

立足 B 端定制餐调，布局 C 端轻烹速食

——宝立食品（603170.SH）深度报告

● 核心观点

宝立食品：以打造行业内领先的风味及产品解决方案服务商为核心，B 端复合调味品与 C 端“空刻”意面为两翼。B 端以“研发 + 大客户”稳基本盘，C 端靠“品牌 + 渠道”拓增量，双业务协同下，研发创新与渠道布局将持续驱动公司在餐调与速食赛道实现高质量增长。

B 端复调：餐饮连锁化率提升，绑定行业龙头，细分领域优势显著。受益餐饮连锁化率提升，复调行业高景气。一方面，复合调味品同时满足连锁餐饮品牌成本管控与供应链稳定性两大需求，逐步成为未来连锁餐饮的必然选择，头部连锁品牌百胜中国、达美乐等快速扩店，推动复合调味品市场规模扩容。另一方面，中国餐饮市场呈现多元化发展趋势，上新速度持续加快，定制餐调成为不同品类餐饮连锁品牌扩张的必然选择，复调渗透率或进一步提升。

头部大客户合作稳固，龙头优势显著。公司依靠客户口碑、研发实力等，助力连锁品牌拓店，有望持续受益。强绑定餐饮头部连锁企业，客户开发顺利。与百胜中国、麦当劳等头部客户合作稳固筑牢基本盘，同时拓展中小 B 客户与烘焙等新品类，形成“大客户背书 - 客户扩容 - 品类延伸”积极效应。

C 端意面：线上地位稳固，线下受益新零售，空刻增长可期。品牌优化，新品拓展，打造强心智。空刻稳坐意面品类线上龙头，凭借“轻烹速食意面”首创概念与强产品力抢占用户心智，长期消费者培育有望迎来收获期。产品优化，渠道补位，打通线下。公司针对线下需求速食新品，渗透率快速提升，线下推广顺利。打入山姆、叮咚买菜、盒马等渠道，借新零售渠道东风，推出冲泡型意面、冷冻纯肉肠等新品拓宽价格带与场景，快速实现线下突破，有望成为新增长极。

盈利预测：预计 2025-2027 年复合调味料业务收入 14.1/15.6/17.5 亿元。预计 2025-2027 年轻烹解决方案业务收入 12.9/14.7/16.5 亿元。预计 2025-2027 年饮品甜点配料业务收入 1.5/1.6/1.7 亿元。预计 2025-2027 年公司实现收入 29.4/32.8/36.7 亿元，同比增长 10.84%/11.63%/11.78%；归母净利润 2.6/3.0/3.5 亿元，同比增长 12.38%/15.48%/15.95%，对应 P/E 约 25x/21x/18x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济等系统性风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险，餐饮连锁化率提升不及预期。

重要数据

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,651.21	2,938.64	3,280.29	3,666.66
增长率 (%)	11.91	10.84	11.63	11.78
归母净利润	233.24	262.10	302.66	350.94
增长率 (%)	-22.52	12.38	15.48	15.95
EPS (元/股)	0.58	0.66	0.76	0.88
市盈率 (P/E)	27.73	24.68	21.37	18.43
市净率 (P/B)	4.70	4.29	3.90	3.53

数据来源：公司公告，麦高证券研究发展部

证券研究报告

股票代码 603170.SH

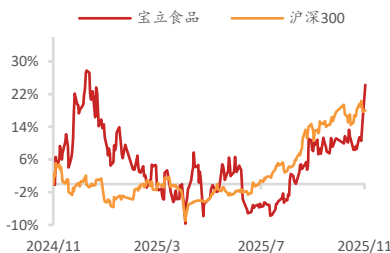
公司评级 买入

评级变动 首次

收盘价 16.17

目标价 21.34

近 1 年股价走势



分析师

梁帅奇 S0650525050002

联系邮箱: liangshuaiqi@mgzq.com

相关研究

正文目录

一、宝立食品：行业内领先的风味及产品解决方案服务商	5
1.1 B 端复调+C 端空刻双轮驱动	5
1.2 股权结构：高层持股，管理层行业经验丰富	5
1.3 发展历程：始于复合调味品，并购拓展意大利面	6
1.4 财务表现：B 端稳，C 端弹，业务稳健增长	7
二、借餐饮连锁东风，B 端复调稳健增长	9
2.1 复合调味品：食品加工行业重要代表	9
2.2 多品类共同发力，复合调味品行业 B+C 双渠道持续渗透	10
2.3 餐饮连锁化率提升叠加外卖持续放量，推动 B 端复调渗透	11
2.4 头部客户粘性强，定制餐调壁垒较高	12
2.5 长期深耕 B 端定制餐调，宝立产品线丰富	13
2.6 绑定头部客户，“产能+研发+服务”三重护城河	14
2.7 研发能力强，研发投入长期保持行业第一梯队	15
三、锁定核心客群，打造“空刻”强心智	16
3.1 顺应新消费潮流，方便速食市场前景广	16
3.2 方便食品迎消费升级，意面具备较优营养价值	16
3.3 C 端速食意面龙头，产品矩阵完善	17
3.4 产品+营销发力，培养强品牌心智	19
3.5 专注细分领域，锁定核心客群	19
3.6 线上带动线下，多渠道赋能	20
四、盈利预测及估值	21
4.1 盈利预测	21
4.2 估值分析	23
五、风险提示	23

图表目录

图 1：宝立食品股权结构	5
图 2：宝立食品发展历程	7
图 3：宝立食品营业收入（百万元）及增速（右轴，%）	8
图 4：宝立食品归母净利润（百万元）及增速（右轴，%）	8
图 5：宝立食品分品类营业收入（百万元）	9

图 6: 宝立食品分品类营业收入增速 (%)	9
图 7: 宝立食品毛利率及净利率 (%)	9
图 8: 宝立食品分品类毛利率 (%)	9
图 9: 中国复合调味品分品类市场规模 (亿元)	11
图 10: 2024 年中国复调 CR3 市场份额 (%)	11
图 11: 中国餐饮连锁化率 (%)	11
图 12: 中国餐饮细分品类连锁化率 (%)	11
图 13: 2024 年不同规模品牌门店数同比增速 (%)	12
图 14: 中国外卖市场规模 (亿元) 与同比增速 (右轴, %)	12
图 15: 中国外卖渗透率 (%)	12
图 16: 定制餐调研发流程	13
图 17: 大型连锁餐饮客户对定制餐调要求更高	13
图 18: 公司部分复合调味品产品	14
图 19: 公司与百胜中国合作稳固 (万元)	14
图 20: 公司复调产品产量持续扩张 (吨)	14
图 21: 公司部分头部客户	15
图 22: 中国单个餐饮品牌月上新数量 (个)	15
图 23: 公司始终保持高研发投入 (百万元)	15
图 24: 中国方便食品市场规模 (亿元) 及增速 (右轴, %)	16
图 25: 中国消费者购买方便粉面食品的吸引力排行 (%)	16
图 26: 意面营养价值突出	17
图 27: 中国意面市场规模 (亿元)	17
图 28: 意面零售额在米面零售总额中的占比 (%)	17
图 29: 2024 年天猫双十一, 空刻销售位居品类前列	18
图 30: 2024 年中期抖音渠道意大利面市占率 (%)	18
图 31: 宝立食品空刻产品矩阵	18
图 32: 空刻通过定义意大利面创新烹饪方式培养强品牌心智	19
图 33: 空刻内容运营, 将产品融入场景	19
图 34: 方便食品用户画像特征明显 (%)	20
图 35: 空刻产品定位契合方便食品核心用户	20
图 36: 空刻意面线上多渠道推广	21
图 37: 空刻线下商超渠道布局持续完善	21

表 1: 宝立食品管理层	6
表 2: 复合调味品定义及特点	10
表 3: 公司复合调味品产品分类	13
表 4: 宝立食品营收拆分	22
表 5: 宝立食品费用率预测	23
表 6: 宝立食品可比公司估值表	23

一、宝立食品：行业内领先的风味及产品解决方案服务商

1.1 B 端复调+C 端空刻双轮驱动

宝立食品——始于B端复调，拓展C端意面：宝立食品自2001年成立以来，始终以风味创新为核心起点，从早期专注生产定制化复合调味料切入市场，凭借对餐饮行业风味需求的精准把握与研发实力，逐步成长为行业内领先的风味及产品解决方案服务商——不仅能为客户提供适配不同场景的风味配方，更能覆盖从研发、生产到供应链配套的全链条支持，形成差异化竞争优势。公司早期专注复合调味品业务，后续通过并购与自建，内生外延拓展意面业务，积极布局C端消费市场，实现业务双轮驱动。

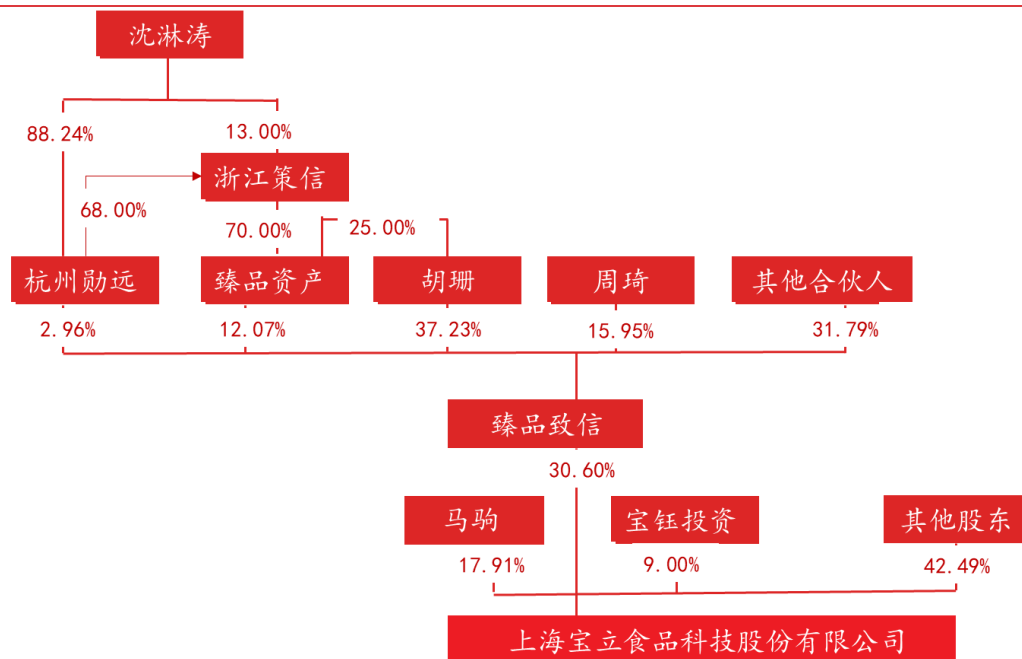
B端复合调味品：公司复合调味品业务重点布局B端市场，已与肯德基、必胜客、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐等头部餐饮连锁品牌，以及圣农食品、泰森中国、嘉吉、正大食品等大型食品企业建立长期稳定合作关系。不断夯实在B端餐饮供应链中的重要地位，依托头部客户的质量标准，深入研究市场需求反向推动自身产品升级，不断提升研发创新能力，进一步巩固行业口碑，逐步成长为国内复合调味品行业领军企业之一。

C端空刻意面：随着消费市场需求变化，宝立食品于2018年开启业务边界拓展，逐步推出轻烹解决方案与饮品甜点配料业务，顺应家庭餐饮便捷化、场景多元化的消费趋势；2021年收购厨房阿芬股权后，进一步快速切入方便速食赛道，旗下空刻意面凭借“在家轻松做意面”的产品定位成为现象级单品，迅速成长为公司第二增长极。C端布局推动宝立食品成功实现从B端单一驱动向B&C端协同发展的转型，既保留了B端业务的稳定性，又借助C端产品打开新增长空间，市场竞争力显著提升。

1.2 股权结构：高层持股，管理层行业经验丰富

股权结构稳定，高层持股。2020年马驹、胡珊等及臻品致信、宝钰投资共同签署《一致行动协议》，成为公司共同实际控制人，其中马驹直接持股17.73%，同时通过员工持股计划持有部分股权。配偶杨雪琴女士持2.97%，臻品致信持30.60%，整体股权结构较为稳定。马驹任宝立食品董事长，负责公司的管理和运营，总经理等公司高层持有股份，有利于激发积极性，利好公司长期发展。

图1：宝立食品股权结构



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

管理团队从业经验丰富。公司核心团队拥有丰富的从业经验，公司董事长马驹长期深耕定制餐调领域，曾就职于全球调味品制造商基快富；总经理何宏武历任行业上下游产业链核心企业关键职位，如百胜研发部副总监、圣农股份副总裁、中慧食品总经理等。其余核心管理团队均有大 B 客户或其上游供应商的从业经历，经验丰富，对 B 端市场、餐调研发、市场开拓等方面理解深刻，始终保持管理团队的竞争力。

表1：宝立食品管理层

姓名	职位	简介
马驹	董事长	曾任安庆市燎原化工厂业务员，上海基快富贸易有限公司经理
沈淋涛	副董事长	曾在会计师事务所、投资机构工作多年；2015 年 1 月至今，任浙江策信投资管理有限公司董事长兼总经理
何宏武	董事、总经理	曾任百胜（中国）投资有限公司研发部副总监，福建圣农发展股份有限公司副总裁，中慧食品有限公司总经理
杨哲	副总经理	曾任北京纳贝斯克食品有限公司质量管理部质量专员，希杰（青岛）食品有限公司研发和新事业开发总监
梁冬允	副总经理	曾任味可美（广州）食品有限公司高级研发员，联合利华（中国）食品有限公司研发经理，亨氏（中国）调味食品有限公司技术经理

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

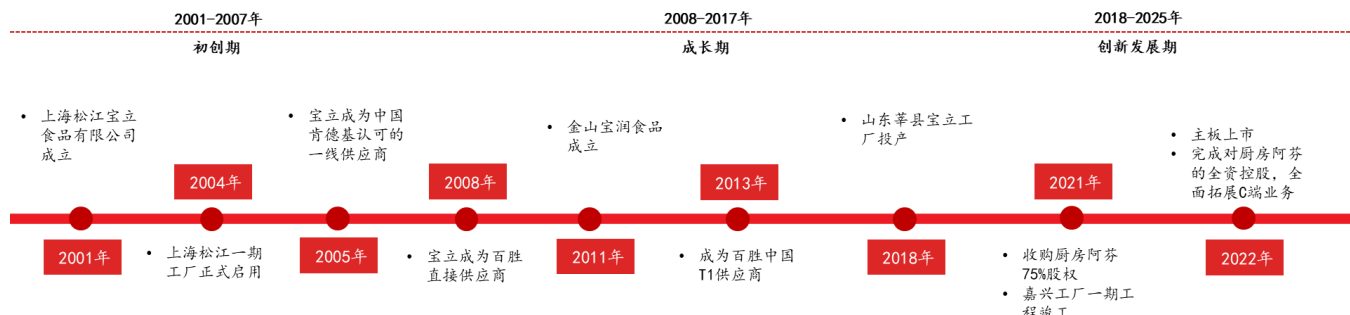
1.3 发展历程：始于复合调味品，并购拓展意大利面

2001-2007：西餐粉类复调为主，跻身百盛中国供应链。公司 2001 年于上海成立，以西式餐饮所需的粉体类复合调味料起家，代表产品包括裹粉、面包糠、腌料、撒粉、调味粉等，主要服务肯德基上游鸡肉加工商（泰森、正大、元盛等）。在与百胜上游供应商协同中，公司逐步熟悉其供应链的技术与质控要求，建立起食品安全与应用研发体系；2007 年开始筹备进入百胜中国直接供应商体系，并面向其需求开展定制化复调研发，为随后跨越式发展奠定了产研与质量管理基础。

2008-2017：复调产品布局不断完善，B 端客户持续拓展。2008 年公司正式向百胜中国直供，产品由粉体延伸至酱汁类（调味酱、沙拉酱、果酱等），围绕西式快餐出餐标准化持续推新；并凭借在百胜体系口碑快速进入德克士、汉堡王、达美乐、真功夫等连锁客户供应体系。2013 年公司成为百胜中国 T1 级供应商，2014 年跻身其五大调味品供应商之一；期间松江扩产、金山工厂落成，粉体与酱汁双平台与应用研发体系日趋完善，收入规模升至近 5 亿元，为 B 端份额提升与新客开拓提供产研保障。

2018-至今：研发创新发展，探索第二增长曲线。在 B 端稳固基本盘的同时，公司加速“研发创新+第二曲线”。2018 年纳入麦当劳、星巴克供应体系并参与新品共创，切入现制茶饮与轻烹解决方案。2021 年收购厨房阿芬（空刻意面）75%股权、2022 年全资控股，C 端爆品带动轻烹业务崛起，BC 双轮驱动成型。2023 年百胜中国子公司环胜以 1.43 亿元增资浙江宝立并持股 40%，携手推进中央厨房及餐饮供应链延伸；公司同期布局烘焙产线、推进山东与嘉兴产能建设，2023 年业务结构以复合调味料与轻烹为两大支柱，并保持速食意面细分领先地位。

图2：宝立食品发展历程



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

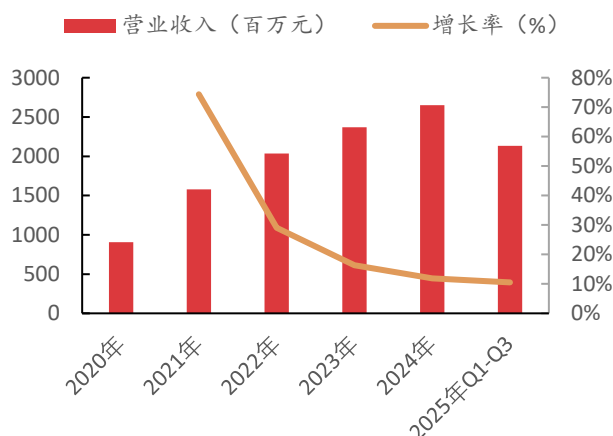
1.4 财务表现：B端稳，C端弹，业务稳健增长

公司业绩整体呈稳健扩张趋势。得益于B端复调业务深度绑定餐饮产业链与C端空刻轻烹业务持续渗透，公司营业收入从2020年的9.05亿元快速增长至2024年26.51亿元，2020-2024年CAGR达30.82%。其中，2021-2022年空刻新产品放量和C端渠道突破的积极影响集中释放，公司收入分别同比大幅提升74.37%、29.10%。2023年及2024年，受宏观消费变动和新品结构调整影响，收入增速略有回落，但仍实现跨周期逆势增长，增速保持稳健。利润端来看，公司归母净利润实现结构性改善，2020-2023年净利保持正增长，2023年同比增速高达39.78%。2024年净利虽短暂承压，但公司加强成本管控与毛利结构持续优化推动盈利能力修复，2025年Q1-Q3共实现归母净利润1.92亿元同比+10.59%，净利润有所改善。

