

# 宝立食品 (603170.SH)

## 复调创新+C端轻烹，宝立领航“食”尚

**深耕复调二十余载，从单品输出到综合赋能。**1) 发展历史:宝立食品作为西式复调龙头，2001年成立以来，发展历程清晰划分为单一品类期(2001-2007年)、多元扩张期(2008-2017年)、业务创新期(2018年-至今)三大发展阶段。公司通过收购厨房阿芬将空刻品牌纳入麾下，切入C端轻烹赛道，同时积极拓展除百胜以外的头部B端客户，现已成为主营复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料三大业务的复调领军企业。2) 管理情况:公司为民营控股企业，马驹等一致行动人通过臻品致信、宝钰投资实现稳定控股；管理团队兼具行业深度与跨界经验，为战略执行与创新突破提供坚实保障。3) 财务表现:营收利润稳步增长，盈利质量持续优化，公司自2022年上市以来，2022-2024年营收CAGR为14.09%，2025Q1-3公司实现营业收入21.33亿元，同比+10.50%，归母净利润1.92亿元，同比+10.59%，整体业绩增长稳健。

**复调行业：市场增长速度领跑，行业发展潜力巨大。**1) 市场规模:复合调味品市场持续增长，2020-2024年行业收入规模从997亿元增长至1265亿元，对应CAGR为6.1%。2) 驱动因素:企业端餐饮需求呈现强刚性特征，具体表现为2020-2024年企业客户收入从588亿元增至731亿元，CAGR为5.6%，个人客户收入从409亿元增至534亿元，与企业相比增速更快，二者共同推动行业扩容。3) 行业趋势:从B端来看，依托餐饮企业与食品加工制造商的稳定需求，复合调味品实现多场景渗透与应用率提升；C端上，餐饮零售化加深，复合调味品向家庭、餐饮、预制菜等场景渗透，2020-2024年在家餐食市场以18.4%的年均增速扩张，2024年规模达5000亿元。未来复调或围绕采购渠道变革、消费者需求多元化、消费场景创新等方向持续发展。

**B端：绑定头部客户共荣，增强资源集聚优势。**1) 行业:伴随着需求复苏，中国餐饮服务市场规模不断扩大，据艾瑞咨询，2024年已达5.6万亿元，2020-2024年CAGR达到8.78%。餐饮连锁化率提升与外卖市场增长共同推动餐饮企业对复合调味料需求增加。2) 公司:宝立食品依托B端业务起家，在持续拓展客户矩阵后，不断优化客户结构，B端红利仍持续释放，目前主要的客户有百胜中国、麦当劳、达美乐、塔斯汀等，主要客户多年来持续发展，支撑公司2022-2024年复合调味品营收从8.85亿元增长至12.96亿元，CAGR高达21%。

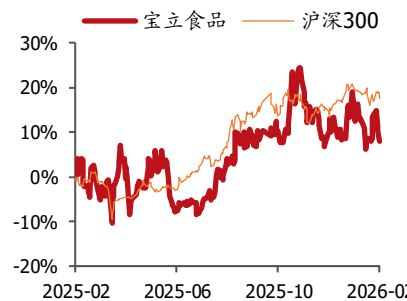
**C端：空刻品牌行业领先，西式轻烹未来可期。**1) 行业:居家消费催化C端预制菜市场，方便速食行业稳定增长。据艾媒咨询，2019-2024年中国预制菜行业市场规模从1712亿元增长至4850亿元，CAGR为23.15%，中国方便速食行业市场规模在2016-2024年从3948亿元逐步增长至7782亿元，CAGR达到8.85%；据观研天下，2020年中国意面市场规模为148亿元，2026年预计将进一步扩容至190亿元，2020-2026年CAGR为5.12%。竞争格局上，方便意面中空刻市占率最为突出，一家独大。2) 公司:厨房阿芬从2019年开始自主研发方便意面，2024年在宝立领导下专注“西式轻烹”。空刻在天猫、抖音等线上平台实现连续5年意大利面类目TOP1，不断放大品牌声量；线下公司加速入驻线下商超体系并深化新零售渠道布局，从市场布局上看，目前空刻系列产品进驻全国所有省份，覆盖90%高端KA门店。产品端，空刻不断推出创意新品，2025年3月推出冲泡即食意面，同年12月速食披萨全新上市。品牌影响力上，空刻

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	调味发酵品II
02月13日收盘价(元)	14.14
总市值(百万元)	5,656.14
总股本(百万股)	400.01
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.89

#### 股价走势



#### 作者

分析师 李梓语  
执业证书编号: S0680524120001  
邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 黄越  
执业证书编号: S0680525050002  
邮箱: huangyue1@gszq.com

#### 相关研究

荣获“中国意面品牌 TOP1”等奖项，声名远扬。整体上，公司轻烹解决方案从 2022 年 10.09 亿元增长至 2024 年 11.30 亿元，CAGR 为 5.80%，发展前景向好。

**投资建议：BC 端携手共赢，市场地位领先。**短期看，B 端核心客户门店扩张带来稳定需求，且宝立不断拓展合作公司类型，除百胜中国之外与麦当劳、喜茶等紧密合作。C 端，空刻新品迭代，线上品牌宣传到位，线下渠道拓展，二者相互配合持续贡献增量。长期看，行业渗透率提升与餐饮复苏双重红利下，公司凭借 B 端大客户合作与 C 端空刻品牌、产品、渠道核心优势，有望实现持续增长。此外，外延式并购是宝立食品实现增长的重要战略方向之一，公司有望进一步扩大规模，稳固行业地位。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.62 亿元/3.00 亿元/3.43 亿元，同比增速分别为+12.44%/+14.30%/+14.46%。考虑行业龙头地位与业务稳定增长，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**消费力恢复不及预期，C 端轻烹赛道竞争加剧，食品安全风险，数据滞后风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,369	2,651	2,998	3,398	3,877
增长率 yoy（%）	16.3	11.9	13.1	13.3	14.1
归母净利润（百万元）	301	233	262	300	343
增长率 yoy（%）	39.8	-22.5	12.4	14.3	14.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.75	0.58	0.66	0.75	0.86
净资产收益率（%）	22.3	17.0	18.0	19.3	20.7
P/E（倍）	18.8	24.3	21.6	18.9	16.5
P/B（倍）	4.2	4.1	3.9	3.6	3.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 02 月 13 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1162	1310	1410	1548	1731
现金	491	588	603	645	711
应收票据及应收账款	295		377	422	477
其他应收款	4	23	26	29	33
预付账款	57	46	53	60	68
存货	267	267	299	335	378
其他流动资产	48	47	52	57	63
<b>非流动资产</b>	738	830	898	951	990
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	358	477	555	618	667
无形资产	89	86	82	79	75
其他非流动资产	291	268	261	254	248
<b>资产总计</b>	1900	2141	2309	2499	2720
<b>流动负债</b>	317	508	556	608	671
短期借款	0	150	150	150	150
应付票据及应付账款	154	195	223	252	288
其他流动负债	164	163	183	206	233
<b>非流动负债</b>	84	76	76	76	76
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	84	76	76	76	76
<b>负债合计</b>	402	584	632	684	747
少数股东权益	146	181	219	263	313
股本	400	400	400	400	400
资本公积	306	306	306	306	306
留存收益	646	669	752	846	954
归属母公司股东权益	1352	1376	1458	1552	1660
<b>负债和股东权益</b>	1900	2141	2309	2499	2720

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	166	320	353	408	461
净利润	311	267	301	344	393
折旧摊销	52	61	87	101	116
财务费用	2	6	9	9	9
投资损失	0	-3	-4	-4	-5
营运资金变动	-123	-22	-49	-55	-65
其他经营现金流	-75	11	9	13	13
<b>投资活动现金流</b>	-81	-153	-149	-151	-151
资本支出	-76	-163	-155	-155	-155
长期投资	-15	6	0	0	0
其他投资现金流	10	3	7	4	5
<b>筹资活动现金流</b>	-2	-70	-189	-215	-244
短期借款	0	150	0	0	0
长期借款	-1	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	23	0	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-220	-189	-215	-244
<b>现金净增加额</b>	84	97	15	42	66

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2369	2651	2998	3398	3877
营业成本	1584	1781	2032	2303	2629
营业税金及附加	18	19	22	25	29
营业费用	347	385	432	489	558
管理费用	67	73	81	88	99
研发费用	47	53	63	72	83
财务费用	-3	1	-9	-9	-10
资产减值损失	-10	-5	-5	-5	-5
其他收益	29	25	30	34	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	4	4	5
资产处置收益	86	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	411	355	399	456	522
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	410	354	398	455	520
所得税	98	86	97	111	127
<b>净利润</b>	311	267	301	344	393
少数股东损益	10	34	38	44	50
<b>归属母公司净利润</b>	301	233	262	300	343
EBITDA	374	413	476	547	626
EPS (元/股)	0.75	0.58	0.66	0.75	0.86

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.3	11.9	13.1	13.3	14.1
营业利润(%)	39.6	-13.6	12.4	14.3	14.4
归属母公司净利润(%)	39.8	-22.5	12.4	14.3	14.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.1	32.8	32.2	32.2	32.2
净利率(%)	12.7	8.8	8.7	8.8	8.8
ROE(%)	22.3	17.0	18.0	19.3	20.7
ROIC(%)	15.7	15.1	15.6	16.6	17.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	21.1	27.3	27.4	27.4	27.5
净负债比率(%)	-28.5	-24.3	-23.5	-24.0	-25.5
流动比率	3.7	2.6	2.5	2.5	2.6
速动比率	2.5	1.9	1.8	1.8	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	8.7	8.4	8.4	8.5	8.7
应付账款周转率	10.3	10.2	9.7	9.7	9.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.58	0.66	0.75	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.80	0.88	1.02	1.15
每股净资产(最新摊薄)	3.38	3.44	3.64	3.88	4.15
<b>估值比率</b>					
P/E	18.8	24.3	21.6	18.9	16.5
P/B	4.2	4.1	3.9	3.6	3.4
EV/EBITDA	16.9	13.8	11.1	9.5	8.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 02 月 13 日收盘价

## 内容目录

一、宝立食品：西式复调龙头，方便意面品牌先锋 .....	6
1.1 历史复盘：深耕复调二十余载，从单品输出到综合赋能 .....	6
1.2 管理情况：股权结构稳定，团队经验丰富 .....	8
1.3 财务情况：营收利润稳定增长，结构持续优化升级 .....	9
二、复调行业：市场增长速度领跑，行业发展潜力巨大 .....	12
三、B端：绑定头部客户共荣，增强资源集聚优势 .....	15
3.1 行业：市场扩大门店增加，连锁深化外卖崛起 .....	15
3.2 公司：大B红利持续释放，客户结构不断优化 .....	17
四、C端：空刻品牌行业领先，西式轻烹未来可期 .....	21
4.1 行业：方便意面机遇充足，轻烹赛道前景向好 .....	21
4.2 公司：西式轻烹创新启航，市场产品品牌三力齐发 .....	22
五、盈利预测与估值 .....	25
5.1 收入拆分及盈利预测 .....	25
5.2 可比公司估值 .....	27
六、风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 公司历史发展阶段 .....	6
图表 2: 公司调味酱系列产品 .....	7
图表 3: 公司主要客户 .....	7
图表 4: 公司B端合作商进一步扩容 .....	8
图表 5: 2023年空刻意面618全周期销售额超1亿元 .....	8
图表 6: 公司股权架构稳定 .....	8
图表 7: 公司核心管理层经验丰富 .....	9
图表 8: 2018-2025Q1-3公司营业收入稳定上升 .....	9
图表 9: 2018-2025Q1-3公司归母净利润整体上升 .....	9
图表 10: 2018-2025Q1-3公司三大业务营业收入（亿元）及同比 .....	10
图表 11: 2018-2025Q1-3公司三大业务占比变化 .....	10
图表 12: 2018-2024年公司毛利率优化、归母净利率略微承压 .....	10
图表 13: 2018-2024年轻烹解决方案毛利率上升较为突出 .....	10
图表 14: 2018-2024年公司对比友商销售费用率 .....	11
图表 15: 2018-2024年公司对比友商管理费用率 .....	11
图表 16: 2022-2024年公司现金分红总额、分红比例稳步提升 .....	11
图表 17: 2022-2024年公司股息率 .....	11
图表 18: 2020-2024年复合调味品市场规模（亿元） .....	12
图表 19: 2024年中美日人均支出（元/人）与复调在整体调味品市场中的占比 .....	12
图表 20: 2020-2024复调市场规模（按终端客户类型收入划分，亿元） .....	13
图表 21: 2024年中国调味食品行业渠道结构 .....	13
图表 22: 在家餐食产品市场规模（亿元）及占食品零售比例 .....	14
图表 23: 调味品产品痛点以健康问题为主 .....	14
图表 24: 2020-2024年中国饮食服务市场规模（亿元）及同比 .....	15
图表 25: 2020-2024年中国餐饮业社零总额（亿元）及同比 .....	15
图表 26: 2024年餐饮细分市场规模占比 .....	15
图表 27: 截至2024Q4餐饮主要业态多维度比较 .....	15
图表 28: 2020-2024年西式快餐市场规模（亿元）与同比 .....	16
图表 29: 2024年头部西式快餐企业市场份额占比情况 .....	16
图表 30: 2020-2025年中国餐饮服务连锁率 .....	16
图表 31: 2024年全球各国餐饮服务连锁率 .....	16
图表 32: 2017-2027E中国在线餐饮外卖市场规模及同比 .....	17

图表 33:	2025 年全国部分餐饮赛道外卖业务占比情况 .....	17
图表 34:	公司主要客户结构与发展历程梳理 .....	17
图表 35:	2022-2024 年公司前五大客户销售收入占营业收入比重变化 .....	18
图表 36:	2022-2024 年公司第一大客户销售收入占营业收入比重变化 .....	18
图表 37:	公司与百胜中国的合作不断深化 .....	19
图表 38:	百胜中国供应商的审核机制严格 .....	19
图表 39:	百胜中国品牌多元且规模较大 .....	19
图表 40:	百胜中国营业收入（亿元）整体稳步上升 .....	19
图表 41:	2018-2025H1 百胜中国肯德基与必胜客门店数量（单位：家） .....	19
图表 42:	麦当劳曾颁予公司“‘金’诚合作大奖”（左一） .....	20
图表 43:	宝立食品主要客户 2025H1 营业收入（亿元）及同比 .....	20
图表 44:	2019-2024 年中国预制菜行业市场规模（亿元）及同比 .....	21
图表 45:	2016-2024E 年中国方便速食行业市场规模（亿元）及同比 .....	21
图表 46:	2020、2021、2026E 中国意面市场规模 .....	21
图表 47:	2024H1 轻烹意面网络品牌竞争格局 .....	21
图表 48:	空刻意面从 2019 年“方便意面”发展到 2024 年“西式轻烹” .....	22
图表 49:	空刻意面轻烹方法四步曲 .....	22
图表 50:	2021-2024 年公司集团营业收入、线上销售营收、线上营收 yoy .....	23
图表 51:	公司深化线下新零售布局 .....	23
图表 52:	空刻意面主要产品梳理 .....	23
图表 53:	2025 年空刻推出的主要新品及 IP 联名宣传 .....	24
图表 54:	空刻意面线下营销活动火热 .....	24
图表 55:	空刻品牌市场影响力广泛 .....	24
图表 56:	宝立食品盈利预测部分拆分（百万元） .....	26
图表 57:	宝立食品费用率预测（%） .....	26
图表 58:	宝立食品可比公司估值表 .....	27

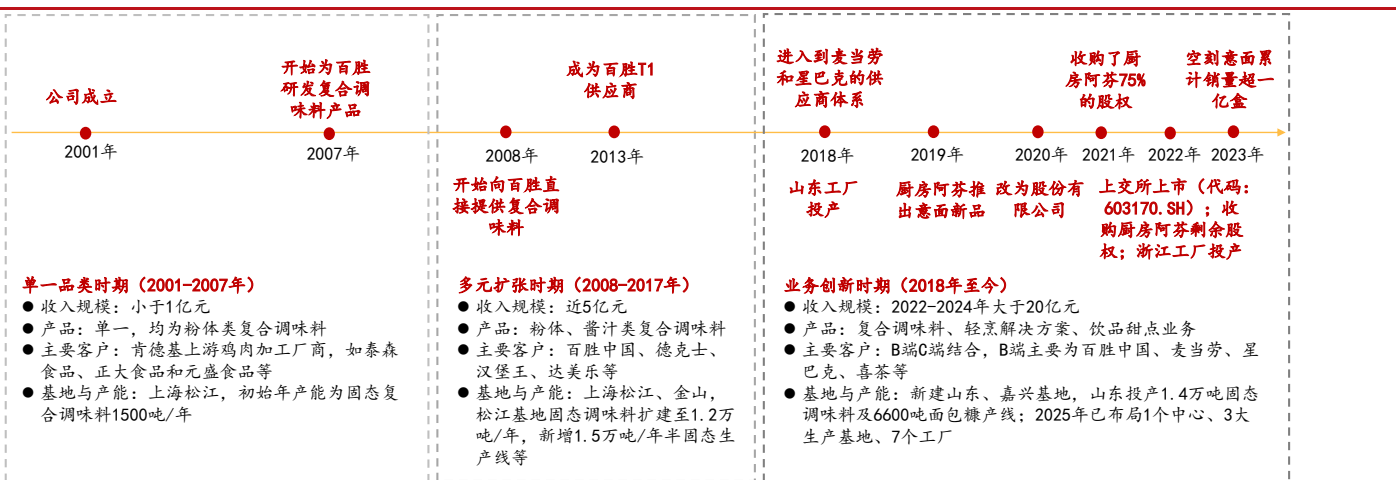
## 一、宝立食品：西式复调龙头，方便意面品牌先锋

复合调味行业领军者，双端赋能业务创新。公司自2001年成立以来，深耕复合调味料行业二十余年，成长为餐饮及食品工业的风味及产品解决方案提供商。宝立食品以“提升大众生活品质”为己任，经营三大业务，包括复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料，产品体系涵盖裹粉、调味粉、腌料、调味酱等，应用领域涉及中西式餐饮、食品加工、火锅、茶饮、咖啡、烘焙、冰激凌、互联网定制餐饮等热门赛道。公司持续深化创新布局，B端已与百胜中国（肯德基、必胜客等）、麦当劳等头部餐饮连锁达成合作；C端则以空刻品牌为核心，持续推进轻烹食品革新。2025Q1-3宝立食品实现营业收入21.33亿元，同比+10.50%，归母净利润1.92亿元，同比+10.59%，2018-2024年营收/归母净利润CAGR分别为24.51%/16.69%。

### 1.1 历史复盘：深耕复调二十余载，从单品输出到综合赋能

回顾发展历史，我们认为宝立食品大致可以分为单一品类时期（2001-2007年）、多元扩张时期（2008-2017年）、业务创新时期（2018年-至今）三个发展阶段。

图表1：公司历史发展阶段



资料来源：公司招股书，公司年报，公司公告，同花顺，空刻微信公众号，国盛证券研究所

#### 1) 单一品类期（2001-2007年）

初创聚焦单一粉体，上游代工构筑基础。2001年公司正式成立，启动复合调味料业务布局；2007年，公司启动百胜直接供应商体系的准入筹备工作，同步开启适配百胜需求的复合调味料产品研发。此阶段公司聚焦单一赛道，产品均为裹粉、面包糠等粉体类复合调味料；客户集中服务于肯德基上游鸡肉加工厂商，核心合作方包括泰森食品、正大食品、元盛食品等头部企业；该阶段公司生产基地位于上海松江，初始年产能约为固态复合调味料1500吨/年，随着公司产品类别的增加和产销量规模的增大，公司开始在上海松江生产基地基础上扩建。在规模层面，该阶段收入规模始终低于1亿元。

## 2) 多元扩张期 (2008-2017 年)

粉酱齐增丰富品类，客群拓展增加营收。2008 年公司开始向百胜直接提供复合调味料，正式切入头部餐饮连锁的直供体系，通过与百胜上游供应商的合作，逐渐了解百胜体系的技术需求、工艺要求等，并逐步实现了与百胜研发体系的熟悉和对接；2013 年公司成功升级为百胜 T1 供应商，获得头部客户的认可；该阶段公司上海松江生产基地固态调味料生产线扩建至 1.2 万吨/年，同时新增 1.5 万吨/年半固态调味料产线，除上海松江生产基地外，公司还在上海金山新建固态和半固态调味料的生产基地，粉体类和酱汁类复合调味料生产线产能进一步提升；合作结构方面呈现多元化趋势，除核心客户百胜中国外，还逐步拓展了德克士、汉堡王、达美乐等连锁餐饮品牌，业务覆盖范围持续扩大；该时期公司营收规模攀升至近 5 亿元，较单一品类时期实现突破。

图表2: 公司调味酱系列产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表3: 公司主要客户



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

## 3) 业务创新期 (2018-至今)

餐供拓疆促进协同，轻烹破局业务创新。2018 年山东宝立工厂投产，同时公司开始向奶茶、互联网轻烹解决方案进行探索并战略布局；2019 年公司客户厨房阿芬推出新品氢刻意面（后更名为“空刻意面”）；2020-2021 年空刻意面销售爆火后，厨房阿芬对公司的采购额大幅增长；2020 年公司完成改制成为股份有限公司；2021 年收购厨房阿芬 75% 股权；2022 年公司成功于上交所上市（代码：603170.SH），并在同年收购厨房阿芬剩余 25% 股权，实现全资控股；2022 年继山东工厂之后，浙江生产基地一期项目实现全面投产，全年累计贡献产值达 3.5 亿元规模；2021-2023 年空刻连续 3 年 618 意面类目 TOP1，天猫方便面/拉面/挂面/轻食面类目 TOP1；2023 年 6 月，欧睿咨询依据意面零售渠道销量统计，认证空刻意面累计销量超一亿盒。业务创新时期，公司从单一复合调味料拓展至轻烹解决方案、饮品甜点业务，B 端客户在百胜中国基础上，新增麦当劳等头部品牌，C 端则以空刻为核心覆盖家庭轻烹消费场景；2022-2024 年营收规模超 20 亿元，较前一时期的量级跃升。

图表4: 公司 B 端合作商进一步扩容



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表5: 2023 年空刻意面 618 全周期销售额超 1 亿元

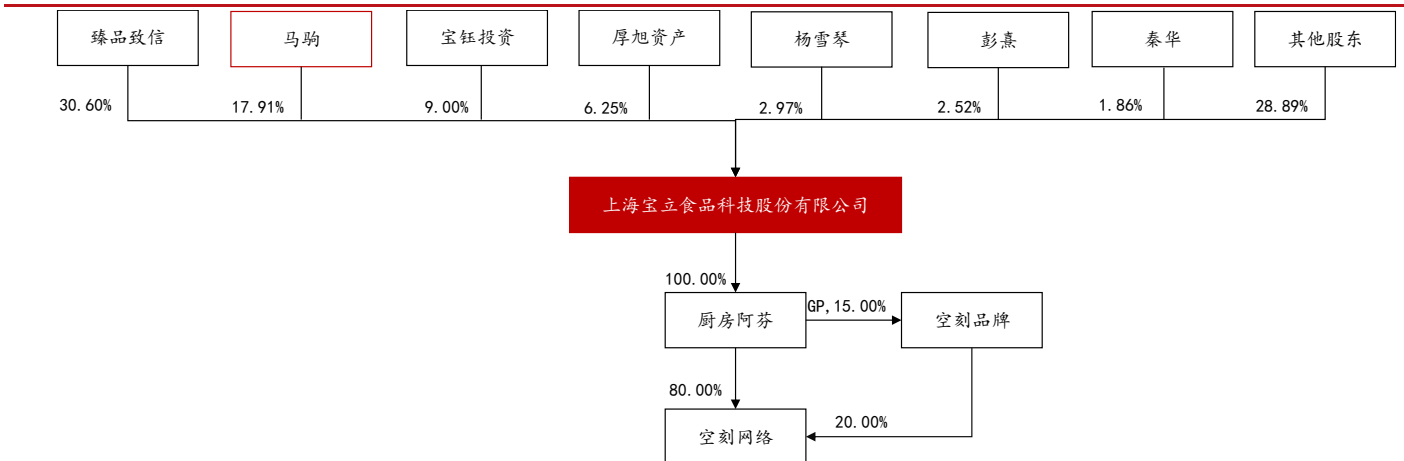


资料来源: 空刻微信公众号, 国盛证券研究所

## 1.2 管理情况: 股权结构稳定, 团队经验丰富

**股权架构整体稳定, 高管持股激发动力。**宝立食品构建了较为稳定的股权结构, 马驹、胡珊、周琦、沈淋涛、臻品致信和宝钰投资于 2020 年共同签署《一致行动协议》, 继续采取一致行动共同控制公司, 其中马驹先生为公司董事长。截至 2025 年三季报, 宝立食品第一大股东为杭州臻品致信投资合伙企业, 持股比例达 30.60%, 系一致行动人; 实际控制人马驹为第二大股东, 直接持股 17.91%; 第三大股东为杭州宝钰投资管理合伙企业, 同时是公司上市前设立的员工持股平台, 持股比例 9.00%。子公司方面, 宝立食品 100% 全资控股厨房阿芬, 厨房阿芬持有空刻品牌 15% 的权益。公司创始人团队通过控股稳定根基, 管理层深度绑定激发执行活力, 有利于增加团队的积极性。

图表6: 公司股权架构稳定



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所注: 截至 2025 年 9 月 30 日

**管理层经验丰富, 重视研发人才培养。**公司董事长、董事马驹为定制餐调行业资深人士, 曾于全球知名调味品制造商基快富担任经理一职; 副董事长、董事沈淋涛曾担任和瑞控股风控总监等职; 董事、总经理何宏武履历丰富, 先后担任百胜研发部副总监、圣农股份副总裁等重要职位; 副总经理梁冬允则具备味联合利华食品、亨氏调味食品等头部企业的核心技术岗位任职经历; 副总经理杨哲曾担任希杰食品研发与新事业开发总监。同时公司高度重视研发人才的培育与激励, 核心技术人员中不乏来自李锦记、凯美瑞等专业人士, 为公司持续保持新品研发竞争力筑牢了人才根基。

图表7: 公司核心管理层经验丰富

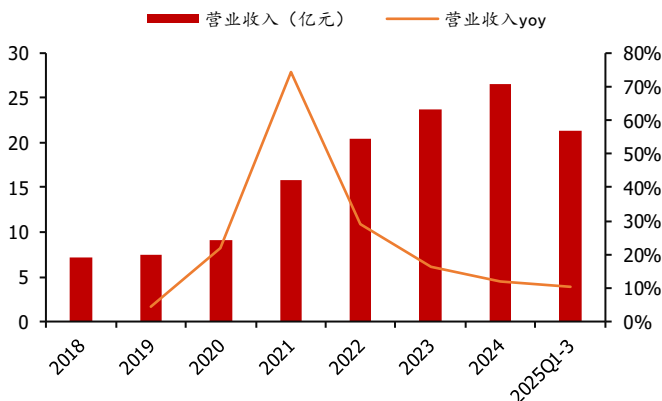
姓名	职务	年龄	简介
马驹	董事长、董事	61 岁	曾担任安庆市燎原化工厂业务员、上海基快富贸易有限公司经理、上海保立食品有限公司总经理、董事，2020 年 9 月至今，担任上海宝立食品科技股份有限公司董事长。
沈淋涛	副董事长、董事	45 岁	曾担任和瑞控股有限公司风控总监、浙江策信投资管理有限公司董事长兼总经理，2017 年 12 月至今，历任上海宝立食品科技股份有限公司董事和副董事长。现任杭州今奥信息科技股份有限公司副董事长、浙江策信投资管理有限公司董事长兼总经理。
何宏武	董事、总经理	57 岁	曾担任农业部安徽泾县示范场技术员、铭基食品有限公司主管、百胜（中国）投资有限公司研发部副总监、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，2015 年至今，担任上海宝立食品科技股份有限公司总经理。
任铭	董事、财务总监、董事会秘书	45 岁	曾担任浙江中瑞江南会计师事务所有限公司审计员、部门经理、浙江策信投资管理有限公司投资经理、上海宝立食品科技股份有限公司董事会秘书、上海宝立食品科技股份有限公司董事，2020 年 9 月至今，担任上海宝立食品科技股份有限公司财务总监。
梁冬允	副总经理	53 岁	曾担任味可美（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，2007 年 3 月至今，担任上海宝立食品科技股份有限公司研发总监，2020 年 9 月至今，担任上海宝立食品科技股份有限公司副总经理。
杨哲	副总经理	49 岁	曾担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，2013 年 4 月至今，担任上海宝立食品科技股份有限公司销售总监，2020 年 9 月至今，担任上海宝立食品科技股份有限公司副总经理。

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

### 1.3 财务情况: 营收利润稳定增长, 结构持续优化升级

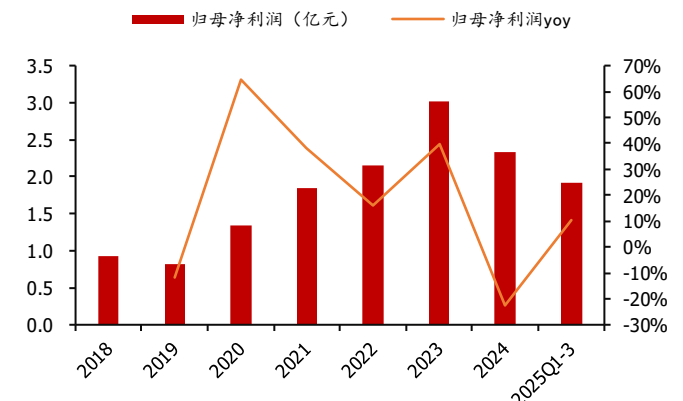
**收入增速亮眼, 利润整体上升。**收入端, 2018 年公司实现营业收入 7.11 亿元, 此后持续增加, 2024 年营收增至 26.51 亿元, 2018-2024 年营收 CAGR 达 24.51%; 2025Q1-3 公司实现营收 21.33 亿元, 同比+10.50%, 增速保持稳健。利润端, 2018 年公司实现归母净利润 9239.30 万元, 2018-2024 年 CAGR 为 16.69%, 呈稳步提升态势, 2024 年归母净利润 2.33 亿元, 同比-22.52%有所下降, 主系非经常性损益增加抬高 2023 年归母利润基数; 2025Q1-3 公司实现归母净利润 1.92 亿元, 同比+10.59%, 利润表现持续稳定。

图表8: 2018-2025Q1-3 公司营业收入稳定上升



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表9: 2018-2025Q1-3 公司归母净利润整体上升

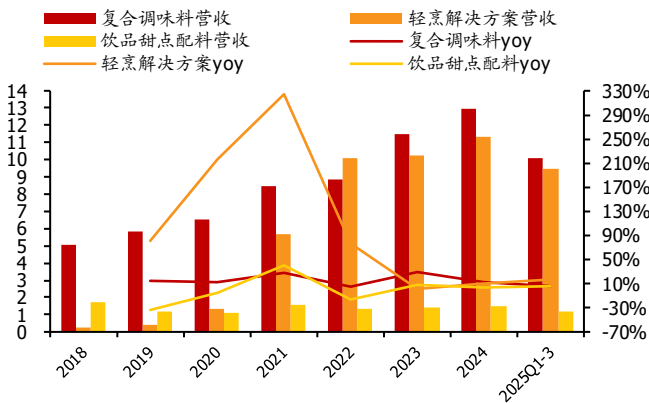


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

- **复调轻烹双轮驱动, 配料业务占比最小。**业务拆分来看, 复合调味料业务 2025Q1-3 实现营收 10.12 亿元, 同比+6.12%, 在整体营收中的占比约 48.68%, 延续稳步增长态势; 轻烹解决方案为公司相对新兴的业务, 面向 C 端的空刻意面在居家消费需求增加的催化下成为爆品, 2020-2021 年曾实现超 200% 的高速扩张, 2022 年轻烹业务营收占比超过复调业务, 占比达 49.56%, 2025Q1-3 轻烹业务实现营收 9.51

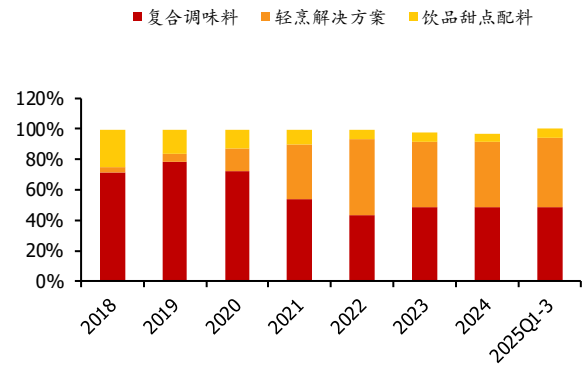
亿元,同比+17.36%,在整体营收中的占比约45.74%;饮品甜点配料业务,2025Q1-3实现营收1.16亿元,同比+5.91%,营收占比从2018年的24.73%逐步下降至5.58%,业务权重在公司整体布局中明显缩减。

图表10: 2018-2025Q1-3公司三大业务营业收入(亿元)及同比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表11: 2018-2025Q1-3公司三大业务占比变化

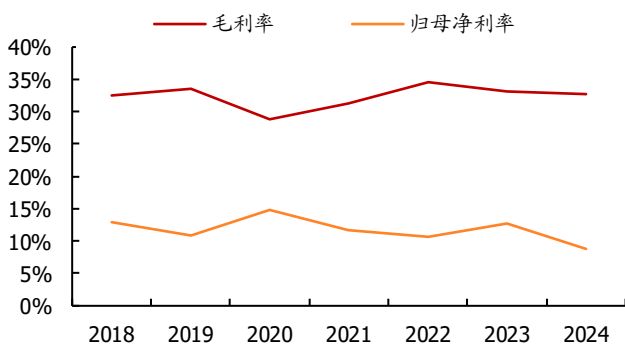


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

**毛利率结构优化,归母净利率略微承压。**公司销售毛利率自2018年32.43%起经历阶段性波动,2020-2022年逐步上升,2022年达到34.57%后保持平稳,主系高毛利的轻烹解决方案业务占比提升,带动整体盈利水平阶段性上升。归母净利率方面,公司2020年归母净利率达14.82%高峰,主系费用支出下降,2021-2022年略微承压,2024年归母净利率为8.80%,压力相对较大,主系销售等费用投入增加。

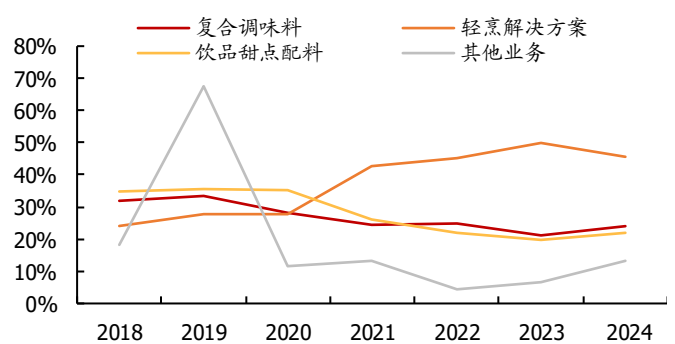
➤ **三大业务毛利率波动,高毛利轻烹板块突出。**食品三大核心业务2018-2024年的毛利率呈现阶段性变化,复合调味料毛利率以2018年32.06%起步,后续波动下行至2023年21.17%的阶段低点,24年略有回升;轻烹解决方案毛利率从受居家消费增长驱动2020年开始明显抬升,2023年达到49.91%的峰值后有所回落,24年仍维持在45.68%的高位;饮品甜点配料毛利率在2018-2020年保持34%-35%的较高区间,2024年降至21.82%。整体上,三大业务的盈利分化,体现出公司业务重心在不同时期的变化。

图表12: 2018-2024年公司毛利率优化、归母净利率略微承压



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表13: 2018-2024年轻烹解决方案毛利率上升较为突出

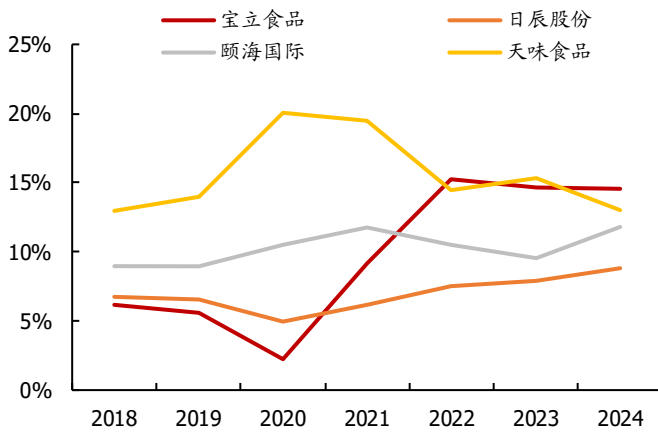


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

**销售费用率抬升后趋稳,管理费用率持续优化。**销售费用率方面,2018-2019年维持较低水平,2021年起逐步上升,主要是因为公司收购了从事电商业务的厨房阿芬,其电商特有的引流与促销模式推高了支出,2022年升至高峰15.25%后回落维持平稳。管理费用率方面,2018年为4.05%,2019年阶段性升至6.98%后持续收窄,2020年公司管理

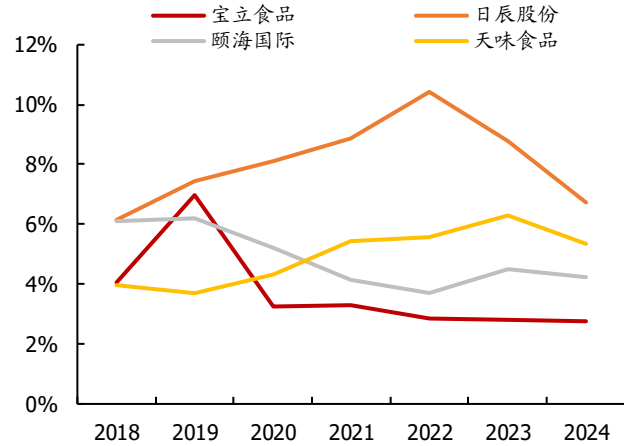
费用下降主系阶段性社保减免，管理费用职工薪酬减少，2020 年后低管理费用率延续，体现了公司成本控制能力持续增强，推动管理费用投放更趋合理高效。

图表14: 2018-2024 年公司对比友商销售费用率



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

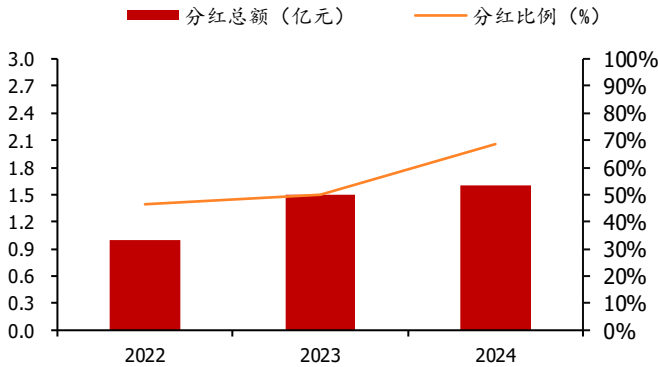
图表15: 2018-2024 年公司对比友商管理费用率



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

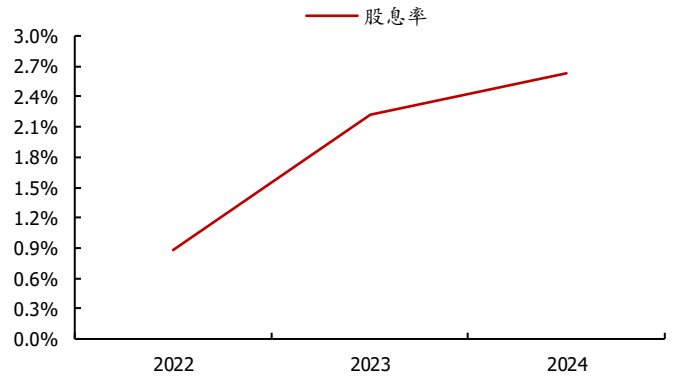
**重视股东回报，分红适配增长。**公司自 2022 年上市以来已累计实施 5 次现金分红，累计分红总额超 4.66 亿元，体现出对股东回报的基本重视。2022-2024 年分红规模与股利支付率呈阶段性提升，现金分红总额从 1.00 亿元增至 1.60 亿元，股利支付率从 46.43% 升至 68.60%，对应股息率也从 0.88% 提升至 2.63%，这一阶段分红力度的攀升，与同期归母净利润的增长形成了较好的匹配。

图表16: 2022-2024 年公司现金分红总额、分红比例稳步提升



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表17: 2022-2024 年公司股息率

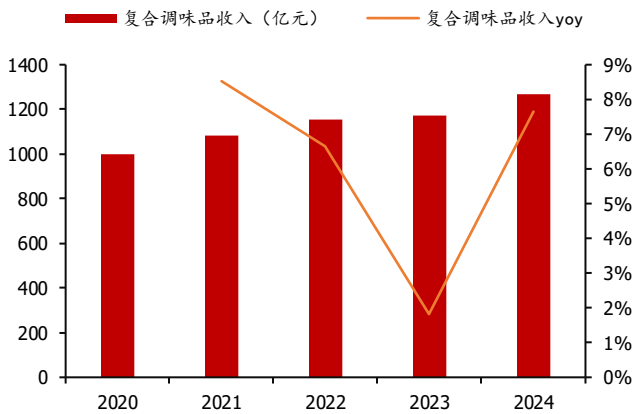


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

## 二、复调行业：市场增长速度领跑，行业发展潜力巨大

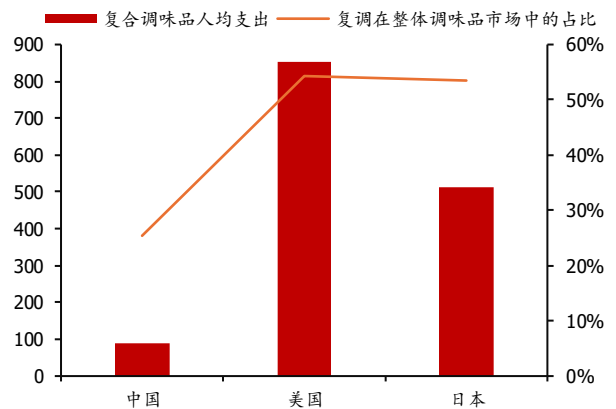
复调市场增长速度快，渗透率提升空间广阔。中国调味品市场稳步增长，2024年规模达到4981亿元，2020-2024年CAGR达到2.5%，其中2020-2024年复合调味品行业收入规模从997亿元增长至1265亿元，对应CAGR为6.1%，这一增速远超同期基础调味品的1.4%，高于调味品行业整体2.5%的增速，展现出行业巨大的增长潜力。市场渗透方面，2024年，中国复合调味品在调味市场的占比为25.4%，低于美国、日本的54.3%与53.5%。人均支出方面，中国为89.8元显著低于美国852元、日本513.3元，有较大提升空间。因饮食文化、消费习惯等差异，美日市场已成熟，中国市场尚处早期，行业增长潜力显著。

图表18: 2020-2024年复合调味品市场规模(亿元)



资料来源: 天味食品招股说明书, 国盛证券研究所

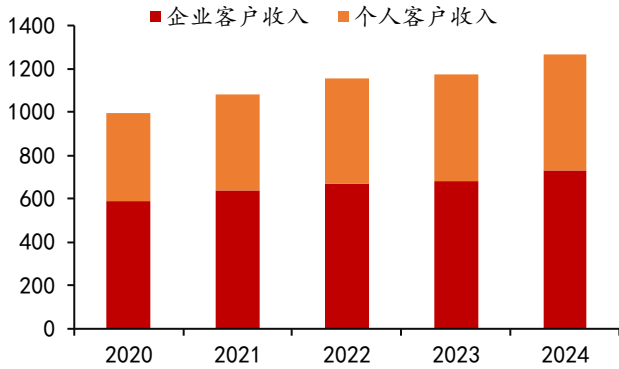
图表19: 2024年中美日人均支出(元/人)与复调在整体调味品市场中的占比



资料来源: 天味食品招股说明书, 国盛证券研究所

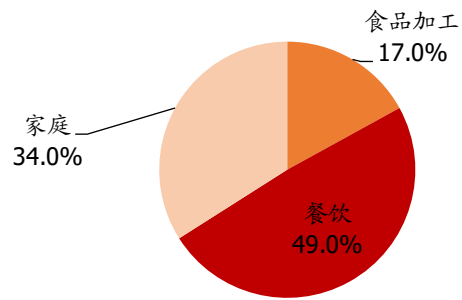
企业客户稳固份额, 家庭消费动力突出。复调行业客户结构上, 企业客户收入规模从2020年的588亿元增长到2024年731亿元, CAGR为5.6%; 同期个人客户则从409亿元增长到534亿元, CAGR为6.9%, 增长更快。从渠道结构来看, 调味品食品行业以餐饮、家庭、食品加工为三大核心渠道, 2024年分别占比为49%/34%/17%。除餐饮行业和食品加工业之外, 随着购买力增强, C端家庭消费场景对调味食品的需求已形成规模化市场, 是行业需求的重要增量来源。居民饮食结构已从基本温饱向更高品质、更健康的方向转变。对高品质调味品的需求显著上升。兼具便利性与风味多样性的复合调味品, 正成为中产阶级及年轻家庭的首选。

图表20: 2020-2024 复调市场规模 (按终端客户类型收入划分, 亿元)



资料来源: 天味食品招股书, 国盛证券研究所

图表21: 2024 年中国调味食品行业渠道结构

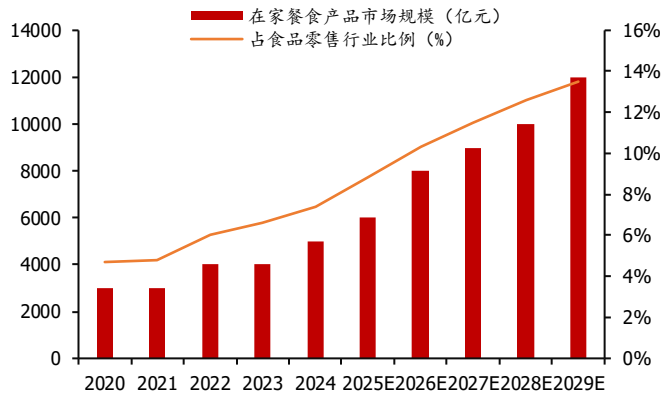


资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

**渠道革新重塑格局, 需求精细引领升级。**中国复合调味品行业在快速发展之中呈现众多趋势, 例如采购渠道变革、消费者需求多元化、消费场景创新等。

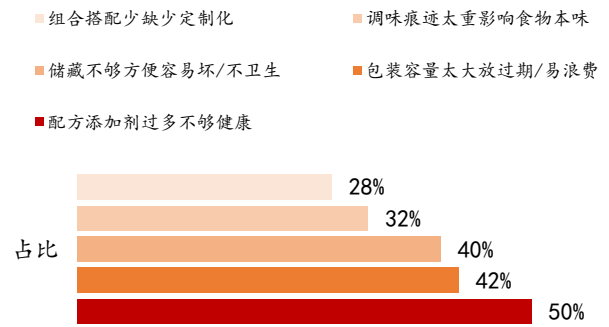
- **餐饮零售化加深:** 即时零售及直播电商销售等新兴渠道正从根本上重塑调味品消费格局。线上与线下销售渠道的融合, 驱动餐饮零售化加深。据艾瑞咨询, 2024 年中国在家餐食市场规模达到 5000 亿元, 占食品零售 7.4%, 2020-2024 年在家餐食市场以 18.4% 的年均复合率快速增长, 远高于整体食品零售市场增速。
- **消费者需求多元化:** 据炼丹炉大数据, 消费者购买调味品时既重视口味, 也关注配方健康、配料表干净及包装等方面。根据炼丹炉大数据, 消费者对复合调味品的主要顾虑集中在健康性与实用性上, 其中约有 50% 的产品痛点为配方添加剂过多不够健康, 另有超四成为包装容量太大易过期或浪费。同样地, 低盐、低脂、有机、无添加剂的产品愈发普及, 相关产品在年轻消费群体及健康导向型消费者中尤为受欢迎。此外, 具有差异化风味及文化特色的调味品需求也在快速增长。整体上, 行业消费正从基础功能导向, 向精细化、健康化及体验化方向转变。
- **消费场景创新:** 复合调味品正加速渗透家庭、餐饮及预制菜等场景, 应用率快速提升。露营、健身餐等新兴场景催生了对便捷、健康、多功能调味品的需求, 场景化创新既创造了消费增量, 也增强了品牌黏性。这一趋势标志着复合调味品已突破传统烹饪局限, 成为现代饮食体系的重要组成部分, 支撑着市场的长期增长。

图表22: 在家餐食产品市场规模(亿元)及占食品零售比例



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表23: 调味品产品痛点以健康问题为主



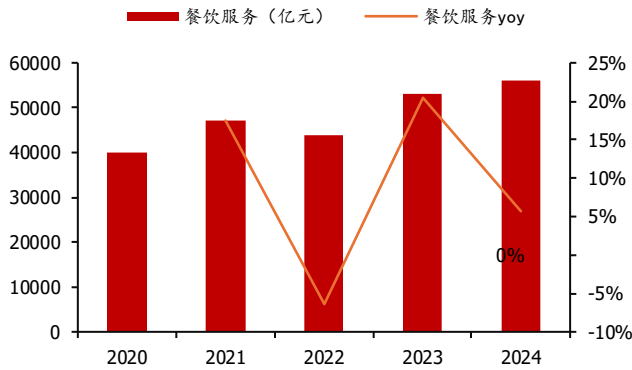
资料来源: 炼丹炉大数据, 国盛证券研究所

### 三、B端：绑定头部客户共荣，增强资源集聚优势

#### 3.1 行业：市场扩大门店增加，连锁深化外卖崛起

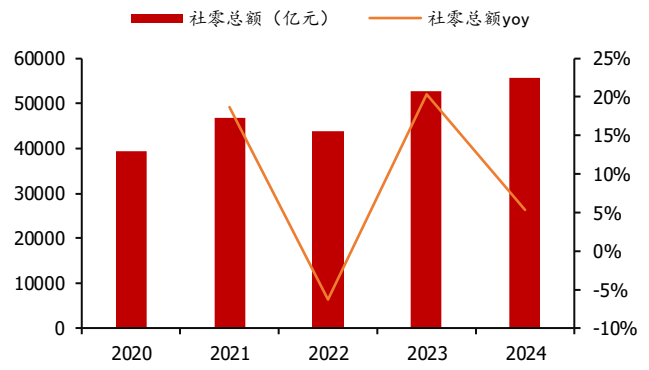
餐饮市场逐步复苏，行业增长韧性显现。据艾瑞咨询，2024年中国餐饮服务市场的规模已达5.6万亿元，2020-2024年CAGR达到8.78%；2024年餐饮业社会零售总额达到5.57万亿元，2020-2024年CAGR达到8.96%。随着全国各地促消费政策的持续发力，餐饮消费市场需求不断被激发，加速拓店和深入下沉市场成为各大餐饮品牌的重中之重。

图表24：2020-2024年中国餐饮服务市场规模（亿元）及同比



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

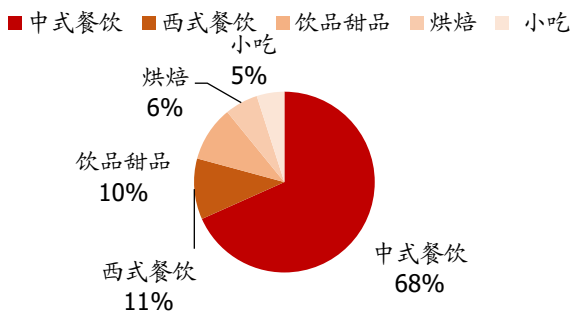
图表25：2020-2024年中国餐饮业社零总额（亿元）及同比



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

中式餐饮市场占比可观，西式体量偏小潜力深厚。据高岩科技，目前餐饮业可大致分为中式餐饮、西式餐饮、饮品甜点、烘焙等业态，2024年中式餐饮占全国餐饮收入约68%，西式餐饮占11%，市场占比偏小，未来有较大提升潜力。从消费价格来看，西式及亚洲风格餐饮人均消费价格为58元，略低于中式正餐，且门店体量仍处于相对低位，说明市场渗透率尚未完全释放，存在可观的提升空间，发展潜力深厚。

图表26：2024年餐饮细分市场规模占比



资料来源：商务部-复旦大学X高岩科技，国盛证券研究所

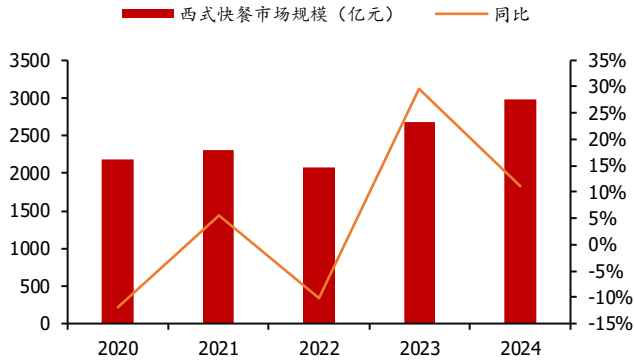
图表27：截至2024Q4餐饮主要业态多维度比较

	中式正餐	中式休闲餐	中式快餐	非中式餐饮	烘焙	饮品甜点	小吃
各地经典	各地经典	跨区域菜系	国民品类	西式及亚洲	面粉及乳	现制饮品为主	即买即食
地方菜系	地方菜系	特色品类	标准化餐饮	风格餐饮	制品为主	零售业态	轻量化餐饮
门店数量	154万	133万	273万	52万	39万	73万	130万
连锁化率	20%	28%	30%	51%	44%	46%	34%
人均单价	64元	58元	23元	58元	41元	27元	23元

资料来源：高岩科技，国盛研究所

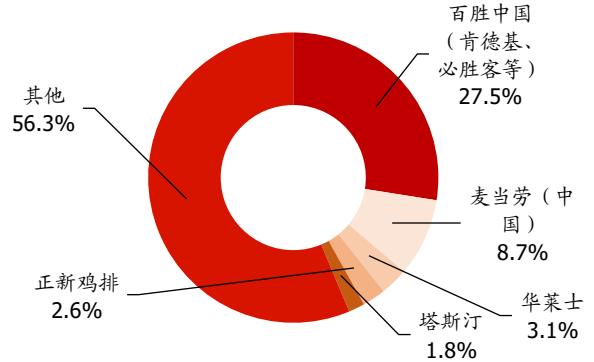
西餐市场稳定增长，门店增加资源集聚。据红餐产业研究院，2024年中国西式快餐市场规模达2975亿元，2025年该市场规模预计进一步提升至3280亿元，整体延续了稳步扩张的节奏。西式快餐行业呈现头部扩店的发展特征，国际巨头与本土品牌加速拓店。2024年3月至2025年2月，肯德基、麦当劳净增门店均超800家，塔斯汀净增2000余家且总门店破9000家，必胜客、达美乐等净增均超200家。整体上，2025年一季度门店数TOP10品牌占比22%，2024年营收前五企业市占率达44%，头部品牌强势。

图表28: 2020-2024年西式快餐市场规模(亿元)与同比



资料来源: 红餐产业研究院, 国盛证券研究所

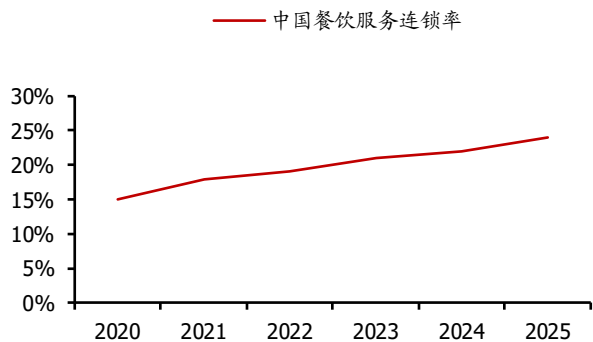
图表29: 2024年头部西式快餐企业市场份额占比情况



资料来源: 红餐产业研究院, 国盛证券研究所

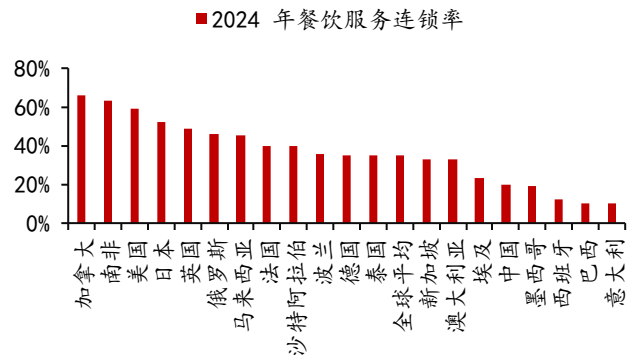
**餐饮连锁提速升维, 外卖驱动市场增长。**据艾瑞咨询, 2020-2025年, 中国餐饮服务连锁率从15%稳步上升至24%左右, 且在餐饮服务和食品零售等门店总量已跻身全球前列, 但连锁化率仍明显落后于美日等成熟市场, 低于全球35%的平均水平。除餐饮连锁化趋势外, 外卖赛道在餐饮业态中逐渐崛起。中国在线餐饮外卖市场从2017年的3013亿元有望逐步增长至2027年预测的19567亿元。从品类上看, 2025年全国部分餐饮赛道外卖业务占比中, 小吃快餐、饮品的占比居前, 分别达到36.30%与35.20%。结合行业趋势, 复合调味品兼具操作便捷、风味稳定的特性, 或成为餐饮企业后续选用调味品的主流方向。

图表30: 2020-2025年中国餐饮服务连锁率



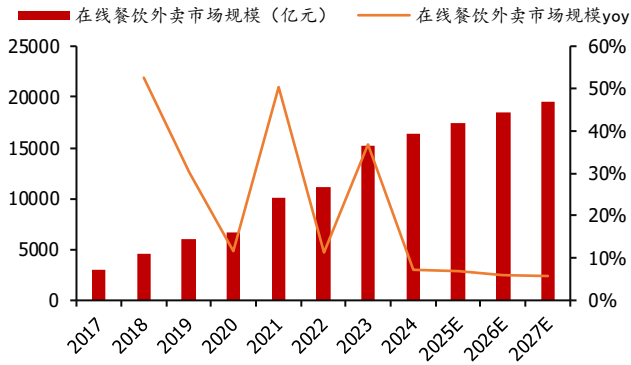
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所 注: 选取按门店数 (n>=3) 口径统计

图表31: 2024年全球各国餐饮服务连锁率



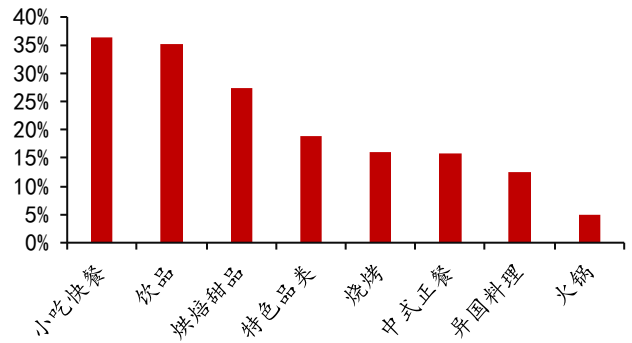
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所 注: 连锁率按餐饮服务的零售销售价格 (RSP) 口径统计

图表32: 2017-2027E 中国在线餐饮外卖市场规模及同比



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表33: 2025年全国部分餐饮赛道外卖业务占比情况

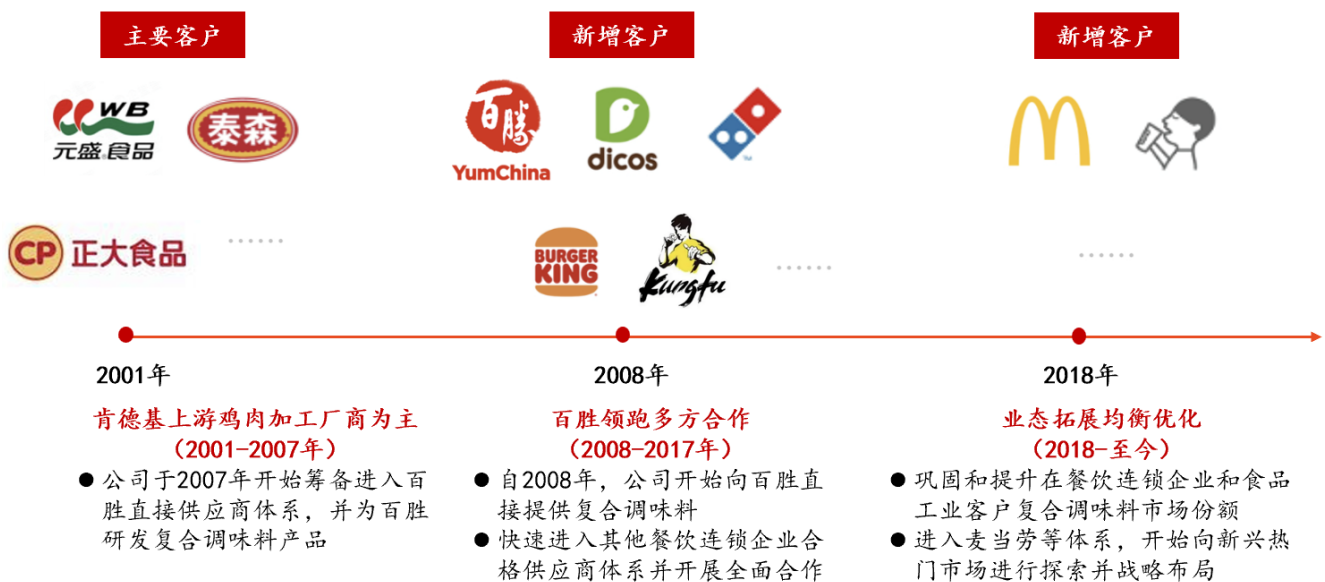


资料来源: 红餐产业研究院, 国盛证券研究所 注: 统计日期截至 2025.5.31

### 3.2 公司: 大 B 红利持续释放, 客户结构不断优化

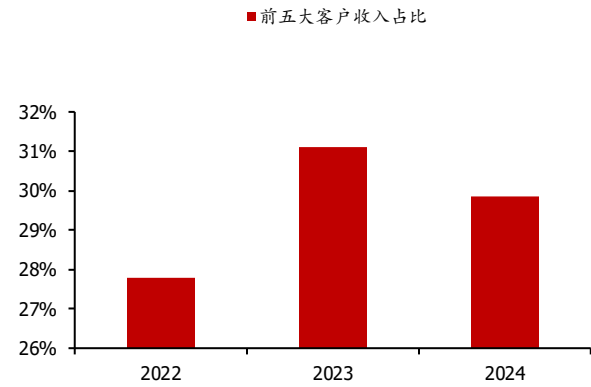
**B 端稳守大客户粘性, 新客增加结构渐优。**公司依托 B 端业务起家, 持续拓展客户矩阵。2001-2007 年客户主要以肯德基上游鸡肉加工厂商为主; 2008-2017 年, 百胜为主要客户同时开展多方合作; 2018 年至今, 公司持续优化业态, 大 B 端红利稳固。从具体数据来看, 2022 年度、2023 年度和 2024 年度, 公司对前五大客户实现的销售收入占公司营业收入的比重分别为 27.78%、31.09%和 29.85%, 公司对第一大客户百胜中国实现的销售收入占公司营业收入比例分别为 13.99%、16.63%和 14.18%。公司与百胜中国合作关系持续稳定, 始终为百胜中国提供优质畅销的产品和全方位的技术服务。

图表34: 公司主要客户结构与发展历程梳理



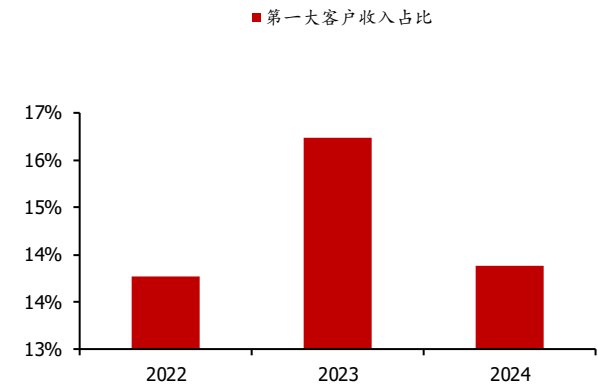
资料来源: 公司招股说明书, 公司官网, 正大食品官网, 上海市农村农业委员会网站, FoodTalks, 国盛证券研究所

图表35: 2022-2024 年公司前五大客户销售收入占营业收入比重变化



资料来源: 公司 2025 年半年报, 国盛证券研究所

图表36: 2022-2024 年公司第一大客户销售收入占营业收入比重变化



资料来源: 公司 2025 年半年报, 国盛证券研究所

### 1) 百胜中国

**中国领先餐饮公司，合作紧密贯穿发展。**百胜中国是中国领先的餐饮公司，独家运营肯德基等品牌，全资拥有小肥羊等连锁餐饮品牌，与 Lavazza 合作拓展咖啡业务。其供应商审核机制严格，2022 年其对约 360 家供应商开展企业社会责任审核，覆盖 100% 关键供应商，其中 A 级别仅占 2%，为宝立提供权威品质背书。

➤ **合作历程上：**宝立食品与百胜中国的合作贯穿公司发展核心阶段，其合作历程可以大致分为三个阶段：间接铺垫期、直接合作期、全面深化期。

1) 间接铺垫期：公司 2001 年成立后，先通过泰森食品等百胜上游供应商开展合作；2007 年进入百胜直接供应商体系；

2) 直接合作期：2008 年正式开始为百胜提供复合调味料；2013 年成为百胜 T1 供应商；2014 年跻身百胜五大调味料供应商；

3) 全面深化期：2016 年起服务百胜旗下所有品牌；2023 年，百胜中国旗下公司完成对宝立食品旗下浙江宝立的增资扩股，增资后直接持有浙江宝立 40% 的股权，以股权绑定深化供应链协同。

➤ **产品供应上：**从最初间接铺垫期的裹粉、面包糠、腌料等粉体类复合调味料，逐步扩展到调味酱、沙拉酱等酱汁类产品，代表性产品包括肯德基灯影牛肉风味酱、藤椒酱等。2021 年公司甜点饮品配料业务推出多款新品，深受市场青睐，如同年肯德基新推出的“车厘子蛋挞”、“九龙金玉奶茶”、螺蛳粉和意面等轻烹食品。

➤ **协同形式上：**从 2001 年简单的上游供应到 2016 年全面深化阶段参与百胜中国新品开发、菜单设计等核心环节，宝立已能为百胜提供定制化风味解决方案。

图表37: 公司与百胜中国的合作不断深化



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 新京报, 国盛证券研究所

图表38: 百胜中国供应商的审核机制严格



资料来源: 百胜中国可持续发展报告, 国盛证券研究所

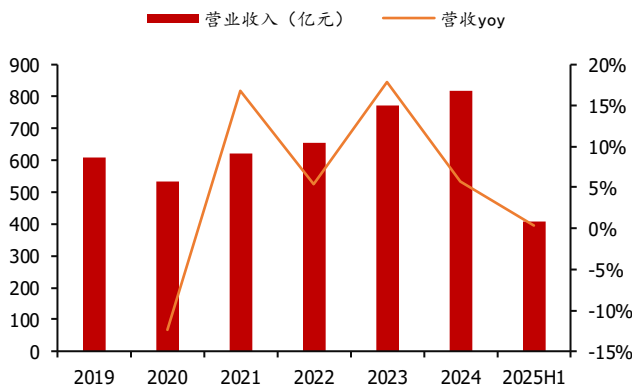
图表39: 百胜中国品牌多元且规模较大



资料来源: 百胜中国官网, 百胜中国年报, 国盛证券研究所

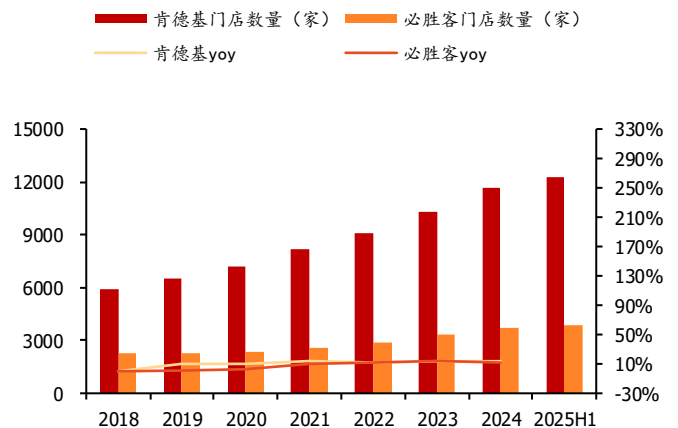
发展长期稳定, 持续贡献收入。2021-2024年百胜中国营业收入逐年上升, 2024年实现营收817.71亿元。同时2018-2025年百胜中国门店不断下沉, 肯德基门店规模持续扩张, 从2018年的5910家逐步增至2025H1的12238家, 必胜客门店同期也稳步增长, 由2018年的2240家提升至2025H1的3864家, 规模不断扩大。同时百胜中国明确多阶段门店扩张目标, 2026年完成2万家门店既定目标, 2028年门店总数突破2.5万家, 下沉动力强劲。

图表40: 百胜中国营业收入(亿元)整体稳步上升



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表41: 2018-2025H1百胜中国肯德基与必胜客门店数量(单位: 家)



资料来源: 百胜中国招股说明书, 百胜中国年报, 腾讯网面包财经, 国盛证券研究所

## 2) 麦当劳

**全球快餐龙头，品牌价值巨大。**麦当劳是全球零售食品服务业龙头，截至2023年底全球40000家餐厅，2024年品牌价值超2200亿美元。2018年开始宝立食品进入麦当劳合作体系，麦当劳授予“‘金’诚合作大奖”，一定程度上体现出双方合作基础坚实。

## 3) 达美乐

**交易增长合作稳定，轻烹解决经验积累。**2008年之后宝立食品进入达美乐供应体系，2019-2021年，公司轻烹解决方案前五大客户中达美乐最为稳定，采购额逐年增长，原因之一系达美乐的产品主要为披萨和意面，适合开发轻烹解决方案产品。2025H1达美乐中国实现营收25.93亿元，同比+27.04%，增长向好。

## 4) 塔斯汀

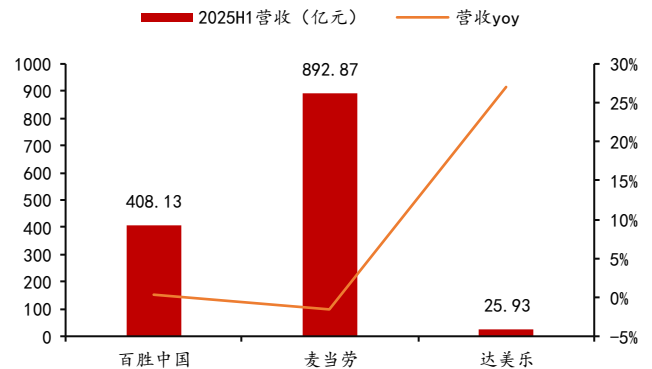
**突破万店规模，发展潜力突出。**塔斯汀是中国领先的汉堡餐饮连锁品牌，截至2025年10月，全国签约加盟店数超1万家。塔斯汀目前为宝立食品客户之一，结合宝立西餐领域的丰富经验，二者有望进一步持续加深商业合作。

图表42: 麦当劳曾授予公司“‘金’诚合作大奖”(左一)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表43: 宝立食品主要客户2025H1营业收入(亿元)及同比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

## 5) 其他客户

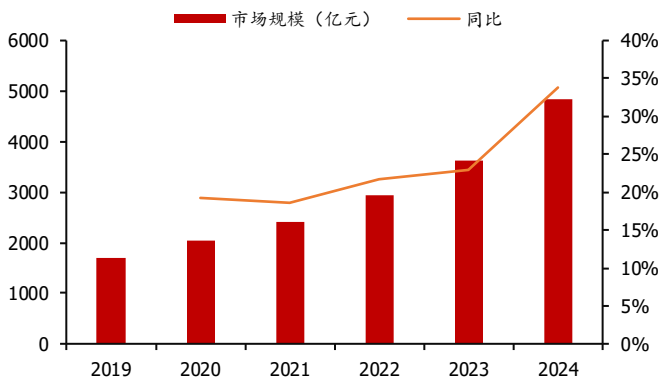
**三大类型齐聚，多元客户拓展。**除以上提及B端合作客户外，在连锁餐饮板块公司还与汉堡王、瑞幸、永和大王、吉野家等知名品牌合作；食品工业板块则汇聚了圣农集团、泰森、大成、凤祥食品等企业；传统及新型零售业态合作伙伴覆盖了大润发、山姆、全家、开市客、盒马等各类渠道主体。

## 四、C端：空刻品牌行业领先，西式轻烹未来可期

### 4.1 行业：方便意面机遇充足，轻烹赛道前景向好

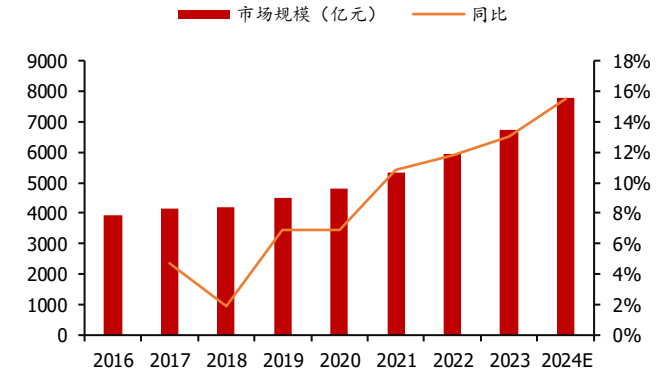
居家消费催化C端预制菜市场，方便速食行业稳定增长。据艾媒咨询数据，2019-2024年中国预制菜行业市场规模由1712亿元增长至4850亿元，年均复合增长率达23.15%。2021年以来预制菜赛道快速崛起，不仅丰富了方便食品的产品品类，也吸引了大量企业与资本布局，为整个方便食品行业的发展提供了新的动力。与此同时，中国方便速食行业市场规模同样保持稳步扩容，2016-2024年从3948亿元增长至7782亿元，年均复合增长率为8.85%，同比增速多年维持在10%以上，整体行业发展前景持续向好。

图表44: 2019-2024年中国预制菜行业市场规模(亿元)及同比



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

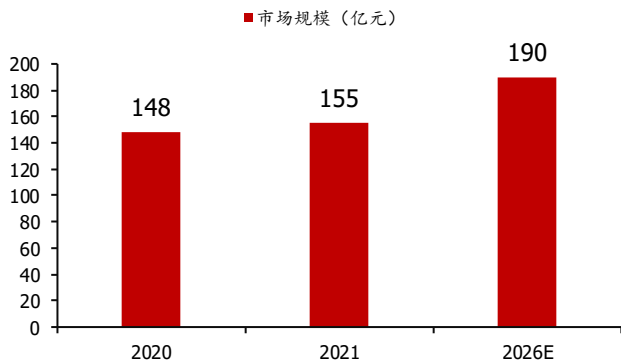
图表45: 2016-2024E年中国方便速食行业市场规模(亿元)及同比



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所

意面市场空间充足，轻烹品牌空刻领先。据观研天下调研，2020年中国意面市场规模为148亿元，2021年小幅增长至155亿元，2026年预计将进一步扩容至190亿元，2020-2026年CAGR为5.12%。整体来看，市场呈现稳步增长的发展趋势，长期规模扩张的预期较为明确。从竞争格局来看，轻烹解决方便意面市场较为集中，截至2024H1抖音金榜市占率空刻意面以54.20%遥遥领先，锋味派以24.30%位居第二。

图表46: 2020、2021、2026E中国意面市场规模



资料来源: 观研报告网, 国盛证券研究所

图表47: 2024H1轻烹意面网络品牌竞争格局

品牌	背景	单价 (元/盒)	截至2024H1 抖音市占率
空刻意面		17.8	54.20%
锋味派		23.8	24.30%
东方甄选意面		19.5	6.90%
小熊驾到		9.2	5.20%
其他	-	-	9.40%

资料来源: 快消品网微信公众号, 京东, 国盛证券研究所

## 4.2 公司：西式轻烹创新启航，市场产品品牌三力齐发

从“方便意面”到“西式轻烹”，空刻品牌 8 年载誉前行。2019 年宝立食品开始与厨房阿芬合作，同年厨房阿芬开始战略转型，自主研发方便意面；宝立食品通过 2021 年收购厨房阿芬，实现了从 B 端代工向 C 端品牌运营的转型。这一战略调整不仅有利于宝立抵御 B 端客户需求波动的风险，还通过空刻的高毛利产品提升整体盈利能力。目前空刻品牌已从 2019 年初始的“方便意面”定位转向专注西式轻烹料理。从 2019 年品牌创立到 2024 年荣获欧睿国际认证等荣誉，空刻展现了新消费品牌的强大爆发力。

图表48：空刻从 2019 年“方便意面”发展到 2024 年“西式轻烹”

图表49：空刻意面轻烹方法四步曲



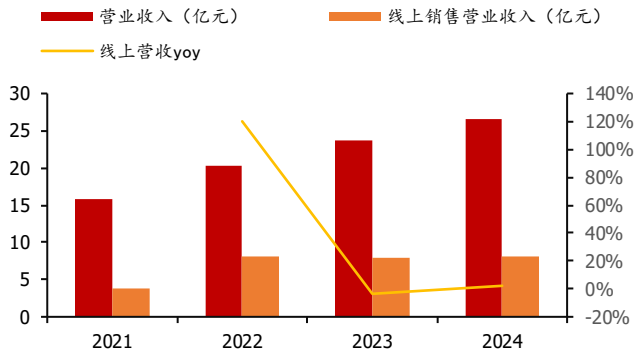
资料来源：空刻品牌官网，空刻微信公众号，国盛证券研究所

资料来源：空刻品牌官网，国盛证券研究所

**线上渠道放大声量，电商直营、经销并行。**公司线上渠道销售包含直销与非直销两类模式。直销层面，厨房阿芬及其子公司空刻网络以电商直营为主，依托天猫、淘宝等第三方平台开展销售；非直销层面，厨房阿芬同步布局线上经销渠道；除电商自营和经销模式外，为拓展产品销售渠道，厨房阿芬与天猫超市等电商平台签订销售协议，通过线上平台直接向消费者销售商品，是为代销模式。从业绩增长来看，2022 年宝立整体线上渠道营收实现高增，达 8.19 亿元，同比增幅 120.07%；2023-2024 年增速明显转缓，2024 年线上营收占总体营收比重为 31.39%。

**线下经销主导市场，新零售布局成效显著。**渠道布局方面，空刻将线下渠道作为核心增长板块，厨房阿芬通过线下经销商最终销售至商超用于线下实体店销售。2022-2023 年空刻完成全国性布局，产品进驻全国所有省份，并于 2023 年 6 月实现离岸突破，进驻中国香港市场。从终端增长成效来看，经过线上宣传放大品牌声量，线下销售延续线上优势，2023Q1-3 空刻线下商超业绩已超越 2022 年全年水平，其中江苏、山东省业绩同比增长超 2 倍，同时天虹、永旺等合作门店的销售 POS 实现翻倍增长。

图表50: 2021-2024年公司集团营业收入、线上销售营收、线上营收 yoy



资料来源: 公司年报, iFinD, 国盛证券研究所

图表51: 公司深化线下新零售布局



资料来源: 新经销微信公众号, 国盛证券研究所

搭建多元产品矩阵, 匹配多样消费偏好。空刻已搭建起烛光意面、花漾意面、青春版、免煮等多系列产品矩阵, 覆盖日常体验、儿童趣味、快速消费、时令珍味等多元场景, 实现了产品端的差异化布局。同时, 其口味既追溯经典意面风味, 也融入地域辣味文化, 并搭配高肉含量等特色属性, 形成丰富的口味选择, 可精准匹配不同消费群体的饮食偏好。2025年12月空刻披萨与何广智合作宣传新品, 创新性地推出只需简单加热即可享用的薄底披萨, 并推出4种东西结合的独特口味, 迎合了消费者对于新奇美食的追求。

图表52: 空刻意面主要产品梳理

产品名称	对应产品图	产品特点	单价 (元/盒或瓶)	产品名称	对应产品图	产品特点	单价 (元/盒或瓶)
烛光意面系列		以往相关体验日常化为导向, 追溯经典意面的味道	29.00	纯肉肠系列		猪肉含量>90%, 主打高肉含量、高严标准, 定位“畅快吃肉”	54.50
花漾意面系列		以缤纷小花面搭配经典酱料, 配备儿童款意面, 主打趣味味觉体验	27.90	浓汤系列: 空刻鲜蔬牛肉浓汤		甄选自然膳食新鲜蔬菜与丰富蛋白质的优质肉品	69.90
青春版系列		主打辣味味觉体验, 结合地域辣味文化, 呈现“寻辣”风格	15.98	调味料系列: 空刻番茄沙司/海盐黑胡椒		随餐好搭档, 满足西式厨房的所有需求	9.60/15.90
免煮系列		2分钟冲泡即食, 兼顾美味与便捷, 定位快速场景消费	9.98				
时令臻享系列		选用时令珍稀食材为核心, 呈现季节本味	36.50				

资料来源: 空刻品牌官网, 京东, 国盛证券研究所

图表53: 2025年空刻推出的主要新品及IP联名宣传

产品名称	对应图片	上新时间	产品描述	对应价格(元/盒)
空刻披萨携手何广智“爆料官”		2025年12月	速食手拍薄底豹纹披萨, 包含芋泥麻薯、玛格丽特、蓝莓山药、意式肉酱等单品	32.48
空刻X疯狂动物城		2025年12月	IP联名宣传	17.80
空刻X天官赐福IP		2025年10月	IP联名宣传	12.48
经典番茄肉酱等四种口味		2025年3月	冲泡即食意面	9.98

资料来源: 空刻官方微博, 京东, 国盛证券研究所

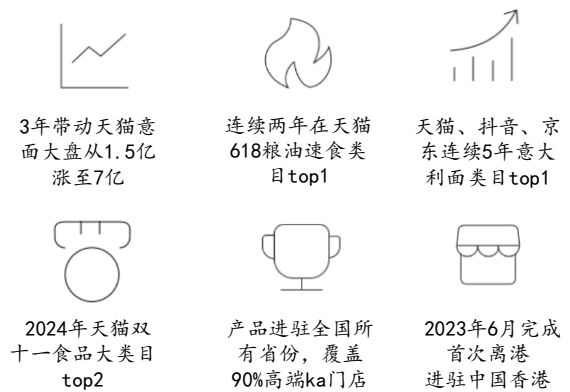
**品牌声量远扬, 营销创意不断。**空刻在速食意面赛道持续加码创意营销实现破圈引流, 线上借力何广智、《疯狂动物城2》等达人及IP资源精准释放品牌声量, 线下聚焦高曝光渠道与核心消费场景深度触达目标客群, 2025年推出“得圆满”礼盒迅速引爆市场, 官宣48小时即售罄, 首批现货9日全面告罄。在八年发展中空刻营销创意不断, 助力空刻斩获艾媒金榜“中国意面品牌”TOP1、浪潮新消费“中国最具价值新品牌”等权威荣誉, 在天猫、抖音、京东连续5年成为意大利面类目TOP1, 将意面从餐饮场景成功导入家庭日常消费, 在速食意面赛道的取得辉煌成就与领先地位。

图表54: 空刻意面线下营销活动火热



资料来源: 空刻官方微博, 国盛证券研究所

图表55: 空刻品牌市场影响力广泛



资料来源: 空刻品牌官网, 国盛证券研究所

## 五、盈利预测与估值

### 5.1 收入拆分及盈利预测

#### 1) 复合调味品:

复合调味品业务方面，依托西式复合调味料龙头地位、头部餐饮供应链深度绑定优势及规模化生产，持续通过老客户新品迭代、新大客户开拓、产能升级等方式深化竞争力，精准触达连锁餐饮、食品加工企业等客群，稳固细分赛道市占率。由于复调业务存在明显的淡旺季差异，2025年上半年受低基数效应影响，同比数据波动较大，而下半年随着餐饮消费场景的逐步修复，行业整体复苏力度有所增强，因此判断2025年宝立复调业务增速将有所提升。我们预计2025-2027年收入分别为14.57/16.39/18.54亿元，同比分别+12.4%/+12.5%/+13.1%。

#### 2) 轻烹解决方案:

C端业务方面，以空刻品牌为核心，聚焦品质家庭、一人食等消费场景，成功打造黄金名牌。产品方面持续推出冲泡意面、烤肠、披萨等新品适配消费升级需求。依托C端品牌势能拓展线上线下全渠道覆盖，线上深耕天猫、京东等主流平台，连续4年（2021年-2024年）全国意面零售额第一，天猫、抖音、京东三大平台上实现连续5年意大利面类目TOP1。线下渗透商超、社区便利店等终端，与盒马等新零售公司积极合作。我们预计2025-2027年收入分别为12.82/14.48/16.38亿元，同比分别+13.4%/+13.0%/+13.1%。

#### 3) 饮品甜点配料:

饮品甜点配料业务方面，公司聚焦餐饮、食品工业及大众消费市场等场景，推出多元饮品甜点配料（爆珠、晶球等）产品，持续致力于高品质产品的研发创新。同时，由于外卖补贴对公司饮品业务造成一定影响，结合行业内卷背景，饮品甜点配料业务推测25H2将稳健回升。我们预计2025-2027年收入分别为1.49/1.56/1.69亿元，同比分别+1.5%/+5.0%/+8.1%。

#### 4) 其他业务:

其他业务方面，受益于公司在双十一、双十二等关键节点加大推新与营销力度，叠加餐饮消费场景逐步修复带来的增量需求，其他业务预计将保持稳健提速态势。我们预计2025-2027年收入分别为1.10/1.54/2.15亿元，同比分别+40.0%/+40.0%/+40.0%。

综上所述，我们预计2025-2027年营业总收入分别为29.98/33.98/38.77亿元，同比分别+13.1%/+13.3%/+14.1%，综合毛利率预计分别为32.2%/32.2%/32.2%。

图表56: 宝立食品盈利预测部分拆分 (百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,037	2,369	2,651	2,998	3,398	3,877
yoy	29.1%	16.3%	11.9%	13.1%	13.3%	14.1%
复合调味料	885	1,145	1,296	1,457	1,639	1,854
yoy	5.0%	29.3%	13.2%	12.4%	12.5%	13.1%
占比	43.5%	48.3%	48.9%	48.6%	48.2%	47.8%
轻烹解决方案	1,009	1,024	1,130	1,282	1,448	1,638
yoy	76.8%	1.4%	10.4%	13.4%	13.0%	13.1%
占比	49.6%	43.2%	42.6%	42.8%	42.6%	42.3%
饮品甜点配料	132	143	147	149	156	169
yoy	-15.3%	8.3%	3.0%	1.5%	5.0%	8.1%
占比	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%	4.6%	4.4%
其他收入	11	58	79	110	154	215
yoy	20.5%	451.8%	34.6%	40.0%	40.0%	40.0%
综合毛利率	34.6%	33.1%	32.8%	32.2%	32.2%	32.2%
yoy (pct)	3.3%	-1.4%	-0.3%	-0.6%	0.0%	0.0%

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

**毛利率:** 受 BC 端业务结构阶段性调整、部分原料成本波动影响, 公司近三年综合毛利率呈温和波动, 自 2022 年的 34.57% 调整至 2024 年的 32.81%。长期来看, 一方面, 百胜中国对供应链老品压价、行业新品同质化竞争加剧, 构成阶段性压力; 另一方面, 公司新拓展大客户订单毛利率较高, 客户结构优化带来盈利改善。预计两类因素影响大致相当, 整体毛利率基本持平, 波动有限, 因此我们预计 2025-2027 年公司综合毛利率分别为 32.22%/32.22%/32.20%。

**费用率:** 由于公司推进 BC 端渠道覆盖、C 端品牌营销增加销售费用, B 端客户稳定, 所需费用较少, 因此两者对冲销售费用率较为稳定, 预计 2025-2027 年销售费用率均为 14.40%, 2025 年同比-0.12%; 管理费用率方面, 公司进行有效费用管理, 因此预计 2025-2027 年管理费用率分别为 2.70%/2.60%/2.55%, 同比分别-0.06pct/-0.10pct/-0.05pct; 公司持续扩大研发投入, 每年 SKU 新品不断, 加码复合调味料与轻烹产品创新后, 2025-2027 年研发费用率预计分别为 2.10%/2.12%/2.15%, 同比分别+0.10pct/+0.02pct/+0.03pct, 支撑产品矩阵迭代升级。

综上所述, 我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入分别为 29.98/33.98/38.77 亿元, 同比分别+13.1%/+13.3%/+14.1%; 归母净利润分别为 2.62 亿元/3.00 亿元/3.43 亿元, 同比增速分别为+12.44%/+14.30%/+14.46%。

图表57: 宝立食品费用率预测 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
综合毛利率	34.57%	33.14%	32.81%	32.22%	32.22%	32.20%
yoy	3.33%	-1.43%	-0.33%	-0.59%	0.00%	-0.03%
销售费用率	15.25%	14.64%	14.52%	14.40%	14.40%	14.40%
yoy (pct)	6.09%	-0.61%	-0.12%	-0.12%	0.00%	0.00%
管理费用率	2.87%	2.81%	2.76%	2.70%	2.60%	2.55%
yoy (pct)	-0.44%	-0.06%	-0.05%	-0.06%	-0.10%	-0.05%
研发费用率	2.13%	1.97%	2.00%	2.10%	2.12%	2.15%
yoy (pct)	-0.40%	-0.15%	0.03%	0.10%	0.02%	0.03%
归母净利率	10.57%	12.71%	8.80%	8.75%	8.82%	8.85%
yoy (pct)	-1.2%	2.1%	-3.9%	0.0%	0.1%	0.0%

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

## 5.2 可比公司估值

**双端驱动势能集聚，盈利增长韧性彰显。**公司作为西式复合调味品龙头，凭借 B 端大客户定制化服务、C 端空刻品牌打造的核心优势积极布局轻烹解决方案，成长势能持续释放。选取的五家调味品行业头部可比公司中，日辰股份、天味食品、安记食品聚焦中式复合调味品赛道与公司形成品类互补对标，颐海国际的 BC 端协同模式、海天味业的 C 端品牌化布局则分别与公司发展路径高度契合，上述企业在业务布局、渠道模式等维度均与公司具备较强可比性，可为公司发展提供重要参考。当前宝立食品的估值水平明显低于行业内可比公司的平均水平，与公司自身的业务优势和成长潜力不相匹配，具备一定的估值修复空间。

我们预期 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.62 亿元/3.00 亿元/3.43 亿元，同比增速分别为+12.44%/+14.30%/+14.46%，考虑公司收入利润稳步提升，为复合调味品行业 BC 双轮驱动转型的标杆企业，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 58: 宝立食品可比公司估值表

股票代码	公司	收盘价 (人民币元)	EPS (元/股)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603755.SH	日辰股份	33.15	0.65	0.81	0.95	1.11	51.0	40.9	34.9	29.9
1579.HK	颐海国际	16.82	0.71	0.76	0.84	0.93	21.0	19.6	17.8	16.1
603317.SH	天味食品	13.30	0.59	0.58	0.64	0.71	22.5	22.9	20.8	18.7
603288.SH	海天味业	35.64	1.14	1.21	1.34	1.47	31.3	29.5	26.6	24.2
603696.SH	安记食品	18.53	0.16	0.16	0.18	0.20	115.8	115.8	102.9	92.7
可比公司平均值							48.3	45.8	40.6	36.3
603170.SH	宝立食品	14.14	0.58	0.66	0.75	0.86	24.8	22.0	19.3	16.8

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所 注: 可比公司 EPS 为 iFinD 预测或机构一致预测, 收盘价使用 2026 年 2 月 13 日, 收盘价颐海国际港币元, 其余为人民币元

## 六、风险提示

**消费力恢复不及预期。**宝立食品核心业务含轻烹解决方案、复合调味品等，C 端轻烹产品带品牌溢价且为核心增长引擎之一。若消费力恢复不及预期，消费者对溢价轻烹产品支付意愿下降，或导致相关收入下滑，连带影响关联产品需求，削弱公司业绩与盈利能力。

**C 端轻烹赛道竞争加剧。**复合调味品与轻烹意面行业高速发展吸引众多参与者，竞争格局多元。宝立食品可能面临双重压力，一是竞争对手通过多元策略抢占份额，阻碍其市场渗透；二是行业同质化明显，若无法维持研发创新优势，易流失用户，制约轻烹业务长期拓展。

**食品安全风险。**食品安全是食品行业底线，复合调味品生产流程多、品类广、供应链复杂。若原料采购、生产管控或成品检验出现疏漏，如果有不合格产品流入市场将引发信任危机，损害品牌形象、阻碍销售，还可能面临监管处罚。

**数据滞后风险。**本文意面市场数据依赖 2020、2021、2026 年 3 年的基础数据，可能难以反映当前市场竞争格局。行业消费需求迭代快、市场变化频繁，基于滞后数据制定策略可能导致研发、渠道布局偏差，无法匹配市场需求，影响战略决策有效性。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com