



Research and
Development Center

定制复调龙头，兼具 C 端思维

—宝立食品(603170)公司深度报告

2022 年 08 月 08 日

马铮 食品饮料首席分析师
S1500520110001
13392190215
mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

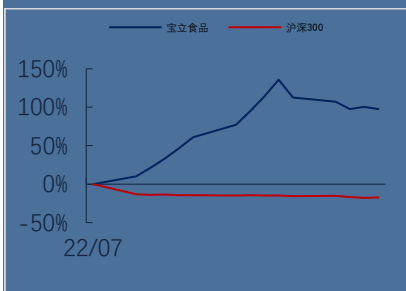
公司研究

公司深度报告

宝立食品 (603170)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	29.78
52周内股价波动区间(元)	34.12-14.47
最近一月涨跌幅(%)	146.93
总股本(亿股)	4.00
流通A股比例(%)	10.00
总市值(亿元)	119.12

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

定制复调龙头，兼具C端思维

2022年08月08日

本期内容提要：

◆投资建议：定制复合调味料业务仍保持稳健增长，空刻意面贡献收入弹性，BC端双轮驱动。餐饮连锁化驱动复合调味料行业发展，公司有望持续享受行业红利。空刻意面处于品类上升期，同时公司也有望拓展其他速食品类，成长空间仍大。我们预计公司22-24年EPS分别为0.50/0.69/0.92元，对应PE分别为60.15/43.07/32.27倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆定制复调趋势明显，轻烹食品新品迭出。出于对口味的统一性以及提升烹饪效率的要求，连锁餐厅更有动力使用标准化的复合调味品。当前我国餐饮连锁化率仍较低，对标海外，还有很大提升空间。轻烹食品既方便快捷，也能提高消费者的生活品质。面对外卖崛起的冲击以及互联网发展带来的机遇，轻烹食品也出现了升级变化。新式茶饮作为具备时尚、休闲特点以及美好生活体验的消费饮品，近年来蓬勃发展，市场规模持续爆发。

◆研发是核心、沉淀配方库和响应速度是能力。公司建立了完善的研发体系，持续的研发投入不断提升自身竞争力。公司持续面向餐饮企业和食品工业企业提供复合调味料解决方案，已经积累了丰富研发经验和产品配方。凭借前期的沉淀，公司在开发新客户方面有更为快速的响应能力。B端餐饮客户更换供应商的成本较高，因此客户粘性强。公司复合调味料业务收入保持稳健增长，一方面，公司逐渐加深与老客户的合作，不断开发出新产品，同时也受益于老客户自身的门店扩张；另一方面，餐饮连锁化率不断提升，餐饮企业对上游定制调味品的需求有望进一步提升，新客户也有望贡献收入增长。

◆空刻产品力强，品牌具有先发优势。空刻推出一站式意面解决方案，以西式方便速食产品切入市场，成功占据“意面方便化”先机。空刻意面的风味酱料由宝立食品供应，产品风味好，消费者认可度高。营销层面，空刻在小红书、微博、B站等多个平台持续铺发广告，捕捉消费群体。当前空刻正享受品牌红利，以及品类的快速增长，规模持续爆发。未来空刻有望孵化更多SKU，打造出西餐的产品矩阵。短期空刻处于市场开拓期，市场推广费用较高。随着空刻在线上投放愈发精准与高效，以及品牌效应的体现，中长期看销售费用率趋势下降。

◆股价催化剂：原材料价格下降；业绩超预期等。

◆风险因素：原材料价格上涨超预期；新客户开发不及预期；餐饮复苏不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	905	1,578	2,030	2,508	3,034
增长率 YoY %	21.8%	74.4%	28.7%	23.5%	21.0%
归属母公司净利润(百万元)	134	185	198	277	369
增长率 YoY%	64.6%	38.2%	6.8%	39.6%	33.5%
毛利率%	28.8%	31.2%	31.7%	33.0%	33.4%
净资产收益率ROE%	27.8%	28.4%	17.7%	21.1%	23.5%
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.46	0.50	0.69	0.92
市盈率 P/E(倍)	--	--	60.15	43.07	32.27
市净率 P/B(倍)	--	--	10.63	9.09	7.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年08月05日收盘价

目录

投资逻辑	5
1 百胜供应链起家，探索多元化战略布局	6
1.1 深耕西式复调领域，提供风味解决方案	6
1.2 传统复调业务稳健增长，轻烹解决方案收入持续爆发	6
1.3 以直销模式为核心，拓展电商业务	9
1.4 管理层经验丰富，四位股东为实际控制人	10
2 定制复调趋势明显，轻烹食品新品迭出	13
2.1 复合化是调味品行业的重要发展趋势	13
2.2 餐饮连锁化成为复合调味料增长的重要推力	13
2.3 生活便捷化需求带动轻烹食品新品类不断涌现	14
3 定制复调客户粘性高，C端品牌有先发优势	16
3.1 研发是核心、沉淀配方库和响应速度是能力	16
3.2 宝立拥有优质的客户资源和品牌影响力	17
3.3 空刻在速食意面品类已占得先机	18
3.4 募资扩产，突破生产瓶颈	19
4 产品结构持续改善，销售费用短期承压	21
4.1 轻烹解决方案业务带动毛利率提升	21
4.2 推广费用短期激增，人才待遇优于同业	22
4.3 ROE 相对稳定，且维持在 30% 左右	22
5 盈利预测	24
6 风险因素	25

表目录

表 1: 核心高管团队经验丰富	11
表 2: 主要上市复调企业概况	13
表 3: 公司近年来获得诸多奖项	16
表 4: 公司四大生产基地产能情况	20
表 5: 募集资金数额及投资项目	20
表 6: 公司收入预测	24
表 7: 可比公司估值对比	24

图目录

图 1: 宝立食品发展历程	6
图 2: 宝立食品产品线概览	7
图 3: 2021 年复合调味料业务占比仍最高	7
图 4: 轻烹解决方案业务收入占比提升明显	7
图 5: 18-21 年复合调味料收入 CAGR 为 18.4%	8
图 6: 18-21 年复合调味料销量 CAGR 为 23.3%	8
图 7: 18-21 年轻烹解决方案收入 CAGR 为 137.2%	8
图 8: 18-21 年轻烹解决方案销量 CAGR 为 184.3%	8
图 9: 18-21 年饮品甜点配料收入 CAGR 为 -4.1%	9
图 10: 18-21 年饮品甜点配料销量 CAGR 为 -8.1%	9
图 11: 直接材料在成本中占比最高	9
图 12: 公司主要原材料种类较多	9
图 13: 渠道模式以直销为主	10
图 14: 21 年通用品占比大幅增加	10
图 15: 18-21 年公司前五大客户收入占比下降	10
图 16: 华东地区营收占比最高	10
图 17: 四位股东为实际控制人	11
图 18: 2014-20 年调味品行业规模 CAGR 为 7.3%	13
图 19: 复合调味品市场规模增速快于调味品行业	13
图 20: 国内餐饮连锁化率快速提升	14
图 21: 国内餐饮连锁化程度有提高空间	14
图 22: 西式快餐市场规模保持稳健增长	14
图 23: 新式茶饮市场规模持续爆发	14
图 24: 方便食品赛道广阔	15
图 25: 中国意面市场规模超百亿	15
图 26: 公司研发投入持续增长	16
图 27: 定制调味品企业研发投入较高	16

图 28: 公司拥有优质客户资源.....	17
图 29: 复合调味料业务前五大客户基本稳定.....	17
图 30: 头部大客户贡献销售额持续增长.....	17
图 31: 公司与百胜的合作逐渐加深.....	17
图 32: 收购后的厨房阿芬股权结构.....	18
图 33: 20-21 年厨房阿芬收入大幅增长.....	18
图 34: 厨房阿芬量价拆分.....	18
图 35: 配齐西式意面所需.....	19
图 36: 小红书上有众多达人推广.....	19
图 37: 空刻意面价格带位于中高端.....	19
图 38: 18-21 年粉类和酱类产品产能 CAGR 分别为 17.8%和 20.9%.....	20
图 39: 产能利用率持续维持 80%以上.....	20
图 40: 20-21 年收入和利润均大幅增长.....	21
图 41: 盈利能力保持相对稳定.....	21
图 42: 21 年空刻和厨房阿芬净利率分别为 6.2%和 3.9%.....	21
图 43: 轻烹解决方案业务毛利率趋势提升.....	21
图 44: 收购厨房阿芬后销售费用率大幅提升.....	22
图 45: 并购厨房阿芬导致销售推广费用大幅提升.....	22
图 46: 公司销售人员人均薪酬高于可比公司.....	22
图 47: 公司管理人员人均薪酬高于可比公司.....	22
图 48: 公司 ROE 维持在 30%左右, 高于日辰.....	23
图 49: 公司的盈利能力弱于日辰.....	23
图 50: 公司资产周转效率高于日辰.....	23
图 51: 公司权益乘数高于日辰.....	23

投资逻辑

市场担心公司成长空间相对有限。我们认为：定制复调业务增长稳健，未来公司仍将享受餐饮连锁化率提升的红利，实现快速扩张。方便速食赛道广阔，细分品类众多，当前空刻布局品类单一，但后续也可往其他西式速食品类发力，品类延伸有望打开 C 端天花板。

我们对宝立食品的核心推荐逻辑如下：

- 1、B 端餐饮客户粘性强。**公司凭借强大的研发实力、及时响应能力和优质服务能力，已与众多知名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。餐饮企业更关注品质稳定性、食品安全性与良好的口味，更换调味品供应商的转换成本较高，因此客户的稳定性高。
- 2、传统复调业务增长稳健。**18-21 年复合调味料业务收入复合增速为 18.4%。一方面，公司逐渐加深与老客户的合作，不断开发出新产品，同时也受益于老客户自身的门店扩张；另一方面，餐饮连锁化率不断提升，餐饮企业对上游定制调味品的需求有望进一步提升，新客户也有望贡献收入增长。
- 3、空刻贡献收入弹性。**18-21 年轻烹解决方案收入 CAGR 为 137.2%，营收占比从 3.3%提高至 23.9%。当前空刻正享受品牌红利，以及品类快速增长，产品渗透率持续提升。未来空刻有望孵化更多 SKU，打造出西餐的产品矩阵。空刻处于市场开拓期，短期市场推广费用较高。随着空刻在线上投放愈发精准与高效，以及品牌效应的体现，中长期看销售费用率趋势下降。

