

大客户合作深化，B 端业务景气持续

--2023 年报与 2024 年一季报点评

核心观点:

- 事件:** 4 月 25 日, 公司发布公告, 2023 年营收 23.7 亿元 (同比+16.3%, 下同), 归母净利润 3.0 亿元 (+39.8%), 扣非归母净利润 2.2 亿元 (+12.7%); 24Q1, 营收 6.2 亿元 (+15.7%), 归母净利润 0.6 亿元 (-20.4%), 扣非归母净利润 0.5 亿元 (-7.0%)。
- 大客户合作持续深化, B 端贡献主要增长动力。** 23 全年~24Q1, 虽然 C 端因线上渠道结构变化与高基数压力而表现平淡, 但 B 端随着餐饮需求复苏与大客户合作深化而实现高景气, 推动整体收入实现较快增长。**分品类,** 23 年/24Q1 复调业务收入同比+29.3%/27.7%, 主要得益于堂食需求增加与下游客户对差异性风味的需求; 饮品甜点配料同比+8.3%/0.6%, 除西式餐饮之外茶饮咖啡客户合作逐渐深化; 轻烹解决方案同比+1.4%/5.8%, 预计主要受空刻拖累, B 端仍有较好增长。**分渠道,** 23 全年/24Q1 直销收入同比+12.8%/16.1%, 非直销分别同比+20.2%/12.0%, 其中 24Q1 经销商数量 387 家, 较 23 年末增加 1.3%。
- 毛利率受业务结构变化影响, 主业净利率维持稳定。** 23 全年: 归母净利率为 12.7%, 同比+2.1pcts, 剔除房屋征迁处置收益等因素影响后, 扣非归母净利率同比-0.3pcts。全年具体拆分, 23 全年毛利率为 33.1%, 同比-1.4pcts, 预计主因 B 端占比提升+烘焙产能爬坡+贸易业务扩张; 销售费用率为 14.6%, 同比-0.6pcts, 主要系产品结构变动, C 端持续进行新品推广; 管理费用率为 2.8%, 同比-0.1pcts, 基本维持稳定。**24Q1:** 归母净利率 9.7%, 同比-4.4pcts, 扣非归母净利率同比-2.1pcts, 剔除少数股东权益影响后扣非净利率持平。拆分来看, 24Q1 毛利率为 32.0%, 同比-3pcts, 主因低毛利的 B 端业务占比上升, C 端毛利率因高基数亦有下降; 销售费用率 14.9%, 同比-1.2pcts, 主要系 B 端占比提升以及 C 端费用投放; 管理费用率 2.4%, 同比-0.1pcts, 维持稳定。
- B 端业务份额持续提升, C 端有望实现恢复性增长。** **短期看:** 1) B 端业务, 公司与头部用户实现紧密合作, 具备快速响应市场与新品能力, 大客户自身增长+公司份额提升趋势将在 24Q2 持续; 2) C 端业务, 随着新品持续导入, 叠加公司打法逐渐调整到位, 有望回归增长态势。**长期看:** 1) 渠道扩张, 公司持续渗透大 B 客户, 而小 B 渠道体系搭建完毕后亦有望贡献收入; 2) 品类扩张, 通过入股投资方式与百胜加强合作, 产品份额提升, 同时布局烘焙等新品类, 技术优势将为客户提供更好的研发服务; 3) C 端新业态扩张, 空刻短期已具先发优势, 未来可通过口味延伸、产品裂变、线下扩张、低价格带品牌等策略转型为“长红”产品。
- 投资建议:** 根据公告调整盈利预测, 预计 2024~2026 年归母净利润为 2.8/3.3/3.9 亿元, 同比-7.2%/18.8%/17.8%, EPS 为 0.7/0.83/0.98 元, 对应 PE 为 21/18/15X。长期看好 B+C 端共振驱动业绩持续增长, 但短期考虑到 B 端竞争格局与 C 端业务调整需进一步观察, 维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:** 需求下滑的风险, 竞争激烈度超预期的风险, 费用投放力度超预期的风险, 食品安全风险。

宝立食品(603170)

谨慎推荐 (维持)

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

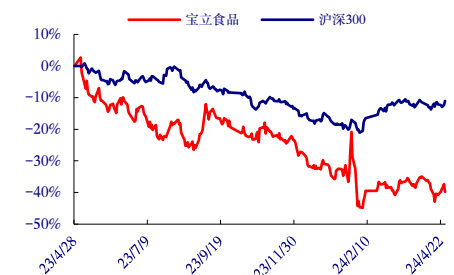
分析师登记编码: S0130522070002

市场数据

2024-04-26

股票代码	603170
A 股收盘价(元)	14.75
上证指数	3,088.64
总股本万股	40,001
实际流通 A 股万股	15,881
流通 A 股市值(亿元)	23

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】宝立食品 2023 年三季度业绩点评: B 端快速复苏, C 端调整蓄势

表1: 主要财务指标预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2369.00	2729.09	3173.93	3684.93
收入增长率 (%)	16.31	15.20	16.30	16.10
净利润 (百万元)	301.04	279.32	331.91	390.94
利润增速 (%)	39.78	-7.21	18.83	17.79
摊薄 EPS(元)	0.75	0.70	0.83	0.98
PE	19.60	21.12	17.78	15.09
PB	4.36	3.62	3.00	2.51

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1161.93	1335.85	1537.83	1815.58	营业收入	2369.00	2729.09	3173.93	3684.93
现金	491.38	545.49	616.36	745.73	营业成本	1583.94	1836.68	2129.71	2465.22
应收账款	290.06	346.25	402.69	467.52	营业税金及附加	18.06	20.05	23.32	27.08
其它应收款	3.75	4.52	5.26	6.10	营业费用	346.73	417.55	482.44	560.11
预付账款	57.37	66.12	76.67	88.75	管理费用	66.53	81.79	95.12	110.43
存货	266.76	307.84	356.95	413.18	财务费用	-2.99	-12.52	-14.14	-16.27
其他	52.62	65.63	79.91	94.29	资产减值损失	-10.20	0.00	0.00	0.00
非流动资产	738.28	935.82	1129.86	1316.52	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-0.17	1.76	2.04	2.37
固定资产	358.34	527.97	684.61	829.46	营业利润	411.12	360.49	428.36	504.54
无形资产	89.22	118.96	148.70	178.44	营业外收入	0.96	0.00	0.00	0.00
其他	290.72	288.89	296.55	308.61	营业外支出	2.56	0.00	0.00	0.00
资产总计	1900.21	2271.67	2667.68	3132.10	利润总额	409.51	360.49	428.36	504.54
流动负债	317.12	409.69	473.80	547.27	所得税	98.27	81.17	96.45	113.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	311.24	279.32	331.91	390.94
应付账款	153.52	204.74	237.40	274.80	少数股东损益	10.20	0.00	0.00	0.00
其他	163.60	204.96	236.40	272.47	归属母公司净利润	301.04	279.32	331.91	390.94
非流动负债	84.39	83.95	83.95	83.95	EBITDA	373.85	398.16	471.88	553.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.75	0.70	0.83	0.98
其他	84.39	83.95	83.95	83.95					
负债合计	401.51	493.64	557.74	631.22	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	146.29	146.29	146.29	146.29	营业收入	16.31%	15.20%	16.30%	16.10%
归属母公司股东权益	1352.41	1631.74	1963.65	2354.59	营业利润	39.58%	-12.31%	18.83%	17.79%
负债和股东权益	1900.21	2271.67	2667.68	3132.10	归属母公司净利润	39.78%	-7.21%	18.83%	17.79%
					毛利率	33.14%	32.70%	32.90%	33.10%
					净利率	12.71%	10.24%	10.46%	10.61%
					ROE	22.26%	17.12%	16.90%	16.60%
					ROIC	15.68%	14.64%	14.77%	14.75%
					资产负债率	21.13%	21.73%	20.91%	20.15%
					净负债比率	-28.54%	-27.10%	-26.19%	-27.27%
					流动比率	3.66	3.26	3.25	3.32
					速动比率	2.54	2.25	2.22	2.29
					总资产周转率	1.38	1.31	1.29	1.27
					应收帐款周转率	8.70	8.58	8.48	8.47
					应付帐款周转率	10.33	10.25	9.63	9.63
					每股收益	0.75	0.70	0.83	0.98
					每股经营现金	0.42	0.75	0.82	0.96
					每股净资产	3.38	4.08	4.91	5.89
					P/E	19.60	21.12	17.78	15.09
					P/B	4.36	3.62	3.00	2.51
					EV/EBITDA	16.95	13.61	11.33	9.43
					P/S	2.49	2.16	1.86	1.60

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn