

公司研究

26Q1 实现“开门红”，产能+研发+渠道建设筑牢壁垒

——宝立食品（603170.SH）2025 年年报与 26 年一季报点评

增持（维持）

当前价：13.21 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

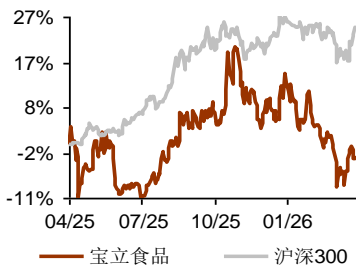
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.00
总市值(亿元)	52.84
一年最低/最高(元)	11.89/16.87
近3月换手率	46.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.09	-10.47	-15.98
绝对	4.43	-9.15	10.14

资料来源：Wind

相关研报

25Q3 业绩表现稳健，空刻保持快速增长——宝立食品（603170.SH）2025 年三季报点评（2025-10-31）

25H1 复调表现稳健，空刻营收增速较快——宝立食品（603170.SH）2025 年中报点评（2025-08-31）

24 年复调与轻烹业务增长稳健，持续完善产品矩阵与新渠道布局——宝立食品（603170.SH）2024 年年报与 25 年一季报点评（2025-04-29）

要点

事件：公司发布 2025 年年报，25 年实现营收/归母净利润分别为 29.34/2.63 亿元，分别同比+10.7%/+12.6%。25Q4 实现营收/归母净利润分别为 8.01/0.71 亿元，分别同比+11.1%/+18.4%。26Q1 实现营收/归母净利润分别为 7.76/0.66 亿元，分别同比+16.0%/+12.6%。

25 年三大业务板块营收均同比增长，26Q1 实现“开门红”。分产品，25 年复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料营收分别同比+6.0%/+17.8%/+3.8%。复合调味料营收同比增长主要系新品对业务增长形成了一定牵引（B 端全年在售产品超 2700 种，2023-2025 年公司新增产品数量占比接近 60%），在稳固存量大客户合作的同时，通过定制化服务拓展增量订单。轻烹营收同比增长主要系公司在 C 端方面不断推陈出新，积极与新零售渠道开展合作，通过自有品牌入驻或为其提供定制化产品的方式，深度参与消费趋势变革。

26Q1 复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料营收分别同比+18.3%/+20.9%/-23.3%，26 年春节错期，在一定程度上推动复调营收同比高增。

分地区：25 年华东/华南/华北/华中/东北/西南/西北/境外营收分别同比+9.4%/+72.5%/-5.7%/-2.9%/+5.3%/+40.1%/+64.0%/+7.8%；华东大本营营收稳健增长。26Q1 华东/华南/华北/华中/东北/西南/西北/境外的营收分别同比+16.6%/+2.2%/+41.8%/-12.5%/+0.4%/+56.8%/-0.2%/+72.1%。

分销售模式：25 年直销/非直销实现收入 24.15/4.4 亿元，分别同比+13.0%/+1.5%。主要系公司深耕现有渠道资源，确保基本盘稳健增长，另外紧握电商、会员制卖场、量贩折扣连锁等渠道机遇，通过定制开发差异化产品组合，提升在新渠道的份额。25 年公司线上收入 8.69 亿元，同比+7.7%。截至 26Q1 末，公司经销商数量为 510 家，较 25Q4 末净增 14 家，持续推进经销体系建设。

25 年盈利能力同比提升，销售费用投放力度加强。25 年公司毛利率为 33.3%，同比+0.5pcts。毛利率提升主要系营收结构变化，高毛利的轻烹业务营收贡献增加以及山东宝萃食品调味料全产业链基地投产。25 年公司期间费用率为 19.6%，同比+0.2pcts。其中，销售费用率为 15.1%，同比+0.6pcts，主要系公司加大市场推广力度；管理/研发费用率分别同比-0.4pcts/持平，管理费用控制较好。综上，25 年公司的归母净利率为 9.0%，同比+0.2pcts。

26Q1，公司毛利率为 33.5%，同比+0.9pcts。期间费用率为 21.2%，同比+2.9pcts；其中，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 17.1%/2.0%/2.0%，分别同比+2.8/-0.1/+0.1pcts。

坚持长期主义，发展空间广阔。展望 26 年，公司在产能建设上，有望加快山东基地产能释放，推进上海智能基地建设，同步优化产线智能化，进一步实现降本提效；产品与渠道端，将持续进行研发创新，探索“健康+”的产品方向，强化配方、生产工艺等方面的专利布局，同时稳固现有渠道，拓展增量渠道，打造立体化渠道布局；管理端，公司将继续以精细化运营提质增效，强化品控与人才建设。

盈利预测、估值与评级：我们基本维持 26 年的归母净利润预测为 3.04 亿元，考虑公司持续拓展新渠道，新品研发能力较强，我们小幅上调公司 27 年归母净利润预测为 3.58 亿元 (较前次预测上调 6.2%)，新增 28 年归母净利润预测为 3.96 亿元。折合 2026-2028 年 EPS 分别为 0.76/0.89/0.99 元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 17x/15x/13x。考虑到公司持续扩大产品矩阵，并积极拓展新渠道，我们看好公司未来发展前景，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧，大客户流失风险，原材料成本上行风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2,651	2,934	3,324	3,724	4,116
营业收入增长率	11.91%	10.66%	13.30%	12.05%	10.52%
归母净利润 (百万元)	233	263	304	358	396
归母净利润增长率	-22.52%	12.59%	15.74%	17.78%	10.68%
EPS (元)	0.58	0.66	0.76	0.89	0.99
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.95%	17.72%	18.88%	20.26%	20.54%
P/E	23	20	17	15	13
P/B	3.8	3.6	3.3	3.0	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-24

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,651	2,934	3,324	3,724	4,116
营业成本	1,781	1,958	2,196	2,438	2,687
折旧和摊销	57	72	80	83	91
税金及附加	19	23	26	29	32
销售费用	385	443	537	605	677
管理费用	73	69	74	88	97
研发费用	53	58	66	78	86
财务费用	1	4	6	9	12
投资收益	3	4	4	4	4
营业利润	355	387	429	492	541
利润总额	354	386	427	491	540
所得税	86	98	98	108	119
净利润	267	288	329	383	421
少数股东损益	34	25	25	25	25
归属母公司净利润	233	263	304	358	396
EPS(元)	0.58	0.66	0.76	0.89	0.99

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	320	270	290	397	446
净利润	233	263	304	358	396
折旧摊销	57	72	80	83	91
净营运资金增加	79	153	202	159	157
其他	-49	-218	-296	-203	-197
投资活动产生现金流	-153	-94	-150	-146	-206
净资本支出	-163	-106	-150	-150	-210
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	9	12	0	4	4
融资活动现金流	-70	-138	-66	-167	-157
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	152	37	115	43	88
无息负债变化	30	-24	37	38	38
净现金流	97	38	74	84	82

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	32.8%	33.3%	33.9%	34.6%	34.7%
EBITDA 率	16.2%	16.4%	15.7%	15.7%	15.7%
EBIT 率	13.9%	13.8%	13.3%	13.5%	13.5%
税前净利润率	13.3%	13.1%	12.9%	13.2%	13.1%
归母净利润率	8.8%	9.0%	9.1%	9.6%	9.6%
ROA	12.5%	12.6%	12.7%	13.4%	13.3%
ROE (摊薄)	17.0%	17.7%	18.9%	20.3%	20.5%
经营性 ROIC	16.7%	16.1%	15.8%	16.5%	16.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	27%	26%	29%	29%	30%
流动比率	2.58	2.68	2.42	2.43	2.30
速动比率	2.05	2.00	1.83	1.84	1.75
归母权益/有息债务	8.57	7.50	5.16	4.98	4.36
有形资产/有息债务	12.43	10.66	7.73	7.55	6.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	2,141	2,286	2,591	2,853	3,167
货币资金	588	624	698	782	864
交易性金融资产	9	0	0	0	0
应收账款	338	323	419	470	519
应收票据	1	1	1	1	1
其他应收款 (合计)	23	5	7	7	8
存货	267	358	402	446	492
其他流动资产	38	44	52	61	69
流动资产合计	1,310	1,413	1,644	1,839	2,033
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	477	592	597	662	758
在建工程	149	51	114	113	131
无形资产	86	122	119	117	115
商誉	31	31	31	31	31
其他非流动资产	3	3	6	6	6
非流动资产合计	830	873	947	1,014	1,133
总负债	584	598	749	830	956
短期借款	150	190	305	347	435
应付账款	195	186	209	232	256
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	2	2	2	2
流动负债合计	508	528	678	758	883
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	25	26	27	29
非流动负债合计	76	70	71	72	73
股东权益	1,556	1,688	1,841	2,023	2,210
股本	400	400	400	400	400
公积金	371	377	407	443	483
未分配利润	604	705	803	924	1,046
归属母公司权益	1,376	1,482	1,610	1,767	1,929
少数股东权益	181	206	231	256	282

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	14.52%	15.10%	16.14%	16.24%	16.44%
管理费用率	2.76%	2.36%	2.23%	2.36%	2.36%
财务费用率	0.04%	0.13%	0.17%	0.25%	0.29%
研发费用率	2.00%	1.97%	1.97%	2.10%	2.10%
所得税率	24%	25%	23%	22%	22%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.40	0.44	0.50	0.59	0.64
每股经营现金流	0.80	0.67	0.73	0.99	1.11
每股净资产	3.44	3.71	4.03	4.42	4.82
每股销售收入	6.63	7.33	8.31	9.31	10.29

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	23	20	17	15	13
PB	3.8	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	13.5	12.3	11.6	10.5	9.7
股息率	3.0%	3.3%	3.8%	4.4%	4.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