1 百胜供应链起家，探索多元化战略布局

1.1 深耕西式复调领域，提供风味解决方案

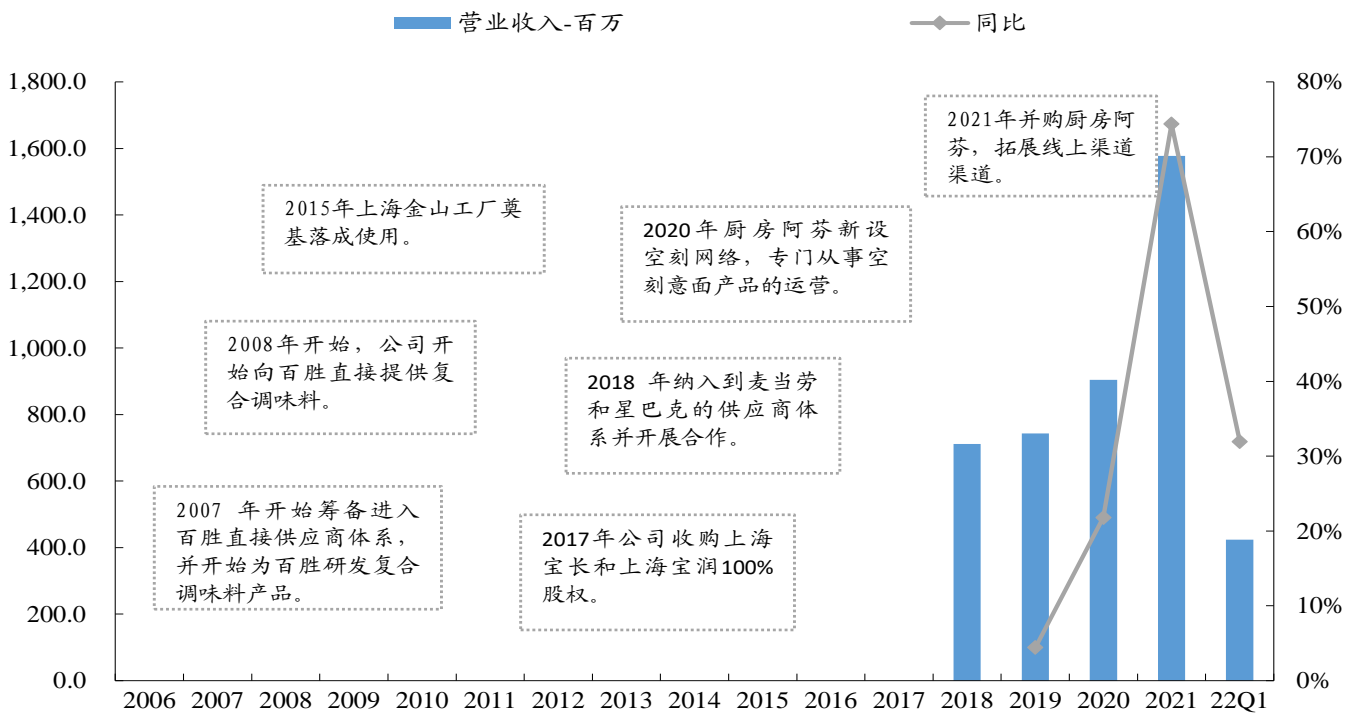
公司成立于 2001 年，总部位于上海市松江区。公司在复合调味料领域深耕多年，在行业内具有很高的知名度，品质至上的理念不断开拓创新，已通过相关质量管理体系等认证，达到国际化安全和品质标准公司与国内外知名餐饮连锁和大型食品工业企业建立了长期稳定合作关系。公司产品线不断拓展丰富，与现制茶饮连锁企业和互联网食品创意企业开展合作。

初创期（2001 年至 2007 年）：公司的客户主要是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，收入规模相对较小，产品全部为裹粉、面包糠、腌料、撒粉和调味粉等粉体类复合调味料。

快速发展期（2008 年至 2017 年）：公司开始向百胜直接提供复合调味料，早期产品如烧烤用复合腌料、新奥尔良腌料、二代粥底粉、灯影牛肉酱，藤椒风味酱等。公司丰富和完善了粉体类和酱汁类复合调味料的产品布局。

多元化布局（2018 年至今）：公司继续巩固和提升在餐饮连锁企业和食品工业客户复合调味料市场份额。同时，公司开始向国内新兴热门市场如现制茶饮、互联网轻烹解决方案进行探索并战略布局，现已切入轻烹解决方案、饮品甜点配料等市场前景较好的细分领域。

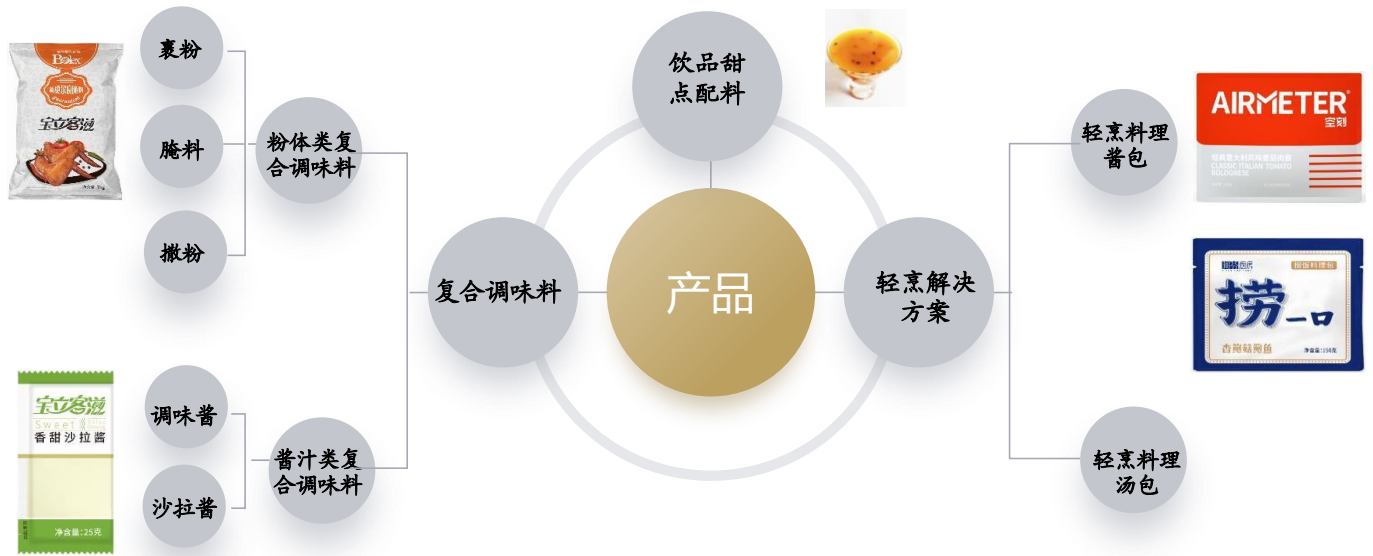
图 1：宝立食品发展历程



数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

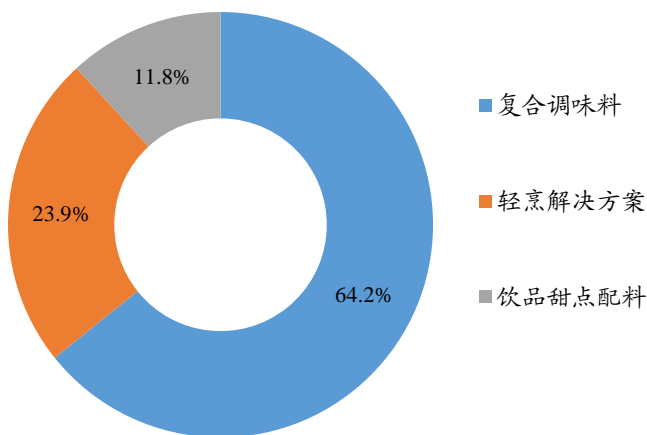
1.2 传统复调业务稳健增长，轻烹解决方案收入持续爆发

公司产品线丰富，每年向客户提供千余种单品。公司为餐饮企业、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，主要业务包括复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料等。目前公司研发和生产的覆盖产品覆盖了裹粉、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。

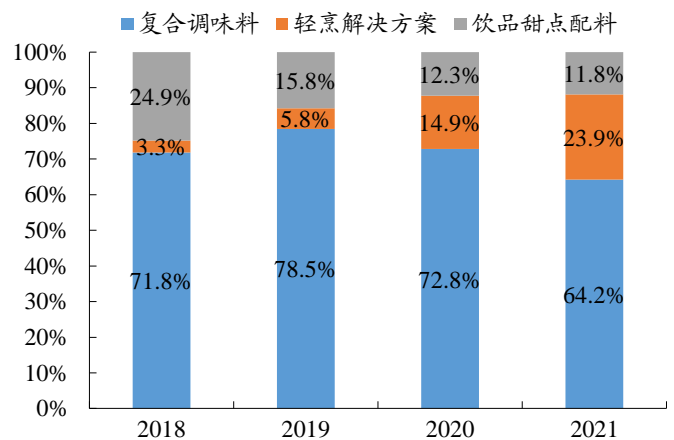
图 2：宝立食品产品线概览


数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

复合调味料业务仍是主要收入来源。21 年复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料营收占比分别为 64.2%/23.9%/11.8%。从变化趋势上看，2018-21 年轻烹解决方案业务收入占比提升明显，而复合调味料和饮品调料配料收入占比趋势下降。

图 3：2021 年复合调味料业务占比仍最高


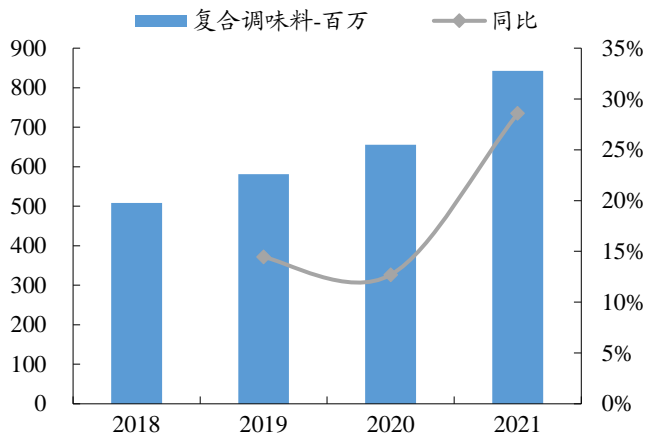
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 4：轻烹解决方案业务收入占比提升明显


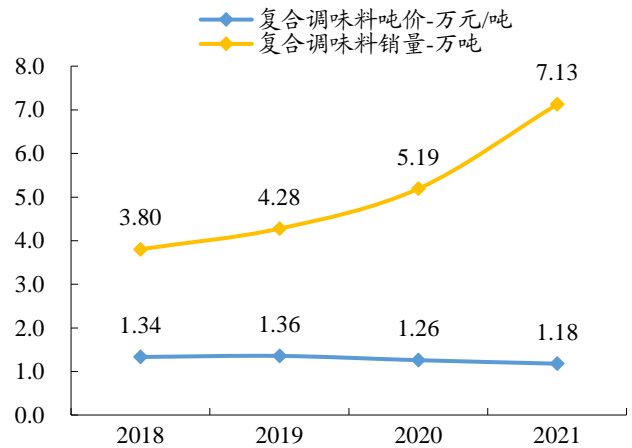
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

复合调味料业务收入增长稳健，主要由销量贡献。2018-21 年，公司复合调味料业务收入复合增速为 18.4%。2021 年复合调味料业务收入同比增长 28.6%，主要由于对百胜中国、圣农食品和德克士等主要客户的销售保持增长，同时公司持续开发调味酱、风味酱等新产品满足客户需求。

复合调味料销售均价主要受到产品结构的影响。公司复合调味料产品种类众多，有销售记录的产品上千种，且新品开发速度较快，每年销售产品的细分结构均不尽相同，因此复合调味料的平均单价存在一定的波动。

图 5: 18-21 年复合调味料收入 CAGR 为 18.4%


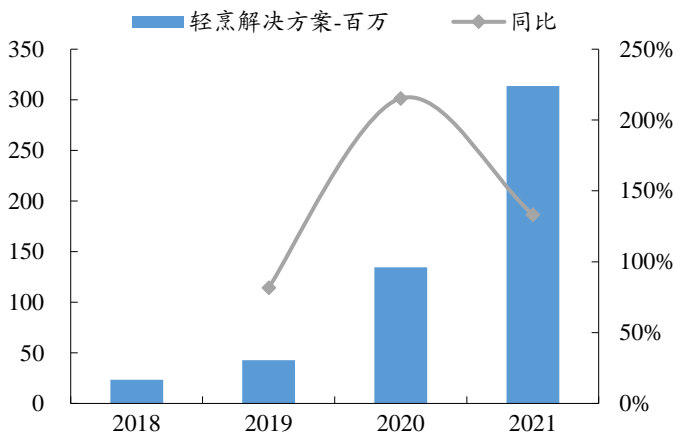
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 6: 18-21 年复合调味料销量 CAGR 为 23.3%


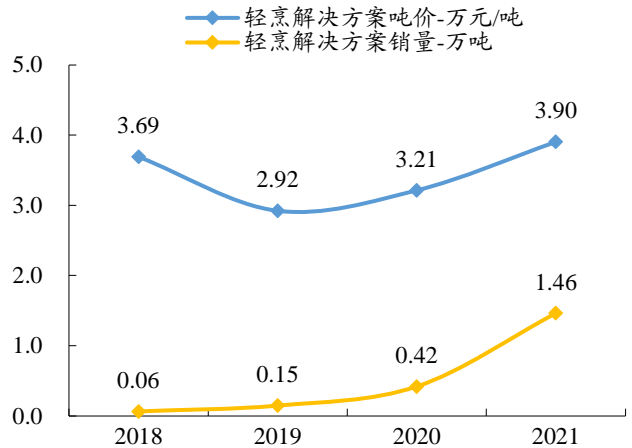
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

轻烹解决方案业务持续爆发, 空刻意面贡献主要增量。18-21 年轻烹解决方案营收占比从 3.3% 提高至 23.9%。在轻烹解决方案方面, 公司抓住人们生活便捷化需求痛点, 与厨房阿芬合作开发了“空刻意面”产品, 在零售市场迎来爆发式增长。

轻烹解决方案产品平均销售价格变化较大, 主要由于产品结构的变化。2019 年轻烹解决方案平均销售价格为 2.92 万元/吨, 较上年同期减少 20.9%, 主要由于 2018 年单价较高的金枪鱼汉堡用调味酱等产品在 2019 年销售占比下降所致。2021 年 3 月公司收购厨房阿芬后, 增加了向个人消费者直接销售的盒装意面产品的零售渠道, 零售的平均价格要高于向企业客户销售调理包等调味料产品的平均价格, 导致平均销售价格单价更高。

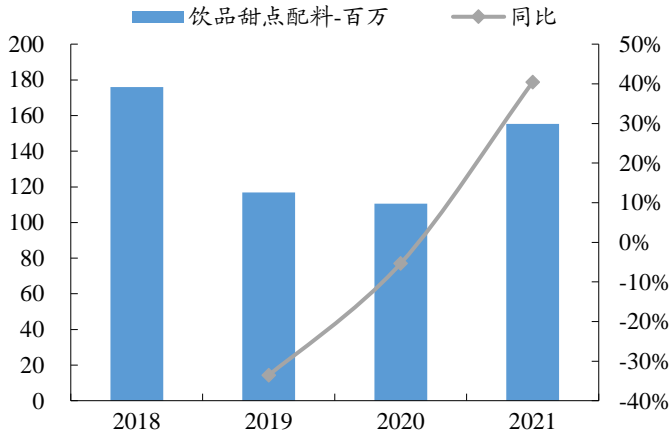
图 7: 18-21 年轻烹解决方案收入 CAGR 为 137.2%


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

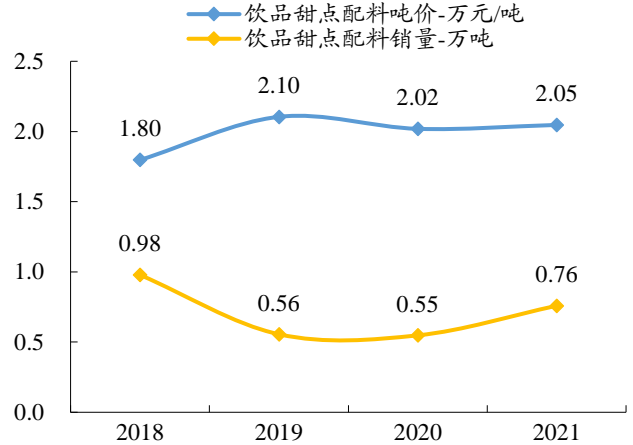
图 8: 18-21 年轻烹解决方案销量 CAGR 为 184.3%


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

饮品甜点配料业务受大客户的影响较大。2021 年饮品甜点配料收入同比增加 38.54%, 主要由于公司与百胜中国在饮品和甜品领域的合作增加, 蓝莓果酱、车厘子复合果酱等产品销售规模增长较快。2019 年饮品甜点配料收入同比下降 33.6%, 主要由于公司与麦当劳合作开发了多款水果类饮料项目合作结束。2019 年饮品甜点配料平均销售价格为 2.10 万元/吨, 同比增加 17%, 主要由于单价较低的玉米酱产品销售占比下降所致。

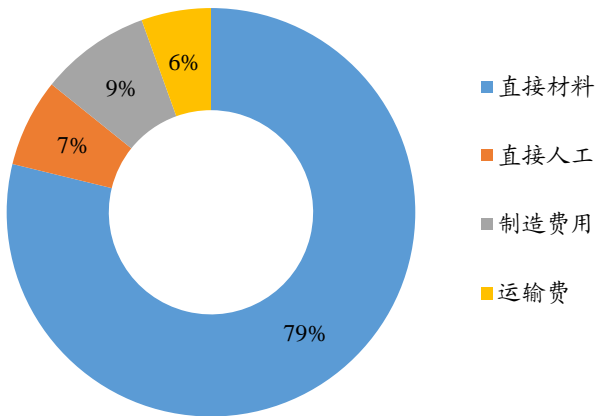
图 9：18-21 年饮品甜点配料收入 CAGR 为-4.1%


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

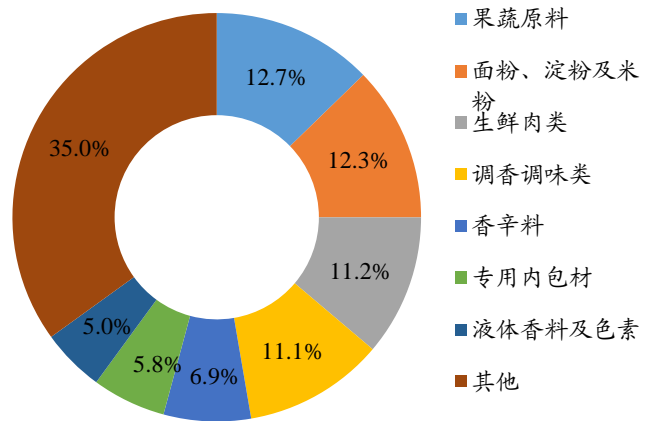
图 10：18-21 年饮品甜点配料销量 CAGR 为-8.1%


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

直接材料在营业成本中占比达 79%。公司生产所需的原材料较多，主要包括果蔬原料、调味香调味类、香辛料、面粉、淀粉及米粉、液体香料及色素、生鲜肉类和专用内包材等。面粉、淀粉及米粉是复合调味料产品中粉体类产品的主要原料。生鲜肉类是轻烹解决方案产品的主要原材料。果蔬原料在轻烹解决方案和饮品甜点配料产品均应用。

图 11：直接材料在成本中占比最高


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心 注：2021 年数据

图 12：公司主要原材料种类较多


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心 注：2021 年数据

1.3 以直销模式为核心，拓展电商业务

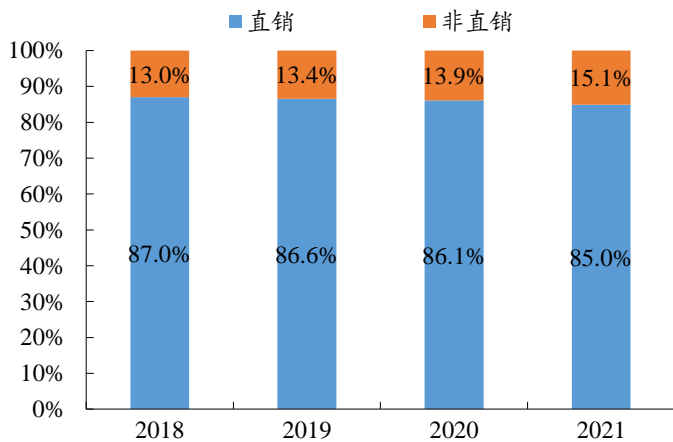
直销模式收入占比在 85%以上。公司主要采取直营和经销两种销售模式，直销模式占比高。在直销模式下，公司客户主要系国内外餐饮连锁企业和食品工业企业，非直销包括经销商、贸易商、指定采购客户和餐饮供应链客户、代销等。

定制品为主，通用品占比有提升。公司为研发驱动的食品风味及产品解决方案服务商，2018-20 年公司定制品的销售收入占比超过 80%。定制产品主要为结合客户需求，通过调整配料构成和比例，可以在经典配方的基础上不断根据市场口味变化传承创新。21 年公司收购厨房阿芬，其销售的空刻意面、阿芬捞面和捞饭等轻烹食品均为通用品，因此通用品营收占比迅速提升。

收购厨房阿芬，通用品营收占比迅速提升。2021 年 3 月，公司收购厨房阿芬控制权，并纳入到合并范围内。厨房阿芬及其子公司空刻网络是一家以电商模式为主的企业，主要通过

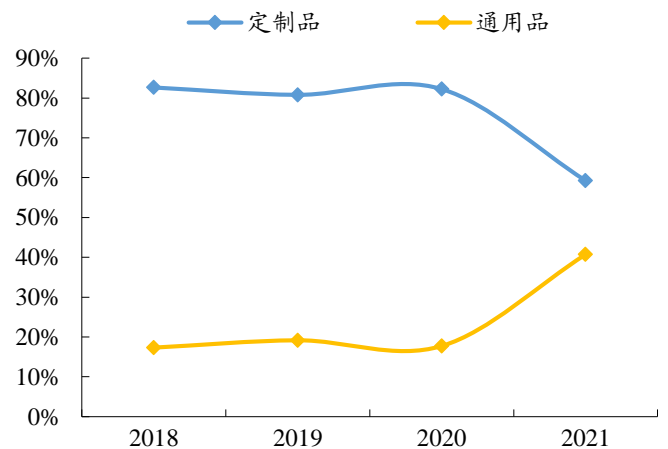
电商直营的方式对外销售。厨房阿芬及其子公司空刻网络销售空刻意面、阿芬捞面和捞饭等轻烹食品均为通用品。21年公司销售产品中通用品的收入占比提高，定制品的收入占比下降至58.72%。

图 13: 渠道模式以直销为主



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 14: 21年通用品占比大幅增加

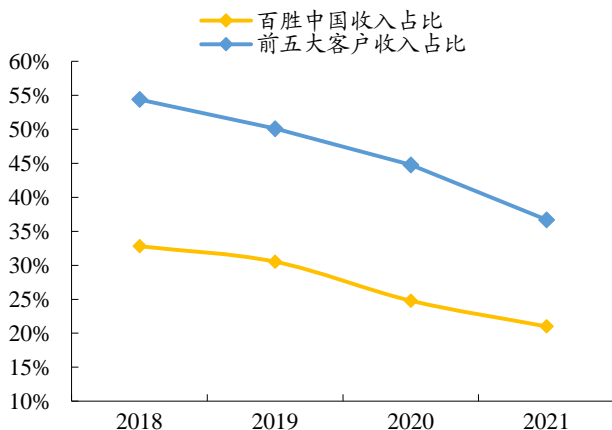


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

深度绑定百胜, 前五大客户占比36.71%。2021年公司前五大客户分别为百胜中国、圣农发展、德克士、无问西东供应链公司以及达美乐, 销售额占比分别为21.03%、5.98%、3.52%、3.43%、2.75%。公司收购厨房阿芬后, 增加线上零售业务, 大客户收入占比有所下降。

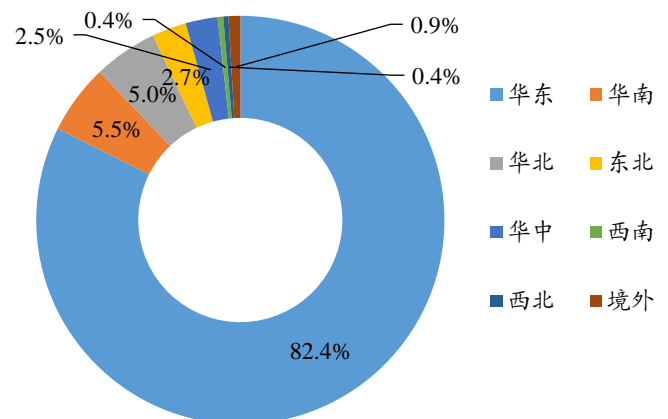
以华东地区为主, 华中、华北和华南市场次之。公司业务现已覆盖全国大部分区域, 其中华东区域的收入占比较高。公司部分客户业务覆盖全国各区域, 但出于其内部管理考虑, 存在通过单一主体统一向公司采购的情况。

图 15: 18-21年公司前五大客户收入占比下降



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 16: 华东地区营收占比最高



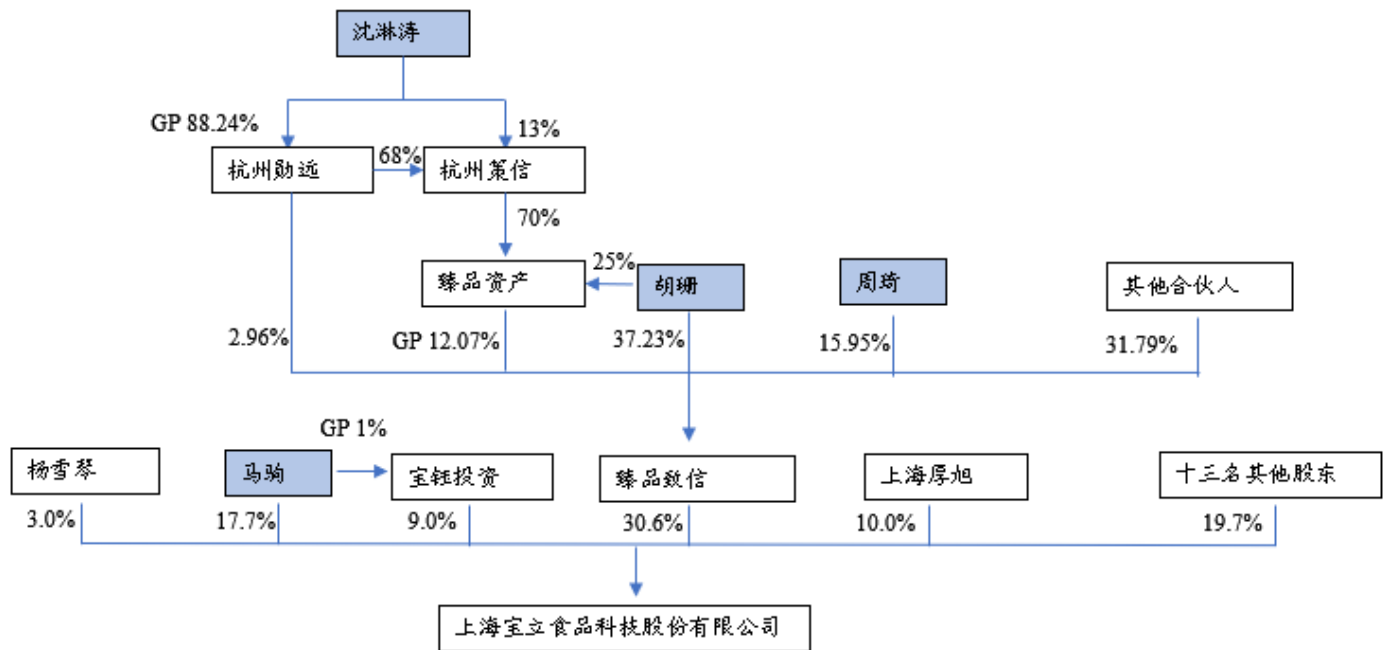
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 2021年数据

1.4 管理层经验丰富, 四位股东为实际控制人

马驹、胡珊、周琦、沈淋涛等一致行动人为实际控制人。臻品致信直接持有公司12,240万股股份, 占公司当前总股本的30.6%, 是单一持股比例最高的股东。马驹与其配偶杨雪琴以及担任执行事务合伙人的宝钰投资合计控制公司29.7%的表决权, 因此马驹、胡珊、周琦、沈淋涛合计控制公司60.3%的表决权。2021年8月31日, 马驹、胡珊、周琦、沈淋涛、臻品致信和宝钰投资共同签署《一致行动协议之补充协议》, 确认存在一致行动关系, 协议有效期为五年。因此马驹、胡珊、周琦、沈淋涛为公司的共同实际控制人。

管理层从业经验丰富，设立员工持股平台加大激励。公司管理层从业经验丰富，均在相关领域工作超过20年。公司设立宝钰投资为员工持股平台，上市前直接持有宝立食品10%股权，激励人员包含董事长、总经理、副总经理、财务经理，以及采购、生产、研发等部门总监，有效绑定核心管理团队利益，提高员工积极性。

图 17：四位股东为实际控制人（截止 2022 年 7 月 15 日）



数据来源：招股说明书，Wind，信达证券研发中心

表 1：核心高管团队经验丰富

姓名	职务	入职任职	相关经历	薪酬-万元	持股比例
马驹	董事长	2002 年	1965 年出生，曾担任上海基快富贸易有限公司经理、上海保立食品有限公司总经理；曾担任公司总经理，董事；2020 年 9 月至今，担任公司董事长	102	22.18%
沈淋涛	副董事长	2017 年	1981 年出生，2015 年 1 月至今，担任浙江策信投资管理有限公司董事长兼总经理；2017 年 12 月至今，历任董事和副董事长	-	2.99%
胡珊	董事	2017 年	1971 年出生，曾担任深圳市龙虎鑫投资顾问有限公司董事长等职；2007 年 11 月至今担任上海磐瑞投资有限公司总经理	-	13.69%
周琦	董事	2017 年	1967 年出生，曾担任上海逸祺投资管理有限公司副总经理等职；2017 年 5 月至今，担任上海逸启企业发展有限公司执行董事	-	5.42%
何宏武	董事、总经理	2015 年	1969 年出生，曾担任百胜（中国）投资有限公司研发部副总监、福建圣农发展股份有限公司副总裁、中慧食品有限公司总经理等职	127	3%
任铭	董事、董事会秘书、财务总监	2018 年	1981 年出生，曾担任浙江中瑞江南会计师事务所有限公司审计员、部门经理、浙江策信投资管理有限公司投资经理	97	-
杨哲	副总经理	2013 年	1977 年出生，曾担任北京纳贝斯克食品有限公司质量管理部质量专员，希杰（青岛）食品有限公司研发和新事业开发总监	118	1.22%

梁冬允	副总经理	2007年	1973年出生曾担任味可美（广州）食品有限公司高级研发员、联合利华（中国）食品有限公司研发经理、亨氏（中国）调味食品有限公司技术经理	119	1.37%
-----	------	-------	--	-----	-------

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

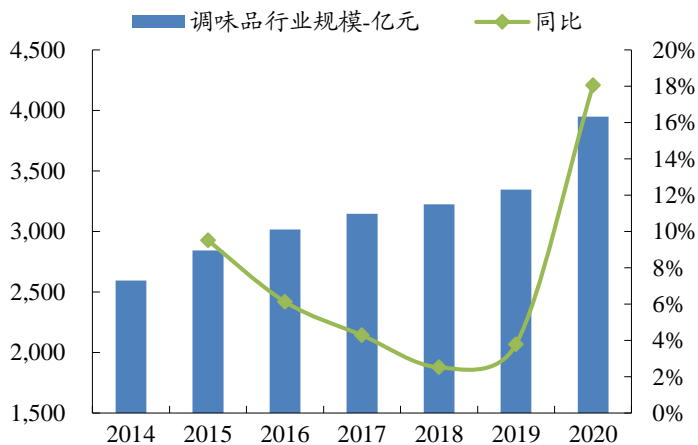
2 定制复调趋势明显，轻烹食品新品迭出

2.1 复合化是调味品行业的重要发展趋势

复合调味料市场潜力巨大。由于调味品价格在消费者日常支出中占比较小，并且消费者对美味具有一定的粘性，调味品价格的提高较容易让消费者接受，因此调味品行业有望由单一向复合的趋势升级发展。餐饮连锁化促进复合调料品行业发展，消费需求细分化驱动复合调味品行业快速增长。

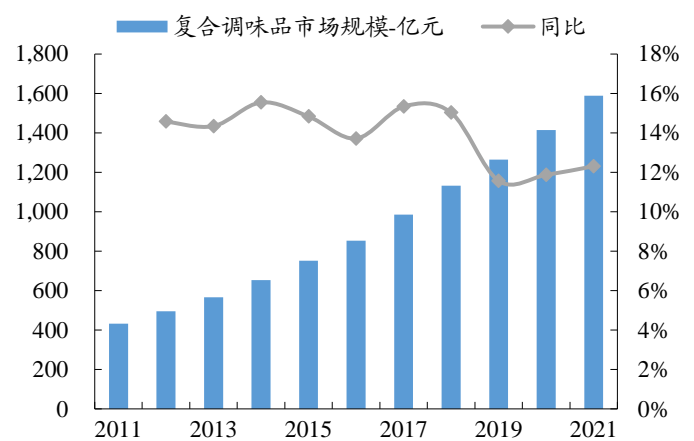
风味定制化及标准化成为产业发展的新动力。风味定制化来源于渠道需求，不同的渠道和消费方式都将对产品风味定制带来发展空间，通过风味定制调味品的开发和标准化管理，餐饮企业将大幅提升经营效率。

图 18: 2014-20 年调味品行业规模 CAGR 为 7.3%



资料来源: 艾媒咨询, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

图 19: 复合调味品市场规模增速快于调味品行业



资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

复合调味品行业格局分散，龙头有望持续整合市场。与发达国家相比，中国的复合调味品行业集中度远低于其他国家，目前仍是以单一调味品消费为主。发达国家，如日本，其酱油、食醋等消费金额占比较小，而复合调味品种类多、用量大、附加值高。中国复合调味料行业总体上呈现“小而散”的格局，且区域性品牌较多，行业集中度低。

表 2: 主要上市复调企业概况

	复调业务收入	产品类型	业务模式	渠道结构	大客户
颐海国际	41.39 亿元	火锅调味料、中式菜品调料等	由大客户定制转型 C 端销售	关联方/经销/电商分别占 33%/61%/5%	海底捞
天味食品	20.26 亿元	火锅底料、中式菜品调料等	由 C 端销售向餐饮定制渗透	以经销为主，经销/定制餐调/电商分别为 77%/13%/8%	李想餐饮、张亮
宝立食品	8.43 亿元	裹粉、腌料、撒粉、调味酱、沙拉酱等	ODM 定制模式，为大客户提供应用解决方案	以直销为主，前五大客户占比 37%	百胜、圣农
日辰股份	3.39 亿元	酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂	ODM 定制模式，为大客户提供应用解决方案	以直销为主，前五大客户占比 49%	味千、呷哺

数据来源: Wind, 各公司公告, 信达证券研发中心

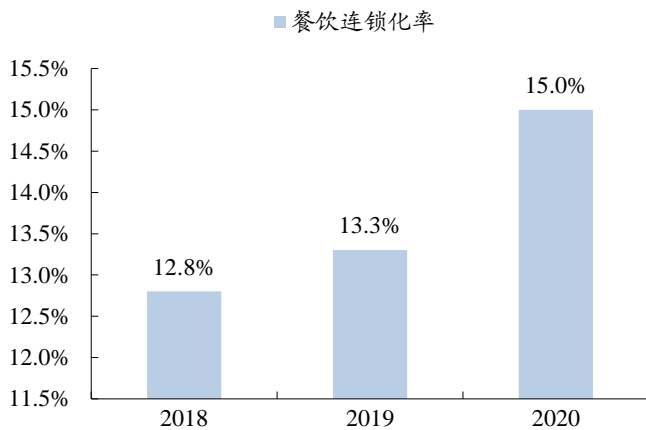
2.2 餐饮连锁化成为复合调味料增长的重要推力

对比海外，我国餐饮连锁化率仍较低。美国和日本的餐饮连锁化率分别达 54% 和 49%，而中国餐饮连锁化率仅为 15%，较美日仍有提升空间。在人工和租金成本上行的背景下，连

锁餐饮企业在供应链方面更具优势。首先连锁餐饮企业品牌力更强，其次数字化技术提升运营管理效率，而且规模化采购也具有成本优势。

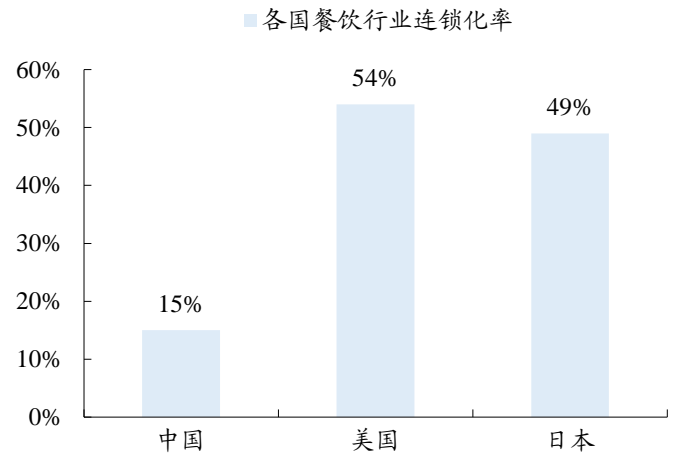
出于对口味的统一性以及提升烹饪效率的要求，连锁餐厅更有动力使用标准化的复合调味品。复合调味料企业可以根据餐饮企业的要求，为其定制适用于某款菜品烹饪的调味料，不仅大大简化了厨师工作，更让餐饮企业的特色化、标准化和规模化成为可能。展望未来，我们预计随着中国餐饮连锁化比例提升，复合调味品市场规模有望提高。

图 20: 国内餐饮连锁化率快速提升



资料来源: 中国连锁经营协会, 信达证券研发中心

图 21: 国内餐饮连锁化程度有提高空间

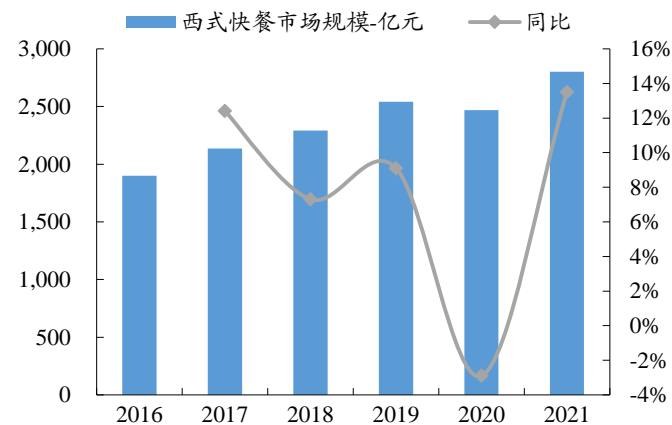


资料来源: 《2021 年中国连锁餐饮行业报告》, 信达证券研发中心

西式餐饮有望继续保持快速增长，从而持续带动西式复调的增长。西餐在一二线城市已发展较为成熟，未来伴随居民收入水平的提升、生活节奏的加快以及西餐文化向三四线城市的不断渗透，西式餐饮行业有望继续保持增长，从而持续带动西式复合调味品的增长。

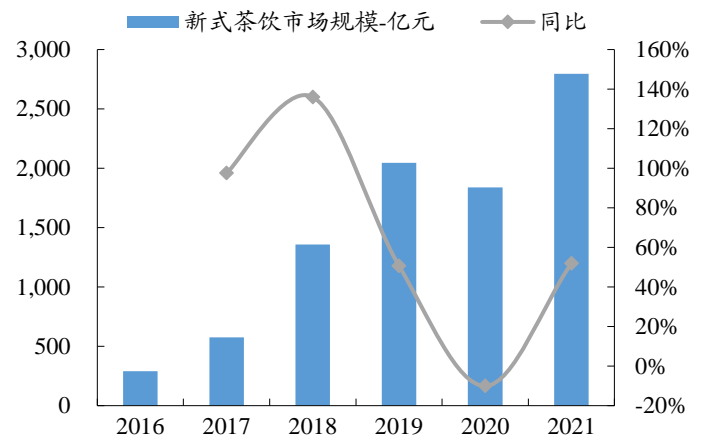
新式茶饮蓬勃发展，市场规模持续爆发。新式茶饮作为具备时尚、休闲特点以及美好生活体验的消费饮品，近年来随着消费升级而深受消费者的喜爱，随着消费观念的升级，以及消费者对健康、颜值、个性的追求，我国新式茶饮向着“冲粉茶-瓶装茶-现制茶饮”的方向发展。

图 22: 西式快餐市场规模保持稳健增长



资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

图 23: 新式茶饮市场规模持续爆发



资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

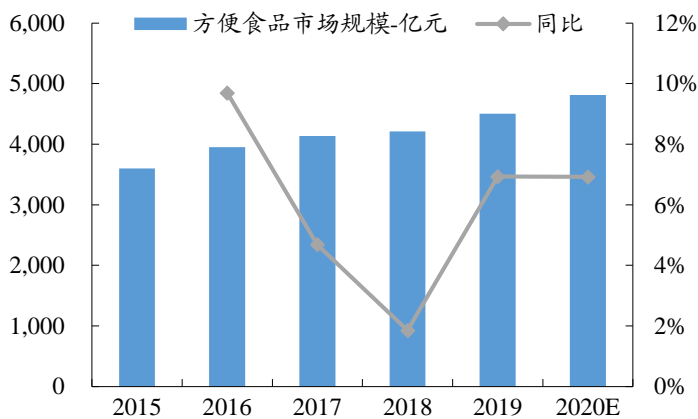
2.3 生活便捷化需求带动轻烹食品新品类不断涌现

轻烹食品既方便快捷，也能提高消费者的生活品质。方便食品是大赛道，根据中商产业研

究院数据，2020年我国方便食品的市场规模预计超过4,000亿元。轻烹食品的实质为方便食品，主要包括即食食品、即烹食品和即热食品。它在很大程度上方便了人们的生活，免去了烹饪的繁杂准备过程，消费者买回轻烹食品后稍作加热或加工即可食用。轻烹食品的实质为方便食品，但又不局限于传统意义上的方便食品。除了烹饪简单便捷外，轻烹食品更加讲究饮食营养和质量，重视菜肴的口味和鲜美，种类更为多样。

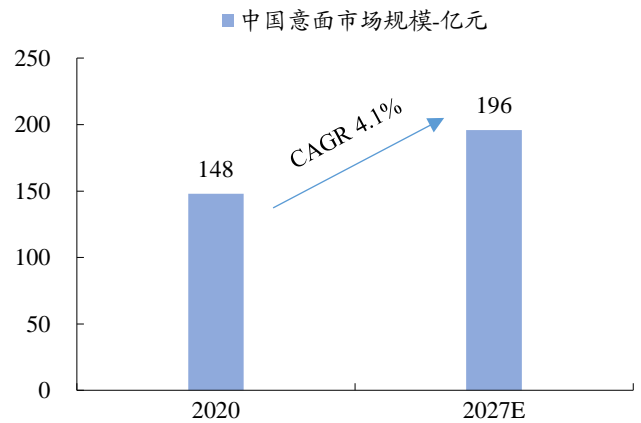
面对外卖崛起的冲击以及互联网发展带来的机遇，轻烹食品也出现了升级变化。除了为人们熟知的方便面、方便米粉、速冻水饺、微波菜肴之外，自热小火锅、自热米饭、意面、拉面、粥类、螺狮粉、罐头制品、营养浓汤、调味牛排、披萨、寿司等轻烹食品新品类不断涌现。

图 24：方便食品赛道广阔



资料来源：中商情报网，信达证券研发中心

图 25：中国意面市场规模超百亿



资料来源：FBIF 食品饮料创新，信达证券研发中心

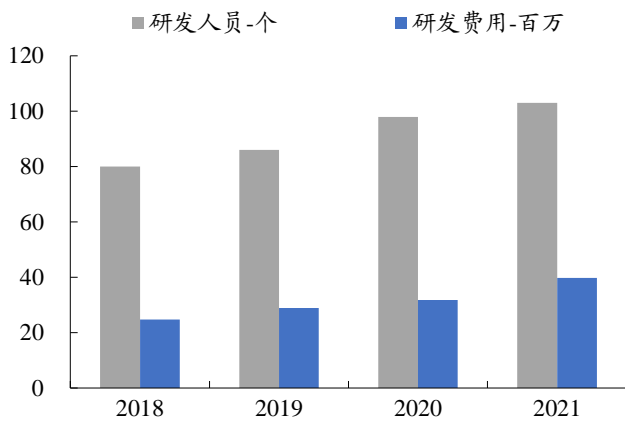
3 定制复调客户粘性高，C 端品牌有先发优势

3.1 研发是核心、沉淀配方库和响应速度是能力

定制餐调是强研发属性的业务，宝立研发投入高于可比公司。公司建立了完善的研发体系，设有专门的研发部，围绕调味品的口味、生产工艺和流程等，开展信息收集、数据分析、分析检验、工艺设计等工作，将产品研发作为公司提高核心竞争力的重要保证。

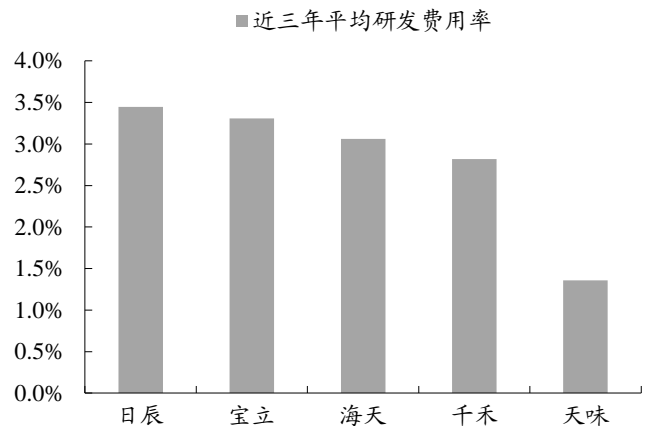
公司具有较强的新产品、新工艺和新风味的自主开发能力。公司研发部持续进行新产品、新工艺、新技术的研发等，每年均有一定量的新品研发成果，发行人会结合市场状况、销售策略等因素选择研发新品推向市场。公司在复合调味料深耕的过程中，始终坚持贯彻产品自主创新理念，通过不断摸索、研究、总结和积累，目前已经掌握了诸多核心产品的技术配方和核心工艺。

图 26: 公司研发投入持续增长



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 27: 定制调味品企业研发投入较高



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司研发能力受大客户高度认可。随着对下游客户研发创新产品的增多，公司团队人员也多次被百胜中国颁予“造桥人奖”“金锅奖”，被麦当劳颁予“‘金’诚合作大奖”，被泰森中国和正大食品评选为优秀供应商等，并在 2020 年成功荣获百胜中国“持续创新奖”“R.E.D 创意奖”和“百胜中国质量奖”等多项荣誉。

表 3: 公司近年来获得诸多奖项

序号	奖项	年份	颁发单位
1	金厨师奖	2018	百胜中国
2	“金”诚合作大奖	2020	麦当劳
3	金锅奖	2020	百胜中国
4	R.E.D 创意奖	2020	百胜中国
5	持续创新奖	2020	百胜中国
6	卓越执行奖	2020	百胜中国
7	锐意先锋奖	2020	百胜中国
8	研发专家组奖：酱料	2020	百胜中国
9	研发专家组奖：粉料	2020	百胜中国
10	百胜中国质量奖	2021	百胜中国
11	造桥人奖	2021	百胜中国
12	技术创新奖	2021	百胜中国
13	卓越执行奖	2021	百胜中国
14	研发专家组-粉料	2021	百胜中国
15	研发专家组-酱料	2021	百胜中国

16	超级至尊奖	2021	百胜中国
17	中国国际烹饪艺术比赛金奖、上海国际厨艺锦标赛金奖	2021	世界厨师联合会

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

3.2 宝立拥有优质的客户资源和品牌影响力

客户资源优质且基本稳定。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，并开展更深入的沟通，为其提供更好的产品与服务。

图 28：公司拥有优质客户资源



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 29：复合调味料业务前五大客户基本稳定

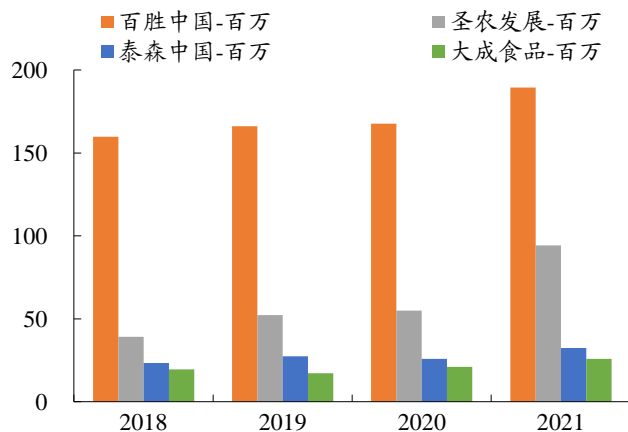
	2018	2019	2020	2021
1	百胜中国	百胜中国	百胜中国	百胜中国
2	圣农发展	圣农发展	圣农发展	圣农发展
3	泰森中国	泰森中国	泰森中国	顶巧控股
4	大成食品	顶巧控股	嘉吉	泰森中国
5	顶巧控股	大成食品	大成食品	大成食品

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

定制复调由于口味稳定性，对客户的留存率和渗透率高。公司持续面向餐饮和工业企业提供复合调味料解决方案，目前已积累了上千种配方。凭借前期积累的研发经验和产品配方，公司在开发新客户方面有更为快速的响应能力，具备了明显的先发优势。To B 业务定制研发是核心能力，对开发速度、定制灵活度的要求较高，同时不断沉淀配方库来拓宽护城河。

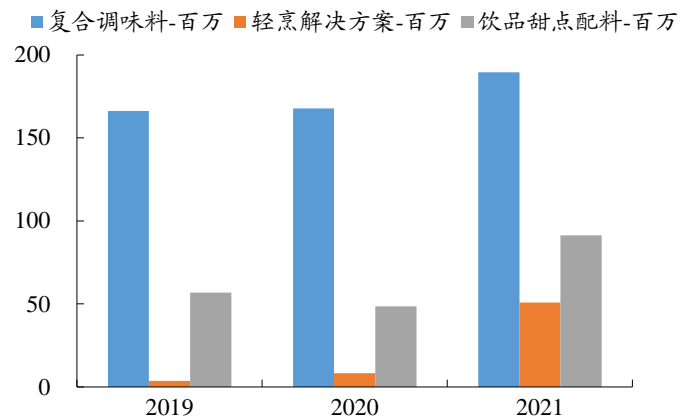
公司与百胜合作的产品向轻烹解决方案和饮品甜点配料延伸。公司与百胜中国合作近 20 年，从最初的百胜中国间接供应商开始，逐渐加深与百胜中国的合作，于 2007 年成为直接供应商，于 2013 年成为 T1 供应商，于 2014 年成为百胜五大调味料供应商之一，2016 年以来，双方已开展全方位的合作，公司服务于百胜中国下属所有品牌，参与百胜中国新品开发、菜单设计等。公司从最早为百胜中国裹粉浆粉开始，到现在产品延伸到腌料、撒粉、调味酱、沙拉酱、果酱、调理包、饮品小料和百胜新零售的轻烹食品等多个品类。

图 30：头部大客户贡献销售额持续增长



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 31：公司与百胜的合作逐渐加深

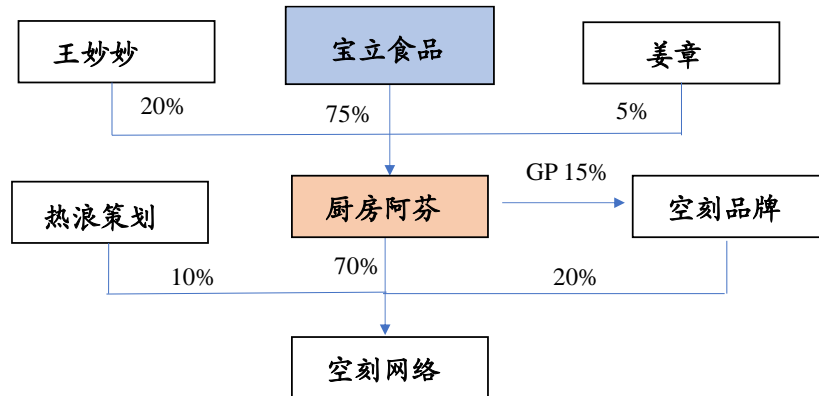


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

3.3 空刻在速食意面品类已占得先机

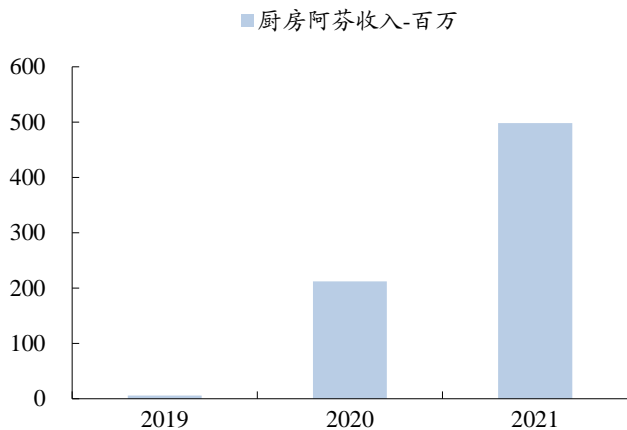
收购厨房阿芬，拓展轻烹食品业务。厨房阿芬是一家以电商模式为主的企业，主营业务为轻烹食品的运营和销售，以电商模式为主，销售捞饭、捞面和空刻意面等产品。公司主要通过电商直营的方式对外销售，在天猫、淘宝、京东、抖音和小红书等第三方线上平台设立自营店铺，通过自营店铺向消费者直接销售商品。除自营店铺外，为提升品牌影响力，厨房阿芬还与个别线下商超直接合作，但金额和占比较小。2021年3月，宝立食品收购厨房阿芬75%股权。收购完成后，公司在股权结构上已经对厨房阿芬形成了控制，并将厨房阿芬纳入到公司的合并范围内。

图 32：收购后的厨房阿芬股权结构



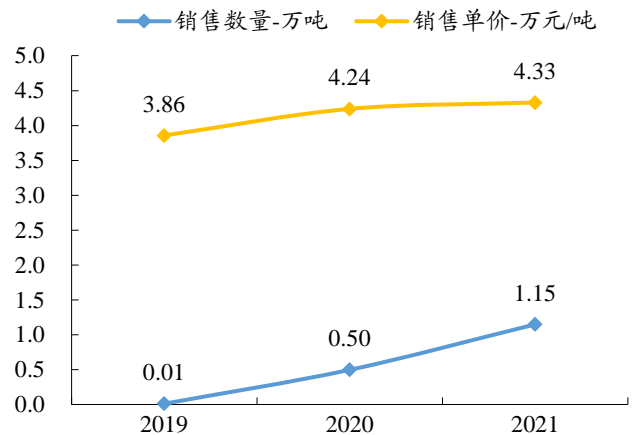
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 33：20-21 年厨房阿芬收入大幅增长



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 34：厨房阿芬量价拆分



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

空刻率先提出了“速食意面”的概念。空刻避开了热火朝天的“东方面食”的速食赛道，推出一站式意面解决方案，以西式的方便速食产品切入市场，成功占据“意大利面方便化”先机。空刻将面、酱料、盐、油和其它调味料，以预包装的形式配齐装在“小彩盒”内。消费者只需十五分钟，就能做出一道美味的意大利面，大大降低了操作难度。

宝立定制风味酱料，赋能供应链。空刻的包装盒是采用符合中国挂面常有的方形外观。中国人家中不会常备海盐、黑胡椒、芝士等意面食材，空刻采用独立包装的方式，用服务和体验增强用户感知。肉酱决定口味，是增加消费者粘性的核心因素。空刻的风味酱料由宝立供应，产品风味好，消费者认可度高。

品牌营销具有先发优势，空刻已占得先机。空刻在营销层面，整合小红书、微博、B 站等

多个平台铺发广告，把美食的制作过程一一拆解，精致的画面突出产品的设计。空刻意面从 2019 年 7 月诞生，到成为 618 天猫、京东意面类“双料”TOP1，仅用了不到一年的时间。

展望未来，空刻有望打造西式餐饮的产品矩阵。方便速食细分品类众多，但是大单品空间有限。空刻是切入意面这个细分领域的入口，打造出了单品品牌，后续可往披萨等西式速食发力，孵化垂类细分的矩阵。

图 35: 配齐西式意面所需



资料来源: 京东, 信达证券研发中心

图 36: 小红书上有多位达人推广



资料来源: 微信公众号《惊喜吧品鉴官》, 信达证券研发中心

图 37: 空刻意面价格带位于中高端

产品名称	空刻意面	轻烹烹	小牛凯西	大希地	必胜客	锋味
条目						
单价	26.75元/盒	29.80元/盒	19.90元/份	29.00元/盒	23.80元/份	27.95元/盒
规格	270g	270g	230克	230克	500克	270克
销量	月销5万+	月销100+	月销5000+	月销1万+	月销2000+	月销3万+
料包种类	番茄、黑胡椒、咖喱、奶油等	番茄肉酱、黑胡椒	原味、黑椒	番茄肉酱、奶油、培根、黑椒牛肉、咖喱牛肉	经典意式、黑椒、鸡肉、奶油培根、鸡肉	番茄、黑椒、咖喱、奶油、红酒、腊肠

数据来源: 天猫, 信达证券研发中心

3.4 募资扩产，突破生产瓶颈

先进的工业化生产能力。公司生产产品覆盖类别丰富，拥有上海松江、上海金山、山东和浙江嘉兴四个生产基地，拥有二十余条先进生产线，具有先进的工业化生产能力，能够及时迅速将研发新品从试样生产到工业化生产。

食品安全管理优势。公司成立初期即面向百胜中国等知名国际餐饮集团，严格执行食品安全管理，请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 19

全标准，稳定的产品品质 and 良好口碑成为公司业务开展的坚实基础。公司根据自身的生产条件和特点，构建了完善的质量控制体系，实行严格的检测制度。

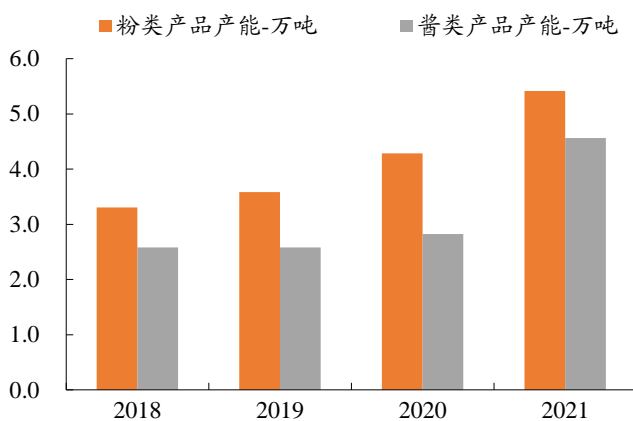
表 4: 公司四大生产基地产能情况

	2019	2020	2021
上海松江基地产能-万吨	3.40	3.40	4.59
上海金山基地产能-万吨	1.61	1.61	2.29
山东基地产能-万吨	1.15	1.15	1.91
浙江嘉兴基地产能-万吨	0.00	0.00	0.45
合计	6.17	6.17	9.23

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

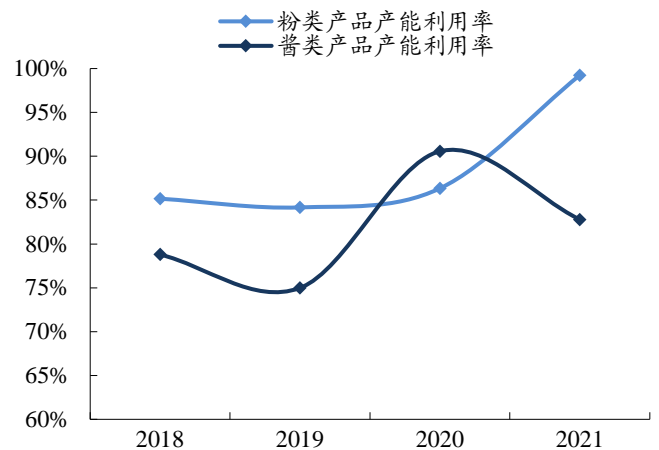
公司产能产量持续增长，产能利用率持续维持在 80% 以上。2018-21 年粉类和酱类产品产能 CAGR 分别为 17.8% 和 20.9%，均保持较快的增长态势。山东生产基地于 2018 年投产以来，产品销售情况较好，产能利用率逐渐提升。2020 年公司轻烹料理酱包等轻烹解决方案产品销量增幅较大。

图 38: 18-21 年粉类和酱类产品产能 CAGR 分别为 17.8% 和 20.9%



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 39: 产能利用率持续维持 80% 以上



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

募资建厂，突破产能瓶颈。公司通过公开发行人股募集资金扣除发行费用后，用于嘉兴生产基地（二期）建设项目，信息化中心建设项目和补充流动资金。募投项目建成后复合调味品等产品可新增年产能 43,500 吨，有利于缓解公司目前产能不足的现状，提高市场占有率。有利于完善产品结构，提升公司盈利能力；完善产品结构，提升公司盈利能力。

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，建设内容主要包括：1、年产 20,000 吨粉类调味料产品项目；2、年产 6,000 吨骨汤调味料产品项目；3、年产 17,500 吨 HPP 高压杀菌系列产品项目。

表 5: 募集资金数额及投资项目

募投项目	投资总额-亿元	募集资金投入金额-亿元
嘉兴生产基地（二期）建设项目	2.53	1.80
信息化中心建设项目	0.32	0.23
补充流动资金	1.75	1.32
合计	4.6	3.35

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

4 产品结构持续改善，销售费用短期承压

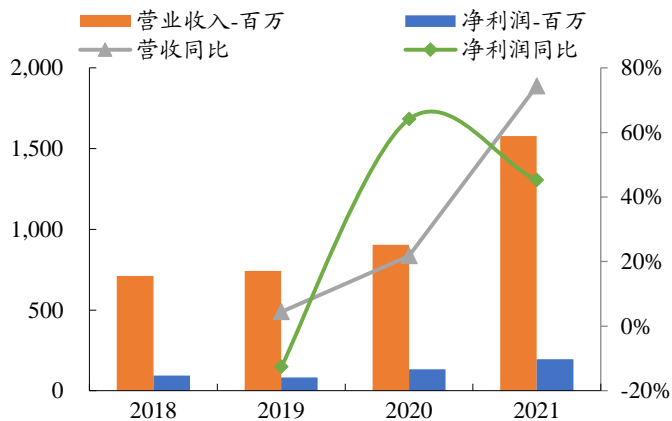
4.1 轻烹解决方案业务带动毛利率提升

2018-21 公司业绩保持快速增长。2018-21 年公司营收和净利润复合增长分别为 14.2%和 22.1%，保持了较快的业绩增速。2020 年由于受到疫情影响，公司营收和净利润同比增长分别为-13%和 6.4%。

毛利率和净利率均保持相对稳定。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。19 年由于股份支付费用增加，公司净利率下降，剔除股份支付费用影响，公司净利率同比提升 1.1 个百分点。

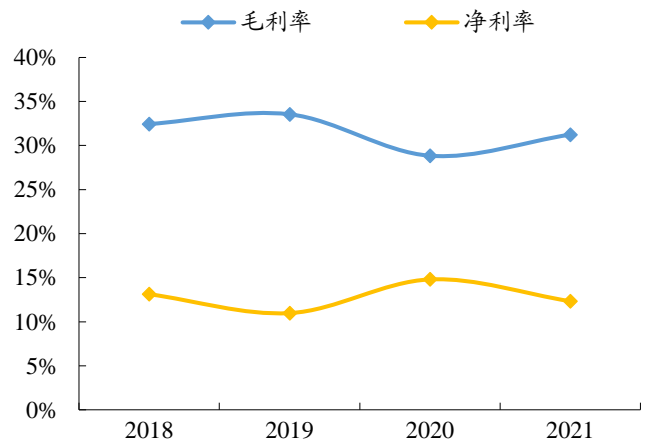
轻烹解决方案业务毛利率提升明显。由于厨房阿芬的空刻意面等轻烹食品的毛利率较高，2021 年并表后，轻烹解决方案业务毛利率提升较快。复合调味料和饮品甜点配料毛利率基本稳定。复合调味料产品销售结构的变化导致单价和单位成本存在波动，但整体毛利率水平保持稳定。

图 40: 20-21 年收入和利润均大幅增长



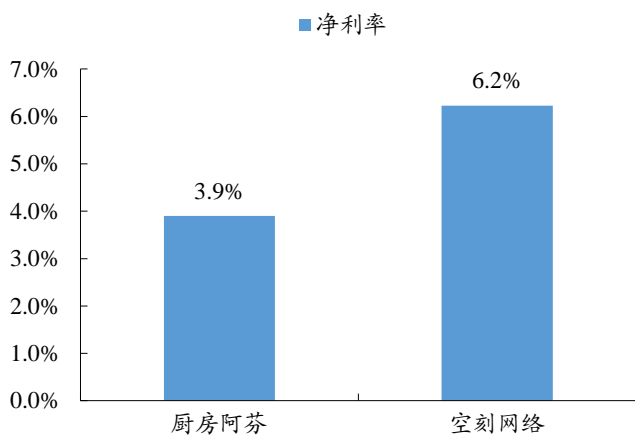
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 41: 盈利能力保持相对稳定



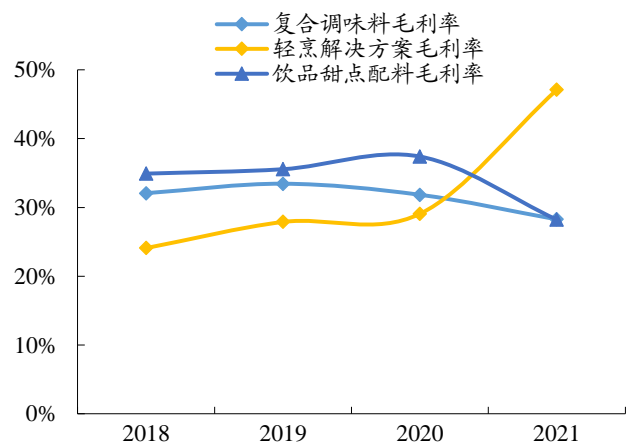
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 42: 21 年空刻和厨房阿芬净利率分别为 6.2%和 3.9%



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 43: 轻烹解决方案业务毛利率趋势提升

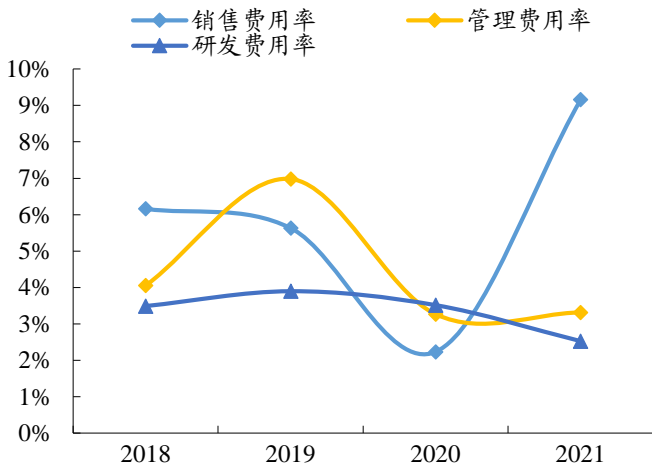


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

4.2 推广费用短期激增，人才待遇优于同业

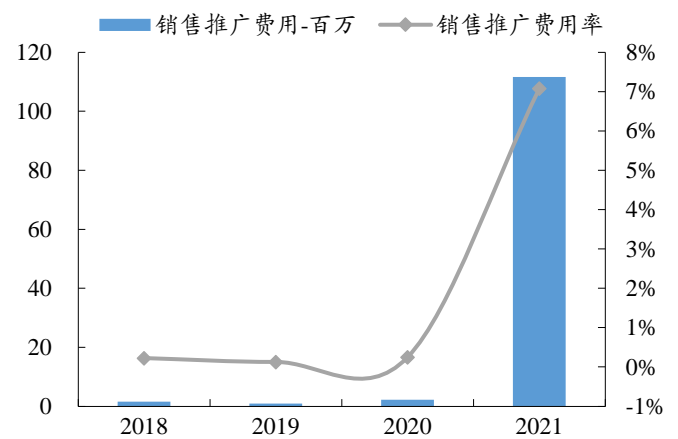
由于收购厨房阿芬，销售费用率短期承压。20 年销售费用率下降主要受运输费用调整至营业成本影响，21 年增幅较大主要是收购了厨房阿芬导致销售推广费大幅增长所致。空刻是电商模式为主的产品，短期看仍处于销售费用投放阶段，净利率或仍有压力。未来随着空刻在线上投放愈发精准与高效，在规模效应下，中长期线上业务净利率趋势提升。2019 年受股份支付费用影响，管理费用率增加，剔除股份支付费用后的管理费用率 3.78%，同比下滑 0.27pct。

图 44: 收购厨房阿芬后销售费用率大幅提升



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

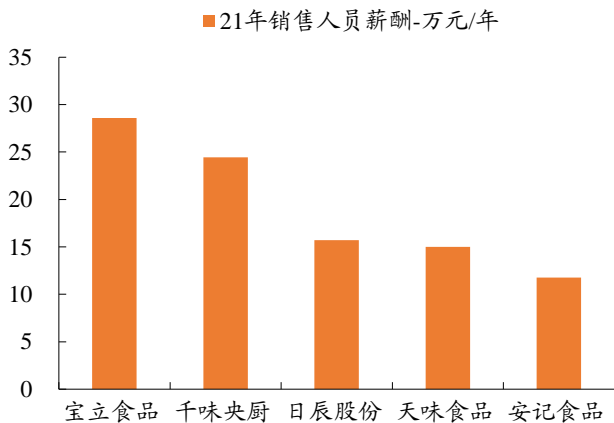
图 45: 并购厨房阿芬导致销售推广费用大幅提升



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

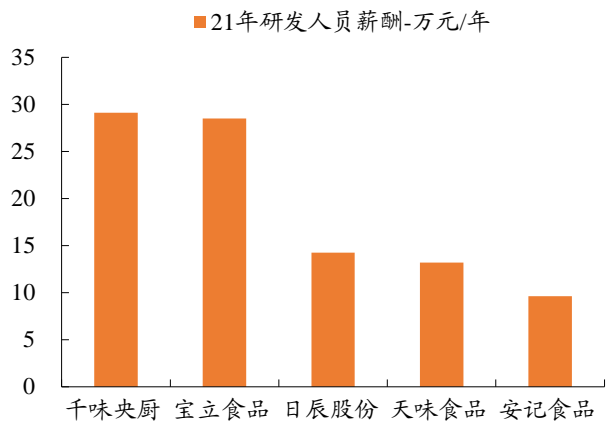
薪酬具备吸引力，高度重视人才的培养和激励。公司位于经济发达的上海市，员工待遇要优于同行。尤其在研发方面，公司高度重视研发人员的培养和激励，提供了具有竞争力的薪资待遇，长期致力于研发人才队伍建设。

图 46: 公司销售人员人均薪酬高于可比公司



资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

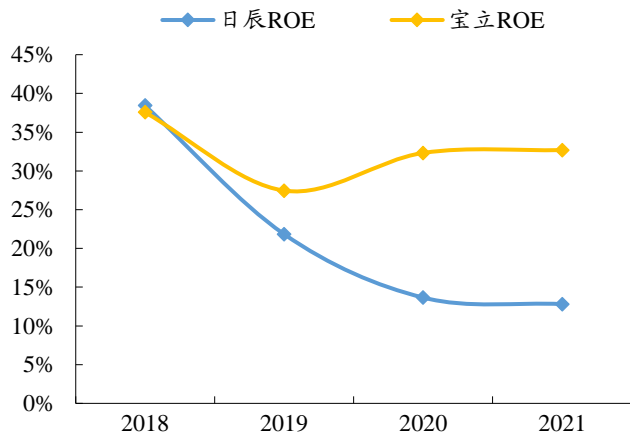
图 47: 公司管理人员人均薪酬高于可比公司



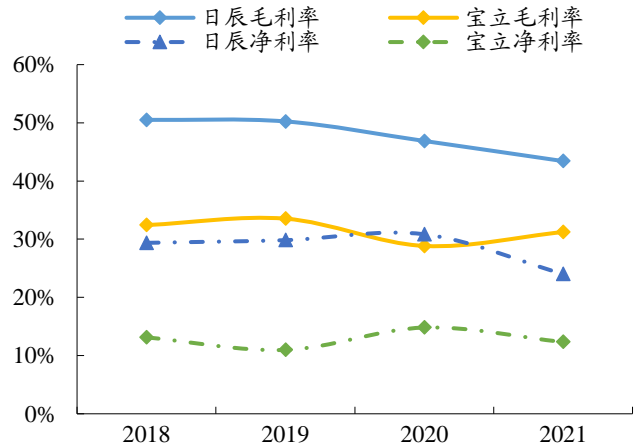
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

4.3 ROE 相对稳定，且维持在 30% 左右

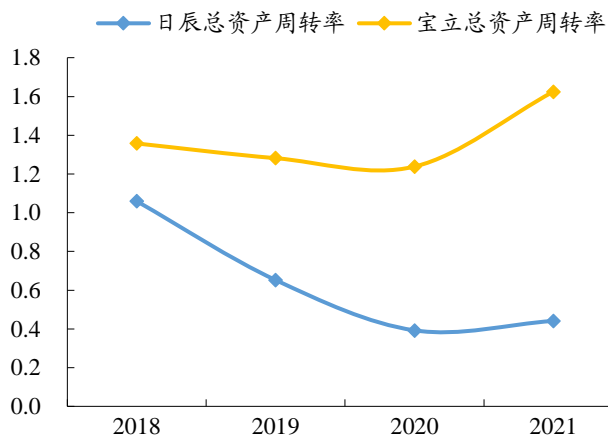
宝立的净资产收益率保持稳定，且维持在 30% 左右的较高水平。日辰股份的 IPO 募集资金尚未及时投入使用，19 年以后其净资产收益率明显低于宝立食品。拆分来看，日辰股份的毛利率和净利率均高于宝立食品，盈利能力更强。而宝立食品的资产运转效率更高，营运指标更好。

图 48: 公司 ROE 维持在 30% 左右, 高于日辰


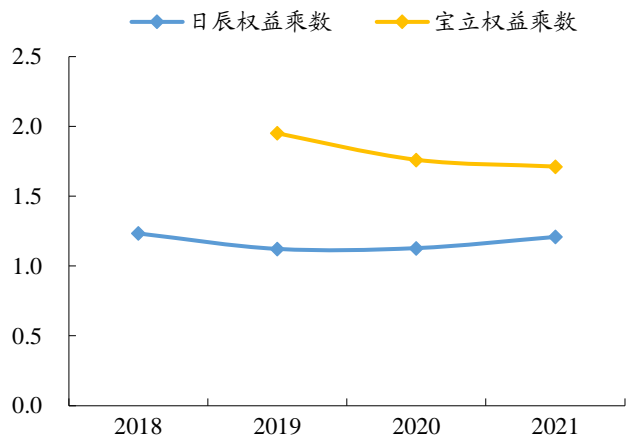
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 49: 公司的盈利能力弱于日辰


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 50: 公司资产周转效率高于日辰


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 51: 公司权益乘数高于日辰


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5 盈利预测

我们预计公司 22-24 年实现营业收入分别为 20.3 亿元、25.8 亿元和 30.3 亿元，同比增速分别为 28.7%、23.5%和 21.0%，毛利率分别为 31.7%、33.0%和 33.4%。细分来看：

复合调味料：我们预计公司 22-24 年复合调味料业务实现收入分别为 9.4 亿元、11.0 亿元和 12.8 亿元，同比增长分别为 11.1%、17.3%和 16.2%。由于下游餐饮客户受疫情影响，我们预计 22 年复合调味料业务增速放缓。短期由于原材料成本上涨，毛利率承压。

轻烹解决方案：我们预计公司 22-24 年轻烹解决方案业务实现收入分别为 9.1 亿元、12.0 亿元和 15.1 亿元，同比增长分别为 59.6%、31.3%和 26.3%。公司于 21Q2 开始并表厨房阿芬，空刻意面当前势头正盛，未来在线下渠道以及品类拓展仍有空间，我们预计轻烹解决方案业务收入仍将持续高增。

饮品甜点配料：我们预计公司 22-24 年饮品甜点配料业务实现收入分别为 1.7 亿元、1.9 亿元和 2.3 亿元，同比增长分别为 11.1%、16.2%和 16.2%。由于下游餐饮客户受疫情影响，我们预计 22 年饮品甜点配料业务增速放缓。短期由于原材料成本上涨，毛利率承压。

费用率：我们预计公司 22-24 年销售费用率分别为 13%、13%和 12%，短期空刻仍处于市场开拓期，推广费用较高。未来随着空刻在线上投放愈发精准与高效，品牌效应逐渐体现，中长期看销售费用率趋势下降。管理费用率会相对平稳，我们预计 22-24 年管理费用率分别为 3.2%、3.0%和 3.0%。

基于上述假设，我们预计公司 22-24 年实现归母净利润分别为 1.98 亿元、2.77 亿元和 3.69 亿元，同比增长分别为 6.8%、39.6%和 33.5%。

表 6：公司收入预测

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入-百万元	655	843	936	1,098	1,276
复合调味料	YOY	12.7%	28.6%	11.1%	17.3%	16.2%
	毛利率	31.8%	28.3%	22.6%	23.3%	23.3%
	收入-百万元	135	571	911	1,196	1,510
轻烹解决方案	YOY	215.3%	324.3%	59.6%	31.3%	26.3%
	毛利率	29.1%	47.1%	43.4%	44.0%	44.0%
	收入-百万元	111	155	173	200	233
饮品甜点配料	YOY	-5.3%	40.4%	11.1%	16.2%	16.2%
	毛利率	37.4%	28.2%	20.4%	21.2%	21.2%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

相对估值：对比 4 家可比上市调味品公司，宝立食品 22 年预测 PEG 要低于 4 家平均水平。公司以百胜供应链起家，深耕定制复合调味品赛道，通过并购厨房阿芬拓展轻烹食品业务。传统复合调味料业务保持稳健增长，空刻意面贡献收入弹性，公司未来业绩有望持续高增。

表 7：可比公司估值对比

证券简称	EPS			PE			PEG	当前市值 (亿元)	当前股价 (元)
	TTM	21E	22E	TTM	21E	22E			
海天味业	1.4	1.62	1.91	58.9	51.5	43.5	3.2	3,855.3	83.20
天味食品	0.3	0.41	0.54	94.6	61.9	47.1	1.9	193.8	25.46

恒顺醋业	0.1	0.16	0.23	98.4	71.9	50.0	2.5	115.4	11.51
日辰股份	0.8	0.96	1.25	42.6	36.3	27.7	1.2	34.2	34.65
平均					55.4	42.1	2.2		
宝立食品	0.4	0.50	0.69	67.6	60.1	43.1	1.5	119.1	29.78

数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：仅恒顺醋业采用 Wind 一致预测，更新于 2022 年 8 月 5 日。

投资建议：传统复合调味料业务保持稳健增长，空刻意面贡献收入弹性，BC 端双轮驱动。餐饮连锁化驱动复合调味料行业发展，公司有望持续享受行业红利。空刻意面处于品类上升期，同时公司也可拓展其他速食品类，未来成长空间仍大。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.50/0.69/0.92 元，对应 PE 分别为 60.15/43.07/32.27 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险因素

原材料成本上涨超预期。上游原材料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

新客户开发不及预期。若餐饮客户开发不及预期，公司业绩将会受影响。

餐饮复苏不及预期。公司下游主要为餐饮行业，受疫情反复影响，餐饮企业恢复情况可能不及预期。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	380	536	958	1,102	1,335
货币资金	66	100	352	507	545
应收票据	3	3	4	3	5
应收账款	186	210	297	288	387
预付账款	16	26	28	30	36
存货	101	184	263	260	346
其他	8	14	15	15	16
非流动资产	446	580	703	788	866
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	146	314	397	472	540
无形资产	65	79	89	99	109
其他	235	186	216	216	216
资产总计	826	1,116	1,661	1,890	2,201
流动负债	232	341	405	429	462
短期借款	62	87	87	87	87
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	90	133	175	180	225
其他	80	121	143	162	150
非流动负债	109	98	98	98	98
长期借款	81	53	53	53	53
其他	29	45	45	45	45
负债合计	341	438	503	526	559
少数股东权益	2	25	38	52	72
归属母公司股东权益	482	652	1,121	1,311	1,570
负债和股东权益	826	1,116	1,661	1,890	2,201

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	905	1,578	2,030	2,508	3,034
同比(%)	21.8%	74.4%	28.7%	23.5%	21.0%
归属母公司净利润	134	185	198	277	369
同比(%)	64.6%	38.2%	6.8%	39.6%	33.5%
毛利率(%)	28.8%	31.2%	31.7%	33.0%	33.4%
ROE%	27.8%	28.4%	17.7%	21.1%	23.5%
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.46	0.50	0.69	0.92
P/E	--	--	60.15	43.07	32.27
P/B	--	--	10.63	9.09	7.59
EV/EBITDA	0.40	0.20	38.10	28.03	21.33

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	905	1,578	2,030	2,508	3,034
营业成本	644	1,085	1,387	1,681	2,021
营业税金及附加	6	10	14	18	21
销售费用	20	144	264	326	364
管理费用	30	52	65	75	91
研发费用	32	40	47	58	67
财务费用	4	4	6	2	0
减值损失合计	-4	-5	0	0	0
投资净收益	2	3	4	5	6
其他	3	12	16	18	18
营业利润	172	252	268	371	495
营业外收支	0	-3	0	0	0
利润总额	171	248	268	371	495
所得税	37	54	58	80	106
净利润	134	195	211	291	389
少数股东损益	0	9	13	15	19
归属母公司净利润	134	185	198	277	369
EBITDA	193	279	307	412	540
EPS(当年)(元)	0.37	0.52	0.50	0.69	0.92

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	131	179	145	373	280
净利润	134	195	211	291	389
折旧摊销	20	27	38	45	52
财务费用	4	5	7	7	7
投资损失	-2	-3	-4	-5	-6
营运资金变动	-30	-48	-107	35	-162
其它	5	3	0	0	0
投资活动现金流	-135	-110	-156	-125	-124
资本支出	-119	-153	-160	-130	-130
长期投资	1	42	0	0	0
其他	-16	0	4	5	6
筹资活动现金流	27	-34	263	-93	-117
吸收投资	2	0	335	0	0
借款	165	144	0	0	0
支付利息或股	-6	-24	-72	-93	-117
现金流净增加额	24	34	252	155	39

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙憧	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com

华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。