

## 宝立食品 (603170.SH) 增持 (首次评级)

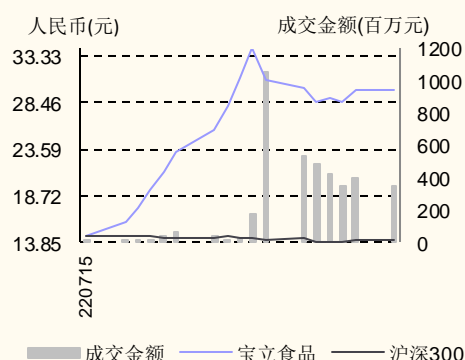
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 29.86 元

目标价格 (人民币): 38 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	0.40
总市值(亿元)	119.44
年内股价最高最低(元)	34.12/14.47
沪深 300 指数	4148
上证指数	3237



## 复调稳健增长，轻烹弹性可期

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	905	1,578	2,028	2,508	3,102
营业收入增长率	21.78%	74.37%	28.53%	23.66%	23.72%
归母净利润(百万元)	134	185	202	268	338
归母净利润增长率	64.57%	38.24%	8.79%	32.70%	26.34%
摊薄每股收益(元)	0.373	0.515	0.504	0.669	0.845
每股经营性现金流净额	0.36	0.50	0.70	0.81	0.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.82%	28.42%	16.44%	18.30%	19.21%
P/E	80.15	57.98	59.22	44.62	35.32
P/B	22.30	16.48	9.74	8.17	6.78

来源:公司年报、国金证券研究所 (注:股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价)

## 投资逻辑

- **复合调味品:** 西式快餐大 B 生意，定制化为主。公司与前五大客户合作长期稳定，其中百胜始终为公司第一大客户 (占比超 20%)，公司已进阶至 T1 级供应商。西式快餐具备高标准化、高翻台率等属性，预计未来 5 年 CAGR 为 15%。受下游需求扩张驱动，预计公司复调业务未来 3 年 CAGR 为 17%。
- **轻烹解决方案:** 互联网 To C 生意，通用品为主。公司于 2021 年 3 月收购厨房阿芬，主打高复购率、高毛利的空刻意面，去年销售额突破 4.6 亿元。我们认为空刻对比成熟品牌还有 2-3 倍增长空间，未来可通过丰富 SKU、渠道下沉等方式提高渗透率和复购率，且品牌粘性支撑单价提升，预计公司轻烹业务未来 3 年 CAGR 为 40%，占总收入比重提升至 50%。
- **竞争优势:** 1) **大 B 优势:** 大客户合作壁垒高，稳定性强，需求迭代快，具备灯塔效应。公司 1% 的大客户销售额贡献高达 70%，大客户拓展边际效益极高，对比千味、立高发展路径来看，大客户拓展空间充足。2) **西式生意:** 对标咖啡均为舶来品，定位高端。消费人群趋同，更注重健康和品质，价格敏感度低。且意面同类产品价格相似，竞争格局较好。借鉴咖啡，我们认为大单品建设、原料差异化、线下引流转化是三条可行的发展路径。
- **IPO 募投扩产，强化定制服务，提升轻烹供给。**公司于 2022 年 7 月 15 日发行股份 4001 万股，募集资金净额 3.35 亿元，主要用于浙江嘉兴生产基地扩建产能，包括年产 2 万吨粉类调味料产品项目、年产 0.6 万吨骨汤调味料产品项目以及年产 1.75 万吨 HPP 高压杀菌系列产品项目。

## 投资建议

- 公司作为定制餐调龙头企业，具备资源、品牌等先发优势。多业务丰富产品矩阵，BC 双渠道并行，我们看好公司复调业务稳健增长，轻烹业务贡献业绩弹性。预计公司 22-24 年归母净利润同比增长 9%/33%/26%，对应 EPS 分别为 0.50/0.67/0.85 元，对应 PE 分别为 59/45/35 倍。给予公司 24 年估值 45 倍，目标价 38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

- 食品安全风险、新产品开发风险、大客户流失风险、经营环境恶化风险、限售股解禁风险

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchengqian@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、复调起家，厚积薄发 .....	5
1.1 深耕复调领域多年，顺势切入新兴赛道 .....	5
1.2 复合调味稳扎稳打，轻烹业务发展迅猛 .....	6
1.3 优质混合基因，BC 并箭齐发 .....	8
1.4 产销趋于饱和，扩建释放增量 .....	13
2、西式快餐空间广阔，新型速食热度高增 .....	14
2.1 西式复调：西式快餐标准化提升，复合调味料需求增长 .....	14
2.2 方便速食：传统业务接近饱和，西式意面创新思路 .....	17
2.3 甜饮配料：现饮需求扩张，配料共享红利 .....	19
3、如何看待公司的竞争优势？ .....	21
3.1 大 B 生意：对标同类企业看待增长空间 .....	21
3.2 西式生意：对标咖啡看意面的成长空间 .....	25
4、盈利预测及投资建议 .....	28
4.1 收入拆分预测 .....	28
4.2 成本/费用预测 .....	29
4.3 可比公司估值 .....	31
5、风险提示 .....	33

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 2021 年营业收入同比增速为 74% .....	6
图表 3: 2021 年收购厨房阿芬，轻烹业务营收占比提升 .....	6
图表 4: 2021 年公司净利润增速为 38% .....	6
图表 5: 公司净利率受成本压力影响下滑 .....	6
图表 6: 公司业务以复合调味品为主 .....	7
图表 7: 2021 年三项主营业务收入增速均较快 .....	7
图表 8: 粉状类复合调味料产品展示 .....	7
图表 9: 酱汁类复合调味料产品展示 .....	7
图表 10: 2020-2022Q1 轻烹业务毛利逐步提升 .....	7
图表 11: 2022Q1 轻烹业务贡献毛利最高 .....	7
图表 12: 公司轻烹业务主要品牌为空刻 .....	8
图表 13: 公司饮品配料业务主要产品小料和果酱 .....	8
图表 14: 轻烹业务以厨房阿芬占为主阵地 .....	8
图表 15: 百胜中国在甜饮配料业务采购额占比最高 .....	8
图表 16: 公司大 B 客户实力雄厚 .....	9
图表 17: 公司前五大客户基本保持不变且均为行业佼佼者 .....	9
图表 18: 2021 年公司对百胜中国销售额占比为 21% .....	10

图表 19: 百胜中国门店数量增长稳定 (单位: 个) .....	10
图表 20: 可比公司前五大客户占比.....	10
图表 21: 公司产品以定制化为主.....	10
图表 22: 公司直销渠道占比超过 85%.....	11
图表 23: 公司直销渠道毛利率约 30%.....	11
图表 24: 可比公司存货周转率.....	11
图表 25: 可比公司应付账款周转率.....	11
图表 26: 2021 年 3 月公司收购厨房阿芬 75%的股权.....	12
图表 27: 空刻意面料包品种丰富.....	12
图表 28: 厨房阿芬主要营收来自轻烹解决方案.....	12
图表 29: 空刻意面与米其林三星合作研发.....	13
图表 30: 空刻意面天猫销售 TOP1, 2022.5 破 7000 万盒.....	13
图表 31: 空刻意面营造宝妈人群情感共鸣.....	13
图表 32: 空刻意面烹饪简单快捷, 满足白领诉求.....	13
图表 33: 公司 2019-2021 年产销量趋于饱和.....	14
图表 34: 公司 2021 年产能情况 (单位: 万吨).....	14
图表 35: 公司募投资金用途 (单位: 万元).....	14
图表 36: 2016-2025E 我国西式快餐市场规模 (亿元) 及增速.....	15
图表 37: 中国消费者偏好中西结合快餐.....	15
图表 38: 中国西式快餐消费者满意度调研 (5 分制) .....	15
图表 39: 西式快餐门店数显著高于中式快餐.....	16
图表 40: 西式快餐以堂食+外卖为主, 效率较高.....	16
图表 41: 2021 年中国餐饮各业态营业时长.....	16
图表 42: 2021 年中国餐饮各业态代表品牌企业翻台率.....	16
图表 43: 中式、西式快餐特征对比.....	16
图表 44: 我国西式复合调味品市场规模增速为 14%.....	17
图表 45: 2020 年西式复合调味料占比约为 20%.....	17
图表 46: 我国方便食品市场增速疫情期间提升.....	17
图表 47: 康师傅方便面市场规模接近饱和.....	17
图表 48: 颐海国际方便速食增速 2021 年放缓.....	18
图表 49: 阿宽食品总营收增速 2021 年放缓.....	18
图表 50: 互联网爆款速食主要情况对比.....	18
图表 51: 未来 5 年空刻意面收入年复合增速敏感性测算.....	19
图表 52: 现制茶饮市场规模疫情前维持 20%以上增速.....	19
图表 53: 高端茶饮市场集中度较高.....	19
图表 54: 疫情期间头部品牌门店数继续扩张.....	20
图表 55: 2020 年茶饮在微信支付笔数中增长 744%.....	20
图表 56: 选择不加小料的消费者占比较少.....	20
图表 57: 大部分人茶饮消费频次至少一周一次.....	20

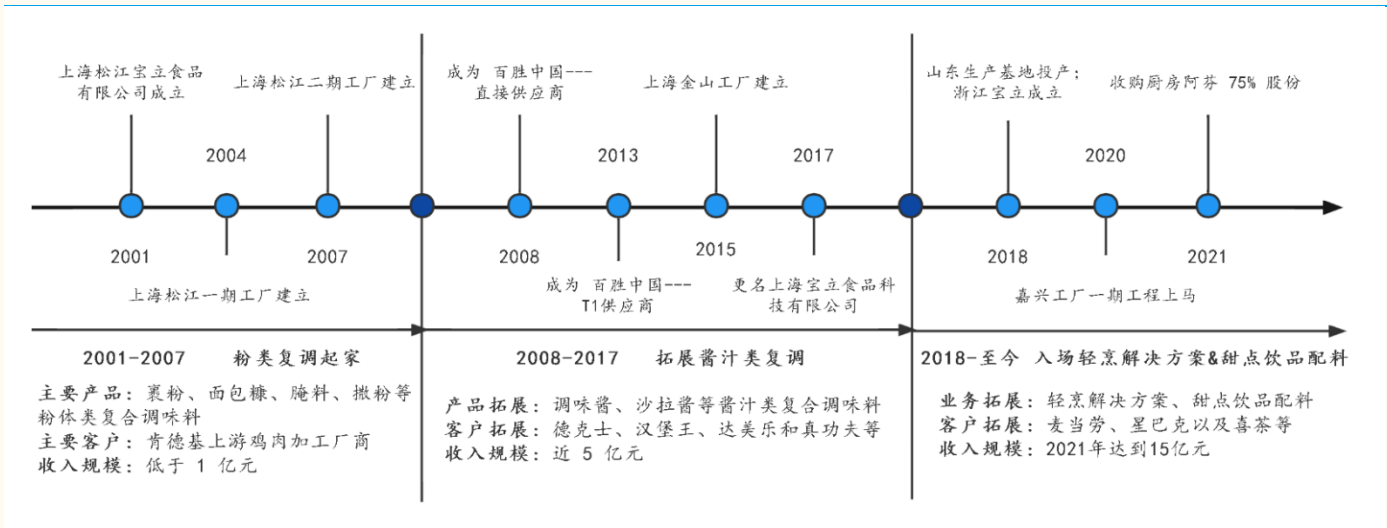
图表 58: 预计茶饮配料市场规模可达 504 亿元	20
图表 59: 一杯奶茶的成本配料构成	20
图表 60: 大客户合作流程复杂, 前期高壁垒造就黏性	21
图表 61: 千味央厨直销渠道疫后修复较快 (单位: 万元)	22
图表 62: 2018-2020 千味央厨经销商规模不断扩张	22
图表 63: 立高食品直销渠道占比逐年提升	22
图表 64: 2021 年立高食品沃尔玛渠道销售额翻倍	22
图表 65: 立高食品商超渠道大单品主要销售额 (单位: 亿元)	23
图表 66: 大客户稳健开拓且店均消费额增长明显	23
图表 67: 公司大客户销售额占比逐年提升	24
图表 68: 公司大客户年均采购金额增速为 8%	24
图表 69: 我国餐饮连锁化率和集中度比较低	24
图表 70: 我国 1000 家以上的连锁门店占比逐年提升	24
图表 71: 百胜中国近 5 年营收 CAGR 为 8%	25
图表 72: 2021 年百胜对公司的采购额占其营业成本比重逐年提升	25
图表 73: 我国咖啡市场发展历程	25
图表 74: 咖啡的使用价值为关键因素	26
图表 75: 主流咖啡连锁门店数量较高	26
图表 76: 咖啡市场竞争激烈	26
图表 77: 咖啡复购率较高	26
图表 78: 轻烹意面各品牌价格基本一致	27
图表 79: 意面升级为轻烹解决方案附加值更高	27
图表 80: 三顿半品牌连续占据天猫咖啡榜 TOP1	28
图表 81: 空刻意面在天猫渠道获客能力最强	28
图表 82: 公司大客户拓展边际收益高	28
图表 83: 空刻意面天猫半年销量突破 3800 万盒	28
图表 84: 公司 2022-2024E 分产品拆分盈利预测	29
图表 85: 公司主要原材料构成	30
图表 86: 2021 年公司销售推广费显著提升	30
图表 87: 公司销售费用率处于行业中等水平	30
图表 88: 管理人员人均薪酬较高且逐年提升	31
图表 89: 研发人员人均薪酬处于行业较高水平	31
图表 90: 2022-2024E 公司三项费用率及净利率预测	31
图表 91: 可比公司情况	31
图表 92: 可比公司估值	33

## 1、复调起家，厚积薄发

### 1.1 深耕复调领域多年，顺势切入新兴赛道

- **粉类复调起家，奠定坚实的研发基础。**公司早期的主要客户为肯德基上游鸡肉加工厂商，如泰森食品、正大食品等，主要产品为裹粉、面包糠、腌料、撒粉和调味粉等粉体类复合调味料。在此阶段，公司对百胜供应体系的技术需求、工艺要求逐步熟悉，同时研发创新能力持续提升。
- **接入百胜供应体系，扩充酱汁复调品类。**2008 年公司开始直接向百胜中国提供复合调味料。随着西式餐饮连锁门店在国内覆盖度提升，公司在之前合作的基础上，新增酱汁类复调品种。凭借与肯德基多年合作的市场口碑，公司快速进入如德克士、汉堡王、达美乐和真功夫等中西式餐饮连锁供应商体系，客户结构进一步多元化，业务规模快速扩张。
- **开拓轻烹解决方案，延伸饮品配料领域。**基于公司前期奠定的研发基础，以及积累的餐饮洞察经验，公司开始跨界进入新式茶饮、轻烹解决方案赛道。以晶球、粉圆等创意饮品配料打开喜茶等新式茶饮市场，而空刻意面则成为 2021 年天猫爆款品牌。

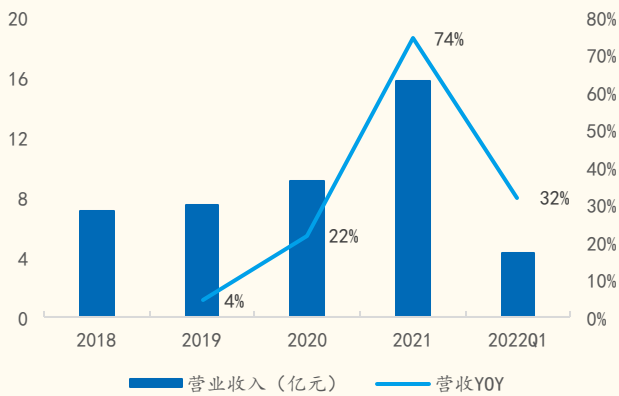
图表 1：公司发展历程



来源：宝立食品招股说明书，国金证券研究所

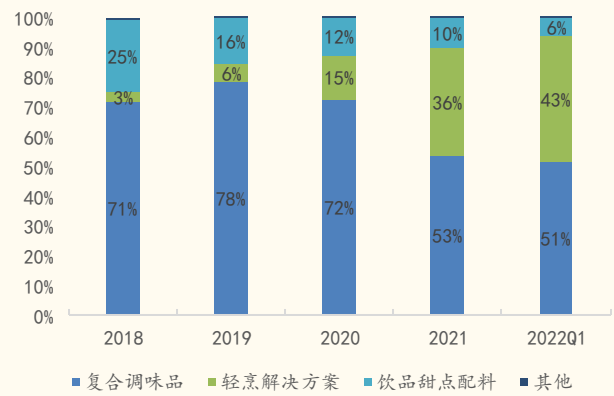
- **公司在复调领域不断深耕，并前瞻性地布局其他赛道**，收入增长曲线在第三阶段尤其明显。2018-2021 年公司营业收入翻倍，2021 年达 15.78 亿元。其中主要受益于 2021 年收购厨房阿芬，轻烹业务快速放量。随着餐饮行业在 2020 年疫情后逐步修复，2021 年百胜对于复调和甜品配料需求恢复增长。同时公司新开拓了喜茶等茶饮客户，贡献小部分增量。

图表 2: 2021 年营业收入同比增速为 74%



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

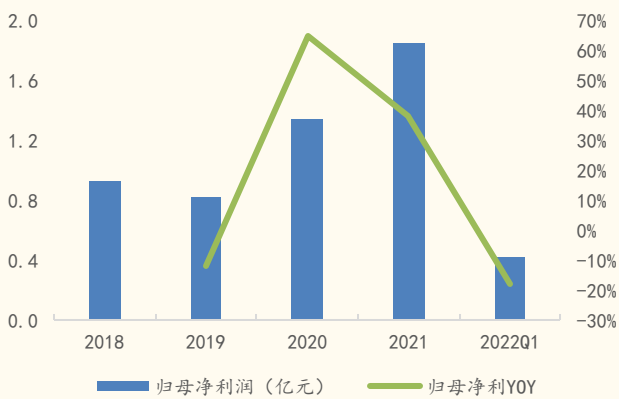
图表 3: 2021 年收购厨房阿芬, 轻烹业务营收占比提升



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

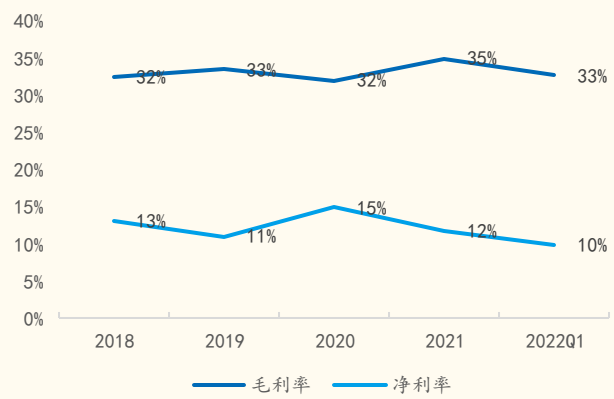
- 从公司的利润情况来看, 2021-2022Q1 净利增速显著放缓。主要原因在于原材料成本增加, 但向下游大客户提价传导不畅, 导致复合调味品和饮品甜点配料毛利率持续下滑。另外, 面向 C 端高消费人群的轻烹业务虽可帮助提振公司毛利率, 但在互联网营销模式下, 前期费用投入较高, 净利增长较慢。

图表 4: 2021 年公司净利润增速为 38%



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

图表 5: 公司净利率受成本压力影响下滑

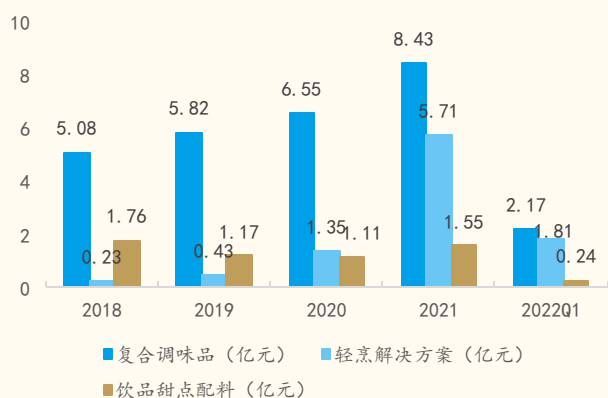


来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

### 1.2 复合调味稳扎稳打, 轻烹业务发展迅猛

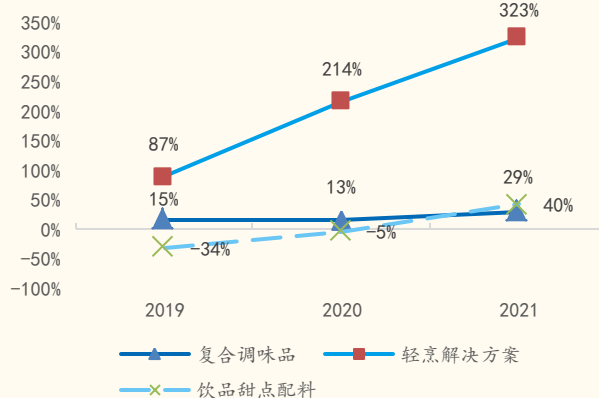
- 复合调味品:** 2021 年实现营业收入 8.43 亿元, 同比增长 28.7%。公司主要向国际餐饮连锁企业提供定制化的风味及产品解决方案, 向中小连锁及经销商主要以自有品牌“宝立客滋”销售。产品可分为粉体类和酱汁类。其中粉体类主要包括裹粉、腌料、撒粉、汤粉和烘焙预拌粉等系列, 酱汁类主要包括调味酱、沙拉酱、调味油和调味汁等。

图表 6: 公司业务以复合调味品为主



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

图表 7: 2021 年三项主营业务收入增速均较快



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所 (注: 2021Q1 数据未公布, 不计算增长率)

图表 8: 粉状类复合调味料产品展示

品类	裹粉	腌料	撒粉
用途	油炸, 丰富口感和外观	腌制, 赋予食物各种风味	油炸, 提升食物风味
主要产品展示	脆皮浆粉、脆鳞裹粉、鸡排裹粉 	新奥尔良腌料、藤椒风味腌料、香辣腌料 	甘梅撒粉、椒盐撒粉、麻辣撒粉 

来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

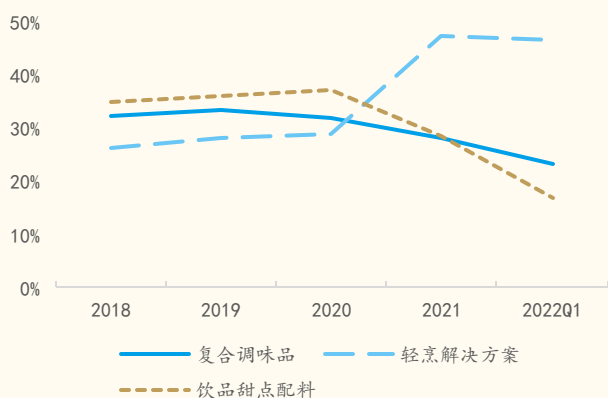
图表 9: 酱汁类复合调味料产品展示

品类	调味酱	沙拉酱
用途	调理前肉类腌渍或者直接涂抹食用	调理好后浇淋或者当作蘸酱使用
主要产品展示	黑椒酱、日式照烧酱、泰式甜辣酱 	蜂蜜芥末酱、香甜沙拉酱、千岛酱 

来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

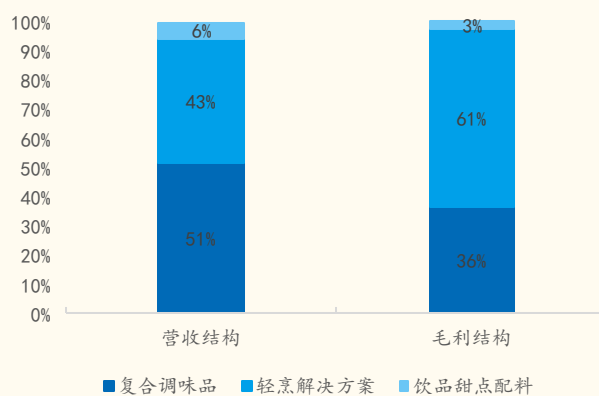
■ **轻烹解决方案:** 2021年实现营业收入 5.71 亿元, 同比增长 323%, 主要系厨房阿芬并表所致。公司围绕市场风味变化, 持续研发适应市场和消费者需求的各式风味的轻烹料理酱包和轻烹料理汤包。主要产品为厨房阿芬旗下空刻意面、捞饭系列, 能同时满足家庭消费者、连锁餐饮客户等不同场景需求。该业务以 C 端为主要销售渠道, 毛利贡献占比最高。

图表 10: 2020-2022Q1 轻烹业务毛利逐步提升



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

图表 11: 2022Q1 轻烹业务贡献毛利最高



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

- **饮品甜点配料**: 2021 实现营业收入 1.55 亿元, 同比增长 40%。主要原因系百胜中国在蓝莓果酱、车厘子复合果酱等产品需求增加, 同时公司新开拓了喜茶等新客户。公司根据市场风味需求, 研发出缤纷创意小料, 如爆珠、晶球、粉圆等, 此外还有多款果酱系列产品满足调制饮品、涂抹面包、搭配冰激凌和酸奶及烘焙点心等需求。

图表 12: 公司轻烹业务主要品牌为空刻

图表 13: 公司饮品配料业务主要产品小料和果酱

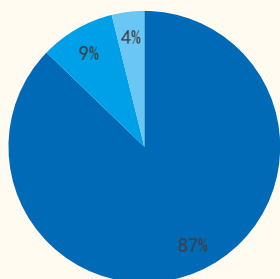


来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

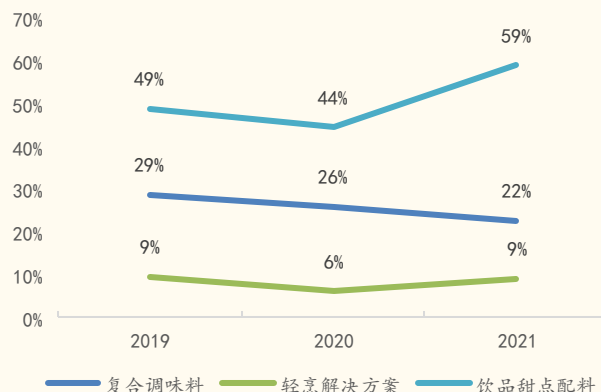
来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

图表 14: 轻烹业务以厨房阿芬占为主阵地

图表 15: 百胜中国在甜饮配料业务采购额占比最高



■ 厨房阿芬 ■ 百胜 ■ 其他



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

### 1.3 优质混合基因, BC 并箭齐发

#### ■ B 端: 客户实力雄厚, 合作长期稳定

公司客户多为大 B, 在各自行业内处于头部地位。按照客户行业类型, 可以分为三大类: ①西式连锁类: 百胜中国、麦当劳、必胜客、汉堡王、星巴克、喜茶等; ②食品加工类: 公司主要为圣农食品、正大食品、泰森食品提供产品及定制化服务; ③饮品类: 合作客户有星巴克、喜茶、TIMS 等。

图表 16: 公司大 B 客户实力雄厚



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

公司与前五大客户合作较为稳定, 其中百胜、圣农、达美乐一直稳居前五。且百胜始终为公司的第一大客户, 2019-2021 年贡献营收占比均超 20%, 合作关系层层递进。2007 年公司成为百胜中国直接供应商, 2013 年进阶为 T1 供应商, 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。

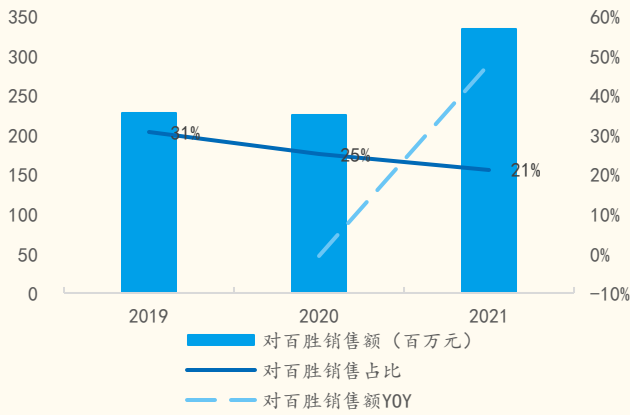
图表 17: 公司前五大客户基本保持不变且均为行业佼佼者

公司名称	供给产品	占年度营业收入比例			市场地位
		2019	2020	2021	
百胜中国 (9987.HK)	复合调味品类: 粉体类、酱汁类 轻烹解决方案类: 轻烹料理酱包、轻烹料理汤包 饮品甜点配料类: 甜味酱、饮品小料	30.53%	24.81%	21.03%	国内餐饮连锁行业第一, 旗舰品牌肯德基及必胜客, 以及小肥羊、黄记煌等等
圣农股份 (002299.SZ)	复合调味品类: 粉体类、酱汁类 饮品甜点配料类: 甜味酱	7.68%	6.13%	5.98%	国内白羽鸡市场行业第一, 市占率为 11%
无问西东	轻烹类: 轻烹料理酱包、轻烹料理汤包	-	7.38%	3.43%	旗下包含劲面堂以及空刻供应链科技有限公司
PIZZAVEST CHINA LTD.	轻烹类: 轻烹料理酱包、轻烹料理汤包	3.50%	3.48%	2.75%	达美乐在中国披萨市场占有率第二
泰森食品 (TSN.N)	复合调味品类: 粉体类、酱汁类	3.75%	2.98%	-	泰森食品在美国鸡肉市场高达 21%
顶巧(开曼岛) 控股有限公司	复合调味品类: 粉体类、酱汁类 饮品甜点配料类: 甜味酱、饮品小料	4.64%	-	3.52%	德克士(中国餐饮加盟榜 TOP5) 产品供应商

来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

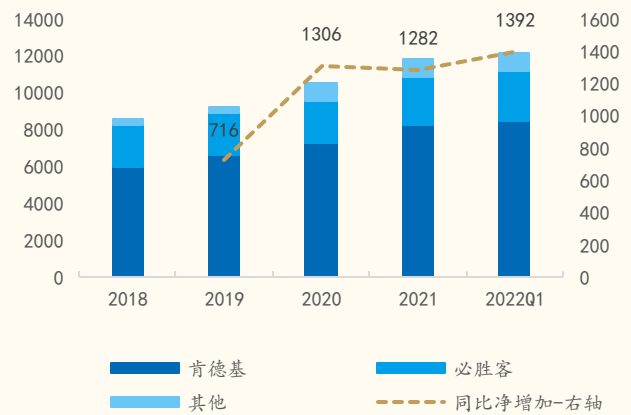
百胜中国作为中国最大的西式连锁餐饮企业, 具备行业内卓越的产品方案研发设计能力、严格的供应商资格认证和食品安全及质量控制标准。百胜旗下共有 11788 家餐厅, 其中约 85% 的餐厅为自营, 覆盖了中国 1600 多个城市, 同时保持着年均 1200 家以上的拓店速度。报告期内百胜虽在收入占比方面因厨房阿芬并表稀释下降, 但从采购额看, 疫情后恢复增长较快。2019-2021 年从 2.3 亿元增长至 3.3 亿元。

图表 18: 2021 年公司对百胜中国销售额占比为 21%



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

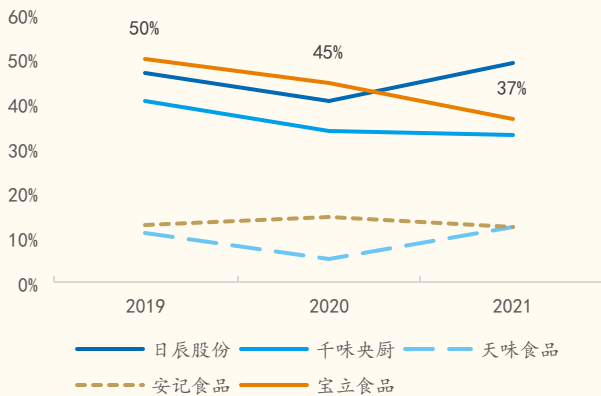
图表 19: 百胜中国门店数量增长稳定 (单位: 个)



来源: 百胜中国公告, 国金证券研究所

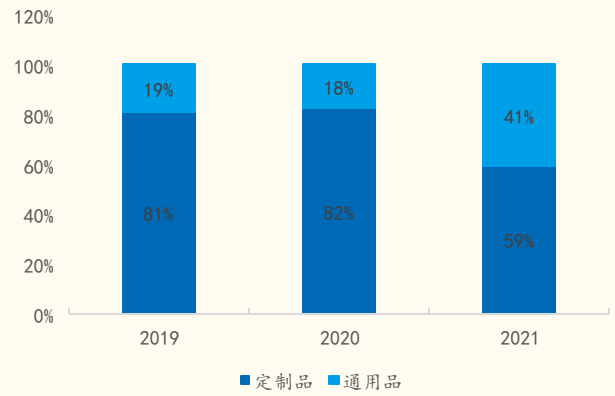
公司主要客户为定制餐调企业, 前五大客户收入占比处于行业内较高水平, 但依赖程度逐年下降。其中前五大客户占比与日辰股份最相似, 基本维持在 40% 左右。不同之处在于随着 C 端轻烹业务布局, 大客户占比逐年下降。其中最大的客户与千味央厨一致, 均为百胜中国。但千味央厨的渠道更为分散, 直销渠道占比仅 40%。安记食品、天味食品主要为经销渠道, 前五大客户占比较低。

图表 20: 可比公司前五大客户占比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

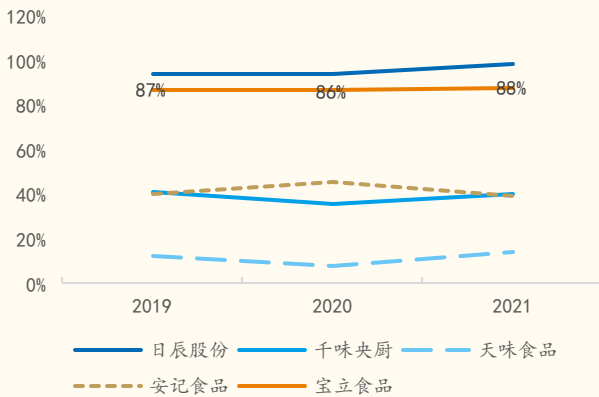
图表 21: 公司产品以定制化为主



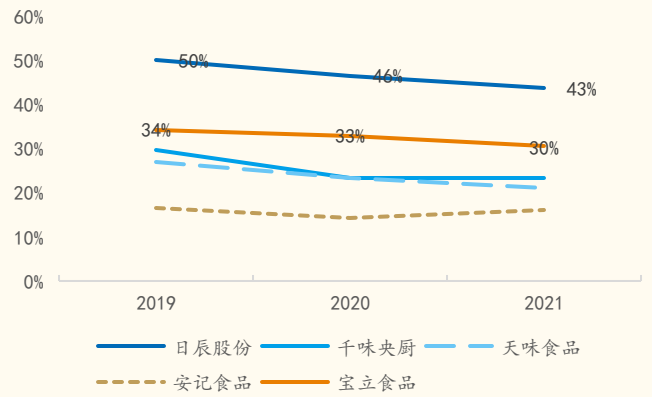
来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

调味品行业本身毛利率高, 直销渠道省去了复杂的交易节点, 往往能创造更多的利润空间。从复调可比企业来看, 公司直销客户多为大 B, 因此毛利率高于天味食品和安记食品。而日辰股份的产品聚焦中式复调, 且定制化程度更高, 其客户多为中式连锁餐企和工业大 B, 因此直营渠道毛利率超过公司约 10%。

图表 22: 公司直销渠道占比超过 85%



图表 23: 公司直销渠道毛利率约 30%

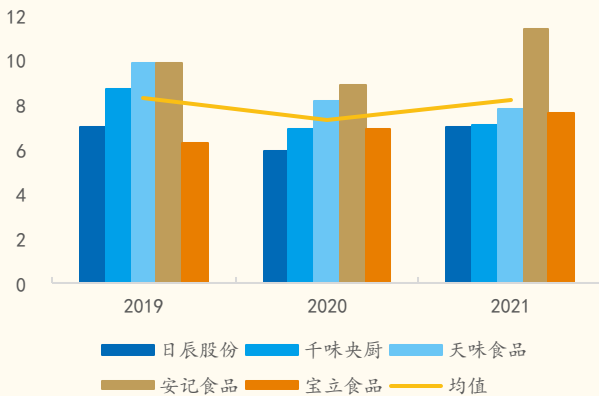


来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 天味食品直销渠道包含直营商超和定制餐调)

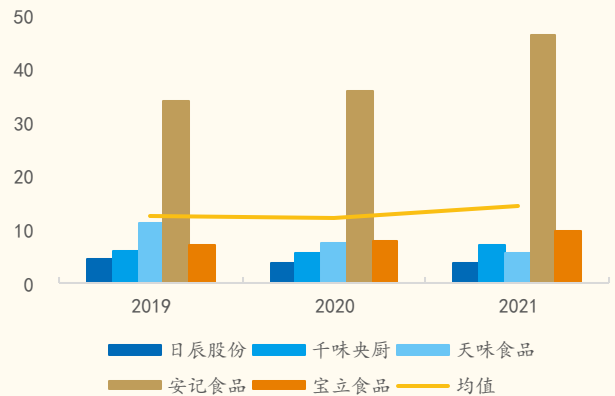
来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 天味食品直销渠道包含直营商超和定制餐调)

公司存货周转率、应付账款周转率略低于行业均值, 营运能力良好。由于天味食品和安记食品主要向经销渠道销售货物, 因此存货周转率和应付账款周转率高于行业平均。而公司与日辰股份主要以直营渠道为主, 向上游的溢价能力强, 向下游大客户的溢价能力相对弱, 因此略低于平均值。

图表 24: 可比公司存货周转率



图表 25: 可比公司应付账款周转率



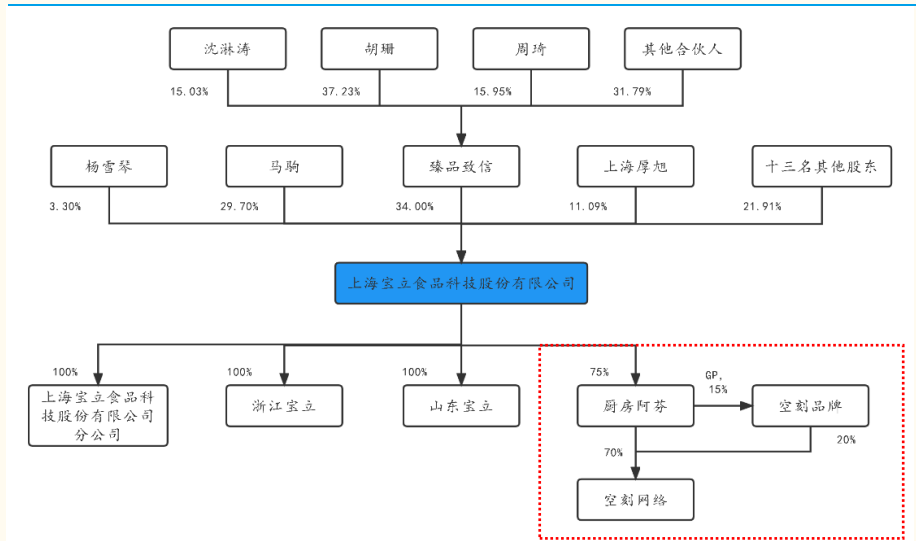
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

### ■ C端: 收购厨房阿芬, 空刻精准营销

厨房阿芬原大股东为沈淋涛, 与公司保持一致。主营业务为轻烹食品的经营和销售, 2020年3月新设空刻网络, 专门从事空刻意面产品的运营, 而厨房阿芬主体负责捞饭和捞面系列产品运营。2021年3月, 公司收购厨房阿芬75%的股权, 厨房阿芬成为公司旗下重要的子公司。

图表 26: 2021 年 3 月公司收购厨房阿芬 75% 的股权



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

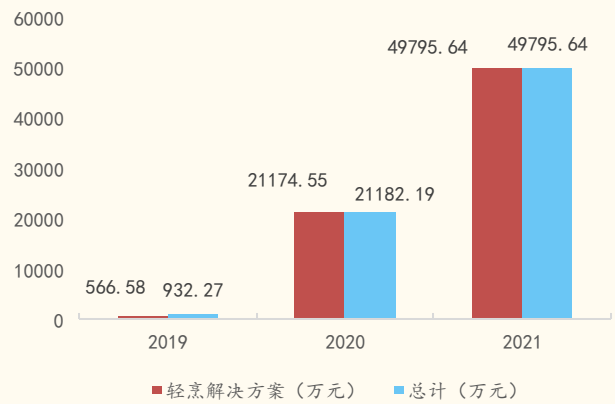
公司早期是厨房阿芬的调料包供应商, 与厨房阿芬合作关系紧密。2019 年 11 月, 厨房阿芬推出新品空刻意面, 其中的轻烹料理酱包、欧芹撒粉和蒜香油包均为公司提供。2020 年初受疫情催化, 空刻意面成为互联网意面爆款单品, 占厨房阿芬营收比重迅速提升。2021 年厨房阿芬专注轻烹解决方案, 其中空刻意面销量爆发式增长, 推动收入翻倍增长至 5 亿元。

图表 27: 空刻意面料包品种丰富



来源: 空刻天猫官方旗舰店, 国金证券研究所

图表 28: 厨房阿芬主要营收来自轻烹解决方案



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

空刻意面具备浓厚的互联网基因, 定位新锐白领、资深中产和精致宝妈, 这类人群具备一定的经济购买力和家庭决策权, 往往是电商消费的主力军。空刻还擅长品牌营销, 通过广告瞄准、包装设计、KOL 带货等方式直击消费人群。包装设计方面, 空刻以简单明了的横条纹及醒目的 Logo 打造记忆点。在 KOL 营销方面, 2020 年 10 月公司尝试与顶流主播合作, 取得了 1 分钟 7 万盒售罄的成绩。据天猫官方旗舰店数据显示, 2019.10-2022.5 空刻销售额破 7000 万盒。

图表 29: 空刻意面与米其林三星合作研发



来源: 空刻天猫官方旗舰店, 国金证券研究所

图表 30: 空刻意面天猫销售 TOP1, 2022.5 破 7000 万盒



来源: 空刻天猫官方旗舰店, 国金证券研究所

面对精致富婆, 空刻抓住“爱孩子”、“注重产品健康安全”等特点, 以电媒“妈妈我饿”等广告词, 营造宝妈情感共鸣。面对资深中产, 这类消费人群往往注重品质和健康生活, 空刻以富含橄榄油、海盐等进口食材为卖点, 打出与意大利米其林三星大厨合作研发的王牌, 加深空刻与正宗意大利面的绑定。面对新锐白领, 这类人群往往处于事业奋斗期, 生活节奏快, 同时又是品质生活的实践者, 空刻强关联“一人食”、“15 分钟米其林大餐”“速食推荐”等关键词, 吸引消费人群眼球。

图表 31: 空刻意面营造宝妈人群情感共鸣



来源: 国金证券研究所整理

图表 32: 空刻意面烹饪简单快捷, 满足白领诉求

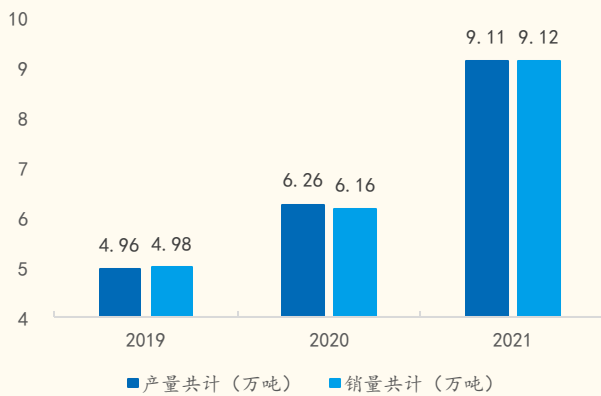


来源: 空刻天猫官方旗舰店, 国金证券研究所

#### 1.4 产销趋于饱和, 扩建释放增量

公司业务发展迅速, 近 3 年产销量基本维持一致, 尤其是在 2020 年轻烹料理酱包等产品推出后, 需求增幅较大, 原有产能建设趋于饱和。公司目前具备四大生产基地, 2021 年总产能达到 9.94 万吨, 其中粉类产能略高。生产基地分别位于上海 (松江和金山共 2 处)、山东及浙江, 定位和功能有所差异。

图表 33: 公司 2019-2021 年产销量趋于饱和



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

图表 34: 公司 2021 年产能情况 (单位: 万吨)

生产基地	用途	粉类	酱汁类
上海松江	酱汁类、粉体类	2.7	1.9
上海金山	酱汁类、粉体类	0.3	2.3
山东	粉体类 (含面包糠)	2.4	-
浙江嘉兴	轻烹料理酱包	-	0.4
合计		5.38	4.56

来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

浙江嘉兴主要负责生产轻烹料理酱包, 随着空刻意面销售热度增加, 预计轻烹酱包需求持续高增。公司于 2022 年 7 月 15 日发行股份 4001 万股, 募集资金净额 3.35 亿元, 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扩建产能, 主要包括年产 2 万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 1.75 万吨 HPP 高压杀菌系列产品项目, 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, 增强市场竞争力。

图表 35: 公司募投资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	计划用募集资金额
嘉兴生产基地 (二期) 建设项目	25,348.01	18,000.00
信息化中心建设项目	3,190.98	2,300.00
补充流动资金	17,461.01	13,212.73
合计	46,000.00	33,512.73

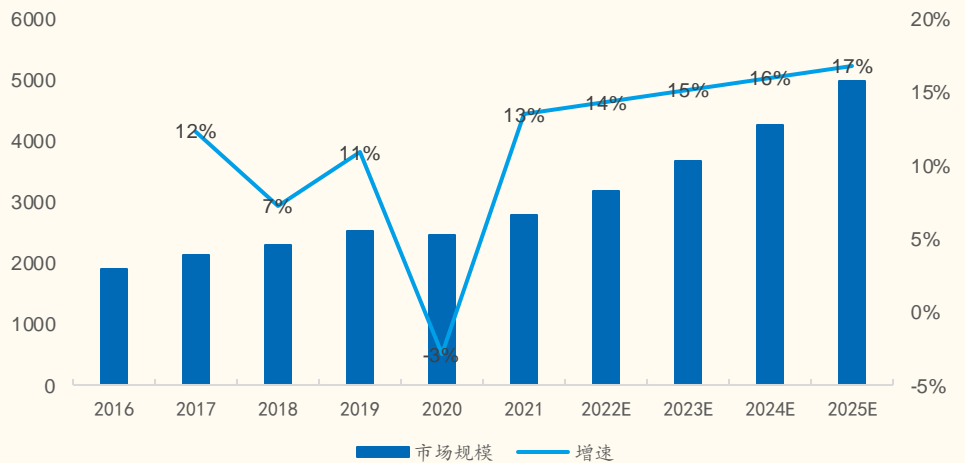
来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

## 2、西式快餐空间广阔, 新型速食热度高增

### 2.1 西式复调: 西式快餐标准化提升, 复合调味料需求增长

- 2021 年我国西式餐饮市场规模为 2800.7 亿元, 近 5 年复合增速为 8.1%。2020 年受疫情影响, 市场体量略微下降, 但 2021 年恢复势头强劲, 基本恢复至疫情前水平。根据艾媒咨询数据, 西式快餐 2020-2025E 年复合增速为 15.2%, 2025 年预计达到 4997 亿元。

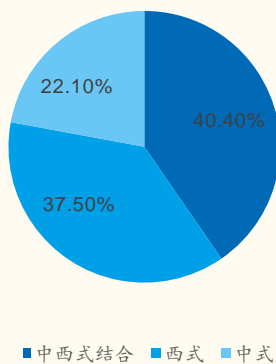
图表 36: 2016-2025E 我国西式快餐市场规模 (亿元) 及增速



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

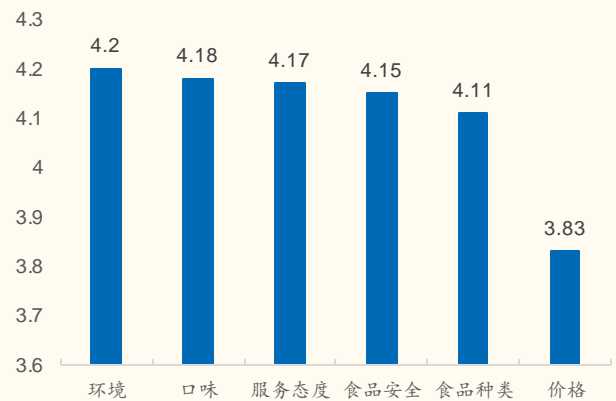
- 近年来西式饮食习惯逐渐融入中国, 沙拉、意面、咖啡受到热捧, 而轻烹解决方案恰好与西式餐饮习惯契合, 均以便捷为主。根据艾媒咨询的调研, 消费者最喜爱中西式结合快餐 (40.4%), 其次是西式快餐 (37.5%), 最后是中式快餐 (22.1%)。而在西式快餐的满意度调研结果中, 消费者对西式快餐的环境、口味、服务均较为满意, 仅对价格不太满意。

图表 37: 中国消费者偏好中西结合快餐



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

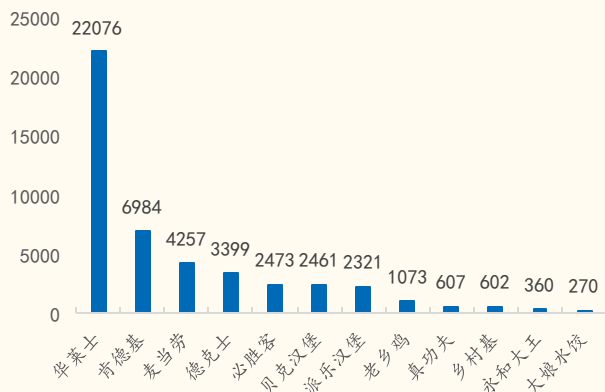
图表 38: 中国西式快餐消费者满意度调研 (5 分制)



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

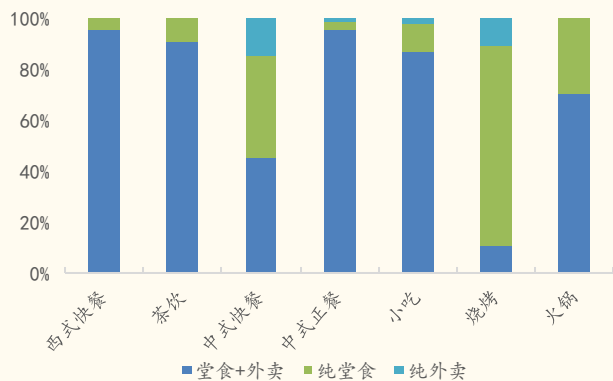
- 西式快餐相比中式快餐多采用半成品, 容易标准化, 出餐效率高, 因此门店数量更多。其中本土品牌华莱士凭借价格优势占据领先地位, 而国际品牌肯德基、麦当劳门店数量紧跟其后。德克士、必胜客、贝克汉堡等其他品牌的门店数量也均有 2000 家以上, 全国化扩张显著。相比之下, 中式快餐门店数基本为 100-1000 家, 且营业模式仍以堂食为主。

图表 39: 西式快餐门店数显著高于中式快餐



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所 (注: 截至 2022 年 3 月)

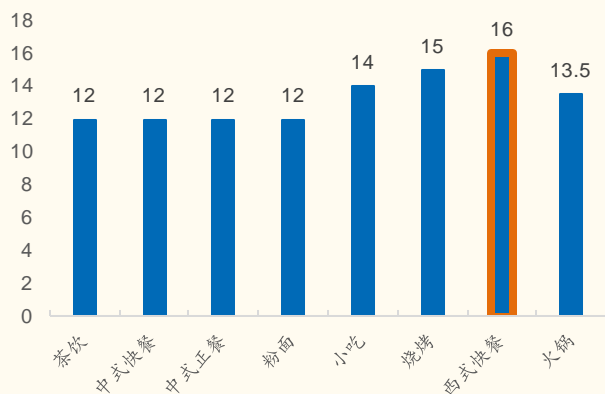
图表 40: 西式快餐以堂食+外卖为主, 效率较高



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

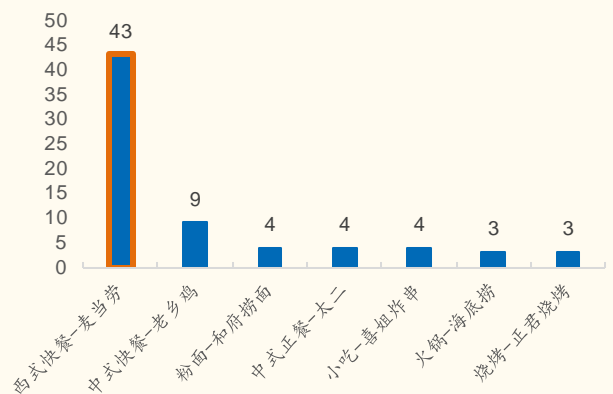
- 相比西式快餐, 中式餐饮细分类目多, 备菜时间长。中式快餐和中式正餐的翻台率较低, 分别为 9 次和 4 次。而西式快餐由于餐品准备时间较短, 以麦当劳为例, 翻台率超过 40 倍, 位列所有餐饮业态之首。此外, 西式快餐的平均营业时长每日达到 16 小时, 超过中式餐饮 (12 小时), 高于火锅 (13.5 小时) 和烧烤 (15 小时)。

图表 41: 2021 年中国餐饮各业态营业时长



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 42: 2021 年中国餐饮各业态代表品牌企业翻台率



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

- 通过对比中式、西式快餐特征, 我们发现西式快餐市场规模较小, 但集中度高, 近 5 年复合增速更快。主要原因在于 SKU 少, 半成品率高, 容易形成规模效应。且制作过程简单, 菜品还原度高, 外卖就餐口感与堂食基本一致, 适配不同的渠道。

图表 43: 中式、西式快餐特征对比

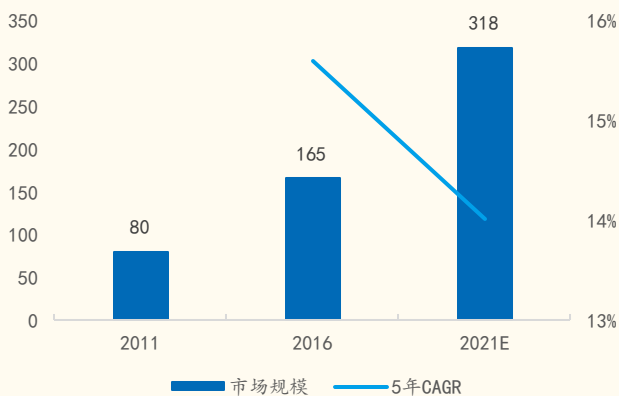
VS 项目	西式快餐	中式快餐
2021 年市场规模	2800 亿元	7600 亿元
2016-2021 CAGR	4.6%	3.9%
2020-2025E CAGR	15.2%	10.1%
市占率 (CR5)	53.0%	2.9%
连锁化率	61.4%	25.9%
业态	炸鸡、汉堡、意面	米饭类、粉面类、烫捞类
消费形式	外卖+堂食	以堂食为主

VS 项目	西式快餐	中式快餐
烹饪形式	半成品加工	门店现做为主，预制菜为辅
标准化	较高	较低
营业时间	全时段	午餐和晚餐为主
门店数量	大多为 2000 家以上	多数为 100-1000 家以上

来源：Frost &Sullivan，艾媒咨询，国金证券研究所

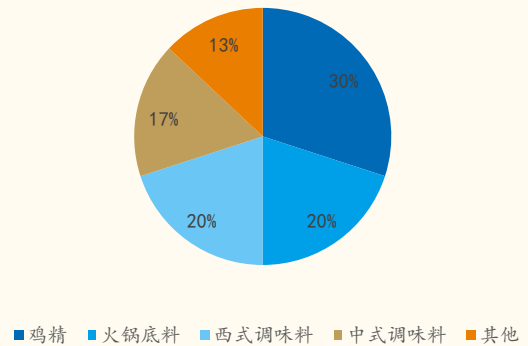
- 我们认为未来西式快餐集中度和连锁化率将继续提升，随着西式快餐店 SKU 迭代更新和补充扩张，市场对于西式复合调味料的需求将进一步扩大。根据 Frost &Sullivan 数据，我国 2021 年西式复合调味品市场规模为 318 亿元，近 5 年复合增速约为 14%。西式复合调味品在我国复合调味品中占比较高，与火锅底料均为 20%。

图表 44：我国西式复合调味品市场规模增速为 14%



来源：Frost &Sullivan，国金证券研究所

图表 45：2020 年西式复合调味料占比约为 20%

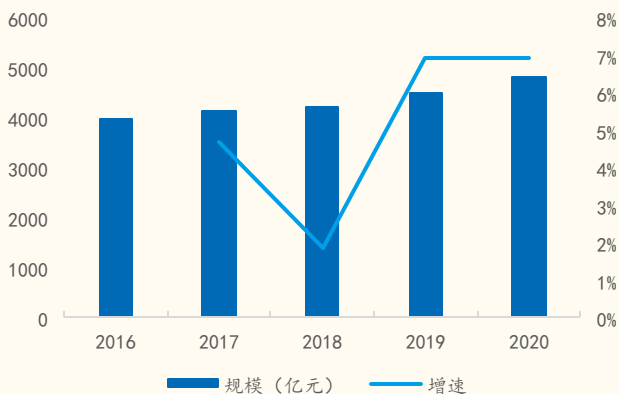


来源：中商产业研究院，国金证券研究所

## 2.2 方便速食：传统业务接近饱和，西式意面创新思路

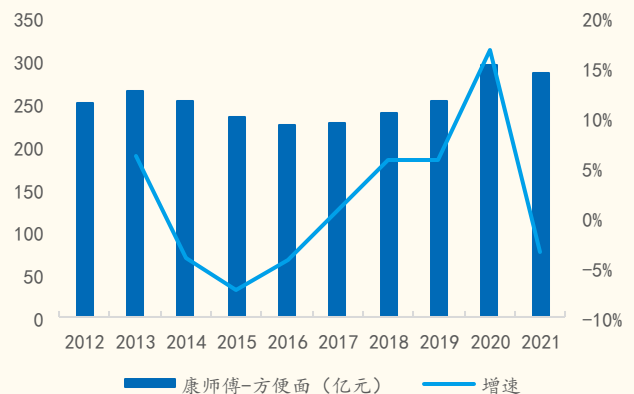
- 我国方便速食以传统方便面为主，近年来增速放缓至个位数，疫情期间略有提升。以康师傅为例，2020 年方便面营收增长 16%，2021 年下滑 3.6%，传统的方便面赛道基本饱和，竞争格局稳定。当今的破局方式，其一是研发新品类和新口味，如自热米饭、自热火锅、螺蛳粉等。其二是改变传统渠道营销方式，切入电商渠道，如当今爆红方便速食品牌李子柒、自嗨锅等均受益于互联网营销模式。

图表 46：我国方便食品市场增速疫情期间提升



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

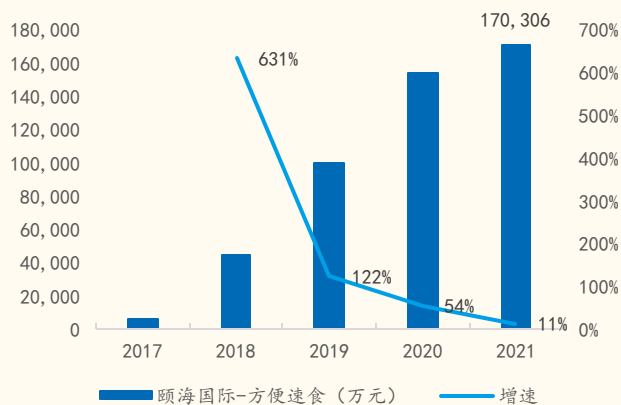
图表 47：康师傅方便面市场规模接近饱和



来源：Wind，国金证券研究所

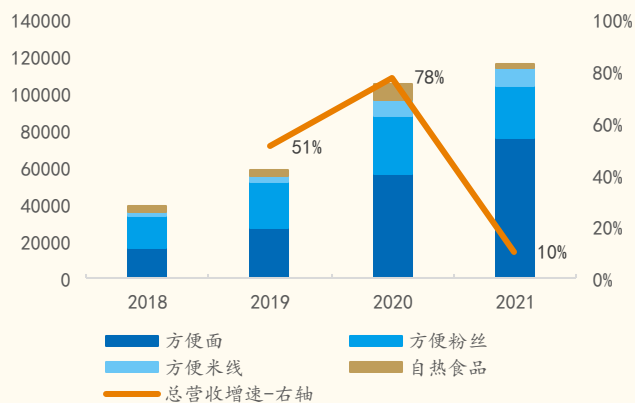
- 颐海国际 2017-2020 年方便速食业务（自热小火锅和冲泡粉丝）营收逐年倍数增长，2021 年销售额合计为 17 亿元，增速放缓至 11%。2018-2020 年，阿宽食品的方便面、方便粉丝增速最快，2021 年整体实现 17.7 亿元营收，增速放缓至 7.3%。总结来看，这类新型的方便速食往往面临一个共同的问题：前期增速快，经历 3-4 年的红利期后，大单品渗透率难以继续提升，如不能开发新产品或者稳住复购率，将面临增速困境。

图表 48: 颐海国际方便速食增速 2021 年放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 阿宽食品总营收增速 2021 年放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

空刻意面相较其他网红大单品目前规模比较小，且产品 SKU 较少。从目前的情况来看，现在仍处于早期快速发展阶段，未来仍然可以通过丰富产品矩阵、提升渗透率和复购率扩充市场规模。

图表 50: 互联网爆款速食主要情况对比

品牌	单价	产品 SKU	2021 年营收	同比增速 (较 2020 年度)	复购率
空刻意面	15-20 元	6	4.6 亿元	75%	20%-30%
李子柒	10-12 元	38	18 亿元	20%	-
拉面说	19.9 元	10	10 亿元	67%	15%-20%
海底捞 (颐海)	10-35 元	36	17 亿元	11%	-
阿宽食品	5-8 元	12	11.7 亿元	8%	-

来源: Wind, 天猫, Tech 星球, 国金证券研究所整理

- 假定消费额=全国人口总数\*受众比例\*渗透率\*(1+复购率)\*消费单价，而复购率和客单价一般呈现增长互斥性质。目前天猫普通折扣（非双十一）单价约为 19 元/袋，复购率为 30%左右。促销期间，复购率能显著提升至 50%。若减少活动力度，则客单价恢复至正常水平，由于粘性的存在，复购率降幅缓慢。我们估算得到未来 5 年的空刻的年复合增速为 40%左右。

图表 51: 未来 5 年空刻意面收入年复合增速敏感性测算

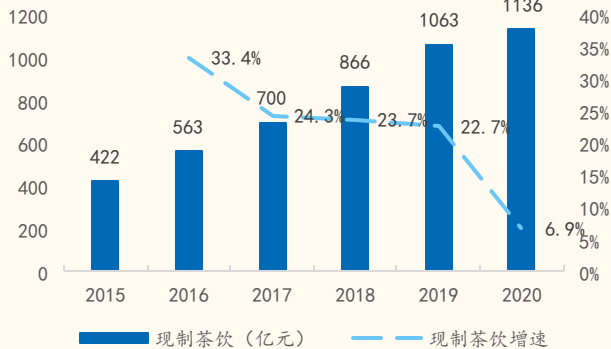
关键假设		未来 5 年复合增速 敏感性测算	客单价 (元/人)					
2021 销售额	4.6 亿元		15	17	19	21	23	
总人口	14.2 亿人	复购率	25%	27%	30%	33%	35%	38%
中产阶级比例	56%		27%	28%	32%	35%	37%	40%
渗透率	50%		30%	31%	35%	38%	40%	43%
复购率	25%-40%		34%	35%	38%	41%	44%	47%
客单价 (元/人)	15-23		40%	39%	43%	46%	49%	51%

来源: 空刻天猫官方旗舰店, 国金证券研究所整理 (注: 标红为可能性较大的结果, 标灰为可能性较小的结果)

### 2.3 甜饮配料: 现饮需求扩张, 配料共享红利

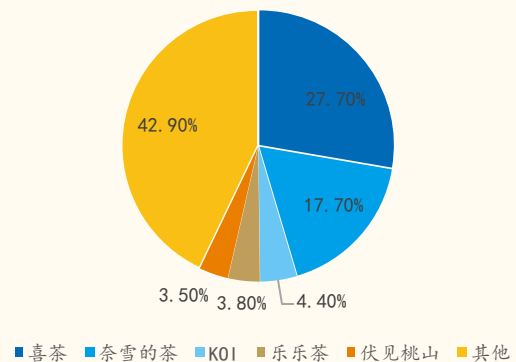
- 我国现制茶饮市场规模 2020 年达到 1136 亿元, 2020 年以前年均复合增速超 20%。且高端茶饮市场 (单价>20 元/杯) 集中度较高, 喜茶目前占比约为 28%, 稳居市占率第一。根据 Frost &Sullivan 数据显示, 疫情期间头部品牌门店数持续扩张。且 2020 年 3 月-12 月, 疫后修复期间微信支付订单中茶饮以 744% 的增速位居第一。

图表 52: 现制茶饮市场规模疫情前维持 20% 以上增速



来源: 奈雪的茶招股书, 国金证券研究所

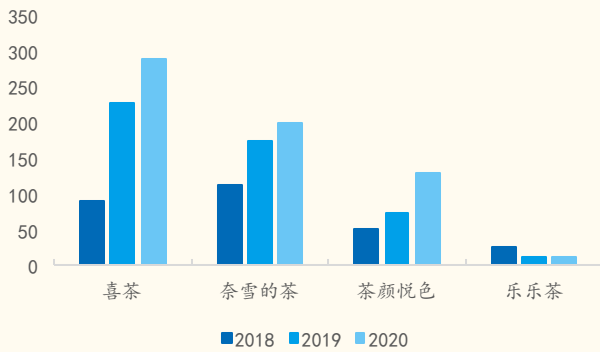
图表 53: 高端茶饮市场集中度较高



来源: 奈雪的茶招股书, 国金证券研究所

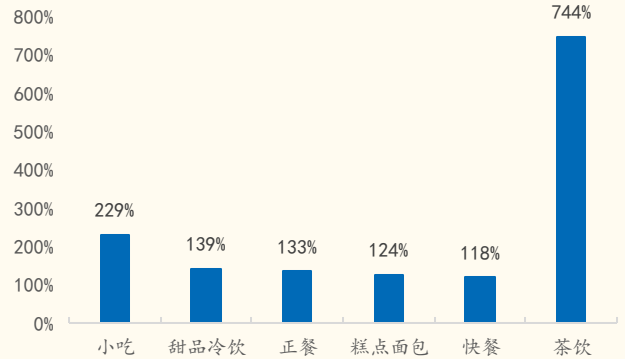
- 现制茶饮往往采用茶叶、鲜奶、水果等天然、优质的食材, 辅以配料组合出兼具新奇感和高颜值的产品。相比传统茶饮, 现行的茶饮配料已经从简单的珍珠、椰果小料逐渐升级为爆珠、奶冻、燃爆菌等十余种品类。配料逐渐成为不起眼的“边际成本”, 消费者在选购茶饮时大多会额外添加配料, 增加口感丰富度。

图表 54: 疫情期间头部品牌门店数继续扩张



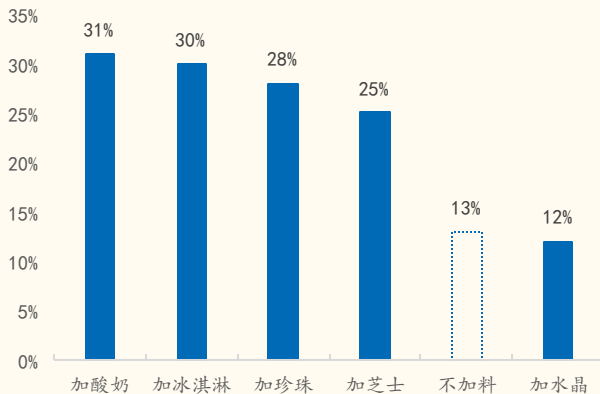
来源: Frost &Sullivan, 国金证券研究所

图表 55: 2020 年茶饮在微信支付笔数中增长 744%



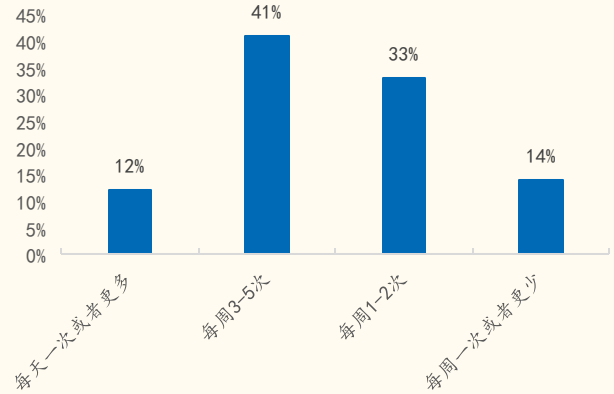
来源: 微信数据, 国金证券研究所 (注: 时间为 2020 年 3 月-2020 年 12 月)

图表 56: 选择不加小料的消费者占比较少



来源: CBNDData X 奈雪的茶问卷调研, 国金证券研究所

图表 57: 大部分人茶饮消费频次至少一周一次



来源: CBNDData X 奈雪的茶问卷调研, 国金证券研究所

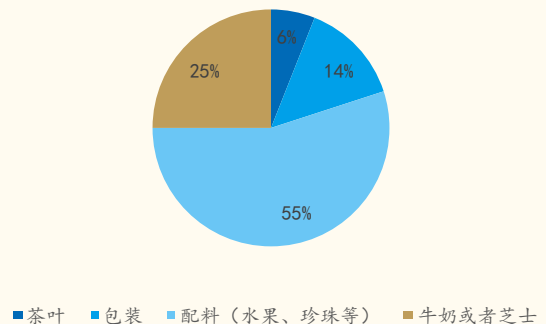
- 根据饿了么新式茶饮的人群画像, 一二线城市是茶饮消费的主力军, 占比近 6 成。从年龄分布来看, 新式茶饮将近 7 成的消费者为 90 后。结合 CBNDData X 奈雪的茶问卷调研, 41% 的消费者一般购买茶饮频次为每周 3-5 次; 其次每周购买 1-2 次的消费者占到 33%。故我们假定人均消费频次为 2 次, 单次消费金额为 20 元。拆解奶茶的成本可以发现, 配料占比最高 (约 55%), 而茶叶占比最低。我们计算得到理想状态下茶饮配料市场规模可以达到 504 亿元。

图表 58: 预计茶饮配料市场规模可达 504 亿元

总人口	14.2 亿
城镇化率	64.72%
主力消费人群 (90 后) 占比	13.17%
单次消费	20 元
消费频次	每周 2 次
年均总消费金额	2518 亿元
配料占成本比重	20%-50%
配料市场规模	504-755 亿元

来源: CBNDData X 奈雪的茶问卷调研, 国家统计局, 国金证券研究所

图表 59: 一杯奶茶的成本配料构成



来源: 国金证券研究所整理

### 3、如何看待公司的竞争优势？

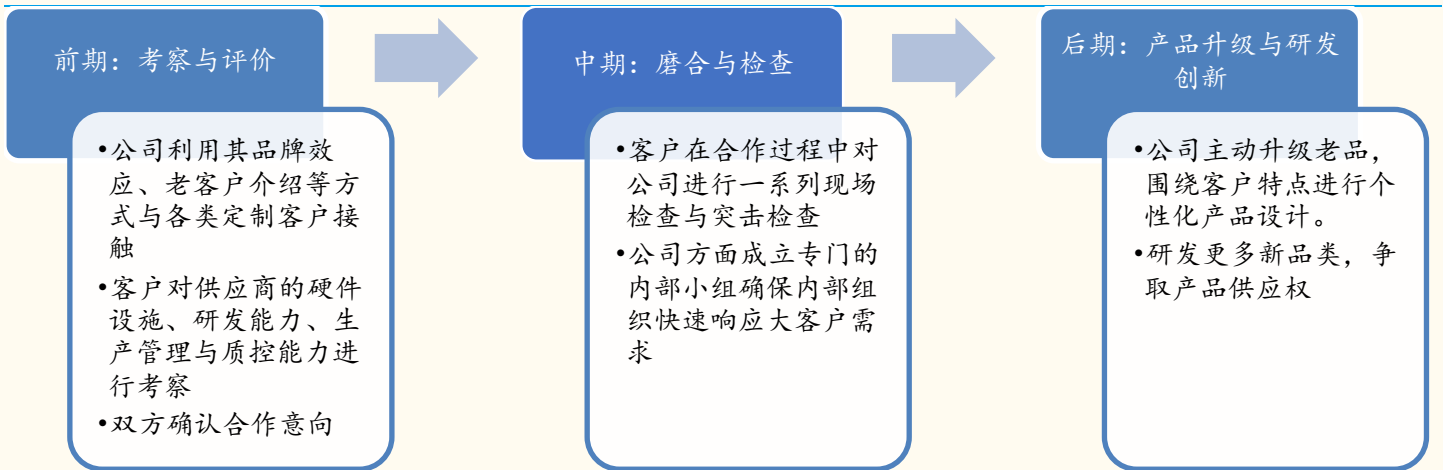
#### 3.1 大 B 生意：对标同类企业看待增长空间

##### ■ 千味央厨：大客户粘性强，灯塔效应显著

大客户具有较强的进入壁垒，合作稳定性强。公司与客户确定合作关系之前会经历一个严格且复杂的相互考察与评价过程。一方面，大型连锁餐饮企业对供应商的硬件设施、研发能力、生产管理与质控能力等均具有严格的要求，合作关系形成前会有较长的考察期。形成合作关系后，客户会对供应商进行一系列现场检查与不定期的飞行检查以及要求供应商定期出具产品检测报告，合作期间相互磨合将耗费大量时间和资源。

因此双方一旦达成合作关系，除非有重大食品安全问题，客户一般不会更换供应商。另外通过长期合作，供应商可以积累大量契合客户的研发经验，提高后续服务效率，进一步加强客户黏性。以千味央厨为例，营销中心下设重客部对接直营大客户，公司董事长和总经理为小组直接负责人，内部树立“大客户优先”理念，确保能够快速响应大客户的需求。

图表 60：大客户合作流程复杂，前期高壁垒造就黏性

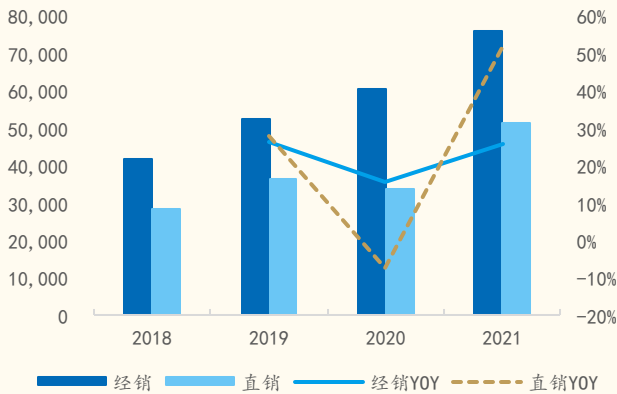


来源：国金证券研究所整理

**大客户需求迭代快，且具备灯塔效应。**千味央厨的客户主要有百胜中国、海底捞、华莱士等。经过多年紧密合作，公司除满足客户提出的需求之外，还主动升级老品，围绕客户特点进行个性化产品研发以争取更多品类的供应权。以肯德基为例，千味最早向其提供蛋挞皮，到现在产品延伸至安心油条、华夫饼、冷冻面团、烙饼、牛角包、酥饼等多个品类。

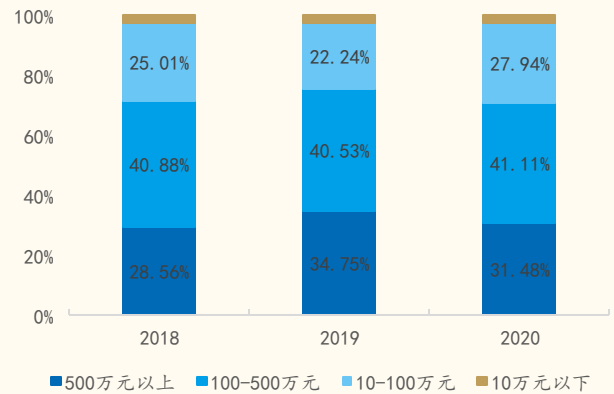
**直销渠道占比稳定，经销渠道实力增厚。**直销渠道方面，千味央厨 2021 年大客户数量为 168 家（2020 为 87 家），同比增幅达到 93.10%。且 2018-2021 年直销渠道占比稳定在 40% 左右，规模年复合增速为 21.4%。经销渠道方面，经销商数量和规模均稳步增长，2021 年为 968 个（2020 年 907 个），同比增幅为 6.73%，且 500 万元以上的经销商占比显著提升。

图表 61: 千味央厨直销渠道疫后修复较快 (单位: 万元)



来源: 千味央厨公司公告, 国金证券研究所

图表 62: 2018-2020 千味央厨经销商规模不断扩张



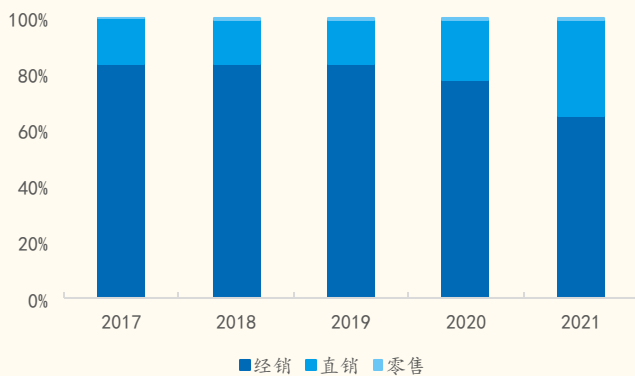
来源: 千味央厨公司公告, 国金证券研究所

### ■ 立高食品: 前期磨合充分, 多元渠道并举

**与客户合作之前, 进行谨慎充分的双向选择。**对于直销客户, 公司一般选择规模较大、销售额高、全国城市网点分布多、在某一区域或领域具有较大影响力的客户进行直接合作。达成合作前, 公司会通过多种方式接触与拜访, 根据客户需求确定产品方向, 并进行多轮的沟通与洽谈, 建立稳定的合作意向。部分规模较大的直销客户也会要求对公司生产场地进行实地考察, 并定期对其供应商进行再评估。这意味着整个合作是一个双向选择的过程, 双方均要承担一定的沉没成本。

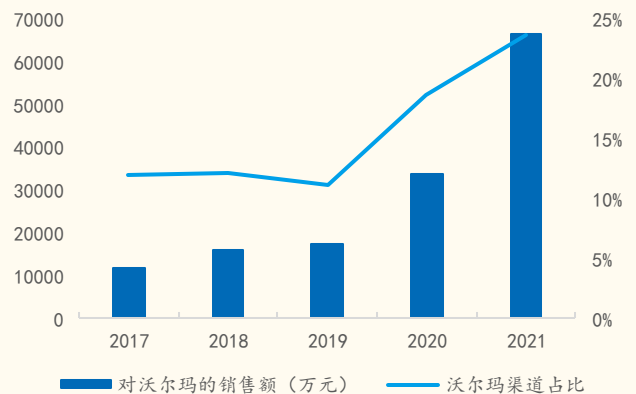
**深度绑定商超大客户, 大单品推动营收迅速增长。**公司销售模式以经销模式为主, 直销模式为辅。并补充少量线上电商及线下零售业务。至 2021 年底, 与公司合作的客户超过 2700 家, 服务的终端客户超过 5 万家, 直销收入达到 9.6 亿元, 较同期增长 144.6%。公司产品已进入幸福西饼、好利来、一鸣股份等知名连锁烘焙店, 沃尔玛/山姆会员店、盒马生鲜、永辉超市等大型商超。

图表 63: 立高食品直销渠道占比逐年提升



来源: 立高食品公司公告, 国金证券研究所

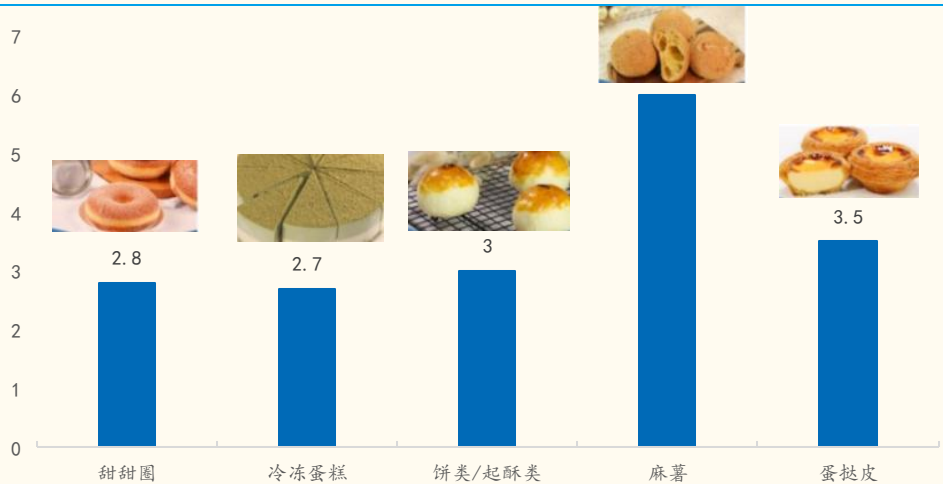
图表 64: 2021 年立高食品沃尔玛渠道销售额翻倍



来源: 立高食品公司公告, 国金证券研究所

2019-2021 年, 立高对沃尔玛门店的销售额从 1.7 亿元增长至 6.6 亿元, 沃尔玛渠道占比也从 11% 提升至 25%。以经销渠道为主的立高, 依赖零售大客户开拓出另一条快速成长路径。早先立高以挞皮切入商超渠道, 后陆续推出甜甜圈、麻薯、瑞士卷、丹麦吐司等新品类, 一方面大单品迅速起量, 另一方面 SKU 不断扩充, 商超渠道扩张力极强。

图表 65: 立高食品商超渠道大单品主要销售额 (单位: 亿元)



来源: 立高食品公司公告, 国金证券研究所

公司客户结构呈现明显的“二八效应”，年销售额 1,000（含）万元以上的客户 2021 年仅 21 家，占全部客户数量的 1.4%，但销售额贡献高达 70%。剩余 30% 均由中小规模客户贡献，其中年收入低于 100 万元的小客户数量占比最高，2021 年达 90%（仅贡献 8% 的销售额）。由此可见，单项大客户拓展带来的边际效益极高。

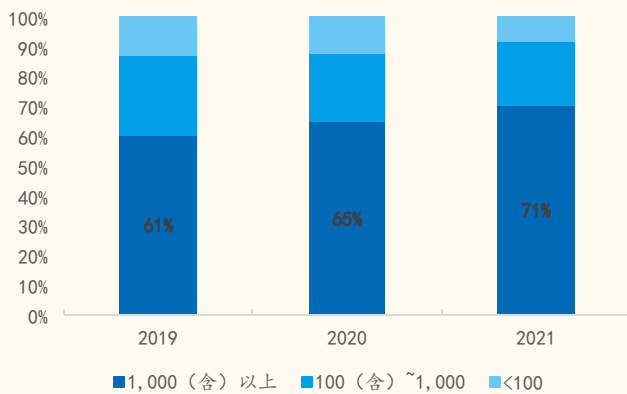
图表 66: 大客户稳健开拓且店均消费额增长明显

客户规模	项目	2019	2020	2021
1,000（含）万元以上	销售金额（万元）	44,930	58,520	110,956
	客户数量（个）	10	15	21
	客户数量净增加（个）		5	6
	店均消费额（万元）	4,493	3,901	5,284
	店均消费额 YOY		-13%	35%
100（含）~1,000 万元	销售金额（万元）	19,623	20,568	33,616
	客户数量（个）	77	75	119
	客户数量净增加（个）		-2	44
	店均消费额（万元）	255	274	282
	店均消费额 YOY		8%	3%
<100 万元	销售金额（万元）	9,556	10,963	12,321
	客户数量（个）	1,048	1,093	1,300
	客户数量净增加（个）		45	207
	店均消费额（万元）	9	10	9
	店均消费额 YOY		10%	-6%

来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所

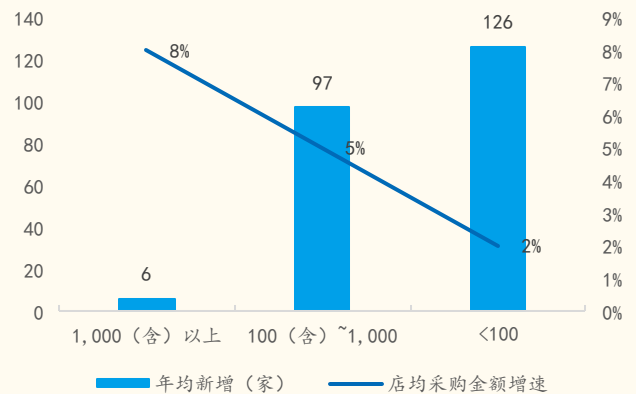
从量的角度来看，大客户开拓速度较慢，年均新增 5-6 家。小客户开拓速度快，年均新增 126 家。从价的角度来看，大客户价增效应明显，2019-2021 1000 万元以上规模的客户年均消费增速 CAGR 为 8%，而同期 100 万元以下小客户仅为 2%。这主要是由于大客户的采购频次和采购规模更高导致，以百胜中国为例，其对公司的单月订单多达上千笔，而单笔订单金额平均为几万。对比而言，中小餐饮客户的单月订单仅每月 1-2 次，单笔订单采购金额不到 5000 元。

图表 67: 公司大客户销售额占比逐年提升



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所 (注: 标注中的数值指客户规模, 单位: 万元)

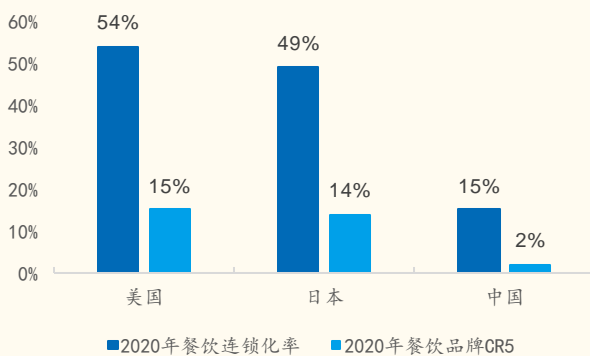
图表 68: 公司大客户年均采购金额增速为 8%



来源: 宝立食品招股说明书, 国金证券研究所 (注: 标注中的数值指客户规模, 单位: 万元)

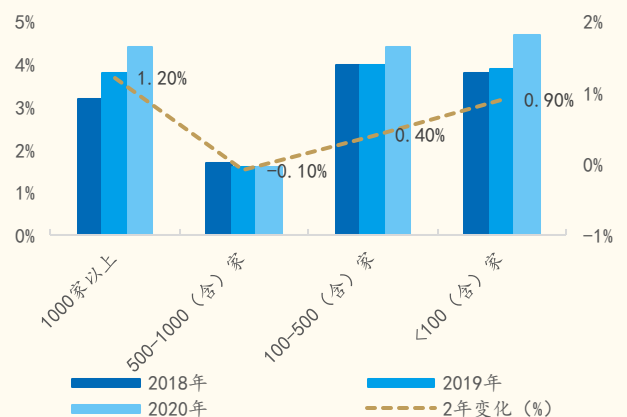
目前, 我国餐饮连锁化率和集中度都比较低, 大客户的开拓速度较慢。中国连锁经营协会数据显示, 我国 2018-2020 年 1000 家以上连锁门店占比提升幅度最大, 而中等规模连锁门店 (500-1000 家) 占比缩小。我们认为连锁化和集中度的提升是大趋势, 大部分中型餐饮企业正在向大型餐饮企业转化。

图表 69: 我国餐饮连锁化率和集中度比较低



来源: 中国连锁经营协会, 国金证券研究所

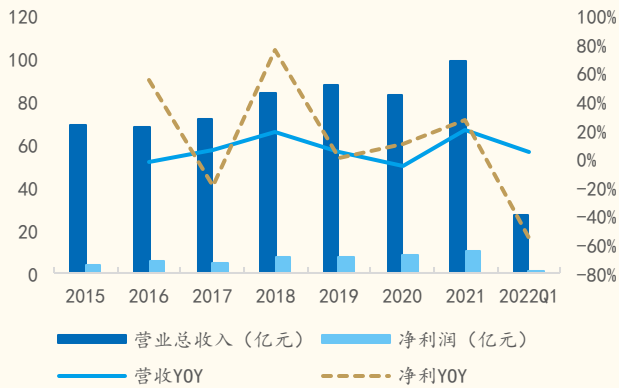
图表 70: 我国 1000 家以上的连锁门店占比逐年提升



来源: 中国连锁经营协会, 国金证券研究所

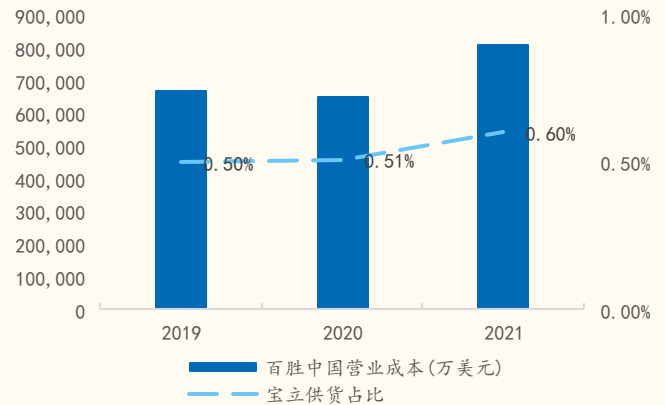
因此, 公司收入贡献主力仍然是大客户, 随着餐饮集中度提升, 现有大客户需求进一步扩张。以百胜中国为例, 其 2016-2021 营收 CAGR 为 8%, 且公司对百胜的供货占比逐年提升, 我们预计随着二者合作关系深入, 百胜对公司的采购额将继续扩张, 规模和渗透率双升贡献更多增量。另外, 部分中小型客户随着合作时间增加, 极有可能成长为大客户, 带来更多定制化需求。持续开发长尾客户, 亦可带来“量”的增益。

图表 71: 百胜中国近 5 年营收 CAGR 为 8%



来源: 百胜中国公司公告, 国金证券研究所

图表 72: 2021 年百胜对公司的采购额占其营业成本比重逐年提升



来源: 百胜中国公司公告, 国金证券研究所 (注: 2019-2021 美元兑人民币采取当期年末汇率换算)

### 3.2 西式生意: 对标咖啡看意面的成长空间

#### ■ 意面 vs 咖啡: 为什么我们选择用咖啡对标?

均为舶来品, 定位高端。中国消费者对咖啡的认知存在培育、尝试、依赖、转换四阶段。在当下, 各种新品和渠道竞相争锋, 咖啡逐渐向性价比、精品化演变。2011 年意面料理开始兴起, 2015 年在百度搜索频次逐年增高, 对标咖啡, 我国意面市场现在仍处于消费者启蒙阶段。

图表 73: 我国咖啡市场发展历程

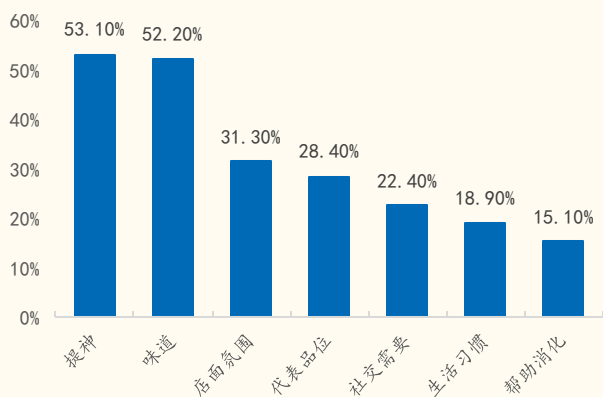


来源: 红餐网, 国金证券研究所

**商品属性趋同, 消费人群有重叠。**第一, 使用价值与附加价值均相似, 作为西式餐饮, 咖啡提神, 意面饱腹, 用户的使用价值具备特定的刚需属性; 附加价值主打社交和约会, 应用场景多为高端餐饮场所。第二, 主要消费人群多为 90 后的精致白领, 女性偏多。此类人群处于工作上升期, 工作和生活节奏普遍较快, 有进取心, 工作之余追求生活精致化。

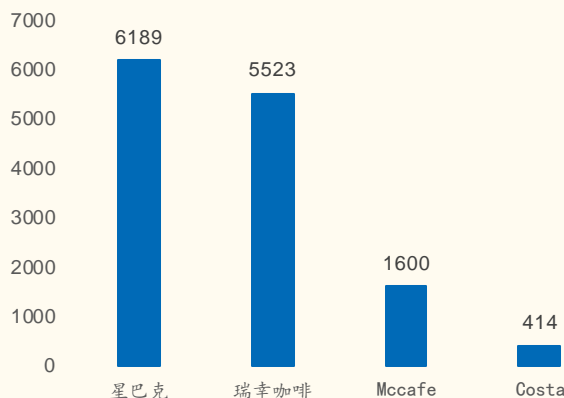
**标准化程度高, 发展理念相似。**意面与咖啡已有较长的发展历史, 符合快餐文化, 基本形成了规范化的制作流程, 尤其是连锁店的供应链管理的标准化水平较高, 制作简单, 门槛较低, 咖啡千店规模连锁企业已经诞生。复盘咖啡的发展历程, 我们发现咖啡逐步从速溶向现磨转化, 无糖拿铁、美式的热度不断被抬高。意面也从单一包装演变成酱料包一体化, 方便快捷的同时兼具美味属性, 低 GI 等特质与减脂、饱腹强关联。二者均沿着消费升级趋势, 向精致、美味、健康化转型。

图表 74: 咖啡的使用价值为关键因素



来源: 艾媒数据中心, 国金证券研究所

图表 75: 主流咖啡连锁门店数量较高



来源: 艾媒数据中心, 国金证券研究所

■ 意面 vs 咖啡: 二者差异之处在哪里?

**复购率和单价各占优势。**咖啡成瘾性强, 用户粘性高带来较高的复购率, 其应用场景更加多元化。而意面常作为一日三餐的调剂, 应用场景以餐厅居多, 复购率相对低。但意面的单价更高, 由于制作成本、用餐环境等因素, 餐厅的意面单价约为 32~39 元/份, 而咖啡单价约为 15~25 元。

**市场竞争环境不同。**咖啡所处赛道已产生头部玩家, 新品类层出不穷, 产品标准高, 存量环境下已围绕价格展开竞争。部分西式快餐门店的咖啡单价降低至 10 元以内。而意面目前处于新赛道, 增量空间足, 各家均处于开拓期, 价格方面不存在恶性竞争。

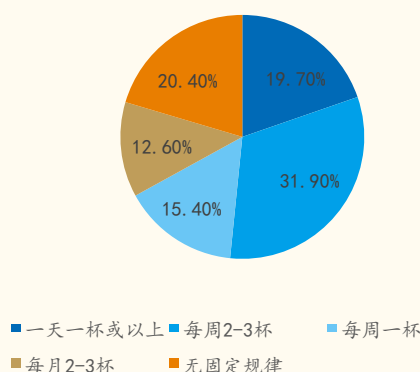
**产品迁移性不同。**意面形状、口味更加丰富, 产品可创新空间大, 扩散性更强, 例如空刻还研发了面向儿童的螺旋意面、通心粉等。口味方面, 咖啡品类较为单一, 且消费者大多已形成固定的口味和消费习惯, 目前依靠大单品持续推动。

图表 76: 咖啡市场竞争激烈



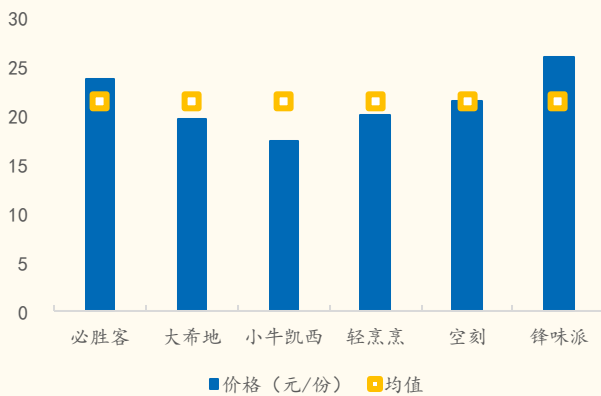
来源: NCBD 数据中心, 国金证券研究所

图表 77: 咖啡复购率较高



来源: 艾媒数据中心, 国金证券研究所

图表 78: 轻烹意面各品牌价格基本一致



来源: 天猫, 国金证券研究所 (注:均采取 2022 年 8 月 5 日套装价格折算)

图表 79: 意面升级为轻烹解决方案附加值更高

意面类型	特点	价格	图片
传统单一包装	口味还原度低, 需自行搭配酱汁和佐料	均价 5-6 元/份	
酱包一体方案	口味还原度高, 用料扎实, 便捷出餐	均价 21 元/份	

来源: 天猫, 国金证券研究所 (注:均采取 2022 年 8 月 5 日套装价格折算)

### ■ 从咖啡之道, 看意面未来的成长机会

**市场发展初期, 着力打造大单品。**早期的咖啡市场主要依赖连锁门店的扩张, 抢占资源优势。意面处于发展初期, 各品牌仍在摸索竞争策略, 目前以互联网营销为主, 面向 C 端售卖。公司提出的轻烹意面既能满足 C 端消费者对餐厅品质的追求, 又能解决西式调料昂贵的痛点。大单品黑椒牛柳、番茄肉酱均表现较好, 今年仍在以组合套装的形式陆续推出奶油培根、咖喱牛肉等新口味。

**以原料差异化, 打造高附加值。**意面与咖啡属性相同, 均属于新消费舶来品, 具备较高溢价能力, 消费群体购买力强, 价格需求弹性相对小。在现行的咖啡市场, 部分品牌引用不同产地咖啡豆实现差异化定价。从意面角度来看, 面条和酱汁的品质均可进行差异化改造。从品牌角度来看, 可以依靠老品带新品, 如披萨饼皮、罗宋汤等西式餐饮大单品接力意面。从溢价空间来看, 对标西餐厅定价 (平均 50 元/份), 公司经营产品 (20 元/份) 仍有较大上调空间。

**逐步向线下引流, 强化品牌认知。**咖啡早期以线下渠道建设为主, 后期涌现出了如永璞、隅田川、时萃、三顿半等互联网运营模式的咖啡品牌。其中三顿半 2021H1 销售额超过 4 亿元, 每年保持 2-3 倍增速, 复购率近 50%, 并在天猫霸占咖啡销量 TOP1。从 2019 年起, 其通过开设线下门店打造“返航计划” (消费者携带用过的小瓶子到三顿半指定地点进行回收, 即可获得三顿半积分用以兑换相关周边或是品牌产品), 将线上流量转化到线下, 给予用户全新的体验, 完成裂变动作。

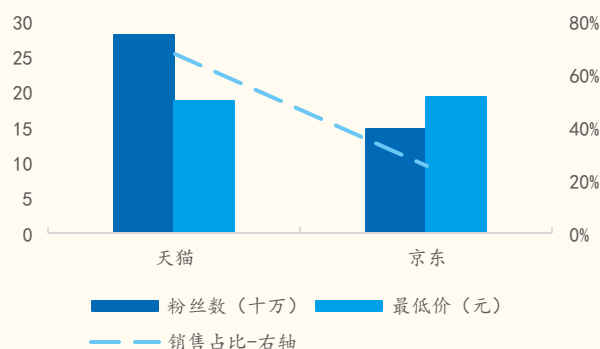
公司目前在天猫渠道占比超 60%, 由于线上渠道推广费较高, 导致轻烹业务净利率较低。今年疫情期间, 公司陆续布局了社区团购、会员超市等渠道, 有效降低了推广费率。未来还可以通过铺设连锁便利店、餐饮门店等形式深入消费群体, 打造更立体的品牌形象。

图表 80: 三顿半品牌连续占据天猫咖啡榜 TOP1



来源：天猫 618 榜单，国金证券研究所

图表 81: 空刻意面在天猫渠道获客能力最强



来源：天猫，国金证券研究所

## 4、盈利预测及投资建议

### 4.1 收入拆分预测

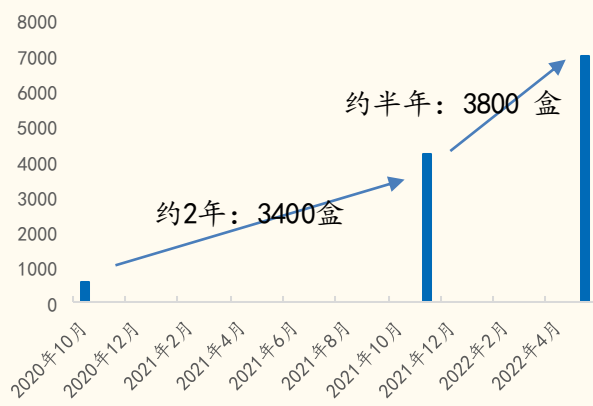
复合调味料方面，现今仍由大客户主导，预计随着下半年疫情后餐饮修复，大客户修复能力强，中小客户仍稳步开拓。量的方面，保守估计 2022 年销量增速放缓至 14%，随着餐饮行业回暖，公司可切入更多中式快餐大客户，且老客户新品需求持续增加、中小客户规模不断扩张，23-24 年恢复 18%/20% 的增长。价格方面，品牌效应赋予公司更强的议价能力，尤其面对中小客户，公司议价权更强，预计吨价从明年开始略有提升。

图表 82: 公司大客户拓展边际收益高

新增大客户个数	营收增速
1	3.4%
2	6.7%
3	10.1%
4	13.5%
5	16.8%
6	20.2%
7	23.6%
8	26.9%

来源：国金证券研究所（注：以 2021 年为基数，假定中小客户不变，大客户增量对于总营收增速的影响）

图表 83: 空刻意面天猫半年销量突破 3800 万盒



来源：空刻意面天猫官方旗舰店，国金证券研究所（注：以 2019 年 10 月起算）

轻烹解决方案方面，空刻意面占主导地位，目前规模与李子柒等网红品牌相比较小，预计还有二倍以上的增长空间。且意面定位人群消费力强，复购率较其他品类高，预计其生命周期更长。根据我们此前的测算，未来五年复合增速为 38%-39%，预计随着基数不断提升，22-24E 营收增速逐步放缓。量的角度，我们预计今年销量突破 2 万吨，2024 年突破 3 万吨。价的角度，随着品牌认知度提升，消费者粘性加强，公司可以退出部分促销活动，因此我们预计未来三年销售吨价小幅提升。

饮品甜点配料方面，2021 年主要的营收来源是肯德基，其次是新开拓的喜茶等新中式茶饮客户。今年受到疫情的影响，部分消费场景受限，茶饮所受冲击最明显，部分品牌依靠缩减门店、降低价格等策略对冲风险。因此，量的角度我们预计下滑 8%，明年开始恢复双位数增长。价的角度，目前茶饮市场竞

争充分，部分低价品牌如蜜雪冰城市场反响热烈，因此我们认为未来该行业单价提升空间不大。

综上，我们预计公司 22-24E 营收增速分别为 29%/24%/24%。其中复合调味料 22-24E 分别增长 11%/20%/21%；轻烹解决方案 22-24E 分别增长 66%/29%/28%；饮品甜点配料 22-24E 分别增长-10%/13%/15%。

图表 84：公司 2022-2024E 分产品拆分盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	742.95	904.80	1577.71	2027.79	2507.66	3102.45
营收 YOY		21.78%	74.37%	28.53%	23.66%	23.72%
毛利率	33.54%	28.83%	31.24%	32.9%	34.2%	35.2%
<b>复合调味料</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
收入占比	78.3%	72.4%	53.4%	46.0%	44.7%	43.6%
销售收入（百万元）	581.57	655.37	842.69	931.85	1121.57	1352.61
收入 YOY		12.69%	28.58%	10.6%	20.4%	20.6%
销量（万吨）	4.28	5.19	7.13	8.13	9.59	11.51
销量 YOY		21.5%	37.3%	14.0%	18.0%	20.0%
出厂吨价（万元/吨）	1.36	1.26	1.18	1.15	1.17	1.18
吨价 YOY		-7.2%	-6.3%	-3.0%	2.0%	0.5%
毛利率	33.43%	31.83%	28.27%	24.57%	25.31%	25.68%
<b>轻烹解决方案</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2023E</b>
收入占比	5.7%	14.9%	36.2%	46.6%	48.5%	50.0%
销售收入（百万元）	42.68	134.55	570.92	945.90	1215.67	1552.66
收入 YOY		215.26%	324.33%	65.7%	28.5%	27.7%
销量（万吨）	0.15	0.42	1.46	2.22	2.80	3.47
销量 YOY		186.6%	249.3%	52.0%	26.0%	24.0%
出厂吨价（万元/吨）	2.92	3.21	3.90	4.25	4.34	4.47
吨价 YOY		10.0%	21.5%	9.0%	2.0%	3.0%
毛利率	27.90%	29.08%	47.11%	50.51%	50.99%	52.42%
<b>饮品甜点配料</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2023E</b>
收入占比	15.7%	12.2%	9.8%	6.9%	6.3%	5.9%
销售收入（百万元）	116.85	110.60	155.33	140.04	158.42	182.18
收入 YOY		-5.35%	40.45%	-9.8%	13.1%	15.0%
销量（万吨）	0.56	0.55	0.76	0.70	0.78	0.90
销量 YOY		-1.3%	38.5%	-8.0%	12.0%	15.0%
出厂吨价（万元/吨）	2.10	2.02	2.05	2.01	2.03	2.03
吨价 YOY		-4.1%	1.4%	-2.0%	1.0%	0.0%
毛利率	35.57%	37.41%	28.24%	22.38%	20.84%	19.26%
<b>其他业务收入</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
收入占比	0.2%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售收入（百万元）	1.85	4.28	8.77	10	12	15
收入 YOY		131.1%	104.7%	14.0%	20.0%	25.0%

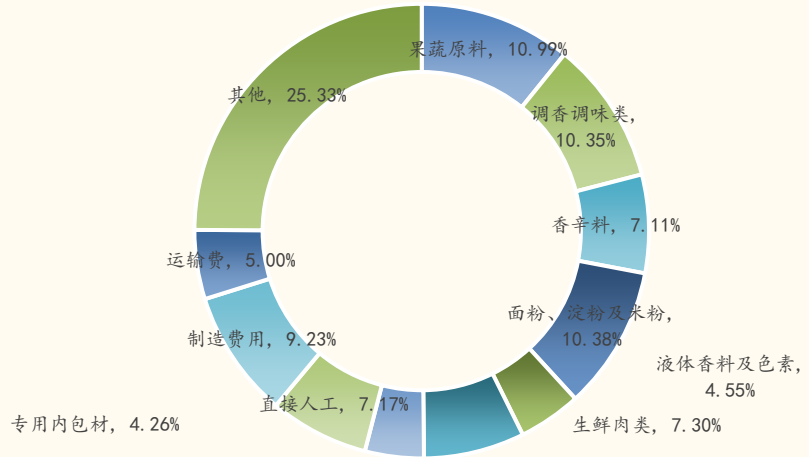
来源：宝立食品招股说明书，国金证券研究所

#### 4.2 成本/费用预测

- **成本端**：公司主营复合调味品，因此原料构成较为复杂。其中果蔬原料、调香调味、面粉淀粉类、生鲜肉类占比较高。2020 年至今，面粉、肉类、包材价格不断上涨，给公司带来较大的成本压力。另一端百胜中国为主要大客户，原材料供应为竞价模式，目前议价能力较弱。综合来看，公司的复合调味品、饮品甜点配料业务 2021 年毛利率分别同比下滑 3.6-9.2 pct。

我们预计今年受到地缘冲突及大宗商品涨价的影响，复调/饮配毛利率仍将继续下滑 3-6 pct，从明年开始或有小幅改善。轻烹业务定位 C 端，且面向互联网直营渠道销售。毛利率高达 40%-50%。随着轻烹业务今年全部纳入报表核算，该部分毛利率有望持续提振。

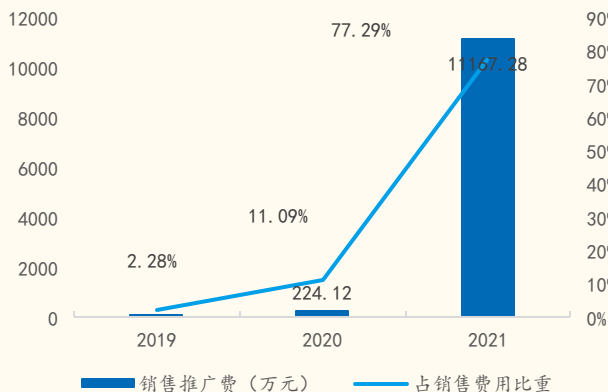
图表 85：公司主要原材料构成



来源：宝立食品招股说明书，国金证券研究所

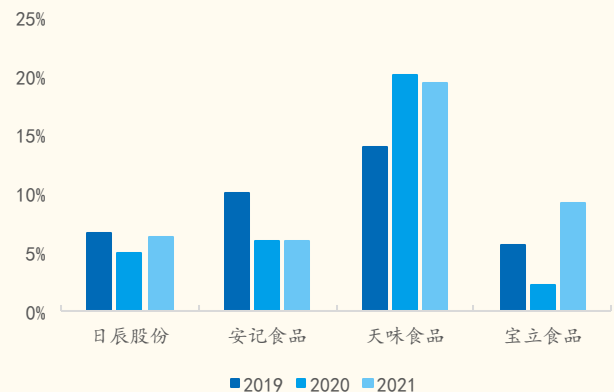
- **销售费用方面**，厨房阿芬从事电商业态，电商业态特有的引流模式和促销模式导致销售推广费较高，2021 年公司收购厨房阿芬后销售推广费大幅增长。与同行业公司对比，公司目前的销售费用率远低于天味食品，略高出其他两家调味品公司。我们预计未来 3 年仍需要较高的销售费用，用于空刻品牌线上引流，以及铺设新兴的线下渠道。随着品牌下沉，渠道空间打开，22-24E 销售费用率持续提升。
- **管理费用方面**，管理费用中职工薪酬占比最高，公司管理人员人均薪酬处于行业较高水平，且呈现逐年提升的趋势。公司管理费用率 2021 年恢复性增长，主要系并入厨房阿芬管理人员所致，我们认为未来轻烹业务作为公司发力点之一，管理激励充分，因此管理费率持续提升。
- **研发费用方面**，公司紧跟行业潮流，深挖用户需求，在复合调味料领域不断研发新款、爆款产品，同时快速切入轻烹食品、饮品配料等热门细分市场，因此研发投入逐年提高，我们预计 22-24E 随着下游需求回暖，公司研发费用率持续提升。

图表 86：2021 年公司销售推广费显著提升



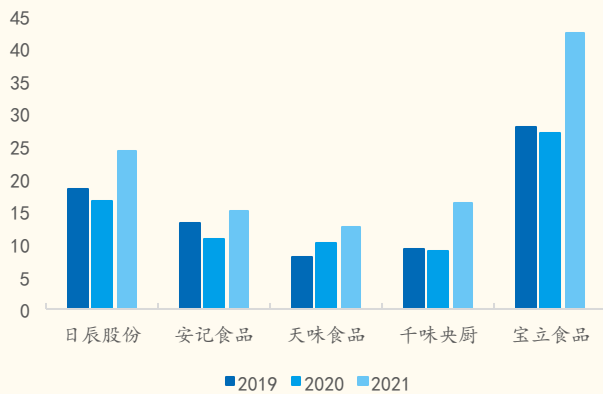
来源：宝立食品招股说明书，国金证券研究所

图表 87：公司销售费用率处于行业中等水平



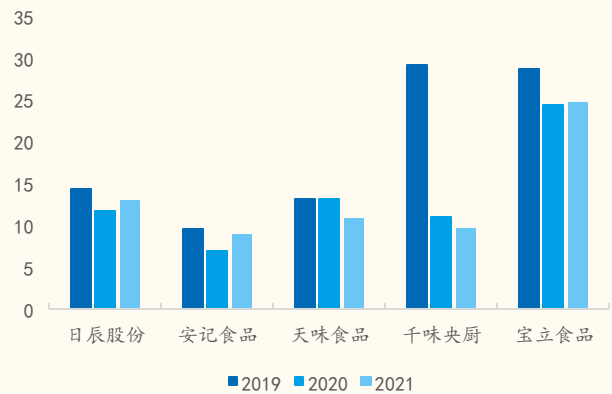
来源：Wind，国金证券研究所

图表 88: 管理人员人均薪酬较高且逐年提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 89: 研发人员人均薪酬处于行业较高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 90: 2022-2024E 公司三项费用率及净利率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.63%	2.23%	9.16%	12.30%	12.50%	12.80%
管理费用率	6.98%	3.26%	3.31%	3.40%	3.50%	3.70%
研发费用率	3.89%	3.51%	2.52%	3.00%	3.40%	3.60%
净利率	11.0%	14.8%	11.8%	9.9%	10.7%	10.9%

来源: 国金证券研究所

#### 4.3 可比公司估值

- 公司主营业务为复合调味品、轻烹速食业务。针对复合调味品业务，我们选取天味食品（偏 C 端）和日辰股份（偏 B 端）作为可比公司。同时考虑到公司还具备 C 端基因，轻烹业务处于快速起量阶段，作为定制西调的行业龙头，应该享受更高的估值溢价，我们将调味品酱油三巨头，海天味业、中炬高新、千禾味业纳入可比公司范畴。
- 另一方面，由于公司深度绑定大客户，有助于形成规模优势，且下游客户多为西式快餐连锁，定制化程度较高，需求增长较快。我们将其与餐饮供应链企业进行对比，选取最大客户同为百胜的千味央厨，以及近两年在商超渠道突破较大的立高食品作为可比对象。

图表 91: 可比公司情况

公司名称	代表客户	2021 年最大客户占比	主营产品	产品图片
天味食品	经销为主	-	复合调味料；“大红袍”，“好人家”，“天车”	
安记食品	经销为主	3%	复合调味料、天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤	

公司名称	代表客户	2021年最大客户占比	主营产品	产品图片
日辰股份		15%	酱汁类调味料、粉体类调味料；“味之物语”	
千味央厨	  	19%	油炸类、烘焙类、蒸煮类，菜肴类及其他系列产品；“早饭师”	
立高食品	 	24%	冷冻烘焙原料、冷冻烘焙食品	
宝立食品	  	21%	复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料；“宝立客滋”	

来源：Wind，国金证券研究所

- 公司作为定制餐调龙头企业，具备资源、品牌等先发优势。多业务丰富产品矩阵，BC 双渠道并行，我们看好公司复调业务稳健增长，轻烹业务贡献业绩弹性。预计公司 22-24 年归母净利润同比增长 9%/33%/26%，对应 EPS 分别为 0.50/0.67/0.85 元，对应 PE 分别为 59/45/35 倍。给予公司 24 年估值 45 倍，目标价 38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 92: 可比公司估值

行业	公司	股价 (元/股)	EPS (元)					PE (倍)				
			20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22年	23年	24年
调味品	天味食品	25	0.61	0.25	0.39	0.52	0.67	42	103	64	48	38
	日辰股份	35	0.82	0.82	0.95	1.29	1.71	42	42	36	27	20
	海天味业	83	1.98	1.58	1.61	1.90	2.22	42	52	52	44	37
	千禾味业	35	0.82	0.82	0.95	1.29	1.71	42	42	36	27	20
	中炬高新	34	1.12	0.94	0.95	1.11	1.29	31	36	36	31	27
餐饮供应链	安井食品	149	2.61	2.84	3.30	4.25	5.28	57	52	45	35	28
	立高食品	81	1.83	1.82	1.75	2.51	3.44	44	45	46	32	24
	千味央厨	49	1.24	1.25	1.23	1.58	2.07	40	39	40	31	24
均值			1.89	1.97	2.09	2.78	3.60	42	52	45	34	27

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: PE 采用 Wind 一致预期, 股价选取 2022 年 8 月 8 日收盘价)

## 5、风险提示

- **食品安全风险:** 公司在采购、运输、生产、储存、销售等环节中均可能产生涉及食品安全的因素。若在上述环节中因质量控制出现疏漏或者瑕疵而导致产品质量问题, 将对公司的信誉和产品销售会产生严重影响。
- **新产品开发风险:** 若公司创新方向出现偏差, 未能准确判断市场追捧的热点趋势, 未来推出的产品消费者接受度低, 将影响销售目标达成, 对公司经营业绩产生不利影响。
- **大客户流失风险:** 公司对第一大客户百胜中国实现的销售收入占公司营业收入比例 22-24 年分别为 30.53%、24.81%和 21.03%, 虽然该比例在逐年下降, 但大客户绑定程度较高。若未来百胜中国或其他主要客户减少订单或终止合作, 公司存在短期内无法成功开拓其他大客户的风险, 则可能对公司业绩产生冲击。
- **经营环境恶化风险:** 今年上半年新冠疫情反复、局部战争冲突分别在需求端和成本端对公司生产经营产生不利影响。若疫情反复、全球宏观环境恶化, 原材料价格持续上涨, 将影响下游需求, 扰乱公司经营节奏。
- **限售股解禁风险:** 公司 2022 年 7 月 IPO 解禁 4001 万股, 实际解禁市值 5.79 亿元, 占总市值比例为 10%。首发一般股份及机构配售股份解禁可能对公司股价造成一定影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>743</b>	<b>905</b>	<b>1,578</b>	<b>2,028</b>	<b>2,508</b>	<b>3,102</b>	货币资金	42	66	100	324	307	286
增长率		21.8%	74.4%	28.5%	23.7%	23.7%	应收款项	173	190	215	261	312	377
<b>主营业务成本</b>	<b>-494</b>	<b>-644</b>	<b>-1,085</b>	<b>-1,360</b>	<b>-1,649</b>	<b>-2,011</b>	存货	85	101	184	171	199	237
%销售收入	66.5%	71.2%	68.8%	67.1%	65.8%	64.8%	其他流动资产	8	23	37	93	160	230
<b>毛利</b>	<b>249</b>	<b>261</b>	<b>493</b>	<b>668</b>	<b>859</b>	<b>1,091</b>	流动资产	308	380	536	850	978	1,131
%销售收入	33.5%	28.8%	31.2%	32.9%	34.2%	35.2%	%总资产	48.5%	46.0%	48.0%	52.3%	50.0%	48.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	长期投资	29	53	0	0	0	0
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	212	289	431	637	831	1,061
<b>销售费用</b>	<b>-42</b>	<b>-20</b>	<b>-144</b>	<b>-249</b>	<b>-313</b>	<b>-397</b>	%总资产	33.4%	34.9%	38.6%	39.2%	42.5%	45.1%
%销售收入	5.6%	2.2%	9.2%	12.3%	12.5%	12.8%	无形资产	75	74	114	123	133	144
<b>管理费用</b>	<b>-52</b>	<b>-30</b>	<b>-52</b>	<b>-69</b>	<b>-88</b>	<b>-115</b>	非流动资产	327	446	580	776	979	1,219
%销售收入	7.0%	3.3%	3.3%	3.4%	3.5%	3.7%	%总资产	51.5%	54.0%	52.0%	47.7%	50.0%	51.9%
<b>研发费用</b>	<b>-29</b>	<b>-32</b>	<b>-40</b>	<b>-61</b>	<b>-85</b>	<b>-112</b>	<b>资产总计</b>	<b>635</b>	<b>826</b>	<b>1,116</b>	<b>1,626</b>	<b>1,957</b>	<b>2,349</b>
%销售收入	3.9%	3.5%	2.5%	3.0%	3.4%	3.6%	短期借款	90	62	90	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>121</b>	<b>174</b>	<b>246</b>	<b>276</b>	<b>356</b>	<b>448</b>	应付款项	91	97	141	177	232	300
%销售收入	16.3%	19.2%	15.6%	13.6%	14.2%	14.4%	其他流动负债	63	73	110	115	136	142
<b>财务费用</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	流动负债	243	232	341	292	368	443
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.0%	长期贷款	15	81	53	63	73	83
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	29	29	45	9	7	5
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	287	341	438	364	448	530
<b>投资收益</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>348</b>	<b>482</b>	<b>652</b>	<b>1,227</b>	<b>1,463</b>	<b>1,761</b>
%税前利润	n.a	1.2%	1.3%	0.4%	0.6%	0.7%	其中：股本	300	360	360	400	400	400
<b>营业利润</b>	<b>112</b>	<b>172</b>	<b>252</b>	<b>273</b>	<b>359</b>	<b>451</b>	未分配利润	-22	78	240	417	653	951
营业利润率	15.1%	19.0%	16.0%	13.5%	14.3%	14.5%	少数股东权益	0	2	25	35	46	58
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>635</b>	<b>826</b>	<b>1,116</b>	<b>1,626</b>	<b>1,957</b>	<b>2,349</b>
<b>税前利润</b>	<b>113</b>	<b>171</b>	<b>248</b>	<b>271</b>	<b>357</b>	<b>449</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	15.2%	19.0%	15.8%	13.4%	14.2%	14.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-31</b>	<b>-37</b>	<b>-54</b>	<b>-60</b>	<b>-79</b>	<b>-99</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	27.4%	21.8%	21.6%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	NA	0.373	0.515	0.504	0.669	0.845
<b>净利润</b>	<b>82</b>	<b>134</b>	<b>195</b>	<b>212</b>	<b>279</b>	<b>350</b>	每股净资产	NA	1.339	1.812	3.067	3.656	4.402
少数股东损益	0	0	9	10	11	12	每股经营现金净流	NA	0.364	0.497	0.699	0.810	0.944
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>81</b>	<b>134</b>	<b>185</b>	<b>202</b>	<b>268</b>	<b>338</b>	每股股利	NA	0.000	0.000	0.060	0.080	0.100
净利率	11.0%	14.8%	11.8%	9.9%	10.7%	10.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	23.42%	27.82%	28.42%	16.44%	18.30%	19.21%
							总资产收益率	12.83%	16.24%	16.61%	12.41%	13.68%	14.39%
							投入资本收益率	19.43%	21.63%	23.37%	16.23%	17.56%	18.36%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	4.43%	21.78%	74.37%	28.53%	23.66%	23.72%
							EBIT增长率	-5.53%	43.12%	41.68%	12.14%	29.14%	25.73%
							净利润增长率	-11.79%	64.57%	38.24%	8.79%	32.70%	26.34%
							总资产增长率	21.21%	30.05%	35.11%	45.69%	20.34%	20.08%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	70.5	70.2	45.8	46.0	44.0	43.0
							存货周转天数	58.3	52.9	48.0	46.0	44.0	43.0
							应付账款周转天数	50.8	47.0	37.4	40.0	42.0	43.0
							固定资产周转天数	72.9	58.7	72.7	66.7	60.4	58.1
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	17.87%	15.91%	6.34%	-24.64%	-22.15%	-19.42%
							EBIT利息保障倍数	25.7	47.9	60.0	84.7	-281.3	-1,350.0
							资产负债率	45.22%	41.34%	39.28%	22.38%	22.89%	22.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	9	9	9
增持	0	5	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.36</b>	<b>1.36</b>	<b>1.36</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402