

宝立食品（603170.SH）

2024 年收入同比增长 12%，持续布局食品供应链

优于大市

核心观点

宝立食品 2024 年收入同比增长 11.91%。公司 2024 年实现营业总收入 26.51 亿元，同比增长 11.91%；实现扣非归母净利润 2.15 亿元，同比减少 2.09%；2024Q4 实现营业总收入 7.21 亿元，同比增长 18.24%；实现扣非归母净利润 0.56 亿元，同比增长 47.12%；2025Q1 实现营业总收入 6.69 亿元，同比增长 7.18%；实现扣非归母净利润 0.58 亿元，同比增长 9.89%。

B、C 端新品丰富品类矩阵，第二梯队大客户贡献增量。（1）分产品看，2024 年、2025Q1 复合调味品/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入分别同比 +13.2%/+10.4%/+3.0%、-1.0%/+12.8%/+34.5%，B 端新品持续发力，C 端品类、口味融合创新，空刻丰富烤肠、浓汤、调味品、方便意面等系列。（2）分渠道看，2024 年、2025Q1 直销/非直销渠道收入分别同比 +12.3%/+6.6%、+8.0%/+2.7%，第一大客户百胜中国预计较为稳定，直销渠道受益达美乐、麦当劳等客户增量，2025Q1 末公司经销类客户数量环比增加 3 家至 465 家。

产品结构影响毛利，盈利能力实现改善。2024Q4/2025Q1 公司毛利率 35.5%/32.6%，同比 +4.6/0.6pct，主因占比较高的复合调味料毛利率提升较多（2024 年毛利率同比提高 2.9pct）。叠加 2024Q4/2025Q1 销售费用率同比降低 0.8/0.5pct，毛销差实现明显改善，同比提高 5.3/1.1pct，从而扣非归母净利率同比提高 1.6/0.3pct 至 7.8%/8.6%。另外，公司 2024 年预计分红 1.6 亿元，对应分红率 68.60%，相比 2023 年提升 18.8pct。

食品供应链布局进展顺利，产能、渠道适配逐步到位。2024 年下半年公司开始陆续推新，除速食意面外，空刻还陆续推出了烤肠、浓汤和调味品产品系列。供应链方面，广西宝硕香辛料工厂 2024 年下半年投产，25 年 4 月公司受让上海亭林地块投资设立智能化生产建设项目，产能布局进一步完善。渠道方面，公司在会员制卖场、连锁商超等新兴渠道已取得初步合作成果。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

投资建议：由于下游餐饮较为疲软，我们小幅下调此前盈利预测，2025-2026 年公司实现营业总收入 29.4/32.9 亿元（前预测值为 31.7/36.4 亿元），并引入 2027 年收入预测 36.3 亿元，2025-2027 年收入同比 10.9%/12.0%/10.2%；2025-2026 年公司实现归母净利润 2.7/3.1 亿元（前预测值为 3.3/3.8 亿元），并引入 2027 年利润预测 3.4 亿元，2025-2027 年归母净利润同比 13.8%/15.2%/10.9%；实现 EPS0.66/0.76/0.85 元；当前股价对应 PE 分别为 20.4/17.7/15.9 倍。维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.52 元
总市值/流通市值	5408/2147 百万元
52 周最高价/最低价	17.45/10.41 元
近 3 个月日均成交额	43.37 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宝立食品（603170.SH）-定制化复合调味品龙头，持续扩品拓宽成长边界》——2024-07-19

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,369	2,651	2,940	3,292	3,628
(+/-%)	16.3%	11.9%	10.9%	12.0%	10.2%
净利润(百万元)	301	233	265	306	339
(+/-%)	39.8%	-22.5%	13.8%	15.2%	10.9%
每股收益(元)	0.75	0.58	0.66	0.76	0.85
EBIT Margin	13.0%	12.8%	13.1%	13.5%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	22.3%	17.0%	18.9%	21.4%	23.1%
市盈率 (PE)	18.0	23.2	20.4	17.7	15.9
EV/EBITDA	16.8	15.1	13.5	11.8	10.7
市净率 (PB)	4.00	3.93	3.86	3.78	3.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 2024 年实现营业总收入 26.51 亿元，同比增长 11.91%；实现扣非归母净利润 2.15 亿元，同比减少 2.09%；2024Q4 实现营业总收入 7.21 亿元，同比增长 18.24%；实现扣非归母净利润 0.56 亿元，同比增长 47.12%；2025Q1 实现营业总收入 6.69 亿元，同比增长 7.18%；实现扣非归母净利润 0.58 亿元，同比增长 9.89%。

图1：2021Q1-2025Q1 年公司营收（百万元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1-2025Q1 年公司归母净利润（百万元）及 yoy

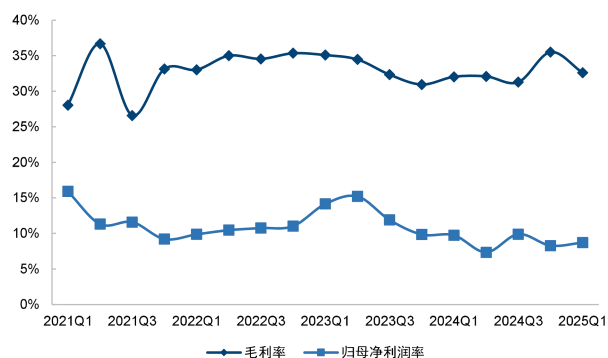


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

B、C 端新品丰富品类矩阵，第二梯队大客户贡献增量。（1）分产品看，2024 年、2025Q1 复合调味品 / 轻烹解决方案 / 饮品甜点配料收入分别同比 +13.2%/+10.4%/+3.0%、-1.0%/+12.8%/+34.5%，B 端新品持续发力，C 端品类、口味融合创新，空刻丰富烤肠、浓汤、调味品、方便意面等系列。（2）分渠道看，2024 年、2025Q1 直销/非直销渠道收入分别同比 +12.3%/+6.6%、+8.0%/+2.7%，第一大客户百胜中国预计较为稳定，直销渠道受益达美乐、麦当劳等客户增量，2025Q1 末公司经销类客户数量环比增加 3 家至 465 家。

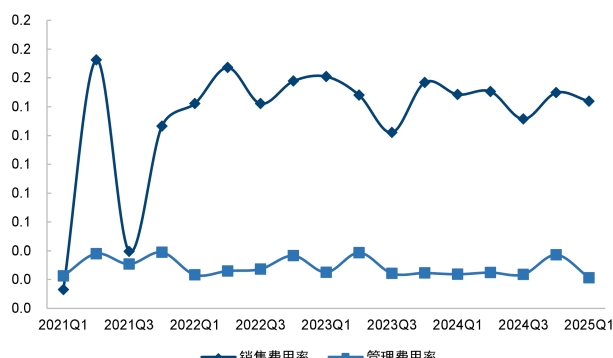
产品结构影响毛利，盈利能力实现改善。2024Q4/2025Q1 公司毛利率 35.5%/32.6%，同比 +4.6%/0.6pct，主因占比较高的复合调味料毛利率提升较多（2024 年毛利率同比提高 2.9pct）。叠加 2024Q4/2025Q1 销售费用率同比降低 0.8%/0.5pct，毛销差实现明显改善，同比提高 5.3%/1.1pct，从而扣非归母净利率同比提高 1.6%/0.3pct 至 7.8%/8.6%。另外，公司 2024 年预计分红 1.6 亿元，对应分红率 68.60%，相比 2023 年提升 18.8pct。

图3：2021Q1-2025Q1 公司毛利率、归母净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1-2025Q1 公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

食品供应链布局进展顺利，产能、渠道适配逐步到位。2024 下半年公司开始陆续推新，除速食意面外，空刻还陆续推出了烤肠、浓汤和调味品产品系列。供应链方面，广西宝硕香辛料工厂 2024 年下半年投产，25 年 4 月公司受让上海亭林地块投资设立智能化生产建设项目，产能布局进一步完善。渠道方面，公司在会员制卖场、连锁商超等新兴渠道已取得初步合作成果。

投资建议：由于下游餐饮较为疲软，我们小幅下调此前盈利预测，2025-2026 年公司实现营业总收入 29.4/32.9 亿元（前预测值为 31.7/36.4 亿元），并引入 2027 年收入预测 36.3 亿元，2025-2027 年收入同比 10.9%/12.0%/10.2%；2025-2026 年公司实现归母净利润 2.7/3.1 亿元（前预测值为 3.3/3.8 亿元），并引入 2027 年利润预测 3.4 亿元，2025-2027 年归母净利润同比 13.8%/15.2%/10.9%；实现 EPS0.66/0.76/0.85 元；当前股价对应 PE 分别为 20.4/17.7/15.9 倍。维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3167	3637	-	2940	3292	3628	-227	-345	-
收入同比增速%	15.37%	14.82%	-	10.89%	11.96%	10.22%	-4.48%	-2.86%	-
毛利率%	32.3%	32.3%	-	32.9%	33.1%	33.2%	0.62%	0.81%	-
销售费用率%	14.34%	14.29%	-	14.42%	14.37%	14.37%	0.08%	0.08%	-
净利率%	10.35%	10.48%	-	9.03%	9.29%	9.35%	-1.33%	-1.19%	-
归母净利润（百万元）	328	381	-	265	306	339	-63	-75	-
归母净利润同比增速%	16.15%	16.27%	-	13.80%	15.24%	10.89%	-2.34%	-1.03%	-
EPS（元）	0.82	0.95	-	0.66	0.76	0.85	-0.16	-0.19	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025 年 4 月 25 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
603170.SH	宝立食品	23.44	13.52	0.66	0.76	20.4	17.7	54	优于大市
603288.SH	海天味业	36.81	42.00	1.26	1.40	33.3	30.0	2,335	优于大市
603317.SH	天味食品	23.60	13.84	0.67	0.75	20.7	18.4	147	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除宝立食品外均为 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	491	588	500	500	500	营业收入	2369	2651	2940	3292	3628
应收款项	299	362	402	450	496	营业成本	1584	1781	1972	2203	2424
存货净额	267	267	296	330	363	营业税金及附加	18	19	22	24	27
其他流动资产	90	84	94	105	116	销售费用	347	385	424	473	521
流动资产合计	1162	1310	1300	1393	1483	管理费用	67	73	82	88	96
固定资产	517	626	708	730	726	研发费用	47	53	56	59	65
无形资产及其他	89	86	83	79	76	财务费用	(3)	1	(3)	(3)	(4)
投资性房地产	132	119	119	119	119	投资收益	(0)	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(10)	(5)	(9)	(8)	(7)
资产总计	1900	2141	2209	2321	2403	其他收入	65	(34)	(32)	(36)	(43)
短期借款及交易性金融负债	8	161	161	194	195	营业利润	411	355	404	462	513
应付款项	154	195	216	241	265	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	156	153	169	188	207	利润总额	410	354	403	461	511
流动负债合计	317	508	547	623	667	所得税费用	98	86	98	111	123
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	10	34	39	44	49
其他长期负债	84	76	76	76	76	归属于母公司净利润	301	233	265	306	339
长期负债合计	84	76	76	76	76	现金流量表（百万元）					
负债合计	402	584	623	699	743	净利润	301	233	265	306	339
少数股东权益	146	181	185	189	194	资产减值准备	13	(8)	2	1	0
股东权益	1352	1376	1402	1433	1466	折旧摊销	39	57	60	73	80
负债和股东权益总计	1900	2141	2209	2321	2403	公允价值变动损失	10	5	9	8	7
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	1	(3)	(3)	(4)
每股收益	0.75	0.58	0.66	0.76	0.85	营运资本变动	(126)	(22)	(38)	(49)	(47)
每股红利	0.25	0.53	0.60	0.69	0.76	其它	(6)	11	2	4	5
每股净资产	3.38	3.44	3.51	3.58	3.67	经营活动现金流	231	277	300	343	385
ROIC	17.83%	16.14%	17%	19%	21%	资本开支	0	(149)	(150)	(100)	(80)
ROE	22.26%	16.95%	19%	21%	23%	其它投资现金流	(15)	6	0	0	0
毛利率	33%	33%	33%	33%	33%	投资活动现金流	(15)	(143)	(150)	(100)	(80)
EBIT Margin	13%	13%	13%	14%	14%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	15%	16%	16%	负债净变化	(1)	0	0	0	0
收入增长	16%	12%	11%	12%	10%	支付股利、利息	(101)	(210)	(239)	(275)	(305)
净利润增长率	40%	-23%	14%	15%	11%	其它融资现金流	73	383	1	33	1
资产负债率	29%	36%	37%	38%	39%	融资活动现金流	(129)	(37)	(238)	(243)	(305)
股息率	1.9%	3.9%	4.4%	5.1%	5.6%	现金净变动	87	97	(88)	0	0
P/E	18.0	23.2	20.4	17.7	15.9	货币资金的期初余额	404	491	588	500	500
P/B	4.0	3.9	3.9	3.8	3.7	货币资金的期末余额	491	588	500	500	500
EV/EBITDA	16.8	15.1	13.5	11.8	10.7	企业自由现金流	0	142	163	262	329
						权益自由现金流	0	524	167	297	331

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032