

餐调龙头，攻守兼备

华泰研究

2024年12月23日 | 中国内地

首次覆盖宝立食品并给出买入评级，目标价 19.60 元（基于 25 年 28xPE）。宝立作为依托百胜起家的 B 端服务型企业，通过业务赋能+并购空刻，成功补齐 C 端短板，BC 两端业务各有千秋（24Q1-3 B 端/C 端收入占比 61%/39%）。B 端业务（守）：公司依靠 20 余年深耕，已成为西式复合调味品龙头，具备强劲的研发实力与优质的服务精神，复调业务基本盘稳固，客户积累坚实、利润率相对稳定。C 端业务（攻）：方便速食考验产品创新与品牌打造能力，空刻团队对于 C 端的理解和运营经验均较为成熟，有望通过新品打造&渠道扩张，持续获得收入增量，烘焙业务亦具备放量弹性。

B 端定制餐调：加速渗透，聚焦研发

定制餐调处发展快车道，21 年我国定制餐调市场规模超 400 亿，我们预计 26 年市场规模可增至 679 亿，22-26 年 CAGR 为 11%，行业内企业数量多而规模小，研发能力和客户积累或为行业竞争的关键。宝立的研发投入处行业领先地位，并拥有百胜等坚实的大客户资源积累，未来有望形成飞轮效应。

C 端方便速食：风起云涌，品牌引领

疫情后居家消费需求趋于平稳，但方便速食凭借便捷属性仍具备在出行、加班等特定场景的需求基本盘，速食赛道品类多元化趋势显著，大单品重要性凸显，空刻意面成功抢占用户心智（21 年市占率约 64%），C 端运营经验逐步培养成熟。纵向拓渠道与横向拓品类或为速食企业的共同选择，公司不断扩充产品矩阵、完全渠道布局（补齐线下渠道短板），有望保持领军地位。

我们与市场观点不同之处

市场担忧两大板块成长性，我们认为公司多维度成长可期：1) 西式餐调：西餐行业高景气，且产品标准化程度较高，对应西式餐调赛道成长性较优（18-22 年市场规模 CAGR 为 13%），国产替代趋势初显，赋予公司广阔空间。中长期看，公司的发展潜力在于深挖老客户与开发新客户两个维度，前者主要系通过不断拓品类的方式实现老客户体系内的份额提升，后者可凭借大客户品牌背书形成的灯塔效应，有望与更多中小餐饮客户达成战略合作。2) 轻烹速食：在现象级爆品空刻意面的基础上，未来公司亦有望通过产品端品类裂变、渠道端线上线下全面布局，持续获得收入增量。

盈利预测与估值

我们预计 24-26 年归母净利润 2.4/2.8/3.2 亿，同比-21.0%/+17.6%/+14.5%，对应 EPS 为 0.59/0.70/0.80 元，参考可比公司 25 年 PE 均值 28x（Wind 一致预期），给予其 25 年 28xPE，目标价 19.60 元。

风险提示：西式餐饮需求疲软、方便速食竞争加剧、产能投放不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	2,037	2,369	2,662	3,007	3,323
+/-%	29.10	16.31	12.38	12.97	10.49
归属母公司净利润 (人民币百万)	215.36	301.04	237.84	279.67	320.15
+/-%	16.16	39.78	(20.99)	17.59	14.48
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.54	0.75	0.59	0.70	0.80
ROE (%)	20.14	20.77	16.34	17.50	17.98
PE (倍)	30.52	21.83	27.63	23.50	20.53
PB (倍)	5.83	4.86	4.57	4.20	3.79
EV EBITDA (倍)	18.28	13.60	15.74	13.35	11.25

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

19.60

研究员

龚源月

SAC No. S0570520100001

gongyuanyue@htsc.com

SFC No. BQL737

+(86) 21 2897 2228

研究员

王可欣

SAC No. S0570524020001

wangkexin019215@htsc.com

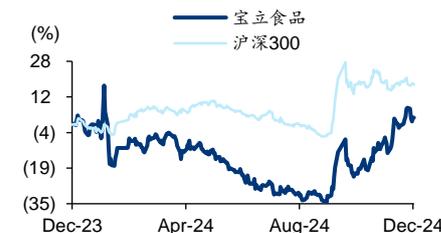
SFC No. BVO215

+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (人民币)	19.60
收盘价 (人民币 截至 12 月 20 日)	16.43
市值 (人民币百万)	6,572
6 个月平均日均成交额 (人民币百万)	34.66
52 周价格范围 (人民币)	10.57-19.39
BVPS (人民币)	3.29

股价走势图



资料来源: Wind

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	934.76	1,162	1,198	1,222	1,399
现金	403.94	491.38	476.62	380.56	525.61
应收账款	254.55	290.06	321.96	369.44	394.51
其他应收账款	4.59	3.75	5.63	4.96	6.74
预付账款	36.59	57.37	48.22	71.06	60.74
存货	219.96	266.76	294.87	342.38	360.43
其他流动资产	15.11	52.62	50.46	53.62	51.37
非流动资产	596.73	738.28	869.70	1,008	1,114
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	349.70	358.34	473.46	592.63	693.55
无形资产	76.07	89.22	97.59	101.18	105.73
其他非流动资产	170.97	290.72	298.66	314.49	314.72
资产总计	1,531	1,900	2,067	2,230	2,513
流动负债	344.06	317.12	373.33	378.87	459.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	153.26	153.52	200.47	201.18	241.79
其他流动负债	190.81	163.60	172.86	177.69	218.08
非流动负债	42.95	84.39	84.39	84.39	84.39
长期借款	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	41.95	84.39	84.39	84.39	84.39
负债合计	387.01	401.51	457.71	463.26	544.26
少数股东权益	16.49	146.29	171.50	201.15	235.08
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	282.91	306.31	306.31	306.31	306.31
留存公积	445.06	646.09	777.61	932.27	1,109
归属母公司股东权益	1,128	1,352	1,438	1,566	1,734
负债和股东权益	1,531	1,900	2,067	2,230	2,513

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	252.28	166.48	326.38	264.00	493.01
净利润	230.50	311.24	263.05	309.31	354.09
折旧摊销	46.04	51.59	58.47	78.28	99.58
财务费用	(0.12)	(2.99)	(7.23)	(7.24)	(7.75)
投资损失	0.00	0.17	(1.53)	(1.53)	(1.53)
营运资金变动	(39.76)	(123.41)	17.11	(110.89)	52.96
其他经营现金	15.64	(70.12)	(3.49)	(3.93)	(4.34)
投资活动现金	(71.06)	(81.09)	(188.30)	(215.29)	(203.70)
资本支出	(70.67)	(225.54)	(178.34)	(202.80)	(188.05)
长期投资	0.00	(14.79)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(0.38)	159.25	(9.96)	(12.49)	(15.65)
筹资活动现金	122.67	(2.15)	(152.83)	(144.77)	(144.25)
短期借款	(87.12)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(52.09)	(1.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	40.01	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	244.55	23.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(22.68)	(24.55)	(152.83)	(144.77)	(144.25)
现金净增加额	303.90	84.44	(14.76)	(96.06)	145.05

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,037	2,369	2,662	3,007	3,323
营业成本	1,333	1,584	1,828	2,074	2,287
营业税金及附加	15.95	18.06	20.30	22.93	25.33
营业费用	310.51	346.73	389.65	422.14	456.46
管理费用	58.44	66.53	64.38	66.71	70.39
财务费用	(0.12)	(2.99)	(7.23)	(7.24)	(7.75)
资产减值损失	(10.34)	(10.20)	(11.46)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.17)	1.53	1.53	1.53
营业利润	294.54	411.12	332.10	401.98	457.89
营业外收入	1.15	0.96	14.00	5.00	8.00
营业外支出	0.42	2.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	295.28	409.51	346.10	406.98	465.89
所得税	64.78	98.27	83.06	97.67	111.80
净利润	230.50	311.24	263.05	309.31	354.09
少数股东损益	15.13	10.20	25.21	29.64	33.93
归属母公司净利润	215.36	301.04	237.84	279.67	320.15
EBITDA	341.75	459.44	398.83	479.71	559.59
EPS (人民币, 基本)	0.57	0.75	0.59	0.70	0.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	29.10	16.31	12.38	12.97	10.49
营业利润	17.04	39.58	(19.22)	21.04	13.91
归属母公司净利润	16.16	39.78	(20.99)	17.59	14.48
获利能力 (%)					
毛利率	34.57	33.14	31.35	31.05	31.17
净利率	11.32	13.14	9.88	10.28	10.66
ROE	20.14	20.77	16.34	17.50	17.98
ROIC	29.71	35.63	26.88	25.72	28.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.27	21.13	22.14	20.77	21.65
净负债比率 (%)	(29.80)	(30.52)	(28.00)	(20.07)	(25.38)
流动比率	2.72	3.66	3.21	3.23	3.04
速动比率	1.93	2.54	2.20	2.05	2.06
营运能力					
总资产周转率	1.54	1.38	1.34	1.40	1.40
应收账款周转率	8.77	8.70	8.70	8.70	8.70
应付账款周转率	9.31	10.33	10.33	10.33	10.33
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.75	0.59	0.70	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.42	0.82	0.66	1.23
每股净资产(最新摊薄)	2.82	3.38	3.60	3.91	4.34
估值比率					
PE (倍)	30.52	21.83	27.63	23.50	20.53
PB (倍)	5.83	4.86	4.57	4.20	3.79
EV EBITDA (倍)	18.28	13.60	15.74	13.35	11.25

正文目录

核心观点	4
宝立食品：定制餐调龙头企业，掘金多元细分赛道	5
治理结构：分工明确，管理层经验丰富	6
业务组成：定制餐调基本盘稳固，轻烹业务冲高回落	7
壁垒剖析：食品工业化大势所趋，BC 两端各有千秋	9
B 端定制餐调：加速渗透，聚焦研发	9
市场容量：26 年定制餐调市场规模预计达 679 亿元	9
竞争要素：研发能力和客户积累是关键	11
C 端方便速食：风起云涌，品牌引领	12
市场容量：疫情后需求整体平稳，品类多元化趋势显著	12
竞争要素：产品创新与品牌打造是核心	14
步步为营，公司何以破局而立？	17
西式定制餐调：需求持续向上，前景广阔	17
轻烹解决方案：渠道拓展加速，新品可期	18
盈利预测与估值	19
风险提示	21

核心观点

食品工业化大势所趋，定制餐调加速渗透，发展趋势明确，宝立作为西式复合调味品龙头，具备强劲的研发实力、坚实的客户积累与优质的服务精神，同时宝立以业务赋能+并购空刻的形式，瞄准盈利能力更优的意面品类，成功补齐 C 端短板，我们复盘了空刻意面的发展，该团队对于 C 端的理解和运营经验均较为成熟。我们认为，宝立 BC 两端业务齐头并进，综合能力均衡且均处行业领先地位，后续有望收获更开阔的成长路径。

B 端定制餐调：加速渗透，发展趋势明确

1) 市场空间：下游餐饮连锁化率提升空间仍存，促进产业链专业化分工的强化，并对菜品的标准化程度提出更高的诉求。复合调味品可有效满足下游连锁餐饮企业对时效、成本控制 and 食品安全的追求，定制餐调成为一种趋势。根据中国调味品协会估算，21 年我国定制餐调市场规模超 400 亿元，我们预计至 26 年市场规模可增至 679 亿元，22-26 年 CAGR 为 11%。

2) 竞争维度：由于我国定制餐调行业仍处于消费者教育阶段，下游餐饮客户资源分散、对产品差异化要求较高，因而行业格局天然相对分散，企业数量多而规模小，目前竞争尚不激烈，我们认为研发能力和客户积累是行业竞争的关键。宝立的研发投入处行业领先地位（23 年研发费用率 2.0%，拥有 121 名技术人员，技术人员占比 10.0%），并拥有百胜等坚实的大客户资源积累（宝立已成为百胜 T1 级供应商），未来有望形成灯塔效应，吸纳更多中小 B 客户。

C 端方便速食：风起云涌，新兴产品迭出

1) 市场空间：新时代市场分化下、“长青品类”与“新兴品类”共同刻画方便速食行业图景。疫情后居家消费需求趋于平稳，但方便速食凭借便捷属性仍具备在出行、加班等特定场景的需求基本盘，从产品定价来看，新一代方便速食定位差异化，填补了传统方便面和外卖之间的价格带空白，品类多元化趋势显著，大单品重要性凸显。

2) 竞争维度：多品牌加码新式速食领域，竞争格局相对分散，行业内小型企业居多。类比其他方便速食，意面品类集中度更优（21 年空刻意面在速食意面品类中的市占率约 64%）、盈利能力更强（23 年公司轻烹业务整体毛利率为 50%）。方便速食作为典型的 C 端生意、考验企业的产品创新和品牌打造能力。产品端，公司曾孕育出空刻这一现象级意面产品，后续仍具备大单品打造的潜力；品牌端，空刻在起步阶段坚守品牌定位，精准合作头部主播，实现流量破圈、抢占用户心智，后续放量阶段深刻理解线上短视频变现，由购买流量转变为自有流量，未来获客效率有望持续提高。

展望前程，公司多维度增长可期

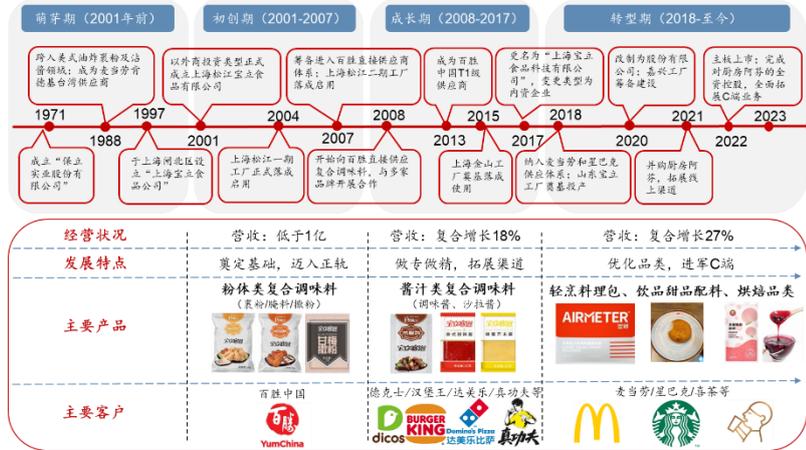
1) 定制餐调：西餐行业高景气，且产品的标准化程度通常较高，对应西式餐调赛道成长性较优（18-22 年市场规模 CAGR 为 13%），国产替代趋势初显，赋予公司广阔空间。中长期看，公司的发展潜力存在于深挖老客户与开发新客户两个维度。一方面，公司通过不断拓品类的方式实现老客户体系内的份额提升，后续与核心客户的合作有望加深；另一方面，公司通过优先为以百胜为代表的大客户供货，未来凭借大客户品牌背书形成的灯塔效应，有望与更多中小餐饮客户达成战略合作，进一步丰富客户体系。

2) 轻烹业务：据公司公告，空刻意面 23 年财务口径收入为 8.7 亿元，同比基本持平。24H1 空刻清理库存，24Q3 实现自然增长企稳，24Q4 双十一表现亮眼（同比增长~40%），主要系品牌矩阵扩充（由单一的意面产品转向围绕西式产品/清洁标签产品/方便速食等多方向发力）、营销运营更具针对性（和玩具总动员等优质 IP 合作）、顶层设计改善（24 年 3 月空刻管理层顺利更换，同步引入员工持股计划）。展望未来，公司有望通过产品端加速品类裂变、渠道端线上线下全面布局，持续获得收入增量。

宝立食品：定制餐调龙头企业，掘金多元细分赛道

作为依托百胜起家的 B 端服务型企业，宝立二十余年深耕、铸就西式定制餐调龙头地位，“空刻”品牌拓展 C 端，当前 BC 两端均有完善布局。公司 2001 年成立于上海，早期专注于泰森中国、正大食品、元盛食品等百胜供应商客户，并为其提供粉体类复合调味料，产品类型相对单一。经过二十余年的创新发展，公司在聚焦复合调味料领域的同时，逐步将产品线外衍至轻烹解决方案和饮品甜点配料等品类。目前公司已顺利切入肯德基、必胜客、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、嘉吉、喜茶、大希地等头部连锁餐饮企业的供应体系，成为百胜 T1 级供应商并参与定制菜单。与此同时，公司于 2021 年并购厨房阿芬，于 2022 年完成对厨房阿芬的全资控股，发力方便速食产品、补齐 C 端短板，陆续推出网红品牌空刻意面、阿芬捞饭、捞面等，在 C 端实现突破；公司于 2023 年成立子公司上海宝晏，主攻烘焙产品，可对已有大客户导入更丰富的产品矩阵，进一步打开长期增长空间。

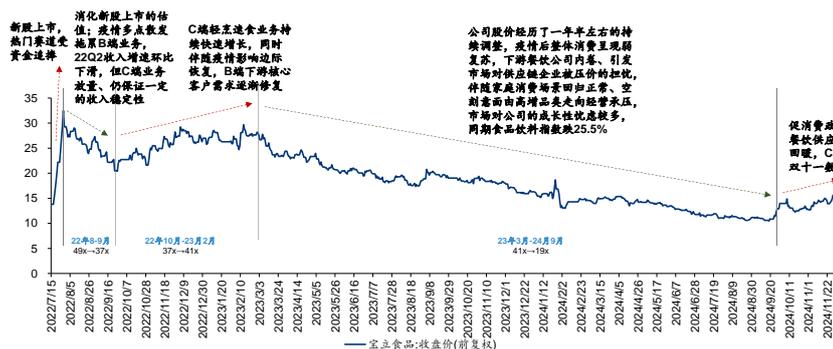
图表1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

我们复盘了公司上市以来的股价情况，公司股价经历一年半左右的持续调整，当前股价已回落至性价比区间。1) 22年8月至9月：疫情多点散发拖累 B 端业务，使得公司 22Q2 收入增速 (21.4%) 环比 22Q1 (31.9%) 有所下滑，叠加新股上市的估值被逐步消化，公司期间 PE-forward 由 49x 回落至 37x；2) 22年10月至23年2月：疫情防控政策持续优化调整，B 端下游核心客户需求好转，C 端方便速食业务受行业扩容和空刻自身线上渠道市占率提升的影响，维持快速增长，BC 双渠道共振、使得公司期间 PE-forward 由 37x 小幅上升至 41x；3) 23年3月至24年9月：公司股价经历了一年半左右的持续调整，疫情后整体消费呈现弱复苏，下游餐饮公司内卷、引发市场对供应链企业被压价的担忧，同时伴随家庭消费场景回归正常、空刻意面由高增品类走向经营承压，市场对公司的成长性忧虑较多(公司收入增长中枢由 20%+跌至 24Q3 的个位数增长)，此阶段公司股价下跌 50.2%，同期食品饮料指数下跌 25.5%；4) 24年10月至今：伴随促消费政策相继出台，餐饮供应链板块估值回暖，C 端空刻意面双十一数据表现亮眼，公司估值从底部回升。

图表2：宝立股价复盘图

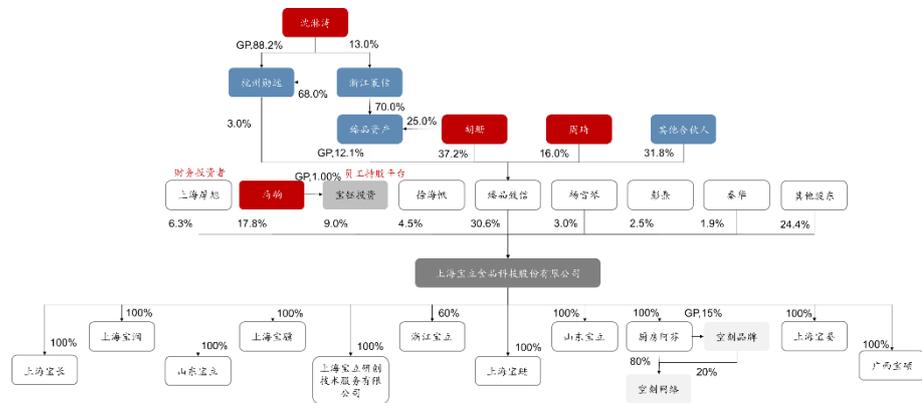


资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

治理结构：分工明确，管理层经验丰富

股权相对集中，2024年以来核心高管增持、彰显管理层信心，员工持股平台深度绑定核心员工利益。截至2024年三季报，共同实际控制人马驹、胡珊、沈琳涛、周琦合计持股35.2%，整体股权结构稳定。此外，据公司公告，总经理何宏武2024年已完成公司增持503万元，公司实控人之一、董事长马驹计划自2024年9月20日起6个月内增持1000-1100万元，彰显管理层信心。激励方面，为实现对董事长马驹及其他核心管理人员的激励，2017年公司设立宝矩投资和宝钰投资进行增资，直接持有公司23%/10%的股权，后宝矩投资所持宝立股份转让给马驹夫妇，而宝钰投资为员工持股平台，持股人涵盖总经理、副总经理及生产、财务、采购、品控和研发相关的负责人，截至2024年三季报，宝钰投资的持股份额为9.0%，员工持股平台将公司利益和核心员工利益深度绑定，有利于充分调动公司核心管理人员和骨干员工的积极性。同时2024年3月空刻管理层顺利更换，同步引入员工持股计划，顶层设计更为完善。

图表3：公司股权结构



注：马驹、胡珊、沈琳涛、周琦（标红色）为公司的共同实际控制人；
资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

管理层分工明确，从业经验丰富。公司董事长马驹是定制餐调老将，曾在全球调味品制造商基快富担任经理2年；总经理何宏武主管复合调味品业务，曾任百胜中国研发部副总监10年、圣农发展副总裁6年，对全产业链认知通透；其他分管销售/研发的中高层在亨氏、联合利华等知名企业有过管理经验。整体来看，公司管理层分工明确，核心高管具备丰富的行业从业经验，有利于公司健康运营。

图表4：公司核心高级管理人员

姓名	职位	23年薪酬(万元)	出生日期	个人职业履历
马驹	董事长	121.49	1965年7月	1985年起任化工厂业务员；1995年起任上海基快富贸易有限公司经理（基快富是总部设在美国的全球性调味品制造商，1998年进入中国，为百胜供应商）；1997年起任上海宝立食品总经理；2002年起任宝立总经理、董事；2020年9月至今，任董事长。
沈琳涛	副董事长	未披露	1981年10月	2006年起任浙江中瑞江南业务经理；2007年起任立信审计经理；此后历任和瑞控股风控总监、浙江钰和投资总、董事长兼总经理；2017年底至今，历任公司董事/副董事长。
何宏武	总经理	156.67	1969年6月	1995年任铭基食品有限公司主管；1996-2006年的10年间任百胜中国研发部副总监；2006年起任福建圣农发展副总裁；2012年任中慧食品总经理；2015年至今任公司总经理。
杨哲	副总经理	144.88	1977年11月	2000年起担任纳贝斯克食品质量管理质量专员；担任希杰（青岛）食品研发和新事业开发总监；2013至今任公司销售总监；2020年至今任副总经理。
梁冬允	副总经理/研发总监	140.59	1973年12月	1995年起任味可美（广州）高级研发员；2003年起任联合利华（中国）研发经理；2005年任亨氏（中国）技术经理；2007年至今任公司研发总监；2020年9月任副总经理、研发总监。
任铭	财务总监	114.63	1981年2月	历任审计员/部门经理/投资经理；2018年至今任公司董事；2020年至今，担任公司财务总监、董秘。

注：基快富同为百胜供应商；

资料来源：Wind，公司招股说明书，爱企查，华泰研究

业务组成：定制餐调基本盘稳固，轻烹业务冲高回落

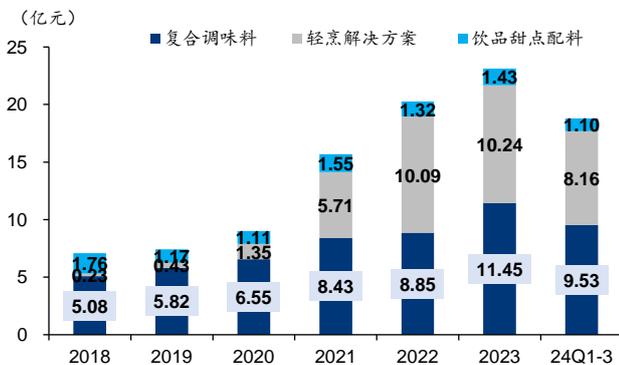
产品矩阵：公司主营业务包括复合调味料、方便速食、饮品甜点配料等，24Q1-3 实现收入 9.5/8.2/1.1 亿元，分别占比 49%/42%/6%，产品结构多元化。

1) 复合调味料：20-23 年收入 CAGR 为 20%，主要产品包括裹粉、腌粉、撒粉、预拌粉等粉类产品，和各类调味酱、沙拉酱、调味汁等酱汁类产品，主要面向百胜、达美乐、德克士、麦当劳等餐饮大 B 客户与圣农、泰森、大成、新和盛等上游工厂大 B 客户，此外，公司面向流通端的复调品牌为宝立客滋，目前收入占比较低。从毛利率来看，20-21 年公司产品结构调整，对应复调业务吨价同比-7%/-6%，此阶段毛利率同比下行，22-23 年毛利率波动不大，阶段性受到成本端扰动（据公告，21 年公司成本构成中，果蔬原料/调查调味类/香辛料/面粉、淀粉及米粉/液体香料及色素/生鲜肉类分别占比 13%/11%/7%/12%/5%/11%）。

2) 方便速食：由轻烹料理酱包和轻烹料理汤包组成，公司于 21 年并购厨房阿芬，于 22 年完成对厨房阿芬的全资控股，带动轻烹业务 21/22 年营收同比+324.3%/+76.8%至 5.7/10.1 亿，23 年由于疫情后家庭消费场景回归正常，空刻意面收入端开始回落进入沉淀期，后续公司将以拓展线下渠道和布局新品类推动空刻品牌的持续成长。此外，公司于 23 年成立子公司上海宝晏，主攻烘焙产品，可对已有大客户导入更丰富的产品矩阵，进一步打开长期增长空间。由于厨房阿芬通过零售渠道实现的收入占比较高，且零售渠道的毛利率水平高于向企业客户销售产品的毛利率水平，近年公司轻烹解决方案毛利率显著提升，此外，23 年公司轻烹业务换到新工厂生产、自动化率有所提升，带动 23 年轻烹业务毛利率同比 +4.9pct。

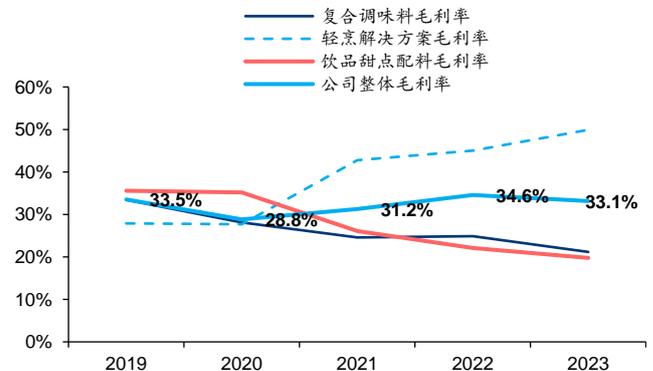
3) 饮品甜点配料：主要对接现制茶饮领域，根据市场风味需求，公司研发出多款缤纷创意小料，如爆珠、晶球、粉圆和布丁系列等，此外公司拥有多款果酱系列产品，23 年实现营收 1.4 亿，20-23 年收入 CAGR 为 9%。

图表5：宝立营收拆分情况（分业务）



资料来源：公司公告，华泰研究

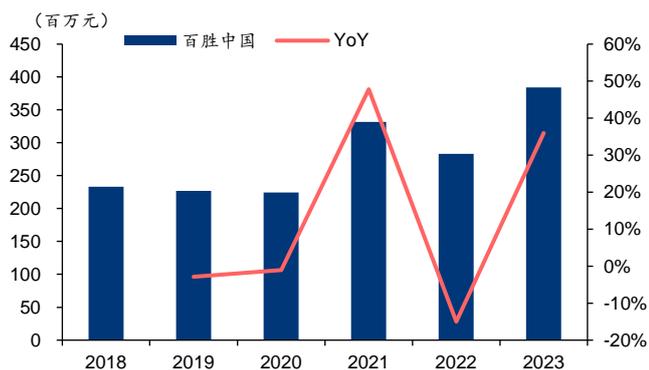
图表6：19-23 年轻烹解决方案毛利率显著提升



资料来源：公司公告，华泰研究

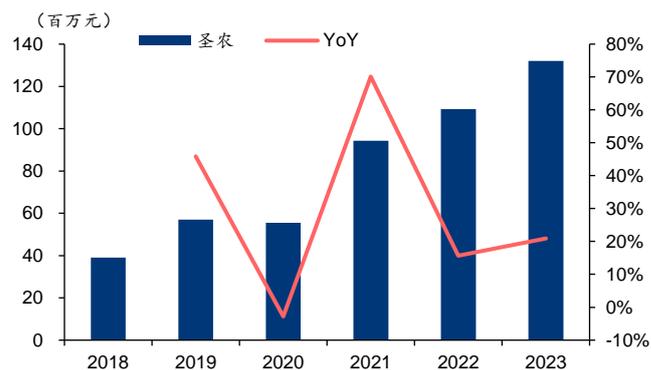
渠道布局：直营为主，定制化服务深度绑定大客户。受益于公司与多家大型企业（如百胜中国、麦当劳、德克士、汉堡王、圣农、正大食品等）建立了长期稳定的合作关系，公司直销渠道稳步增长。公司积极为大客户提供定制化产品，19-20 年定制品营收占比超 80%。厨房阿芬主要通过电商销售、下游渠道也以直营为主，其在天猫、淘宝、京东和小红书等平台均设立了自营店铺，但直销比例略低于公司其他业务，且主要为通用品。此外，大客户在公司营收中占比较高，23 年前五大客户营收占公司主营业务收入的比重为 31.1%，其中第一大客户百胜中国实现的销售收入（3.8 亿）占公司营收的 16.6%。

图7：公司大客户销售贡献：百胜中国



资料来源：公司公告，华泰研究

图8：公司大客户销售贡献：圣农



资料来源：公司公告，华泰研究

同业对比：公司成长性突出，研发费用率处行业较高水平。19-23 年公司收入复合增速达 33.6%，归母净利复合增速达 38.8%，在可比公司中处于较高水平，成长性凸显。公司毛利率在同行业中居于中位，23 年毛利率 33.1%。公司重视打造研发实力，研发人员储备领先，研发费用率及技术人员占比均处行业高位（23 年研发费用率 2.0%，拥有 121 名技术人员，技术人员占比 10.0%），公司期望以较多的研发人员储备和较高的费用投入提高产品研发能力，以获得更多客户和产品研发端的竞争优势。

图9：宝立与餐饮供应链主要公司对比一览（23 年数据）

公司名称	宝立食品	复合调味料		方便食品	速冻米面
		日辰股份	天味食品	阿宽食品	千味央厨
营收/归母净利 (亿元)	23.69/3.01	3.59/0.56	31.49/4.57	13.03/0.50	19.01/1.34
19-23 年收入 CAGR	33.6%	5.8%	16.2%	19.9%	20.9%
19-23 年归母净利 CAGR	38.8%	-9.9%	11.4%	20.1%	16.0%
产品结构	复合调味料业务：48.3%	酱汁类调味料：74.4%	火锅底料：38.8%	方便面：42.9%	油炸品：45.8%
	轻烹解决方案业务：43.2%	粉体类调味料：24.5%	川菜调料：48.3%	方便粉丝：38.5%	蒸煮类：19.6%
	饮品甜点配料业务：6.0%	食品添加剂：0.9%	香肠腊肉调料：9.4%	方便米线：6.4%	烘焙类：18.7%
	其他业务：2.5%	其他业务：0.2%	鸡精：1.5%	其他业务：12.2%	菜肴类及其他：15.5%
			香辣酱：1.2%		
		其他业务：0.8%			
毛利率	33.1%	38.7%	37.9%	26.9%	23.7%
归母净利率	13.1%	15.7%	14.8%	3.9%	7.0%
扣非净利率	9.3%	14.6%	12.8%	3.8%	6.5%
生产人员人数 (万人)	293.56	147.85	170.68	119.36 (22年)	116.97
固定资产周转率	6.69	5.47	3.56	7.39	2.45
研发费用率	2.0%	3.5%	1.0%	0.7%	1.1%
技术人员占比	10.0%	14.1%	5.3%	2.2% (22年)	3.2%
第一大客户占比	16.6%	10.3% (22年)	-	4.3% (22年)	21.3%
前五大客户占比	31.1%	36.8% (22年)	9.9%	11.7% (22年)	32.8%
销售人员人数 (万人)	1353.71	608.47	398.61	321.99 (22年)	512.35
存货周转率	6.51	6.79	12.79	10.42	7.06
应收账款周转率	8.70	5.35	171.51	28.94	23.01

注：表中产品结构&客户结构均为收入占比；

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

壁垒剖析：食品工业化大势所趋，BC 两端各有千秋

食品工业化大势所趋，B 端定制餐调业务与 C 端方便速食业务各有千秋。

1) 定制餐调：在当下消费弱复苏的背景下、国内餐饮连锁化率出现周期性下滑，但展望未来、后续餐饮连锁化&食品工业化仍为大势所趋，定制餐调有望维持成长速度。根据中国调味品协会估算，21 年我国定制餐调市场总规模已超过 400 亿元，我们预计至 26 年定制餐调市场规模有望增至 679 亿元，22-26 年 CAGR 为 11%。竞争维度看，下游餐饮客户资源分散、对产品差异化要求较高，因而我国定制餐调行业格局天然相对分散，当前竞争尚不激烈，我们认为研发能力和客户积累是竞争的关键。公司研发投入处行业领先地位，并拥有百胜等坚实的大客户资源积累，未来有望形成飞轮效应。

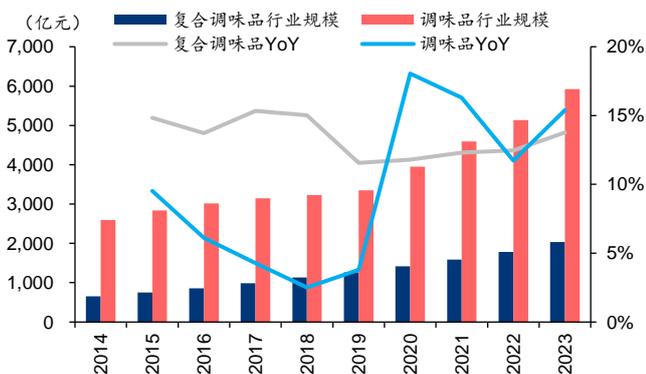
2) 方便速食：疫情后居家消费需求趋于平稳，但方便速食凭借便捷属性仍具备在出行、加班等特定场景的需求基本盘，从产品定价来看，新一代方便速食定位差异化，填补了传统方便面和外卖之间的价格带空白。品类多元化仍为大势所趋，产品创新与品牌打造或为方便速食行业核心的竞争要素。产品端，公司曾孕育出空刻这一现象级意面产品，后续仍具备大单品打造的潜力；品牌端，当前行业竞争格局分散，打响品牌知名度势在必行，空刻在起步阶段坚守品牌定位，精准合作头部主播，实现流量破圈、抢占用户心智，后续放量阶段深刻理解线上短视频变现逻辑，由购买流量转变为自有流量，未来获客效率有望持续提高。

B 端定制餐调：加速渗透，聚焦研发

市场容量：26 年定制餐调市场规模预计达 679 亿元

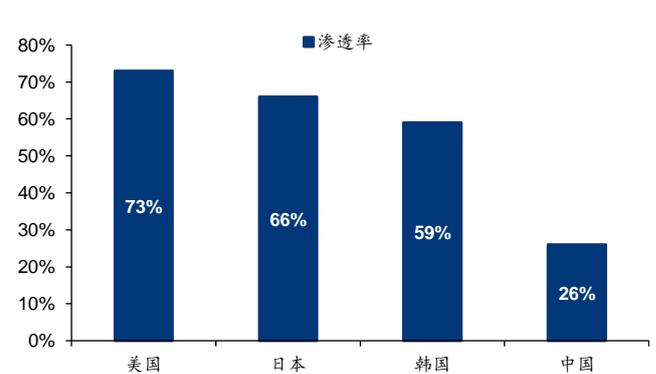
调味品按产品成分可分为单一调味品和复合调味品，复合化乃主流方向。单一调味品（基础调味品）通常仅包含一种主要材料，如味精、酱油、醋、料酒、辣椒粉、蚝油、酱料和腐乳等。相较于单一调味品，复合调味品则使用两种或以上材料进一步制作而成，具有特殊风味或功能。华经产业研究院数据显示，15-23 年调味品行业整体市场规模 CAGR 为 9.6%，同期复合调味品市场规模 CAGR 为 13.4%，以高于行业的增速增长，是调味品板块中唯一保持双位数高增的细分赛道；从渗透率来看，据艾媒咨询，20 年美国/日本/韩国复合调味品渗透率为 73%/66%/59%，我国仅为 26%，对比来看，我国仍有较大提升空间。

图表10：复合调味品规模增速高于调味品行业整体水平



资料来源：华经产业研究院，华泰研究

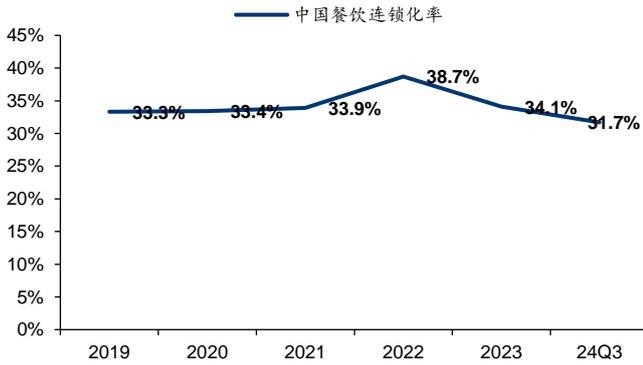
图表11：2020 年各国复合调味品渗透率



资料来源：艾媒咨询，华泰研究

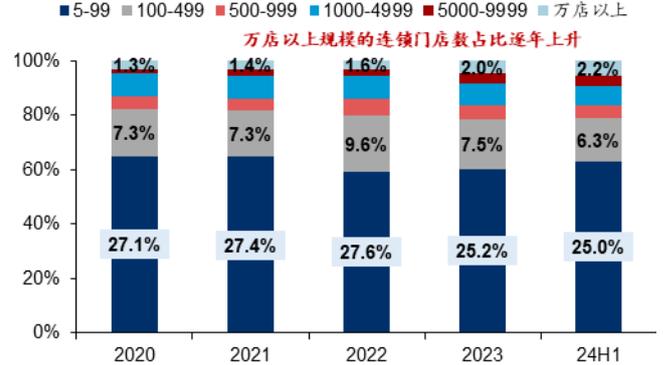
在当下消费弱复苏的背景下、国内餐饮连锁化率出现周期性下滑，但展望未来、后续餐饮连锁化&食品工业化仍为大势所趋，定制餐调有望维持成长速度。中国餐饮大数据研究中心数据显示，22 年末随着疫情管控结束，大批创业者涌入餐饮赛道，导致行业竞争加剧，23 年餐饮连锁化率较 22 年同比-4.6pct 至 34%，24 年以来，消费整体呈现弱复苏态势，中上规模连锁餐饮企业面临着前所未有的挑战，因此国内餐饮连锁化率出现周期性下降，截至 24Q3，中国餐饮连锁化率为 32%，对比美国 58%的连锁化率、我国餐饮行业连锁化率仍然较低。展望未来，我们认为餐饮连锁化&食品工业化仍为大势所趋，国内餐饮连锁化率未来提升空间较大。同时下游餐饮连锁化率提升有效促进产业链专业化分工的强化，并对菜品的标准化程度提出更高的诉求。复合调味品可有效满足连锁餐饮企业对时效、成本控制和食品安全的追求，并带动定制业务的发展，定制餐调成为一种趋势。

图表12: 中国餐饮连锁化率变化趋势



资料来源: 中国餐饮大数据研究中心, 华泰研究

图表13: 中国餐饮市场连锁规模区间分布 (门店数量/家)



资料来源: 中国餐饮大数据研究中心, 华泰研究

规模测算: 据中国调味品协会估算, 21 年我国定制餐调市场总规模已超过 400 亿元。根据连锁餐饮企业营收 (餐饮企业营收*连锁化率) 及调味品在餐饮消费中的比重 (据中国调味品协会, 调味品成本占餐饮企业收入的 10%左右), 推算得 21 年定制餐调在连锁餐饮企业中的渗透率达 25.2%, 考虑日本 80 年代家庭端复调渗透率年均提升 1pct, 我们预计餐饮端因降本增效诉求强化、渗透率提升速度更快, 且 22-23 年由于疫情催化, 渗透率有望加速提升, 我们假设 22-23 年餐饮端复调渗透率年均提升~2pct, 24-26 年考虑基数原因、假设复调渗透率年均提升~1.5pct, 对应 26 年复调在连锁餐饮企业中的渗透率有望达到 33.7%。我们预计 26 年我国定制餐调市场规模将达到 679 亿元, 22-26 年 CAGR 为 11%, 市场空间广阔。

图表14: 定制餐调市场规模测算 (亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
餐饮企业营收	46895	43941	52890	55482	58089	59832
YOY		-6.30%	20.37%	4.90%	4.70%	3.00%
连锁化率	34%	39%	34%	32%	33%	34%
连锁餐饮企业营收	15897	17005	18035	17588	18995	20163
YOY		6.97%	6.06%	-2.48%	8.00%	6.15%
调味品成本 (占餐企收入~10%)	1590	1701	1804	1759	1900	2016
复合调味品渗透率	25.2%	27.2%	29.2%	30.7%	32.2%	33.7%
定制餐调市场空间	400	462	526	539	611	679
YOY		15.47%	13.87%	2.53%	13.29%	11.10%

注 1: 21-23 年的餐饮企业营收规模来源于国家统计局, 24-26 年的餐饮行业规模增速部分假设值来源于中国餐饮大数据研究中心;

注 2: 连锁化率的历史数据来源于中国餐饮大数据研究中心, 24 年连锁化率采用 24Q3 的数据, 25-26 年假设每年提升 1pct;

资料来源: 国家统计局, 美团, 中国餐饮大数据研究中心, 中国调味品协会, Wind, 华泰研究预测

图表15: 我国定制餐调市场规模敏感性测算 (亿元)

24-26 年餐饮行业收入 CAGR (横向)	0%	2%	4%	6%	8%
26 年复调在连锁餐饮企业中的渗透率 (纵向)					
29.7%	532	564	598	633	670
31.7%	568	602	638	676	715
33.7%	604	640	679	719	760
35.7%	639	678	719	761	805
37.7%	675	716	759	804	850

资料来源: 国家统计局, 美团, 中国餐饮大数据研究中心, 中国调味品协会, Wind, 华泰研究预测

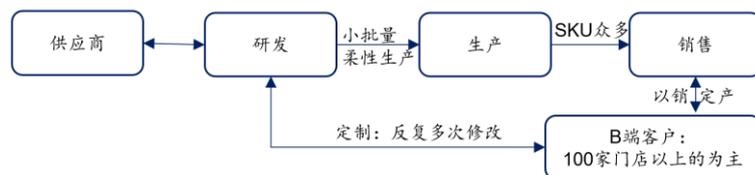
竞争要素：研发能力和客户积累是关键

我国定制餐调行业格局天然相对分散，企业数量多而规模小，目前竞争尚不激烈。受限于餐食的多样性和消费者众口难调，叠加产品定制化属性，导致定制化复调产品的 SKU 数量较多，大部分玩家聚焦细分赛道，同时下游餐饮门店的区域属性更加剧了上游供应链企业的分散程度。定制餐调行业中，国外品牌以丘比、亨氏、味可美等为主，国内品牌中惠聚、宝立等表现突出。网聚资本数据显示，定制餐调行业内中小企业众多，收入规模在 2-5 亿的企业数量预计在 10 家左右，其他企业大部分收入规模 < 2 亿。此外，由于定制餐调行业仍处于消费者教育阶段，下游餐饮客户资源分散、对产品差异化要求较高，故供应商之间直接竞争的氛围尚未形成，且我们预计行业整体的低强度竞争仍将延续。

研发能力助力企业突出重围，或将是未来制胜的战略密码。由于下游客户追求个性化口味基础上的标准化产品，产品力或为定制餐调企业在 B 端客户面前获得青睐的关键，只有准确把握市场趋势，为客户提供定制化、质量较高且稳定的复合调味品，才能在定制餐调行业中立足。当前餐饮门店的网红产品迭代速度加快，导致定制餐调产品生命周期不断缩短，对企业的研发能力提出更高的要求。由于定制化属性，定制餐调产品的迭代速度远超基础调味品。同时复合调味品的品类拓展边界较广，定制餐调企业的产品研发能力是品类扩容的重要驱动因素，也是扩大消费人群覆盖度和提高消费者口味粘性的重要途径。此外，由于复合调味料行业进入门槛较低，产品同质化程度较高，因此持续的产品研发与创新或为企业未来致胜的重要战略密码。

大客户助基，构筑成长护城河：定制餐调业务商业模式优秀，上游原材料种类繁多、配方的模仿难度极高，行业下行期被下游餐饮企业切分份额及压价的压力相对较小。定制餐调通常以 B 端大客户为主，大客户对产品品质、食品安全等方面要求严格（以百胜为例，据其公司官网，20 年百胜对供应商进行了约 400 次食品安全检查），产品开发周期较长，在“立项-研发-样品确定-价格协定-成品及测试-供应”等环节中，会经历反复沟通与修改，交易成本较高，因此双方通常会绑定合作关系，避免因更换定制产品的供应商而带来成本与风险上升。复合调味料主要功能为调味，上游原材料种类繁多，香精香料等原材料种类数量多达上百种，竞争对手通常难以复制出一模一样的配方与口味，故定制餐调企业在大客户供应链的稳定性及粘性较强、较少出现被切分份额的情况，相比于速冻米面、肉类等其余的餐饮供应链赛道，定制餐调被下游企业压价的风险和空间相对较少（具体体现为宝立 24Q1-3 复调业务毛利率波动不大）。虽然下游餐饮客户切入门槛较高，但达成合作后，即可实现产品在全国范围内众多门店的快速渗透，同时大客户强大的规模效应和品牌背书又能为定制餐调企业赋能，形成更加长期的深度合作关系。早在 08 年，宝立就切入了百胜中国的供应体系，之后定制餐调企业纷纷寻求与大客户绑定，如 11 年天味与姐弟俩餐饮达成合作，15 年日辰与圣农绑定合作关系等。

图表16：定制餐调的生产研发流程

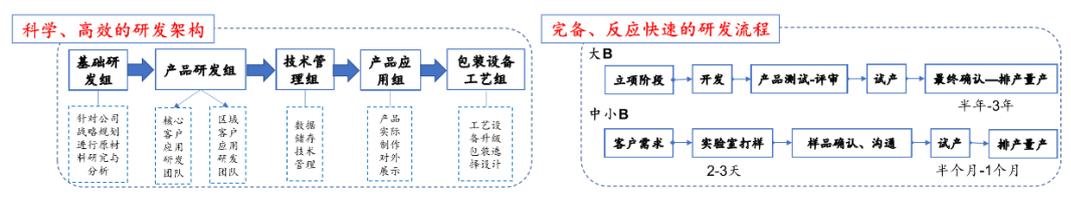


资料来源：公司公告，华泰研究

出身肯德基供应链，宝立目前的核心优势在于研发能力和客户基础。

1) 宝立将研发提升至战略高度，相关投入持续领先。据各公司公告，23 年日辰/宝立/天味/阿宽/千味央厨的研发费用率均值分别为 3.5%/2.0%/1.0%/0.7%/1.1%，横向对比看，宝立的研究费用率处于行业内第一梯队。此外，宝立销售部与研发部同事在服务客户的过程中密切沟通，以市场为导向、结合消费者需求，开发新风味和新概念产品，研究新技术、新工艺、新材料等，最终实现各种新品在客户产品中的应用及销售。

图表17: 宝立对研发的重视十分突出



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

2) 沉淀大客户资源, 夯实增长根基。宝立下游以大客户为主, 21年1000万以上的客户仅21家, 但营收占比70.7%。01-07年公司为百胜的间接供应商, 通过给直接供应商提供炸鸡裹粉、腌料等间接与百胜进行合作。08年公司正式进入百胜直接供应商体系, 并于14年成为百胜五大调味料供应商之一(其余四家均为外资供应商), 21年底已成为百胜复调体系中收入占比最高的供应商, 22年宝立在百胜复合调味料的采购额中占比超30%。凭借强大的研发能力及与肯德基合作多年树立的良好口碑, 公司快速进入德克士/汉堡王/达美乐/真功夫等其他连锁餐企的供应体系、展开全面合作, 并开拓出圣农、泰森中国、正大等食品加工客户, 客户结构进一步多元化, 业务规模快速增长。我们认为, 大客户资源的沉淀具备双重红利, 助力公司培育出色的品控(稳定性高)、产品交付(时效性强)和渠道服务(响应速度快)等核心能力, 同时百胜等大客户的品牌背书或加速其他客户吸纳, 进而在深厚的竞争优势加持下, 有望实现产品销售路径及场景的扩容、贡献增量业绩。

图表18: 宝立与百胜中国合作历程梳理



资料来源: 公司公告, 华泰研究

C 端方便速食: 风起云涌, 品牌引领

市场容量: 疫情后需求整体平稳, 品类多元化趋势显著

方便速食位于餐饮与食品的交界线, 品类多元化发展趋势显著。方便食品一般指经简单加工即可随时随地食用的半成品或成品, 位于餐饮型生意与食品型生意的交界线。疫情期间方便速食迎来多重发展红利, 疫情之下“宅经济”诞生, 伴随社会生活节奏加快、“懒人经济”兴起, 叠加独居单身人口壮大, “一人食”逐步成为餐饮消费新趋势。据灼识咨询, 16-20年方便速食市场规模由833亿元增长至1387亿元, 期间CAGR为13.6%。产品品类不断扩充, 由方便面逐渐外行至风味食品(如螺蛳粉、意面、拉面、面皮)及自热食品等, 共同构成方便速食千亿大市场。方便面/风味速食/自热食品16-20年市场规模CAGR分别为8.8%/76.2%/42.3%, 方便面保持稳健增长, 新兴品类风味食品和自热食品增速较快, 多元化发展趋势日益明显。

“长青品类”与“新兴品类”共同刻画行业图景，新品迭出的底层原因是95后、00后对多元化/个性化的追求。长青单品：从市场规模来看，方便速食行业仍以方便面为主，大单品的口感具备一定的记忆性，消费者往往只能记住某细分品类中top2-3的产品，长尾产品难以获取稳定的消费者认知空间；同时店铺追求单位货柜销售额最大化，倾向于给予畅销单品更优的陈列位置，两方面原因互相强化、导致大单品强者恒强。此外，16-20年中高端方便面市场规模CAGR（17.1%）高于低端方便面（4.0%），但整体看行业创新空间有限，新品切入角度不多，同样加大了长青大单品的颠覆难度。新兴品类：方便速食行业“高频中低价”的特点下总体切换成本较低，消费者存在尝鲜需求，乐于尝试新品种、新口味，因而新兴品类风味食品和自热食品等层出不穷；伴随传统方便面大单品价格透明化，渠道亦希望尝试动销得到验证的高毛利新品，故意面/螺蛳粉/自热火锅等新品迭出。

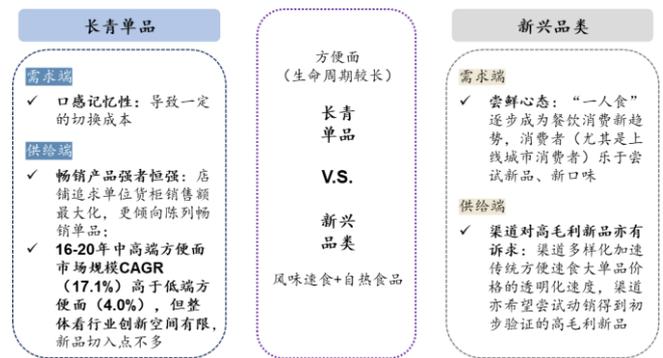
图表19：2016-2026E 中国方便速食市场规模



注：低端方便面包括干脆面、速泡面等，一般指仅包含面饼和简单的粉包、调料包，价格在2元左右的方便面；中高端方便面则指在此基础上有所升级的方便面，如带有热制高汤、大面饼、大肉块等特征的方便面，一般价格在3-5元，有时甚至10元+；

资料来源：灼识咨询，尼尔森，华泰研究

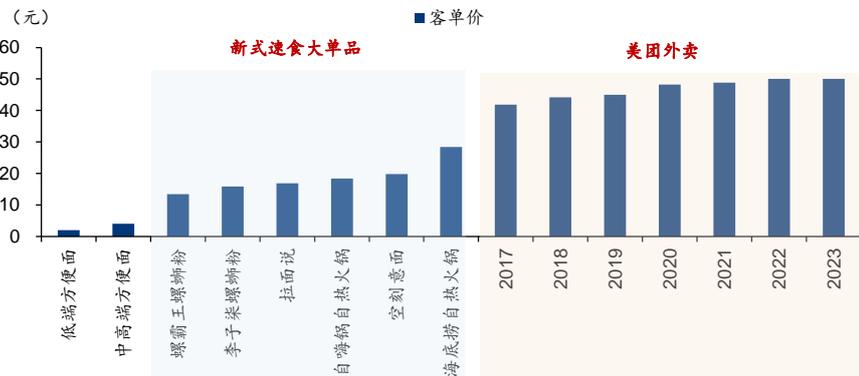
图表20：方便速食行业呈现“长青品类”与“新兴品类”共同驱动



资料来源：灼识咨询，尼尔森，华泰研究

疫情后居家消费需求趋于平稳，但方便速食凭借便捷属性仍具备在出行、加班等特定场景的需求基本盘，从产品定价来看，新一代方便速食定位差异化，填补了传统方便面和外卖之间的价格带空白。据尼尔森，我国低端方便面售价2元左右、中高端方便面一般在3-5元，整体价格仍相对较低，而美团财报显示，22-23年外卖客单价已提升至~50元，新式速食大单品的价格多在13-30元，恰好填补了传统方便面和外卖之间的价格带空白。

图表21：方便速食填补了传统方便面和外卖的价格带空白



注：美团外卖客单价=餐饮外卖交易金额/餐饮外卖交易笔数；

资料来源：代表性品牌客单价来源于天猫旗舰店，美团公司公告，尼尔森，华泰研究

竞争要素：产品创新与品牌打造是核心

轻烹产品的市场参与者众多，主要可分为三类：1) 餐饮企业，拥有自身的品牌积累，优势在于C端门店或存品牌溢出效应，代表企业包括海底捞、小龙坎等，火锅店品牌居多；2) 互联网品牌，充分发挥互联网的新玩法优势，快速迭代网红产品并通过营销获得流量，代表企业主要有空刻意面、拉面说、自嗨锅、莫小仙等；3) 休闲零食品牌，依托以往沉淀的消费者和相对成熟的产业链进行扩张，以三只松鼠和百草味为典型代表。

多品牌加码新式速食领域，竞争格局相对分散，行业内小型企业居多。方便速食的终端客户主要是个人消费者，方便速食企业通过零售商超、电商平台等销售渠道将产品出售至消费者手中。由于方便速食品类消费属性偏向可选，且消费者面临的选择较多，加之95后、00后为代表的新生代消费者纳新程度较高，疫情期间新兴品牌数量迅速增长、疫情后部分小品牌出清，但总体看行业竞争格局仍显分散，据天猫官网数据，行业中产值在1亿元以下的小型企业居多，尚未形成较高的品牌影响力，商品的同质化程度与互相之间的可替代性仍然较强。

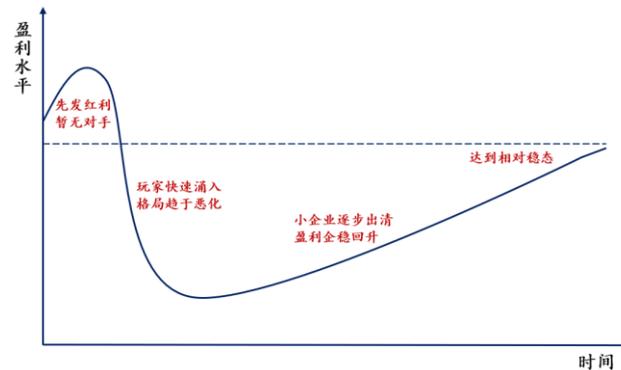
类比其他方便速食，意面品类集中度与盈利能力更优。从集中度来看，类比自热火锅21年市场规模104亿元（据食品工业协会），大单品海底捞自热火锅21年销售额18亿元，对应市占率17%。而意面品类中，据公司公告，21年空刻意面销售口径收入约5.7亿元，对应市占率约64%。从盈利能力来看，方便速食各细分品类的盈利水平或呈现“√型”演绎，短暂的先发红利过后，由于产品模仿壁垒不高，竞争格局或趋于恶化、使得盈利水平下滑，但伴随着小型代工品牌的逐步出清，产品盈利能力有望企稳回升、达到相对稳态。横向对比各细分品类的毛利率，由于消费者对西餐产品的观念溢价，当前意面品类的盈利能力更优，据宝立公告，23年公司轻烹业务整体毛利率为50%，对比康师傅方便面/统一方便面27%/25%（23年）的毛利率处于高位。

图表22：轻烹产品场内玩家分类

	餐饮企业	互联网品牌	休闲零食品牌
	海底捞（自热火锅） 小龙坎（自热火锅） 德庄（自热火锅） 必胜优选（意面）	空刻意面 拉面说（粉/面） 自嗨锅（自热米饭） 莫小仙（自热米饭）	三只松鼠（自热火锅） 百草味（自热火锅）
营销模式	线下门店、经销商、线上电商	线上电商、KOL、院线	传媒、KOL
竞争优势	直面消费者：直接接触消费者，对口味敏感； 品牌效应：利用餐饮品牌积累的良好口碑快速促进品牌传播	快速推新：互联网思维，快速迭代潮流产品； 营销声浪：营销线上化背景下利用线上流量推动线下销售增长	客户积累：过往已有庞大的消费者群体； 产业链相对成熟：可快速规模化/标准化生产制造和销售

资料来源：各公司官网，华泰研究

图表23：方便速食品类盈利能力上或呈现“√形”演绎趋势



资料来源：华泰研究

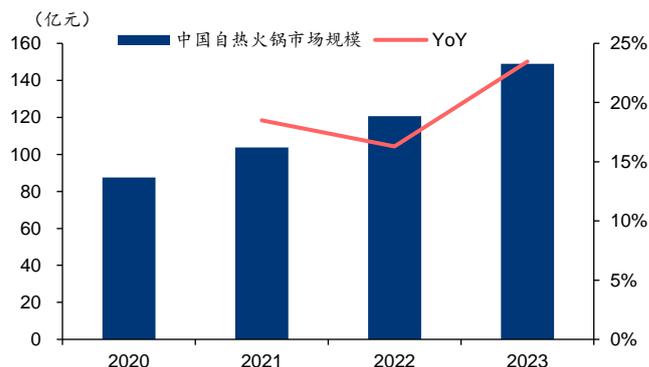
如今公众健康意识提升、叠加食品加工技术发展，共同推动了新式方便速食的品类扩张与提质升级。随着居民消费水平提高，对方便食品的味道口感、健康营养以及包装设计等方面的关注度显著提升，螺蛳粉、意面、自热火锅、自热米饭等个性化新式速食产品迭出（据艾媒咨询，23年自热火锅市场规模已达148.9亿元，对应21-23年CAGR为19.4%），能否通过产品创新、迎合消费者需求或为行业竞争的核心要素。

图表24：线下渠道方便速食部分细分类目占比变化（按销售额）

	22年	23年	24Q1	24Q2
方便面	38.71%	39.19%	39.63%	43.11%
螺蛳粉	3.13%	2.83%	2.82%	2.45%
酸辣粉	1.16%	1.23%	1.23%	1.15%
自热米饭	1.52%	1.28%	1.17%	0.89%
自热火锅	1.79%	1.23%	1.07%	0.79%
方便米饭	0.59%	0.46%	0.61%	0.53%
方便米线	0.50%	0.62%	0.56%	0.17%
其他	52.60%	53.16%	52.91%	50.91%

资料来源：马上赢，华泰研究

图表25：中国自热火锅市场规模



资料来源：艾媒咨询，华泰研究

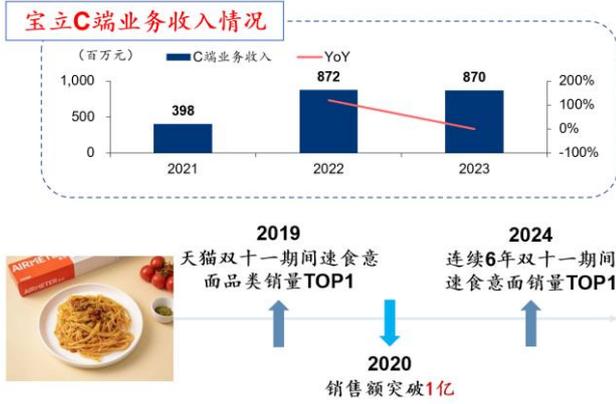
打响品牌知名度势在必行，抢占消费者心智是第一要义。为占领消费者心智、捆绑客群，各品牌正积极寻求品牌力的构建，如空刻意面以米其林三星大厨为背书，颐海的自热火锅借力海底捞的品牌知名度与影响力。据叮芒研究院《2022 方便速食行业研究报告》，抖音/快手/淘宝直播间推荐成为消费者选购方便速食的首要依据（占比 27%），依靠亲朋好友推荐/品牌方广告/社群推荐购买的消费人群占比 25%/13%/8%。线上营销通常需要速食企业通过前期投入大量费用来加强产品的曝光与渗透、建立品牌形象，后期通过扩大销售规模来获取盈利能力。通过一段时间的摸索与相互借鉴，速食品牌从广告内容、社交媒体、直播带货到新零售渠道的营销打法日渐套路化，导致营销模式雷同，进货搭赠现象普遍，无形中推高营销的边际成本。我们认为，迎合消费趋势、精准定位目标客群、积极创新营销方式，有助于提升品牌记忆点、刺激消费者的购买行为。

宝立的轻烹业务起步较晚，21-22 年逐步实现对空刻的并表后由幕后走到台前。

1) 起步阶段：坚守品牌定位，精准合作头部主播，实现流量破圈。空刻意面的初期战略选择十分果断精确，在线上热门平台进行推广，明确一站式轻烹西式料理的产品定位，初期营销战略顺利施行。据今日都市报，自 19 年 7 月产品面世以来，空刻直接选择进入线上平台销售，凭借差异化产品、当年便在天猫双十一期间斩获速食意面品类销量 TOP1。2020 年中，空刻意面在众多候选商品中脱颖而出，在“直播一哥”李佳琦的直播间售卖，取得了 1 分钟 70000 盒全部售罄的好成绩（据澎湃新闻），这是空刻意面品牌第一次真正出圈，获得了第一批客户，使对产品有新颖/方便/美味/仪式感需求的年轻单身女性和精致宝妈在主播的宣传以及场景构建下产生共鸣，迅速突破用户心智、打响品牌。

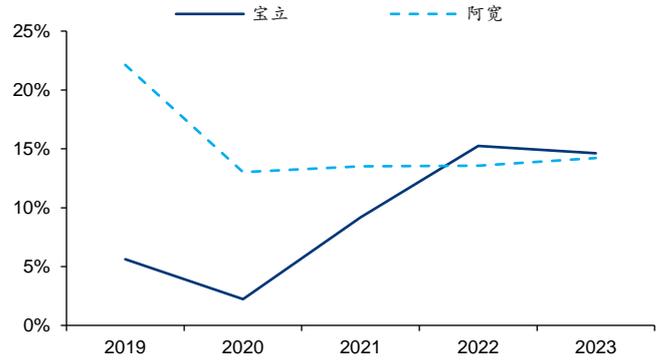
2) 放量阶段：双十一表现连续多年居于行业首位，公司深刻理解线上短视频变现，由购买流量转变为自有流量，将原先积累的客群辐射到后期的品牌自播间，获客效率行业领先。据天猫数据，19-24 年空刻在线上渠道连续 6 年蝉联天猫同类品牌 TOP1。抖音渠道亦为空刻放量阶段较重要的营销平台，据公司官网，空刻在 2020 年末入局抖音，9 个月内就成为抖音首个亿级速食品牌。此外，空刻通过前期利用短视频达人的内容创作与宣传、打通商城等策略，促使流量在平台上不断流转，并借用平台的精准算法找到目标用户，空刻意面的获客效率居于行业前列。

图表26: 近年来宝立C端业务发展回顾



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表27: 宝立 vs 阿宽: 销售费用率对比



注: 以空刻为代表的C端业务销售费用率应高于公司整体销售费用率;
资料来源: Wind, 华泰研究

步步为营，公司何以破局而立？

西式定制餐调：需求持续向上，前景广阔

从下游行业景气度来看，近年来西式餐饮需求持续向上，且西餐的产品标准化程度通常较高，对应西式餐调赛道成长性较优（18-22 年市场规模 CAGR 为 13%），国产替代趋势初显。据弗若斯特沙利文，23 年快餐行业中西餐的市场规模达 2584 亿元，对应 15-23 年 CAGR 为 5.9%。由于下游客户体量较大、西餐连锁化率较高（根据美国，饮品/面包甜点/西餐的连锁化率位居前三，23 年连锁化率分别为 49%/30%/28%），且西餐的产品迭代速度较慢，对应西式餐调呈现出产品成熟度和标准化程度较高的特征，与中式餐馆分散的调味产品矩阵有所不同。西餐客户门店数量多、翻台率高，对餐调的使用量较中餐客户更大，且调味品企业切入下游餐饮客户供应链后可获得稳定的业务以及产品推广，规模化生产得以实现。22 年西式定制餐调市场规模约 47 亿元，对应 18-22 年 CAGR 为 13%，国产替代趋势初显，以核心下游客户百胜为例，23 年肯德基将糖醋酱、酸辣酱的订单部分切给宝立（过去为味好美及凯美瑞两家外资供应全部的相关订单），我们看好宝立逐步承接更多的外资供应份额、从而实现市占率提升。

图表28：快餐行业中西餐市场规模变化趋势



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

图表29：西式定制餐调市场规模变化趋势



资料来源：网聚资本，华泰研究

我们从以下两维度探寻公司的客户开拓空间：

1) 存量客户深挖保证造血能力：公司通过不断拓品类的方式实现老客户体系内的份额提升，后续与核心客户的合作有望加深，提升在整体价值链上的份额。一是可直接受益于老客户自身门店加速布局，提升单品订购量与业务扩张性，如百胜通过市场下沉、不断提高门店密度，据窄门餐眼，截至 24 年 12 月，肯德基餐饮门店总数达到 1.1 万家，对应 24 年净新增 270 家，未来总店数计划增长至 2 万家以上；截至 24 年 12 月，达美乐餐饮门店总数达到 1010 家，对应 24 年净新增 241 家；二是核心大客户内部供应商体系中尚存份额提升的空间，以第一大客户百胜为例，当前百胜的复合调味料供应体系中外资的占比仍然较高，宝立作为内资供应商中的佼佼者，对于国内消费者的口味偏好了解程度与需求响应能力等均具备优势，后续在百胜供应体系中的份额有望进一步提升；三是合作品类的多元化为公司业绩进一步提供弹性，参考公司与百胜的合作从复调逐步拓展至饮品甜点配料、轻烹食品的路径，我们认为公司可继续深挖存量客户，其业务的增量来源于提供综合解决方案，借助品类延伸获得增长，从单一的调味料供应商往全套解决方案供应商方向升级，从而提升在整个价值链上的份额。

2) 新客户获取贡献增量：公司通过优先为以百胜为代表的大客户供货，未来凭借大客户品牌背书形成的灯塔效应，有望与更多中小餐饮客户达成战略合作，进一步丰富客户体系。从下游餐饮的结构来看，据中国餐饮大数据研究中心，截至 24Q3，中国餐饮连锁化率为 32%，表明中小餐厅的门店数量占比仍高于大 B 客户的门店数量占比。烘焙店、轻食门店等餐饮新风尚兴起，公司未来可以通过继续把握餐饮新浪潮、进一步促进业务扩容。

图表30: 下游餐饮客户门店数量(家)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
肯德基门店数量	5224	5488	5910	6534	7166	8168	9878	10842
YoY	4%	5%	8%	11%	10%	14%	9%	10%
麦当劳门店数量	2125	2406	2808	3332	3719	4322	5007	5993
YoY	4%	13%	17%	19%	12%	16%	16%	20%
德克士门店数量					1927	2466	2425	2726
YoY						28%	-2%	12%
达美乐门店数量					370	472	583	769
YoY						28%	24%	32%

资料来源: 窄门餐眼, 华泰研究

与宜瑞安贸易达成战略合作, 有望进一步推动公司酱料及烘焙产品的布局。2023年9月27日公司与宜瑞安贸易签署了《战略合作框架协议书》, 双方希望通过长期战略合作以整合双方在营销和技术方面的优势并由此促进双方的业务发展。宜瑞安集团是全球特殊淀粉行业的领导者和功能性食品配料及配料系统的创新驱动者, 服务全球120多个国家及地区。我们认为此次合作有望进一步推动公司酱料及烘焙产品的布局, 深度绑定降低原材料成本, 同时技术提升有利于获得更多潜在订单, 长期增长空间值得期待。

多地设厂, 有效满足订单生产。目前公司拥有位于上海松江、上海金山、山东和浙江嘉兴四个生产基地, 19-23年之间粉类、酱类产品的产能均有不同程度的扩张, 工厂生产能力不断提升, 此外23年公司粉类/酱类产品的产销率分别为96%/97%、处于较高水平。23年公司新设上海宝晏, 积极布局烘焙业务板块, 24年已有增量收入贡献、完善全品类结构。

图表31: 公司产能情况梳理

		2018	2019	2020	2021	2022	2023
固态类产品(粉类)	产能(吨)	33082	35864	42853	53752		
	产量(吨)	28176	30192	36997	53339	60095	75131
	销量(吨)	28537	30856	36915	54142	57776	72162
	产能利用率	85.17%	84.18%	86.34%	99.23%		
	产销率	101.28%	102.20%	99.78%	101.50%	96.14%	96.05%
非固态类产品(酱类)	产能(吨)	25834	25834	28230	45639		
	产量(吨)	20353	19369	25564	37780	41444	52346
	销量(吨)	19924	18922	24692	37073	39038	50613
	产能利用率	78.79%	74.98%	90.56%	82.78%		
	产销率	97.89%	97.69%	96.59%	98.13%	94.20%	96.69%

资料来源: 公司公告, 华泰研究

轻烹解决方案: 渠道拓展加速, 新品可期

据公司公告, 空刻意面23年(起步第6年)财务口径收入为8.7亿元, 同比基本持平。24H1空刻清理库存, 产生部分减值损失, 24Q3实现自然增长企稳、净利率环比改善, 24Q4双十一表现亮眼(同比增长~40%), 主要系: 1) 品牌矩阵扩充, 公司主力产品由过去局限于单一的需要用锅煮制的意面产品, 扩充至更为便捷的冲泡意面, 后续转向围绕西式产品、清洁标签产品和方便速食等多方向发力; 2) 战略思路理顺后营销运营更具针对性, 和玩具总动员等优质IP合作、共同推出联名产品; 3) 24年3月空刻管理层顺利更换, 同步引入员工持股计划, 顶层设计有所改善。展望未来, 伴随各速食意面品牌对消费者教育的发力, 速食意面的渗透率有望持续提升, 空刻或将继续提升品牌认知度和市场占有率。

方便速食细分品类众多, 单一产品空间相对有限, 领先品类实现单品突围之后, 往往会战略布局更多品类, 据CBNData统计, 速食品牌普遍覆盖超过5个子类目。在多元产品矩阵吸引来更多消费群体的基础上, 线上线下渠道联动将实现全场景覆盖, 增强消费者粘性。我们认为纵向拓渠道与横向拓品类或将成为方便速食企业发展的主流趋势。

渠道端：线上线下全面布局，提升对于新零售渠道的重视程度，有望获得收入增量。线上渠道仍为目前 C 端意面销售的主阵地，23 年空刻意面的线上渠道收入占比大致为八成至九成。据公司官网，20 年末空刻开始全面布局线下渠道，基于偏高端的定位，目前空刻已进入 Ole'、盒马、麦德龙等多家线下精品超市，以线上的客流量粘性向线下引流。当前线下零售效率重构浪潮兴起，公司紧抓这一趋势，高度重视并加强与山姆、盒马、胖东来等新零售 KA 的合作，为其提供定制化食品综合解决方案，目前规划的主要产品包括料理包、意面等品类（据公司 24Q3 业绩说明会）。据极海品牌监测，截至 24 年 12 月，山姆会员店门店总数达到 51 家，对应 24 年净新增 5 家；盒马门店总数达到 561 家，对应 24 年净新增 114 家。公司有望依托优质的供应链和扎实的产品研发能力，探寻新的收入增长抓手。

产品端：品类裂变加速推进，西式速食扩容潜力较大。一方面，公司将进一步完成空刻的全渠道布局，另一方面，其有望复制“线上→线下”的模式打法、加速拓展更多大单品，打造第二增长曲线。意面品类中，公司既可以创新意面形态，推出扁平型、蝴蝶型、斜管型等新规格产品，也可以延伸意面口味，推出海鲜、蔬菜奶油、川香麻辣肉酱等新口味，延长大单品的生命周期。其他品类中，公司或可依靠大单品的品牌影响力带动其他新品销售。消费者对轻烹速食的口味要求较高，而公司的口味研发具有优势，因此可针对性拓展披萨、捞面、罗宋汤等西式速食品类，进一步拓宽产品带和消费人群。

图表32：宝立与主要速食公司对比

主营产品类	其他品类	单价	产品SKU	主要渠道	
李子柒	螺蛳粉	米粉、凉皮、红油面皮、宽面、各类酱、火锅底料、蜂蜜、姜茶、藕粉、芝麻糊、米糕等	10-15元	38	线上
白家陈记	粉/面	酸辣粉、凉皮、火鸡面、方便粉丝/面等	5-16元	10+	线上→线下
海底捞(颐海)	自热米饭/自热火锅	自热米饭、冲泡粉	10-40元	36	
自嗨锅	自热米饭/自热火锅	酸辣粉、毛血旺、自热饭、自热粥等	素食10-20元, 肉食20-30元	200+	线上→线下
阿宽食品	粉/面	酸辣粉、甜水面、葱油拌面、螺蛳粉等	4-8元	30+	线下→线上
食族人	粉/面	酸辣粉、爆肚粉、螺蛳粉等方便粉丝/面	6-10元	7	线上→线下(线上: 线下=3: 7)
拉面说	粉/面	米线、拌面	19-22元	10+	线上
莫小仙	自热米饭/自热火锅	重庆小面、自热米饭、酸辣粉、宽粉等	10-20元	20+	线上
螺霸王	螺蛳粉		13-19元	6	
开小灶	自热米饭/自热火锅	抄手	抄手12元/盒, 自热米饭26-27元/盒	10+	
空刻意面	意面	速食罗宋汤、贝壳面、螺旋面、弯管面、扭扭面等	20元	16	线上→线下

空刻意面形态裂变

空刻意面口味裂变

资料来源：Wind，各品牌微信公众号，天猫旗舰店，Tech 星球，各公司官网，华泰研究

盈利预测与估值

食品工业化趋势下，公司 B 端定制餐调业务与 C 端方便速食业务均有较大的成长空间，预计 24-26 年营收分别为 26.6/30.1/33.2 亿，同比+12.4%/+13.0%/+10.5%，归母净利分别为 2.4/2.8/3.2 亿，同比-21.0%/+17.6%/+14.5%。

收入预测：

1) 复合调味料 (24Q1-3 收入占比 49%)：由于此前下游客户经营受疫情影响，23 年公司复合调味料业务营收在低基数之上同比+29.3%、实现恢复性增长，24 年以来，外部消费环境整体呈现弱复苏，24Q1-3 公司复合调味料业务营收同比+11.2%、实现稳健增长。公司研发优势突出，近年来研发投入持续领先行业，且大客户资源优势显著，头部客户整体稳定性较好，肩部客户有望实现放量，大客户背书之下，未来或将吸纳更多中小 B 客户，公司销售路径和场景有望进一步扩容，贡献增量业绩。我们在第二章中测算得 26 年我国定制餐调市场规模将达到 679 亿元，22-26 年 CAGR 为 11%，综合考虑定制餐调行业 β 高景气与公司自身 α 具备竞争优势，我们预计 24-26 年公司复调业务营收 12.7/14.6/16.6 亿元，同比+11.3%/+15.0%/+13.0%。

2) 轻烹解决方案 (24Q1-3 收入占比 42%)：C 端业务中，空刻意面 23 年财务口径收入为 8.7 亿元，同比基本持平。24H1 空刻清理库存，24Q3 实现自然增长企稳，24Q4 双十一表现亮眼（同比增长~40%），主要系品牌矩阵扩充（由单一的意面产品转向围绕西式产品/清洁标签产品/方便速食等多方向发力）、营销运营更具针对性（和玩具总动员等优质 IP 合作）、

顶层设计改善（24年3月空刻管理层顺利更换，同步引入员工持股计划）。展望来看，渠道端，公司当前销售仍以线上渠道为主，后续将持续探索线上线下全面布局，并提升对于新零售渠道（山姆/盒马等）的重视程度，有望获得收入增量；产品端，公司将继续打造空刻意面品牌，多维度营销创新、持续拓客，并利用自身优异的产品研发能力，加速推进意面以外的品类裂变，第二增长曲线可期。此外，24年起，公司烘焙业务亦开始贡献收入增量，我们预计24-26年烘焙业务营收0.7/1.2/1.8亿元。综合来看，预计24-26年公司轻烹业务营收11.7/13.1/14.2亿元，同比+14.8%/+11.9%/+8.4%。

3) 饮品甜点配料 (24Q1-3 收入占比 6%)：目前公司饮品配料业务主要对接百胜、麦当劳、德克士等餐饮客户，此前由于下游客户经营受疫情影响，2023年公司配料业务迎来恢复性增长（营收同比+8.3%），24Q1-3公司饮品配料业务营收基本持平，我们考虑创意小料有望受益于新式茶饮行业的发展，预计24-26年公司配料业务实现营收1.4/1.5/1.5亿元，同比+1.0%/+3.0%/+2.0%。

毛利率预测：

23年公司复调业务毛利率受成本端扰动，我们预计24年复调业务毛利率同比+2.2pct至23.4%，25-26年有望企稳回升；考虑方便速食行业在疫情后需求整体有所承压，行业内存在价格竞争等情况，叠加毛利率相对较低的烘焙业务贡献的收入增量24-26年有望逐年增加，我们预计24-26年轻烹业务毛利率分别为42.5%/42.0%/42.0%，低于23年49.9%的水平。综合来看，我们预计24-26年公司毛利率分别为31.3%/31.0%/31.2%，同比-1.8/-0.3/+0.1pct。

图表33：宝立食品收入及毛利率预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	1577.7	2036.8	2369.0	2662.2	3007.5	3323.0
YoY	74.4%	29.1%	16.3%	12.4%	13.0%	10.5%
毛利率	31.2%	34.6%	33.1%	31.3%	31.0%	31.2%
复合调味料	842.7	885.1	1144.6	1273.7	1464.8	1655.2
YoY	28.6%	5.0%	29.3%	11.3%	15.0%	13.0%
毛利率	24.6%	24.9%	21.2%	23.4%	23.4%	23.9%
轻烹解决方案	570.9	1009.5	1023.5	1174.6	1313.9	1424.0
YoY	324.3%	76.8%	1.4%	14.8%	11.9%	8.4%
1、其中C端（厨房阿芬）	398.4	872.0	870.0	935.7	1008.2	1039.7
YoY		118.9%	-0.2%	7.6%	7.7%	3.1%
2、主业（剩余B端业务）	172.6	137.4	153.5	168.9	185.7	204.3
YoY	27.8%	-20.4%	11.7%	10.0%	10.0%	10.0%
3、烘焙业务				70.0	120.0	180.0
YoY					71.4%	50.0%
毛利率	42.8%	45.0%	49.9%	42.5%	42.0%	42.0%
饮品甜点配料	155.3	131.6	142.5	143.9	148.2	151.2
YoY	40.4%	-15.3%	8.3%	1.0%	3.0%	2.0%
毛利率	26.0%	22.1%	19.8%	22.0%	22.0%	23.0%
其他业务	8.8	10.6	58.3	70.0	80.5	92.6
YoY	104.7%	20.5%	451.8%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	13.2%	4.4%	6.5%	8.0%	8.0%	8.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用率预测：

24-26年规模效应之下销售费用率或有所收窄，B端销售费用相对可控，C端费用投放将更重视费效比，我们预计24-26年公司销售费用率为14.6%/14.0%/13.7%，管理费用率为2.4%/2.2%/2.1%，研发费用率为2.0%/1.9%/1.9%。

综上，我们预计24-26年营收分别为26.6/30.1/33.2亿，同比+12.4%/+13.0%/+10.5%，归母净利润分别为2.4/2.8/3.2亿，同比-21.0%/+17.6%/+14.5%（24年归母净利润同比下滑较多主要系23年存在拆迁费用一次性补贴），对应的净利率分别为8.9%/9.3%/9.6%。

图表34：宝立食品费用率、归母净利润预测明细（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	9.2%	15.2%	14.6%	14.6%	14.0%	13.7%
管理费用率	3.3%	2.9%	2.8%	2.4%	2.2%	2.1%
研发费用率	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
财务费用率	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
归母净利润	185.4	215.4	301.0	237.8	279.7	320.2
净利率	11.8%	10.6%	12.7%	8.9%	9.3%	9.6%
YoY	38.2%	16.2%	39.8%	-21.0%	17.6%	14.5%

资料来源：Wind，华泰研究预测

我们认为，食品工业化大势所趋，定制餐调加速渗透，发展趋势明确，宝立作为西式复合调味品龙头，具备强劲的研发实力、坚实的客户积累与优质的服务精神，同时宝立以业务赋能+并购空刻的形式，成功补齐C端短板，当前BC两端综合能力均衡且均处于行业领先地位。展望来看，宝立BC两端业务齐头并进，后续有望收获更开阔的成长路径。我们预计公司24-26年EPS分别为0.59/0.70/0.80元，我们选取了餐饮供应链行业的代表企业作为参照（千味央厨与宝立食品同为百胜体系内的T1级供应商，天味食品与日辰股份的主营业务均为复合调味品，味知香的主营业务为预制菜），横向同业对比，公司成长性突出，研发费用率处行业较高水平（详细对比见第一章）。参考可比公司25年PE均值28x（Wind一致预期），给予其25年28xPE，目标价19.60元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表35：可比公司估值表

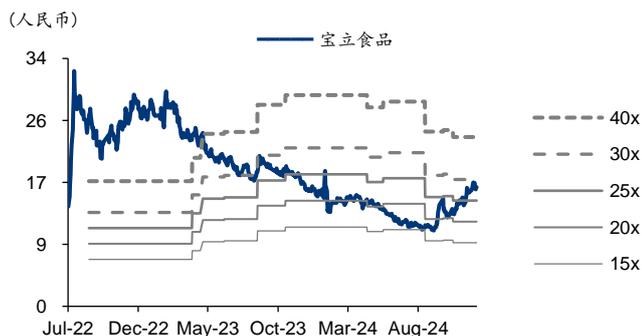
公司简称	股票代码	市值(mn)		PE (倍)					EPS (元)				24-26 净利 CAGR
		2024/12/20	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
千味央厨	001215 CH	3,412	23	26	22	19	1.47	1.32	1.56	1.81	7%		
天味食品	603317 CH	15,305	35	26	23	20	0.41	0.55	0.62	0.71	20%		
日辰股份	603755 CH	2,823	44	39	33	28	0.65	0.74	0.88	1.04	17%		
味知香	605089 CH	3,959	28	43	33	28	1.03	0.66	0.88	1.04	0%		
平均值		6,375	33	34	28	24	0.89	0.82	0.99	1.15	11%		
中间值		3,685	31	33	28	24	0.84	0.70	0.88	1.04	12%		
宝立食品	603170 CH	6,572	22	28	24	21	0.75	0.59	0.70	0.80	2%		

注：可比公司盈利预测采用Wind一致预期；

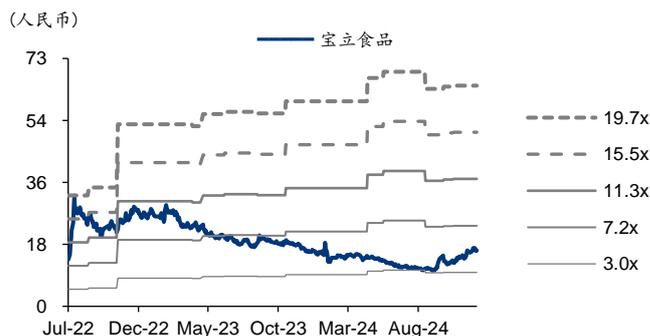
资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

- 1) 西式餐饮需求疲软。**公司主要客户为西式餐饮企业，若终端西式餐饮需求疲软会对公司业绩产生影响。
- 2) 方便速食行业竞争激烈程度高于预期的风险。**空刻所处的速食意面赛道仍处于刚起步阶段，未来竞争加剧有压缩企业利润的风险。
- 3) 产能投放不及预期。**若公司产能投放不及预期，销售量或受损，收入有不达预期的风险。

图表36：宝立食品 PE-Bands


资料来源：Wind，华泰研究

图表37：宝立食品 PB-Bands


资料来源：Wind，华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 龚源月、王可欣, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司