

分析师: 刘冉
登记编码: S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

B、C 端双驱，复调和轻烹协同发展

——宝立食品(603170)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

增持(首次)

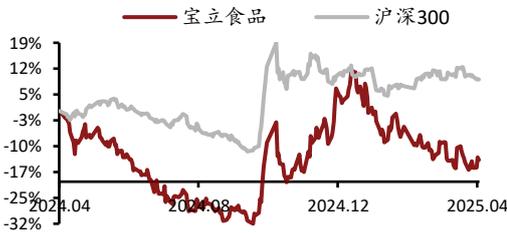
市场数据(2025-04-02)

收盘价(元)	13.24
一年内最高/最低(元)	17.11/10.57
沪深 300 指数	3,884.39
市净率(倍)	4.02
流通市值(亿元)	21.03

基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	3.29
每股经营现金流(元)	0.72
毛利率(%)	31.80
净资产收益率_摊薄(%)	13.18
资产负债率(%)	30.34
总股本/流通股(万股)	40,001.00/15,881.00
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 04 月 03 日

投资要点:

- 西式复调是复调大类中的细分市场，在复调消费中的占比达到 20%——仅次于鸡精，与火锅底料相当。根据我们的推算，2024 年西式复调的市场规模达到 438 亿元。假设市场规模分别增长 8%、6% 和 5%，2024、2025、2026 年西式复调的市场规模分别可达到 438、465 和 488 亿元。
- 常见的西式复调产品包括沙拉酱、番茄酱、咖喱、蛋黄酱等，应用场景涵盖了西餐、西式快餐、烘焙及家庭烹饪。目前市场中的头部品牌有丘比、百利、亨氏、宝立客滋、好侍、妙多等。在复调市场中，西式复调的市场格局尤为分散，头部尚未形成，市场机会较多。我们粗略判断西式复调市场的 CR5 目前在 15% 至 20% 区间，大幅低于酱油、蚝油、鸡精和火锅底料。
- 在西式复调市场中，丘比、宝立、亨氏、味好美、日辰和安记是较为重要的头部品牌。其中，宝立食品在西式复调市场中的份额在 4% 至 5% 区间，份额小于丘比、亨氏等国际巨头，但是在国内品牌中位居前列。宝立食品经营的复合调味品主要包括裹粉、面包糠、腌料、撒粉等；甜味配料包括调味酱、沙拉酱、果酱、烘焙预拌粉等。截至 2023 年，复调、甜味配料、家庭轻烹三大业务在收入中的占比分别为 48%、6% 和 43%，复合调味和家庭轻烹是公司的两大业务支柱。
- 公司的复调产品及甜味配料主要服务于西餐、茶咖连锁，核心客户包括百胜中国、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐等。此外，公司是食品工业企业的上游供应商，核心客户包括：圣农食品、泰森中国、正大食品等重要的加工企业。
- 2018 年以来，公司收入增长经历了从快速到回落的过程。其中，复合调味品的增长相对稳定，而家庭轻烹则经历了急速的增长和回落。2018 年以来，公司的毛利率多数年份在 30% 至 35% 区间波动。整体看，在服务 B 端的盈利模式下，产品的利润空间往往被压制。公司通过轻烹业务拉高综合盈利，过往几年证明相当有效；但 2022 年之后轻烹收入占比回落，导致公司的综合盈利随之下滑。
- 投资评级：我们预测公司 2024、2025、2026 年的每股收益分别为 0.60 元、0.70 元、0.81 元，分别同比增长-19.72%、15.80% 和 16.27%；参照 4 月 2 日收盘价 13.24 元，股价对应的市盈率分别为 21.91 倍、18.92 倍和 16.28 倍。我首次覆盖公司，给予“增持”投资评级。

风险提示：公司的轻烹业务面临着销售和利润下滑的问题。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,037	2,369	2,630	2,893	3,164
增长比率(%)	29.10	16.31	11.00	10.00	9.40
净利润(百万元)	215	301	242	280	325
增长比率(%)	16.15	39.78	-19.72	15.80	16.27
每股收益(元)	0.54	0.75	0.60	0.70	0.81
市盈率(倍)	24.59	17.59	21.91	18.92	16.28

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

1. 复合调味品行业

1.1. 复调及复调分类

现代复合调味品行业的发展肇始于 21 世纪初：随着饮食文化的传播和科技进步，复合调味品逐渐从传统调味品中分离出来，成为独立的一类产品，调味品行业的面貌也发生了巨大的改变，品类变得更为细分。

复合调味品是多元化的口味组合，赋予食物新的生命。复合调味品，不同于单一的调味料或烹饪调料，它是由多种原料按照特定比例混合而成的，旨在为食品增加丰富的口感和复合的味道。复合调味品不仅涵盖了酱油、醋、糖、盐等单一调味料，还包含了各种烹饪调料，如火锅底料、卤料包、方便面调料等。这些产品在餐饮业、家庭烹饪和食品加工中广泛应用，极大地丰富了菜品的多样性，提升了食物的口感，使人们能够享受到更加美味的食物。

按主要成分和用途，复合调味品可以分为多个类别。鉴于中餐的复杂性，复调类别仍在不断拓展。按照调味料的种类，复合调味品可以分为酱油、醋、糖、盐等不同类别，如 XO 酱、辣豆瓣酱等；按照烹饪方式，可以分为炖、烤、炒等不同类型，如料酒、火锅底料分别是以发酵和炒制的方式制成；按照消费场景来分，可以分为火锅底料、卤料包、方便面调料、炸鸡裹粉等。这些分类使得复合调味品的应用场景更加广泛，满足了不同消费者的需求。

复合调味品正在从服务家庭烹饪走向更广阔的市场，在食品加工业和餐饮业中有着巨大的市场潜力。在餐饮业中，复合调味品为厨师提供了更多的创作空间，使得菜品更加丰富多样，同时提升出餐效率，保证餐品的标准化。在家庭烹饪中，复合调味品使得烹饪过程更加简单便捷。

1.2. 复调市场规模及增长

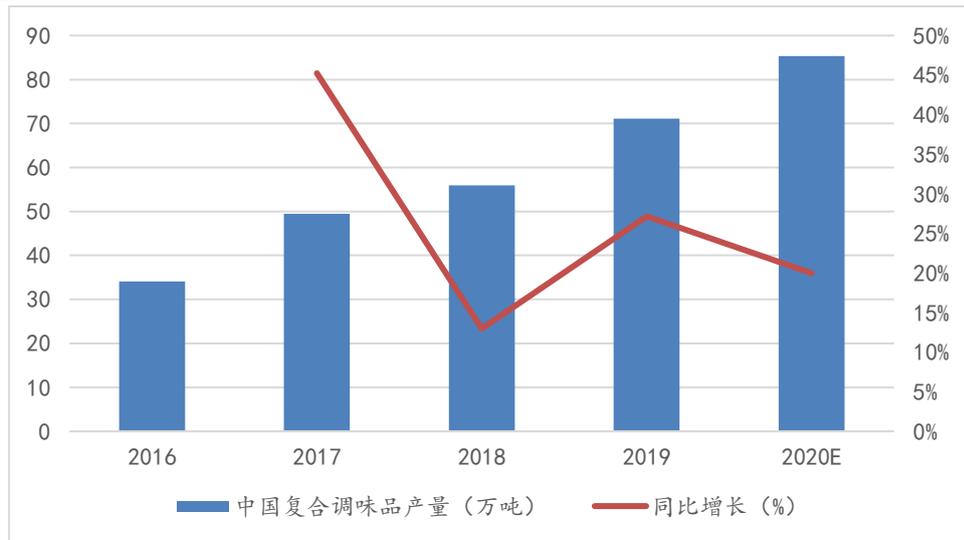
根据华经情报的统计，截至 2020 年我国复合调味品市场的规模达到 1500 亿元，2014 至 2020 年年均增长 14.86%。

2019 年，我国复合调味品产量为 71.1 万吨，据我们测算，2020 年约为 85 万吨——2016 至 2020 年年均增长达到 26.34 %。

2019 年，我国复合调味品企业的收入总计达到 775 亿元；据我们测算，2020 年达到 885 亿元，2013 至 2020 年的年均增长为 14.27 %。

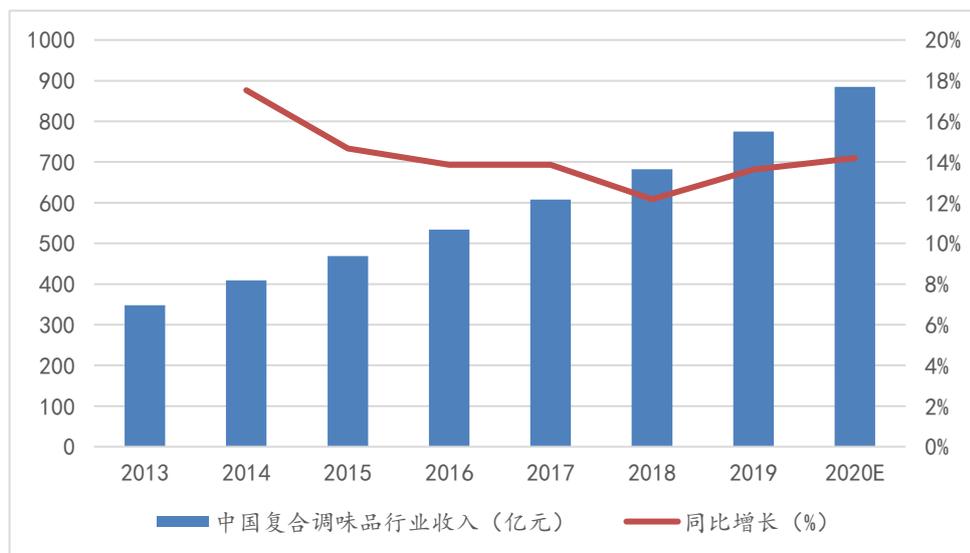
整体来看，我国复合调味品行业近些年来经历了较快的发展。

图 1： 中国复合调味品产量规模及增长



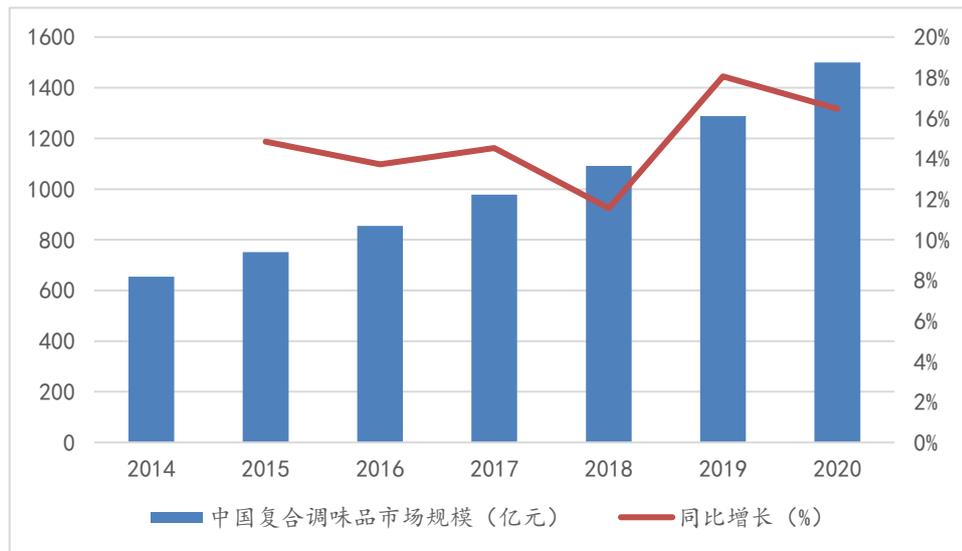
资料来源：中原证券研究所 华经情报

图 2： 中国复合调味品销售收入及增长



资料来源：中原证券研究所 华经情报

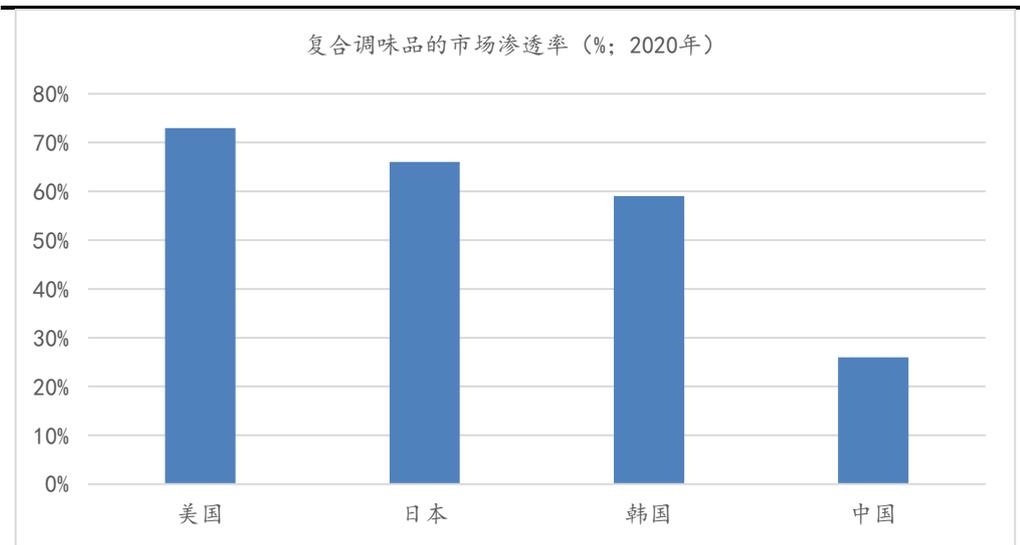
图 3：中国复合调味品市场规模及增长



资料来源：中原证券研究所 华经情报

目前中国的复合调味品行业正处于较早期阶段，近些年因为产业升级、外卖外食餐饮业的发展，正逐渐步入快速增长阶段，渗透率有着巨大提升空间。欧美日韩经济发展起步较早，调味品市场发展多年较为成熟，这些国家以使用复合调味品为主。根据 fooddaily 的数据，2020 年美国、日本、韩国复合调味品占比分别为 73%、66%和 59%，而中国复合调味品渗透率仅为 26%。日本、韩国和中国的饮食习惯相当，中国参照日韩的渗透率进行比较，可预计中国复合调味品市场至少存在一倍以上的发展空间。

图 4：复合调味品的市场渗透率各国比较



资料来源：中原证券研究所 Fooddaily

政策环境对复合调味品产业链下游环节的指导和规范日益明显。近年来，政府出台了一系列政策来规范复合调味品市场，促进了行业的健康发展。例如，对食品添加剂使用的规范、对产品质量安全的监管等政策，都为复合调味品产业链的稳定运行提供了保障。同时，这些政策也引导企业更加注重产品的质量与安全，推动行业向着更加健康和可持续发展的方向发展。

1.3. 复调产业链上下游

1.3.1. 上游

在复合调味品行业中，原材料采购、生产工艺和质量控制是产业链中的关键环节，直接决定了产品的质量和成本。原材料涵盖了辣椒、花椒、八角、桂皮等天然香料，以及盐、糖、味精等化工调味料，这些原材料在全球范围内都有广泛的供应。其中，辣椒和天然香料主要来自印度、巴西和中国等国家，化工调味料则主要依赖全球的化工企业供应。

原材料质量控制是保证产品质量的重要环节。复合调味品行业对原材料的质量要求非常严格，为了确保产品质量，企业通常会建立严格的原材料质量控制体系。例如，乐陵市调味品产业园区通过建设共享实验室，对复合调味品进行全面检测，以保证产品的质量和安全。

原材料价格波动对复合调味品生产成本具有显著影响。近年来，复合调味品原材料价格波动较大，尤其是一些天然香料和化工调味料的价格波动，使得生产成本难以预测和控制。为了应对原材料供应的不确定性，企业通过技术创新和环保政策的实施来提高生产效率和降低成本。

1.3.2. 中游

在复合调味品产业链中，中游环节主要负责产品的生产制造，包括对多种原材料进行科学配比、加工和调制，最终形成具有独特风味的复合调味料。这一环节的技术水平和生产工艺直接影响到最终产品的质量和口感，是决定复合调味品行业竞争力的核心要素。复合调味品行业的中游企业通常会与上游原材料供应商建立紧密的合作关系，以确保原材料的新鲜度、质量以及供货的稳定性。此外，通过与上游的合作，中游制造企业可一定程度上增强议价能力，将成本波动降低到最小。

供应链管理是提升生产效率和保证产品质量的重要保障。中游企业需要建立完善的供应链管理体系，包括原材料库存管理、生产计划安排和物流配送体系。通过高效的管理，可以确保原材料供应的及时性和稳定性，降低库存成本，同时优化生产流程，提高生产效率。此外，对于环保和可持续发展的关注，也促使企业不断改进生产工艺和物流系统，以实现绿色生产和低碳运营。

复合调味品在食品加工业的渗透率是衡量其在食品制造和加工中应用广泛程度的一个重要指标。行业内部的合作与竞争关系推动了技术进步和资源整合。在复合调味品行业中，企业之间既有竞争又有合作。通过技术交流和资源共享，行业内企业可以共同推动工艺创新和产品升级。同时，竞争也促使企业不断优化生产流程、提升产品质量，从而在激烈的市场中占据有利位置。

1.3.3. 下游

餐饮业是复合调味品的主要消费领域，其需求特征显著。在餐饮业中，复合调味品因其能够快速提升菜品口感和丰富性而受到广泛应用。据统计，餐饮业消费的复合调味品约占整体市场的70%以上。餐饮企业为了在竞争中脱颖而出，常常通过创新菜品和提升口感来吸引消费者，

这进一步推动了复合调味品在餐饮业的广泛使用。

食品加工行业是复合调味品的重要市场，市场渗透率稳步提升。复合调味品在食品加工行业中的应用日益广泛，特别是在速冻食品、方便食品和休闲食品等领域。这些行业对标准化和高效率的需求，使得复合调味品能够大幅提高生产效率和产品质量。

此外，家庭烹饪领域对复合调味品的需求逐渐增加，新兴消费成为增长亮点。随着生活节奏的加快和烹饪技能的多样化，越来越多的人开始选择使用复合调味品来简化烹饪过程和提高烹饪效率。

最后，复合调味品的销售渠道多样化，不仅包括传统的线下零售，还包括了线上电商和社交电商等多种形式。

一般而言，上游原材料的成本占据了相当大的比例，尤其是在原材料价格上涨的情况下。中游的生产加工环节则需要投入较多的技术和设备，但通过规模化生产可以实现成本效益。下游的市场流通环节则更多地受到市场供需关系的影响。总的来说，在整个产业链中，产值的分布呈现出上游成本高、中游技术密集、下游市场驱动的特点。随着技术的进步和市场的扩展，各环节的产值分配也可能会发生变化，尤其是中游和下游环节，它们在提升附加值和开拓市场方面具有更大的潜力。

1.4. 西式复合调味品

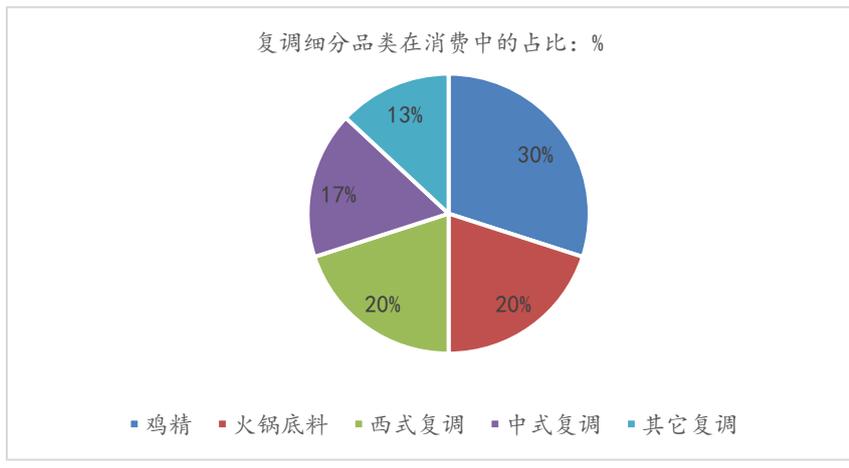
1.4.1. 市场规模

受益于西餐本土化和烹饪习惯多元化，西式复调市场也正在经历较快的增长。

西式复调是复调大类中的细分市场，与中式复调、火锅底料、鸡精共同构成复调行业的各个细分市场。根据共研产业的数据，当前鸡精、火锅底料、西式复调和中式复调在消费中的占比分别为 30%、20%、20%和 17%。西式复调在复调消费中的占比仅次于鸡精，与火锅底料相当。

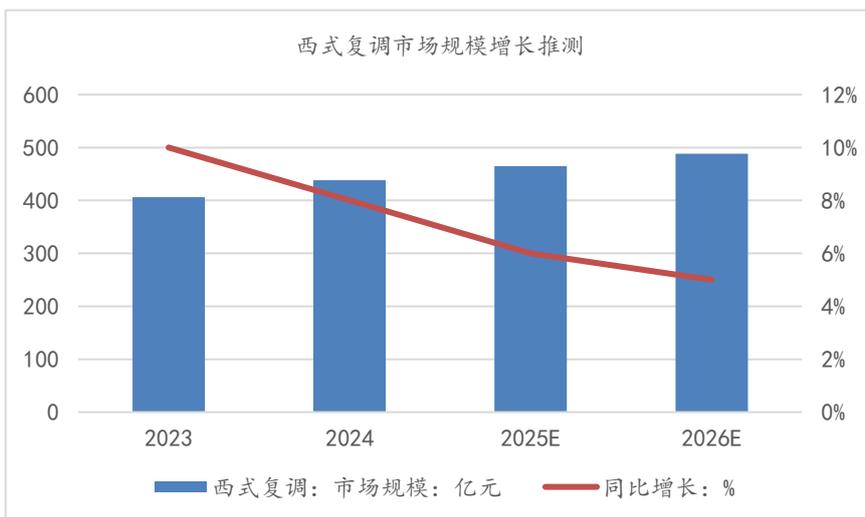
根据我们的推算，2024 年西式复调的市场规模达到 438 亿元。按照 20% 的占比，我们推算 2023 年国内西式复调市场的规模为 406 亿元。假设市场规模分别增长 8%、6%和 5%，2024、2025、2026 年西式复调的市场规模分别可达到 438、465 和 488 亿元。关于市场增长的假设参考了近期复调市场的整体增长以及餐饮销售额的增长。

图 5：复调细分品类在消费中的占比情况



资料来源：中原证券研究所 共研产业

图 6：西式复调市场规模及其增长预测



资料来源：中原证券研究所

1.4.2. 主要产品及头部品牌

常见的西式复调产品包括沙拉酱、番茄酱、咖喱、蛋黄酱等，应用场景涵盖了西餐、西式快餐、烘焙及家庭烹饪。目前市场中的头部品牌有丘比、百利、亨氏、宝立客滋（宝立食品旗下品牌）、好侍、妙多等等。其中，丘比和百利主营沙拉酱；亨氏和宝立客滋主营番茄酱；好侍和妙多主营咖喱酱。

在复调市场中，西式复调的市场格局尤为分散，头部尚未形成，市场机会较多。根据 Frost Sullivan 的数据，鸡精已经形成高度集中的市场，CR5 高达 85%；根据中研普华的数据，火锅底料市场的 CR5 目前也可达到 35%。根据我们对各品牌线上和线下销售额数据的统计，国内酱油和蚝油市场的 CR5 均超过 85%。上述统计方法下，我们粗略判断西式复调市场的 CR5 目前在 15%至 20%区间，大幅低于酱油、蚝油、鸡精和火锅底料。

在西式复调市场中，丘比、宝立、亨氏、味好美、日辰和安记是较为重要的头部品牌。其中，宝立食品在西式复调市场中的份额在4%至5%区间，份额小于丘比、亨氏等国际巨头，但是在国内品牌中位居前列。就国别来分，宝立、日辰和安记是中国品牌；丘比、亨氏和味好美分别是日本和美国品牌。根据对各品牌销售额的统计，我们认为宝立食品在西式复调市场中的份额在4%至5%区间，份额小于丘比、亨氏等国际巨头，但是在国内品牌中位居前列。

2. 公司分析

2.1. 业务结构

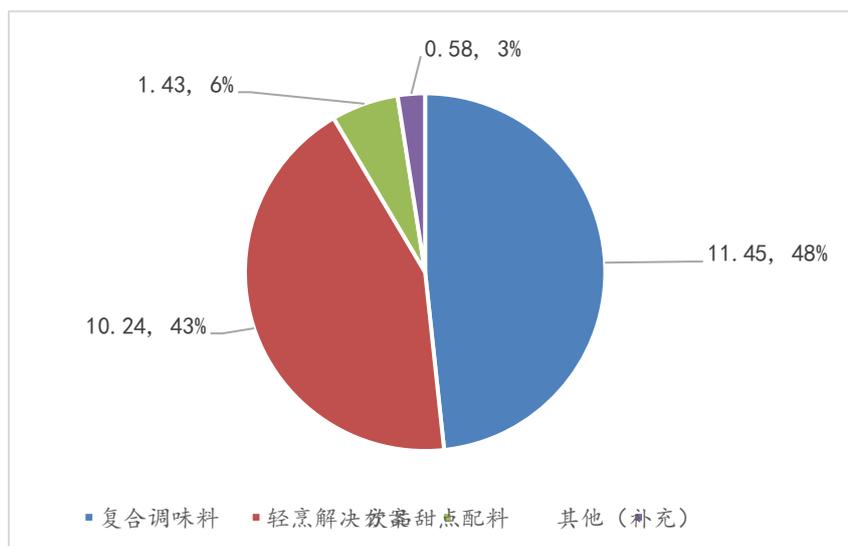
公司全称为“上海宝立食品科技股份有限公司”，成立于2001年12月20日，于2022年7月15日上市。公司的主营方向为复合调味品、甜味配料及家庭轻烹产品。其中，复调系列产品主要服务于中西餐饮和茶饮咖啡等商业和工业渠道；家庭轻烹服务于家庭消费场景。

公司经营的复合调味品主要包括裹粉、面包糠、腌料、撒粉等；甜味配料包括调味酱、沙拉酱、果酱、烘焙预拌粉等。复调和甜味配料主要满足餐饮和食品工业两大领域的需求，其中饮品和甜品配料是公司产品谱系中的突出特色，广泛用于咖啡、茶饮、冰激凌、甜品餐饮等工商场景。

家庭轻烹方案指为家庭烹饪提供便捷健康的预制半成品，比如公司的主打产品“空刻意面”就是一款成功的家庭轻烹产品。此外，除轻烹食品外，公司的轻烹方案仍包括轻烹料理酱包、轻烹料理汤包等，用于即时烹饪、即时加热、即时食用等多元化的个人消费场景。

截至2023年，复调、甜味配料、家庭轻烹三大业务在收入中的占比分别为48%、6%和43%，复合调味和家庭轻烹是公司的两大业务支柱，2023年分别贡献收入11.45亿元和10.24亿元。

图7：公司主营业务的收入及占比（亿元；%）



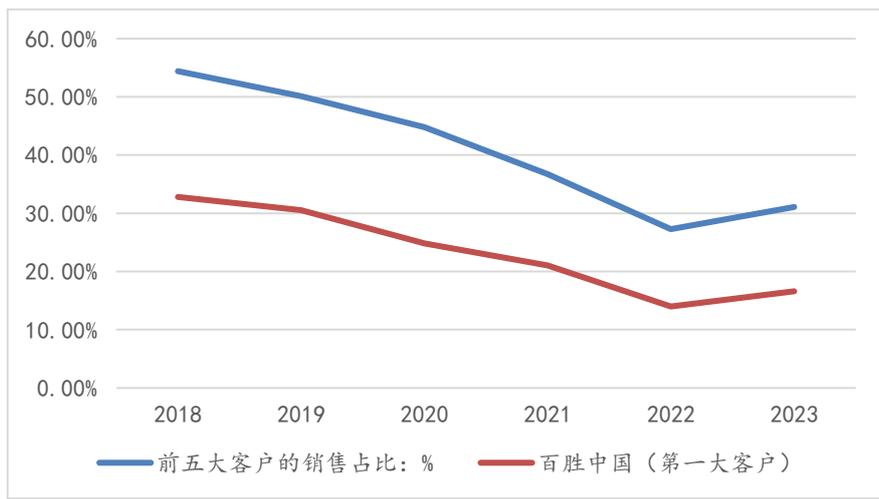
资料来源：中原证券研究所 公司2023年年报

2.2. 客户结构

西餐连锁是公司的核心客户之一。公司的复调产品及甜味配料主要服务于西餐、茶咖连锁，核心客户包括百胜中国（旗下有肯德基和必胜客）、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐等。此外，公司是食品工业企业的上游供应商，核心客户包括：圣农食品、泰森中国、正大食品等重要的加工企业。国际大客户提供的业务关系相对稳定，与其合作具有较高的合作黏性，国际大客户稳定的需求是公司业务的基石。

但是，当不可抗力发生时，国际大客户订单减少会导致公司的业绩出现阶段性波动。如，2020年至2022年期间，在不可抗力的扰动下，西餐连锁大面积闭店导致公司订单减少：2020、2021、2022年前五大客户的销售占比分别回落至44.79%、36.71%和27.28%；其中，百胜中国作为第一大客户，其销售占比分别回落至24.81%、21.03%和13.99%。直至2023年，随着疫情封控结束，大客户的销售占比才有所回升。

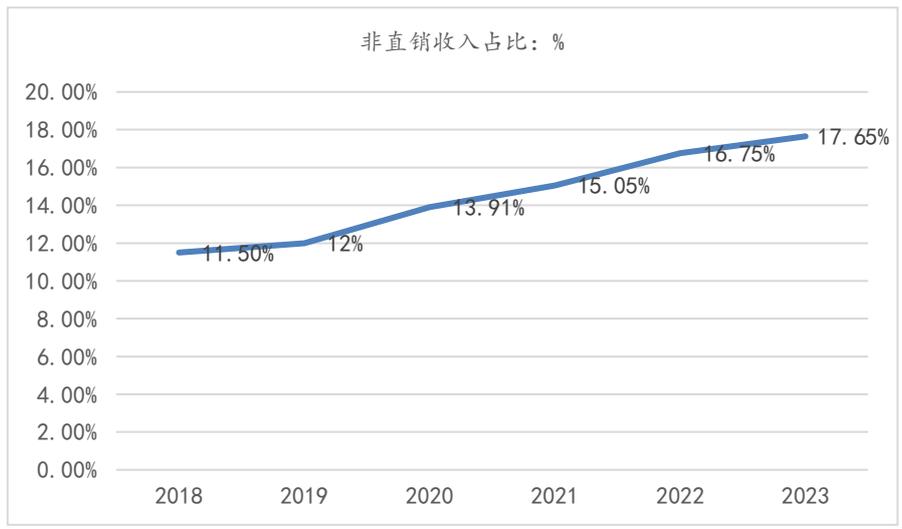
图8：公司前五大客户销售占比变化



资料来源：中原证券研究所 公司招股说明书 公司历年年报

为了减轻对大客户的依赖程度，公司拓展经销商渠道，通过经销商打通与区域中小型餐饮企业的关系通道，通过成为后者的供应商来扩大客户群体。2019年的非直销收入占比为12%，至2023年这一占比达到17.65%，较2019年提高了5.65个百分点。但是，直销仍是公司主要的销售方式，截至2023年的直销比例仍高达82.35%。

图 9：公司非直销收入占比变化



资料来源：中原证券研究所 公司招股说明书 公司历年年报

公司的轻烹方案主要面向家庭零售市场，通过线上渠道直接服务家庭消费者，其中的主打单品“空刻意面”占据速食意面细分市场第一。通过服务零售市场，公司能够丰富业务图谱，降低经营风险，提升综合毛利率，并与同行形成差异化竞争。

2.3. 业务增长

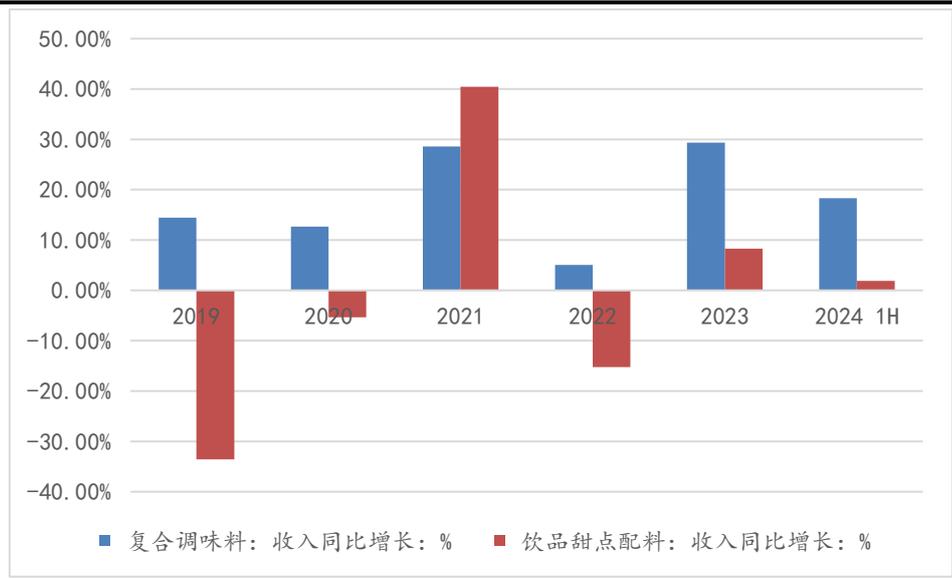
2.3.1. 复调增长较稳，家庭轻烹增长波动大

2018 年以来，公司收入增长经历了从快速到回落的过程。其中，复合调味品的增长相对稳定，而家庭轻烹则经历了急速的增长和回落。

具体地，2019 年至 2024 年中期，复合调味品的收入年均增长 18.06%，每个年份的增长尽管有波动，但都较平均增长差异不大，体现了复调市场增长的稳定性。复调在公司的收入中占比接近一半，复调业务增长趋于稳定对于整体增长将会有所裨益。

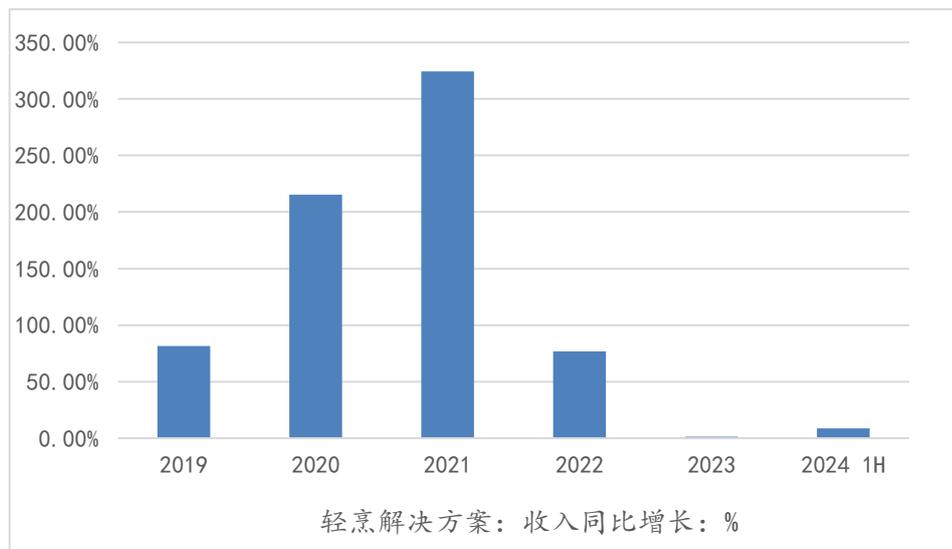
2019 年至 2024 年中期，家庭轻烹营收年均增长 118.05%，但该增速在 2023 年收窄至 1.39%，在 2024 年上半年小幅回升至 8.82%。零售端消费品的周期波动较大，在前期高增长的基数下难免遭遇增长的回落，此外也受到个人和家庭消费意愿、喜新厌旧的消费特质等诸多因素的影响。为了保持较高的零售收入增长，企业不得不通过持续开发和投入新品留驻客情，相应的研发和渠道费用也将会增加。

图 10：复调和甜品配料历年的收入增长情况（同比；%）



资料来源：中原证券研究所 公司历年年报

图 11：轻烹产品历年的收入增长情况（同比；%）



资料来源：中原证券研究所 公司历年年报

2.3.2. 与同业的比较

我们提取其它复调上市公司——日辰股份（603755）和天味食品（603317）的收入增长数据，将之与公司比较，希望发现复调行业变化的共性。其中，日辰股份的复调产品与公司有较大的同质性，二者的产品谱系都很丰富，并且都以服务餐饮和加工企业为主。天味食品的复调主要针对火锅底料，在火锅底料市场有着较大的份额，除了小包装产品针对零售客户外，其主要客户是各类火锅连锁店。

整体来看，2018 年至 2024 年前三季度这个阶段复调市场确实经历了较快的增长；期间，西餐快餐连锁业态相对客单价更高的火锅业态享有了更为稳定的社会消费。此外，同时服务 B

端和 C 端的企业发展了较大的销售规模。

2018 年至 2024 年前三季度期间，日辰股份的收入平均增长 10.6%，天味食品增长 19.66%，与公司同期增速 18.06% 差异不大，整体来看这个阶段复调市场确实经历了较快的增长。2024 年前三季度，公司与日辰股份的复调增长较平均水平仍有所提升（公司+0.24 个百分点，日辰股份+1.18 个百分点），而天味食品则下降了 9.25 个百分点，说明西餐快餐连锁业态相对客单价更高的火锅业态享有了更为稳定的社会消费。

从销售规模来看，B 端和 C 端业务都发展较好的公司和天味食品的销售规模较大，以服务 B 端为主的日辰股份销售规模较小。以 2023 年为例，天味食品、宝立食品和日辰股份的销售收入分别为 31.49 亿元、23.69 亿元及 3.59 亿元。

图 12：同业历年的收入增长情况

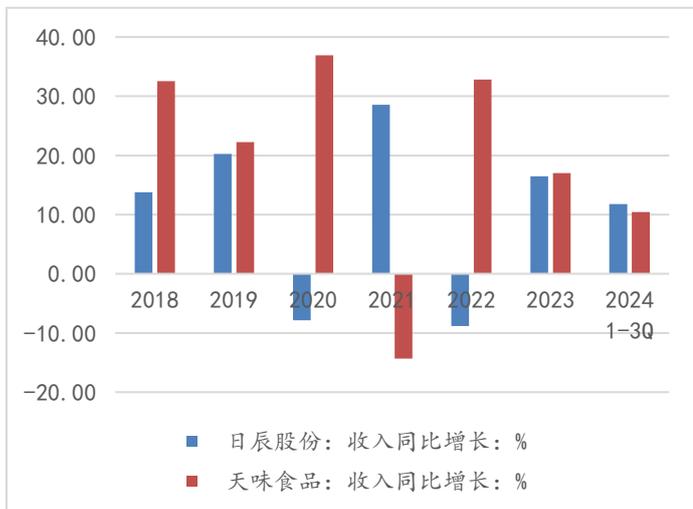
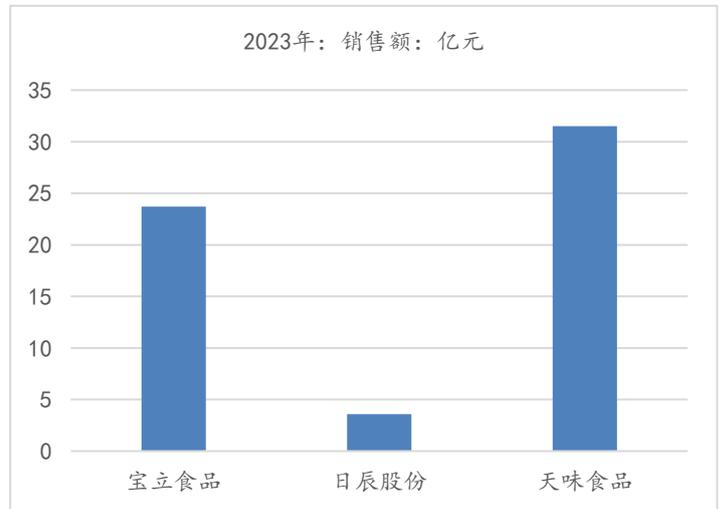


图 13：同业销售规模比较



资料来源：中原证券研究所 公司历年年报 日辰股份及天味食品历年年报

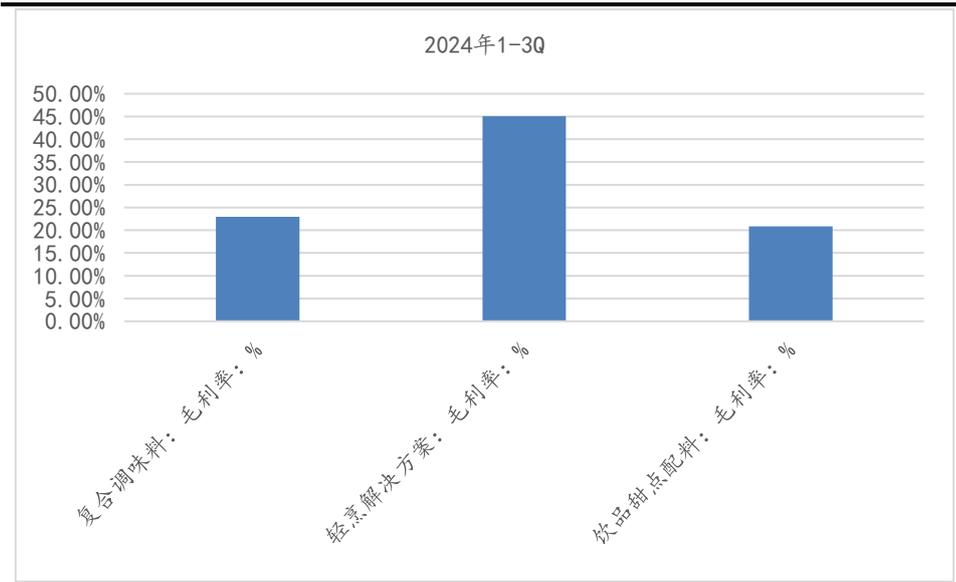
2.4. 盈利模式

2.4.1. 业务间的盈利差异较大

面向零售市场的轻烹产品具有较高的毛利率，而服务工商业客户的复调和甜味配料的毛利率相对较低。

从 2024 年前三季度的情况来看，轻烹、复调、甜味配料的毛利率分别为 45.07%、22.96% 和 20.89%，轻烹业务的盈利远高于复调和配料。盈利差异由产品附加值和产品定价所决定：轻烹的产品附加值高，面向零售市场时占有定价地位；而复调和配料的附加值较低，此外同质化产品面向工商业客户时，供应商的议价权较弱。

图 14：公司各业务的毛利率比较



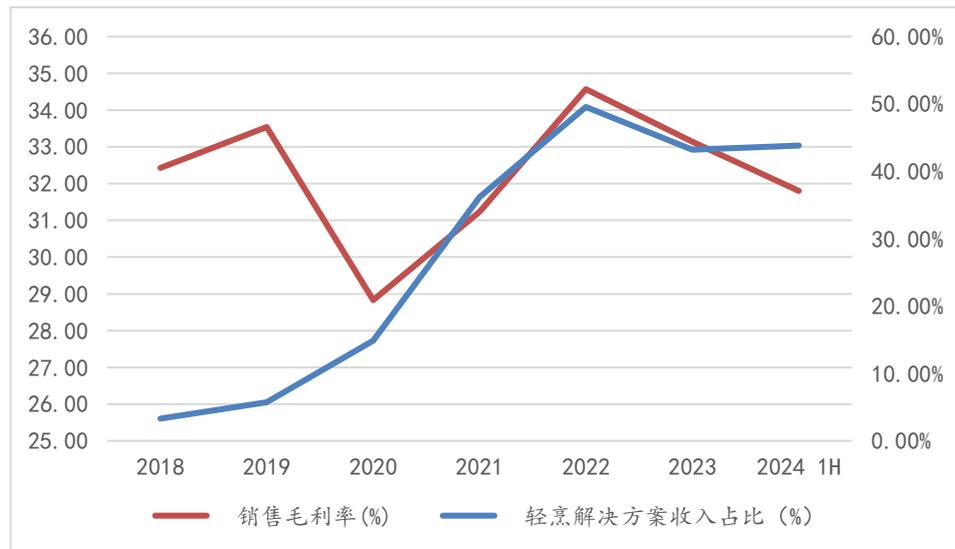
资料来源：中原证券研究所 公司 2024 年三季报

2.4.2. 盈利区间及波动

2018 年以来，公司的毛利率多数年份在 30%至 35%区间波动。整体看，在服务 B 端的盈利模式下，产品的利润空间往往被压制。公司的核心客户是国际大客户，这类客户的议价能力强，通过压价或要求提供更多服务，比如定制化研发，来压缩供应商的利润空间。因而，服务 B 端的盈利模式下，产品的盈利空间往往被压制。

公司通过轻烹业务拉高综合盈利，过往几年证明相当有效；但 2022 年之后轻烹收入占比回落，导致公司的综合盈利随之下滑。公司在 2018、2019 年的毛利率相对较高，我们认为是因为当时的行业竞争并不激烈，公司在某一领域作为供应商，面对国际大客户时拥有一定的议价权。随后几年里，行业竞争日趋激烈，同类供应商增多，行业的平均议价能力减弱。此外，公司在 2020 年经历了产能扩张，而产能扩张在短期内会导致利用率下降，从而毛利率也会承压下降。为了应对竞争环境的变化，公司开发了高附加值的家庭轻烹产品，并且“空刻意面”在细分市场做到了份额第一，因而在零售市场拥有较好的口碑和定价权。在该策略的支持下，公司的综合毛利率在 2020 年后随着轻烹收入贡献加大而不断提升，2022 年达到 34.57%的阶段高点。但是，2022 年之后轻烹的收入占比回落，而综合毛利率也随之下滑。轻烹的收入占比回落也跟市场竞争加剧相关，2022 年之后同类预制食品充斥市场，降低了该市场的卖方议价权。公司目前面对的是持续开发轻烹新品，由此拉高盈利空间的问题；而当综合盈利保持在一定水准，公司面向 B 端的成本竞争力也会相应提升。

图 15: 公司盈利曲线与轻烹收入占比



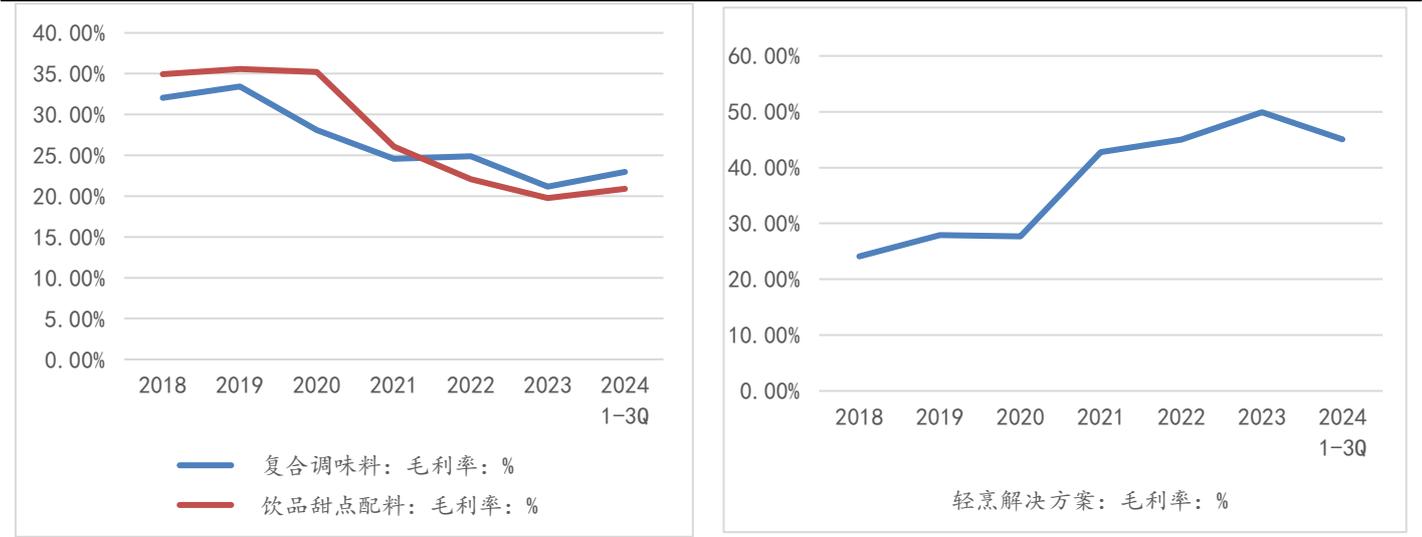
资料来源：中原证券研究所 公司历年年报

2.4.3. 各业务的盈利变化

复调盈利因不可抗力经历了波动，但剔除系统性影响，有影响力的供应商仍有望维持一定议价空间，并维持正常的利润水平。2019年之后，复调业务的毛利率开始下滑，直至2023年企稳，期间经历了不可抗力以及行业竞争加剧。具体地，2019年复调业务的毛利率仍处于33.43%的较高水平，之后因不可抗力遭遇到了盈利波动，导致复调业务的毛利率一路下滑。复调毛利率至2023年见底，2024年进一步回升至22.96%。尽管也受到成本波动及行业竞争的影响，但复调业务的盈利波动主要由不可抗力引发，如果剔除系统性影响，有影响力的复调供应商有能力维系一定的议价空间，从而维持正常的利润空间。

高附加值的轻烹业务盈利回落，与收入增长放缓关联较大；而家庭高端消费疲弱属系统性问题，短时间内改善较为困难；轻烹赛道竞争日趋激烈，同质化产品增多导致价格竞争；此外，轻烹业务往往需要向上游供应商定制原料，成本相对高，在规模效应减退的情况下成本压力也会凸显。2023年之后，轻烹业务的毛利率下滑，与收入增长的骤然放缓有较大关联。2023年消费普遍走弱，反映之一就是高定价的家庭产品销售减少。2023年公司轻烹业务的销售额增幅降至1.39%，较上年回落了75.42个百分点。轻烹业务的盈利能力下降主要体现在2024年：2024年前三季度，轻烹毛利率回落至45.07%，相比2023年减少4.84个百分点。

图 16：公司各项业务的毛利率变化



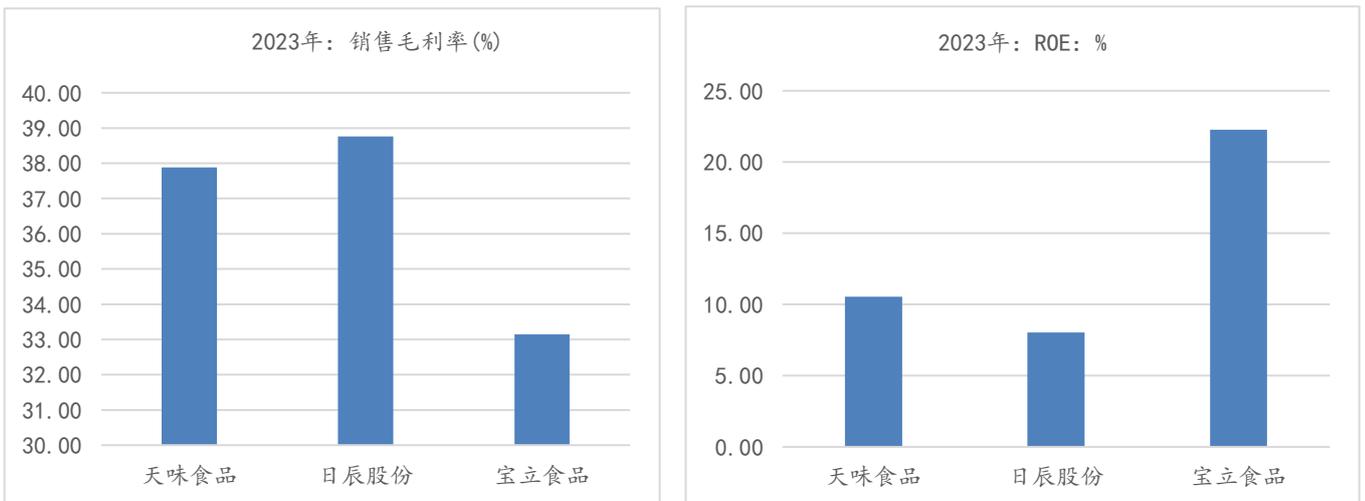
资料来源：中原证券研究所 公司历年年报

2.4.4. 同业比较

在与同业的比较中，尽管有高毛利的家庭轻烹的支持，但公司的毛利率仍显著低于天味食品和日辰股份。比如 2023 年，公司的毛利率为 33.14%，较同期的天味食品和日辰股份分别低 4.74 个和 5.62 个百分点。此外，即使在家庭轻烹快速增长的年份，公司的毛利率也低于竞品公司日辰股份。

但是，当关照 ROE 这一盈利指标时，公司的盈利显著高于天味食品和日辰股份。以 2023 年为例，公司的 ROE 为 22.26%，较同期的天味食品和日辰股份高出 11.71 和 14.22 个百分点。ROE 相对较高部分来自公司较强的费控能力：以 2023 年为例，公司的销售期间费用率为 19.29%，比天味食品和日辰股份分别低 3.02 和 1.54 个百分点。

图 17：复调同业盈利能力比较



资料来源：中原证券研究所 公司、天味食品及日辰股份历年年报

2.5. 原料结构和成本波动

公司经营复调及轻烹产品，生产所涉及的上游原材料主要包括：香辛料、水果和蔬菜、生鲜肉、面粉淀粉米粉、调味料以及各式包装材料。

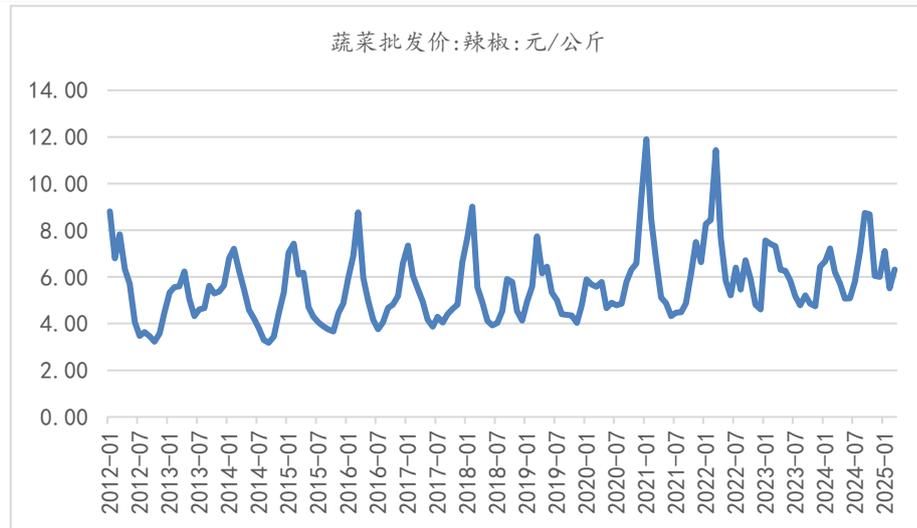
通过观察各项原材料的价格变动，我们认为 2024 年以来多数原料价格均下行，带动平均成本整体下降，公司近一年来所处的成本环境是友好的。

2.5.1. 香辛料

按照中国料理的口味，香辛料主要包括辣椒、胡椒、花椒、丁香、豆蔻、茴香、月桂等材料。我们提取了辣椒、花椒和丁香的价格，希望看到 2024 年以来香辛料成本的变化趋势。

国内辣椒价格的月度波动较大，但从趋势来看是下行的。2024 年 1 月辣椒批发价格为 6.67 元/公斤，至 2025 年 2 月跌至 5.51 元/公斤，期间下跌 17.39%。

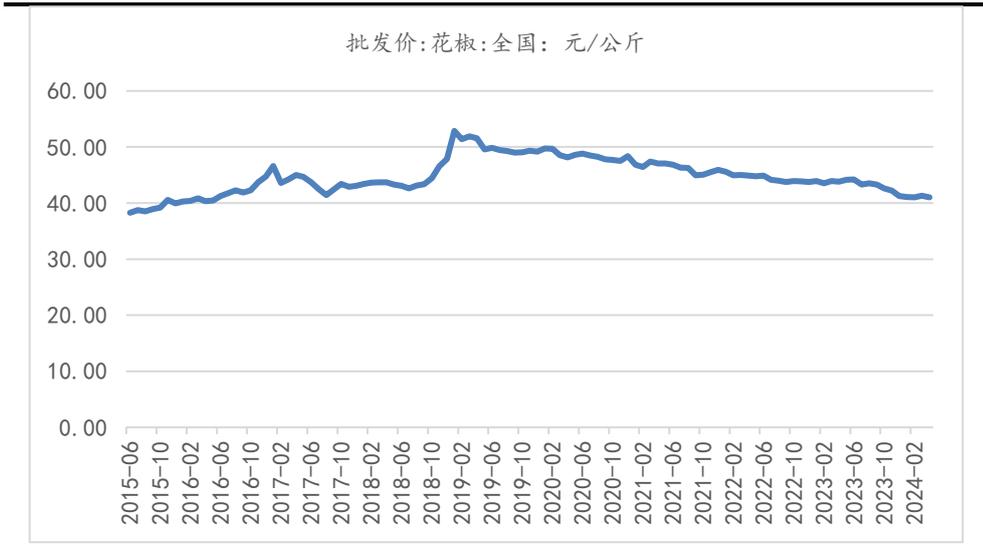
图 18：辣椒批发价格变动



资料来源：中原证券研究所 商务部

国内花椒价格自 2019 年以来呈现下行态势：2019 年 1 月，花椒批发价格为 52.87 元/公斤，至 2024 年 4 月跌至 41.01 元/公斤，期间跌幅达到 22.43%。

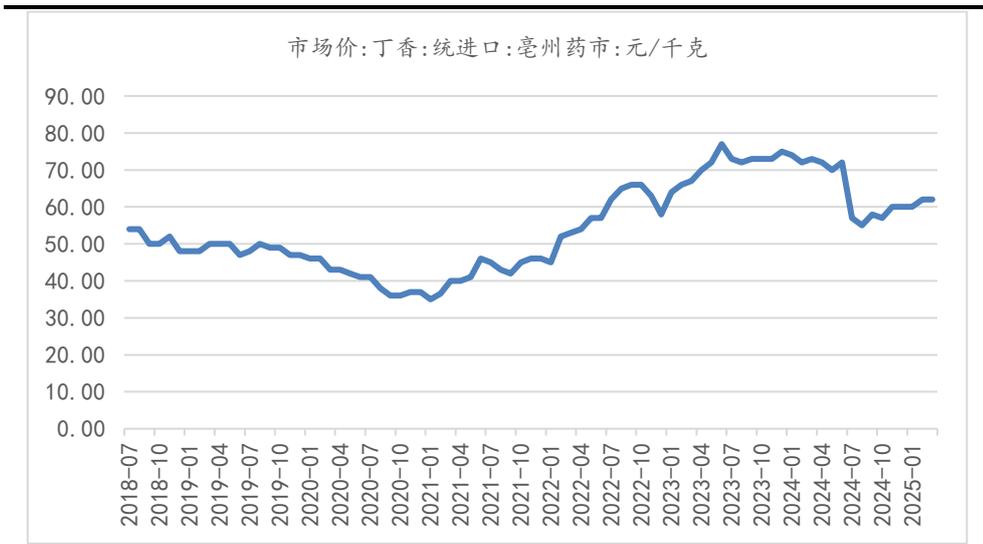
图 19: 花椒批发价格变动



资料来源: 中原证券研究所 国家发改委

丁香的市场价格自 2023 年 6 月开始趋势性下行, 2024 年 7 月之后有所反弹, 但反弹幅度有限。趋势上看, 截至 2025 年 2 月丁香市场价格为 62 元/千克, 较 2024 年 1 月的 74 元/千克下跌了 16.22%。

图 20: 丁香市场价格变动

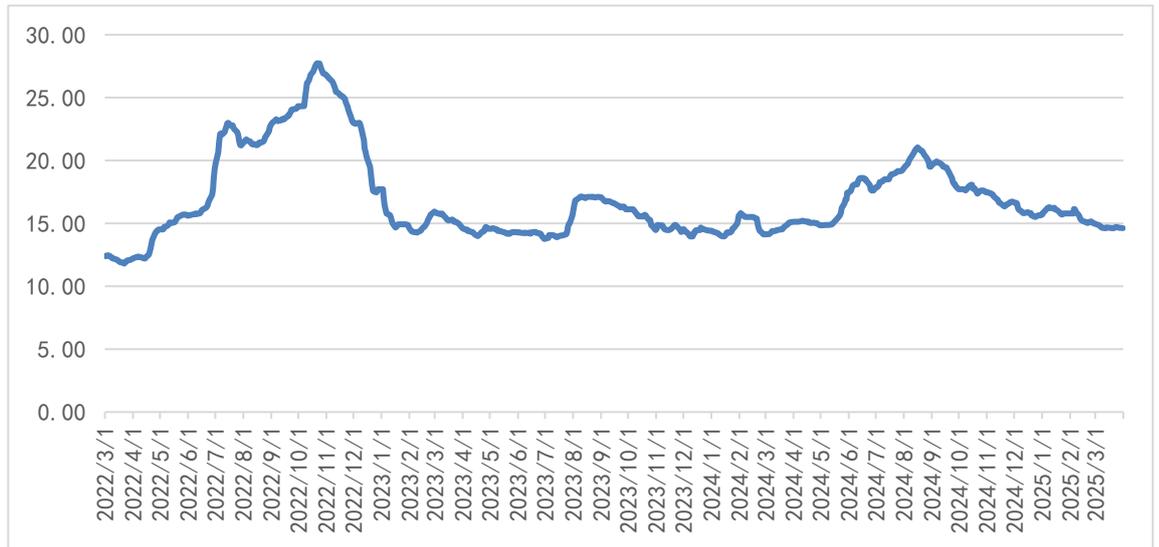


资料来源: 中原证券研究所 中药材天地网

2.5.2. 生鲜肉

猪肉价格长期下行：自 2022 年 10 月以来猪肉价格呈下降趋势，2024 年 1 至 8 月价格有所反弹，但之后再次掉头下行。截至 2025 年 3 月猪肉价格较 2024 年 1 月仅微幅上涨 1.39%。

图 21：猪肉现货价格变动（元/公斤）



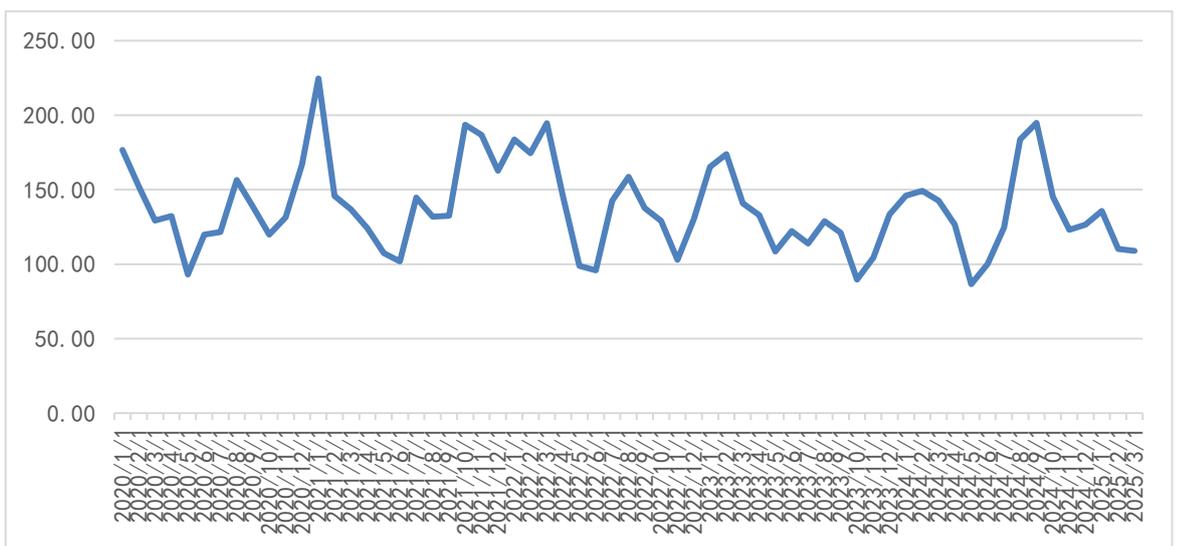
资料来源：中原证券研究所 生意社

2.5.3. 果蔬

国内蔬菜价格整体也呈现下行趋势，参考寿光蔬菜价格指数：截至 2025 年 3 月，该指数较 2024 年 1 月下行了 25.35%。

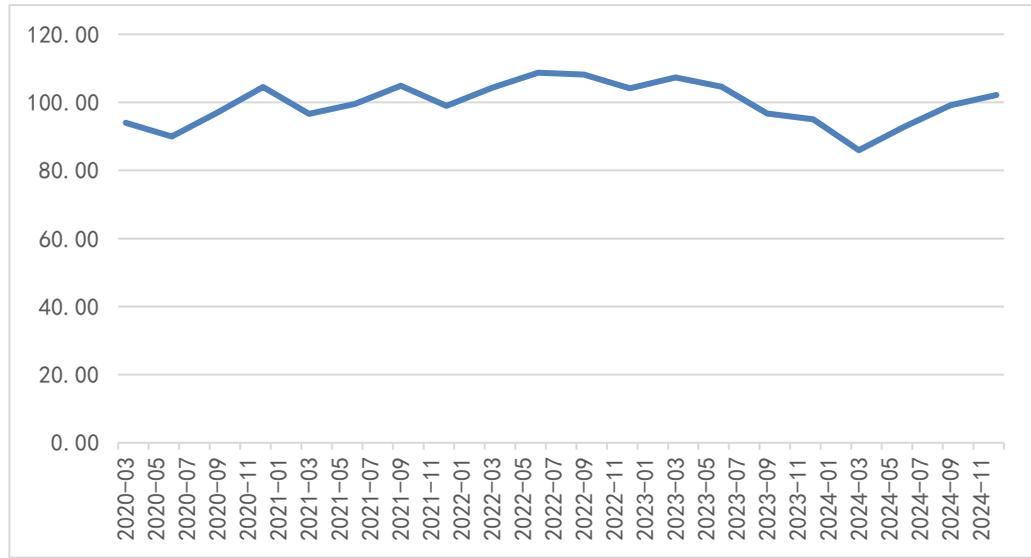
国内水果价格 2024 年以来反弹较多，参考全国水果生产价格指数：截至 2024 年 12 月指数价格较 2024 年 1 月上涨 18.82%。

图 22：寿光蔬菜价格指数 (%)



资料来源：中原证券研究所 寿光蔬菜指数网

图 23：全国水果生产价格指数 (%)

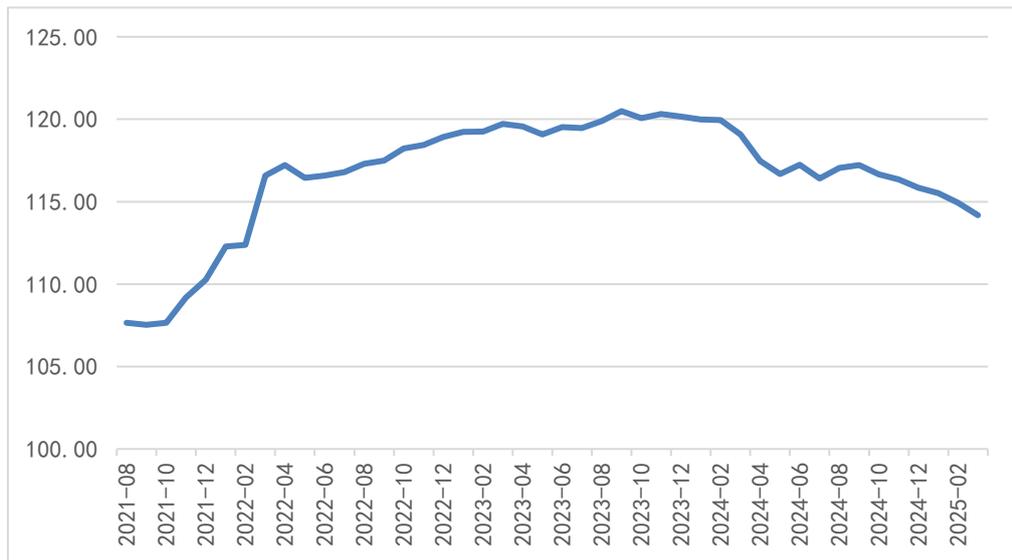


资料来源：中原证券研究所 国家统计局

2.5.4. 面粉

2024 年以来面粉价格指数下行，至 2025 年 2 月指数跌幅为 4.85%。

图 24：面粉批发价格指数 (%)



资料来源：中原证券研究所 农业农村部

2.6. 投资评级及风险提示

投资评级

公司在复调行业中有着重要的市场地位，此外公司的轻烹业务具有鲜明的发展特征。我们预测公司 2024、2025、2026 年的每股收益分别为 0.60 元、0.70 元、0.81 元，分别同比增长 -19.72%、15.80%和 16.27%；参照 4 月 2 日收盘价 13.24 元，股价对应的市盈率分别为 21.91 倍、18.92 倍和 16.28 倍。我首次覆盖公司，给予“增持”投资评级。

风险提示

公司的轻烹业务面临着销售和利润下滑的问题，如果不能出台适宜的策略拉动销售或推出有号召力的新品，公司整体的增长能力和盈利能力都将受到拖累。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	935	1,162	1,369	1,603	1,844
现金	404	491	613	778	945
应收票据及应收账款	256	295	331	361	393
其他应收款	5	4	4	4	5
预付账款	37	57	64	70	77
存货	220	267	293	311	332
其他流动资产	13	48	63	78	93
非流动资产	597	738	722	709	716
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	350	358	372	383	392
无形资产	76	89	95	104	111
其他非流动资产	171	291	255	222	213
资产总计	1,531	1,900	2,090	2,312	2,560
流动负债	344	317	339	355	369
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	153	154	159	163	166
其他流动负债	191	164	180	192	203
非流动负债	43	84	99	113	125
长期借款	1	0	0	0	0
其他非流动负债	42	84	99	113	125
负债合计	387	402	438	469	495
少数股东权益	16	146	154	164	174
股本	400	400	400	400	400
资本公积	283	306	306	306	306
留存收益	445	646	791	973	1,185
归属母公司股东权益	1,128	1,352	1,497	1,679	1,891
负债和股东权益	1,531	1,900	2,090	2,312	2,560

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	252	166	247	296	323
净利润	230	311	250	289	336
折旧摊销	46	52	64	59	47
财务费用	4	2	2	3	3
投资损失	0	0	-3	-3	-3
营运资金变动	-40	-123	-76	-67	-73
其他经营现金流	12	-75	11	15	14
投资活动现金流	-71	-81	-42	-45	-50
资本支出	-70	-76	-32	-47	-52
长期投资	0	-15	0	0	0
其他投资现金流	-1	10	-10	1	2
筹资活动现金流	123	-2	-83	-87	-105
短期借款	-87	0	0	0	0
长期借款	-52	-1	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	245	23	0	0	0
其他筹资现金流	-23	-25	-83	-87	-105
现金净增加额	304	84	122	164	168

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,037	2,369	2,630	2,893	3,164
营业成本	1,333	1,584	1,789	1,956	2,136
营业税金及附加	16	18	20	21	23
营业费用	311	347	389	434	459
管理费用	58	67	70	74	76
研发费用	43	47	58	58	63
财务费用	0	-3	-3	-3	-3
资产减值损失	-10	-10	-10	-10	-10
其他收益	32	29	34	35	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	3	3	3
资产处置收益	0	86	0	0	0
营业利润	295	411	330	377	435
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	3	3	3	2
利润总额	295	410	328	376	435
所得税	65	98	78	86	99
净利润	230	311	250	289	336
少数股东损益	15	10	8	9	11
归属母公司净利润	215	301	242	280	325
EBITDA	340	374	388	431	478
EPS (元)	0.54	0.75	0.60	0.70	0.81

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	29.10	16.31	11.00	10.00	9.40
营业利润 (%)	17.04	39.58	-19.73	14.27	15.37
归属母公司净利润 (%)	16.15	39.78	-19.72	15.80	16.27
获利能力					
毛利率 (%)	34.57	33.14	31.97	32.38	32.50
净利率 (%)	10.57	12.71	9.19	9.68	10.28
ROE (%)	19.09	22.26	16.14	16.67	17.21
ROIC (%)	19.28	15.68	14.28	14.79	15.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.27	21.13	20.97	20.27	19.32
净负债比率 (%)	33.82	26.79	26.53	25.42	23.94
流动比率	2.72	3.66	4.03	4.51	4.99
速动比率	1.93	2.54	2.84	3.26	3.67
营运能力					
总资产周转率	1.54	1.38	1.32	1.31	1.30
应收账款周转率	8.77	8.70	8.54	8.50	8.54
应付账款周转率	9.31	10.33	11.45	12.15	12.98
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.54	0.75	0.60	0.70	0.81
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.63	0.42	0.62	0.74	0.81
每股净资产 (最新摊薄)	2.82	3.38	3.74	4.20	4.73
估值比率					
P/E	24.59	17.59	21.91	18.92	16.28
P/B	4.70	3.92	3.54	3.15	2.80
EV/EBITDA	32.24	16.95	12.26	10.70	9.33

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。