

# 宝立食品 (603170.SH)

## 复调速食齐头并进，多点花开可期

定制复调赛道龙头，探索速食领域新突破。公司成立于2001年，产品包括复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料，主要以直销模式为餐饮及食品工业企业提供定制化的风味及产品解决方案。在业务规模壮大过程中，公司已与百胜中国、麦当劳、德克士、圣农食品等国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系，为百胜T1供应商。2021年3月，宝立收购热门意面品牌“空刻”运营主体——厨房阿芬75%的股权，向C端市场进军，改变了过去靠B端市场“单腿”走路的格局，促进收入利润高速增长。2021年，公司共实现营业收入15.8亿元，同比增长74.4%；实现归母净利润1.85亿元，同比+38.2%。

**齐头并进，复调+速食均处高速增长赛道。**1) B端：定制调味品空间广阔。由于餐饮客户价格敏感度低，更换复调供应商转换成本较高影响，定制复调在B端发展存在一定先发优势。随着餐饮连锁化率提升、外卖市场发展，定制复调行业发展空间广阔，预计2030年市场空间有望达2760亿元，未来十年CAGR约10%；2) C端：速食意面开创速食市场新机遇。“空刻意面”的推出成功掀起速食意面热潮，让消费者在家只需花费约15min便可得到一份不输餐厅品质的意面，且产品价格优惠(20-30元)。因此，凭借健康方便、性价比高等优点，速食意面快速放量。预计速食意面行业规模约45亿，其中空刻龙头优势显著，市占率约10%。

**公司亮点：B端复调稳定增长，C端速食贡献弹性。**1) 从渠道来看：公司与百胜等B端大客户的合作稳定，龙头优势显著，未来增量源于存量大客户自身增长+产品渗透率提升+增量客户挖掘；公司在C端已逐步站稳脚跟，空刻意面产品正处于享受品牌优势红利及行业快速扩充的高速增长期。2) 从产品及管理来看：公司多年发展积累的产品创新研发能力以及领先的管理能力将助力公司进一步获取市场份额，提升行业话语权。3) 从产能来看：现阶段公司拥有上海松江、金山、山东和浙江嘉兴四大生产基地，产能合计9.9万吨。公司此次募资建设嘉兴二期，建成后预计新增年产能4.35万吨，有望缓解部分产品旺季产能不足的现状，发挥规模效应。

**投资建议：**我们预计2022-2024年公司分别实现营业收入19.6/24.1/29.3亿元，分别同比24.4%/22.8%/21.6%，预计2022-2024年公司归母净利润2.0/2.6/3.4亿元，同比增速分别为6.6%/33.4%/29.2%。参考可比公司分部估值法，我们预计公司2023年对应合理市值区间为103-116亿元，对应合理估值39-44X，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险，行业增速不及预期，大客户流失风险，客户拓展不及预期，行业竞争加剧

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	905	1,578	1,963	2,410	2,932
增长率 yoy (%)	21.8	74.4	24.4	22.8	21.6
归母净利润(百万元)	134	185	198	264	341
增长率 yoy (%)	64.6	38.2	6.6	33.4	29.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.34	0.46	0.49	0.66	0.85
净资产收益率(%)	27.7	28.7	16.3	17.9	19.0
P/E(倍)	30.0	21.7	20.3	15.2	11.8
P/B(倍)	8.3	6.2	3.2	2.7	2.2

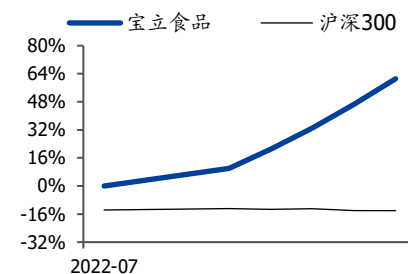
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年7月22日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	调味发酵品
7月22日收盘价(元)	23.31
总市值(百万元)	9,324.23
总股本(百万股)	400.01
其中自由流通股(%)	10.00
30日日均成交量(百万股)	1.07

#### 股价走势



#### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

研究助理 吴思颖

执业证书编号: S0680121120020

邮箱: wusiyang@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	380	536	1081	1298	1595	<b>营业收入</b>	905	1578	1963	2410	2932
现金	66	100	587	661	866	营业成本	644	1085	1336	1621	1953
应收票据及应收账款	189	213	287	327	420	营业税金及附加	6	10	13	16	19
其他应收款	1	2	1	2	2	营业费用	20	144	236	284	343
预付账款	16	26	26	37	40	管理费用	30	52	67	80	94
存货	101	184	168	259	255	研发费用	32	40	50	61	74
其他流动资产	7	12	12	12	12	财务费用	4	4	1	-5	-10
<b>非流动资产</b>	446	580	664	777	865	资产减值损失	-4	-5	-6	-8	-10
长期投资	0	0	-14	-17	-20	其他收益	5	14	6	6	6
固定资产	146	314	387	467	548	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	65	79	97	115	129	投资净收益	2	3	3	3	3
其他非流动资产	235	186	194	213	208	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	826	1116	1745	2075	2460	<b>营业利润</b>	172	252	276	370	477
<b>流动负债</b>	232	341	362	414	439	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	62	87	87	87	87	营业外支出	0	3	3	2	2
应付票据及应付账款	90	133	141	191	209	<b>利润总额</b>	171	248	274	369	475
其他流动负债	80	121	134	136	142	所得税	37	54	64	87	107
<b>非流动负债</b>	109	98	93	89	82	<b>净利润</b>	134	195	210	282	368
长期借款	81	53	49	44	38	少数股东损益	0	9	12	18	27
其他非流动负债	29	45	45	45	45	<b>归属母公司净利润</b>	134	185	198	264	341
<b>负债合计</b>	341	438	455	503	521	EBITDA	195	276	303	400	514
少数股东权益	2	25	37	55	82	EPS (元/股)	0.34	0.46	0.49	0.66	0.85
股本	360	360	400	400	400						
资本公积	38	38	400	400	400						
留存收益	84	254	464	746	1114						
归属母公司股东权益	482	652	1252	1516	1857						
<b>负债和股东权益</b>	826	1116	1745	2075	2460						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	131	179	198	226	342
净利润	134	195	210	282	368
折旧摊销	20	25	34	44	55
财务费用	4	4	1	-5	-10
投资损失	-2	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-30	-51	-46	-93	-69
其他经营现金流	6	9	2	1	2
<b>投资活动现金流</b>	-135	-110	-117	-155	-142
资本支出	119	154	93	117	94
长期投资	1	75	14	3	3
其他投资现金流	-14	119	-10	-35	-45
<b>筹资活动现金流</b>	27	-34	406	3	5
短期借款	-27	25	0	0	0
长期借款	65	-28	-4	-4	-7
普通股增加	60	0	40	0	0
资本公积增加	-15	0	362	0	0
其他筹资现金流	-55	-32	9	7	12
<b>现金净增加额</b>	24	34	487	74	205

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	21.8	74.4	24.4	22.8	21.6
营业利润 (%)	52.6	46.7	9.8	33.9	28.9
归属母公司净利润 (%)	64.6	38.2	6.6	33.4	29.2
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	28.8	31.2	31.9	32.7	33.4
净利率 (%)	14.8	11.8	10.1	10.9	11.6
ROE (%)	27.7	28.7	16.3	17.9	19.0
ROIC (%)	21.0	23.5	14.3	16.0	17.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	41.3	39.3	26.1	24.3	21.2
净负债比率 (%)	21.8	12.4	-30.9	-30.2	-35.3
流动比率	1.6	1.6	3.0	3.1	3.6
速动比率	1.1	0.9	2.4	2.4	2.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.6	1.4	1.3	1.3
应收账款周转率	5.1	7.8	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	7.8	9.8	9.8	9.8	9.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.34	0.46	0.49	0.66	0.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.33	0.45	0.49	0.56	0.86
每股净资产 (最新摊薄)	1.21	1.63	3.13	3.79	4.64
<b>估值比率</b>					
P/E	30.0	21.7	20.3	15.2	11.8
P/B	8.3	6.2	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	21.1	15.0	12.1	9.0	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 22 日收盘价

## 内容目录

一、公司概况：领跑复调，探索速食新突破 .....	6
1.1 复调领先企业，多元发展进行时 .....	6
1.2 财务投资控股，管理层经验丰富 .....	6
1.3 定制复调服务 B 端，意面创 C 端增量 .....	8
二、行业：复调+速食并驾齐驱 .....	12
2.1 B 端：长坡厚雪，定制调味品空间广阔 .....	12
2.1.1 驱动因素：餐饮连锁大势所驱，外卖市场蓬勃发展 .....	14
2.1.2 空间：2030 年定制复调空间约 2760 亿元 .....	16
2.2 C 端：后起之秀，意面开创速食市场新机遇 .....	17
2.2.1 顺应消费趋势，方便食品需求高增 .....	17
2.2.2 消费基础扎实，成长空间可期 .....	18
2.2.3 驱动因素：客群扩宽，健康饮食需求旺盛 .....	19
2.2.4 空间：速食意面行业规模约 45 亿元 .....	20
三、宝立亮点：B 端复调稳增长，C 端速食创弹性 .....	21
3.1 渠道：B 端先发优势显著，C 端成长可期 .....	21
3.1.1 B 端：头部客户稳定，完善经销渠道 .....	21
3.1.2 C 端：品牌优势突出，开创意面新赛道 .....	24
3.2 产品：研发经验丰富，SKU 逾千种 .....	26
3.3 管理：人均薪酬高于同业，人才吸引力足 .....	28
3.4 产能：募资扩产，增长空间可期 .....	28
四、产销模式帮助公司维持高水平 ROE .....	29
五、盈利预测及估值 .....	32
风险提示 .....	34

## 图表目录

图表 1：宝立食品发展历程 .....	6
图表 2：宝立食品股权结构图（ipo 前） .....	7
图表 3：宝立食品资本变动情况 .....	7
图表 4：宝立食品高管背景 .....	8
图表 5：公司营业收入及增速 .....	8
图表 6：公司归母净利润及增速 .....	8
图表 7：宝立食品各品类营收占比（%） .....	9
图表 8：宝立食品分产品毛利率（%） .....	9
图表 9：宝立食品（不合并厨房阿芬）主营业务毛利率（%） .....	9
图表 10：厨房阿芬主营业务毛利率（%） .....	9
图表 11：公司分产品拆分 .....	10
图表 12：公司定制产品和通用品营收（百万元） .....	10
图表 13：公司分区域营收构成（%，客户分布按注册地划分） .....	10
图表 14：2021 年宝立子公司情况（百万元） .....	11
图表 15：公司成本构成（%） .....	11
图表 16：公司原材料采购金额构成（%） .....	11
图表 17：我国复合调味品的构成 .....	12
图表 18：复合调味品分品类占比 .....	12

图表 19: 我国调料品市场规模.....	12
图表 20: 复调细分子行业规模及增速(亿元, %) .....	12
图表 21: 我国各类调味品所处生命周期.....	13
图表 22: 我国主要调味品渗透率.....	13
图表 23: 复调行业各细分品类情况 .....	13
图表 24: 主要复调企业概况 .....	13
图表 25: 复合调味品产业链 .....	14
图表 26: 我国餐饮业市场规模(亿元) .....	14
图表 27: 2019-2021 不同城市线连锁门店占当地门店数比例.....	14
图表 28: 餐饮企业及定制餐调的成本构成 .....	15
图表 29: 2018-2020 年餐饮连锁门店数量等级分布 .....	15
图表 30: 我国外卖用户规模(万人)及外卖使用率(%) .....	15
图表 31: 中国在线外卖行业市场规模.....	15
图表 32: 中美日韩复合调味品人均消费金额(美元/人) .....	16
图表 33: 2020 年中美日韩复合调味品渗透率.....	16
图表 34: 2030 年我国复合调味品 B 端规模测算.....	16
图表 35: 中国方便食品市场规模(亿元).....	17
图表 36: 中国方便食品细分市场收入(亿元)及同比变化(%).....	17
图表 37: 2020 方便速食各细分品类市场规模及增速象限.....	17
图表 38: 天猫方便面市场消费变化趋势(2020.9-2021.8).....	17
图表 39: 速食意面制作过程简单快捷.....	18
图表 40: 天猫意面市场份额占比(2020.11).....	18
图表 41: 中国意面市场规模(亿元).....	18
图表 42: 1990-2020 我国户均家庭情况.....	19
图表 43: 我国独居成人数量增加(万人) .....	19
图表 44: 我国城镇居民人均可支配收入(元) .....	19
图表 45: 消费者选购食品关注因素 .....	19
图表 46: 天猫意面市场总销售额(亿元).....	20
图表 47: 2021 天猫双 11 方便速食/速冻食品各子类目销售额(亿元).....	20
图表 48: 预包装螺蛳粉行业规模(亿元) .....	20
图表 49: 2022 天猫 618 方便速食/速冻食品榜单(含预售) .....	20
图表 50: 市面主要速食意面产品对比.....	21
图表 51: 公司分渠道营收构成(百万元, %) .....	21
图表 52: 公司已与多个大型餐饮企业达成合作关系 .....	21
图表 53: 百胜中国门店数(家)及单店销售额(百美元) .....	22
图表 54: 公司产品向百胜销售金额(万元) .....	22
图表 55: 同行可比客户大客户集中情况.....	22
图表 56: 宝立客户体量分布情况(个) .....	23
图表 57: 公司各类体量客户销售额占比(%) .....	23
图表 58: 公司前五大客户变动情况(百万元, %) .....	23
图表 59: 宝立食品非直销模式构成 .....	23
图表 60: 公司向百胜销售额占百胜原材料比重(%) .....	24
图表 61: 厨房阿芬股权结构 .....	24
图表 62: 厨房阿芬生产模式 .....	24
图表 63: 空刻意面产品.....	25
图表 64: 厨房阿芬营收及增速 .....	25
图表 65: 空刻网络营收及净利润.....	25

图表 66: 厨房阿芬产品销量及销售单价.....	25
图表 67: 热浪设计案例.....	26
图表 68: 空刻的成功因素.....	26
图表 69: 公司主要产品和竞品对比.....	27
图表 70: 同行业可比公司研发人员占总员工比例.....	27
图表 71: 同行可比公司研发费用率对比.....	27
图表 72: 同行业可比公司人均薪酬对比 (万元).....	28
图表 73: 同行业可比公司销售人员人均薪酬对比 (万元).....	28
图表 74: 募投资金使用情况.....	28
图表 75: 公司产能扩张情况.....	29
图表 76: 公司产能及产能利用率.....	29
图表 77: 宝立食品与同行业可比公司销售毛利率对比 (%).....	29
图表 78: 宝立食品与同行业可比公司营收增速对比 (%).....	29
图表 79: 宝立食品与同行业可比公司收入规模对比 (亿元).....	30
图表 80: 宝立食品与同行业可比公司期间费用率对比.....	30
图表 81: 宝立食品与同行业可比公司毛销差对比.....	30
图表 82: 宝立食品与同行业可比公司归母净利率对比.....	30
图表 83: 2021 宝立食品与可比公司销售费用拆分.....	30
图表 84: 宝立食品与同行业可比公司 ROE 对比.....	31
图表 85: 宝立食品与同行业可比公司资产负债率对比.....	31
图表 86: 宝立食品与同行业可比公司存货周转率对比.....	31
图表 87: 宝立食品与同行业可比公司应收账款周转率对比.....	31
图表 88: 主营业务拆分及假设 (百万元, %).....	32
图表 89: 分部估值表.....	33
图表 90: 可比公司估值表.....	33

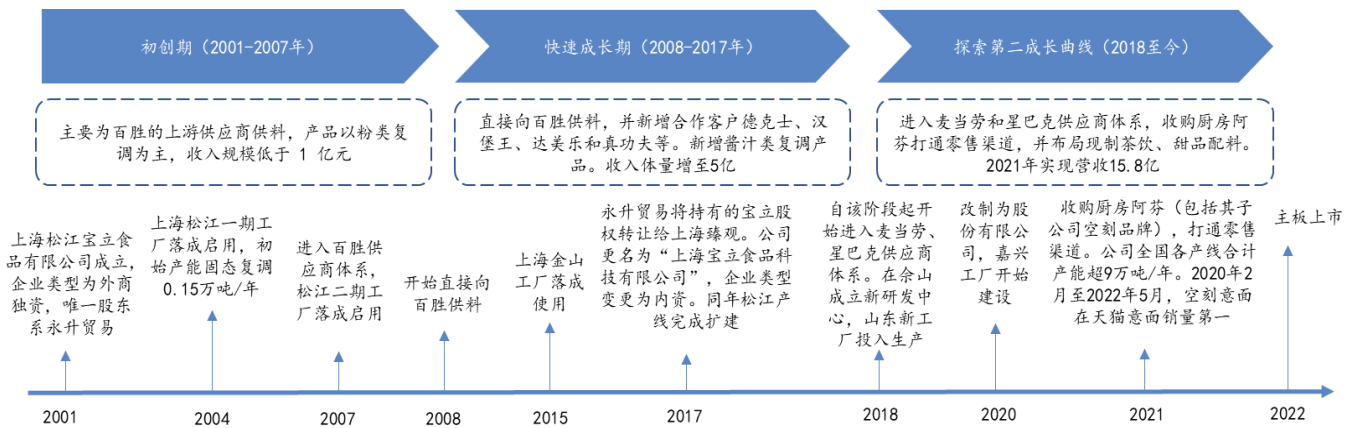
## 一.公司概况：领跑复调，探索速食新突破

### 1.1 复调领先企业，多元发展进行时

**复调起家，产品多元化升级。**公司成立于2001年，以生产复合调味品起家，经过多年积累，目前已经形成了复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料三大产品体系。在业务规模壮大过程中，公司与百胜中国、麦当劳、德克士、圣农食品等大型餐饮及食品工业企业建立了长期合作关系，建立了较高渠道壁垒。此外，公司紧跟市场需求探索新的成长曲线，如收购“厨房阿芬”打通C端，和喜茶等现制茶饮及互联网创意食品企业展开合作，产品业务逐渐多元。通过对宝立发展历程梳理，我们认为其经历了初创期、快速成长期，目前正处于创造第二成长曲线的阶段：

- 1) 初创期 (2001-2007年):** 主要为百胜的上游供应商供料，如泰森食品、正大食品和元盛食品等。产品以粉类复调为主，代表产品为黄金鸡块裹粉。此时公司处于初创阶段，产品类型相对单一，收入规模低于1亿元。生产基地主要位于上海松江。
- 2) 快速成长期 (2008-2017年):** 开始直接向百胜供料，并不断切入其他西式餐饮连锁供应链，期间公司收入体量快速增长至5亿。产品在原有粉体类基础上新增调味料、沙拉酱等酱汁复调。新增德克士、汉堡王、达美乐和真功夫等合作客户。
- 3) 创造第二成长曲线 (2018-至今):** 进入麦当劳和星巴克的供应商体系，并和喜茶等现制茶饮及互联网创意食品展开合作。目前，公司研发部门发展为近百人规模团队，积累大量的产品配方和工艺技术，并在上海、山东、浙江拥有主要生产基地，各产线合计年产能逾9万吨。此外，2021年3月，宝立不再囿于原有复调业务，斥资0.42亿元从实控人之一的沈琳涛手中收购热门意面品牌“空刻”运营主体——厨房阿芬75%的股权，向C端市场进军。此次收购促进公司收入利润双增，2022Q1轻烹食品营收占比已经达到43%，拉动综合毛利率同比提升约5pct至33.04%（若不含厨房阿芬将同比-3.9pct），成功创造第二成长曲线。

图表1：宝立食品发展历程



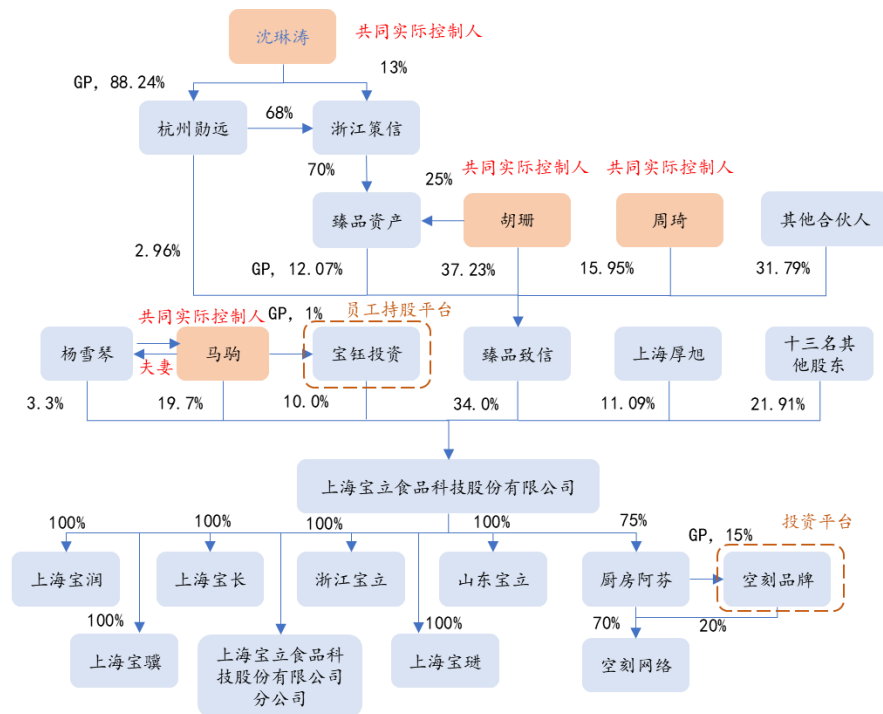
资料来源：招股说明书，公司官网，国盛证券研究所

### 1.2 财务投资控股，管理层经验丰富

**财务投资控股，员工持股激励充分。**自2001年成立至2017年底，公司一直为外商独资（港澳台）企业，唯一股东系永升贸易，实控人为马自元；2013年，马自元将其持有的永升贸易60%股份转让给其堂弟马驹（现宝立食品董事长）；2017年永升贸易又将67%的股权转让给上海臻观（沈琳涛、胡珊分别任董事长、董事），并从公司退股，价格为5.8亿元，对应公司的整体估值8.66亿元；2020年7月，上海臻观再次将34%的股权转让给臻品致信，臻品致信下沉为独立持股。目前，公司共同实控人为马驹、胡珊、周琦、

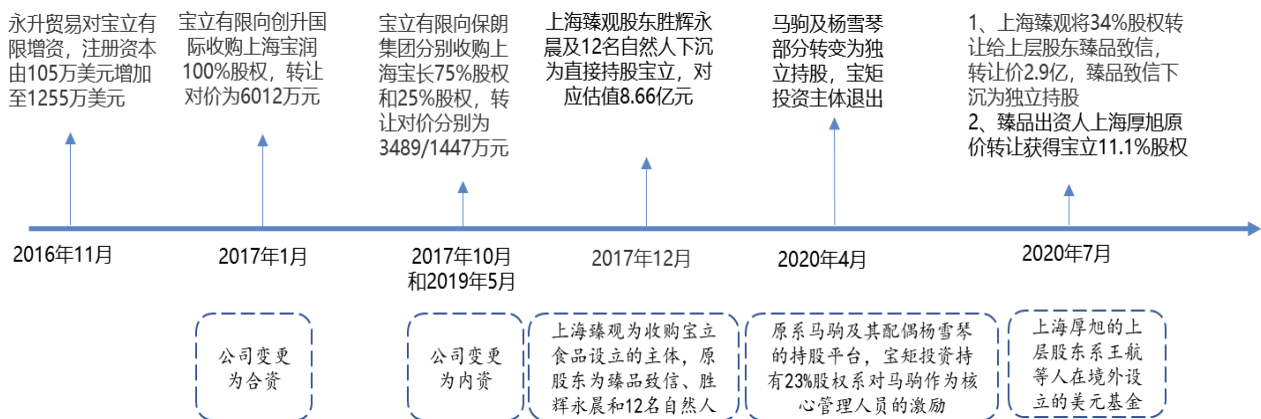
沈琳涛，发行前四人合计控制公司 67% 的股份表决权。其中，马驹任董事长全面负责公司的管理和运营，其余实控人以财务投资控股，不直接干涉经营。其他公司主要股东中，臻品致信(持股 34%)和上海厚旭(持股 11%)均为投资公司，宝钰投资(持股 10%)为公司员工持股平台。

图表 2: 宝立食品股权结构图 (ipo 前)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 3: 宝立食品资本变动情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**打造职业经理人团队, 高管经验丰富。**公司董事长马驹自宝立创立至今一直担任管理层要职, 全面负责公司的管理和运营, 历任总经理、董事, 2020年9月至今担任董事长, 管理经验丰富, 对公司发展起到关键作用。总经理何宏武为管理经验丰富的职业经理人, 专业背景极强, 曾任职于百胜(中国)及圣农发展, 2015年至今担任公司总经理, 并前后陆续招募来具有味可美、李锦记、凯爱瑞等知名调味企业从业经历的研发团队。总体而言, 公司高管均在公司任职多年, 管理层稳定, 且经验丰富。

图表4: 宝立食品高管背景

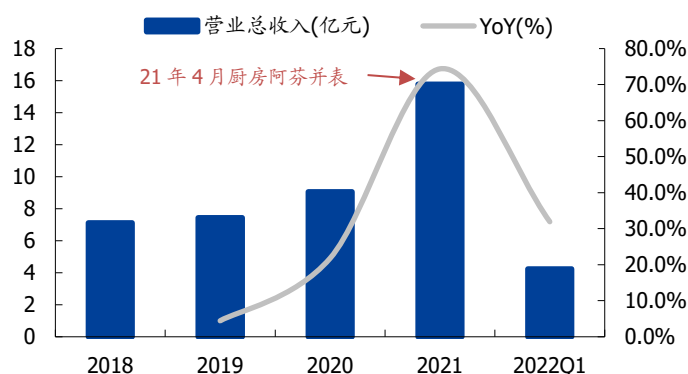
高管姓名	职位	学历及从业经历	入职时间	持股比例
马驹	董事长	硕士学历, 1985-1995 任安庆市燎原化工工业业务员; 1995-1997 任上海基快富贸易经理(调味料企业), 1997-2001 任上海保立食品有限公司总经理, 2002-2020 年 9 月任宝立食品总经理、董事, 2020 年 9 月至今, 任宝立食品董事长	2002	19.7%
沈淋涛	副董事长	本科学历, 曾任和瑞控股风控总监、浙江钛和投资总监兼董事, 现兼任浙江策信董事长	2017.12	3.0%
胡珊	董事	本科学历, 曾任深圳美丽生态股份证券部总经理、深圳龙虎鑫投资董事长, 现兼任上海磐瑞投资总经理	2017.12	12.7%
周琦	董事	硕士学历, 曾任上海逸祺投资副总经理, 现兼任上海逸启企业发展有限公司执行董事	2017.12	5.4%
何宏武	董事、总经理	本科学历, 曾任担任百胜(中国)投资有限公司研发部副总监、圣农发展副总裁、中慧食品总经理	2015	3.0%
任铭	董事、财务总监、董秘	本科学历, 曾任浙江中瑞江南会计师事务所部门经理、浙江策信投资经理	2018.7	
杨哲	副总经理	硕士学历, 2013-今, 任公司销售总监; 2020-今, 任公司副总经理	2013.4	
梁冬允	副总经理	硕士学历, 曾任味可美(广州)高级研发员、联合利华(中国)食品有限公司研发经理、任亨氏(中国)技术经理; 2007-今, 任公司研发总监; 2020-今, 任公司副总经理	2007.3	

资料来源: 招股说明书, 公司官网, 国盛证券研究所

### 1.3 定制复调服务 B 端, 意面创 C 端增量

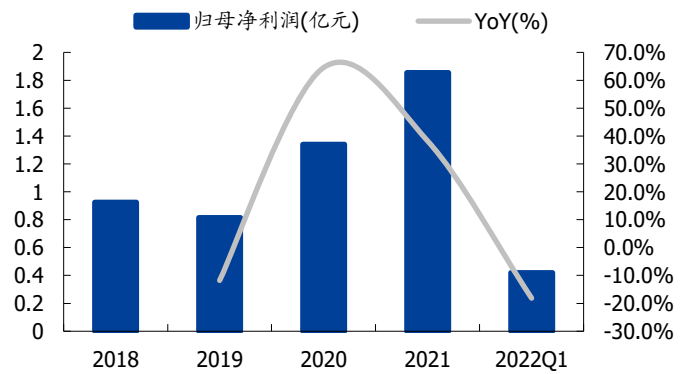
定制化产品服务 B 端客户, 速食意面创造 C 端增长点。2018-2021 年公司营收及归母净利润 CAGR 分别为+30.4%/+26.1%, 增长迅速。2021 年, 公司共实现营收 15.8 亿元, 同比+74.4%; 归母净利润 1.85 亿元, 同比+38.2%。2022Q1, 受在厨房阿芬并表及国内疫情影响下, 公司实现营收 4.2 亿元, 同比+31.9% (剔除阿芬并表影响收入同比-1.13%), 实现归母净利润 4185.8 万元, 同比-18.1%。预计 2022H1 公司实现营收 8.5-9.3 亿元, 同比增长 18%-30%; 实现扣非归母净利润 7,300-8,300 万元, 同比减少 17%-6%。

图表5: 公司营业收入及增速



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表6: 公司归母净利润及增速



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

分产品来看: 复调稳定增长, 轻烹贡献弹性。公司产品主要包括复合调味品、轻烹解决方案和饮品甜点配料三大类, 2021 年分别贡献营收 8.43/5.71/1.55 亿元, 同比+28.6%/+324.3%/+40.5%, 占公司主营收入比例分别为 53.7%/ 36.4%/ 9.9%。公司整体毛利率水平基本稳定, 2019-2021 分别为 33.5% / 28.9% / 31.3% (考虑运费口径

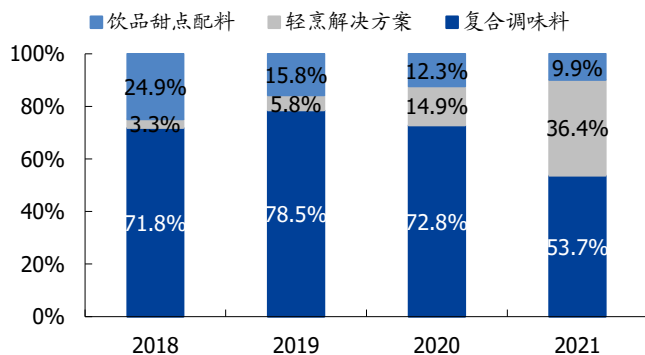
影响), 复调/轻烹/饮品甜点配料产品 2021 年毛利率分别为 24.6%/42.8%/26.1%。其中, 轻烹毛利率高系厨房阿芬通过零售渠道面向 C 端消费者销售, 价格高于 B 端产品, 因此轻烹产品占比提升带动公司整体毛利率水平有所提升。受原材料成本及物流成本上涨影响, 2022Q1 在不合并厨房阿芬情形下, 公司毛利率同比-3.9pct (并表后+5pct),

**1) 复调产品: 核心产品, 依靠行业增长及渠道开展。**营收占比在 50%以上, 近三年 CAGR 为 18%, 主要得益于销量增长。从量上看: 在原有餐饮连锁客户和食品工业企业持续增长的同时, 公司在新渠道、新产品的开展成效显著, 如新奥尔良风味腌料裹粉等产品销量持续稳定增长, 同时新开发的咸蛋黄干酪调味酱、薄荷酸奶风味酱等产品也迅速放量;从价上看: 受产品结构调整, 复调产品价格有所下降。如 2020 年受浆粉、黑胡椒酱、番茄沙司等低价产品占比增加影响, 复调产品价格同比-7.2%; 2021 年在猫山王榴莲汉堡酱、黑椒蘑菇汉堡酱等高价产品占比下降等因素影响下, 复调产品价格再次下降 6.3%。

**2) 轻烹解决方案: 收入增长迅速, 空刻意面贡献主要增量。**因收购厨房阿芬影响, 2018-2021 年, 公司轻烹产品营收迅速由 0.23 亿元提升至 5.71 亿元, CAGR 高达+189.7%, 占总营收的比重也由 3.3%快速增至 36.4%。从量上看: 2020 年公司主要为厨房阿芬旗下的“空刻意面”提供料理酱包等产品, 2021 年 4 月并表阿芬后持续充分受益于意面产品高速增长;从价上看: 随意面、捞饭和捞面等轻烹食品并表, 此类产品售价较公司产品价格更高, 从而拉高了轻烹产品的平均价格。

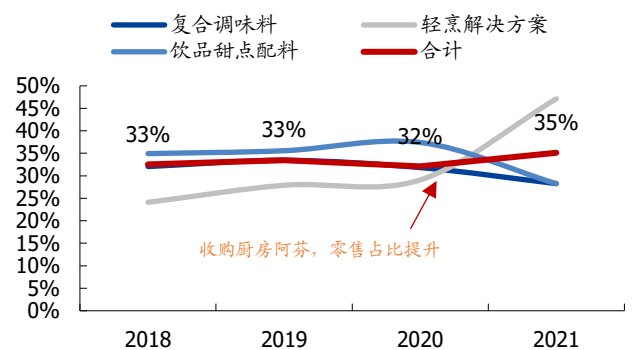
**3) 饮品甜点配料: 受大客户阶段性定制影响较大。**2018-2021 公司甜点配料产品营收由 1.76 亿元下降为 1.55 亿元, CAGR 为-4%。由于公司约 60%的配料类产品均销售给百胜中国, 因此受大客户阶段性的定制需求影响较大, 如 2021 年公司为百胜新研发圣代用智利车厘子复合果酱等数十种定制化产品, 助力公司当年配料产品销量大幅上升。随着 2021 年上半年公司新开拓喜茶等茶饮客户, 单一大客户依赖度较高的压力将有所缓解。

图表 7: 宝立食品各品类营收占比 (%)



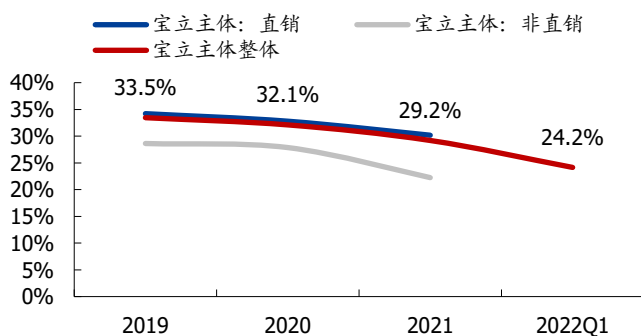
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 8: 宝立食品分产品毛利率 (%)



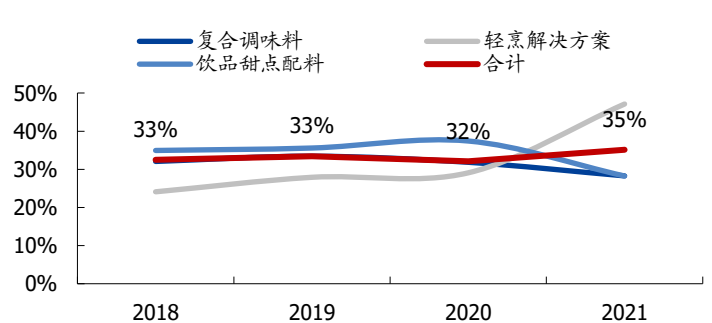
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所 注: 不考虑运输费用影响

图表 9: 宝立食品 (不合并厨房阿芬) 主营业务毛利率 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 10: 厨房阿芬主营业务毛利率 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 11: 公司分产品拆分

