

宝立食品（603170.SH）

第三季度收入同比增长 15%，坚持 BC 双轮驱动

优于大市

核心观点

公司 2025 年前三季度实现营业总收入 21.33 亿元，同比增长 10.50%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比增长 10.59%；实现扣非归母净利润 1.81 亿元，同比增长 14.27%；2025 年第三季度实现营业总收入 7.53 亿元，同比增长 14.60%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比增长 15.71%；实现扣非归母净利润 0.70 亿元，同比增长 17.83%。

复调、轻烹环比加速，直销渠道增长态势较好。分产品看，2025Q3 复合调味品/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入分别同比+9.7%/+25.0%/3.7%，复调、轻烹均延续二季度高增长态势，预计源于（1）2024 年第三季度基数不高，且双节前备货驱动增长，亦有大客户上新节点影响；（2）空刻新品免煮系列冲泡意面、冻品烤肠以及沙拉汁等导入效果较好；（3）大客户集群订单增长态势较好，2025Q3 直销/非直销渠道收入分别同比+17.7%/+5.2%。

产品结构变化，带动盈利能力改善。2025 年第三季度公司毛利率为 32.55%，同比提升 1.27pct，预计主因主要得益于毛利率较高的轻烹业务占比提升贡献。2025 年第三季度销售/管理费用率为 13.2%/2.3%，同比基本持平。毛利率的改善带动毛销差同比提升 1.23pct，因而归母净利率同比提升 0.1pct 至 10.0%。

从餐饮供应向食品供应链平台延伸，BC 双轮驱动。公司 B 端业务深度绑定西式快餐龙头，未来有望继续受益于餐饮连锁化、标准化的行业趋势；C 端空刻品牌则依托研发和供应链能力向多品类的轻烹解决方案平台升级。

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：由于下游餐饮环境较为疲软，竞争较为激烈，我们小幅下调此前利润预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 29.0/32.5/35.8 亿元（前预测值为 29.0/32.5/35.8 亿元），同比 9.5%/11.9%/10.1%；2025-2027 年公司实现归母净利润 2.6/3.0/3.3 亿元（前预测值为 2.7/3.1/3.4 亿元），同比 9.8%/15.9%/11.0%；实现 EPS0.64/0.74/0.82 元；当前股价对应 PE 分别为 22.5/19.4/17.5 倍。

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	2,904	3,249	3,579
(+/-%)	16.3%	11.9%	9.5%	11.9%	10.1%
净利润(百万元)	301	233	256	297	329
(+/-%)	39.8%	-22.5%	9.8%	15.9%	11.0%
每股收益(元)	0.75	0.58	0.64	0.74	0.82
EBIT Margin	13.0%	12.8%	13.1%	13.5%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	22.3%	17.0%	18.3%	20.7%	22.5%
市盈率 (PE)	19.1	24.7	22.5	19.4	17.5
EV/EBITDA	17.8	16.0	14.5	12.6	11.4
市净率 (PB)	4.26	4.18	4.11	4.02	3.93

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

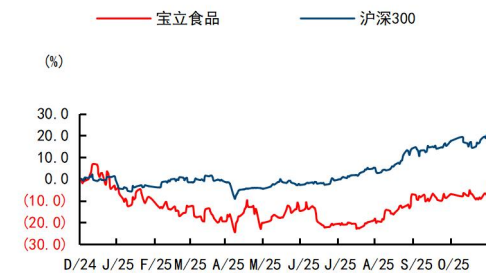
021-60875135

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	15.12 元
总市值/流通市值	6048/6048 百万元
52 周最高价/最低价	17.45/12.01 元
近 3 个月日均成交额	51.44 百万元

市场走势



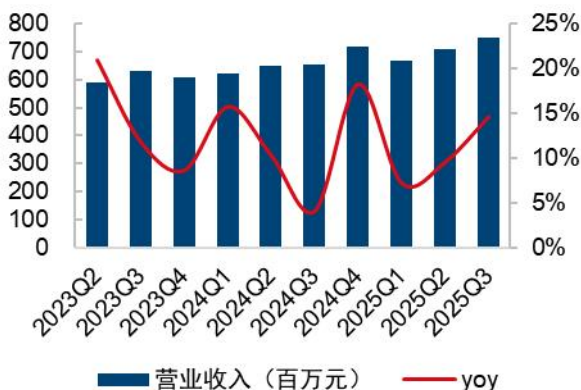
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宝立食品（603170.SH）-空刻持续创新拓展，首次中期分红回馈股东》——2025-08-28
《宝立食品（603170.SH）-2024 年收入同比增长 12%，持续布局食品供应链》——2025-04-27
《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

公司 2025 年前三季度实现营业总收入 21.33 亿元，同比增长 10.50%；实现归母净利润 1.92 亿元，同比增长 10.59%；实现扣非归母净利润 1.81 亿元，同比增长 14.27%；2025 年第三季度实现营业总收入 7.53 亿元，同比增长 14.60%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比增长 15.71%；实现扣非归母净利润 0.70 亿元，同比增长 17.83%。

图1：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：公司归母净利润（百万元）及 yoy

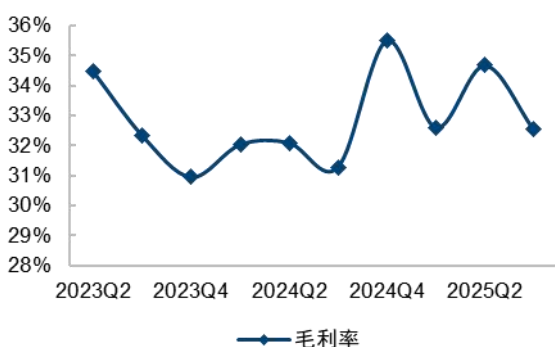


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

复调、轻烹环比加速，直销渠道增长态势较好。分产品看，2025Q3 复合调味品/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入分别同比+9.7%/+25.0%/3.7%，复调、轻烹均延续二季度高增长态势，预计源于（1）2024 年第三季度基数不高，且双节前备货驱动增长，亦有大客户上新节点影响；（2）空刻新品免煮系列冲泡意面、冻品烤肠以及沙拉汁等导入效果较好；（3）大客户集群订单增长态势较好，2025Q3 直销/非直销渠道收入分别同比+17.7%/+5.2%。

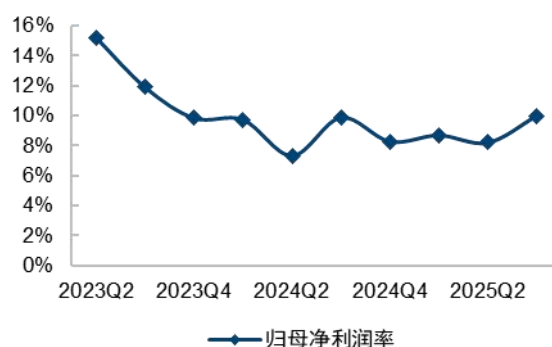
产品结构变化，带动盈利能力改善。2025 年第三季度公司毛利率为 32.55%，同比提升 1.27pct，预计主因主要得益于毛利率较高的轻烹业务占比提升贡献。2025 年第三季度销售/管理费用率为 13.2%/2.3%，同比基本持平。毛利率的改善带动毛销差同比提升 1.23pct，因而归母净利率同比提升 0.1pct 至 10.0%。

图3：公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司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

从餐饮供应向食品供应链平台延伸，BC 双轮驱动。公司 B 端业务深度绑定西式快餐龙头，未来有望继续受益于餐饮连锁化、标准化的行业趋势；C 端空刻品牌则

依托研发和供应链能力向多品类的轻烹解决方案平台升级。

投资建议：由于下游餐饮环境较为疲软，竞争较为激烈，我们小幅下调此前利润预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 29.0/32.5/35.8 亿元（前预测值为 29.0/32.5/35.8 亿元），同比 9.5%/11.9%/10.1%；2025-2027 年公司实现归母净利润 2.6/3.0/3.3 亿元（前预测值为 2.7/3.1/3.4 亿元），同比 9.8%/15.9%/11.0%；实现 EPS0.64/0.74/0.82 元；当前股价对应 PE 分别为 22.5/19.4/17.5 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）	2904	3249	3579	2904	3249	3579	0	0	0
收入同比增速%	9.55%	11.88%	10.15%	9.55%	11.88%	10.15%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率%	33.2%	33.4%	33.5%	33.1%	33.2%	33.4%	-0.11%	-0.11%	-0.11%
销售费用率%	14.42%	14.37%	14.37%	14.52%	14.47%	14.47%	0.10%	0.10%	0.10%
净利率%	9.22%	9.49%	9.54%	8.82%	9.13%	9.20%	-0.40%	-0.36%	-0.34%
归母净利润（百万元）	268	308	341	256	297	329	-12	-12	-12
归母净利润同比增速%	14.77%	15.18%	10.75%	9.77%	15.87%	11.03%	-5.00%	0.70%	0.28%
EPS（元）	0.67	0.77	0.85	0.64	0.74	0.82	-0.03	-0.03	-0.03

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 10 月 29 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	23.84	14.39	0.64	0.74	22.5	19.4	58	优于大市
603288.SH	海天味业	32.83	38.44	1.21	1.34	31.9	28.8	2,249	优于大市
603317.SH	天味食品	21.38	11.40	0.59	0.66	19.4	17.4	121	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	2904	3249	3579
应收款项	299	362	397	444	489	营业成本	1584	1781	1943	2169	2385
存货净额	267	267	292	325	357	营业税金及附加	18	19	21	24	26
其他流动资产	90	84	93	104	114	销售费用	347	385	422	470	518
流动资产合计	1162	1310	1290	1381	1469	管理费用	67	73	84	90	99
固定资产	517	626	708	730	726	研发费用	47	53	55	58	64
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	2199	2309	2389	其他收入	65	(34)	(40)	(43)	(50)
短期借款及交易性金融负债	8	161	157	190	191	营业利润	411	355	390	448	498
应付款项	154	195	213	237	261	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	156	153	167	186	204	利润总额	410	354	388	447	496
流动负债合计	317	508	537	613	656	所得税费用	98	86	95	107	119
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	10	34	37	43	48
其他长期负债	84	76	76	76	76	归属于母公司净利润	301	233	256	297	329
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	613	689	732	净利润	301	233	256	297	329
少数股东权益	146	181	184	189	194	资产减值准备	13	(8)	2	1	0
股东权益	1352	1376	1401	1431	1464	折旧摊销	39	57	60	73	80
负债和股东权益总计	1900	2141	2199	2309	2389	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	0.64	0.74	0.82	营运资本变动	(126)	(22)	(33)	(48)	(46)
每股红利	0.25	0.53	0.58	0.67	0.74	其它	(6)	11	2	4	5
每股净资产	3.38	3.44	3.50	3.58	3.66	经营活动现金流	231	277	296	334	376
ROIC	17.83%	16.14%	17%	19%	21%	资本开支	0	(149)	(150)	(100)	(80)
ROE	22.26%	16.95%	18%	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%	13%	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%	10%	12%	10%	支付股利、利息	(101)	(210)	(231)	(267)	(297)
净利润增长率	40%	-23%	10%	16%	11%	其它融资现金流	73	383	(3)	33	1
资产负债率	29%	36%	36%	38%	39%	融资活动现金流	(129)	(37)	(234)	(234)	(296)
股息率	1.7%	3.6%	4.0%	4.6%	5.2%	现金净变动	87	97	(88)	0	0
P/E	19.1	24.7	22.5	19.4	17.5	货币资金的期初余额	404	491	588	500	500
P/B	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9	货币资金的期末余额	491	588	500	500	500
EV/EBITDA	17.8	16.0	14.5	12.6	11.4	企业自由现金流	146	142	164	258	324
						权益自由现金流	220	524	163	293	326

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

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提及的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