

**公司点评 (R3)**
**宝立食品 (603170. SH)**
**食品饮料 | 调味发酵品 II**
**经营稳健，C 端放量增长**
**2025 年三季报点评**
**2025 年 11 月 18 日**
**评级 买入**
**评级变动 首次**
**交易数据**

|              |             |
|--------------|-------------|
| 当前价格 (元)     | 15.18       |
| 52 周价格区间 (元) | 12.09-17.11 |
| 总市值 (百万)     | 6072.15     |
| 流通市值 (百万)    | 6072.15     |
| 总股本 (万股)     | 40001.00    |
| 流通股 (万股)     | 40001.00    |

**涨跌幅比较**


|          | %    | 1M    | 3M    | 12M |
|----------|------|-------|-------|-----|
| 宝立食品     | 4.98 | 15.70 | 8.35  |     |
| 调味发酵品 II | 0.49 | 1.24  | -7.12 |     |

**胡跃才 分析师**

 执业证书编号:S0530525070001  
 huyuecai@hnchasing.com

**相关报告**

| 预测指标       | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (亿元) | 23.69 | 26.51 | 29.51 | 32.75 | 36.15 |
| 归母净利润 (亿元) | 3.01  | 2.33  | 2.67  | 3.05  | 3.52  |
| 每股收益 (元)   | 0.75  | 0.58  | 0.67  | 0.76  | 0.88  |
| 每股净资产 (元)  | 3.38  | 3.44  | 3.71  | 4.14  | 4.64  |
| P/E        | 20.17 | 26.03 | 22.72 | 19.90 | 17.23 |
| P/B        | 4.49  | 4.41  | 4.09  | 3.67  | 3.27  |

资料来源: iFinD, Wind, 财信证券

**投资要点:**

- **事件:** 公司公布 2025 年三季报, 前三季度实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 21.33/1.92/1.81 亿元, 同比 +10.50%/+10.59%/+14.27%。其中, 2025Q3 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 7.53/0.75/0.70 亿元, 同比+14.60%/+15.71%/+17.83%。
- **收入端: B 端复调收入增速持续修复, C 端空刻收入放量增长。(1)复合调味料:** 2025Q1-2025Q3 公司复调(主要为 B 端客户)收入同比增速分别为 -1.0%、+9.2%、+9.7%, 至 2025Q3 收入占比为 52.2%, 虽然整体餐饮消费环境不景气, 但连锁化率提升趋势下, 公司持续拓客、推新, 支撑复调收入恢复稳健增长。**(2)轻烹解决方案:** 2025Q1-2025Q3 公司轻烹解决方案(主要为 C 端产品空刻意面)收入同比增速分别为 +12.8%、+15.0%、+25.0%, 至 2025Q3 收入占比为 42.9%, 经过 2024 年的经营调整后, 随产品的推新和线下渠道的推广, 公司空刻意面收入逐步恢复放量增长。
- **利润端: C 端盈利能力改善, 整体盈利能力稳健向上。** 公司前三季度归母净利率/扣非归母净利率分别同比+0.01/+0.28pp 至 9.00%/8.49%; 其中, 2025Q3 归母净利率/扣非归母净利率分别同比+0.10/+0.26pp 至 9.99%/9.30%, 随 C 端业务盈利能力改善, 整体盈利能力稳中向上, 根据公司 2025 年中报, 空刻网络净利润率从-0.1% 提升至 1.8%, 同比改善明显。**(1)毛利率:** 公司前三季度毛利率同比+1.48pp 至 33.28%; 其中, 2025Q3 公司毛利率同比+1.27pp 至 32.55%, 随 C 端收入占比提升, 公司毛利率稳中向上。**(2)期间费用率:** 公司前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.31/-0.08/-0.02/+0.21pp 至 14.65%/2.33%/2.02%/0.08%; 其中, 2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.04/-0.09/-0.14/+0.05pp 至 13.18%/2.27%/2.07%/0.06%, 虽然 C 端收入放量增长, 但销售费用率整体表现平稳, 主要源于公司持续推进管理效率提升。
- **投资建议:** 公司为定制餐调和速食意面行业头部企业, 定制餐调业务

主要服务于各类连锁餐饮客户，随餐饮连锁化率提升以及公司产品持续推新，有望保持稳健增长；空刻速食意面则随着公司迭代产品和延伸产品品类，叠加线下等渠道多元化推广，有望实现快速增长。另外，公司凭借强调味品研发基础，从复合调味料向“全方位专业食品解决方案服务商”发展，亦有望打开公司业务边界和成长空间。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 29.51、32.75、36.15 亿元，同比+11.29%、+11.01%、+10.38%，归母净利润分别为 2.67、3.05、3.52 亿元，同比+14.59%、+14.17%、+15.50%，当前股价对应的 PE 为 22.7、19.9、17.2 倍。考虑公司定制复调和速食意面行业龙头地位，以及公司经营稳健，首次覆盖公司，我们给予“买入”评级。

- 风险提示：消费需求不景气，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期，食品安全问题等。

| 报表预测 (单位: 百万元)    |                |                |                |                |                | 财务和估值数据摘要     |              |              |              |              |              |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表               | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 主要指标          | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 营业总收入             | 2369.00        | 2651.21        | 2950.54        | 3275.28        | 3615.20        | 营业总收入         | 2369.00      | 2651.21      | 2950.54      | 3275.28      | 3615.20      |
| 减：营业成本            | 1583.94        | 1781.31        | 1949.27        | 2144.42        | 2348.68        | 增长率(%)        | 16.31%       | 11.91%       | 11.29%       | 11.01%       | 10.38%       |
| 营业税金及附加           | 18.06          | 19.50          | 21.70          | 24.09          | 26.59          | 归属母公司股东净利润    | 301.04       | 233.24       | 267.26       | 305.14       | 352.42       |
| 营业费用              | 346.73         | 384.83         | 436.68         | 484.74         | 535.05         | 增长率(%)        | 39.78%       | -22.52%      | 14.59%       | 14.17%       | 15.50%       |
| 管理费用              | 66.53          | 73.22          | 81.49          | 90.46          | 99.85          | 每股收益(EPS)     | 0.75         | 0.58         | 0.67         | 0.76         | 0.88         |
| 研发费用              | 46.75          | 52.99          | 58.97          | 65.46          | 72.26          | 每股股利(DPS)     | 0.38         | 0.40         | 0.33         | 0.38         | 0.44         |
| 财务费用              | -2.99          | 1.06           | 1.86           | 1.85           | 1.59           | 每股经营现金流       | 0.42         | 0.80         | 0.86         | 0.97         | 1.11         |
| 减值损失              | -13.25         | -11.83         | -7.06          | -2.23          | -2.34          | 毛利率           | 33.14%       | 32.81%       | 33.94%       | 34.53%       | 35.03%       |
| 加：投资收益            | -0.17          | 3.15           | 1.00           | 1.00           | 1.00           | 净利率           | 13.14%       | 10.08%       | 10.34%       | 10.71%       | 11.10%       |
| 公允价值变动损益          | 0.00           | 0.00           | 1.00           | 1.00           | 1.00           | 净资产收益率(ROE)   | 22.26%       | 16.95%       | 18.02%       | 18.44%       | 19.01%       |
| 其他经营损益            | 114.58         | 25.39          | 8.00           | 0.00           | 0.00           | 投入资本回报率(ROIC) | 24.87%       | 22.86%       | 22.70%       | 24.72%       | 26.70%       |
| <b>营业利润</b>       | <b>411.12</b>  | <b>355.01</b>  | <b>403.50</b>  | <b>464.03</b>  | <b>530.85</b>  | 市盈率(P/E)      | 20.17        | 26.03        | 22.72        | 19.90        | 17.23        |
| 加：其他非经营损益         | -1.61          | -1.27          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 市净率(P/B)      | 4.49         | 4.41         | 4.09         | 3.67         | 3.27         |
| <b>利润总额</b>       | <b>409.51</b>  | <b>353.73</b>  | <b>403.50</b>  | <b>464.03</b>  | <b>530.85</b>  | 股息率(分红/股价)    | 2.47%        | 2.64%        | 2.20%        | 2.51%        | 2.90%        |
| 减：所得税             | 98.27          | 86.37          | 98.53          | 113.31         | 129.62         | <b>主要财务指标</b> | <b>2023A</b> | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| <b>净利润</b>        | <b>311.24</b>  | <b>267.36</b>  | <b>304.97</b>  | <b>350.72</b>  | <b>401.23</b>  | 收益率           |              |              |              |              |              |
| 减：少数股东损益          | 10.20          | 34.12          | 37.72          | 45.59          | 48.81          | 毛利率           | 33.14%       | 32.81%       | 33.94%       | 34.53%       | 35.03%       |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>301.04</b>  | <b>233.24</b>  | <b>267.26</b>  | <b>305.14</b>  | <b>352.42</b>  | 三费/营业收入       | 19.29%       | 19.32%       | 19.62%       | 19.62%       | 19.60%       |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2023A</b>   | <b>2024A</b>   | <b>2025E</b>   | <b>2026E</b>   | <b>2027E</b>   | EBIT/营业收入     | 17.16%       | 13.38%       | 13.74%       | 14.22%       | 14.73%       |
| 货币资金              | 491.38         | 587.99         | 649.62         | 753.38         | 886.96         | EBITDA/营业收入   | 19.34%       | 15.68%       | 16.13%       | 16.58%       | 17.05%       |
| 交易性金融资产           | 14.79          | 8.52           | 8.52           | 8.52           | 8.52           | 净利率           | 13.14%       | 10.08%       | 10.34%       | 10.71%       | 11.10%       |
| 应收和预付款项           | 352.38         | 385.89         | 428.59         | 475.26         | 524.11         | <b>资产获利率</b>  |              |              |              |              |              |
| 其他应收款(合计)         | 3.75           | 22.69          | 25.26          | 28.04          | 30.95          | ROE           | 22.26%       | 16.95%       | 18.02%       | 18.44%       | 19.01%       |
| 存货                | 266.76         | 267.01         | 287.66         | 317.46         | 348.65         | ROA           | 16.38%       | 12.49%       | 13.16%       | 13.80%       | 14.36%       |
| 其他流动资产            | 32.87          | 38.21          | 38.21          | 38.21          | 38.21          | ROIC          | 24.87%       | 22.86%       | 22.70%       | 24.72%       | 26.70%       |
| 长期股权投资            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资本结构</b>   |              |              |              |              |              |
| 金融资产投资            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资产负债率         | 21.13%       | 27.29%       | 26.57%       | 25.71%       | 24.82%       |
| 投资性房地产            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 投资资本/总资产      | 55.58%       | 61.64%       | 61.34%       | 59.18%       | 56.66%       |
| 固定资产和在建工程         | 516.93         | 625.81         | 688.98         | 743.50         | 789.93         | 带息债务/总负债      | 13.85%       | 34.07%       | 33.78%       | 31.81%       | 29.98%       |
| 无形资产和使用权资产        | 182.15         | 172.64         | 158.51         | 146.23         | 135.47         | 流动比率          | 366.41%      | 257.74%      | 261.06%      | 275.26%      | 292.25%      |
| 其他非流动资产           | 39.21          | 31.88          | 31.52          | 31.28          | 31.13          | 速动比率          | 271.92%      | 197.71%      | 201.90%      | 214.86%      | 230.72%      |
| <b>资产总计</b>       | <b>1900.21</b> | <b>2140.64</b> | <b>2316.86</b> | <b>2541.87</b> | <b>2793.92</b> | 股利支付率         | 49.83%       | 68.60%       | 50.00%       | 50.00%       | 50.00%       |
| 短期借款              | 0.00           | 150.00         | 170.00         | 170.00         | 170.00         | 收益留存率         | 50.17%       | 31.40%       | 50.00%       | 50.00%       | 50.00%       |
| 交易性金融负债           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资产管理效率</b> |              |              |              |              |              |
| 应付和预收款项           | 306.48         | 344.94         | 377.88         | 415.96         | 455.82         | 总资产周转率        | 1.25         | 1.24         | 1.27         | 1.29         | 1.29         |
| 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 固定资产周转率       | 6.61         | 5.56         | 5.27         | 5.27         | 5.39         |
| 其他负债              | 95.03          | 89.34          | 67.65          | 67.65          | 67.65          | 应收账款周转率       | 8.17         | 7.83         | 7.83         | 7.83         | 7.83         |
| <b>负债合计</b>       | <b>401.51</b>  | <b>584.28</b>  | <b>615.53</b>  | <b>653.61</b>  | <b>693.47</b>  | 存货周转率         | 5.94         | 6.67         | 6.78         | 6.76         | 6.74         |
| 股本                | 400.01         | 400.01         | 400.01         | 400.01         | 400.01         | <b>估值指标</b>   |              |              |              |              |              |
| 资本公积              | 306.31         | 306.31         | 306.31         | 306.31         | 306.31         | EBIT          | 406.52       | 354.80       | 405.36       | 465.88       | 532.44       |
| 留存收益              | 646.09         | 669.32         | 776.58         | 948.08         | 1147.94        | EBITDA        | 458.11       | 415.65       | 476.00       | 543.20       | 616.24       |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | <b>1352.41</b> | <b>1375.65</b> | <b>1482.90</b> | <b>1654.41</b> | <b>1854.26</b> | NOPLAT        | 196.16       | 241.41       | 299.58       | 351.37       | 401.68       |
| 少数股东权益            | 146.29         | 180.72         | 218.44         | 233.85         | 246.18         | 净利润           | 311.24       | 267.36       | 304.97       | 350.72       | 401.23       |
| 股东权益合计            | 1498.71        | 1556.36        | 1701.33        | 1888.26        | 2100.45        | EPS           | 0.75         | 0.58         | 0.67         | 0.76         | 0.88         |
| <b>负债和股东权益合计</b>  | <b>1900.21</b> | <b>2140.64</b> | <b>2316.86</b> | <b>2541.87</b> | <b>2793.92</b> | BPS           | 3.38         | 3.44         | 3.71         | 4.14         | 4.64         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2023A</b>   | <b>2024A</b>   | <b>2025E</b>   | <b>2026E</b>   | <b>2027E</b>   | PE            | 20.17        | 26.03        | 22.72        | 19.90        | 17.23        |
| 经营性现金净流量          | 166.48         | 320.21         | 343.51         | 387.73         | 442.53         | PEG           | 44.63        | 1.76         | 1.55         | 1.38         | 1.24         |
| 投资性现金净流量          | -81.09         | -153.49        | -118.32        | -118.32        | -118.32        | PB            | 4.49         | 4.41         | 4.09         | 3.67         | 3.27         |
| 筹资性现金净流量          | -2.15          | -69.95         | -163.56        | -165.65        | -190.63        | PS            | 2.56         | 2.29         | 2.06         | 1.85         | 1.68         |
| 现金流量净额            | 84.44          | 97.41          | 61.63          | 103.76         | 133.58         | PCF           | 36.47        | 18.96        | 17.68        | 15.66        | 13.72        |

资料来源: 财信证券, Wind, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                           |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上        |
|        | 增持   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%   |
|        | 持有   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%  |
|        | 卖出   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上        |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上       |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上       |

## 免责声明

本报告风险等级定为 R3，由财信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供本公司客户中风险评级高于 R3 级（含 R3 级）的投资者使用。本报告对于接收报告的客户而言属于高度机密，只有符合条件的客户才能使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律法规许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告所引用信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、资料、建议及预测仅反映本公司于本报告公开发布当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及预测不一致的报告。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。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投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。本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，也可能涉及为该等公司提供或争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务、金融产品等相关服务，投资者应充分考虑可能存在的利益冲突。本公司的资产管理部门、自营业务部门及其他投资业务部门可能独立作出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面授权，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）均不得以任何形式、任何目的对本报告进行翻版、刊发、转载、复制、发表、篡改、引用或传播，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用，请投资者谨慎使用未经授权刊载、转发或传播的本公司研究报告。经过书面授权的引用、刊载、转发，需注明出处为“财信证券股份有限公司”及发布日期等法律法规规定的相关内容，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司不因此承担任何责任并保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438