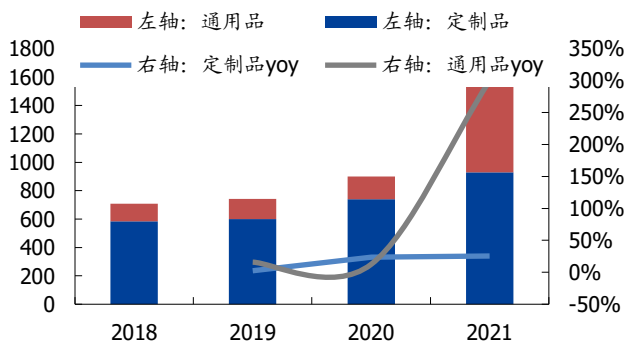
产品		2018	2019	2020	2021	2019yoy	2020yoy	2021yoy	2018-2021CGAR
复合调味品	收入(百万)	508.2	581.6	655.4	842.7	14.4%	12.7%	28.6%	18%
	量(百吨)	380.4	427.6	519.4	713.0	12.4%	21.5%	37.3%	23%
	价(百元/吨)	133.6	136.0	126.2	118.2	1.8%	-7.2%	-6.3%	-4%
轻烹解决方案	收入(百万)	23.5	42.7	134.5	570.9	81.7%	215.3%	324.3%	190%
	量(百吨)	6.4	14.6	41.9	146.3	129.5%	186.6%	249.3%	184%
	价(百元/吨)	369.1	292.1	321.3	390.4	-20.9%	10.0%	21.5%	2%
饮品甜点配料	收入(百万)	175.9	116.8	110.6	155.3	-33.6%	-5.4%	40.4%	-4%
	量(百吨)	97.8	55.5	54.8	75.9	-43.2%	-1.3%	38.5%	-8%
	价(百元/吨)	179.9	210.4	201.9	204.7	17.0%	-4.1%	1.4%	4%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**分销售模式来看: 定制为主, 通用品占比提升显著。**定制品: 指公司根据客户特点口味及包装等定制化需求生产的产品, 客群主要为餐饮连锁企业和大型食品工业企业, 主要用于直销渠道; 通用品: 主要指公司自有品牌“宝立客滋”产品以及其他销往不定向客户的通用产品, 主要面向调味料贸易商和中小餐饮连锁企业销售, 主要用于非直销渠道。2020年前, 公司定制品营收占比始终维持在80%以上, 但2021年公司定制品的营收占比迅速降低至58.7%, 主要系公司收购厨房阿芬后, 轻烹食品空刻意面作为标准化通用品销售。

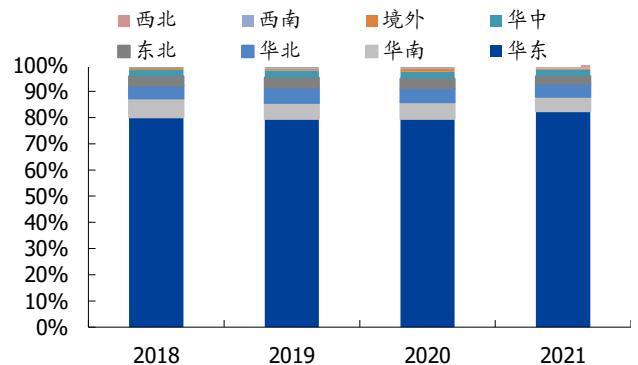
**分销售区域来看:** 公司销售区域按照客户注册地划分, 因此华东市场收入占比较高, 常年维持在80%左右, 主要系最大直营客户百胜注册地归属华东地区。但实际而言, 公司产品在全国范围内均匀覆盖。

图表 12: 公司定制品和通用品营收(百万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 13: 公司分区域营收构成(%, 客户分布按注册地划分)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**分子公司来看:** 由于空刻及捞面捞饭产品主要渠道为电商平台, 现在正处于费用投放抢占市场阶段, 因而厨房阿芬及空刻网络的净利率水平低于公司。随着品牌效应加强, 费用投放精准度提高, 消费者黏性增强后, 阿芬及空刻有望实现与其他传统业务相近的净利率水平。

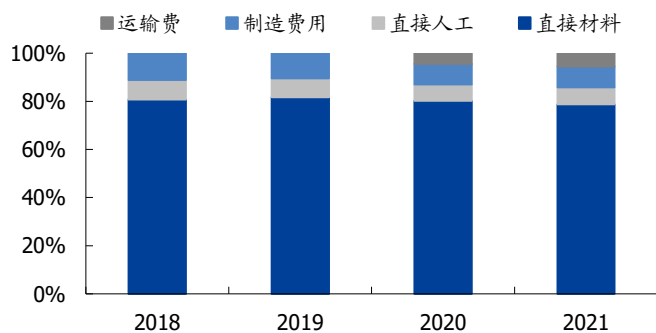
图表 14: 2021 年宝立子公司情况 (百万元)

公司	持股比例	总资产	净资产	营收	净利润	净利率	主要业务	成立时间
上海宝润	100%	351.2	161.6	493.9	71.4	14.5%	从事酱类复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料的生产、销售	2011.11
上海宝长	100%	97.9	16.9	31.3	0.6	1.9%	受托加工酱类复合调味料	2005.11
山东宝立	100%	53.4	21.2	123.6	10.2	8.3%	粉类复合调味料(包含面包糠)等产品的生产、销售	2017.08
浙江宝立	100%	349.7	39.3	64.6	10.0	15.4%	2018 年公司在嘉兴新设子公司, 浙江宝立嘉兴生产基地已陆续建成投产	2018.09
厨房阿芬 (合并口径, 含空刻网络)	75%	122.5	54.8	498	19.4	3.9%	主营业务为轻烹食品的销售, 主要产品为厨房阿芬捞饭和捞面系列产品、旗下空刻网络的空刻意面	2012.08
空刻网络	厨房阿芬持有 70% 股份	109.3	42.3	458.3	28.5	6.2%	2020 年 3 月由厨房阿芬新设, 专门从事空刻意面产品的运营。马驹之子马扬帆在空刻网络任职	2020.03
空刻品牌	厨房阿芬出资 15%	1.0	0.7	-	0.0	-	主要系持股平台, 无生产经营业务, 马扬帆持有空刻品牌 10% 股权	2020.04
上海宝骥		4.7	4.6	1.0	-0.4	-	主营业务为餐饮经营和管理服务	2020.01
上海宝璜	100%			-			定位成公司体系内专门原材料采购的主体	2022.01
公司整体		1116.0	360.0	1577.7	185.4	12.4%		

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

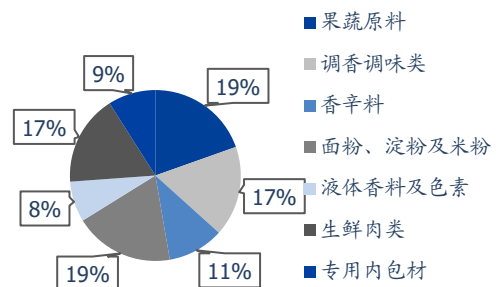
从成本构成来看: 原材料品种较为分散, 成本把控力较强。从成本构成来看, 原材料为公司最重要的成本构成部分, 占总成本比重约为 80%。其中, 公司采购的核心原材料包括果蔬原料、面粉及淀粉、调香调味类、生鲜肉类等, 各主要原材料的采购额较为均衡, 占比基本 10%-20%之间, 且不同原料价格之间的价格变动通常呈此起彼伏态势, 因此单一原料波动上对公司总体成本不会产生剧烈冲击。

图表 15: 公司成本构成 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 16: 公司原材料采购金额构成 (%)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 二、行业：复调+速食并驾齐驱

### 2.1 B端：长坡厚雪，定制调味品空间广阔

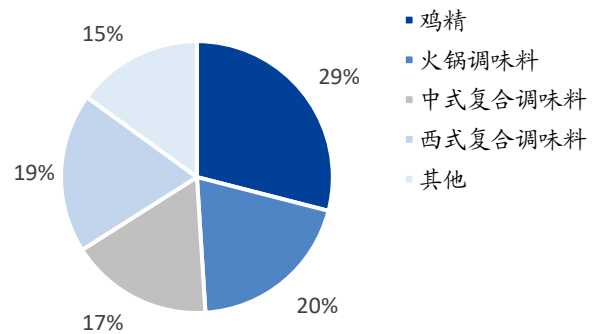
品类繁多，调味品优质细分赛道。区别于单一调味料(酱油、醋、盐等基础调味料)，复合调味品指用两种或两种以上的调味品配制，经过进一步加工后使其具备特殊风味的调味料。其细分赛道众多，根据品类可分为鸡精、火锅底料、中式复合调味料及西式复合调味料等。其中鸡精份额位居第一，占比29%，火锅底料作为领域快增速赛道，已成长为复合调味品第二大品类。较单一调味品而言，复调产品口感更为丰富，标准化程度更高，大幅提升了烹饪效率，逐渐成为新兴餐饮和家庭消费一大刚需产品。

图表 17: 我国复合调味品的构成



资料来源：各公司官网，国盛证券研究所

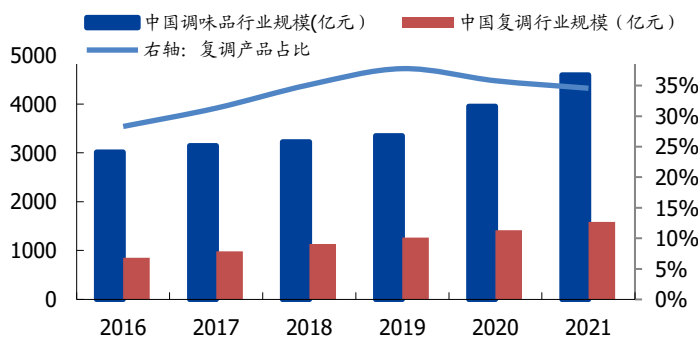
图表 18: 复合调味品分品类占比



资料来源：沙利文，国盛证券研究所

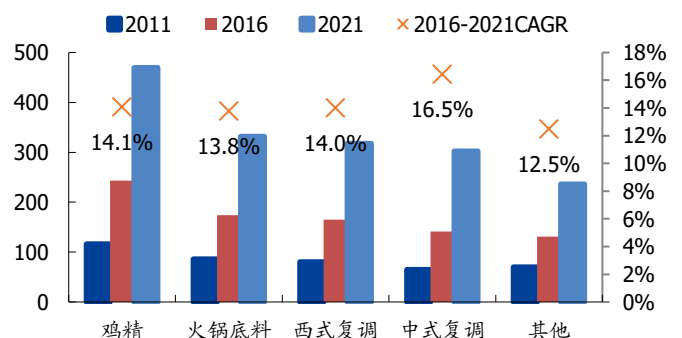
行业尚处导入期，占调味品行业比重逐步上升。作为调味品行业的消费升级方向，近年来复合调味料市场不断扩大。据艾媒咨询数据，2021年我国调味品行业整体规模为4594亿元，2016-2021年CAGR为8.8%。其中，基础调味品CAGR为6.8%，而对应的复调市场规模由2016年的654亿元增长至2021年的1588亿元，CAGR达13.2%，高于调味品行业整体增速及基础调味品增速。因此，复合调味品凭借其功能化、营养化、便捷化、口味稳定的多重优势，促使调味品行业由基础调味品向复合调味品快速迭代发展，2016-2021年复合调味料占整体调味品规模的比重从28.3%快速提升至34.6%，复合调味品行业进入高速导入期。

图表 19: 我国调味品市场规模



资料来源：艾媒咨询，国盛证券研究所

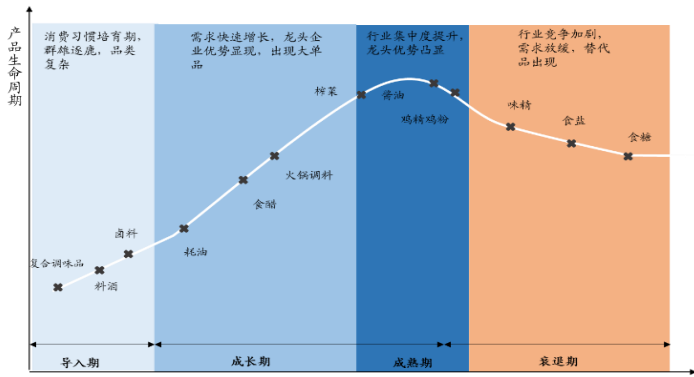
图表 20: 复调细分子行业规模及增速(亿元, %)



资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

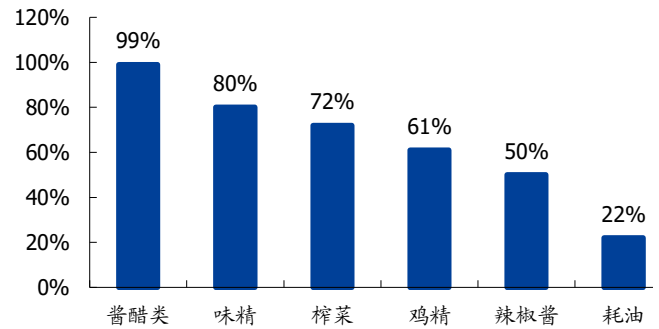
复调竞争加剧，市场格局分散。近年来复调行业高景气态势、生产门槛并不高等特点，

图表 21: 我国各类调味品所处生命周期



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 22: 我国主要调味品渗透率



资料来源: 凯度, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

吸引了众多企业快速入局, 存量企业加速竞争。根据天眼查数据, 2021 年 11 月我国有超 4800 家复合调味品相关企业, 其中 2800 余家相关企业成立于 5 年内, 占比达 59%, 2020-21 年, 复合调味品新兴企业的融资事件超过 10 起。从品类看, 当前行业产品竞争主要集中在火锅底料、中式调味料两大类。其中, 火锅料 CR3 超过 30%, 在复合调味料行业中较为成熟且集中度相对较高, 但与食品饮料行业其他细分赛道相比, 竞争格局仍很分散; 中式复合调味料市场是复合调味品行业近五年增速最快的细分市场, CAGR 高达 16.5%, 但行业集中度较低, CR3 不足 10%; 西式复调已向头部集中, 以外资企业为主, CR3 超过 50%。

图表 23: 复调行业各细分品类情况

品类	2016-2021 CAGR	市场集中度	品牌渗透率	代表产品
火锅调味料	13.8%	CR3>30%	较低	火锅底料、火锅蘸料
中式复合调味料	16.5%	CR3<10%	低	特定菜式烹饪, 如酸菜鱼等
西式复合调味料	14.0%	CR3>50%	高	西餐番茄酱, 蛋黄酱等
其他	12.5%	CR3>50%	较高	小众菜式烹饪, 如泰式冬阴功, 日式关东煮

资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

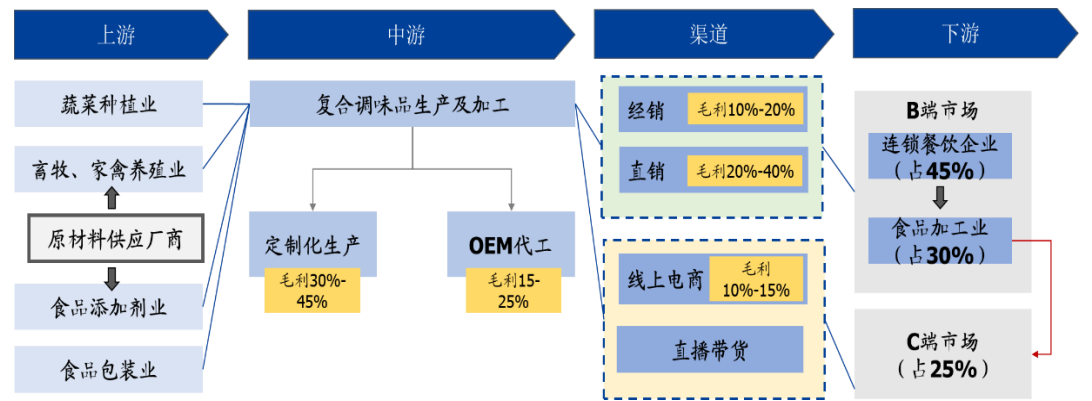
图表 24: 主要复调企业概况

	颐海国际	天味食品	日辰股份	宝立食品
销售模式与特点	关联方客户(海底捞 32.4% 蜀海供应链集团 0.2%)占 33%, 经销商占 61%, 电商占 5%	经销商/定制餐调/电商/直营商超/外贸分别占 77%/13%/8%/1%/1%	经销与直销结合, 以直销为主。其中经销/直销分别占 2%/98%	直销/非直销分别占 85%/15%
销售人员	519	683	74	93
客户结构	最大客户海底捞 32% 前 5 大客户共 38%	-	味千中国、圣农食品、正大集团等	百胜、圣农发展、麦当劳、喜茶等
产品结构	火锅调味料/中式复合调味料/方便速食分别为 61%/9%/29%	川菜调料/火锅底料/香肠腊肉调料分别为 42%/43%/10%	酱汁类调味料/粉体类调味料/食品添加剂分别为 74%/24%/2%	复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料分别为 53%/36%/10%
分地区收入结构	华北/华南/海外分别为 42%/53%/5%	西南华中为主: 西南/华东/华中分别为 30%/20%/20%	华东为主: 华东/华北分别为 69%/18%	华东为主: 华东/华南/华北分别为 82%/6%/5%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

**长坡厚雪，定制调味品空间广阔。**从整个产业链角度来看，根据华经产业研究院数据，复合调味品下游渠道主要为餐饮消费和食品加工及C端家庭消费，占比分别为45.1%、30.7%及24.2%。其中，家庭消费者对新口味及品牌试错成本低，消费黏性较弱。而餐饮及食品加工等B端渠道更倾向于使用口味多元、更具特色化、高效化的复调产品吸引消费者，且B端客户对于产品的稳定性及一致性要求较高，因此B端客户黏性相对更强。因此，我们认为复调产品在B端市场需求高于C端，定制复调行业具备广阔成长空间。此外，定制复调企业不仅要为客户供应所需要的产品，更需要提供一系列精细化的服务体系支撑，包括菜品研发、菜单设计，优化烹饪流程、营销策划等。因此，具备实力的定制复调企业具备较强行业话语权及护城河，并能通过持续向客户导入高端产品等方式，提升自身盈利水平。

