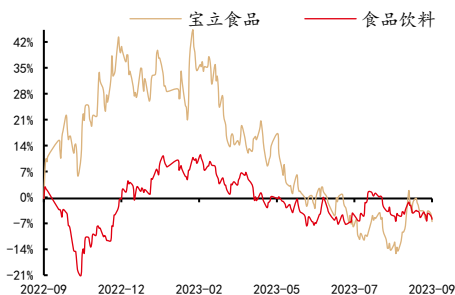


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	19.84
总股本/流通股本(亿股)	4.00 / 1.59
总市值/流通市值(亿元)	79 / 32
52周内最高/最低价	31.16 / 18.01
资产负债率(%)	25.3%
市盈率	34.81
第一大股东	杭州臻品致信投资合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

宝立食品(603170)

B 端业务再起势，头部客户深化合作

● 投资要点

宝立食品是 B 端西式复调定制龙头，近年积极布局轻烹解决方案切入 C 端市场，当前公司战略上重新定位 B 端发力轻烹。公司成立于 2001 年，以西式连锁快餐相关的复合调味料研发、生产和技术服务起家。在与百胜上游供应商的合作过程中，公司不断提升产品研发创新能力，历经 20 年成长为百胜中国前五大调味品供应商。通过多年在调味品行业深耕，公司研发实力、产能布局不断增强，业务范围逐渐多元化，2021 年公司收购厨房阿芬布局轻烹解决方案切入 C 端市场。当前公司主营包含复合调味品、轻烹解决方案以及饮品甜品配料三大业务。公司管理层均有持股且相关行业经验丰富，管理层与公司利益方向一致，为公司稳健发展保驾护航。

西式复调需求稳健增长，轻烹业务 B/C 切换带来增量，茶饮配料仍维持高景气度，公司三路并进驱动业绩增长。公司当前三大业务复合调味品、轻烹解决方案、饮品甜品小料对应的下游主要需求行业：西式连锁快餐、方便速食、现制茶饮均为近年热门优质行业。公司三路并进，未来营收增量空间持续增长。分行业看：1) 西式复调：我国连锁餐饮行业 2022 年规模 8306 亿元，其中西式连锁快餐为 2500 亿元，2020-2022 年复合增速看，连锁餐饮为 5.28% 低于西式连锁快餐的 9.38%，疫情期间西快复苏强劲带动上游西式复调需求增长。看未来，行业渗透度对标其他国家仍有翻倍空间。2) 方便速食：行业规模稳步提升，2022 年国内方便速食规模已达 5311 亿元，同比+4.86%，近 5 年 CAGR 为 5.14%。近年速食产品多元化趋势下，意面品类成长为仅次于传统面、粉类外第三大品类，未来规模有望进一步扩张。3) 新式茶饮：新式茶饮品牌快速发展。艾媒咨询数据 2021 年我国新式茶饮市场规模已达 2800 亿元，预计在 2024 年超过 3500 亿元，与茶饮深度绑定的小料需求预计伴随行业同比增长。

公司渠道上 BC 兼顾，复调、轻烹、饮品甜品配料三大业务板块同步发力。分渠道看，公司 B 端以头部大 B 客户为核心，当前基本覆盖主流西快品牌以及相关食品加工商（百胜、麦当劳、汉堡王、泰森中国、圣农等），在大品牌背书下公司持续扩展客户群体，未来有望覆盖更多腰部西快、茶饮、咖啡客户，带来 B 端营收新增量。2019-2021 年公司前五大客户总销售金额逐年提升，年均复合增长率为 24.73%。公司多年的研发积累、需求响应能力以及产能布局铸就公司 B 端业务护城河。2023 年 9 月，公司第一大客户百胜中国增资公司子公司，未来双方有望在多维度实现优势互补加深合作。公司 C 端核心产品空刻意面所在的速食食品赛道此前受新消费投资热度影响，竞争激烈，2023 年整体宏观环境消费复苏低迷背景下，新消费投融资热度退潮后带来小品牌持续退出，公司未来有望调整空刻产品打法，逐渐从流量

+渠道的网红爆品打法向品牌+产品为核心的大单品运作模式转变，产品定位有望从营收贡献转向利润贡献。同时，公司 2023 年通过自身宝立客滋品牌将速食意面（湿面产品）带入山姆渠道，未来有望通过更多 B/C 产品转化切入更多 C 端市场，有望打造新爆品。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年实现营收 24.77/30.02/36.16 亿元，同比增长 21.62%/21.19%/20.45%；实现归母净利润 2.91/3.31/4.15 亿元，同比增长 34.90%/13.94%/25.34%，对应 EPS 为 0.73/0.83/1.04 元，对应当前股价 PE 为 27x/24x/19x。我们看好公司下游西式快餐连锁快速复苏带来的需求增长，同时第二第三成长曲线轻烹、饮品配料下游客户群体逐渐打开，叠加公司明年新增产能的逐步落地，未来有望承接更多头部客户需求，以及开拓腰部客户带来增量，参考公司历史估值、可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险，原材料成本上涨风险，客户拓展不及预期风险，行业竞争加剧风险，产能进度不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2037	2477	3002	3616
增长率(%)	29.10	21.62	21.19	20.45
EBITDA（百万元）	337.17	447.68	505.96	615.21
归属母公司净利润（百万元）	215.36	290.52	331.02	414.88
增长率(%)	16.15	34.90	13.94	25.34
EPS（元/股）	0.54	0.73	0.83	1.04
市盈率（P/E）	36.85	27.32	23.98	19.13
市净率（P/B）	7.04	5.78	4.80	3.96
EV/EBITDA	33.10	17.03	14.63	11.58

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 投资聚焦.....	7
2 宝立食品：西式复调定制龙头，布局轻烹解决方案.....	8
2.1 公司简介：立足B端复调，布局C端消费.....	8
2.2 管理层持股绑定公司利益，行业经验丰富引领公司发展.....	9
2.3 主营复调稳步发展，轻烹业务成后起之秀.....	10
3 行业分析：西快+速食+茶饮，公司业务覆盖三大热门赛道.....	12
3.1 连锁西式快餐复苏良好，复调需求同步抬升.....	12
3.2 方便速食品类需求广阔，意面品类实现突破.....	15
3.3 新式茶饮增长动力强，饮品配料受益行业发展红利.....	17
4 公司分析：渠道BC兼顾，打造产品核心竞争力.....	18
4.1 营业收入：B端为基、C端布局收益逐步兑现.....	18
4.2 成本费用：原料多元化成本整体可控，切入零售端费用支出提升.....	19
4.3 同业对比：西快复调龙头注重研发，ROE长期领先.....	21
5 B端大客户合作密切，产品研发提供保障.....	22
5.1 客户拆分：连锁大B客户仍是公司营收主要来源.....	22
5.2 百胜新业务培育新需求，头部大B业务稳步增长.....	26
5.3 研发能力强，客户粘性高.....	27
6 着眼未来布局C端轻烹方案，承接B/C切换.....	28
6.1 空刻销量增长迅速，营收提升有保障.....	28
7 盈利预测与投资建议.....	30
7.1 盈利预测.....	30
7.2 估值与投资建议.....	31
8 风险提示.....	32

图表目录

图表 1: 公司发展历程: B 端始于百胜, C 端初露头角	8
图表 2: 公司产能布局历史及预测	9
图表 3: 公司股权架构 (黄色背景为实控人)	9
图表 4: 公司管理层行业经验丰富	10
图表 5: 公司位居产业链中游	10
图表 6: 公司产品矩阵	11
图表 7: 复合调味料仍是公司营收主力	11
图表 8: 轻烹业务后来居上贡献更高毛利比重	11
图表 9: 复合调味品各消费渠道占比	12
图表 10: 我国连锁餐饮市场规模变化	12
图表 11: 我国连锁西餐市场规模变化	13
图表 12: 西式快餐门店数量	13
图表 13: 小吃快餐连锁化率持续上升	13
图表 14: 连锁类餐饮市场规模 (亿元)	13
图表 15: 我国复调市场规模不断扩大	14
图表 16: 我国复调市场结构 (2021 年)	14
图表 17: 我国复调渗透率提升空间较大	14
图表 18: 我国复调市场规模预测	14
图表 19: 我国复调市场竞争格局分散	15
图表 20: 公司 B 端产品占比仍然相对较低	15
图表 21: 方便速食市场规模 (亿元)	15
图表 22: 方便速食种类不断增多	15
图表 23: 企业就业人员周平均工作时间	16
图表 24: 我国方便食品消费原因	16
图表 25: 2021 年天猫双十一方便速食/速冻食品销售榜单 (亿元)	16
图表 26: 我国意面市场规模 2027 年预计达 200 亿	16
图表 27: 空刻意面作为头部品牌销量快速增长	16
图表 28: 2022 年新式茶饮市场规模为 2940 亿	17
图表 29: 我国茶叶市场规模 (亿元)	17
图表 30: 新式茶饮头部品牌门店数量	17
图表 31: 新式茶饮消费者购买频率	17
图表 32: 消费者偏好的茶饮配料	18
图表 33: 90 后、00 后新式茶饮月均消费	18
图表 34: 公司营收&同比增速	18
图表 35: 公司归母净利润&同比增速	18

图表 36:	公司各业务营收规模 (百万元)	19
图表 37:	公司产品大类平均单价 (元/千克)	19
图表 38:	公司毛利率、净利率趋势	19
图表 39:	公司主营业务毛利率情况	19
图表 40:	公司成本构成中原材料占主要比重	20
图表 41:	公司原材料种类多、占比分散	20
图表 42:	公司期间费用率变动情况	20
图表 43:	生产销售近 3 年持续增长	20
图表 44:	可比公司毛利率对比	21
图表 45:	可比公司归母净利率对比	21
图表 46:	可比公司 ROE 对比	21
图表 47:	可比公司 ROIC 对比	21
图表 48:	可比公司存货周转率对比	22
图表 49:	可比公司流动资产周转率对比	22
图表 50:	可比公司销售费用率对比	22
图表 51:	可比公司研发费用率对比	22
图表 52:	公司不同规模客户销售情况	23
图表 53:	不同规模客户销售金额占比	23
图表 54:	不同规模客户平均销售金额 (万元)	23
图表 55:	公司对前五大客户销售情况	24
图表 56:	公司对百胜中国销售情况	24
图表 57:	公司第一大/前五大客户销售占比高于可比公司平均水平	24
图表 58:	公司与大客户保持稳定合作	25
图表 59:	公司与头部客户合作产品持续迭代更新	25
图表 60:	百胜中国疫后营业趋势向好	26
图表 61:	百胜营业成本中公司所占比重	26
图表 62:	自在厨房、自在茶、Lavazza 等百胜新业务带来新增量	26
图表 63:	公司拥有大规模研发团队(人)	27
图表 64:	每年推出新产品数量 (件)	27
图表 65:	公司研发投入逐年提升	27
图表 66:	公司研发费用率在行业中较高	27
图表 67:	公司直销收入较多	28
图表 68:	公司定制收入占比高	28
图表 69:	空刻意面天猫店销量总体呈上升趋势	28
图表 70:	空刻意面产品矩阵	29
图表 71:	速食意面各品牌意面单价 (元)	29
图表 72:	空刻营收增速较强	29

图表 73: 公司主营业务营收拆分预测	30
图表 74: 可比公司估值	31
图表 75: 公司 PE-Band	31

1 投资聚焦

➤ 研究背景与核心逻辑

2023 年上半年整体消费弱复苏背景下，餐饮复苏进度相对较好，尤其各类大 B 连锁业态（连锁快餐、茶饮等）开店进度较快，公司三大业务中复调、饮品甜品配料业务均受益连锁业态快速复苏带来的需求增长。公司当前重心和战略转向 B 端/餐饮供应链业务，从复调研发制造企业向轻烹整体解决方案供应商转变，打开发展空间。

➤ 不同于市场的观点

市场认为：更关注由空刻意面带来的增量，B 端业务增速相对平稳。

我们认为：相较于关注 C 端空刻意面短期波动，公司 B 端业务更值得期待。公司大 B 核心客户百胜中国在公司营收中占据重要地位，近期百胜入股宝立子公司进一步加深合作，未来公司与百胜合作有三大看点：1. 对标千味，百胜培育宝立减少对其他四大国际调味品供应商依赖，国产供应链替代下传统复调业务有增量订单预期。2. 公司与百胜深化合作，未来新品打造上预计提供整体解决方案，同时百胜自在厨房未来规划预期百亿规模，两者对于预制食品的采购需求有望催化宝立轻烹业务发展。3. 扩大原有业务合作程度（横向扩容供应品类继续丰富产品线，纵向加深合作提升客户单品中 SKU 占比）。此外公司持续开拓其他 B 端腰部客户也有望带来新增量。公司 C 端核心产品空刻意面所在的速食食品赛道此前受新消费投资热度影响，竞争激烈，2023 年整体宏观环境消费复苏低迷背景下，新消费投融资热度退潮后预期未来小品牌将持续出清行业竞争趋缓，短期看基于 2022 年高基数下 2023 年增速仍有稳健预期。未来伴随 C 端打法进一步完善，运营上有望逐渐从流量+渠道的网红爆品打法向品牌+产品为核心的大单品运作模式转变，定位有望从营收贡献转向利润贡献。

➤ 核心假设

1. **需求：**宏观经济弱复苏背景下，餐饮继续延续上半年优于其他消费品的表现。

2. **结构：**大 B 端西式连锁餐饮客户拓店速度继续保持高于行业平均的增速，同时公司与原有大 B 客户合作进一步加深带动公司 B 端业绩延续高增速。

➤ 业绩预测

分业务看，2023 年公司 B 端复调业务伴随下游客户提前开店以及疫后复苏带来的需求弹性，营收有望重回双位数增速，未来三年复调业务营收同比增速分别为 29.28%/21.20%/18.00%。轻烹解决方案短期受空刻意面渠道流量下滑/切换等因素影响，2023 年预计增速回落，但未来伴随公司承接更多特渠、B/C 切换需求增速有望回升，预计未来三年轻烹解决方案营收同比增速为 13.68%/20.00%/21.92%。甜品小料业务下游景气度仍在，预计未来三年营收同比增速为 30.68%/28.70%/26.25%。

➤ 核心看点

短期看：B 端下游大 B 连锁客户年初拓店增速较高，为公司短期复调、饮品甜品配料业务带来复苏弹性。

中期看：公司烘焙工厂投产，公司初步涉及冷冻烘焙等业务，同时山姆、costco 等渠道布局有望产生爆品。

长期看：公司轻烹解决方案业务进一步承接复调产品纵向深化需求，同时 C 端空刻、宝立客滋等品牌有望承接 B 端转化。

2 宝立食品：西式复调定制龙头，布局轻烹解决方案

2.1 公司简介：立足 B 端复调，布局 C 端消费

公司以西式 B 端复调产品起家，近年收购厨房阿芬切入轻烹解决方案领域，打开 C 端市场。公司 2001 年成立于上海早期为外商独资企业，主营业务为调味品研发、生产和技术服务。在 2007 年前公司与百胜上游的供应商合作过程中，公司持续迭代产品研发创新能力，后成为百胜的直接供应商，并不断提升在百胜供应链体系内的份额，当前已成长为百胜前五大调味品供应商。伴随公司研发、产能等核心竞争力的不断提升，公司逐渐扩大业务范围，当前与麦当劳、汉堡王、德克士、达美乐等知名连锁餐饮、茶饮、咖啡品牌均有合作，在 B 端风味与产品解决方案领域市场份额持续提升。

公司于 2021 年收购厨房阿芬，布局轻烹业务切入 C 端市场，近年发展势头较好，仅 3 年就打造出 10 亿级别大单品。当前，公司主营业务主要为复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料三大业务。

图表1：公司发展历程：B 端始于百胜，C 端初露头角



资料来源：公司官网，公司公众号，中邮证券研究所

公司近 20 年发展历程主要可分为三个阶段：

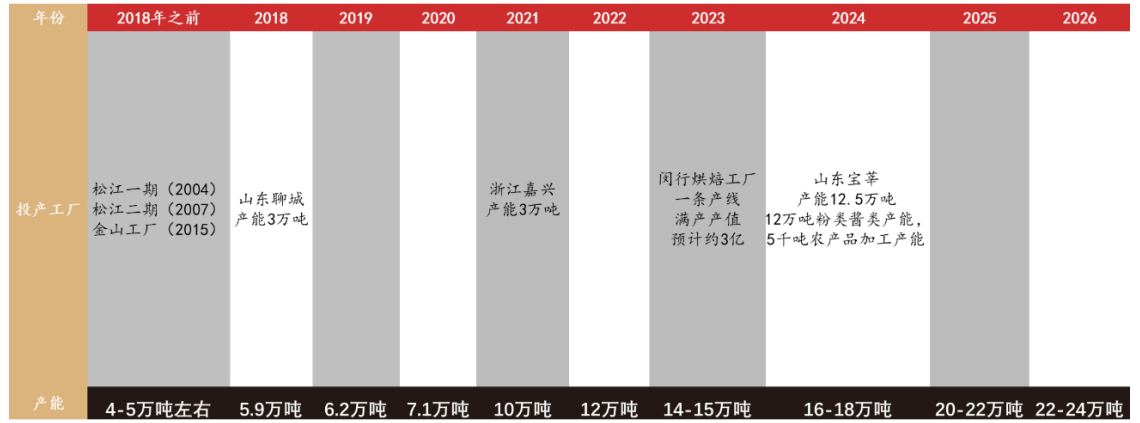
2001-2007 年：聚焦粉类复调，切入百胜供应链。公司早期产品以裹粉、面包糠、腌料、撒粉等粉类复调产品为主，主要客户为肯德基上游鸡肉加工厂商泰森、正大、元盛等品牌。合作中，公司逐渐了解百胜体系的工艺、技术要求，持续提升产品研发和生产能力，逐步切入百胜的供应体系。在此阶段公司年产能 1500 吨，营收约 1 亿元，并伴随覆盖品类和对接客户增加开启扩产。

2008-2017 年：复调业务品类扩容，营收快速增长。2008 年起，公司进入百胜直供体系，并基于下游客户的需求扩容持续丰富自身产品种类，产品线上新增酱汁类复合调味料。同时，公司凭借与百胜合作作为背书，与德克士、汉堡王、达美乐等企业开启合作。期间，公司生产规模快速增长，松江基地扩产以及金山工厂落成后公司年产能达到 2.7 万吨，公司营收升至近 5 亿元规模。

2018 年至今：布局轻烹方案和茶饮配料，完善产品矩阵。2018 年后，公司继续稳固复调业务 B 端基本盘并进入麦当劳、星巴克等知名品牌的供应链体系。同时，公司进军轻烹解决方

案和饮品甜点配料市场，其中收购速食意面品牌空刻探索 C 端市场，开发粉圆、果酱等饮品小料产品开拓喜茶等茶饮客户。期间公司业务范围持续扩张、客户群体逐渐多元化，公司年产能提升至 9 万吨。2023 年公司新增烘焙产线，同时预计 2024 年将在山东新增产能 12.5 万吨，其中包含的 5000 吨农产品加工产能将进一步完善轻烹整体解决方案的基础能力。

图表2：公司产能布局历史及预测

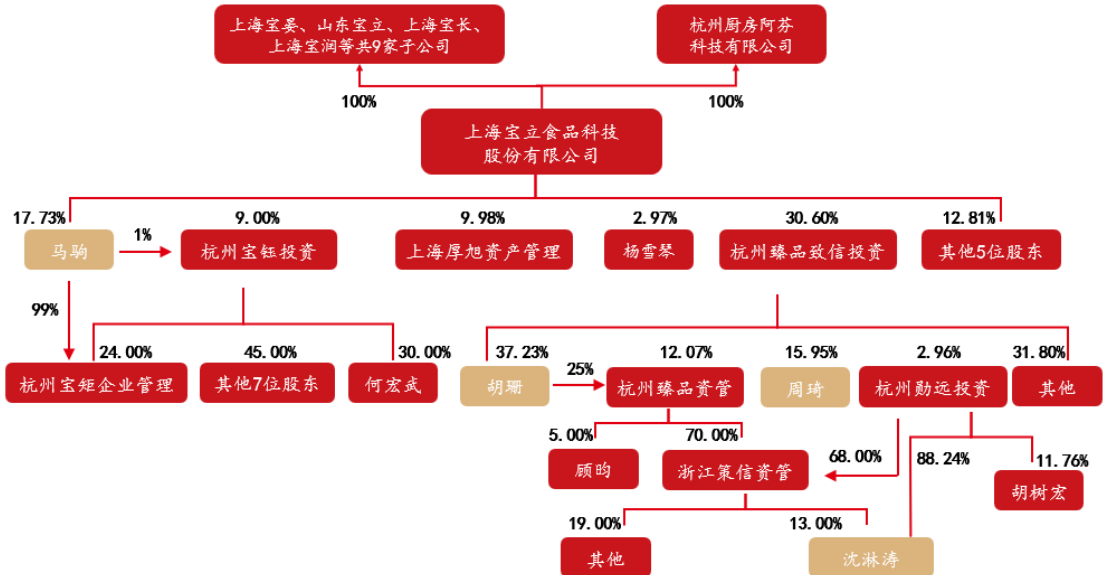


资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所预测

2.2 管理层持股绑定公司利益，行业经验丰富引领公司发展

公司管理层参与持股绑定公司利益。公司实控人为马驹（董事长）、胡珊、周琦、沈锦涛，分别持股 19.96%/12.36%/4.88%/0.58%，四位实控人合计持股 37.78%（截至 2022 年年报）。此外，公司上市前设立宝钰投资为员工持股平台，公司管理层中如总经理何宏武、多位副总等中高层也均持有公司股份，管理层与公司利益方向一致，为公司稳健发展保驾护航。

图表3：公司股权架构（黄色背景为实控人）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

多位高管深耕食品行业多年，丰富从业经历引领公司前行。董事长马驹、总经理何宏武、以及两位副总经理均从业超 20 年，在公司运营管理、产品研发、客户开拓等方面均有丰富经

验，其中总经理何宏武曾有在公司当前重要下游客户百胜、圣农的工作经历，副总梁冬允也曾在调味品行业国际巨头任职。公司管理层丰富的从业经历能够提前洞察行业动态和发掘客户未来需求风向，引领公司不断迭代保持成长动力。

图表4：公司管理层行业经验丰富

职务	姓名	简介
董事长	马驹	硕士学历，长期在公司任职。1995年8月至1997年6月担任上海基快富贸易有限公司经理；1997年7月至2001年12月担任上海保立食品有限公司总经理；2002年1月至2020年9月担任上海宝立食品科技股份有限公司总经理。在公司经营管理方面经验丰富。
总经理	何宏武	本科学历，长期在公司下游核心客户任职。曾于1996年至2006年担任百胜(中国)投资有限公司研发部副总监；2006年至2011年担任福建圣农发展股份有限公司副总裁。具备了解行业动态和客户需求的洞察力，能够对公司经营状况和未来发展方向做出精确判断。
副总经理	杨哲	硕士学历。2000年8月至2003年4月，担任北京纳斯克食品有限公司质量管理部质量专员；2003年4月至2013年4月，担任希杰(青岛)食品有限公司研发和新事业开发总监；2013年4月至今，担任公司销售总监；2020年9月至今，担任公司副总经理。
副总经理	梁冬允	硕士学历，拥有丰富的技术研发经验。曾于1995年7月至2003年7月担任味可美(广州)食品有限公司高级研发员；2003年7月至2005年9月担任联合利华(中国)食品有限公司研发经理；2005年10月至2007年3月，担任亨氏(中国)调味品有限公司技术经理。精通调味产品研发工作。

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.3 主营复调稳步发展，轻烹业务成后起之秀

公司作为加工环节位居调味品产业链中游。公司上游为原料供应商，主要提供面粉、果蔬、肉类、香辛料及包装材料等原材料。公司作为中游的加工环节制成复合调味粉/酱、料理包、饮品甜品配料等产品后出售给下游的B端客户，如百胜中国、麦当劳、汉堡王等西式快餐、茶饮、咖啡品牌；或直接通过自身空刻/宝立客滋品牌进入C端零售渠道。

图表5：公司位居产业链中游



资料来源：公司官网，中邮证券研究所整理

公司产品品类稳步扩容。多年调味品行业深耕后公司产品矩阵逐渐完善，先发的复合调味料涵盖了粉体类复合调味料中的裹粉、腌料、撒粉和酱汁类的调味酱、沙拉酱等多种产品。后起的轻烹解决方案包含C端速食意面以及B端料理包；饮品甜品配料包含粉圆、晶球、果酱等B端茶饮、冷饮、甜品主要配料。

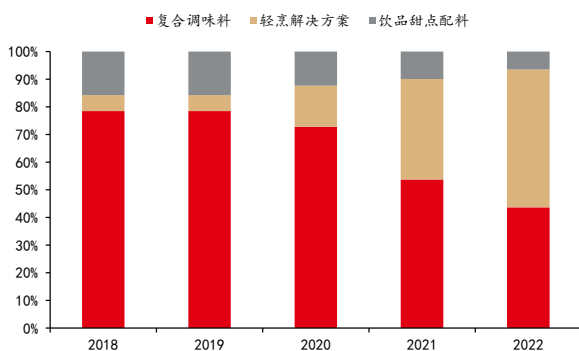
图表6：公司产品矩阵

产品类型	细分品类	产品名称	产品示例
复合调味料	裹粉	脆鳞裹粉、脆皮裹粉、鸡排裹粉	
	腌料	新奥尔良腌料；腌料（藤椒、果木熏、西域辣孜然、香辣、原味）	
	撒粉	撒粉（甘梅、椒盐、麻辣、孜然等撒粉）	
	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	C端	空刻意面（经典意大利风味番茄肉酱等口味意面系列）	
	B端	B端酱料包、料理包	
甜品饮品配料	小料	爆珠、晶球、粉圆和布丁等创意小料产品	
	果酱	蓝莓、西柚、芒果百香果等果酱产品	

资料来源：招股说明书，公司公告，公司官网，中邮证券研究所整理

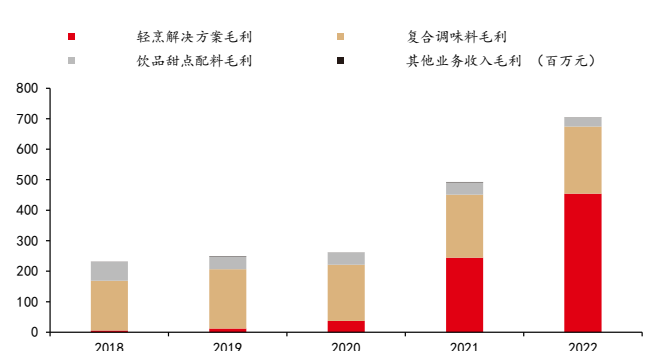
复调目前仍是营收主要来源，轻烹业务后来居上贡献更高毛利比重。2022年复调业务贡献公司营收的43.68%，较2018年下滑近35pct。而受益于空刻意面销量快速增长，轻烹解决方案贡献营收占比逐年提高，2022年占49.82%，较2018年提升近45pct。饮品甜品配料营收受疫情影响下游茶饮门店需求下滑影响比例略有下滑，2022年占比为6.5%。毛利角度，2021年公司收购厨房阿芬后轻烹业务超越复调贡献毛利2.44亿元，占比49.54%，2022年升至64.53%

图表7：复合调味料仍是公司营收主力



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：轻烹业务后来居上贡献更高毛利比重



资料来源：iFind，中邮证券研究所

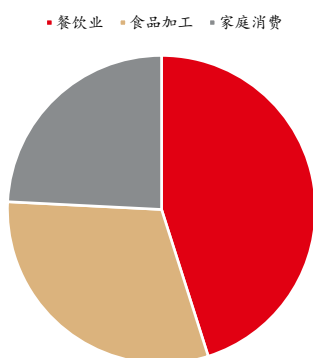
3 行业分析：西快+速食+茶饮，公司业务覆盖三大热门赛道

公司当前三大业务复合调味品、轻烹解决方案、饮品甜品小料对应的下游主要需求行业为：西式连锁快餐、方便速食、现制茶饮均为近年热门优质行业。公司三路并进，未来营收增量空间持续增长。

3.1 连锁西式快餐复苏良好，复调需求同步抬升

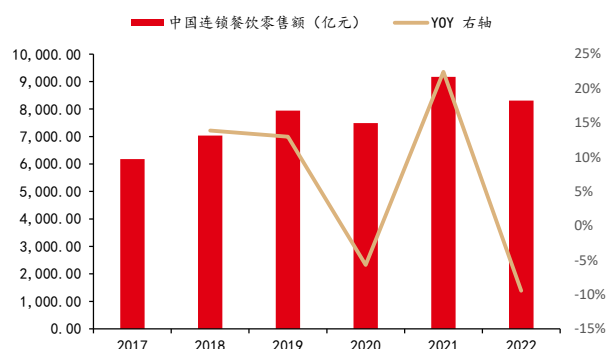
B 端餐饮和食品加工贡献近 75% 复合调味品需求。复调下游主要为餐饮、食品加工和家庭消费三大渠道，其中餐饮贡献近 45.1% 销售额，食品加工和家庭消费分别贡献 30.7% 和 24.2%，综合看 B 端需求占比近 75%。伴随我国餐饮行业以及中游的食品加工企业规模持续扩张，复调需求同步抬升。

图表9：复合调味品各消费渠道占比



资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

图表10：我国连锁餐饮市场规模变化

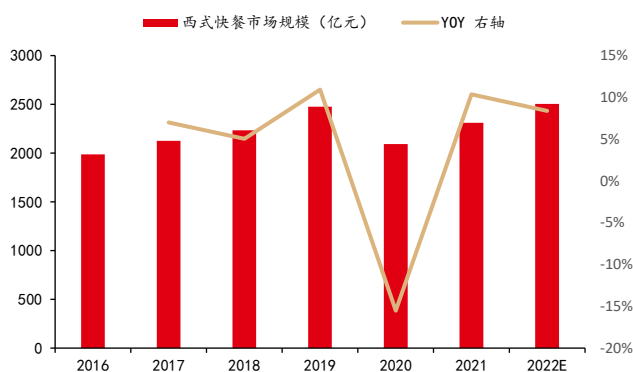


资料来源：欧睿国际，中邮证券研究所

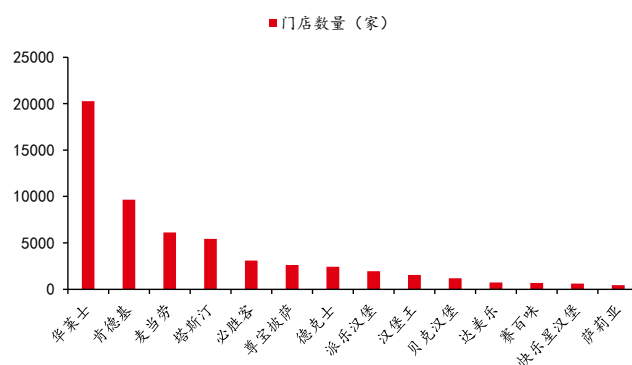
连锁餐饮规模稳定，西式快餐持续复苏。根据欧睿国际数据，我国连锁餐饮行业 2022 年市场规模为 8306 亿元，同比-9.45%，2017-2022 年 CAGR 为 6.08%，近 5 年规模增长稳定。同时根据红餐网数据，我国西式连锁快餐市场在 2020 年受疫情影响回落后稳步复苏，2022 年为 2504 亿，同比+8.40%，规模超 2019 年水平。

2017-2022 年我国连锁西式快餐市场规模持续扩张，复合增长率为 3.33%，低于连锁餐饮 6.08% 的增速，主要由于近 3 年预制菜、中式复调崛起带动中式餐饮连锁化率提升。但根据 2020-2022 年 CAGR 看，连锁餐饮为 5.28%，西式连锁快餐为 9.38%，疫情期间复苏动力强劲。我们认为这主要得益于：1) 连锁西式快餐点位布局相对较好，疫情期间受封控影响较少。2) SKU 少，半成品率高，疫情期间本土供应链体有效替代部分国际供应商，整体运营稳定。

西快行业国际、本土品牌平分秋色。从西式快餐门店数量前 12 位品牌看，以肯德基、麦当劳、必胜客为代表的国际巨头和以华莱士为代表的本土品牌梯次覆盖全国各线市场。从门店数量看，华莱士以超 2 万家规模领跑行业。从品类看，本土品牌主要聚焦汉堡快餐品类，而国际品牌业态更为多样，覆盖汉堡、意餐、三明治、披萨等品类。

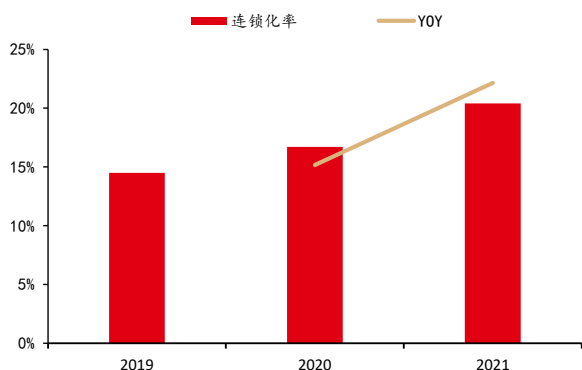
图表11：我国连锁西餐市场规模变化


资料来源：红餐网，中邮证券研究所

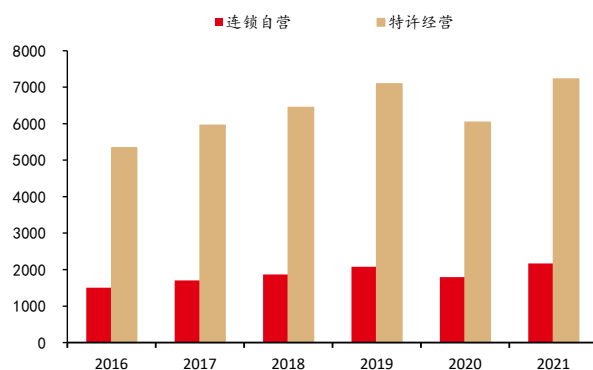
图表12：西式快餐门店数量


资料来源：窄门餐眼，中邮证券研究所（截至 2023/09）

餐饮连锁化率提升驱动复调需求增长。伴随社会生活节奏加快，快餐消费逐年提升，我国小吃快餐类餐饮业态呈现连锁化率持续提升的态势，2021 年连锁化率已超过 20%，较 2019 年提升 5pct。根据沙利文数据，连锁餐饮业态中特许经营类占比超 8 成，连锁自营占比相对较小。大规模特许经营品牌尤其西式连锁巨头为稳定成本、控制产品口味和质量、提升出餐速度，对复合调味料的需求不断上升，上游复调行业供应链企业充分受益。

图表13：小吃快餐连锁化率持续上升


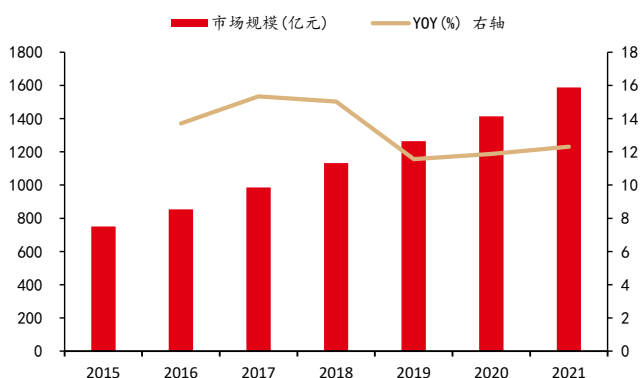
资料来源：中国连锁经营协会，中邮证券研究所

图表14：连锁类餐饮市场规模 (亿元)


资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

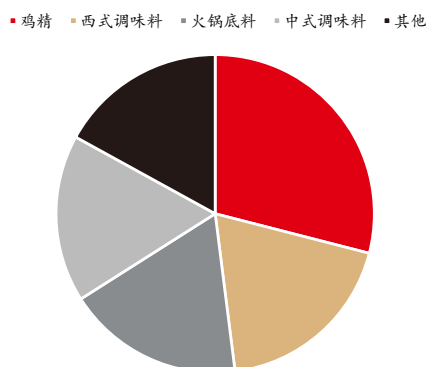
复合调味品市场需求旺盛，西式复调占据重要份额。我国复调市场规模自 2015 年起 7 年实现翻倍，2021 年达 1600 亿元。其中西式复合调味品占比近 20%，是仅次于鸡精的第二大品类。近年来伴随西式连锁快餐品牌推陈出新持续扩充季节性窗口产品和本土化风味产品以应对消费者不断变化的喜好，SKU 增加将持续带动上游西式复调需求扩容。

图表15：我国复调市场规模不断扩大



资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

图表16：我国复调市场结构（2021年）

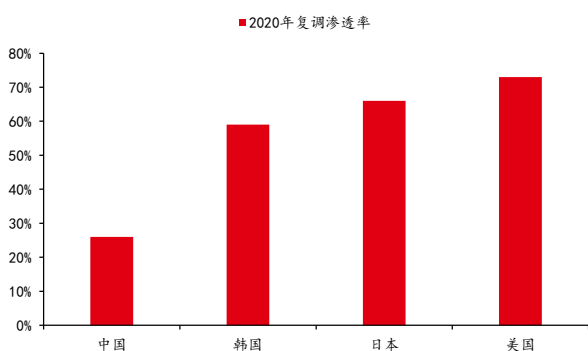


资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

我国复调行业渗透度仍然较低，发展空间较大。我国复调行业起步较晚，目前仍处于发展阶段，2020年我国复合调味品渗透率仅为26%，与美日韩等国超过50%的渗透率相比仍存较大提升空间。

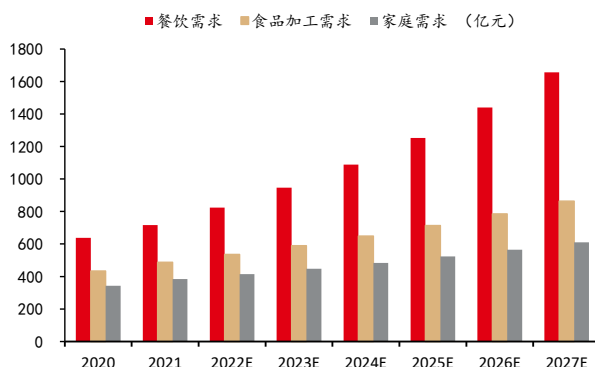
2021年我国复调市场规模为1588亿元，根据餐饮业、食品加工和家庭消费分别占比45.1%、30.7%和24.2%拆分，规模分别为716亿元、488亿元和384亿元。根据我们测算，我国复调市场规模有望于2027年达到近3200亿元，年均复合增长率为12%。其中，餐饮端，伴随餐饮行业重回双位数增速叠加复调渗透度提升，未来5年增速预计在15%左右，2027年规模预计近1655亿；食品加工位于行业中游，预计与餐饮业自然增速相同，2027年预计为864亿元；家庭消费端，预计我国C端复调增速疫后有所回落重回中高个位数增长，2027年预计规模升至610亿元。综合看，B端食品加工和餐饮端合计未来5年复合增速有望达到13%左右，发展空间仍然广阔。

图表17：我国复调渗透率提升空间较大



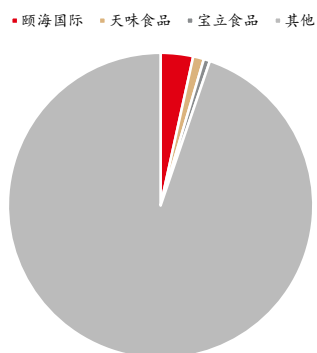
资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

图表18：我国复调市场规模预测

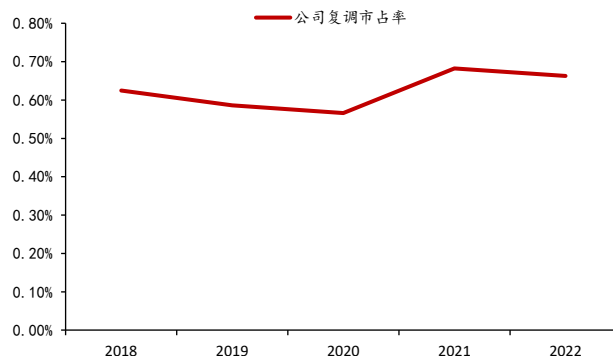


资料来源：中邮证券研究所测算

市场集中度低，竞争格局分散。我国复调市场当前呈现“大而散”的竞争格局，行业暂无绝对龙头，全国性公司与区域性品牌在C端产品上暂无绝对差异化，B端则主要聚焦在针对客户需求的响应能力和研发能力的竞争，因此行业暂无占据统治性地位公司，2022年市占率最高的行业龙头颐海国际仅为3.44%。2018-2022年，宝立市占率近5年维持在0.6%-0.7%，整体份额相对稳定，未来伴随公司产能扩张叠加大客户开拓，公司份额有望提升。

图表19：我国复调市场竞争格局分散


资料来源：公司公告，华经产业研究院，中邮证券研究所测算

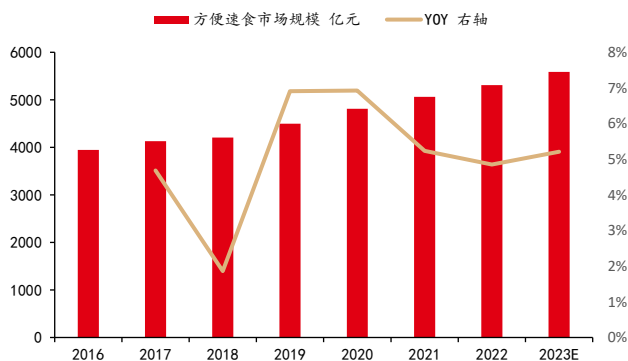
图表20：公司B端产品占比仍然相对较低


资料来源：iFinD，华经产业研究，中邮证券研究所测算

3.2 方便速食品类需求广阔，意面品类实现突破

方便速食市场规模稳步提升，产品种类逐渐多元化。根据中商研究院数据，2022 年我国方便速食市场规模已达 5311 亿元，同比+4.86%，近 5 年 CAGR 为 5.14%，行业规模增长稳健。

分品类看，我国传统方便速食以方便面、速冻饺子为主，而近年涌现出包括自热米饭、自热火锅、螺蛳粉、速食意面、速食粥等新产品。

图表21：方便速食市场规模（亿元）


资料来源：中商产业研究院，中邮证券研究所

图表22：方便速食种类不断增多

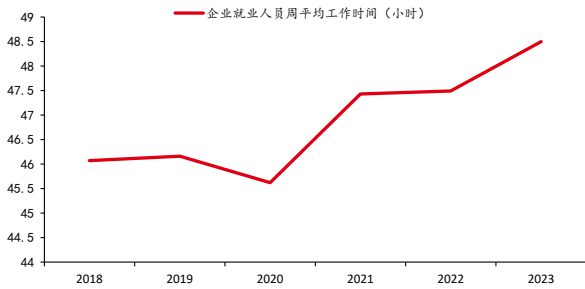

资料来源：中邮证券研究所整理

根据艾媒咨询数据，当前推动方便速食行业增长的动力主要有三点：

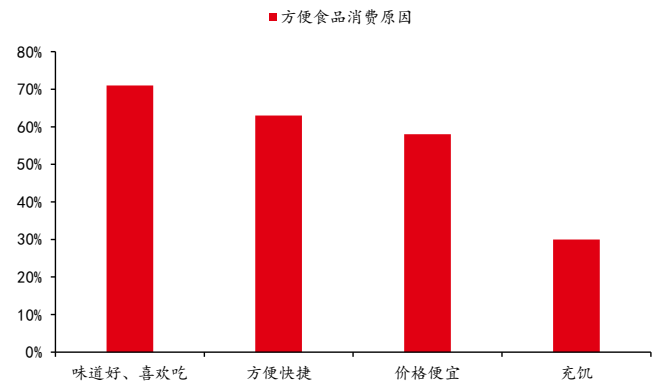
1) **劳动时长增加**：近年来城镇就业人员劳动时间的延长、生活节奏的加快客观上提升社会对方便速食的需求，其快捷、高效的烹饪方式可以部分抵消可支配时间减少带来的影响。

2) **消费习惯改变**：一人食、家人共食、新夜宵经济、户外场景、宿舍共享等消费场景带来正餐以外的速食产品品类上的新需求。

3) **对口味的追求**：根据艾媒咨询数据，受访消费者选择方便食品原因中口味因素位列第一。近年新兴方便速食产品普遍配以风味相对较好的复调料包调味，为烹饪技能相对较差的消费者提供制作便捷但口味较好且稳定的食物。

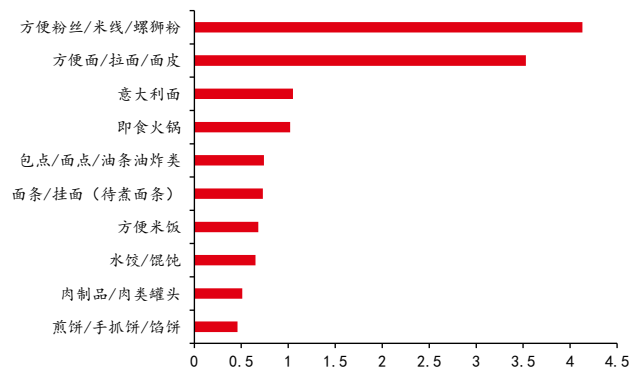
图表23：企业就业人员周平均工作时间


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

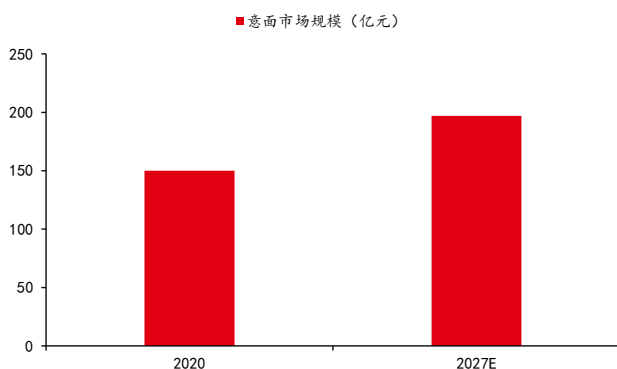
图表24：我国方便食品消费原因


资料来源：艾媒咨询，中邮证券研究所

意面品类份额居前，空刻意面领跑速食意面赛道。2021年“双十一”，意面品类位居天猫方便速食/速冻食品销售榜单第三位，销售额仅低于面、粉两大传统品类。根据亿邦动力预测，2020-2027年我国意面市场规模将从150亿元增长至200亿元，复合年均增长率达4.2%，短期看品类仍有数十亿增量空间。2021年，空刻意面在京东渠道增速达126%，作为速食意面品类中的头部品牌公司近年持续领跑行业。

图表25：2021年天猫双十一方便速食/速冻食品销售榜单（亿元）


资料来源：魔镜，中邮证券研究所

图表26：我国意面市场规模2027年预计达200亿


资料来源：亿邦动力，中邮证券研究所

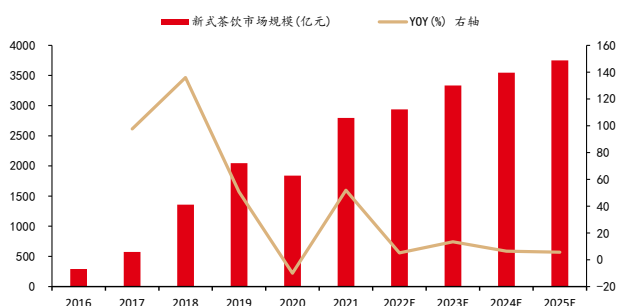
图表27：空刻意面作为头部品牌销量快速增长


资料来源：京东，中邮证券研究所

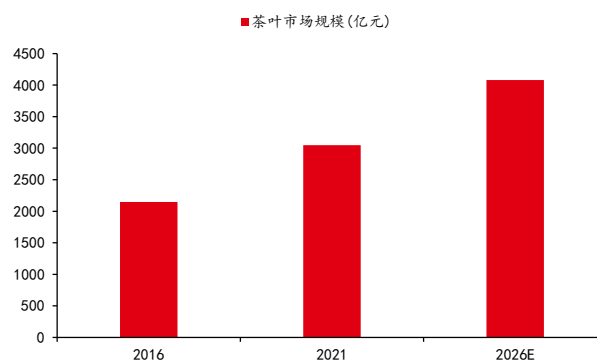
3.3 新式茶饮增长动力强，饮品配料受益行业发展红利

近年新式茶饮赛道发展势头强劲。中国作为茶叶消费传统大国，根据沙利文数据 2021 年我国茶叶市场规模已近 3000 亿，预计 2026 年将破 4000 亿元，期间复合增速达 6%。但传统冲泡茶叶消费场景、风味、受众群体相对单一，因此近年目标年轻群体的新式茶饮赛道发展迅猛。根据艾媒咨询数据，预计 2022 年我国新式茶饮市场规模已达 2940 亿元，同比+5.10%，近 5 年 CAGR 为 38.57%，预计 2025 年规模有望超 3750 亿元。行业中以喜茶、奈雪的茶、茶颜悦色、蜜雪冰城等为代表的新式茶饮品牌采用现泡茶汤混合奶制品与各种水果、风味小料搭配制成特色饮品，在下游需求驱动下，上游风味小料需求快速增长，宝立甜品饮品配料受益行业发展红利。

图表28：2022年新式茶饮市场规模为2940亿



图表29：我国茶叶市场规模(亿元)



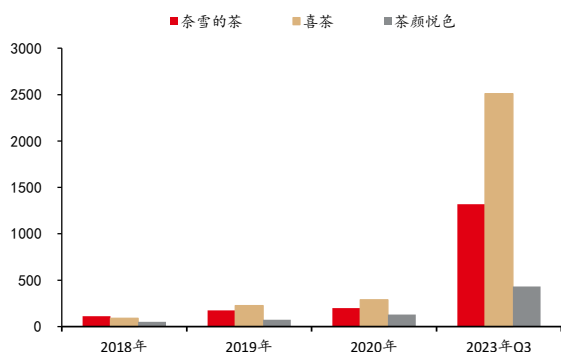
资料来源：艾媒咨询，中邮证券研究所

资料来源：Frost&Sullivan，中邮证券研究所

新式茶饮的头部品牌近3年保持高速扩张态势，需求端消费热情不减。2020年奈雪/喜茶/茶颜悦色门店数量分别为200/289/130家，而截至2023年Q3，三者门店数增至1319/2510/433家，同比增长560%/769%/233%，近3年疫情期间头部品牌增长势头不减。

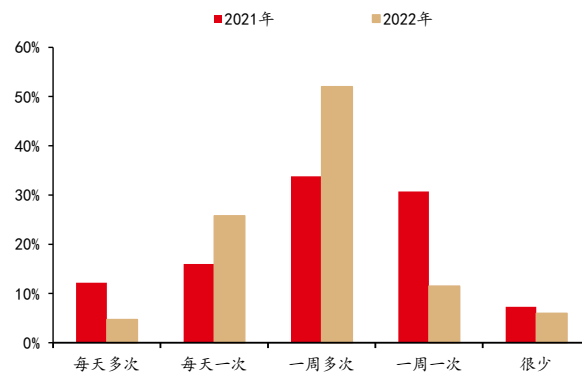
需求端消费者购买意愿不断提升，2022年频繁消费群体（高于1次/周）占比较2021年进一步提升。90、00后在茶饮上月均消费能力强劲，已形成稳定需求，月均消费200元以上群体占比近55%。

图表30：新式茶饮头部品牌门店数量



资料来源：CBNData，窄门餐眼，中邮证券研究所

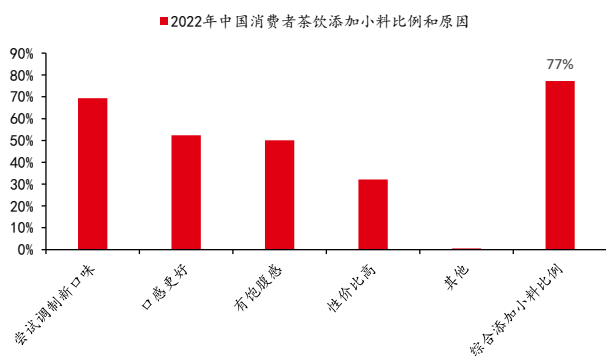
图表31：新式茶饮消费者购买频率



资料来源：艾媒咨询，中邮证券研究所

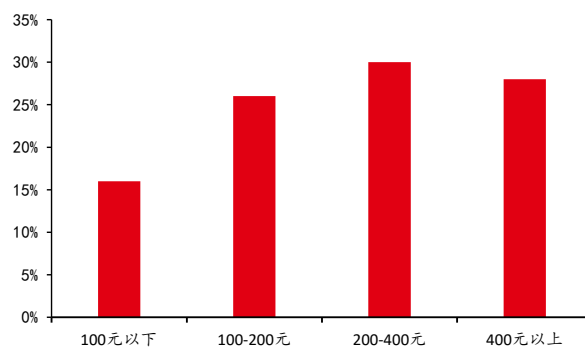
茶饮配料成为上游环节新增长点。根据 CBNDat 数据显示,仅占比 23%的消费者在购买茶饮时选择不加配料。而为了契合了年轻群体个性化、追求新奇和“颜值经济”的消费特点,新茶饮品牌除了常见的粉圆、椰果、芦荟外,普遍不断迭代推出各式创意辅料来丰富产品饮用和感官体验。而茶饮配料多元化、个性化需求催化下,上游相关茶饮配料行业仍具备广阔发展前景。

图表32: 消费者偏好的茶饮配料



资料来源: 艾媒咨询, 中邮证券研究所

图表33: 90后、00后新式茶饮月均消费



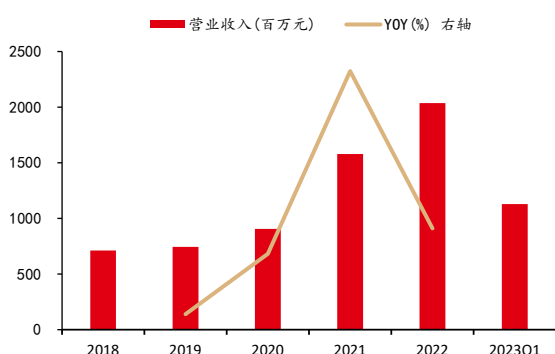
资料来源: CBNDat, 中邮证券研究所

4 公司分析: 渠道 BC 兼顾, 打造产品核心竞争力

4.1 营业收入: B 端为基、C 端布局收益逐步兑现

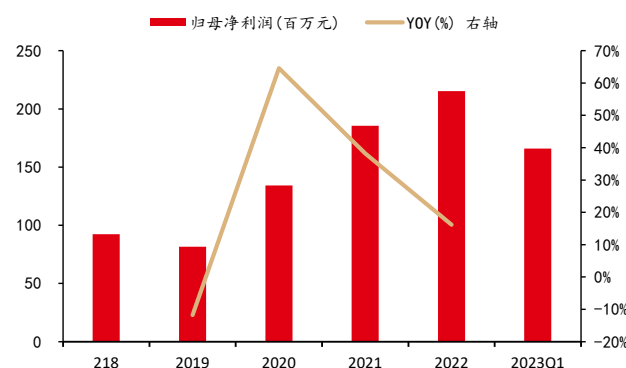
2019 年起公司营收、利润得益于轻烹业务放量实现快速增长。2022 年公司实现营收 20.36 亿元, 同比+29.1%, 近三年 CAGR 达 39.96%。2022 年公司实现归母净利润 2.15 亿元, 同比+16.15%, 近三年 CAGR 为 38.25%。公司营收利润伴随空刻意面放量整体呈现同步高增。

图表34: 公司营收&同比增速



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表35: 公司归母净利润&同比增速

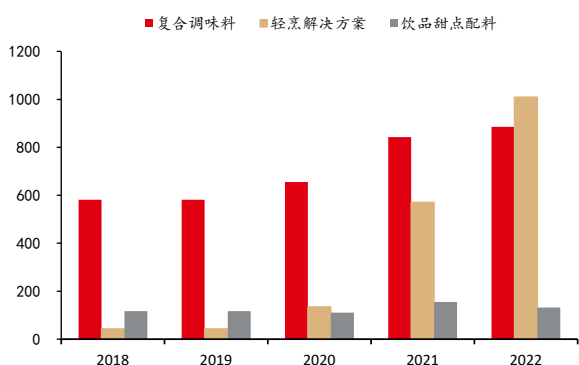


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

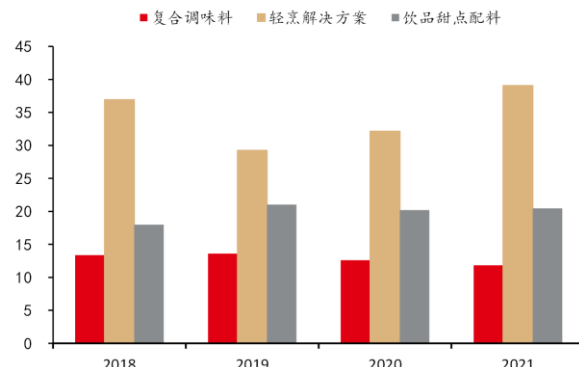
营收规模伴随业务范围扩张稳步提升, 轻烹业务后来居上占据半壁江山。分业务看, 复合调味品业务 2022 年营收 8.85 亿元, 2018-2022 年营收 CAGR 为 11.07%, 当前仍是公司营收核心来源; 轻烹解决方案 2022 年营收 10.09 亿元, 2018-2022 年营收 CAGR 为 120.53%, 占比快

速提升，是公司近4年创收新增量；饮品甜品配料收入2022年营收1.32亿元，2018-2022年营收CAGR为3.02%，下游需求端茶饮门店等受疫情扰动需求下滑。

图表36：公司各业务营收规模（百万元）



图表37：公司产品大类平均单价（元/千克）

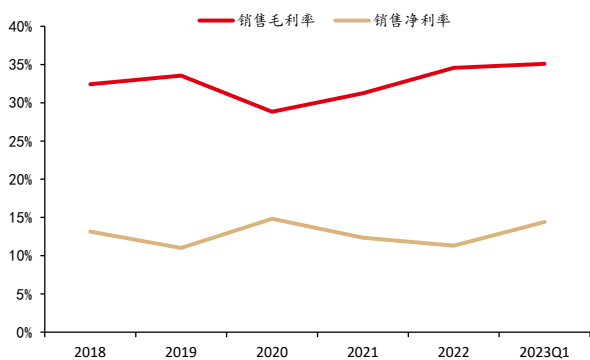


资料来源：招股说明书，公司公告，中邮证券研究所

资料来源：招股说明书，公司公告，中邮证券研究所

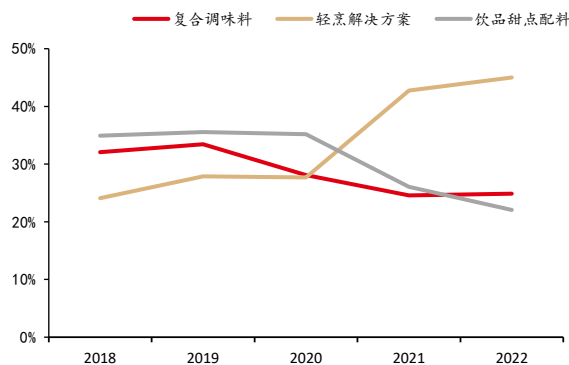
均价和毛利率角度，轻烹业务占比提升带动公司整体毛利率增长。公司复合调味料业务增速稳定，但成熟大单品受大B客户放开供应商竞标因素影响，均价持续回落2021年较2018年下滑11.5%，毛利率水平同步下滑2022年较2018年降7.2pct（其中预计包含3pct左右运输费用会计准则变动影响）；饮品甜品配料整体价格维持稳定，但由于竞争激烈，2022年较2018年毛利率降12.9pct（其中预计包含3pct左右运输费用会计准则变动影响）。轻烹业务凭借空刻意面高增长放量带来的规模效应以及C端属性带来的高毛利，毛利率持续走高，2022年较2018年提升20.9pct

图表38：公司毛利率、净利率趋势



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表39：公司主营业务毛利率情况



资料来源：招股说明书，公司公告，中邮证券研究所

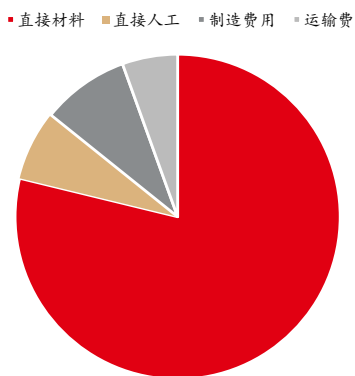
2020年以来公司毛利率有所提升、净利润略有回落。2022年公司毛利率为34.6%，较2020年+5.7pct，其中2020年为公司毛利率低点，主要受疫情影响所致，随后轻烹带动毛利率提升。2022年公司净利率为11.32%，较2020年-3.5pct，主要由于公司为打响空刻意面品牌、营销费用支出较高，净利率短期下滑，未来伴随空刻意面市占率提高、品牌效应扩大，公司净利率有望提升。

4.2 成本费用：原料多元化成本整体可控，切入零售端费用支出提升

原材料占总成本比例高。2021 年公司营业成本中直接材料/直接人工/制造费用/运费占比分别为 78.80%/6.97%/8.72%/5.51%。公司采购的原材料种类较多，包括果蔬、调香调味类、香辛料、生鲜肉类、液体香料及色素等，占比均不超过 15%，单一原料价格波动对公司整体成本的影响较小。

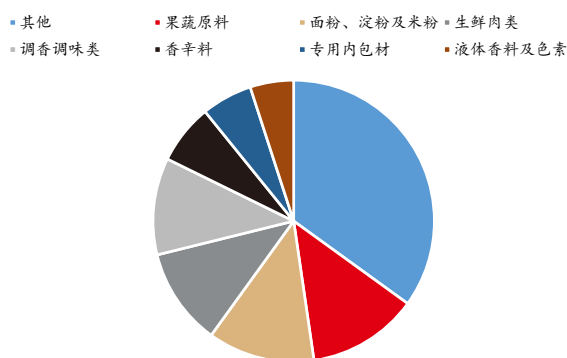
成本端展望，公司高毛利业务占比提升，成本结构有望优化。公司三大业务中复调毛利率伴随传统大 B 产品放量和竞对进入逐年走低，同时成本端原料来源多元化整体毛利率预计平稳。轻烹方案受益空刻意面销量快速增长，毛利率大幅提升，同时意面酱料主要原料肉类、油脂 23 年持续回落，预计伴随轻烹业务放量，公司成本结构有望持续优化。

图表40：公司成本构成中原材料占主要比重



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

图表41：公司原材料种类多、占比分散

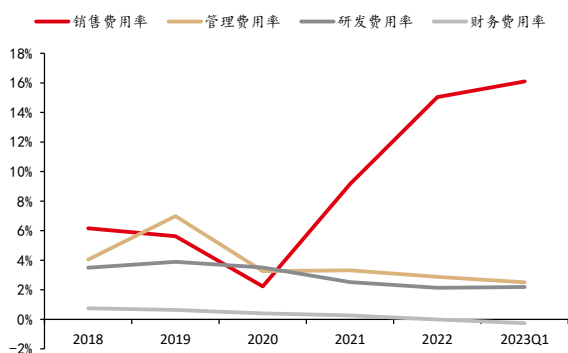


资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

近 3 年短期发力 C 端，营销端投入高，后续有望持续优化。2019-2022 年，公司管理费用/研发费用/财务费用均呈下降趋势，2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.1%/2.5%/2.2%/-0.26%，较 2019 年分别+9.41/-4.11/-1.76/-0.65pct。2021 年收购空刻意后，公司为打响品牌知名度在广告端投入较高、销售费用率快速提升。我们预计待后期空刻意面品牌影响力提升投放减少后，公司销售费用率有望回落。

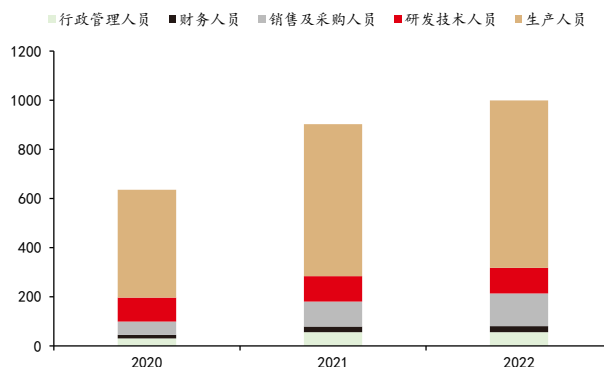
近 2 年销售人员扩容较大，契合发力 C 端业务需求。2022 年，公司员工构成中生产人员/研发人员/销售人员/行政人员/财务人员占比分别为 68%/10%/13%/3%/6%，从近 2 年增速看，销售人员较 2020 年+146%，主要由于公司并购厨房阿芬发力 C 端渠道，销售人员增长符合公司发展方向。

图表42：公司期间费用率变动情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表43：生产销售销售人员近 3 年持续增长



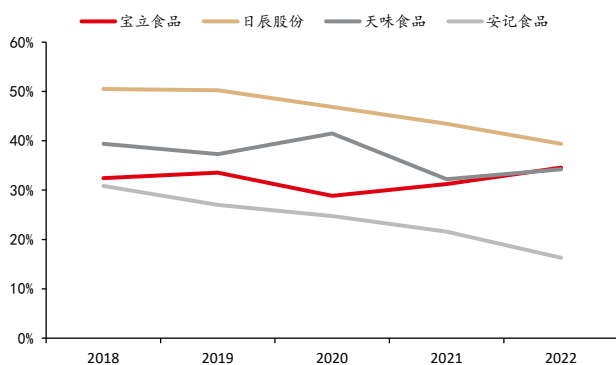
资料来源：公司招股书，公司公告，中邮证券研究所

4.3 同业对比：西快复调龙头注重研发，ROE 长期领先

公司毛利率、净利率位于中游水平。2022 年，可比公司中日辰、安记毛利率均出现下滑，而得益于空刻意面放量公司毛利率逆势上涨，较 2020 年提升 5.74 个百分点，与天味食品较为接近，但仍低于日辰股份。

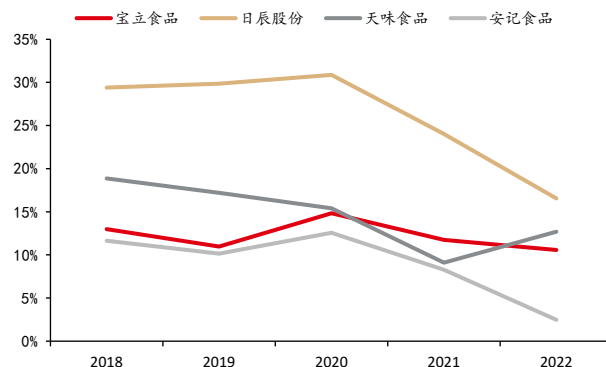
2022 年公司归母净利率为 10.57%，在可比公司中低于日辰与天味食品接近。由于 2021 年以来公司大力打造空刻意面的品牌知名度，公司净利率持续回落，预计待后期空刻市占率提升、销售费用下降后，公司净利率有望回升。

图表44：可比公司毛利率对比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

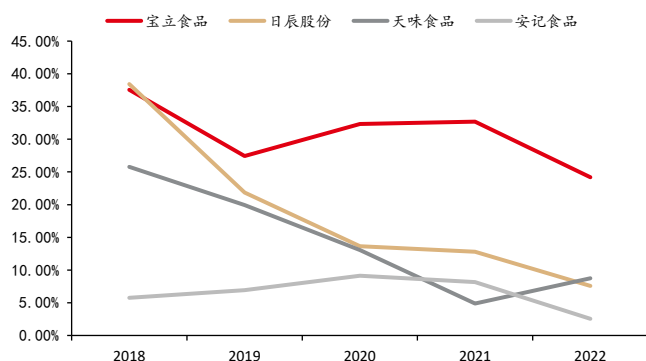
图表45：可比公司归母净利率对比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

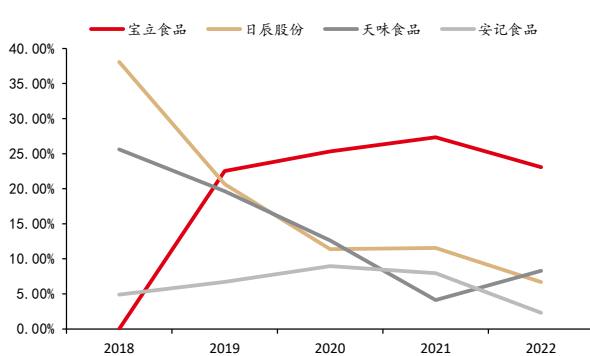
公司 ROE、ROIC 领先可比公司。2022 年公司 ROE/ROIC 分别为 24.19%/23.07%，由于公司发展和业务扩张的需求，2019 年后公司扩张导致负债率高于可比公司，且资产周转率较高，两者导致公司 ROE、ROIC 均高于同行业可比公司。

图表46：可比公司 ROE 对比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

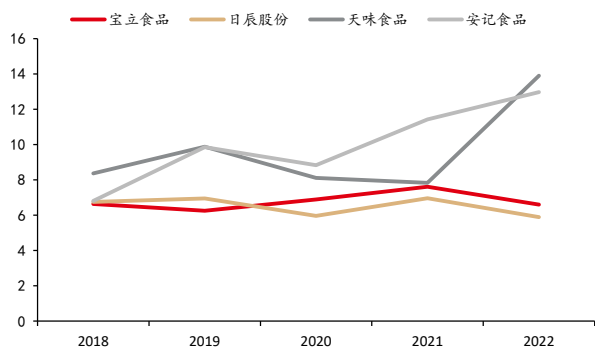
图表47：可比公司 ROIC 对比



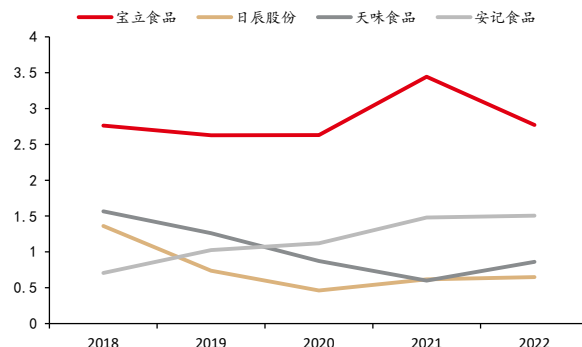
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司存货周转率相对较低。2022 年公司存货周转率为 6.6 次，与同为 TOB 的日辰股份接近，低于天味食品和安记食品。公司“以销定产”模式且大 B 客户合作稳定，因此下游需求稳定可提前储备存货，表观存货周转率相对较低。

公司流动资产周转率在可比公司中位列第一。2022 年公司流动资产周转率为 2.77 次，较 2021 年有大幅回落但仍高于日辰、天味和安记。公司流动资产中货币资金、交易性金融资产比例较低，综合导致公司的流动资产周转率较高。

图表48：可比公司存货周转率对比


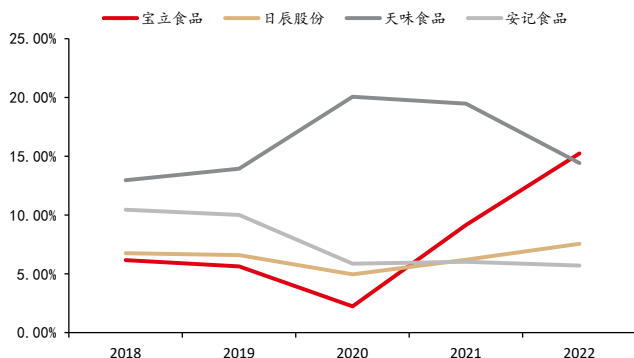
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表49：可比公司流动资产周转率对比


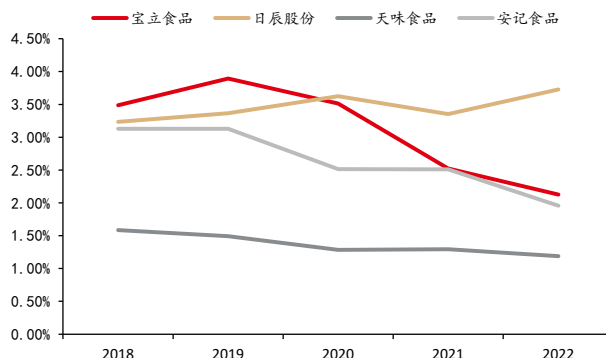
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司销售费用率低，产品研发端投入高。公司主要客户为百胜中国、麦当劳等餐饮行业巨头，因此公司在营销等方面的投入较少。2021年起公司销售费用率出现大幅上升的主要原因是收购空刻后为宣传产品在营销端进行大量投入，2022年公司销售费用率为15.25%，与主营C端的天味接近。我们认为待空刻在速食意面品类中占据一定市场份额后，公司将减少营销端投入，预计销售费用率有望回落。

公司为满足大B客户较高频率的产品更新迭代需求，公司在产品研发端投入较高。2022年公司研发费用率为2.13%，仅次于日辰股份。

图表50：可比公司销售费用率对比


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表51：可比公司研发费用率对比


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

5 B端大客户合作密切，产品研发提供保障

5.1 客户拆分：连锁大B客户仍是公司营收主要来源

公司头部客户销售贡献较高。2021年，公司年销售额超1000万的客户为21家，占公司客户总数的1.5%，但贡献总销售额的71%。剩余98.5%的客户中，年销售额100至1000万的客户为119家，小于100万的客户为1200家，合计占销售额的29%。公司拓展大客户的边际收益远超中小客户，未来预计公司仍以大B客户作为发展重心，进一步挖掘头部客户需求。

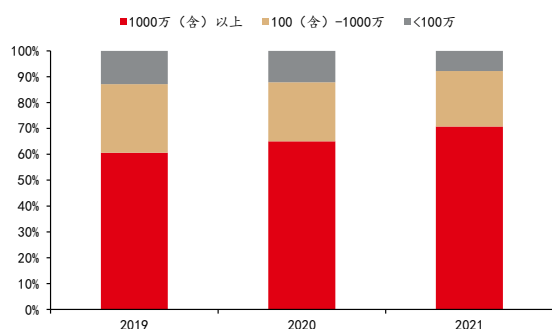
图表52: 公司不同规模客户销售情况

客户规模	项目	2019年	2020年	2021年
1000万(含)以上	客户数量	10	15	21
	客户数量YOY		50.00%	40.00%
	销售金额 万元	44,930.33	58,520.17	110,956.36
	销售金额YOY		30.25%	89.60%
	平均销售金额 万元	4,493.03	3,901.34	5,283.64
	平均销售金额YOY		-13.17%	35.43%
100(含)-1000万	客户数量	77	75	119
	客户数量YOY		-2.60%	58.67%
	销售金额 万元	19623.09	20568.14	33616.4
	销售金额YOY		4.82%	63.44%
	平均销售金额 万元	254.85	274.24	282.49
	平均销售金额YOY		7.61%	3.01%
<100万	客户数量	1048	1093	1300
	客户数量YOY		4.29%	18.94%
	销售金额 万元	9,555.79	10,962.88	12,321.27
	销售金额YOY		14.72%	12.39%
	平均销售金额 万元	9.12	10.03	9.48
	平均销售金额YOY		10.00%	-5.51%

资料来源: 招股说明书, 中邮证券研究所

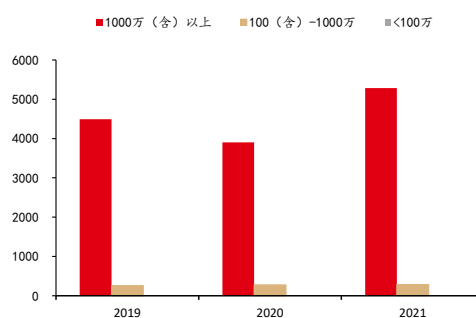
公司拓展大客户速度较快, 且合作稳步上升。公司头部客户(1000万以上)数量每年增长5-6家, 年均复合增长率可达45%; 而中小客户拓展速度较慢。同时, 2019-2021年公司对大客户的平均销售金额CAGR为8.44%; 中客户(100-1000万)/小客户(低于100万)分别为5.28%/1.95%。公司与头部客户开启合作后, 受公司研发实力、需求响应能力等核心能力影响, 客户粘性较高, 后续合作深化带来稳定增量营收。同时, 公司对于长期合作且信誉度较高的客户提供商业信用, 从而有效促进销售、减少存货、扩大合作范围; 而对于规模较小的客户, 公司一般采取先款后货的方式加快资金回笼速度。

图表53: 不同规模客户销售金额占比



资料来源: 招股说明书, 中邮证券研究所

图表54: 不同规模客户平均销售金额(万元)



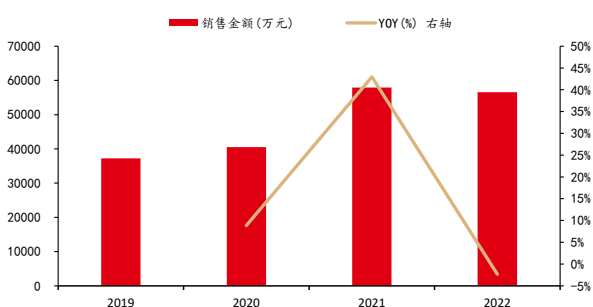
资料来源: 招股说明书, 中邮证券研究所

前五大客户销售贡献持续攀升，百胜对公司营收影响较大。公司与前五大客户，尤其百胜中国合作密切。2019-2021 年公司对前五大客户合计销售金额逐年上升，CAGR 为 24.73%。

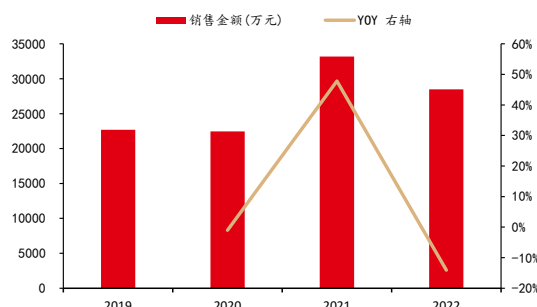
2022 年，在第 2-5 大客户营收规模提升背景下，公司对第一大客户百胜中国销售额受疫情扰动下滑 14.11%，前五大客户营收规模整体下滑 2.31%，百胜对公司营收影响较大，但 2023 年伴随上半年百胜重启高速扩店，公司前五大客户营收规模预计重回高速增长态势。

2023 年 9 月百胜增资宝立浙江子公司，双方合作进一步深化。我们认为百胜作为公司重要大客户，此次在子公司层面的股权合作会更注重未来长效的合作机制。战略层面上，双方出发点在于长期合作，未来有望在中央工厂/轻烹业务的方向上探索更多的可能性，并以此工厂辐射华东市场。运营层面上，预计未来双方有望在供应链管理、产品和市场需求端数据分析、市场开拓等能力上，借助各自优势形成互补。产能层面，此次增资后，公司浙江子公司资金实力加强，也有望对未来响应市场需求下的品类产能扩张规划进行相应支持。

图表55：公司对前五大客户销售情况



图表56：公司对百胜中国销售情况



资料来源：招股说明书，公司公告，中邮证券研究所

资料来源：招股说明书，公司公告，中邮证券研究所

公司向第一大/前五大客户的销售占比在行内均处于较高水平。2021 年公司向第一大/前五大客户销售占比为 21.03%/36.71%，高于可比公司平均的 12.27%/26.57%。从趋势看，公司下游西式连锁快餐行业集中度、连锁化率继续呈现上升趋势，公司与头部客户稳定深化的合作关系预计将为业绩增长带来持续增长动力。

图表57：公司第一大/前五大客户销售占比高于可比公司平均水平

公司名称	项目	2019年	2020年	2021年
千味央厨	第一大客户占比	30.72%	23.37%	19.25%
	前五大客户占比	40.75%	34.05%	32.97%
日辰股份	第一大客户占比	13.79%	11.77%	14.55%
	前五大客户占比	46.90%	40.65%	48.96%
安记食品	第一大客户占比	3.42%	4.28%	3.02%
	前五大客户占比	12.56%	14.69%	12.11%
天味食品	第一大客户占比		未披露	
	前五大客户占比	10.88%	5.34%	12.24%
行业平均	第一大客户占比	15.98%	13.14%	12.27%
	前五大客户占比	27.77%	23.68%	26.57%
宝立食品	第一大客户占比	30.53%	24.81%	21.03%
	前五大客户占比	50.11%	44.79%	36.71%

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

大B客户合作稳定，前五大客户自身增长动能较好。公司与大B端客户合作稳定，前五大客户名单变动较小，其中百胜中国、圣农发展、PIZZAVEST（达美乐）常年位居前五，且百胜中国长期稳居第一。根据2020-2022年前五大客户复合增速看，百胜、麦当劳扩店稳健，达美乐近3年发展迅速增速达35.3%，泰森中国和圣农发展在预制菜领域也有较好表现。

图表58：公司与大客户保持稳定合作

大客户	2018	2019	2020	2021	2022	各大客户营收增速2020-2022CAGR
百胜中国销售收入（万元）/占总营收比重（下同）	23343.01 32.81%	22657.33 30.50%	22177.81 24.51%	33176.5 21.03%	28494.55 13.99%	7.57%
福建圣农发展销售收入（万元）	3910.19 5.50%	5705.39 7.68%	5546.53 6.13%	9437 5.98%	前五	10.63%
顶巧开曼控股（德克士）销售收入（万元）	2616.91 3.68%	3450.79 4.64%	-	5560.76 3.52%	-	-0.12%
嘉兴元问西东食品销售收入（万元）	-	-	6677.18 7.38%	5412.51 3.43%	-	-
PIZZAVEST（达美乐）销售收入（万元）	-	2601.4 3.50%	3152.8 3.48%	4332.88 2.75%	前五	35%左右
泰森中国销售收入（万元）	-	2786.31 3.75%	2697.61 2.98%	-	前五	泰森全球增速最快地区
麦当劳销售收入（万元）	-	-	-	-	前五	5.39%
乐信（上海）贸易有限公司销售收入（万元）	6123.26	-	-	-	-	-
广州市瑞泽贸易有限公司销售收入（万元）	2707.32	-	-	-	-	-
前五大客户销售收入（万元）	38700.69	37201.22	40251.93	57919.66	56581.75	
占比	54.41%	50.07%	44.48%	36.71%	27.78%	
其他有潜力大客户	汉堡王、赛百味、瑞幸、古茗、Tims					

资料来源：招股说明书，各公司公告（麦当劳为全球增速，其他均为中国地区增速），欧睿国际（*德克士增速根据市场份额*市场规模推算），中邮证券研究所

公司与B端大客户在保持传统大单品稳定合作的同时持续开发新品深化合作。2018年之前，公司针对头部大客户主要供应产品普遍为较为常规的腌料、裹粉、酱料等复调大单品。而2020年后，伴随公司逐渐提升轻烹业务研发、产能基础，公司与麦当劳、costco、山姆等客户合作上从调味品向整体轻烹解决方案转变。

图表59：公司与头部客户合作产品持续迭代更新

大单品	2018前	2019	2020	2021	2022
复合调味料	裹粉 炸鸡裹粉（德克士） 百胜新奥尔良腌料（KFC） 腌料 炸鸡腌料（德克士） 撒粉 百胜番茄酱（KFC、必胜客） 调味酱 百胜汉堡酱（KFC） 沙拉酱	炸鸡裹粉（圣农、泰森） 炸鸡腌料（圣农、泰森） 披萨酱（达美乐）			
轻烹方案	意面 捞饭 定制化B端产品 其他流通产品	空刻意面 阿芬厨房捞一口捞饭	披萨料（达美乐）	桂林酸笋（麦当劳）	速食意面/湿面（山姆）
甜点甜品配料	粉圆 爆珠 晶球 布丁 果酱 百胜蓝莓果酱	百胜粉圆（KFC、必胜客）		茶饮爆珠、晶球（沪上阿姨）	
烘焙产品	冷冻烘焙				咖喱鸡肉面包（Costco）
未来产品方向、储备	B端复调定制化产品，根据B端复调需求衍生的轻烹解决方案、特渠（山姆、Costco、百胜自在厨房）G端定制轻烹产品				

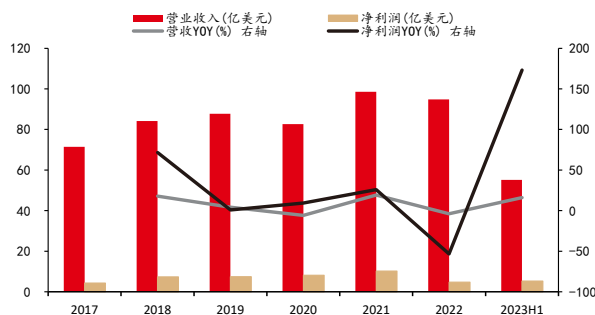
资料来源：招股说明书，草根调研走访，中邮证券研究所整理

5.2 百胜新业务培育新需求，头部大B业务稳步增长

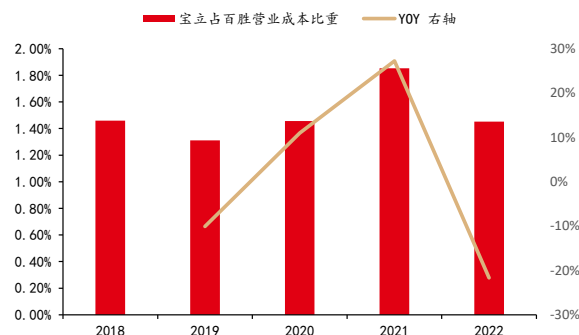
携手百胜，合作共赢。2013年公司成为百胜的T1级别供应商，2014年起已成为前五大调味品供应商之一，公司曾获得百胜中国多项荣誉，在百胜供应链体系中影响力逐年提升。而百胜中国长期作为公司的第一大客户，公司服务于百胜中国下属所有品牌，在复合调味品、轻烹解决方案、饮品甜品配料三大业务均有合作，对公司的运营理念、产品研发思路、能力扩张方向均有深度影响。

2017-2021年百胜中国营业收入、净利润总体保持上升趋势，年均复合增长率分别为6.64%、18.98%，发展势头良好，同时也带动了公司销售收入的增长，而2022年百胜营收下滑同样导致宝立复调业务增速回落。预计伴随公司与百胜的合作愈加密切，百胜向公司采购规模呈现稳步抬升趋势，占百胜成本比重有望继续提升。

图表60：百胜中国疫后营业趋势向好



图表61：百胜营业成本中公司所占比重



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

肯德基自在厨房、自在茶、Lavazza等百胜新业务有望提供轻烹、茶饮配料新增量。2020年，肯德基推出预包装食品品牌自在厨房，2021年销售额达5亿元。2022年6月30日，肯德基“爷爷自在茶”独立茶饮品牌全国首店开业，产品包含米乳茶、爆柠茶、果茶等诸多类别；同时还售有烘焙产品和冰淇淋，价格区间在6-14元。KFC自在系列有望为公司轻烹、茶饮业务带来新增量。Lavazza咖啡2022年底门店数量85家，但未来开店千家计划带来增量潜力。

图表62：自在厨房、自在茶、Lavazza等百胜新业务带来新增量

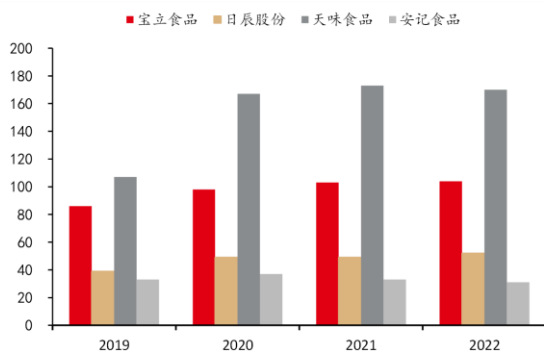


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

5.3 研发能力强，客户粘性高

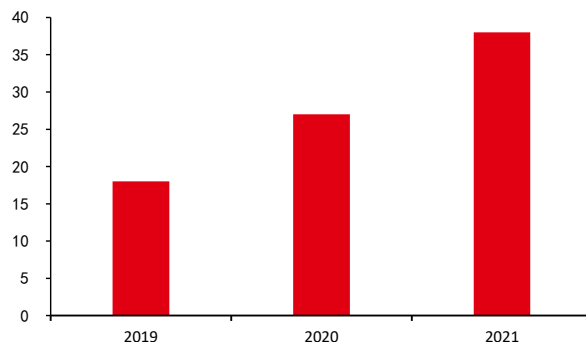
公司研发端持续投入，造就行业头部研发应用能力。为了满足大 B 客户的持续迭代的需求，公司重视产品研发工作，研发部门人员持续增长，当前拥有基础研发、应用研发、厨务等多方向的研发团队，且规模仍在不断扩充，截至 2022 年已有 103 名专业研发技术人员，每年均能推出 700-1000 个 SKU 新品。同时公司持续加大研发投入，研发费用绝对值持续提升，在可比公司中处于较高水平。

图表63：公司拥有大规模研发团队(人)



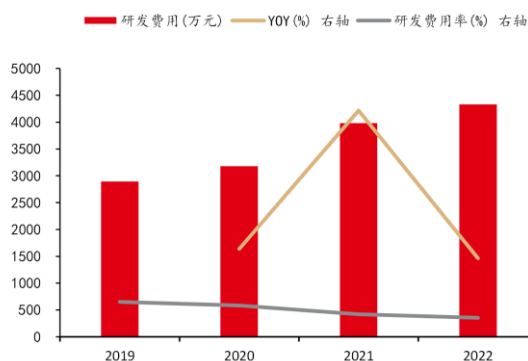
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表64：每年推出新产品数量(件)



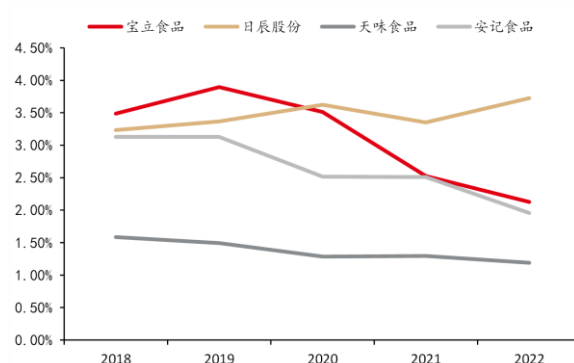
资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

图表65：公司研发投入逐年提升



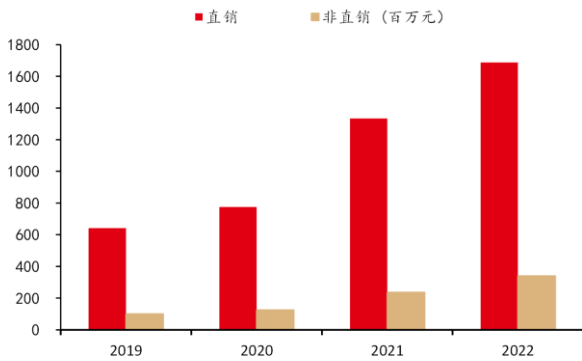
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表66：公司研发费用率在行业中较高

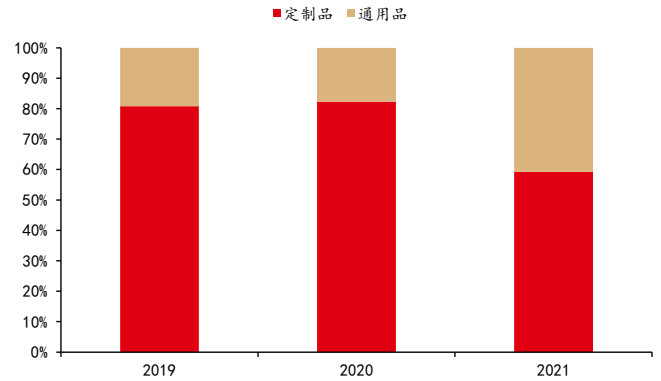


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

直销模式下定制产品收入贡献高，下游客户粘性强。公司销售模式分为直销和非直销。在直销模式下，公司客户主要为国内外餐饮连锁企业和食品工业企业，如百胜中国、麦当劳、泰森中国等，公司提供的定制服务对客户需求的响应速度快，反馈及时，因此客户对公司的依赖程度伴随合作延续逐渐提升。公司定制产品占公司营收比重超过 80%。（注：公司收购空刻前，其产品被归类为定制产品，收购后分类为通用产品，因此 2021 年公司通用产品收入比例出现较大幅度上升）。

图表67：公司直销收入较多


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

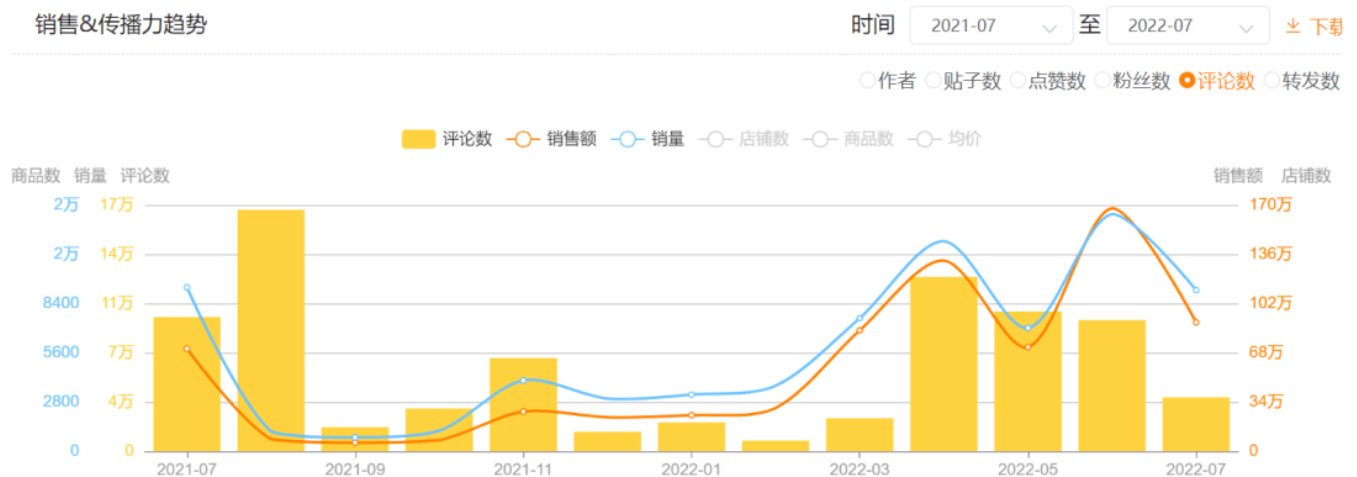
图表68：公司定制品收入占比高


资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

6 着眼未来布局 C 端轻烹方案，承接 B/C 切换

6.1 空刻销量增长迅速，营收提升有保障

打响空刻招牌，领先速食意面赛道。我国传统意面消费主要为消费者自行烹饪生意大利面为主，速食意面产品仍处于成长期。空刻进入速食意面赛道后快速获得领先优势，连续两年位列天猫意面销量榜第一，同时也覆盖了京东、抖音、拼多多等其他主流平台。统计数据显示，2021年7月至2022年7月，空刻意面天猫店的销量、消费者关注程度总体呈现上升趋势，而空刻销售额也保持类似增长趋势。

图表69：空刻意面天猫店销量总体呈上升趋势


资料来源：魔镜，中邮证券研究所

产品口味持续扩充，满足消费者多元化需求。目前空刻在售意面共7款口味，除番茄肉酱、黑椒牛柳等传统风味外，公司陆续推出热辣火鸡、红酒香肠等新口味，满足消费者多元化口味需求。空刻意面售价在25元左右，与其他品牌相比相对较高，当前定价下仍能被目标客户群体所接受展现公司产品力，同时也保留公司以价格换份额的空间。

图表70：空刻意面产品矩阵

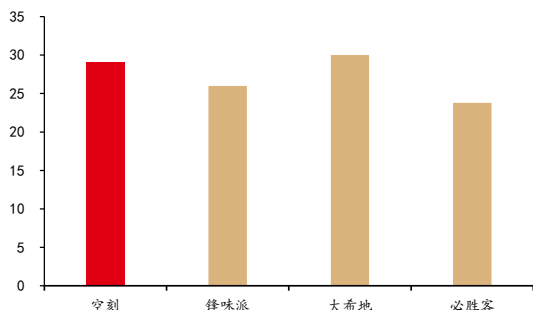


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

空刻意面成功开拓线上渠道，未来布局线下夯实根基。线上渠道端，空刻持续突破，2020 年空刻破 1 亿元，2021 年“双十一”空刻除连续三年蝉联速食意面品类销量 TOP1 外，还创下“11.11 当天方便速食第一”记录。而截至 2022 年 2 月底，空刻意面已连续 3 月位列天猫方便速食/速冻食品大类目 top1，公司成功开拓线上渠道在速食意面赛道确立领先优势。

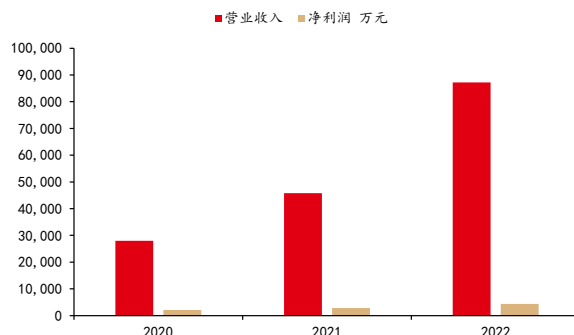
在线上取得成功后空刻开启线下布局，当前已覆盖 90% 全国高端商超卖场，包括 Ole、盒马、奥乐齐等，进驻门店超 300 家；并在 20 余个一二线城市投放广告，加强与消费者的互动，进一步提升品牌知名度

图表71：速食意面各品牌意面单价（元）



资料来源：天猫，中邮证券研究所

图表72：空刻营收增速较强



资料来源：招股说明书，公司公告，中邮证券研究所

空刻营收快速提升，逐渐成为 10 亿大单品，轻烹成公司最大收入来源。2022 年空刻实现营收 8.72 亿元，较 2020 年增长 211.34%；实现净利润 0.44 亿元，较 2020 年增长 110.67%。得益于空刻意面出众的销量，2022 年公司轻烹解决方案营收贡献已超越复合调味料，首次成为公司最大营收来源。我们预计伴随空刻品牌影响力进一步提升，未来有望从营收贡献向利润贡献产品转变，利润与营收预计更为匹配。

公司轻烹 B 端未来新打法，B/C 热门品类嫁接打开增量空间。2023 年公司速食意面（湿面）尝试进入山姆会员店渠道，近期将完成评估反馈，预计公司未来有望在轻烹方案上带来更多类似意面 B/C 间转化的产品。

7 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测

分业务看，2023 年公司 B 端复调业务伴随下游客户提前开店以及疫后复苏带来的需求弹性，营收有望重回双位数增速，未来三年复调业务营收同比增速分别为 29.28%/21.20%/18.00%。轻烹解决方案短期受空刻意面渠道流量下滑/切换等因素影响，2023 年预计增速回落，但未来伴随公司承接更多特渠、B/C 切换需求增速有望回升，预计未来三年轻烹解决方案营收同比增速为 13.68%/20.00%/21.92%。甜品小料业务下游景气度仍在，预计未来三年营收同比增速为 30.68%/28.70%/26.25%。

成本端，预计 2023 年面粉、油脂、乳制品等原料成本有望回落，公司综合成本有望获得低个位数下降后毛利率小幅改善，后续展望公司 B 端轻烹占比提升后毛利率略有回落，预计公司 2023-2025 年三年毛利率整体平稳分别为：34.12%/33.90%/33.17%。

图表73：公司主营业务营收拆分预测

合计	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	1577.75	2036.79	2477.06	3001.83	3615.56
yoy	74.37%	29.09%	21.62%	21.19%	20.45%
毛利率	31.35%	34.57%	34.12%	33.90%	33.17%
复合调味品					
收入	842.73	885.12	1144.28	1386.87	1636.51
yoy	28.58%	5.03%	29.28%	21.20%	18.00%
毛利率	24.78%	24.88%	26.37%	27.83%	27.83%
轻烹解决方案					
收入	570.92	1009.45	1147.54	1377.05	1678.90
yoy	324.32%	76.81%	13.68%	20.00%	21.92%
毛利率	42.76%	45.01%	43.89%	42.13%	40.32%
饮品甜品配料					
收入	155.33	131.64	172.03	221.40	279.51
yoy	40.44%	-15.25%	30.68%	28.70%	26.25%
毛利率	26.05%	22.08%	22.87%	22.87%	23.63%
其他					
收入	8.77	10.57	13.21	16.52	20.64
yoy	104.91%	20.52%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	13.23%	4.45%	4.45%	4.45%	4.45%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所测算

7.2 估值与投资建议

我们选取同为复合调味品行业的 B 端公司日辰股份、C 端为主的天味食品以及同为百胜供应链的千味央厨作为可比公司。宝立食品当前估值低于可比公司平均值。当前复调行业 B 端需求伴随疫后消费复苏叠加公司下游核心客户高于行业平均的复苏拓店进度双重驱动，2023 年 B 端营收预计保持较高增长，同时部分原料成本端改善下全年盈利能力预计回升。未来三年宝立食品归母净利润 CAGR 为 24.4%，在类似业绩增速的食饮板块公司中估值水平较低，具备较好的投资价值。

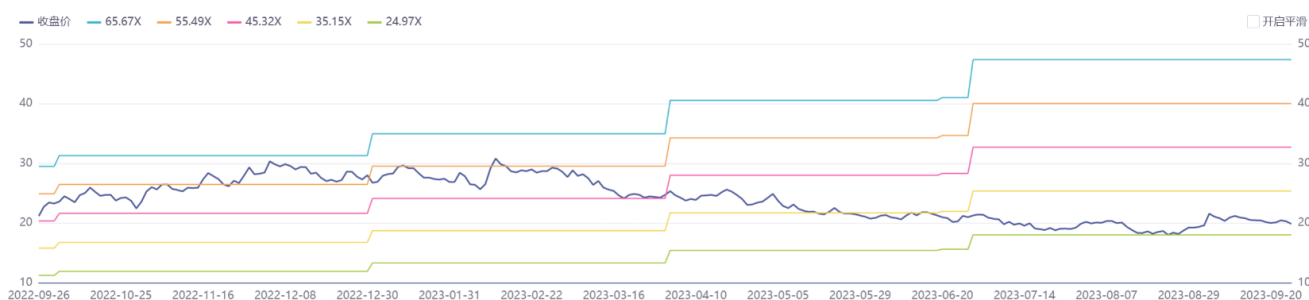
图表74：可比公司估值

代码	名称	EPS				归母净利润增速(%)			PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603755.SH	日辰股份	0.52	0.76	1.06	1.38	47.74%	38.76%	30.47%	78	40	29	22
603317.SH	天味食品	0.45	0.41	0.52	0.63	26.09%	26.23%	22.16%	61	33	26	21
001215.SZ	千味央厨	1.18	1.71	2.27	2.91	45.26%	32.75%	28.09%	56	35	26	21
平均值									65	36	27	21
603170.SH	宝立食品	0.54	0.72	0.83	1.04	34.90%	13.94%	25.34%	37	27	24	19

资料来源：iFind，中邮证券研究所预测，注：收盘价为 2023 年 09 月 26 日收盘价；可比公司数据来源为 ifind 盈利预测一致预期；食品饮料可比公司行业平均为表内所选 3 家公司平均 PE

我们预计公司 2023-2025 年实现营收 24.77/30.02/36.16 亿元，同比增长 21.62%/21.19%/20.45%；实现归母净利润 2.91/3.31/4.15 亿元，同比增长 34.90%/13.94%/25.34%，对应 EPS 为 0.73/0.83/1.04 元，对应当前股价 PE 为 27x/24x/19x。我们看好公司下游西式快餐连锁快速复苏带来的需求增长，同时第二第三成长曲线轻烹、饮品配料下游也维持高景气度，叠加公司明年新增产能的逐步落地，未来有望承接更多头部客户需求，以及开拓腰部客户带来增量，参考公司历史估值、可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表75：公司 PE-Band



资料来源：iFind，中邮证券研究所

8 风险提示

行业竞争加剧的风险：国内复调行业竞争格局分散，如果行业竞争加剧，公司盈利能力将受到影响。

食品安全的风险：食品安全事件将影响消费者信心，将对相关行业和公司造成影响。

原材料等成本波动的风险：公司主要原材料面粉、油脂、蔬菜肉类以及运费等成本波动将增加公司盈利不确定性。

客户拓展不及预期风险：公司复调B端业务依赖客户开拓，如不及预期将影响营收增速。

产能进度不及预期等风险：公司当前产能利用率较高，如明年新增产能落地不及预期将影响营收增长。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2037	2477	3002	3616	营业收入	29.1%	21.6%	21.2%	20.4%
营业成本	1333	1632	1984	2416	营业利润	17.0%	32.7%	13.9%	25.3%
税金及附加	16	17	21	25	归属于母公司净利润	16.2%	34.9%	13.9%	25.3%
销售费用	311	377	420	470	获利能力				
管理费用	58	69	78	87	毛利率	34.6%	34.1%	33.9%	33.2%
研发费用	43	52	57	61	净利率	11.3%	12.3%	11.6%	12.1%
财务费用	0	-1	-3	-4	ROE	19.1%	21.2%	20.0%	20.7%
资产减值损失	-10	-10	-12	-15	ROIC	27.7%	27.4%	32.6%	38.8%
营业利润	295	391	445	558	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	25.3%	24.1%	23.6%	23.2%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	2.72	3.19	3.50	3.76
利润总额	295	390	445	557	营运能力				
所得税	65	85	97	121	应收账款周转率	8.00	6.47	6.47	6.47
净利润	230	305	348	436	存货周转率	6.06	6.10	6.10	6.10
归母净利润	215	291	331	415	总资产周转率	1.33	1.34	1.35	1.34
每股收益(元)	0.54	0.73	0.83	1.04	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.54	0.73	0.83	1.04
货币资金	404	592	879	1230	每股净资产	2.82	3.43	4.13	5.01
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	256	388	470	566	PE	36.85	27.32	23.98	19.13
预付款项	37	43	52	63	PB	7.04	5.78	4.80	3.96
存货	220	268	325	396	现金流量表				
流动资产合计	935	1312	1752	2286	净利润	230	248	334	422
固定资产	364	367	365	316	折旧和摊销	42	59	64	62
在建工程	96	48	0	0	营运资本变动	-40	-121	-65	-75
无形资产	76	63	51	38	其他	16	15	14	12
非流动资产合计	597	538	475	414	经营活动现金流净额	248	201	346	421
资产总计	1531	1850	2227	2700	资本开支	-72	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	1	40	-3	-3
应付票据及应付账款	153	205	249	303	投资活动现金流净额	-71	40	-3	-3
其他流动负债	191	207	251	305	股权融资	285	0	0	0
流动负债合计	344	412	500	608	债务融资	-140	-9	-8	-7
其他	43	34	25	19	其他	-22	-44	-49	-60
非流动负债合计	43	34	25	19	筹资活动现金流净额	123	-53	-57	-67
负债合计	387	446	526	627	现金及现金等价物净增加额	300	188	286	352
股本	400	400	400	400					
资本公积金	283	283	283	283					
未分配利润	445	691	970	1321					
少数股东权益	16	31	48	69					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1144	1405	1701	2073					
负债和所有者权益总计	1531	1850	2227	2700					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048