



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年04月27日

基础数据

04月25日收盘价（元）	13.52
总市值（亿元）	54.08
总股本（亿股）	4.00

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】宝立食品 24H1 财报点评：大 B 端稳健，C 端进入恢复通道-2024.09.01

【兴证食饮】宝立食品 23 年报&24Q1 季报点评：大 B 端业务保持韧性，空刻亟待找寻新驱动-2024.04.26

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯

S0190522070009
linjiawen95@xyzq.com.cn

宝立食品(603170.SH)

B 端存在韧性，C 端持续恢复

投资要点：

事件：公司公告 2024 年报&25Q1 季报，2024 全年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 26.51/2.33/2.15 亿元，同比+11.91%/-22.52%/-2.09%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 7.21/0.60/0.56 亿元，同比+18.24%/-0.49%/+47.12%。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 6.69/0.58/0.58 亿元，同比+7.18%/-4.19%/+9.89%。

其他大客户持续开拓，空刻新品贡献增长。2024 公司收入同比+11.91%，复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点小料收入同比+13.21%/+10.41%/+3.00%，复调收入呈现双位以上增长，预计与公司其他大客户的积极开拓有关，百胜收入同比-4.57%，轻烹解决方案收入也呈现双位以上增长，预计与空刻业务的恢复及会员制商超等渠道的新品进入有关。25Q1 复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点小料收入同比-1.03%/+12.81%/+34.50%，轻烹解决方案收入同比呈现双位以上增长，主要系空刻的新品拓展，复调收入虽同比承压，其中百胜预计收入同比仍有压力，但在公司持续开拓增量大客户背景下，直销收入同比+12.35%。

产品结构影响，毛利率存在波动。2024 全年毛利率为 32.81%，同比-0.33pct，其中复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点小料毛利率分别为 24.02%/45.68%/21.82%，同比分别+2.85pct/-4.23pct/+2.06pct，毛利率同比小幅下降预计与产品结构变化有关，毛利率较高的轻烹解决方案收入占比同比-0.37pct，轻烹解决方案毛利率同比下降，预计与空刻线下渠道的推广进入，及部分产品的推广促销有关。25Q1 毛利率为 32.61%，同比+0.57pct，判断与空刻的旺销带动结构上行有关，轻烹解决方案收入占比同比+2.35pct 可以侧面验证。

24 年盈利能力承压，25Q1 扣非后盈利能力同比改善。2024 全年归母净利率 8.80%，同比-3.91pct，扣非归母净利率 8.09%，同比-1.16pct，毛利率下降叠加费用投入小幅提升，扣非后盈利能力同比小幅承压。25Q1 归母净利率 8.71%，同比-1.03pct，扣非归母净利率 8.60%，同比+0.21pct，毛利率提升叠加费用率收窄，扣非后盈利能力改善，25Q1 总费率 18.33%，同比-0.64pct。此外其他收益同比-999.33 万元，为归母净利润与扣非归母净利润差异的核心。

盈利预测与投资建议：我们根据最新财报，调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 29.79/33.73/38.28 亿元，同比+12.4%/+13.2%/+13.5%，归母净利润为 2.61/2.99/3.47 亿元，同比+11.7%/+14.7%/+16.0%，对应 2025 年 4 月 25 日收盘价，PE 估值为 21/18/16x，维持“增持”评级。

风险提示：空刻发展不及预期，原材料价格大幅上涨，餐饮/茶饮等连锁业态竞争加剧导致经营不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2651	2979	3373	3828
同比增长	11.9%	12.4%	13.2%	13.5%
归母净利润（百万元）	233	261	299	347
同比增长	-22.5%	11.7%	14.7%	16.0%
毛利率	32.8%	32.9%	32.9%	33.4%
ROE	17.0%	17.8%	19.1%	20.6%
每股收益（元）	0.58	0.65	0.75	0.87
市盈率	23.2	20.8	18.1	15.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 2024 年报&25Q1 季报，2024 全年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 26.51/2.33/2.15 亿元，同比+11.91%/-22.52%/-2.09%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 7.21/0.60/0.56 亿元，同比+18.24%/-0.49%/+47.12%。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 6.69/0.58/0.58 亿元，同比+7.18%/-4.19%/+9.89%。

点评

其他大客户持续开拓，空刻新品贡献增长。2024 年公司收入同比+11.91%，复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点小料收入同比+13.21%/+10.41%/+3.00%，复调收入呈现双位以上增长，预计与公司其他大客户的积极开拓有关，百胜收入同比-4.57%，轻烹解决方案收入也呈现双位以上增长，预计与空刻业务的恢复及会员制商超等渠道新品的进入有关，空刻收入同比+6.0%，2024 年经销商数量同比净增 80 家至 462 家，预计与空刻线下渠道的持续拓展有关。25Q1 复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点小料收入同比-1.03%/+12.81%/+34.50%，轻烹解决方案收入同比呈现双位以上增长，主要系空刻的新品拓展，复调收入虽同比承压，其中百胜预计收入同比仍有压力，但在公司持续开拓增量大客户背景下，直销收入同比+12.35%。

产品结构影响，毛利率存在波动。2024 全年毛利率为 32.81%，同比-0.33pct，其中复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点小料毛利率分别为 24.02%/45.68%/21.82%，同比分别+2.85pct/-4.23pct/+2.06pct，毛利率同比小幅下降预计与产品结构变化有关，毛利率较高的轻烹解决方案收入占比同比-0.37pct，轻烹解决方案毛利率同比下降，预计与空刻线下渠道的推广进入，及部分产品的推广促销有关。25Q1 毛利率为 32.61%，同比+0.57pct，判断与空刻的旺销带动结构上行有关，轻烹解决方案收入占比同比+2.35pct 可以侧面验证。

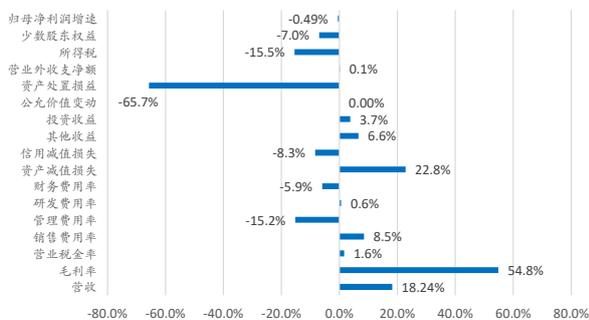
24 年盈利能力承压，25Q1 扣非后盈利能力同比改善。2024 全年归母净利率 8.80%，同比-3.91pct，扣非归母净利率 8.09%，同比-1.16pct，毛利率下降叠加费用投入小幅提升，扣非后盈利能力同比小幅承压，2024 全年总费率 19.32%，同比+0.02pct，销售/管理/研发/财务费率 14.52%/2.76%/2.00%/0.04%，同比-0.12pct/-0.05pct/+0.03pct/+0.17pct，研发费率同比提升，预计薪酬提升有关，职工薪酬投入同比+11.19%，此外资产处置收益同比-99.58%对表观归母净利润造成了一定扰动。25Q1 归母净利率 8.71%，同比-1.03pct，扣非归母净利率 8.60%，

同比+0.21pct, 毛利率提升叠加费用率收窄, 扣非后盈利能力改善, 25Q1 总费率 18.33%, 同比-0.64pct, 销售/管理/研发/财务费率 14.38%/2.12%/1.95%/-0.12%, 同比-0.48pct/-0.24pct/+0.02pct/+0.06pct。此外其他收益同比-999.33 万元, 为归母净利润与扣非归母净利润差异的核心。

盈利预测与投资建议: B 端来看, 公司虽为百胜供应链, 但其大客户结构及服务韧性较高, 不过度依赖百胜, 同时积极开拓西式连锁餐饮, 并提供定制化解决方案; C 端来看, 重新调整空刻业务团队, 推出意面新口味、烤肠、浓汤等新产品系列, 整体进入良性恢复通道, 2025 年有望实现收入的稳健增长。我们根据最新财报, 调整了盈利预测, 预计公司 2025-2027 年收入为 29.79/33.73/38.28 亿元, 同比 +12.4%/+13.2%/+13.5%, 归母净利润为 2.61/2.99/3.47 亿元, 同比 +11.7%/+14.7%/+16.0%, 对应 2025 年 4 月 25 日收盘价, PE 估值为 21/18/16x, 维持“增持”评级。

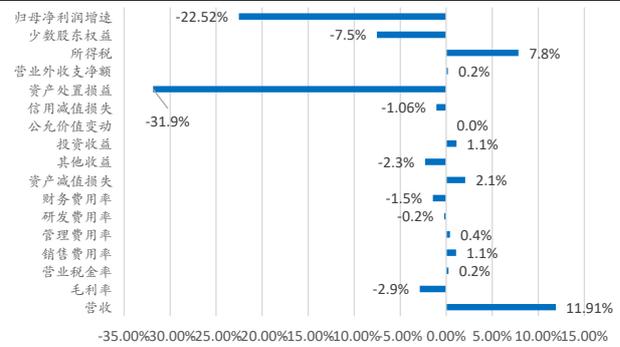
风险提示: 空刻发展不及预期, 原材料价格大幅上涨, 餐饮/茶饮等连锁业态竞争加剧导致经营不及预期。

图1、24Q4 归母净利润同比增速贡献分拆



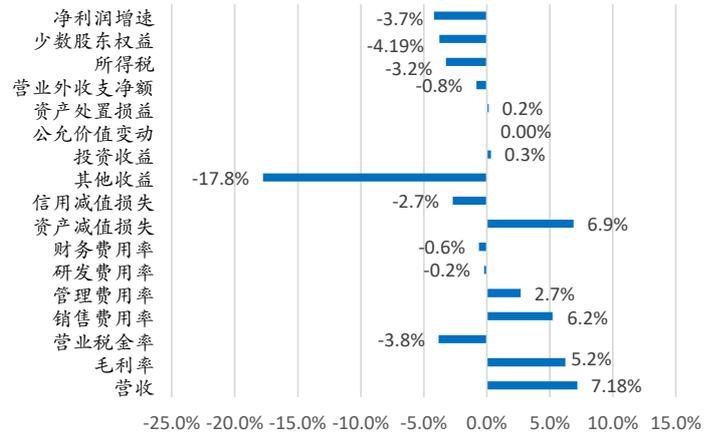
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2024 年归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、25Q1 归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1310	1473	1677	1939
货币资金	588	647	739	879
交易性金融资产	9	10	12	12
应收票据及应收账款	340	377	427	486
预付款项	46	59	67	74
存货	267	317	356	399
其他	61	63	77	89
非流动资产	830	903	964	1007
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	477	524	568	607
在建工程	149	154	159	160
无形资产	86	88	89	89
商誉	31	31	31	31
其他	88	107	117	120
资产总计	2141	2376	2641	2946
流动负债	508	622	749	893
短期借款	150	210	291	376
应付票据及应付账款	195	212	239	272
其他	163	199	219	245
非流动负债	76	87	98	106
长期借款	0	0	0	0
其他	76	87	98	106
负债合计	584	709	846	999
股本	400	400	400	400
未分配利润	604	655	712	777
少数股东权益	181	202	227	263
股东权益合计	1556	1667	1795	1947
负债及权益合计	2141	2376	2641	2946

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	233	261	299	347
折旧和摊销	61	74	89	104
营运资金的变动	-22	-49	-64	-62
经营活动产生现金流量	320	324	354	445
资本支出	-163	-139	-137	-144
长期投资	6	-2	-1	0
投资活动产生现金流量	-153	-149	-140	-152
债权融资	146	72	91	93
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-70	-116	-122	-153
现金净变动	97	59	92	140

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2651	2979	3373	3828
营业成本	1781	1998	2261	2551
税金及附加	19	23	25	29
销售费用	385	462	516	578
管理费用	73	86	98	109
研发费用	53	66	76	82
财务费用	1	3	1	1
投资收益	3	-2	3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-7	-3	-3	-3
资产减值损失	-5	-5	-5	-5
营业利润	355	370	428	504
营业外收支	-1	-2	-1	-1
利润总额	354	368	427	503
所得税	86	86	102	120
净利润	267	282	324	382
少数股东损益	34	21	25	36
归属母公司净利润	233	261	299	347
EPS(元)	0.58	0.65	0.75	0.87

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	11.9%	12.4%	13.2%	13.5%
营业利润增长率	-13.6%	4.1%	15.8%	17.8%
归母净利润增长率	-22.5%	11.7%	14.7%	16.0%
盈利能力				
毛利率	32.8%	32.9%	32.9%	33.4%
归母净利率	8.8%	8.7%	8.9%	9.1%
ROE	17.0%	17.8%	19.1%	20.6%
偿债能力				
资产负债率	27.3%	29.8%	32.0%	33.9%
流动比率	2.58	2.37	2.24	2.17
速动比率	1.89	1.69	1.60	1.57
营运能力				
资产周转率	131.2%	131.9%	134.4%	137.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.58	0.65	0.75	0.87
每股经营现金	0.80	0.81	0.89	1.11
估值比率(倍)				
PE	23.2	20.8	18.1	15.6
PB	3.9	3.7	3.5	3.2

分析师声明

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

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn