
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

复调大客户合作稳定，轻烹、配料受并表、新客开拓影响，前五大客户有所变化。  
 ✓ 复合调味料：前五大客户收入占比基本稳定在 45-50% 区间。除 2020 年嘉吉

因其终端连锁餐饮需求加大了对咸蛋黄调味酱产品的采购量，进入了当年的复合调味料前五大客户，前五大客户名单基本稳定。

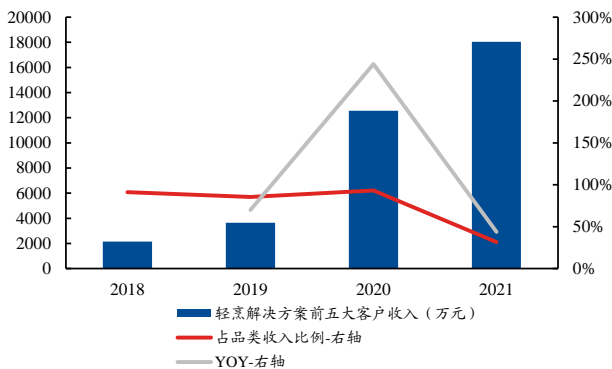
- ✓ **轻烹解决方案:** 前五大客户 2018-2021 年收入 CAGR 为 103.38%，收入快速增长，除公司与连锁餐企合作外，主要系厨房阿芬空刻意面销售增长的推动。
- ✓ **饮品甜点配料:** 前五大客户的收入占比较高且基本构成较为稳定，百胜中国、顶巧、瑞泽贸易三家客户各年均进入前五大；猩米科技为喜茶全资子公司，主要负责喜茶内部供应链管理服务，随着 2021 年合作的顺利开展，猩米科技进入饮品甜点配料前五大客户。

图 53、复合调味料前五大客户收入规模不断增长，占比略有下降



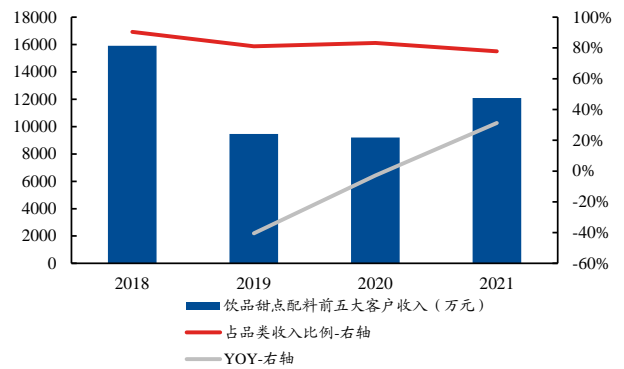
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、2021 年并表后，轻烹解决方案前五大客户占比为 31.61%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 55、饮品甜点配料前五大客户贡献收入基本超过 80%

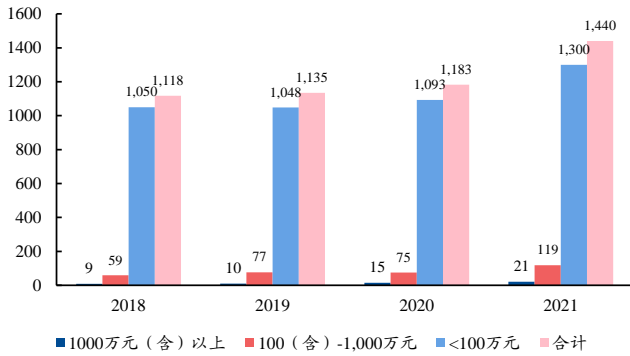


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**存量客户持续增长，增量客户体量较大。**客户总数逐步提升，由 2018 年的 1118 个增加至 2021 年的 1440 个，其中，销售额 1000 万元及以上的大客户数量从 2018 年的 9 个增加至 2021 年的 21 个，公司与现有大客户深化合作的同时，凭借服务能力及行业口碑持续拓展优质客户。截止 2021 年，1000 万元及以上销售额的客户贡献了 70.72% 的收入，对比 2018 年收入占比提升了 5.82pct，100-1000 万元体

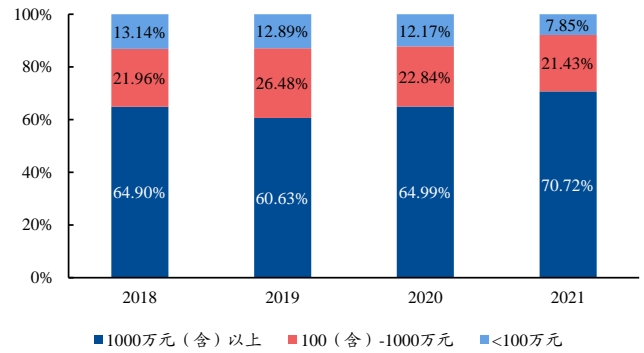
量的客户贡献了 21.43%的收入，收入占比较为稳定，100 万元以下体量的客户贡献了 7.85%的收入，对比 2018 年占比下滑 5.29pct，判断公司收入增长主要受益于存量大客户合作规模的提升以及新大客户的增量拓展。

图 56、客户体量分布情况（个）



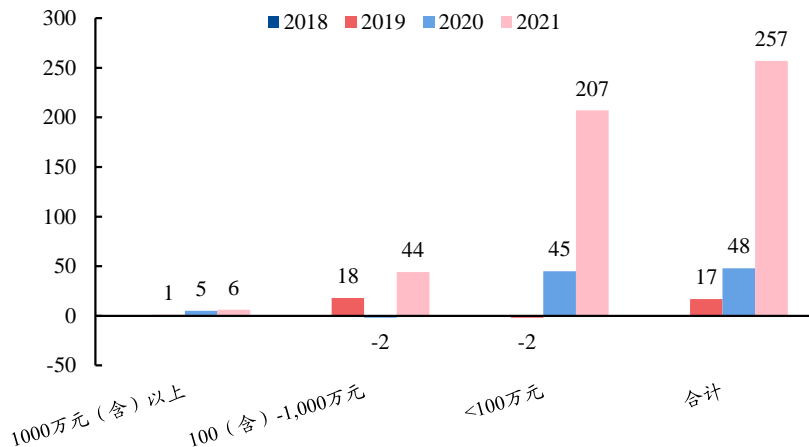
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、各类体量客户销售额占比



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、不同体量客户数量同比变化情况（单位：个）



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

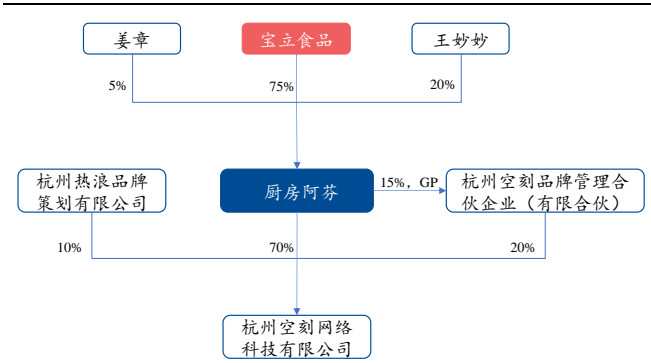
### 3.3、厨房阿芬：抓住空刻意面下的零售端开拓

厨房阿芬为公司控股子公司，空刻意面为网红产品。2021 年 3 月，公司完成对厨房阿芬 75%股权的收购，原股东王妙妙、姜章分别持有 20%、5%的股权。子公司空刻网络专门从事空刻意面产品的运营，厨房阿芬则主要运营捞饭和捞面系列产品。厨房阿芬直接持有空客网络 70%股权，同时持有投资平台空刻品牌 15%股权，从而间接持有空刻网络 20%股权。

2019 年 11 月，厨房阿芬推出新品氢刻意面（后更名为“空刻意面”），由公司提供轻烹料理酱包、欧芹撒粉和蒜香油包等轻烹解决方案产品。初期由厨房阿芬直接从公司进行采购，2020 年疫情影响下，轻烹食品受到市场欢迎，空刻意面成为互

联网意面品牌爆款，销售量快速增加。为了提升运营效率，厨房阿芬委托无问西东从公司采购轻烹酱料包至无问西东和大连芬食，由两家公司进行组装、仓储及发货。并表后，转由厨房阿芬直接进行采购，组装仓储及发货仍由无问西东和大连芬食进行。

图 59、厨房阿芬股权结构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 60、厨房阿芬产品矩阵

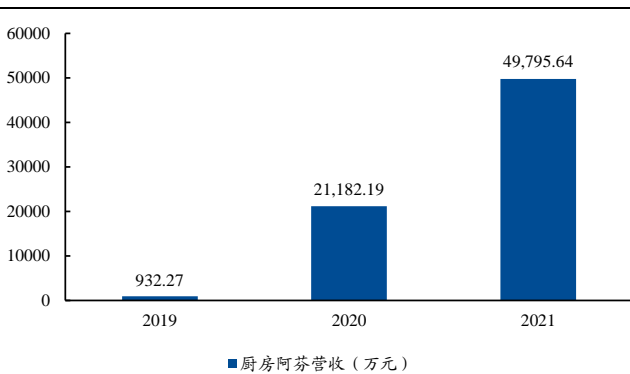


资料来源：淘宝旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

空刻意面为主的轻烹食品快速增长，量价齐增。

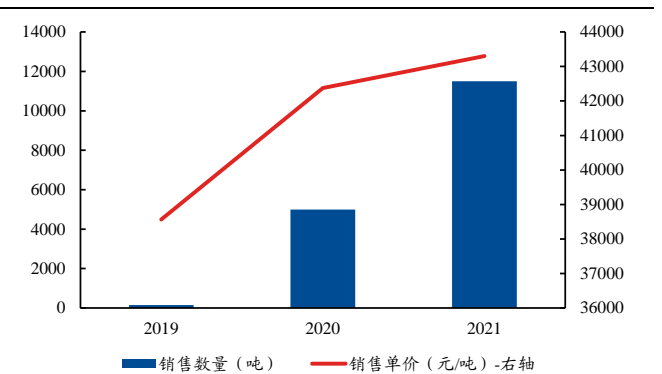
- ✓ 几经探索，确立爆品空刻意面。2019 年厨房阿芬主要开展小包装复合调味料的线上销售业务，后发展未达预期。2020 年起，空刻意面的旺销使公司侧重转向轻烹食品，轻烹解决方案营收较 2019 年增长 88 倍至 2021 年 4.98 元。
- ✓ 空刻销量的大幅提升贡献收入增长。量价拆分来看，轻烹解决方案产品销量从 2019 年的 146.92 吨增长至 2021 年的 4.33 万吨，增长 78 倍。均价稳中有升。

图 61、厨房阿芬营收快速增长



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、轻烹解决方案销售数量和单价变化情况

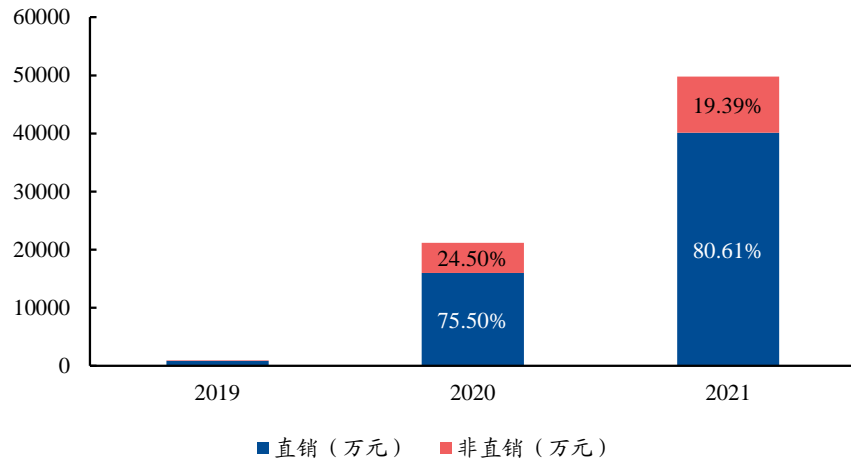


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

厨房阿芬及其子公司空刻网络以电商模式为主。2021 年直销模式占比 80.61%，厨房阿芬主要通过第三方线上平台的自营店铺向消费者直接销售商品。此外，厨房阿芬还采取线上经销和线下经销的模式，如通过天猫超市等电商平台直接向消费者销售商品，按月结算，但销售占比较小，非直销方式的拓展下，2021 年其占比

为 19.39%，较 2019 年提升 9.09pct。

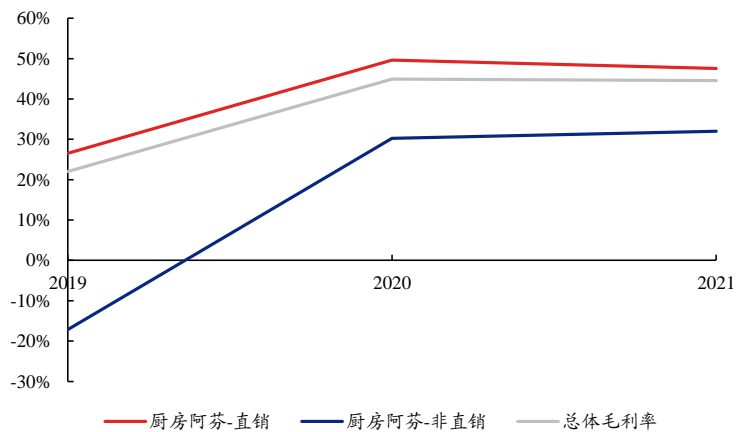
图 63、厨房阿芬以直销为主



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司对非直销客户具备一定议价力。2021 年直销毛利率为 47.54%，高于非直销的 31.99%，2020 年空刻意面销量快速增加，带动整体毛利率提升。量价拆分来看，直销定价（4.54 万元/吨）高于非直销定价（3.64 万元/吨），主要系非直销模式下需预留利润空间给经销商。直销单价 2020 年同增 66.92%，主要系 2019 年产品结构含低单价小包装复合调味料，2021 年直销单价稳中略降，判断与线上销售下活动力度提升所致；非直销模式的销售单价呈上涨趋势，主因对部分非直销客户的销售价格有一定提升。

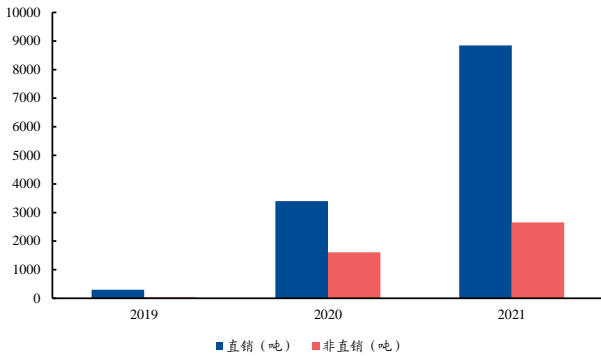
图 64、厨房阿芬毛利率不断提升



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

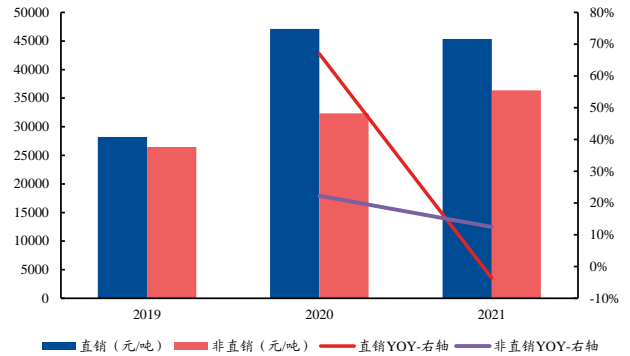
注：为使数据具备可比性，毛利率数据未考虑计入营业成本的运输费。

图 65、厨房阿芬各渠道销量快速增长



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 66、厨房阿芬不同销售模式下销售单价变化情况

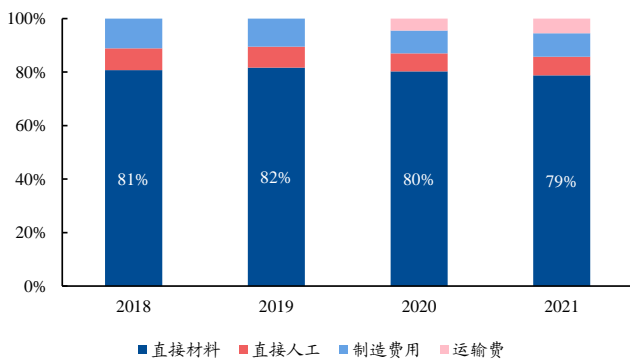


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4、利润端：成本波动可控，盈利受费用影响有波动

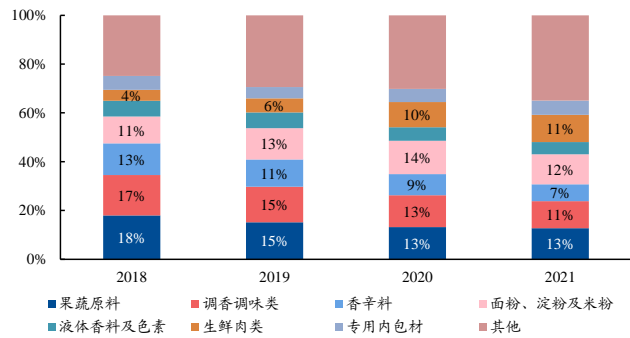
单一原料占比有限，整体成本波动可控。从成本构成来看，直接材料占成本比重约 80%左右。核心原材料主要由果蔬原料、面粉及淀粉、调香调味类、生鲜肉类等构成，2021 年采购金额占比分别为 12.73%、12.28%、11.12%、11.17%。原材料价格受市场价格变化影响存在一定波动，但单一原料占比不高，且不同原料价格有增有减，因此总体上对成本不构成重大影响。

图 67、直接材料占成本比重在 80%左右



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 68、果蔬、调香调味料、粉类、生鲜肉为核心原材料



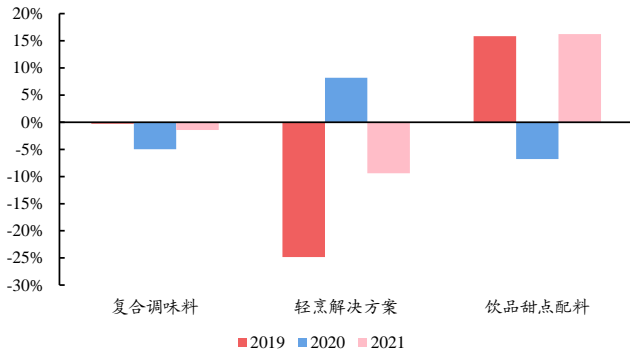
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、采购主要原材料的类别及具体品种

项目	具体品种举例
果蔬原料	冷冻野生蓝莓、冷冻猫山王榴莲果泥、番茄膏、葡萄柚、芒果块、冷冻甜玉米粒等
调香调味类	白砂糖、特鲜味精、精制盐等
香辛料	辣椒面、洋葱粉、大蒜粉、胡椒粉等
面粉、淀粉及米粉	小麦粉、玉米淀粉、木薯淀粉等
液体香料及色素	辣椒红色素、辣椒油树脂、麻辣精油、黑胡椒香精等
生鲜肉类	猪肉糜、速冻调味牛柳、牛里脊、虾仁、牛腩块、牛肉糜等
专用内包材	吸嘴袋、卷膜、专用内袋等

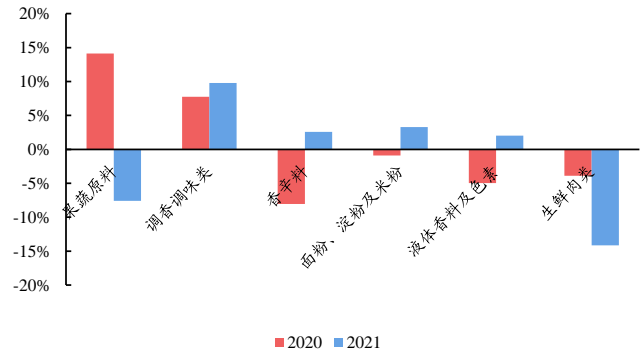
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 69、各品类单位成本变动幅度



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

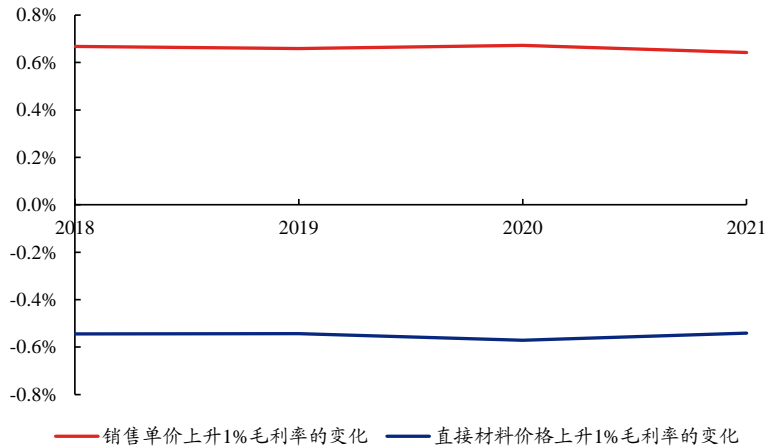
图 70、主要原材料耗用成本单价变动幅度



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

从敏感性分析来看，直接材料价格变动对毛利率的影响小于销售单价的变动。以 2021 年数据为基础测算，若销售单价、直接材料单价变动 1%，则对毛利率的影响幅度为 0.64%、-0.54%，直接材料价格敏感性略小于销售价格。一方面，公司在采购时主要通过招标、询价或协商谈判等方式确定采购价格，当预计大宗原材料市场价格上涨时，结合市场行情提前确定采购价格，分批采购；另一方面，公司可以通过提高产品价格来适当转移原材料价格波动的风险。

图 71、产品销售单价和直接材料价格变动对毛利率的敏感性分析



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：为使数据具备可比性，图表中毛利率的计算不考虑营业成本中的运输费。

以销定产，确保产能释放后爬坡顺利。

- ✓ 从产能布局来看，截止 2021 年底，公司拥有上海松江、上海金山、山东和浙江嘉兴四大生产基地，年产能达 9.94 万吨，年复合增长率为 19.04%，年产量 CAGR 为 23.37%，销量增长快于产能扩张，说明释放产能爬坡较为顺利。
- ✓ 从产能规划来看，公司募投建设嘉兴二期基地，建成后合计新增年产能 4.35 万吨，有利于缓解公司目前部分品类产能不足的现状，规模效应可期。

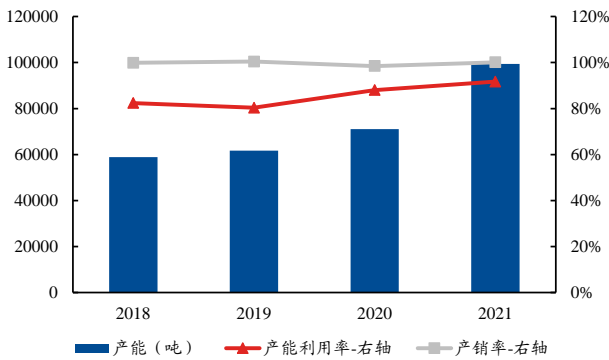
✓ 从产能利用率来看，整体产能利用率从 2018 年的 82.37% 提升至 2021 年的 91.68%，粉类产品产能利用率从 85.17% 提升至 99.23%。

表 9、宝立食品产能情况梳理

生产基地	主要生产产品	产能情况 (吨)			
		2018	2019	2020	2021
上海松江	粉类产品	21,661.9	21,661.9	21,661.9	27,362.4
	酱类产品	12,355.2	12,355.2	12,355.2	18,532.8
上海金山	粉类产品	2,667.6	2,667.6	2,667.6	2,667.6
	酱类产品	13,478.4	13,478.4	15,874.6	22,613.8
山东	粉类产品	8,753.0	11,534.9	18,523.7	23,722.4
浙江嘉兴 (一期)	酱类产品	-	-	-	4492.8
合计		58,916.1	61,698.0	71,083.0	99,391.8

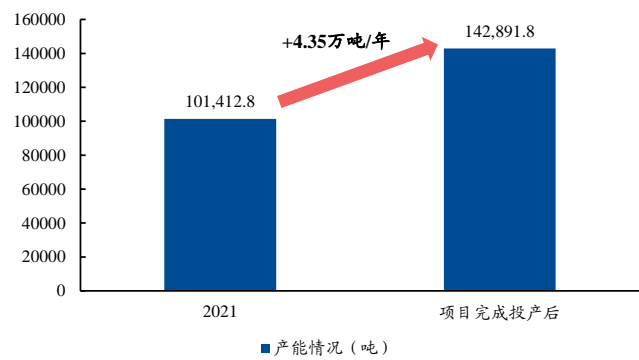
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 72、2021 年公司产能利用率达 91.68%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 73、嘉兴二期建成达产后新增年产能 4.35 万吨



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

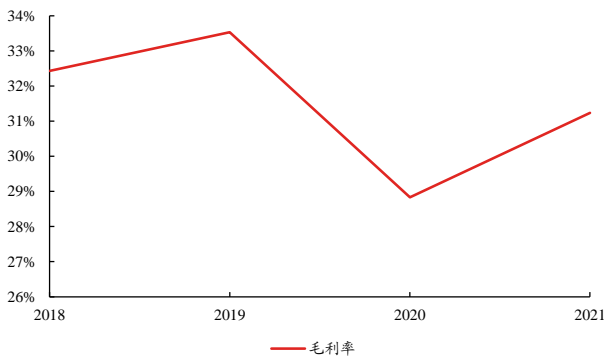
表 10、公司粉类和酱类产品产能及产量情况

产品	指标	2018	2019	2020	2021
粉类产品	产能 (吨)	33,082.48	35,864.40	42,853.20	53,752.40
	产量 (吨)	28,176.09	30,191.97	36,997.40	53,339.42
	销量 (吨)	28,537.07	30,855.82	36,914.64	54,142.02
	产能利用率	85.17%	84.18%	86.34%	99.23%
	产销率	101.28%	102.20%	99.78%	101.50%
酱类产品	产能 (吨)	25,833.59	25,833.59	28,229.75	45,639.35
	产量 (吨)	20,353.26	19,369.47	25,564.45	37,780.32
	销量 (吨)	19,924.00	18,922.05	24,691.75	37,073.38
	产能利用率	78.79%	74.98%	90.56%	82.78%
	产销率	97.89%	97.69%	96.59%	98.13%
合计	产能 (吨)	58,916.07	61,697.99	71,082.95	99,391.75
	产量 (吨)	48,529.35	49,561.44	62,561.85	91,119.74
	销量 (吨)	48,461.07	49,777.87	61,606.39	91,215.40
	产能利用率	82.37%	80.33%	88.01%	91.68%
	产销率	99.86%	100.44%	98.47%	100.10%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

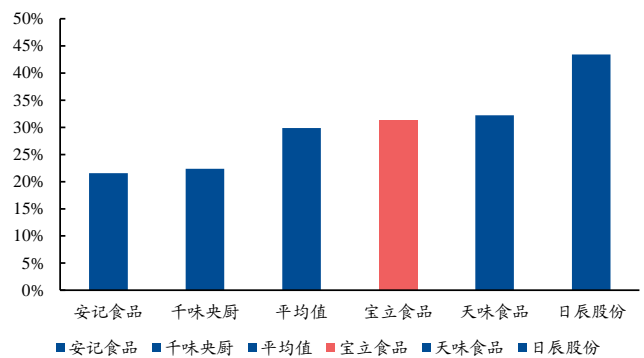
整体毛利率较为平稳，轻烹解决方案毛利率提升。剔除运费调整影响，公司 2020 年毛利率为 32.02%，2021 年为 35.01%，整体呈现上升趋势，保持在 30%+水平。其中复合调味料受产品结构变化影响，均价下降幅度较大，导致毛利率呈现小幅下滑趋势；轻烹解决方案 2021 年毛利率同增 18.03pct 至 47.11%，主要系厨房阿芬并表所致（C 端为主）；2021 年饮品甜点小料受原材料价格上涨和产品结构变化（与乐信贸易合作、供应麦当劳的高毛利饮品小料项目在 2021 年结束）影响，毛利率同减 9.17pct。

图 74、2018 年起公司毛利率基本保持在 30%+



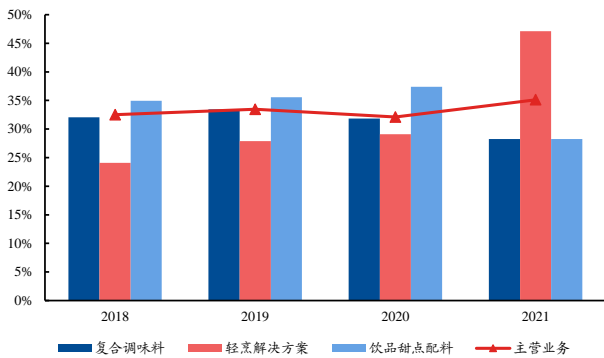
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 75、2021 年公司毛利率水平处于行业均值



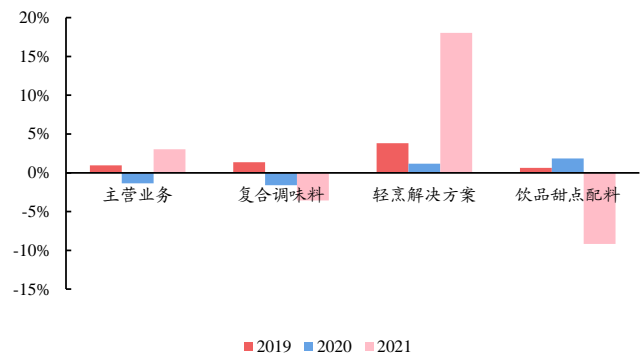
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 76、不考虑营业成本中的运输费，毛利率稳中有升



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：为使数据具备可比性，图表中毛利率的计算不考虑营业成本中的运输费。

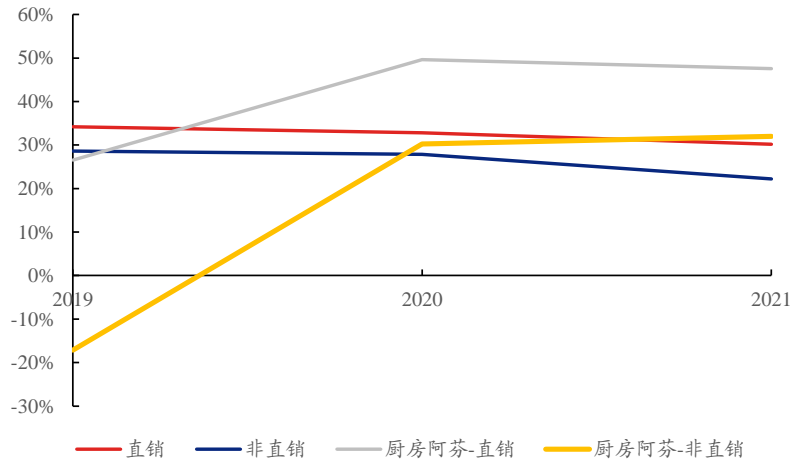
图 77、各品类毛利率同比变动幅度



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：为使数据具备可比性，图表中毛利率的计算不考虑营业成本中的运输费。

直销毛利率受复调产品结构影响较大。不合并厨房阿芬情况下，2021 年公司直销渠道、非直销渠道毛利率为 30.17%、22.24%，直销模式下毛利率高于非直销模式。2020 年直销渠道毛利率同减 1.41pct，主要系复合调味料毛利率同减 1.61pct，且其毛利占比达 70.74%，是影响毛利率的主要因素；2021 年直销渠道毛利率同减 2.62pct，主因复合调味料及饮品甜点配料毛利率分别同-3.56pct、-9.17pct。

图 78、不同渠道毛利率变化情况

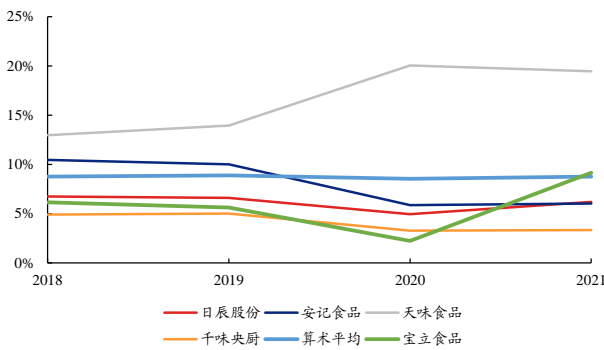


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：图表中的“直销”和“非直销”指宝立食品（不合并厨房阿芬）的毛利率；为使数据具备可比性，不考虑营业成本中的运输费。

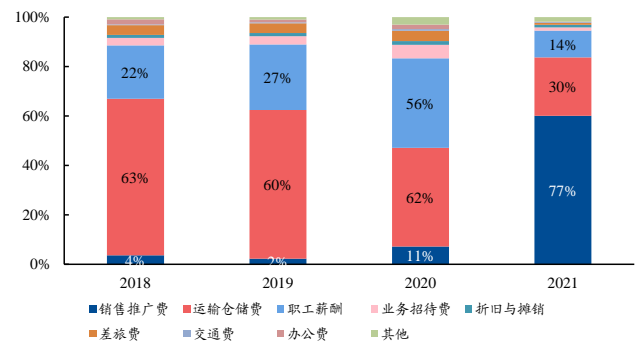
并购阿芬导致推广费率大幅提升，主业费率稳定在 5-6%。可比公司对比，公司销售费用率（不考虑并表）为 5-6%，处于同业中较低水平，与 B 端为主的销售模式有关。细分项来看，剔除运费调整影响，公司 2018-2020 年销售费率呈下降趋势，其中占比最高的细分项为物流仓储费率也呈下降趋势，相关费率为 3-4%，下降原因为：1）2019 年引入市场竞争报价机制，主要运输商的运费整体下调 5%，2）2018 年 4 月开始，公司对百胜中国的发货模式由原来的发往其位于全国多地的配销中心改为集中发往华东整合中心。2021 年由于收购厨房阿芬，其电商模式下销售推广费较高，导致推广费率大幅提升。

图 79、对比同业，销售费用率水平较低



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

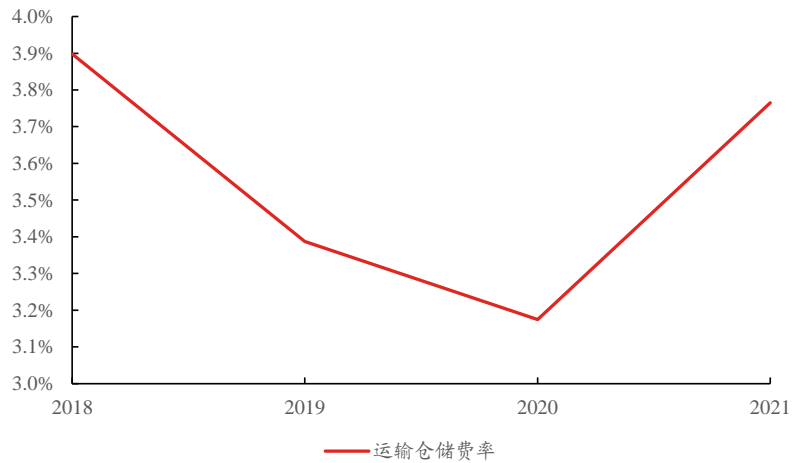
图 80、公司销售费用构成



注：2020、2021 年数据为加回运费后口径

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

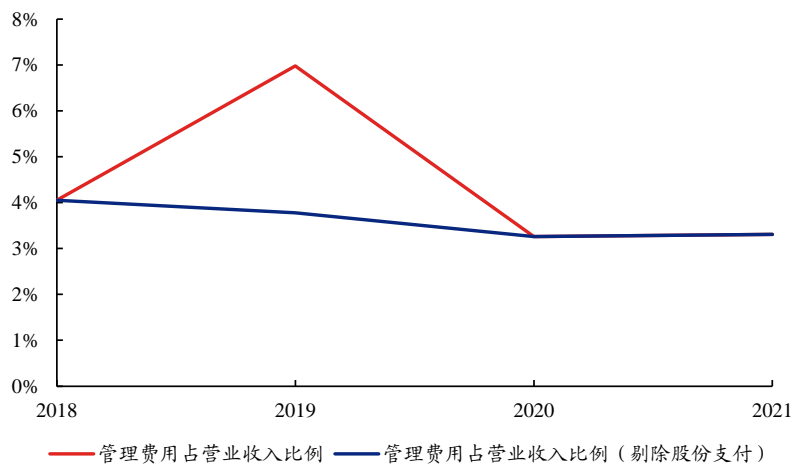
**图 81、还原运费后，公司运输仓储费率逐年下降，2021 年由于收购有所提升**



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

剔除股份支付费用的影响，公司管理费用率稳定。2018-2021 年，公司管理费用率分别为 4.05%、6.98%、3.26%、3.31%。其中 2019 年管理费用率同+2.93pct 主要系当年进行了股权激励并一次性确认了股权支付费用，剔除股份支付费用影响，2019 年管理费用率为 3.78%。

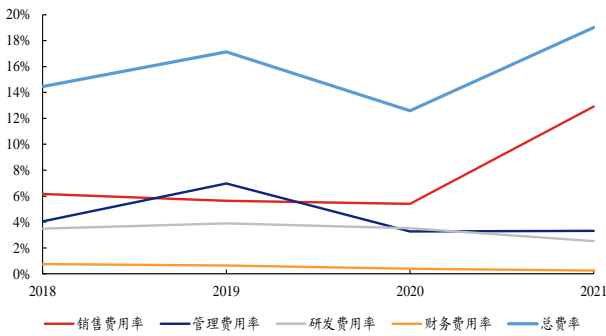
**图 82、剔除股份支付费用的影响，公司管理费用率整体较为平稳**



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利水平受一次性费用影响存在波动，ROE 高于同业。公司净利率存在波动，2021 年为 12%左右，我们判断主要为一次性费用计提及厨房阿芬并表的影响。举例来看，2019 年公司总费率提升近 3pct 至 17%，主要系管理费用中计提了股份支付费用。虽同期毛利率同比提升，但净利率同比下降 2pct 左右至 11%。公司 2019-2021 年 ROE 分别为 27.45%、32.32%、32.69%，高于可比公司。

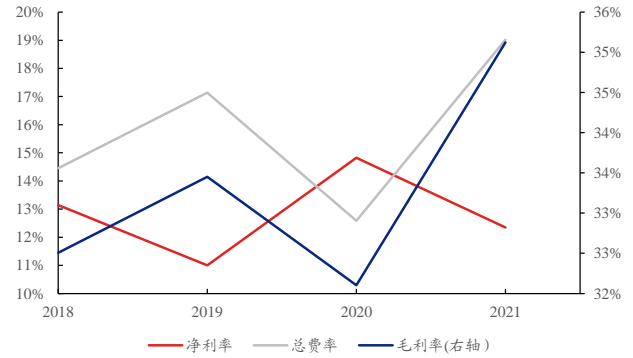
图 83、公司总费率呈现提升趋势



注：此处为还原运费口径

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

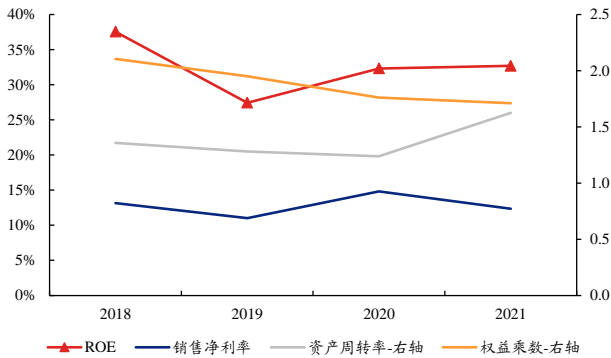
图 84、公司净利率呈现波动



注：此处毛利率、费用率均为还原运费口径后

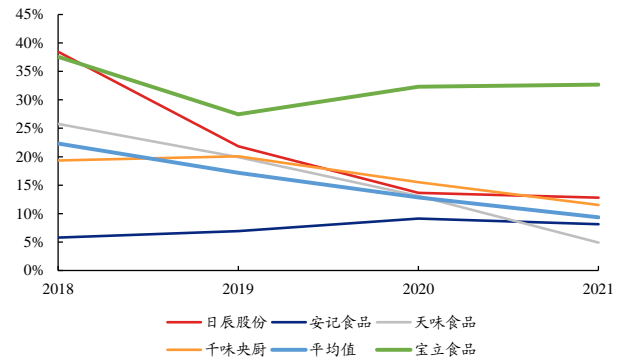
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 85、公司 ROE 受净利率影响较大



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

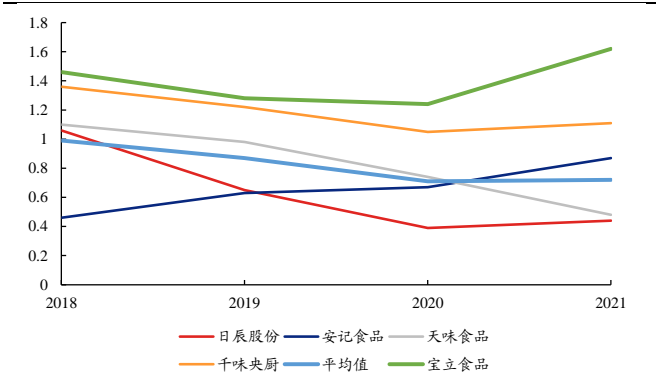
图 86、公司 ROE 高于行业平均水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

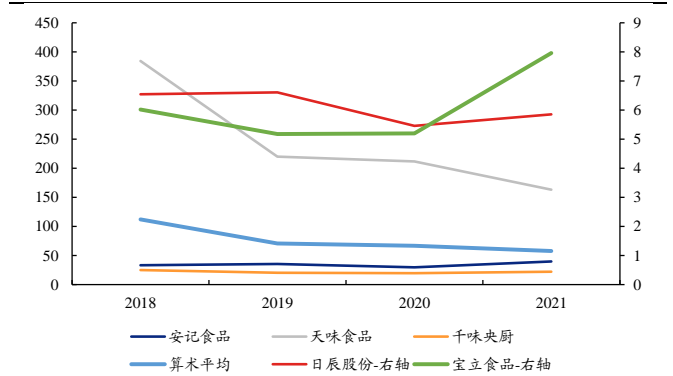
**宝立资产营运能力较强。**公司直销占比高，给予大客户一定账期，应收账款周转率接近模式类似的日辰股份；以销定产，存货周转率逐年提高，与同业对比处于行业均值水平；固定资产周转率逐年提高，逐渐高于可比公司均值。公司资产周转能力较强，总资产周转率高于可比公司，主要系公司创新驱动，产品持续推新，不断深化与客户合作，并拓展新客户，同时扩充产品品类，布局轻烹食品赛道，销售再添新增长点。

图 87、公司总资产周转率高于行业均值



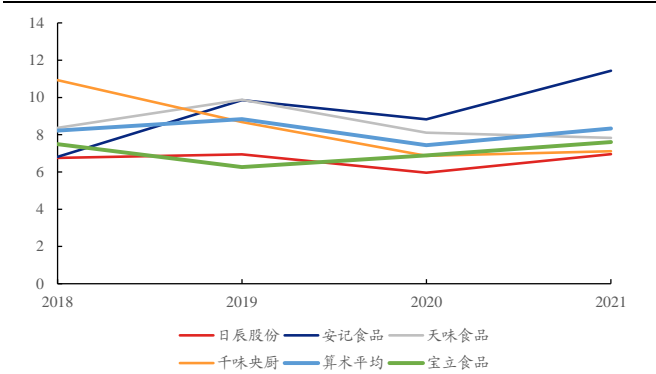
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 88、公司应收账款周转率与日辰股份接近



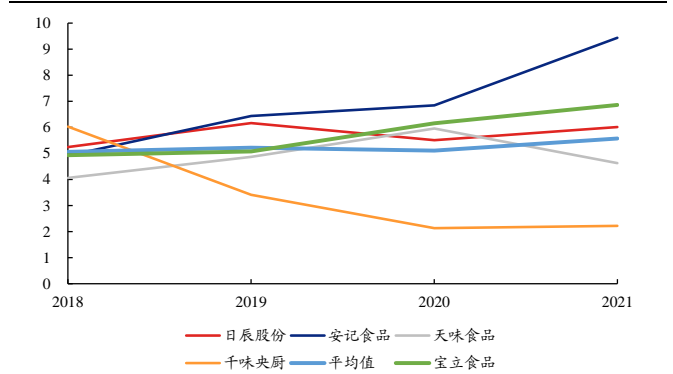
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 89、公司存货周转率逐步提高，处于行业平均水平



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 90、公司固定资产周转率不断提升，高于行业均值

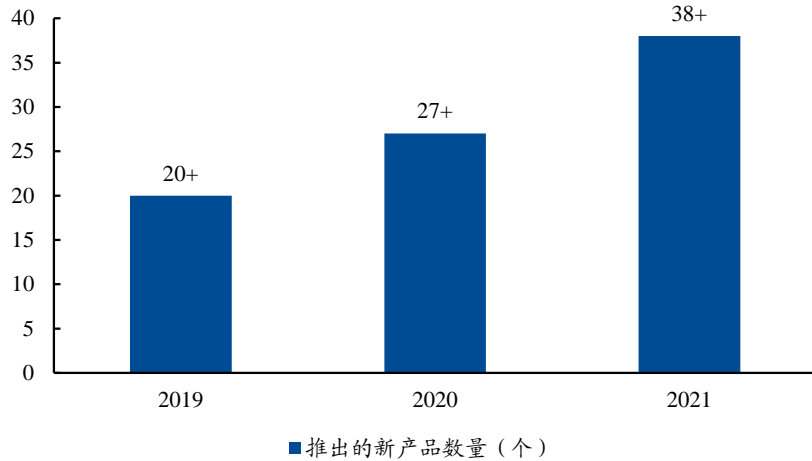


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.5、定制端美誉口口相传，研发持续投入夯实硬实力

**自主研发优势领先，产品持续创新。**公司建立了完善的研发体系，设有专门的研发部，负责技术和产品研发工作，包括产品研发组、基础研发组、技术管理组、产品应用组和包装设备工艺组，围绕调味品的口味、生产工艺和流程等，开展信息收集、数据分析、分析检验、工艺设计等工作。研发团队以市场为导向，以加强技术创新、提供满足客户需求和顺应市场潮流的产品为理念，对餐饮市场和终端消费者持续追踪和分析，不断推出新品，满足了客户的多样化需求。

图 91、2019-2021 年公司不断推出新产品

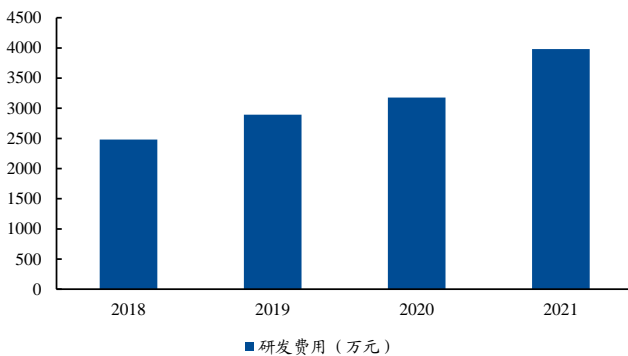


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**研发支出持续增加，研发人员激励充分，团队实力被广泛认可。**

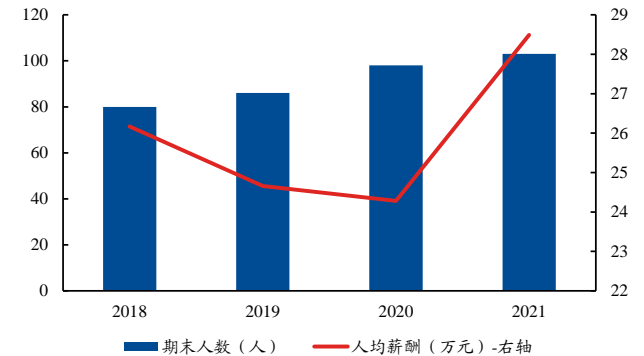
- ✓ 研发费用投入持续提升：从 2018 年的 2480.93 万元增长至 2021 年的 3981.75 万元，营收快速增长导致研发费用率从 2018 年的 3.49% 下降至 2021 年的 2.52%，但仍位于行业前列。
- ✓ 研发团队不断扩充：由 2018 年末的 80 人增加至 2021 年末的 103 人。同时，公司建立《研发人员绩效考核制度》，对在研发中有创造性贡献的研发团队以及研发人员激励充分，调动了研发人员的积极性。从费用构成来看，研发费用中职工薪酬占比最大，2021 年占比 71.91%。从薪酬绝对量来看，2019 年人均薪酬减少主要系新职员入职影响，2020 年波动较小主因社保减免政策，2021 年人均薪酬提升主要系业绩涨幅较高，员工奖金增长。
- ✓ 研发团队实力受到广泛认可和好评：公司及公司主要团队人员多次被客户授予优质供应商相关荣誉，如百胜中国“造桥人奖”、“金锅奖”，被麦当劳授予“‘金’诚合作大奖”等。

图 92、公司研发费用持续增长



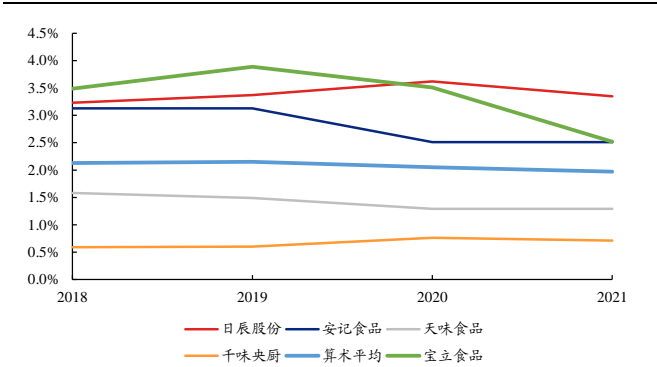
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 93、研发团队不断扩张，薪酬提升



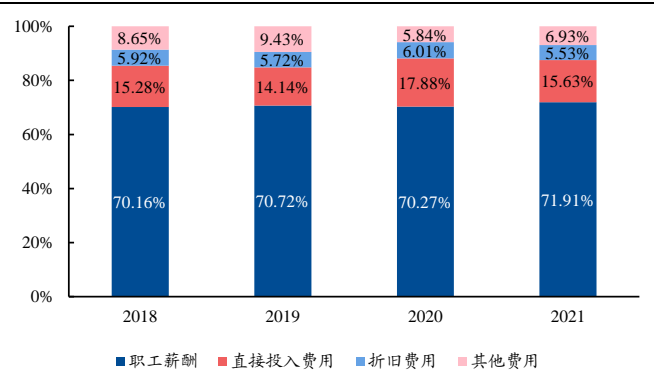
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 94、研发费用率处于行业前列



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 95、研发费用主要由职工薪酬、直接投入费用组成



资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 11、2018-2021 年公司所获荣誉

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

资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、募投项目：产能扩张保持领先地位，信息化建设提高效率

本次上市公司发行 4001 万股，占发行后总股本比例 10%，拟募集资金 3.35 亿元，主要用于嘉兴生产基地（二期）建设项目、信息化中心建设项目以及补充流动资金。项目资金使用情况如下：

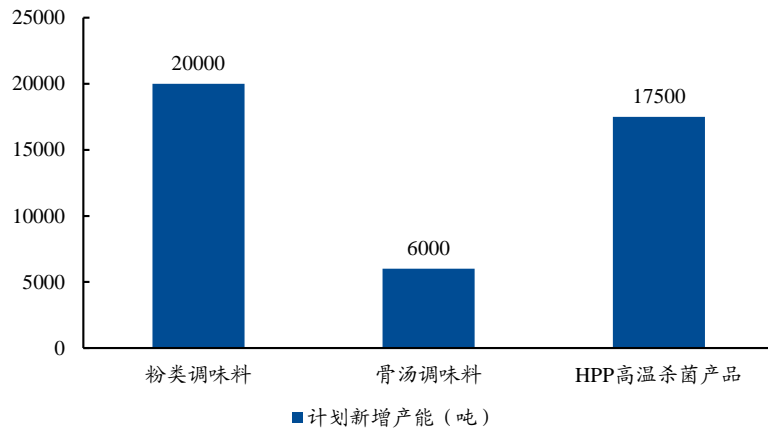
表 12、公司募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	计划利用募集资金额 (万元)
1	嘉兴生产基地（二期）建设项目	25,348.01	18,000.00
2	信息化中心建设项目	3,190.98	2,300.00
3	补充流动资金	17,461.01	13,212.73
	合计	46,000.00	33,512.73

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**完善产品结构，强化研发优势，保持领先地位。**公司在扩大现有粉类调味料产品、骨汤调味料产品的生产规模的同时，规划使用先进技术新增 HPP 高压杀菌系列新产品，优化升级产品工艺技术，有利于完善产品结构，满足市场对于复合调味品消费升级的需求，有望为公司创造新的利润增长点，提升公司盈利能力与综合竞争力。

图 96、产能建设项目进一步完善产品结构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**信息化建设提高运营效率，强化研发管理。**信息化中心建设主要包括信息化中心内部空间改造、装饰装修与信息化系统的部署。信息化中心将全方位改善办公环境，调动工作积极性，提高整体工作效率。信息化系统建设包括私有云部署与应用系统建设，整合企业内部各种资源，构建管理云，提高公司管理效率、降低企业经营成本。同时，构建产品研发管理平台，形成企业核心数据库，提高企业产品设计知识、历史数据、成功经验的利用率，提高产品自主研发能力和开发效率，提升企业的核心竞争力。

## 5、盈利预测与投资建议

公司深耕复合调味品二十年，产品覆盖复合调味料、轻烹料理包和饮品甜点小料等品类，存量餐饮连锁及食品加工客户稳健提升，同时拓展新的经销客户，随着募投项目的完成投产，我们预计其销售规模将进一步提升。预计 2022-2024 年公司收入为 20.57/26.40/33.13 亿元，同比增长 30.4%/28.3%/25.5%，归母净利率为 1.95/2.92/3.87 亿元，同比增长 5.2%/49.5%/32.7%，EPS 为 0.49/0.73/0.97 元。本次发行价格为 10.05 元/股，首次覆盖，予以“审慎增持”评级。

表 13、收入预测拆分

(单位: 万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	157,770.90	205,700.32	263,986.70	331,291.20
YOY	74.37%	30.38%	28.34%	25.50%
<b>分产品</b>				
<b>复合调味料</b>				
收入	84,269.03	97,878.48	123,571.58	151,251.62
YOY	28.58%	16.15%	26.25%	22.40%
占收入比重	53.41%	47.58%	46.81%	45.66%
<b>轻烹解决方案</b>				
收入	57,092.10	87,750.56	116,357.24	152,718.88
YOY	324.33%	53.70%	32.60%	31.25%
占收入比重	36.19%	42.66%	44.08%	46.10%
<b>饮品甜点配料</b>				
收入	15,532.90	18,755.97	22,216.45	24,926.86
YOY	40.45%	20.75%	18.45%	12.20%
占收入比重	9.85%	9.12%	8.42%	7.52%
<b>其他业务</b>				
收入	876.87	1,315.30	1,841.42	2,393.85
YOY	104.73%	50%	40%	30%
占收入比重	0.56%	0.64%	0.70%	0.72%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、风险提示

**收购厨房阿芬后整合不及预期。**2021 年 3 月，公司完成收购厨房阿芬 75% 股权，公司结合自身的战略发展规划，推动与厨房阿芬的整合，但存在业务整合进度和效果不达预期的风险，可能影响公司的经营与发展。

**原材料价格上涨。**公司直接材料占营业成本的 75% 以上，生产所需原材料包括面粉、白砂糖等大宗农产品，及榴莲、蓝莓等进口蔬果产品，大宗原材料及进口价格的大幅上涨都将直接影响公司盈利。

**茶饮连锁受疫情影响经营不及预期。**公司配料类下游客户多为茶饮连锁品牌，如喜茶等，疫情影响下连锁同店经营存在压力，导致配料订单需求大幅下降。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	536	800	1166	1637
货币资金	100	155	367	650
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	213	359	441	544
预付款项	26	32	42	51
存货	184	241	302	376
其他	14	13	14	15
<b>非流动资产</b>	580	554	545	535
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	314	355	365	359
在建工程	116	58	29	15
无形资产	79	86	94	102
商誉	31	17	19	21
长期待摊费用	4	5	5	5
其他	35	33	33	33
<b>资产总计</b>	1116	1354	1711	2171
<b>流动负债</b>	341	374	422	481
短期借款	87	79	79	80
应付票据及应付账款	133	193.60	238.06	294.49
其他	121	101	105	106
<b>非流动负债</b>	98	102	111	113
长期借款	53	64	71	73
其他	45	39	40	40
<b>负债合计</b>	438	476	533	594
股本	360	400	400	400
资本公积	38	-2	-2	-2
未分配利润	240	429	715	1091
少数股东权益	25	30	39	51
<b>股东权益合计</b>	678	878	1178	1577
<b>负债及权益合计</b>	1116	1354	1711	2171

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	185	195	292	387
折旧和摊销	0	17	19	20
资产减值准备	0	3	2	2
资产处置损失	0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	6	6	7
投资损失	0	-2	-2	-2
少数股东损益	9	5	8	12
营运资金的变动	0	-168	-108	-133
<b>经营活动产生现金流量</b>	179	49	219	292
<b>投资活动产生现金流量</b>	-110	10	-8	-7
<b>融资活动产生现金流量</b>	-34	-4	1	-3
现金净变动	34	55	212	282
现金的期初余额	66	100	155	367
现金的期末余额	100	155	367	650

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1578	2057	2640	3313
营业成本	1085	1452	1822	2262
税金及附加	10	14	17	22
销售费用	144	187	241	301
管理费用	52	80	94	116
研发费用	40	63	78	97
财务费用	4	6	6	7
其他收益	14	7	7	8
投资收益	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-5	-5	-5	-5
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	252	257	385	512
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	248	255	383	510
所得税	54	55	83	110
<b>净利润</b>	195	200	300	399
少数股东损益	9	5	8	12
<b>归属母公司净利润</b>	185	195	292	387
<b>EPS(元)</b>	0.46	0.49	0.73	0.97

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	74.4%	30.4%	28.3%	25.5%
营业利润增长率	46.7%	2.1%	49.9%	32.9%
归母净利润增长率	38.2%	5.2%	49.5%	32.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	31.2%	29.4%	31.0%	31.7%
净利率	12.3%	9.7%	11.4%	12.1%
ROE	28.4%	23.0%	25.6%	25.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.3%	35.2%	31.2%	27.4%
流动比率	1.57	2.14	2.76	3.40
速动比率	1.03	1.49	2.05	2.62
<b>营运能力</b>				
资产周转率	162.5%	166.6%	172.3%	170.7%
应收帐款周转率	796.3%	730.9%	671.0%	683.5%
存货周转率	737.4%	662.1%	648.9%	645.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.46	0.49	0.73	0.97
每股经营现金	0.45	0.12	0.55	0.73
每股净资产	1.63	2.12	2.85	3.82
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-	-	-	-
PB	-	-	-	-

**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登记为证券分析师，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。

**投资评级说明**

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**信息披露**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**使用本研究报告的风险提示及法律声明**

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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**

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

**兴业证券研究**

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn