

## 宝立食品 (603170)

### 2023 年报&2024 一季报点评: B 端 Q1 延续亮眼表现, C 端静待改善

买入 (维持)

2024 年 04 月 30 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书: S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,037	2,369	2,726	3,148	3,634
同比 (%)	29.10	16.31	15.05	15.48	15.44
归母净利润 (百万元)	215.36	301.04	278.53	325.00	382.12
同比 (%)	16.15	39.78	(7.48)	16.69	17.58
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.54	0.75	0.70	0.81	0.96
P/E (现价&最新摊薄)	27.64	19.77	21.37	18.31	15.58

#### 股价走势



#### 投资要点

##### ■ 事件: 公司发布 2023 年报&2024 年一季报:

2023 年全年: 实现营业收入 23.69 亿元, 同比+16.31%; 归母净利润 3.01 亿元, 同比+39.78%; 扣非净利润 2.19 亿元, 同比+12.66%。

2024Q1: 实现营业收入 6.24 亿元, 同比+15.72%; 归母净利润 0.61 亿元, 同比-20.36%; 扣非净利润 0.52 亿元, 同比-7.04%。

##### ■ B 端延续亮眼表现, 空刻仍有拖累。2023 年公司 B、C 分别实现营收 8.66/15.0 亿元, 同比-0.6%/+29%, 其中第一大客户百胜同比增长接近 40%; 2024Q1 公司 B 端延续亮眼表现, 同比增速接近 30%, C 端预计个位数下滑。公司在第一大客户的份额持续提升, 在 B 端延续亮眼表现。空刻 2023Q1 基数较高, 目前组织架构已进行调整, 静待 C 端业务改善。

##### ■ 产品结构影响毛利率拖累整体盈利水平。

2023 全年: 公司实现归母净利率 12.71%, 同比+2.13pct, 提升较多主因确认非经损益土地补偿款 8600 万元; 扣非净利率 9.25%, 同比-0.28pct。其中 2023 年度实现毛利率 33.14%, 同比-1.43pct, 下降考虑主因高毛利的空刻占比下降, 宝曼新工厂投产烘焙品类毛利率偏低, 以及复调&饮品甜点配料产品变化带来的毛利率下降。销售费用率 14.64%, 同比-0.61pct。2023 年度管理/财务/研发费用率分别为 2.81%/-0.13%/1.97%, 同比-0.06/-0.12/-0.15pct。分 B、C 端看, 空刻网络实现净利率 4.6%, B 端扣非净利率 12.1%, 下降 1+pct, 主因下游客户降本增效需求提升。

2024Q1: 公司 24Q1 实现归母净利率 9.74%, 同比-4.41pct; 扣非净利率 8.39%, 同比-2.05pct, 主因毛利率下降影响。24Q1 实现毛利率 32.04%, 同比-3.05pct, 考虑系空刻占比下降所致。24Q1 销售/管理/财务/研发费用率分别同比-1.24/-0.14/+0.08/-0.26pct。

##### ■ 盈利预测与投资评级: 多品类布局, B 端空间大, 肩腰部客户放量可期。根据公司最新业绩, 考虑大 B 端竞争加剧, 我们下调 2024-2025 年盈利预测, 新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营收分别为 27.3/31.5/36.3 亿元, (前次 2024-2025 预计为 28.3/33.6 亿元), 分别同比+15.1%/15.5%/15.4%; 归母净利润分别为 2.8/3.3/3.8 亿元 (前次 2024-2025 年预计为 3.09/3.68 亿元), 同比-7.5%/+16.7%/17.6%, EPS 分别为 0.7/0.81/0.96 元, 对应当前 PE 为 21x、18x、16x, 维持“买入”评级。

##### ■ 风险提示: 行业竞争加剧风险, 新客户开发不及预期, 原材料价格大幅波动, 食品安全风险, 大股东减持风险。

#### 市场数据

收盘价(元)	14.88
一年最低/最高价	12.68/25.75
市净率(倍)	4.21
流通 A 股市值(百万元)	2,363.09
总市值(百万元)	5,952.15

#### 基础数据

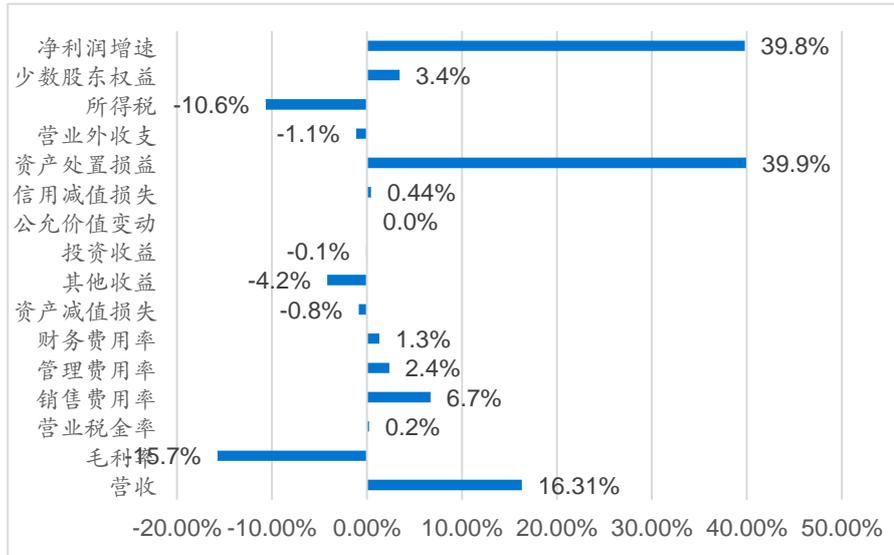
每股净资产(元,LF)	3.53
资产负债率(% ,LF)	20.59
总股本(百万股)	400.01
流通 A 股(百万股)	158.81

#### 相关研究

《宝立食品(603170): 定制餐调龙头 BC 兼顾, 横向扩品打开 B 端新空间》

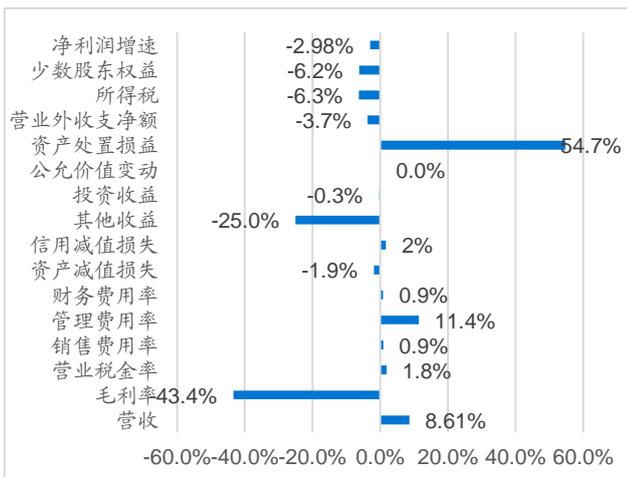
2023-12-06

图1: 2023年宝立食品归母净利润增速贡献拆分



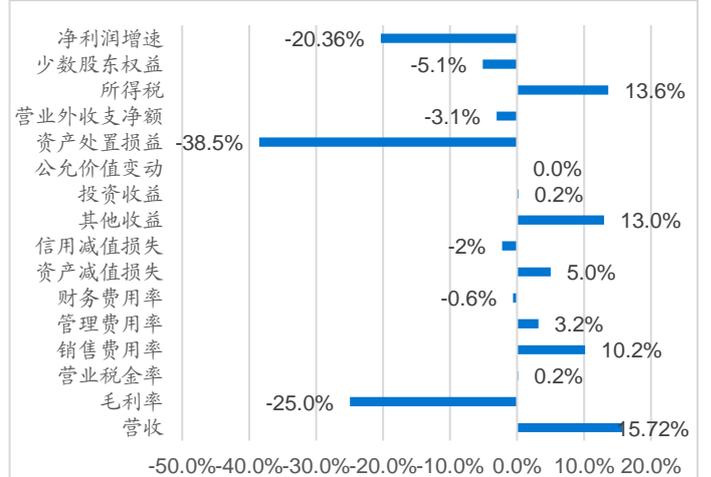
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图2: 2023Q4 宝立食品归母净利润增速贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 2024Q1 宝立食品归母净利润增速贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

注: 上表均为利润表单项对归母净利润增速贡献的拆分, 即归母净利润增速=下列所有项增速贡献的总和

## 宝立食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,162</b>	<b>1,475</b>	<b>1,847</b>	<b>2,334</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,369</b>	<b>2,726</b>	<b>3,148</b>	<b>3,634</b>
货币资金及交易性金融资产	506	741	1,014	1,389	营业成本(含金融类)	1,584	1,851	2,152	2,497
经营性应收款项	352	399	456	520	税金及附加	18	21	25	28
存货	267	298	341	388	销售费用	347	398	447	501
合同资产	0	0	0	0	管理费用	67	76	85	94
其他流动资产	37	37	36	36	研发费用	47	53	60	68
<b>非流动资产</b>	<b>738</b>	<b>753</b>	<b>769</b>	<b>738</b>	财务费用	(3)	(7)	(11)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	29	33	38	44
固定资产及使用权资产	421	439	456	424	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	159	159	159	159	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	89	89	89	89	减值损失	(13)	0	0	0
商誉	31	31	31	31	资产处置收益	86	0	0	0
长期待摊费用	10	10	10	10	<b>营业利润</b>	<b>411</b>	<b>366</b>	<b>428</b>	<b>503</b>
其他非流动资产	30	26	26	26	营业外净收支	(2)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,900</b>	<b>2,228</b>	<b>2,616</b>	<b>3,071</b>	<b>利润总额</b>	<b>410</b>	<b>366</b>	<b>428</b>	<b>503</b>
<b>流动负债</b>	<b>317</b>	<b>367</b>	<b>430</b>	<b>503</b>	减:所得税	98	88	103	121
短期借款及一年内到期的非流动负债	8	8	8	8	<b>净利润</b>	<b>311</b>	<b>279</b>	<b>325</b>	<b>382</b>
经营性应付款项	154	180	215	257	减:少数股东损益	10	0	0	0
合同负债	20	22	25	29	<b>归属母公司净利润</b>	<b>301</b>	<b>279</b>	<b>325</b>	<b>382</b>
其他流动负债	136	157	181	209	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	0.70	0.81	0.96
非流动负债	84	84	84	84	EBIT	322	359	417	488
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	374	390	451	519
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.14	32.10	31.64	31.27
租赁负债	56	56	56	56	归母净利率(%)	12.71	10.22	10.33	10.52
其他非流动负债	29	28	28	28	收入增长率(%)	16.31	15.05	15.48	15.44
<b>负债合计</b>	<b>402</b>	<b>451</b>	<b>514</b>	<b>587</b>	归母净利润增长率(%)	39.78	(7.48)	16.69	17.58
归属母公司股东权益	1,352	1,631	1,956	2,338					
少数股东权益	146	146	146	146					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,499</b>	<b>1,777</b>	<b>2,102</b>	<b>2,484</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,900</b>	<b>2,228</b>	<b>2,616</b>	<b>3,071</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	166	275	323	375	每股净资产(元)	3.38	4.08	4.89	5.85
投资活动现金流	(81)	(40)	(50)	0	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	(2)	0	0	0	ROIC(%)	17.79	16.04	15.81	15.73
现金净增加额	84	235	273	375	ROE-摊薄(%)	22.26	17.08	16.62	16.34
折旧和摊销	52	31	34	32	资产负债率(%)	21.13	20.23	19.64	19.11
资本开支	(76)	(50)	(50)	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.77	21.37	18.31	15.58
营运资本变动	(123)	(28)	(36)	(39)	P/B(现价)	4.40	3.65	3.04	2.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>