B端销售基本盘稳健，2024年B端业务（剔除空刻网络营收）实现收入17.3亿元，占比持续领先。受益于B端客户结构多元化，头部客户风险有效分散，在餐饮行业整体承压的背景下，整体业务表现稳健。从收入占比的角度来看，2024年百胜中国收入占比降至14.18%，第二至第四大客户贡献上升，单一客户依赖度逐渐降低，B端研发与交付能力的综合壁垒优势进一步体现。从产品的角度，复合调味料业务2024年实现收入12.96亿元，同比增长13.21%，保持稳健增长。直销渠道和区域渗透持续加深，有效对冲头部客户波动带来的不确定性。2025年上半年，B端复调产品及直销均保持同比增长，基础盘优势进一步巩固。

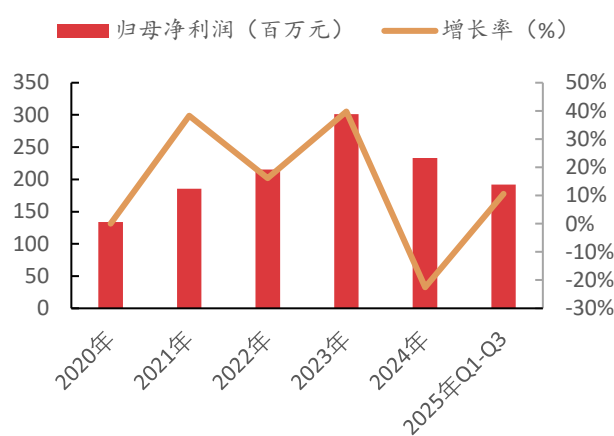
C端业务经历2023年阶段性波动后迎来修复，2024年公司C端空刻业务收入9.18亿元，同比增长5.99%，2025年H1延续增长态势，同比实现扭亏。C端“空刻”品牌通过新品叠加线下多渠道协同，推动轻烹业务回暖。公司加速品类和渠道延展，线下商超、O2O新零售等成为新的增长抓手，带动C端业务在产品迭代周期中具备更强弹性。2023-2025年，公司BC端双引擎格局逐步清晰，C端贡献收入与盈利弹性持续释放，助力整体结构优化。

图3：宝立食品营业收入（百万元）及增速（右轴，%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图4：宝立食品归母净利润（百万元）及增速（右轴，%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

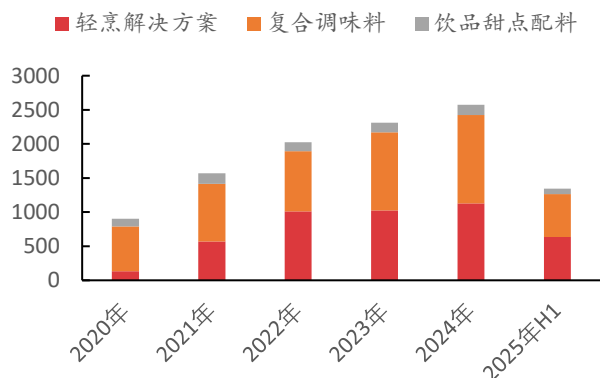
复调业务稳健，轻烹占比快速提升。轻烹业务因疫情催化“空刻意面”成爆品，2022 年营收占比 49.56%，超越复调业务。2022 年饮品甜点配料业务受疫情冲击，下游茶饮门店需求下降，营收及占比略有下滑；2023 年 B 端业务随餐饮复苏、客户拓展实现较快复苏，轻烹业务通过拓展线下渠道及产品类别恢复持续发展。2025 年上半年，复调业务维持稳健增长同比增长 4.06%，轻烹业务同比增长 13.94%，超越复合调味品成为第一大营收来源，大力发展轻烹产品成效逐渐显现。

战略升级驱动财务表现韧性强化，盈利质量逐步优化。自 2021 年以来，宝立食品在业务结构持续优化与渠道创新驱动下，展现出坚实的收入增长与逐步修复的盈利能力，毛利率稳定维持在 30%-35% 区间。短期波动主要系公司三大主营业务下 SKU 数量众多，不同业务毛利率存在差异，且各业务上新速度不同改变收入结构。

分业务结构渐趋均衡，毛利率凸显经营韧性。分品类来看，宝立食品的三大核心业务呈现差异化趋势。2024 年，复合调味料毛利率达到 24.02%，同比提升 2.85 个百分点，B 端新品放量 and 效率优化起到积极作用。轻烹解决方案毛利率维持在 45% 左右的高水平，公司加强空刻等高盈利新品布局、丰富渠道覆盖度等手段，保持业务盈利能力稳健。饮品甜点配料业务毛利率实现小幅回升至 21.82%，公司依托定价策略与多品类协同，始终保持稳定利润贡献。

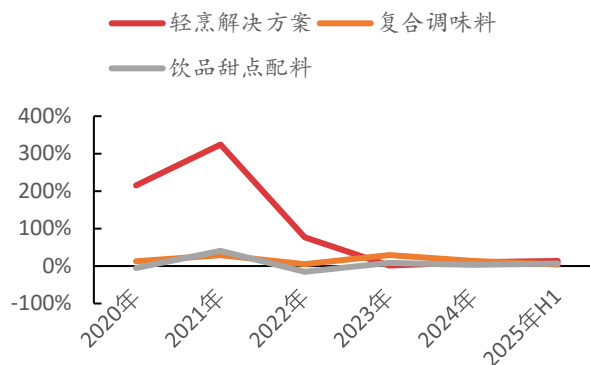
渠道结构持续优化，盈利能力修复有望延续。2024 年以来，C 端线下渠道占比持续提升，公司在新品首批铺货、促销及赠品策略等方面主动投入，拓展品牌影响力，深度挖掘潜在客群。与此同时，线上渠道进一步优化，线上线下融合驱动为市场渗透与盈利能力修复提供支撑。B 端渠道（复合调味品为主）则凭借锁价采购、材料成本提前布局以及供应链数字化升级，有效对冲了行业端价格波动与下游压价风险。整体来看，公司逐步构建多渠道共振、多品类协同的业务矩阵，为毛利率和净利率企稳回升创造有利条件。2025 年前三季度业绩持续回暖，已经初步验证公司修复路径，业绩的弹性与韧性将有望进一步释放。

图5：宝立食品分品类营业收入（百万元）



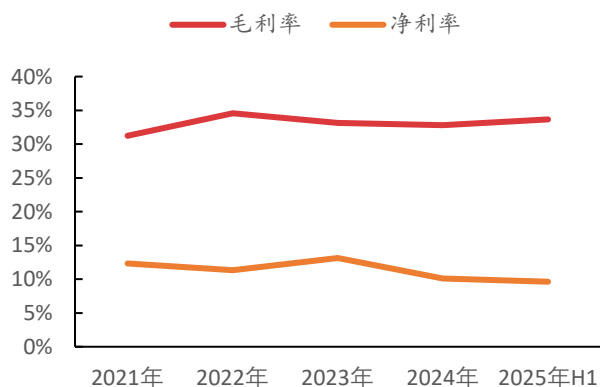
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图6：宝立食品分品类营业收入增速（%）



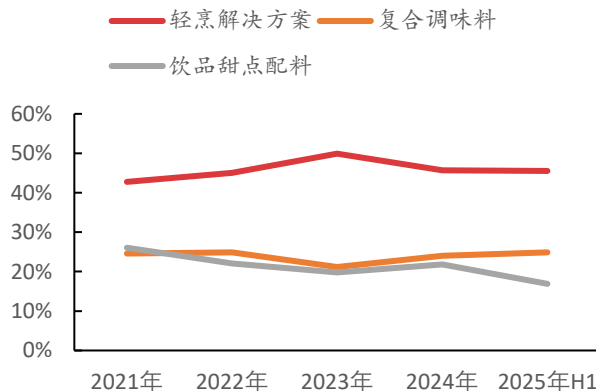
资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图7：宝立食品毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图8：宝立食品分品类毛利率（%）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

二、借餐饮连锁东风，B端复调稳健增长

2.1 复合调味品：食品加工行业重要代表

复合调味品属调味品分支。复合调味品指将2种及以上基础调味品按一定比例配制而成的调味料。使用者仅需一包调料搭配食材即可完成烹饪，可以有效简化操作流程、提升烹饪效率。从品类细分来看，复合调味品可进一步划分为鸡精、火锅底料、中式复合调味品及西式复合调味品等不同类型，覆盖多样烹饪需求。作为食品预加工行业重要代表产品之一，复合调味品通常在加工过程中即完成调配，产品标准化程度高，品控较为稳定，在连锁餐饮等B端市场应用较为广泛。目前多数大型连锁餐饮企业会通过复合调味品生产企业合作或自建复调生产线的方式使用复合调味品进行烹饪。

近年来，复合调味品行业凭借标准化、便捷化和风味创新，不断拓展消费场景，开启高景气增长通道。与酱油、食醋等单一调味品以基础调料、口味单一为主要特征不同，复合调味品以多种原料科学复配，定位于差异化解决方案，能够为B端连锁餐饮和C端家庭用户提供标准口味输出与效率提升，极大解放烹饪场景和出餐效率。行业品类持续细分，产品形态从固体、液体到调味酱、多元覆盖川式、广式、西式等主流与新兴风味。

表2：复合调味品定义及特点

	复合调味品	单一调味品
代表品类	火锅底料、中式复调（川菜等）、西式复调（番茄酱等）等	酱油、醋、料酒、食盐等
原材料构成	2种或两种以上的调味料为原料，较为复杂	较为简单
产品种类	极多，根据市场/客户需求进行定制	较少
操作难度	低，混合食材加热即可	高，对比例控制、加入时点等有要求
使用方式	调配要求低，在加工环节完成，消费者烹饪时可直接添加	较为复杂，需要消费者自行预先调配，可依情况酌情添加

资料来源：国家卫生健康委，智研咨询，公开资料整理，麦高证券研究发展部

从产业链维度看，长期有望跑出多家壁垒型全国性、区域性龙头企业。复合调味品行业上游供应稳定、原料端议价能力较强；中游以配方研发和创新为核心驱动，企业依托配方创新、产品开发能力切入差异化赛道；下游B端和C端双轮拉动，B端客户黏性高、议价能力向龙头企业集中；C端较为分散，以高毛利高费用投放撬动市场需求。相较单一调味品以产能和渠道为主导，复合调味品商业模式更注重方案定制、品牌溢价与研发壁垒，两端规模效应与品牌力协同释放，助推重点公司持续份额提升。

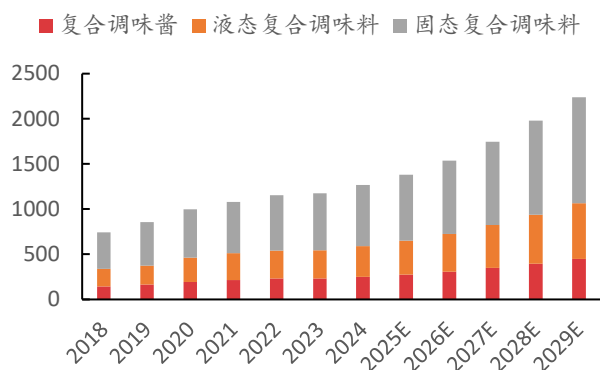
2.2 多品类共同发力，复合调味品行业B+C双渠道持续渗透

多品类复调渗透率稳步提升，市场分散有望跑出细分龙头。根据Frost & Sullivan的统计，2024年我国复合调味品市场规模约为1266亿元，其中复合调味酱/液态复调/固态复调规模分别为251/339/676亿元，2024-2029年复合年增长率有望保持12%水平，多品类共同发力助力行业扩容。2024年中国复调CR3占比仅为12.3%，市场较为分散。考虑到中国餐饮品类多样，细分行业龙头有望脱颖而出。

满足BC双渠道需求，更适应餐饮消费变化。据中国食品报，2023年我国BC端复调占比约为7:3。一方面，消费者对于“现炒”需求明显提升，复合调味品作为辅助调味料，C端接受度较高。另一方面，受益于多元化餐饮市场需求，与分散竞争的市场格局，复调可以有效贯通大B小B渠道，提升经营效率，有望迎来快速发展机遇期。

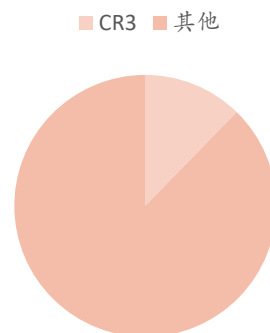
对标海外成熟市场，仍有较大提升空间。欧美与日本复合调味品渗透率约70%，中国当前不足30%，渗透率提升空间充裕。B端餐饮客户通过中央厨房、餐饮连锁等业态整合，对助力标准化、出品效率的复合调味料需求持续释放；C端用户则受益于生活节奏提速及家庭餐饮消费升级，“一包成菜”等场景渗透加深，为行业打开更大的结构性增长空间。

图9：中国复合调味品分品类市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，海天味业（3288.HK）招股书，麦高证券研究发展部

图10：2024 年中国复调 CR3 市场份额（%）



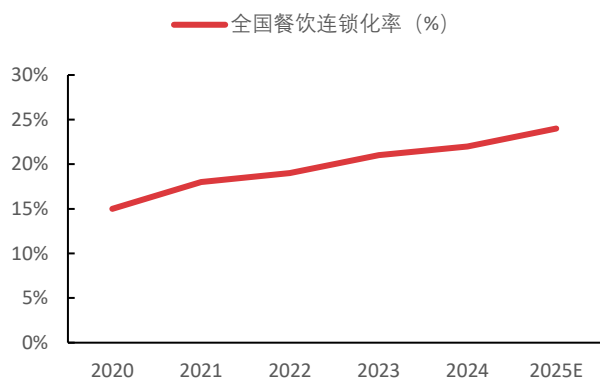
资料来源：Frost&Sullivan，海天味业（3288.HK）招股书，麦高证券研究发展部

2.3 餐饮连锁化率提升叠加外卖持续放量，推动 B 端复调渗透

连锁化率逐年提升，中国餐饮连锁品牌更具成长性。据红餐大数据，2024 年全国餐饮连锁化率达 22%，较 2020 年提升 7pct。与日本餐饮市场不同，中国餐饮市场仍在持续演化，连锁化率提升主要驱动力为连锁品牌的积极扩张而非中小餐饮品牌出清。一方面，连锁化率较低的餐饮品类逐渐跑出连锁龙头企业，另一方面，连锁规模不断扩大，门店数在 101-1000 家的中型连锁品牌加速扩张，展现出较强的成长性。

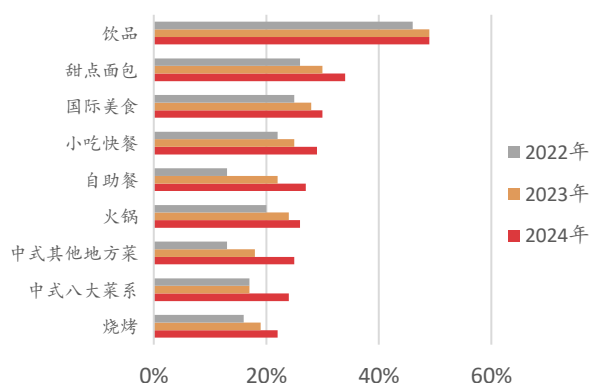
复合调味品充分满足连锁餐饮注重标准化与供应链稳定性的核心需求。工业化生产的复合调味品，既能帮餐饮企业降低采购成本、维持口味稳定，又可替代部分厨师功能，降低人力成本、提高出菜速度以提升运营效率。目前多数大型连锁餐饮企业，通过与复调生产企业合作或自建复调生产线的方式使用复合调味品烹饪。

图11：中国餐饮连锁化率（%）



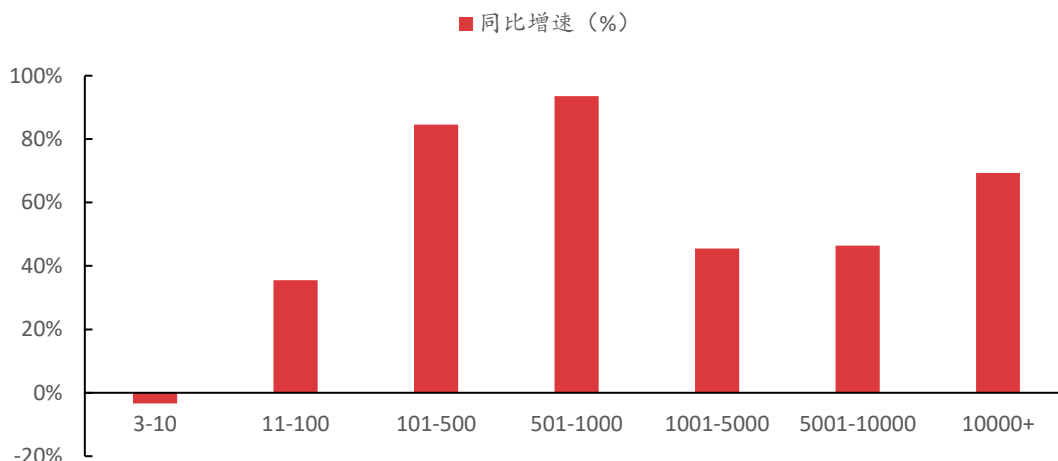
资料来源：《中国餐饮品类发展报告》，红餐产业研究院，麦高证券研究发展部

图12：中国餐饮细分品类连锁化率（%）



资料来源：《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，中国连锁经营协会，美团，麦高证券研究发展部

图13：2024 年不同规模品牌门店数同比增速（%）

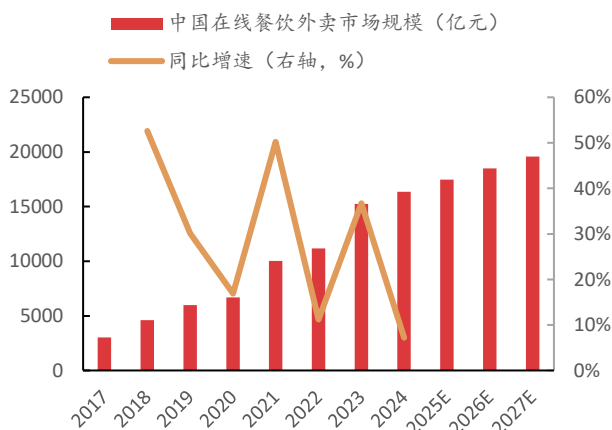


资料来源：《2025 中国餐饮连锁化发展白皮书》，中国连锁经营协会，美团，麦高证券研究发展部

外卖市场持续扩容，在线餐饮渗透率进一步提升。据艾媒咨询，2024 年中国在线餐饮外卖行业市场规模达 16357 亿元，同比增长 7.2%。到 2027 年有望达到近 20000 亿元规模。从渗透率的角度来看，2024 年在线餐饮外卖行业渗透率约为 28%，随着三线及以下城市和乡镇地区消费能力逐步提升与配送网络完善，下沉市场正成为外卖行业的重要增量来源。2024 年全年在线餐饮增速均超越线下餐饮市场，成为餐饮增速首要驱动力。

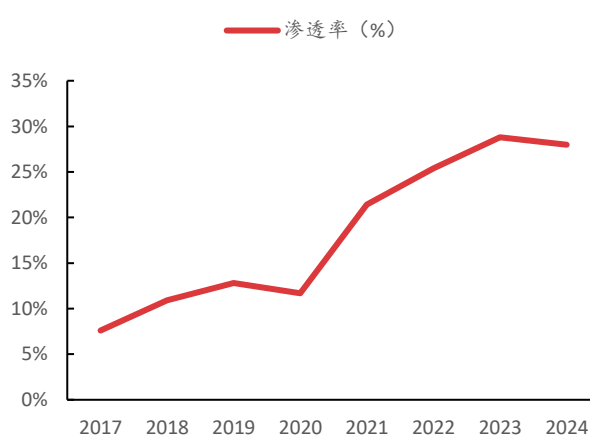
出餐效率要求持续提升，催生 B 端复调市场需求。据艾媒咨询，节省时间是下沉市场消费者点外卖的主要原因之一，占比超 4 成。出餐时间持续压缩对于外卖稳定性提出更高要求。一方面，外卖出餐时间不断压缩，亟需简化加工环节提升效率；另一方面，效率提升的同时，需要依赖复调等方法提升出品稳定性。相比于单一调味品，复合调味品省去配料环节，处理便捷、口味稳定，成本稳定，更符合外卖市场需求。

图14：中国外卖市场规模（亿元）与同比增速（右轴，%）



资料来源：《中国外卖行业下沉消费市场研究报告》，艾媒咨询，麦高证券研究发展部

图15：中国外卖渗透率（%）



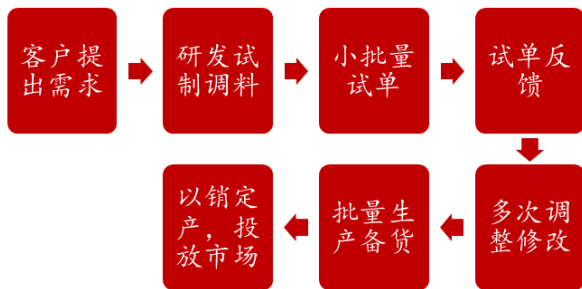
资料来源：《中国外卖行业下沉消费市场研究报告》，艾媒咨询，麦高证券研究发展部

2.4 头部客户粘性强，定制餐调壁垒较高

定制餐调企业前期投入高，开发周期长。公司需在研发（配专业技术团队以满足连锁餐饮口味创新与研发效率需求）、销售（建全覆盖网络保障售前售后响应）、产能（充分满足大型连锁客户产量、生产时效等要求）方面大量投入。从时间的角度，进入大客户供应链需经历产品开发、样品确定、定价供应协商等环节，过程通常需要 3-6 个月。

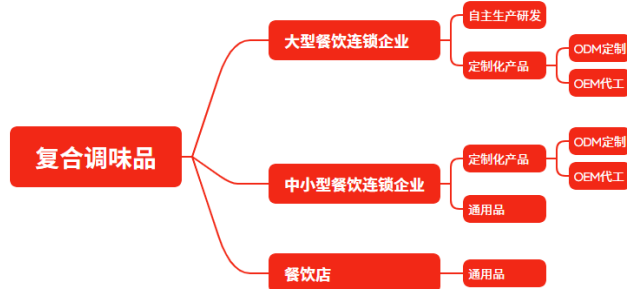
企业切入大客户供应链后粘性极强。一方面，连锁餐饮更换调味品供应商流程复杂，对于标准化、供应链稳定性要求高，重视口味一致性，选定后难更换，头部客户对于餐调价格波动敏感度低，客户粘性强。另一方面，口味创新需要较强的研发能力，长期稳定的供应商更为熟悉行业与客户需求，企业与优质客户长期深度绑定。从供应商选择来说，大型连锁餐饮企业对供应商选择较为谨慎，通常仅在合格供应商清单中进行选择。上游供应链企业往往需要较长的导入期，与此同时，一旦形成了较为稳定和合作关系，切换供应商的意愿也较弱，形成了较高的合作壁垒。

图16：定制餐调研发流程



资料来源：招股说明书，公开信息整理，麦高证券研究发展部

图17：大型连锁餐饮客户对定制餐调要求更高



资料来源：公司公告，公开信息整理，麦高证券研究发展部

2.5 长期深耕B端定制餐调，宝立产品线丰富

深耕复调十余载，打造细分市场龙头。公司拥有十余年的粉体和酱汁类复合调味料生产经验，与国际餐饮连锁企业和大型食品工业企业稳定合作，已成为该细分产品领域的首选之一。公司根据客户和市场的需求，探索和引领新风味，为其研发生产定制化的风味及产品解决方案，主要产品包括固态类调配料和非完全固态调配料。长期以来，公司在西餐餐调赛道积累了丰富的经验，在西餐餐调细分市场上，已经成为行业领军者之一。

多元化产品矩阵充分满足多样化客户需求。公司生产产品覆盖类别丰富，包括裹粉、面包糠、腌料、撒粉、调味酱、沙拉酱、果酱、调理包、果蔬罐头、烘焙预拌粉和即食饮料等十余个细分品类。公司拥有多个生产基地，具有先进的工业化生产能力，能够及时迅速将研发新品从试样生产到工业化生产。2024年，公司B端共销售近2,600种产品，应用范围则覆盖了主食餐品、休闲小食、茶饮咖啡、冰品甜点等众多品类。

表3：公司复合调味品产品分类

产品分类	产品类型	产品名称
固态类调配料	裹粉	脆皮浆粉、脆鳞裹粉、鸡排裹粉
	腌料	新奥尔良腌料、藤椒风味腌料、果木熏风味腌料、西域辣孜然腌料、香辣腌料、原味腌料
	撒粉	甘梅撒粉、椒盐撒粉、麻辣撒粉、孜然撒粉
非完全固态调配料	调味酱	黑椒酱、雪菜笋丁鸡肉酱、番茄红烩酱、日式照烧酱、泰式甜辣酱
	沙拉酱	蜂蜜芥末酱、香甜沙拉酱、千岛酱、焙煎芝麻沙拉酱

资料来源：招股说明书，麦高证券研究发展部

图18：公司部分复合调味品产品



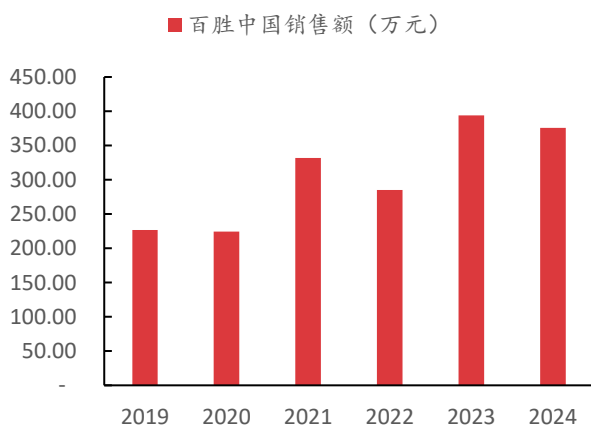
资料来源：招股说明书，麦高证券研究发展部

2.6 绑定头部客户，“产能+研发+服务”三重护城河

百胜中国“背书”，客户认可度高，合作稳固。宝立食品以百胜中国为发展依托，借助双方多年合作积累的行业经验与市场美誉度，持续推进连锁餐饮客户拓展，成功融入德克士、汉堡王等连锁餐企供应体系，与星巴克、麦当劳等头部连锁品牌开展全方位合作。以百胜中国为例，公司与百胜合作长达十余年，2013年公司即成为百胜中国T1级供应商，2014年跻身其五大调味品供应商之一。2023年百胜中国子公司环胜以1.43亿元增资浙江宝立并持股40%，携手推进中央厨房及餐饮供应链延伸。

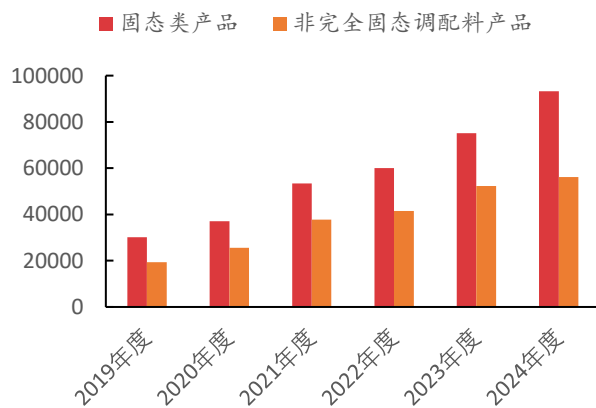
“产能+研发+服务”三重护城河。大型连锁餐饮多采用定制化产品，对供应商产品稳定性、安全性要求严苛，与价格相比，更看重合作方的产能、研发、服务等方面。行业呈现明显马太效应，头部企业充分利用先发优势与规模效应，形成较强的市场竞争力。生产上看，公司作为行业龙头柔性化生产能力高，近年来产量持续扩张，可以充分满足头部客户需求。研发上看，公司能够充分满足不同行业客户定制化需求，在西餐餐调等细分品类的研发能力位居行业领先水平。服务上看，公司凭借多年深耕复调行业经验，可以持续跟踪行业变化与客户定制化需求，能够深度参与复调研发工作，产品交付时效性强和渠道服务响应速度快。

图19：公司与百胜中国合作稳固（万元）



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

图20：公司复调产品产量持续扩张（吨）



资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

图21：公司部分头部客户



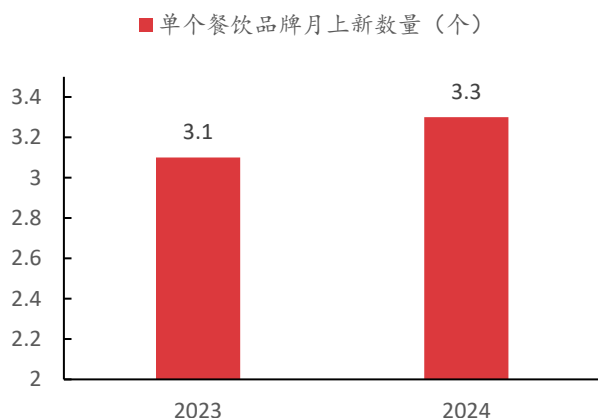
资料来源：招股说明书，麦高证券研究发展部

2.7 研发能力强，研发投入长期保持行业第一梯队

研发为基，创新引擎，产品矩阵持续扩容。目前我国餐饮品牌产品上新速度持续加快，对于供应链创新研发提出更高的要求，需要复调企业持续跟踪市场消费趋势变化，研发创新产品。公司始终注重研发创新，推动产品迭代出新。凭借技术经验与配方数据的行业领先优势，构建起深厚的研发壁垒，在技术与配方积累上，宝立通过专属研发部统筹新产品设计、新技术应用及现有产品改良，形成强大技术经验护城河。多年沉淀的海量配方数据，既保留经典配方的核心优势，又能根据市场口味变化与消费者偏好动态创新，确保产品快速响应市场需求。

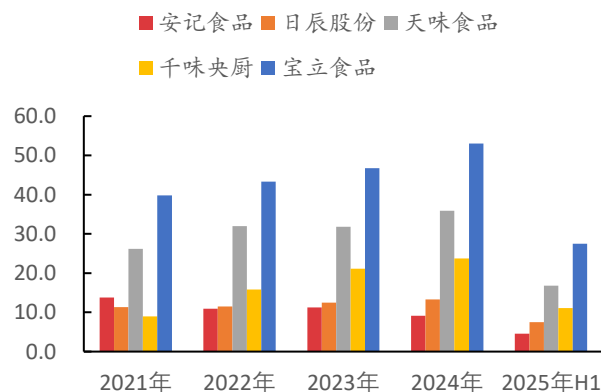
宝立始终保持研发投入。2025 年上半年，公司研发费用达 2749 万，同比增长 10.65%，在日辰、天味、千味央厨等可比公司中处于领先地位。研发模式上，公司通过销售研发协同，以市场需求为导向开发新风味、新技术，确保研发成果高效转化为市场产品，进一步强化研发优势的商业价值。在组织体系上，宝立食品构建了完善的研发流程，涵盖立项、开发、测试、试产四大阶段，既能快速响应客户定制化需求，也能通过充足的产能布局保障新品落地。依托丰富经验积累和高度市场敏锐度，宝立食品在复合调味料与轻烹领域持续突破，牢固 B 端大客户资源，成为行业技术创新的重要引领者。

图22：中国单个餐饮品牌月上新数量（个）



资料来源：《2025 年中国餐饮产业生态白皮书》，红餐产业研究院，麦高证券研究发展部

图23：公司始终保持高研发投入（百万元）



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

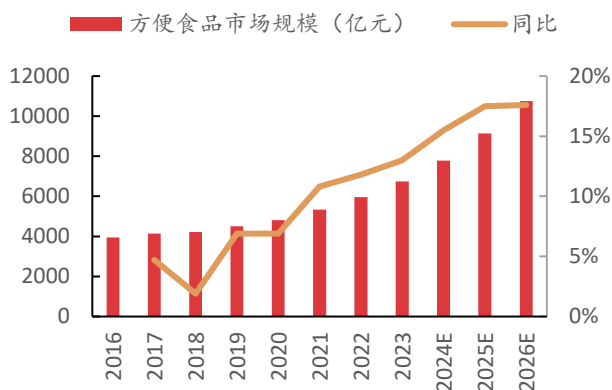
三、锁定核心客群，打造“空刻”强心智

3.1 顺应新消费潮流，方便速食市场前景广

满足“效率 + 性价比”双重追求，方便速食快速崛起。近年来，方便速食凭借“预先加工、简易食用”的产品特性，成为适配多元生活场景的消费品类。其无需复杂烹制、便携易储的优势，精准贴合单人正餐的简洁需求、校园宵夜的即时需求、深夜加班的应急需求，以及郊游露营等户外场景的便捷需求等，场景覆盖广度与用户生活方式深度绑定。据艾媒咨询，2023 年我国方便食品市场规模达 6736 亿元，同比+13%，延续高增趋势。

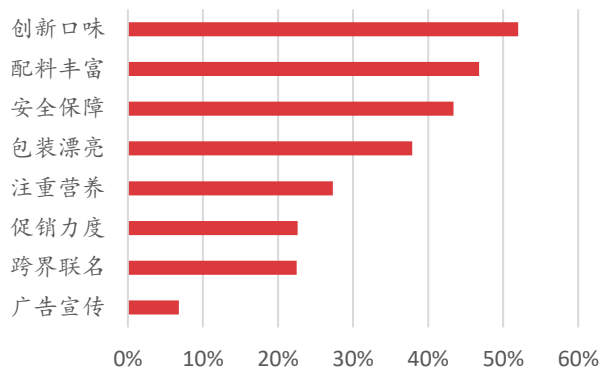
口味、营养、安全已成为核心决策因素，线上营销作用凸显。据艾媒咨询，创新口味、配料丰富、安全保障为中国消费者购买方便粉面食品的前三大因素，反映出“便捷之外求品质”的消费升级趋势；渠道方面，线上仍为主导，2023 年 71.5% 消费者通过传统电商平台购买便利食品，直播电商快速崛起，触及率进一步提升（36.8% 消费者通过此渠道购买）。KOL，直播带货等线上流量的转化成为方便食品渗透率提升的重要因素。

图24：中国方便食品市场规模（亿元）及增速（右轴，%）



资料来源：《中国方便食品行业发展研究报告》，艾媒咨询，麦高证券研究发展部

图25：中国消费者购买方便粉面食品的吸引力排行（%）



资料来源：《中国方便食品行业发展研究报告》，艾媒咨询，麦高证券研究发展部

3.2 方便食品迎消费升级，意面具备较优营养价值

方便面食消费升级，健康属性重要性持续提升。城镇化率提升与人均可支配收入增长共同推动消费升级向食品领域深度渗透，方便面食赛道随之开启产品升级进程，形成口味还原、健康养生、操作便捷、地域特色四大核心方向，其中健康养生瞄准“营养需求升级”，成为当前升级势头最显著的维度之一。其中年轻消费者、城市白领等方便食品核心消费群体，对于餐品健康属性要求较高，愿意为健康食品支付更高价格，是当前市场竞争的关键。

意面凭借突出的健康化属性，有望成为消费升级的代表性品类。作为西餐正餐中最贴近中国人饮食习惯的面点，意面以硬质小麦粉为核心原料，具备“高密度、高蛋白质、高筋度”的粗粮特质，在营养层面形成多重优势：相较于精制白面，其蛋白质含量更高、脂肪含量更低，且因意面面粉颗粒更粗，富含膳食纤维，既能降低升糖指数，又能增强食用饱腹感，为关注体重管理的消费者提供优质选择；相较于荞麦面等传统粗粮，意面在口感上更具适配性，避免了部分粗粮“口感粗糙”的痛点，实现“健康与口感”的双重平衡，进一步强化了其在消费升级中的市场竞争力。

图26：意面营养价值突出

食物升糖排行榜

按升糖指数 GI 从低到高排序，排名越靠前越推荐

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	最后
主食	绿豆	芋头	意大利面	山药	红薯	玉米	土豆	小米	大米	糯米
GI	27	48	49	51	54	55	62	71	82	87
水果	柚子	桃子	苹果	枣	葡萄	香蕉	芒果	菠萝	哈密瓜	西瓜
GI	25	28	36	42	43	52	55	66	70	72
蔬菜	菠菜	生菜	茄子	西红柿	黄豆	四季豆	扁豆	甜菜	胡萝卜	南瓜
GI	15	15	15	15	18	27	38	64	71	75

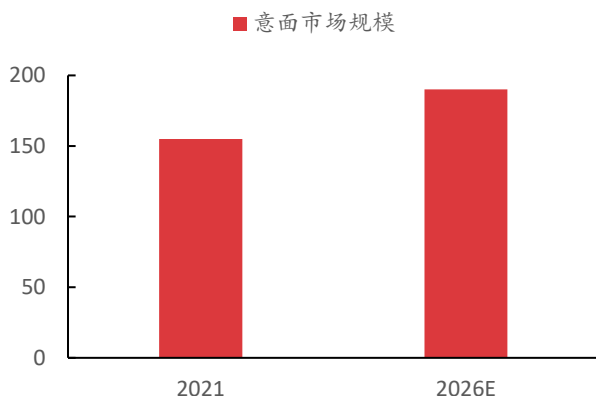
*GI（食物血糖生成指数）大于70为高GI食物，55-70为中GI食物，小于55为低GI食物。

资料来源：空刻官网，麦高证券研究发展部

3.3 C端速食意面龙头，产品矩阵完善

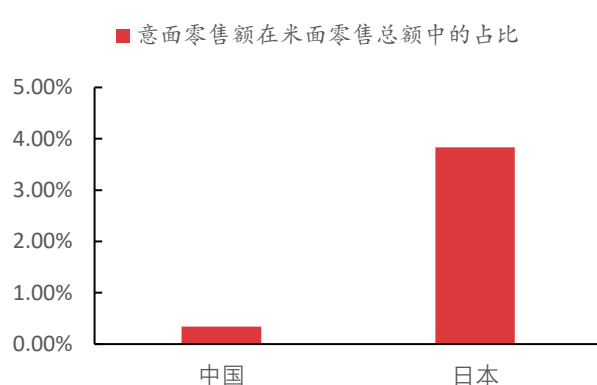
我国意面市场已形成多元细分格局，整体规模突破 150 亿元，其中 C 端速食意面凭借高性价比优势成为增长核心动力。意面品类可分为超市传统意面、速食意面、西式快餐店意面及西式正餐店意面四类，与餐饮门店意面相比，速食意面价格更亲民，能较好复刻餐厅风味，精准契合消费者“在家享餐厅级美味”的需求。据观研数据，2021 年我国意面市场规模约 155 亿元，预计 2026 年将达 190 亿元。与日本发达市场相比，中国意面零售额占比仍然不足 1%，远低于日本水平，潜在增长空间较为广阔。

图27：中国意面市场规模（亿元）



资料来源：《中国意大利面行业发展现状研究与未来投资调研报告》，观研报告网，麦高证券研究发展部

图28：意面零售额在米面零售总额中的占比（%）



资料来源：《中国意大利面行业发展现状研究与未来投资调研报告》，观研报告网，麦高证券研究发展部

空刻意面市占率稳居行业第一。空刻在速食意面细分市场的竞争马太效应持续显现，空刻意面连续 4 年（2021 年-2024 年）蝉联全国意面零售额第一。从线上统计口径来看，空刻意面位列双十一全周期天猫平台连续 3 年粮油米面/速食类目行业 TOP1，天猫、抖音、京东三大平台上实现连续 5 年意大利面类目 TOP1。电商渠道方面，2023 年空刻意面 618 全周期销售额超 1 亿，全线订单数同比增长 50%+，实现品牌曝光人数达 1.2 亿，曝光人次达 60 亿，覆盖北上广深杭等 35 个

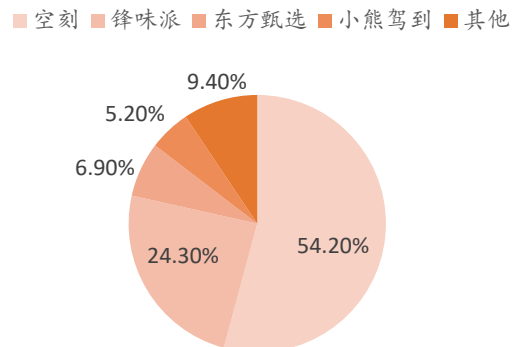
重点城市。

图29：2024 年天猫双十一，空刻销售位居品类前列



资料来源：天猫，麦高证券研究发展部

图30：2024 年中期抖音渠道意大利面市占率（%）



资料来源：快消品网，麦高证券研究发展部

产品矩阵完善，精准洞察多元需求，创新驱动全场景覆盖。空刻意面凭借对年轻及家庭消费群体的敏锐洞察，不断丰富和完善产品线，构建起以“速食意面”为核心、多元渠道场景拓展的立体化产品矩阵。早期，凭借创新的全配套速食意面切入市场，通过提供口味丰富的酱包与标准化操作流程，极大降低烹饪难度，有效满足消费者便捷、高质的用餐诉求。在此基础上，空刻持续延展产品形态与应用场景，先后推出针对儿童和小食量人群的 mini 盒装系列，满足细分人群需求；开拓冲泡型意面和常温、冷冻两大品类，实现即食、便携及家庭便餐等多场景渗透。同时，公司围绕地域、创新口味不断丰富产品，推出诸如川香麻辣、小龙虾、黑松露等多元风味，积极契合中国年轻用户对多样化、趣味性食品的偏好。矩阵内还涵盖烤肠、浓汤、调味品等与意面配套的轻烹解决方案，强化整体用餐体验和用户黏性。

图31：宝立食品空刻产品矩阵



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

3.4 产品+营销发力，培养强品牌心智

线上线下协同，精准营销，紧抓新消费潮流。空刻在行业中较早布局社媒与直播电商的品牌之一。早在 2020 年，空刻凭借与李佳琦的合作成功出圈，为品牌早期迅速积累了大量消费者。此后，空刻积极布局小红书、微博、B 站、抖音等热门线上平台，最大化新品宣传效果。此外，空刻积极推动 IP 联动，抓准“情绪价值”新消费潮流，与宝马 mini、黄龙饭店、雀巢、剧集《江照黎明》等进行跨界合作，从衣食住行等底层生活逻辑渗透受众，通过情感连接与文化共创，全方位提升品牌形象。

线上凭借电商平台渠道优势，实现“品牌引领+渠道创新”空刻通过精准洞察年轻消费群体需求，围绕产品口味创新、健康便捷等细分卖点切入，依托线上内容营销、达人矩阵和直播带货等多元推广工具，高效实现品牌认知渗透。头部平台及新媒体渠道的高效流量转化率，缩短了新产品与用户之间的认知鸿沟，实现新品快速孵化和品类教育。主流意面产品在质感升级、包装优化等方面不断突破，积极契合快节奏、个性化的生活方式，满足一人食、家庭便捷烹饪等多元场景需求。线上渠道还实现了全链路营销和用户反馈闭环，使品牌能够持续优化产品方案，提升用户黏性和复购率。

持续打磨产品，强化“轻松做餐厅级意面”“随便做，都好吃”消费者认知。公司加大产品研发力度，于创立初期组建国际化研发团队，由前意大利米其林三星餐厅主厨领衔，一方面最大还原餐厅意面口感，努力实现“在家”复刻餐厅级意面，另一方面针对中国家庭偏好进行针对性调整，推出中国本地化口味与包装规格。通过帮助消费者打造星级西餐厅仪式感，“治愈”情绪消费等概念，将意大利面品类与空刻品牌绑定，在消费者心中建立强认知。

图32：空刻通过定义意大利面创新烹饪方式培养强品牌心智



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

图33：空刻内容运营，将产品融入场景



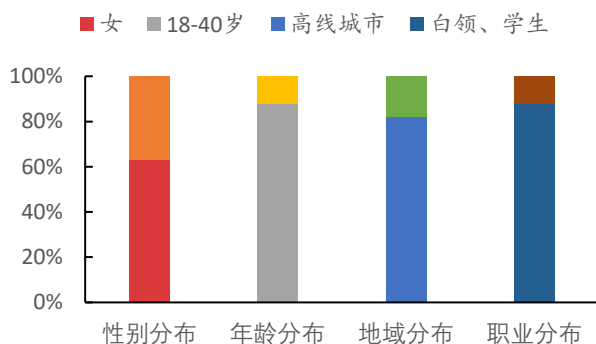
资料来源：巨量引擎营销观察，麦高证券研究发展部

3.5 专注细分领域，锁定核心客群

方便速食用户画像清晰。结构年轻化、多元场景拉动消费升级，便捷与体验并重。消费者群体结构方面，当前方便速食消费群体呈现出鲜明的代际更迭和多元化特征。以 18-40 岁的年轻用户为核心，群体构成高度覆盖 Z 世代、白领及高线城市家庭，用户结构持续年轻化。成长于互联网与移动社交环境下，他们具备强烈的信息获取与自主决策意识，对于便捷、高效的消费体验有更高期待。**城市分布方面**，方便速食用户高度集中于一线、新一线及发达二线城市，同时随着渠道下沉与消费观念普及，下沉市场活跃度持续提升，助力需求纵深扩容。**消费诉求方面**，该群体追求高质价比与健康营养并重，注重产品口味丰富、包装设计潮流，并具有较强的新品尝鲜意愿。日常消费场景由个人快餐、办公室正餐延伸至旅行出行、家庭便捷用餐等，场景多元成为驱动品类成长的新动能。伴随新媒体、电商等多元化渠道渗透，用户线上化特征突出，注重社交互动与内容种草，愿为优质体验和个性表达支付溢价。整体来看，方便速食消费者画像已从单一“刚需补充”转向“便捷+品质+体验”融合，消费活力与市场粘性有望持续增强。

空刻独立运营且品牌定位清晰，以简约设计锚定都市白领与精致宝妈，塑造高端意面形象。通过迪士尼联名儿童装贴近宝妈消费理念，青春版地域辣味意面、时令臻享系列满足年轻群体个性口味，2分钟冲泡免煮款适配白领快节奏需求。其聚焦家庭市场培养儿童饮食习惯，同时覆盖多元群体，既提供健康便捷、风味多样的饮食选择，更持续深化“意面即空刻”的品牌心智，巩固在速食意面品类的认知优势。

图34：方便食品用户画像特征明显（%）



资料来源：《方便速食行业线上消费趋势洞察》，炼丹炉大数据，麦高证券研究发展部

图35：空刻产品定位契合方便食品核心用户

- ◆ 精致宝妈，帮助忙碌的精致妈妈偶尔减负，快捷又好吃。
- ◆ 中产家庭，常备空刻意面，简单的意面带来生活品质感。
- ◆ 新锐白领，去看世界、去独处、去做更酷的事，有空刻意面相伴。
- ◆ Z世代，感想敢做，热辣青春，空刻满足你多样化的口味需求。

资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

3.6 线上带动线下，多渠道赋能

“线上守优势、线下拓增量”持续挖掘C端增长潜力。公司以线上客流粘性反哺线下，通过多渠道扩展和产品创新构建新的增长曲线。线上渠道作为公司传统优势渠道，公司持续发力营销，保证市占率稳定。短期来看，线上仍是其C端意面销售主阵地，牢牢占据天猫、抖音等平台意面品类榜首。线下布局稳步推进，通过速食意面等创新品类，打破线上线下价格差等阻碍。近年来，公司持续深化与山姆会员店、胖东来等新零售KA的合作，提供料理包、意面等定制化解决方案。随着山姆会员店、盒马、奥乐齐等新零售门店扩张，公司线下收入增长空间有望进一步打开。

针对不同渠道细分受众，高效触及目标客群。公司制定差异化的策略，推出不同类型与规格的产品，实现潜在客群的广覆盖，如生鲜电商服务单身群体、社区团购覆盖家庭用户、精品商超触达品质白领。公司依托速煮意面核心产品优势，持续提升一、二线城市的线下铺货率，并设立专门的线下事业部，以系统化推动门店渗透。同时，空刻积极投放楼宇电梯广告、影院场景等，并打造快闪店、样板店，强化品牌与消费者互动。面对线上、线下价格体系差异，空刻创新推出冲泡意面，采用全渠道同价策略，更好契合线下即食场景，优化终端动销。

图36：空刻意面线上多渠道推广



资料来源：微盟营销，麦高证券研究发展部

图37：空刻线下商超渠道布局持续完善



资料来源：新经销，摩登消费，麦高证券研究发展部

四、盈利预测及估值

4.1 盈利预测

4.1.1 营收拆分

复合调味料业务：作为营收主力（25H1 占比 46%），依托大 B 客户稳定性与中小 B 客户高增潜力，叠加经销体系完善（占比超 10%），疫情后实现从恢复性增长到稳健增长的过渡。其核心驱动力在于行业 β （连锁化率提升推动定制餐调市场高景气）与公司 α （研发投入领先、头部客户背书），未来可借助大客户口碑吸纳更多中小 B 客户，拓展销售场景与路径，在行业增长红利下维持稳健增速。

轻烹解决方案业务（25H1 占比 46%）：以空刻为核心，经历库存清理后，25Q2618 亮眼表现印证品牌运营实力。后续依托品牌矩阵扩充、IP 合作营销及线上线下协同（新零售渠道深耕），叠加烘焙新品类贡献增量，2C 能力将持续强化，从“意面单一爆款”向“多品类西式速食”延伸，支撑业务稳定增长。

饮品甜点配料业务（25H1 占比 6%）：作为战略补充，对接百胜等头部餐饮客户，虽短期受下游复苏节奏影响增速平缓，但随新式茶饮行业发展，创意小料有望打开增量空间，依托客户合作粘性，未来将回归稳健增长，夯实公司“全方位风味解决方案定位”。

表4：宝立食品营收拆分

单位/百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
轻烹解决方案					
收入	1,023.50	1,130.05	1,287.91	1,468.22	1,651.75
增长率%	1.39%	10.41%	13.97%	14.00%	12.50%
毛利率	49.91%	45.68%	46.50%	46.97%	47.21%
饮品甜点配料					
收入	142.54	146.81	154.15	158.78	165.13
增长率%	8.28%	3.00%	5.00%	3.00%	4.00%
毛利率	19.76%	21.82%	18.65%	13.91%	11.02%
复合调味料					
收入	1,144.64	1,295.83	1,410.21	1,558.29	1,745.28
增长率%	29.32%	13.21%	8.83%	10.50%	12.00%
毛利率	21.17%	24.02%	25.84%	26.51%	27.17%
其他					
收入	58.32	78.51	86.37	95.00	104.50
增长率%	451.85%	34.63%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	6.48%	13.32%	9.38%	6.50%	5.65%

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

4.1.2 费用率假设

毛利率：我们认为短期来看，成本压力导致毛利率略有波动，随着公司B端客户合作不断推进，高毛利定制餐调与轻烹业务占比提升，公司整体毛利率有望修复向上，我们预计2025-2027年公司毛利率约34.03%/34.48%/34.85%。

费用率：我们认为公司目前仍处于快速发展期，人员及资金投入需求较高，短期内空刻线下推广与渠道建设投入或持续增加，费用绝对值仍将继续增长；同时，随着公司收入规模增长，费用率将相应摊薄，我们预计2025-2027年公司销售费用率约15.50%/15.40%/15.30%，管理费用率约2.90%/2.90%/2.80%

归母净利润：我们预计2026-2028财年公司实现归母净利润2.6/3.0/3.5亿元，同比增长12.38%/15.48%/15.95%。

表5：宝立食品费用率预测

单位/百万人民币	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,651.21	2,938.64	3,280.29	3,666.66
yoy (%)	11.91%	10.84%	11.63%	11.78%
销售费用	384.83	455.49	505.16	561.00
销售费用/营业收入	14.52%	15.50%	15.40%	15.30%
管理费用	73.22	85.22	95.13	102.67
管理费用/营业收入	2.76%	2.90%	2.90%	2.80%
研发费用	52.99	59.74	67.25	77.00
研发费用/营业收入	2.00%	2.03%	2.05%	2.10%
归母净利润	233.24	262.10	302.66	350.94
同比 (%)	-22.52%	12.38%	15.48%	15.95%
EPS	0.58	0.66	0.76	0.88
P/E	25.93	23.08	19.98	17.23

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

4.2 估值分析

我们预计 2025-2027 年实现营收 29.4/32.8/36.7 亿元，归母净利润 2.6/3.0/3.5 亿元，PE 分别为 25/21/18x。选取同为符合调味品供应商的日辰股份与天味食品，选取核心客户均为百胜，同时核心产品包含米面类制品的千味央厨作为可比公司进行估值比较，公司估值低于可比公司均值，首次覆盖给予“买入”评级，给予目标价 21.34 元。

表6：宝立食品可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	净利润（百万元）				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
天味食品	603317	132.06	624.64	620.03	690.72	763.73	23	21	19	17
日辰股份	603755	39.56	63.86	78.75	91.56	106.37	42	50	43	37
千味央厨	001215	40.02	83.69	80.34	96.76	111.85	36	50	41	36
宝立食品	603170	64.68	233.24	262.10	302.66	350.94	28	25	21	18

资料来源：Wind，麦高证券研究发展部（，可比公司数据采用 WIND 一致预期，数据截至 2025 年 11 月 3 日。为方便比较，各公司净利润和 PE 计算口径均为归母净利润。）

五、风险提示

宏观经济等系统性风险：当前宏观形势尚存在扰动，致使食材成本、供应链成本、人工成本高企，餐饮品牌运营压力增大，餐饮连锁化率提升可能受到影响。

行业竞争加剧：随着新入品牌数量增多，客流分流影响下可能会影响餐饮品牌盈利能力。此外，行业竞争激烈的情况下，餐饮品牌费用投入可能大幅高于预期，后续获客成本持续高于预期。

食品安全风险：食品安全是餐饮品牌持续、稳定发展的第一要义，恶性食品安全问题会对品牌造成沉重打击，需时刻关注品牌食品安全动向。

餐饮连锁化率提升不及预期风险：公司复合调味品业务主要面向 B 端连锁餐饮客户，若餐饮连锁化率提升与连锁品牌开店进度不及预期，可能会影响公司相关业务拓展。

财务报告预测与估值数据汇总

利润表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,651	2,939	3,280	3,667
%同比增速	12%	11%	12%	12%
营业成本	1,781	1,938	2,149	2,389
毛利	870	1,000	1,131	1,278
%营业收入	33%	34%	34%	35%
税金及附加	19	22	25	27
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	385	455	505	561
%营业收入	15%	16%	15%	15%
管理费用	73	85	95	103
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	53	60	67	77
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	1	-7	-5	-5
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-5	-9	-10	-12
信用减值损失	-7	-7	-9	-10
其他收益	25	7	10	18
投资收益	3	1	2	3
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	3	3	4
营业利润	355	379	439	517
%营业收入	13%	13%	13%	14%
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	354	378	438	516
%营业收入	13%	13%	13%	14%
所得税费用	86	94	109	129
净利润	267	283	328	387
%同比增速	-14%	6%	16%	18%
归属于母公司的净利润	233	262	303	351
%营业收入	9%	9%	9%	10%
少数股东损益	34	21	26	36
EPS (元/股)	0.58	0.66	0.76	0.88

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.58	0.66	0.76	0.88
BVPS	3.44	3.77	4.14	4.58
PE	27.73	24.68	21.37	18.43
PEG	—	1.99	1.38	1.16
PB	4.70	4.29	3.90	3.53
EV/EBITDA	13.81	13.47	11.48	9.64
ROE	17%	17%	18%	19%
ROIC	15%	16%	16%	17%

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

资产负债表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	588	400	472	607
交易性金融资产	9	11	15	15
应收账款及应收票据	340	380	434	497
存货	267	303	339	380
预付账款	46	58	66	69
其他流动资产	61	49	55	62
流动资产合计	1,310	1,201	1,381	1,631
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	477	581	612	621
无形资产	86	88	86	82
商誉	31	31	31	31
递延所得税资产	20	23	23	23
其他非流动资产	217	280	295	313
资产总计	2,141	2,203	2,429	2,701
短期借款	150	0	0	0
应付票据及应付账款	195	208	225	256
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	40	43	49	56
应交税费	67	92	100	106
其他流动负债	56	64	64	73
流动负债合计	508	406	438	491
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	73	86	103	110
负债合计	584	495	543	603
归属于母公司的所有者权益	1,376	1,507	1,658	1,833
少数股东权益	181	202	228	264
股东权益	1,556	1,709	1,886	2,098
负债及股东权益	2,141	2,203	2,429	2,701

现金流量表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	320	334	348	428
投资	6	-3	-4	0
资本性支出	-163	-254	-139	-128
其他	3	4	2	3
投资活动现金流净额	-153	-253	-141	-125
债权融资	146	-139	17	7
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-210	-131	-151	-175
其他	-6	0	0	0
筹资活动现金流净额	-70	-269	-135	-168
现金净流量	97	-188	72	135

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同机构采用不同的评级术语及评级标准，我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15%以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5%到 15%之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5%以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

【分析师承诺】

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考，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，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。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信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
张旭	机构销售	18195120376	zhangxu01@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com
刘沁然	机构销售	15190951726	liuqinran@mgzq.com