

宝立食品 (603170.SH)

增持 (维持)

B 端表现稳健, C 端增长亮眼

25Q3 收入/归母净利润分别同比+14.60%/+15.71%，业绩略超预期。今年整体餐饮需求平淡下，公司不断强化与大客户合作，订单上新并继续拓展新渠道，整体表现优于行业。C 端空刻意面同样实现复苏增长。26 年看，期待餐饮需求进一步复苏，公司不断与新客户合作，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。我们预计 25-26 年公司 eps 分别为 0.65 元、0.74 元，对应 25 年估值 22X，维持“增持”评级。

□ 25Q3 收入/归母净利润分别同比+14.60%/+15.71%。公司发布 2025 年三季度报，前三季度实现收入 21.3 亿元，同比+10.50%，归母净利润 1.92 亿，同比+10.59%，归母扣非净利润 1.81 亿元，同比+14.27%。其中单 Q3 实现收入 7.53 亿，同比+14.60%，归母净利润 0.75 亿元，同比+15.71%，归母扣非净利润 0.70 亿元，同比+17.83%。Q3 公司现金回款 7.90 亿，同比+9.33%，增速略慢于收入。经营性净现金流 0.88 亿，同比-22.3%，合同负债 0.22 亿，同比-18.8%。

□ 饮品甜点配料增速放缓，空刻表现亮眼。1) 分业务来看：Q3 复调/轻烹/饮品甜点配料业务分别实现收入 3.82/3.14/0.36 亿元，分别同比+9.77%/+24.60%/+3.74%。其中轻烹增长主要源于公司新品增长，并在线上加大了产品的投放力度，B 端复调业务在餐饮需求平淡下依然环比提速，核心客户订单增长稳健。2) 分地区来看：Q3 核心华东地区收入同比+12.11%，占比 78.30% 保持基本稳定；华南/西北地区表现亮眼，同比分别+101.24%/+92.10%，显示区域市场开拓成效显著；华中及境外区域收入则分别同比-4.93%/-20.18%。Q3 末经销商数量达 517 家，环比 Q2 增加 14 家，渠道网络持续完善。

□ 毛利率持续改善，费用投放稳定，盈利能力提升。公司 25Q3 毛利率 32.55%，同比+1.27pcts，主要受益于原材料成本价格下降，以及公司生产效率提升。销售费用率 13.18%，同比+0.04pct，主要因市场推广投入增加，管理费用率 2.27%，同比-0.09pct。Q3 归母净利率为 10.76%，同比-0.31pcts，但环比+1.54pcts，反映运营效率季度性改善。

□ Q4 及明年展望：双轮驱动稳健成长，期待餐饮复苏释放弹性。今年前三季度餐饮需求平淡，公司 B 端复调业务增长稳健，主要在于与大客户深度绑定并不断上新。C 端公司渠道投入+推新保持良好发展态势。Q4 看公司整体趋势有望延续，受春节错期影响备货时间节点晚，整体 B 端收入预计慢于 Q3。展望明年，期待餐饮需求进一步复苏，公司有望实现业绩更快速增长。

□ 投资建议：B 端表现稳健，C 端增长亮眼，维持“增持”评级。25Q3 收入/归母净利润分别同比+14.60%/+15.71%，业绩略超预期。今年整体餐饮需求平淡下，公司不断强化与大客户合作，订单上新并继续拓展新渠道，整体表现优于行业。C 端空刻意面同样实现复苏增长。26 年看，期待餐饮需求进一步复苏，公司不断与新客户合作，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。我们预计 25-26 年公司 eps 分别为 0.65 元、0.74 元，对应 25 年估值 22X，维持“增持”评级。

□ 风险提示：需求下行、成本上涨、行业竞争阶段性加剧等

消费品/食品饮料

目标估值：NA

当前股价：14.66 元

基础数据

总股本 (百万股)	400
已上市流通股 (百万股)	400
总市值 (十亿元)	5.9
流通市值 (十亿元)	5.9
每股净资产 (MRQ)	3.5
ROE (TTM)	17.8
资产负债率	28.4%
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	2	18	15
相对表现	0	-7	-6

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《宝立食品 (603170) —B 端稳健发展，C 端实现复苏》2025-04-29
- 2、《宝立食品 (603170) —B 端放缓，利润承压》2024-10-31
- 3、《宝立食品 (603170) —C 端业务增速回暖，高基数下利润承压》2024-08-30

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

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	2927	3182	3456
同比增长	16%	12%	10%	9%	9%
营业利润(百万元)	411	355	398	451	516
同比增长	40%	-14%	12%	13%	14%
归母净利润(百万元)	301	233	262	296	339
同比增长	40%	-23%	12%	13%	14%
每股收益(元)	0.75	0.58	0.65	0.74	0.85
PE	19.5	25.1	22.4	19.8	17.3
PB	4.3	4.3	4.0	3.7	3.4

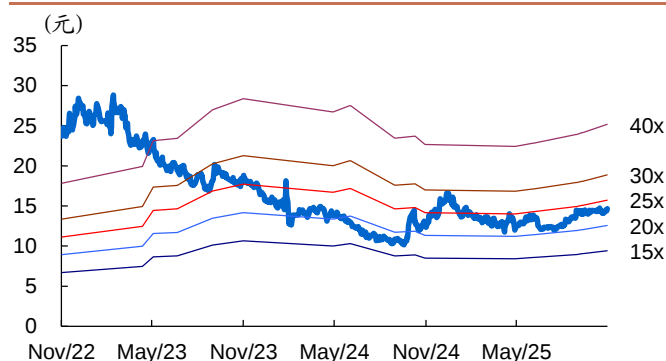
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

单位: 百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	610	624	649	657	721	669	711	753	2369	2651
二、营业总成本	559	549	577	572	626	580	626	648	2072	2325
其中: 营业成本	421	424	441	451	465	451	465	508	1584	1781
营业税金及附加	5	3	6	4	6	6	5	6	18	19
营业费用	96	93	98	86	108	96	117	99	347	385
管理费用	15	15	16	15	27	14	18	17	67	73
研发费用	12	12	13	15	14	13	14	16	47	53
财务费用	0	-1	-1	0	4	-1	2	0	-3	1
资产减值损失	9	4	3	1	-3	0	5	1	10	5
三、其他经营收益	34	11	1	9	7	2	8	7	114	29
公允价值变动收益	0	11	1	9	5	1	6	6	29	25
投资收益	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
其他收益	0	0	1	0	2	0	1	1	0	3
四、营业利润	85	86	74	93	102	90	93	112	411	355
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
减: 营业外支出	2	0	0	0	2	0	0	0	3	2
五、利润总额	83	86	74	93	101	90	93	112	410	354
减: 所得税	17	19	18	20	29	23	27	31	98	86
六、净利润	66	67	56	73	71	67	66	81	311	267
减: 少数股东损益	6	6	9	8	12	9	7	6	10	34
七、归属母公司净利润	60	61	48	65	60	58	58	75	301	233
EPS	0.15	0.15	0.12	0.16	0.15	0.15	0.15	0.19	0.75	0.58
主要比率										
毛利率	30.9%	32.0%	32.1%	31.3%	35.5%	32.6%	34.7%	32.6%	33.1%	32.8%
主营税金率	0.9%	0.6%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
营业费率	15.7%	14.9%	15.1%	13.1%	15.0%	14.4%	16.5%	13.2%	14.6%	14.5%
管理费	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%	3.7%	2.1%	2.6%	2.3%	2.8%	2.8%
营业利润率	13.9%	13.8%	11.3%	14.2%	14.2%	13.5%	13.1%	14.9%	17.4%	13.4%
实际税率	20.3%	22.4%	24.0%	21.6%	29.1%	25.2%	29.5%	27.6%	24.0%	24.4%
净利率	9.8%	9.7%	7.3%	9.9%	8.3%	8.7%	8.2%	10.0%	12.7%	8.8%
YoY										
收入增长率	154.0%	15.7%	10.3%	4.1%	18.2%	7.2%	9.5%	14.6%	19.8%	11.9%
营业利润增长率	-134.4%	-17.0%	-40.8%	-5.5%	20.8%	4.7%	26.4%	20.3%	0.0%	-13.6%
净利润增长率	-123.1%	-20.4%	-46.7%	-13.4%	-0.5%	-4.2%	22.5%	15.7%	0.0%	-22.5%

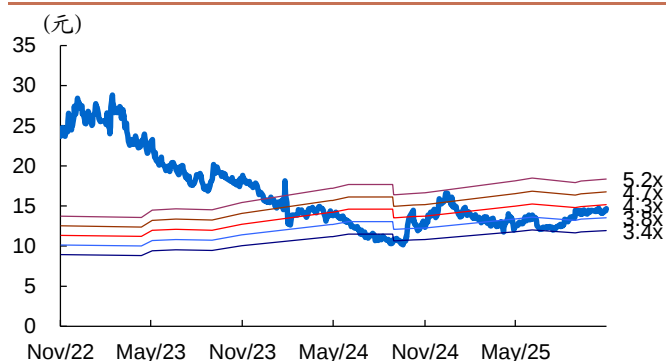
资料来源: 公司数据、招商证券

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 端稳健发展，C 端实现复苏》2025-04-29
- 2、《宝立食品（603170）—B 端放缓，利润承压》2024-10-31

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	1216	1309	1439
现金	491	588	419	444	503
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	374	406	441
其它应收款	4	23	25	27	30
存货	267	267	295	320	345
其他	90	84	93	101	110
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	2143	2321	2525
流动负债	317	508	371	393	415
短期借款	0	150	0	1	2
应付账款	154	195	216	234	253
预收账款	20	23	25	27	29
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	447	468	490
股本	400	400	400	400	400
资本公积金	306	306	306	306	306
留存收益	646	669	771	884	1016
少数股东权益	146	181	219	262	312
归属于母公司所有者权益	1352	1376	1477	1591	1722
负债及权益合计	1900	2141	2143	2321	2525

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	166	320	296	349	407
净利润	311	267	300	340	389
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)	(51)	(47)	(50)
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)	(180)	(205)
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)	(183)	(207)
其他	46	(9)	(1)	2	2
现金净增加额	83	97	(169)	26	58

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2369	2651	2927	3182	3456
营业成本	1584	1781	1968	2134	2303
营业税金及附加	18	19	22	23	25
营业费用	347	385	422	454	486
管理费用	67	73	75	75	75
研发费用	47	53	59	64	69
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	398	451	516
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	397	450	515
所得税	98	86	97	110	126
少数股东损益	10	34	38	43	50
归属于母公司净利润	301	233	262	296	339

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	12%	10%	9%	9%
营业利润	40%	-14%	12%	13%	14%
归母净利润	40%	-23%	12%	13%	14%
获利能力					
毛利率	33.1%	32.8%	32.8%	32.9%	33.4%
净利率	12.7%	8.8%	8.9%	9.3%	9.8%
ROE	24.3%	17.1%	18.3%	19.3%	20.5%
ROIC	18.9%	15.6%	17.7%	18.2%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	21.1%	27.3%	20.9%	20.2%	19.4%
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	3.3	3.5
速动比率	2.8	2.1	2.5	2.5	2.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4
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	9.6	9.5	9.5
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.58	0.65	0.74	0.85
每股经营净现金	0.42	0.80	0.74	0.87	1.02
每股净资产	3.38	3.44	3.69	3.98	4.31
每股股利	0.38	0.40	0.46	0.52	0.59
估值比率					
PE	19.5	25.1	22.4	19.8	17.3
PB	4.3	4.3	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	12.3	13.3	11.5	10.2	8.9

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。