

# 宝立食品 (603170.SH)

## 定制化复合调味品龙头，持续扩品拓宽成长边界

优于大市

### 核心观点

**宝立食品：深耕定制餐调数十载，方便速食寻突破。**公司始于百胜供应链，深耕西式复合调味品领域二十载，并通过持续拓客户、扩品类实现B端定制餐调业务稳步增长；随着公司战略布局轻烹、茶饮甜品配料业务，公司开始发力C端并孵化空刻意面等大单品，打造第二增长曲线；在B端复苏、连锁化以及C端拓渠道、打造爆品背景下，公司主业将实现双轮驱动增长。

**B端业务：百胜稳固公司基本盘，研发奠定竞争优势。**随着餐饮连锁化发展，调味品正沿着“基础调味品-复合调味品”的路径演变，未来渗透率仍有较大提升空间。公司定位于一体化综合方案提供商，为客户提供集设计、研发与生产于一体方案，借助于百胜的基础和自身强大的研发优势，不断拓宽其大型企业客户基础，并引入烘焙等新类别，为其B端业务构建了坚固的护城河。过去几年B端整体需求承压，公司凭借较高水平的研发能力在大客户体系内不断拓展合作品类。同时，公司加深与已有大客户合作深度，增强客户粘性，百胜中国对宝立子公司进行了增资，未来双方可在多维度上实现优势互补。并且公司不断扩展其客户群，未来有望进一步渗透到中等规模的西式快餐、茶饮和咖啡行业客户中，从而带来收入增长。

**C端业务：空刻意面成为速食意面行业龙头，顺应市场变化调整品牌打法。**在厨房阿芬操盘之下，空刻意面是第一个提出“轻烹速食意面”概念并开始大规模投放的新锐品牌，空刻具备食品安全及价格优势，同时精准选品、打造较强产品力，成为空刻发展之基石。同时，利用线上线营销组合拳，空刻意面知名度与影响力实现突破和扩大，上市三年蝉联速食意面品类销量TOP1，成为速食意面行业的龙头。短期虽然C端空刻意面虽然线上增速有所放缓，但公司通过推出低客单价新品+布局线下渠道持续强化竞争力。2023年空刻线下目标覆盖7000+门店，现已入驻沃尔玛、大润发、盒马等商超体系，线下渠道未来或将成为空刻增长的重要补充。同时随着后续消费力的恢复，我们仍看好空刻重回高增长趋势。

**盈利预测与估值：**预计公司24-26年收入分别为27.5/31.7/36.4亿元，同比增加15.9%/15.4%/14.8%，归属母公司净利润2.8/3.3/3.8亿元，归母净利润增速分别为-6.2%/16.1%/16.3%，EPS为0.71/0.82/0.95元，当前股价对应PE为17/14/12倍，预计公司合理估值12.71-14.12元，相对目前股价有8%-20%溢价，给予优于大市评级。

**风险提示：**复合调味品渗透不及预期；新客户开发不及预期；上游原材料价格大幅波动；食品安全风险；行业竞争加剧。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,037	2,369	2,745	3,167	3,637
(+/-%)	29.1%	16.3%	15.9%	15.4%	14.8%
净利润(百万元)	215	301	282	328	381
(+/-%)	16.2%	39.8%	-6.2%	16.1%	16.3%
每股收益(元)	0.54	0.75	0.71	0.82	0.95
EBIT Margin	13.5%	13.0%	12.5%	12.7%	12.9%
净资产收益率(ROE)	19.1%	22.3%	18.3%	18.6%	18.9%
市盈率(PE)	21.8	15.6	16.6	14.3	12.3
EV/EBITDA	16.1	14.7	13.1	11.2	9.7
市净率(PB)	4.16	3.47	3.05	2.67	2.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 食品饮料·调味发酵品 II

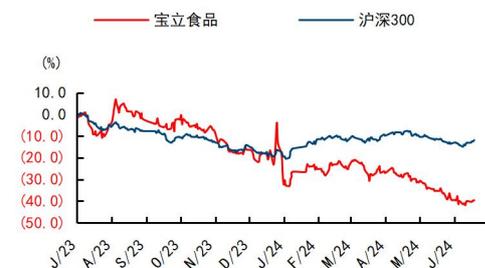
证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn  
S0980523090001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	12.71 - 14.12元
收盘价	11.86元
总市值/流通市值	4744/1883百万元
52周最高价/最低价	21.78/11.30元
近3个月日均成交额	23.86百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>1 公司概况：深耕定制餐调数十载，方便速食寻突破</b>	<b>5</b>
1.1 公司简介：定制化复合调味品起家，开辟多元化发展之路	5
1.2 业务结构：定制复调构建稳固基本盘，空刻意面贡献核心增量	6
1.3 股权结构：多位一致行动人共同控股，员工持股激发经营活力	8
<b>2. 行业分析：复合调味料加速渗透，速食意面市场前景可期</b>	<b>9</b>
2.1 复合调味料：渗透率加速提升，定制餐调空间广阔	9
2.2 速食意面：市场前景可期，空刻份额绝对领跑	14
<b>3. 竞争优势：研发立本，营销破圈</b>	<b>18</b>
3.1 自上而下具备研发基因，研发实力获百胜背书	18
3.2 产能配套及时响应客户需求，募资扩产强化规模效应	20
3.3 空刻意面打造较强产品力，精准营销拔高品牌高度	22
<b>4. 成长剖析：B 端享受增量红利，C 端静待新品与线下渠道突破</b>	<b>23</b>
4.1 B 端：深挖存量+抢占增量，客户数量不断增长	23
4.2 C 端：期待扩品类+线下渠道突破打开增长空间	25
<b>5. 盈利预测</b>	<b>26</b>
假设前提：餐饮渠道恢复顺利，空刻意面维持稳定增长	26
未来 3 年业绩预测	27
<b>6. 估值与投资建议：首次覆盖给予“优于大市”评级</b>	<b>27</b>
绝对估值：12.58-13.11 元	28
相对估值：12.71-14.12 元	29
<b>风险提示</b>	<b>31</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: 宝立食品发展历程图 .....	5
图 2: 2018-2023 年宝立食品主要产品收入及增速变化 .....	7
图 3: 2018-2021 年宝立定制品与通用品占比变化 .....	8
图 4: 2018-2021 年宝立前五大客户收入占比变化 .....	8
图 5: 宝立原材料采购金额占比 .....	8
图 6: 2018-2023 年宝立毛利率/销售费用率/净利率变化 .....	8
图 7: 宝立食品资本变动情况: 由外资独资企业逐渐变为内资企业 .....	9
图 8: 宝立食品股权结构图 .....	9
图 9: 调味品分类 .....	10
图 10: 复合调味品细分品类及占比 .....	10
图 11: 餐饮是复合调味品最主要销售渠道 .....	10
图 12: 近年来商铺租金上涨明显 (单位: 元/日/平米) .....	10
图 13: 复合调味品行业增长驱动因素逻辑示意图 .....	11
图 14: 近年来中国便利店数量变化 .....	11
图 15: 近年来中国家庭趋于小型化 .....	11
图 16: 2011-2027E 复合调味品市场规模及增速 .....	12
图 17: 不同类型餐饮企业对复合调味品的选择选择模式存在差异 .....	13
图 18: 连锁餐饮调味品选购 (变更) 及定制餐调生产流程示意图 .....	13
图 19: 近年来聚慧食品销售额持续提升 .....	14
图 20: 定制餐调主要生产企业份额情况 .....	14
图 21: 2017-2021 年外卖客单价持续提高 .....	14
图 22: 2017-2022 年方便食品市场规模及增速 .....	14
图 23: 消费者选购食品关注因素 .....	15
图 24: 消费者选购产品依据 .....	15
图 25: 2020-2026 年我国意面市场整体市场规模及预测 .....	17
图 26: 2017-2022 年我国 C 端意面市场规模及预测 .....	17
图 27: 2020-22 年天猫淘宝渠道方便速食子品类销售额 CAGR .....	17
图 28: 2017-2022 年天猫淘宝渠道意面销售额及增速 .....	17
图 31: 公司研发费用率高于行业平均水平 .....	19
图 32: 公司研发人员人均薪酬高于行业平均水平 .....	19
图 33: 宝立食品主要服务客户 .....	20
图 34: 空刻口红式外包装 .....	22
图 35: 空刻广告投放 .....	23
图 36: 今年开始空刻开始线下梯媒宣传 .....	23
图 39: 宝立对百胜中国的销售收入变化 .....	24
图 40: 空刻线上销售表现 .....	25
图 41: 空刻意面在线下精品超市的陈列 .....	25

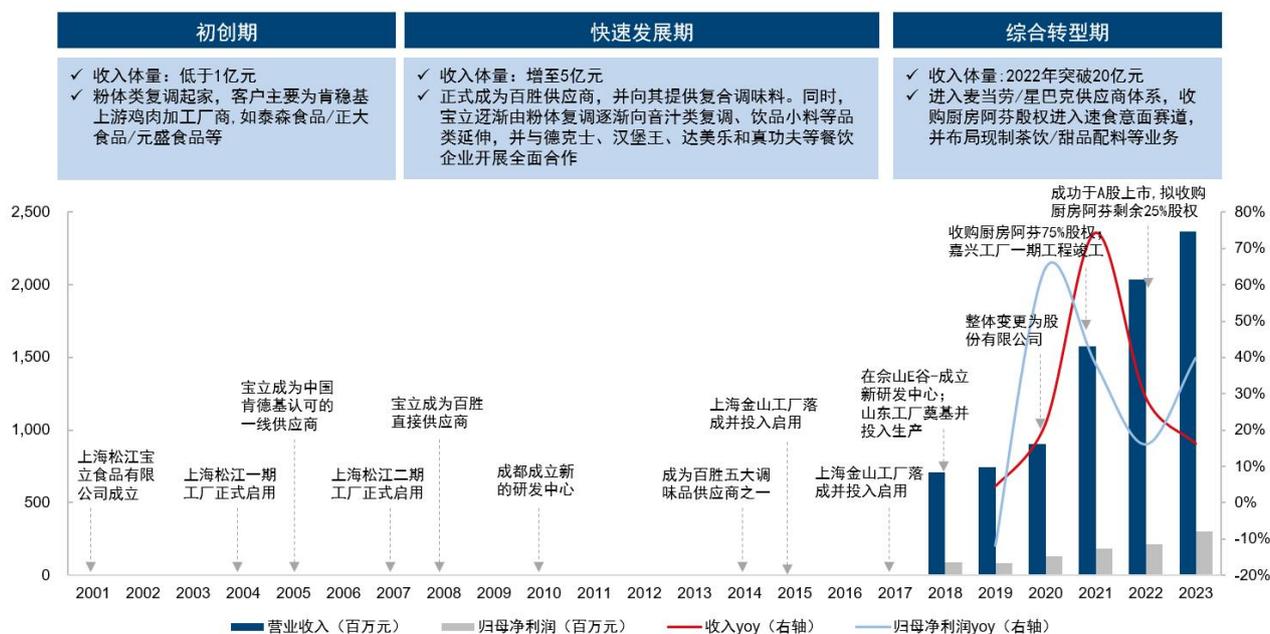
表 1: 宝立食品产品矩阵 .....	6
表 2: 复合调味品和单一调味品差异 .....	10
表 3: 方便速食赛道部分公司及其主要方便速食品类 .....	15
表 4: 意面营养成分显著优于精制白面 .....	16
表 5: 四种意面类型对比 .....	16
表 6: 宝立食品高管介绍 (2023 年年报) .....	18
表 7: 宝立食品获得的主要奖项 .....	20
表 8: 公司粉类和酱类产品产能利用率和产销率情况 .....	21
表 9: 公司各生产基地产能情况 .....	21
表 10: 宝立食品募投项目 .....	21
表 11: 互联网品牌轻资产模式导致产品品质及食品安全属性较弱 .....	22
表 12: 公司客户总数量与销售金额分布情况 .....	24
表 13: 宝立食品业务拆分 .....	26
表 14: 未来 3 年盈利预测表 .....	27

# 1 公司概况：深耕定制餐调数十载，方便速食寻突破

## 1.1 公司简介：定制化复合调味品起家，开辟多元化发展之路

宝立食品于 2001 年成立，以生产定制化复合调味料起家，目前已成为行业领先的风味及产品解决方案服务商，并与肯德基/必胜客/麦当劳/德克士/汉堡王/达美乐/圣农食品/泰森中国/嘉吉/正大食品等众多国内外知名餐饮连锁和大型食品企业建立了长期稳定合作关系。2018 年后公司逐步开拓了轻烹解决方案和饮品甜点配料等业务，2021 年收购厨房阿芬股权后，空刻意面等方便速食产品快速成为宝立的第二增长极，公司也成功实现了由 B 端向 B&C 端共同驱动的转型。通过回顾公司的发展历程，宝立在经历了初创期和快速发展期，目前正处于不断打造第二成长曲线的新阶段：

图1：宝立食品发展历程图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ **初创期（2001–2007年）：肯德基供应链起家，逐步积累研发优势。**2007年之前公司主要产品为粉体类复合调味料，代表产品为黄金鸡块裹粉等，主要客户为泰森食品/正大食品/元盛食品等肯德基上游鸡肉加工厂商，并逐步实现了与百胜研发体系的熟悉和对接，公司的质量控制制度逐步完善，研发创新能力持续提升，在行业内形成了较强的食品安全控制优势和技术研发优势。
- ◆ **快速发展期（2008–2017年）：成为百胜核心供应商，品类及客户数持续拓展。**2008年公司开始向百胜直接提供复合调味料，此后进一步完善了粉体类和酱汁类复合调味料的产品布局。同时，得益于与肯德基多年合作中树立的良好口碑，快速进入德克士/汉堡王/达美乐/真功夫等餐饮连锁企业合格供应商体系并开展全面合作，收入规模快速增长。

- ◆ **综合转型期（2018 年至今）：业务面持续拓宽，不断探索第二成长曲线。**2018 年宝立进入麦当劳与星巴克供应商体系并开展合作。此后公司开始向现制茶饮、互联网轻烹解决方案等领域进行探索及战略布局，并开拓喜茶等现制茶饮客户。2021-2022 年公司逐步完成热门意面品牌“空刻意面”运营主体——厨房阿芬全部股权的收购，开辟第二增长曲线，实现收入、利润快速增长。2023 年公司进一步将品类拓展至冷冻烘焙领域，打开长期成长空间。

## 1.2 业务结构：定制复调构建稳固基本盘，空刻意面贡献核心增量

公司主要产品包括复合调味料、轻烹解决方案以及甜点饮品配料等三大类产品：

- ◆ **复合调味料：公司的核心基本盘，收入规模稳定增长。**公司复合调味料主要包括裹粉、腌料和撒粉等粉体类复合调料，和调味酱、沙拉酱等酱汁类复合调料。2023 年收入 11.45 亿元，过去 3 年 CAGR 为 20.4%，占比为 49.5%。
- ◆ **甜点饮品配料：受大客户阶段性定制影响波动较大。**公司甜点饮品配料主要包括茶饮小料和果酱等产品。2023 年收入 1.43 亿，过去 3 年 CAGR 为 8.8%，占比为 6.2%。2018 年公司与麦当劳合作甜点饮品配料产品因此收入较多，2019-2020 年有所回落，2021 年为百胜新研发圣代用智利车厘子复合果酱等数十种定制化产品并与喜茶等现制茶饮客户开始合作，从而实现了快速增长。
- ◆ **轻烹解决方案：空刻意面贡献核心增长，已成为公司的新增长极。**公司轻烹产品主要包括意面、捞饭等系列料理酱包以及各口味料理汤包。2021 年之前公司主要为厨房阿芬旗下子公司空刻网络的空刻意面和阿芬厨房捞饭提供提供料理酱包等产品，2021 年收购厨房阿芬后，意面、捞饭和捞面等轻烹食品并表，收入快速增长。2023 年收入 10.24 亿元，过去 3 年 CAGR 为 96.7%，占比 44.3%。

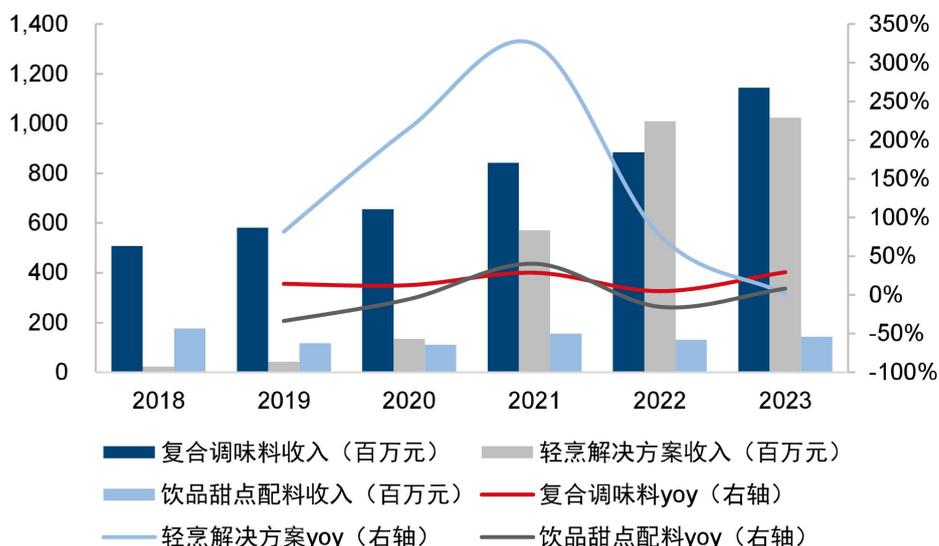
表1: 宝立食品产品矩阵

覆盖品类	产品名称	代表产品	产品外观	用途展示
粉体类 复合调味料	裹粉	脆皮裹粉、鸡排裹粉、脆鳞裹粉等		
	腌料	原味腌料、香辣腌料、新奥尔良腌料、藤椒腌料、果木熏风味腌料、西域辣孜然腌料等		
	撒粉	孜然香辣撒粉、孜然撒粉、麻辣撒粉、椒盐撒粉、甘梅撒粉等		
酱汁类 复合调味料	调味酱	日式照烧酱、黄金咖喱酱、黑椒酱、泰式甜辣、番茄沙司等		
	沙拉酱	香甜沙拉酱、千岛酱、焙煎芝麻沙拉酱、蜂蜜芥末酱等		

轻烹解决方案	调理包	经典意大利风味番茄肉酱等口味意面系列、花椒花胶鸡捞饭系列轻烹料理酱包；奶油蘑菇等口味轻烹料理汤包等		
甜点饮品配料	果酱	晶球果味酱、爆珠果味酱、芒果果酱、糖浆、饮料浓浆等		
	小料	不同风味爆珠、晶球、粉圆和布丁等创意小料产品		

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图2：2018-2023 年宝立食品主要产品收入及增速变化



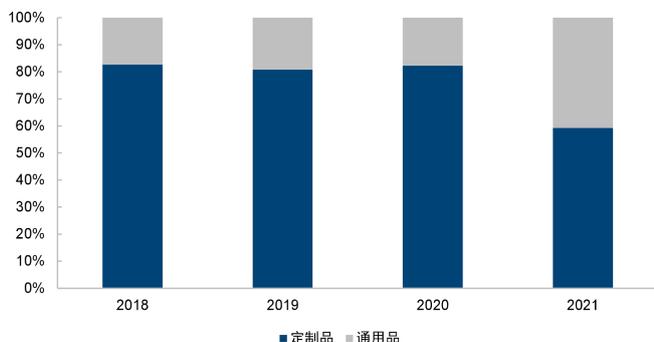
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司销售模式是以为 2B 大客户供应定制化产品为主，但对定制业务及大客户的依赖度逐年降低。经过多年深耕，宝立掌握了诸多核心产品的技术配方和核心工艺，可开发出满足客户各种定制化需求的细分系列产品，并与多家国内外餐饮连锁企业及食品工业企业建立了长期稳定的合作关系。2020 年及以前公司为餐饮连锁企业和大型食品工业企业等客户生产定制化产品收入占比超过 80%，百胜等前五大客户销售金额占比超过 40%。而随着 2021 年收购厨房阿芬，以空刻意面为代表的通用类产品收入快速提升，定制化产品收入占比下降至 59.3%，前五大客户销售占比也下降至 36.7%，对定制化业务及大客户的依赖度进一步降低。

多因素共振致公司毛利率、净利率波动较大。公司原材料主要包括果蔬原料/面粉、淀粉及米粉/调香调味类/生鲜肉类/香辛料等众多原料，各主要原材料的采购额占比较为均衡（占比基本在 7-20%之间）。2020 年之前受到原材料价格波动、阶段性高毛利定制产品占比变化影响毛利率波动较大，2021 年收购厨房阿芬后高毛利

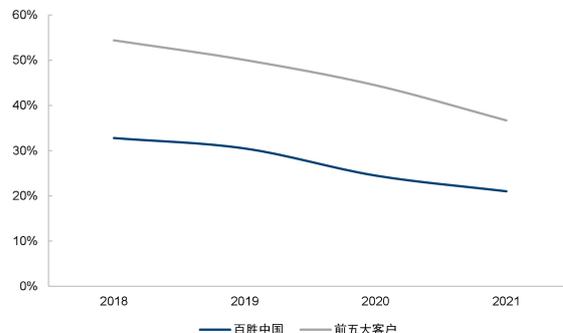
速食产品销售并表,导致公司整体毛利率持续提升,2023年进一步提升至33.14%。而由于厨房阿芬产品主要通过电商渠道销售,国内电商业态特有的引流和促销模式使得销售推广费大幅增加,销售费用率由2020年2.2%提升至2023年的14.64%,在以上因素共同影响下,公司净利率从2020年14.8%下降至2023年的12.71%。

图3: 2018-2021年宝立定制与通用品占比变化



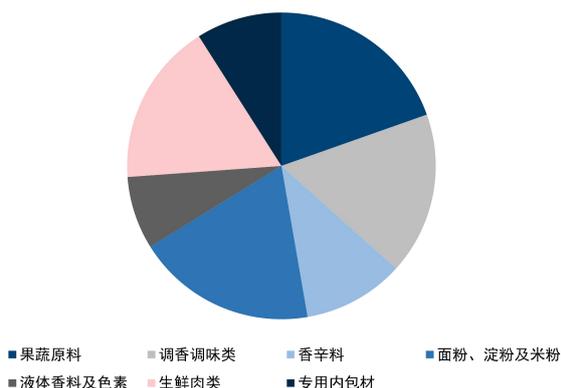
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 2018-2021年宝立前五大客户收入占比变化



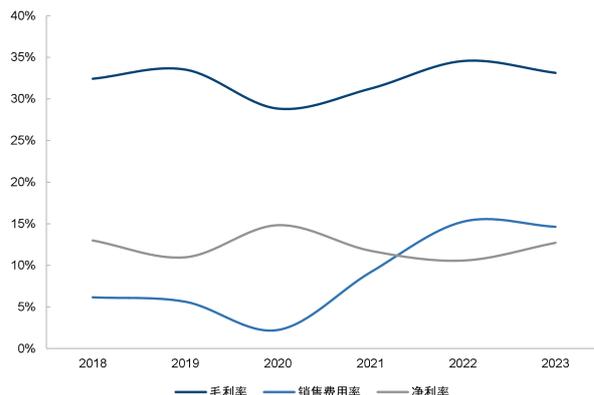
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 宝立原材料采购金额占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 2018-2023年宝立毛利率/销售费用率/净利率变化

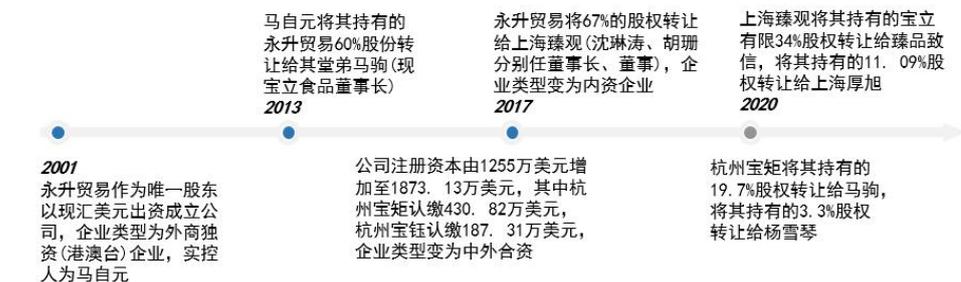


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 1.3 股权结构: 多位一致行动人共同控股, 员工持股激发经营活力

公司历经多次股权变更成为内资企业。2001年永升贸易作为唯一股东以现汇美元出资成立公司,企业类型为外商独资(港澳台),实控人为马自元;2013年马自元将其持有的永升贸易60%股份转让给马驹(现公司董事长);2017年公司注册资本由1255万美元增加至1873.13万美元,其中杭州宝矩认缴430.82万美元,杭州宝钰认缴187.31万美元,企业类型变为中外合资;同年永升贸易将67%股权转让给上海臻观(沈淋涛、胡珊分别任董事长、董事),企业类型变为内资企业。

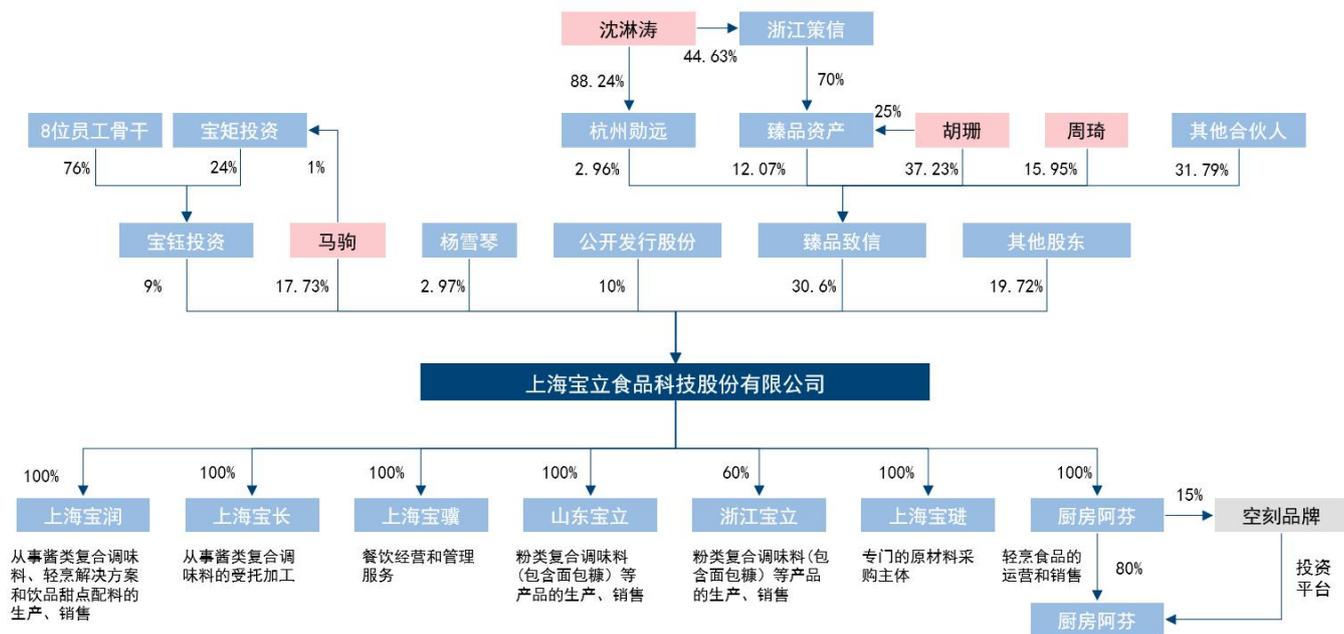
图7: 宝立食品资本变动情况: 由外资独资企业逐渐变为内资企业



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

目前马驹、胡珊、周琦、沈琳涛是宝立食品的共同实际控制人。2020年杭州宝钰将其持有的宝立有限19.7%股权转让给马驹, IPO后马驹直接持有17.7%公司股份, 通过宝钰投资间接持有6.8%公司股份, 沈琳涛、胡珊、周琦通过臻品致信间间接持有约18.8%公司股份。马驹、胡珊、周琦、沈琳涛、臻品致信和宝钰投资于2020年7月及2021年8月共同签署《一致行动协议》及《补充协议》, 持续采取一致行动, 有效期5年, 自2020年7月起计算。其中, 马驹任宝立食品董事长, 负责公司的管理和运营, 其余实控人以财务投资持股, 不直接参与经营。

图8: 宝立食品股权结构图



资料来源: 招股说明书、Wind, 国信证券经济研究所整理

## 2. 行业分析: 复合调味料加速渗透, 速食意面市场前景可期

### 2.1 复合调味料: 渗透率加速提升, 定制餐调空间广阔

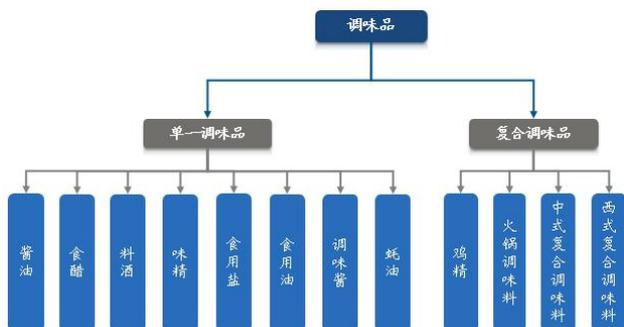
复合调味品是调味品的一个分支，是指将 2 种或 2 种以上的基础调味品，在科学的调味理论的指导下，按照一定比例进行配制而制成的调味料。使用者可用一包调料和食材即可完成烹饪，有效提升烹饪效率，复合调味品作为调味品行业中的一个细分品类，目前刚刚步入成长初期。复合调味品又可分为鸡精、火锅底料、中式复合调味料及西式复合调味料等。宝立食品所生产的产品属于西式复合调味品，占整体规模比例约为 20%。

表2: 复合调味品和单一调味品差异

	复合调味品	单一调味品
种类	火锅调料、中式复合调料（川菜调料）、西式复合调味料、鸡精等	酱油、醋、料酒、食盐等
原材料种类	种类多，大部分超过 20 种	种类少，大部分不超过 10 种
标准化程度	高	低，可自由调配使用比例
烹饪技艺要求	低，混合食材加热即可	高，比例控制、加入时点等要求
烹饪时间	较短，前段调配工作已在工厂端完成，消费者主要进行后段加热等操作	较长，前段调味品调配工作需自行完成

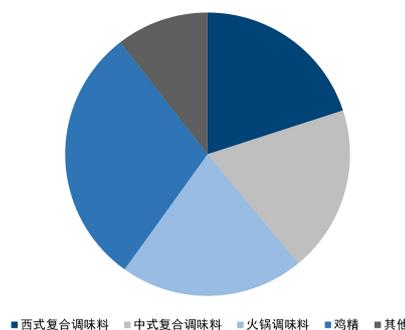
资料来源：华商情报网，国信证券经济研究所整理

图9: 调味品分类



资料来源：调味品协会，国信证券经济研究所整理

图10: 复合调味品细分品类及占比

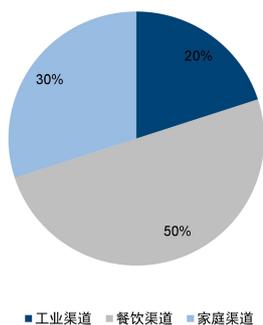


资料来源：沙利文，国信证券经济研究所整理

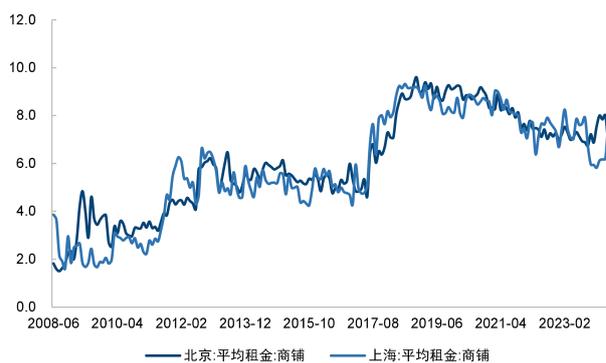
**复合调味料可满足餐饮客户维持口味稳定、降成本及提高运营效率的需求。**餐饮渠道是复合调味品最主要销售渠道，占比约为 50%。近年来国内餐饮连锁化率逐渐提升，餐饮对供应链的稳定/效率/成本控制能力要求提高，倒逼餐饮进行标准化。另外，近年来运营成本上涨明显，餐厅去厨房、去厨师的意愿强烈。而工业化生产复合调味料一方面可以降低餐饮企业采购成本并维持口味稳定，而另一方面，复合调味料可替代部分厨师功能，餐饮店通过使用复调可降低人力成本并提高出菜速度以提升运营效率。目前多数大型连锁餐饮企业会通过复合调味品生产企业合作或自建复调生产线的方式使用复合调味品进行烹饪。

图11: 餐饮是复合调味品最主要销售渠道

图12: 近年来商铺租金上涨明显（单位：元/日/平米）



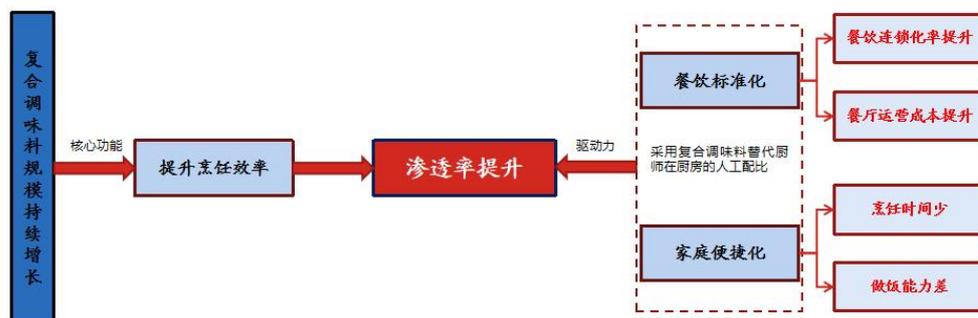
资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从零售的视角来看，复合调味品能满足做饭时间少、烹饪能力差的消费者“一菜一料”的便捷化需求。随着城镇化率提升，城镇居民的收入水平增加，生活节奏逐渐加快，家庭逐也呈现小型化的趋势。居民对于烹饪便捷化、方便的饮食方式等需求也在不断提升。复合调味品可有效简化烹饪过程，缩短做饭时间，解决了消费者这一痛点，另外随着 80/90 后逐渐成为烹饪主力，这些人群烹饪水平较低，但有了复合调味品不需任何烹饪技能就可做出平时喜爱的菜品，解决了消费者不会做饭的痛点，消费者也愿意为了便捷性支付溢价。

图13: 复合调味品行业增长驱动因素逻辑示意图



资料来源：调味品协会，国信证券经济研究所整理

图14: 近年来中国便利店数量变化

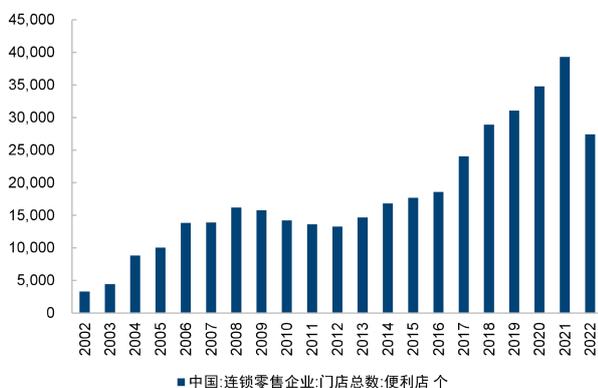
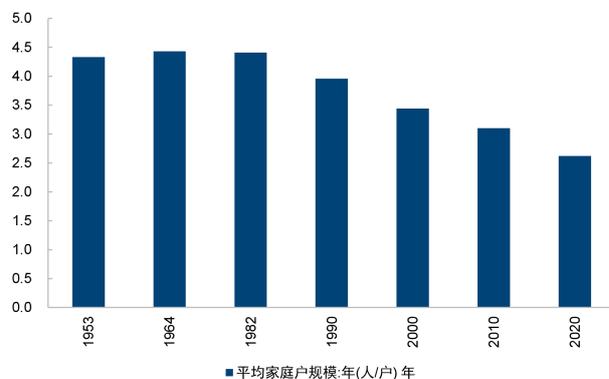


图15: 近年来中国家庭趋于小型化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

预计到 2027 年复合调味品市场规模将超 3000 亿元，未来 5 年有望维持双位数以上快速增长趋势。根据艾媒咨询数据，2022 年中国复合调味品市场规模为 1786 亿元，过去 5 年 CAGR 为 12.6%。展望未来，餐饮客户维持口味稳定、降成本、提高运营效率的需求仍在，并且使用比例较低；家庭端消费者仍处于品类教育期，希望“一菜一料”的消费需求仍待挖掘，未来复调餐饮、零售端渗透率仍有一倍以上空间，预计未来 5 年复合调味料仍将保持快速增长趋势。根据艾媒咨询预测，到 2027 年复合调味品市场规模将达到 3367 亿元，未来 5 年增速超过 10%。

图16: 2011-2027E 复合调味品市场规模及增速

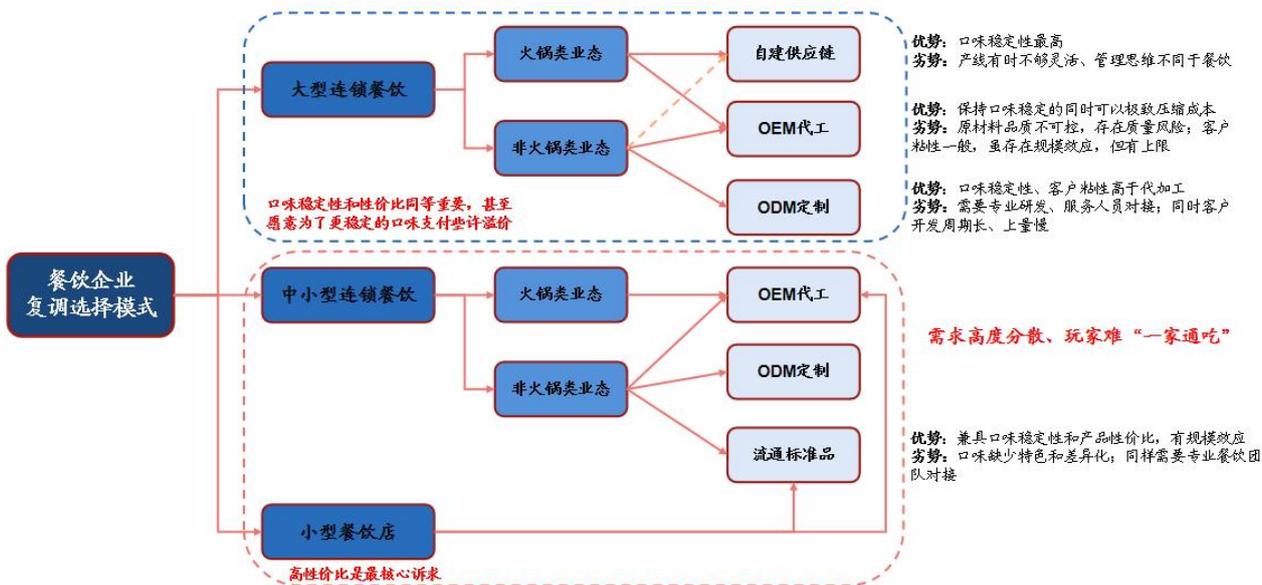


资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

由于餐饮企业类型众多，需求呈现高度分层的特征，但在选择调味料解决方案时本质是在质量和成本间做取舍：对大型连锁餐饮企业来说，对质量的把控优先级高于采购价格，愿意为质量（口味、稳定）付出稍高价格；而对中小型餐饮来说，控制成本是最核心诉求，价格敏感度高，1-2 元/斤的价差都会影响其进货决定。目前针对复合调味品的选择，餐饮端有以下模式可供选择：

- ✓ **自建供应链**：部分大型连锁餐饮企业（尤其是火锅类餐饮）发展到一定规模后会选择自建复调工厂，以保证直营店与加盟店的口味稳定性，代表企业如海底捞（颐海）、大龙燚等。
- ✓ **定制餐调**：是指复调生产企业与下游 2B 客户通过点对点沟通，并根据客户对口味要求进行研发，并输出标准化产品及服务，中大型连锁餐饮客户大多采用此种采购方式，代表企业有聚慧、宝立、日辰等公司。
- ✓ **代加工生产**：餐饮企业通过委托代加工厂进行复合调料的生产，质量虽然无法保证，但由于中小餐饮店大量存在，目前仍是行业主要采购方式。
- ✓ **流通标准品**：规模厂商为开拓中小 B 客户开发的产品，适用于对质量有要求的中小型连锁餐饮企业，其中以口味差异化立足的川菜馆和火锅店对于流通标准品的需求不高，需求主要集中在长尾的中餐馆、外卖、快餐馆等对口味要求不高的餐饮业态。

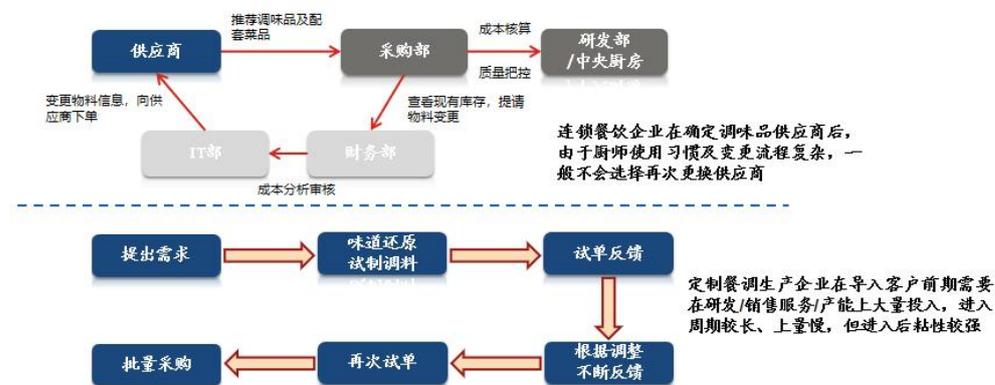
图17: 不同类型餐饮企业对复合调味品的选择模式存在差异



资料来源: 招股说明书、Wind, 国信证券经济研究所整理

定制餐调企业在导入大客户前期需在研发/销售/产能等方面大量投入, 但切入大客户供应链后粘性极强。由于连锁餐饮更关注口味创新能力和研发效率, 定制餐调企业在研发时需要专业的技术团队支撑。而在和客户对接或产品测试过程中需要有全覆盖的销售网络, 及时响应客户需求, 保障客户的售前、售后服务。因此定制餐调企业前期需要在研发/销售/产能等方面大量投入, 进入壁垒较高。同时由于定制餐调企业在导入大客户前期往往需要经历开发产品、确定样品、协定价格和供应等环节, 这个过程至少需要6个月, 定制餐调业务也呈现出上量慢、开发时间长等特征。而对连锁餐饮企业来说, 更换调味品供应商的流程复杂, 并且会担心切换供应商后发生口味变化, 一旦选好供应商很难更换。所以定制餐调企业一旦切入大客户供应链后粘性极强, 并且在与优质客户长期深度绑定的背景下, 定制餐调企业有望获得更高盈利水平。

图18: 连锁餐饮调味品选购(变更)及定制餐调生产流程示意图



资料来源: 调味品协会, 国信证券经济研究所整理

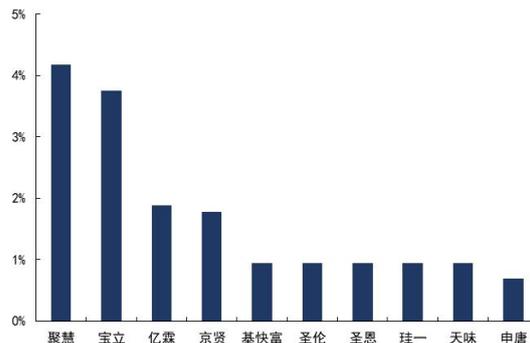
目前国内定制餐调市场规模超 400 亿，宝立食品份额领跑。根据调味品协会估计，我国定制餐调市场规模超过 400 亿元，并且仍处于渗透早期，2019 年行业增速为 35%，目前仍以每年 20% 以上速度快速增长。而由于餐饮客户的分散性及需求差异化程度高，行业目前仍处于蓝海竞争，根据网聚资本的调研数据显示，2019 年我国定制餐调企业 CR3 为 9.3%，CR10 约 17%，其中头部企业聚慧食品规模超过 10 亿、宝立食品 2021 年复调销售额 8.4 亿，大部分企业营收不足 5 亿，宝立份额领跑，但整体市场集中度较低。

图19: 近年来聚慧食品销售额持续提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 定制餐调主要生产企业的份额情况



资料来源: 网聚资本, 国信证券经济研究所整理

## 2.2 速食意面：市场前景可期，空刻份额绝对领跑

**方便速食可食用场景众多。**方便速食是指将食品经过预先加工或调制成部分/已完全制作好的，食用时只需要简单烹制或不需要处理即可使用的食品。具有简单便捷、携带方便、推广性强等特点，其特点也与更多生活场景相贴合：1) 正餐食用（一个人简洁生活）；2) 宵夜食用（校园生活）；3) 加班晚餐（尤其在有外卖的深夜）；4) 高铁出行或者郊游露营时的餐食（只需一瓶饮用水）。

**方便速食行业持续扩容，消费者对效率和口味的追求是核心驱动力。**近年来，一方面随着外卖平台补贴下降，外卖客单价持续提高；另一方面，随着城镇化率的提升，生活节奏加快，人们愈发追求方便、快捷、高效的生活方式，而方便速食由于客单价低、烹饪便捷等特点逐渐受到消费者青睐。2022 年我国方便食品市场规模为 5961 亿元，过去 5 年 CAGR 为 7.6%，仍保持持续扩容趋势。

图21: 2017-2021 年外卖客单价持续提高

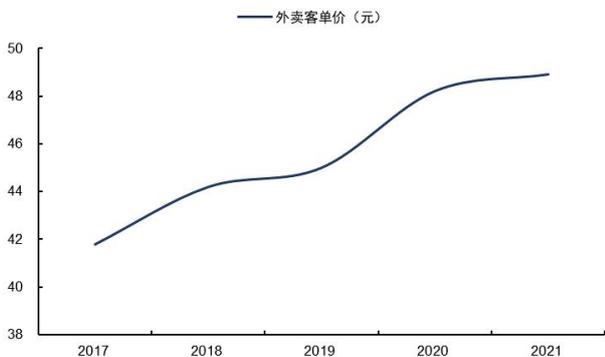


图22: 2017-2022 年方便食品市场规模及增速

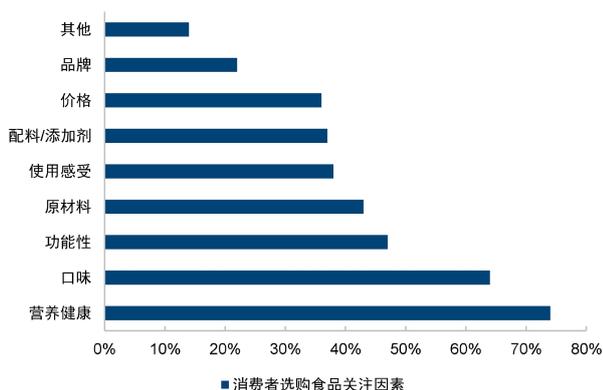


资料来源：美团，国信证券经济研究所整理

资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

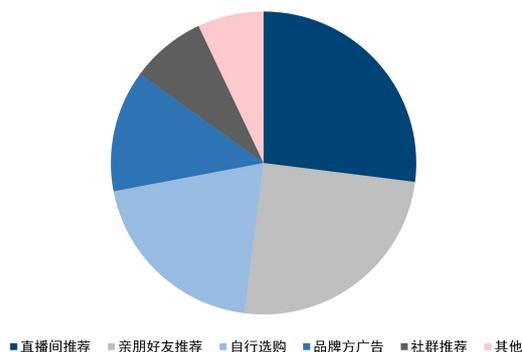
**消费者选择方便食品时最关注健康、口味，直播电商和口碑营销更为重要。**根据 町芒研究院调研结果，消费者对于食品的关注因素前三项分别为营养健康、口味、功能性，占比分别为 74%、64%、47%。，食品本身的营养健康和特殊的功能性越来越被重视。营销层面，越来越多的消费者开始在抖音/快手/淘宝直播间进行消费，该类消费者占比为 27%；依据亲朋好友推荐购买占比为 25%。

图23：消费者选购食品关注因素



资料来源：町芒研究院，国信证券经济研究所整理

图24：消费者选购产品依据



资料来源：町芒研究院，国信证券经济研究所整理

**方便速食品类快速扩张，爆款层出不穷。**伴随着消费升级和食用场景的拓宽，方便速食的品类也从传统的方便面等基础品类衍生出粉丝米线、自热食品、方便粥饭、速食意面、方便菜等产品形态，并孕育了诸如李子柒、自嗨锅、莫小仙、阿宽、空刻等爆款产品。目前众多上市公司、传统老店、新锐初创公司纷纷加码方便速食赛道，行业竞争进入一片红海。

表3：方便速食赛道部分公司及其主要方便速食品类

公司类型	公司名称	涉足产品类型
餐饮企业	海底捞	自热火锅、自热米饭、冲泡系列
	大龙焱	自热火锅、自热米饭
	小龙坎	自热火锅、自热米饭、自热烧烤、自热粉丝
传统食品公司	康师傅	方便面、自热米饭、自热面
	统一	方便面、自热火锅、自热米饭
	安井	速冻火锅料制品（速冻鱼糜、速冻肉制品）
	三全	速冻米面（速冻汤圆、水饺、面点）
休闲零食公司	三只松鼠	自热火锅
	良品铺子	自热火锅、自热面
新锐公司	自嗨锅	自热火锅
	莫小仙	自热火锅
	拉面说	高端日式拉面
	空刻	速食意面

资料来源：青山资本，国信证券经济研究所整理

**意面健康化属性突出，符合消费升级趋势。**意面一般指意大利面（面食），也被称为意粉，是西餐正餐中最接近中国人饮食习惯的面点。意面的主要原料是杜兰小麦，具备“高密度、高蛋白质、高筋度”等特点，其本质属于“粗粮”。与精制白面相比，一方面意面蛋白质含量更高且脂肪含量更低，另一方面由于杜兰小麦磨质出来的面粉颗粒也比普通面粉粗，因此富含膳食纤维，所以升糖指数也更低，同时增加饱足感从而利于减重；与以荞麦面为代表的其他粗粮比，意面口感更佳。

表4: 意面营养成分显著优于精制白面

单位/100g	热量/大卡	碳水化合物 (g)	蛋白质 (g)	脂肪 (g)	膳食纤维 (g)	升糖指数 (GI)
意面	356	79.2	14	1	1.2	60
白面	366	73.5	6.8	2.2	0	81.6
荞麦面	323	75	10.6	0.6	6.3	59.3

资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

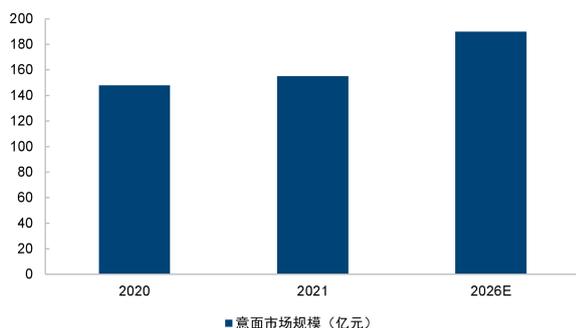
**目前意面市场规模超过 150 亿元，C 端速食意面快速增长。**市场上意面可以大致分为四类，分别是超市销售的传统意面、速食意面、西式快餐店销售的意面和西式正餐店销售的意面。与餐饮门店的意面相比，速食意面价格更亲民，且能较好的复刻出餐厅味道的意面，具备高性价比。根据 Globe News Wire 统计，2021 年我国意面市场整体规模约为 155 亿元，预计到 2026 年意面市场规模将达到 190 亿元，未来 5 年 CAGR 为 4%。2021 年我国意面 C 端销售额为 18.15 亿元，近年来保持快速增长趋势，预计到 2026 年 C 端意面销售额将达到 55.38 亿元。

表5: 四种意面类型对比

	传统意面	速食意面	快餐意面	正餐意面
品牌	Barilla	空刻	必胜客	西餐厅
主要渠道	商超	线上	线下门店	线下门店
价格	13.3 元/250g	20-27 元/270g	29-39 元/份	68-78 元/份
特点	价格便宜、制作麻烦	价格适中、简单方便	即食，但价格较贵	即食，但价格更贵
产品形象				

资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

图25: 2020-2026 年我国意面市场整体市场规模及预测



资料来源: 华经情报网, 国信证券经济研究所整理

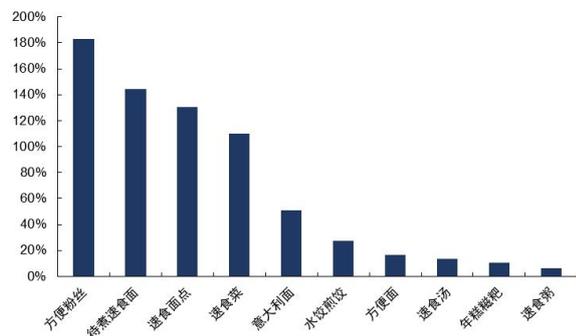
图26: 2017-2022 年我国 C 端意面市场规模及预测



资料来源: 华经情报网, 国信证券经济研究所整理

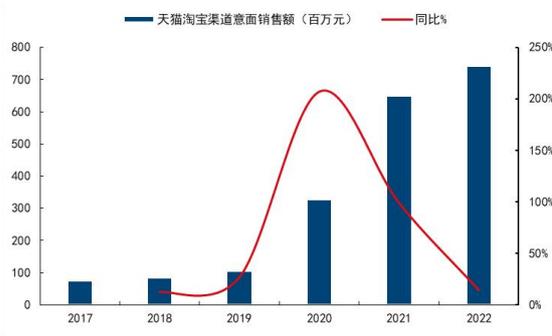
**线上速食意面增速更快, 空刻意面份额绝对领先。**根据天猫淘宝的统计数据, 2020-2022 年方便速食销售过亿的子赛道中, 增速前五的子赛道分别是方便粉丝、待煮速食面、速食面点、速食菜和意大利面, 2022 年天猫淘宝渠道中意大利面销售额为 7.4 亿元, 过去 5 年 CAGR 为 58.6%, 线上速食意面规模快速扩张。份额方面, 2022 年天猫淘宝渠道中空刻意面排名第 1, 市占率超过 60%, 锋味派份额第 2, 市占率为 17.4%; 2022 年抖音渠道中空刻意面为 55.6%, 锋味派、东方甄选分别排名第 2、3 名, 份额分别为 22.2%和 14.8%, 宝立食品份额绝对领先。

图27: 2020-22 年天猫淘宝渠道方便速食子品类销售额 CAGR



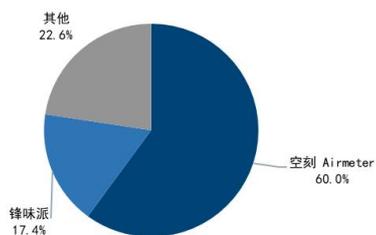
资料来源: 天猫淘宝, 国信证券经济研究所整理

图28: 2017-2022 年天猫淘宝渠道意面销售额及增速



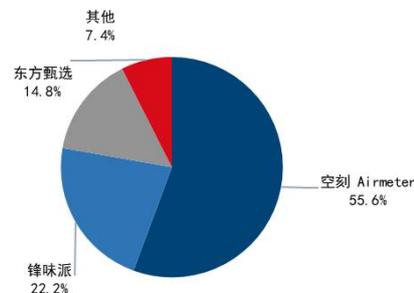
资料来源: 天猫淘宝, 国信证券经济研究所整理

图29: 2022 年天猫淘宝渠道意面份额



资料来源: 天猫淘宝, 国信证券经济研究所整理

图30: 2022 年抖音渠道意面份额



资料来源: 抖音, 国信证券经济研究所整理

### 3. 竞争优势：研发立本，营销破圈

#### 3.1 自上而下具备研发基因，研发实力获百胜背书

管理层从业经验丰富，对产品研发及大客户服务具备深刻理解。公司为研发驱动的食品风味及产品解决方案服务商，高度重视新产品和新技术的研究与开发，将产品研发作为公司提高核心竞争力的重要保证。复合调味品的创新研发需要企业能够持续了解消费者口味偏好及变化趋势，紧跟市场潮流不断推陈出新。公司核心管理团队均具备丰富的食品行业从业经验：董事长马驹先生自公司成立以来，便全面负责公司经营管理；总经理何宏武先生曾长期在圣农、百胜中国任职；副总经理兼销售总监杨哲先生曾任职于知名饼干和休闲食品公司纳贝斯克、韩国最大的食品公司希杰；副总经理兼研发总监梁东允女士曾任职于味可美、联合利华、亨氏等知名食品企业。研发团队核心成员均具有资深的专业背景和丰富的产业经验，保持对餐饮市场和终端消费者的追踪和分析，具有敏锐的市场反应能力，持续进行信息收集、数据分析、分析检验、工艺设计等工作，对调味品的口味、生产工艺和流程等进行优化。

**研发投入领先，自上而下均具备较强激励。**上市前，公司设立宝钰投资作为员工持股平台，上市后直接持有公司 9% 股权，激励人员覆盖公司核心管理团队，员工持股平台将公司长期发展和核心管理团队自身利益深度绑定，充分激发核心骨干的积极性，焕发经营活力。此外，公司重视研发人员的培养和激励，公司在研发上投入较高，2023 年研发费用为 4678 万元（占营收 1.97%），同比增长 7.93%。同时，宝立食品长期致力于研发人才队伍建设，高度重视研发人员的激励机制。公司 2023 年年报显示，2023 年公司共有研发人员 121 人，研发人员平均工资 29.27 万元，研发费用率及研发人员人均薪酬均高于行业平均水平。

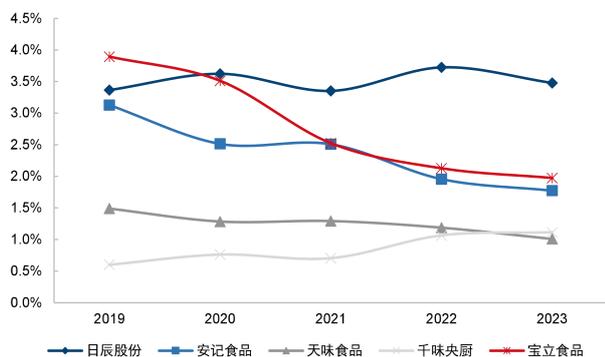
表6: 宝立食品高管介绍（2023 年年报）

姓名	职务	年龄 (岁)	工作履历
马驹	董事长	58	1985.07-1995.07 担任安庆市燎原化工厂业务员;1995.08-1997.06 担任上海基快富贸易有限公司经理;1997.07-2001.12 担任上海保立食品有限公司总经理;2002.01-2020.09 担任公司总经理、董事;2020.09 至今担任公司董事长。
沈淋涛	副董事长	42	2006.06-2007.03 担任浙江中瑞江南资产评估有限公司业务经理;2007.04-2009.09 担任立信会计师事务所浙江分所审计经理;2009.10 至 2010.02 担任和瑞控股有限公司风控总监;2010.03-2014.12 担任浙江钛和投资管理有限公司投资总监兼董事;2015.01 至今担任浙江策信投资管理有限公司董事长兼总经理;2017.12 至今历任公司董事和副董事长。
胡珊	董事	52	1994.07-2000.07 担任深圳市华新股份有限公司(现为深圳美丽生态股份有限公司)证券部总经理;2000.09 至 2007.11 担任深圳市龙虎鑫投资顾问有限公司董事长;2007.11 至今担任上海磐瑞投资有限公司总经理;2017.12 至今担任公司董事。
周琦	董事	56	1987.09-1999.11 担任上财院办科员、科长;1999.12-2001.08 担任上财软件股份有限公司副总经理;2001.09-2007.07 担任上海国家会计学院行政财务部主任;2007.07-2009.07 为自由投资人;2009.07-2017.07 担任上海逸祺投资管理有限公司副总经理;2017.05 至今担任上海逸启企业发展有限公司执行董事;2017.12 至今担任公司董事。
何宏武	董事、总经理	54	1992-1995 年担任农业部安徽泾县示范场技术员;1995-1996 年担任铭基食品有限公司主管;1996-2006 年担任百胜(中国)投资有限公司研发部副总监;2006-2011 年担任福建圣农发展副总裁;2012-2014 年担任中慧食品有限公司总经理;2015 年至今担任公司总经理。
任铭	董事、董事会秘书、财务总监	42	2003.11-2015.06 担任浙江中瑞江南会计师事务所审计员、部门经理;2015.07-2018.02 担任策信投资管理有限公司投资经理;2018.07-2020.09 担任公司董事;2020.09 担任公司董事、财务总监、董事会秘书。

杨哲	副总经理、 销售总监	46	2000. 08-2003. 04, 担任北京纳贝斯克食品质量管理部质量专员; 2003. 04-2013. 04, 担任希杰(青岛)食品有限公司研发和新事业开发总监; 2013. 04 至今担任公司销售总监; 2020. 09 至今担任公司副总经理。
梁冬允	副总经理、 研发总监	50	1995. 07-2003. 07 担任味可美(广州)食品有限公司高级研发员; 2003. 07 至 2005. 09 担任联合利华(中国)食品有限公司研发经理; 2005. 10-2007. 03, 担任亨氏(中国)调味食品有限公司技术经理; 2007. 03 至今, 担任公司研发总监; 2020. 09 至今, 担任公司副总经理。

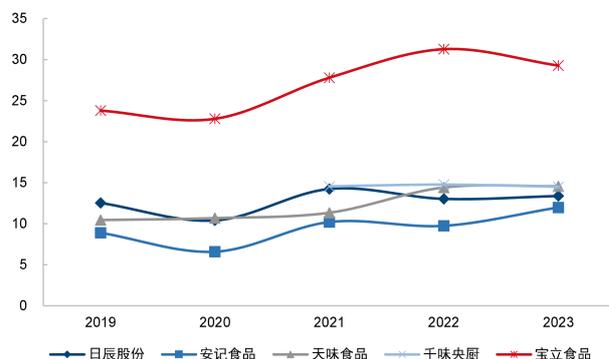
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：公司研发费用率高于行业平均水平



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图32：公司研发人员人均薪酬高于行业平均水平



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

**制定特色研发制度，培养专业性和员工积极性。**宝立食品制定和实施了一系列有利于新产品开发、技术创新的政策，有助于调动公司研发人员的积极性。包括：1) **专家培训**：定期聘请行业专家对研发部门进行培训，介绍最新的行业发展趋势、市场需求变化、原材料、新技术以及先进的工艺设备；2) **考核制度**：建立《研发人员绩效考核制度》，对在研发中有创造性贡献的研发团队以及研发人员进行相应嘉奖；3) **厨艺比赛**：定期举行厨艺比赛，鼓励探索更多不同口味的各式菜品，增强了团队的凝聚力，调动了研发人员的积极性；4) **研发团队分组**：产品研发组下设核心客户应用研发团队和区域客户应用研发团队，关注重点客户需求和区域口味偏好差异。

**技术经验、配方数据行业领先，研发实力获得众多大客户背书。**公司通过设立研发部，负责新产品的设计、开发及新技术的调研、应用，改良现有产品配方，优化生产工艺流程，现已形成强大的技术经验壁垒。公司积累了大量的配方数据，在经典配方的基础上不断根据市场口味变化传承创新，能够根据市场和消费者偏好及时转化推出适合消费者的产品。公司募集建立产品研发管理平台，形成企业核心数据库，提高产品开发效率。近年来公司凭借贴近市场的强大研发实力、及时响应能力和优质服务能力，满足客户的定制化复合调味料产品需求。目前已与国内外各大餐饮连锁企业及食品工业企业建立了长期稳定的合作关系，形成了较强的客户粘性，包括百胜中国、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、圣农食品、泰森中国和正大食品等。凭借强大的自主研发能力，公司及主要团队人员多次被客户授予优质供应商相关荣誉，公司及公司主要团队人员多次被百胜中国颁予“造桥人奖”、“金锅奖”，被麦当劳颁予“‘金’诚合作大奖”，被泰森中国和正大食品评选为优秀供应商等。2020年，公司荣获百胜中国“持续创新奖”、“R. E. D 创意奖”和“百胜中国质量奖”等多项荣誉，研发实力获得大客户的高度认可。

图33: 宝立食品主要服务客户



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

表7: 宝立食品获得的主要奖项

序号	奖项	年份	颁发单位
1	金厨师奖	2018	百胜中国
2	“金”诚合作大奖	2020	麦当劳
3	金锅奖	2020	百胜中国
4	R. E. D 创意奖	2020	百胜中国
5	持续创新奖	2020	百胜中国
6	卓越执行奖	2020	百胜中国
7	锐意先锋奖	2020	百胜中国
8	研发专家组: 酱料	2020	百胜中国
9	研发专家组: 粉料	2020	百胜中国
10	百胜中国质量奖	2021	百胜中国
11	造桥人奖	2021	百胜中国
12	技术创新奖	2021	百胜中国
13	卓越执行奖	2021	百胜中国
14	研发专家组-粉料	2021	百胜中国
15	研发专家组-酱料	2021	百胜中国
16	超级至尊奖	2021	百胜中国
17	中国国际烹饪艺术比赛金奖、上海国际厨艺锦标赛金奖	2021	世界厨师联合会

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

### 3.2 产能配套及时响应客户需求, 募资扩产强化规模效应

先进的工业化生产能力助力新品试样迅速投产。由于公司产品具有品种多、变化快、种类跨度大的特性, 公司生产设备系按照前处理、产品制备、冷冻冷却、检验包装等功能属性进行区分, 在日常生产过程中根据具体产品所包含工艺不同灵活搭配组合。近年来, 公司业务发展迅速, 产能持续扩张, 2021 年总产能达到 9.9 万吨。公司主要客户为餐饮企业和食品加工企业, 订单具有强时效、小批量、多批次滚动下单的特点, 对定制餐调企业的柔性生产能力具有较高要求。公司拥有上海松江、上海金山、山东和浙江嘉兴四个生产基地, 拥有二十余条先进生产线,

具有先进的工业化能力，能够及时响应客户需求，迅速实现研发新品从试样生产到工业化生产。

表8: 公司粉类和酱类产品产能利用率和产销率情况

产品	指标	2019年	2020年	2021年
粉类产品	产能（吨）	35864.40	42853.20	53752.40
	产量（吨）	30191.97	36997.40	53339.42
	销量（吨）	30855.82	36914.64	54142.02
	产能利用率	84.18%	86.34%	99.23%
	产销率	102.20%	99.78%	101.50%
酱类产品	产能（吨）	25833.59	28229.75	45639.35
	产量（吨）	19369.47	25564.45	37780.32
	销量（吨）	18922.05	24691.75	37073.38
	产能利用率	74.98%	90.56%	82.78%
	产销率	97.69%	96.59%	98.13%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

表9: 公司各生产基地产能情况

生产基地	产品类别	产能情况（吨）		
		2019年	2020年	2021年
上海松江	粉类产品	21661.90	21661.90	27362.40
	酱类产品	12355.19	12355.19	18532.79
上海金山	粉类产品	2667.60	2667.60	2667.60
	酱类产品	13478.40	15874.56	22613.76
山东	粉类产品	11534.90	18523.70	23722.40
浙江嘉兴	酱类产品	-	-	4492.80

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

**募集资金建厂，进一步扩充产能，强化规模效应。**为满足业务发展的需要，提高生产效率，公司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继续开展产能扩建。目前浙江嘉兴生产基地已陆续建成投产，嘉兴生产基地（二期）建设项目可新增复合调味品产能4.35万吨，预计投产后较2021年产能扩容44%，有助于公司突破产能瓶颈，提升产品丰富度、定制化产品快速响应能力与先进生产水平，增强公司综合服务水准，提高市场占有率。

表10: 宝立食品募投项目

项目名称	项目总投资（万元）	计划利用募集资金额（万元）	项目说明
嘉兴生产基地（二期）建设项目	25348.01	18000.00	年产2万吨粉类调味料产品项目、年产6000吨骨汤调味料产品项目、年产17500吨HPP高压杀菌系列产品项目
信息化中心建设项目	3190.98	2300.00	信息化中心内部空间改造、装饰装修与信息化系统的部署
补充流动资金	17461.01	13212.73	优化财务结构、降低财务风险、满足公司后续生产经营发展的需求
合计	46000.00	33512.73	-

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

### 3.3 空刻意面打造较强产品力，精准营销拔高品牌高度

速食意面先驱，不断打磨产品竞争力。在厨房阿芬操盘之下，空刻意面是第一个提出“轻烹速食意面”概念并开始大规模投放的新锐品牌，并解决了消费者“不会做、做不好、没空做”的痛点。公司曾聘请了曾就职于意大利米其林三星餐厅的主厨 Vito Bellomo 作为联合研发顾问，并深度参与到空刻的产品研发过程中，中意团队会在一起进行多轮打磨、调试，最终制作出保留意面原始风味，却又符合中国人口味习惯的意面酱料配方，该配方掌握在空刻自己手中，根据消费者反馈进行动态升级。有着全球食品界“奥斯卡”之称的比利时国际风味暨品质评鉴所 (International Taste Institute) 国际顶级美味大奖公布了 2021 年的获奖名单。空刻意面在此次评选中，获得 1 枚三星奖、3 枚二星奖、1 枚一星奖。包装方面，空刻意面考虑到目标用户大部分是女性，大胆地选择将包装设计成化妆品风格。颜色明亮的色块、代表意面的抽象条纹，加上醒目的 Logo，这个灵感取自于口红的包装，形成了独一无二的“空刻风”。此外，空刻意面创新设计了抽屉盒子的包装，增加消费者使用过程中的仪式感和惊喜感。

图34: 空刻口红式外包装



资料来源：淘宝，国信证券经济研究所整理

优质供应链及强研发能力保证产品稳定性。与竞争对手尤其是互联网品牌相比，公司在研发及供应链方面竞争优势显著：传统互联网品牌属于轻资产运营模式，研发与供应链均外包给第三方企业，造成的结果为产品品质、标准化程度及食品安全问题层出不穷，这也决定了传统互联网品牌很难成为长红产品。作为对比，宝立旗下 C 端品牌研发与供应链均由宝立赋能，同时空刻拥有超过 50 人的研发团队，超过 40000 m<sup>2</sup> 的标准化自建厂房，为产品研发提供技术和供应支持。

表11: 互联网品牌轻资产模式导致产品品质及食品安全属性较弱

品牌	生产模式	被委托生产商
空刻	自主研发、生产	
拉面说	OEM	栗田食品、一町食品、贺寿食品、今旭面业
李子柒螺蛳粉	OEM	柳州人家

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

线上线下齐发力，精准营销不断拔高品牌认知。2020 年，空刻选择了“口红一哥”李佳琦的直播间进行亮相，以精准触达目标人群，在和李佳琦的第一次合作中，空刻准备的 7 万盒意面在 1 分钟内便全部售罄。这一次的精准合作帮助空刻在早期迅速扩大消费者群体，使空刻随后即取得 2020 年天猫双十一行业销量第一的成绩。同时，空刻进军小红书、微博、B 站、抖音等多个热门平台，将新品宣

传声音最大化。今年空刻选择利用电梯媒体在 20 多个城市铺点，以情感共鸣更广泛地触达消费者，创造出了更大的一轮品牌破圈。同时自空刻创立以来陆续跟宝马 mini、黄龙饭店、绿城地产、雀巢、剧集《江照黎明》合作展现品牌力，不仅在场景上，而是从底层逻辑去渗透进受众的衣食住行中，通过情感关系、共创的文化进行连接。

图35: 空刻广告投放



资料来源: 天猫淘宝, 国信证券经济研究所整理

图36: 今年开始空刻开始线下梯媒宣传



资料来源: 天猫淘宝, 国信证券经济研究所整理

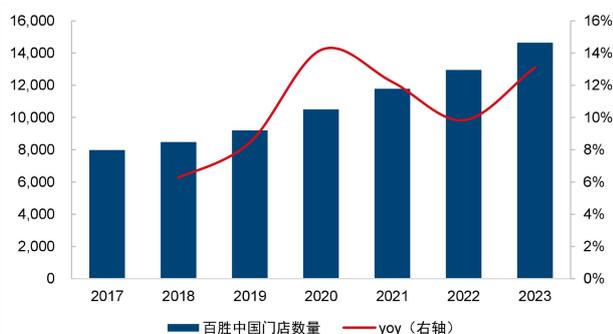
## 4. 成长剖析: B 端享受增量红利, C 端静待新品与线下渠道突破

### 4.1 B 端: 深挖存量+抢占增量, 客户数量不断增长

存量: 一方面, 现有客户的成长将为公司 B 端业务增长贡献基础增量; 另一方面凭借宝立自身研发和服务优势, 公司在存量客户中份额及合作的品类有望持续提升。

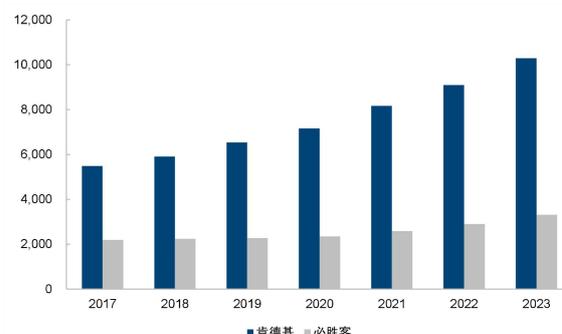
- ◆ 现有客户门店数增长将为 B 端业务增长提供基础增量。以公司第一大客户百胜中国为例, 自 2020 年以来, 百胜中国门店扩张速度加快, 2023 年门店数同比增长 13.1%。截止至 2023 年, 肯德基中国地区门店数已达 10296 家, 必胜客中国地区门店数达 3312 家。预计随着公司现有客户门店数量的扩张, 公司销售收入将持续增长。

图37: 百胜中国门店数量变化



资料来源: 百胜中国年报, 国信证券经济研究所整理

图38: 肯德基和必胜客门店数量变化



资料来源: 百胜中国年报, 国信证券经济研究所整理

◆ **存量客户中份额及合作的品类有望持续提升。**以百胜中国为例，百胜中国目前的经营策略主要是通过新奇的限时产品（即“LTO: Limited time offer”产品）吸引客户入店，同时也在不断尝试开发新的长线产品。公司的新品研发能力与百胜中国的经营策略相契合，公司通过强大的研发能力、市场反应能力不断加深和扩大与百胜中国的合作，持续研发并推出新品，深受市场青睐，如2021年肯德基新推出的“车厘子蛋挞”、“九龙金玉奶茶”，带动公司对百胜中国的饮品甜点配料收入快速增长。通过与百胜中国及其供应链体系多年的深度合作，公司构建起一定的品牌和技术壁垒，持续的新品研发能力有望实现品类扩张。

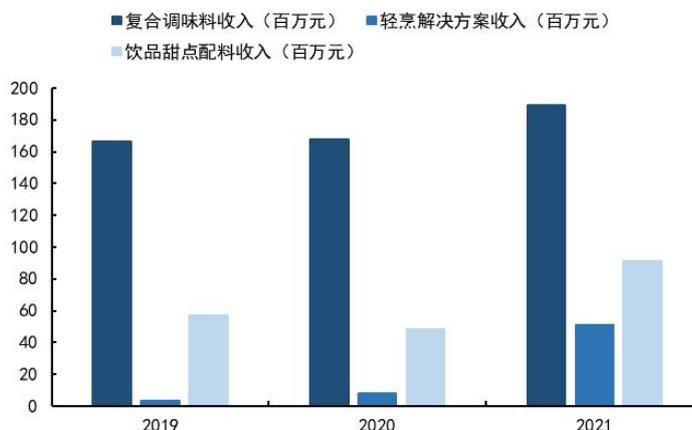
**增量：利用大客户灯塔效应，不断拓展更多优质客户。**公司基于对大客户百胜中国的服务能力及行业口碑，不断拓展优质客户。下游餐饮行业集中度较低，公司具备产品应用广泛、质量稳定、性价比较高等优势，对中小客户具有吸引力。为实现公司产品和客户结构的多元化，公司成立自有品牌“宝立客滋”，以经销模式对外销售产品，在复合调味料领域的品牌影响力逐步增强。未来公司经销商体系有望持续优化，通过与优质的流通、商超、互联网等领域经销商展开深度合作，加强产品全渠道推广和下沉，预计随着餐饮连锁化率进一步提升，公司将拓展更多客户，打开复调成长空间。

表12: 公司客户总数量与销售金额分布情况

销售金额	指标	2019年	2020年	2021年
1000（含）万元以上	客户数量（家）	10	15	21
	销售金额（万元）	44930.33	58520.17	110956.36
	占主营业务收入比例	60.63%	64.99%	70.72%
100（含）-1000万元	客户数量（家）	77	75	119
	销售金额（万元）	19623.09	20568.14	33616.40
	占主营业务收入比例	26.48%	22.84%	21.43%
<100万元	客户数量（家）	1048	1,093	1,300
	销售金额（万元）	9555.79	10962.88	12321.27
	占主营业务收入比例	12.89%	12.17%	7.85%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

图39: 宝立对百胜中国的销售收入变化



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

## 4.2 C端：期待扩品类+线下渠道突破打开增长空间

**空刻意面和渠道制约，增速放缓。**空刻意面在 2022 年实现 8.7 亿元收入后，增速于 2023 年放缓，2023 年空刻同比增长约 10%+，进入三季度后增速持续放缓。我们认为这和空刻的品类与渠道相对单一有关。品类上，空刻为单一品类意面，价格比方便面偏高，可替代性强。空刻意面淘宝单价约 16 元/份，价格是康师傅方便面（淘宝单价约 5 元/包）的 3 倍。渠道上，空刻线上渠道占比 90% 以上，渠道结构单一，缺乏线下渠道的布局。

**渠道布局自线上向线下转移，多渠道触达消费者。**空刻在线上抢占获得天猫、抖音等多个平台取得意面品类第一后，渠道开始向线下转移空刻。其实早在 2019 年就开始布局线下，2022 年进度有所加快。当前空刻意面主要在一二线城市的线下 KA 渠道进行铺设，例如盒马、Ole’ 超市、沃尔玛、联华、麦德龙等，未来也有望向低线城市的流通渠道拓展。

**长期扩品有望实现破局。**根据 CBNDData 采访，空刻联合创始人王义超表示将继续深耕抖音会员运营、提升复购，以同时两种路径并行探索长期增长：其一是来自于持续打磨产品如推出儿童螺旋意面、川香麻辣意面，并拓展西式烩饭、汤品等新品类等；其二则是尝试在不同渠道寻找更细分的受众，如生鲜电商渠道下的单身群体，社区团购渠道下的家庭用户，精品商超渠道下注重生活品质的白领。除了意面，空刻还有意大利烩饭、西式浓汤等产品。随着年轻人群占据消费主体，西式速食赛道正在迎来前所未有的创新大潮，惠灵顿牛排、意大利饺子等西式餐点在速食市场中被重塑。空刻认为，“所有有消费场景且消费者有认知的西式美食，都是未来极有可能走向速食化与线上化的产品品类。”因此，长期来看，空刻横向扩品的潜力较大。

图40: 空刻线上销售表现



资料来源：天猫淘宝，国信证券经济研究所整理

图41: 空刻意面在线下精品超市的陈列



资料来源：天猫淘宝，国信证券经济研究所整理

## 5. 盈利预测

### 假设前提：餐饮渠道恢复顺利，空刻意面维持稳定增长

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**收入端：**分产品看我们进行如下假设：1) **复合调味料：**公司西式复调业务发展稳固，其中大 B 客户稳健增长，中小 B 客户持续高增，新客户不断开拓。同时经销体系作为直销渠道重要补充也在不断完善，占比持续提高超过 10%。2022 年受疫情影响，增速略有放缓，但进入 2023 年以来伴随复调高增长赛道潜力释放，公司产能进一步释放。预计 2024-2026 年收入增速分别为 23%/22%/21%；2) **轻烹解决方案：**自 2021 年厨房阿芬并表以来，轻烹经历了高速放量增长，展现出公司旗下空刻意面强大的品牌运营和营销推广能力，同时公司也在积极补足 2C 能力圈，打造品牌形象，贴近用户需求，布局线下商超。在 2023 年消费复苏趋势以及空刻品牌持续扩张惯性下，公司轻烹解决方案业务营收有望维持稳定增长，预计 2024-2026 年收入增速分别为 9%/8%/7%；3) **饮品甜点配料：**该业务作为公司全方位风味解决方案提供商的战略目标的重要拼图，2022 年因疫情对新茶饮行业终端消费场景的影响，产生了负增长，2023 年开始将回归到正向增长。预计 2024-2026 年收入增速分别为 15%/14%/13%。

**成本端：**分品类看：1) **复合调味料：**预计 2024-2026 年毛利率分别为 21.17%/22.17%/22.92%；2) **轻烹解决方案：**预计 2024-2026 年毛利率分别为 49.91%/49.91%/50.41%；3) **饮品甜点配料：**预计 2024-2026 年毛利率分别为 19.76%/20.26%/20.76%。

表13: 宝立食品业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>复合调味料</b>						
收入(百万元)	843	885	1145	1408	1718	2078
增速	28.58%	5.04%	29.32%	23.00%	22.00%	21.00%
毛利率	24.57%	24.88%	21.17%	21.17%	22.17%	22.92%
<b>轻烹解决方案</b>						
收入(百万元)	571	1009	1024	1116	1205	1289
增速	324.33%	76.81%	1.39%	9.00%	8.00%	7.00%
毛利率	42.76%	45.01%	49.91%	49.91%	49.91%	50.41%
<b>饮品甜点配料</b>						
收入(百万元)	155	132	143	164	187	211
增速	40.45%	-15.25%	8.28%	15.00%	14.00%	13.00%
毛利率	26.05%	22.07%	19.76%	19.76%	20.26%	20.76%
<b>合计</b>						
总营收(百万元)	1578	2037	2369	2745	3167	3637
增速	74.37%	29.10%	16.31%	15.89%	15.37%	14.82%
毛利率	31.24%	34.57%	33.14%	32.44%	32.31%	32.27%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 27.5/31.7/36.4 亿元，同比增加 15.9%/15.4%/14.8%，毛利率 32.4%/32.3%/32.3%，整体毛利率下滑源于低毛利的复调、饮品甜点配料收入占比预计提升。

**费用端：**2022 年开始公司加强空刻品牌的投入支出，预计未来三年销售费用将维持高位。预计 2024-2026 年公司销售费用率为 14.4%/14.3%/14.3%，2024-2026 年公司管理费用率为 1.9%/1.8%/1.7%。

## 未来 3 年业绩预测

表14: 未来 3 年盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2037	2369	2745	3167	3637
营业成本	1333	1584	1834	2114	2429
销售费用	311	347	396	454	520
管理费用	58	67	79	89	100
财务费用	0	-3	-10	-12	-15
营业利润	295	411	380	445	514
利润总额	295	410	380	445	514
归属于母公司净利润	215	301	287	336	388
EPS	0.54	0.75	0.72	0.84	0.97
ROE	19.09%	22.26%	18.60%	19.02%	19.15%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件,我们得到公司 24-26 年收入分别为 27.5/31.7/36.4 亿元,同比增加 15.9%/15.4%/14.8%, 归属母公司净利润 2.8/3.3/3.8 亿元, 归母净利润年增速分别为-6.2%/16.1%/16.3%, 每股收益分别为 0.71/0.82/0.95 元。

表15: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	2,037	2,369	2,783	3,253	3,784
(+/-%)	29.1%	16.3%	17.5%	16.9%	16.3%
净利润(百万元)	215	301	484	569	668
(+/-%)	16.2%	39.8%	60.8%	17.6%	17.4%
摊薄 EPS	0.54	0.75	1.21	1.42	1.67
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	2,037	2,369	2,745	3,167	3,637
(+/-%)	29.1%	16.3%	15.9%	15.4%	14.8%
净利润(百万元)	215	301	282	328	381
(+/-%)	16.2%	39.8%	-6.2%	16.1%	16.3%
摊薄 EPS(元)	0.54	0.75	0.71	0.82	0.95
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	2,037	2,369	2,708	3,082	3,493
(+/-%)	29.1%	16.3%	14.3%	13.8%	13.3%
净利润(百万元)	215	301	96	110	128
(+/-%)	16.2%	39.8%	-68.1%	14.4%	16.5%
摊薄 EPS	0.54	0.75	0.24	0.27	0.32
总股本(百万股)	360	400	400	400	400

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 6. 估值与投资建议: 首次覆盖给予“优于大市”评级

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

## 绝对估值：12.58-13.11 元

我们将公司分为可预测期（2024-2026 年）、过渡期（2027-2033 年）和永续期（2034 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

1) **可预测期（2024-2026 年）**：参考前述盈利预测拆解，24-26 年收入分别为 27.5/31.7/36.4 亿元，同比增加 15.9%/15.4%/14.8%，归属母公司净利润 2.8/3.3/3.8 亿元，归母净利润年增速分别为-6.2%/16.1%/16.3%。

2) **过渡期（2027-2033 年）**：假设公司 2027-2033 年营收增速仍能保持在约 8-13% 水平，2033 年后逐年收窄。

3) **永续期（2034 年起）**：目前复合调味品较基础调味品相比可选属性强，但未来其中西式、中式复合调料有望成为居家做饭必备的调料产品，同时叠加餐饮连锁化率的持续提升，复合调味品刚需属性有望进一步提升。从公司角度考虑，公司研发实力突出，大客户根基稳固，未来有望向定制化复合调味品巨头迈进，市场份额有望持续提升。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 1.5%。

表16: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	29.10%	16.31%	15.89%	15.37%	14.82%	13.21%	11.98%	10.66%	9.96%
营业成本/营业收入	65.43%	66.86%	67.56%	67.69%	67.73%	68.41%	69.02%	69.58%	70.12%
管理费用/营业收入	2.70%	2.66%	2.71%	2.61%	2.51%	2.51%	2.41%	2.41%	2.41%
研发费用/营业收入	2.13%	1.97%	1.87%	1.77%	1.67%	1.67%	1.57%	1.57%	1.57%
销售费用/销售收入	15.25%	14.64%	14.44%	14.34%	14.29%	14.29%	13.79%	13.79%	13.79%
营业税及附加/营业收入	0.78%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
所得税税率	21.94%	24.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
股利分配比率	2.00%	33.43%	33.43%	33.43%	33.43%	33.43%	33.43%	33.43%	33.43%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

表17: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.21	T	22.00%
无风险利率	2.25%	Ka	10.12%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.21
公司股价 (元)	11.83	Ke	10.12%
发行在外股数 (百万)	400	E/(D+E)	100.00%
股票市值 (E, 百万元)	4732	D/(D+E)	0.00%
债务总额 (D, 百万元)	0	WACC	10.12%
Kd	3.95%	永续增长率 (10年后)	1.50%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 1.21x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.25%，股票风险溢价率取 6.50%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 3.95%；由此计算出 WACC 为 10.12%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 12.58-13.11 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.9%	10.0%	10.12%	10.2%	10.3%
永续 增长 率变 化	1.8%	13.50	13.31	13.12	12.94	12.76
	1.7%	13.40	13.21	13.02	12.84	12.67
	1.6%	13.30	13.11	12.93	12.75	12.58
	1.5%	13.20	13.02	12.84	12.67	12.49
	1.4%	13.11	12.93	12.75	12.58	12.41
	1.3%	13.02	12.84	12.67	12.50	12.33
	1.2%	12.93	12.75	12.58	12.41	12.25

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值: 12.71-14.12 元

选取和公司较为相似的调味品行业公司做比较, 采用 PE 法进行估值。其中海天、中炬、千禾、恒顺主营为酱油、醋等基础调味品, 天味主营为复合调味品。

**调味品竞争格局好且抗通胀属性强, 可享更高永续增长率, 同时行业量价仍有提升空间:** 调味品需求稳定刚性且占居民饮食支出比例低, 企业可通过提价抵御通胀; 同时调味品味觉记忆鲜明, 龙头易构筑味蕾壁垒, 是难得的好生意。目前行业市场规模超 4900 亿元, 受益于餐饮扩容和消费升级, 未来 5 年行业增速为 7.2%, 赛道属性决定调味品行业可享更高估值。

复合调味品作为调味品中增速最快的细分赛道, 预计未来 5 年仍能保持 10-15% 的行业增速。从公司层面来看, 宝立研发能力突出, 并得到大客户背书, 百胜中国间接全资子公司拟以现金方式向浙江宝立增资, 间接体现了百胜对于宝立研发能力及供应链管理能力的认可, 同时也将进一步提升宝立研发实力及多品类技术诀窍的积累, 未来宝立在百胜体系中渗透率将进一步提升并对公司未来在中央厨房布局有较大促进作用。此外, 公司不断拓展业务边界, 烘焙类产品已推向市场, 后续烘焙等西式品类有望实现突破。看好宝立未来 3 年保持高增长趋势, 并向综合食品品龙头迈进, 市场份额有望持续提升, 因此应享有估值溢价。

根据我们的预测, 预计公司 24-26 年归属母公司净利润 2.8/3.3/3.8 亿元, 归母净利润年增速分别为 -6.2%/16.1%/16.3%, EPS 分别为 0.71/0.82/0.95 元, 对应当前股价 PE 为 16.6/14.3/12.3X, 若给予公司 2024 年 18-20XPE, 则对应股价 12.71-14.12 元。

表19: 可比公司估值表(2024 年 7 月 17 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
603170.SH	宝立食品	16.57	11.83	0.71	0.82	16.76	14.43	47.32	优于大市
603288.SH	海天味业	33.48	35.10	1.08	1.12	32.45	31.26	1,951.77	优于大市
603027.SH	千禾味业	25.90	13.61	0.52	0.63	25.99	21.54	139.87	优于大市
603317.SH	天味食品	22.61	10.71	0.41	0.52	25.85	20.45	114.07	优于大市
600305.SH	恒顺醋业	115.73	7.20	0.15	0.15	46.81	47.75	80.13	不适用

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为，公司作为西式复调和速食意面的行业领先者，兼具确定性与成长性，在研发实力与营销能力的加持下，不断破圈，有望在高景气赛道中获得更多增量份额，中长期成长动能充足。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.25%、风险溢价 6.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 作为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- 1、**产品渗透不及预期。**复合调味品及速食意面目前仍处于消费者培育期，未来若由于产品定价偏高，餐饮、零售消费者未能接受并形成使用习惯，会导致复合调味品、速食意面渗透不及预期；
- 2、**行业竞争格局加剧。**目前复合调味品、速食意面行业格局分散且没有绝对龙头，未来传统调味品或者食品巨头进入将加剧行业竞争，导致公司产品毛利率、净利率下降和渠道扩张不及预期；
- 3、**新品推广不及预期。**市场的开拓取决于公司产品结构与口味的调整进度，若未来复合调味品出现新的口味及产品风口，公司没有及时跟进，将使得公司错过快速发展期，利润增速将会受到影响。

### 经营风险

- 1、**原材料采购质量安全控制的风险。**公司所用原材料品种较多，上述原辅料采购涉及多个供应商，同时供应商亦有可能向其上游采购原材料，采购链条较长，涉及面广，而原材料质量直接关系到公司产品的质量安全，公司面临因原材料质量安全出现问题而导致公司产品质量不合格的风险。
- 2、**公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险。**产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

### 市场风险

- 1、**经济波动风险。**复合调味品及速食意面与经济环境相关性较大。如果经济下行，消费放缓，公司产品需求也将承压。

**2、主要原材料价格波动的风险。**公司生产所需主要原材料为油脂、辣椒等农副产品，这些原材料占产品成本的比重较大。由于农副产品价格受到天气、产量、市场状况等因素的影响较大，价格波动较为频繁。如果公司主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司产品的毛利率水平和盈利能力

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	404	491	520	638	812	营业收入	2037	2369	2745	3167	3637
应收款项	261	299	346	399	459	营业成本	1333	1584	1855	2144	2463
存货净额	220	267	312	359	413	营业税金及附加	16	18	21	24	28
其他流动资产	50	90	105	121	139	销售费用	311	347	396	454	520
<b>流动资产合计</b>	<b>935</b>	<b>1162</b>	<b>1297</b>	<b>1533</b>	<b>1837</b>	管理费用	58	67	78	86	95
固定资产	445	517	623	671	694	研发费用	43	47	51	56	61
无形资产及其他	76	89	86	82	79	财务费用	(0)	(3)	(10)	(12)	(15)
投资性房地产	75	132	132	132	132	投资收益	0	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	10	10	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>1531</b>	<b>1900</b>	<b>2138</b>	<b>2418</b>	<b>2742</b>	其他收入	(35)	44	(41)	(46)	(51)
短期借款及交易性金融负债	35	8	0	0	0	营业利润	295	411	374	434	505
应付款项	153	154	179	207	238	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	156	156	181	208	239	<b>利润总额</b>	<b>295</b>	<b>410</b>	<b>374</b>	<b>434</b>	<b>505</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>344</b>	<b>317</b>	<b>360</b>	<b>415</b>	<b>477</b>	所得税费用	65	98	82	96	111
长期借款及应付债券	1	0	0	0	0	少数股东损益	15	10	9	11	13
其他长期负债	42	84	84	84	84	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>215</b>	<b>301</b>	<b>282</b>	<b>328</b>	<b>381</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>43</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>387</b>	<b>402</b>	<b>445</b>	<b>499</b>	<b>561</b>	净利润	215	301	282	328	381
少数股东权益	16	146	152	160	168	资产减值准备	(7)	13	8	3	1
股东权益	1128	1352	1540	1759	2012	折旧摊销	40	39	50	63	70
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1531</b>	<b>1900</b>	<b>2138</b>	<b>2418</b>	<b>2742</b>	公允价值变动损失	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	(0)	(3)	(10)	(12)	(15)
每股收益	0.54	0.75	0.71	0.82	0.95	营运资本变动	(52)	(126)	(47)	(60)	(68)
每股红利	0.01	0.25	0.24	0.27	0.32	其它	22	(6)	(2)	4	7
每股净资产	2.82	3.38	3.85	4.40	5.03	<b>经营活动现金流</b>	<b>208</b>	<b>211</b>	<b>281</b>	<b>328</b>	<b>381</b>
ROIC	21.80%	17.83%	18%	19%	21%	资本开支	0	(131)	(150)	(100)	(80)
ROE	19.09%	22.26%	18%	19%	19%	其它投资现金流	0	(15)	0	0	0
毛利率	35%	33%	32%	32%	32%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(146)</b>	<b>(150)</b>	<b>(100)</b>	<b>(80)</b>
EBIT Margin	14%	13%	13%	13%	13%	权益性融资	0	143	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	14%	15%	15%	负债净变化	(52)	(1)	0	0	0
收入增长	29%	16%	16%	15%	15%	支付股利、利息	(4)	(101)	(94)	(110)	(127)
净利润增长率	16%	40%	-6%	16%	16%	其它融资现金流	209	83	(8)	0	0
资产负债率	26%	29%	28%	27%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>96</b>	<b>22</b>	<b>(102)</b>	<b>(110)</b>	<b>(127)</b>
股息率	0.1%	2.1%	2.0%	2.3%	2.7%	<b>现金净变动</b>	<b>304</b>	<b>87</b>	<b>29</b>	<b>119</b>	<b>174</b>
P/E	21.8	15.6	16.6	14.3	12.3	货币资金的期初余额	100	404	491	520	638
P/B	4.2	3.5	3.0	2.7	2.3	货币资金的期末余额	404	491	520	638	812
EV/EBITDA	16.1	14.7	13.1	11.2	9.7	企业自由现金流	0	15	121	217	289
						权益自由现金流	0	97	120	226	300

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032