

2024年05月03日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 复调延续高增势能，B端业务贡献主要推力

## —宝立食品（603170.SH）公司事件点评报告

### 买入（维持）

### 事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月25日，宝立食品发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

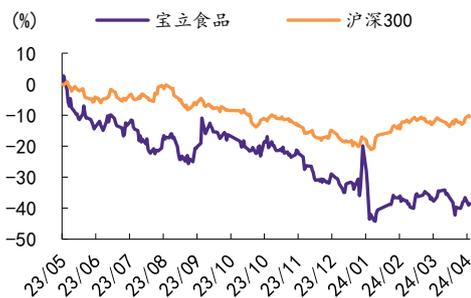
## 投资要点

### 基本数据

2024-04-30

当前股价（元）	14.73
总市值（亿元）	59
总股本（百万股）	400
流通股本（百万股）	159
52周价格范围（元）	13.51-25.16
日均成交额（百万元）	48.92

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《宝立食品（603170）：复调稳健增长，期待空刻业务修复》2023-10-31
- 《宝立食品（603170）：二季度业绩略超预期，BC端齐发力释动能》2023-07-12
- 《宝立食品（603170）：一季度业绩实现高增长，期待全年延续高增态势》2023-04-29

### ■ 营收稳健增长，结构调整致使盈利承压

公司2023/2023Q4/2024Q1总营收分别为23.69/6.10/6.24亿元，分别同增16%/9%/16%，主要系公司大客户进展顺利，业务全面推进所致，归母净利润分别为3.01/0.60/0.61亿元，分别同比+40%/-3%/-20%。**盈利端**，由于低毛利B端业务占比提升/新烘焙工厂产能仍在爬坡，2023/2024Q1公司毛利率分别同减1pct/3pct至33.14%/32.04%，后续公司通过成本控制/工艺优化/提升新品附加值逐步拉升毛利率表现；2023/2024Q1公司销售费用率分别同减1pct/1pct至14.64%/14.85%，管理费用率分别同减0.1pct/0.1pct至2.81%/2.37%，费用端持续优化；综合导致2023/2024Q1公司净利率分别为13.14%/10.75%，分别同比+2pct/-4pct。**现金流端**，2024Q1公司经营净现金流为0.77亿元（同增29%）。**分红计划**，公司向全体股东每10股派发现金红利3.75元，分红率为50%。

### ■ 复调贡献主要推力，轻烹板块稳中有升

复调产品受益于连锁餐饮修复，2023/2024Q1公司复调营收分别为11.45/3.04亿元，分别同增29%/28%，主要系连锁餐饮场景修复带动复调需求提升，同时产品结构变化导致2023年复调毛利率同减4pct至21%。**轻烹板块稳中有升**，2023/2024Q1公司轻烹解决方案营收分别为10.24/2.67亿元，分别同增1%/6%，C端整体承压，但B端客户增速良好，带动轻烹稳中有升，2023年轻烹毛利率为50%（同增5pct），盈利能力稳步提升，后续公司针对空刻进行人员/业务/产品思路调整，通过优化费投、配合购物节活动推新等方式，推动空刻业务2024年实现正增长。**饮品甜点配料关注烘焙工厂产能爬坡**，2023/2024Q1公司饮品甜点配料营收分别为1.43/0.35亿元，分别同增8%/1%，客户结构逐渐丰富，茶饮客户成为重要驱动力，达美乐等西式餐饮客户拉动板块提升，但由于新烘焙工厂仍处于起步阶段，对利润端造成拖累，因此2023年饮品甜点配料毛利率同减2pct至20%。

## ■ B端高速增长，C端开拓思路清晰

**B端渠道贡献主要推力**，2023/2024Q1 公司直销渠道营收分别为 19.03/5.07 亿元，分别同增 13%/16%，2023 年直销渠道毛利率为 35%（同比持平），工厂客户保持稳健增长，餐饮流通客户为渠道主要推力，后续公司延续大客户新品研发与新客户开拓，直销渠道势能仍强。2023/2024Q1 非直销渠道营收分别为 4.08/0.99 亿元，分别同增 20%/12%，2023 年非直销渠道毛利率为 28%（同减 5pct），截至 2024Q1 公司经销商数量 387 家，较年初净增长 5 家，公司持续推进 C 端产品系列化，通过创新驱动规模提升。**全国各区域均实现营收增长**，2024Q1 公司华东/华南/华北/华中/东北/西南/西北/境外区域营收分别为 4.96/0.24/0.37/0.18/0.16/0.06/0.03/0.07 亿元，分别同增 10%/21%/76%/53%/20%/135%/101%/117%。

## ■ 盈利预测

公司作为西式复调龙头企业，具有领先于行业的研发能力，后续公司强化 BC 两端发力，进一步捋顺组织/产品策略，随着大客户渠道放量，公司规模提升空间依然充足，根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.82/1.01/1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 18/15/12 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、行业竞争加剧、C 端发展不及预期、客户开发不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,369	2,728	3,104	3,461
增长率（%）	16.3%	15.1%	13.8%	11.5%
归母净利润（百万元）	301	329	406	477
增长率（%）	39.8%	9.4%	23.1%	17.5%
摊薄每股收益（元）	0.75	0.82	1.01	1.19
ROE（%）	20.1%	19.1%	20.2%	20.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	491	708	941	1,233
应收款	299	374	425	474
存货	267	307	343	378
其他流动资产	105	103	127	146
流动资产合计	1,162	1,492	1,837	2,231
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	15	35	50	60
固定资产	358	430	439	425
在建工程	159	63	25	10
无形资产	89	85	80	76
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	132	132	132	132
非流动资产合计	738	710	677	643
资产总计	1,900	2,202	2,514	2,875
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	154	223	249	275
其他流动负债	144	144	144	144
流动负债合计	317	389	419	447
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	84	84	84	84
非流动负债合计	84	84	84	84
负债合计	402	474	503	532
<b>所有者权益</b>				
股本	400	400	400	400
股东权益	1,499	1,728	2,011	2,343
负债和所有者权益	1,900	2,202	2,514	2,875

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	311	340	418	492
少数股东权益	10	10	13	15
折旧摊销	39	28	33	33
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-194	-21	-68	-64
经营活动现金净流量	166	357	396	475
投资活动现金净流量	-81	4	14	19
筹资活动现金净流量	132	-110	-136	-159
现金流量净额	217	251	274	335

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,369	2,728	3,104	3,461
营业成本	1,584	1,786	1,998	2,203
营业税金及附加	18	20	23	25
销售费用	347	393	444	491
管理费用	67	74	81	87
财务费用	-3	-20	-26	-35
研发费用	47	55	62	69
费用合计	457	501	560	613
资产减值损失	-10	-1	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	411	442	543	636
加:营业外收入	1	0	1	2
减:营业外支出	3	1	2	3
利润总额	410	441	542	635
所得税费用	98	101	124	144
净利润	311	340	418	492
少数股东损益	10	10	13	15
归母净利润	301	329	406	477

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	16.3%	15.1%	13.8%	11.5%
归母净利润增长率	39.8%	9.4%	23.1%	17.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	33.1%	34.5%	35.6%	36.4%
四项费用/营收	19.3%	18.4%	18.1%	17.7%
净利率	13.1%	12.5%	13.5%	14.2%
ROE	20.1%	19.1%	20.2%	20.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.1%	21.5%	20.0%	18.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	7.9	7.3	7.3	7.3
存货周转率	5.9	5.9	5.9	5.9
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.75	0.82	1.01	1.19
P/E	19.6	17.9	14.5	12.4
P/S	2.5	2.2	1.9	1.7
P/B	4.4	3.7	3.2	2.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。