

# 宝立食品 (603170)

证券研究报告  
2022年07月28日

## 复合调味料构建基本盘，轻烹业务打开成长空间

复合调味品行业前景广阔，公司具有研发优势和客户先发优势。复合调味品行业目前处于高速增长，且渗透率处于低位，短期来看 B 端 C 端共同发力，行业加速扩容、渗透率稳步提升拉动复调市场的持续增长。公司深耕西式餐饮复合调味料领域，主要以定制产品为主，管理层均具备多年食品研发工作经验，研发投入高，研发能力高行业平均水平。同时，餐饮供应链业务强调企业综合的供应能力，是一系列与客户的不断磨合和绑定，具备较强的先发优势，公司凭借贴近市场的强大研发实力、及时响应能力和优质服务能力，与国内外知名餐饮连锁和大型食品工业企业建立了长期稳定合作关系，已经形成一定的竞争优势。

轻烹行业景气度较高，公司差异化定位寻求增量。据 FBIF 食品饮料创新统计，未来 5-6 年，中国意面市场预计将达到近 200 亿元。中国意面有类无品，空刻意面凭借“餐厅级意面”、“15 分钟做好”、“正宗西式调味料”等特点打开中国速食意面市场，成为速食意面第一品牌，目前线上市占率已达 60%。我们认为空刻成功的要素在于：一是卡位西式速食赛道；二是诞生于图文向视频营销转换的窗口期，充分享受超头红利；三是空刻意面作为新消费品牌，精准定位目标消费群，营销高举高打，通过饱和式营销，快速抢占消费者心智，同时开始铺设线下渠道，通过分众强化消费者品牌认知。未来空刻意面凭借其精准定位和高端的品牌站位，业绩有望持续向好。

兼具稳定性和成长性，借助资本杠杆进一步发展。一方面，优质的客户资源，以及大客户的做深做广是公司稳定性的来源。公司与大客户建立了长期合作，定制服务下大客户粘性较强，持续稳步增长。餐饮连锁企业一旦与供应商达成合作，除非有重大食品安全问题，否则不会轻易更换供货商，同时公司凭借较强的供应服务能力，能够在大客户内部体系不断开拓新品，持续做深。此外，大 B 餐饮企业在市场中具备灯塔作用，随着餐饮连锁化率的提升，公司大概率会成为中小 B 餐饮企业供应链中优先选择。另一方面，产品种类的拓展是公司成长性的来源。公司在巩固和拓展原有业务的基础上，产品类别不断丰富，应用领域不断拓展，不断开发出各式风味的轻烹解决方案和饮品甜点配料等产品，特别是 C 端空刻意面业务是公司打开业务成长性的重要一环。未来公司将借力于资本市场，实现产品工艺水准的全面提升，提升快速响应客户定制化需求的能力，并继续优化产品结构，稳步提升品牌知名度和影响力。

**盈利预测：**我们预计 22-24 年，公司实现营收 21.00/26.42/32.40 亿元，同比增长 33.08%/25.84%/22.61%，实现归母净利润 1.99/2.58/3.26 亿元，同比增长 7.54%/29.40%/26.52%，EPS 分别为 0.50/0.65/0.82 元。采用分部估值法，预计公司整体估值为 126.91 亿元，对应目标价为 31.73 元/股，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**风险提示：**食品安全风险；原材料价格波动风险；收购厨房阿芬后管理及整合风险；新冠疫情反复风险；短期股价大幅波动风险；新产品开发与市场竞争风险；主要客户流失的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	904.79	1,577.71	2,099.66	2,642.14	3,239.60
增长率(%)	21.78	74.37	33.08	25.84	22.61
EBITDA(百万元)	229.58	317.14	324.43	408.91	515.20
净利润(百万元)	134.12	185.41	199.39	258.01	326.42
增长率(%)	64.57	38.24	7.54	29.40	26.52
EPS(元/股)	0.34	0.46	0.50	0.64	0.82
市盈率(P/E)	92.52	66.92	62.23	48.09	38.01
市净率(P/B)	25.74	19.02	13.91	10.79	8.41
市销率(P/S)	13.71	7.86	5.91	4.70	3.83
EV/EBITDA	0.00	0.00	38.08	29.96	23.34

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级	
行业	食品饮料/调味发酵品
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	31.02 元
目标价格	31.73 元

基本数据	
A 股总股本(百万股)	400.01
流通 A 股股本(百万股)	40.01
A 股总市值(百万元)	9,324.23
流通 A 股市值(百万元)	932.63
每股净资产(元)	1.93
资产负债率(%)	34.22
一年内最高/最低(元)	23.31/12.06

作者	
吴文德	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	
刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
薛涵	联系人
xuehana@tfzq.com	



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 深耕行业数十年，品牌影响力逐步增强	4
1.1. 研发能力驱动创新发展，公司受益于新兴战略布局	4
1.2. 业绩维持高增速，产品多元化推动毛利稳中提升	5
1.3. 产销水平保持高位，募资扩产助力产能提升	9
2. 复合调味品行业空间广阔，公司“快准稳”对接客户需求	10
2.1. 复合调味品前景广阔，B端和C端共促行业快增	10
2.2. 基于客户需求视角的产品开拓思路，不断丰富公司产品矩阵	13
2.3. 大客户构建基本盘，存量客户做深是稳定性的重要来源	15
3. 空刻意面为公司亮点，预制方便食品赛道有望成为新增长引擎	16
3.1. 轻烹行业景气度较高，公司差异化定位寻求增量	16
3.2. 收入体量快速增长，新消费品牌高举高打	17
3.3. 差异化定位构建竞争优势，空刻成长空间较大	19
4. 兼具稳定性和成长性，借助资本杠杆进一步发展	20
5. 盈利预测及估值	22
6. 风险提示	23

## 图表目录

图 1：公司历史沿革及发展阶段	4
图 2：发行上市前公司股权结构	5
图 3：营业收入（亿元）及增速	6
图 4：归母净利润（亿元）及增速	6
图 5：业绩拆分（按品类）	6
图 6：按品类收入增速	6
图 7：业绩拆分（按地区）	7
图 8：按地区收入增速	7
图 9：宝立食品销售毛利率变化	7
图 10：宝立食品单品毛利率变化	7
图 11：可比公司毛利率	8
图 12：宝立食品 2021 年原材料采购金额占比	8
图 13：宝立食品 2021 年主营业务成本构成	8
图 14：宝立食品期间费用率	9
图 15：宝立食品销售、管理费用率	9
图 16：产能利用率	9
图 17：产销率	9
图 18：酱油、味精等调味品渗透度高	10
图 19：复合调味品目前处在发展初期	10

图 20: 2020 年中美日韩复合调味品渗透率对比 .....	10
图 21: 复合调味品市场规模变化 .....	10
图 22: 餐饮产业集中化趋势明显 .....	11
图 23: 我国餐饮连锁化率与外出就餐率仍有较大成长空间(20 年) .....	11
图 24: 复合调味品 2030 年市场规模预测 .....	11
图 25: 2017 年火锅底料行业格局 .....	12
图 26: 2019 年火锅底料行业格局 .....	12
图 27: 中国复合调味料行业集中度 CR3: % .....	12
图 28: 2015-2019 年复合调味品行业（鸡精以外品类）CR3 .....	12
图 29: 复合调味品商业模式 .....	13
图 30: 公司产品品类 .....	14
图 31: 宝立与可比公司研发费用率 .....	14
图 32: 宝立与可比公司研发人员数量对比 .....	14
图 33: 直销、非直销收入占比 .....	15
图 34: 定制品和通用品营收占比 .....	15
图 35: 宝立食品分业务前五大客户 .....	16
图 36: 客户数量（对应销售金额） .....	16
图 37: 2021 年客户销售金额分布情况 .....	16
图 38: 中国方便食品市场规模（亿元） .....	17
图 39: 厨房阿芬股权结构 .....	18
图 40: 空刻意面产品图 .....	18
图 41: 空刻意面直销、非直销收入占比 .....	18
图 42: 厨房阿芬销售收入和销售单价 .....	19
图 43: 厨房阿芬毛利率 .....	19
图 44: 空刻意面核心壁垒 .....	20
图 45: 厨房阿芬盈利预测 .....	20
图 46: 宝立食品发展逻辑 .....	21
图 47: 宝立食品知名合作客户 .....	21
图 48: 宝立食品新业务板块 .....	22
表 1: 公司管理层 .....	5
表 2: 公司产品产销量 .....	9
表 3: 公司前五大客户（占当期营收比例） .....	15
表 4: 宝立食品营业收入 .....	22
表 5: 宝立食品毛利率 .....	22
表 6: 宝立食品主业（除厨房阿芬）及厨房阿芬利润率预测及净利润拆分 .....	23
表 7: 可比公司估值 .....	23

## 1. 深耕行业数十年，品牌影响力逐步增强

### 1.1. 研发能力驱动创新发展，公司受益于新兴战略布局

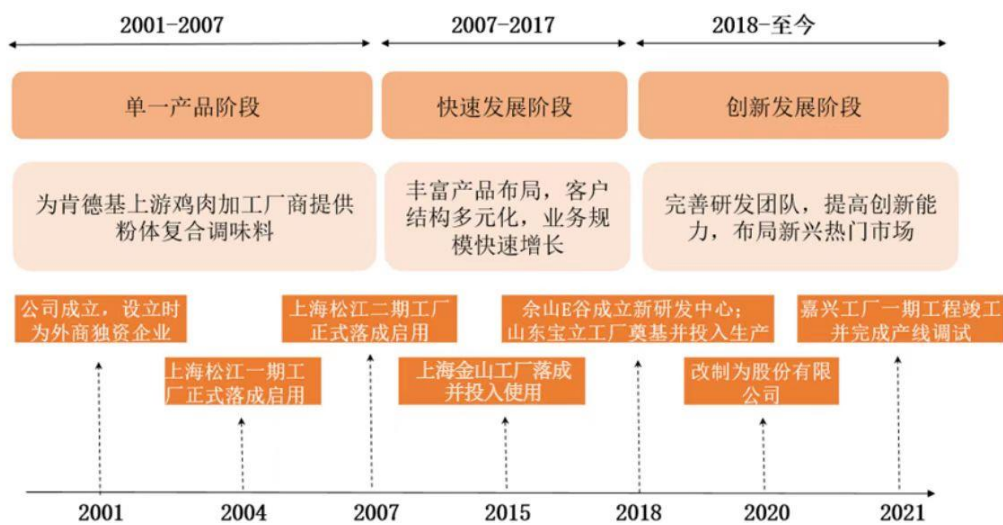
公司 2001 年成立，历经二十年创新发展，已成长为行业领先的风味及产品解决方案服务商。公司持续以贴近市场的强大研发能力为驱动，对食品及餐饮行业有着敏锐洞察与深刻理解，公司目前主要产品包括复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料等，致力于为餐饮企业、食品工业企业与家庭消费者提供高品质全方位的风味及产品解决方案。

**单一产品阶段 (2001-2007 年):** 自公司设立至 2007 年期间，公司产品类型相对单一，主要为肯德基上游鸡肉加工厂商提供粉体类复合调味料。公司的质量控制制度逐步完善，研发创新能力持续提升，在行业内形成了较强的食品安全控制优势和技术研发优势。公司于 2007 年开始筹备进入百胜直接供应商体系，并开始为百胜研发复合调味料产品。

**快速发展阶段 (2008-2017 年):** 自 2008 年开始，进入百胜体系，公司逐步形成了集研究、应用和展示一体化的研发体系，丰富和完善了粉体类和酱汁类复合调味料的产品布局，客户结构进一步多元化，业务规模快速增长，公司进入快速发展时期。

**创新发展阶段 (2018 年至今):** 自 2018 年开始，公司逐步形成近百人规模、人员组成多样化、分工协作明确的统一研发部门，公司开始向国内新兴热门市场如现制茶饮、互联网轻烹解决方案进行探索并战略布局，逐步成为行业领先的风味及产品解决方案服务商。

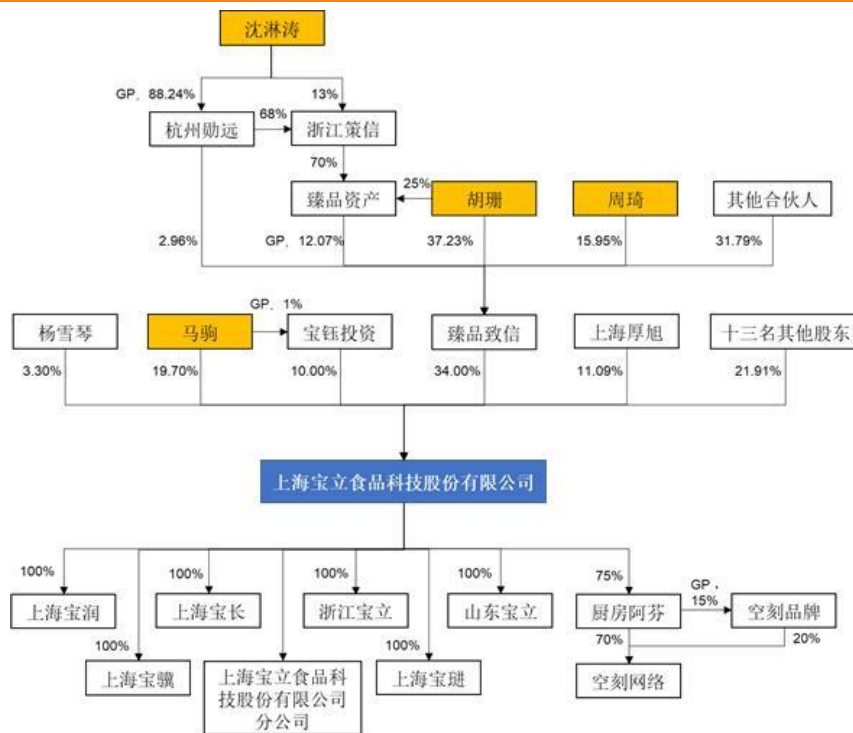
图 1: 公司历史沿革及发展阶段



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**公司股权结构相对集中，员工持股激发员工积极性。** 发行上市前，公司控股股东臻品致信直接持有宝立食品 34% 的股份，为宝立食品的控股股东。而董事沈淋涛、董事长马驹、董事胡珊和周琦合计控制宝立食品 67% 股份，为公司的共同实际控制人。宝钰投资为公司员工持股平台，共计 10 名员工累计持有公司股份 10%。除公司中高管外，另有 5 名核心骨干人员参与员工持股计划，通过利益捆绑激励员工积极性。

图 2：发行上市前公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**管理层复合调味品研发经验丰富。**公司管理层人员均具备多年食品研发工作经验，专业实力雄厚。实际控制人沈淋涛在公司担任副董事长，董事长马驹自宝立食品成立以来，历任总经理和董事长，全面负责公司的管理和运营。总经理何宏武曾在百胜担任研发部副总监，副总经理杨哲曾在希杰食品担任研发和新事业开发总监、副总经理梁冬允曾任味可美食品高级研发员，联合利华食品研发经理，亨氏技术经理。此外，公司有 5 位核心技术人员，均曾在食品行业从事多年产品研发工作，有丰富的产品研发经验。

表 1：公司管理层

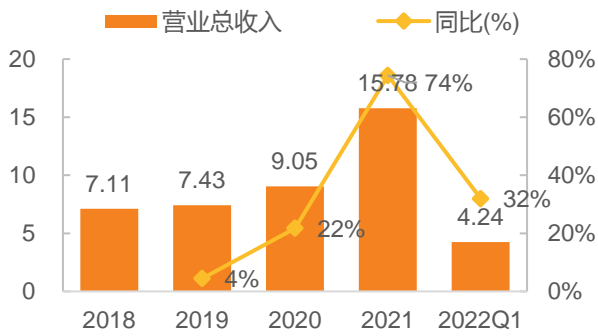
姓名	职务	个人简历
马驹	董事长、董事	曾任安庆市燎原化工厂业务员，上海基快富贸易有限公司经理
沈淋涛	副董事长	曾在会计师事务所，投资机构工作多年
何宏武	董事、总经理	曾在百胜工作 10 年，最高职务为研发部副总监
任铭	董事、财务负责人、董 事会秘书	曾在会计师事务所，投资机构工作多年
杨哲	副总经理	曾任北京纳贝斯克食品质量管理部质量专员，希杰食品研发和新事业开发总监
梁冬允	副总经理	曾任味可美食品高级研发员，联合利华食品研发经理，亨氏技术经理

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.2. 业绩维持高增速，产品多元化推动毛利稳中提升

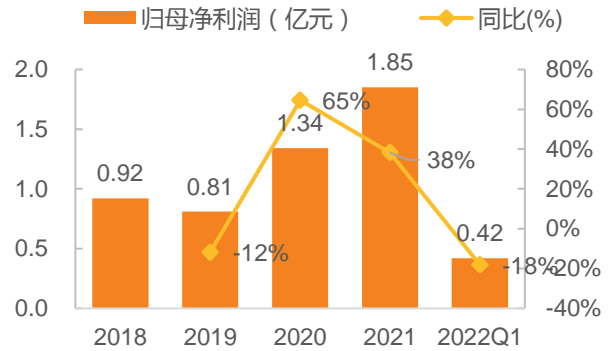
2018-2021 年，伴随公司业务的持续拓展，公司营业收入从 7.11 亿元增长到 15.78 亿元，CAGR+30.41%。伴随规模逐渐扩大，公司盈利不断增长，公司归母净利润从 0.92 亿元增长到 1.85 亿元，CAGR+26.14%，实现快速稳步增长。2021 年公司实现营业收入 15.78 亿元，较 2020 年度增加 74.37%；2022 年一季度，公司实现营业收入 4.24 亿元，同比增长 31.94%，归母净利润较 2021 年同期下降 18.14%，主要原因系：（1）受国内疫情等因素影响，在不合并厨房阿芬情形下，公司销售收入下降 1.13%，同时农产品原材料价格及运费上涨导致营业成本上升幅度较大，毛利率下降 3.90 个百分点；（2）在合并厨房阿芬情形下，2022 年一季度公司整体销售收入增加，综合毛利率提升，但由于厨房阿芬主要通过电商自营渠道销售，国内电商业态特有的引流和促销模式使得销售推广费大幅增加。

图 3：营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：归母净利润（亿元）及增速

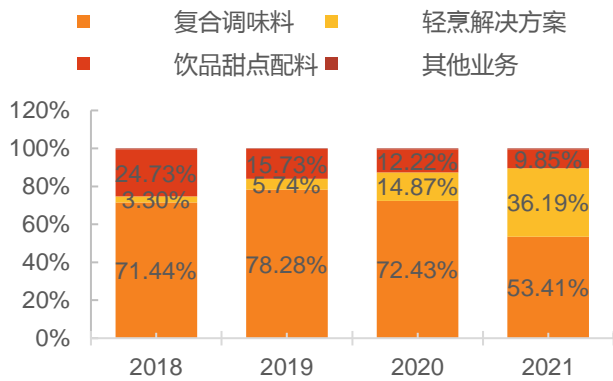


资料来源：wind，天风证券研究所

**复合调味料为主，轻烹解决方案呈高增长。**公司产品主要包括复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料及其他，2021 年收入占比分别为 53% /36% /10% /0.56%，2017-2021 年复合增速分别为 18%/190%/-4%/33%。

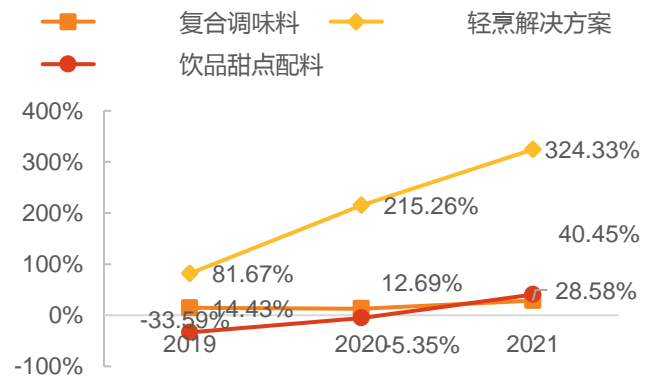
- ◇ 2021 年，复合调味料贡献主营收入超 50%，保持核心地位。公司拥有十余年的复合调味料生产经验，与国际餐饮连锁企业和大型食品加工企业稳定合作，已成为该细分产品领域的首选之一。
- ◇ 轻烹解决方案营收 2021 年同比增长 324.33%，主要由于 2021 年 3 月公司收购厨房阿芬后“空刻意面”产品销售良好。2021 年整体营收保持增长，主要由于公司对百胜中国、圣农食品和德克士等主要客户的销售保持增长,同时持续开发调味酱、风味酱等新产品满足客户需求。公司在巩固和拓展原有业务的基础上，产品类别不断丰富，应用领域不断拓展，根据市场和消费者需求，持续创新，不断开发出各式风味的轻烹解决方案和饮品甜点配料等产品。

图 5：业绩拆分（按品类）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

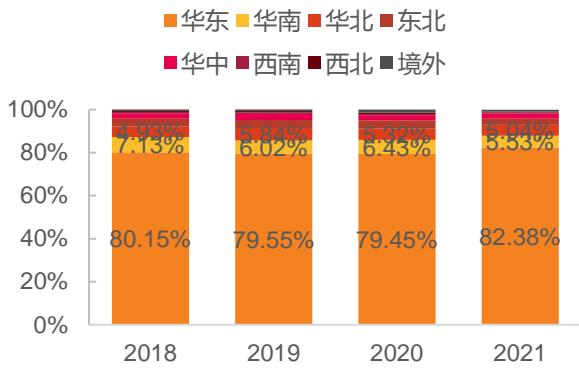
图 6：按品类收入增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

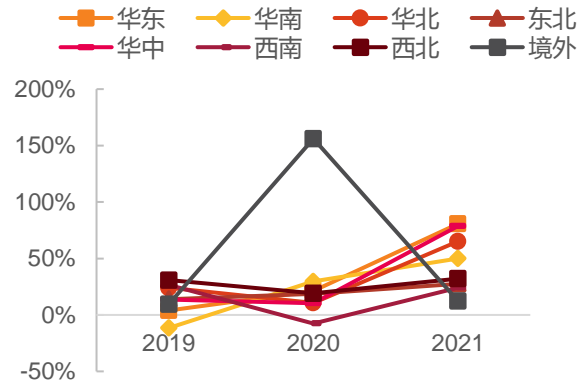
**华东区域占比较高，客户业务覆盖全国。**公司销售主要以国内客户为主，国内收入占主营业务收入的比重在 99%左右。公司业务现已覆盖全国大部分区域，华东区域的收入占比较高。其中，出于其内部管理考虑，存在通过单一主体统一向公司采购的情况。如公司与百胜中国的采购交易主要通过必胜（上海）食品有限公司进行采购和结算，而必胜（上海）食品有限公司注册地为上海，因此公司对百胜中国的销售均统计为华东区域销售。因此，虽然统计结果显示公司在华东地区的收入占比较高，但公司产品在全国范围内实际的分布情况会更为均衡。

图 7：业绩拆分（按地区）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

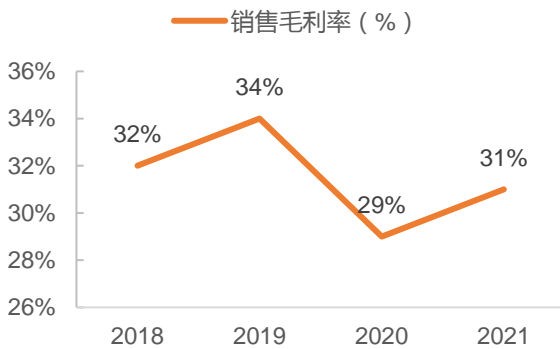
图 8：按地区收入增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

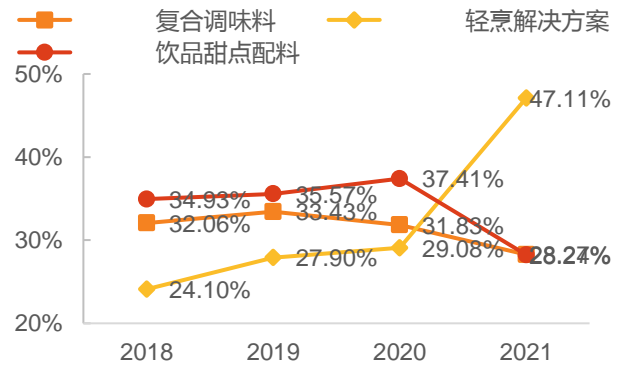
**三大核心品类支撑公司毛利，盈利水平不断提升。**2018-2021 年，轻烹解决方案毛利率稳定上升，复合调味料、饮品甜点配料毛利率有所下降，整体毛利率水平较为稳定。从贡献程度看，2021 年三大核心品类复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料对公司毛利贡献分别为 43.23%、48.81%和 7.96%，目前公司主营业务毛利主要来源于轻烹解决方案。2021 年由于轻烹解决方案产品的快速增长，复合调味料毛利占比有所下降，但占比仍然超过 40%。分品类看，截至 2021 年轻烹解决方案毛利率最高，为 47.11%，主要受益于 2021 年 3 月公司收购了厨房阿芬，由于厨房阿芬通过零售渠道实现的收入占比较高，且零售渠道的毛利率水平要高于向企业客户销售产品的毛利率水平，因而毛利率有所上升。

图 9：宝立食品销售毛利率变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

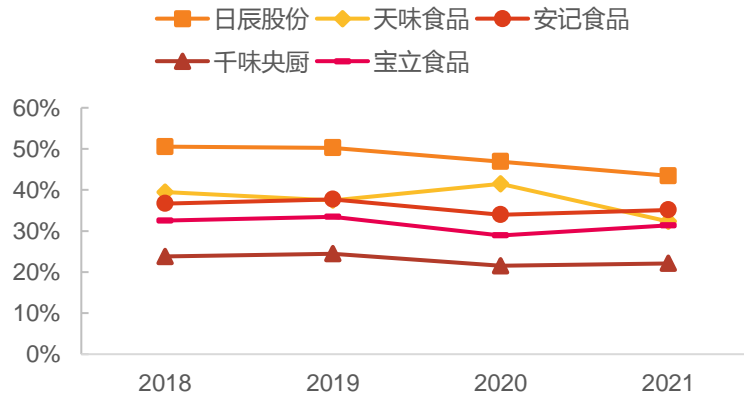
图 10：宝立食品单品毛利率变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**毛利处于合理水平，稳健中伴随小幅增长。**与同行业可比上市公司相比，主营业务毛利率与安记食品相近，低于日辰股份和天味食品，处于行业合理水平。与上述可比公司的平均主营业务毛利率相比较低主要系销售模式、客户结构和产品结构存在差异所致。天味食品产品主要用于家庭终端消费和餐饮行业等领域，以标准化产品为主；日辰股份的客户主要为食品加工企业客户、下游连锁餐饮客户，与公司的产品方向不同，主要偏向日式，且为底料类为主；干味央厨为轻烹解决方案领域的同行业可比公司，干味央厨主要是米面类制品。

图 11：可比公司毛利率

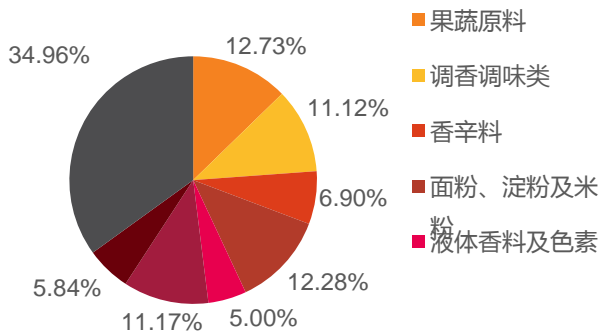


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司生产所需的原材料较多，主要包括果蔬原料、调香调味类、香辛料、面粉、淀粉及米粉、液体香料及色素、生鲜肉类和专用内包材等。公司每一种类的原材料包含不同的品种。公司主要原材料价格受市场价格变化影响存在一定波动，由于发行人所用原材料种类繁多，公司各期主要产品对应所需的原材料占营业成本的比例相对较高，但主要原材料价格变动有增有减，因此总体上对公司的业务成本不构成重大影响。

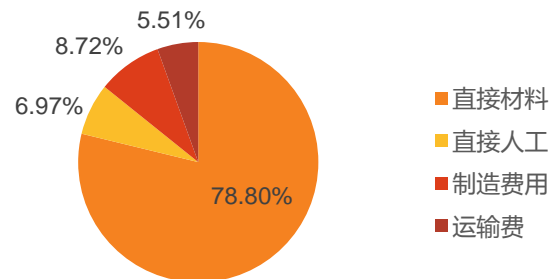
2022 年一季度，公司综合毛利率为 33.04%，较 2021 年同期增加 4.99 个百分点，主要系 2022 年一季度厨房阿芬纳入公司合并范围且厨房阿芬的空刻意面等轻烹食品的毛利率较高所致。在不合并厨房阿芬情形下，2022 年一季度公司毛利率较 2021 年同期下降 3.90 个百分点，主要原因系本次疫情叠加国际形势变化导致的原料市场价格上涨对公司成本端产生了一定影响，如淀粉类原料、生产用食用油、味精、盐、果蔬原料等价格在 2022 年一季度均有提升，导致公司的产品成本上升，毛利率出现一定下滑。此外，受疫情影响上海物流运输不畅，原材料的采购周期有所延长，同时物流运力不足使得物流费用大幅上涨，导致公司的运输成本也有所增加。

图 12：宝立食品 2021 年原材料采购金额占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

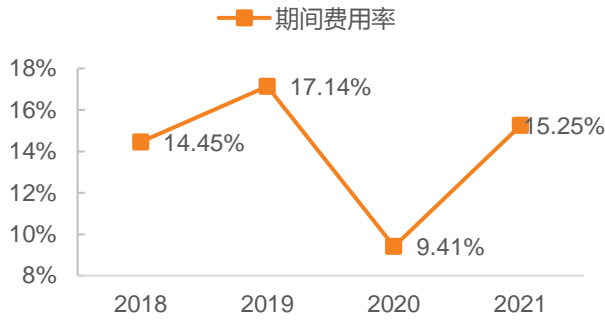
图 13：宝立食品 2021 年主营业务成本构成



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

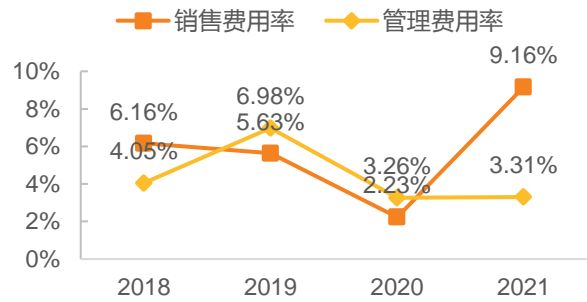
**期间费率稳定，销售、管理费用率均平稳。**2018-2021 年公司期间费用率小幅下降后增加至 15.25%，主要系 2020 年管理费用的大幅下降。近三年销售费用较为平稳，2021 年销售费用大增主要由于公司收购了从事电商业务的厨房阿芬，电商业态特有的引流模式和促销模式导致销售推广费大幅增长。2020 年管理费用大幅下降主要因为 2019 年股份支付影响，如排除该因素，2020 年管理费用较 2019 年增长 5.26%，较为平稳。2021 年管理费用呈增长趋势，主要有职工薪酬、咨询费等费用增长较快。

图 14：宝立食品期间费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 15：宝立食品销售、管理费用率

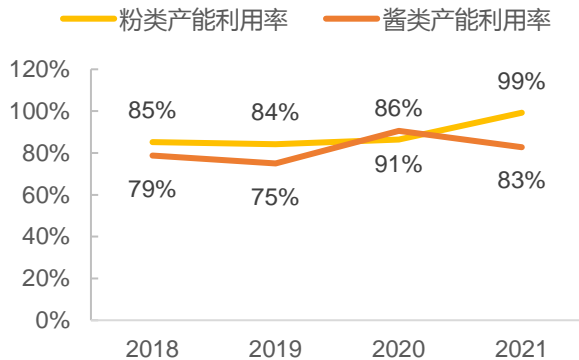


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.3. 产销水平保持高位，募资扩产助力产能提升

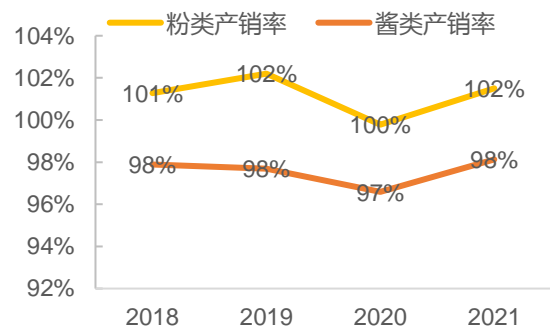
产销处于稳健水平，产能利用率稳中向好。公司产品形态分为粉类和酱类两种，其中粉类产品包括粉类复合调味料，酱类产品包括酱汁类复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料。公司主要向厨房阿芬及其子公司空刻网络销售轻烹料理酱包等酱类产品。2018-2020年，粉类、酱类产能分别保持在 3.5 万吨、2.5 万吨左右，2021 年两种形态的产品产能均有明显增长。三年间，粉类产能利用率逐年上升，2021 年已达到满产能状态；2019-2021 年酱类产能利用率逐步上升，2021 年有所下降，主要系嘉兴生产基地一期投产补充酱类产能所致。粉类产销率维持在 100% 上下，酱类产销率在 97% 左右。

图 16：产能利用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 17：产销率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 2：公司产品产销量

项目	单位：吨	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
粉类产品	产能 (吨)	33,082	35,864	42,853	53,752
	产量 (吨)	28,176	30,192	36,997	53,339
	销量 (吨)	28,537	30,856	36,915	54,142
	产能利用率	85%	84%	86%	99%
	产销率	101%	102%	100%	102%
酱类产品	产能 (吨)	25,834	25,834	28,230	45,639
	产量	20,353	19,369	25,564	37,780
	销量	19,924	18,922	24,692	37,073
	产能利用率	79%	75%	91%	83%
	产销率	98%	98%	97%	98%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

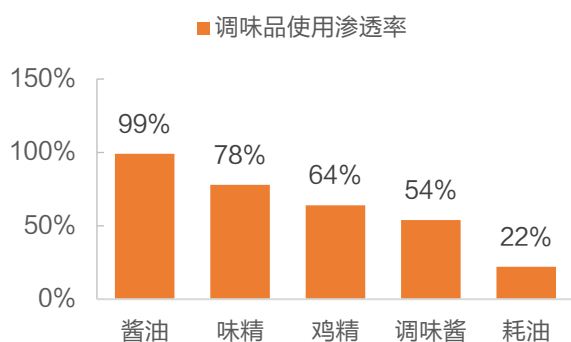
**募资扩产助力产能提升。**近三年，公司业务发展迅速，尤其生产旺季时，产需矛盾尤为突出。为了继续扩大产能和补充流动资金，提高生产效率，增加新品类，公司未来三年计划利用上市募集资金和自有资金在浙江嘉兴生产基地继续开展产能扩建。公司扩产除了提升既有的调味料产品生产能力外，也计划提高骨汤调味料产品以及 HPP 高压杀菌系列产品的生产能力，项目建成后复合调味品等产品可新增年产能 43,500 吨，有利于缓解公司目前产能不足的现状，提高市场占有率。随着上述生产基地建设计划的实施，未来公司将形成上海、浙江和山东三大生产区域，拥有四个大型生产基地的布局，增强市场竞争力。

## 2. 复合调味品行业空间广阔，公司“快准稳”对接客户需求

### 2.1. 复合调味品前景广阔，B 端和 C 端共促行业快增

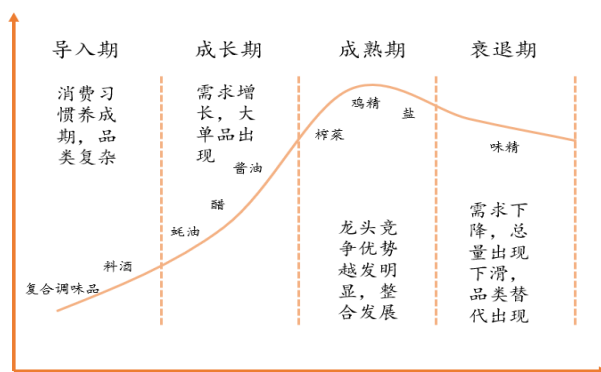
**复合调味品仍处发展初期，市场空间大。**我国调味品行业中，酱油、味精等行业发展较为成熟，行业渗透度高达 99%和 78%。而复合调味品虽处于早期阶段，但其具备较强的标准化、工业化和便捷化优势，顺应行业和消费趋势，有望获得快速发展。2021 年中国调味品市场规模达到 4594 亿元，2014-2021 年 CAGR 为 8.5%，根据艾媒咨询数据，预计未来 5 年内行业规模复合增速为 14%左右。而复合调味料市场规模由 2014 年的 654 亿元增长至 2021 年的 1588 亿元，2014-2021 年 CAGR 为 9.28%，高于调味品，根据艾媒咨询数据，预计 2025 年复合调味品市场规模有望达 2597 亿元，且 2020 年我国复合调味品市场渗透率仅 26%，远低于海外发达国家，市场空间大。**综合来看，我国复合调味品行业目前处于高速增长，且渗透率处于低位，短期来行业加速扩容、渗透率稳步提升拉动复调市场的持续增长。**

图 18：酱油、味精等调味品渗透度高



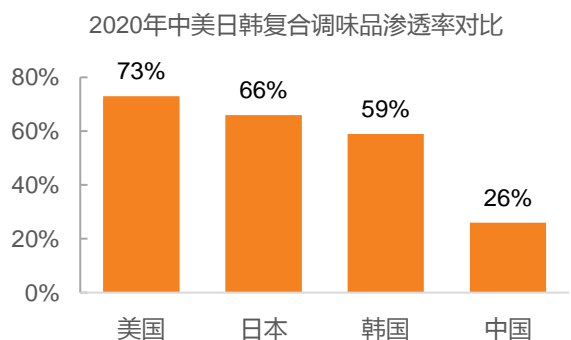
资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 19：复合调味品目前处在发展初期



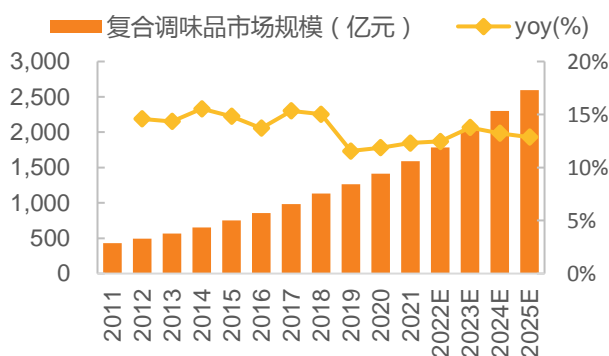
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 20：2020 年中美日韩复合调味品渗透率对比



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 21：复合调味品市场规模变化



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

**餐饮业连锁化率提升，带动 B 端复合调味料需求提升。**据《2021 中国餐饮产业生态白皮书》公布，2020 年我国餐饮连锁化率仅约为 10%，同期美日均值约为 50%，此外，当前

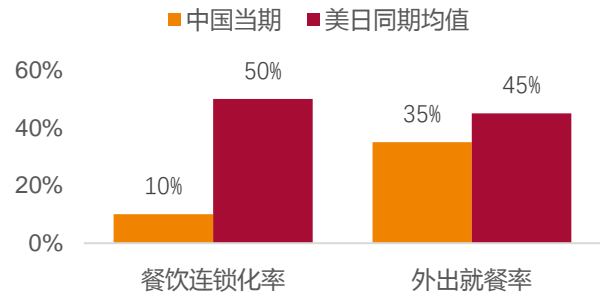
我国外出就餐率约 35%，同期美日均值约为 45%，下游餐饮大盘仍有成长空间。连锁餐饮企业要求门店做到一致的口味、独特的风味和稳定的质量，同时保持一定的出餐速度。复合调味料，尤其是定制化调味品，有助于连锁餐饮业中央市场+半成品模式发展，形成食材制作和物流配送与最终产品制作的统一流程，从而提高连锁餐饮业供应链运行效率和食品安全水平。

图 22：餐饮产业集中化趋势明显

	餐饮企业	供应链	信息技术服务
基因	餐饮基因	工业基因	互联网基因
横向	连锁化	部分细分品类、赛道竞争格局清晰	并购加速
纵向	向上：生态型餐企	向下：渗透餐饮、食品领域	上下同步：打通产业链

资料来源：央广网，天风证券研究所

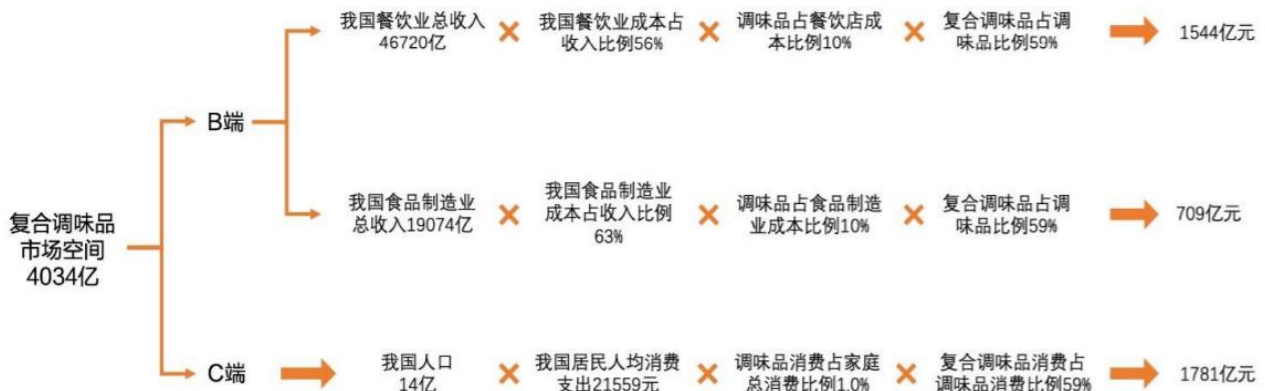
图 23：我国餐饮连锁化率与外出就餐率仍有较大成长空间(20 年)



资料来源：央广网，天风证券研究所

行业仍具备成长空间，2030 年复合调味品市场有望达 4000 亿元。与日本国内当前复合调味品发展情况相比，我国复合调味行业依然处于发展早期，市场渗透率较低，行业格局较为分散。对标日本行业发展进程，未来我国复合调味品渗透率和行业集中程度将逐渐提高，市场规模有望持续提升。据弗若斯特沙利文测算，预计 2030 年复合调味品市场有望达 4000 亿元，2021 年复合调味品市场规模仅 1588 亿元，具备较大的提升空间。

图 24：复合调味品 2030 年市场规模预测

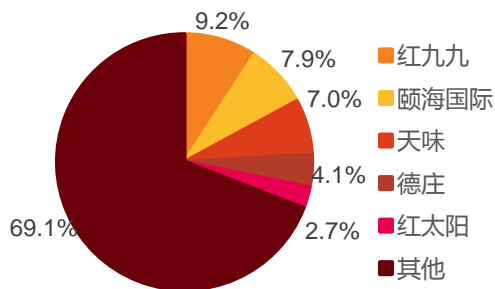


注：测算过程中“调味品消费占家庭总消费比例”，“复合调味品占调味品比例”为对标日本当前水平，“我国餐饮店成本占收入比例”，“我国食品制造业成本占收入比例”为当前国内上市公司平均水平，“调味品占餐饮店成本比例”及“调味品占食品制造业成本比例”来自第三方数据。

资料来源：国家统计局，日本总务省统计局，Wind，中国产业信息网，天风证券研究所

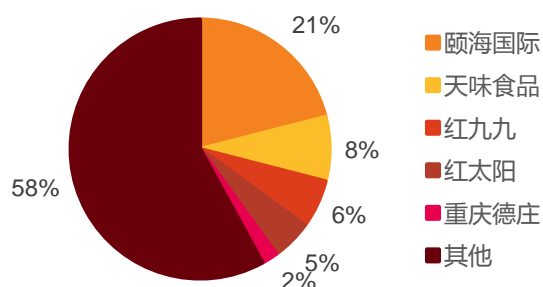
复合调味品行业竞争格局较为分散，未来集中度将会提升。国内复合调味料行业竞争格局分散，赛道众多，尚未有龙头出现。复合调味品市场集中度较低，以火锅底料市场为例，2017 年 CR3 占比 24.1%，头部企业红九九、颐海国际、红太阳等占率均不超过 10%，虽头部企业持续深耕，但随着小公司不断涌入，行业竞争加剧，2019 年，CR3 占比仍较低，仅为 35%，整个复合调味品市场呈现“小产品，大市场”的特点。复合调味料行业整体来看，2016-2019 年，我国复合调味料行业集中度 CR3 从 7.62%提升至 12.57%。虽然行业集中度呈上升趋势，但是跟日本复合调料的行业集中度仍有差距。2016 年，日本复合调味料行业味之素和龟万甲市占率达 57%，未来中国复合调料的行业的集中度还有进一步提升的空间。

图 25：2017 年火锅底料行业格局



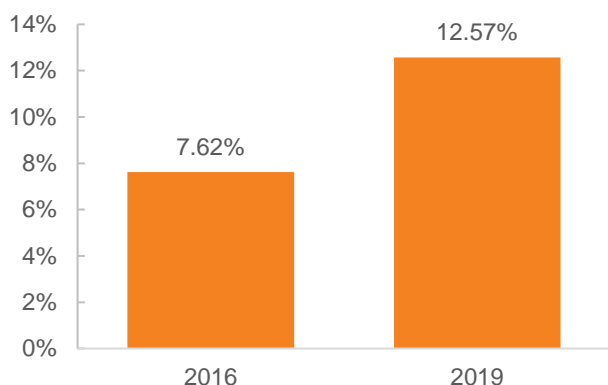
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 26：2019 年火锅底料行业格局



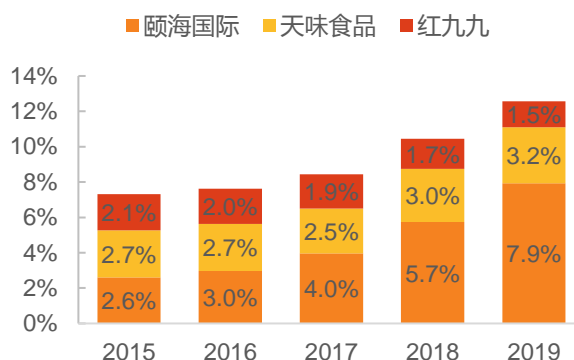
资料来源：界面新闻，天风证券研究所

图 27：中国复合调味料行业集中度 CR3：%



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

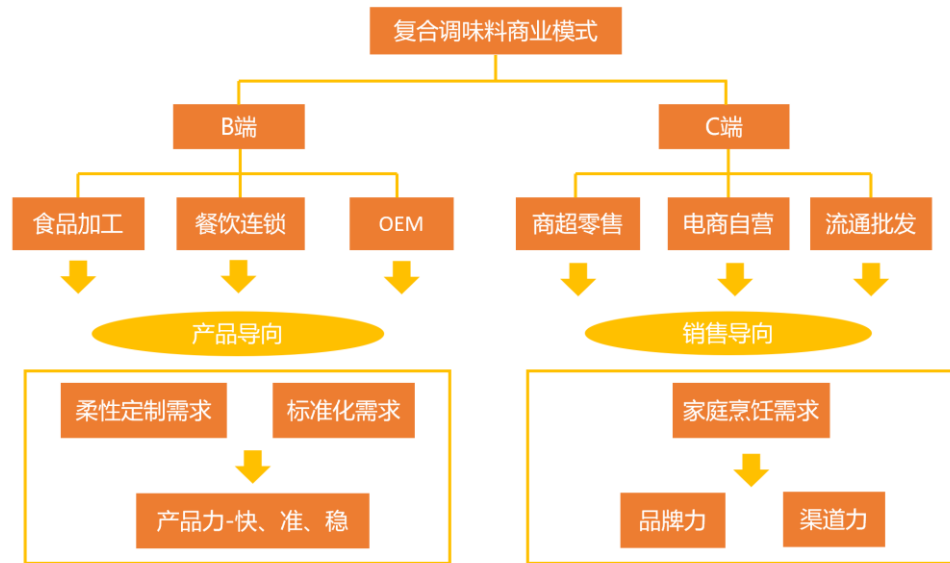
图 28：2015-2019 年复合调味品行业（鸡精以外品类）CR3



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

B 端讲究“快准稳”的产品研发服务能力，定制化标准化是主要抓手。B 端业务客户主要为下游餐饮连锁企业、食品加工企业以及有 OEM 和 ODM 需求的客户，调味品企业作为下游客户的原材料供应商提供调味品设计与生产服务。由于餐饮及食品加工企业通常对于产品质量及安全性要求较高，且部分企业还会提出个性化需求，因此企业的产品力在 B 端业务的竞争中至关重要。能否准确把握市场变化趋势，快速回应客户需求并高质量完成规模生产、提供稳定的料包产品是企业能否立足行业的核心关键。公司在西式餐饮复合调味料领域处于行业领先地位。公司系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，深耕复合调味料领域，产品研发服务能力较强，通过不断研发创新，率先与百胜中国、德克士、达美乐和汉堡王等知名餐饮连锁企业和食品工业企业建立良好且具有黏性的合作关系，共同持续推出新风味和新产品。随着西餐连锁化率的提升，公司复调业务收入未来有望实现稳健增长。

图 29：复合调味品商业模式



资料来源：行业内各公司官网，天风证券研究所

## 2.2. 基于客户需求视角的产品开拓思路，不断丰富公司产品矩阵

公司业务主要为食品调味料的研发、生产和技术服务，为餐饮企业、食品工业企业与家庭消费者提供高品质全方位的风味及产品解决方案。**基于对食品及餐饮行业敏锐洞察与深刻理解，公司持续以贴近市场的强大研发能力为驱动，逐步拓展产品品类**，开始向国内新兴市场如现制茶饮、互联网轻烹解决方案进行探索并战略布局，逐步成为行业领先的风味及产品解决方案服务商。

- ◇ **粉体复合调味料**：主要包括裹粉、腌料、撒粉、汤粉和烘焙预拌粉等系列产品。裹粉主要用于裹在肉类或蔬菜类表面，再进行油炸等烹饪方式，使用裹粉后可丰富菜肴的风味，口感和外观；腌料主要用于各种肉类制品、蔬菜及海产品的腌制，赋予食物各种风味；撒粉主要用于油炸烧烤肉类或薯制品中提升食物风味；汤粉主要用于煮制不同风味类食物，预拌粉主要用于制作烘焙类产品。
- ◇ **酱汁类复合调味料**：主要用于调理前腌渍、直接涂抹在肉类上料理、调理好后浇淋或当沾酱使用，可以保持食物的原汁原味防止食物风味因过度烹饪而丧失风味，主要包括调味酱、沙拉酱、调味油和调味汁等。
- ◇ **轻烹解决方案**：主要包括轻烹料理酱包和轻烹料理汤包。对于餐饮连锁企业，轻烹解决方案可为其提供品质更稳定、卫生健康、标准化的产品，实现快速出餐，降低餐饮门店加工成本，提高企业的运行效率。对于家庭消费者，在社会分工、工作节奏加快背景下，轻烹解决方案可以满足消费者对轻烹食品口味、烹饪方式和社交等多方面需求。此外，随着行业的不断发展和升级，轻烹解决方案还可应用到学校、连锁酒店和航空公司等不同场景。
- ◇ **饮品甜点配料**：根据市场风味需求，公司研发出缤纷创意小料，如爆珠、晶球、粉圆和布丁系列等。此外，公司拥有多款果酱系列产品来满足消费者对调制特色饮料、涂抹面包、搭配冰激凌和酸奶或是烘焙点心等的需求，如蓝莓、西柚、芒果百香果果酱产品等。

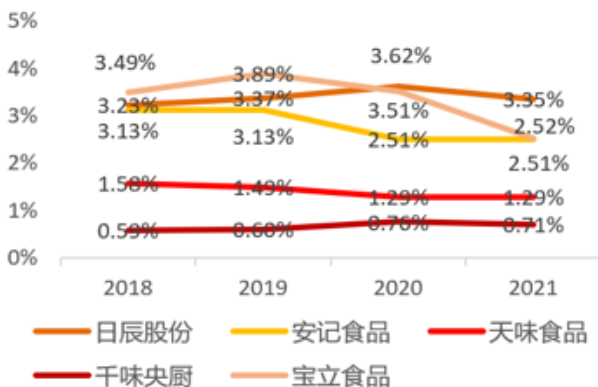
图 30：公司产品品类



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

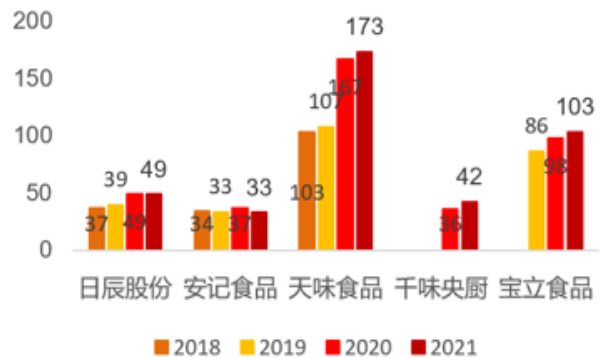
**强大的研发能力，支撑公司产品的开拓。**公司重视新产品和新技术的研究与开发，将产品研发作为公司提高核心竞争力的重要保证。公司每年积极投入研发，2018-2021 年研发费用率分别为 3.49%、3.89%、3.51%和 2.52%，研发费用率与日辰接近，显著高于其他同行业公司平均水平，原因主要系业务模式以定制化为主，研发能力要求较高。公司的业务模式是以产品研发为驱动，每年推出大量定制化新产品，既满足现有食品工业企业和餐饮连锁客户每年推陈出新的要求，同时也助力公司不断拓展新的业务领域。公司研发人员数量高于同行业公司平均水平，2019-2021 年研发人员数量逐年上升。

图 31：宝立与可比公司研发费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：宝立与可比公司研发人员数量对比

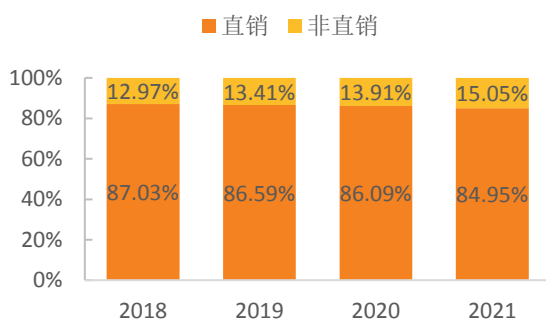


资料来源：招股说明书，各公司年报，天风证券研究所

### 2.3. 大客户构建基本盘，存量客户做深是稳定性的重要来源

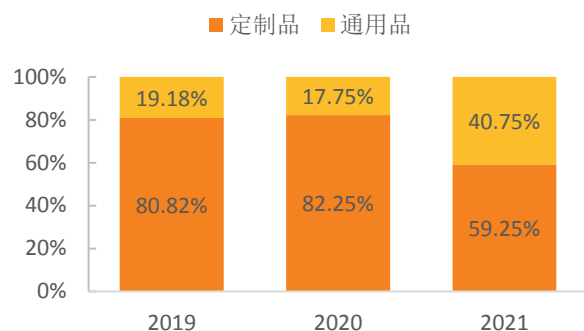
**直销为主的销售模式，通过定制化满足客户需求。**宝立食品销售模式分为直销和非直销，其中公司直销模式收入占比在 85%左右。直销模式客户主要为国内外餐饮连锁企业和食品工业企业，如百胜中国、麦当劳、德克士、圣农食品、泰森中国等，公司为该类客户提供新品提案与研发、产品生产销售和技术支持等整体解决方案，该类客户为公司产品的终端用户，最终应用到食品的调味。非直销模式客户包含经销商和贸易商、指定采购客户和餐饮供应链客户以及代销模式。其中，厨房阿芬线上业务模式为在京东、天猫、抖音等电商自营平台进行产品的销售。2019 年和 2020 年公司定制品的销售收入占比超过 80%。其中，为乐信贸易和瑞泽贸易供应链公司均提供 100%的定制服务，为无问西东供应链公司所提供的定制服务也接近 100%。公司为研发驱动的食品风味及产品解决方案服务商，定制产品主要结合客户需求，通过调整配料构成和比例，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。

图 33：直销、非直销收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 34：定制品和通用品营收占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**大客户销售占比高，百胜中国独占鳌头。**2018-2021 年，前五大客户实现的销售收入占公司营业收入的比重分别为 54.41%、50.11%、44.79%和 36.71%，第一大客户百胜中国实现的销售收入占公司营业收入比例分别为 32.81%、30.53%、24.81%和 21.03%。其中，嘉兴无问西东在 2020 年全年、2021 年上半年均排名第二，主要业务为与厨房阿芬合作，由无问西东直接向公司采购轻烹调酱包等产品并进行组装。百胜中国一直为第一大客户，公司对百胜中国的销售收入金额基本保持平稳增长。公司与百胜中国合作近 20 年，目前公司服务于百胜中国下属所有品牌，参与百胜中国新品开发、菜单设计等，产品延伸到腌料、撒粉、调味酱、沙拉酱、果酱、调理包、饮品小料和百胜新零售的轻烹食品等多个品类。公司通过与百胜中国及其供应链体系多年的深度合作，已在百胜中国供应链体系中构建起一定的品牌和技术壁垒，持续的新品研发能力保证公司与百胜中国的业务具备可持续性。

表 3：公司前五大客户（占当期营收比例）

排名	2018	2019	2020	2021
1	百胜中国 33%	百胜中国 31%	百胜中国 24.81%	百胜中国 21.03%
2	乐信(上海)贸易 9%	福建圣农发展 8%	嘉兴无问西东 7.38%	福建圣农发展 5.98%
3	福建圣农发展 6%	顶巧(开曼岛) 5%	福建圣农发展 6.13%	顶巧(开曼岛) 3.52%
4	广州瑞泽贸易 4%	泰森中国 4%	PIZZAVEST CHINA LTD. 3.48%	嘉兴无问西东 3.43%
5	顶巧(开曼岛) 4%	PIZZAVEST CHINA LTD. 4%	泰森中国 2.98%	PIZZAVEST CHINA LTD. 2.75%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**大客户带动公司产品线持续拓展，持续深化合作。**轻烹解决方案及甜点饮品配料前五大客户的收入金额呈增长趋势，一方面主要系公司切入轻烹解决方案领域后，不断加深与达美乐、汉堡王、肯德基等餐饮连锁企业的合作持续开发新品，以甜点饮品配料板块为例，百胜中国、顶巧（德克士）、瑞泽贸易（汉堡王）三家客户各期均进入前五大，2021 年公司对于百胜中国的饮品甜点配料收入快速增长主要系当期推出的新品数量较多，如车厘子蛋挞、九龙金玉奶茶等，原大客户的持续合作是公司稳健增长的保障。另一方面公司在轻烹及甜品配料板块的持续创新与研发，有助于公司持续拓展行业内其余大客户。如轻烹板块与厨房阿芬展开合作，由于空刻意面的热销，板块实现高速增长；甜点饮品配料板块 2021 年拓展猩米科技客户，主要负责喜茶内部供应链管理服务，新客户的逐步拓展有望带动板块稳健增长。

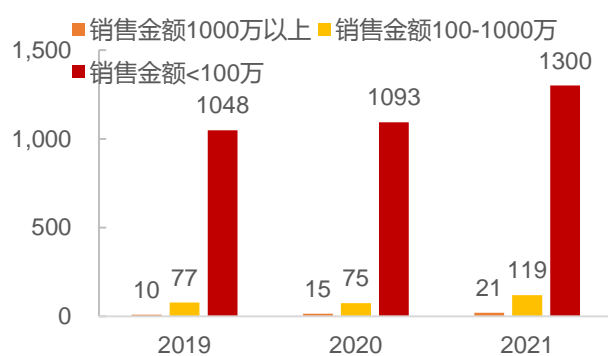
图 35：宝立食品分业务前五大客户

排名	复合调味料前五大客户					轻烹解决方案前五大客户					饮品甜点配料前五大客户							
	2019		2020		2021		2019		2020		2021		2019		2020		2021	
1	百胜中国	28.58%	百胜中国	25.59%	百胜中国	22.48%	PIZZAVEST CHINA LTD.	52.96%	无河西东	49.63%	无河西东	9.48%	百胜中国	48.64%	百胜中国	43.87%	百胜中国	58.81%
2	福建圣农发展股份有限公司	9.00%	福建圣农发展股份有限公司	8.39%	福建圣农发展股份有限公司	11.19%	北京棒约翰餐饮发展有限公司	8.97%	PIZZAVEST CHINA LTD.	20.81%	百胜中国	8.89%	顶巧(开曼岛)控股有限公司	13.07%	乐信(上海)贸易有限公司	17.43%	广州市瑞泽贸易有限公司	5.09%
3	泰森中国	4.72%	泰森中国	3.96%	顶巧(开曼岛)控股有限公司	5.76%	百胜中国	8.56%	厨房阿芬	12.73%	PIZZAVEST CHINA LTD.	6.61%	乐信(上海)贸易有限公司	11.14%	新余凯韵商贸有限公司	8.00%	深圳猩米科技有限公司	4.83%
4	顶巧(开曼岛)控股有限公司	3.19%	嘉吉蛋白营养科技(滁州)有限公司	3.25%	泰森中国	3.85%	广州市瑞泽贸易有限公司	8.23%	百胜中国	6.14%	江苏梵舒网络科技有限公司	4.20%	广州市瑞泽贸易有限公司	4.15%	顶巧(开曼岛)控股有限公司	7.71%	新余凯韵商贸有限公司	4.55%
5	大成食品	2.95%	大成食品	3.23%	大成食品	3.06%	厨房阿芬	6.79%	广州市瑞泽贸易有限公司	4.00%	京东自营	2.43%	福建圣农发展股份有限公司	4.05%	广州市瑞泽贸易有限公司	6.21%	顶巧(开曼岛)控股有限公司	4.51%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

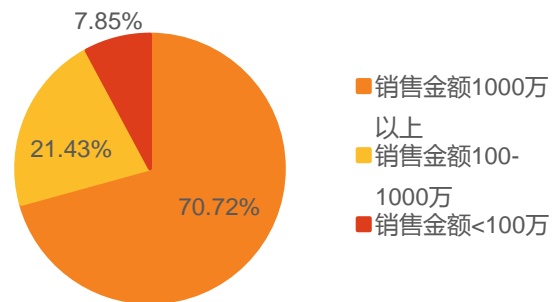
**在新客户开拓上，大 B 具备灯塔效应。**2018-2021 年，随公司主营业务收入增加，公司客户数量呈逐年增加，且客户数量按销售金额分布较为稳定。大客户数量呈逐年上升趋势，主要系一方面公司与现有客户不断深化合作扩大销售，另一方面公司基于对大客户服务能力及行业口碑，不断拓展优质客户的结果。该部分客户销售金额合计占公司主营业务收入的比例较高，各期均超过 60%，集中度较高。目前公司长尾客户也很多，整体覆盖面较广。从整个行业看，目前我国餐饮业的集中度仍然较低，除百胜中国等大客户外，公司客户结构具有多元化特征，且公司产品每公斤的单位价格较低，对中小餐饮企业而言，不存在采购壁垒。由于合作时间和深入程度的不同，公司对其他主要客户的销售额与对百胜中国的销售额还有一定差距，随着未来合作的逐步加深，我们预计公司对其他主要客户的销售额有望继续增加。

图 36：客户数量（对应销售金额）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 37：2021 年客户销售金额分布情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3. 空刻意面为公司亮点，预制方便食品赛道有望成为新增长引擎

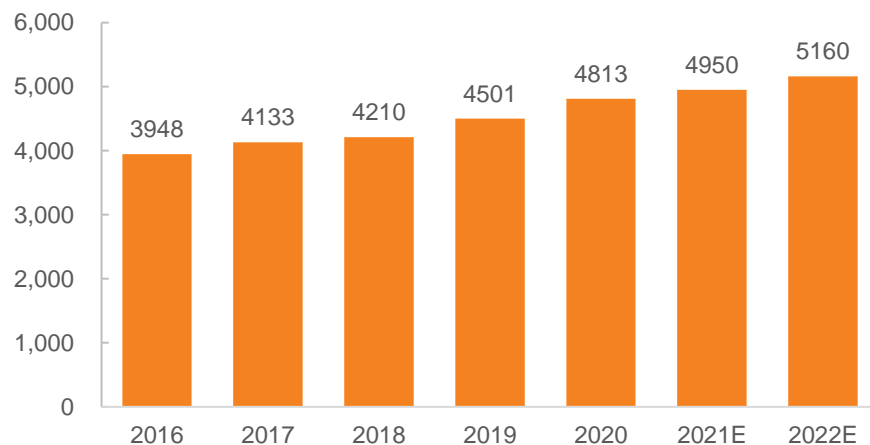
#### 3.1. 轻烹行业景气度较高，公司差异化定位寻求增量

方面速食行业仍处于增长阶段。轻烹食品主要包括即食食品、即烹食品和即热食品。轻烹

食品在很大程度上方便了人们的生活，免去了烹饪的繁杂准备过程，消费者买回轻烹食品后稍作加热或加工即可食用。**轻烹食品的实质为方便食品**。随着生活节奏不断加快，轻烹食品因便捷和健康的烹饪方法、年轻消费者烹饪的参与感和厨艺的满足感以及烹饪社交需求而广受欢迎。一方面，轻烹食品契合了当代年轻人的宅文化，由于生活节奏飞快，年轻消费者追求方便、快捷；另一方面，年轻消费者的时间普遍碎片化，高品质的轻烹食品可大幅提高消费者的生活品质，通过亲自动手参与食物制作过程，可大幅获得厨艺的满足感，迎合目前市场的社交需求。

**近年来中国食品制造业向好发展，方便食品市场也不断扩大。**根据中商产业研究院数据，2019年中国方便食品销售额突破4500亿元。面对外卖崛起的冲击以及互联网发展带来的机遇，方便食品也出现了升级变化，从产品品类上，除了为人们熟知的方便面、方便米粉、速冻水饺、微波菜肴之外，自热小火锅、自热米饭、意面、拉面、粥类、螺狮粉、罐头制品、营养浓汤、调味牛排、披萨、寿司等轻烹食品新品类不断涌现。根据中商产业研究院数据，2020年我国方便食品的市场规模达到4813亿元，根据智研咨询预测，预计2025年中国方便食品销售额将达6300亿元。

图 38：中国方便食品市场规模（亿元）



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

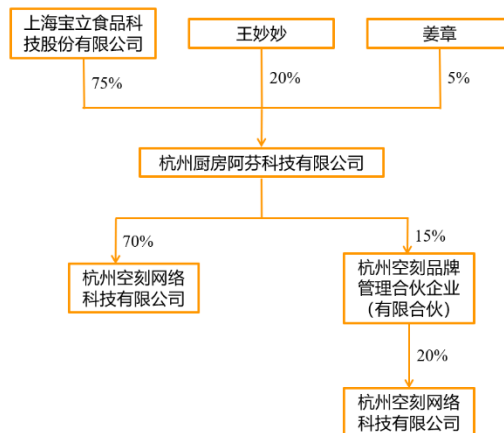
**竞争格局分散，意面市场有类无品，仍处增长初期。**由于不同领域产品的发展阶段和竞争格局存在差异，轻烹解决方案行业内产品系列和生产厂商众多，但以中小规模企业为主，呈现“小而散”的格局，市场集中度较低。在后疫情时代，方便食品的消费红利依然会持续，但是方便食品行业长期存在的发展瓶颈依然是制约行业进一步发展的的问题，这主要体现在行业整体规模偏小，门槛较低，研发能力普遍不足；原料规模化生产和产品质量的稳定性有待加强等方面。因此长期以来，未来方便食品行业要在增品种、提品质、创品牌方面发力，不断提升品牌影响力和认可度，形成“百花齐放”的品牌竞争格局。由于价格贵、烹饪麻烦等限制，意面等传统西餐待开发的空白市场，极为庞大。受方便速食潮流推动，意面在国内迎来了一次“革命”。据 FBIF 食品饮料创新统计，未来 5-6 年，中国意面市场预计将达到近 200 亿元。国内意大利面行业目前主要以线上销售为主，空刻意面品牌线上市场占有率超过 60%。国内意面市场目前整体的公司也较多，对于空刻而言，精准的定位和高端的品牌站位是其突围的主要方式。

### 3.2. 收入体量快速增长，新消费品牌高举高打

**宝立控股，主要管理层持股，职业经理人架构。**杭州厨房阿芬科技有限公司成立于 2012 年 08 月 31 日，2018 年，公司由杭州萧山城厢箫鹏副食品商行变更为杭州厨房的阿芬电子科技有限公司，起初，厨房阿芬直接向宝立食品采购轻烹料理酱包、欧芹撒粉和蒜香油包等轻烹解决方案产品。2020 年初受疫情影响，空刻意面成为互联网意面品牌爆款，销售量快速增加。厨房阿芬为了将工作重心集中于品牌推广和市场开拓，同时保障产品生产和库存管理质量，提升整体发货效率，开始在国内寻求组装和仓储服务商并覆盖主要区域市场。经过考察，最终选择与无问西东和大连秀食开展合作，其中无问西东覆盖国内南方地

区，大连夯食覆盖国内北方地区。无问西东在为厨房阿芬提供组装机仓储服务时，接受委托向宝立食品采购空刻意面酱料包，2020年，公司与厨房阿芬相关主体交易金额同比增长2798.89%，带动公司全年在疫情下仍实现业绩高增长。2021年3月，宝立食品完成收购厨房阿芬75%的股权，宝立食品由供应商转变为厨房阿芬的控股股东。

图 39：厨房阿芬股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

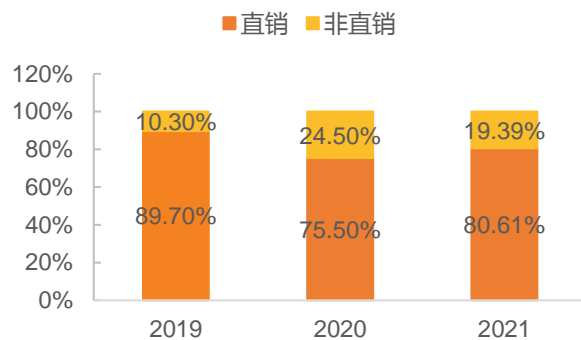
**直销为主，经销为辅。**空刻意面产品的运营由2020年3月厨房阿芬设立的空客网络负责，主要通过电商直营的方式向外销售，公司在天猫、淘宝、京东、抖音和小红书等第三方线上平台设立自营店铺，通过自营店铺向消费者直接销售商品。此外，公司还通过非直销模式，即线上经销、线下经销和代销销售产品，但销售金额和占比较少。线上经销是指厨房阿芬将商品销售至线上经销商，授权线上经销商自行通过其在第三方平台上的店铺、自媒体或社区团购等渠道向消费者销售，线上经销商向终端消费者销售的物流主要由厨房阿芬代发。线下经销是指厨房阿芬通过线下经销商最终销售至盒马、Ole’、麦德龙等多家线下精品超市和新零售渠道，让产品能以更方便的形式触达消费者。代销是指厨房阿芬与天猫超市等电商平台签订销售协议，通过线上平台直接向消费者销售商品，并约定商品所有权自终端消费者下单付款且确认收货后方转移。

图 40：空刻意面产品图



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

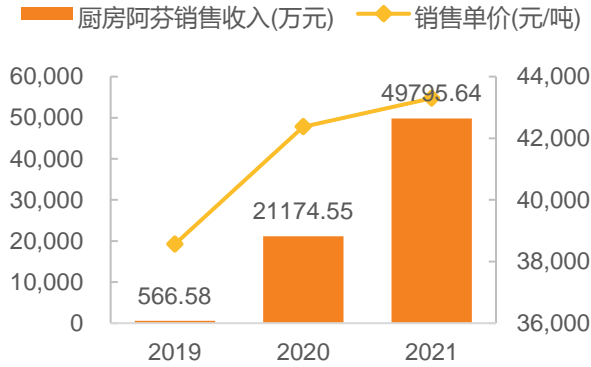
图 41：空刻意面直销、非直销收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

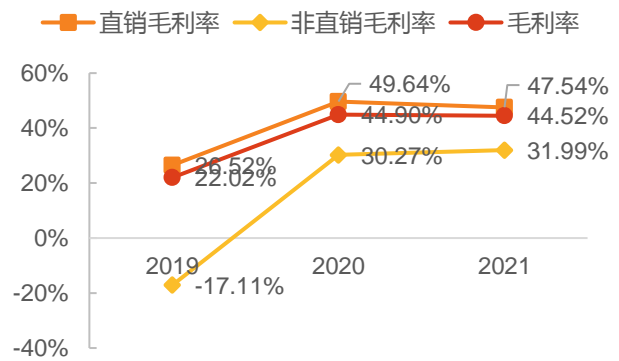
**空刻意面高速增长，销量为主要贡献。**2019年，厨房阿芬主要开展小包装复合调味料线上销售业务，后鉴于线上小包装复合调味料业务未达预期，厨房阿芬转而推出轻烹食品。2020年以来，厨房阿芬主要产品为轻烹解决方案中的轻烹食品，代表产品为空刻意面。空刻意面凭借其便捷、健康和美味等广受消费者欢迎，产品销量大幅增长。2019年9月空刻意面创立，产品上线仅两个月便在2019年双十一期间斩获天猫速食意面品类销量TOP1，并在2020年、2021年双十一继续保持了TOP1的傲人成绩。进入2022年，空刻意面继续保持着高速增长势头：618大促期间全渠道销售额破亿，全渠道同周期增长118%，斩获天猫、抖音618方便速食类目TOP1，斩获天猫、抖音、京东三平台618意面类目TOP1。

图 42: 厨房阿芬销售收入和销售单价



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 43: 厨房阿芬毛利率



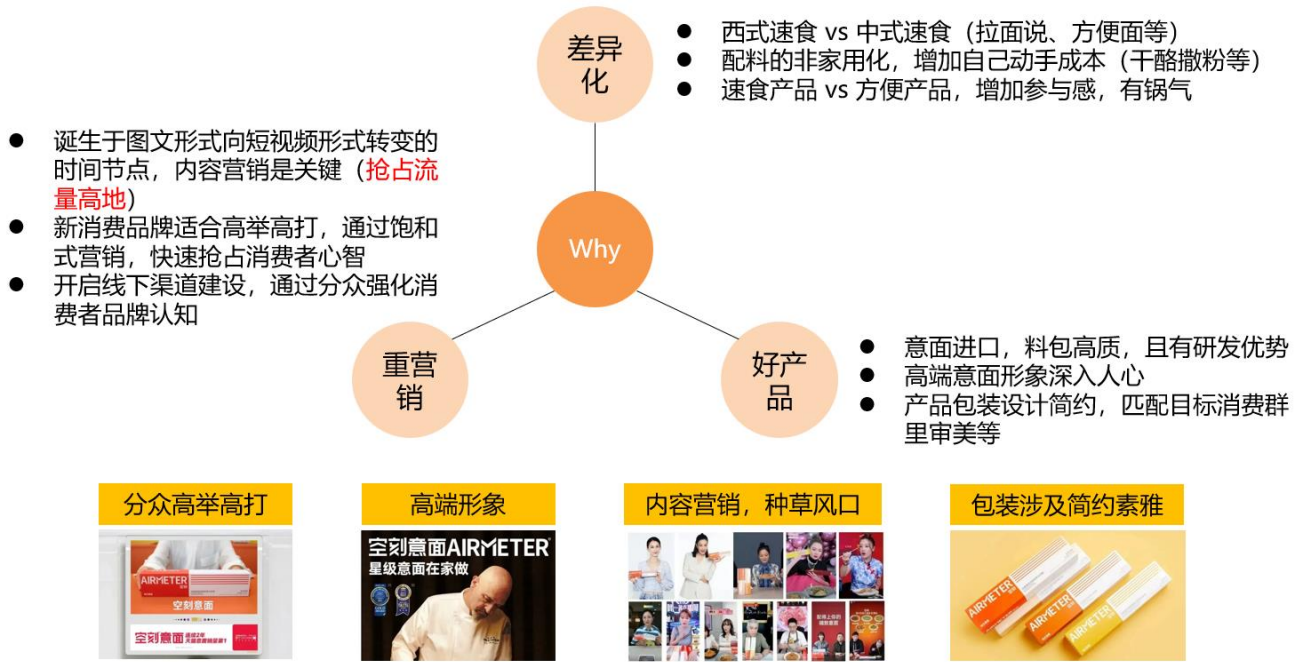
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所 (注: 根据新收入准则, 若考虑计入营业成本的运输费用对毛利率的影响, 厨房阿芬 2020 年和 2021 年主营业务毛利率为 39.08%和 39.21%。)

### 3.3. 差异化定位构建竞争优势, 空刻成长空间较大

我们认为空刻意面的成功主要来源于: 1) 产品端: 研发能力强; 2) 渠道端: 重营销, 精准投放迅速抢占消费者心智; 3) 品牌端: 团队有创意, 打造意面高端品牌形象, 此三点也构筑了公司目前发展的核心壁垒。

- ◇ **渠道端:** 空刻品牌诞生于图文形式向短视频形式转变的时间节点, 公司准确把握品牌营销并及时布局, 开展了产品营销、包装营销、短视频和直播营销、明星营销、种草营销、分众梯媒等全方位的营销, 迅速抢占流量高地, 高举高打抢占消费者心智。公司主要通过线上电商和直播带货销售空刻意面, 虽然流量成本较高, 但公司相较竞品, 享受了超头的红利; 公司已经开始进行线下渠道铺货, 且用分众进行饱和式营销, 帮助品牌完成网红品牌到大众品牌的跃迁。
- ◇ **产品端:** 空刻产品为意面和料包组装而成, 公司意面主要为海外进口, 料包为宝立食品研发, 受益于宝立食品在轻烹业务板块较强的研发能力, 公司料包质量较高。此外, 空刻团队与意大利米其林三星大厨合作研发空刻意面, 产品中包括初榨橄榄油、海盐、黑胡椒碎、乳酪和欧芹散粉等, 帮助消费者在家轻松做出高级餐厅级别的地道意面, 产品品质较高。
- ◇ **品牌端:** 空刻团队目前独立运营, 有创意, 在产品设计上以简约风为主, 匹配目标消费群审美, 品牌定位清晰, 早期目标消费群为辣妈潮妈、忙碌职场人、涂口红的女孩; 随后, 品牌积累了很多产品忠实粉丝, 比如新婚夫妻、寻求方便美味过程中不愿放弃仪式感的人群等, 空刻团队打造高端意面品牌形象, 营销精准有效。

图 44：空刻意面核心壁垒



资料来源：招股说明书，公司官网，腾讯新闻，公司淘宝旗舰店，京东自营店，官方微博，天风证券研究所

从空刻意面未来成长空间来看，我们类比在方便性、价格、口味还原度都较为相似的螺蛳粉行业来看，目前国内螺蛳粉行业市场规模已经达到约 300 亿元，而轻烹意面市场规模仅 10 亿元左右，考虑轻烹意面向普通意面市场替换的逻辑，我们认为轻烹意面未来成长空间较大。因此我们基于核心假设：1) 收入端：公司开启线下铺市，仍能维持高增长；2) 毛利率：C 端维持较高毛利率水平；3) 费用率：线下推广费用或增加，且投放分众，费用高投放；4) 其他费用率：假设收购空刻，母公司能够进行管理输出，预计厨房阿芬 22-24 年实现营收 8.93/12.95/17.22 亿元，同比增长 79%/45%/33%。

图 45：厨房阿芬盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
收入 (万元)	49,796.17	89,298.38	129,482.64	172,211.92
yoy		79.33%	45.00%	33.00%
毛利率	47.54%	47.50%	48.00%	48.50%
销售费用率	28.09%	28.59%	28.59%	28.09%
其他费用率	15.55%	14.50%	14.00%	14.00%
净利率	3.90%	4.41%	5.41%	6.41%
少数股东权益		25.00%	25.00%	25.00%
归母净利率		3.31%	4.06%	4.81%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

#### 4. 兼具稳定性和成长性，借助资本杠杆进一步发展

我们认为公司兼具稳定性与成长性。稳定性来看，一方面类比日辰股份，公司处于好赛道，且研发领先，口味研发有粘性；另一方面类比干味央厨，服务大 B 客户起家，系统性服务为核心，大客户体系深耕是关键，优质的客户资源是公司稳定性的来源。成长性来看，1) 下游餐饮连锁化率提升推动公司业务需求增长；2) 大 B 的灯塔效应有助于公司大客户的持续拓展；3) 轻烹业务，BC 共举，目前 C 端亮眼，具有较高成长性。

图 46：宝立食品发展逻辑



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

一方面，优质的客户资源是公司稳定性的来源。近年来，公司凭借贴近市场的强大研发实力、及时响应能力和优质服务能力，国内外知名餐饮连锁和大型食品工业企业建立了长期稳定合作关系，获得了广泛认可和好评，如肯德基、必胜客、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、圣农食品、泰森中国、嘉吉和正大食品等。此外，公司产品线不断拓展丰富，与现制茶饮连锁企业和互联网食品创意企业开展合作，如喜茶、大希地等。我们认为，公司与老客户稳定的长期合作伙伴关系可以为公司未来发展提供保障。

图 47：宝立食品知名合作客户



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

另一方面，成长性来源于公司产品种类的扩展。近年来，公司在巩固和拓展原有业务的基础上，产品类别不断丰富，应用领域不断拓展。根据市场和消费者需求，持续创新，不断开发出各式风味的轻烹解决方案和饮品甜点配料等产品，2018-2021 年轻烹解决方案和饮品甜点配料产品合计收入占比分别为 28.18%、21.53%、27.22%和 42.33%，发展较为迅速。在轻烹解决方案方面，其产品空刻意面到目前为止，连续 2 年天猫意大利面类目销量第一，同时，宝立食品积极布局现制饮料领域，推出了晶球、粉圆等创意小料产品，并开拓喜茶等现制茶饮客户，使得轻烹解决方案和饮品甜点配料的毛利占比稳步提升。我们认为轻烹解决方案和饮品甜点配料市场前景较好，公司的未来业务有望持续受益。

图 48：宝立食品新业务板块



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司有望借助资本杠杆实现进一步发展。公司将在现有产品系列的基础上进一步丰富产品应用，优化产品结构，以使公司产品能够广泛融入包括餐饮聚会、日常生活、休闲娱乐等已知或潜在的应用场景，通过抓住消费者认知心智，达到稳步提升品牌知名度和影响力，塑造国内食品调味料龙头企业形象的目标。

## 5. 盈利预测及估值

**收入假设：**公司主营业务为食品调味料的研发、生产和技术服务，主要产品包括复合调味料、c 解决方案和饮品甜点配料等。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入增速分别为 33%/26%/23%，其中复合调味料味的收入增速分别为 7%/11%/12%，轻烹解决方案的收入增速分别为 78%/40%/30%，饮品甜点配料的收入增速分别为 11%/19%/19%。

**成本假设：**我们预计 2022-2024 年，公司成本增速分别为 32%/22%/23%，其中复合调味料味的成本增速分别为 11%/10%/13%，轻烹解决方案的成本增速分别为 79%/39%/31%，饮品甜点配料的成本增速分别为 16%/14%/19%。我们预计 2022-2024 年毛利率逐渐上升，分别为 32.02%/33.93%/33.99%。

表 4：宝立食品营业收入

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	905	1578	2100	2642	3240
YOY	22%	74%	33%	26%	23%
复合调味料行业	655	843	901	999	1119
YOY	13%	29%	7%	11%	12%
轻烹解决方案行业	135	571	1015	1423	1856
YOY	215%	324%	78%	40%	30%
-厨房阿芬		384	893	1295	1722
YOY			133%	45%	33%
-其他		187	122	128	134
YOY			-35%	5%	5%
饮品甜点配料行业	111	155	173	206	245
YOY	-5%	40%	11%	19%	19%
其他业务	4	9	11	15	19
YOY	131%	105%	30%	30%	30%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 5：宝立食品毛利率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	28.83%	31.24%	32.02%	33.93%	33.99%

复合调味料行业	31.83%	28.27%	25.37%	26.12%	25.39%
轻烹解决方案行业	29.08%	47.11%	46.88%	47.49%	47.16%
-厨房阿芬		47.54%	47.50%	48.00%	48.50%
-其他		46.23%	42.35%	42.31%	29.97%
饮品甜点配料行业	37.41%	28.24%	25.40%	28.35%	28.35%

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 6: 宝立食品主业 (除厨房阿芬) 及厨房阿芬利润率预测及净利润拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
厨房阿芬净利率	3.90%	4.41%	5.41%	6.41%
厨房阿芬归母净利率	3.77%	3.31%	4.06%	4.81%
厨房阿芬归母净利润 (万元)	1448	2954	5254	8279
主业净利率	14.32%	14.08%	15.25%	16.05%
主业归母净利润 (万元)	17093	16985	20547	24363

资料来源: wind、天风证券研究所

我们预计 22-24 年,公司实现营收 21.00/26.42/32.40 亿元,同比增长 33.08%/25.84%/22.61%,实现归母净利润 1.99/2.58/3.26 亿元,同比增长 7.54%/29.40%/26.52%,EPS 分别为 0.50/0.65/0.82 元。我们通过分部估值法为公司估值,复合调味料、轻烹解决方案 (除厨房阿芬) 及甜品配料业务板块:我们预计公司 2022 年刨除厨房阿芬业务后归母净利润大概为 1.7 亿元,参照可比公司日辰股份与天味食品,给予 55x PE,预计公司复调及甜品配料业务估值为 93.4 亿元;厨房阿芬业务:在疫情催化以及出众的产品力加持下,空刻大单品放量,体量从 2019 年的 567 万增长到 2021 年的 4.98 亿元,给予其高成长性溢价,参照妙可蓝多奶酪棒放量时 PS 为 5X。我们假设 2022 年厨房阿芬业务收入为 8.9 亿元,上市公司持有厨房阿芬 75%股权,对应估值为 33.5 亿元,预计公司整体估值为 126.91 亿元,对应目标价为 31.73 元/股。

表 7: 可比公司估值

	PE(19A)	PE(20A)	PE(21A)	PE(22E)	PE(23E)	PE(24E)
日辰股份	56.22	94.83	69.15	37.38	27.53	20.78
天味食品	62.47	142.33	109.53	67.67	50.91	39.64
平均				52.53		

资料来源: wind、天风证券研究所

\*2022 年 7 月 24 日 wind 一致预期

## 6. 风险提示

**食品安全风险:** 从原材料采购到生产出最终产品的过程中,采购、运输、生产、储存、销售等环节中均可能产生涉及食品安全的因素。若公司在上述环节中因质量控制出现疏漏或者瑕疵而导致产品质量问题,将对公司的信誉和产品销售产生严重影响。

**原材料价格波动风险:** 公司生产所需的原材料主要包括果蔬原料、调味调味类、香辛料、面粉、淀粉、液体香料及色素、生鲜肉类等,上述原材料占产品成本的比重较大。由于农副产品价格受到天气、产地、产量、市场状况等因素的影响较大,价格波动较为频繁。

**收购厨房阿芬后的管理及整合风险:** 2021 年 3 月,公司完成收购厨房阿芬 75%股权。收购完成后,公司在股权结构上已经对厨房阿芬形成了控制,但是厨房阿芬的成立时间较短,若公司对厨房阿芬的管理失当或管理不到位、相关管理制度不能有效执行,则可能存在对收购子公司控制不到位的风险。

**新冠疫情反复风险:** 未来若新冠疫情出现反复,下游餐饮企业需求减少,可能导致公司经营业绩下滑。

**股价大幅波动风险：**次新股流通股本较少，存在短期股价大幅波动风险。

**新产品开发与市场竞争风险：**复合调味品行业产品系列较多，消费者口味及受市场追捧的热点更新换代较快，并且终端消费者对食品、调味品的口味、营养、质量要求不断提高，餐饮连锁企业和食品工业企业对供应商的要求也相应提高，公司未来将会面临更加激烈的市场竞争，开发的新产品也面临市场认可和营销推广等方面的挑战。

**主要客户流失的风险：**发行人与百胜中国合作关系持续稳定，始终为百胜中国提供优质畅销的产品和全方位的技术服务，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。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	65.81	100.04	136.48	235.64	500.61	营业收入	904.79	1,577.71	2,099.66	2,642.14	3,239.60
应收票据及应收账款	189.00	213.00	311.92	348.62	461.28	营业成本	643.93	1,084.91	1,427.26	1,745.69	2,138.58
预付账款	16.06	25.51	14.68	42.91	27.99	营业税金及附加	5.84	10.39	14.13	17.41	21.49
存货	101.42	183.73	231.45	259.58	335.66	营业费用	20.20	144.48	222.38	311.67	374.26
其他	7.66	13.58	20.04	9.78	23.04	管理费用	29.53	52.27	79.79	100.40	113.39
<b>流动资产合计</b>	<b>379.95</b>	<b>535.86</b>	<b>714.56</b>	<b>896.53</b>	<b>1,348.59</b>	研发费用	31.78	39.82	73.49	105.69	129.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	3.62	4.10	2.56	0.53	(2.20)
固定资产	145.51	314.43	381.18	442.92	499.67	资产减值损失	(5.39)	(7.36)	(6.60)	(6.45)	(6.80)
在建工程	143.15	116.37	116.37	116.37	116.37	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	65.33	79.37	76.63	73.90	71.17	投资净收益	2.05	3.16	1.43	2.21	2.27
其他	92.04	69.95	76.65	86.05	74.73	其他	1.70	(5.72)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>446.02</b>	<b>580.12</b>	<b>650.83</b>	<b>719.25</b>	<b>761.94</b>	<b>营业利润</b>	<b>171.53</b>	<b>251.67</b>	<b>274.89</b>	<b>356.51</b>	<b>459.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>825.97</b>	<b>1,115.98</b>	<b>1,365.39</b>	<b>1,615.78</b>	<b>2,110.53</b>	营业外收入	0.17	0.12	0.23	0.18	0.18
短期借款	62.18	87.12	51.55	0.00	0.00	营业外支出	0.23	3.30	1.25	1.59	2.05
应付票据及应付账款	89.54	132.90	197.14	183.65	296.86	<b>利润总额</b>	<b>171.48</b>	<b>248.49</b>	<b>273.87</b>	<b>355.10</b>	<b>458.08</b>
其他	74.50	108.24	115.65	113.73	137.97	所得税	37.36	53.70	64.66	79.31	103.15
<b>流动负债合计</b>	<b>226.22</b>	<b>328.25</b>	<b>364.33</b>	<b>297.38</b>	<b>434.82</b>	<b>净利润</b>	<b>134.12</b>	<b>194.79</b>	<b>209.21</b>	<b>275.79</b>	<b>354.93</b>
长期借款	80.71	53.09	40.18	80.00	80.00	少数股东损益	(0.00)	9.38	9.82	17.78	28.51
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>134.12</b>	<b>185.41</b>	<b>199.39</b>	<b>258.01</b>	<b>326.42</b>
其他	28.68	44.63	34.06	35.79	38.16	每股收益(元)	0.34	0.46	0.50	0.64	0.82
<b>非流动负债合计</b>	<b>109.39</b>	<b>97.73</b>	<b>74.24</b>	<b>115.79</b>	<b>118.16</b>						
<b>负债合计</b>	<b>341.47</b>	<b>438.38</b>	<b>438.57</b>	<b>413.17</b>	<b>552.99</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	2.45	25.14	34.96	52.74	81.25	<b>成长能力</b>					
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01	营业收入	21.78%	74.37%	33.08%	25.84%	22.61%
资本公积	38.36	38.36	38.36	38.36	38.36	营业利润	52.60%	46.72%	9.23%	29.70%	29.01%
留存收益	83.69	254.10	453.49	711.50	1,037.92	归属于母公司净利润	64.57%	38.24%	7.54%	29.40%	26.52%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>484.50</b>	<b>677.60</b>	<b>926.83</b>	<b>1,202.61</b>	<b>1,557.54</b>	毛利率	28.83%	31.24%	32.02%	33.93%	33.99%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>825.97</b>	<b>1,115.98</b>	<b>1,365.39</b>	<b>1,615.78</b>	<b>2,110.53</b>	净利率	14.82%	11.75%	9.50%	9.77%	10.08%
						ROE	27.82%	28.42%	22.36%	22.44%	22.11%
						ROIC	34.73%	42.36%	31.11%	33.13%	35.73%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	41.34%	39.28%	32.12%	25.57%	26.20%
						净负债率	15.91%	6.34%	-4.73%	-12.84%	-26.90%
						流动比率	1.64	1.57	1.96	3.01	3.10
						速动比率	1.20	1.03	1.33	2.14	2.33
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	5.09	7.85	8.00	8.00	8.00
						存货周转率	9.69	11.07	10.11	10.76	10.89
						总资产周转率	1.24	1.62	1.69	1.77	1.74
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.34	0.46	0.50	0.64	0.82
						每股经营现金流	0.33	0.45	0.37	0.52	0.90
						每股净资产	1.21	1.63	2.23	2.87	3.69
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	92.52	66.92	62.23	48.09	38.01
						市净率	25.74	19.02	13.91	10.79	8.41
						EV/EBITDA	0.00	0.00	38.08	29.96	23.34
						EV/EBIT	0.00	0.00	42.83	33.30	25.63

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	134.12	194.79	199.39	258.01	326.42
折旧摊销	19.89	24.62	35.99	40.99	45.99
财务费用	4.29	5.14	2.56	0.53	(2.20)
投资损失	(2.05)	(3.16)	(1.43)	(2.21)	(2.27)
营运资金变动	(99.14)	40.33	(98.41)	(106.20)	(36.37)
其它	74.06	(82.82)	9.82	17.78	28.51
<b>经营活动现金流</b>	<b>131.17</b>	<b>178.90</b>	<b>147.92</b>	<b>208.89</b>	<b>360.08</b>
资本支出	64.92	190.27	110.57	98.27	97.63
长期投资	(29.04)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(170.51)	(300.61)	(209.14)	(196.05)	(195.36)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(134.63)</b>	<b>(110.35)</b>	<b>(98.57)</b>	<b>(97.79)</b>	<b>(97.73)</b>
债权融资	34.34	(3.96)	(52.93)	(11.94)	2.61
股权融资	44.66	0.00	40.01	0.00	0.00
其他	(51.51)	(30.36)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>27.49</b>	<b>(34.32)</b>	<b>(12.92)</b>	<b>(11.94)</b>	<b>2.61</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>24.03</b>	<b>34.24</b>	<b>36.43</b>	<b>99.17</b>	<b>264.97</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com