

西餐供应链风起，意面开辟第二曲线

——宝立食品深度报告（系列一）

核心观点：

生意属性：从西餐大众化趋势理解品类核心价值。中国广大的消费群体与多层次的消费结构决定了西餐拥有充足的生存空间，而大众化与本土化是推动西餐渗透率提升的主要路径。餐饮端，大众化带来的客单价下降与标准化扩张均要求餐饮企业不断寻求外部定制餐调的帮助；家庭端，B端繁荣催化C端诞生大量空白市场，空刻有望通过先发优势建立起规模效应与品牌心智。

深度复盘：二十年历经三次蝶变，正处于战略变革期。公司成立至今二十余载，共经历了三个发展阶段与三次蝶变，目前正处于由B到B+C的战略变革期：**1) B端业务稳定增长**，从客户周期来看肯德基增速平稳，而麦当劳、喜茶等新客户尚处于磨合阶段，从产品周期来看轻烹食品亦处于导入期；**2) C端业务快速放量**，类似于2018~2020年的颐海国际，公司在2019年推出大单品空刻意面，借助线上流量红利与疫情催化等因素已成为线上第一品牌，建立起先发优势。

未来展望：短期业绩有望改善，长期三大成长曲线共振。**1) 短期看**，22H1多重因素导致业绩略有承压，但22H2随着疫情好转与管控政策完善，需求逐步复苏将推动餐饮端业务提速增长，叠加C端空刻意面延续放量增长趋势，预计业绩将环比加速修复。**2) 长期看**，我们判断公司即将步入景气加速期，主要依托三条成长曲线共振：**B端渠道扩张**，大B客户持续渗透并且小B渠道加速扩张；**B端品类扩张**，瞄准意面、披萨等长保质期且重调味的大单品，通过技术与客户方面的协同效应实现快速突破；**C端新业态扩张**，空刻意面短期已具备先发优势，未来可通过产品裂变、线下渠道扩张、推出低价格带品牌等策略转型为“长红”产品。

投资建议：B端业务，参考餐饮供应链公司（日辰股份、千味央厨），随着本轮疫情好转后餐饮需求改善，公司将迎来基本面修复与估值提振；**C端业务**，对标新消费舶来品（妙可蓝多、百润股份），第一阶段收入端放量但利润端承压，估值为驱动股价上涨的主要引擎，第二阶段形成规模效应后利润弹性释放，迎来戴维斯双击。预计2022~2024年收入分别为20.41/25.56/31.59亿元，同比+29.3%/25.3%/23.6%；归母净利润分别为2.05/2.79/3.58亿元，同比+10.7%/35.8%/28.5%，PE分别为60/44/34X。我们长期看好公司B端与C端共振驱动业绩持续增长，但考虑到目前估值水平，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：疫情反复导致餐饮需求承压，新客户表现不及预期，轻烹意面行业竞争超预期，食品安全问题等。

主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1577.71	2040.71	2555.95	3158.63
增长率	74.37%	29.35%	25.25%	23.58%
归母净利润(百万元)	185.41	205.25	278.79	358.12
增长率	38.24%	10.70%	35.83%	28.46%
摊薄EPS(元)	0.46	0.51	0.70	0.90
PE	0.00	59.91	44.11	34.34

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

宝立食品(603170)

谨慎推荐（首次）

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

周颖

☎：010-80927635

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

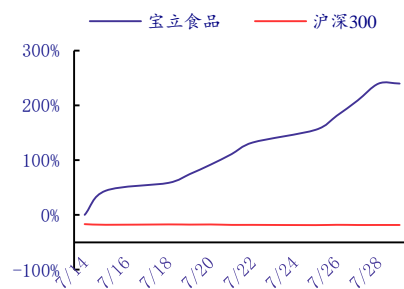
分析师登记编码：S0130511090001

市场数据

2022-07-29

A股收盘价(元)	30.74
股票代码	603170
A股一年内最高价(元)	34.12
A股一年内最低价(元)	12.06
上证指数	3253.24
市盈率	62.1
总股本(万股)	40000
实际流通A股(万股)	4000
流通A股市值(亿元)	123

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目 录

投资逻辑：宝立食品之“五问五答”	3
一、宝立食品：西式餐饮供应链的味业弄潮者	4
（一）业务结构：西式味业为基，多元业务延伸	4
（二）渠道结构：餐饮客户为核心，其他渠道加快扩张	5
（三）组织结构：高管大范围持股，产业经验丰富	5
二、生意属性：从西餐大众化趋势理解品类核心价值	7
（一）西式复调：西餐大众化加速渗透，内资品牌替代空间大	7
（二）轻烹意面：B端繁荣催生C端需求，空刻具备先发优势	9
三、纵向复盘：从三大周期剖析业绩波动的规律	13
（一）生命周期：三大发展阶段，正处变革关键期	13
（二）B端业务：三大周期推动业绩螺旋式成长	13
（三）C端业务：四大因素驱动意面大单品放量	20
四、短期展望：调整接近尾声，业绩有望改善	23
（一）22H1：多重因素导致短期业绩承压	23
（二）需求：疫情好转与政策加码，餐饮客户经营改善	24
（三）B端：圣农单品持续放量，肯德基饮品或现拐点	25
（四）C端：线上平台红利仍存，费用投放意在长远	25
（五）成本：预计22H2仍承压，关注边际下行拐点	26
五、长期展望：三大成长曲线共振，步入景气加速期	27
（一）渠道：大B客户持续渗透，小B渠道加速扩张	27
（二）品类：新业务不断叠加，协同效应逐渐凸显	30
（三）C端：轻烹意面——新消费品牌如何持续成长？	31
六、盈利预测与投资建议	33
（一）盈利预测：未来3年利润增速中枢约25%	33
（二）分部估值：B端参考餐饮供应链，C端对标新消费舶来品	34
七、风险提示	35
八、附录	36
（一）百胜中国	36
（二）德克士	37
（三）达美乐	38
（四）圣农食品	39
公司财务预测表(百万元)	40
插图目录	41
图表目录	43

投资逻辑：宝立食品之“五问五答”

宝立成立至今二十余载，早年为肯德基肉制品加工商提供炸鸡裹粉，随后产业链合作不断加深，成为百胜中国 T1 级供应商。2019 年公司又一次迎来蝶变，一方面深化西式餐饮供应链布局，客户拓展与品类裂变二条路径并行，另一方面迎“一人食”风口，布局轻烹意面赛道，由大 B 端向 B+C 转型，未来有望在蓝海扬帆加速远航，由此我们撰写本报告，主要回答 5 个问题：

第一问，如何理解西式餐饮供应链在中国本土的投资价值？我们认为中国广大的消费群体与多层次的消费结构决定了西餐拥有足够的生存空间，而大众化与本土化是推动西餐渗透率提升的主要路径。餐饮端，大众化带来的客单价下降与标准化扩张均要求餐饮企业不断寻求外部定制餐调/预制菜的帮助；家庭端，B 端繁荣催化 C 端诞生大量空白市场，空刻有望通过先发优势建立起规模效应与品牌心智。

第二问，公司成立二十余年，如何刻画当前发展阶段？我们认为公司二十余年共经历了三个阶段与三次蝶变，目前正处于由 B 到 B+C 的战略变革期：1) B 端业务稳定增长，从客户周期来看原有大客户肯德基增速平稳，而新客户麦当劳、喜茶尚处于磨合阶段，从产品周期来看轻烹食品尚处于导入期；2) C 端业务快速放量，类似于 2018~2020 年的颐海国际，公司在 2019 年推出空刻意面大单品，借助线上流量红利与疫情催化等因素已成为线上第一品牌，建立起领先地位。

第三问，公司 B 端业务未来是否还有成长空间？1) 大 B 端，一方面核心客户百胜中国品牌势能仍然强大，未来门店下沉与品类创新仍有望贡献稳定收入；另一方面达美乐、圣农处于放量期，有望贡献更多业绩增长。2) 小 B 端，属于广阔且空白的市场，公司可借助原有研发优势与大客户“灯塔效应”，而进一步的扩张需要寻找突破型大单品以及搭建高效渠道体系，未来 3 年将是重要观察窗口期。

第四问，空刻意面作为新消费品牌的成长持续性？空刻已成为全网最大意面单品，主要得益于差异化打法（优秀产品+线上流量红利+意面市场空白）。长期来看，我们认为延续大单品的成长性主要依托三条路径：1) 产品端，扩大先发优势，持续产品裂变，包括口味创新与形态创新；2) 渠道端，从线上平台到线下渠道，KA 与新零售为突破口，需要关注组织架构与人才团队搭建的进度；3) 品牌端，从中高端到大众品牌延展，目前空刻意面价格定位约 20 元，但广大低线城市仍有较大的下沉价格带，公司未来可推出定位 10-15 元的产品以延长品牌生命周期。

第五问，从投资角度来看公司未来的空间与节奏？B 端业务，我们认为可参考餐饮供应链公司——日辰股份、千味央厨，随着本轮疫情逐步好转后餐饮需求改善，公司迎来基本面与估值的双修复。C 端业务，可对标新消费舶来品——妙可蓝多、百润股份，第一阶段收入端放量但利润端承压，估值为驱动股价上涨的主要引擎，第二阶段形成规模效应后利润弹性释放，迎来戴维斯双击。

一、宝立食品：西式餐饮供应链的味业弄潮者

(一) 业务结构：西式味业为基，多元业务延伸

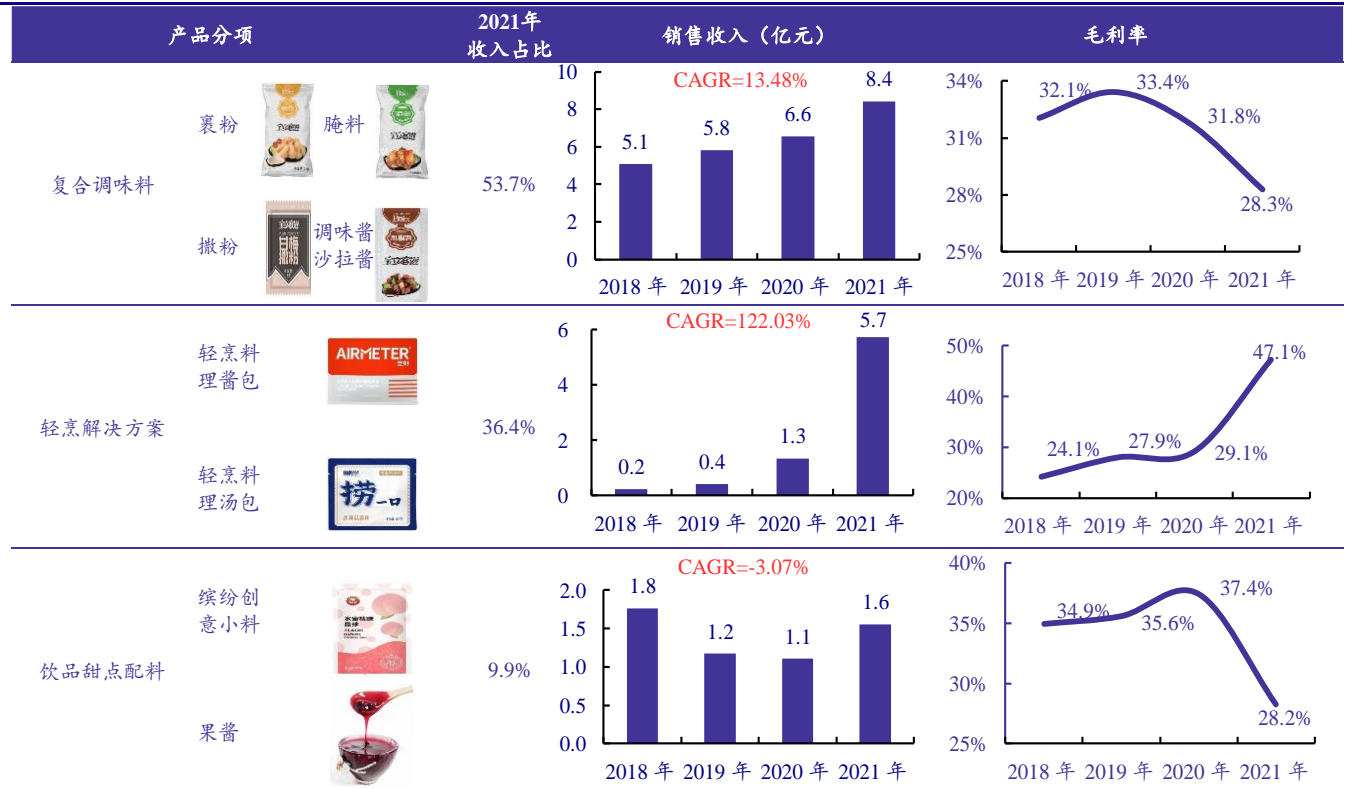
从 B 到 C，三次蝶变：公司早年为肯德基肉制品加工商提供炸鸡裹粉，随后产业链合作不断加深，2008 年第一次蝶变，开始直接为百胜中国提供复合调料；2013 年第二次蝶变，成为百胜 T1 级供应商，同时横向进行品类扩张，业务延伸至甜点饮品配料；2019 年第三次蝶变，布局轻烹食品业务，由大 B 端向 B+C 转型。

1) 基业：复合调味品。主要服务大 B 端，同时向小 B 端扩张，产品围绕西式餐饮重要单品定向研发，包括裹粉、腌料、撒粉与调味酱等；2021 年收入 8.4 亿，占比 54%，近 4 年 CARG=14%。

2) 延伸：甜点饮品配料。主要服务大 B 端，利用复调客户优势，提供更多产品矩阵以提升竞争力，产品包括饮品小料果酱等；2021 年收入 1.6 亿，占比 10%，近 4 年 CARG=-3%。

3) 延伸：轻烹食品。主要服务 C 端，兼顾大 B 端，公司虽然以西式复调起家，但目前西式复调在 C 端的消费场景尚未培育成熟，因此意面、捞饭等轻烹食品更适合作为突破口；2021 年收入 5.7 亿，占比约 36%，近 4 年 CARG 约 122%。其中，C 端主要载体为厨房阿芬，旗下子公司空刻网络，主要产品为空刻意面、阿芬厨房捞饭，2021 年收入约 5 亿元，占比约 30%，近 3 年实现从 0 到 5 亿元的高速增长。

图 1：宝立食品主要业务结构



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

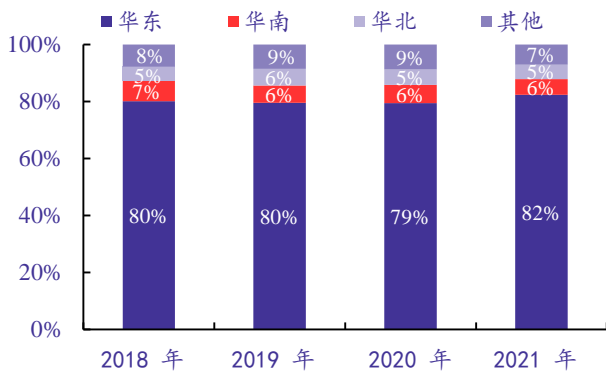
(二) 渠道结构：餐饮客户为核心，其他渠道加快扩张

整体看，全国化初期仍以华东为基地市场，生意属性决定餐饮客户为核心。区域结构方面，2018~2021 年华东市场占比长期保持在 80%左右，主要系大客户百胜中国的交易主体必胜食品的注册地为上海，实际上业务分布地区较为广泛。渠道结构方面，2021 年直销/非直销收入占比分别为 85%/15%，并且近 4 年呈现非直销占比持续小幅上升的趋势。

B 端：直销（大客户为主）占比约 87%，同时向小 B 端扩张。2021 年直销/非直销收入占比分别为 87%/13%，并且近 3 年呈现非直销占比总体上升的趋势。

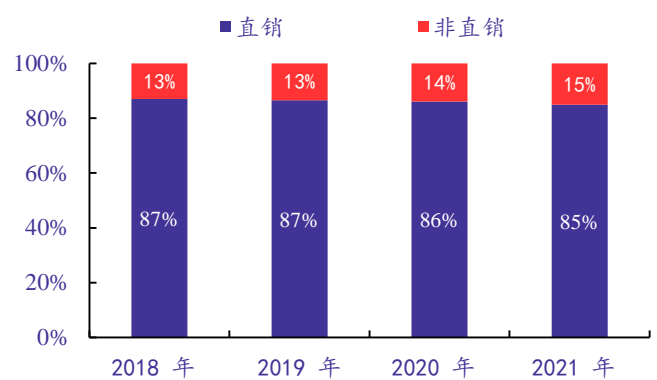
C 端：直销（线上为主）占比约 19%，同时向线下渠道扩张。2021 年直销/非直销收入占比分别为 81%/19%，其中非直销可基本看作线下业务，近 3 年呈现占比上升的趋势。

图 2：宝立食品主营业务区域结构



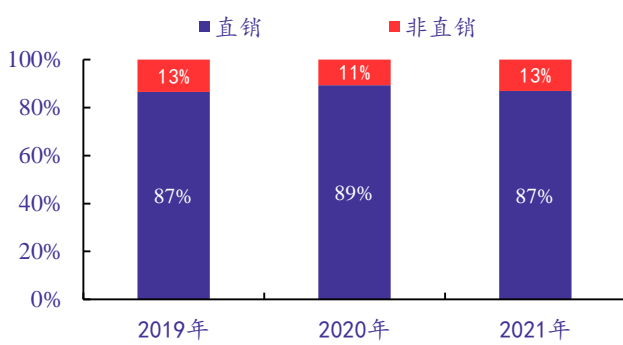
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 3：宝立食品主营业务渠道结构



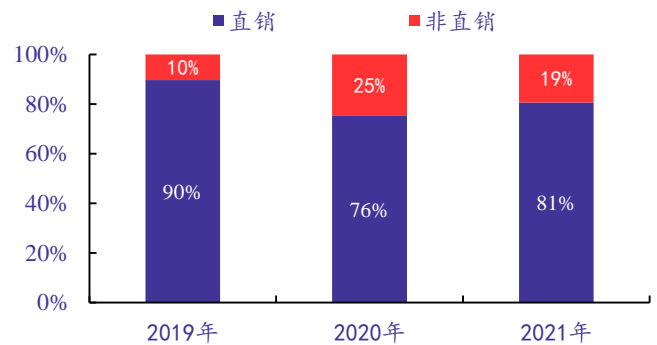
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：B 端业务渠道结构（剔除厨房阿芬）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 5：C 端业务渠道结构（厨房阿芬）



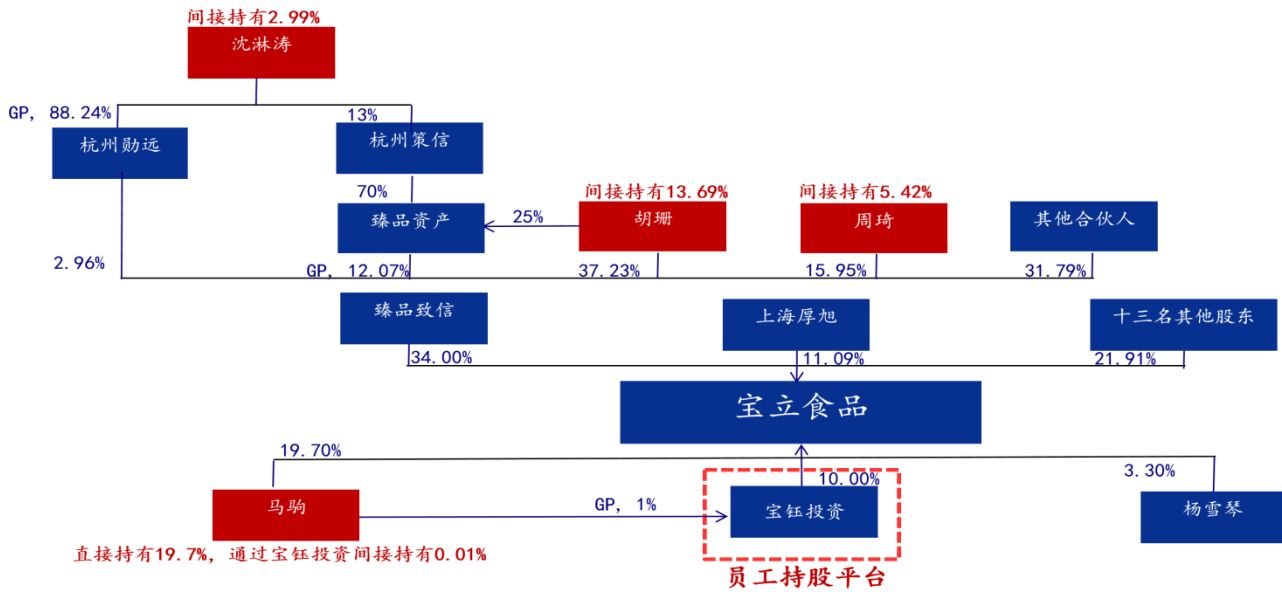
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 组织结构：高管大范围持股，产业经验丰富

实控人合计控制 67%表决权，持股平台宝钰投资持股 10%。截至 2022 年 6 月，大股东为臻品致信，持有公司股份 34%；**实控人**为马驹、胡珊、沈淋涛、周琦四人，并与臻品致信和宝钰投资签订一致行动协议，合计控制 67%表决权；**员工持股平台**为宝钰投资，2017 年成立，激励对象包括总经理、副总经理及生产、财务、采购和研发负责人，合计持股 10%。

高管大范围持股，产业经验丰富。公司高管直接持股合计 49%，另外通过员工持股平台宝钰投资间接持股。公司高管均拥有丰富的产业经验，其中董事长马驹曾在基快富（麦当劳、肯德基全球调料供应商）担任经理，总经理何宏武曾任百胜中国研发副总监、圣农发展副总裁，副总杨哲曾任希杰研发总监、副总梁冬允先后在味可美、联合利华与亨氏担任研发相关岗位。

图 6：宝立食品股权结构（2022 年 6 月）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

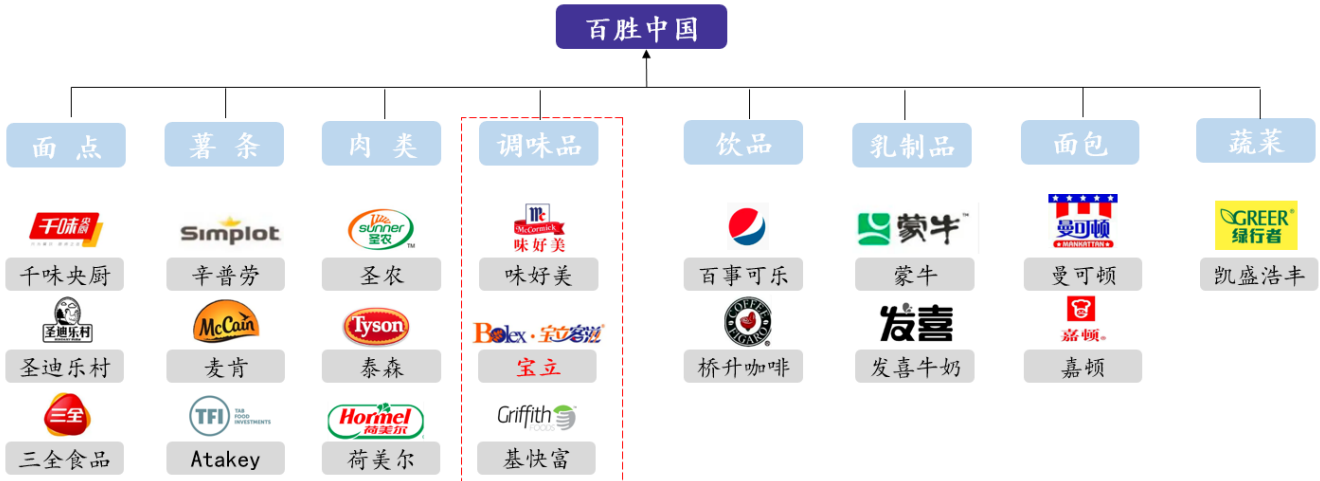
表 1：宝立食品高管持股情况（2022 年 6 月）

姓名	职务	期末持股数量 (万)	期末持股比例
马驹	董事长	7096	19.71%
沈淋涛	副董事长	1074.67	2.99%
胡珊	董事	4926.6	13.69%
周琦	董事	1952.28	5.42%
何宏武	董事、总经理	1080	3.00%
任铭	董事、董秘、财务总监	0	0.00%
张绚	监事会主席	180	0.50%
任英	职工代表监事	227.52	0.63%
梁冬允	副总经理	492.48	1.37%
杨哲	副总经理	439.56	1.22%
合计		17468.71	48.52%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、生意属性：从西餐大众化趋势理解品类核心价值

图 7：百胜中国餐饮供应链概览



资料来源：各公司官网，中国银河证券研究院

（一）西式复调：西餐大众化加速渗透，内资品牌替代空间大

1. 生意本质：降本增效，标准化扩张

我们认为西餐企业在本土化、大众化过程中面对二大约束，一是成本上升带来的经营不可持续，二是产品非标准化带来的规模不经济，而西式复调恰好可以解决这两个痛点。

核心价值一：降本增效，解决盈利难题。当前西餐企业的盈利压力愈加明显，一方面系租金与人力成本上涨导致成本承压，另一方面西餐大众化背景下客单价亦在下降，而复调可以通过降低原料损耗度来改善盈利能力。

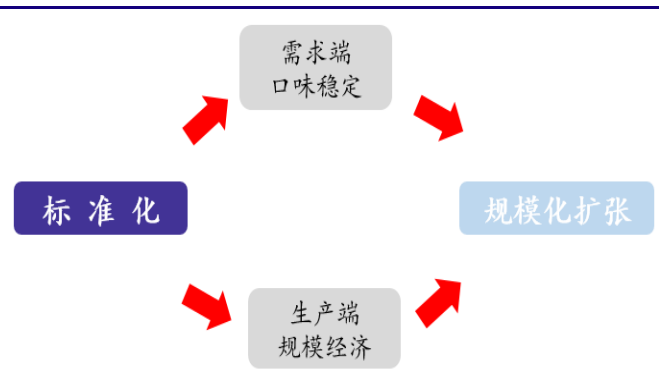
核心价值二：口味稳定化，解决扩张难题。复调可以减少厨师依赖度，降低人为因素对产品风味的影响，增强消费者的粘性，维持单店盈利模型的稳定性，进而推动门店的快速规模化扩张。

图 8：降本增效解决盈利难题（以预制菜为例）

	使用前	使用后	变化
原材料	38%	43%	5%
人力	22%	12%	-10%
房租	10%	10%	0%
能源	5%	3%	-2%
税费	5%	5%	0%
净利润	20%	27%	

资料来源：中国饭店协会，中国银河证券研究院

图 9：标准化口味解决扩张难题



资料来源：中国银河证券研究院

2. 市场空间：预计 2025 年约 330 亿，未来 4 年 CAGR 约 12%

现状：2021 年规模 240 亿元，2016-2019 年 CAGR 约 11%。得益于大众化与本土化，下游西餐市场的蓬勃发展，西式复调行业近年增长强劲，剔除疫情因素，2016-2019 年西式复调行业规模 CAGR 为 11%，2021 年达到 240 亿元。

预测：2024 年规模 330 亿元，对应 CAGR 约 12%。西式复调需求结构可以分为餐饮端、家庭端及加工端，参考 Frost & Sullivan 数据，2015 年占比分别为 60%、30%、10%，因此我们分别从以上三个渠道进行空间预测：

1) 餐饮端：未来仍是最重要的增长点，一方面连锁餐饮门店扩张与品类扩张带来需求增长，另一方面小 B 端仍是广袤的市场，预计疫情好转之后餐饮端需求将逐渐恢复正常增速：

2) 加工端：短期疫情催化+长期降本增效，预计未来预制菜/轻烹食品需求旺盛，将进一步带动复调的需求，推动行业加速增长；

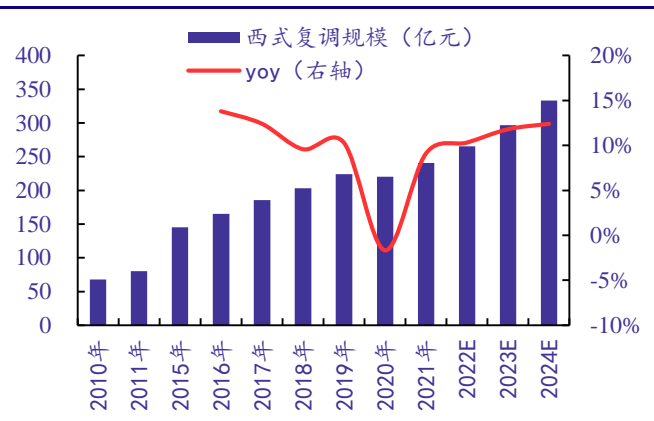
3) 家庭端：考虑到国内消费习惯，我们判断未来西式餐饮在家庭端的业态仍以预制菜/轻烹食品为主，因此预计西式复调在家庭端将保持稳定增长。

图 10：复合调味品品类结构（2020E）



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

图 11：西式复合调料规模与增速



资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

表 2：西式复调行业空间预测

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2024E	21-24 年 CAGR	预测依据
总规模	165.0	185.5	203.2	224.1	220.4	240.5	333.4	-	-
yoy	-	12.4%	9.6%	10.3%	-1.7%	9.1%	-	11.5%	-
餐饮	99.0	112.4	123.5	138.1	127.0	144.8	192.4	-	疫情好转，西餐行业恢复增长
yoy	-	13.5%	9.9%	11.8%	-8.0%	14.0%	-	9.9%	
家庭	49.5	54.6	59.5	64.3	70.7	76.4	98.1	-	零售端实现稳健增长
yoy	-	10.3%	9.0%	8.1%	10.0%	8.0%	-	8.7%	
工业	16.5	18.5	20.2	21.8	22.7	25.7	42.9	-	预制菜、轻烹食品推动增长
yoy	-	12.1%	9.3%	7.8%	4.1%	13.0%	-	18.7%	

资料来源：Frost & Sullivan，国家统计局，中国银河证券研究院





3. 竞争格局：国际品牌为主导，单品类垄断竞争

由于西餐作为舶来品，上游的西式复调仍以国际品牌为主导，但近年来随着西餐不断推进本土化与大众化，内资品牌的话语权逐渐增强。

1) **定制餐调市场**，商业模式决定其渠道较为封闭，肯德基、麦当劳大餐饮连锁企业一般绑定数个国际知名复调品牌，例如卡夫亨氏、味好美、基快富等，国内复调品牌仅有宝立食品。

2) **小B端市场**，仍处于发展初期，品类结构多元化，每个细分品类均有主导品牌，例如番茄酱的亨氏、沙拉酱的丘比等。

图 12：国内主要西式复调企业梳理

品牌	成立年份	21年营收（亿美元）	简介
 卡夫亨氏	1896	260.4	产品涉及酱料、调味品、婴幼儿辅食 例如：番茄酱，蛋黄酱，白醋
 凯美瑞	1972	83.2	产品涉及食品、食品配料以及香精香料产品 例如：植脂末
 味好美	1896	63.2	产品涉及香辛料、菜品调味料、调味酱 例如：沙拉酱、千岛酱、白胡椒粉
 基快富	1919		产品涉及食品添加剂、香精、食品用香精、调味料 例如：鸡粉调味料、腌料、猪骨汤粉调味料

资料来源：各公司官网，Wind，中国银河证券研究院

（二）轻烹意面：B端繁荣催生C端需求，空刻具备先发优势

1. 生意本质：西餐B端繁荣催生C端需求，轻烹意面解决便捷化痛点

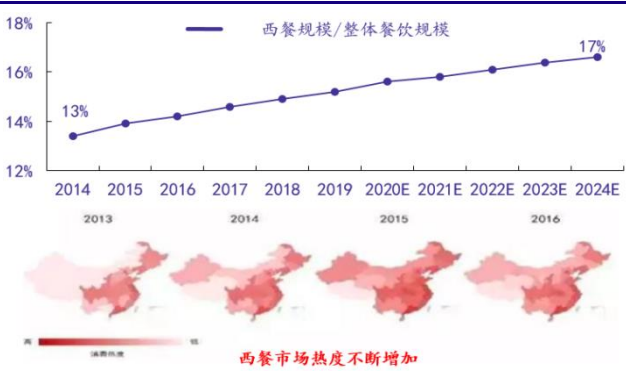
我们认为空刻意面的出现具有历史意义，拉开了国内C端西餐革命的序幕，其底层逻辑在于满足消费者的三个核心价值需求。

核心价值一：西餐的大众化与本土化，B端繁荣催生C端大量需求。近几年国内西餐行业持续推进大众化与本土化，其中西式快餐渗透率陡然提升，肯德基、麦当劳、达美乐等快餐品牌快速开店，甚至下沉到部分乡镇市场，推动汉堡、意面、披萨等大单品完成消费者教育。参考火锅、酸菜鱼等中式餐饮已有经验，我们认为B端市场的繁荣将催化C端的需求，而这一幕在西式快餐领域正刚刚上演。

核心价值二：满足C端消费者对餐厅品质的追求，解决厨房缺少西式调料的痛点。一方面，在诸多西餐大单品中，意面由于其产品属性（面+酱）对食品的新鲜度要求较低，能够较好地还原餐厅的口味与品质。另一方面，以往的意面大多类似于国内的挂面，消费者需要自己调制酱料，但国内家庭厨房往往缺少西式调料，因此轻烹意面的出现可以解决这一需求痛点。

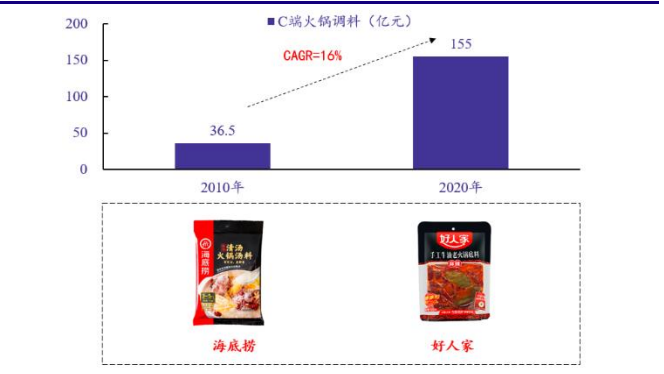
核心价值三：对比预调酒与奶酪棒，轻烹意面同样符合消费升级趋势下的品质追求。我们认为轻烹意面与预调酒、奶酪棒具备一定相似性，包括主要购买群体为女性，均属于舶来品与新消费品牌。探究其背后本质，主要归因于消费升级在老品类的映射，而高线城市、年轻女性恰好是站在升级趋势最前沿的消费群体，对升级的新事物接受度最高。

图 13: 西餐的大众化催化 C 端需求



资料来源: Frost & Sullivan, 美团, 中国银河证券研究院

图 14: 意面有望复制火锅底料在 C 端成功的案例



资料来源: 天猫, Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

图 15: 轻烹意面解决 C 端便捷化痛点



资料来源: 天猫, 中国银河证券研究院

图 16: 轻烹意面与预调酒、奶酪棒具备相似性



资料来源: 天猫, 各公司官网, 中国银河证券研究院

2. 品类特征: 易打造大单品, 产品附加值高

1) **易打造大单品:** 品类远期空间取决于人口数量与消费习惯, 主食类受众较广、复购率高、口味相对统一, 因此容易打造大单品, 参考海外市场经验, 意面行业均出现过大大单品, 例如日本的“日清意面”、韩国的“清静园意面”等。

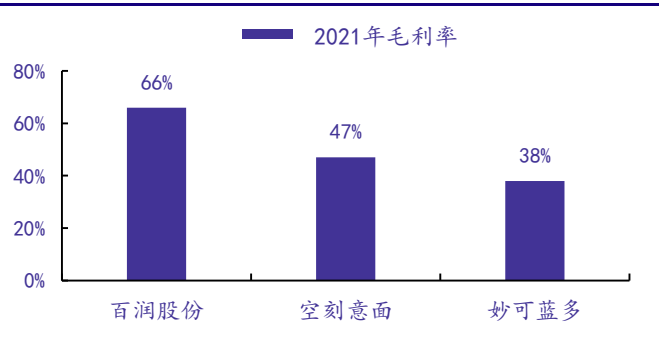
2) **产品高附加值:** 新消费舶来品往往具备溢价能力, 主要系其品牌定位往往偏高端, 消费群体大多来自高线城市, 并且消费场景具备格调、品质, 例如预调酒领域的 RIO、乳制品领域的妙可蓝多奶酪棒等, 高溢价能力带来较高的毛利率。

图 17: 日韩意面曾经诞生过大单品



资料来源: 各公司官网, 中国银河证券研究院

图 18: 舶来品中的新消费品牌享有高附加值



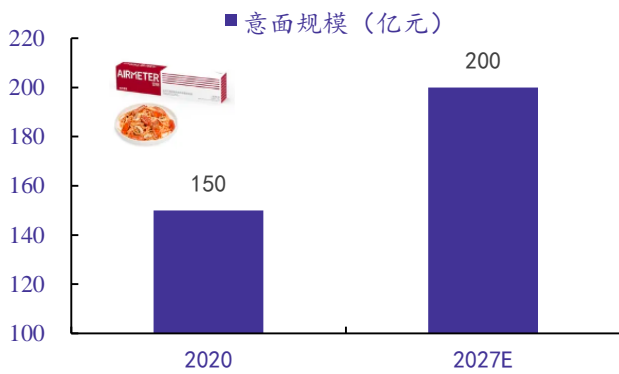
资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

3. 市场空间：2027 年意面市场约 100 亿，轻烹意面将快速扩容

现状：2020 年国内意面约 150 亿元，传统食材类意面仍占主导。根据亿邦动力报道，2020 年中国意面市场规模约 150 亿元。分品类来看，B 端以食材意面为主导，C 端以速食意面、轻烹意面为主导，近年来轻烹意面在线上平台迅速扩张，根据亿邦动力报道 2021 年空刻线上市占率为 60%，我们测算 2021 年整体线上轻烹意面规模约 5 亿。

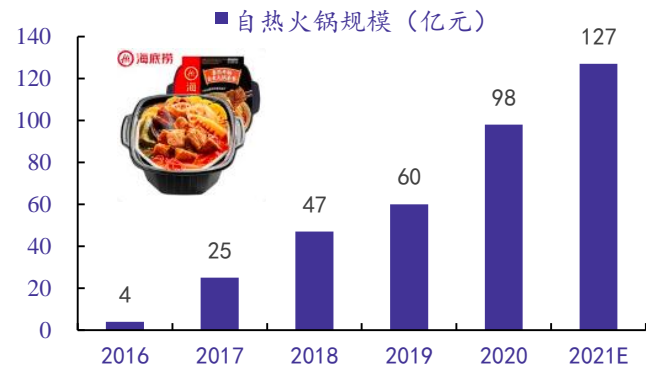
预测：2027 年国内意面约 200 亿元，轻烹/预制菜意面将快速扩容。根据亿邦动力报道，预计 2027 年中国意面市场达到 196 亿元，2020~2027 年 CAGR 约 4%，高于全球水平（CAGR 约 2.3%）。远期来看，参考自热火锅、螺蛳粉等新品类高速增长，我们认为轻烹意面由于其便利性也将延续渗透率提升、快速扩容的阶段。

图 19：轻烹意面规模与远期空间



资料来源：亿邦动力，中国银河证券研究院

图 20：自热火锅成长过程与生命周期



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

4. 竞争格局：四大类品牌竞技，空刻具备先发优势

“空刻”处于领先地位，但行业初期格局未定。空刻在行业内率先将轻烹意面推向市场，具备一定先发优势，2021 年销售额约 5 亿元，天猫官方店月销量约 90 万盒，处于遥遥领先地位；第二梯队则为锋味口、怡芽、大希地等，天猫月销量约 0~5 万盒。具体来看，目前市场参与者主要分为四类：

1) 新消费品牌型：包括**锋味口、怡芽、蓝色烟囱**等，虽然成立时间较短，但比较容易接受新渠道与新打法，是目前 C 端市场最主要的玩家。

2) 预制菜品牌型：包括**小牛凯西、大希地**等，主营西餐预制菜与食材，其竞争优势在于产品矩阵丰富，在 B 端经验较为丰富。

3) 餐饮品牌型：包括**必胜客、寿桃**等，目前在行业中份额较小，但其优势在于可借助餐饮品牌力进攻 C 端市场，参考海底捞与火锅调料。

4) 传统意面品牌型：包括**百味来**等，常年经营食材型意面，在原料、加工与渠道方面具备较强竞争力。

总体来看，我们认为行业仍处于发展早期，品牌都在摸索自身的竞争策略，从产品力、渠道力与品牌力三大维度分析，我们短期更看好新消费品牌型、餐饮品牌型。



图 21：国内主要轻烹意面企业梳理

商业模式	品牌	成立年份	融资轮次	融资金额	月销量 (万/盒)	简介
新消费品牌型	空刻	2020			93.1	主营产品为意面，21年618全渠道1亿销售额，2021年营收4.5亿
	锋味派	2021			25.2	主营产品为意面，22年618销售125.2万盒，GMV5545万
	怡芽	2020	天使轮	不详	3.5	产品主要面向儿童，月销近千万
	盛之禾	2005			1.4	产品包括方便面，意面，拉面等
	蓝色烟囱	2017			1.0	主营产品为意面，上线半年GMV过2000万
生鲜食品型	轻烹烹	2017	2021年A轮	数千万元	0.1	产品包括披萨，意面等
	小牛凯西	2013	2021年A轮	近亿元	3.2	产品涉及生鲜食品，半成品预制菜等，全渠道营业额超10亿
	大希地	2014	18年A轮, 20年B轮亿元，近亿		3.1	产品涉及生鲜食材，半成品预制菜等，年销售额过20亿
餐饮门店型	必胜客	1999	2016纽交所上市		1.5	产品包括方便面，意面，拉面等
	寿桃	2014			0.1	产品包括泡面，意面，乌冬面等

资料来源：天猫，中国银河证券研究院

三、纵向复盘：从三大周期剖析业绩波动的规律

我们认为公司目前正处于战略变革期，迎来重大发展机遇，类似于 2016~2020 年的颐海国际。本章重点回答 2 个问题：如何判断公司当前处于何阶段？影响业绩变化的因子是什么？

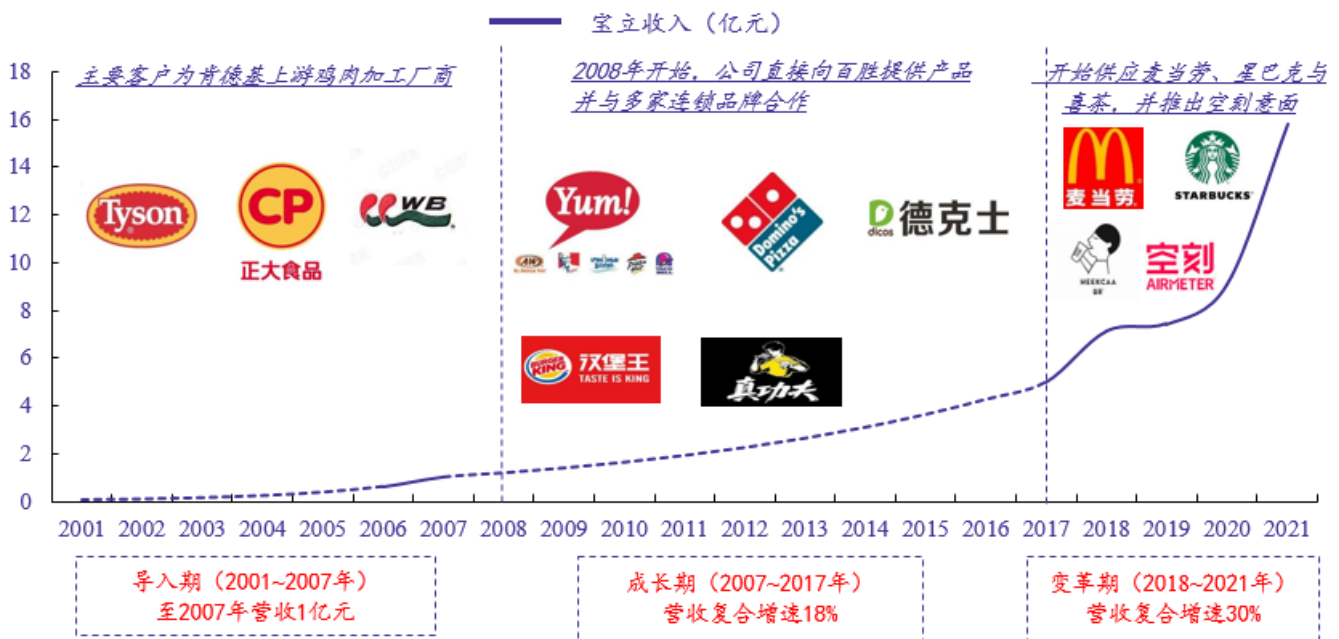
（一）生命周期：三个发展阶段，正处变革关键期

导入期（2001~2007 年）：从零起步，收入规模低于 1 亿元，产品为粉类复合调料，代表产品为黄金鸡块裹粉，客户主要为肯德基上游鸡肉加工厂商，如泰森食品、正大食品和元盛食品等。

成长期（2008~2017 年）：对应 CAGR 为 18%，餐饮行业快速发展，一方面，包括肯德基在内的西式餐饮连锁企业推出本土化产品，公司产品新增调味酱、沙拉酱和果酱等酱类复合调料；另一方面，公司成为肯德基 T1 级供应商，并与德克士、达美乐等合作。

变革期（2018 年至今）：对应 CAGR 为 30%，一方面纳入麦当劳、星巴克和喜茶的供应商体系；另一方面，开拓热门市场如现制茶饮、互联网轻烹食品业务，研发轻烹料理酱包/汤包，推出晶球、粉圆等饮品小料。

图 22：公司历史收入波动大致可分为三个阶段

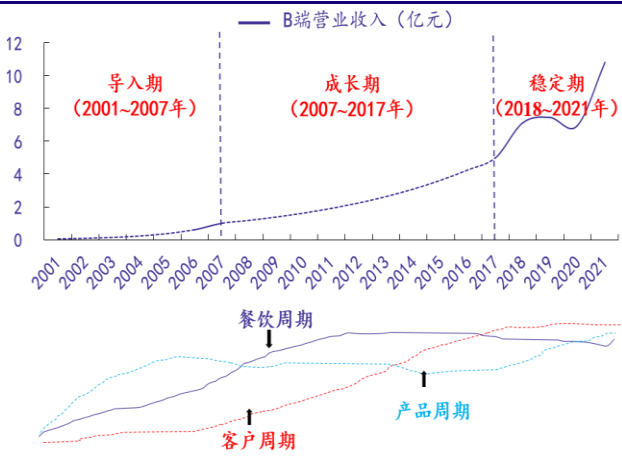


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）B 端业务：三大周期推动业绩螺旋式成长

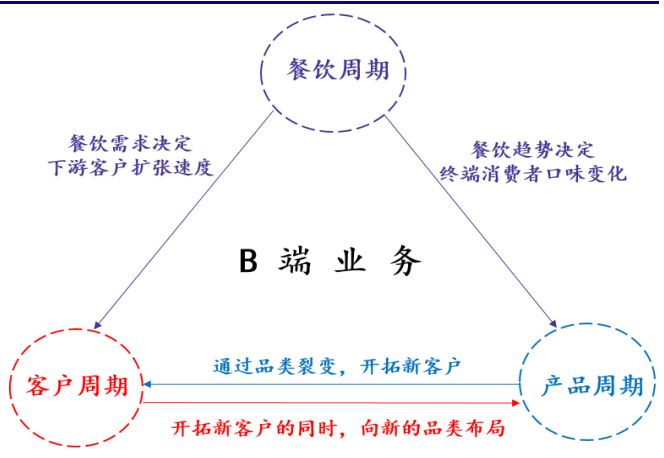
我们首先将复盘重点聚焦于 B 端，2001 年至今整体呈现螺旋式上升趋势，共经历了三个阶段：导入期（2001~2007 年）、成长期（2008~2017 年）、稳定期（2018 年至今），决定业绩波动与生命周期切换的主要系三个周期：餐饮周期、客户周期、产品周期，其中餐饮周期也影响着后二个周期。

图 23：公司 B 端业务收入波动



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 24：影响公司 B 端业绩波动的三个周期



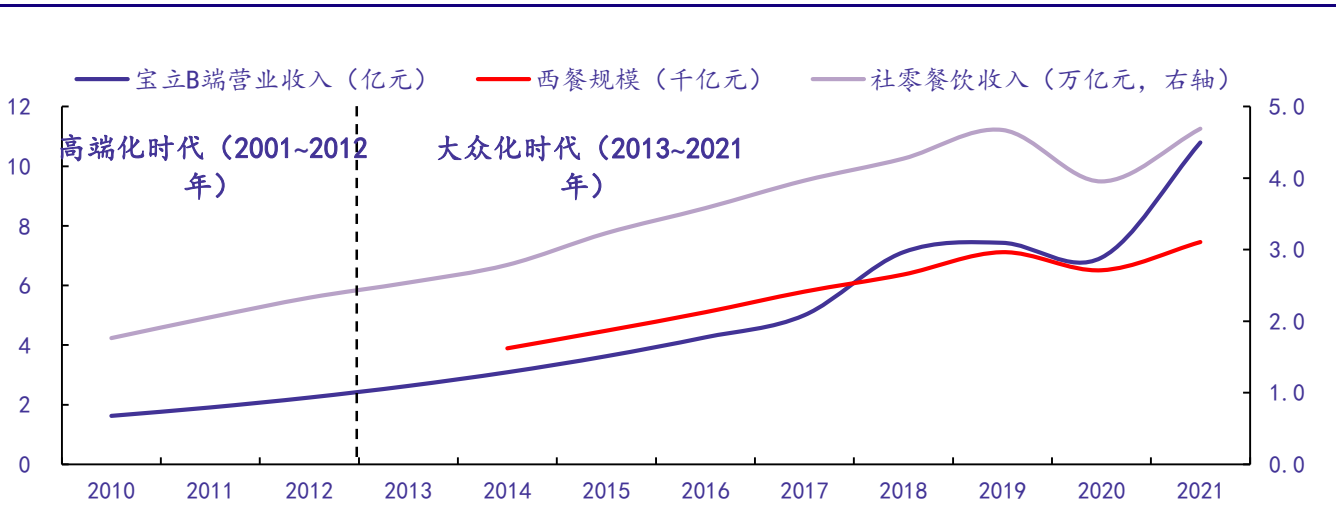
资料来源：中国银河证券研究院

1. 餐饮周期：从高端化到大众化，西餐渗透率加速提升

高端化时代（2001~2012 年）： 高端定位进入国内，餐饮市场份额较小。西餐实际上在国内发展已久，但无论是正餐还是快餐早年间均主打高端定位，例如最先进入国内的西式快餐连锁企业肯德基，2000 至 2010 年客单价便高达 30 元。这种较高的价格定位与国内人均收入水平存在错位，大大限制了西餐在国内的规模扩张。

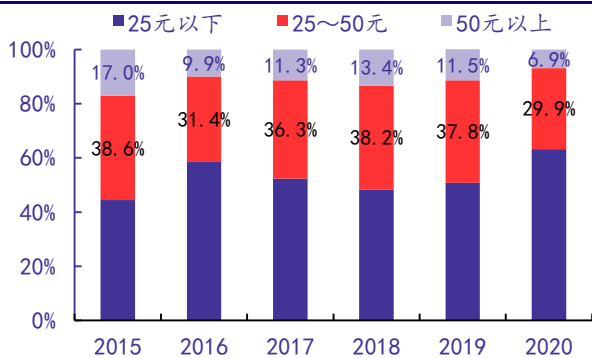
大众化时代（2013~2021 年）： 大众化与本土化，西餐渗透率提升。2012 年打击三公消费推动餐饮行业向大众化转型，也成为西餐行业变革的契机：1) 肯德基、麦当劳一方面加速品牌下沉，另一方面推出符合主流价格带的菜单，这一趋势在 2020 年以来愈加明显；2) 萨莉亚、德克士等价格带更低的西餐品牌实现快速扩张，在众多地区完成了西餐消费的普及教育。对应地，2014~2021 年间，西餐市场规模由 3890 亿元增加至 7450 亿元，期间 CAGR 为 10%，渗透率持续从 13.4% 提升至 16.6%。

图 25：公司长期业绩波动与餐饮收入/西式餐饮收入吻合



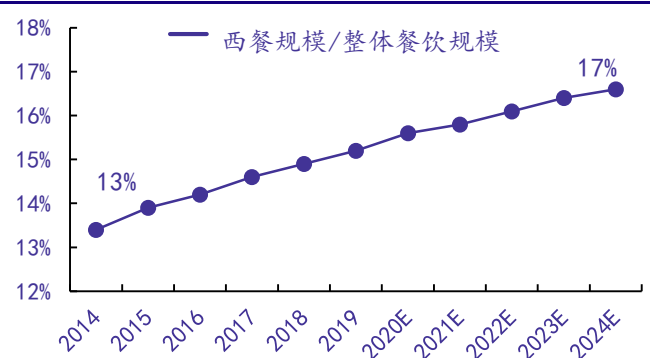
资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图 26：西餐客单价近年来呈现下降趋势



资料来源：《2021 年中国餐饮年鉴》，中国银河证券研究院

图 27：西餐渗透率逐步提升

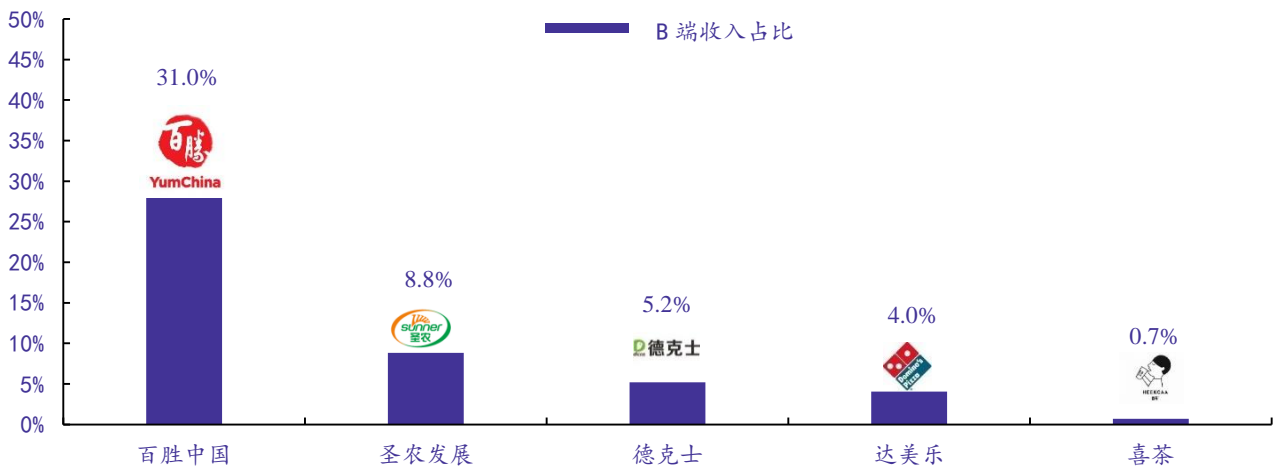


资料来源：Frost & Sullivan，中国银河证券研究院

2. 客户周期：关注品牌生命周期与客户开发节奏

我们梳理了公司的大客户结构：**核心客户**百胜中国，2021 年贡献收入 3.3 亿元，对应 B 端收入占比为 31%；**重要客户**德克士、达美乐与圣农发展，2021 年贡献 B 端收入占比为 18%；**潜在客户**喜茶、棒约翰等，2021 年喜茶贡献 B 端收入占比为 0.7%。

图 28：公司 B 端业务主要客户结构（2021 年）



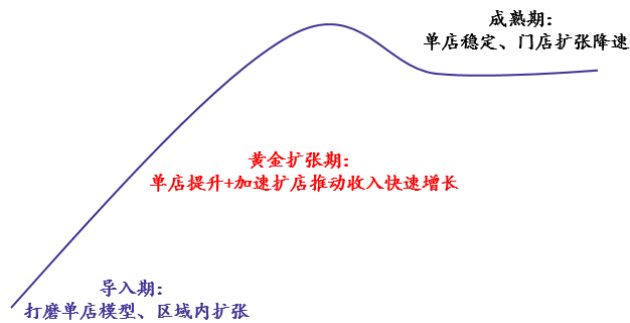
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

每个大客户均存在品牌生命周期与开发周期，共同决定了公司 B 端的业绩波动：

餐饮品牌周期： 初创期，明确品牌定位+打磨单店模型，对应门店数量 1~100 家；快速扩张期，若单店模型成功跑通，叠加品牌势能向上，加速开店和同店增长共同推动公司收入放量增长，步入黄金投资阶段，对应门店数量 100~1000 家；稳定增长期，品牌天花板已至，后续需要产品创新/孵化新品牌/渠道扩张寻找第二增长曲线，若成功则迎来新一轮增长。

客户开发周期：定制餐调客户进入壁垒较高但粘性较强，存在较长的开发周期，以百胜供应体系为例，前 1~3 年为考察期，产品数量较少且合作程度较浅；通过考察后，成为长期合作供应商，但往往是与其他企业分享订单；最终成为 T1 级供应商，品类数目、供应份额进一步扩张，推动收入规模放量增长。

图 29：餐饮品牌存在生命周期



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 30：新客户开发合作存在周期



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

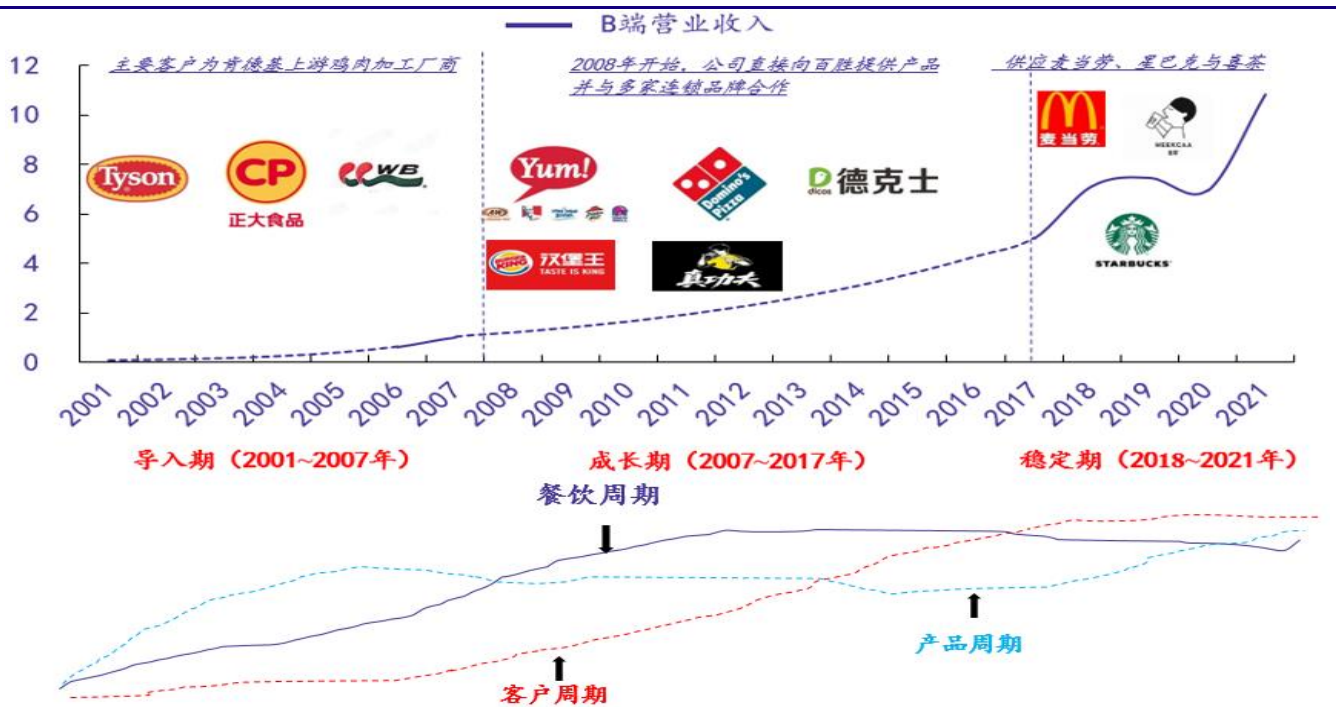
具体来看，我们进一步复盘大客户品牌生命周期、开发周期与宝立收入波动之间的规律：

导入期（2001~2007年）：主要绑定泰森食品、正大食品与元盛食品，下游客户结构较为稳定，生命周期处于品牌初创期，收入虽然增速较高但基数亦较低。

加速期（2008~2017年）：品牌生命周期与客户开发周期向上共振，一方面 2008 年直接进入百胜供应体系、2013 年成为 T1 供应商，另一方面肯德基与必胜客步入加速扩张期，共同推动公司实现收入高速增长。

稳定期（2018 年至今）：品牌生命周期较为平缓，原有大客户肯德基、必胜客、德克士增速放缓；客户开发周期尚处于导入期，虽然进入麦当劳、星巴克和喜茶的供应商体系，但还处于前期的开发与磨合阶段，未找到合适的切入单品，合作关系亦不稳定，对收入波动较大。

图 31：公司长期业绩波动与下游客户周期与开发周期基本一致

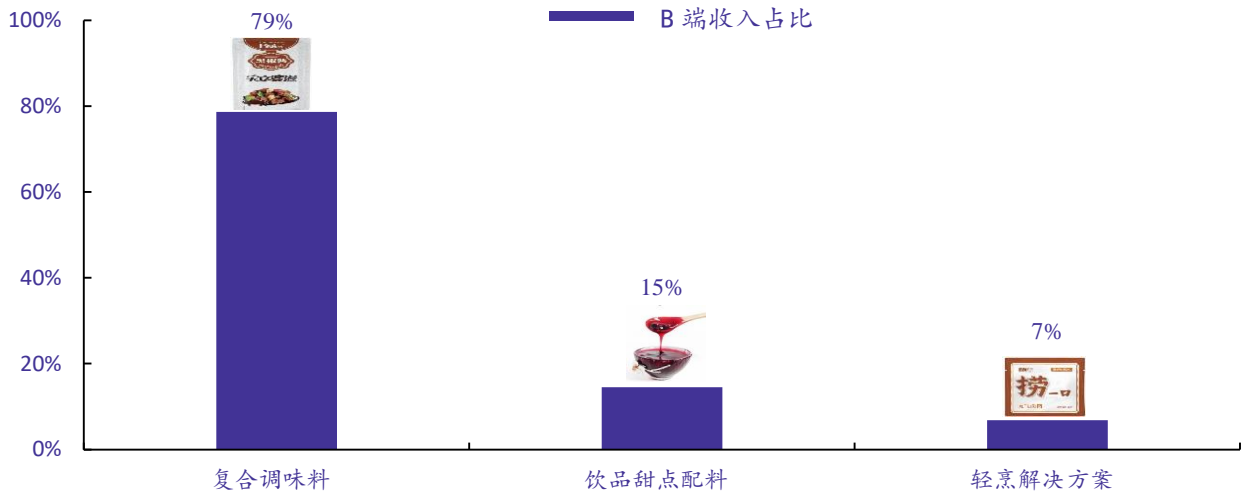


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3. 产品周期：围绕餐饮景气风口，关注推新与放量节奏

公司 B 端主营业务包括复合调料、轻烹食品与饮品甜点配料，剔除厨房阿芬并表因素，2021 年收入分别为 8.4/1.6/0.7 亿元，对应占比分别为 79%/15%/7%。受餐饮景气度、品类禀赋与推新节奏等因素影响，三大业务均有各自的产品周期，分为导入期、加速期、稳定期三个阶段，共同影响公司 B 端的业绩波动。

图 32：公司 B 端主要主要产品结构（2021 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

1) 复合调料：生命周期长青，处于稳定增长期

公司 2001 年开始布局复合调料，主要产品包括裹粉、酱料、撒粉三大类，先后经历了导入期、加速期与稳定期，生命周期长青，为公司最重要的业绩增长来源。

导入期（2001~2007 年），锚定炸鸡大单品，先后开发了脆鳞裹粉、鸡排裹粉等核心产品，专门服务正大、泰森等大客户，深入洞察市场需求，将粉类产品打磨成熟，品类快速扩容。

加速期（2008~2017 年），一方面以成熟的粉类大单品为突破口，在产业链下游进行复制，切入新的大客户，包括德克士、汉堡王、达美乐等；另一方面进行新品类的延展，推出多种酱料产品，包括新奥尔良腌料、香辣腌料等，实现客户+品类的双重增长。

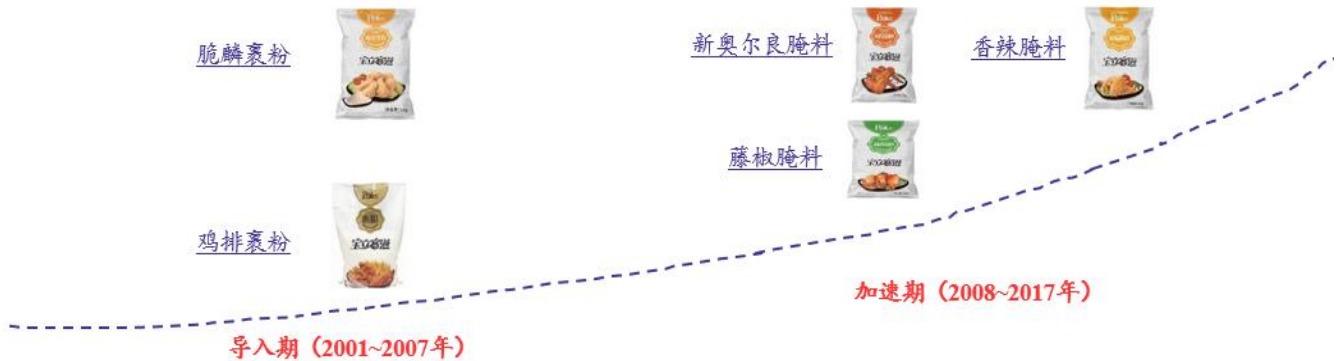
稳定期（2018~2022 年）随着餐饮的口味多元化与景气度变化，公司通过产品裂变响应客户需求，形成上千个 SKU，实现从大单品竞争到产品矩阵竞争的跃升。虽然整体增速略有放缓，但下游客户对供应商的产品研发能力要求更高，竞争壁垒进一步增强。

总结而言，公司复合调料生命周期长青主要得益于：

品类裂变：围绕餐饮景气度，大单品→产品矩阵，研发能力为核心；

客户拓展：复制商业模式，工业客户→大餐饮客户，服务与快速响应能力为核心。

图 33: 单个产品周期的延长推动复调业务实现长期稳定的增长



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2) 轻烹食品: 处于初步放量期, 收入增速曲线陡升

公司 2018 年开始布局轻烹食品, 主要产品包括料理酱包、料理汤包, 目前处于加速放量期, 2021 年外部 B 端客户收入约 0.7 亿元 (占比 7%), 虽然收入规模不大, 但增速曲线陡升, 我们认为主要得益于:

原因一: 核心单品初成, SKU 逐渐丰富。公一方面核心单品意大利面酱料包初见雏形, 2018 年研发出奶油培根、番茄肉酱、黑椒牛柳三种口味的意面, 2020 年以来继续推出墨西哥火鸡等更多口味的意面; 另一方面逐渐丰富 SKU, 2020 年推出捞饭系列产品、冷冻大闸蟹肉调理包、酸辣笋丝调理包。

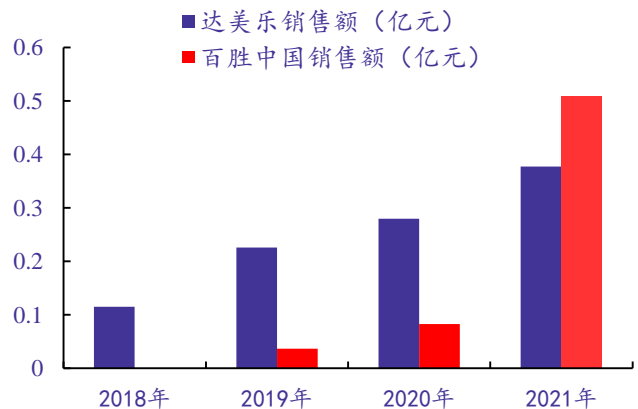
原因二: 大客户 2 年的摸索期结束。公司餐饮端大客户主要系达美乐与百胜中国, 整体客户数量偏少, 其中达美乐主要产品为披萨和意面, 适合开发轻烹解决方案产品, 同时得益于在中国区域快速开店, 2018 年以来为公司贡献较多收入。肯德基与公司合作的产品主要系螺蛳粉与意面, 经历了近 2 年的摸索期后, 2021 年快速放量。

图 34: 公司轻烹食品在 B 端的主要产品与应用场景



资料来源: 公司公告, 公司官网, 中国银河证券研究院

图 35: B 端轻烹食品已经步入产品初步放量阶段



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

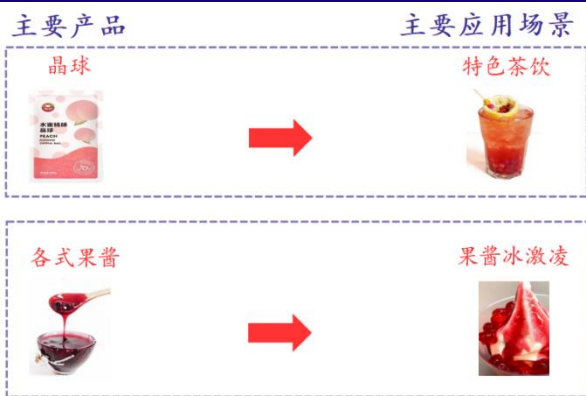
3) 饮品甜点配料：需求迭代较快，周期波动较大

公司饮品甜点配料主要产品包括果酱、晶球、粉圆等，面向连锁餐饮与现制茶饮企业，2021年实现收入1.6亿元，占比约10%，但近年来整体收入波动较大，并且大B端与小B端均有周期性波动，主要归因于二方面：

原因一：终端口味变化较快。大部分甜点与现制饮品满足的是消费者的口味需求，相较之下包装水、咖啡满足的是解渴、提升等功能需求，因此前者的需求变化更大、生命周期更短，反映为过去十年兴起繁多的现制饮品门店，但长青的品牌较为少见。

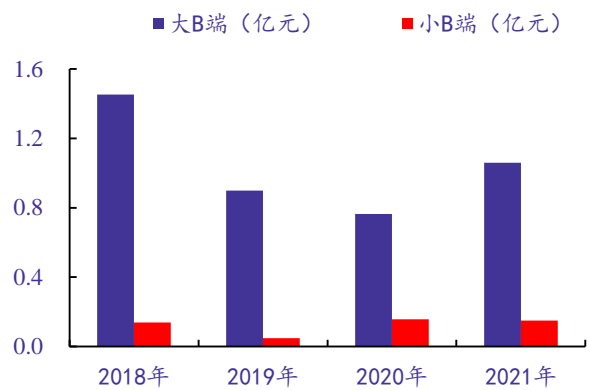
原因二：下游大客户仍在调整。近年来肯德基、麦当劳等下游餐饮客户频繁变换甜点与饮品菜单，同时对饮品战略规划亦有调整，例如肯德基2022年6月推出独立的奶茶品牌店“爷爷自在茶”，均导致宝立甜点饮品短期收入波动较大。

图 36：公司甜点饮品配料产品与应用场景



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 37：公司甜点饮品配料大 B 与小 B 收入与增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 38：肯德基“爷爷自在茶”部分新品

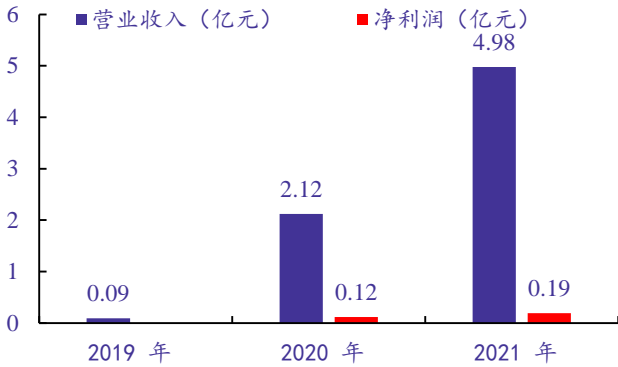


资料来源：爷爷自在茶官网，中国银河证券研究院

(三) C端业务：四大因素驱动意面大单品放量

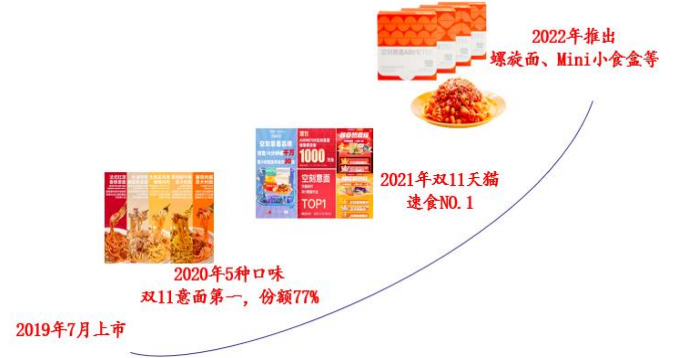
复盘：2019年起于线上，2020年开始放量。2019年厨房阿芬推出空刻意面，借助线上流量红利与疫情催化等因素，2020年产品步入放量期，出厂口径销售额约2亿元，2021年则增长至5亿元，已成为全网最大意面单品。

图 39：C 端业务收入与利润波动（厨房阿芬）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 40：C 端业务处于生命周期的加速放量期



资料来源：公司公告，天猫，中国银河证券研究院

目前西式复调在 C 端的消费场景尚待培育，因此公司选择意面作为突破口较为合适，总体看短时间内快速放量主要得益于以下四方面。

1. 需求：西餐大众化为需求本质，疫情居家消费为催化剂

策略正确：西餐大众化背景下，高线城市女性群体最愿意尝鲜。空刻以高线城市女性群体为突破口，消费场景绑定品质、烛光晚餐、轻奢属性等关键词，做到消费群体与消费场景的较好融合。

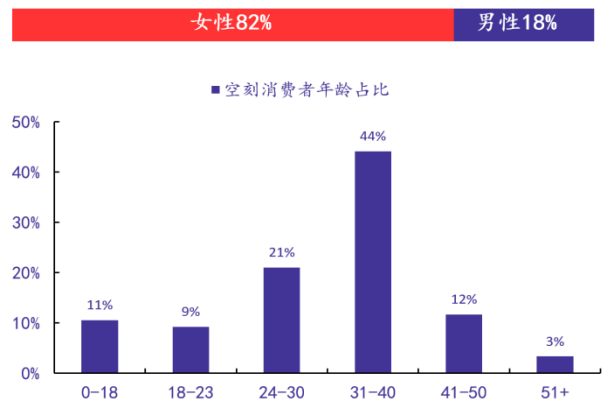
催化剂：疫情反复叠加动态防控政策，催化 C 端速食产品需求。2020 年以来疫情多次反复，动态防疫政策下餐饮消费场景受限，速食意面在家庭端的渗透率加速提升，公司产品“空刻”意面品质优秀，能够较大程度还原餐厅口味，分享到行业增长的红利。

图 41：空刻营销瞄准妈妈群体



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 42：空刻的主要消费群体为高线城市女性



资料来源：飞瓜抖音数据，中国银河证券研究院

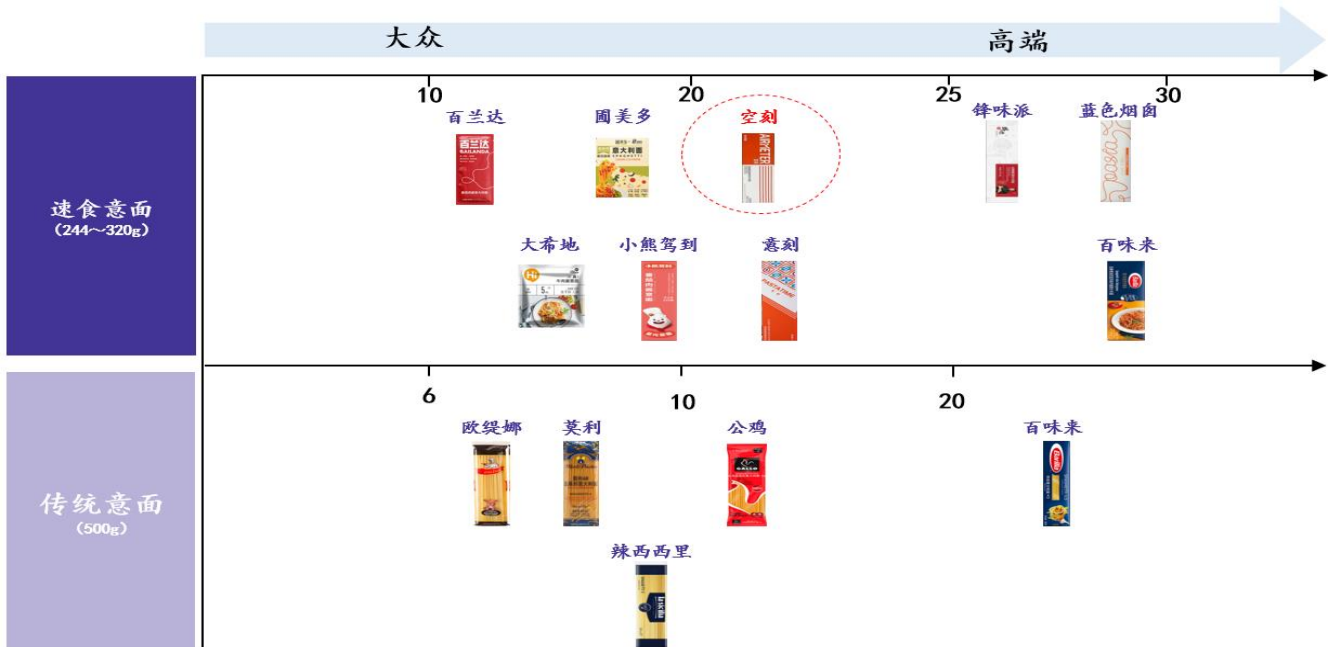
2. 产品：拆解空刻大单品，产品力为根基

布局中高端价格带，符合品牌定位。我们将意面分为传统品牌与新消费品牌两大类，空刻属于定位中高端的新消费品牌，线上售价约 20 元/份，在类似新消费品牌中具备较强性价比，亦低于 B 端西餐厅意面的平均客单价（30 元以上）。

主打大众口味，丰富度优于竞品。空刻坚持大单品的策略，主打番茄肉酱大众口味（估算 2021 年收入占比约 51%），辅之以黑胡椒、奶油培根、东南亚咖喱等口味构筑成产品矩阵。

产品设计感十足，团队背景强大。空刻产品具备简约、轻奢的设计感，与消费群体、消费场景、意面物理形态契合度较高，主要得益于强大的设计团队“热浪设计”：除空刻外还打造出安慕希、农夫山泉等明星产品，并持有空刻网络 10% 股权。

图 43：空刻在主要轻烹意面品牌中定位适中



资料来源：公司公告，天猫，中国银河证券研究院

图 44：空刻意面产品结构（2021 年收入占比）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 45：空刻产品设计团队背景实力强大

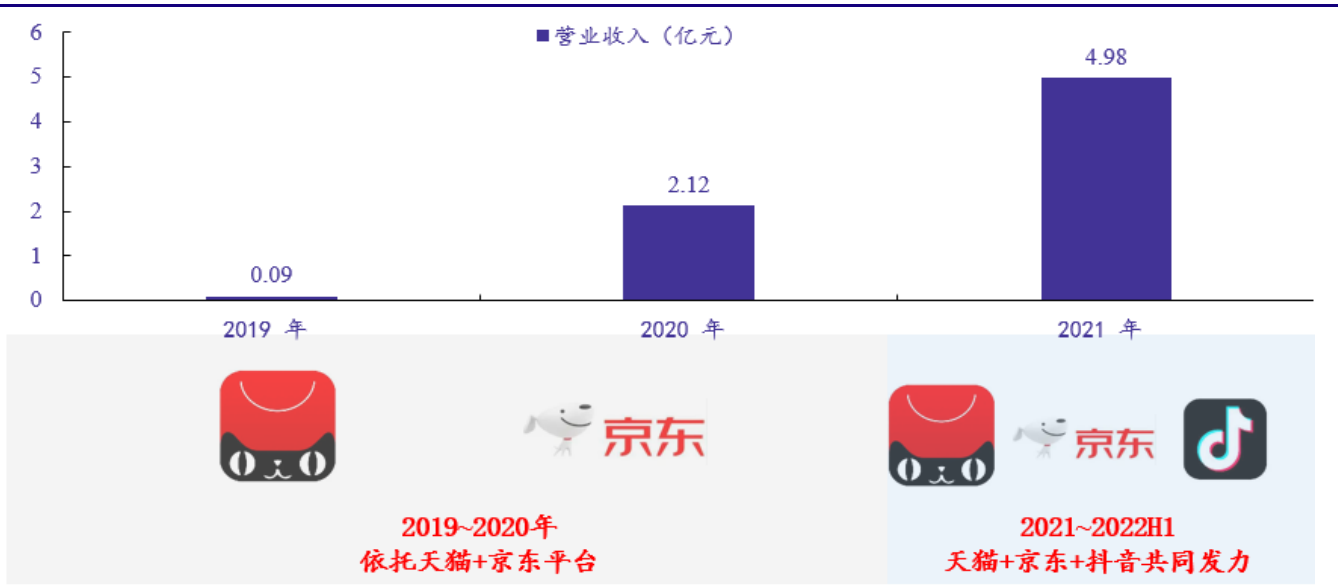


资料来源：公司公告，热浪设计官网，中国银河证券研究院

3. 渠道：借助线上流量红利，形成“空刻=意面”认知

类似于近年兴起的“拉面说”、“自嗨锅”等新消费品牌，“空刻”意面亦通过线上这一差异化渠道切入赛道，2020年借助天猫+京东流量，2021年借助抖音流量(约实现1亿元收入)。我们认为目前线上红利仍存，处于快速释放阶段，但公司目前也逐渐加大线下渠道的铺设。

图 46：空刻意面借助线上平台实现快速增长

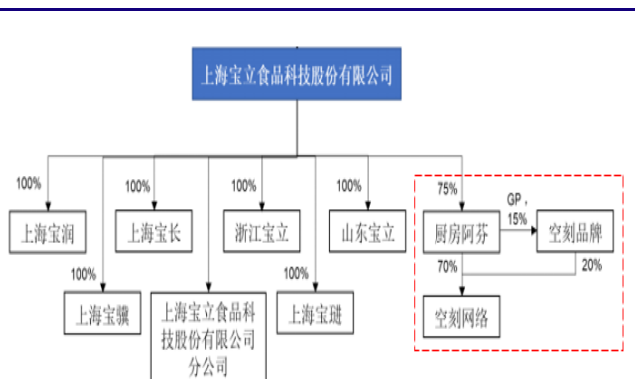


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

4. 组织：通过并购切入 C 端，弥补渠道与品牌短板

我们认为 B 端企业在向 C 端业务拓展具备一定挑战性，主要系 C 端销售的波动性和零散化的运营，在渠道与品牌运作方面均存在较大的差异。2021 年 3 月，公司并购厨房阿芬，后者成功打造出空刻这一线上现象级意面产品，通过此次并购可弥补关于消费品渠道与品牌运作的经验，叠加此前在餐饮大客户积累的产品研发优势，推动公司在 C 端市场实现较快突破。

图 47：厨房阿芬组织结构相对独立



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 3：厨房阿芬高管

姓名	岗位
王义超	空刻意面联合创始人兼总经理
范纯	空刻意面创始人兼操盘手，热浪联合创始人
杨扬	空刻意面操盘手，梵舒CEO
马杨帆	空刻意面渠道总监
倪铭杰	空刻意面抖音事业部运营总监

资料来源：亿邦动力等报道，中国银河证券研究院

四、短期展望：调整接近尾声，业绩有望改善

2022H1 多重因素导致公司利润端略有承压,但我们认为这仅仅是短期的小插曲,不改 2019 年以来景气上行趋势,预计 22H2 随着疫情好转与管控政策完善,需求逐步复苏将推动餐饮端业务提速增长,叠加成本边际回落与大客户调整完毕等积极因素,预计业绩将环比加速修复。

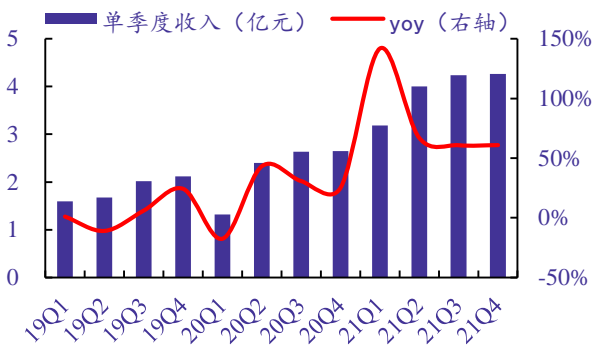
(一) 22H1：多重因素导致短期业绩承压

收入端：22Q1 公司实现营收 10.17 亿元,同比+10.6%,22Q2 预计营收 10.17 亿元,同比+10.6%,总体看上半年延续此前较高增长态势,但二季度环比略有降速。**利润端：**22Q1 公司实现归母净利润 10.17 亿元,同比+10.6%,22Q2 预计归母净利润 10.17 亿元,同比+10.6%,上半年利润显著承压,但二季度已有环比改善趋势。

分业务：复合调料,22Q1 收入同比增速为 12.8%,较 2021 全年增速 28.6%有所下降;轻烹食品,22Q1 收入同比增速为 133.5%,虽较 2021 全年增速 324.3%有所下降,但仍保持较高水平;甜点饮品配料,22Q1 收入同比下降 51.4%,较 2021 全年增速 40.4%下降明显。

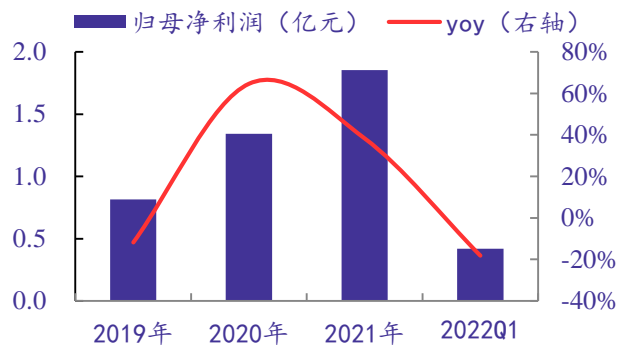
承压原因：1) 疫情反复导致餐饮复苏受阻;2) 疫后通胀叠加俄乌冲突导致成本显著承压;3) B 端肯德基、麦当劳等下游大客户饮品业务调整;4) C 端空刻意面借助线上平台短期放量但费用压力较大。

图 48：公司收入变化情况（2019Q1-2022Q2）



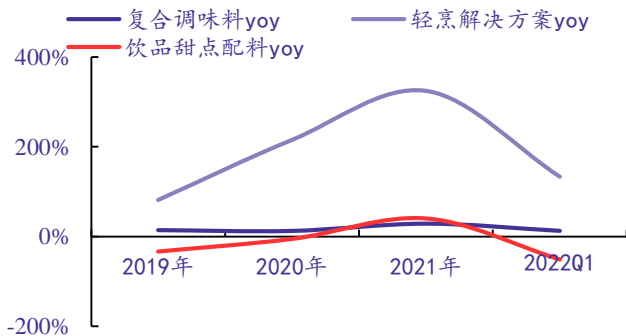
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 49：公司利润变化情况（2019 年度-2022Q2）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 50：2019 年~2022Q1 分业务收入与增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 需求：疫情好转与政策加码，餐饮客户经营改善

22H1 问题：餐饮复苏受阻，拖累 B 端业务表现。2022 年 3~5 月，吉林、上海多地疫情反复导致餐饮需求承压，我们认为主要系居家隔离等政策限制了餐饮消费场景的频次，因此下游连锁餐饮大客户业务受损，进而拖累公司复调业务表现。

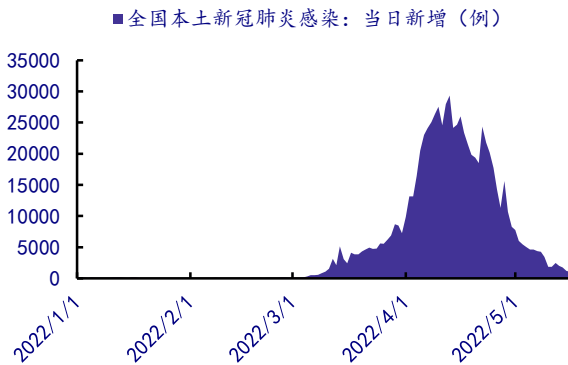
22H2 展望：↑

1) 疫情好转，物流恢复，场景复苏。本轮疫情在 5 月底已迎来拐点，上海 6 月 1 日解封，6 月 25 日正式宣布“打赢大上海保卫战”。生产生活、交通物流有序恢复，5 至 6 月全国公路货运量环比快速回升。

2) 多地政策加码，短期刺激消费。本轮疫情前后，深圳、杭州等多地发布刺激消费的政策，包括消费券、商家税收优惠等形式，参考 2020 年经验，我们预计短期对消费有拉动作用，尤其对餐饮行业影响明显，或有效提振公司大 B 客户需求。

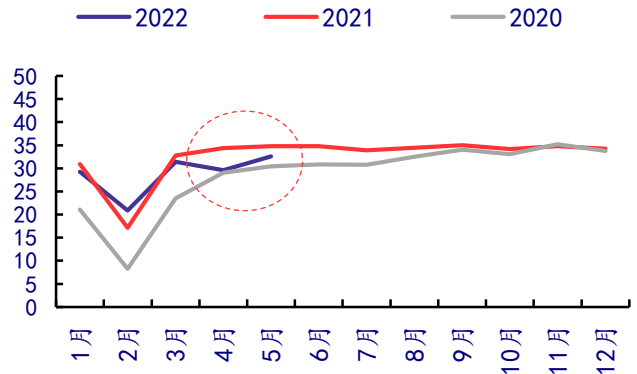
3) 6 月餐饮改善，22H2 趋势延续。2022 年 6 月社零总额同比+3%，其中餐饮收入同比-4%，显著好于 6 月的-21.1%，根据 Wind 一致预期，2022H2 仍将延续稳步复苏态势。

图 51：全国新冠病毒例新增人数迎来拐点



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 52：全国公路货运量（亿吨）



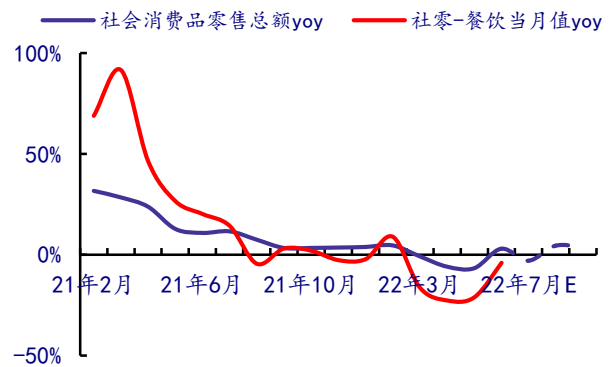
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 4：各地出台刺激消费的政策

地区	发布时间	政策概要
四川省	2022.1	四川省各地发放共计 1170 余万元文旅消费券，推出 300 余个景区门票减免，百余家酒店优惠，部分航线机票优惠等一系列文旅惠民举措。
深圳市	2022.3	在大型电商平台打造深圳优惠专区，品牌涵盖消费电子、服装服饰、黄金珠宝等，同时，推出美食和文体旅游消费券，共计安排 5 亿资金。
广东省	2022.4	广东省政府印发文件鼓励各地发放消费券、惠民券等，用于零售、餐饮、文旅、住宿、体育领域消费，活跃消费市场。
成都市	2022.5	通过线上支付平台分两阶段发放成都“520”消费券，共计 6 亿元，涵盖了全市重点零售、餐饮企业以及个体工商户。
杭州市	2022.6	618 前夕，杭州发放今年首期数字消费券，总额 1 亿元，面向在杭所有人员，适用于在杭实体商家，鼓励零售、帮助实体经济平稳恢复。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 53：社零总额增速有望持续改善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) B端：圣农单品持续放量，肯德基饮品或现拐点

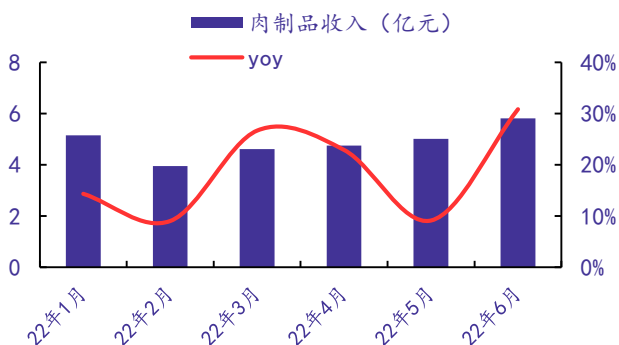
22H1 问题：肯德基、喜茶等下游大客户业务调整。B 端压力主要集中在饮品甜点业务，2022Q1 饮品甜点配料收入同比-51%，一方面系肯德基内部产品策略调整，对饮品甜点菜单更换幅度较大，另一方面现制饮品行业在后疫情时代面临较大压力，喜茶、奈雪通过调整产品价格、优化门店结构的方式加以化解。

22H2 展望：↑

1) 圣农预制菜大单品持续放量。2021 年圣农推出多款半加工肉制品，包括“空气炸锅系列”、在终端需求旺盛与渠道扩张的共同推动下实现快速放量，成功打造出“脆皮炸鸡”与“嘟嘟翅”两款爆品。考虑到疫情催化终端动销与线下渠道扩张进度，我们认为 2022 年圣农肉制品仍将延续高增趋势。

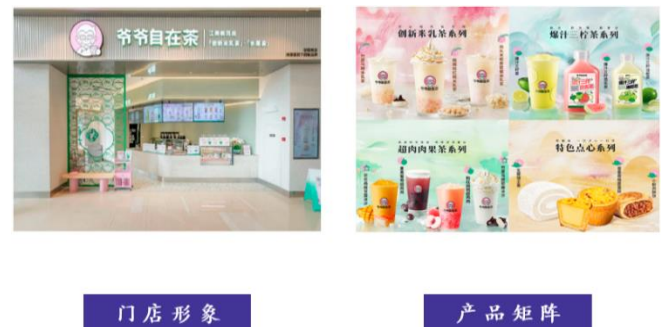
2) 肯德基饮品业务调整或现拐点。2022 年 6 月肯德基推出独立茶饮品牌“爷爷自在茶”，采取加盟商业模式，通过江南茶饮文化进行差异化竞争，产品包括米乳茶、爆柠茶、果茶，小杯价格约 13~19 元，大杯价格约 16~23 元。我们认为随着肯德基饮品战略逐渐清晰，或对宝立饮品配料业务贡献稳定收入。

图 54：22Q2 圣农深加工肉制品持续放量



资料来源：圣农发展公告，中国银河证券研究院

图 55：肯德基推出独立的茶饮品牌“爷爷自在茶”



资料来源：爷爷自在茶官网，中国银河证券研究院

(四) C端：线上平台红利仍存，费用投放意在长远

1) 疫情改变消费习惯，C 端渗透率持续提升。虽然疫情对餐饮端需求冲击较大，但居家消费导致 C 端需求较为旺盛，尤其是预制菜等品类渗透率加速提升。受益于此，公司轻烹食品业务表现良好，22Q1 收入同比+133.5%，当然“厨房阿芬”并表亦是重要因素，我们认为疫情对消费者习惯的影响长期而潜移默化，因此 22H2 需求端的旺盛趋势有望延续。

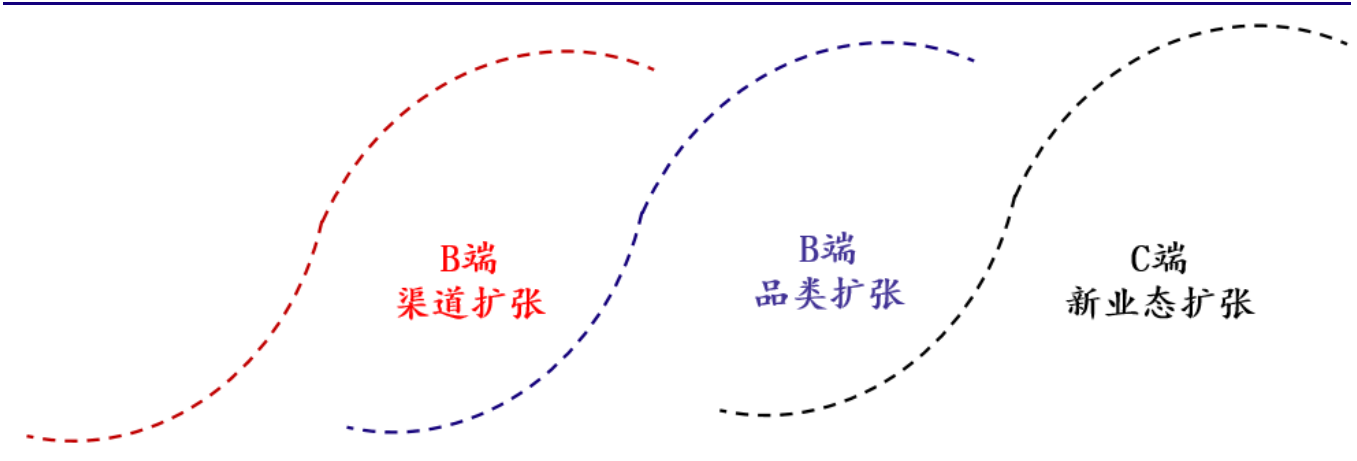
2) 传统电商仍有渗透空间，抖音平台红利持续释放。从传统电商来看，以官方旗舰店粉丝数量为参考指标，空刻低于李子柒、拉面说、自嗨锅等借助线上平台起量的新消费品牌，仍然具备增长空间。从兴趣电商来看，我们认为抖音仍处于流量红利释放期，一方面抖音电商货币化率相对较低，另一方面抖音目前入驻品牌较少，竞争格局相对宽松，且官方对新品牌扶持力度较大，整体处于向上发展态势。

短期来看，虽然线上平台费用投入力度较大，但参考其他品牌发展经验，投入的引流费用可以看作营销费用，对品牌长期发展仍有较大正面作用。

五、长期展望：三大成长曲线共振，步入景气加速期

以 3~5 年维度来看，我们认为公司正处于商业模式跃变的关键时刻，即将步入景气加速期，主要依托三条成长曲线共振：B 端品类扩张、B 端客户与渠道扩张、C 端新业态扩张，并且三条曲线相互交融，一方面渠道扩张促进品类裂变，另一方面品类裂变又反向推动渠道扩张。

图 60：公司长期三大成长曲线



资料来源：中国银河证券研究院

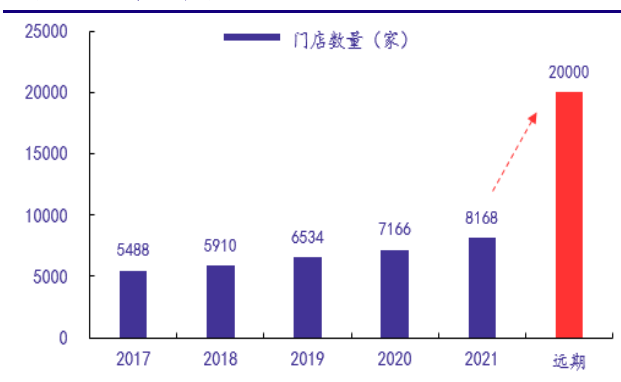
（一）渠道：大 B 客户持续渗透，小 B 渠道加速扩张

1. 大 B 客户：如何寻找下一个“百胜中国”？

我们认为大客户的成长性直接决定了公司过去二十年业绩增速的斜率，并且这一相关性在未来长时段内仍将延续。但与此前不同，客户周期的差异或导致客户结构发生变化，单店模型成熟+品牌势能向上的客户将贡献更多增长红利。

1) 核心大客户—百胜中国：门店扩张+品类裂变，未来仍处于稳定增长期。2021 年百胜中国为公司 B 端业务贡献了近 30% 的收入，虽然其体量近 600 亿元、门店 1 万余家。一方面，公司仍可通过下沉扩张推动门店增长，根据公司发布的战略规划，未来门店数量将达到 2 万家，较 2021 年仍有倍增空间。另一方面，不断拓展新产品，进一步带动原料的需求。

图 61. 百胜中国未来开店空间预测



资料来源：百胜中国公告，中国银河证券研究院

图 62. 肯德基品类裂变带来上游需求的增长



资料来源：肯德基官网，中国银河证券研究院

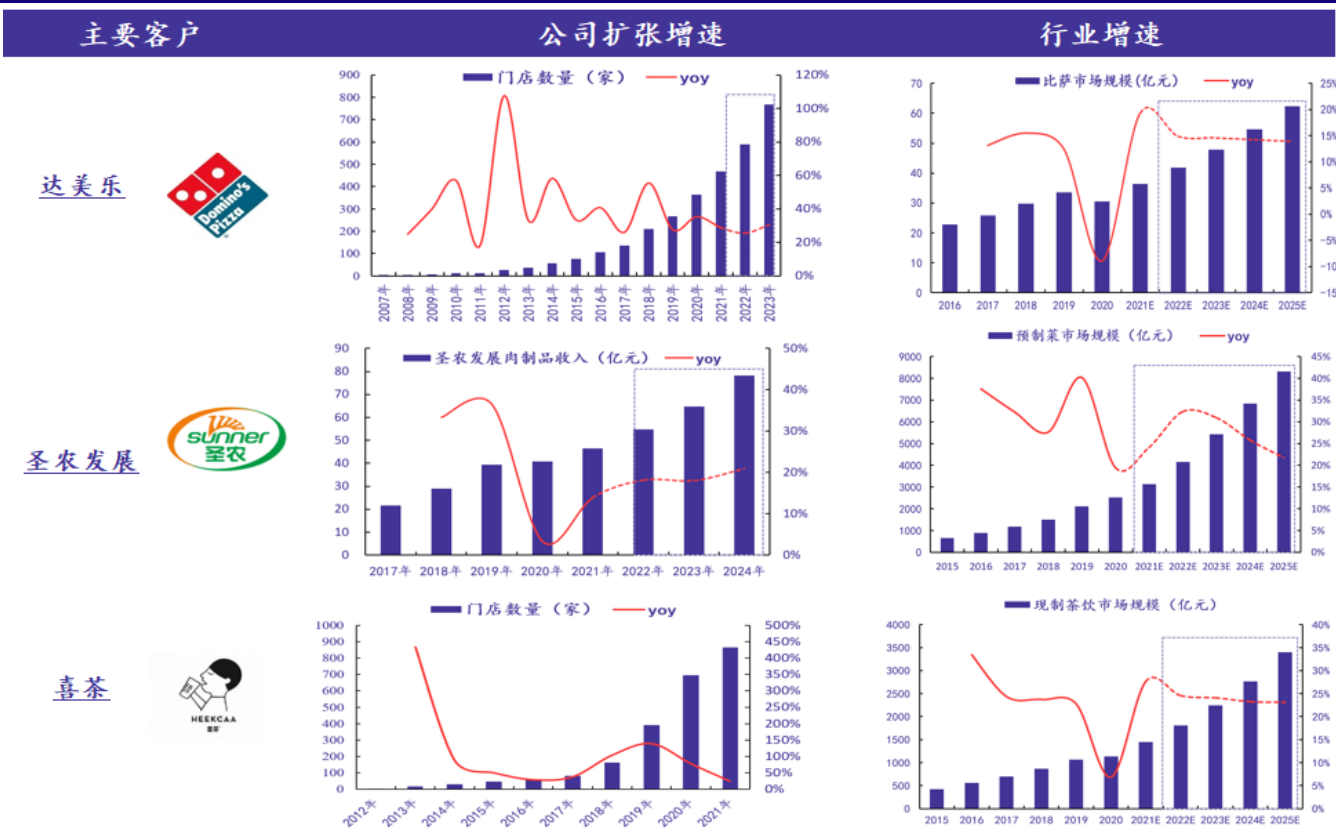
2) 寻找下一个“百胜中国”，从赛道、周期、单店模型等角度挖掘三大潜力客户：

连锁餐饮——达美乐：品牌势能向上，有望加速开店。赛道：披萨、意面均具备标准化+主食的双重属性，容易诞生大单品，美国、日本等海外市场均有成功案例。周期：达美乐 1997 年便进入国内市场，经过近二十年的探索与积累之后，2018 年开始发力扩张，预计未来 3 年仍处于品牌势能向上+快速开店阶段，23 年目标门店数量 768 家，复合增速约 28%；单店模型：得益于外卖渗透率提升+产品高性价比，公司京沪与新兴市场单店收入均连续 3 年提升，随着公司进一步巩固配送体系+菜单升级，预计这一趋势在未来得以延续。

食品加工——圣农：迎预制菜风口，大单品持续放量。赛道：预制菜符合餐饮工业化大趋势，远期可看万亿市场空间，且鸡肉制品全国口味差异较小，亦容易诞生大单品。周期：圣农凭借与肯德基合作的经验将产品打磨成熟，2020 年之后疫情催化 C 端需求，食品业务正处于成长曲线“陡峭”阶段，且目前仅在 KA、新零售等渠道铺货，未来大单品有望持续放量。

连锁茶饮——喜茶：产品导入完成，关注需求恢复节奏。赛道：连锁化现制茶饮行业，投资门槛低+客单价低+消费频次高+产品标准化，容易诞生全国性品牌。周期：2020 年疫情以来逆势开店，但 2021 年以来疫情反复带来的不确定性导致业绩承压，2022 年公司步入调整阶段，通过调整价格与优化门店等方式应对压力，我们认为茶饮需求长期存在，随着疫情好转与调整结束后将迎来恢复性增长。

图 63：从赛道、周期、单店模型等角度寻找下一个“百胜中国”



资料来源：达势股份公告，餐宝典，中国银河证券研究院

2. 小B渠道：期待标准化大单品，关注渠道搭建进度

大B端因进入壁垒高、开发周期长而存在短期难起量的问题，并且天花板亦相对有限，相较之下小B端属于广阔且空白的市场，渠道可在短时间内发挥杠杆效应，因此我们认为公司从大B端向小B端降维扩张为成长的必然之路。

1) 原有优势：研发能力突出，大客户“灯塔效应”。公司前期与肯德基、必胜客、达美乐等国际知名品牌合作，一方面积累了丰富的研发经验，开发出多款明星产品，对终端餐饮需求变化洞察精准；另一方面知名品牌合作经验可作为背书，减少新客户开拓难度以及增强粘性。

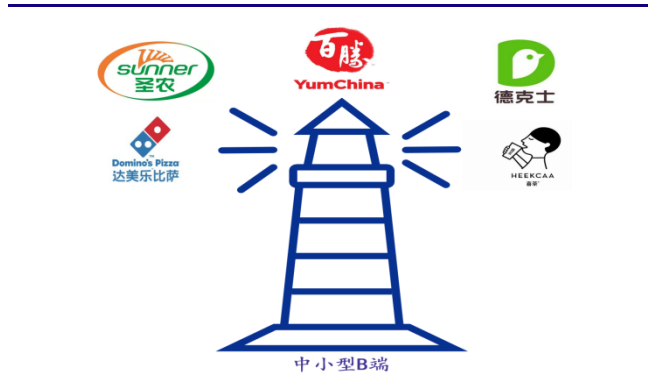
图 64：公司研发实力与为客户开发的明星产品

奖项	获奖时间	颁发单位
金厨师奖	2018	百胜中国
“全”诚合作大奖	2020	麦当劳
造桥人奖	2021	百胜中国
中国国际烹饪艺术比赛金奖	2021	世界厨师联合会
上海国际厨艺锦标赛金奖		

	
--	--

资料来源：公司公告，肯德基官网，中国银河证券研究院

图 65：百胜中国、达美乐的“灯塔效应”



资料来源：中国银河证券研究院

2) 进步路径一：寻找突破型大单品。大B端的定制化产品难以直接平移到小B端，因此通用性的大单品更符合小B端的发展思路，目前公司主要标品包括奥尔良腌料、香辣炸鸡粉、原味鸡腌粉等，虽然相比味好美等竞品具备价格优势，但收入规模仍较小。我们认为一方面公司可继续打磨原有标品，另一方面考虑到发展趋势，披萨等预制菜半成品有望在小B端放量。

3) 进步路径二：搭建高效渠道体系。公司2021年小B客户数量1440家（取收入小于100万的客户数量），过去3年复合增速约9%，但2021年增速提升至22%。虽然贸易商数量不低，但平均贡献收入较少，我们认为公司未来主要工作在于优化贸易商群体，具体可以通过引进外部人才、搭建区域制度、梳理渠道价格体系等维度进行渠道实力的跃升。

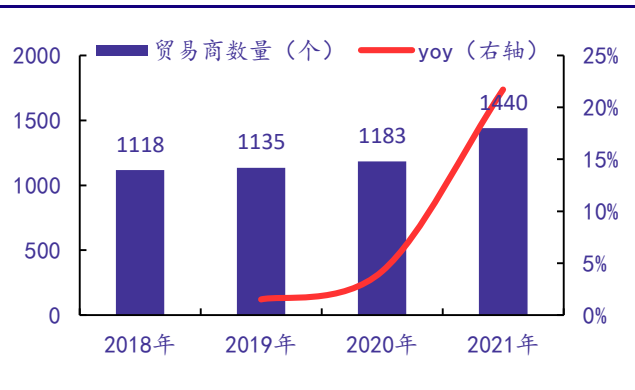
图 66：小B端的西式复调标品比较

品牌	奥尔良腌料		香辣炸鸡粉		原味鸡腌粉	
	规格 (g)	单价 (元/百克)	规格 (g)	单价 (元/百克)	规格 (g)	单价 (元/百克)
基快富	970	4.0	1000	3.2	1000	3.48
味好美	2000	2.8	2000	3.0	2000	2.6
双盈	1000	2.4	1000	2.4	1000	2.3
宝立	1000	1.9	1000	1.9	1000	1.9

品牌	番茄酱		甜辣酱		沙拉酱	
	规格 (g)	单价 (元/百克)	规格 (g)	单价 (元/百克)	规格 (g)	单价 (元/百克)
味好美	6000	1.6	1500	3.1	1000	2.1
亨氏	5400	1.4	320	3.8	1000	1.8
双盈	2000	1.3	1000	2.3	700	2.0
宝立	5400	1.3	500	2.4	500	1.8

资料来源：1688 批发网，中国银河证券研究院

图 67：小B端贸易商群体逐渐培育



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 品类：新业务不断叠加，协同效应逐渐凸显

我们认为一方面渠道扩张可助力新品类的拓展,但另一方面品类多元化亦可增强渠道粘性,从单品竞争跃升为产品矩阵竞争,提升在 B 端客户中的渗透率,最终产品端与渠道端发展形成闭环,两者相辅相成成为公司带来持续增长。

1. 轻烹食品：瞄准意面、披萨大单品，多维度形成协同效应

1) 扩张方向：瞄准意面、披萨与拌粉，长保质期且重调味的大单品。我们认为公司优势在于对终端口味的把握，能够输出调味技术，而意面、披萨、拌粉等产品保质期较长，消费者更加关注口味，对食材的新鲜度要求较低，因此公司可以发挥口味研发的长板、避开冷链运输的短板。

2) 协同效应：研发技术嫁接，客户群体共享，消费场景重叠。从技术角度来看，复调与部分轻烹食品具备较高的相似度，前者的调味酱基本可直接使用在后者的产品形态上。从客户群体来看，定制餐调客户与轻烹食品用户基本重叠，轻烹食品在保证味道不缺失的前提下，可进一步降低餐饮企业经营成本，并且餐饮企业亦可借助门店规模优势销售轻烹食品。

2. 饮品甜点配料：如何看待协同与差异

相较于轻烹食品，饮品甜点配料与复调业务的协同效应较低，主要系原料、生产技术、下游应用产品、客户群体均存在一定差异性，未来业务的突破还需要进一步摸索。

图 68：复调与料理包、长保质期的半成品存在较强的协同效应



资料来源：公司公告，天猫，中国银河证券研究院

(三) C端：轻烹意面——新消费品牌如何持续成长？

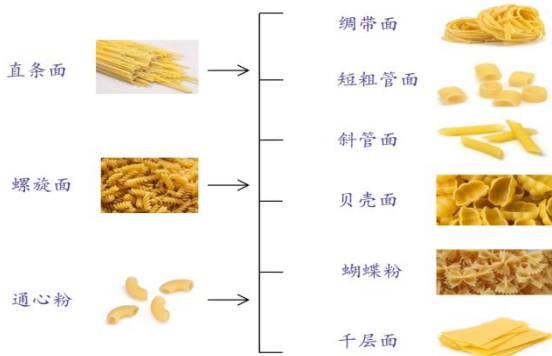
空刻意面 2021 年出厂口径销售额约 5 亿元，已成为全网最大意面单品，从企业策略来看主要得益于差异化打法，通过优秀产品+线上流量红利+意面市场空白，推动短期收入迅速放量。长期来看，公司已初步具备先发优势、建立空刻=品类的认知，但进一步提升市场地位仍需在线下渠道建设与品牌塑造方面取得突破。

1. 路径一：扩大品牌先发优势，持续进行产品裂变

1) 扩大先发优势：公司凭借稳定的口味+时尚简约的设计+前瞻的消费洞察，在线上渠道重塑速食意面品类，初步建立“空刻=意面”的认知，因此具备一定先发优势，未来可通过持续加大费用投放，率先建立起规模壁垒（20 亿以上）以狙击后进入者。

2) 持续推进裂变：一方面进行口味创新，意面作为主食具备较好的口味延展性，目前公司产品主要以番茄肉酱口味为主，未来有望通过口味创新不断完善产品矩阵，延续大单品的成长持续性；另一方面，意面具备多种形态，蝴蝶面、粗管面等等为产品创新提供了丰富的基底。

图 69：空刻意面的产品裂变（产品形态）



资料来源：中国银河证券研究院

表 5：空刻意面的产品裂变（口味）

现有口味	其他口味
番茄肉酱意面	青酱鸡肉意面
黑椒牛柳意面	番茄蛤蜊意面
奶油培根意面	蔬菜奶油意面
咖喱鸡肉意面	什锦菇奶油意面
红酒香肠意面	香肠奶油意面
猪肉红烩意面	海鲜意面

资料来源：中国银河证券研究院

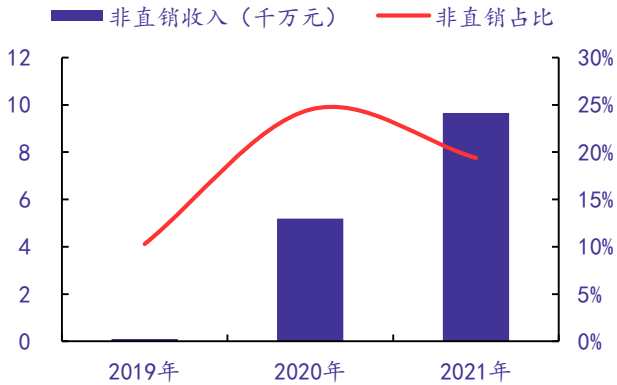
2. 路径二：从线上平台到线下渠道，KA 与新零售为突破口

1) 线上到线下为必经之路：线上平台可作为新消费品牌差异化打法的切入口，在前期能够借平台流量红利快速起量，但意面的消费场景决定了其最大的渠道仍应是线下，因此空刻向线下扩张才能保证大单品的持续成长。

2) KA 与新零售为突破口：根据公开报道，空刻目前主要面向一二线城市的线下偏高端渠道，例如盒马、city'super、山姆会员店等，一方面契合空刻品牌相对高端的定位，另一方面空刻可分享上述渠道放量红利。

3) 优势与进步路径：空刻进入线下渠道的优势在于线上积攒了较强的品牌影响力，但也有较大进步空间，包括线下渠道运作经验的提升、组织架构与人才团队均需搭建。根据 2021 年公开报道，空刻将用 2~3 年的时间将线下渠道的打法建设起来。我们认为可参考颐海国际的成功路径，即独立团队+单独经销商。

图 70：厨房阿芬非直销渠道规模与占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 71：KA 与新零售为更合适的线下渠道突破口



资料来源：盒马，久光，中国银河证券研究院

3.路径三：从中高端到大众品牌，拉长品牌生命周期

虽然空刻意面的价格（20 元）已低于餐饮门店的意面客单价（30 元），但对于广大低线城市来说仍有较大的下沉价格带，我们认为公司可参考东鹏特饮打法，推出定位 10-15 元的大众品牌以延长品牌生命周期。

图 72：轻烹意面通过产品价格带的延展来拉长品牌生命周期



资料来源：天猫，中国银河证券研究院

六、盈利预测与投资建议

预计 2022~2024 年收入分别为 20.41/25.56/31.59 亿元，同比+29.3%/25.3%/23.6%；归母净利润分别为 2.05/2.79/3.58 亿元，同比+10.7%/35.8%/28.5%，EPS 分别为 0.51/0.70/0.90 元，对应 PE 分别为 60/44/34X。我们长期看好公司 B 端与 C 端共振驱动业绩持续增长，但考虑到目前估值水平，给予“谨慎推荐”评级。

（一）盈利预测：未来 3 年利润增速中枢约 25%

收入预测：我们预计 2022-2024 年公司分别实现收入 20.41/25.56/31.59 亿元，同比+29.3%/25.3%/23.6%。

1) 西式复调：随着疫情好转，22 年实现稳定增长，23~24 年大客户拓展与小 B 端扩张推动收入提速增长；

2) 轻烹食品：22 年空刻放量推动收入高速增长，23~24 年抖音等线上平台红利仍存，叠加品类裂变与线下渠道扩张，预计仍将延续高增态势；

3) 饮品甜点配料：22 年业务短期调整承压，随着疫情好转以及肯德基等大客户饮品战略调整完毕，23~24 年有望迎来改善。

表 6: 宝立食品收入预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
西式复调	655.37	842.69	943.81	1143.90	1363.30
yoy	13%	29%	12%	21%	19%
轻烹食品	134.55	570.92	959.15	1234.42	1588.70
yoy	215%	324%	68%	29%	29%
饮品甜点配料	110.60	155.33	108.73	141.35	162.55
yoy	-5%	40%	-30%	30%	15%
营业收入	904.80	1577.71	2040.71	2555.95	3158.63
yoy	22%	74%	29%	25%	24%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

成本预测：2022 年初以来面粉、猪肉价格持续上涨，预计全年成本有所承压，但随着原料价格高位回落，23~24 年成本压力逐步缓解；同时随着产品结构优化，预计整体毛利率同比提升。综合来看，预计 2022-2024 年公司整体毛利率分别为 34.0%/35.6%/36.1%。

表 7: 宝立食品毛利率预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
西式复调	31.8%	28.3%	23.2%	25.5%	26.3%
轻烹食品	29.1%	47.1%	46.1%	46.1%	45.6%
饮品甜点配料	37.4%	28.2%	23.9%	25.5%	25.5%
整体	28.8%	31.2%	34.0%	35.6%	36.1%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

费用预测：考虑到 C 端业务占比持续提升，空刻产品在前期需要投入较多费用以形成规模效应与品牌优势，预计 2022-2024 年公司销售费用率分别为 15.2%/15.7%/15.7%。

表 8: 宝立食品销售费用率预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售推广费	0.2%	7.1%	9.2%	9.5%	9.5%
仓储费	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
职工薪酬	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%
业务招待费	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
折旧与摊销	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
差旅费	0.1%	0.1%	3.4%	3.4%	3.4%
交通费	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%
办公费	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用率	2.2%	9.2%	15.2%	15.7%	15.7%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

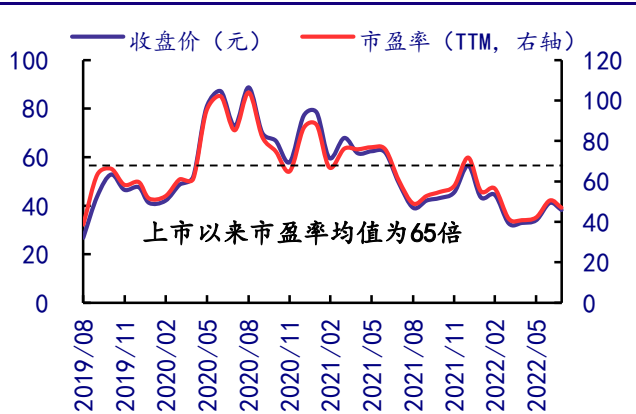
(二) 分部估值：B 端参考餐饮供应链，C 端对标新消费舶来品

1. B 端业务：参考餐饮供应链公司——日辰股份、千味央厨

日辰股份主要为餐饮客户与食品加工客户提供定制餐调，**千味央厨**为肯德基等连锁餐饮客户提供速冻面点，与公司 B 端业务具有较大的可比性。横向来看，以 2022 年 7 月 25 日收盘价计算，日辰股份与千味央厨 PE(TTM)为 47 倍；纵向来看，日辰股份上市以来的 PE(TTM)均值为 65 倍，千味央厨 PE(TTM)均值为 52 倍。

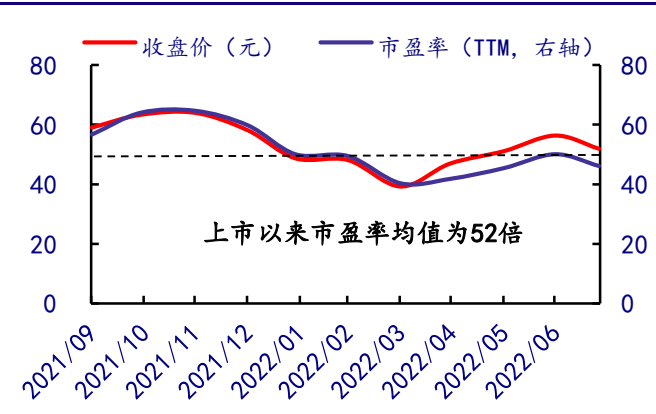
参考可比公司估值水平，随着本轮疫情逐步好转后餐饮需求稳步复苏，我们认为宝立 B 端业务可以给予 60 倍 PE(TTM)。

图 73: 日辰股份估值变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 74: 千味央厨估值变化



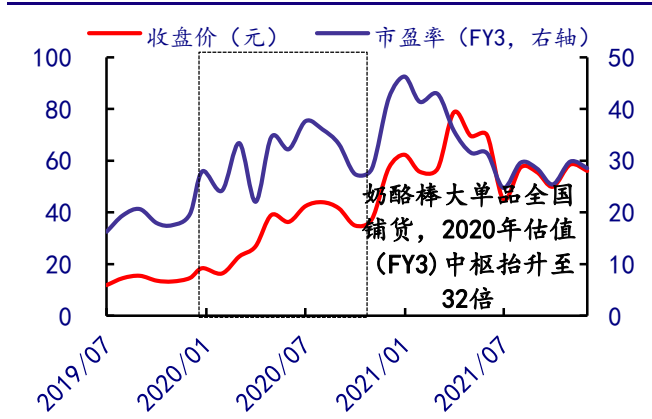
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2.C 端业务：参考新消费舶来品——妙可蓝多、百润股份

第一阶段，收入端放量但利润端承压，可参考 2019~2020 年的妙可蓝多。2021 年空刻意面处于快速放量阶段（收入端 5 亿元，但利润端仅 2000 万），类似于 2020 年的妙可蓝多奶酪棒（单品打磨成功+全国铺货，收入放量但利润承压），推动 PE(FY3)中枢抬升至 32 倍。

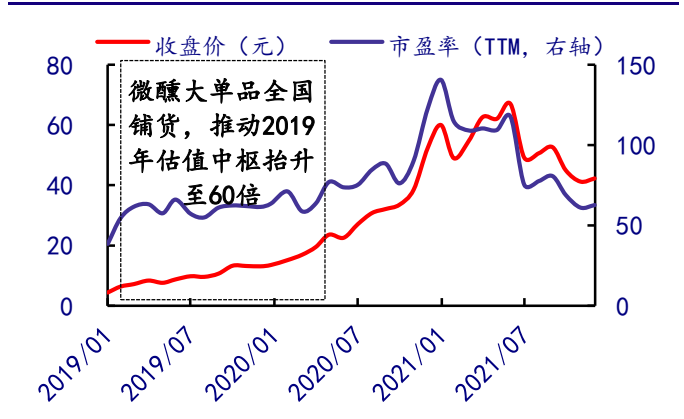
第二阶段，形成规模效应后利润弹性释放，可参考 2019~2020 年的百润股份。未来 3~5 年，若空刻不断巩固先发优势，形成规模效应的壁垒，则利润端的弹性有望释放，类似于 2019 年的百润股份微醺大单品全国铺货，推动 2019 年 PE(TTM)中枢抬升至 60 倍。

图 75：妙可蓝多估值变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 76：百润股份估值变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

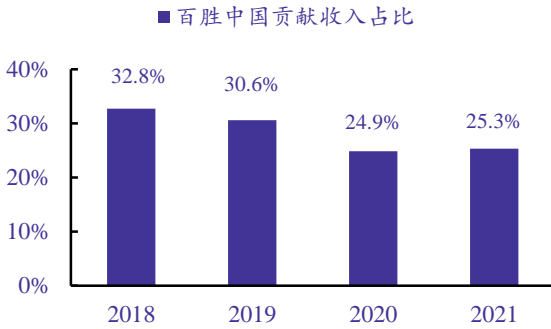
七、风险提示

- (一) 疫情反复导致餐饮需求承压
- (二) 新客户表现不及预期
- (三) 轻烹意面行业竞争超预期
- (四) 食品安全问题

八、附录

(一) 百胜中国

图 77: 百胜中国为宝立食品贡献的收入占比



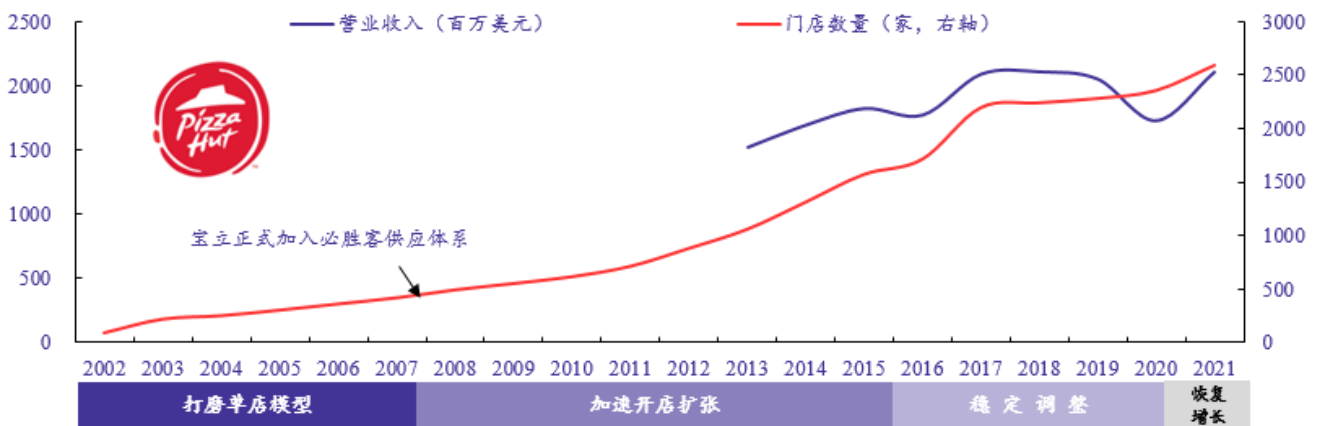
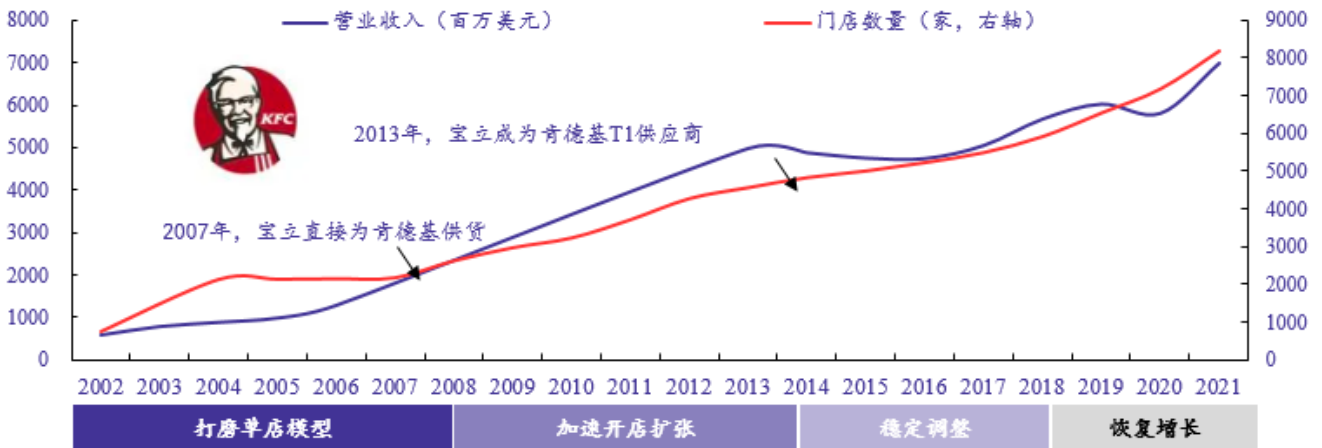
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 78: 百胜中国为宝立食品贡献的收入与增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

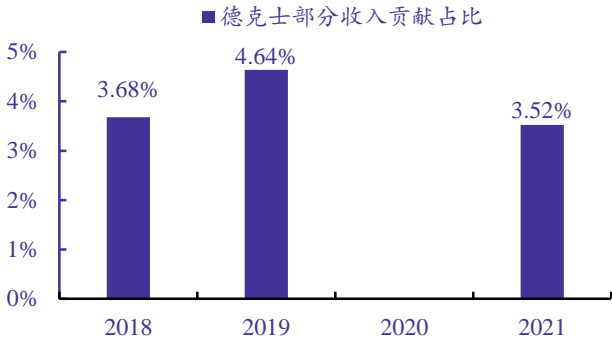
图 79: 肯德基、必胜客的生命周期



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

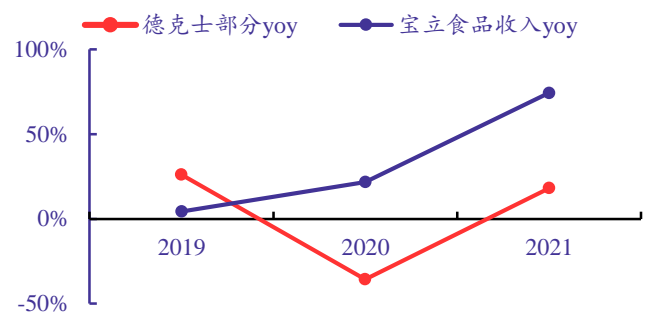
(二) 德克士

图 80：德克士为宝立食品贡献的收入占比



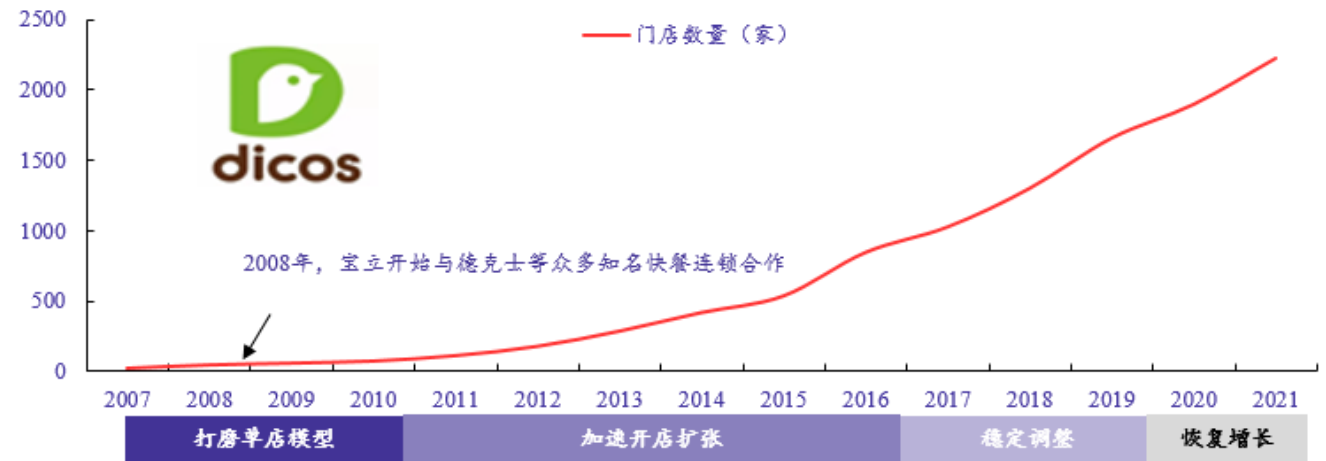
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 81：德克士为宝立食品贡献的收入与增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

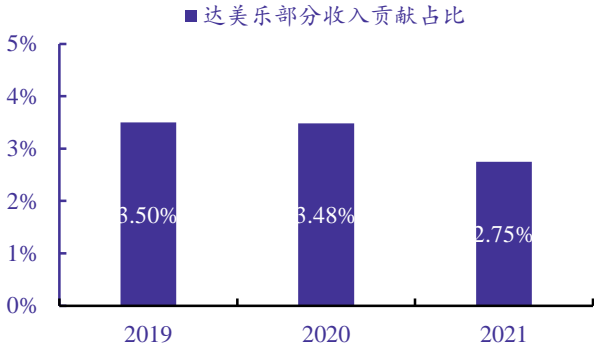
图 82：德克士的生命周期



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

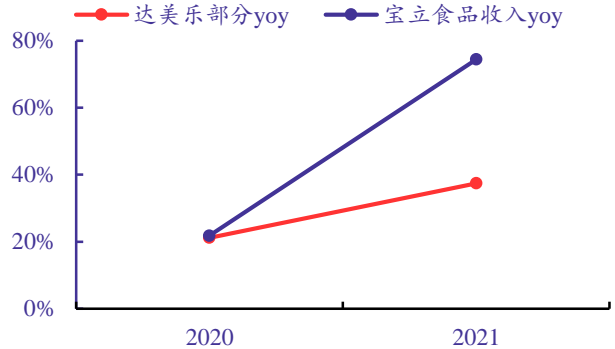
(三) 达美乐

图 83: 达美乐为宝立食品贡献的收入占比



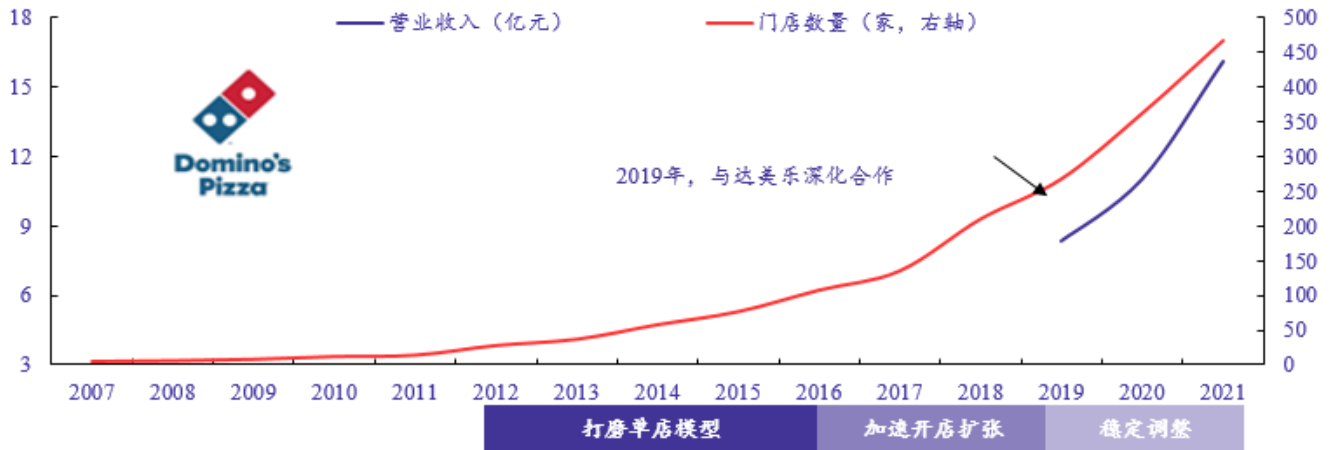
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 84: 达美乐为宝立食品贡献的收入与增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

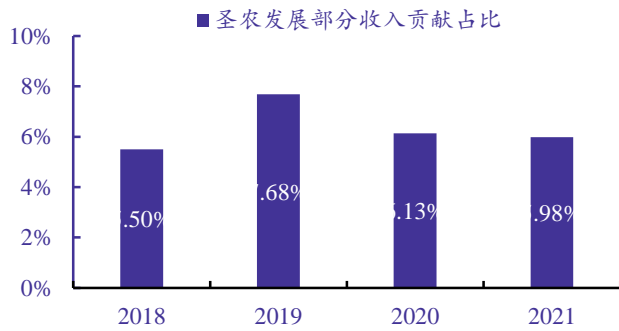
图 85: 达美乐的生命周期



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

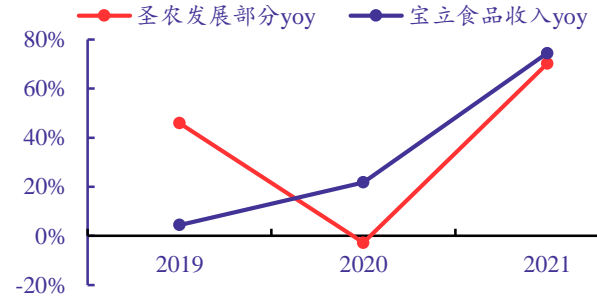
(四) 圣农食品

图 86: 圣农为宝立食品贡献的收入占比



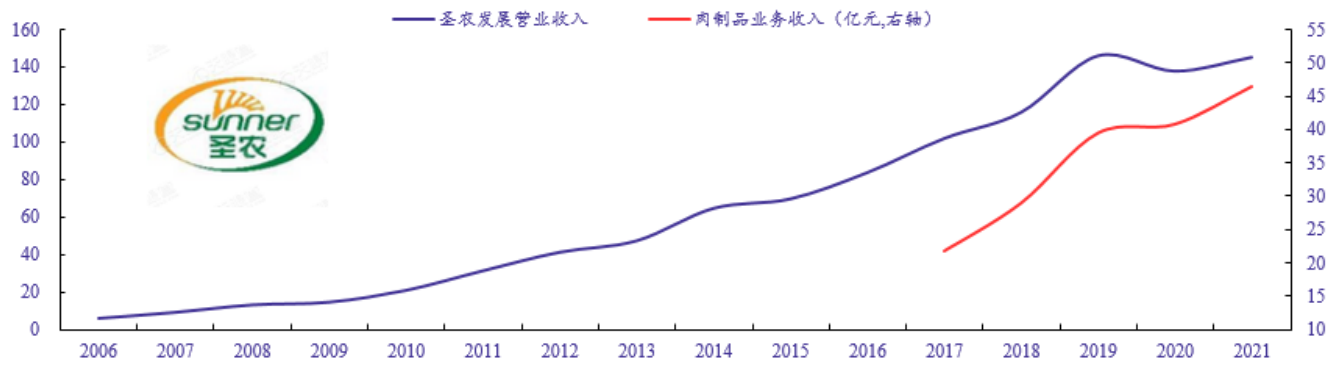
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 87: 圣农为宝立食品贡献的收入与增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 88: 圣农的生命周期



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

公司财务预测表(百万元)

资产负债表					利润表				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	535.86	671.10	968.53	3158.63	营业收入	1577.71	2040.71	2555.95	3158.63
现金	100.04	117.86	288.26	2018.48	营业成本	1084.91	1346.50	1647.27	2018.48
应收账款	210.15	271.83	340.46	20.80	营业税金及附加	10.39	13.44	16.83	20.80
其它应收款	1.79	2.31	2.89	494.95	营业费用	144.48	309.57	400.51	494.95
预付账款	25.51	31.67	38.74	101.08	管理费用	52.27	65.30	81.79	101.08
存货	183.73	228.03	278.96	1.88	财务费用	4.10	3.48	3.91	1.88
其他	14.64	19.40	19.22	0.00	资产减值损失	-5.16	0.00	0.00	0.00
非流动资产	580.12	685.63	811.81	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	5.03	投资净收益	3.16	2.06	4.50	5.03
固定资产	314.43	374.43	454.43	470.45	营业利润	251.67	266.34	363.52	470.45
无形资产	79.37	86.08	101.71	0.00	营业外收入	0.12	0.00	0.00	0.00
其他	186.32	225.11	255.67	0.00	营业外支出	3.30	0.00	0.00	0.00
资产总计	1115.98	1356.73	1780.34	470.45	利润总额	248.49	266.34	363.52	470.45
流动负债	340.65	372.62	511.26	101.67	所得税	53.70	57.56	78.56	101.67
短期借款	87.12	55.61	121.98	368.78	净利润	194.79	208.78	284.97	368.78
应付账款	132.90	164.94	201.78	10.67	少数股东损益	9.38	3.54	6.18	10.67
其他	120.64	152.07	187.50	358.12	归属母公司净利润	185.41	205.25	278.79	358.12
非流动负债	97.73	97.73	97.73	469.44	EBITDA	272.43	277.67	369.41	469.44
长期借款	53.09	53.09	53.09	0.90	EPS (元)	0.46	0.51	0.70	0.90
其他	44.63	44.63	44.63	3158.63					
负债合计	438.38	470.35	608.99	2018.48					
少数股东权益	25.14	28.67	34.85	20.80	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东	652.46	857.71	1136.50	494.95	营业收入	74.37%	29.35%	25.25%	23.58%
负债和股东权益	1115.98	1356.73	1780.34	101.08	营业利润	46.72%	5.83%	36.49%	29.41%
					归属母公司净利润	38.24%	10.70%	35.83%	28.46%
					毛利率	31.24%	34.02%	35.55%	36.10%
					净利率	11.75%	10.06%	10.91%	11.34%
					ROE	28.42%	23.93%	24.53%	23.96%
					ROIC	23.13%	19.73%	19.86%	20.57%
					资产负债率	39.28%	34.67%	34.21%	29.90%
					净负债比率	64.70%	53.06%	51.99%	42.65%
					流动比率	1.57	1.80	1.89	2.28
					速动比率	0.96	1.10	1.27	1.59
					总资产周转率	1.41	1.50	1.44	1.44
					应收帐款周转率	7.51	7.51	7.51	7.51
					应付帐款周转率	11.87	12.37	12.67	12.77
					每股收益	0.46	0.51	0.70	0.90
					每股经营现金	0.45	0.45	0.64	0.82
					每股净资产	1.63	2.14	2.84	3.74
					P/E	0.00	59.91	44.11	34.34
					P/B	0.00	14.34	10.82	8.23
					EV/EBITDA	0.20	39.88	29.69	22.95

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 宝立食品主要业务结构	4
图 2: 宝立食品主营业务区域结构	5
图 3: 宝立食品主营业务渠道结构	5
图 4: B 端业务渠道结构 (剔除厨房阿芬)	5
图 5: C 端业务渠道结构 (厨房阿芬)	5
图 7: 百胜中国餐饮供应链概览	7
图 8: 降本增效解决盈利难题 (以预制菜为例)	7
图 9: 标准化口味解决扩张难题	7
图 10: 复合调味品品类结构 (2020E)	8
图 11: 西式复合调料规模与增速	8
图 13: 西餐的大众化催化 C 端需求	10
图 14: 意面有望复制火锅底料在 C 端成功的案例	10
图 15: 轻烹意面解决 C 端便捷化痛点	10
图 16: 轻烹意面与预调酒、奶酪棒具备相似性	10
图 17: 日韩意面曾经诞生过大单品	10
图 18: 舶来品中的新消费品牌享有高附加值	10
图 19: 轻烹意面规模与远期空间	11
图 20: 自热火锅成长过程与生命周期	11
图 21: 国内主要轻烹意面企业梳理	12
图 22: 公司历史收入波动大致可分为三个阶段	13
图 23: 公司 B 端业务收入波动	14
图 24: 影响公司 B 端业绩波动的三个周期	14
图 25: 公司长期业绩波动与餐饮收入/西式餐饮收入吻合	14
图 26: 西餐客单价近年来呈现下降趋势	15
图 27: 西餐渗透率逐步提升	15
图 28: 公司 B 端业务主要客户结构 (2021 年)	15
图 29: 餐饮品牌存在生命周期	16
图 30: 新客户开发合作存在周期	16
图 31: 公司长期业绩波动与下游客户周期与开发周期基本一致	16
图 32: 公司 B 端主要主要产品结构 (2021 年)	17
图 33: 单个产品周期的延长推动复调业务实现长期稳定的增长	18
图 34: 公司轻烹食品在 B 端的主要产品与应用场景	18
图 35: B 端轻烹食品已经步入产品初步放量阶段	18
图 36: 公司甜点饮品配料产品与应用场景	19
图 37: 公司甜点饮品配料大 B 与小 B 收入与增速	19
图 38: 肯德基“爷爷自在茶”部分新品	19
图 39: C 端业务收入与利润波动 (厨房阿芬)	20
图 40: C 端业务处于生命周期的加速放量期	20
图 41: 空刻营销瞄准妈妈群体	20

图 42: 空刻的主要消费群体为高线城市女性	20
图 43: 空刻在主要轻烹意面品牌中定位适中	21
图 44: 空刻意面产品结构 (2021 年收入占比)	21
图 45: 空刻产品设计团队背景实力强大	21
图 46: 空刻意面借助线上平台实现快速增长	22
图 47: 厨房阿芬组织结构相对独立	22
图 48: 公司收入变化情况 (2019Q1-2022Q2)	23
图 49: 公司利润变化情况 (2019 年度-2022Q2)	23
图 50: 2019 年~2022Q1 分业务收入与增速	23
图 51: 全国新冠病例新增人数迎来拐点	24
图 52: 全国公路货运量 (亿吨)	24
图 53: 社零总额增速有望持续改善	24
图 54: 22Q2 圣农深加工肉制品持续放量	25
图 55: 肯德基推出独立的茶饮品牌“爷爷自在茶”	25
图 56: 传统电商平台各个新消费品牌粉丝数量对比	26
图 57: 空刻意面抖音电商平台 22Q2 仍保持高增长	26
图 58: 公司成本结构较为分散 (2021 年)	26
图 59: 公司主要原材料价格走势	26
图 60: 公司长期三大成长曲线	27
图 61: 百胜中国未来开店空间预测	27
图 62: 肯德基品类裂变带来上游需求的增长	27
图 63: 从赛道、周期、单店模型等角度寻找下一个“百胜中国”	28
图 64: 公司研发实力与为客户开发的明星产品	29
图 65: 百胜中国、达美乐的“灯塔效应”	29
图 66: 小 B 端的西式复调标品比较	29
图 67: 小 B 端贸易商群体逐渐培育	29
图 68: 复调与料理包、长保质期的半成品存在较强的协同效应	30
图 69: 空刻意面的产品裂变 (产品形态)	31
图 70: 厨房阿芬非直销渠道规模与占比	32
图 71: KA 与新零售为更合适的线下渠道突破口	32
图 72: 轻烹意面通过产品价格带的延展来拉长品牌生命周期	32
图 73: 日辰股份估值变化	34
图 74: 千味央厨估值变化	34
图 75: 妙可蓝多估值变化	35
图 76: 百润股份估值变化	35
图 77: 百胜中国为宝立食品贡献的收入占比	36
图 78: 百胜中国为宝立食品贡献的收入与增速	36
图 79: 肯德基、必胜客的生命周期	36
图 80: 德克士为宝立食品贡献的收入占比	37
图 81: 德克士为宝立食品贡献的收入与增速	37
图 82: 德克士的生命周期	37
图 83: 达美乐为宝立食品贡献的收入占比	38

图 84: 达美乐为宝立食品贡献的收入与增速38
图 85: 达美乐的生命周期38
图 86: 圣农为宝立食品贡献的收入占比39
图 87: 圣农为宝立食品贡献的收入与增速39
图 88: 圣农的生命周期39

图表目录

表 1: 宝立食品高管持股情况 (2022 年 6 月)6
表 2: 西式复调行业空间预测8
表 3: 厨房阿芬高管22
表 4: 各地出台刺激消费的政策24
表 5: 空刻意面的产品裂变 (口味)31
表 6: 宝立食品收入预测 (百万元)32
表 7: 宝立食品毛利率预测32
表 8: 宝立食品销售费用率预测32

分析师简介及承诺

周颖：清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

刘光意：经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入银河证券研究院，覆盖餐饮供应链、调味品、软饮料、乳制品等行业，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_vj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_vj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn