

## 公司研究

## 复调为骨速食为翼，BC 双端共同发力

## ——宝立食品（603170.SH）投资价值分析报告

## 要点

**复调行业头羊，方便速食黑马。**公司成立于2001年，脱胎于百胜供应链，在长期稳定的合作中逐渐积累技术实力并进行品牌建设，目前已成功拓展与麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐等大型连锁西式快餐品牌的合作关系。公司当前产品分为复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料三大板块，其中复合调味料收入占比过半，轻烹解决方案凭爆款产品发力。

**B端：国内最大餐饮集团为之背书，基本盘稳固。西式复调行业：**近年来我国餐饮连锁化率不断提升，餐饮行业发展对于西式复调的需求不断提高，我们认为西式复调仍处于成长期。调味品企业同时参与到中游快餐品牌的运营和上游加工企业的生产中，完备的产业链为西式快餐行业未来的增长奠定了良好的基础。

公司与目前国内市场上规模最大的餐饮企业百胜中国实现了深度绑定：公司和百胜之间的合作基于公司柔性供应链对于百胜创新需求的快速响应能力。公司来自百胜中国的收入由2019年的2.27亿元增长至2021年的3.32亿元，年均复合增速为21%。**百胜相关业务的未来增长点主要来自于两方面：**1) 百胜门店扩张带来的增量业务机会；2) 持续参与新品研发，品类扩张带来的增长。公司在西式快餐复调行业深耕多年龙头地位稳固，且拥有百胜中国背书。未来随着销售团队的建立与完善、以及西式快餐行业连锁化率的进一步提升，**公司有望开拓更多的中小B客户，进一步打开复调成长空间。**

**C端：空刻意面打造第二增长曲线。方便速食行业：**国内西式速食意面市场仍处于初始开发阶段，行业扩容迅速。我们通过测算，预计2027年速食意面的销售规模接近70亿元，2021-2027年销售额CAGR为19-22%。

空刻自2019年成立以来持续保持高速增长，2021年营收为4.58亿元。空刻意面的优势在于其较强的研发能力、更完善的供应链带来的更快推新速度，以及更灵敏的营销策略，精准抓住流量风口。从空刻长期发展空间来看，β端来自速食意面行业的扩容；α端来自线上渗透率的继续提升，以及线下渠道拓展。我们认为提供更便捷意面烹饪方式的方便意面有望激活品类，对空刻而言，当前产品仍属于线上放量红利期产品有望继续保持高增速，叠加线下铺货带来的增量收入，短期内收入规模有望达到15亿元，中长期有望增长到20-30亿元体量。

**盈利预测、估值与评级：**我们预测公司2022-2024年归母净利润分别为1.94/2.74/3.51亿元，折合2022-2024年EPS分别为0.49/0.68/0.88元，当前股价对应2022-2024年的PE分别为63x/45x/35x，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**方便速食竞争加剧，大客户流失风险，新股价格波动风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	905	1,578	1,991	2,460	2,962
营业收入增长率	21.78%	74.37%	26.18%	23.59%	20.37%
净利润(百万元)	134	185	194	274	351
净利润增长率	64.57%	38.24%	4.70%	41.13%	28.07%
EPS(元)	0.37	0.52	0.49	0.68	0.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.82%	28.42%	16.43%	18.82%	19.42%
P/E	82	59	63	45	35
P/B	22.8	16.8	10.3	8.4	6.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-09（注：2021-2022年股本数分别为3.6/4.0亿股）

## 增持（首次）

当前价：30.50元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

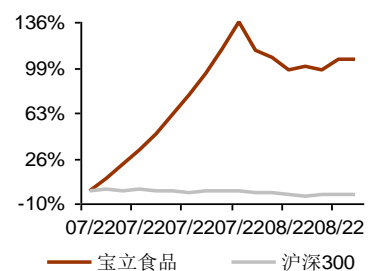
联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.00
总市值(亿元)	122.00
一年最低/最高(元)	12.06/35.84
近3月换手率	35.47%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	115.34	103.59	127.41
绝对	110.78	110.78	110.78

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

**收入方面：**1) **复合调味料：**宝立主要参与定制餐调业务，与百胜等大企业合作紧密，复调业务有望稳定增长。2022 年上半年由于疫情反复，餐饮企业受到的影响较大，随着疫情形势好转，复调业务收入有望恢复双位数增长。我们预测公司复合调味料 2022-2024 年收入增速分别为 7.6%/ 15.3%/15.6%。2) **轻烹解决方案：**增长主要来自宝立收购的厨房阿芬旗下空刻品牌。空刻的增长主要来自速食意面行业扩容，以及自身线上渗透率的提升和未来线下铺货的推进，预计未来仍将保持快速增长，但随着收入规模的提升，增速逐年减小。我们预测公司轻烹解决方案 2022-2024 年收入增速分别为 59.0%/ 32.2%/24.6%。3) **饮品甜点配料：**50%以上收入源自百胜，2022 年上半年由于疫情反复，饮品甜点配料业务受到影响较大。我们预测公司饮品甜点配料业务 2022-2024 年收入增速分别为 5.0%/20.2%/18.1%。

**毛利率方面：**复合调味品仍存在原材料价格压力，加上大客户议价权较强，预计 2022-2024 年毛利率呈下降趋势。轻烹解决方案及饮品甜点配料业务随着供应链的不断完善降低成本，加上产品结构的升级，预计毛利率逐年提升。我们预计公司整体毛利率将有所提升，2022-2024 年综合毛利率为 33.4%/ 34.2%/34.9%。

**期间费用方面：**预计 2022-2024 年公司销售费用率维持在较高水平，分别为 14.1%/13.5%/13.4%。预计 2022-2024 年管理费用率及研发费用率在规模效应下逐年递减，分别为 3.3%/3.2%/3.2%，2.5%/2.4%/2.3%。

### 我们与市场观点的不同之处

市场认为宝立食品对单一大客户百胜依赖较为严重。我们认为公司与百胜的合作是基于公司具备对百胜研发需求的强响应能力，合作关系稳固且伴随百胜的发展有望持续带来增量。此外，公司在西式快餐复调行业深耕多年龙头地位稳固，且拥有百胜中国背书。未来随着销售团队的建立与完善、以及西式快餐行业连锁化率的进一步提升，公司有望开拓更多的中小 B 客户，进一步打开复调成长空间。

市场认为由于空刻缺乏线下运作经验，线下渠道拓展可能受阻，且风险较大。我们认为从自嗨锅和锋味派的经验来看，线上网红品牌的线下铺货迅速且顺利。线上网红品牌的优势在于：已经在线上完成了品牌力的形成和人气的积累。1) **节省测试时间：**线上网红品牌不需要像常规品牌一样先从全家等便利店铺货，来测试市场接受度和增加市场曝光。2) **招商更容易：**由于线下缺乏网红爆品，对于线上网红品牌，线下经销商接受度高，对部分品牌甚至主动洽谈代理权。空刻未来线下渠道铺货也有望顺利进行。

### 股价上涨的催化因素

1) 西式快餐行业增长超预期。2) B 端客户拓展速度超预期。3) 空刻意面线上增长超预期，线下铺货进展超预期。

### 盈利预测

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.94/2.74/3.51 亿元，折合 2022-2024 年 EPS 分别为 0.49/0.68/0.88 元，当前股价对应 2022-2024 年的 PE 分别为 63x/45x/35x，考虑目前公司估值合理，复调业务增长稳健，速食业务有较大增长空间，首次覆盖给予“增持”评级。

# 目 录

<b>1、复调行业头羊，方便速食黑马</b> .....	<b>6</b>
1.1、深耕复合调味品，积极拓产助发展 .....	6
1.2、股权相对集中，核心团队稳定.....	7
1.3、产业布局多元化，复调轻烹双发力 .....	8
<b>2、B 端：国内最大餐饮集团为之背书，基本盘稳固</b> .....	<b>10</b>
2.1、复调仍是高景气赛道 .....	10
2.1.1、复调产品大势所趋，中西细分高速增长.....	10
2.1.2、西式快餐高速增长，西式复调搭乘顺风车 .....	13
2.2、餐饮渠道是主战场，连锁大 B 关注创新能力 .....	17
2.3、深度绑定百胜，合作实现双赢.....	19
<b>3、C 端：空刻意面打造第二增长曲线</b> .....	<b>23</b>
3.1、方便速食：懒人经济助推下迅速发展.....	23
3.1.1、千亿方便食品市场，空间广阔 .....	23
3.1.2、西式速食意面：基数小、成长快，2021-2027 年收入 CAGR 约 20% .....	24
3.2、空刻成立以来保持高速增长 .....	28
3.3、空刻短期市场规模有望达 15 亿元，中长期有望增长到 20-30 亿元体量 .....	31
<b>4、盈利预测与估值</b> .....	<b>33</b>
4.1、关键假设及盈利预测 .....	33
4.2、相对估值 .....	35
4.3、绝对估值 .....	35
4.4、估值结论与投资评级 .....	37
<b>5、风险分析</b> .....	<b>37</b>

## 图目录

图 1: 宝立食品发展大事记 .....	6
图 2: IPO 后宝立食品股权结构图 .....	7
图 3: 宝立食品员工持股平台股权结构图 (2022 年 7 月) .....	8
图 4: 公司主营业务收入变化情况 (亿元) .....	9
图 5: 公司主营业务收入占比情况 .....	9
图 6: 公司主营业务平均销售单价 (元/吨) .....	9
图 7: 公司主营业务收入毛利率 .....	9
图 8: 从单一到复合调味料的变化 .....	10
图 9: 我国复合调味品行业市场规模情况 .....	11
图 10: 2020 年各国复合调味品渗透率 .....	11
图 11: 中国复合调味品市场规模明细 .....	12
图 12: 我国复合调味品行业分品类生命周期 .....	13
图 13: 西式复调产品应用图谱 .....	13
图 14: 我国西式快餐行业产业链图谱 .....	15
图 15: 中国消费者西式快餐消费情况 .....	15
图 16: 中国消费者快餐类型偏好 .....	15
图 17: 我国餐饮行业年收入及同比增速 .....	16
图 18: 2016-2025 中国西式快餐市场规模及预测 .....	16
图 19: 我国西式快餐行业发展现状 .....	16
图 20: 国外西式快餐品牌在国内门店数量 .....	17
图 21: 中国本土化西式快餐主要品牌门店数量 .....	17
图 22: 复合调味品行业下游渠道占比 .....	17
图 23: 百胜新品研发流程概览 .....	18
图 24: 公司对大客户销售收入情况 (亿元) .....	19
图 25: 公司对大客户销售收入占比 .....	19
图 26: 公司与百胜中国主要合作历史 .....	20
图 27: 2013-2021 年肯德基和必胜客中国地区门店总数 .....	21
图 28: 2013-2021 年百胜中国地区门店总数 .....	21
图 29: 肯德基部分新品产品图 .....	22
图 30: 肯德基自在厨房部分产品图 .....	22
图 31: 2016 年-2025 年我国方便食品市场规模 .....	23
图 32: 2018 年起我国方便面产量开始萎缩 .....	23
图 33: 方便食品向着多品类、多品牌发展 .....	24
图 34: 中国方便食品消费原因分布 .....	24
图 35: 方便食品的比较优势 .....	24
图 36: 中国意面行业零售规模及增速 .....	25
图 37: 中国意面市场规模增速快过全球平均增速 .....	25
图 38: 2008-2021 年零售端&餐饮端奶酪销量同比增速及零售端销量占比 .....	26
图 39: 1980s-1990s 面条方便化率 .....	26

图 40: 中国零售端意面竞争格局 (按销售额) .....	28
图 41: 主要的网红速食意面品牌 .....	28
图 42: 空刻意面市占率 (按销售额) .....	28
图 43: 厨房阿芬与宝立食品的股权结构关系 .....	29
图 44: 空刻意面发展历程 .....	29
图 45: 2021 年空刻贡献厨房阿芬绝大部分收入和利润 (亿元) .....	29
图 46: 空刻意面小红书种草 .....	31
图 47: 2022 年 6 月空刻意面投放分众广告 .....	31
图 48: 自嗨锅线下体验店 .....	32

## 表目录

表 1: 公司产品概览 .....	8
表 2: 四类复合调味料对比 .....	12
表 3: 西式复调产品对比 .....	13
表 4: 本土西式复调品牌对比 .....	14
表 5: 中美餐饮行业对比分析 .....	16
表 6: 不同类型餐饮渠道对供应商的首要要求 .....	17
表 7: 公司同业竞争对手对比 .....	18
表 8: 我国餐饮企业百强榜单 TOP10 .....	19
表 9: 2018-2021 年公司所获奖项情况 .....	21
表 10: 四种类型意面对比 .....	25
表 11: 从市场替代角度对速食意面市场空间的测算 .....	27
表 12: 从目标消费群体渗透角度对速食意面市场空间的测算 .....	27
表 13: 空刻意面 SKU 与竞品对比 .....	30
表 14: 2021 年主要方便速食品牌 SKU 及销售规模 .....	31
表 15: 宝立食品营收预测 .....	34
表 16: 宝立食品各业务的毛利率预测 .....	34
表 17: 宝立食品期间费用率预测及盈利预测结果 .....	35
表 18: 调味品行业主要公司 PE 及 PB 估值表 .....	35
表 19: 绝对估值核心假设表 .....	36
表 20: 现金流折现及估值表 .....	36
表 21: 敏感性分析表 .....	36
表 22: 绝对估值法结果汇总 .....	37

# 1、复调行业头羊，方便速食黑马

宝立食品主营西式复合调味品，与百胜、麦当劳等大型连锁西式快餐品牌有较深的合作关系，后来逐步向茶饮和轻烹解决方案市场进行布局。公司在 B 端复调和 C 端速食板块并驾齐驱，在西式定制餐调方面，公司是行业领头羊；在方便速食领域，旗下收购品牌空刻高速发展，成为方便速食的一匹黑马。

## 1.1、深耕复合调味品，积极拓产助发展

公司成立于 2001 年，总部位于上海松江，主营业务为食品调味料的研发、生产和技术服务，在复合调味品领域经过多年深耕发展，目前在行业内已具备较高知名度。公司脱胎于百胜供应链，在长期稳定的合作中逐渐积累技术实力并进行品牌建设，目前已成功拓展与麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐等大型连锁西式快餐品牌的合作关系。

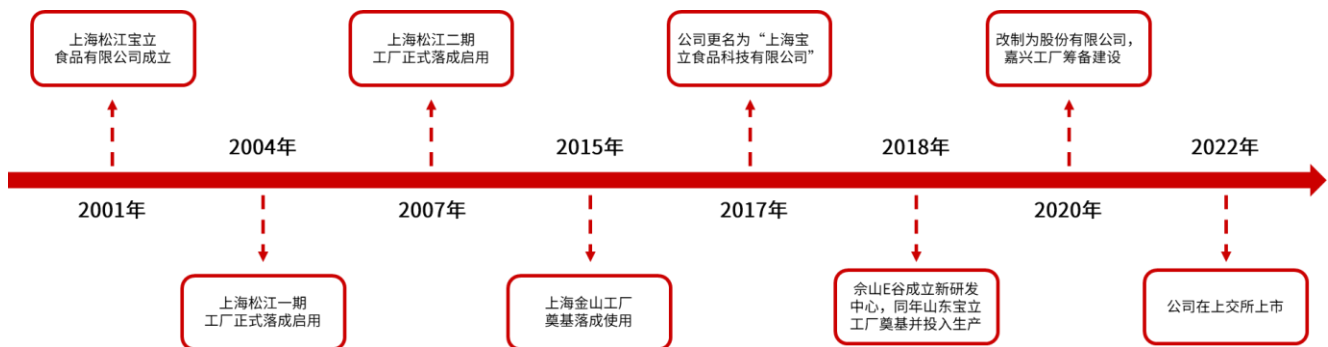
公司的发展历史可主要分为以下三个阶段：

**第一阶段（2001-2007 年）：**此阶段公司处于初创期，产品类型较为单一，全部为裹粉、撒粉、腌料、面包糠等粉类复合调味料，生产基地仅有上海松江基地，初始年产能仅为 1500 吨，收入规模低于 1 亿元。该阶段公司在与百胜上游供应商泰森食品、正大食品、元盛食品等企业的合作中逐渐打磨技术工艺并嵌入百胜的研发和供应体系，并于 2007 年开始为百胜研发复合调味料产品。

**第二阶段（2008-2017 年）：**此阶段公司处于成长期，产品品类新增酱汁类复合调味料大类，多年品牌建设显效，公司开始对接德克士、汉堡王、达美乐和真功夫等其他餐饮连锁企业合格供应商体系并开展全面合作，收入规模快速增长至 5 亿元左右。该阶段上海松江固态复合调味品年产能扩建至 1.2 万吨，新建 1.5 万吨半固态调味料生产线，并开始新建上海金山生产基地，生产规模快速扩大。

**第三阶段（2018 年至今）：**该阶段公司处于快速发展期，开始向茶饮和轻烹解决方案市场进行布局，在巩固原有复合调味品市场份额的基础上对接麦当劳、星巴克供应商体系并开展合作。该阶段公司新建山东聊城和浙江嘉兴两大生产基地，年产量超过 9 万吨。

图 1：宝立食品发展大事记



资料来源：宝立食品官方微信公众号，光大证券研究所

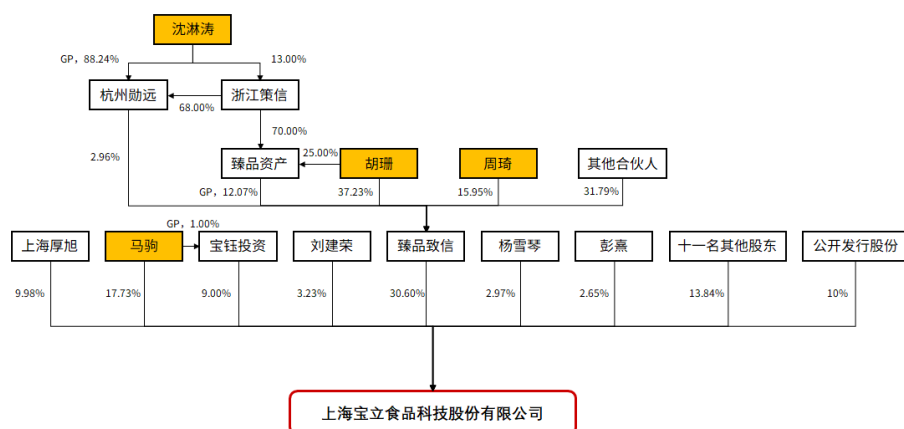
公司近年来业务发展迅速，原有产能接近饱和。公司当前复合调味品产能超过 9 万吨，产能利用率在 90%以上，目前公司在浙江嘉兴的生产基地已陆续建成投产，计划嘉兴生产基地二期建设项目可新增复合调味品产能 4.35 万吨，可大幅缓解产能压力。未来随着公司利用募集资金和自有资金继续对嘉兴基地开展产能扩建，公司将形成上海、山东、浙江三大生产区域，上海金山、上海松江、山东聊城和浙江嘉兴四大生产基地的全国布局。

## 1.2、股权相对集中，核心团队稳定

公司股权结构相对集中，马驹、胡珊、周琦、沈淋涛为公司共同实际控制人。第一大股东臻品致信目前直接持有公司 12,240 万股股份，占公司发行后总股本的 30.6%。同时，公司董事胡珊和周琦为臻品致信第一和第二大权益份额持有人，董事沈淋涛直接和间接持有臻品致信权益的同时为臻品致信执行事务合伙人臻品资产的实际控制人。首次公开发行后，董事长马驹及其配偶杨雪琴合计控制公司 29.7%的表决权。综上，马驹、胡珊、周琦、沈淋涛合计控制发行人 60.3%的表决权，能对公司股东大会的决策产生重大影响。

此外，马驹、胡珊、周琦、沈淋涛、臻品致信和宝钰投资于 2020 年 7 月 31 日共同签署《一致行动协议》，四人为公司的共同实际控制人，公司股权结构稳定，有利于公司健康发展运营。

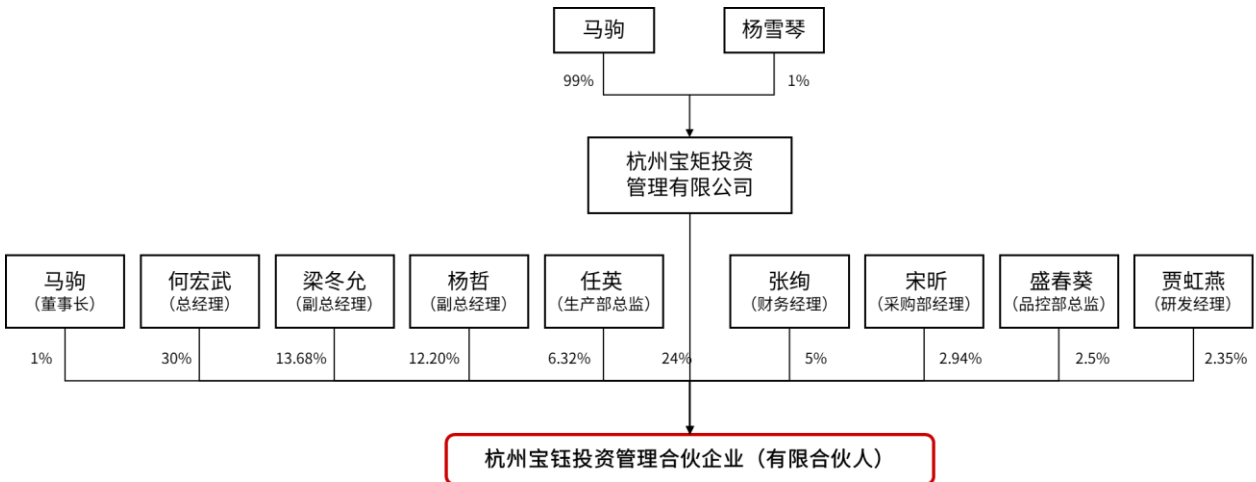
图 2: IPO 后宝立食品股权结构图



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：时间为 2022 年 7 月 15 日）

公司设立员工持股平台，保证核心团队稳定性和积极性。公司设立杭州宝钰投资管理合伙企业作为员工持股平台并直接持有公司上市后 9%的股权，同时合伙人覆盖生产部总监、财务经理、采购部总监、品控部总监、研发经理等多位核心管理人员，有效保证了公司核心团队的向心力。

图 3: 宝立食品员工持股平台股权结构图 (2022 年 7 月)



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：数据截至 2022 年 7 月）

### 1.3、产业布局多元化，复调轻烹双发力

公司当前产品分为复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料三大板块。1) 在复合调味料方面，公司强大的研发能力和多年的品牌积淀让其成为该细分领域的优选之一；2) 在轻烹解决方案方面，空刻意面成为互联网意面品牌爆款，成功为公司打开 C 端渠道的大门；3) 在饮品甜点配料方面，公司仍在积极布局和切入热门领域，目前已研发出多款创意小料。

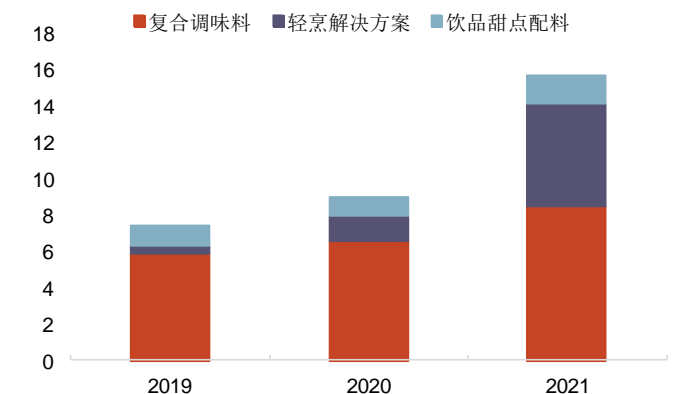
表 1: 公司产品概览

产品类型	细分品类	产品名称	产品展示
复合调味料	裹粉	脆皮浆粉、脆鳞裹粉、鸡排裹粉	
	腌料	新奥尔良腌料、藤椒风味腌料、果木熏风味腌料、西域辣孜然腌料、香辣腌料、原味腌料	
	撒粉	甘梅撒粉、椒盐撒粉、麻辣撒粉、孜然撒粉	
	调味酱	黑椒酱、雪菜笋丁鸡肉酱、番茄红烩酱、日式照烧酱、泰式甜辣酱	
	沙拉酱	蜂蜜芥末酱、香甜沙拉酱、千岛酱、焙煎芝麻沙拉酱	
轻烹解决方案		经典意大利风味番茄肉酱等口味意面系列、花椒花胶鸡捞饭系列轻烹料理酱包；奶油蘑菇等口味轻烹料理汤包等	
饮品甜点配料		不同风味爆珠、晶球、粉圆和布丁等创意小料产品	
		蓝莓、西柚、芒果百香果等果酱产品	

资料来源：宝立食品招股说明书，光大证券研究所预测

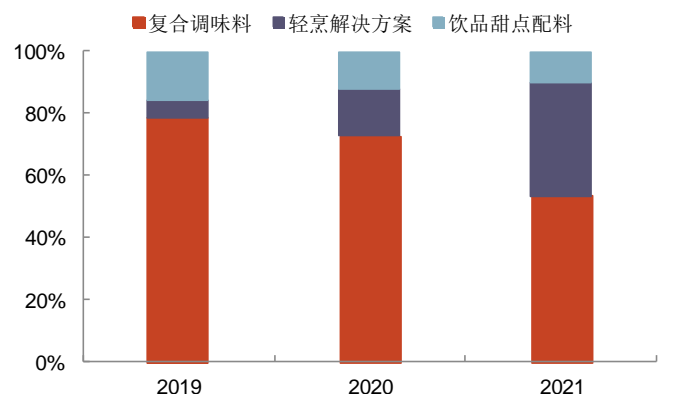
复合调味料收入占比过半，轻烹解决方案凭爆款产品发力。公司于 2021 年 3 月收购厨房阿芬，实现收入快速增长。收购前公司复合调味料收入占比一直在 70% 以上，2021 年将厨房阿芬纳入合并报表后，由于空刻意面这款终端爆款产品，公司轻烹解决方案营收占比增长至 36.39%，复合调味料占比下滑至 53.71%。2021 年公司实现主营业收入 15.69 亿元，同比增长 74.23%。

图 4：公司主营业务收入变化情况（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

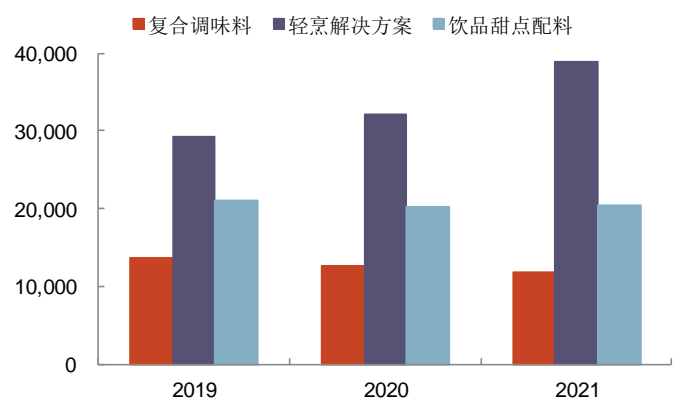
图 5：公司主营业务收入占比情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

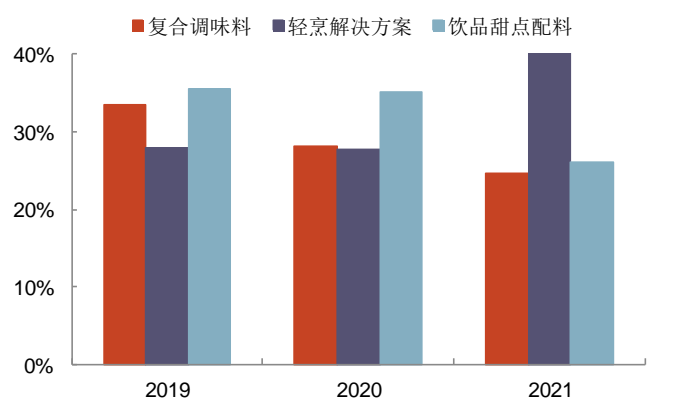
复合调味品毛利率有所下滑，轻烹解决方案逆转颓势。2019-2021 年公司复合调味品毛利率从 33.43% 下滑至 24.57%，主要是由于产品结构中浆粉、黑胡椒酱等单价较低的产品占比上升和猫山王榴莲汉堡酱、黑椒蘑菇汉堡酱等单价较高的产品占比下降，以及 2021 年淀粉、大豆油、香辛料等原材料的价格上升所致。2021 年公司轻烹解决方案的毛利率较 2019 年大幅上升 14.86pcts 至 42.76%，弥补主要板块复合调味品毛利率下滑所带来的负面影响。

图 6：公司主营业务平均销售单价（元/吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：公司主营业务收入毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2、B 端：国内最大餐饮集团为之背书，基本盘稳固

随着社会经济的发展、居民生活节奏的提升、餐饮连锁化率增加以及外卖业务的发展，我国复合调味料的渗透率进一步提升。宝立食品以西式定制餐调为主，产品主要分为粉类和酱汁类两大类，当前渠道结构以大型连锁西式快餐品牌（如肯德基、必胜客）和食品原料供应商（包括预加工厂商）为主，受益于近几年西式快餐在国内的快速发展，公司业务不断延伸。

在 B 端市场方面，公司和百胜之间的合作基于公司柔性供应链对于百胜创新需求的快速响应能力。百胜相关业务的未来增长点主要来自于两方面：1) 百胜门店扩张带来的增量业务机会；2) 持续参与新品研发，品类扩张带来的增长。此外，公司在西式快餐复调行业深耕多年龙头地位稳固，且拥有百胜中国背书。未来随着销售团队的建立与完善、以及西式快餐行业连锁化率的进一步提升，公司有望开拓更多的中小 B 客户，进一步打开复调成长空间。

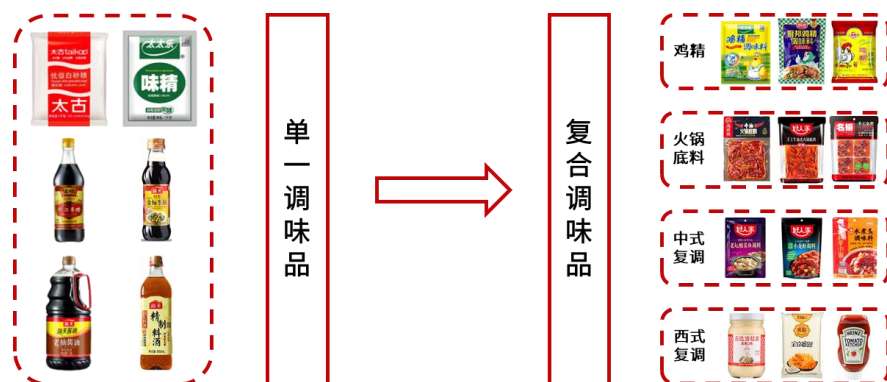
### 2.1、复调仍是高景气赛道

#### 2.1.1、复调产品大势所趋，中西细分高速增长

根据组成成分的不同，我们可以将规模 4594 亿元（艾媒咨询，2021 年）的调味品分为单一和复合两个大类。相较于已臻于成熟的单一调味品细分，复合调味品起步较晚，增速更快。2021 年复合调味品市场规模约 1588 亿元，行业 2014—2021 年的规模复合增速为 13.5%。

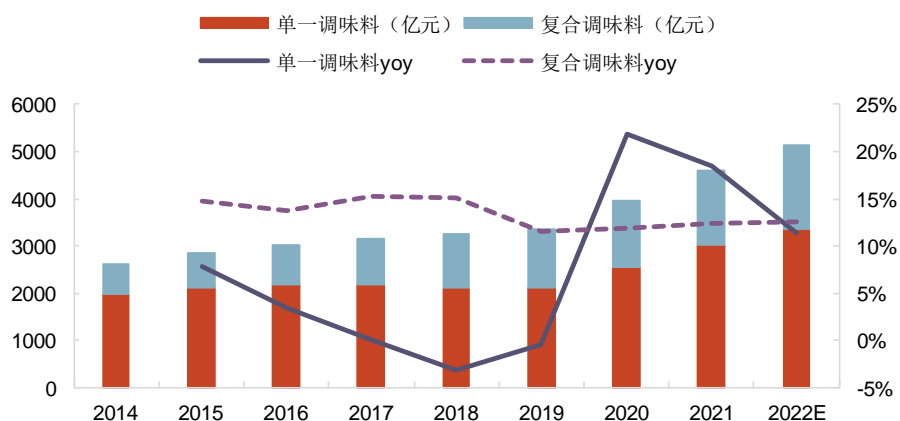
- 单一调味料（酱油、醋等）具有可以运用于多菜品的先天优势，细分市场已经趋于成熟。
- 复合调味料指由两种或两种以上调味品组成的调料，经过进一步加工，成为具有特殊风味的调味料。

图 8：从单一到复合调味料的变化



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

图 9：我国复合调味品行业市场规模情况

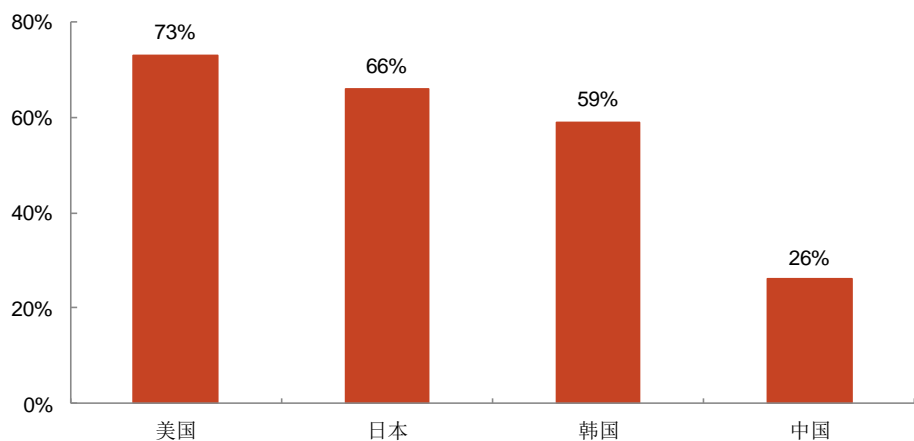


资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

从国别对比角度看，当前我国复合调味品的渗透率仍处于较低水平。复合调味品具有便捷、高效、品质稳定可控等优点，在餐饮、家庭以及食品加工端均有应用，未来随着社会经济发展、居民生活节奏加快、餐饮连锁化率提高以及外卖渠道渗透率增加，我们预计我国复合调味料的渗透率将会进一步提升。

- **社会经济发展**: 消费者整体收入的提升所带来的消费升级有利于复合调味品产品的推广。
- **居民生活节奏加快**: 社会平均工作时间的客观延长在压缩消费者个人休闲时间的同时也为速食产品提供了机遇，带动复调产品起量。
- **餐饮连锁化率提升**: 餐饮品牌连锁化对门店菜品口味的标准化提出了更高的要求，复调产品填补市场需求。
- **外卖渠道的推动**: 外卖所要求的高效性、快捷性和统一性在中央厨房模式短期内难以普及的背景下利好复合调味品。

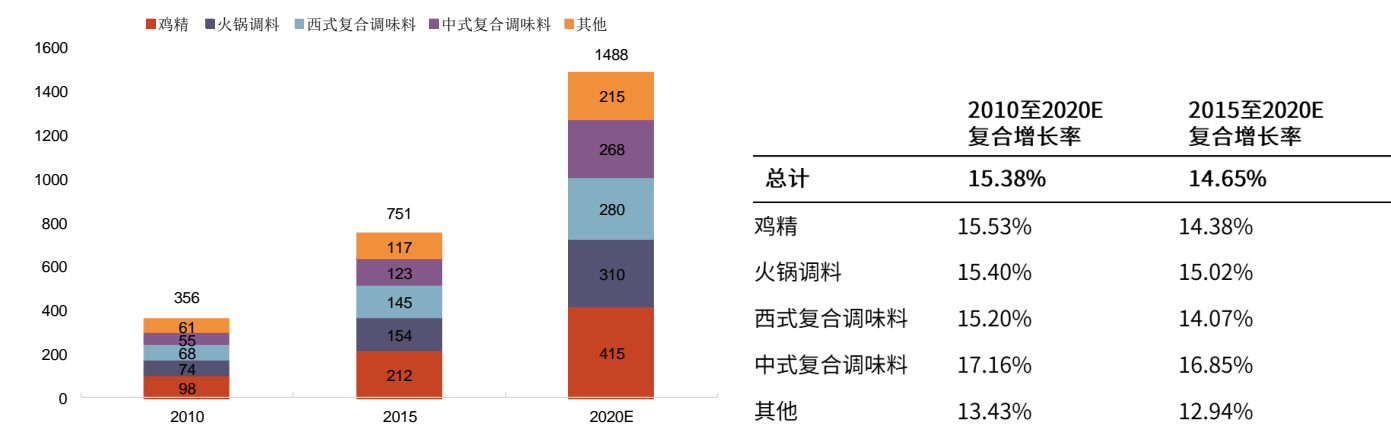
图 10：2020 年各国复合调味品渗透率



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

Frost&Sullivan 将中国复合调味料市场分为五个部分：鸡精、火锅底料、中式复合调味料、西式复合调味料以及其他复合调味料。

图 11：中国复合调味品市场规模明细



资料来源：Frost & Sullivan，光大证券研究所；单位：亿元

几大细分品类中，鸡精和火锅底料行业已较为成熟，中式&西式复调仍处于持续扩张过程中。

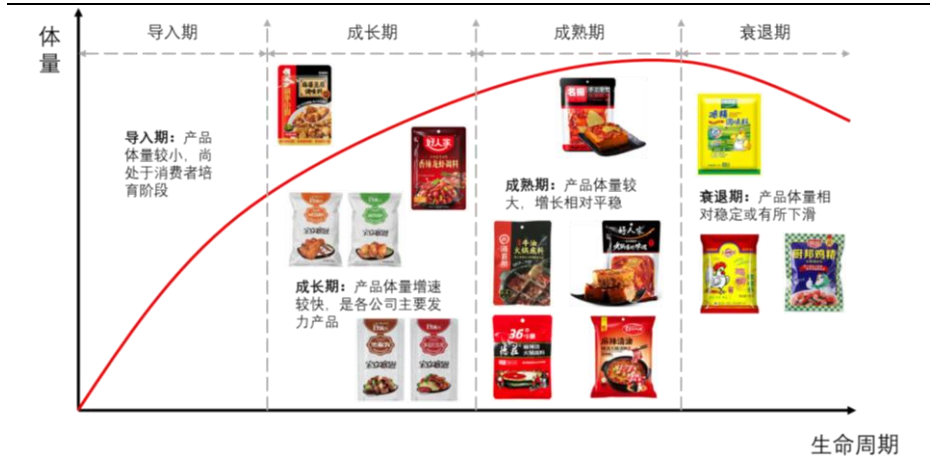
- 鸡精、火锅底料（板料）可以运用于多种使用场景，有类似单一调味料的优优势，品类以大单品为主，例如鸡精大单品、火锅底料中的红油板料。产品更迭速度较慢，大单品已臻于成熟：鸡精在 YE 等新兴产品逐渐推广和普及的背景下，已逐渐由成熟转向衰退期；火锅底料行业预计未来将以存量竞争为主，行业格局已定。
- 中式和西式复合调味料则多运用于特定菜品，品类以多 SKU 矩阵为主，单一 SKU 的贡献度偏低，厂商需要通过持续的新品研发来扩展 SKU，产品更迭速度较快，行业仍处于成长期。未来，随着餐饮连锁化率的提升、外卖行业的发展，中式&西式复调仍有较大增长空间。

表 2：四类复合调味料对比

品类	主要参与者	大单品/多 SKU	典型单品	产品迭代速度	成熟度	竞争格局
鸡精	太太乐、家乐、美极、豪吉	大单品	鸡精	慢	高	行业集中度高
火锅底料	海底捞、德庄、红九九、桥头	大单品	牛油/清油/番茄	慢	高	渗透率低，空间广阔
中式复调	好人家、饭扫光、圣恩、丹丹	多 SKU	酸菜鱼/小龙虾	较快	中	渗透率低，细分赛道格局分散
西式复调	味好美、百利食品、奥芙德厨、忆霖、联合利华	多 SKU	番茄沙司/沙拉酱/咖喱粉/罗勒叶	较快	中	海外品牌更具竞争优势

资料来源：渠道调研，光大证券研究所整理

图 12：我国复合调味品行业分品类生命周期



资料来源：各公司官网，光大证券研究所

### 2.1.2、西式快餐高速成长，西式复调搭乘顺风车

西式复调产品主要有偏西式正餐和偏西式快餐两种类型。偏西式正餐类的西式复调产品技术门槛较高，应用场景偏专业，使用者易形成惯性，壁垒构建相对较易；偏西式快餐类的西式复调产品技术门槛较低，产品易渗透，壁垒构建相对较难。

表 3：西式复调产品对比

复调类型	使用门槛	应用场景	壁垒构建	地域	价格	原料来源	经济相关度	主要品牌
西式正餐类复调	较高	偏专业	较易	北方较少	较高	进口较多	偏正相关	味好美、亨氏、丘比等
西式快餐类复调	较低	偏友好	较难	南北皆有	较低	可国产替代	偏负相关	宝立、百利、妙多、正红等

资料来源：渠道调研，光大证券研究所

- 1) **偏西式正餐**：香辛料类，比如咖喱粉、姜黄粉、香芹籽、肉豆蔻粉等；香草类，如罗勒叶、皮萨草叶、百里香叶、迷迭香叶等；胡椒类，白胡椒粉、黑胡椒粉、花椒粉等。
- 2) **偏西式快餐**：乳化酱类，比如沙拉酱、千岛酱、蛋黄酱等；调味酱类，比如番茄沙司、比萨酱、黑椒酱等；甜酱类，比如果酱、巧克力酱等；裹粉腌料类，比如鸡排裹粉、新奥尔良腌料、香辣腌料、原味腌料等。

图 13：西式复调产品应用图谱



资料来源：各公司官网，光大证券研究所

我国西式复调赛道呈现“海外品牌扎根+本土品牌崛起”的双格局。其中，海外进口品牌在西式正餐领域具备较强优势，而本土调味品牌则侧重于为西式快餐行业服务。

1) **海外品牌扎根中国市场**：代表品牌为味好美、亨氏、丘比（中日合资）。

- 味好美的渠道结构以餐饮+批发市场（通路产品）为主，品牌在西式正餐赛道具备较强优势。原因在于很多西餐厅厨师在海外学徒时期就使用了海外调味品牌，操作习惯已形成，回国经营西餐厅时会倾向继续使用海外调味品牌。
- 根据渠道调研，亨氏的渠道结构以零售为主，前台产品（指消费者在就餐时会看到的产品）占比近 70%。前台由于对品牌暴露有要求，需使用海外品牌，因而亨氏具有较强的竞争力。

2) **本土品牌崛起**：相较于品牌历史悠久的海外品牌，后起之秀的本土品牌选择切入西式快餐，在标准化程度较高、产品较为成熟的裹粉、腌料、调味酱等细分市场逐渐占得一席之地。

- 宝立食品以定制餐调为主，产品主要分为粉类和酱汁类两大类，当前渠道结构以大型连锁西式快餐品牌（如肯德基、必胜客）和食品原料供应商（包括预加工厂商）为主。
- 百利食品采取低价策略，以突出的性价比优势为核心卖点切入西式复调，以红腰豆起家，之后逐渐拓展到沙拉酱、面包糠等领域。当前渠道结构以批发客户（大包装产品）和中型连锁西式快餐（华莱士）、烘焙为主。
- 妙多食品渠道与百利相近，同样分为西快、餐批、餐中和烘焙四个渠道，其中烘焙渠道目前仍在培育期。
- 正红食品前期主要从事线上和封闭（工业客户、连锁餐饮和加工厂）两种渠道，目前正在发展零售渠道，产品以西式餐厅大包装为主。

表 4：本土西式复调品牌对比

	国家	成立时间	西餐类型	B 端/C 端	主要产品类型	产品价格	主要餐饮端客户
味好美	美国	1889 年	偏西式正餐	B+C	乳化酱，番茄制品，甜酱，腌料裹粉，复合香辛料，香草类，胡椒类，SKU 数量共 184 个	较高	大型连锁西式餐饮客户以及西餐酒店等
亨氏	美国	1869 年	偏西式快餐	B+C	番茄酱、沙拉酱、烧烤酱，西式酱料 SKU 共有 14 个	较高	连锁型大 B 和小 B 均有
百利	中国	1996 年	偏西式快餐	B+C	沙拉酱、沙拉汁、风味酱、调味粉、果酱等，SKU 数量 100+	中、低档	餐饮批发（大包装通路产品），本土西式连锁快餐
妙多	中国	2004 年	偏西式快餐	B+C	咖喱、番茄沙司、沙拉酱、风味酱料、沙拉汁、香辛料、炸粉、果泥等，官网显示妙多和大大可旗下 SKU 共 156 个	中、低档	与百利重合度较高
宝立	中国	2001 年	偏西式快餐	B	裹粉、腌料、撒粉、调味酱、沙拉酱、轻烹解决方案、饮品甜点配料，有销售记录的产品超过 3000 种	中、低档	以直销模式+定制餐调为主，主要餐饮端客户为大型连锁西式快餐品牌

资料来源：各公司官网，光大证券研究所

由于宝立当前的业务主要集中在服务西式快餐领域，以下的分析我们将重点放在西式快餐行业。

我国西式快餐行业已经形成了一条成熟完整的产业链。

- **上游供应商**：圣农股份、正大食品、凤祥食品等大型肉类产品供应企业和安记食品、宝立食品、日辰股份等大型调味料企业。

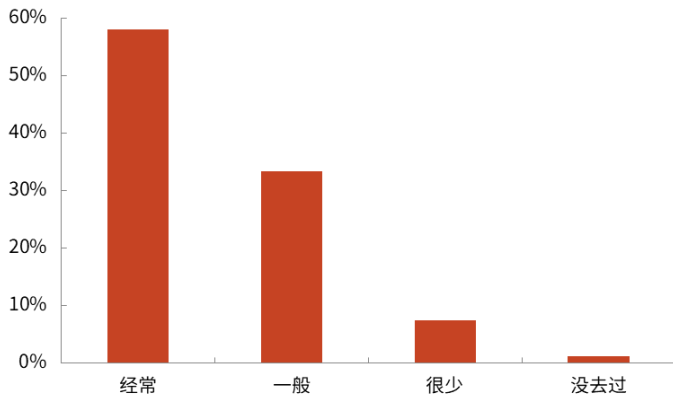
- **中游快餐品牌：**本土品牌德克士、华莱士、乡村基和海外品牌肯德基、麦当劳等。
- **下游消费者：**艾媒咨询调研数据显示，我国近 60%的消费者经常去西式快餐店进行消费，近 80%的消费者偏好中西结合式快餐和西式快餐，本土化是留住消费者的关键。

图 14：我国西式快餐行业产业链图谱



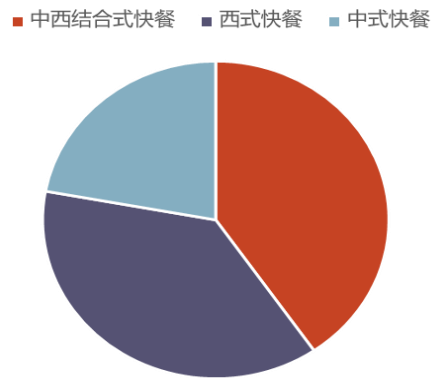
资料来源：各公司官网，光大证券研究所

图 15：中国消费者西式快餐消费情况



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所；调研日期为 2022 年 3 月

图 16：中国消费者快餐类型偏好

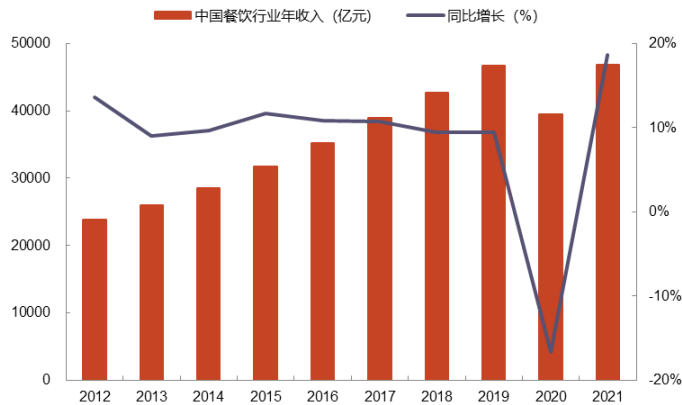


资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所；调研日期为 2022 年 3 月

**西式快餐行业迅速扩容。**根据艾媒咨询数据，2016-2021 年间西式快餐市场规模的 CAGR 为 8.06%，高于餐饮行业的 5.89%，预计 2025 年西快市场规模将达到近 5000 亿元。

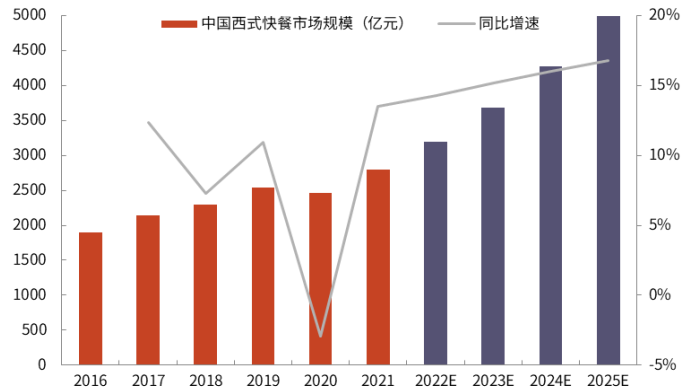
西式快餐规模的高增速来自于 1) 西式快餐 SKU 数量较少，容易标准化；2) 西式快餐巨头以国际连锁餐饮企业为主，供应链成熟且标准化程度高；3) 西式快餐不同于中餐存在区域菜系差别，单品多为通用食品，更容易标准化。

图 17: 我国餐饮行业年收入及同比增速



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

图 18: 2016-2025 中国西式快餐市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询, 光大证券研究所, 注: 2022-2025 年数据为艾媒咨询预测

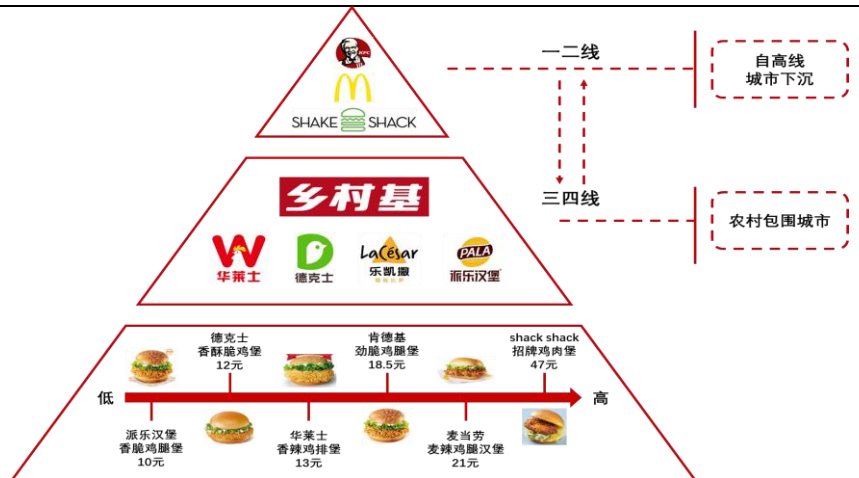
表 5: 中美餐饮行业对比分析

	中国	美国
市场	2019 年, 中国餐饮市场规模达到 4.7 万亿人民币	2019 年, 美国餐饮市场规模达到 8540 亿美元, 约合人民币 5.5 万亿元
标准化难度	食材多元, 烹饪要求复杂, 烹饪难度大, 标准化难度高	以汉堡、披萨等主食产品为主, 食材简单、烹饪难度低, 标准化难度低
公司治理	历史上龙头企业多为国企 (如全聚德) 或家族企业 (如真功夫), 没有适应全国化布局的现代治理结构, 近年来出现创新型管理龙头企业 (如海底捞)	历经百年发展, 餐饮龙头基本均为职业经理人以现代化管理模式进行管理
口味区域差异	各地口味均有差异, 全国化较难	汉堡、披萨等通用食品及口味基本可以做到 100% 渗透

资料来源: CCFA, 光大证券研究所

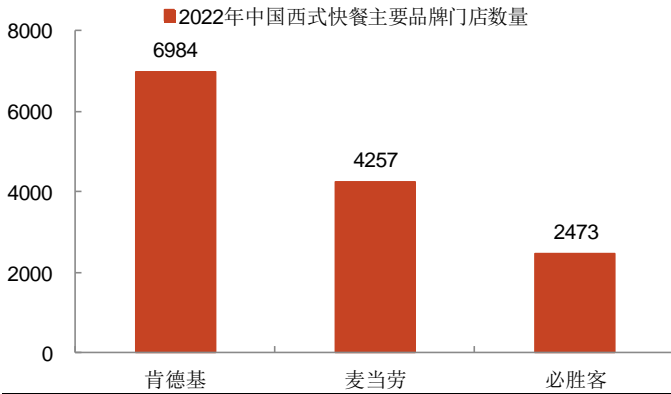
当前我国西式快餐行业呈现为金字塔结构。以肯德基、麦当劳为代表的海外西式连锁餐饮品牌自高线城市下沉, 以华莱士为代表的本土西式连锁餐饮品牌则采取“农村包围”城市的策略从三四线城市向高级别市场开店。此外亦有大量小型连锁/单体西快门店。海外/本土连锁西式快餐品牌的门店数量在过去几年呈现出持续扩张的态势, 未来行业的连锁化率有望进一步提升。

图 19: 我国西式快餐行业发展现状



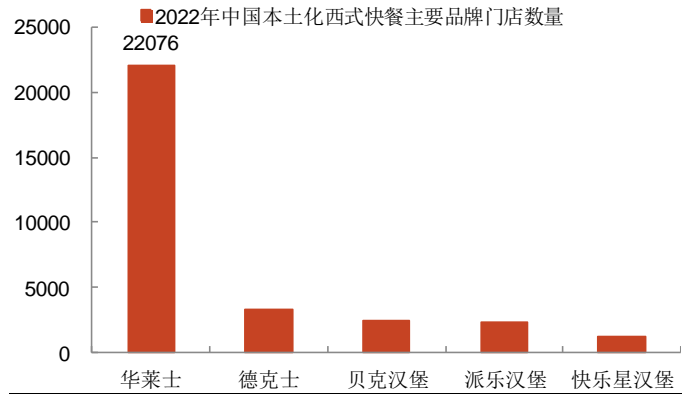
资料来源: 各品牌微信点餐小程序, 光大证券研究所 (注: 统计时间为 2022.7.25)

图 20: 国外西式快餐品牌在国内门店数量



资料来源: 艾媒咨询, 光大证券研究所; 单位: 家; 数据截至 2022 年 3 月

图 21: 中国本土化西式快餐主要品牌门店数量



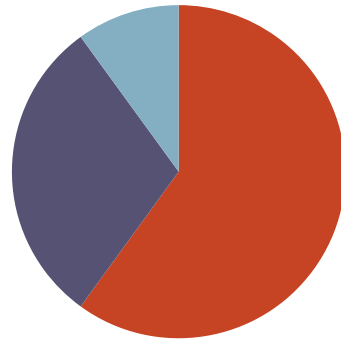
资料来源: 艾媒咨询, 光大证券研究所; 单位: 家; 数据截至 2022 年 3 月

## 2.2、 餐饮渠道是主战场，连锁大 B 关注创新能力

调味品行业的渠道主要有餐饮、家庭消费和食品加工，三种渠道按销售额的占比约为 6:3:1。我们可以将餐饮渠道分为连锁型餐饮和小型连锁/单体门店两类。整体而言，连锁型餐饮品牌对于供货商的稳定性、安全性有较高要求，多使用定制化产品，其中大型连锁品牌对于供货商的研发能力&忠诚度亦有要求，而小型连锁/单体门店则多使用通货产品（大包装）。

图 22: 复合调味品行业下游渠道占比

■ 餐饮渠道 ■ 家庭消费渠道 ■ 食品加工企业渠道



资料来源: 宝立食品招股说明书, 光大证券研究所; 按销售额口径统计的约数

表 6: 不同类型餐饮渠道对供应商的首要要求

	创新能力	供应商自身品类	研发速度	稳定性	食品安全	忠诚度	团队隔离	资源倾斜	配方保密	报价
连锁型大 B	√	√	√	√	√	√	√	√	√	
中小型连锁/单体店		√		√	√					√

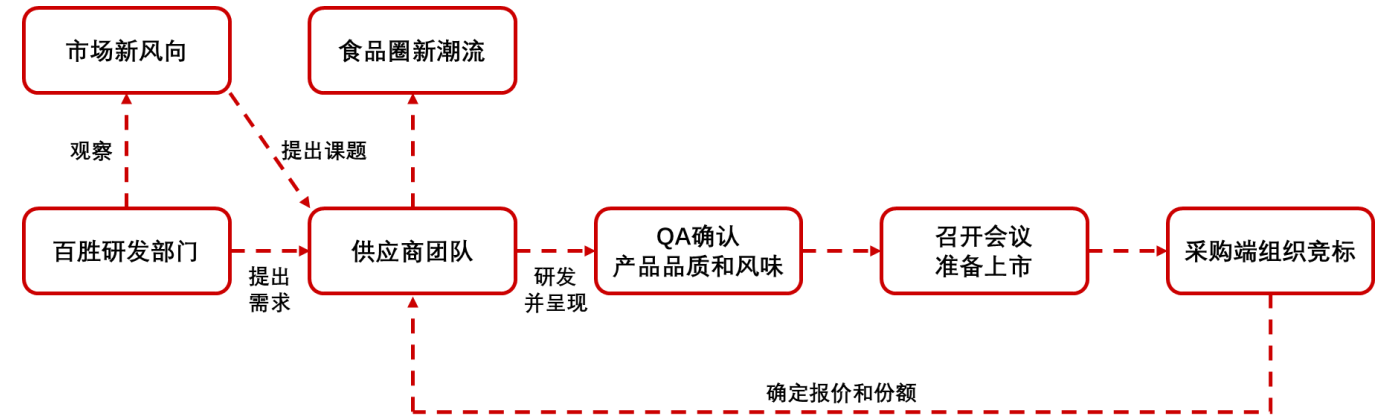
资料来源: 光大证券研究所, 注: 对号表示该项能力为此类客户首要看重的要素, 并非不看重其他要素

以百胜为例，研发创新能力、稳定性和忠诚度、食品安全是百胜对提供定制服务的供应商核心的三点要求。百胜倾向与供应商达成“YUM First”型合作，供应

商所研发的新品应当更具针对性而不必考虑其他品牌的适用性，供应商核心团队必须为百胜提供单独的服务团队。

**创新能力是百胜给供应商分级时最看重的要素。**在新品研发上，百胜要求供应商定期提供产品小样，在流程上可主要分为以下步骤：1) 先由百胜研发部门提出需求或根据所观察的市场新风向提出课题；2) 供应商团队进行研发后再根据食品圈新潮流方向进行呈现；3) 百胜内部 QA 确认产品品质和风味；4) 公司内部召开会议准备上市；5) 采购端组织竞标确定供应商报价和份额（多数情况下有两家供货商最终入选，以保证供应链的稳定性）。

图 23：百胜新品研发流程概览



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

餐饮品牌所使用的复调产品通常可分为前台&后台两类。

- 前台是消费者会看到的产品（例如小包装番茄酱），餐饮品牌会更加倾向于使用海外品牌，例如亨氏在 9g 番茄酱产品中占比较高。
- 后台产品则是运用于烹饪过程中，品牌不会被消费者看到。餐饮品牌对国内/海外品牌并无偏好，更多的是考虑到产品的品质、稳定性和性价比。

对于连锁餐饮品牌而言，为了保证其产品的品质，虽然西式复调有很多价格便宜的小型加工厂&小品牌，其仍会倾向于选择有一定品牌积淀的复调厂家：海外品牌如味好美、亨氏；本土品牌如宝立、百利。

此外研发能力亦是需要定制化服务的连锁品牌格外看重的：产品创新如亨氏的高温沙拉酱，以及新品研发如宝立参与的肯德基车厘子蛋挞。此外随着生产规模的扩大、效率不断提升，复调厂商的成本亦可得到不断优化。

表 7：公司同业竞争对手对比

	日辰股份	宝立食品
渠道	B 端为主	B 端为主
模式	定制化、直销	定制化、直销
C 端占比	很小	开始起量
产品品类	酱汁类调味料、粉体类调味料、食品添加剂	产品包括裹粉、腌料、撒粉、调味酱、沙拉酱、轻烹解决方案、饮品甜点配料
B 端代表客户	味千拉面、吉祥馄饨、亚惠美食、庆丰包子铺等	肯德基、必胜客、麦当劳、德克士等

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

## 2.3、深度绑定百胜，合作实现双赢

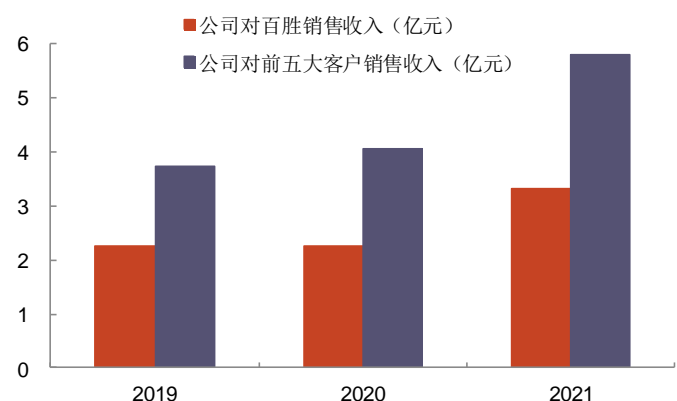
在 B 端市场方面，公司与百胜中国实现了深度绑定。宝立食品招股说明书数据显示，2019-2021 年百胜始终是公司的第一大客户，公司对百胜中国实现的销售收入占公司营业收入比例分别为 30.53%/24.81%/21.03%，占比虽有所下滑但仍保持高位。

客户拓展+业务拓展是百胜所提供营收占比下滑主要原因，公司和百胜的合作依旧积极向好。

1) 公司在与百胜中国多年的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，公司客户结构进一步多元化。

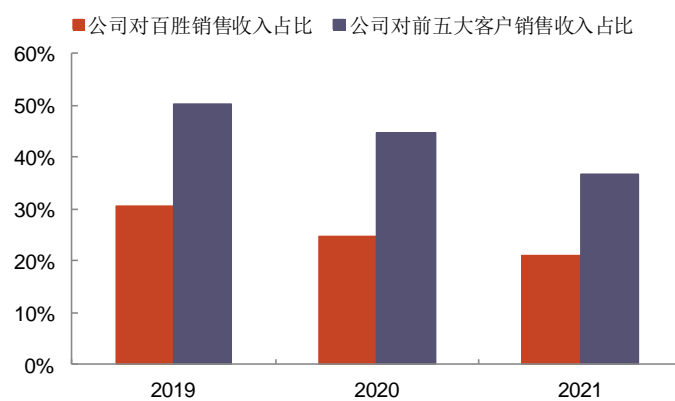
2) 虽然公司对百胜中国的收入规模在 2021 年增长较快，但是 2020 年开始公司轻烹解决方案收入快速增长，使得公司总收入增长速度更快，百胜中国占比反而有所下降。

图 24：公司对大客户销售收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 25：公司对大客户销售收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

百胜是目前国内市场上规模最大的餐饮企业。百胜于 1987 年进入中国，目前已是中國西式快餐行业甚至中国餐饮业中营收第一的企业，拥有成熟完善的供应链系统，在中国烹饪协会发布的年度餐饮企业百强榜单中已连续多年排名第一。

表 8：我国餐饮企业百强榜单 TOP10

	2018 年	2019 年	2020 年
1	百胜中国控股有限公司	百胜中国控股有限公司	百胜中国控股有限公司
2	金拱门（中国）有限公司	金拱门（中国）有限公司	海底捞火锅
3	海底捞火锅	海底捞火锅	金拱门（中国）有限公司
4	河北千喜鹤饮食股份有限公司	河北千喜鹤饮食股份有限公司	河北千喜鹤饮食股份有限公司
5	内蒙古西贝餐饮集团有限公司	天津顶巧餐饮服务咨询有限公司	天津顶巧餐饮服务咨询有限公司
6	呷哺呷哺餐饮管理有限公司	上海杨国福企业管理（集团）有限公司	上海杨国福企业管理（集团）有限公司
7	深圳中快餐饮集团有限公司	江苏品尚餐饮连锁管理有限公司	江苏品尚餐饮连锁管理有限公司
8	汉堡王（中国）投资有限公司	内蒙古西贝餐饮集团有限公司	重庆朝天门餐饮控股集团有限公司
9	四川香天下餐饮管理有限公司	深圳中快餐饮集团有限公司	深圳中快餐饮集团有限公司
10	东莞市鸿骏膳食管理有限公司	山东凯瑞商业集团有限责任公司	内蒙古西贝餐饮集团有限公司

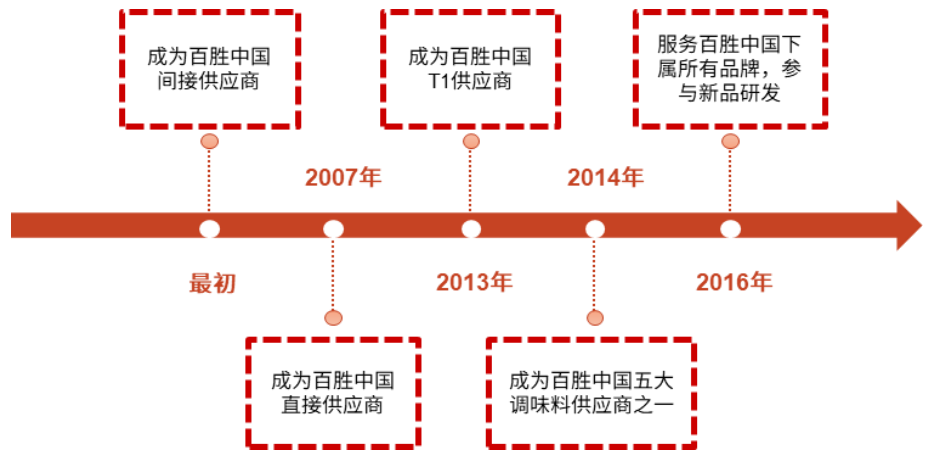
资料来源：中国烹饪协会，光大证券研究所

公司与百胜已建立长期、稳定且良好的合作关系。

- 1) **第一阶段：**公司通过与百胜上游供应商的合作逐渐了解百胜体系的技术需求、工艺要求等，并逐步实现与百胜研发体系的熟悉和对接，并于 2007 年筹备进入百胜直接供应商体系，开始为百胜研发复合调味料产品，成为百胜的直接供应商。
- 2) **第二阶段：**自 2008 年公司开始向百胜直接提供复合调味料，公司进入快速发展时期，并在与肯德基多年合作中树立了良好的市场口碑。公司于 2013 年成为百胜的 T1 供应商，并于 2014 年成为百胜五大调味料供应商之一。
- 3) **第三阶段：**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如肯德基、必胜客、小肥羊和 LavAzza 等，并参与百胜中国新品开发、菜单设计等环节。

“能力”+“声望”是公司的双收获。百胜卓越的产品方案研发设计能力、严格的供应商资格认证和食品安全及质量控制标准为公司的长期服务提供了背书，这不仅证明了公司在百胜中国供应链体系中成功构建起一定的品牌和技术壁垒，还有利于公司自身的品牌建设。

图 26：公司与百胜中国主要合作历史



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2018-2021 年公司共获得 17 项奖项，其中 15 项由百胜颁发，公司在研发能力、产品质量、合作关系和执行能力等多个方面得到百胜的深度认可，这也表明公司与百胜双方未来的成长依旧联系紧密。

表 9: 2018-2021 年公司所获奖项情况

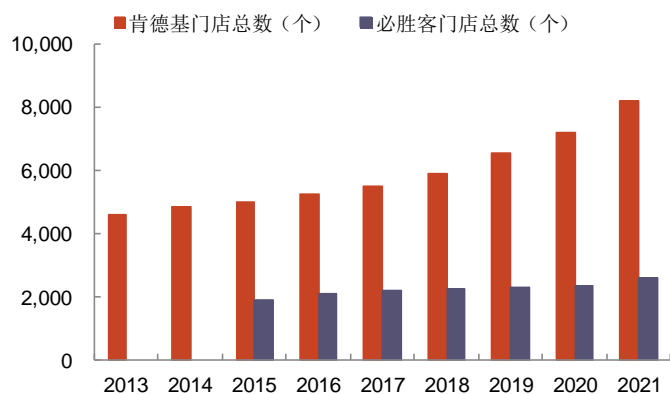
序号	奖项	年份	颁发单位
1	金厨师奖	2018	百胜中国
2	“金”诚合作大奖	2020	麦当劳
3	金锅奖	2020	百胜中国
4	R.E.D 创意奖	2020	百胜中国
5	持续创新奖	2020	百胜中国
6	卓越执行奖	2020	百胜中国
7	锐意先锋奖	2020	百胜中国
8	研发专家组奖: 酱料	2020	百胜中国
9	研发专家组奖: 粉料	2020	百胜中国
10	百胜中国质量奖	2021	百胜中国
11	造桥人奖	2021	百胜中国
12	技术创新奖	2021	百胜中国
13	卓越执行奖	2021	百胜中国
14	研发专家组奖: 粉料	2021	百胜中国
15	研发专家组奖: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

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

和百胜业务未来的增长主要来自于两方面: 1) 百胜门店扩张带来的增量业务机会; 2) 持续参与新品研发, 品类扩张带来的增长。

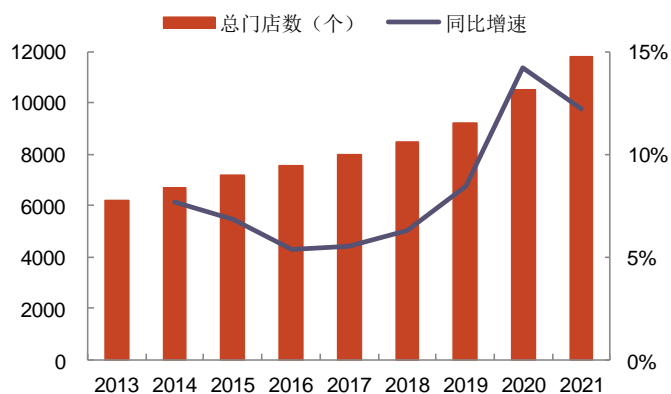
- 截至 2021 年, 肯德基中国地区门店数已达 8168 家, 必胜客中国地区门店数为 2590 家, 此外百胜在中国亦拥有包括 coffii&joy、黄记煌在内的多个子品牌。未来百胜门店预计在中国地区会以每年 1000-1200 家的速度持续扩张。

图 27: 2013-2021 年肯德基和必胜客中国地区门店总数



资料来源: 百胜中国公司公告, 光大证券研究所

图 28: 2013-2021 年百胜中国地区门店总数



资料来源: 百胜中国公司公告, 光大证券研究所

- 肯德基在中国市场的出色表现很大程度上归功于 YUMC 强大的本土化能力以及新品研发能力。宝立在新品上出色的研发力即保证了其与百胜之间合

作的长期性，又可以使其持续参与到肯德基的新品研发过程中，享受新品带来的增量空间。

百胜中国当前的主要经营策略为通过新奇的限时产品（即“LTO: Limited time offer”产品）吸引客户入店，同时尝试开发新的长线产品以留住客户。公司的新品研发能力与百胜中国的经营策略相契合，通过强大的研发设计能力和市场敏感度持续快速推出受市场喜爱的新风味和新产品，不断固化双方的合作关系。

2021年公司参与研发推出的百胜中国新品包括肯德基的“车厘子蛋挞”、“九龙金玉奶茶”、螺蛳粉和意面等轻烹食品等，均得到广大消费者的认可和喜爱。公司在创新研发设计过程中积累了大量的配方数据，现已形成强大的技术经验壁垒，可根据市场和消费者偏好及时转化推出适合消费者的产品。

图 29：肯德基部分新品产品图



资料来源：百胜中国官网，光大证券研究所

图 30：肯德基自在厨房部分产品图



资料来源：百胜中国官网，光大证券研究所

宝立强大的研发能力以及柔性供应链体系可以支撑公司季节性新品的推广，亦是显著优于其他竞争对手的竞争优势。宝立较早地融入了百胜的新品研发流程，其专属研发团队和百胜就新品设计方向进行共同研发，产品雏形形成之后，宝立可以迅速匹配上游原材料供应商并通过**柔性供应链**迅速将新品由雏形转化成批量生产的成品。从百胜对于供应商的要求来看，研发能力>产品稳定性>价格，宝立的专业性以及产品稳定性决定了其和百胜之间的合作是长期且牢固的。

未来在百胜的背书下，随着行业连锁化率的提升，公司可将扩展中小型 B 端连锁客户作为下一个突破点。相较于连锁型大 B 客户，中小 B 客户最为注重性价比和产品稳定性。下游西式快餐连锁化率的提升催生了餐企对提供稳定产品的西式快调品牌需求的增加。我们认为下游连锁化率的提升为宝立这样具备一定规模的厂家提供了持续的增长机会，行业出现小厂倒逼品牌方的概率也大大降低了。

在中小 B 端的开拓上，从试吃样装到产品推广再到定期拜访、后续维护，公司需要倾斜资源对市场终端开发等业务的团队进行培育。以亨氏为例，公司有专门的业务人员定期拜访门店、负责门店采购。当前宝立的销售团队尚不够成熟，未来有望通过进一步搭建销售团队来实现业务的拓展以及增强客户粘性。

### 3、C 端：空刻意面打造第二增长曲线

国内的速食赛道主要集中在中式方便速食，新兴网红品牌包括拉面说、李子柒、螺霸王等，公司 C 端业务所在的西式速食意面市场仍处于初始开发阶段。从市场替代角度和目标消费群体渗透角度，我们对未来速食意面的行业空间进行了测算，估计 2021 年食意面的销售规模约为 20-23 亿元，预计到 2027 年速食意面的销售规模接近 70 亿元，2021-2027 年销售额 CAGR 为 19-22%。

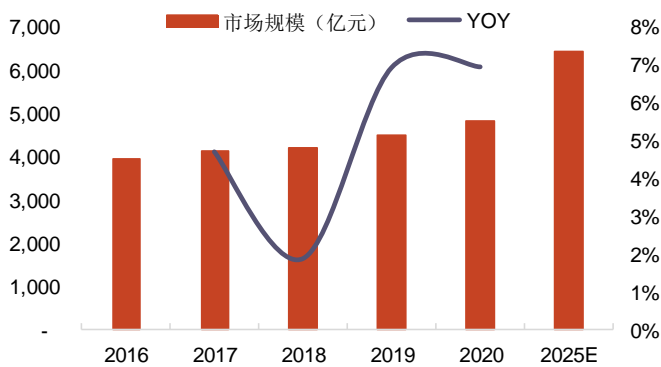
空刻 2019 年成立以来保持高速增长，营收由 2020 年的 0.68 亿元快速增长至 2021 年的 4.58 亿元。空刻意面的优势在于相较于竞争者有着更强的研发能力、更完善的供应链带来更快的推新速度，以及更灵敏的营销策略，精准抓住流量风口。从空刻长期发展空间来看，β端来自速食意面行业的扩容；α端来自线上渗透率的继续提升，以及线下渠道拓展。**2022-2025 年空刻意面线上收入有望继续保持较快增长，叠加线下铺货带来的稳定增量，收入增长确定性较高。参考已有速食品牌规模，短期内空刻意面的市场规模有望达 15 亿元，中长期有望实现 20-30 亿元体量。**

#### 3.1、方便速食：懒人经济助推下迅速发展

##### 3.1.1、千亿方便食品市场，空间广阔

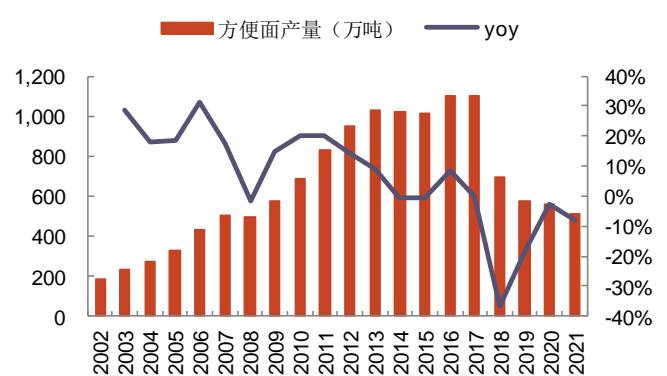
方便食品千亿市场，空间广阔。2019 年中国方便食品的市场规模达 4,500 亿元，若按照年均复合增速 6% 计算，2025 年方便食品的市场规模将达 6,300 亿元，受消费升级、线上渠道发展等因素影响，中国方便食品市场空间仍有较大挖掘潜力。从结构来看，方便面规模 2018 年起逐年萎缩，方便食品行业规模的增量主要来自新型方便食品。

图 31：2016 年-2025 年我国方便食品市场规模



资料来源：阿宽食品招股说明书，中商产业研究院，光大证券研究所预测

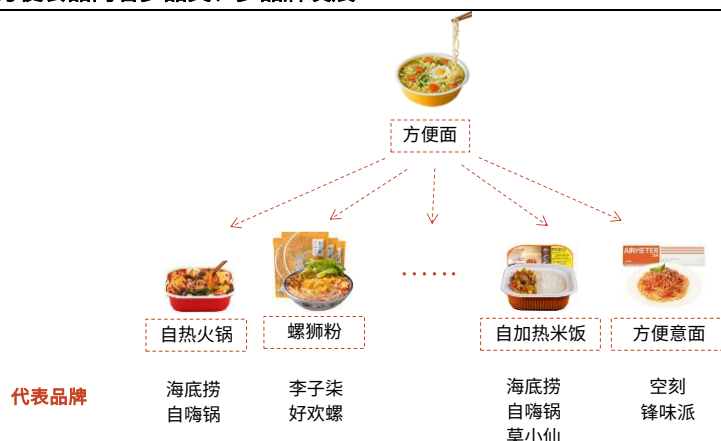
图 32：2018 年起我国方便面产量开始萎缩



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

从行业细分结构看，方便食品逐步从“方便面”过渡到“方便速食”，发展出自热火锅、螺狮粉、自热饭、方便意面等各类有特色的新速食产品。

图 33：方便食品向着多品类、多品牌发展

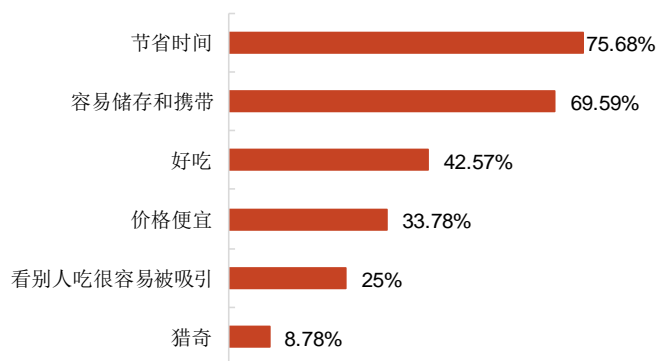


资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

方便速食行业发展的驱动力主要来自两方面：

- 驱动力一：“懒人经济”造就了方便食品，懒人经济一方面和当代年轻人的“宅文化”对应，另一方面则反映的是一群追求效率、没有多余空闲时间的“勤奋型懒人”由于生活节奏飞快而对“简单和方便”的要求。
- 驱动力二：“消费升级”是行业发展的长期驱动力。“一日三餐+宵夜”市场的争夺愈加激烈，方便面已经不能满足人们对于餐食水平不断提升的需求。在这样的背景下，方便速食品牌矩阵不断丰富，新锐网红产品快速崛起。

图 34：中国方便食品消费原因分布



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所；调研时间：2020年3月

图 35：方便食品的比较优势



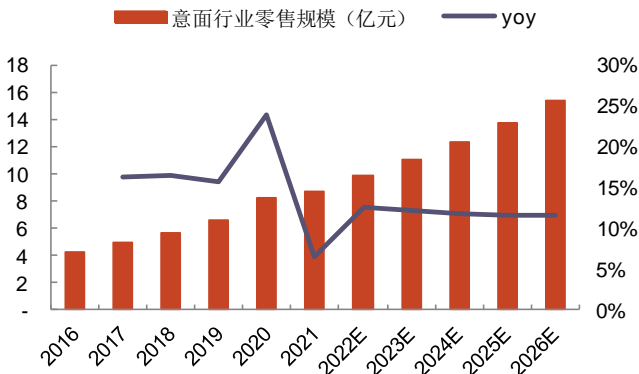
资料来源：光大证券研究所整理

### 3.1.2、西式速食意面：基数小、成长快，2021-2027 年收入 CAGR 约 20%

国内的速食赛道主要集中在中式方便速食，新兴网红品牌包括拉面说、李子柒、螺霸王等，西式速食意面市场仍处于初始开发阶段。当前我国意面市场仍以 B 端为主，主要出现在西式快餐和西式正餐的消费场景。C 端的消费渠道主要为超市，需购买后自行加工，由于意面非国内主流饮食，加工形式与中式面食存在差异，意面消费人群较为小众。

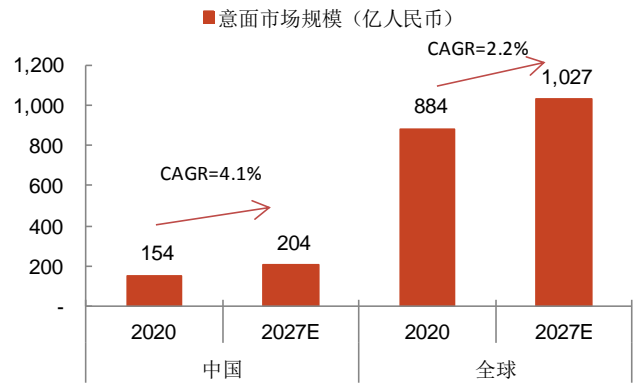
**C 端意面规模小、增速快。**根据 Euromonitor, 2021 年意面行业零售规模为 8.74 亿元, 同比增速为 6.5%, 2016-2021 年销售额 CAGR 为 15.6%, 是米面行业中增速最快的细分赛道。根据《Global Patsa Industry》的相关预测, 从全球意面市场规模来看, 中国增速较快, 2020-2027 年销售额 CAGR 为 4.1%, 比成熟市场加拿大 (CAGR 为 1.5%)、德国 (CAGR 为 0.9%)、日本 (CAGR 为 0.4%) 更快。

图 36: 中国意面行业零售规模及增速



资料来源: Euromonitor 预测, 光大证券研究所

图 37: 中国意面市场规模增速快过全球平均增速



资料来源:《Global Patsa Industry》reportlinker, 光大证券研究所 (注: 原报告币种为美元, 上图规模数据按汇率 1USD=6.8CNY 计算)

**拓宽消费人群, 速食意面有望打开 C 端空间。**市场上意面可以大致分为四类, 分别是超市销售的传统意面、方便意面、西式快餐店销售的意面和西式正餐店销售的意面。与餐饮门店的意面相比, 方便意面价格更亲民, 且能较好的复刻出餐厅味道的意面, 具备高性价比, 有利于扩大消费人群。

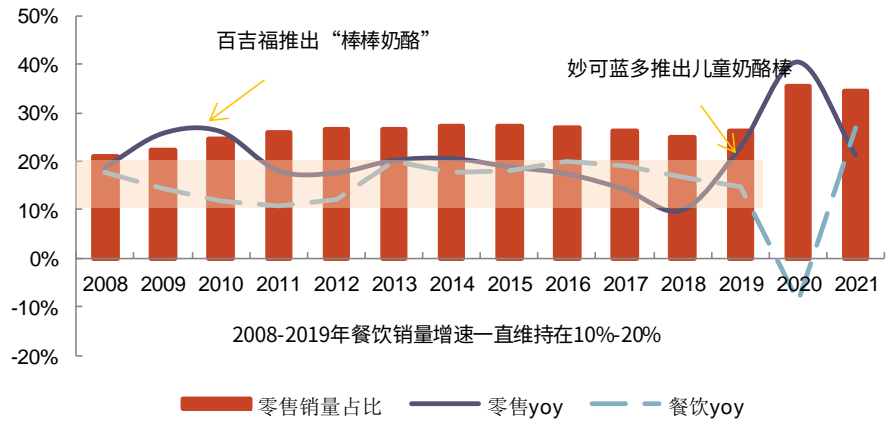
表 10: 四种类型意面对比

	传统意面	方便意面	快餐意面	正餐意面
品牌	Barilla	空刻	必胜客	人均 200 左右的西餐厅
主要渠道	商超	线上	线下门店	线下门店
价格	13.3 元/250g	20-27 元/270g	29-39 元/份 (肉酱意面)	68-78 元/份 (肉酱意面)
特点	价格便宜, 但制造较麻烦	价格适中, 简单方便	即食, 价格较前两种更贵	即食, 价格较贵
产品形象				

资料来源: 京东商城, 必胜客宅急送, 大众点评网, 光大证券研究所 (注: 时间节点为 7.29)

**以奶酪行业为例, C 端消费者经过教育后, 行业空间被打开。**意面和奶酪类似, 都属于舶来品, 需要通过消费者教育来扩大 C 端消费人群。2019 年妙可蓝多推出儿童奶酪棒后, 再配合高频的营销宣传和消费者品类教育, C 端奶酪销量迅速提升, 2018-2021 年妙可蓝多收入 CAGR 为 54%。**速食意面有望复制奶酪棒的发展路径, 通过扩大消费人群实现行业空间的扩容。**

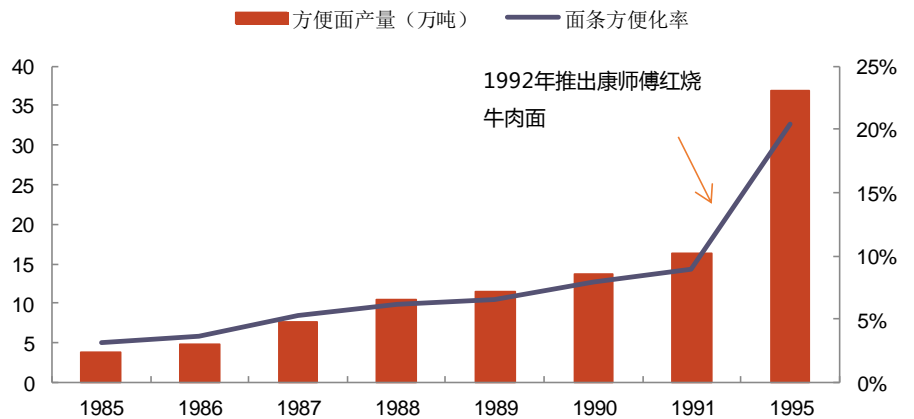
图 38: 2008-2021 年零售端&amp;餐饮端奶酪销量同比增速及零售端销量占比



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

根据我们的测算，2020 年速食意面行业规模约为 9 亿元。方便面和速食意面同属于方便面食，我国方便面的食用兴起于 20 世纪 80 年代，快速发展于 90 年代，与当前速食意面行业发展程度类似，1985-1991 年平均面条方便化率约为 6%，我们假设与 2020 年速食意面占总意面市场规模的比例相当。2020 年中国意面总市场规模约为 154 亿元，则速食意面的市场规模约为 9.2 亿元。

图 39: 1980s-1990s 面条方便化率



资料来源: 中国食品工业年鉴, 光大证券研究所 (注: 面条方便化率=方便面产量/(方便面产量+挂面产量))

从市场替代角度和目标消费群体渗透角度，我们对未来速食意面的行业空间进行了测算，预计 2021 年速食意面的销售规模约为 20-23 亿元，到 2027 年速食意面的销售规模接近 70 亿元，2021-2027 年销售额 CAGR 为 19-22%。

**方法一：市场替代角度，方便意面的消费者主要来自两方面，一是部分方便面消费者的转换，二是原本有意面消费习惯的餐饮端的消费者由于性价比等原因开始消费速食意面。**

- **方便面消费者的转换：关键假设如下：1) 方便面减产速度：根据国家统计局数据，我国方便面产量自 2018 年开始逐年减少，2018-2021 年产量 CAGR 为 -9.8%，我们假设 2022-2027 年方便面产量每年减少 8%。2) 速食意面**

**对方便面的替代比例：**减少的方便面产量由其他方便食品替代，其中根据魔镜 2022 年 3 月天猫数据统计，意面占线上速食的总收入比重为 4.5%，其中占非面条类速食的收入比重为 7.9%，我们假设减少的方便面产量中 8% 被速食意面替代。替代的量再乘以 Euromonitor 中预计的意面吨价，即得到替代方便面市场的销售规模。

- **餐饮端意面消费者的转换：关键假设如下：1) 意面餐饮市场规模：**为总意面市场规模减掉 Euromonitor 统计的 C 端意面市场规模。**2) 餐饮意面消费者转化比例：**考虑到速食意面刚起步，我们假设 2020 年转化率为 3%，随着空刻等品牌的销售额从 2021 年起快速增长，品牌对消费者意面消费的教育和曝光也逐步提升，假设 2021-2027 年转化率每年提升 4 个百分点。

根据方法一我们测算出 2021/2022/2027 年速食意面市场规模分别为 23.5/30.4/67.9 亿元，2021-2027 年销售额 CAGR 为 19.3%。

表 11：从市场替代角度对速食意面市场空间的测算

年份	方便面年销售量 (万吨)	方便面年销售减少量 (万吨)	方便面转化速食意面销售额增加量 (亿元)	意面餐饮市场规模 (亿元)	消费餐饮意面的消费者转化为速食意面消费者的比例	餐饮意面转化成速食意面规模 (亿元)	速食意面预测规模 (亿元)
2020	556.8	16.5	4.8	146	3%	4.4	9.2
2021	513.2	43.6	12.9	151	7%	10.6	23.5
2022	472.1	41.1	12.5	162	11%	17.8	30.4
<b>2027</b>	<b>311.2</b>	<b>27.1</b>	<b>9.9</b>	<b>187</b>	<b>31%</b>	<b>57.9</b>	<b>67.9</b>
2021yoy							156.0%
2022yoy							29.3%
<b>2021-2027CAGR</b>							<b>19.3%</b>

资料来源：国家统计局，《Global Patsa Industry》reportlinker，Euromonitor，光大证券研究所测算（注：意面餐饮市场规模=意面总市场规模-欧睿的 C 端意面市场规模）

#### 方法二：根据目标人群数量\*渗透率\*客单价\*消费频次计算。

**关键假设如下：1) 客单价：**速食意面单包价格为 20-30 元，线上通常 4-5 包连包销售，因此假设 2020 年客单价为 100 元，2021-2027 年客单价按照 1% 的通胀速度增加。**2) 年平均消费频次：**2020 年速食意面龙头空刻刚起步，消费者教育程度还较低，假设消费者一年消费一次，随着消费者教育的推进假设 2021/2022/2027 年年均消费频次分别为 1.5/1.8/2 次。**3) 目标群体：**速食意面的主要目标人群为职场白领、宝妈、涂口红的女孩等追求生活品质的 Z 世代消费群体，因此选择 20-39 岁女性作为目标群体。**4) 渗透率：**同样考虑速食意面在中国的空白市场还较多，假设 2020 年速食意面渗透率为 5%，随着消费者接受度的提升，假设 2021-2027 年速食意面渗透率每年提升 2 个百分点。

根据方法二我们测算出 2021/2022/2027 年速食意面市场规模分别为 20.8/32.2/70.1 亿元，2021-2027 年销售额 CAGR 为 22.4%。

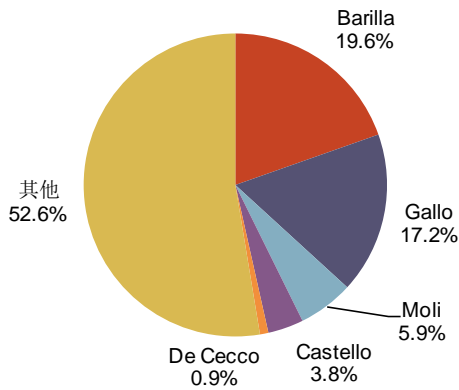
表 12：从目标消费群体渗透角度对速食意面市场空间的测算

年份	消费群体(亿人)	客单价 (元)	年平均消费频次	目标人群渗透率	速食意面预测规模 (亿元)
2020	1.98	100.0	1.0	5%	9.9
2021	1.96	101.0	1.5	7%	20.8
2022	1.95	102.0	1.8	9%	32.2
<b>2027</b>	<b>1.72</b>	<b>107.2</b>	<b>2.0</b>	<b>19%</b>	<b>70.1</b>
2021yoy					110.0%
2022yoy					55.0%
<b>2021-2027CAGR</b>					<b>22.4%</b>

资料来源：populationpyramid.net，天猫商城，光大证券研究所测算

从竞争格局来看，西式意面行业当前缺乏大规模企业。意面赛道内的主要竞争者主要分为两类，一类是传统意面企业，一类是新兴网红速食意面企业。2021年，传统意面企业中规模最大的 Brilla 和 Gallo 零售端约为 1.7 亿元和 1.5 亿元，规模较小；新兴网红速食意面企业大多处于初始成长期，同样规模较小。当前的竞争环境给予对空刻这样的新品牌较好的生存空间。

图 40：中国零售端意面竞争格局（按销售额）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

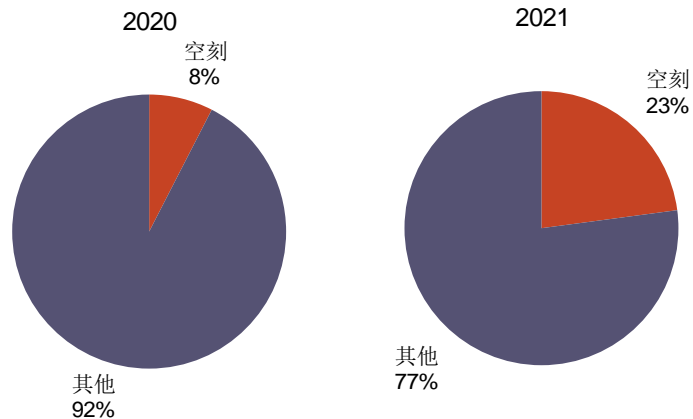
图 41：主要的网红速食意面品牌

煮面款				微波炉加热款	
空刻 20-27元	锋味派 24-30元	网易严选 18元	识午 10-11元	寿桃 7元	圆美多 13-18元
蓝色烟卤 23-40元	小熊驾到 10-20元	盛之禾 6-8元	清静园 15-16元	煮煮袋 30元	韩熙美 13-19元

资料来源：町芒测评，京东商城，光大证券研究所整理（注：价格时间为 7.29）

空刻网络 2020/2021 年营收分别为 0.68/4.58 亿元，根据前文的市场空间测算，若按照中国速食意面市场 2020 年 9 亿元，2021 年 20 亿的销售规模计算，空刻销售额市占率分别为 8%/23%。

图 42：空刻意面市占率（按销售额）

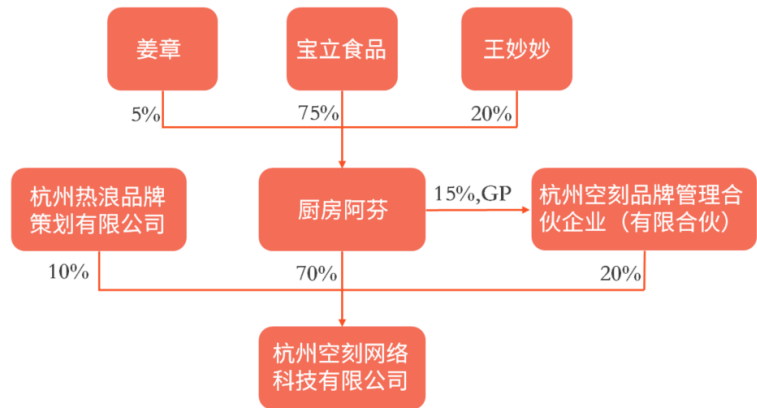


资料来源：宝立食品招股说明书，光大证券研究所测算

### 3.2、空刻成立以来保持高速增长

宝立食品持有空刻网络 52.5% 股权。2021 年 3 月，宝立食品收购沈林涛持有的厨房阿芬 75% 的股权，成为公司控股子公司。厨房阿芬主营轻烹食品的运营和销售，2020 年 3 月厨房阿芬出资 70% 新设空刻网络，专门从事空刻意面产品的运营，厨房阿芬则主要运营厨房阿芬捞饭和捞面系列产品。

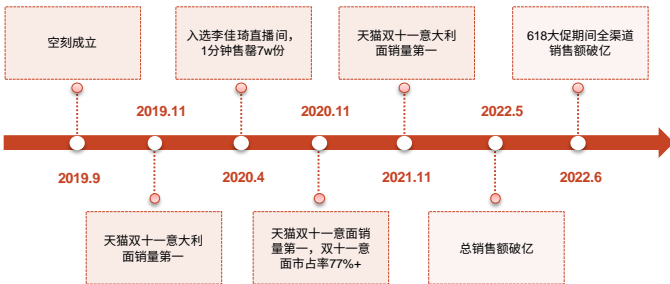
图 43: 厨房阿芬与宝立食品的股权结构关系



资料来源：宝立食品招股说明书，光大证券研究所（注：截至 2021 年 3 月 16 日）

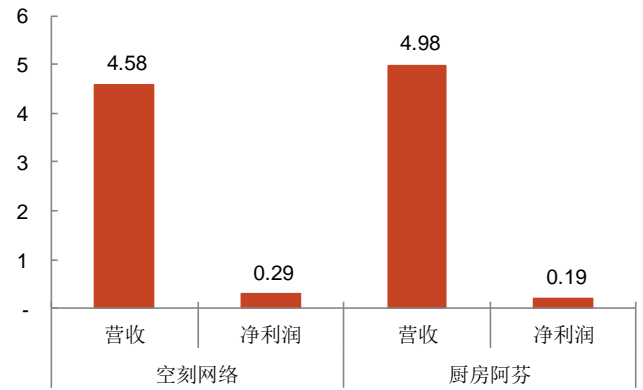
空刻成立于 2019 年 9 月，创立后连续 3 年成为天猫双十一意面销量第一，2022 年 5 月总销售额破亿，618 大促期间全渠道销售额破亿，上市以来一直保持着高速增长。2021 年空刻网络实现营收 4.58 亿元，净利率 6.2%，高于厨房阿芬整体净利率 3.9%。

图 44: 空刻意面发展历程



资料来源：空刻微信公众号，亿邦动力网，光大证券研究所

图 45: 2021 年空刻贡献厨房阿芬绝大部分收入和利润 (亿元)




















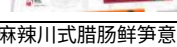

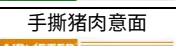


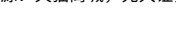


资料来源：宝立食品招股说明书，光大证券研究所

空刻意面的成功首先是解决了消费者“不会做、做不好、没空做”的痛点，为消费者提供简单、好吃、方便的产品，这背后靠的是研发和供应链的支撑。

- **供应链**：空刻意面与“肯德基”、“必胜客”等跨国连锁餐厅供应商达成供应链战略合作伙伴，拥有超出 4000 平方米的规范化自建工厂，保障产品质量。
- **研发**：公司拥有超过 50 人的研发团队，并有意大利星级厨师进行顾问支持，制作出保留意面原始风味，却又符合中国人口味习惯的酱料配方。该配方掌握在空刻自己手中，根据消费者反馈进行动态升级。已研发出番茄肉酱意面、奶油培根意面、黑椒牛柳意面、咖喱鸡肉意面、红酒香肠意面、手撕猪肉意面、川香麻辣意面、热辣火鸡意面，共 8 种口味，与大多数竞品相比口味更加丰富。

表 13: 空刻意面 SKU 与竞品对比

空刻	锋味派	蓝色烟囱	大希地	轻烹烹
番茄肉酱意面 	经典番茄意面 	西西里鲜茄牛肉意面 	番茄肉酱意面 	浓郁番茄肉酱意面 
黑椒牛柳意面 	黑胡椒牛肉意面 	黑椒厚切牛柳意面 	黑椒牛肉意面 	嫩滑黑椒牛肉意面 
奶油培根意面 	奶油培根蘑菇意面 	经典白汁培根意面 	奶油培根意面 	
咖喱鸡肉意面 	土豆咖喱鸡肉意面 	南洋咖喱鸡肉意面 	咖喱牛肉意面 	
红酒香肠意面 	红酒香肠意面 	金沙咸蛋黄培根意面 		
川香麻辣意面 	麻辣川式腊肠鲜笋意面 			
手撕猪肉意面 				
热辣火鸡意面 				

资料来源：天猫商城，光大证券研究所

其次在于公司精准的营销节奏，踏准每一次流量风口。

- **第一步：抓住直播带货风口**，依靠头部主播直播带货，实现品牌初次破圈。2020 年成立不到 1 年的空刻就成功进入某头部主播的直播间，第一次合作便在 1 分钟内售罄准备的 7 万盒意面，借助该主播的口碑打响知名度的关键一枪。
- **第二步：抓住种草风口**，利用小红书、抖音短视频等社交平台吸引核心消费人群。空刻意面目标用户定位职场白领、宝妈、涂口红的女孩等追求生活品质的 Z 世代消费群体，这类人群也经常活跃在小红书、抖音等社交平台，空刻在其中进行种草营销，加强与“15 分钟米其林大餐”、“星级意面”的关联度，精准曝光。
- **第三步：建立起初步品牌认知后，抓住分众广告风口**，触达更广泛的消费者，实现品牌又一次破圈。随着空刻 2021 年收入近 5 亿元，初步的品牌线上认知度已经建立。2022 年 6 月，在 618 前夕空刻携手分众梯媒，抢占主流大众心智，也为进军线下做准备。

图 46: 空刻意面小红书种草



资料来源: 小红书

图 47: 2022 年 6 月空刻意面投放分众广告



资料来源: 分众传媒公众号, 光大证券研究所

### 3.3、空刻短期市场规模有望达 15 亿元，中长期有望增长到 20-30 亿元体量

参考自加热小火锅，空刻意面有望培育出 10 亿元以上大单品。自加热小火锅是发展较为成熟的成熟新型速食食品，已经成长出颐海国际和自嗨锅等大品牌，竞争格局较为稳定。速食意面作为新兴赛道，有望复制自加热小火锅的成长路径，当前自嗨锅和颐海的自加热小火锅均已成长为销售额 10 亿以上的大单品，且仍处在增长态势中。若空刻意面成功做好消费者教育，空刻意面短期内收入规模有望达到 15 亿元，中长期有望增长到 20-30 亿元体量。

表 14: 2021 年主要方便速食品牌 SKU 及销售规模

品牌	SKU 数	主要渠道	销售额 (亿元)	主营产品类	主营产品类规模 (亿元)	主营产品类价格带 (元)	其他品类
空刻	16	线上→线下	4.6	意面	4.6	20-27	速食罗宋汤、贝克面、螺旋面、弯管面、扭扭面等
李子柒	28	线上	20-30	螺狮粉	10+	10-15	米粉、凉皮、红油面皮、宽面、各类酱、火锅底料、蜂蜜、姜茶、藕粉、芝麻糊、米糕等
颐海国际	13	线下	15.9*	自热火锅	~10	30-40	自热米饭、冲泡粉
自嗨锅	200+	线上→线下	13	自热火锅	/	素食 10-20 肉食 20-30	酸辣粉、毛血旺、自热饭、自热粥等
莫小仙	20+	线上	8*	自热火锅	/	10-20	重庆小面、自热米饭、酸辣粉、宽粉等
阿宽	30+	线下→线上	11.7	面皮	7.6	4-5	酸辣粉、甜水面、葱油拌面、螺狮粉等
拉面说	10+	线上	10	拉面	/	20-30	米线、拌面

资料来源: 各品牌微信公众号, 天猫旗舰店, wind, 光大证券研究所 (注: 莫小仙销售额为 2020 年数据, 颐海国际为 2021 年第三方方便速食收入)

从空刻长期发展空间来看，β端来自速食意面行业的扩容；α端来自线上渗透率的继续提升，以及线下渠道拓展。2022-2025 年空刻线上收入有望继续保持较快增长，叠加线下铺货带来的稳定增量，收入增长确定性较高。

当前市场主要担心由于空刻缺乏线下运作经验，线下渠道拓展可能受阻，但从自嗨锅和锋味派的经验来看，线上网红品牌的线下铺货迅速且顺利。

线上网红品牌的优势在于：已经在线上完成了品牌力的形成和人气的积累。1) 节省测试时间：线上网红品牌不需要像常规品牌一样先从全家等便利店铺货，来测试市场接受度和增加市场曝光。2) 招商更容易：由于线下缺乏网红爆品，对于线上网红品牌线下经销商接受度高，对部分品牌甚至主动洽谈代理权。

线下初始运营阶段，网红品牌通常采用总代模式，减少渠道经营风险。自嗨锅和锋味派的线下代理商均采用总代模式，即公司给予代理商低价，运作和销售交由代理商管理，超市进场费、促销费等由代理商承担。

对于经销商的开拓，自嗨锅主要有两点思路：1) 经销商的选择：以经销商对方便食品的深刻认知程度为第一标准，规模实力是其次；2) 经销商保护：保证线上线下全渠道价格统一，为了防止窜货采取一锅一码的方式，掌握产品流向。

- **自嗨锅**：已完成线上+线下全渠道布局。自嗨锅自 2018 年 11 月起开始在线下铺货，线下布局主要分为两种形式：1) 商超便利店；2) 自建线下体验店。根据自嗨锅 CEO 石总在 2020 电商产业新生态峰会的讲话，2019 年整个线下渠道依靠 8 个销售人员做到了 2 亿的销售收入。根据自嗨锅创始人蔡总在 2020 年华映资本年度大会上的发言，2020 年线下渠道已拥有 900 多家经销商，线下覆盖全国 263 个地级市，线下销售收入占比已达到 50%。

图 48：自嗨锅线下体验店



资料来源：自嗨锅官网，光大证券研究所

- **空刻**：早在 2019 年就开始布局线下，2022 年进度有所加快。当前空刻意面主要在一二线城市的线下 KA 渠道进行铺设，例如盒马、Ole' 超市、沃尔玛、联华、麦德龙等，未来也有望向低线城市的流通渠道拓展。

从自嗨锅、锋味派线下开拓的经验来看，产品矩阵的完善程度也是关键之一。自嗨锅已形成 10~30 元价格带全覆盖，开发了面、粉、汤、粥、米饭、煎饼等一系列产品。空刻目前主要集中在速食意面领域，未来在品类的开拓上还具备一定空间。

## 4、盈利预测与估值

### 4.1、关键假设及盈利预测

**收入方面：**2021 年复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料的收入分别为 8.43/5.71/1.55 亿元，分别同比 28.58%/324.33%/40.45%。我们对公司的复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料的收入情况分别进行预测，估计 2022 年收入分别为 9.06/9.08/1.63 亿元。

**1) 复合调味料：**宝立的复合调味料业务主要针对西式快餐行业，近几年西快行业快速发展，带动相关调味品业务持续增长，其中复合调味品是大势所趋，利好宝立等中游复调企业。加上宝立主要参与定制餐调业务，与百胜等大企业合作紧密，复调业务有望稳定增长。**销量维度**，2022 年上半年由于疫情反复，餐饮企业受到的影响较大，因此我们预测 2022 年复调业务销量增速稍有放缓，随着疫情形势好转，销量增速有望提升，我们预测 2022-2024 年复合调味料销量增速分别为 11.3%/16.3%/14.3%。**价格维度**，随着公司客户结构的不断完善，大客户议价权的影响有望逐步减小，吨价降幅有望收窄甚至实现正增长，我们预测 2022-2024 年复合调味料吨价增速分别为 -3.3%/-0.8%/1.2%。综合来看，我们预测公司复合调味料 2022-2024 年收入增速分别为 7.6%/15.3%/15.6%。

**2) 轻烹解决方案：**收入增长主要来自宝立收购的厨房阿芬旗下空刻品牌。**销量维度**，空刻的增长主要来自速食意面行业扩容，以及自身线上渗透率的提升和未来线下铺货的推进，预计未来销量仍将保持快速增长，但随着销量规模的提升，增速逐年减小，我们预测 2022-2024 年轻烹解决方案销量增速分别为 49.3%/25.3%/19.3%。**价格维度**，考虑业务主要面向 C 端，价格的提升较 B 端更容易，且产品结构更容易升级，预计未来单价仍保持提升，但随着参与者的增多，预计价格增长速度会放缓，我们预测 2022-2024 年轻烹解决方案吨价增速分别为 6.5%/5.5%/4.5%。综合来看，我们预测公司轻烹解决方案 2022-2024 年收入增速分别为 59.0%/32.2%/24.6%。

**3) 饮品甜点配料：****销量维度**，50%以上收入源自百胜，2022 年上半年由于疫情反复，饮品甜点配料业务受到影响较大，销量增速或大幅减少，随着疫情形势好转，销量增速有望提升，我们预测 2022-2024 年饮品甜点配料销量增速分别为 3.5%/18.5%/16.5%。**价格维度**，由于饮料甜点配料占客户收入比重较小，价格敏感度较低，预计价格基本稳定或者略微增长，假设 2022-2024 年吨价增速保持在 2021 年的水平 1.4%。综合来看，我们预测公司饮品甜点配料业务 2022-2024 年收入增速分别为 5.0%/20.2%/18.1%。

表 15: 宝立食品营收预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
复合调味料	收入 (百万元)	655	843	906	1,045	1,208
	yoy	12.7%	28.6%	7.6%	15.3%	15.6%
	销量 (吨)	51,941	71,304	79,345	92,260	105,432
	yoy	21.5%	37.3%	11.3%	16.3%	14.3%
	ASP (元/吨)	12,617	11,818	11,424	11,329	11,461
yoy	-7.2%	-6.3%	-3.3%	-0.8%	1.2%	
轻烹解决方案	收入 (百万元)	135	571	908	1,200	1,495
	yoy	215.3%	324.3%	59.0%	32.2%	24.6%
	空刻网络贡献收入 (百万元)		344	802	1,083	1,353
	yoy%			133.3%	35.0%	25.0%
	占比		60.2%	84.4%	86.1%	87.1%
	销量 (吨)	4,187	14,626	21,836	27,361	32,642
	yoy	186.6%	249.3%	49.3%	25.3%	19.3%
饮品甜点配料	ASP (元/吨)	32,133	39,035	41,565	43,843	45,807
	yoy	10.0%	21.5%	6.5%	5.5%	4.5%
	收入 (百万元)	111	155	163	196	231
	yoy	-5.4%	40.4%	5.0%	20.2%	18.1%
其他业务	销量 (吨)	5,478	7,589	7,858	9,314	10,855
	yoy	-1.3%	38.5%	3.5%	18.5%	16.5%
	ASP (元/吨)	20,190	20,468	20,750	21,035	21,325
	yoy	-4.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
总收入 (百万元)	收入 (百万元)	4	9	14	20	26
	yoy	131.1%	104.7%	54.7%	44.7%	34.7%
总收入 (百万元)	905	1,578	1,991	2,460	2,962	
	yoy	21.8%	74.4%	26.2%	23.6%	20.4%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测 (注: 厨房阿芬 2021 年 3 月被宝立食品收购, 2021 年仅并入 4-12 月财务数据)

**毛利率方面:** 2020-2021 年公司整体毛利率分别为 28.8%/31.2%, 毛利率稳步提升。复合调味品由于仍存在原材料价格压力, 加上大客户议价权较强, 预计 2022-2024 年毛利率呈下降趋势。轻烹解决方案及饮品甜点配料随着供应链的不断完善降低成本, 加上产品结构的升级, 预计毛利率逐年提升。综合来看, 我们预计公司整体毛利率将有所提升, 2022-2024 年公司综合毛利率为 33.4%/34.2%/34.9%。

表 16: 宝立食品各业务的毛利率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
复合调味品	28.1%	24.6%	23.8%	23.0%	23.0%
轻烹解决方案	27.7%	42.8%	44.4%	45.4%	46.0%
饮品甜点配料	35.2%	26.0%	26.8%	27.1%	27.5%
其他业务	11.7%	13.2%	16.0%	17.2%	17.8%
<b>综合毛利率</b>	<b>28.8%</b>	<b>31.2%</b>	<b>33.4%</b>	<b>34.2%</b>	<b>34.9%</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

**期间费用方面:** 由于方便速食仍处于消费者教育阶段, 需要投放大量销售费用, 预计 2022-2024 年公司销售费用率维持在较高水平, 预测分别为 14.1%/13.5%/13.4%。管理费用率及研发费用率在规模效应下预计逐年递减, 2022-2024 年管理费用率及研发费用率分别为 3.3%/3.2%/3.2%, 2.5%/2.4%/2.3%。

表 17: 宝立食品期间费用率预测及盈利预测结果

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.4%	9.2%	14.1%	13.5%	13.4%
管理费用率	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%	3.2%
研发费用率	3.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%
总收入 (百万元)	905	1,578	1,991	2,460	2,962
归母净利润 (百万元)	134	185	194	274	351
EPS (元)	0.37	0.52	0.49	0.68	0.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

综合来看,我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.94/2.74/3.51 亿元,折合 2022-2024 年 EPS 分别为 0.49/0.68/0.88 元,当前股价对应 2022-2024 年的 PE 分别为 63x/45x/35x。

## 4.2、相对估值

参考调味品行业可比公司:日辰股份、海天味业、天味食品、千禾味业的估值水平,截至 2022 年 8 月 9 日,根据 wind 一致预期,2022-2024 年可比公司平均 PE 为 50x/39x/31x,根据 wind 一致预期,2022-2024 年可比公司平均 PB 为 7x/6x/5x。由于宝立食品在西式定制餐调行业具有一定地位,再加上空刻画面正处于快速成长期,应享有一定估值溢价,因此当前公司估值较为合理。

表 18: 调味品行业主要公司 PE 及 PB 估值表

公司名称	代码	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
日辰股份	603755.SH	33.91	0.82	0.95	1.29	1.71	41	36	26	20	5	4	4	3
海天味业	603288.SH	82.04	1.58	1.61	1.90	2.22	52	51	43	37	15	13	11	9
天味食品	603317.SH	25.01	0.25	0.39	0.52	0.67	102	63	48	37	5	5	4	4
千禾味业	603027.SH	15.44	0.28	0.32	0.41	0.52	56	49	37	30	6	6	5	5
<b>Average</b>							63	50	39	31	8	7	6	5
<b>宝立食品</b>	<b>603170.SH</b>	<b>30.50</b>	<b>0.52</b>	<b>0.49</b>	<b>0.68</b>	<b>0.88</b>	<b>59</b>	<b>63</b>	<b>45</b>	<b>35</b>	<b>17</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>7</b>

资料来源: WIND, 光大证券研究所, 可比公司取自 WIND 一致预期, 宝立食品盈利数据为光大证券研究所预测

## 4.3、绝对估值

我们采用绝对估值法对公司进行估值。根据以下假设,我们利用 FCFF 估值法,测算公司每股价值为 34.58 元;利用 APV 估值法,测算公司每股价值为 33.55 元。

基于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率:** 考虑调味品有较稳定的需求,假设长期增长率为 2.0%。
- 2、β值选取:** 采用申万三级行业分类-调味品板块的历史平均β (0.98) 作为公司的近似β。
- 3、无风险收益率:** 采用十年期国债收益率 (3.17%) 作为无风险收益率;
- 4、税率:** 我们预测公司未来税收政策相对稳定,结合公司过去几年的实际税率,假设公司未来税率为 21.61%。

表 19: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta$ ( $\beta$ levered)	0.98
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.39%
税率	21.61%
Kd	3.60%
Ve	1872.77
Vd	143.03
目标资本结构	7.10%
WACC	7.12%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 20: 现金流折现及估值表

	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	674.23	4.83%
第二阶段	3541.74	25.35%
第三阶段 (终值)	9757.76	69.83%
企业价值 AEV	13973.74	100.00%
加: 非经营性净资产价值	0.00	0.00%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	143.03	-1.02%
总股本价值	13830.71	98.98%
股本 (百万股)	400.01	
<b>每股价值 (元)</b>	<b>34.58</b>	
PE (隐含 2022 年)	71.24	
PE (动态 2022 年)	62.84	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 21: 敏感性分析表

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.12%	38.17	41.25	45.08	49.97	56.43
6.62%	33.92	36.32	39.24	42.88	47.51
<b>7.12%</b>	30.39	32.30	<b>34.58</b>	37.35	40.79
7.62%	27.42	28.96	30.76	32.92	35.55
8.12%	24.89	26.14	27.60	29.31	31.36

资料来源: 光大证券研究所预测

表 22: 绝对估值法结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	34.58	24.89-56.43	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	33.55	23.98-55.03	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据我们的假设和预测,采用 FCFF/APV 两种绝对估值法得到宝立食品的每股价值分别为 34.58/33.55 元。

#### 4.4、 估值结论与投资评级

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.94/2.74/3.51 亿元,折合 2022-2024 年 EPS 分别为 0.49/0.68/0.88 元,当前股价对应 2022-2024 年的 PE 分别为 63x/45x/35x,考虑目前公司估值合理,复调业务增长稳健,速食业务有较大增长空间,首次覆盖给予“增持”评级。

## 5、 风险分析

### 西式餐饮需求疲软

公司主要客户为西式餐饮企业,若终端西式餐饮需求疲软会对公司业绩产生影响。

### 方便速食竞争加剧

空刻所处的速食意面赛道仍处于刚起步阶段,未来竞争加剧有压缩企业利润的风险。

### 大客户流失风险

公司最大的客户为百胜,若与百胜关系出现问题,造成大客户流失,会对公司业绩造成影响。

### 新股价格波动风险

公司 2022 年 7 月 15 日上市,市场给予新股较高估值,价格波动会比非新股大,有一定的价格波动风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	905	1,578	1,991	2,460	2,962
营业成本	644	1,085	1,326	1,618	1,928
折旧和摊销	19	23	62	66	72
税金及附加	6	10	13	16	20
销售费用	20	144	281	331	397
管理费用	30	52	66	78	93
研发费用	32	40	50	60	69
财务费用	4	4	0	-5	-6
投资收益	2	3	4	5	5
营业利润	172	252	265	369	469
利润总额	171	248	261	365	465
所得税	37	54	56	79	100
净利润	134	195	204	286	364
少数股东损益	0	9	10	12	14
归属母公司净利润	134	185	194	274	351
EPS(元)	0.37	0.52	0.49	0.68	0.88

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	131	179	215	286	367
净利润	134	185	194	274	351
折旧摊销	19	23	62	66	72
净营运资金增加	65	175	135	150	159
其他	-86	-205	-177	-204	-215
投资活动产生现金流	-135	-110	-220	-115	-45
净资本支出	-119	-153	-220	-120	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-15	42	0	5	5
融资活动现金流	27	-34	303	-37	15
股本变化	60	0	40	0	0
债务净变化	38	0	-40	-50	0
无息负债变化	16	97	58	72	76
净现金流	24	34	298	134	337

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	28.8%	31.2%	33.4%	34.2%	34.9%
EBITDA 率	22.3%	18.4%	16.3%	17.4%	18.0%
EBIT 率	20.1%	16.8%	13.2%	14.7%	15.5%
税前净利润率	19.0%	15.8%	13.1%	14.8%	15.7%
归母净利润率	14.8%	11.8%	9.8%	11.1%	11.8%
ROA	16.2%	17.5%	12.2%	14.4%	15.0%
ROE (摊薄)	27.8%	28.4%	16.4%	18.8%	19.4%
经营性 ROIC	20.7%	20.0%	15.6%	18.7%	22.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41%	39%	27%	24%	23%
流动比率	1.64	1.57	2.67	3.27	3.83
速动比率	1.20	1.03	2.01	2.47	3.00
归母权益/有息债务	3.37	4.56	11.44	27.42	34.03
有形资产/有息债务	5.19	6.89	14.54	34.12	42.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	826	1,116	1,674	1,981	2,422
货币资金	66	100	398	532	868
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	186	210	256	305	353
应收票据	3	3	4	4	5
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	101	184	231	290	355
其他流动资产	8	14	17	21	26
流动资产合计	380	536	937	1,191	1,653
其他权益工具	53	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	146	314	351	438	459
在建工程	143	116	181	145	102
无形资产	65	79	127	125	122
商誉	4	31	31	31	31
其他非流动资产	19	19	23	23	23
非流动资产合计	446	580	736	790	769
总负债	341	438	457	478	555
短期借款	62	87	50	0	0
应付账款	90	133	159	194	231
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9	9	10	10	11
流动负债合计	232	341	352	365	432
长期借款	81	53	53	53	53
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	41	48	57	66
非流动负债合计	109	98	105	114	123
股东权益	484	678	1,217	1,503	1,867
股本	360	360	400	400	400
公积金	44	53	367	395	430
未分配利润	78	240	414	661	977
归属母公司权益	482	652	1,182	1,456	1,807
少数股东权益	2	25	35	47	61

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.23%	9.16%	14.11%	13.46%	13.41%
管理费用率	3.26%	3.31%	3.29%	3.17%	3.15%
财务费用率	0.40%	0.26%	-0.01%	-0.19%	-0.20%
研发费用率	3.51%	2.52%	2.52%	2.42%	2.32%
所得税率	22%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.36	0.50	0.54	0.72	0.92
每股净资产	1.34	1.81	2.95	3.64	4.52
每股销售收入	2.51	4.38	4.98	6.15	7.40

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	82	59	63	45	35
PB	22.8	16.8	10.3	8.4	6.8
EV/EBITDA	56.0	39.5	38.2	28.8	22.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE