

公司研究

24 年复调与轻烹业务增长稳健，持续完善产品矩阵与新渠道布局

——宝立食品（603170.SH）2024 年年报与 25 年一季报点评

增持（维持）

当前价：13.52 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

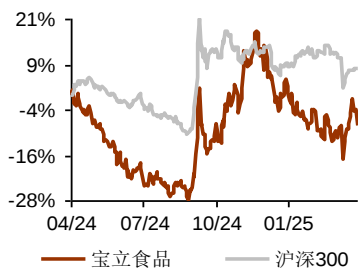
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.00
总市值(亿元):	54.08
一年最低/最高(元):	10.31/17.45
近 3 月换手率:	48.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.62	-10.68	-18.29
绝对	-4.34	-11.03	-13.94

资料来源：Wind

相关研报

餐饮需求疲弱拖累复调增速，轻烹延续增长——宝立食品（603170.SH）2024 年三季报点评（2024-10-31）

轻烹业务逐步复苏，盈利能力承压——宝立食品（603170.SH）2024 年中报点评（2024-09-02）

大 B 端业务延续增长，轻烹业务有待发力——宝立食品（603170.SH）2023 年年报与 24 年一季报点评（2024-04-28）

要点

事件：公司发布 2024 年年报，24 年实现营收/归母净利润分别为 26.51/2.33 亿元，分别同比+11.9%/-22.5%。24Q4 实现营收/归母净利润分别为 7.21/0.60 亿元，分别同比+18.2%/-0.5%。25Q1 实现营收/归母净利润分别为 6.69/0.58 亿元，分别同比+7.2%/-4.2%。

24 年复调、轻烹业务表现亮眼，大本营华东区增长稳健。1) 分产品，24 年复调/轻烹/饮品甜点配料营收分别为 13.0/11.3/1.5 亿元，分别同比+13.2%/+10.4%/+3.0%，各品类营收均同比实现增长。25Q1 复调/轻烹/饮品甜点配料营收分别为 3.0/3.0/0.5 亿元，分别同比-1.0%/+12.8%/+34.5%，复调营收同比下滑主要系去年基数较高，轻烹营收同比增长主要系意面持续上新，产品矩阵不断完善以及会员制卖场等新渠道拓展。**2) 分地区：**作为公司营收体量排名前二的区域，24 年华东/华北分别实现营收 20.8/1.6 亿元，分别同比+11.47%/+0.33%；华南/华中/东北/西南/西北营收分别同比-3.48%/+20.78%/+17.36%/+55.80%/+91.29%。25Q1 华东/华北营收分别同比+4.1%/-6.6%；华南/华中/东北/西南/西北营收分别同比+70.4%/+5.0%/+10.5%/+46.0%/+150.0%。**3) 分销售模式：**24 年直销/非直销实现收入 21.4/4.3 亿元，分别同比+12.4%/+6.6%。25Q1 直销/非直销营收分别同比+8.0%/+2.7%。截至 24 年末，公司经销商数量为 462 家。截至 25Q1，公司经销商数量为 465 家，较年初净增 3 家，公司持续推进经销体系建设。

24 年公司毛利率小幅下滑，期间费用控制严格。24 年/25Q1 毛利率分别为 32.8%/32.6%，分别同比-0.3/+0.6pcts。24 年毛利率承压主要系市场竞争激烈，轻烹业务的毛利率下滑。**1) 分产品：**24 年复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料的毛利率分别为 24.0%/45.7%/21.8%，分别同比+2.9/-4.2/+2.1pcts。**2) 分销售模式：**24 年直销/非直销毛利率分别为 33.5%/32.9%，分别同比-1.6/+4.9pcts。非直销毛利率提升明显。

24 年/25Q1 期间费用率分别为 19.3%/18.3%，分别同比持平/-0.6pcts。其中，24 年/25Q1 销售费用率分别为 14.5%/14.4%，分别同比-0.1/-0.5pcts；销售费用率下降主要系公司营收规模正效应释放。24 年/25Q1 管理费用率分别为 2.8%/2.1%，分别同比持平/-0.2pcts。综上，24 年/25Q1 公司的归母净利率分别为 8.8%/8.7%，同比-3.9/-1.0pcts。

创新与产能双轮驱动，渠道拓展强化增长韧性。产品端：24 年公司持续进行产品创新，B 端全年销售近 2600 种产品，近三年新品占比达 60%。C 端空刻表现亮眼，意面口味迭代升级，推出“鲜香蟹黄”等时令系列及免煮便捷产品，同步拓展烤肠、浓汤等品类，完善轻烹产品矩阵。25 年公司将继续推进研发，驱动产品迭代，扩充产品矩阵。**渠道端：**24 年公司现有客户深耕与新渠道开拓并重，挖掘存量客户价值的同时，积极开拓会员制卖场、大型连锁商超等新兴渠道。25 年公司将在稳固传统渠道的同时，持续提升新渠道的市场份额。**产能端：**广西宝硕香辛料加工基地于 2024 年下半年投产，贯通原料上游供给渠道。24 年公司调整山东宝萃募投项目，投资总额增至 2.99 亿元，聚焦半固态调味品与农产品加工，预计 2025 年逐步释放产能，夯实供应链稳定性与效率。

盈利预测、估值与评级：我们基本维持公司 25-26 年的归母净利润分别为 2.76/3.15 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 3.48 亿元。折合 2025-2027 年 EPS 分别为 0.69/0.79/0.87 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 20x/17x/16x。考虑到公司持续扩大产品矩阵，并积极拓展新渠道，我们看好公司未来发展前景，维持“增持”评级。

风险提示：方便速食竞争加剧，大客户流失风险，原材料成本上行风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,369	2,651	3,036	3,316	3,608
营业收入增长率	16.31%	11.91%	14.52%	9.21%	8.82%
归母净利润（百万元）	301	233	276	315	348
归母净利润增长率	39.78%	-22.52%	18.55%	14.02%	10.32%
EPS（元）	0.75	0.58	0.69	0.79	0.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.26%	16.95%	17.81%	18.00%	17.67%
P/E	18	23	20	17	16
P/B	4.0	3.9	3.5	3.1	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,369	2,651	3,036	3,316	3,608
营业成本	1,584	1,781	2,040	2,230	2,420
折旧和摊销	39	57	64	68	77
税金及附加	18	19	22	24	27
销售费用	347	385	459	495	539
管理费用	67	73	83	89	97
研发费用	47	53	61	66	76
财务费用	-3	1	-2	-4	-4
投资收益	0	3	3	3	3
营业利润	411	355	405	449	491
利润总额	410	354	403	448	490
所得税	98	86	93	99	108
净利润	311	267	311	349	382
少数股东损益	10	34	34	34	34
归属母公司净利润	301	233	276	315	348
EPS(元)	0.75	0.58	0.69	0.79	0.87

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	166	320	299	366	405
净利润	301	233	276	315	348
折旧摊销	39	57	64	68	77
净营运资金增加	195	79	151	104	108
其他	-369	-49	-193	-122	-128
投资活动产生现金流	-81	-153	-151	-147	-207
净资本支出	-76	-163	-150	-150	-210
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-5	9	-1	3	3
融资活动现金流	-2	-70	-99	-160	-137
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-28	152	1	-46	-8
无息负债变化	42	30	42	31	31
净现金流	84	97	50	59	61

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.1%	32.8%	32.8%	32.8%	32.9%
EBITDA 率	16.4%	16.2%	15.3%	15.4%	15.6%
EBIT 率	14.6%	13.9%	13.2%	13.4%	13.4%
税前净利润率	17.3%	13.3%	13.3%	13.5%	13.6%
归母净利润率	12.7%	8.8%	9.1%	9.5%	9.6%
ROA	16.4%	12.5%	13.0%	13.4%	13.2%
ROE (摊薄)	22.3%	17.0%	17.8%	18.0%	17.7%
经营性 ROIC	17.5%	16.7%	16.0%	16.4%	16.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	21%	27%	26%	23%	22%
流动比率	3.66	2.58	2.66	2.98	3.10
速动比率	2.82	2.05	2.11	2.36	2.46
归母权益/有息债务	167.80	8.57	9.60	15.14	18.33
有形资产/有息债务	217.30	12.43	13.93	21.36	25.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,900	2,141	2,395	2,613	2,887
货币资金	491	588	638	696	758
交易性金融资产	15	9	9	9	9
应收账款	290	338	417	455	495
应收票据	5	1	1	1	2
其他应收款 (合计)	4	23	6	7	7
存货	267	267	306	334	363
其他流动资产	33	38	45	51	56
流动资产合计	1,162	1,310	1,475	1,611	1,752
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	358	477	507	621	751
在建工程	159	149	202	166	163
无形资产	89	86	84	83	81
商誉	31	31	31	31	31
其他非流动资产	10	3	7	7	7
非流动资产合计	738	830	920	1,002	1,135
总负债	402	584	628	613	636
短期借款	0	150	151	105	97
应付账款	154	195	224	244	265
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	3	3	4	4
流动负债合计	317	508	554	540	565
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	24	22	21	19
非流动负债合计	84	76	74	72	71
股东权益	1,499	1,556	1,767	2,000	2,251
股本	400	400	400	400	400
公积金	342	371	399	430	465
未分配利润	610	604	753	921	1,103
归属母公司权益	1,352	1,376	1,552	1,751	1,968
少数股东权益	146	181	215	249	283

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	14.64%	14.52%	15.13%	14.93%	14.93%
管理费用率	2.81%	2.76%	2.72%	2.68%	2.68%
财务费用率	-0.13%	0.04%	-0.08%	-0.11%	-0.11%
研发费用率	1.97%	2.00%	2.00%	2.00%	2.10%
所得税率	24%	24%	23%	22%	22%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.38	0.40	0.29	0.33	0.36
每股经营现金流	0.42	0.80	0.75	0.91	1.01
每股净资产	3.38	3.44	3.88	4.38	4.92
每股销售收入	5.92	6.63	7.59	8.29	9.02

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	18	23	20	17	16
PB	4.0	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	14.8	13.8	12.9	11.8	10.8
股息率	2.8%	1.8%	2.1%	2.4%	2.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP