

宝立食品 (603170.SH)

B 端稳健发展, C 端实现复苏

24Q4 公司收入/归母净利润分别同比+18.24%/-0.49%, 各业务全面改善, 25Q1 公司收入/归母净利润分别同比+7.18%/-4.19%, B 端受需求影响承压, C 端延续复苏, 利润端主要受其他收益影响下降。25 年看, 期待餐饮旺季 B 端整体需求复苏, 同时不断与新客户合作, 带来超预期增长。同时建议更多关注 C 端渠道拓展, 从线上延伸到线下, 打开成长天花板。

□ 24Q4 收入/归母净利润分别同比+18.24%/-0.49%。公司 2024 年实现营业收入 26.51 亿元, 同比增长 11.91%, 归母净利润 2.33 亿元, 同比下降 22.52%, 归母扣非净利润 2.15 亿, 同比下降 2.09%。净利润下降主要是由于去年一次性投资收益影响基数较高所致。Q4 看, 公司实现收入 7.21 亿, 同比+18.24%, 归母净利润 5975.26 万, 同比-0.49%, 归母扣非净利润 5601.87 万, 同比+47.12%。Q4 收到现金回款 7.95 亿, 同比+15.36%, 快于收入增速, 经营性净现金流 3023.72 万, 同比+27.76%, 主要得益于销售收现/现金回款的增加。合同负债 2252.06 万元, 同比+13.45%。公司 2024 年度的利润分配预案为每股派发 2.50 元现金红利 (含税), 总计 1.00 亿元, 分红率 68.60%, 相比 23 年提升幅度明显。

□ BC 端双轮驱动, Q4 全面复苏。分业务来看, 24 年复调业务收入 12.96 亿, 同比+13.2%, 其中 Q4 同比+19.2%, 环比显著提速; 轻烹业务收入 11.3 亿, 同比+10.4%, 其中 Q4 同比+13.9%。全年空刻收入 9.18 亿, 同比+6%, 公司加大了线上费用投入并丰富产品品类, 向线下渠道延伸, 带动 C 端产品增长复苏; 饮品甜点配料业务收入 1.47 亿, 同比+3%, 其中 Q4 同比+15.5%。公司 BC 端均实现双位数增长, Q4 各业务全面改善。公司第一大客户百胜中国 24 年贡献收入 3.76 亿, 同比-4.6%, 占公司收入比例 14.18%。分渠道模式来看: 24 年直销收入 21.38 亿, 同比+12.35%, 毛利率 33.51%, 同比-1.56pct, 非直销收入 4.35 亿, 同比+6.63%, 毛利率 32.88%, 同比+4.94pcts, 公司直营与经销渠道全面发展。截止 24 年末, 公司经销商数量 462 个, 相比年初增加 80 个。

□ 剔除非经常损益影响, Q4 盈利能力改善。公司在 2024 年的毛利率 32.81%, 同比-0.33pct, 销售费用率为 14.52%, 同比-0.12pct, 管理费用率 2.76%, 同比持平, 一次性资产处置收益同比减少 8567 万, 同时少数股东权益增加, 24 年实现归母净利率 8.8%, 同比-3.9pcts。Q4 看, 公司毛利率 35.52%, 同比+4.57pcts, 主要系结构优化带动; 销售费用率/管理费用率分别同比-0.71pct/+1.26pcts, 归母净利率 8.29%, 同比-1.56pcts, 扣非归母净利率 7.77%, 同比+1.53pct。

□ 25Q1 公司收入/归母净利润分别同比+7.18%/-4.19%。公司 25Q1 实现营业收入 6.69 亿元, 同比增长 7.18%, 归母净利润 5825.13 万元, 同比下降约 4.19%, 现金回款 8.12 亿, 同比+17.09%, 快于收入, 经营性净现金流 0.47 亿, 同比-39.2%。分业务看, 公司 Q1 复调业务收入 3.0 亿, 同比-1.0%, 主要受需求疲软影响; 轻烹解决方案收入 3.02 亿, 同比+12.8%, 保持快速增长态势, 饮品甜点饮料收入 0.47 亿, 同比+34.5%。盈利能力上, 公司 25Q1 毛利率 32.61%, 同比+0.57pct, 销售费用率/管理费用率分别同比-0.48pct/-0.24pct,

增持 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 12.34 元

基础数据

总股本 (百万股)	400
已上市流通股 (百万股)	159
总市值 (十亿元)	4.9
流通市值 (十亿元)	2.0
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	16.1
资产负债率	22.8%
主要股东 杭州臻品致信投资合伙企业	
主要股东持股比例	30.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	6	-7
相对表现	9	10	-14

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《宝立食品 (603170) —B 端放缓, 利润承压》2024-10-31
- 2、《宝立食品 (603170) —C 端业务增速回暖, 高基数下利润承压》2024-08-30
- 3、《宝立食品 (603170) —大客户深化绑定, Q1 复调延续高景气》2024-04-27

任龙 S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

归母净利率 8.71%，同比-1.03pcts，下降主要受其他收益减少 1000 万拖累。

- **全年展望：B 端期待改善，C 端预计稳健。** Q1 公司 B 端受餐饮需求疲软影响，增速相对放缓，但公司仍与百胜中国等大客户保持紧密合作关系，Q2 期待餐饮环境复苏带动公司复调业务实现恢复性增长。C 端来看公司经过调整，一方面丰富产品品类，一方面向线下延伸，使得 C 端业务实现复苏，预计全年收入端保持稳健增长。利润端看，剔除一次性收益影响，24 年盈利能力稳健，预计 25 年盈利能力仍保持稳定。
- **投资建议：B 端稳健发展，C 端实现复苏，维持“增持”评级。** 24Q4 公司收入/归母净利润分别同比+18.24%/-0.49%，各业务全面改善，25Q1 公司收入/归母净利润分别同比+7.18%/-4.19%，B 端受需求影响承压，C 端延续复苏，利润端主要受其他收益影响下降。25 年看，期待餐饮旺季 B 端整体需求复苏，同时不断与新客户合作，带来超预期增长。同时建议更多关注 C 端渠道拓展，从线上延伸到线下，打开成长天花板。我们给予 25-26 年 EPS 预测 0.66、0.74 元，对应 25 年 19X 估值，维持“增持”评级。
- **风险提示：需求复苏不及预期、大客户流失、客户拓新不及预期**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2369	2651	2905	3141	3393
同比增长	16%	12%	10%	8%	8%
营业利润(百万元)	411	355	401	451	511
同比增长	40%	-14%	13%	12%	13%
归母净利润(百万元)	301	233	264	296	336
同比增长	40%	-23%	13%	12%	13%
每股收益(元)	0.75	0.58	0.66	0.74	0.84
PE	16.4	21.2	18.7	16.7	14.7
PB	3.6	3.6	3.3	3.1	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23FY	24FY
一、营业总收入	589	631	610	624	649	657	721	669	2369	2651
二、营业总成本	511	540	559	549	577	572	626	580	2072	2325
其中: 营业成本	386	427	421	424	441	451	465	451	1584	1781
营业税金及附加	5	5	5	3	6	4	6	6	18	19
营业费用	87	77	96	93	98	86	108	96	347	385
管理费用	23	15	15	15	16	15	27	14	67	73
研发费用	10	13	12	12	13	15	14	13	47	53
财务费用	-2	0	0	-1	-1	0	4	-1	-3	1
资产减值损失	0	1	9	4	3	1	-3	0	10	5
三、其他经营收益	46	8	34	11	1	9	7	2	114	29
公允价值变动收益	19	7	0	11	1	9	5	1	29	25
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	1	0	2	0	0	3
四、营业利润	124	98	85	86	74	93	102	90	411	355
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
减: 营业外支出	0	1	2	0	0	0	2	0	3	2
五、利润总额	124	98	83	86	74	93	101	90	410	354
减: 所得税	34	22	17	19	18	20	29	23	98	86
六、净利润	91	76	66	67	56	73	71	67	311	267
减: 少数股东损益	1	1	6	6	9	8	12	9	10	34
七、归属母公司净利润	90	75	60	61	48	65	60	58	301	233
EPS	0.22	0.19	0.15	0.15	0.12	0.16	0.15	0.15	0.75	0.58
主要比率										
毛利率	34.5%	32.3%	30.9%	32.0%	32.1%	31.3%	35.5%	32.6%	33.1%	32.8%
主营税金率	0.8%	0.7%	0.9%	0.6%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%
营业费率	14.8%	12.2%	15.7%	14.9%	15.1%	13.1%	15.0%	14.4%	14.6%	14.5%
管理费率	3.9%	2.4%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%	3.7%	2.1%	2.8%	2.8%
营业利润率	21.1%	15.6%	13.9%	13.8%	11.3%	14.2%	14.2%	13.5%	17.4%	13.4%
实际税率	27.1%	22.4%	20.3%	22.4%	24.0%	21.6%	29.1%	25.2%	24.0%	24.4%
净利率	15.2%	11.9%	9.8%	9.7%	7.3%	9.9%	8.3%	8.7%	12.7%	8.8%
YoY										
收入增长率	20.9%	11.8%	8.6%	15.7%	10.3%	4.1%	18.2%	7.2%	16.3%	11.9%
营业利润增长率	61.6%	13.3%	12.3%	-17.0%	-40.8%	-5.5%	20.8%	4.7%	39.6%	-13.6%
净利润增长率	76.0%	23.7%	-3.0%	-20.4%	-46.7%	-13.4%	-0.5%	-4.2%	39.8%	-22.5%

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 宝立食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 宝立食品历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《宝立食品（603170）—B 端放缓，利润承压》2024-10-31
- 2、《宝立食品（603170）—C 端业务增速回暖，高基数下利润承压》2024-08-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1162	1310	1215	1305	1429
现金	491	588	425	453	512
交易性投资	15	9	9	9	9
应收票据	5	1	1	1	2
应收款项	290	338	371	401	433
其它应收款	4	23	25	27	29
存货	267	267	292	314	337
其他	90	84	92	100	107
非流动资产	738	830	928	1012	1086
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	358	477	588	684	768
无形资产商誉	120	117	105	94	85
其他	260	237	235	234	233
资产总计	1900	2141	2142	2317	2515
流动负债	317	508	368	388	408
短期借款	0	150	0	1	2
应付账款	154	195	213	230	246
预收账款	20	23	25	26	28
其他	144	141	130	131	131
长期负债	84	76	76	76	76
长期借款	0	0	0	0	0
其他	84	76	76	76	76
负债合计	402	584	444	464	484
股本	400	400	400	400	400
资本公积金	306	306	306	306	306
留存收益	646	669	773	884	1013
少数股东权益	146	181	219	263	312
归属于母公司所有者权益	1352	1376	1479	1591	1719
负债及权益合计	1900	2141	2142	2317	2515

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	166	320	302	352	407
净利润	311	267	302	339	385
折旧摊销	42	61	75	87	98
财务费用	(3)	1	1	(2)	(2)
投资收益	0	(3)	(29)	(29)	(29)
营运资金变动	(182)	(5)	(47)	(43)	(46)
其它	(3)	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(81)	(153)	(143)	(143)	(143)
资本支出	(226)	(164)	(172)	(172)	(172)
其他投资	144	11	29	29	29
筹资活动现金流	(2)	(70)	(321)	(181)	(204)
借款变动	79	99	(161)	1	1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	23	0	0	0	0
股利分配	(150)	(160)	(160)	(184)	(207)
其他	46	(9)	(1)	2	2
现金净增加额	83	97	(163)	28	59

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2369	2651	2905	3141	3393
营业成本	1584	1781	1945	2095	2248
营业税金及附加	18	19	21	23	25
营业费用	347	385	422	454	486
管理费用	67	73	74	74	73
研发费用	47	53	58	63	68
财务费用	(3)	1	1	(2)	(2)
资产减值损失	(13)	(12)	(12)	(12)	(12)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	29	25	25	25	25
投资收益	86	4	4	4	4
营业利润	411	355	401	451	511
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	410	354	400	449	510
所得税	98	86	98	110	125
少数股东损益	10	34	39	43	49
归属于母公司净利润	301	233	264	296	336

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	12%	10%	8%	8%
营业利润	40%	-14%	13%	12%	13%
归母净利润	40%	-23%	13%	12%	13%
获利能力					
毛利率	33.1%	32.8%	33.1%	33.3%	33.7%
净利率	12.7%	8.8%	9.1%	9.4%	9.9%
ROE	24.3%	17.1%	18.5%	19.3%	20.3%
ROIC	18.9%	15.6%	17.8%	18.2%	18.9%
偿债能力					
资产负债率	21.1%	27.3%	20.7%	20.0%	19.2%
净负债比率	0.4%	7.5%	0.0%	0.0%	0.1%
流动比率	3.7	2.6	3.3	3.4	3.5
速动比率	2.8	2.1	2.5	2.6	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.4	1.4	1.3
存货周转率	6.5	6.7	7.0	6.9	6.9
应收账款周转率	8.6	8.4	8.2	8.1	8.1
应付账款周转率	10.3	10.2	9.5	9.5	9.4
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.58	0.66	0.74	0.84
每股经营净现金	0.42	0.80	0.76	0.88	1.02
每股净资产	3.38	3.44	3.70	3.98	4.30
每股股利	0.38	0.40	0.46	0.52	0.59
估值比率					
PE	16.4	21.2	18.7	16.7	14.7
PB	3.6	3.6	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	11.6	12.6	10.8	9.6	8.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。