图表 25: 复合调味品产业链



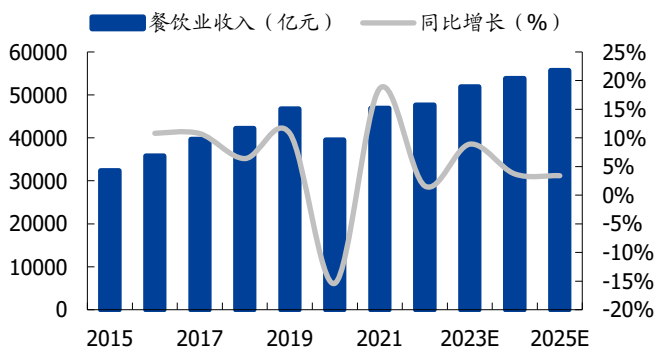
资料来源：渠道调研，国盛证券研究所

### 2.1.1 驱动因素：餐饮连锁大势所驱，外卖市场蓬勃发展

**餐饮外部化、连锁化大势所驱，定制复调需求有望快速增长。**由于 1) 复调占菜品成本较少，餐饮客户价格敏感度低；2) 餐饮、食品工业企业更换复调供应商存在一定转换成本，复合调味品企业在 B 端发展具备先发优势。我们认为，未来定制化复调发展的驱动力主要源于以下两点：

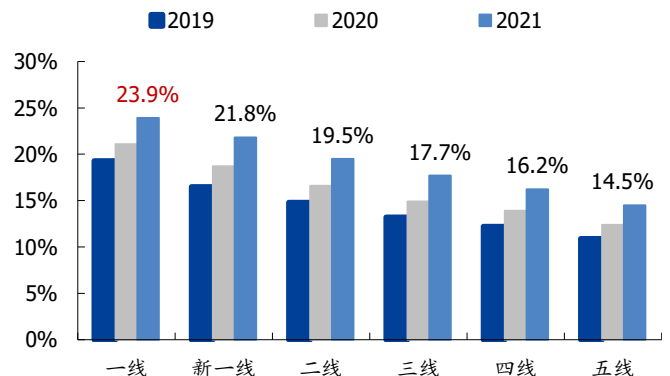
- ① **驱动力一：餐饮连锁化&后厨工业化趋势加速。**伴随餐饮业市场规模快速扩张，餐饮集中度提升趋势较为确定。据《中国餐饮大数据 2021》数据，2018-2020 年我国餐饮连锁化率由 12% 增长至 15%，一线城市餐饮连锁化率超 20%，定制化复调产品需求也应运而生。应用复调产品不仅可以解决上菜速度、菜品更新及高度依赖厨师等餐饮企业普遍面临的经营难点，还可以有效降低生产成本。因此，餐饮连锁化&后厨工业化趋势加深为定制化复合调味品的发展提供了沃土，口味纷呈的餐饮体系更是源源不断地催生对定制化复调产品的需求。

图表 26: 我国餐饮业市场规模 (亿元)



资料来源：国家统计局，艾媒数据中心，国盛证券研究所

图表 27: 2019-2021 不同城市线连锁门店占当地门店数比例

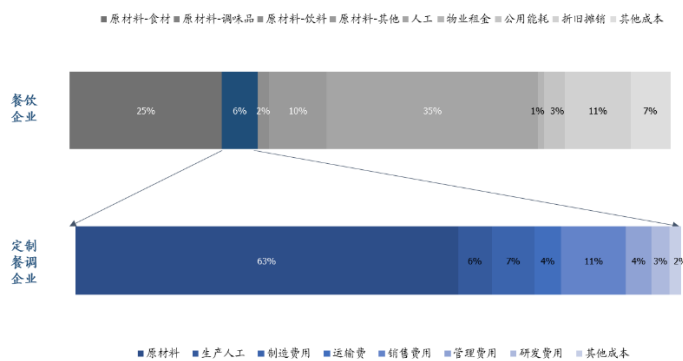


资料来源：美团《2022 新餐饮行业研究报告》，国盛证券研究所

不同规模餐企对定制复调产品需求各异。据美团数据，在不同规模的连锁门店中，头尾部所占比例均有明显提升。而不同规模的餐企对复合调味品 SKU 和差异化程度有着不同的需求，但无论餐企选择哪种口味解决方案都有其相应的适配性和优劣势，但核心要义都是在稳定的高品质口味与成本把控间进行权衡，具体而言：

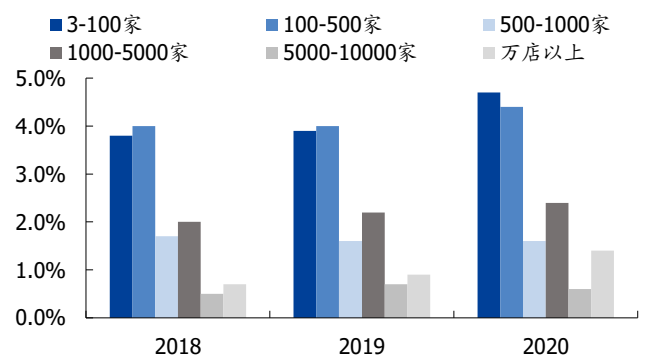
- 1) **小型餐企**：对口味丰富度和稳定性要求度不高，因此通常选择自主调配或购买市场上的通用品。
- 2) **中型餐企**：对调味品的稳定性、丰富度、供应效率要求较高。通常情况下这类餐企会选择向复调厂商或代工厂提供配方或较为确定的需求，厂商研发参与度较低，根据客户需求生产相对定型的产品。
- 3) **大型连锁餐企**：需求更为多元，重点集中在标准化、稳定性、推新效率、食品安全及口味差异性上，因此在双方签订合同时一般会约定产品及风味配方的保密和排他要求，即核心技术配方与工艺不与任何通用品共享，以确保大型连锁餐企在产品风味和包装等各方面的差异化和竞争力。因此，此类餐企通常与研发实力较强的复合调味品企业合作以定制的方式获取专属的风味解决方案。

图表 28: 餐饮企业及定制餐调的成本构成



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 此处餐饮企业的成本拆分基于海底捞、九毛九 2021 年财报数据及相关行业公开资料得出; 定制餐调企业的成本拆分基于宝立食品 2021 年数据计算。

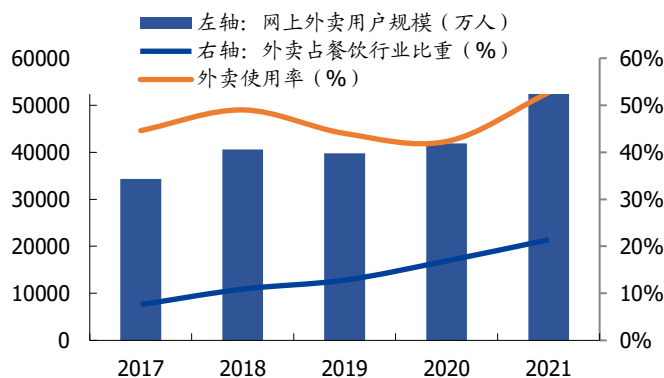
图表 29: 2018-2020 年餐饮连锁门店数量等级分布



资料来源: 餐饮连锁经营协会, 华兴资本《中国餐饮大数据 2021》, 国盛证券研究所

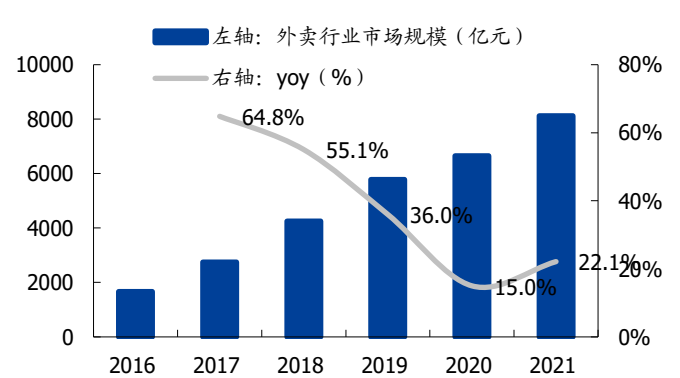
- ② **驱动力二: 外卖需求蓬勃发展**。外卖市场蓬勃发展, 进一步加速了快捷化、标准化的餐饮需求。据 CNNIC 数据, 截至 2021 年底我国网上外卖用户规模达 5.44 亿, 同比增长 1.25 亿, 占网民人数整体比例为 52.7%; 外卖行业交易规模同比增长 22.1%, 高达 8117 亿元, 对整体餐饮行业的渗透率已达 21.4%, 较 2020 年提升 4.5pct, 且呈现持续提升趋势。我们认为, 随着外卖行业发展, 快速出餐需求及对品质稳定追求将进一步催生餐饮业对定制化复合调味料的依赖, 将成为定制化复调产品发展的重要助推因素之一。

图表 30: 我国外卖用户规模 (万人) 及外卖使用率 (%)



资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

图表 31: 中国在线外卖行业市场规模

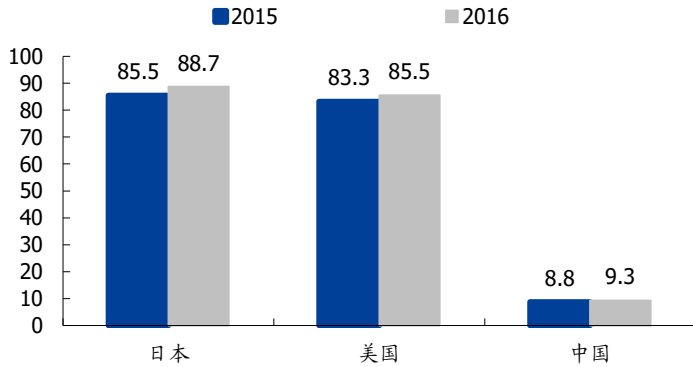


资料来源: 艾媒数据中心, 国盛证券研究所

### 2.1.2 空间：2030年定制复调空间约2760亿元

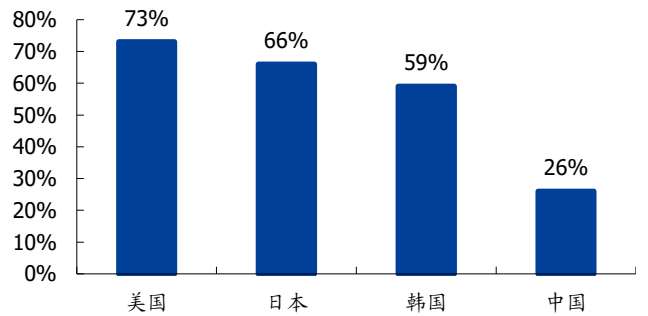
我国复合调味料行业品依然处于发展早期。参考海外成熟市场，无论是从渗透率还是人均消费角度而言，我国复调行业均有较大差距。从渗透率来看：日本、韩国、美国复合调味品种类繁多、用量大、附加值高，销售金额占调味品总销售金额的比重在59%以上，远高于我国的26%；从人均消费量来看：根据Frost&Sullivan的统计，我们对标日、美人均复合调味料的支出水平，2016年我国人均年复合调味料支出金额约9.3美元，较日本/美国人均年复合调味料支出金额87.7/85.5美元均有较大差距。截至2020年，我国复合调味品人均消费约16.5美元，较2018年的美国与日本仍有约5倍的差距。

图表 32：中美日韩复合调味品人均消费金额（美元/人）



资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表 33：2020 年中美日韩复合调味品渗透率

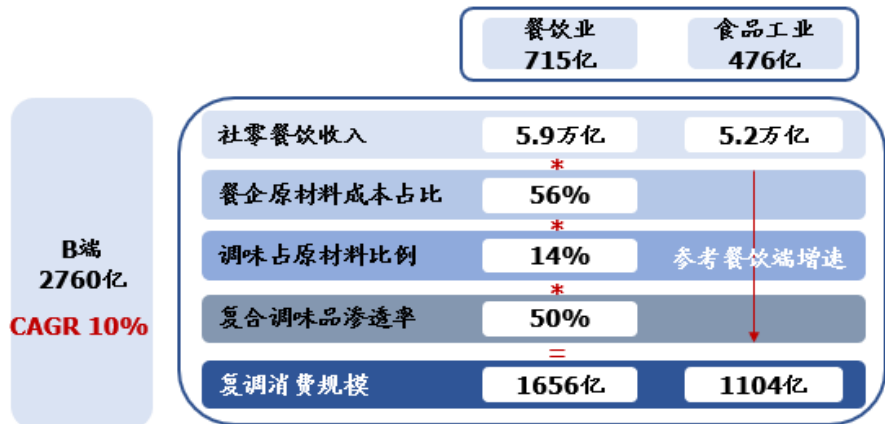


资料来源：艾媒咨询，国盛证券研究所

**赛道小而美，未来成长空间广阔。**参考艾媒咨询 2021 年行业规模数据，我国复调行业规模目前为 1588 亿，其中餐饮业复调产品对应规模为 715 亿，食品工业端复调需求对应规模为 476 亿、C 端规模为 397 亿元。以此为基准，我们对未来复调行业 B 端市场规模进行了估算，预计 2030 年行业规模将达到 2760 亿元，2021-2030 年 CAGR 约为 10%，其中餐饮和食品工业端等对应 B 端定制复调产品的规模分别为 1656、1104 亿元。

- **餐饮：**根据国家统计局披露的社零数据，2021 年全年餐饮业收入为 3.98 万亿元，参考近十年（2011-2021 年）社零餐饮收入 CAGR 约 6.9%，假定 2021-2030 年餐饮收入 CAGR 为 4.5%，则对应 2030 年餐饮收入规模为 6.2 万亿元。我们假设餐饮业原材料成本占收入比例为 40%，调料在餐饮业中成本占比为 14%，复合调味品占调味品的比例为增长至 50%，则餐饮所需复合调味料约 1656 亿元；
- **食品加工业：**假设保持与餐饮业复调规模同样的增速 10%，则 2030 年食品工业所需复合调味料规模为 1104 亿元。

图表 34：2030 年我国复合调味品 B 端规模测算



资料来源：国家统计局，餐饮工业协会，国盛证券研究所

## 2.2 C端：后起之秀，意面开创速食市场新机遇

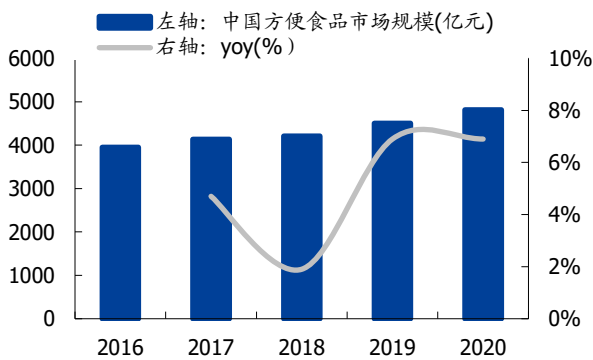
速食意面，指品牌将意面、意面酱及其他配料，以预包装的形式一站式配齐后售卖，消费者购买后只需按照指示依次操作，在家就能做出一份品质不错的意面，且制作过程只需花费约15分钟。通过产品及技术创新，速食意面帮助消费者解决了购买配料、备菜等繁琐流程，大幅降低了操作难度，且产品定位20-30元价格区间，仅为西餐厅中所售意面价格的一半左右。因此，凭借健康方便、性价比高等优点，速食意面充分满足了当代消费者对于饮食便捷化、高端化的需求，速食意面热潮快速兴起。

### 2.2.1 顺应消费趋势，方便食品需求高增

**迎合消费大趋势，方便食品需求增长。**随着生活节奏加快及“懒人经济”的持续繁荣，叠加疫情的进一步催化，人们对方便速食的需求不断增长。据中商产业研究院数据，截至2020年，中国方便食品制造业市场规模为4813亿元，同比+7%，预计2022年中国方便食品销售额将达5160亿元，其中速冻食品和方便面合计市场规模达2500亿元。但是经历了多年方便面和速冻食品的双寡头垄断后，随着生产技术的发展，方便食品的发展开始呈现明显的细分化、多元化、高端化趋势：

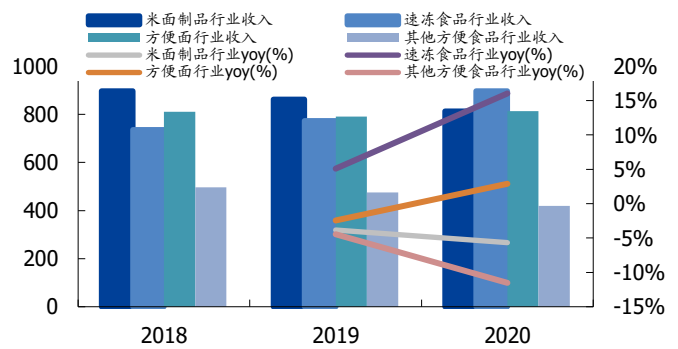
- **细分化、多元化。**特色方便速食如螺狮粉、意面和应用场景更加多元的自热食品等细分赛道崛起，且呈现以下特点：1)定位中高端市场，单品价格在10元以上；2)便捷性特点不变但口感提升，酱料/肉/蔬菜等配料用真空包装保存，配料口感向实际烹饪效果看齐；3)新锐产品线上渠道占比大，且较多尝试通过直播带货、向快手、抖音等年轻人聚集的平台投放广告等方式进行推广。
- **高端化：**2017年后，随外卖补贴下降，性价比削弱，一些更健康、味道更好的中高端方便面开始抢占市场。据天猫数据显示，2021年8月，价格<4元每袋和价格4-11元每袋的方便面成交额同比-13%，价格>11元每袋的成交额同比+14%，且方便面整体成交额基本不变，因此方便食品呈现出内部存量博弈中的消费升级趋势。

图表 35：中国方便食品市场规模(亿元)



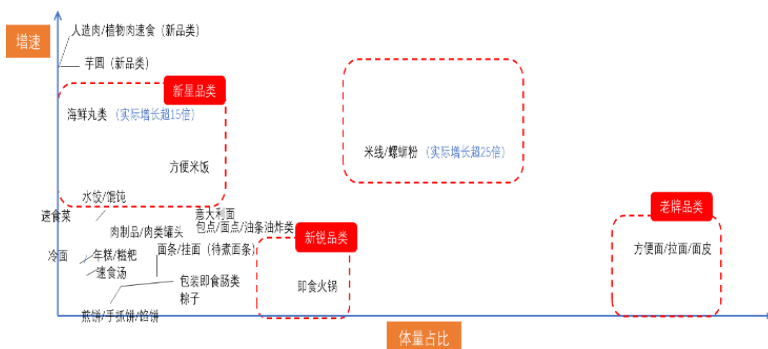
资料来源：中商情报网，国盛证券研究所

图表 36：中国方便食品细分市场收入(亿元)及同比变化(%)



资料来源：《中国食品工业年鉴》，国盛证券研究所

图表 37：2020 方便速食各细分品类市场规模及增速象限



资料来源：CBNData，国盛证券研究所，注：气泡大小表示消费人数占比

图表 38：天猫方便面市场消费变化趋势(2020.9-2021.8)




资料来源：中国方便面市场趋势报告，国盛证券研究所

### 2.2.2 消费基础扎实，成长空间可期

意面产品已通过连锁西餐完成消费者教育，行业空间约 200 亿。意面作为西餐主食产品，通常为各种西餐消费场景中不可或缺的部分。因此，上至高档西餐厅，下至普通西餐、轻食餐饮连锁门店，在各类场景、各类价格区间，消费者都能享受到一顿美味的意面。此外，在中国市场，意面作为全球范围内富有影响力的成熟菜肴，通过早期必胜客、萨莉亚等连锁餐饮企业快速完成了早期市场普及，已被消费者广泛接纳。据 Globe News Wire, 从 2020 至 2027 年，中国意面市场规模有望从 148 亿元增至 196 亿元，CAGR4.1%，高于全球平均的 2.3%。

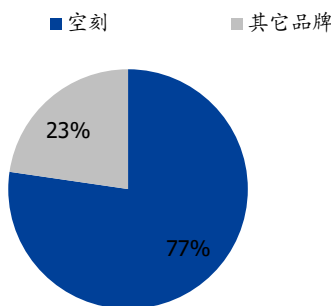
速食意面开创速食领域的新机遇，潜在空间广阔。2019 年 9 月，空刻意面成立，从意式速食入手，首创一人份 110g 意面产品，成功将“意面”与“方便食品”两大消费趋势整合，在巨头把持的方便速食行业，成功开辟出了“速食意面”的全新赛道，让意面真正成为“平民化”的西餐。因此空刻意面创立后，快速走红网络，刚成立 1 年就曾取得了 1 分钟 7 万盒售罄的成绩，2020 年总计卖出 1200 万盒意面，实现全年 2.5 亿销售收入。据生意参谋统计，截止 2020 年 11 月，空刻已经占领了天猫意面市场 77.3% 的市场份额。在意面市场庞大体量的背景下，速食意面由于其便捷性和逼近实际就餐的口感，有望替代外卖意面和部分堂食意面的市场，具有广阔潜在发展空间。

图表 39: 速食意面制作过程简单快捷

传统意面制作流程 (约30-40min)	VS	速食意面制作流程 (约15min)
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 锅中注入清水煮沸，下入意大利面</li> <li>2. 大火烧开后转小火，中途加入三至四次冷水，反复再次煮沸，直至面条完全煮熟无硬芯时，捞出，过凉水冲洗一遍</li> <li>3. 牛里脊肉切细丝，加入生粉、盐、料酒、老抽拌匀，腌渍5分钟左右</li> <li>4. 炒锅入油，大火烧至八成热时，下入肉丝扒熟</li> <li>5. 将炒好的牛肉盛起，油留在锅内，重新烧热后，下入切成丝的青红椒与洋葱，扒炒至断生</li> <li>6. 下入煮好的意面</li> <li>7. 加入盐、鸡精、黑胡椒碎、老抽、生抽，加少量水，炒匀</li> <li>8. 下入牛肉丝，翻炒均匀即可出</li> </ol>		 <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 沸水中加入海盐与橄榄油后再放入意大利面煮 8-10 分钟。</li> <li>2. 将意面控水捞出，倒掉煮面水后，加入真材实料面酱翻炒 1 分钟。</li> <li>3. 装盘后根据个人口味加入干酪撒粉、欧芹和黑胡椒碎。</li> <li>4. 开启大餐时光。Pleasure appetitissimo</li> </ol>

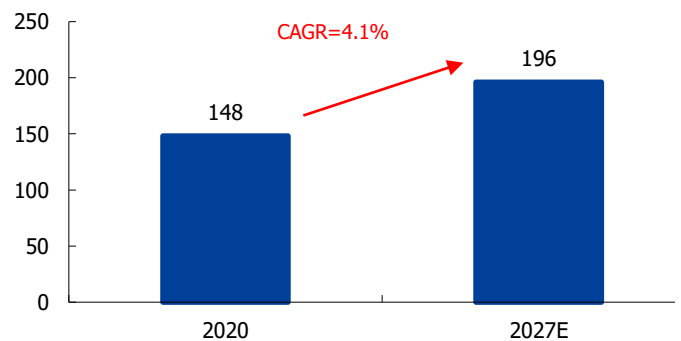
资料来源：空刻意面天猫旗舰店，美食吃吃公众号，国盛证券研究所

图表 40: 天猫意面市场份额占比(2020.11)



资料来源：生意参谋，国盛证券研究所

图表 41: 中国意面市场规模(亿元)

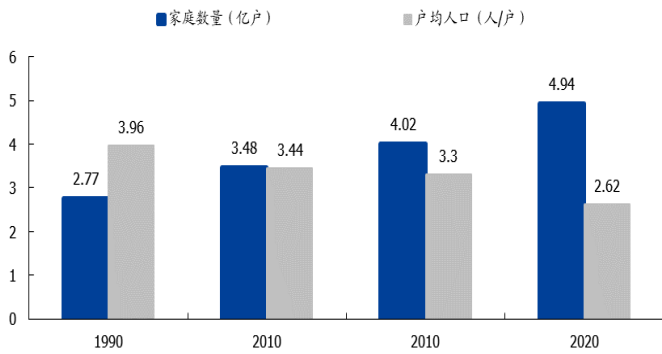


资料来源：Globe News Wire，国盛证券研究所

### 2.2.3 驱动因素：客群扩宽，健康饮食需求旺盛

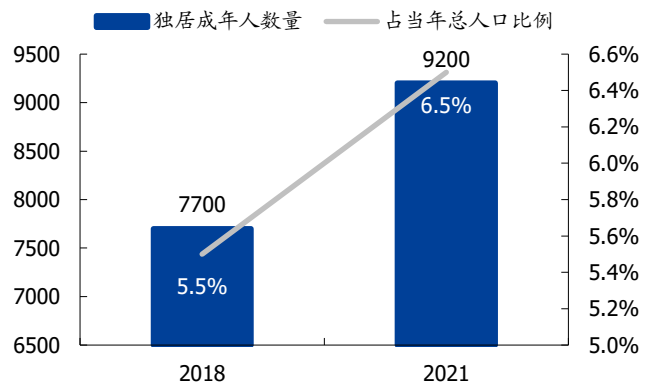
① **驱动力一：家庭结构变化拓宽速食意面消费群体。**据国家统计局数据，过去三十年间，我国的家庭人口结构发生巨大变化：我国户均家庭人口由1990年的3.96人下降至2020年的2.62人，成年独居人数达9200万人，占中国总人口的6.5%，一人户比例占总家庭户数25.4%，较2011年增长11.4pct。因此，伴随着家庭结构日趋小型化、单身及无孩群体增加，居民饮食习惯逐渐向“少而精”的饮食习惯过渡，餐选范围也从单一家常菜向西餐等多样化美食扩张，创造了更多饮食需求。传统意面烹饪过程繁琐，涉及多种食材的准备，且较难调整到完美的味道和保证稳定的口感，而速食意面的出现将备菜、烹饪等过程“方便面”化，恰到好处的分量也更好地契合“一人食”和“小家庭共享”的消费场景。

图表 42: 1990-2020 我国户均家庭情况



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

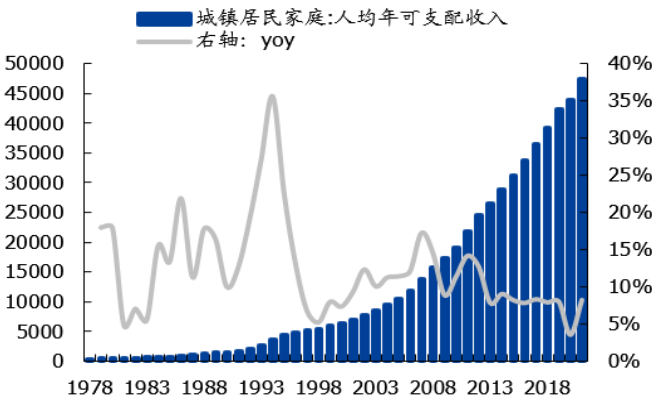
图表 43: 我国独居成人数量增加 (万人)



资料来源：民政部，国盛证券研究所

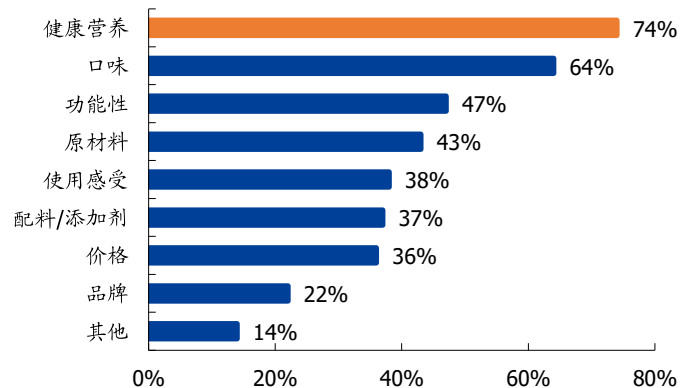
② **驱动力二：健康饮食风口正盛。**随着居民人均收入水平提高，“后疫情”时代到来，饮食高端化、健康化已成为新一代消费者的必然选择。据町芒研究院数据，当前消费者对于食品的最为关注的因素为营养健康，占比达74%，从而催生出对低脂低糖低卡的“三低”速食产品的旺盛需求，尤其在一、二线城市消费者中备受追捧。而速食意面原料为杜兰小麦，其蛋白质和纤维含量比普通小麦粉更高，意面也比普通面条有更强的饱腹感，食用后在体内吸收缓慢，GI（升糖指数）比米饭、披萨等主食更低。因此，速食意面因其低GI、低脂、高蛋白的特性，充分贴合健康化趋势，成为众多减重、健身人士的主食选择，无疑具备较强发展潜力。

图表 44: 我国城镇居民人均可支配收入 (元)



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 45: 消费者选购食品关注因素

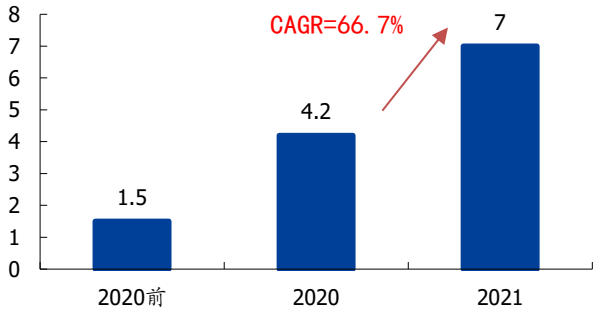


资料来源：町芒研究院，国盛证券研究所

### 2.2.4 空间：速食意面行业规模约 45 亿元

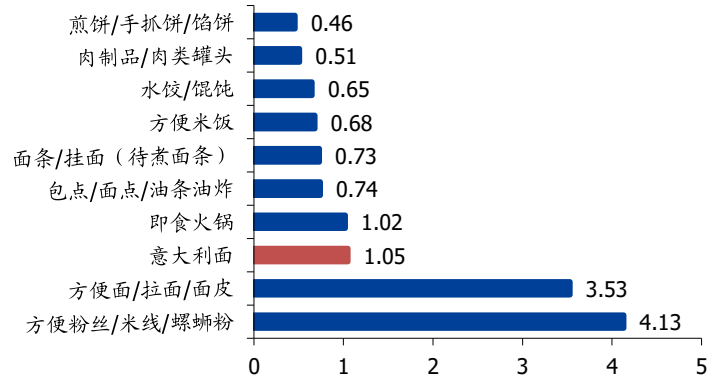
**速食意面市场增长迅速。**在空刻意面推出前（2020年前），天猫平台意面市场销售额仅约 1.5 亿元。经过空刻带动，2020/2021 年，天猫平台意面产品销售额分别增至 4.2/7.0 亿元，增长迅速。参考 2021 年双 11 数据，天猫意面销售额共 1.1 亿元，在方便速食大类中位于细分品类第 3。2022 年 618，在天猫方便速食整体销售额同比下降的情况下，意面和肉制品及肉罐头成为唯二正增长的细分品类，增长趋势不减。

图表 46: 天猫意面市场总销售额(亿元)



资料来源:《财经》新媒体, 国盛证券研究所

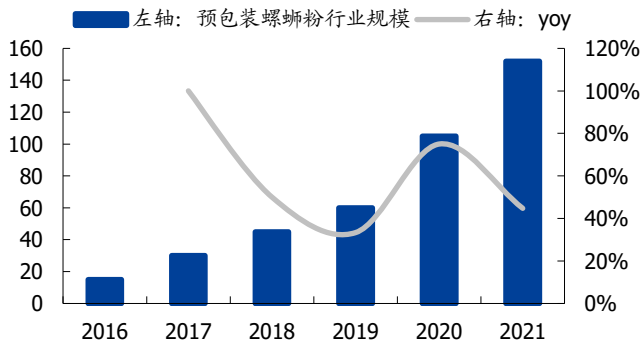
图表 47: 2021 天猫双 11 方便速食/速冻食品各子类目销售额(亿元)



资料来源: 魔镜市场情报, 国盛证券研究所

**速食意面行业规模约 45 亿。**考虑到速食意面与螺蛳粉均为新兴主食类速食产品，烹饪便捷度相似，且均于近两年开始迅速放量，因此我们合理假设速食意面行业/意面行业整体规模与预包装螺蛳粉规模/螺蛳粉行业整体规模接近。根据柳州市商务局数据，截至 2021 年底，螺蛳粉行业规模达 501.6 亿元，其中预包装螺蛳粉销售收入达 151.97 亿元，占比约为 30.3%。参考 Globe News Wire 对我国意面市场规模的统计，由此我们推算出目前速食意面行业空间约为 45 亿元。

图表 48: 预包装螺蛳粉行业规模(亿元)



资料来源: 新华网思客, 柳州市商务局, 国盛证券研究所

图表 49: 2022 天猫 618 方便速食/速冻食品榜单(含预售)

品牌名	销售额(万元)	备注
空刻	6199	品牌和产品于 2019 年推出, 首个将意面方便化
五芳斋	5709	主营粽子
好欢螺	5085	成立于 2015, 主营袋装螺蛳粉
白象	3855	主营方便面
康师傅	3078	主营方便面
锋味派	2274	成立于 2021
潮香村	2242	上海潮乡源旗下品牌, 专注速冻美食
海底捞	2161	自热火锅 2017 年上市

资料来源: 魔镜市场情报, 国盛证券研究所

**行业高景气吸引各品牌加速入场。**自空刻打开速食意面市场后，各大新兴参与者快速涌入，在 2019 年后陆续推出意面产品。据亿邦动力数据，去年年末到今年年初至少产生了上百个速食意面新品牌，如锋味派（谢霆锋自创）/必胜优选(必胜客)/意刻/怡芽/大希地/蓝色烟囱（与空刻同为热浪网络孵化）等，并吸引了一大批跨界选手如零食品牌百草味、肉制品巨头双汇和速冻代表三全纷纷推出了自己的速食意面产品。此外，传统意大利进口品牌如莫利/百味来的意面产品推出时间久，也具有一定市场竞争力，但主要单独售卖面条产品，且分量较多，其目标客群与速食意面具有一定差异。

**空刻龙头优势稳固，市占率超 10%。**目前，空刻在速食意面市场处显著领先地位。1) 从销量来看：2020 年 2 月到 2022 年 5 月，空刻意面全网销量超 7 千万盒，连续 3 年为天猫意面类销量第一。且一直保持着高速增长势头：2022 年 5 月总销售额破 1 亿元，618 大促期间全渠道销售额破亿；2) 从竞争力看：今年 618 期间，空刻在天猫/抖音/京东意面类均销量第一，并是天猫唯一进入 618 食品总榜 top10 的方便速食类品

牌，在618畅销单品榜上，意面单品前10中有9席为空刻，拥有绝对优势。考虑到空刻2021年收入约为5亿，我们估算空刻意面在速食意面行业市占率约为11%。

图表50: 市面主要速食意面产品对比

微波加热	寿桃 番茄肉酱鲜 7.2元/225克	圃关多 番茄肉酱 33.9元/520克	烹烹袋 黑椒牛柳 29.9元/320克	韩熙美 番茄肉酱 38.7元/520克
煮面款	清净园 奶油蘑菇 16.8元/245克	盛之禾 黑椒牛肉 7.8元/153克	网易严选 黑椒牛柳 19.9元/270克	空刻 黑椒牛柳 29元/340克
	蓝色烟肉 黑椒厚切牛柳 39.9元/269克	锋味派 黑胡椒牛肉 22.6元/270	小熊驾到经典黑椒菲力牛柳意面19.8元/280克	肯德基经典意式番茄肉酱面29元/260克
	谦加 番茄肉酱 69元/840克	到饭点 黑椒牛肉酱 24.9元/270克	阿NIC的每一餐 黑椒牛肉 30元/270克	识午 黑椒牛肉 20元/190克

资料来源: 町芒测评, 京东旗舰店, 国盛证券研究所

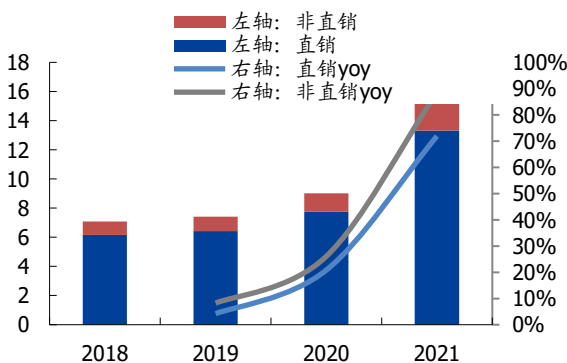
### 三、宝立亮点: B端复调稳增长, C端速食创弹性

#### 3.1 渠道: B端先发优势显著, C端成长可期

##### 3.1.1 B端: 头部客户稳定, 完善经销渠道

渠道资源稳固, 筑高竞争壁垒。公司渠道结构以直销为主, 经销为辅, 直销收入占比在85%以上。1) 直销模式: 公司主要与连锁餐饮和大型食品工业企业采取定制直销的合作模式, 为其提供从新品提案与研发、产品生产销售和技术支持等一整套解决方案, 主要签订年度合同。公司直销客户包括百胜中国、麦当劳、德克士、汉堡王、圣农食品、泰森中国、正大食品等, 为百胜中国 T1 级供应商, 餐饮端先发优势显著。2) 非直销模式: 2019-2021 公司非直销渠道营收占比分别为 13.41%/13.91%/15.05%, 呈上升趋势, 主要系并表厨房阿芬影响。公司非直销客户主要包括经销商、贸易商、指定采购客户和餐饮供应链客户、代销等。目前, 公司经销商体系尚未成熟, 主要通过自有品牌“宝立客滋”试水, 经过渠道调研了解, 我们估算目前公司经销渠道在小 b 端渗透率不足 10%。未来随经销商体系完善, 公司行业竞争力有望进一步提升。

图表51: 公司分渠道营收构成(百万元, %)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

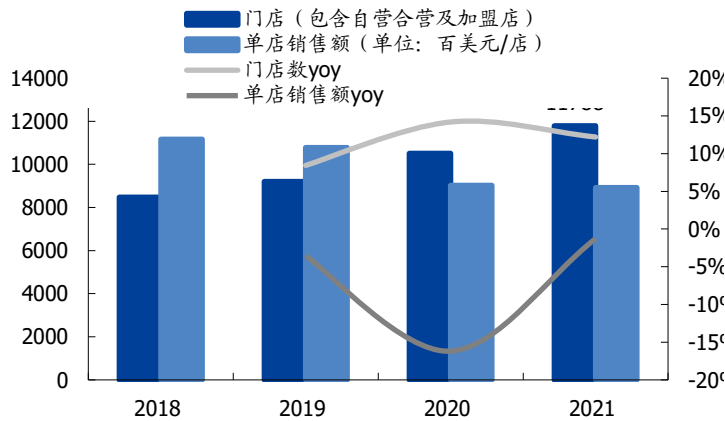
图表52: 公司已与多个大型餐饮企业达成合作关系



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

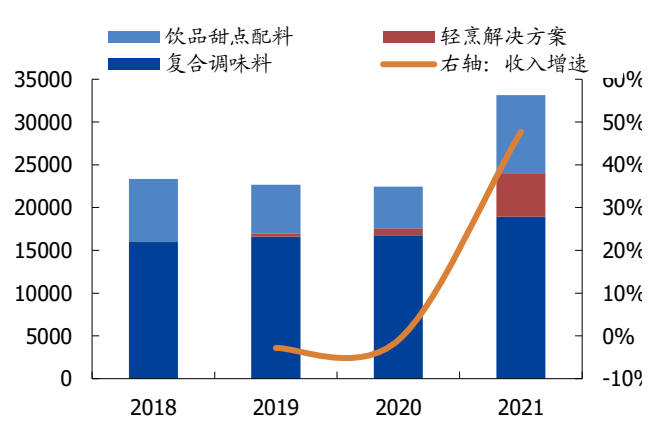
头部客户合作稳定,开辟新品贡献增量。百胜为公司第一大核心客户,双方合作近20年,2019-2021年间公司对百胜的销售金额占公司总营收的比重分别为30.53%/24.81%/21.03%,可见公司与百胜合作稳定,但对单一大客户依赖程度逐渐降低。公司最初为百胜间接供应商,2007年发展成为百胜直接供应商,经过5年合作经验积累,于2013成为T1级供应商。2016年起,双方合作进一步深化,公司开始全面服务百胜中国旗下所有品牌,参与协助百胜中国进行新品开发、菜单设计等,双方合作共赢。我们认为,后续公司与百胜中国等存量大客户的合作稳定,传统复调产品伴随百胜等客户的自身增长带动公司产品需求增加,轻烹及饮品等产品依靠新品投放带来增量收入。

图表 53: 百胜中国门店数(家)及单店销售额(百美元)



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

图表 54: 公司产品向百胜销售金额(万元)



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

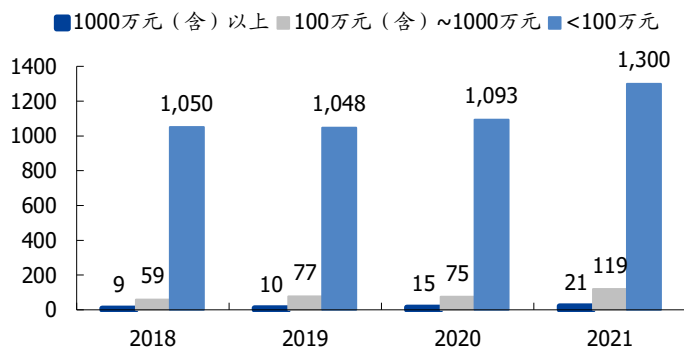
图表 55: 同行可比客户大客户集中情况

公司名称	营收占比	2018年	2019年	2020年	2021年
千味央厨	第一大客户(百胜中国)	30.20%	30.72%	23.37%	19.25%
	前五大客户	40.44%	40.75%	34.05%	32.97%
日辰股份	第一大客户(圣农发展)	16.28%	13.79%	11.77%	14.55%
	前五大客户	45.98%	46.90%	40.65%	48.96%
安记食品	第一大客户(经销为主)	3.80%	3.42%	4.28%	3.02%
	前五大客户	14.90%	12.56%	14.69%	12.11%
天味食品	第一大客户(经销为主)	3.47%	-	-	-
	前五大客户	9.57%	10.88%	5.34%	12.24%
行业平均	第一大客户	13.44%	15.98%	13.14%	12.27%
	前五大客户	27.72%	27.77%	23.68%	26.57%
宝立食品	第一大客户(百胜中国)	<b>32.81%</b>	<b>30.53%</b>	<b>24.81%</b>	<b>21.03%</b>
	前五大客户	<b>54.41%</b>	<b>50.11%</b>	<b>44.79%</b>	<b>36.71%</b>

资料来源:招股说明书,国盛证券研究所

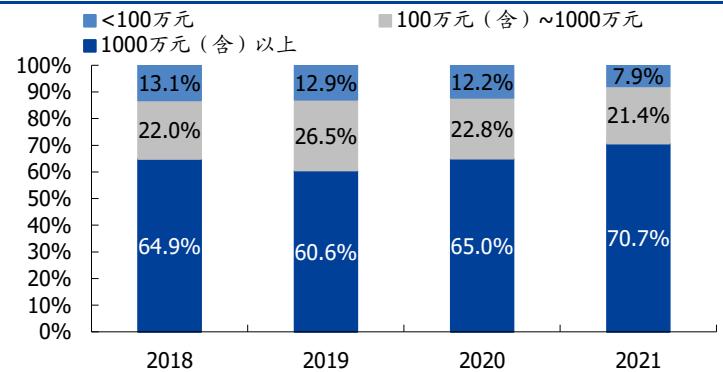
百胜对供应商的筛选考核十分严格,在行业内具备标杆价值。以STAR考核为例,下分3大部门18个评估项目,各项目下又包含诸多细分项,每年参照此标准进行评分。作为百胜全球供应商的管理系统,STAR考核70分以下的为T3供应商;70-85分为T2供应商,只有超过85分才能成为T1(最高级)供应商,而百胜300多家供应商中仅有5%能晋级T1级别。因此,跻身百胜T1供应商,一方面需要公司具备强劲实力,业内认可度高,另一方面还需要长时间的稳定合作积累的信任基础。因此,宝立在餐饮渠道具备明显先发优势,依靠百胜T1供应商的标杆价值,不断开拓全新客户,2018-2021宝立客户总数由1118个增加为1440个,其中1000万元及以上的大客户数量从9个增加为21个。

图表 56: 宝立客户体量分布情况 (个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 公司各类体量客户销售额占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 58: 公司前五大客户变动情况 (百万元, %)

2018			2019			2020			2021		
客户	销售额	占营收	客户	销售额	占营收	客户	销售额	占营收	客户	销售额	占营收
百胜中国	233.4	32.80%	百胜中国	226.8	30.50%	百胜中国	224.5	24.80%	百胜中国	331.8	21.00%
乐信贸易 (金拱门子公司)	61.2	8.60%	圣农发展	57.1	7.70%	无问西东	66.8	7.40%	圣农发展	94.4	6.00%
圣农发展	39.1	5.50%	顶巧 (对应德克士)	34.5	4.60%	圣农发展	55.5	6.10%	顶巧 (对应德克士)	55.6	3.50%
瑞泽贸易 (汉堡王委托商)	27.1	3.80%	泰森中国	27.9	3.80%	达美乐	31.5	3.50%	无问西东	54.1	3.40%
顶巧			达美乐	26	3.50%	泰森中国	27	3.00%	达美乐	43.3	2.80%
顶巧 (对应德克士)	26.2	3.70%									
合计	387	54.40%	合计	372.3	50.10%	合计	405.2	44.80%	合计	579.2	36.70%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**丰富销售模式, 完善经销体系。**依托公司现有优势, 公司还将进一步进行营销网络的建设及渠道开拓, 具体体现在以下方面: 1) 渠道下沉。公司产品目前定价较高, 与我国本土连锁餐饮企业合作相对较少。未来公司将选择一批性价比高、市场接受度广的成熟产品将市场覆盖面下沉至三四线城市, 甚至县级以下地区, 以进一步扩宽产品市场广度和客户数量; 2) 全面优化经销商体系。公司目前尚未搭建完善的经销体系, 未来有望通过与优质的流通、商超、互联网等领域经销商合作, 一方面进行优质成熟单品的全渠道推广, 以提升市场份额, 另一方面进一步把握终端数据, 充分发挥公司研发优势, 更为快速、准确地把握消费者心智, 顺应市场需求开发适合多类消费场景和渠道的产品, 如适合餐饮渠道的调味料、调理包, 适合商超、互联网渠道的即食类、家庭轻烹类产品等, 以丰富产品结构, 与渠道之间优势互补、共赢互利。

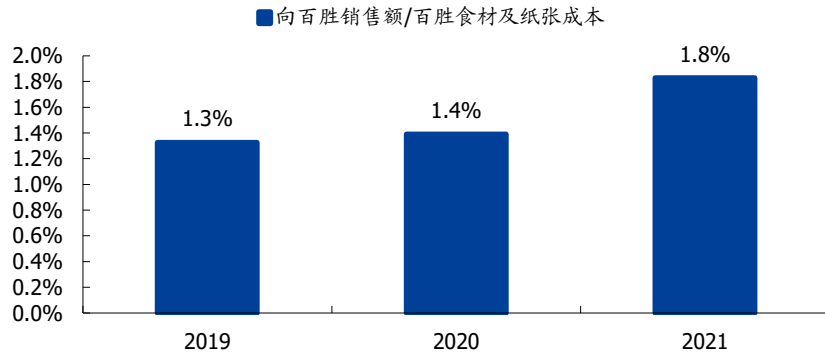
图表 59: 宝立食品非直销模式构成

非直销模式	主要客户	销售模式	特点	备注
经销客户	经销商	买断式	签订正式经销协议, 约定销售区域、销售任务、指导价格、折扣返利政策和退货管理等购后直接对外销售,	2021年因并入厨房阿芬增长较快, 厨房阿芬经销商收入占比较宝立更高
	贸易商			
指定采购客户和餐饮供应链客户	指定采购客户	签订购销合同	受连锁餐饮企业委托的餐饮供应链公司, 而产品规格和价格系由发行人与终端餐饮连锁企业确定	如汉堡王委托瑞泽贸易等供应链公司采购
	餐饮供应链客户	直接向公司采购	部分餐饮供应链公司直接进行采购, 不受最终餐饮企业指定	采购产品主要服务于加盟为主的餐饮品牌旗下主体
代销模式	天猫超市等电商平台	签订销售协议	厨房阿芬与天猫超市等电商平台签订销售协议, 通过线上平台向消费者销售商品	按月结算, 金额及占比均较小

资料来源: 渠道调研, 招股说明书, 国盛证券研究所

深化存量客户合作关系，导入新产品提升渗透率。下游B端客户在选择上游供应商的过程中通常会根据实际经营情况，对产品进行“优胜劣汰”，保留销售情况较好的菜品，剔除反馈平淡的菜品，同时根据消费者的口味变化及市场趋势开发新品。因此，公司提升对原有客户的渗透率有以下途径：1) 提升客户黏性，在客户更换菜品的过程中尽量提升产品留存率；2) 深化合作，持续导入新品。以百胜为例，公司从早期供应裹粉、浆粉产品到现在延伸至腌料、撒粉、调味酱、饮品小料和百胜新零售的轻烹食品等多个品类，如2021年肯德基新推出的“车厘子蛋挞”、“九龙金玉奶茶”、螺蛳粉和意面等轻烹食品等，深受市场青睐，通过扩展新品，宝立在百胜中国供应渠道的渗透率逐步提升。

图表 60: 公司向百胜销售额占百胜原材料比重 (%)



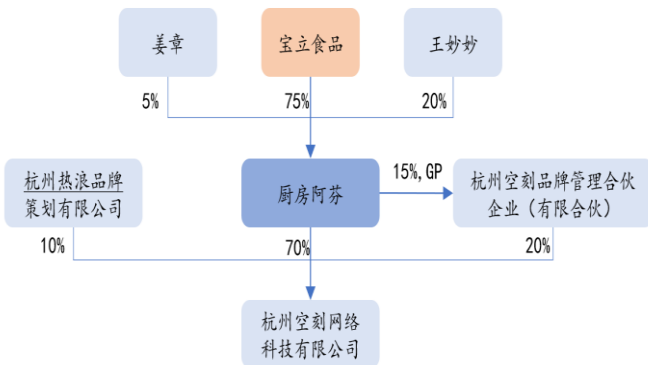
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

总体而言，我们认为公司在B端复调将稳定增长，主要源于存量大客户自身增长+产品渗透率提升+增量客户挖掘。复合调味料归根结底是口味的比拼，长期在行业中脱颖而出的核心在于美味和品质。宝立经过多年发展积累的产品创新研发能力、服务力、标准化生产能力将助力公司进一步获取市场份额，提升行业话语权。

### 3.1.2 C端：品牌优势突出，开创意面新赛道

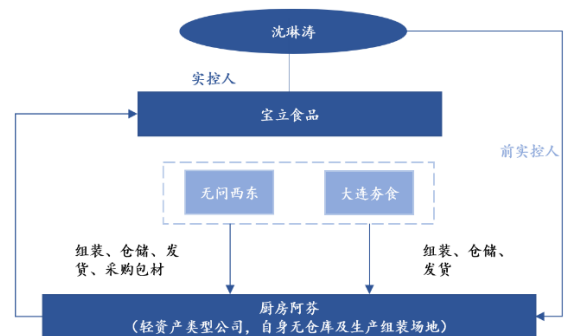
收购厨房阿芬，加强C端布局。公司通过收购方式深入轻烹食品市场，成为布局C端市场的一大全新征程。2019年厨房阿芬主要开展小包装复合调味料线上销售业务，因效果不及预期转而推出意面产品，并进一步推出捞饭、捞面等多个轻烹速食产品。2020年3月，厨房阿芬设立子公司空刻网络，专门作为空刻意面的运营平台。次年3月，公司以4200万元的价格，从实控人之一沈淋漓手中收购了厨房阿芬75%的股权，加大C端市场布局。目前，厨房阿芬及空刻网络的销售模式均以电商直营为主，如在天猫、淘宝和小红书等平台设立自营店铺，向消费者直接销售商品。此外，为提升品牌影响力，空刻还与沃尔玛、OLE、盒马、永旺、联华等线下大型连锁商超展开直接合作，积极布局线下渠道。

图表 61: 厨房阿芬股权结构



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 62: 厨房阿芬生产模式



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

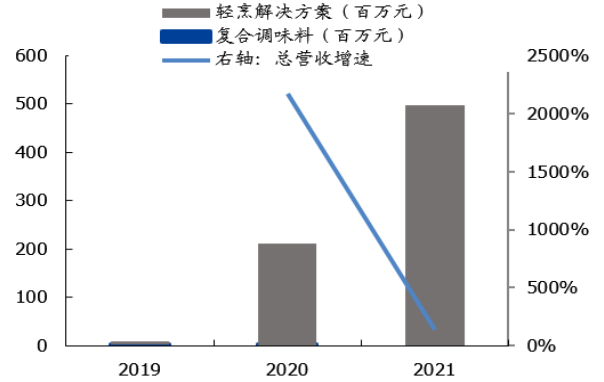
**厨房阿芬快速放量，C端逐步站稳脚跟。**疫情背景下抖音等短视频媒体营销带货、社区团购等新式推广方式的兴起，助力公司调味牛排，自热米饭，拉面、意面等轻烹解决方案产品收入获得快速增长，公司也在C端市场逐渐站稳脚跟，改变了过去靠B端市场“单腿”走路的格局。公司轻烹食品营收占比由2018年的3%提升至2021年的36%，单2021年同比提升21pct。此外，由于能够触及终端消费场景，轻烹解决方案产品的毛利率也居于宝立食品各品类产品之首，较公司复调产品高约10pct。我们认为，随着轻烹产品占比提升，有望带动公司整体盈利水平，推动收入与净利率双增。

图表 63: 空刻意面产品



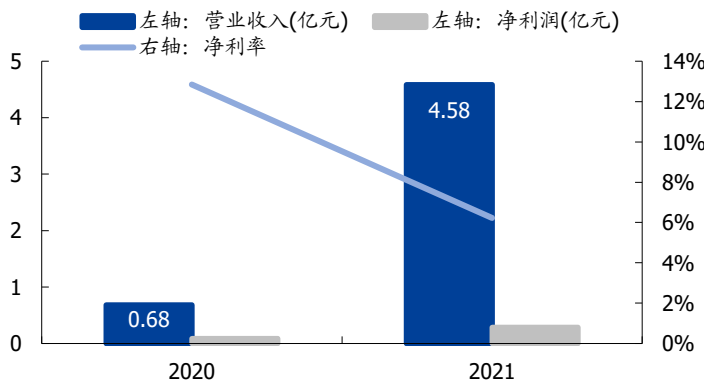
资料来源: 空刻京东自营旗舰店, 国盛证券研究所

图表 64: 厨房阿芬营收及增速



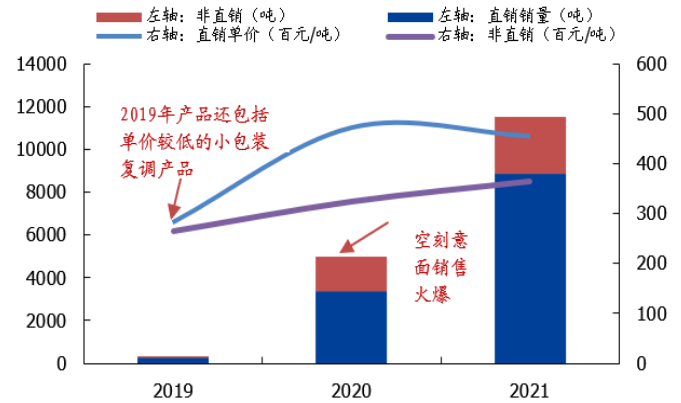
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 65: 空刻网络营收及净利润



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 66: 厨房阿芬产品销量及销售单价



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

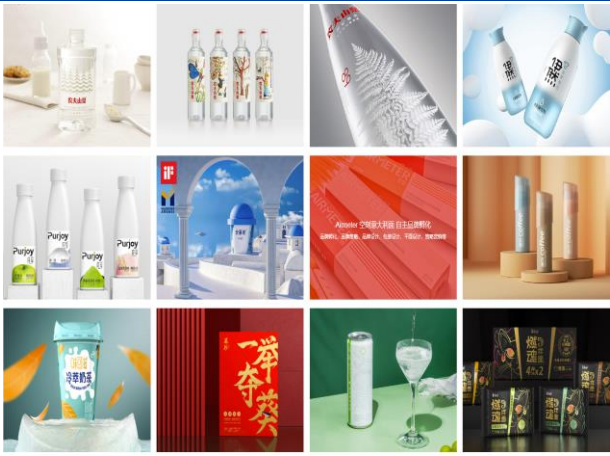
**切入意面速食赛道，空刻贡献高增长。**空刻意面是公司轻烹产品的核心产品，贡献主要收入，一经推出便激活了沉寂已久的意面市场，成功掀起速食意面热潮。2021空刻收入约5亿，我们预计2022年收入规模有望超7亿元，2024年前有望超10亿元。我们认为，空刻意面的成功源于包装、产品、营销等全方面的精准布局：

- 1) 包装上:**空刻由热浪设计孵化，考虑到大部分客户为女性群体，因此采用简约、明亮的配色，将包装设计为类似化妆品的开箱过程，并通过细分原料小包装，将原本复杂的制作过程简化为一站式意面的解决方案，不仅可以提高消费者制作意面的效率，还保留了参与感和仪式感。
- 2) 产品上:**空刻意面在产品 and 口味设计上依托宝立长期建立的生产及研发优势，充分发挥宝立的风味创新能力，经公司研发人员多轮打磨、调试，最终制作出满足各种口味偏好的消费者的多元化产品。目前，空刻不仅拥有番茄肉酱、黑椒牛柳、咖喱鸡肉等符合中国人饮食习惯的产品，还包括香烤火鸡、丹麦手撕猪肉、红酒香肠等极具异域风情的口味产品。

**3) 营销上:** 空刻形成了一套完整的打造流行破圈的方法。一方面与头部主播、明星合作, 借助其影响力渗透小红书、抖音等年轻人聚集的空间; 另一方面精准定位目标客户, 打造产品“人设”。空刻借“一人食”的趋势, 瞄准新锐白领、精致宝妈等受众, 通过“15分钟米其林大餐”、“星级厨师在家做”等充满氛围感的品牌占位, 直击目标客户的情感诉求, 把握用户心智。

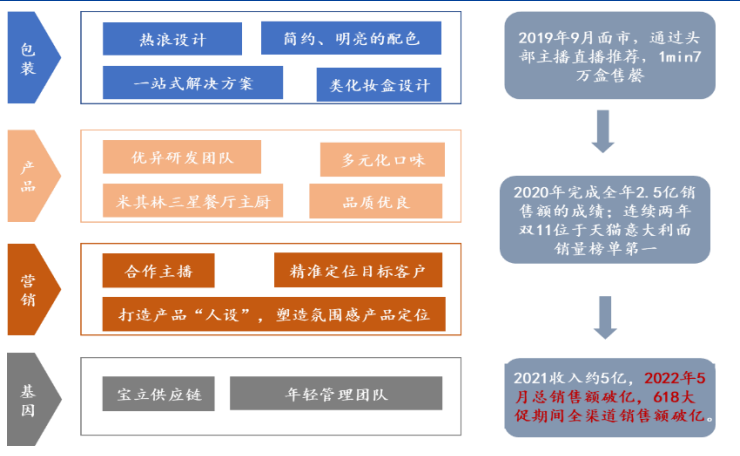
**4) 基因上:** 通过直播带货热卖的网红产品往往持续性有限, 因此产品口感和使用体验是能否长期留住顾客的关键。宝立作为百胜中国供应商, 拥有优秀的供应链及产品研发经验, 公司优秀的B端基因有助于其C端热销单品的研发, 保证产品保持竞争力。

图表 67: 热浪设计案例



资料来源: 热浪设计官网, 国盛证券研究所

图表 68: 空刻的成功因素



资料来源: 亿邦动力, ZAKER 新闻, FBIF, 国盛证券研究所

### 3.2 产品: 研发经验丰富, SKU 逾千种

**复调基础上拓展产品类别, 新品研发能力强。**复调产品口感及品质差异取决于各类原材料的配比及质量差异, 其生产工艺本身难度不高, 因此研发生产端的优势体现为企业在配方数据和技术经验的积累、口味创新和服务能力。宝立食品经过多年发展, 深耕复调领域近 20 年, 积累大量配方数据, 现已形成强大的技术经验壁垒, 可在经典配方基础上根据市场口味变化快速推出新品。此外, 公司具有先进的工业化生产能力, 拥有二十余条产线, 能及时将新品从试样投入到工业化生产当中。分产品来看:

- **复合调味品:** SKU 超 3000 种, B 端定制化复调为主, 包括粉体类和酱汁类。粉体类包括裹粉(用于包裹食品后油炸)/腌料(用于腌制)/撒粉(用于油炸烧烤)/汤粉(用于煮制)/预拌粉(用于烘焙)。酱汁类包括调味酱/沙拉酱/调味油和调味汁等。公司为企业客户研发生产复调经验丰富, 能够快速迭代生产多种产品, 拥有优质客户资源和良好口碑, 曾获百胜“持续创新奖”“百胜中国质量奖”麦当劳“‘金’诚合作大奖”等。
- **轻烹解决方案:** 即热食品酱料包, 面向家庭消费者和企业。目前主要产品为旗下空刻意面/阿芬厨房自热饭, 通过网络零售渠道触达家庭消费者。C 端零售渠道单位售价较 B 端高, 有助于提升公司整体毛利水平, 且属于标准化产品, 未来有望进一步降低成本。此外, 公司在 B 端产品研发的成功经验有助于 C 端产品的研发。2020 年 2 月至 2022 年 5 月, 空刻意面在天猫意面销量第一。
- **饮品甜点配料:** 公司布局热门现制茶饮市场, 推出各类创意小料(如爆珠/晶球/粉圆/布丁)和果酱产品, 现已成功开拓了喜茶等热门现制茶饮客户。

图表 69: 公司主要产品和竞品对比

产品	类别	产品举例	产品均价	竞品	竞品图片	竞品平均价格
复合调味料	粉体类	鸡排裹粉、奥尔良腌料、孜然撒粉等	2018: 1.34 万元/吨 2019: 1.36 万元/吨 2020: 1.26 万元/吨 2021: 1.18 万元/吨	日辰股份粉体类调味料		2018: 1.37 万元/吨 2019: 1.4 万元/吨
	酱汁类	黑椒酱、千岛酱等		日辰股份酱汁类调味料		2018: 1.48 万元/吨 2019: 1.53 万元/吨
轻烹解决方案	轻烹理酱包、理汤包	花椒花胶鸡捞饭理酱包、奶油蘑菇理汤包等	2018: 3.69 万元/吨 2019: 2.92 万元/吨 2020: 3.21 万元/吨 2021: 3.90 万元/吨			
轻烹解决方案	C 端零售渠道 (搭配食品售卖)	空刻意面	天猫: 107 元/5 盒	锋味意面		天猫: 129 元/5 盒
		阿芬厨房自热米饭	天猫: 69 元/3 盒	莫小仙、海底捞自热饭		天猫: 36 元/3 盒 天猫海底捞: 47 元/3 盒
甜点饮品配料		爆珠、晶球、创意小料、蓝莓、百果等果酱	2018: 1.80 万元/吨 2019: 2.10 万元/吨 2020: 2.02 万元/吨 2021: 2.05 万元/吨			

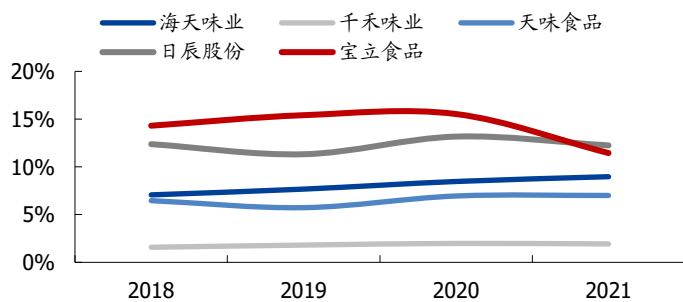
资料来源: 各公司招股说明书, 天猫网站, 国盛证券研究所

**研发体系上:** 公司建立了完善的研发体系, 设有专门的研发部, 围绕调味品的口味、生产工艺和流程等, 开展信息收集、数据分析、分析检验、工艺设计等工作。目前, 公司研发部门已覆盖了基础研究、设计展示、技术服务等多层次职能, 拥有近百人规模。此外, 公司还成立了培训学院, 通过定期或不定期邀请行业专家授课、培训以及团队之间互相 PK 等方式, 鼓励研发人员不断学习。

**研发经验上:** 公司为研发驱动的食品风味及产品解决方案服务商, 积累了大量的配方数据, 可以在经典配方的基础上不断根据市场口味变化传承创新, 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。

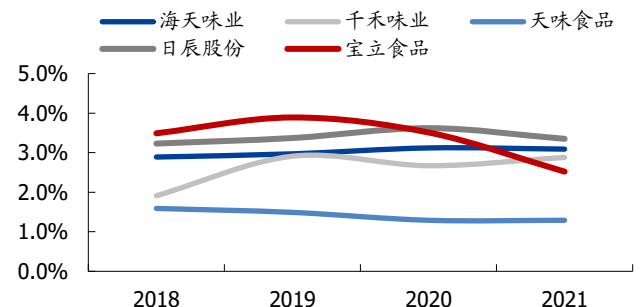
**研发投入上:** 作为定制复调龙头企业, 宝立研发人员占比及研发费用率均在同行中处于高位。通过不断研发新品, 从而创造出持续推新、开拓客户的可能性。

图表 70: 同行业可比公司研发人员占总员工比例



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 71: 同行可比公司研发费用率对比

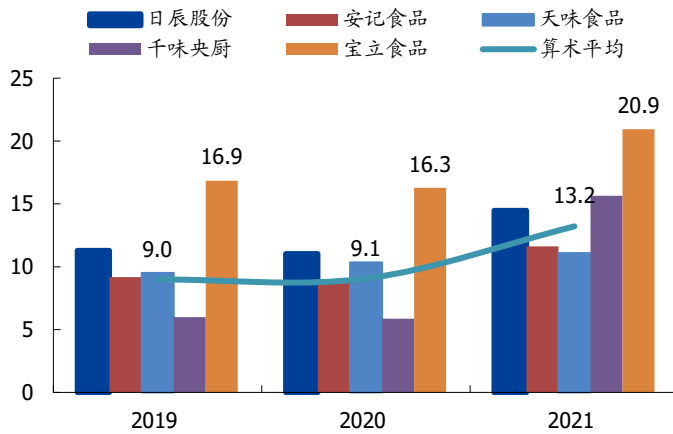


资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 管理：人均薪酬高于同业，人才吸引力足

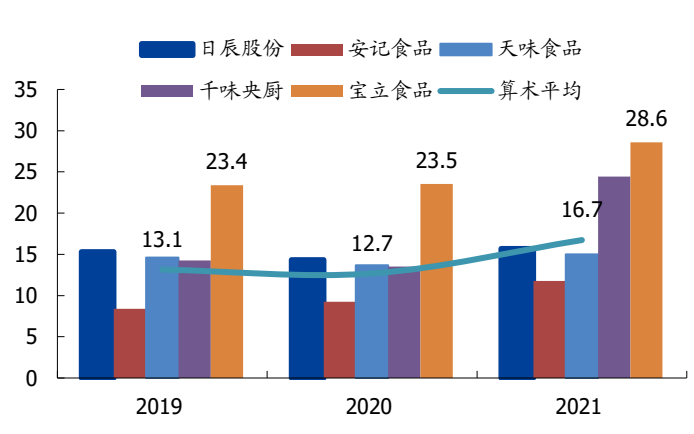
2021年，公司人均薪酬及销售人员人均薪酬分别为20.9/28.6万元，远高于同行业13.2/16.7万元的平均水平。具备吸引力的薪酬水平将为公司不断吸引人才，未来若有进一步长效激励机制落地，有望帮助放大公司协同优势，提升市场竞争力。

图表 72：同行业可比公司人均薪酬对比（万元）



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 73：同行业可比公司销售人员人均薪酬对比（万元）



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

### 3.4 产能：募资扩产，增长空间可期

**产能基本饱和，旺季产能紧张。**目前公司现有生产基地位于上海的松江、上海金山、山东，浙江嘉兴（已经陆续建成投产），已具有先进的工业化生产能力。随着公司发展，原有9.94万吨（粉类5.4万吨，酱料类4.6万吨）产能已近于饱和，产能利用率由2018年的82.4%提升至2021年的91.7%。此外，在生产旺季时，部分产品供需矛盾尤为突出。主要系对于2B的复调厂商而言，通常每年Q4为销售旺季，但下游餐饮客户库存有限不会进行提前采购，因此公司难以在生产淡季大规模生产，实际产能只能达到设计产能的70%-80%。

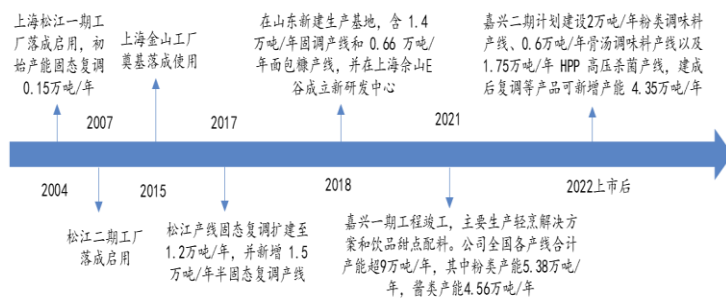
**募资扩产，突破生产瓶颈。**公司将此次发行募集资金部分用于嘉兴生产基地（二期）和信息化中心建设项目，以扩大产能助力公司进一步发展。项目达产后合计新增年产能4.35万吨/年，预计每年可实现税后净利润8887.65万元，税后IRR为23.64%，投资回收期为6.22年（含建设期）。其中：1）嘉兴生产基地（二期）：计划建设2万吨/年粉类调味料产线、0.6万吨/年骨汤调味料产线以及1.75万吨/年HPP高压杀菌产线，产能的扩大有利于公司承接更多客户需求，新增HPP产线有利于满足市场对复调产品消费升级的需求；2）信息化中心建设项目：拟在上海建设公司信息化中心，部署信息化应用系统，有助于提升企业定制化服务能力。

图表 74：募投资金使用情况

项目名称	项目投资总额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
嘉兴生产基地（二期）建设项目	2.53	1.80
信息化中心建设项目	0.32	0.23
补充流动资金	1.75	1.32
<b>合计</b>	<b>4.60</b>	<b>3.35</b>

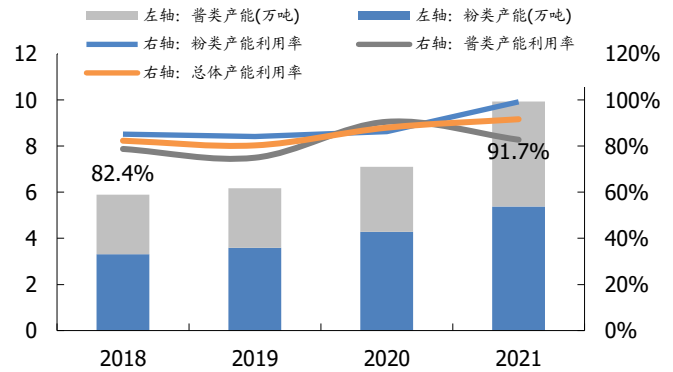
资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 75: 公司产能扩张情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 76: 公司产能及产能利用率



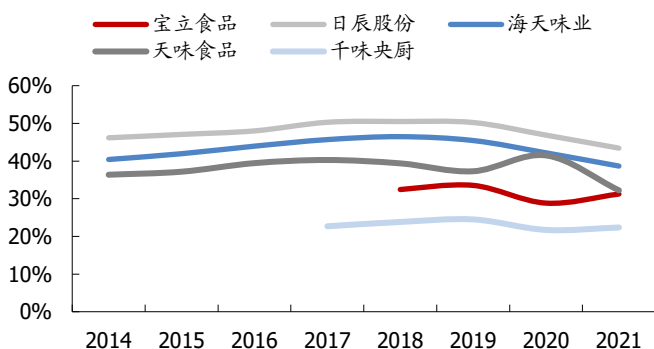
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 四、产销模式帮助公司维持高水平 ROE

直销模式为主与稳定的客户结构帮助公司拥有相对稳定的盈利水平。我们选取海天味业、日辰股份、天味食品、千味央厨作为可比公司。宝立食品毛利率位于行业中游水平, 差异主要来自于客户结构、产品属性、销售渠道等方面的不同。具体来看:

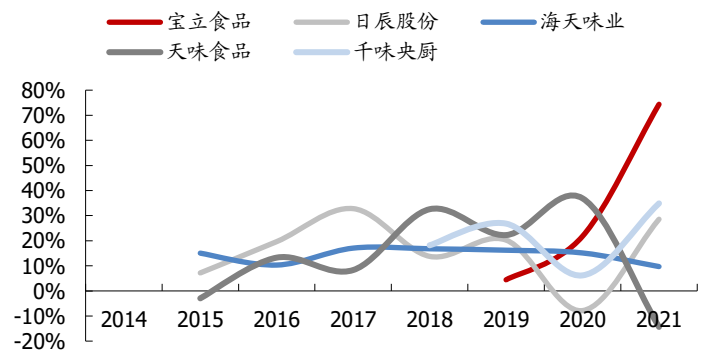
- **客户结构:** 宝立的主要客户大部分为跨国快餐连锁客户, 此类客户除宝立外还对接其他大型跨国企业(如味好美和凯爱瑞集团等)作为供应商, 竞争相对激烈, 因此公司毛利率低于以味千、呷哺呷哺等日式/中式连锁企业客户为主的日辰股份;
- **产品属性:** 宝立的产品种类偏多, 满足大客户需求的同时, 超过 3000 种的品类也满足了长尾客户的需求, 进一步加大了公司生产线的切换成本, 也提升了销售过程中的复杂度, 因此毛利率低于标品为主的海天味业与天味食品;
- **销售渠道:** 公司以直销客户为主, 占比约 85%, 公司可以压缩经销模式下给予客户的利润空间, 并凭借产品力、定制化生产模式获得相对稳定的利润率水平, 因此毛利率高于同样对接跨国客户, 但直销占比偏低的千味央厨。

图表 77: 宝立食品与同行业可比公司销售毛利率对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 78: 宝立食品与同行业可比公司营收增速对比 (%)

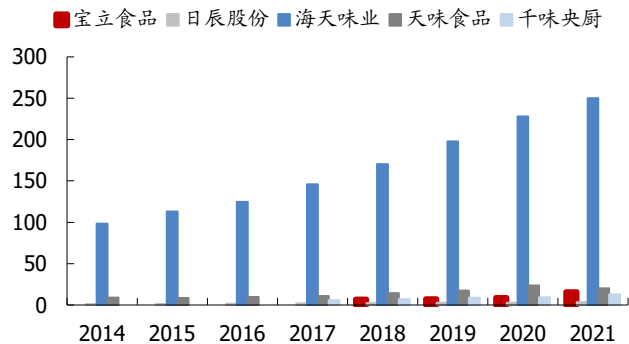


资料来源: wind, 国盛证券研究所

规模提升将对费用摊薄贡献力量, 从而提高净利率。公司直销为主的销售模式帮助其以相对较低的销售费用撬动更大规模收入, 而稳定的客户群体使得公司付出较少边际获客成本, 因此公司整体费用水平相对较低, 不考虑并表的情况下约为 5-6%。但随着公司收购厨房阿芬后, 受空刻意面销售渠道以电商为主影响, 线上推广费用投放相对较高, 因此短期我们预计公司仍处于投费用扩市场的阶段, 销售费用率仍将维持较高水平。未

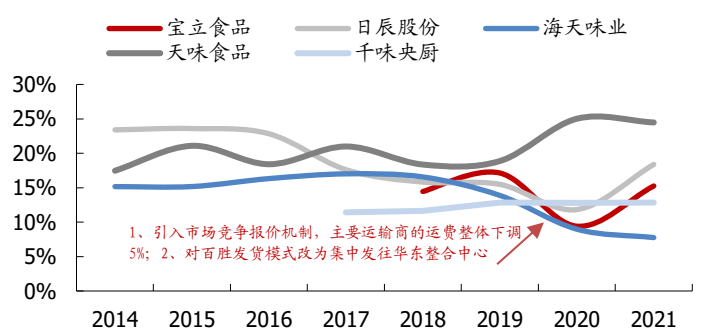
来，随着公司品牌效应加强、收入规模放量，线上投放效率提升后，其期间费用增长幅度将低于收入增长，帮助净利率的进一步提升。

图表 79: 宝立食品与同行业可比公司收入规模对比 (亿元)



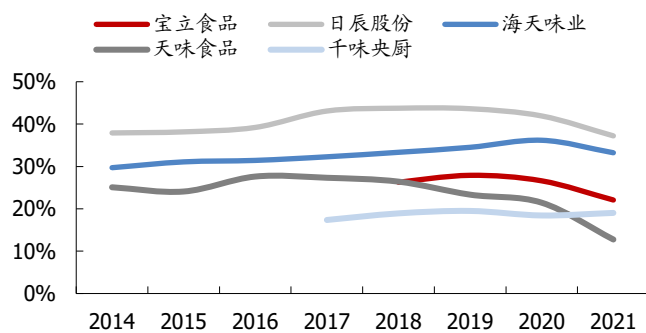
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 80: 宝立食品与同行业可比公司期间费用率对比



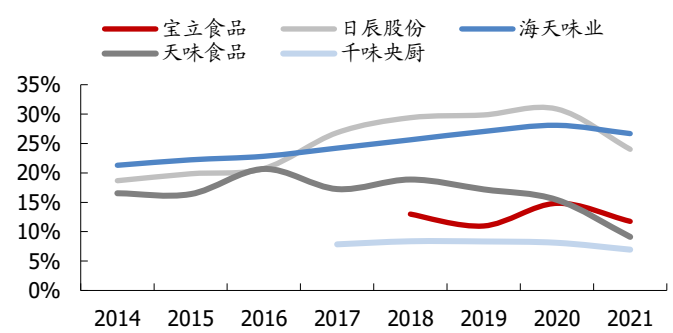
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 81: 宝立食品与同行业可比公司毛销差对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 82: 宝立食品与同行业可比公司归母净利润率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

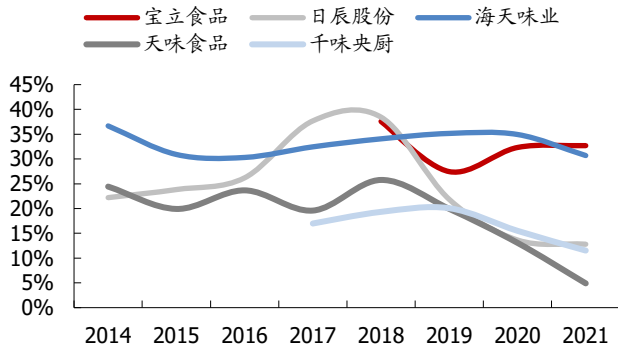
图表 83: 2021 宝立食品与可比公司销售费用拆分

销售费用明细	宝立食品		千味央厨		天味食品		日辰股份	
	费用额/费用率	YoY/变化 pct	费用额/费用率	YoY/变化 pct	费用额/费用率	YoY/变化 pct	费用额/费用率	YoY/变化 pct
销售费用	144.5	615%	42.4	36.8%	394.3	-3.1%	21.0	61%
销售费用率	9.2%	6.92%	3.30%	0.1%	19.5%	2.3%	6%	1%
广告宣传相关费用	111.7	4885%	4.0	16.6%	166.7	-18.0%	2.60	60%
占销售费用比重	77.3%	77.0%	9.50%	-1.6%	42.30%	-7.7%	12%	0%
职工薪酬费用	20.2	78.5%	27.3	29.3%	96.1	37.6%	11.6	40%
占销售费用比重	13.9%	-41.9%	64.30%	-3.7%	24.40%	7.2%	55%	-8%
其他销售费用	12.7	89.9%	11.2	71.6%	134.0	-1.8%	6.8	118%
占销售费用比重	8.8%	-24.2%	26.30%	5.3%	33.30%	0.4%	32%	8%
运输相关费用	59.4	107%	34.2	42.2%	46	-23.4%	9.0	28%
占营业收入比重	3.76%	0.6%	2.70%	0.1%	2.30%	-0.2%	3%	0%
还原运输口径后的销售费用	203.9	317%	76.6	147.0%	440.3	-5.7%	30.0	130%
还原后销售费用率	12.9%	7.5%	6.00%	2.7%	21.70%	2.0%	9%	4%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所, 注: 宝立食品 2021 年收购厨房阿芬导致销售费用大幅增加

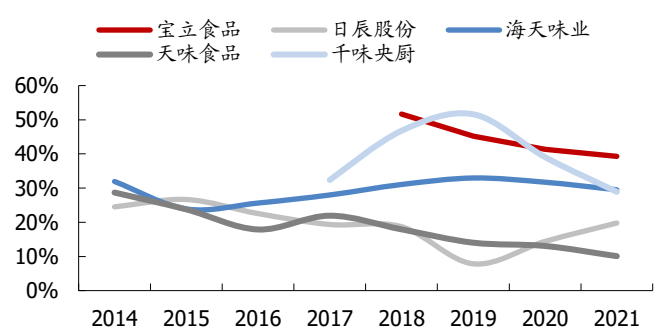
“销定产、产定采”模式下的高产能利用率，高资产周转率带来更高 ROE。公司与国内外各大连锁企业和食品加工企业建立了长期稳定的合作关系，熟悉客户生产需求与生产节奏。公司采用以销定产的生产模式，在获得订单后下发给生产基地组织生产，相对集中的生产基地也将有利于交付和统筹规划，这共同推动了公司行业领先的资产周转率，带来公司较同行可比公司较高的 ROE 水平。

图表 84: 宝立食品与同行业可比公司 ROE 对比



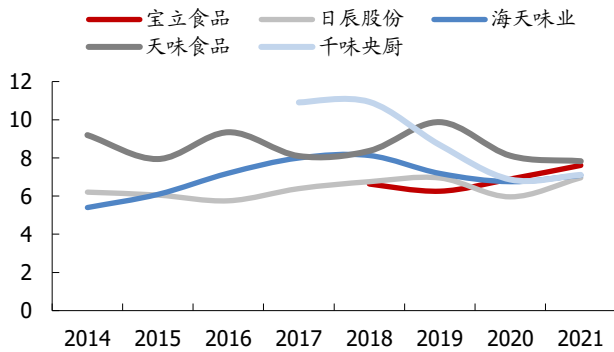
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 85: 宝立食品与同行业可比公司资产负债率对比



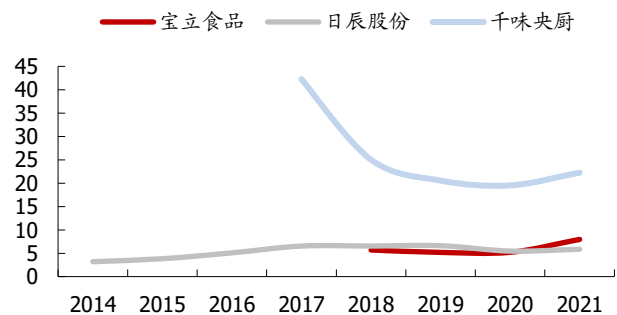
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 86: 宝立食品与同行业可比公司存货周转率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 87: 宝立食品与同行业可比公司应收账款周转率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 五、盈利预测及估值

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 19.6/24.1/29.3 亿元，同比增速分别为 24.4%/22.8%/21.6%，毛利率分别为 31.9%/32.7%/33.4%。预计 2022-2024 年公司归母净利润 2.0/2.6/3.4 亿元，同比增速分别为 6.6%/33.4%/29.2%。整体上，2022Q2 发生的上海疫情对公司收入和毛利率均造成了影响，而后续的毛利率将维持恢复趋势。具体而言：

- **复合调味料**：公司深耕复合调味料领域，不断研发创新，保持产品领先地位。我们预计公司复合调味料业务 2022-2024 年营收增速分别为 9.3%/15.4%/17.7%，对应毛利率 22.3%/22.5%/22.7%。
- **轻烹解决方案**：随着对厨房阿芬的并购和募投项目的投产，在空刻意面持续放量带动下，预计公司轻烹产能快速扩张，同时规模效应之下毛利率稳中有升。我们预计公司轻烹解决方案业务 2022-2024 年营收增速分别为 51.2%/28.3%/24.4%，对应毛利率 43.7%/44.3%/44.8%。
- **饮料甜点配料**：公司积极开展产品研发和开拓新兴茶饮客户。我们预计公司饮料甜点配料业务 2022-2024 年营收增速分别为 9.1%/35.4%/27.3%，对应毛利率 20.2%/21.5%/22.7%。

图表 88：主营业务拆分及假设（百万元，%）

产品		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
复合调味料	营业收入	582	655	843	921	1,063	1,250
	yoy	14.4%	12.7%	28.6%	9.3%	15.4%	17.7%
	毛利率	33.4%	31.8%	28.3%	22.3%	22.5%	22.7%
轻烹解决方案	营业收入	43	135	571	863	1,107	1,378
	yoy	81.7%	215.3%	324.3%	51.2%	28.3%	24.4%
	毛利率	27.9%	29.1%	47.1%	43.7%	44.3%	44.8%
饮品甜点配料	营业收入	117	111	155	169	229	292
	yoy	-33.6%	-5.4%	40.4%	9.1%	35.4%	27.3%
	毛利率	35.6%	37.4%	28.2%	20.2%	21.5%	22.7%
其他	营业收入	1.9	4.3	8.8	9.6	10.6	11.7
	yoy	-51%	131%	105%	10%	10%	10%
合计	营业收入	743	905	1,578	1,963	2,410	2,932
	yoy	4.4%	21.8%	74.4%	24.4%	22.8%	21.6%
	综合毛利率	33.5%	28.8%	31.2%	31.9%	32.7%	33.4%
	销售费用率	5.6%	2.2%	9.2%	12.0%	11.8%	11.7%
	管理费用率	7.0%	3.3%	3.3%	3.4%	3.3%	3.2%
	归母净利润	81	134	185	198	264	341
	yoy	-11.8%	64.6%	38.2%	6.6%	33.4%	29.2%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

**估值**：我们采用可比公司分部估值法，将宝立食品业务分拆为以复调和饮品甜品配料业务为主的宝立食品主体+轻烹业务两部分进行估值：

**1) 复调+饮品甜品配料**：复调行业尚处导入期，随着餐饮连锁化率提升、外卖市场发展、速冻等方便速食产业扩容，对复合调味料需求增加，未来行业发展空间广阔。宝立食品自 2013 年成为百胜中国 T1 供应商后，已逐步与百胜中国、麦当劳等多家知名餐饮连锁及圣农发展等食品工业企业建立了长期稳定合作关系，积累了丰富的复调产品生产经验及配方资源，在 B 端市场具备明显先发优势及竞争壁垒。我们将公司这两大传统主业作为整体考虑，参考海天、千禾、颐海、天味、日辰五家调味品企业的估值均值，并考虑

宝立食品为定制复调行业龙头，未来几年处于产能快速释放期，因此我们认为宝立食品该部分业务享有一定估值溢价，预计2023年合理估值区间为45-50X估值，对应市值区间为47-52亿元；

**2) 轻烹业务:** 公司轻烹业务在“空刻意面”拉动下正处于快速成长阶段，我们预计空刻未来2-3年内有望实现10亿销售额，实现翻倍式增长。未来随着公司品牌壁垒夯实、规模效应显现，广告营销投放精准度提升，该部分业务费用率将有所改善，促进利润水平提升至新的台阶。我们参考味知香、安井、千味央厨、三全四家速冻及预制食品企业估值均值，考虑公司轻烹业务的高增速，合理预计2023年宝立该部分业务估值区间为35-40X，对应市值56-64亿元。

整体而言，我们预计公司2023年对应合理市值区间为**103-116亿元**，对应合理估值**39-44X**，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 89: 分部估值表

业务	2023E 归母净利润 (百万元)	估值 (倍)		对应市值 (亿元)	
		PE 下限	PE 上限	下限	上限
复调+饮品配料	104.3	45	50	47	52
轻烹业务	159.5	35	40	56	64
合计	263.8	39	44	103	116

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 90: 可比公司估值表

主营业务	证券代码	公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E
复合调味品	603288.SH	海天味业	3966.1	1.6	1.6	1.9	2.2	60.0	53.2	45.1	38.5
	603317.SH	天味食品	210.0	0.2	0.4	0.5	0.7	109.6	70.0	52.6	41.0
	603027.SH	千禾味业	159.7	0.3	0.3	0.4	0.5	72.1	52.4	40.1	32.1
	603755.SH	日辰股份	36.5	0.8	1.0	1.3	1.7	69.2	39.0	28.7	21.7
	均值		1093.1	0.7	0.8	1.0	1.3	77.7	53.6	41.6	33.3
速冻、预制食品	605089.SH	味知香	1.3	1.6	2.0	2.5	71.5	40.2	32.4	25.9	1.3
	603345.SH	安井食品	2.8	3.3	4.3	5.3	61.2	48.7	37.9	30.5	2.8
	002216.SZ	三全食品	0.7	0.9	1.0	1.1	27.7	21.0	18.8	16.6	0.7
	001215.SZ	千味央厨	1.0	1.2	1.6	2.1	56.9	43.9	34.1	26.1	1.0
	均值		178	1.5	1.8	2.2	2.7	54.3	38.5	30.8	24.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 其他可比公司盈利预测采用 wind 一致预期, 市值及估值对应 2022 年 7 月 20 日收盘价

## 风险提示

**原材料价格波动风险。**公司生产所需的原材料占产品成本的比重较大。若原材料价格波动将直接影响公司产品的毛利率水平和盈利能力。

**行业增速不及预期。**公司发展受到餐饮行业的影响，若餐饮行业发展增速不及预期，可能公司营收增速也会有所放缓。

**大客户流失风险。**公司大客户营收占比较高，若未来百胜中国或其他主要客户减少订单或终止合作，公司存在短期内无法成功开拓其他大客户的风险，则可能对公司的生产经营产生不利影响。

**客户拓展不及预期。**公司下游多为 B 端客户，且采取订单制销售模式，若下游新客户不及预期，则可能会对公司营收增速造成影响。

**行业竞争加剧风险。**目前我国复合调味料行业的竞争格局极其分散，若行业竞争加剧，则有可能对公司的市场拓展及盈利水平造成影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com