



公司研究 | 深度报告 | 宝立食品 (603170.SH)

# 宝立食品深度研究：物华天宝，温故立新

## 报告要点

宝立食品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。公司作为 B 端复调产品起家的食品企业，多年发展已经形成复调、轻烹、饮品配料三大核心产品体系，核心优势在于综合解决方案服务能力，具体体现在研发、生产和服务等环节。展望未来，B 端业务将依托研发、生产和服务优势，一方面强化在成熟客户体系内的新品渗透，另一方面抓住更多潜力客户的成长机遇；C 端业务将以轻烹解决方案产品为切入点，以空刻意面为主要抓手，逐步丰富品牌、品类，并依托产品力实现长足发展。

## 分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016



范晨昊

SAC: S0490519100003



徐爽

SAC: S0490520030001



陈硕

宝立食品 (603170.SH)

2022-08-07

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

## 宝立食品深度研究：物华天宝，温故立新

### 宝立食品：餐饮解决方案供应商

公司主营业务为食品调味料的研发、生产和技术服务。公司持续以贴近市场的强大研发能力为驱动，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，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。历经二十年创新发展，公司已成长为行业领先的风味及产品解决方案服务商。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，已与国内外各大餐饮连锁企业及食品工业企业建立了长期稳定的合作关系，包括百胜中国、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、圣农食品、泰森中国和正大食品等。

### 食品供应链多点开花，B+C 两端各有千秋

食品工业化趋势下，B 端、C 端均有较大成长空间。(1) B 端：复合调味市场规模约有近 1500 亿，过去 5 年的复合增速达到 14.6%，在 B 端相较于 C 端的渗透率更低；此外，餐饮新赛道方兴未艾，新式茶饮用新鲜水果、奶盖、创意辅料等方式契合了年轻群体个性化、追求新奇和颜值经济的消费特点，茶饮创意小料将受益于新式茶饮市场规模的快速增长。(2) C 端：中国方便食品行业 2022 年市场规模有望超过 5000 亿元，品质升级趋势保持；轻烹产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社交需求而广受欢迎，一人经济、懒人经济的迅速扩张为轻烹食品提供了 C 端驱动力。

### 三大视角对比，看宝立差异化优势

公司核心优势在于综合解决方案服务能力，具体体现在研发、生产和服务等环节。(1) 复调定位视角：公司聚焦 B 端、场景兼顾中西。西式复调增速虽不及中式，但成长势头良好，未来格局优化潜力大。(2) B 端场景视角：公司主打复调轻烹产品。宝立与大客户绑定较深，第一大和前五大客户贡献比例较高；宝立处行业中游水平，和其客户结构有较大关系；宝立经营能力稳中向好，扣非净利率维持可观水平。(3) C 端产品视角：宝立主要抓手为空刻。2021 年实现对空刻的并表后从幕后走到台前，若 C 端业务占比继续提升，公司销售投入或进一步增加。

### 强故立新，公司长期成长性探讨

目前市场对于公司长期发展的关注主要集中在三个方面：(1) 品类局限问题，西式快餐市场容量有限，但公司在西式复调稳健的业务基础上，在其他食品业务上也在积极探索，轻烹解决方案和饮品甜点配料营业收入占比从 2018 年的 28.2% 提高至 2021 年的 46.3%。(2) 渠道单一问题，公司经销商管理能力以及线上销售能力基础均较弱，但基于百胜中国的背书以及公司在西式复合调味料的领先优势 B 端其他客户的拓展较为顺利，此外公司通过自有品牌“宝立客滋”以及收购的厨房阿芬（空刻网络）进行布局 C 端市场。(3) 产能瓶颈问题，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。

### 盈利预测及投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.92/2.60/3.37 亿元，EPS 分别为 0.48/0.65/0.84 元，对应当前股价 PE 分别为 62/46/35 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1、公司客户及新品拓展不及预期；原材料成本大幅波动；
- 2、行业竞争加剧等。

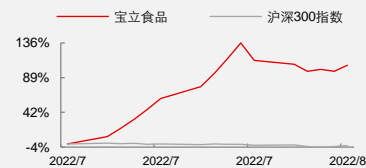
请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 当前股价(元)       | 29.78       |
| 总股本(万股)       | 40,001      |
| 流通A股/B股(万股)   | 4,001/0     |
| 资产负债率         | 34.22%      |
| 每股净资产(元)      | 1.93        |
| 市盈率(当前)       | 81.72       |
| 市净率(当前)       | 16.51       |
| 近12月最高/最低价(元) | 35.84/12.06 |

注：股价为 2022 年 8 月 5 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

#### 相关研究



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 宝立食品：餐饮解决方案供应商 .....         | 8  |
| 西快大 B 起家，品类推陈出新 .....        | 8  |
| 产销两端发力，盈利拾级而上 .....          | 9  |
| 核心团队控股，治理结构清晰 .....          | 11 |
| 食品供应链多点开花，B+C 两端各有千秋 .....   | 13 |
| B 端：复调加速渗透，赛道与时更新 .....      | 13 |
| C 端：新兴方便食品势头正盛 .....         | 18 |
| 三大视角对比，看宝立差异化优势 .....        | 24 |
| 综合服务能力构筑公司核心优势 .....         | 24 |
| 复调定位视角：公司聚焦 B 端、场景兼顾中西 ..... | 28 |
| B 端场景视角：公司主打复调轻烹产品 .....     | 32 |
| C 端产品视角：新兴品牌异军突起 .....       | 36 |
| 温故立新，打造新成长曲线 .....           | 39 |
| 品类扩张：紧跟趋势，新品迭出 .....         | 39 |
| 渠道管控：加快布局，初现峥嵘 .....         | 41 |
| 产能规划：募投助力，步步为营 .....         | 42 |
| 盈利预测及投资建议 .....              | 44 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历史分为三个阶段 .....                | 9  |
| 图 2：公司主要客户 .....                      | 9  |
| 图 3：公司三类产品销量同比增速 .....                | 10 |
| 图 4：公司三类产品销售均价同比变化 .....              | 10 |
| 图 5：公司营业收入及同比增速 .....                 | 10 |
| 图 6：公司归母净利润及同比增速 .....                | 10 |
| 图 7：公司期间费用率变化 .....                   | 11 |
| 图 8：公司毛利率及净利率变化 .....                 | 11 |
| 图 9：公司资产负债率水平较高 .....                 | 11 |
| 图 10：公司偿债能力有所改善 .....                 | 11 |
| 图 11：公司公开发行前股权情况 .....                | 12 |
| 图 12：公司组织架构情况 .....                   | 12 |
| 图 13：快餐和其他的市场规模增长快于行业整体（单位：万亿元） ..... | 13 |
| 图 14：中餐市场中火锅、川菜、粤菜份额较高 .....          | 13 |
| 图 15：食品消费的上瘾性及保鲜周期分析 .....            | 13 |
| 图 16：中国复合调味品市场规模持续增加 .....            | 14 |
| 图 17：中国复合调味品市场结构 .....                | 14 |
| 图 18：调味品应用分类 .....                    | 14 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 19: 餐饮渠道是调味料最重要的渠道 (2021 年)         | 14 |
| 图 20: 餐饮端采购复合调料的需求层次拆分                | 15 |
| 图 21: 部分国际复调渗透率对比                     | 16 |
| 图 22: 2020 年部分国家餐饮连锁化率对比              | 16 |
| 图 23: 中日美年复调人均消费量 (kg/人)              | 16 |
| 图 24: 中日美年人均复调消费额 (美元/人)              | 16 |
| 图 25: 新式茶饮产业链示意图                      | 17 |
| 图 26: 中国现制茶饮行业发展历程                    | 17 |
| 图 27: 现制茶饮店市场中高端产品零售消费额占比持续提升         | 18 |
| 图 28: 高端现制茶饮店零售消费额增速较快                | 18 |
| 图 29: 现制茶饮市场规模增长迅速 (单位: 十亿元)          | 18 |
| 图 30: 现制茶饮市场规模中高端产品占比提升较快             | 18 |
| 图 31: 轻烹食品产业链示意图                      | 19 |
| 图 32: 中国方便食品市场规模持续增长                  | 19 |
| 图 33: 中国方便面市场零售均价呈现提高态势               | 19 |
| 图 34: “一人户”家庭占比升高                     | 20 |
| 图 35: 2021 年中国单人就餐消费习惯以外卖、方便食品为主      | 20 |
| 图 36: 消费者选购食品关注因素                     | 20 |
| 图 37: 消费者选购产品依据                       | 20 |
| 图 38: MAT2020 线上方便食品各品牌类型销售份额及增速      | 21 |
| 图 39: 方便食品可分为传统速食、新型速食和科技产品三大类        | 21 |
| 图 40: 2021 年淘宝+天猫粮油调味/速食/干货/烘焙类目销售额分类 | 22 |
| 图 41: 2021 年双十一天猫方便食品销售规模             | 22 |
| 图 42: MAT2020 方便速食产品 TOP1%品牌销售额占比     | 22 |
| 图 43: MAT2020 方便速食各细分类目市场规模及增速对比      | 23 |
| 图 44: 公司研发人员数量接近百人                    | 25 |
| 图 45: 公司研发技术人员数量占比仅次于生产人员             | 25 |
| 图 46: 公司研发费用率处于行业较高水平                 | 25 |
| 图 47: 公司研发人员平均年薪领先 (单位: 万元)           | 25 |
| 图 48: 公司研发部门分工内容                      | 26 |
| 图 49: 公司产品研发流程                        | 26 |
| 图 50: 公司粉类及酱类产品产能占比相对均衡               | 27 |
| 图 51: 公司在建工程项目变化 (万元)                 | 27 |
| 图 52: 公司近年来产能利用率及产销率情况                | 27 |
| 图 53: 募投项目达产后公司产能将实现大幅提升 (万吨)         | 27 |
| 图 54: 百胜中国贡献收入上升明显                    | 28 |
| 图 55: 百胜中国采购以复合调味料为主                  | 28 |
| 图 56: 行业整体看西餐市场规模增速快于中餐               | 29 |
| 图 57: 快餐领域看西式市场规模增速快于中式               | 29 |
| 图 58: 火锅+中式复调合计市场规模最大                 | 30 |
| 图 59: 中式复调增速快于西式复调                    | 30 |
| 图 60: 复调可比公司近年收入利润成长性对比               | 31 |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 61: 复调可比公司前三大产品 2018-2021 年收入复合增速 | 31 |
| 图 62: 复调可比公司直销收入占比对比                | 31 |
| 图 63: 复调可比公司产销率对比                   | 31 |
| 图 64: 复调可比公司销售毛利率-销售费用率对比           | 31 |
| 图 65: 复调可比公司扣非净利率对比                 | 31 |
| 图 66: 两类不同的餐饮半成品企业核心能力对比            | 32 |
| 图 67: to B 可比公司第一大客户收入占比            | 33 |
| 图 68: to B 可比公司前五大客户收入占比            | 33 |
| 图 69: 公司大客户收入增速慢于其他可比公司             | 34 |
| 图 70: 公司报表收入贡献主要为华东地区               | 34 |
| 图 71: 2021 年 to B 可比公司周转率对比         | 34 |
| 图 72: 2021 年 to B 可比公司现金流收益质量对比     | 34 |
| 图 73: to B 可比公司销售毛利率对比              | 35 |
| 图 74: to B 可比公司扣非净利率对比              | 35 |
| 图 75: 日辰及宝立复调类产品平均销售价格 (万元/吨)       | 35 |
| 图 76: 日辰新品类毛利率较高                    | 35 |
| 图 77: B 端可比公司固定资产周转率对比              | 36 |
| 图 78: B 端可比公司总资产报酬率对比               | 36 |
| 图 79: 当前新兴方便食品主要玩家类型对比              | 36 |
| 图 80: 空刻天猫旗舰店主要销售产品                 | 37 |
| 图 81: 阿宽天猫旗舰店主要销售产品                 | 37 |
| 图 82: 宝立食品及阿宽食品可比业务收入情况 (亿元)        | 38 |
| 图 83: 宝立食品及阿宽食品可比业务毛利率情况            | 38 |
| 图 84: 宝立食品及阿宽食品销售费用率对比              | 38 |
| 图 85: 宝立食品及阿宽食品销售人员数量 (人)           | 38 |
| 图 86: 公司营业收入结构日趋多元                  | 39 |
| 图 87: 公司轻烹解决方案销售数量增长较快              | 39 |
| 图 88: 公司推出新品速度加快                    | 40 |
| 图 89: 公司推出新品以复调、配料为主                | 40 |
| 图 90: 公司直销渠道占比约占 85%                | 41 |
| 图 91: 公司 2018-2021 年定制产品销售占比        | 41 |
| 图 92: 2020 年公司 2-4 名大客户贡献收入增长较快     | 42 |
| 图 93: 公司年采购 100 万以上客户数目持续增加         | 42 |
| 图 94: 厨房阿芬及空刻网络体量快速成长 (亿元)          | 42 |
| 图 95: 厨房里的阿芬旗舰店部分产品                 | 42 |
| 表 1: 公司主要产品介绍                       | 8  |
| 表 2: 餐饮 B 端调味料供应商的类型分布              | 15 |
| 表 3: 轻烹产品的市场参与者众多                   | 21 |
| 表 4: 宝立食品与相关可比公司对比一览                | 24 |
| 表 5: A 股上市复合调味料公司业务对比               | 28 |
| 表 6: 典型中式及西式复合调味料产品对比               | 29 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 表 7：中国复合调味料细分行业集中度及代表性公司.....   | 30 |
| 表 8：两类不同的餐饮半成品企业单品生命周期分析.....   | 32 |
| 表 9：A 股上市 to B 餐饮半成品公司业务对比..... | 33 |
| 表 10：公司轻烹解决方案、甜点饮品配料典型产品 .....  | 39 |
| 表 11：公司目前在研项目情况 .....           | 40 |
| 表 12：公司募集资金使用计划.....            | 43 |

## 宝立食品：餐饮解决方案供应商

上海宝立食品科技股份有限公司主营业务为食品调味料的研发、生产和技术服务。公司持续以贴近市场的强大研发能力为驱动，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，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。公司在复合调味料领域深耕多年，在行业内具有很高的知名度，不断将国际经典风味引入中国市场，持续不断地向市场推出新产品。目前公司研发和生产的產品覆盖了裹粉、面包糠、腌料、撒粉、调味酱、沙拉酱、果酱、调理包、果蔬罐头、烘焙预拌粉、即食饮料等十余个细分品类，每年向客户提供千余种单品。

## 西快大 B 起家，品类推陈出新

公司主营业务为食品调味料的研发、生产和技术服务。公司持续以贴近市场的强大研发能力为驱动，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，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。

表 1：公司主要产品介绍

| 产品类别   | 具体产品     | 应用举例   |   |
|--------|----------|--|---|
| 复合调味料  | 裹粉       | 裹在肉类或蔬菜类表面，再进行油炸等烹饪方式                        |   |
|        | 粉体复合调味料  | 腌料   | 用于各种肉类制品、蔬菜及海产品的腌制  |
|        |          | 撒粉   | 用于油炸烧烤肉类或薯制品中提升食物风味   |
|        |          | 汤粉   | 用于煮制不同风味类食物   |
|        |          | 烘焙预拌粉  | 用于制作烘焙类产品   |
|        | 酱汁类复合调味料 | 调味酱  |   |
|        |          | 沙拉酱  | 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 |
|        |          | 调味油  |   |
|        |          | 调味汁  |   |
|        |          |  |   |
| 轻烹解决方案 | 即食食品     | 公司围绕市场风味变化，持续研发适应市场和消费者需求的各式风味的轻烹料理酱包和轻烹料理汤包 |   |
|        | 即烹食品     |  |   |
|        | 即热食品     |  |   |
| 饮品甜点配料 | 创意小料     | 如爆珠、晶球、粉圆和布丁系列等                              |   |
|        | 果酱系列     | 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         |   |

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

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。公司基于对食品及餐饮行业敏锐洞察与深刻理解，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。公司自设立以来，始终聚焦于复合调味料行业，主营业务未发生重大变化，产品结构和种类根据市场需求不断丰富。

图 1：公司发展历史分为三个阶段



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司在复合调味料领域具有先发和品牌优势。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，已与国内外各大餐饮连锁企业及食品工业企业建立了长期稳定的合作关系，包括百胜中国、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、圣农食品、泰森中国和正大食品等。公司将持续与以上优质客户群保持密切稳定的合作关系并开展更深入的沟通，为其提供更好的产品与服务。

图 2：公司主要客户



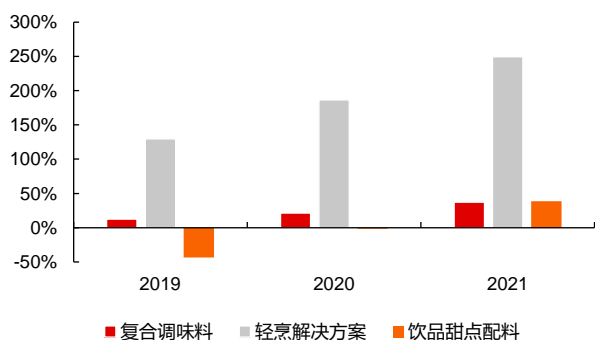
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司与百胜中国合作近 20 年。从最初的百胜中国间接供应商开始，逐渐加深与百胜中国的合作，于 2007 年成为直接供应商，于 2013 年成为 T1 供应商，于 2014 年成为百胜五大调味料供应商之一，2016 年以来，双方已开展全方位的合作，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。公司从最早为百胜中国裹粉浆粉开始，到现在产品延伸到腌料、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。

## 产销两端发力，盈利拾级而上

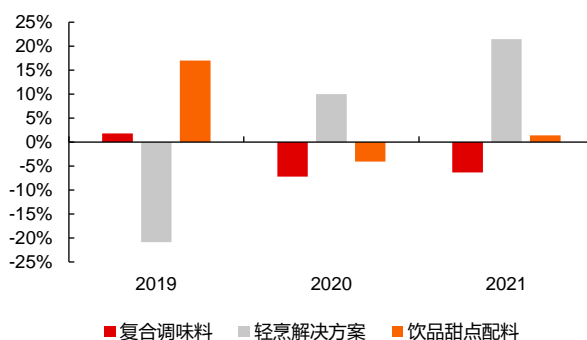
在下游需求稳中有升的基础上，公司产品产销两旺。销量方面，2021 年销量增长较快，主要系：（1）在餐饮连锁客户和食品工业企业持续增长的同时，公司在新渠道的业务开展成效显著，产品上宝立客滋脆裹粉、新奥尔良风味腌料和浆粉较上年度增加；（2）厨房阿芬的空刻意面产品销售持续增长。价格方面，公司主要产品的平均销售价格变动幅度较小，轻烹解决方案单价上升主要因为空刻意面、阿芬拉面和捞饭等侧重 C 端的产品纳入合并范围，总的来讲价格变化主要系受公司产品的市场供求和产品结构综合影响所致。

图 3：公司三类产品销量同比增速



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

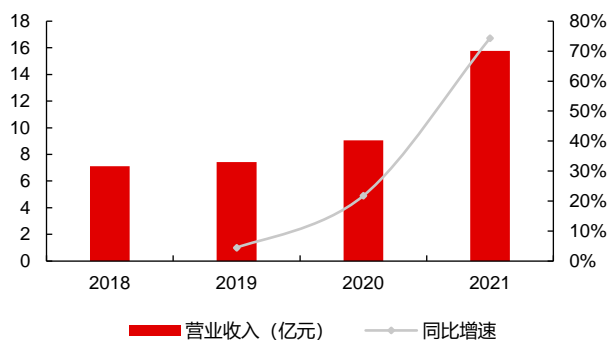
图 4：公司三类产品销售均价同比变化



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

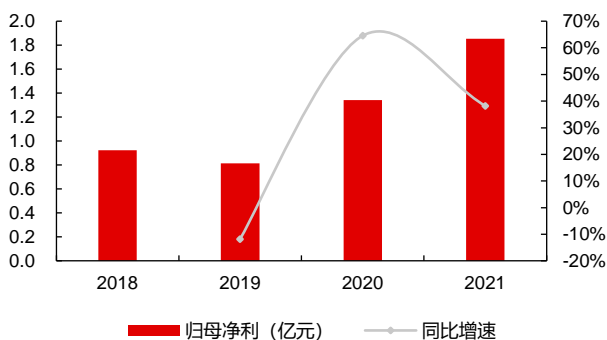
公司的收入呈持续增长趋势。主要受益于公司产品市场竞争力和公司市场的快速反应，通过强大的研发实力和优质的售后服务，不断拓展优质客户，提高市场影响力，进一步提高了公司的整体盈利能力。2021 年，公司营业收入为 15.78 亿元；其中复合调味料产品收入为 8.43 亿元，轻烹解决方案产品收入 5.71 亿元，饮品甜点配料产品收入 1.55 亿元，收入均有较大增长。

图 5：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司归母净利润及同比增速



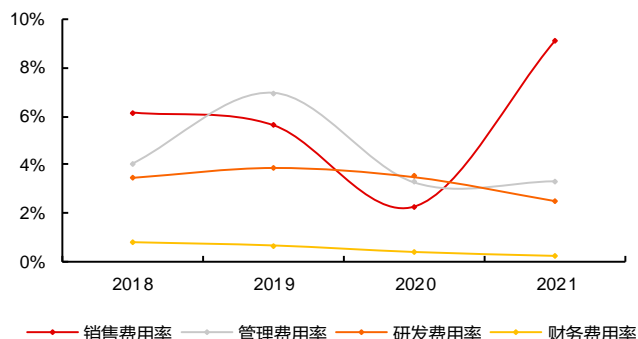
资料来源：Wind，长江证券研究所

产品结构变化影响毛利率水平。2019 年至 2021 年度，公司主营业务毛利率分别为 33.45%、32.10%和 35.12%，毛利率较为平稳。复合调味料产品是公司主营业务毛利的主要来源，系影响公司主营业务毛利率的主要因素，随着轻烹解决方案毛利占比的提升，对毛利率的影响也逐渐增强。

期间费用整体合理，销售费用率或将进一步提升。2019 年至 2021 年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 17.14%、9.41%和 15.25%，剔除股份支付影响后，期间费用占营业收入的比重分别为 13.94%、9.41%和 15.25%。2021 年销售费用率提升较快，主

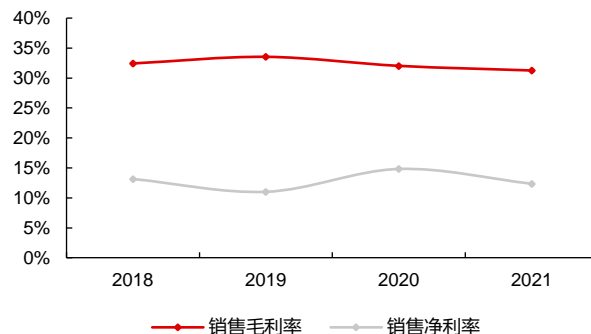
要是公司收购了厨房阿芬，后者从事电商业务，电商业态特有的引流模式和促销模式导致销售推广费较高。

图 7：公司期间费用率变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

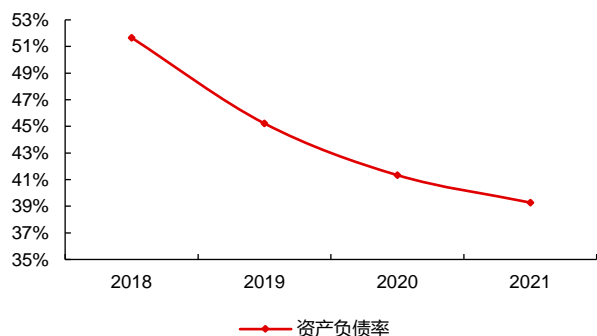
图 8：公司毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

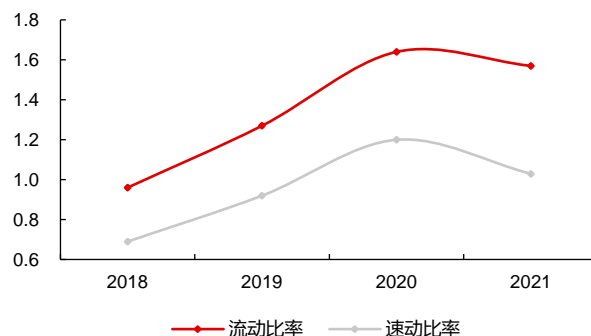
公司的资产负债率相比同行业较高，需要进一步优化。公司主要系公司业务规模不断增长，需要补充流动资金来支持业务的增长，2018 年至 2021 年公司的负债结构持续改善，偿债能力趋势向好。

图 9：公司资产负债率水平较高



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：公司偿债能力有所改善

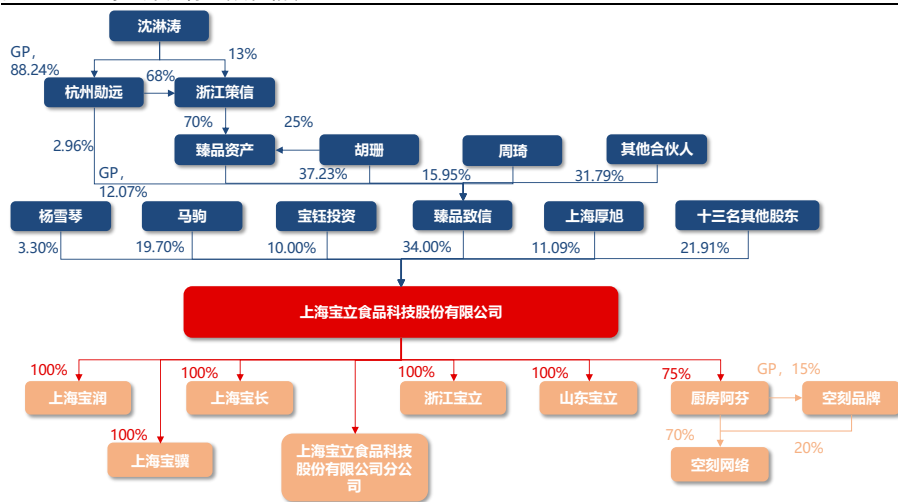


资料来源：Wind，长江证券研究所

## 核心团队控股，治理结构清晰

公司核心团队占据绝对控制地位。臻品致信直接持有公司 12,240 万股股份，系单一持股比例最高的股东，持股虽未达 50% 以上，但臻品致信持有公司股份所享有的表决权能够对公司股东大会的决议产生重大影响。公开发行股票前，公司实际控制人为马驹、胡珊、周琦和沈淋涛，合计控制公司 67% 的股份表决权。本次发行完成后，公司实际控制人合计持股比例有所下降，但仍居于绝对控制地位。

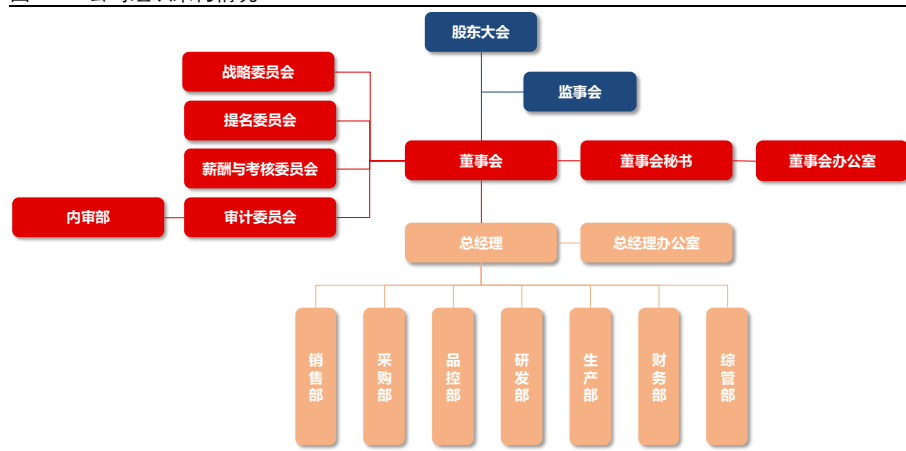
图 11: 公司公开发行前股权情况



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

公司组织架构合理、清晰。股东大会是公司的最高权力机构, 董事会是公司的决策机构, 对股东大会负责。董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会, 董事会秘书负责董事会的日常事务。监事会是公司的监督机构, 对股东大会负责。总经理负责公司的日常经营活动, 执行公司董事会决议。

图 12: 公司组织架构情况



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

## 食品供应链多点开花，B+C 两端各有千秋

宏观层面看，餐饮行业中，快餐和其他品类增速较快。根据灼识咨询的数据，预计 2016 至 2025 年餐饮行业整体复合增速将达到 8.8%，其中快餐和其他品类的复合增速分别达到 10.8%和 10.0%，超过行业平均值。而作为行业主力的中式正餐，复合增速也维持 8.3%的较快速度。目前中餐市场中火锅、川菜和粤菜依旧是份额最大的菜系品类。

图 13: 快餐和其他的市场规模增长快于行业整体 (单位: 万亿元)

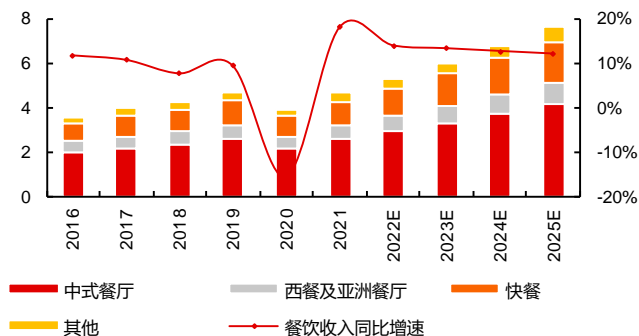
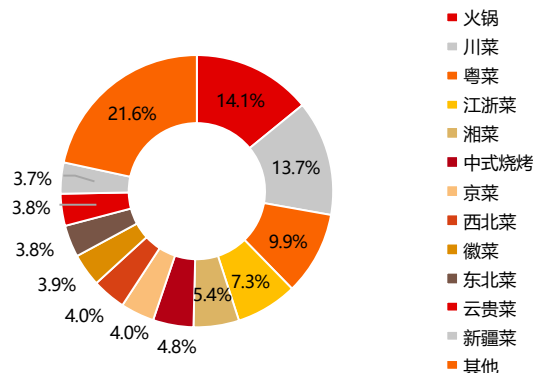


图 14: 中餐市场中火锅、川菜、粤菜份额较高

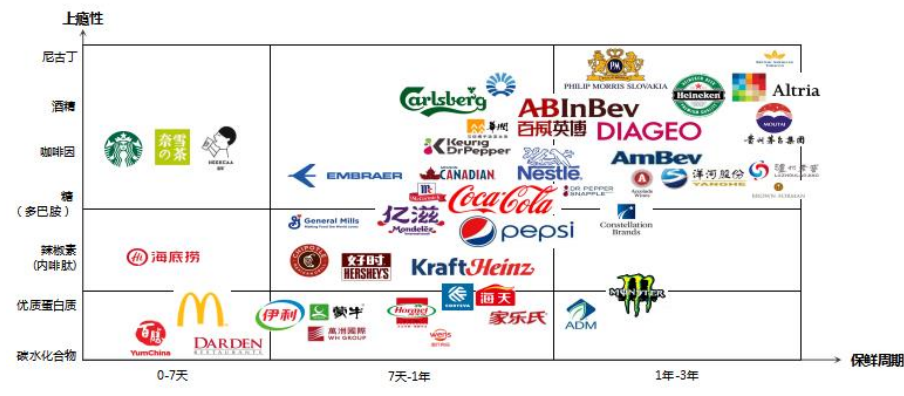


资料来源: 灼知咨询, 绿茶集团招股说明书, 长江证券研究所

资料来源: 弗若斯特沙利文, 捞王控股招股说明书, 长江证券研究所

微观层面看，上瘾性较强且保质期较短的行业更适合餐饮半成品的应用。从物质需求消费的层面进行解构，衡量消费产品有两个最核心的因素：上瘾性和保鲜周期。上瘾性决定着消费的粘性，而保鲜周期则可以体现消费的频次。在餐饮赛道，根据上瘾性分析，咖啡、茶饮、烘焙、甜品与火锅赛道属于需求潜力较大的赛道。

图 15: 食品消费的上瘾性及保鲜周期分析



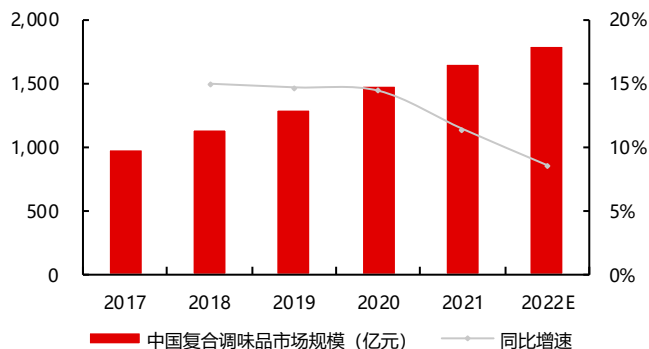
资料来源: 辰智餐饮数据库, 《2021 中国餐饮投融资大数据报告》, 长江证券研究所

## B 端：复调加速渗透，赛道与时更新

### 餐饮复调渗透率有提升空间

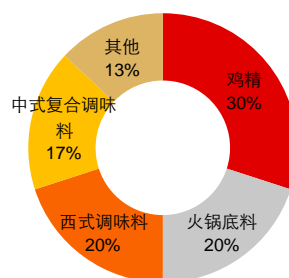
复合调料大类快速扩容，增长快于调味料整体。复合调味料大类的规模超 1600 亿，复合调味料主要有鸡精、火锅底料、中式复合、西式复合几大类，其中鸡精占比最多，约为 30%。火锅底料和西式调味料各占 20%，中式调味料占 17%。

图 16: 中国复合调味品市场规模持续增加



资料来源: 中商情报网, 长江证券研究所

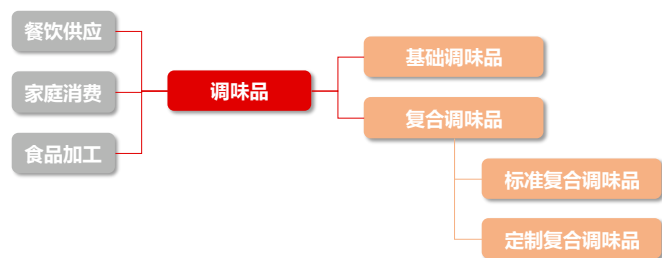
图 17: 中国复合调味品市场结构



资料来源: 中商情报网, 长江证券研究所

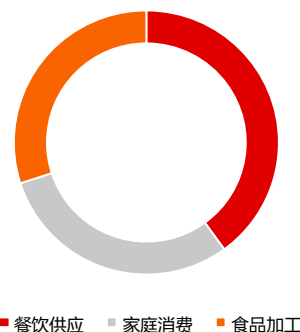
复合调料在 B 端相较于 C 端的渗透率更低, 也蕴含更多机会。在调味料的消费渠道中, 餐饮是最大的细分市场, 约占到四成左右的份额; 其次为家庭消费和食品加工市场, 各自约占三成左右。

图 18: 调味品应用分类



资料来源: 红餐网《2021 中国餐饮产业生态白皮书》, 长江证券研究所

图 19: 餐饮渠道是调味料最重要的渠道 (2021 年)



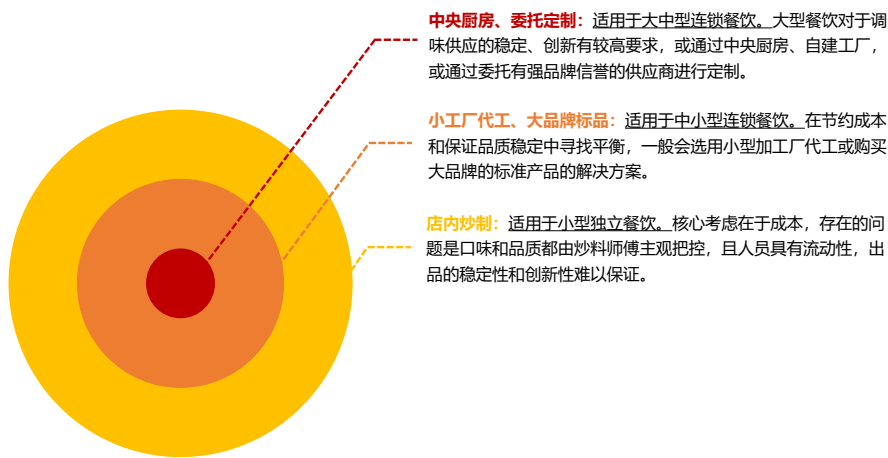
资料来源: 红餐网《2021 中国餐饮产业生态白皮书》, 长江证券研究所

### 复合调料在餐饮 B 端的需求层次拆解:

- (1) **大中型连锁餐饮:** 通过对接有较强研发实力的调味料厂商或自建中央厨房/调味料工厂, 以定制模式获取独家的调味解决方案。
- (2) **中小型连锁餐饮:** 通过寻找贴牌代工厂, 再嫁接自身的研发能力, 多由餐饮企业提供配方 (或相对确定的需求), 调味料厂商负责生产相对定型的产品, 并最终冠以餐饮品牌的方式形成产品。
- (3) **小型独立餐饮:** 通过定期自主炒料或购买已成型的标准化单品的方式, 灵活性较高, 对口味的稳定性要求相对较低。

餐饮企业选择任一种调味料解决方案都有其适用性和优劣势, 但核心都是在保持稳定的高品质口味与控制成本之间作出取舍。

图 20：餐饮端采购复合调料的需求层次拆分



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

目前 B 端的调味料供应端仍以传统调味料及特定复调标品为主。聚焦 B 端的调味料供应商，体量较大的是以主打传统品类海天、李锦记，现有的 B 端复调供应也以相对定型的标品为主如鸡精、豉油、调味酱等。复合味型在 B 端供应仍处在相对早期，天味、颐海等川调厂商引领开拓，而定制化的 B 端复合调料则如星火燎原，方兴未艾。

B 端定制复调供应商之间的直接竞争的氛围远未形成。B 端定制复调处于渗透早期，且由于客户资源的分散性、及对差异化要求高，这样的低烈度竞争预计将延续较长时间，目前行业中仅有极少数大客户（拥有大体量订单及确定的支付意愿），会采取多家竞标的方式来获得服务，这一赛道总体上呈现为蓝海竞争。

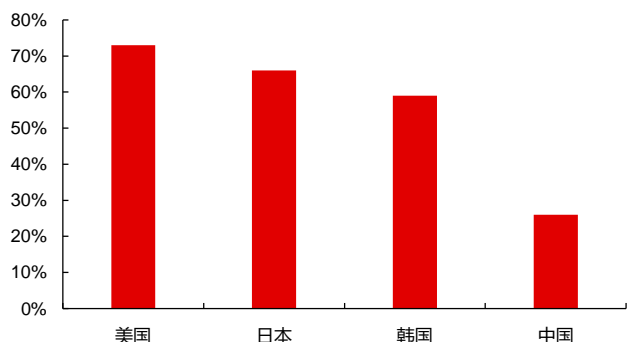
表 2：餐饮 B 端调味料供应商的类型分布

| 品类   | 模式分类      |      | 代表公司             |
|------|-----------|------|------------------|
| 传统调料 | 标准化单品     |      | 海天、李锦记等          |
| 复合调料 | 标准化单品     |      | 联合利华、雀巢、李锦记、太太乐等 |
|      | 标准单品+定制产品 | 特定味型 | 天味、颐海、特味浓等       |
|      | 定制产品为主    | 综合味型 | 日辰、宝立、圣伦、六位仙     |
|      |           | 特定味型 | 聚慧、圣恩            |

资料来源：产业信息网，长江证券研究所

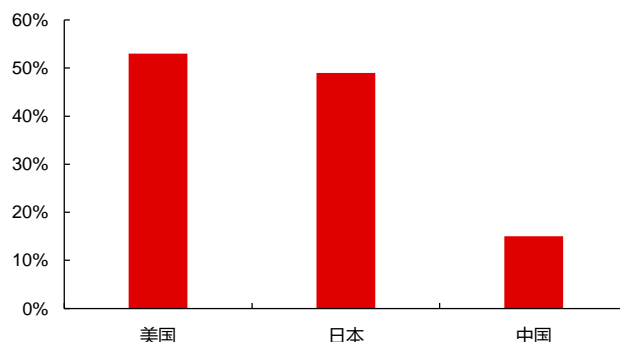
对比发达国家情况，中国餐饮复调渗透率和连锁化率均较低，复调 B 端未来空间巨大。根据艾媒咨询测算，中国复调渗透率仅为 26%，相对美国的 73%仍有较大差距，也远远低于饮食习惯接近的日本（66%）和韩国（59%），如果未来能有效提升，静态视角下将为复调带来两倍以上规模提升空间。中国餐饮连锁率仅为 15%，也明显低于美国（53%）和日本（49%），目前已有一批连锁餐饮品牌有逐渐成长起来的趋势，对调味品一致性要求更高的连锁餐饮的成长会为复调带来更大机遇。

图 21: 部分国际复调渗透率对比



资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

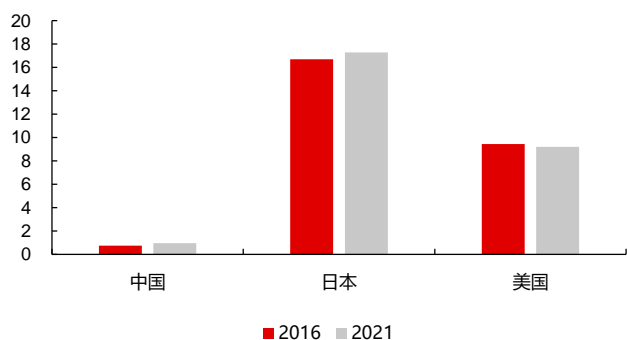
图 22: 2020 年部分国家餐饮连锁化率对比



资料来源: CCFA《2021 年中国连锁餐饮行业报告》, 长江证券研究所

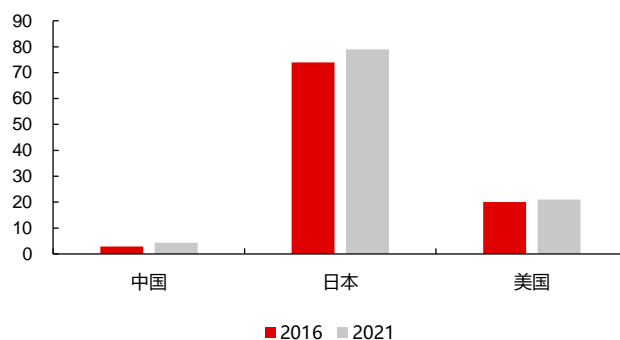
中国复调的人均空间相比发达国家仍有很大的提升空间, 未来可期。根据欧睿数据, 2021 年中国人均复调消费量为 0.97 千克, 5 年 CAGR 为 5%, 美国复调消费量为 9.19 千克, 日本消费量为 17.28 千克, 两国的量均进入了相对稳定的阶段; 2021 年中国复调人均消费额为 4.3 美元, 5 年 CAGR 为 8%, 美、日两国消费额分别为 21、79 美元, 从人均消费来看中国复调还有很大提升空间。

图 23: 中日美年复调人均消费量 (kg/人)



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

图 24: 中日美年人均复调消费额 (美元/人)

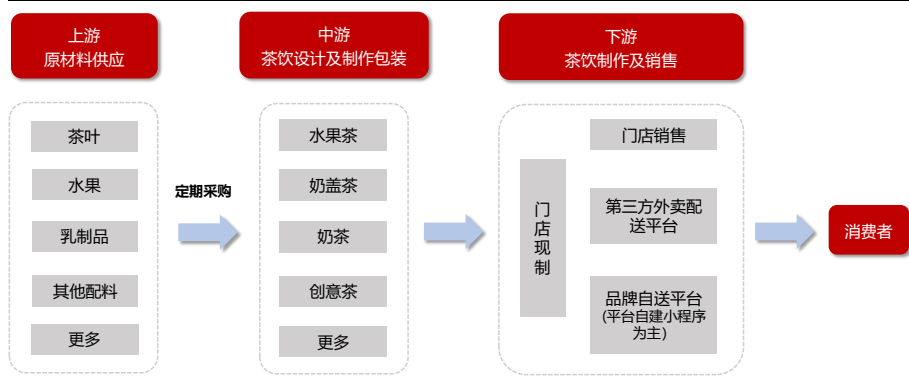


资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

## 新式茶饮带来品类扩容机遇

新式茶饮产业链与其他传统饮品有所不同, 差异主要体现在中游产品设计及下游品牌塑造。产业链上游为传统的农业及食品加工业, 不少头部新式茶饮企业也采取自建和合作的方式加强对上游原材料的渗透; 中游为茶饮产品设计及包装制作环节, 产品研发和设计十分考验企业对市场的敏锐程度及创新能力, 是促进消费者高频消费的核心因素, 但进入壁垒不高; 下游为茶饮现场制作及销售环节, 差异主要体现在品牌文化、空间设计、会员体系搭建等方面。

图 25：新式茶饮产业链示意图



资料来源：头豹研究院，长江证券研究所

现中国现制茶饮店行业发展经历三个阶段。第一代以低端茶饮店为主，原材料成本价较低，售价基本不高于 10 元，主要聚集在学校旁、街道两边；第二代逐步品质升级成中端，原材料有所升级但仍以加工产品为主，售价逐步提升至 10-20 元，并开始进驻部分商城；第三代是高端茶饮，用料讲究、创意多元，价格基本在 20 元以上，空间设计上也更多融入社交概念。

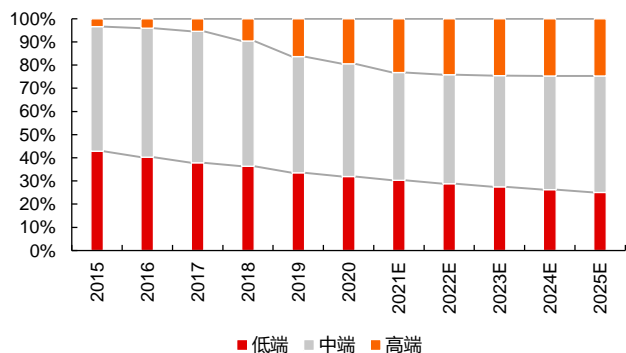
图 26：中国现制茶饮行业发展历程

|                  | 第一代<br>(低端茶饮店)   | 第二代<br>(中端茶饮店)  | 第三代<br>(高端茶饮店)   |
|------------------|--|---|--|
| 配料               | <ul style="list-style-type: none"> <li>合成添加剂及人工色素</li> <li>奶精及奶茶粉</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>罐头水果、果酱及调味糖浆</li> <li>碎茶及奶精</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>优质新鲜原料，包括上乘茶叶、鲜奶及时令水果</li> </ul>        |
| 代表饮品             | <ul style="list-style-type: none"> <li>波霸奶茶</li> </ul>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>风味奶茶，如芒果绿茶及蜂蜜柚子茶</li> </ul>            | <ul style="list-style-type: none"> <li>鲜果茶，如芝士草莓茶及橙子茶</li> <li>冷泡茶</li> </ul>  |
| 2020年现制茶饮产品的平均售价 | <ul style="list-style-type: none"> <li>不高于人民币10元</li> </ul>                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>低于人民币20元，但高于人民币10元</li> </ul>          | <ul style="list-style-type: none"> <li>不低于人民币20元</li> </ul>                    |
| 主要店型             | <ul style="list-style-type: none"> <li>供外卖的街店</li> </ul>                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>供外卖的街店</li> <li>购物商城的外卖店</li> </ul>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>设有社交空间的高端茶饮店</li> <li>其他创新店型</li> </ul> |

资料来源：灼识咨询，奈雪的茶招股说明书，长江证券研究所

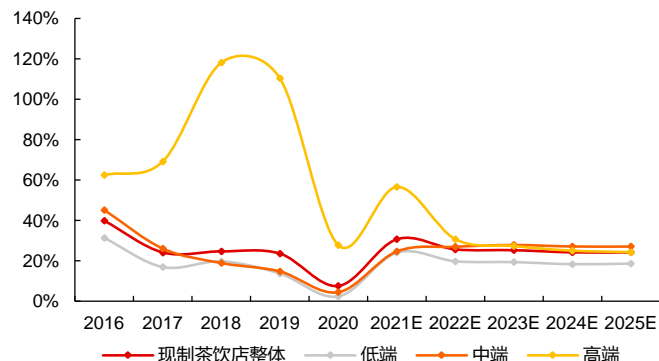
高端现制茶饮市场份额预计持续提升。根据灼识咨询数据，中国高端现制茶饮店现制茶饮产品产生的消费价值总额由 2015 年的约人民币 8 亿元增至 2020 年的约人民币 129 亿元，复合年增长率为 75.8%。预计未来以 32.2%的复合年增长率进一步扩大至 2025 年的约人民币 522 亿元。2020 年至 2025 年，高端现制茶饮店的增速预计将继续超过其他现制茶饮店的平均增速，占比有望达到 24.8%。

图 27: 现制茶饮店市场中高端产品零售消费额占比持续提升



资料来源: 灼识咨询, 奈雪的茶招股说明书, 长江证券研究所

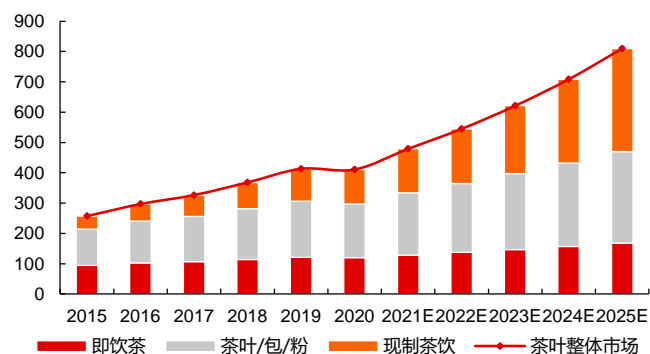
图 28: 高端现制茶饮店零售消费额增速较快



资料来源: 灼识咨询, 奈雪的茶招股说明书, 长江证券研究所

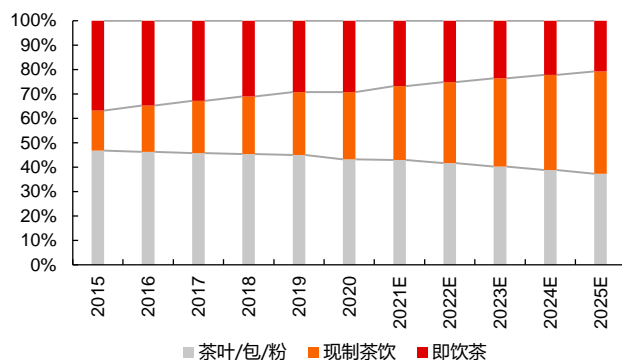
灼识咨询测算数据显示, 2025 年中国现制茶饮行业规模有望达到 3400 亿。灼识咨询数据显示, 2020 年中国茶叶整体市场规模达 4107 亿元, 其中现制茶饮的占比从 2015 年的 16.4% 提升至 2020 年的 27.7%, 2016-2019 年均实现了 20% 以上的同比增速, 2020 年在疫情影响下依旧实现正增长。按零售消费价值计, 中国现制茶饮于 2020 年的市场总规模约为人民币 1136 亿元, 预计到 2025 年将达到人民币 3400 亿元, 复合年增长率为 24.5%。

图 29: 现制茶饮市场规模增长迅速 (单位: 十亿元)



资料来源: 灼识咨询, 奈雪的茶招股说明书, 长江证券研究所

图 30: 现制茶饮市场规模中高端产品占比提升较快



资料来源: 灼识咨询, 奈雪的茶招股说明书, 长江证券研究所

新式茶饮在原材料上用新鲜水果、奶盖、创意辅料等方式也契合了年轻群体个性化、追求新奇和颜值经济的消费特点。除了熟知的粉圆、椰果、芦荟, 新式茶饮品牌都在推出创意小料, 目的是进行产品升级, 在同质化的市场环境中打造独特的品牌文化标签, 使得消费者形成记忆和口味黏性。比如奈雪的茶推出的烤椰条、奶冻等, 喜茶推出的脆波波、芋圆等。茶饮创意小料也会受益于新式茶饮市场规模的快速增长, 是有着广阔发展前景的细分领域。

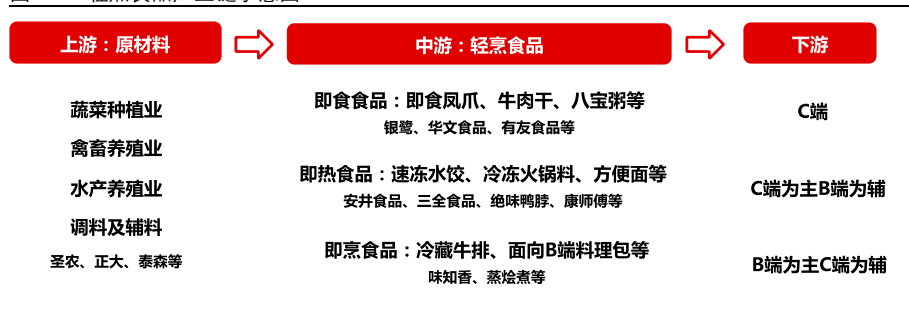
## C 端: 新兴方便食品势头正盛

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。

## 轻烹顺应市场需求发展

轻烹食品主要包括即食食品、即烹食品和即热食品。产业链上游主要是蔬菜、畜牧、水产、调料等原材料供应企业；中游由于品类繁多，不同子赛道的产品差异大，对企业的供应链整合、生产制造、保鲜运输等提出不同的要求，产生了不同的子行业龙头；下游销售环节不同子行业有不同的消费者群体，凤爪、牛肉干等即食食品由于开袋可食主要对应 C 端消费者，速冻产品、方便面等即热食品下游以 C 端为主 B 端为辅，即烹食品可以在控制成本方面为 B 端提供很大的帮助外，由于便捷性和外卖不具有的健康性、参与感、社交助力等在 C 端也越来越受到年轻消费者的喜爱。

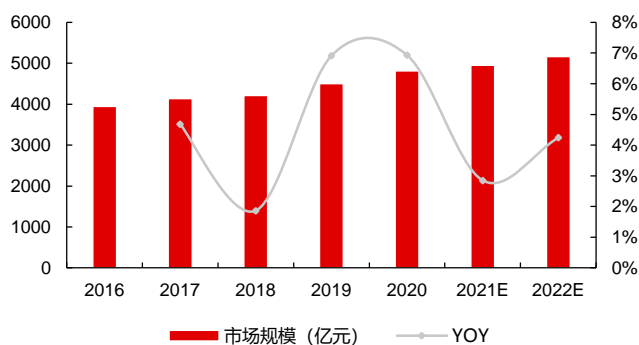
图 31：轻烹食品产业链示意图



资料来源：长江证券研究所

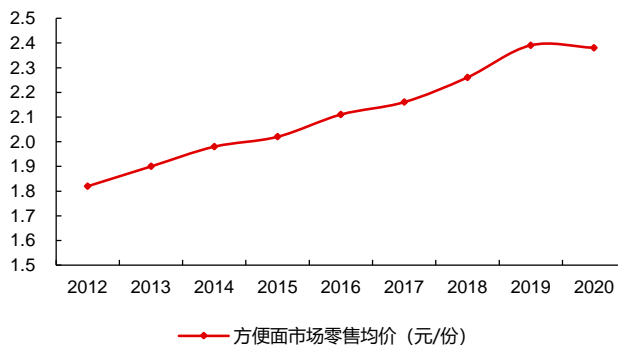
需求端看，中国方便食品行业 2022 年市场规模有望超过 5000 亿元，品质升级趋势保持。根据中商情报网的数据，中国方便食品市场规模在过去几年保持个位数稳健增长，预计 2022 年将达到 5160 亿元。品质升级大势所趋，以方便面消费为例，过去几年内中国方便面市场零售均价呈现提高态势，2016-2020 年高端/中端/低端方便面销售复合增速分别为+15%/-2%/-15%。

图 32：中国方便食品市场规模持续增长



资料来源：中商情报网，长江证券研究所

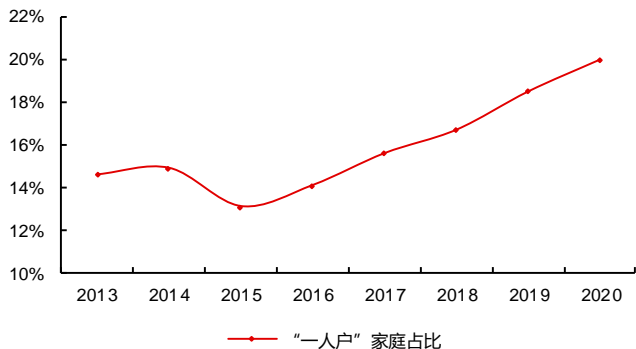
图 33：中国方便面市场零售均价呈现提高态势



资料来源：阿宽食品招股说明书，长江证券研究所

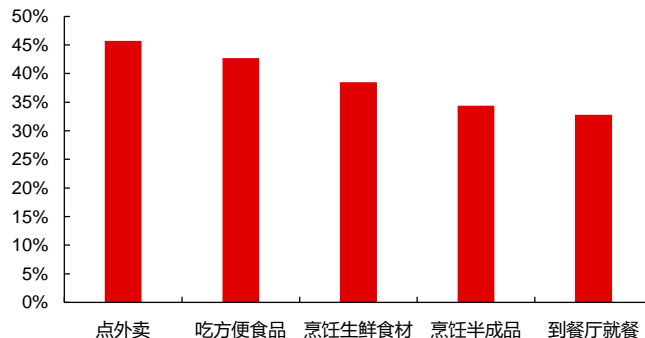
一人经济、懒人经济的迅速扩张为轻烹食品提供了 C 端驱动力。伴随城市化的演进越来越多都市中的年轻人过着独居生活，2021 年中国单身人口达到 2.4 亿，“一人户”占比突破 20%。由于工作时间的提升，人们愈发追求方便、快捷、高效的生活方式。在此背景下，一方面轻烹食品方便、快捷的特性契合了当代年轻人的宅文化；另一方面高品质的轻烹食品可大幅提高消费者的生活品质，通过亲自动手参与食物制作过程，可大幅获得厨艺的满足感，迎合了目前市场的社交需求。

图 34：“一人户”家庭占比升高



资料来源：国家统计局，36 氪研究院，长江证券研究所

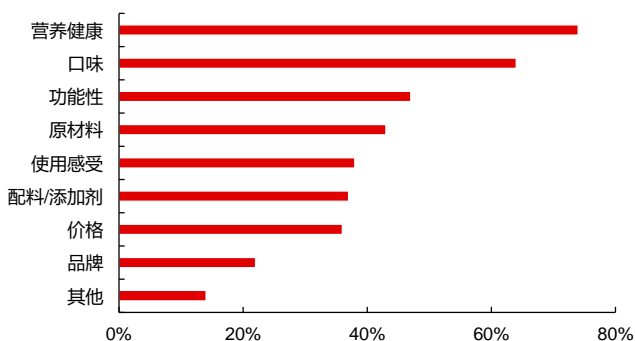
图 35：2021 年中国单人就餐消费习惯以外卖、方便食品为主



资料来源：草莓派数据调查与计算系统，艾媒咨询，长江证券研究所

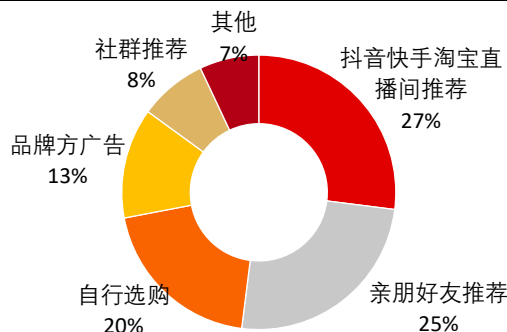
**消费者在选择方便食品时健康因素最受关注，直播电商和口碑营销更为重要。**根据叮芒研究院调研结果发现，消费者对于食品的关注因素前三项分别为营养健康、口味、功能性，占比分别为 74%、64%、47%。口味“好吃”已不再是消费者关注的首要因素，而食品本身的营养健康和特殊的功能性越来越被重视。越来越多的消费者开始在抖音/快手/淘宝直播间进行消费，该类消费者占比为 27%；依据亲朋好友推荐购买占比为 25%。

图 36：消费者选购食品关注因素



资料来源：叮芒《2022 方便速食行业研究报告》，长江证券研究所

图 37：消费者选购产品依据



资料来源：叮芒《2022 方便速食行业研究报告》，长江证券研究所

**供给端看，企业背景多元，参与者众多。**从供给侧来看，轻烹食品企业主要可以分成食品制造企业、餐饮品牌、互联网品牌、休闲零食品牌四类，各类企业通过自身特色的营销模式和竞争力在轻烹食品行业中布局。食品制造企业主要依托自身成熟的产业链供给、渠道、物流能力，利用传统营销模式进行拓展；餐饮品牌主要发挥线下渠道和口碑优势，结合线上电商平台，基于知名度快速获得消费者的认可；互联网品牌主要利用互联网打法，快速迭代并打造网红产品以占领市场；休闲零食品牌主要利用沉淀的消费者，依托现有生产线对产品进行横向外扩。

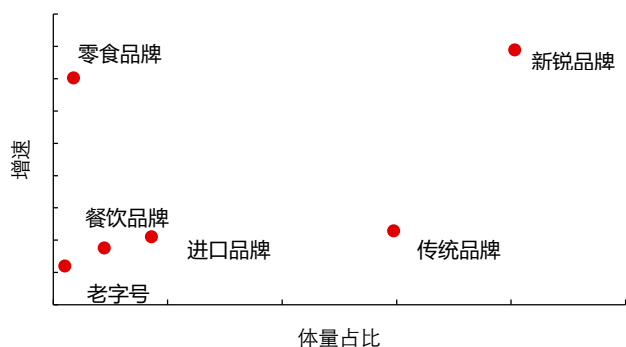
表 3: 轻烹产品的市场参与者众多

|       | 食品制造企业   | 餐饮品牌   | 互联网品牌  | 休闲零食品牌  |
|-------|--|--|--|---|
| 营销模式  | 经销商、电商、传媒  | 线下门店、经销商、电商  | 电商、KOL、院线  | 传媒、KOL  |
| 核心竞争力 | <p><b>制造优势:</b> 产业链成熟, 可快速规模化标准化生产</p> <p><b>渠道优势:</b> 可以利用现有渠道快速深入推广产品</p> <p><b>物流优势:</b> 有更丰富的冷链等运输资源, 满足特殊产品需求</p> | <p><b>直面消费者:</b> 直接接触消费者, 对口味敏感, 可直接移植成功产品</p> <p><b>品牌效应:</b> 利用餐饮品牌积累的良好口碑快速促进增长</p> <p><b>线下门店:</b> 利用线下消费者的高粘性带动销量增长</p> | <p><b>快速出新:</b> 互联网思维快速迭代潮流产品</p> <p><b>营销声浪:</b> 营销线上化背景下利用线上流量优势推动线下销售增长</p> | <p><b>客户优势:</b> 过往已有庞大消费者群体, 转化能力强</p> <p><b>制造优势:</b> 产业链成熟, 可快速规模化标准化生产</p> |
| 代表企业  | 宝立、千味等   | 海底捞、小龙坎、德庄等  | 空刻、自嗨锅、莫小仙等  | 三只松鼠、绝味鸭脖等  |

资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

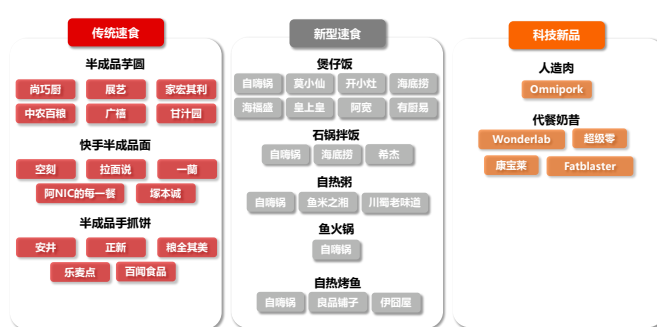
新锐品牌的销售增速及体量占比均显著领先。按品牌类型划分, 根据 CBNDATA 数据, MAT2020 线上方便食品销售份额及增速表现中, 新锐品牌增速及体量占比均领先其他品牌; 零食品牌虽然增速较快, 但整体体量不大; 传统品牌体量占比位居第二, 但增速已回落到较低水平。按产品类型划分, 方便食品可分为传统、新型和科技产品三大类, 传统面点发力半成品创新, 是目前相对成熟的市场。

图 38: MAT2020 线上方便食品各品牌类型销售份额及增速



资料来源: CBNDATA 《2021 方便速食行业洞察报告》, 长江证券研究所

图 39: 方便食品可分为传统速食、新型速食和科技产品三大类

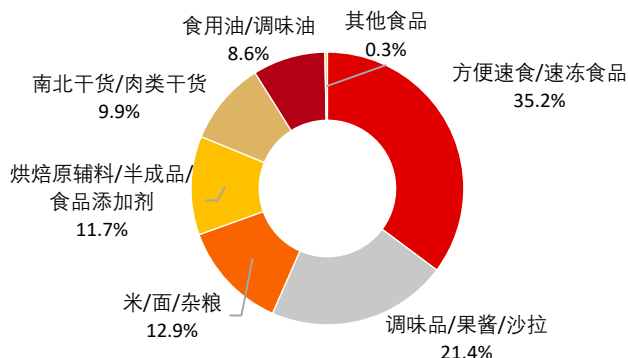


资料来源: CBNDATA 《2021 方便速食行业洞察报告》, 长江证券研究所

## 品类多元掘金细分赛道

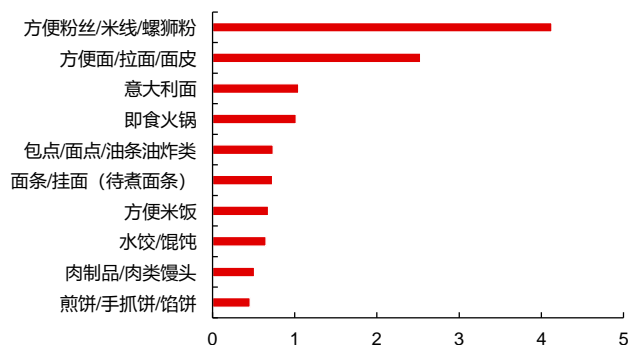
方便速食在食品各细分品类中销售势头良好, 粉面类产品表现突出。根据魔镜市场情报 2021 年淘宝+天猫销售数据统计, 在食品饮料一级类目粮油调味/速食/干货/烘焙类目中, 子类目方便速食/速冻食品销售额为 235.23 亿, 在一级类目中的市场份额占比高达 35.2%。2021 年双十一期间, 天猫平台方便速食类目销售增速远超粮油调味/干货/烘焙等类目。

图 40：2021 年淘宝+天猫粮油调味/速食/干货/烘焙类目销售额分类



资料来源：魔镜市场情报，町芒《2022 方便速食行业研究报告》，长江证券研究所

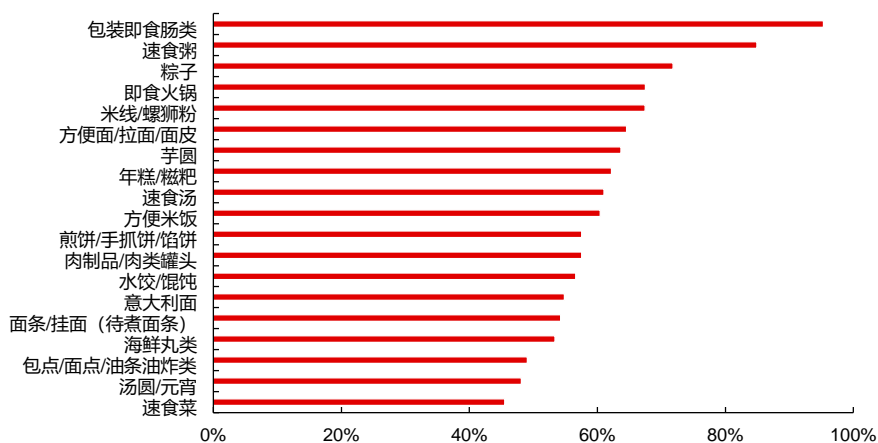
图 41：2021 年双十一天猫方便食品销售规模



资料来源：魔镜市场情报，町芒《2022 方便速食行业研究报告》，长江证券研究所

从行业集中度看，部分粉面类集中度相对不高，为新兴品牌提供了崛起的市场环境。根据 CBNDATA 数据，MAT2020 方便速食产品 TOP1%品牌销售额占比变现有所分化，包装即食肠类、速食粥占比超过 80%，速食菜、汤圆/元宵、包点/面点/油条油炸类则不足 50%；相较于已经发展成熟、头部集中度较高的方便面/拉面/面皮、米线/螺狮粉，面条/挂面（待煮面条）、意大利面等面食产品市场更为分散。

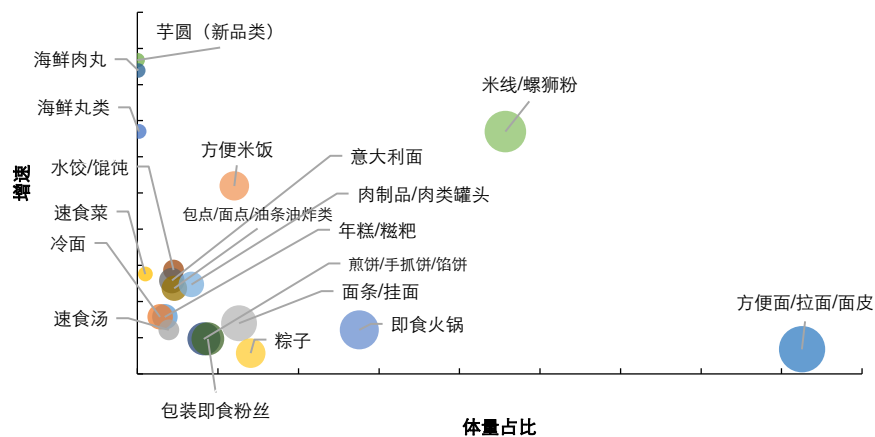
图 42：MAT2020 方便速食产品 TOP1%品牌销售额占比



资料来源：CBNDATA《2021 方便速食行业洞察报告》，长江证券研究所

品类发展势头来看，新兴品类的成长不容忽视。方便面/拉面/面皮属于老牌品类，体量占比最高、消费者人数占比也较高，但增速处偏低水平；米线/螺狮粉属于明显品类，实际增长超 25 倍，体量上占比仅次于方便面/拉面/面皮；海鲜丸类、方便米饭属于体量虽小但增速较快的新兴品类。

图 43: MAT2020 方便速食各细分品类市场规模及增速对比



资料来源: CBNDATA 《2021 方便速食行业洞察报告》, 长江证券研究所

注: 气泡大小代表消费者人数占比

## 三大视角对比，看宝立差异化优势

本章我们选取了与宝立食品可比的几家企业进行全方位对比。宝立食品所处的行业有两大属性，一是复合调味料，二是餐饮供应链半成品。复合调味料可比企业包括日辰股份、安记食品、天味食品；餐饮半成品可比企业除了日辰股份外，还包括千味央厨、立高食品、南侨食品。

表 4：宝立食品与相关可比公司对比一览

| 公司名称              | 复合调味料    |           |           | 餐饮半成品     |        | 方便食品   |        | 宝立食品            |
|-------------------|----------|-----------|-----------|-----------|--------|--------|--------|-----------------|
|                   | 日辰股份     | 安记食品      | 天味食品      | 千味央厨      | 立高食品   | 南侨食品   | 阿宽食品   |                 |
| 下游客户赛道            | 中餐、食品加工等 | 调味料、食品经销商 | 调味料、食品经销商 | 快餐、正餐、团餐等 | 烘焙、商超等 | 烘焙、商超等 | 电商、商超等 | 西餐、食品加工等        |
| <b>成长</b>         |          |           |           |           |        |        |        |                 |
| 2018-2021 收入 CAGR | 12.5%    | 17.4%     | 12.8%     | 22.0%     | 29.0%  | 6.7%   | 42.2%  | <b>30.4%</b>    |
| 2018-2021 净利 CAGR | 5.2%     | 4.8%      | -11.5%    | 14.7%     | 75.6%  | 9.9%   | 113.2% | <b>26.1%</b>    |
| 毛利率               | 43.4%    | 21.6%     | 32.2%     | 22.4%     | 34.9%  | 31.1%  | 27.3%  | <b>31.2%</b>    |
| <b>效率</b>         |          |           |           |           |        |        |        |                 |
| 毛利率-销售费用率         | 37.2%    | 15.5%     | 12.8%     | 19.0%     | 22.0%  | 23.8%  | 13.7%  | <b>22.1%</b>    |
| 扣非净利率             | 20.4%    | 7.1%      | 6.0%      | 6.7%      | 9.6%   | 12.3%  | 5.3%   | <b>11.1%</b>    |
| <b>研发</b>         |          |           |           |           |        |        |        |                 |
| 研发费用率             | 3.4%     | 2.5%      | 1.3%      | 0.7%      | 2.9%   | 2.8%   | 0.6%   | <b>2.5%</b>     |
| 技术人员占比            | 12.3%    | 10.8%     | 5.3%      | 1.9%      | 3.1%   | 9.0%   | 1.9%   | <b>11.4%</b>    |
| 第一大产品类型           | 酱汁类调味料   | 复合调味粉     | 火锅底料      | 油炸类       | 冷冻烘焙食品 | 烘焙应用油脂 | 方便面    | <b>复合调味料</b>    |
| <b>生产</b>         |          |           |           |           |        |        |        |                 |
| 第一大产品收入占比         | 74.0%    | 43.5%     | 43.2%     | 51.8%     | 61.0%  | 58.8%  | 62.4%  | <b>53.4%</b>    |
| 生产人员人效 (万元)       | 160.43   | 616.81    | 146.88    | 90.16     | 119.31 | 566.67 | 118.20 | <b>256.12</b>   |
| 固定资产周转率           | 6.01     | 9.43      | 4.63      | 2.22      | 6.91   | 2.71   | 7.32   | <b>6.86</b>     |
| 第 1 大客户占比         | 14.6%    | 3.0%      | -         | 19.3%     | 23.6%  | -      | 4.3%   | <b>21.0%</b>    |
| 前 5 大客户占比         | 49.0%    | 12.1%     | 12.2%     | 33.0%     | 28.2%  | 16.2%  | 13.6%  | <b>36.7%</b>    |
| <b>销售</b>         |          |           |           |           |        |        |        |                 |
| 销售人员人效 (万元)       | 457.44   | 419.06    | 296.56    | 571.25    | 277.81 | 727.34 | 330.77 | <b>1,546.77</b> |
| 存货周转率             | 6.96     | 11.43     | 7.83      | 7.11      | 8.68   | 4.36   | 13.98  | <b>7.61</b>     |
| 应收账款周转率           | 3.88     | 46.44     | 5.49      | 6.93      | 9.75   | 10.13  | 7.65   | <b>9.75</b>     |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 综合服务能力构筑公司核心优势

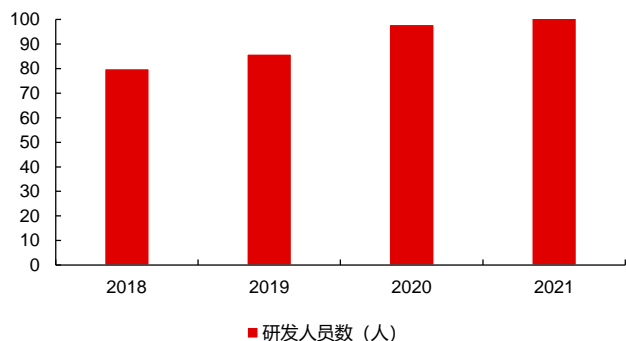
公司作为依托百胜起家的 B 端服务型企业，目前的核心优势在于研发能力和客户基础。研发方面，B 端服务为主的企业相对 C 端通常将具备更强的研发能力，以适应下游大客户的产品更新及差异化需求，宝立基于百胜的业务基础锻造了优秀的研发能力；客户基础方面，公司在与百胜中国多年合作中树立了良好的市场口碑，目前已进入其他餐饮连锁企业合格供应商体系并开展全面合作。

### 研发：研发创新投入持续领先

从人员规模上看，公司研发团队规模各行业内领先，公司内部重视程度较高。2021 年底，公司研发团队人数为 103 人，低于天味食品、立高食品、南侨食品，高于日辰股份、

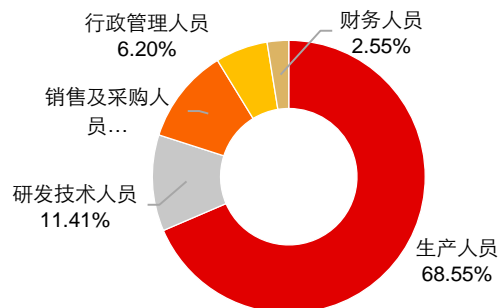
安记食品。在公司内部看，研发技术人员数量占比为 11.41%，仅次于日辰股份，高于其他主要可比公司。

图 44：公司研发人员数量接近百人



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

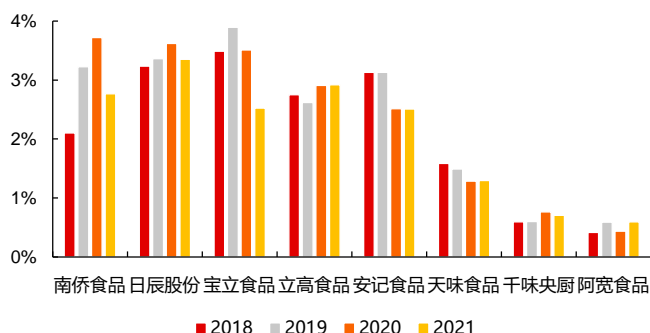
图 45：公司研发技术人员数量占比仅次于生产人员



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

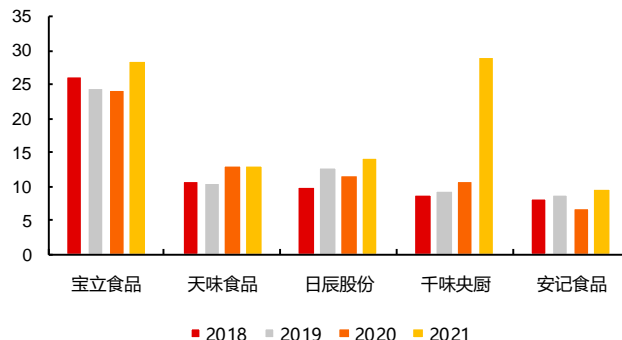
从费用投入上看，公司对研发的重视十分突出。过去几年公司研发费用率保持在 2.5%~4.0%，横向对比看属于行业第一梯队。公司研发人员的平均薪酬显著高于同行业可比公司，排除地区间差异影响，也高于上海地区其他上市公司的研发人员的平均薪酬。

图 46：公司研发费用率处于行业较高水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 47：公司研发人员平均年薪领先（单位：万元）

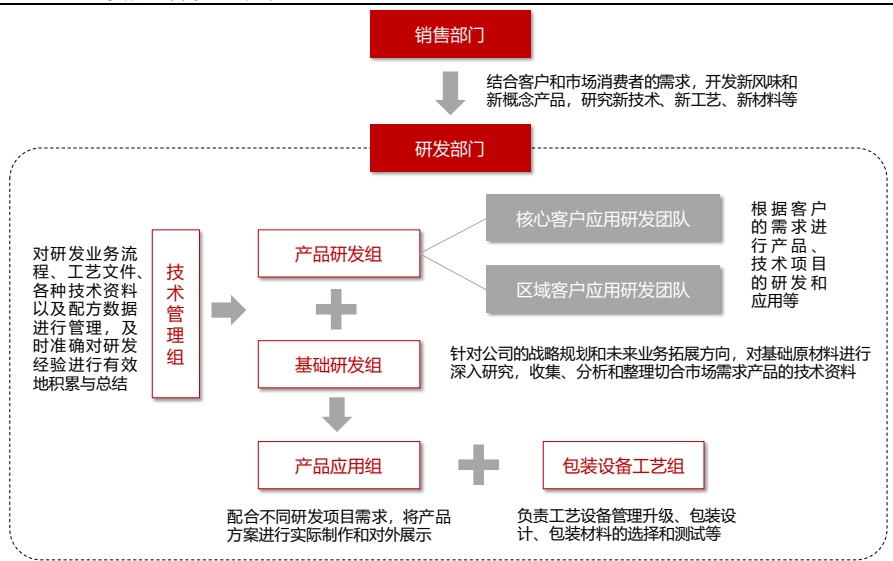


资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

注：千味央厨招股说明书披露的 2019 年及 2020 年研发人员、生产人员及合计的人均薪酬为税前直接支付给职工的劳动报酬总额，未包括社保公积金等。

公司研发部以市场为导向，建立了完善研发部运行管理体制。公司销售部与研发部同事在服务客户过程中密切沟通，结合客户和市场消费者的需求，开发新风味和新概念产品，研究新技术、新工艺、新材料等，最终实现各种新品和新技术在客户产品中的应用及产品销售。

图 48：公司研发部门分工内容



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

同时，公司也已经建立了比较完善的研发流程，制定了相关制度。公司已经形成了一套从项目立项到产品研发、项目评审、生产实施的完整的技术创新管理体系。

图 49：公司产品研发流程

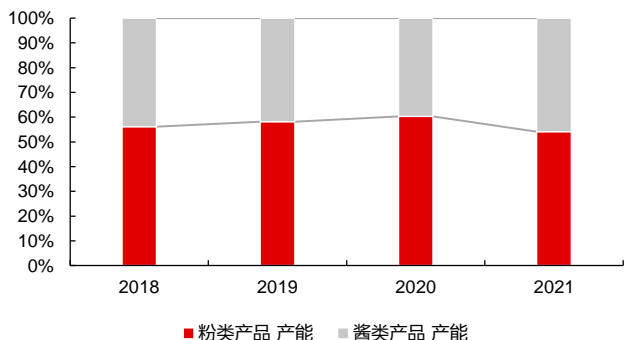


资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

## 生产：多地设厂满足订单生产

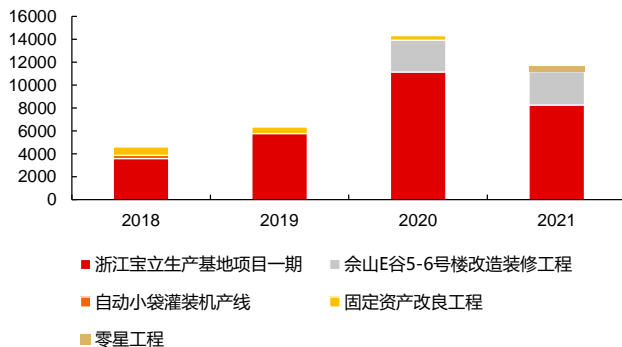
目前公司拥有位于上海松江、上海金山、山东和浙江嘉兴四个生产基地。公司主要采取“以销定产”的生产模式，公司销售部录入并生成系统订单后，生产部根据订单交期要求及各生产基地生产线的产能分布安排生产计划，下发给各生产基地，各生产基地根据其生产计划安排本厂的具体生产计划单以组织生产。

图 50: 公司粉类及酱类产品产能占比相对均衡



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

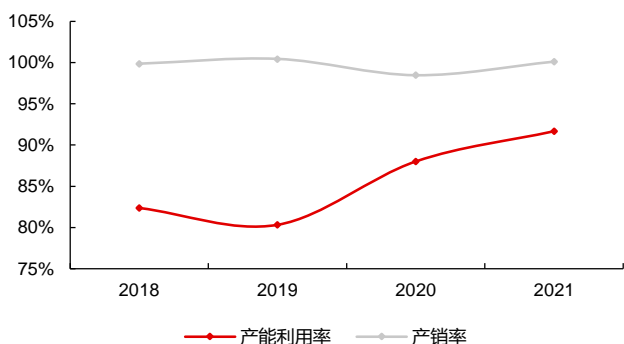
图 51: 公司在建工程项目变化 (万元)



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

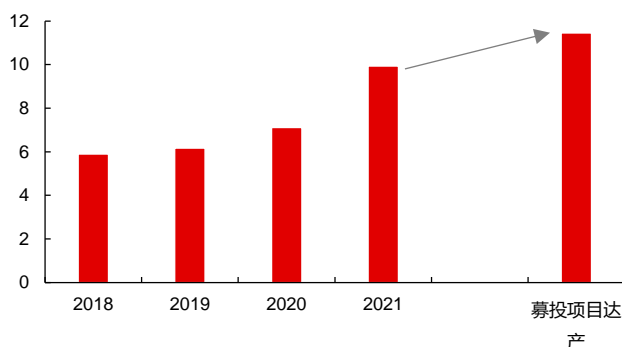
**嘉兴生产基地 (二期) 建设项目拟在嘉兴市高新技术产业园区建设生产基地。**2018-2019 年产能利用率偏低主要是山东工厂投产初期的爬坡, 从 2020 年之后情况以及几年来的产销率变况看, 公司产品销售仍处于供不应求。募投项目建设内容主要包括年产 20,000 吨粉类调味料产品项目、年产 6,000 吨骨汤调味料产品项目以及年产 17,500 吨 HPP 高压杀菌系列产品项目, 合计新增年产能 43,500 吨。根据可行性研究报告, 本项目达产后预计每年可实现税后净利润 8,887.65 万元, 税后内部收益率为 23.64%, 投资回收期为 6.22 年 (含建设期)。

图 52: 公司近年来产能利用率及产销率情况



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 53: 募投项目达产后公司产能将实现大幅提升 (万吨)



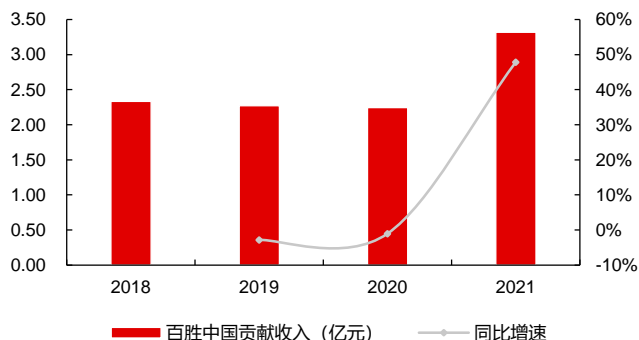
资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

注: 募投项目达产后产能仅考虑 2020 年底产能基础上新增, 未考虑其他可能增量

## 服务: 依托百胜打下深厚基础

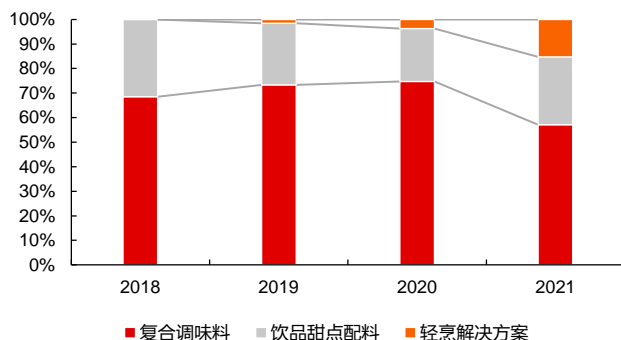
公司对百胜中国的销售收入金额基本保持平稳。百胜中国目前的经营策略主要是通过新奇的限时产品 (即“LTO: Limited time offer”产品) 吸引客户进店, 同时也在不断尝试开发新的长线产品。受市场消费动向、百胜中国销售策略、成本等多方面因素影响, 长线产品的销售规模各年度会产生波动, 限时产品的产品周期也存在差异。受此影响, 2018-2021 年公司部分产品报告期内存在小幅下滑。此外, 公司的新品研发能力与百胜中国的经营策略相契合, 公司通过强大的研发能力、市场反应能力不断加深和扩大与百胜中国的合作, 持续研发并推出新品, 使得公司对百胜中国的轻烹解决方案收入有明显增长, 整体收入在 2021 年有较大增长。

图 54：百胜中国贡献收入上升明显



资料来源：公司招股说明书有，长江证券研究所

图 55：百胜中国采购以复合调味料为主



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司在与百胜中国多年合作中树立了良好的市场口碑，目前已进入其他餐饮连锁企业合格供应商体系并开展全面合作。其中餐饮连锁客户包括麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐和真功夫等，餐饮供应商体系中的食品加工企业客户则包括圣农食品、泰森中国、正大食品等，公司客户结构进一步多元化。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，预计公司对其他主要客户的销售额有望继续增加。

## 复调定位视角：公司聚焦 B 端、场景兼顾中西

目前在 A 股市场中，复合调味料企业主要有日辰股份、天味食品、安记食品及宝立食品。我们从行业赛道、公司运营两个方面进行对比分析。

表 5：A 股上市复合调味料公司业务对比

| 公司简称 | 下游客户赛道              | 第一大产品  | 第二大产品  | 第三大产品  |
|------|---------------------|--------|--------|--------|
| 日辰股份 | to B 为主，中餐、食品加工等    | 酱汁类调味料 | 粉体类调味料 | 食品添加剂  |
| 天味食品 | to C 为主，各地调味料、食品经销商 | 火锅底料   | 川菜调料   | 香肠腊肉调料 |
| 安记食品 | to C 为主，各地调味料、食品经销商 | 复合调味粉  | 其他业务   | 酱类调味料  |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 西式复调赛道优化空间可观

西式和中式复合调味料略有差异。我们以日辰股份及宝立食品两家公司的核心复调产品为例，日辰股份的酱汁类产品主要包括烧烤类、拌面类、风味类、汤料类，宝立食品则主要是调味酱和沙拉酱；粉体类产品两者相似度更高，主要用于油炸、烘焙等食品。

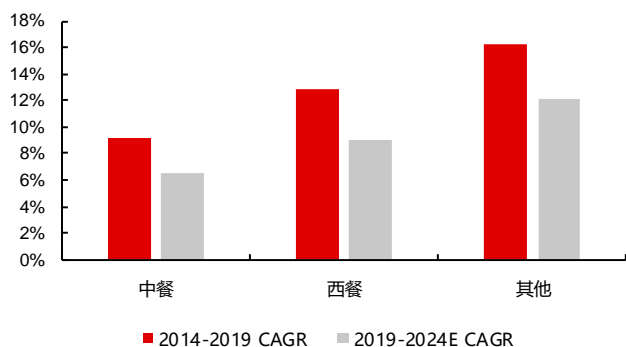
表 6：典型中式及西式复合调味料产品对比

|     | 日辰股份  | 宝立食品   |
|-----|---|--|
| 酱汁类 |  |  |
|     |  |  |
| 粉体类 |  |   |
|     |  |   |
|     |  |   |

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

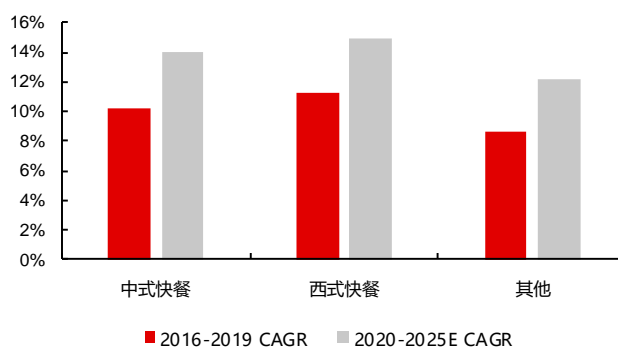
从下游行业景气度来看，西餐发展速度快于中餐。根据弗若斯特沙利文的数据，西餐市场规模在 2014-2019 年的复合增速达到 12.8%，2019-2024 年的预期复合增速为 9.0%，均高于同期中餐的增速；具体到快餐领域，西式快餐 2016-2019 年的复合增速为 11.2%，2020-2025 年预计将进一步提速至 14.9%，景气度好于中式快餐。因此，我们认为西式复合调味料在未来仍将保持较高的景气度。

图 56：行业整体看西餐市场规模增速快于中餐



资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

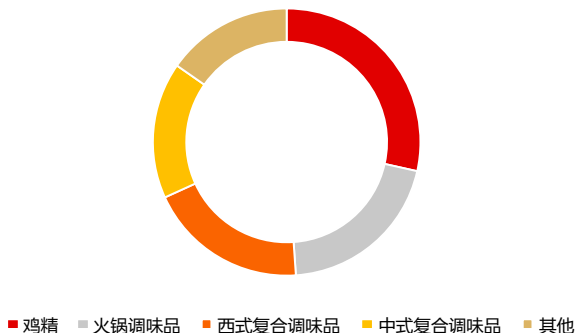
图 57：快餐领域看西式市场规模增速快于中式



资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

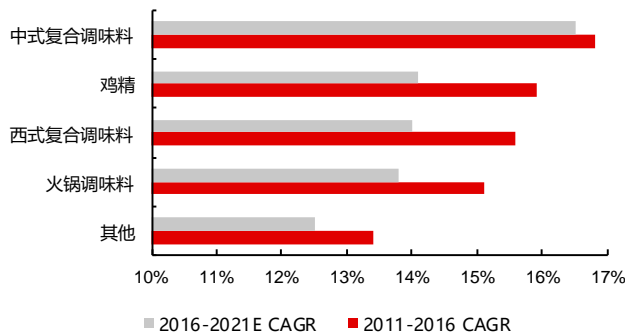
西式复调市场规模增速虽不及中式，但成长势头依旧良好。根据《2021 中国餐饮产业生态白皮书》，2021 年复合调味品市场规模预计约 1600 亿元左右，年复合增长率约为 14%。火锅调味品和中式复合调味品合计市场占比达到 36.9%，高于西式复合调味品的 19.3%。此外，根据弗若斯特沙利文数据，2011-2016、2016-2021E 中式复合调味品的行业规模增速均高于西式，但西式略高于火锅调味料。

图 58: 火锅+中式复调合计市场规模最大



资料来源: 红餐网《2021 中国餐饮产业生态白皮书》, 长江证券研究所

图 59: 中式复调增速快于西式复调



资料来源: 弗若斯特沙利文, 长江证券研究所

**面向未来, 西式复调格局优化潜力更大。**根据弗若斯特沙利文数据, 2016-2019 年我国复合调味料行业集中度 CR3 从 7.62% 提升至 12.57%。各品类之间行业集中度差距较大, 竞争较为分散。其中鸡精行业集中度较高, CR5 超过 85%, 代表性企业为太太乐鸡精; 其次火锅底料的行业集中度 CR3 为 35%; 中式调料和西式调料的竞争较为分散, 其中中式调料的行业集中度 CR3 为 8%, 代表企业为天味、日辰等; 西式调料格局则更加分散。

表 7: 中国复合调味料细分行业集中度及代表性公司

| 行业集中度             | 代表性公司          |
|-------------------|----------------|
| 鸡精<br>CR5=85%     | 太太乐            |
| 火锅调味品<br>CR3=35%  | 颐海国际、天味食品、红九九  |
| 西式复合调味品<br>竞争格局分散 | 雀巢、宝立食品        |
| 中式复合调味品<br>CR3=8% | 天味食品、颐海国际、日辰股份 |

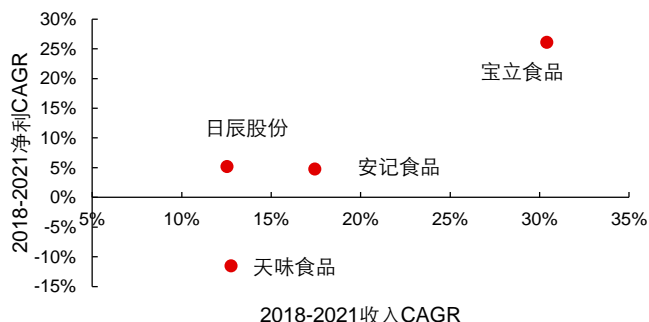
资料来源: 弗若斯特沙利文, 长江证券研究所

**公司在西式餐饮复合调味料领域处于行业领先地位, 同时在中式复调领域也有一定积累。**公司深耕复合调味料领域, 通过不断研发创新, 与餐饮连锁企业和食品工业企业建立了长期稳定的合作关系, 为其提供定制化的风味及产品解决方案。公司已成为百胜中国、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、圣农食品、泰森中国和正大食品的长期和核心复合调味料的供应商。

### 立足客户优势寻求高质增长

**C 端为主的复合调味料公司在过去几年业绩增长更快, 宝立的第二曲线更加清晰。**由于 2020 年疫情对餐饮行业的影响, B 端为主的复调公司 (日辰、宝立) 的收入增速不及 C 端为主的天味、安记, 但宝立的业绩近 2 年实现了 20% 以上复合增速。拆分产品看收入增速, 天味的第一大产品增速相对较快, 宝立、天味和安记的第二曲线表现不俗, 尤其是宝立食品的轻烹产品实现了跨越式发展。

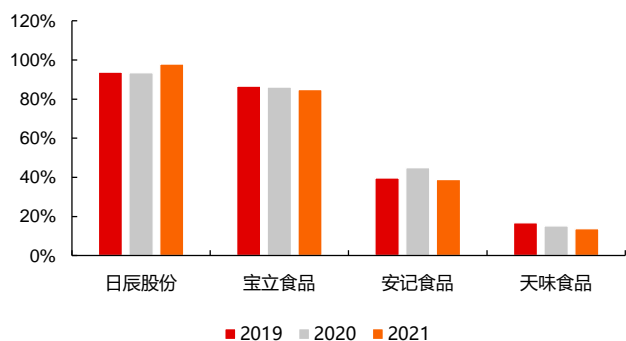
图 60: 复调可比公司近年收入利润成长性对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

**B 端为主的公司直销占比显著更高，产销率也相对更有保障。**对比过去几年几家复调公司的分渠道销售数据，日辰和宝立两家 B 端为主的公司直销占比均在 85%以上，而安记和天味则不足 50%，其销售渠道主要通过经销商来触达个人客户。正是受益于大客户的订单保障，日辰、宝立和安记的产销率略高于天味。

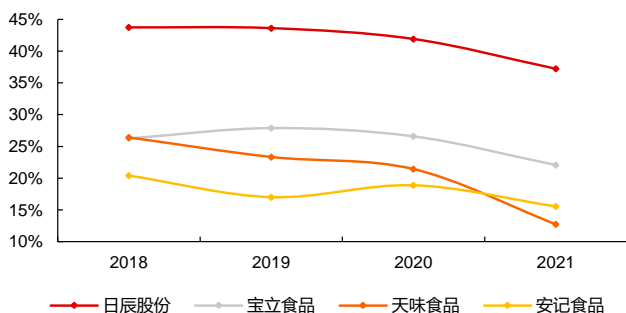
图 62: 复调可比公司直销收入占比对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

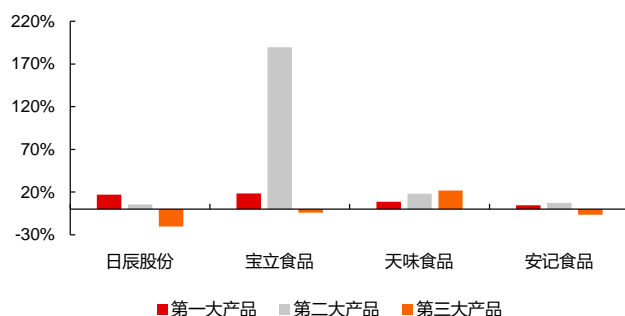
**最后，从利润率角度比较，B 端为主的企业利润水平略好于 C 端，但和品类差异也有关系。**为了排除销售模式带来的成本费用差异，我们以销售毛利率减去销售费用率进行对比，日辰的数据远超其他可比公司，宝立食品也略高于其他两个 C 端为主的天味、安记；扣非净利率方面，日辰依旧保持了领先的水平，宝立相对优势也十分明显。

图 64: 复调可比公司销售毛利率-销售费用率对比



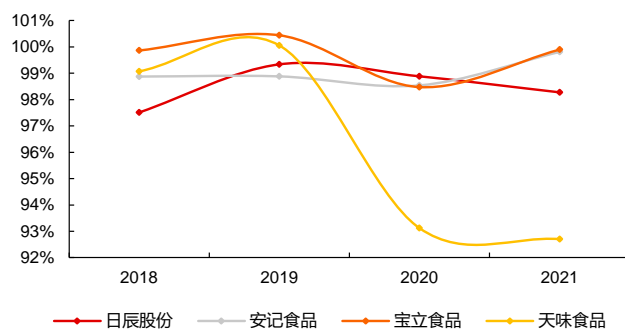
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 61: 复调可比公司前三大产品 2018-2021 年收入复合增速



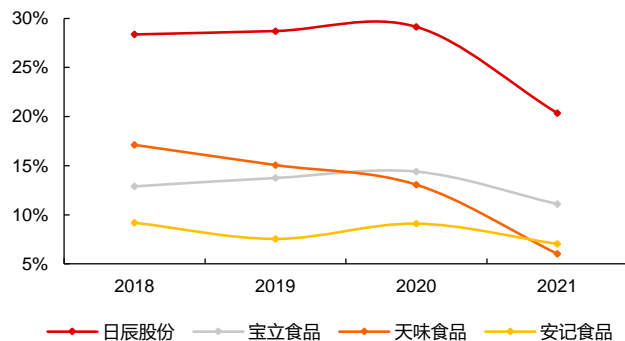
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 63: 复调可比公司产销率对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 65: 复调可比公司扣非净利率对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## B 端场景视角：公司主打复调轻烹产品

我们认为优秀的餐饮半成品企业需要具备五大能力。早期需具备较强的产品研发力和客户服务力，帮助企业实现单品的突围和种子客户的培育；中期尤其要加强渠道管控力和生产优化力的提升，助力客户范围的扩容以及单品创新性、成本优势等方面的护城河巩固；后期则需要考虑品牌和企业的市场影响力，进而寻求品类和渠道的多元发展。目前市场上的餐饮半成品企业的成长路径分为两类，一类是初创期便绑定了大 B 客户，另一类是以小 B 客户起家逐步发展，前者在早期相对更具优势，而后者在中期相对竞争优势更强。

图 66：两类不同的餐饮半成品企业核心能力对比



资料来源：长江证券研究所

不同公司成长路径各有千秋。回溯典型企业发展历史，餐饮半成品企业同时是以单一品类起家，不断改造精进，成为细分领域的龙头，随后不断加大客户覆盖面以及新品研发。以单一品种而言，大 B 起家型企业在单品的早中期发展阶段成长相对容易，因为有大 B 客户以销定研、以销定产的扶持，但在单品渗透率达到一定程度后有可能面临增长失速的问题，因此需要考验新品研发及小 B 渠道拓展管理的能力。小 B 起家型的企业通常初创期发展较为困难，但一旦进入成长、成熟期，其优秀的渠道管控能力可以帮助其快速成长，后期若新品研发能够蓄力，则第二、第三增长曲线潜力不逊大 B 起家型。

表 8：两类不同的餐饮半成品企业单品生命周期分析

| 单品生命周期   | 大 B 起家型   | 小 B 起家型                                  |
|----------|---|--|
| 初创期      | 难度较小，大 B 订单可满足早期需求  | 难度较大，小 B 需求散、小、稳定性差                      |
| 成长期      | 难度较小，伴随大 B 客户的门店拓展或自身产品渗透率提升而较快成长   | 难度适中，形成一定产品力和渠道力后，下游市场拓展将逐渐容易，同时溢价能力优势渐显 |
| 成熟期      | 难度较大，原有大 B 增长乏力，利润率被下游锁死，因此需要研发新品继续铺对成熟的终端管控能力，使得企业可以设大 B，或拓展其他 B 端客户，渠道管快速提高产品渗透率，并保持较好的利控能力需要验证 | 难度较小，产品被市场验证叠加已经相                        |
| 稳定/二次成长期 | 难度适中，若原有大 B 客户维持会继续难度适中，过往单品已经建立起一定规模增长，则新品的试错成本将降低，有望模体量的中小 B 客户基础，原有渠道快速在市场推广                   | 旧可以复用                                    |

资料来源：长江证券研究所

目前在 A 股市场中，B 端定位的餐饮供应链半成品企业主要有日辰股份、千味央厨、立

高食品、南侨食品以及宝立食品。我们从大客户的依赖程度、对下游的议价能力、自身运营效率三个方面进行对比分析。

表 9: A 股上市 to B 餐饮半成品公司业务对比

| 公司简称 | 下游客户赛道    | 第一大产品  | 第二大产品 | 第三大产品 |
|------|-----------|--------|-------|-------|
| 千味央厨 | 快餐、正餐、团餐等 | 油炸类    | 烘焙类   | 蒸煮类   |
| 立高食品 | 烘焙连锁、商超等  | 冷冻烘焙食品 | 奶油    | 水果制品  |
| 南侨食品 | 烘焙企业、商超等  | 烘焙应用油脂 | 进口品   | 淡奶油   |

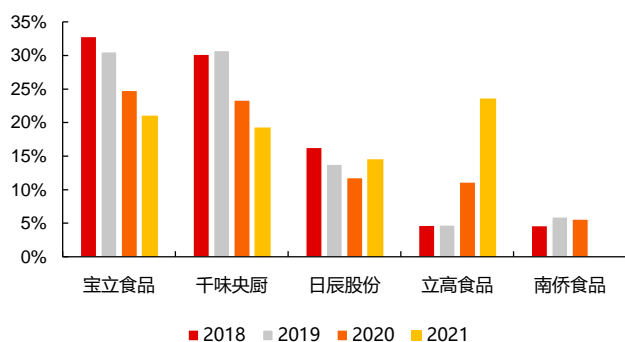
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

注: 日辰股份在前表中已列示, 此处不再重复

### 大客户依赖程度: 宝立与大客户绑定较深

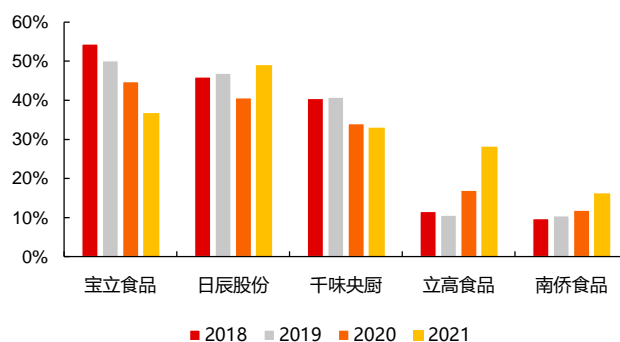
在可比的餐饮供应链半成品公司中, 宝立目前对大客户的依赖程度最高。2021 年宝立的第一大客户收入占比达 21.0%, 前五大客户收入占比为 36.7%, 在可比公司中大客户集中度偏高, 但过去三年已连续下降, 表明公司的渠道拓展及品类丰富已取得一定进展。

图 67: to B 可比公司第一大客户收入占比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

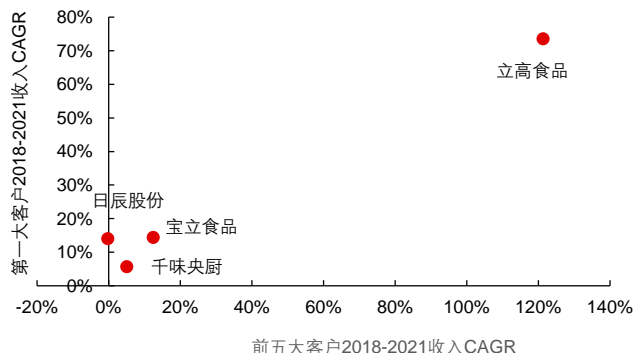
图 68: to B 可比公司前五大客户收入占比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

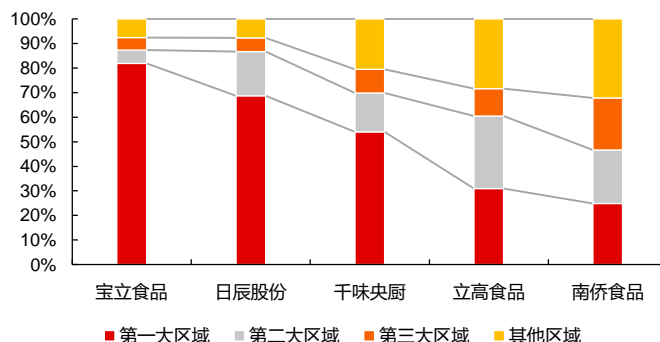
大客户集中度较高带来了其增速偏慢以及区域的集中度也较高的现象。正是因为较高的大客户收入基数, 宝立的第一大以及前五大客户收入增速偏慢, 尤其是第一大客户百胜中国近年来收入贡献有所下降。目前公司业务现已覆盖全国大部分区域, 部分客户业务覆盖全国各区域, 但出于其内部管理考虑, 存在通过单一主体统一向公司采购的情况, 公司对百胜中国的销售均统计为华东区域销售。因此, 虽然统计结果显示公司在华东地区的收入占比较高, 但公司产品在全国范围内实际的分布情况会更为均衡。

图 69: 公司大客户收入增速慢于其他可比公司



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 70: 公司报表收入贡献主要为华东地区



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 由于公司口径变粗, 千味采用 2020 年数据, 立高采用 2020 年数据, 其余公司均为 2021 年数据)

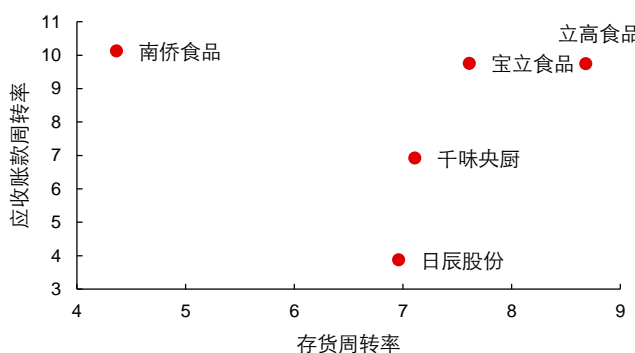
## 对下游议价能力: 宝立处于行业中游水平

我们以可比公司周转效率及现金流收益质量两个大维度对可比公司进行对比。

**周转率选择存货周转率及应收账款周转率指标:** 存货周转率越高表明下游客户的需求越旺盛消化能力强; 应收账款周转率高则代表对下游客户的话语权相对更强。立高在周转率指标上遥遥领先其他可比公司, 这与其下游客户多为中小 B 关系较大; 面向大 B 的企业不可避免地将丧失一部分对下游的话语权。

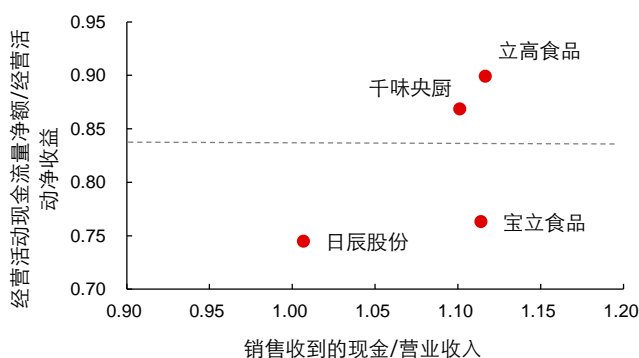
**收益质量选择销售商品收到的现金/营业收入, 以及经营活动现金流量净额/经营活动净收益两个指标:** 可比公司的销售商品收到的现金/营业收入均超过 1, 其中南侨食品、千味央厨、立高食品和宝立食品均超过 1.1; 经营活动现金流量净额/经营活动净收益超过 1 的则仅有千味、南侨和立高。

图 71: 2021 年 to B 可比公司周转率对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 72: 2021 年 to B 可比公司现金流收益质量对比



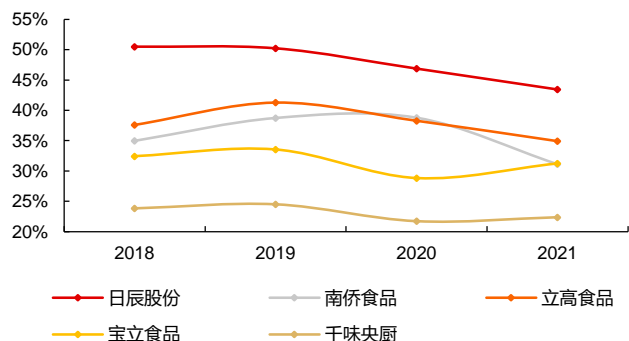
资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 自身运营效率: 宝立经营能力稳中向好

宝立食品的利润率水平表现稳定, 扣非净利率为第二梯队最高水平。日辰的毛利率及净利率较高主要因为: ①非川式口味餐饮复调的竞争烈度较川调低, 且客户核心看中品质而非单一成本考量, 客户价格敏感度低; ②作为定制模式先行者, 研发储备资源颇丰,

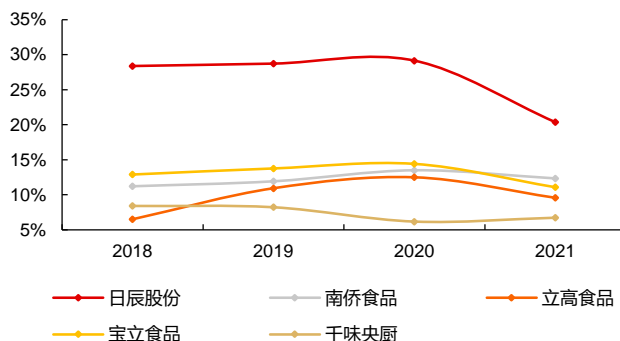
适应小批量柔性生产，能够有效控制成本。宝立毛利率水平处于行业中游水平，扣非净利率在可比公司中次于日辰、与南侨较为接近。

图 73: to B 可比公司销售毛利率对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

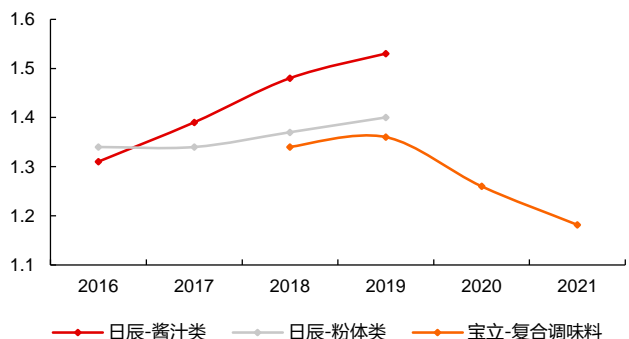
图 74: to B 可比公司扣非净利率对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

我们认为宝立利润率低于日辰的原因可能有四个方面: ①宝立的大客户依赖程度高于日辰, 下游客户话语权更强; ②产品的差异化导致日辰的复调产品售价更高, 在原材料品类接近的情况下, 带来更可观的利润空间; ③日辰非复调业务利润率水平显著更高; ④体量方面的差异, 定制化靠新品 SKU 增加推动, 随着企业规模的扩大, 涉及的竞争领域会更多, 会对毛利率产生影响。但我们看到宝立的净利率水平较其他 B 端为主的餐饮供应链企业则有领先优势, 并且过去几年仍在逐步提升。

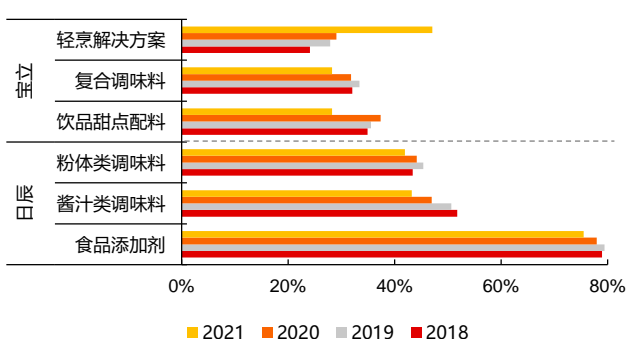
图 75: 日辰及宝立复调类产品平均销售价格 (万元/吨)



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

注: 日辰 2019 年数据为 2019H1 数据

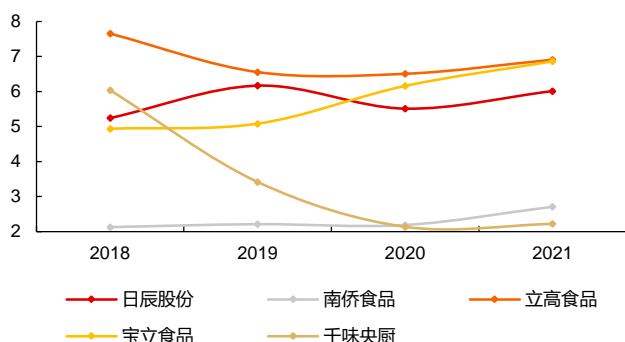
图 76: 日辰新品类毛利率较高



资料来源: Wind, 长江证券研究所

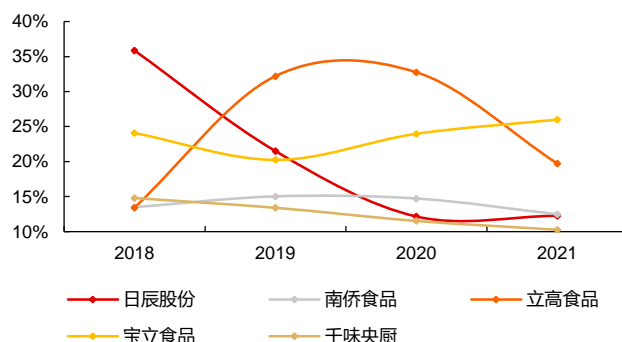
资产利用效率角度看, 宝立的表现行业内领先。宝立的固定资产周转率过去几年持续提升, 2021 年达到 6.86, 仅次于立高; 总资产报酬率同样保持稳定, 2021 年达到 26%。表明公司目前的工厂等利用率保持较高水平, 随着未来新工厂的投入, 该值可能会出现一定下降。

图 77: B 端可比公司固定资产周转率对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 78: B 端可比公司总资产报酬率对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## C 端产品视角: 新兴品牌异军突起

C 端方便食品正向年轻化、多元化发展, 新兴互联网品牌起步较快。根据魔镜市场情报 2021 年淘宝天猫在线方便速食/速冻食品品牌在线销售额情况, 新锐品牌如李子柒、自嗨锅、拉面说、空刻、开小灶、阿宽等排名靠前, 以更年轻化的包装形式、更多元的食用场景、更细分的品类赛道入局, 进一步抢占 Z 世代人群心智。

图 79: 当前新兴方便食品主要玩家类型对比



资料来源: 头豹研究院, 长江证券研究所

宝立在 C 端方便食品的主要抓手为空刻。空刻意面推出于 2019 年, 在国内率先提出了“速食意面”的概念, 产品一上市便热销。空刻连续 3 年天猫意大利面类目销量第一, 获得“2021 年度最受消费者青睐食品饮料品牌”。目前空刻已经初步实现全渠道销售, 在抖音、天猫、京东、微信小程序等线上平台都能找到「Airmeter 空刻」的产品, 同时也覆盖了沃尔玛、OLE、盒马、永旺、联华等线下大型连锁商超。

图 80: 空刻天猫旗舰店主要销售产品



资料来源: 天猫, 长江证券研究所

**A 股拟上市企业阿宽食品同样主打方便粉面类产品。**阿宽食品是一家致力于新一代健康方便食品和复合调味品的产品策划、技术研发、生产制造、营销推广和品牌运营的专业化大型食品制造企业, 公司产品主要涉足非油炸方便面、方便粉丝、方便米粉、自加热食品、轻烹自煮面品、轻食复合调味料等六大品类。

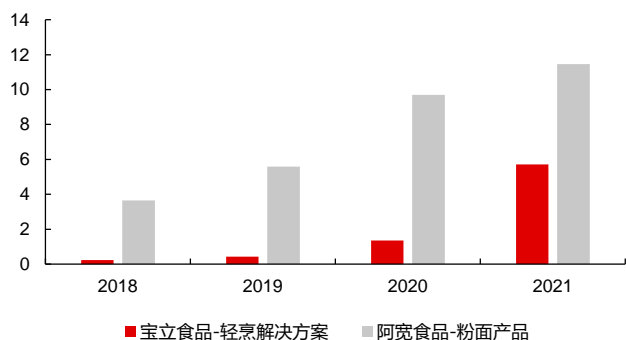
图 81: 阿宽天猫旗舰店主要销售产品



资料来源: 天猫, 长江证券研究所

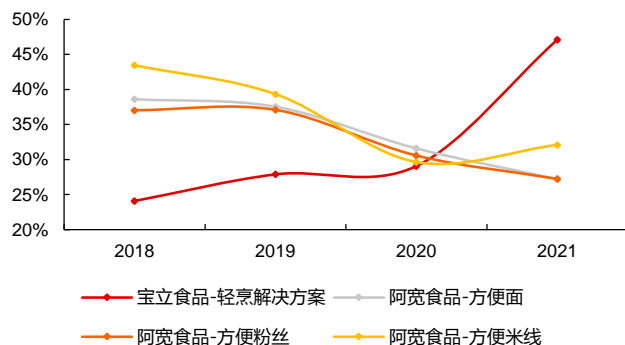
**宝立食品的轻烹解决方案业务起步较晚, 2021 年实现对空刻的并表后从幕后走到台前。**2018-2021 年宝立食品轻烹解决方案业务收入复合增速达 190%。若单看空刻网络的收入、利润表现, 2021 年分别同比增长 571%和 226%, 2021 年收入达 4.58 亿元、净利润达 0.29 亿元。毛利率对比看, 由于 2021 年 4-12 月间接并表空刻网络, 宝立轻烹解决方案业务毛利率同比改善明显。

图 82: 宝立食品及阿宽食品可比业务收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

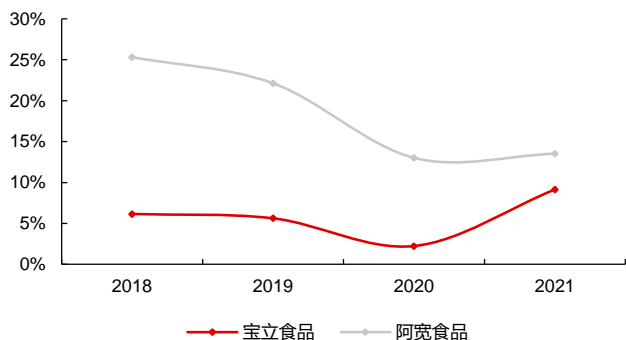
图 83: 宝立食品及阿宽食品可比业务毛利率情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

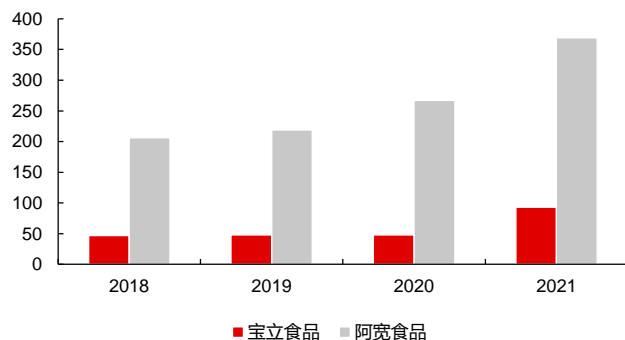
由于 C 端比重更高的缘故, 阿宽食品的销售费用率、销售人员体量均高于宝立。2021 年宝立食品和阿宽食品的销售费用率分别为 9.2%和 13.5%, 宝立并表空刻后销售费用占比和销售人员数量有所提高。未来若 C 端业务占比继续提升, 公司的销售相关投入或将进一步增加。

图 84: 宝立食品及阿宽食品销售费用率对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 85: 宝立食品及阿宽食品销售人员数量 (人)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

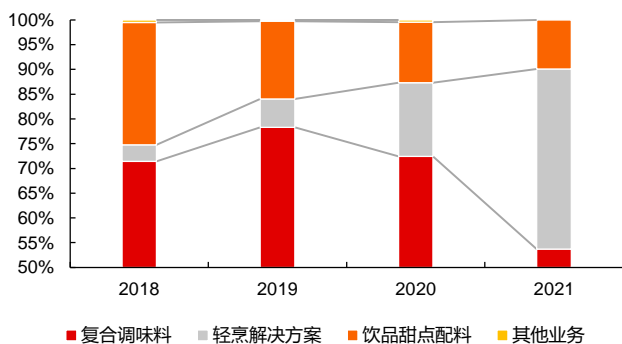
## 温故立新，打造新成长曲线

目前市场对于公司长期成长性的关注主要集中在三个方面：一是品类局限性，西式快餐市场容量有限，公司产品能否满足未来的持续增长？二是渠道拓展能力，公司以大 B 起家，小 B 覆盖能力、经销商管理能力以及线上销售能力基础均较弱，未来如何扩大市场覆盖面？三是产能利用问题，2020 年及之前产能利用率整体偏低，新规划产能是否能适应公司战略？我们对这三方面问题进行逐一探讨。

## 品类扩张：紧跟趋势，新品迭出

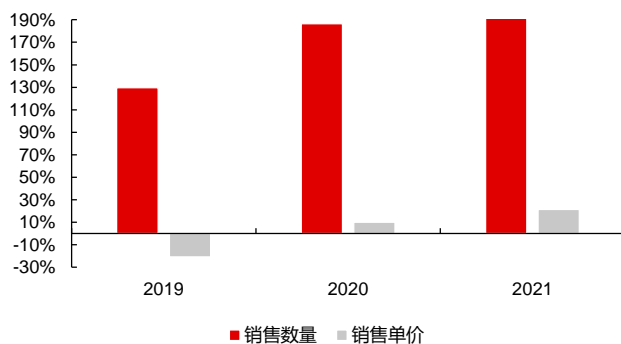
在西式复调稳健的业务基础上，公司在其他食品业务上也在积极探索。轻烹解决方案方面，公司围绕市场风味变化，持续研发适应市场和消费者需求的各式风味的轻烹料理酱包和轻烹料理汤包，其中终端消费者产品空刻意面成为互联网意面品牌爆款；饮品甜点配料方面，公司推出晶球、粉圆等创意小料产品，并开拓喜茶等现制茶饮客户。2018 年至 2021 年，公司轻烹解决方案和饮品甜点配料营业收入占比从 28.18% 提高至 46.29%，公司产品结构更加多元化。

图 86：公司营业收入结构日趋多元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 87：公司轻烹解决方案销售数量增长较快



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 10：公司轻烹解决方案、甜点饮品配料典型产品

| 宝立食品   |   |
|--------|---|
| 意面     |                       |
| 轻烹解决方案 |                       |
| 甜点饮品配料 | 爆珠、晶球、粉圆和布丁等创意小料产品<br> |

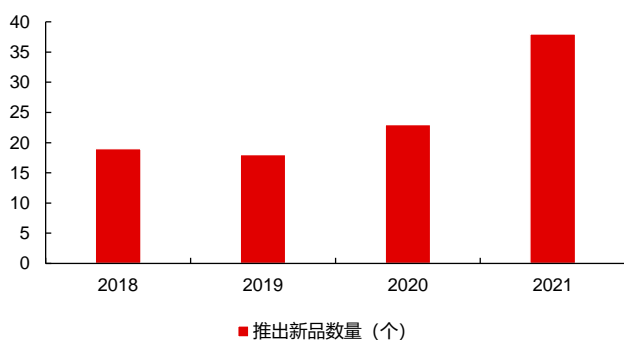
蓝莓、西柚、  
芒果百  
香果等果酱产  
品



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司研发部持续进行新产品、新工艺、新技术的研发等，每年均有一定量的新品研发成果。公司会结合市场状况、销售策略等因素选择研发新品推向市场。2020 年以来公司推新速度加快，每年公司推出并形成销售新品数百种甚至近千种规模。

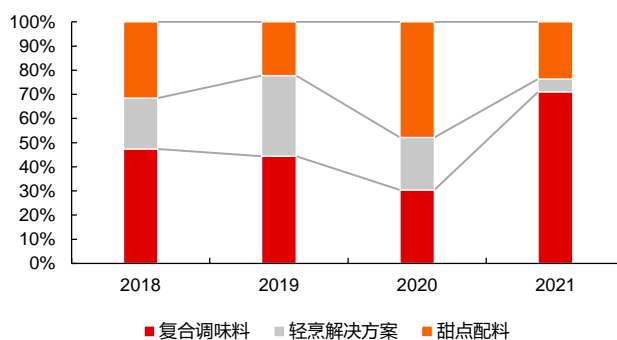
图 88：公司推出新品速度加快



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

注：仅列示招股书披露的每一年度的主要产品，实际推新远高于此数

图 89：公司推出新品以复调、配料为主



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 11：公司目前在研项目情况

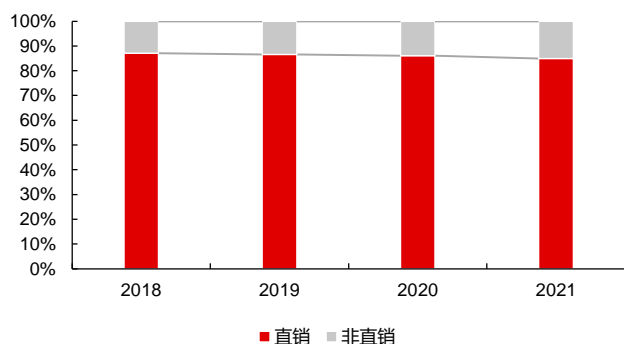
| 研发名称             | 进展情况   |
|------------------|--------|
| HPP 超高压低温杀菌技术的研究 | 设计开发阶段 |
| 高端营养汤的研究         | 设计开发阶段 |
| 仿生食品和素食食品的研究     | 设计开发阶段 |
| 耐温果冻的制备工艺研究      | 设计开发阶段 |
| 零卡路里晶球的制备工艺研究    | 设计开发阶段 |
| 中式传统经典菜肴标准化及易烹饪  | 产品测试阶段 |
| 快煮免煮芋圆的研究        | 客户确认阶段 |
| 冷冻即食果蔬安全及稳定性研究   | 客户确认阶段 |
| 燕麦谷物包心爆珠         | 客户确认阶段 |
| 中式炒料沙拉酱研究        | 试产阶段   |
| 微波杀菌香辛料的工艺研究     | 试产阶段   |

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

## 渠道管控：加快布局，初现峥嵘

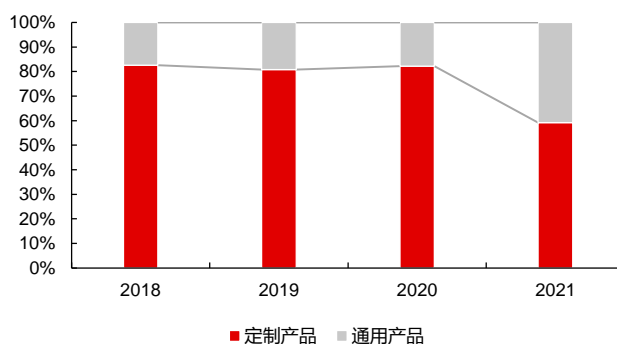
公司目前仍是大 B 导向为主，21 年厨房阿芬归为通用产品。大客户集中度、直销渠道占比以及定制产品是息息相关的三个指标：直销渠道包括了公司直接对下游连锁餐饮企业、食品工业企业以及互联网餐饮客户的销售，也包括线上销售等，公司目前直销渠道占比较大，经销、代销等渠道基础尚薄弱；定制产品主要是针对大客户提供的差异化产品（亦有小部分通用产品），对于一般中小客户以及终端消费者则销售通用产品，主要指公司自有品牌“宝立客滋”产品以及其他销往不定向客户的通用产品，通用产品的客户群体主要系调味料贸易商和中小餐饮连锁企业。2021 年公司通用产品占比上升，主要原因是收购厨房阿芬前，公司销售给厨房阿芬的轻烹调料酱包系根据厨房阿芬在口味、尺寸等方面的需求进行定制的产品，因此将其归类为定制品。收购厨房阿芬后，公司面向终端消费者销售的轻烹食品空刻意面系标准化产品，因此将其归类为通用品。

图 90：公司直销渠道占比约占 85%



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 91：公司 2018-2021 年定制产品销售占比

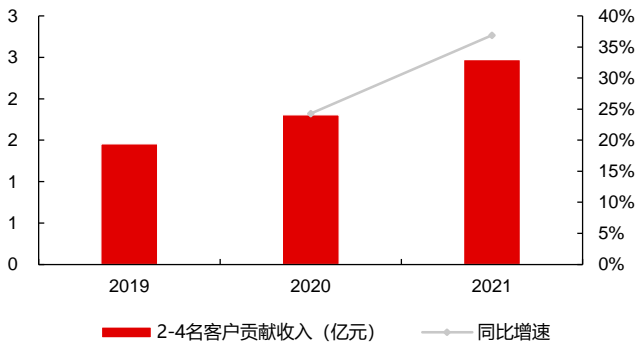


资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

除了百胜中国大客户外，公司近年来积极发展其他 B 端客户以及 C 端消费者，并取得了一定成效：

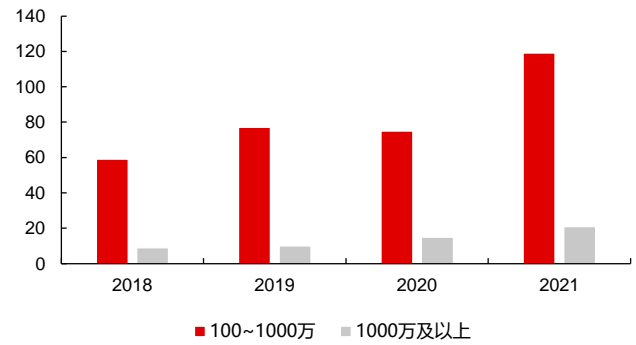
- (1) **其他 B 端客户**：销售金额达 1,000 万元（或 500 万元）的客户数量呈逐年上升趋势，主要系一方面公司与现有客户不断深化合作扩大销售，另一方面公司基于对大客户的服务能力及行业口碑，不断拓展优质客户的结果。该部分客户销售金额合计占公司主营业务收入的比例较高，各期均超过 60%。销售金额在 100 万元到 1,000 万元（或 50 万元到 500 万元）之间的客户数量分别为 59 家、77 家、75 家和 119 家，销售金额合计占各期主营业务收入的比例分别为 21.96%、26.48%、22.84%和 21.43%，占比较为平稳。

图 92: 2020 年公司 2-4 名大客户贡献收入增长较快



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 93: 公司年采购 100 万以上客户数目持续增加

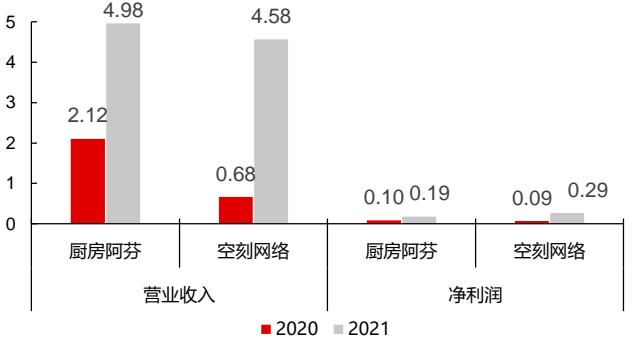


资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

注: 2021 H1 收入范围划分范围已根据期间长度调整为全年的 50%

(2) **C 端消费者:** 针对终端消费者, 公司产品以自有品牌“宝立客滋”以经销模式对外销售, 产品主要以酱汁类和粉体类调味品为主。此外, 2021 年 3 月 16 日公司以自有资金收购厨房阿芬 75% 股权, 估值 5600 万元。厨房阿芬的主营业务为轻烹解决方案类产品的销售, 主要产品包括空刻意面和捞饭等, 厨房阿芬及其子公司空刻网络具有较强的面向个体消费者的产品创新和推广能力。通过自身在企业客户风味及产品解决方案中的强大研发能力, 公司未来将持续推出面向消费者的新风味产品, 进一步提高公司品牌影响力和盈利能力。

图 94: 厨房阿芬及空刻网络体量快速成长 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 95: 厨房里的阿芬旗舰店部分产品



资料来源: 淘宝, 长江证券研究所

综合来看, 公司目前的渠道建设尚处于起步期。基于百胜中国的背书以及公司在西式复合调味料的领先优势, B 端其他客户的拓展较为顺利。但经销商渠道以及终端消费者的培育还处于早期阶段, 目前通过自有品牌“宝立客滋”以及收购的厨房阿芬进行布局, 关注后期成效。

## 产能规划: 募投助力, 步步为营

为满足业务发展的需要, 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, 此举将有助于提升公司的产品丰富度、定制化产品快速响应能力与先进生产水平, 以增强公司综合服务水准。

表 12：公司募集资金使用计划

| 序号 | 项目名称           | 项目总投资（万元） | 计划利用募集资金额（万元） |
|----|----------------|-----------|---------------|
| 1  | 嘉兴生产基地（二期）建设项目 | 25348.01  | 18000.00      |
| 2  | 信息化中心建设项目      | 3190.98   | 2300.00       |
| 3  | 补充流动资金         | 17461.01  | 13212.73      |
|    | 合计             | 46000.00  | 33512.73      |

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

## 盈利预测及投资建议

公司作为 B 端复调产品起家的食品企业，多年发展已经形成复调、轻烹、饮品配料三大核心产品体系，B 端、C 端两大渠道协同的业务格局。B 端业务将依托研发、生产和服务优势，一方面强化在成熟客户体系内的新品渗透，另一方面抓住更多潜力客户的成长机遇；C 端业务将以轻烹解决方案产品为切入点，以空刻意面为主要抓手，逐步丰富品牌、品类，并依托产品力实现长足发展。预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 1.92/2.60/3.37 亿元，EPS 分别为 0.48/0.65/0.84 元，对应当前股价 PE 分别为 62/46/35 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**财务报表及预测指标**

| 利润表 (百万元)               |             |             |             |             | 资产负债表 (百万元)    |             |             |             |             |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                         | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       |                | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
| <b>营业总收入</b>            | <b>1578</b> | <b>1979</b> | <b>2454</b> | <b>2977</b> | 货币资金           | 100         | 483         | 855         | 1078        |
| 营业成本                    | 1085        | 1394        | 1688        | 2036        | 交易性金融资产        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>毛利</b>               | <b>493</b>  | <b>585</b>  | <b>766</b>  | <b>941</b>  | 应收账款           | 210         | 419         | 334         | 564         |
| %营业收入                   | 31%         | 30%         | 31%         | 32%         | 存货             | 184         | 209         | 259         | 303         |
| 营业税金及附加                 | 10          | 13          | 16          | 20          | 预付账款           | 26          | 30          | 39          | 46          |
| %营业收入                   | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 其他流动资产         | 16          | 34          | 29          | 48          |
| 销售费用                    | 144         | 191         | 263         | 312         | <b>流动资产合计</b>  | <b>536</b>  | <b>1175</b> | <b>1514</b> | <b>2038</b> |
| %营业收入                   | 9%          | 10%         | 11%         | 10%         | 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 管理费用                    | 52          | 70          | 83          | 96          | 投资性房地产         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| %营业收入                   | 3%          | 4%          | 3%          | 3%          | 固定资产合计         | 314         | 307         | 298         | 290         |
| 研发费用                    | 40          | 50          | 58          | 67          | 无形资产           | 79          | 79          | 79          | 79          |
| %营业收入                   | 3%          | 3%          | 2%          | 2%          | 商誉             | 31          | 31          | 31          | 31          |
| 财务费用                    | 4           | 3           | 1           | -1          | 递延所得税资产        | 16          | 16          | 16          | 16          |
| %营业收入                   | 0%          | 0%          | 0%          | 0%          | 其他非流动资产        | 140         | 134         | 129         | 123         |
| 加: 资产减值损失               | -5          | -8          | -9          | -11         | <b>资产总计</b>    | <b>1116</b> | <b>1741</b> | <b>2067</b> | <b>2577</b> |
| 信用减值损失                  | -2          | -4          | -4          | -5          | 短期贷款           | 87          | 67          | 57          | 52          |
| 公允价值变动收益                | 0           | 0           | 0           | 0           | 应付款项           | 133         | 194         | 192         | 270         |
| 投资收益                    | 3           | 3           | 4           | 5           | 预收账款           | 0           | 2           | 1           | 2           |
| <b>营业利润</b>             | <b>252</b>  | <b>263</b>  | <b>354</b>  | <b>460</b>  | 应付职工薪酬         | 31          | 38          | 46          | 56          |
| %营业收入                   | 16%         | 13%         | 14%         | 15%         | 应交税费           | 65          | 97          | 116         | 140         |
| 营业外收支                   | -3          | -2          | -3          | -4          | 其他流动负债         | 25          | 34          | 39          | 46          |
| <b>利润总额</b>             | <b>248</b>  | <b>261</b>  | <b>351</b>  | <b>456</b>  | <b>流动负债合计</b>  | <b>341</b>  | <b>432</b>  | <b>451</b>  | <b>565</b>  |
| %营业收入                   | 16%         | 13%         | 14%         | 15%         | 长期借款           | 53          | 33          | 48          | 68          |
| 所得税费用                   | 54          | 59          | 78          | 101         | 应付债券           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 净利润                     | 195         | 202         | 273         | 355         | 递延所得税负债        | 4           | 4           | 4           | 4           |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b>    | <b>185</b>  | <b>192</b>  | <b>260</b>  | <b>337</b>  | 其他非流动负债        | 41          | 46          | 51          | 56          |
| 少数股东损益                  | 9           | 10          | 14          | 18          | <b>负债合计</b>    | <b>438</b>  | <b>515</b>  | <b>554</b>  | <b>693</b>  |
| <b>EPS (元)</b>          | <b>0.52</b> | <b>0.48</b> | <b>0.65</b> | <b>0.84</b> | 归属于母公司所有者权益    | 652         | 1192        | 1465        | 1818        |
|                         |             |             |             |             | 少数股东权益         | 25          | 35          | 49          | 66          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b>      |             |             |             |             | <b>股东权益</b>    | <b>678</b>  | <b>1226</b> | <b>1513</b> | <b>1884</b> |
|                         | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       | <b>负债及股东权益</b> | <b>1116</b> | <b>1741</b> | <b>2067</b> | <b>2577</b> |
| <b>经营活动现金流净额</b>        | <b>179</b>  | <b>88</b>   | <b>366</b>  | <b>208</b>  |                |             |             |             |             |
| 取得投资收益收回现金              | 0           | 3           | 4           | 5           | <b>基本指标</b>    |             |             |             |             |
| 长期股权投资                  | 0           | 0           | 0           | 0           |                | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
| 资本性支出                   | -153        | -2          | -3          | -4          | 每股收益           | 0.52        | 0.48        | 0.65        | 0.84        |
| 其他                      | 42          | 0           | 0           | 0           | 每股经营现金流        | 0.45        | 0.22        | 0.91        | 0.52        |
| <b>投资活动现金流净额</b>        | <b>-110</b> | <b>1</b>    | <b>2</b>    | <b>2</b>    | 市盈率            | 57.27       | 61.94       | 45.88       | 35.37       |
| 债券融资                    | 0           | 0           | 0           | 0           | 市净率            | 18.26       | 10.00       | 8.13        | 6.55        |
| 股权融资                    | 0           | 335         | 0           | 0           | EV/EBITDA      | 42.88       | 39.51       | 29.28       | 22.50       |
| 银行贷款增加 (减少)             | 144         | -40         | 5           | 15          | 总资产收益率         | 16.6%       | 11.0%       | 12.6%       | 13.1%       |
| 筹资成本                    | -24         | -6          | -6          | -6          | 净资产收益率         | 28.4%       | 16.1%       | 17.7%       | 18.5%       |
| 其他                      | -155        | 5           | 5           | 5           | 净利率            | 11.8%       | 9.7%        | 10.6%       | 11.3%       |
| <b>筹资活动现金流净额</b>        | <b>-34</b>  | <b>294</b>  | <b>4</b>    | <b>14</b>   | 资产负债率          | 39.3%       | 29.6%       | 26.8%       | 26.9%       |
| <b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b> | <b>34</b>   | <b>383</b>  | <b>372</b>  | <b>223</b>  | 总资产周转率         | 1.62        | 1.39        | 1.29        | 1.28        |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

|        |   |
|--------|---|
| 行业评级   | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  |
| 看 好：   | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数   |
| 中 性：   | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平  |
| 看 淡：   | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数   |
| 公司评级   | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：      |
| 买 入：   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%                                     |
| 增 持：   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间                                 |
| 中 性：   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                  |
| 减 持：   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                      |
| 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
 P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
 P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
 P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
 P.C / (518048)

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。