

宝立食品 (603170)

定制餐调龙头 BC 兼顾，横向扩品打开 B 端新空间

买入 (首次)

2023 年 12 月 06 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书: S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

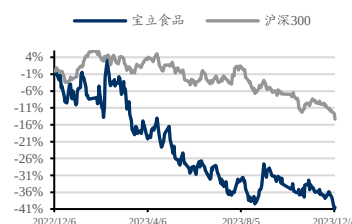
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,037	2,397	2,832	3,362
同比	29%	18%	18%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	215	309	309	368
同比	16%	43%	0.10%	19%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.54	0.77	0.77	0.92
P/E (现价&最新股本摊薄)	32.88	22.92	22.90	19.23

关键词: #第二曲线

投资要点

- **宝立食品系定制餐调龙头，BC 渠道兼顾。**公司深耕 B 端复调 20 余年，主要产品包括复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料等，系 B 端定制餐调龙头，品类不断拓展。2021 年收购厨房阿芬，以空刻意面兼顾 C 端业务。职业经理人团队在百胜、麦当劳供应链体系有丰富的从业经验，能力强，内部激励足。
- **B 端：百胜背书，定制西式复调为基，品类持续拓展。**公司在 B 端主要客户为连锁餐饮大 B。2022 年国内西式快餐市场超 3000 亿元，保持 10% 以上增速，对比海外，国内复调渗透率以及连锁餐饮渗透率提升空间大，西式复调需求有望跟随快速增长。宝立是百胜中国 T1 供应商，百胜快速且稳健的发展助推宝立 B 端业务稳定发展。同时公司在百胜背书下，以强研发优势支撑，不断拓展大 B 客户，导入新品类，打开长期空间。
- **C 端：以新式速食切入，渠道和品类扩张均有空间。**宝立收购厨房阿芬后，以空刻意面兼顾 C 端渠道。方便面国内市场超千亿，新式速食高速发展。空刻意面通过线上渠道的高举高打成为细分品类龙头。空刻意面已逐步拓展线下渠道，进军盒马、Ole'、麦德龙等多家线下精品超市和新零售渠道，同时“空刻”品牌预计也将覆盖更多品类。
- **并购整合能力突出，未来综合食品解决方案供应商核心成长路径。**复调行业格局分散，集中度较低，综合食品解决方案供应商定位对并购提出要求，公司具有并购动力和经验，锁定优质大 B 前提下，公司并购之路有望打开，持续增厚营收和盈利。
- **盈利预测与投资评级：多品类布局，B 端空间大，肩腰部客户放量可期。**公司长期目标是打造完整的解决方案提供能力，今年在复调+轻烹业务外，开始对烘焙品类布局，嘉兴工厂烘焙产线和上海宝晏陆续投产。宝立服务大 B 能力强，能在已有渠道导入新品，同时通过新品开拓更多新客户。综合来看，B 端连锁化率提升趋势不变，公司与国内优秀的连锁餐饮企业几乎都已建立合作或联系，随着产品的导入，肩腰部客户加速放量可期。可比公司我们选取千味央厨、日辰股份、天味食品。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.09/3.09/3.68 亿元，同增 43.4%/0.1%/19.1%，EPS 分别为 0.77/0.77/0.92 元，对应当前 PE 为 23x、23x、19x，对比可比公司具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险，新客户开发不及预期，原材料价格大幅波动，食品安全风险，大股东减持风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.70
一年最低/最高价	17.33/31.58
市净率(倍)	5.58
流通 A 股市值(百万元)	2,810.94
总市值(百万元)	7,080.18

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.17
资产负债率(%，LF)	24.97
总股本(百万股)	400.01
流通 A 股(百万股)	158.81

相关研究

内容目录

1. 公司介绍：深耕 B 端复调，兼顾 C 端速食	4
1.1. 多年沉淀创新，打造定制餐调龙头	4
1.2. 高管团队管理功底扎实，行业经验丰富	5
1.3. 复调产品矩阵丰富，轻烹业务冲高回落	7
2. B 端：百胜背书，定制西式复调为基，品类持续拓展	8
2.1. 深耕大 B 渠道，乘行业东风加速发展	8
2.1.1. B 端长期驱动力强，发展空间广阔	9
2.1.2. 与百胜中国深度合作，长期共赢	10
2.1.3. B 端客户拓展优势突出	11
2.2. 研发带动大 B 服务能力提升	11
2.3. 产能持续扩张，拓展烘焙品类	13
3. C 端：以新式速食布局，渠道和品类扩张均有空间	14
3.1. 新式速食行业发展亮眼，未来发展空间大	14
3.2. 空刻营销组合拳高举高打，收入实现 3 年爆发	16
3.3. 增速放缓，期待扩品+线下渠道突破打开新空间	18
4. 盈利预测及投资建议	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1:	宝立食品发展历程.....	5
图 2:	宝立食品股权结构 (截至 2023Q3)	6
图 3:	宝立食品高管团队薪酬 (截至 2022 年)	6
图 4:	宝立食品产品矩阵.....	7
图 5:	宝立食品营收、归母净利润及 yoy.....	7
图 6:	宝立产品毛利率、净利率以及销售费用率 (%)	7
图 7:	宝立食品产品结构拆分.....	8
图 8:	宝立食品各类产品收入 yoy.....	8
图 9:	厨房阿芬的收入及增速 (亿元)	8
图 10:	2022 年宝立与厨房阿芬收入、净利润 (亿元)	8
图 11:	2016-2022 年全国西式快餐市场规模	9
图 12:	2020 年各国复合调味品渗透率.....	9
图 13:	2021 年中日美餐饮连锁化率对比.....	10
图 14:	公司与百胜中国合作历程.....	10
图 15:	公司对百胜中国销售额与 yoy.....	11
图 16:	百胜中国门店数量及 yoy.....	11
图 17:	公司与百胜中国合作历程.....	11
图 18:	宝立食品 2018-2022 年研发费用与费用率	12
图 19:	宝立食品产品研发流程.....	12
图 20:	宝立食品研发主要奖项 (截至 2021 年)	13
图 21:	宝立为 Costco 供应的烘焙产品	14
图 22:	中国方便面零售规模及增速.....	15
图 23:	方便速食各细分品类 2020 年线上销售规模及增速.....	15
图 24:	主要新型方便速食企业及介绍.....	16
图 25:	空刻意面发展历史.....	16
图 26:	厨房阿芬营收及净利率.....	17
图 27:	空刻意面营销模式.....	18
图 28:	空刻意面营销模式.....	19
图 29:	宝立食品主要业务拆分预测.....	20

1. 公司介绍：深耕 B 端复调，兼顾 C 端速食

1.1. 多年沉淀创新，打造定制餐调龙头

公司深耕 B 端复调业务，产品品类持续拓展。上海宝立食品科技股份有限公司主营业务为食品调味料的研发、生产和技术服务，主要产品包括复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料等。

公司发展至今共经历 4 个阶段：

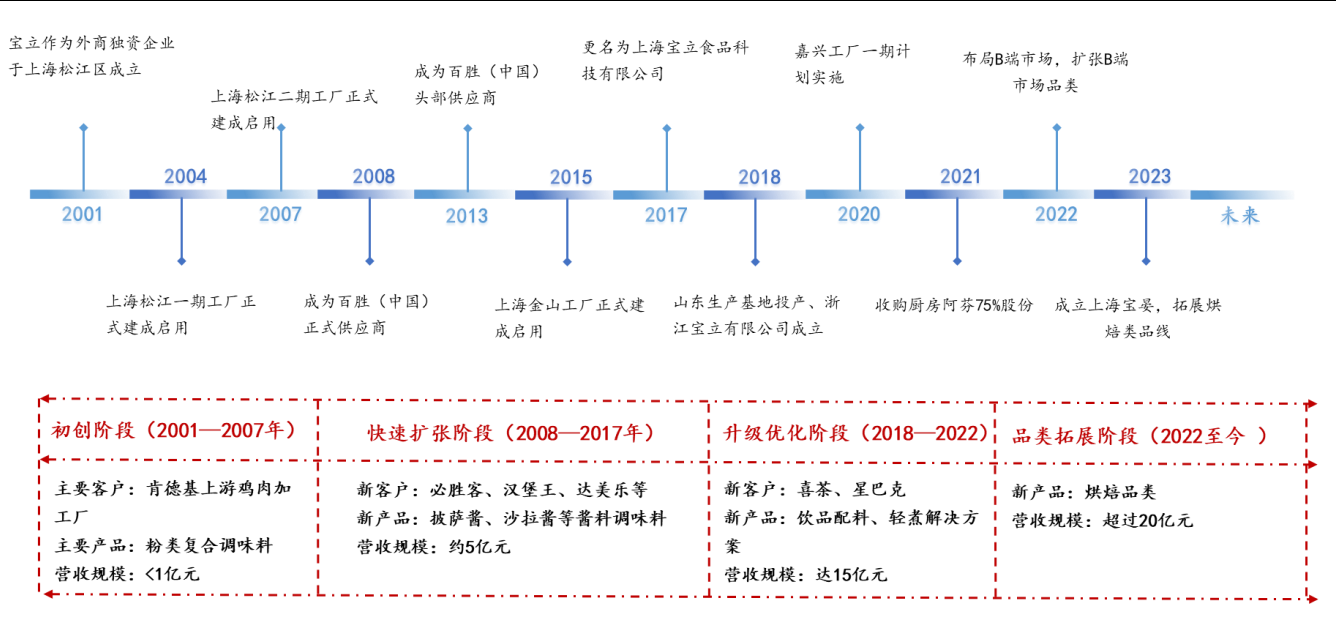
1) 初创积累阶段（2001-2007 年）：与百胜的供应商合作积累经验，成为百胜上游直接供应商。公司最早可追溯至 1971 年，台湾保立实业成立，从事食品罐头、干燥蔬菜进出口业务；1997 年，前上海保立食品公司成立；2001 年上海宝立食品科技股份有限公司成立。2001-2007 年公司以裹粉、撒粉等粉类复合调味料为主；客户主要为肯德基上游的鸡肉加工厂。初创阶段公司收入体量不到 1 亿元，但公司通过常年与百胜上游供应商的合作，熟悉掌握了百胜对技术、工艺的要求等，逐步与百胜的研发体系完成对接，公司产品的质量逐渐跟上、加上研发创新能力持续提升，公司于 2007 年开始筹备进入百胜直接供应商体系，并开始为百胜研发复合调味料产品。

2) 快速发展阶段（2008-2017 年）：依靠下游快速发展，完善研发体系。公司成为百胜直接供应商后，跟随肯德基在内的西式连锁餐饮快速发展。宝立在原有粉体类复合调味料基础上，产品种类新增调味酱、披萨酱和沙拉酱等酱汁类复合调味料。并且快速与其他餐饮连锁企业达成合作、快速拓展自己的新客户，如德克士、汉堡王、达美乐和真功夫等，客户结构进一步多元化，业务规模快速增长，公司的业务收入也增长近 5 倍。公司研发团队也随之扩张，逐步形成了集研究、应用和展示一体化的研发体系。将研发团队按照客户服务对象分为核心客户应用研发团队和区域客户应用研发团队。对复合调味料的核心技术，以及研发过程更进一步熟悉，公司的产品竞争力也随之加强。

（3）升级优化阶段（2018—2022）：以空刻突破 C 端，B 端产品持续多元化扩充。2021 年，宝立食品开始创新调味料等多领域拓展，尤其在饮品行业发展快速的情况下，宝立抓住机会，开拓与星巴克、喜茶等饮料品牌的合作，积极拓展西式快餐以外的客户合作，背靠饮料大行业的快速发展，宝立在收入上更上一层楼。在 C 端部分，宝立食品分别于 2021-2022 年分两次完成对厨房阿芬全部股权的收购，旗下的空刻意面成为 C 端爆品。

（4）加快扩品阶段（2022—至今）：B 端拓宽品类至冷冻烘焙。2022 年底，浙江嘉兴工厂烘焙产线投产；2023 年宝立成立子公司上海宝晏，主攻烘焙产品，宝立可对已有大客户导入更丰富的产品矩阵，长期空间打开。

图1：宝立食品发展历程

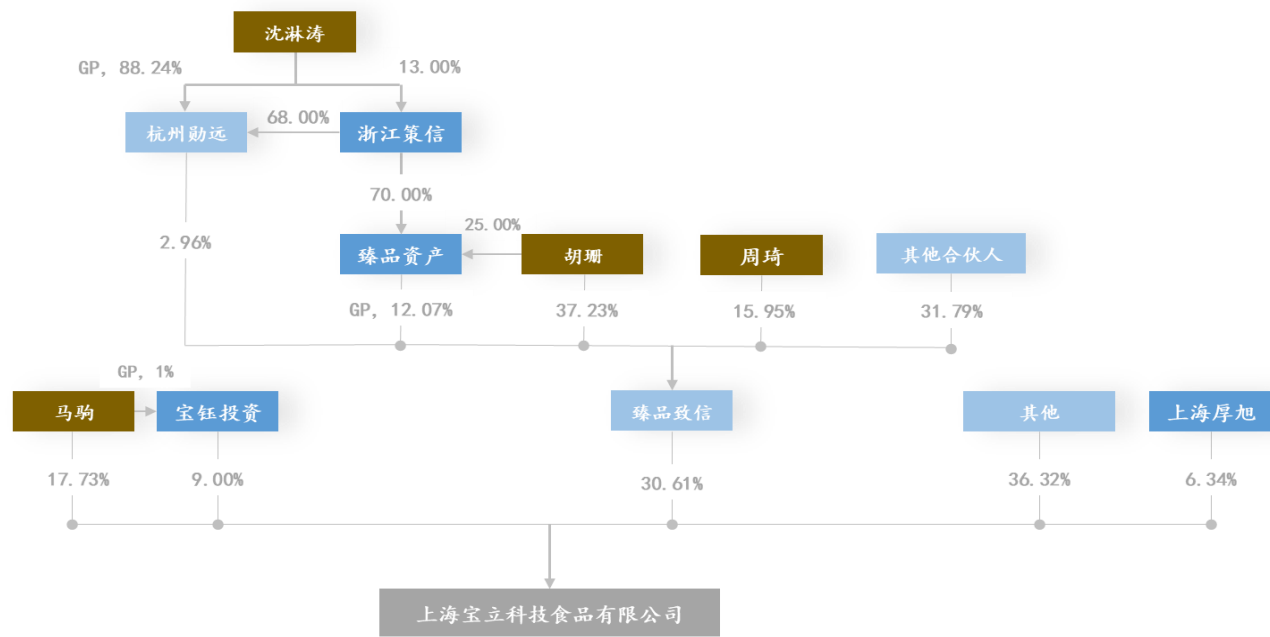


数据来源：公司官网、公司招股书、东吴证券研究所

1.2. 高管团队管理功底扎实，行业经验丰富

公司实控人为董事长及其一致行动人，股权结构集中。截至 2023Q3，沈淋涛先生、周琦女士、胡珊女士通过臻品致信间接持有公司 30.61%股权。马驹先生系公司董事长，直接持有公司 17.73%的股权，同时通过员工持股平台宝钰投资间接持有 9%的股权。马驹、胡珊、周琦、沈淋涛四人实际控制合计控制 60.3%的股份表决权，并于 2020 年签署《一致行动协议》。多位实控人有利于公司汇聚多方优势，提升公司内部制衡监管和治理水平。四人控股超过 60%对公司股东大会决策产生重要影响，整体股权稳定，有利于公司健康发展。

图2: 宝立食品股权结构（截至 2023Q3）



数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

职业经理人团队在百胜供应链体系有丰富从业经验，激励足。公司总经理何宏武、副总经理梁冬允、杨哲均曾供职于肯德基、麦当劳供应商，包括福建圣农发展股份有限公司、中慧食品有限公司、味可美食品有限公司、亨氏调味品有限公司、希杰食品有限公司等。因此，管理层对餐饮大 B 客户对上游供应商的要求、服务模式、和产品要求都有更深的理解和更丰富的经验，为公司的 B 端复调业务稳定发展奠定坚实基础。高管团队年薪均超过 100 万元，薪酬激励充分。

图3: 宝立食品高管团队薪酬（截至 2022 年）

姓名	职务	薪酬（万元）	简介
马驹	董事长、董事	118.63	硕士学历。曾担任上海保立食品有限公司总经理、宝立食品总经理、董事；现任公司董事长。
沈淋涛	副董事长、董事	153.81	本科学历。曾担任浙江中瑞江南资产评估有限公司业务经理、立信会计师事务所(特殊普通合伙)浙江分所审计经理、和瑞控股有限公司风控总监、浙江钛和投资管理有限公司投资总监兼董事、浙江策信投资管理有限公司董事长兼总经理；现任公司董事、副董事长。
何宏武	总经理	153.81	本科学历。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；现任公司总经理。
梁冬允	副总经理	134.05	硕士学历。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)调味品有限公司技术经理、现担任公司研发总监、公司副总经理。
杨哲	副总经理	134.05	硕士学历。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；现担任公司销售总监、公司副总经理。
任铭	财务总监、董事会秘书	112.41	本科学历。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、公司董事；现担任公司董事、财务总监、董事会秘书。

数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.3. 复调产品矩阵丰富，轻烹业务冲高回落

公司产品以粉体、酱汁类复调为主，扩展轻烹业务与饮品甜点配料，产品线不断丰富。公司深耕复合调味料领域多年，将西方主流快餐经典口味引入中国市场，并持续不断地研发新式西餐口味、迎合中国大众消费市场向市场推出新产品。除复合调味料外，公司产品应用和类别逐步拓宽，推出各式风味的预烹饪料理包、预烹饪汤、空刻意面等轻烹解决方案以及果酱、爆珠、晶球和粉圆等多款饮品甜点配料。目前公司研发和生产的產品覆盖了裹粉、撒粉、面包糠、腌料、调味酱、沙拉酱、披萨酱、果酱、调理包、果蔬罐头、烘焙预拌粉、即食饮料等十余个细分品类。

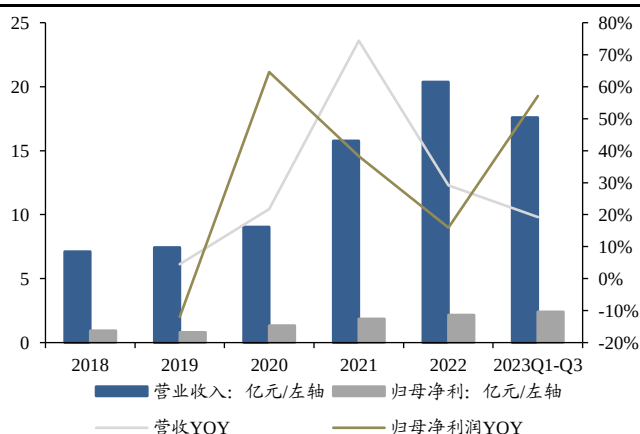
图4：宝立食品产品矩阵



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

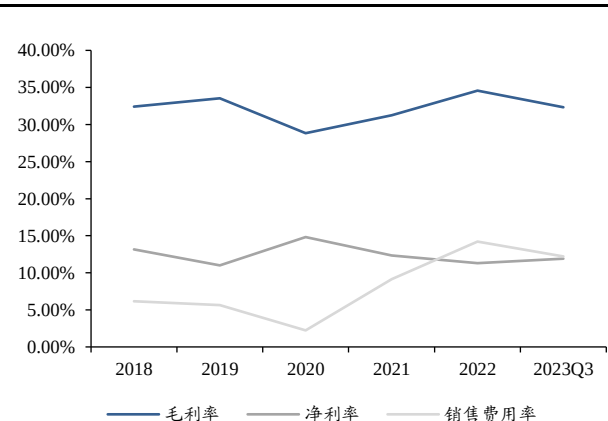
公司营业收入快速增长，净利率相对稳定。公司 2021 年收购厨房阿芬 75% 股份后增厚收入，同比+74.4%；2022 年随着空刻的快速增长，公司整体收入保持快速增长，同增 29.1% 达到 20.4 亿元。2023 年 B 端低基数下快速增长，2023Q1-Q3 公司营收达到 17.59 亿元，归母净利润 2.41 亿元，同比增速 19.24%，归母净利润增速达到 57.02%。宝立净利率在 10-15% 区间，整体相对稳定。

图5：宝立食品营收、归母净利润及 yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图6：宝立产品毛利率、净利率以及销售费用率 (%)

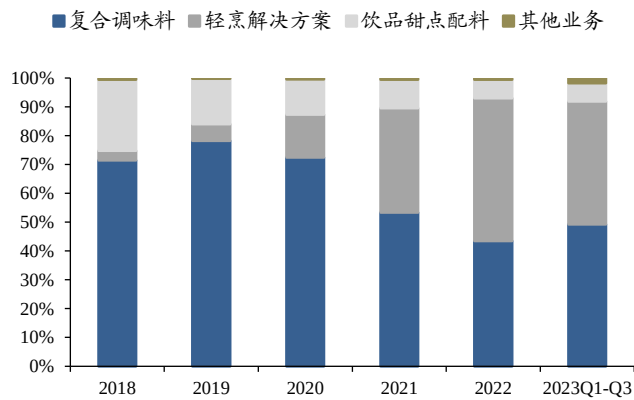


数据来源：招股说明书、公司公告、东吴证券研究所

轻烹业务快速发展推动公司收入高增。公司主营业务分为复调、轻烹解决方案和饮

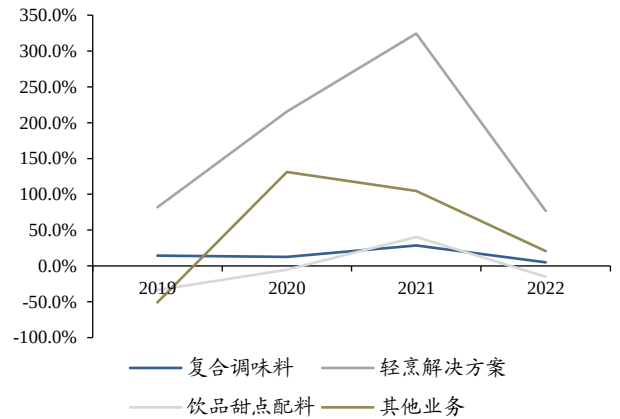
品甜点配料。2021 年公司收购厨房阿芬 75%股份后，空刻意面业务并入轻烹解决方案收入。复调和轻烹业务现在系公司收入两大基石，2023Q1-3 复调、轻烹业务收入占比分别为 49%/43%。

图7：宝立食品产品结构拆分



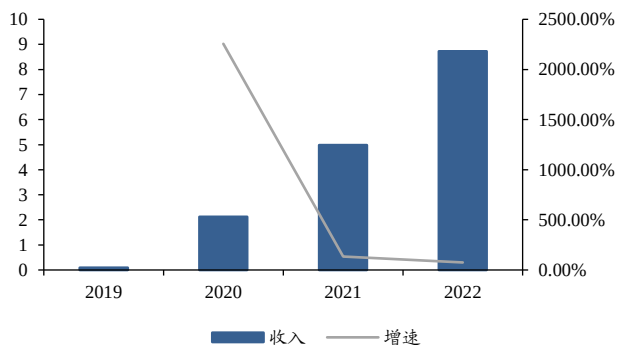
数据来源：公司财报、东吴证券研究所

图8：宝立食品各类产品收入 yoy



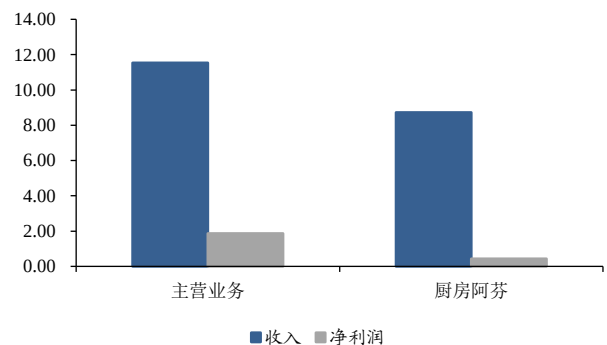
数据来源：公司财报、东吴证券研究所

图9：厨房阿芬的收入及增速（亿元）



数据来源：招股说明书、公司财报、东吴证券研究所

图10：2022 年宝立与厨房阿芬收入、净利润（亿元）



数据来源：招股说明书、公司财报、东吴证券研究所

空刻意面大单品爆发后增速冲高回落。公司并表的空刻意面业务在 2020-2022 年实现爆发，带动轻烹业务冲高，随着进入后疫情时代和 C 端收入基数增加，公司线上意面业务开始回落进入沉淀期，公司将以拓展线下和布局新品类推动空刻品牌持续成长。

2. B 端：百胜背书，定制西式复调为基，品类持续拓展

2.1. 深耕大 B 渠道，乘行业东风加速发展

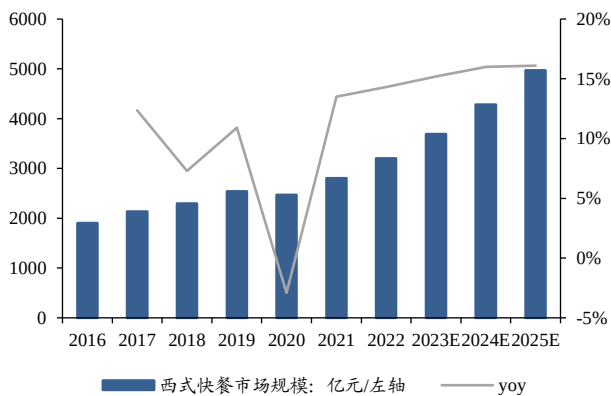
大 B 生意的本质：大 B 渠道进入壁垒高、粘性强。大 B 渠道通常具有较高的业务进入壁垒，对于定制化产品的研发能力和供应商的综合服务能力要求比较高。一旦建立

合作关系，为保持食品的口感和品质的一致性，通常不会轻易调整供应商。长期合作中培育出的信任感和工作效率，使得新品类的研发设计也会首选稳定的供应商，意味着大B渠道往往有较高的客户粘性。宝立深耕于百胜等多家西式快餐行业龙头渠道，与各大客户形成高效稳定的合作方式。

2.1.1. B端长期驱动力强，发展空间广阔

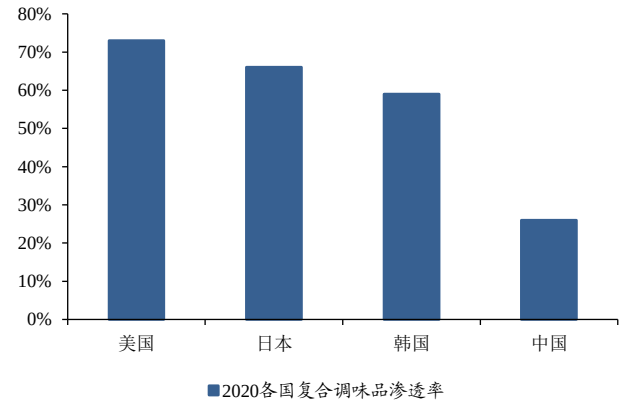
中国西式快餐行业市场规模整体呈上升趋势，西式复调需求逐年扩大。2021年国内西式快餐市场规模已超过2800亿元，2022年突破3200亿元，根据头部品牌的开店速度，预期未来3-5年将以10%以上的增速继续增长。我国复合调味品渗透率相较日韩美等国超过50%的水平仍有较大差距，其中2020年美国复合调味料渗透率高达73%，而中国仅为26%。餐饮行业发展对于西式复调的需求不断提高，作为西式复调行业的重要参与者，宝立有望受益于整体行业的发展红利，实现持续稳健的增长。

图11：2016-2022年全国西式快餐市场规模



数据来源：艾媒咨询、东吴证券研究所

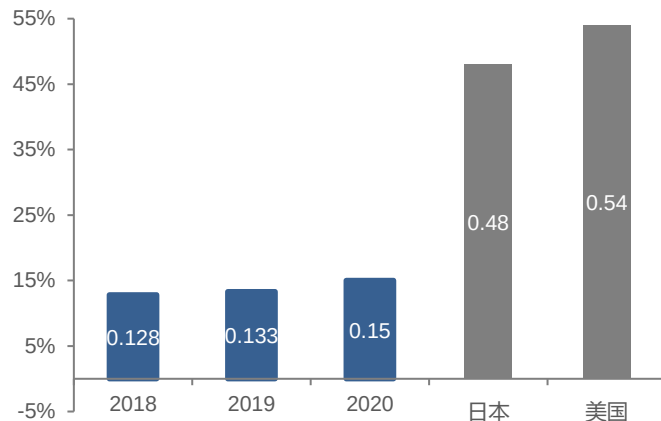
图12：2020年各国复合调味品渗透率



数据来源：艾媒咨询、东吴证券研究所

我国餐饮行业连锁化率不断提高，带来复调发展成长空间。根据CCFA《2022年中国连锁餐饮行业报告》，2018-2022年中国餐饮连锁化率持续走高，从2018年的12%增至2022年的19%，中国餐饮市场连锁化进程不断加快。对比中日美2021年餐饮连锁率数据，中国仅18%，与美国54%和日本49%的餐饮连锁化率，中国餐饮连锁化率仍然有较大提升空间。复合调味料以其标准化、可复制化、去厨师化的特点，迎合餐饮连锁店降本增效的趋势，助力企业成本，提升经营效率。

图13：2021 年中日美餐饮连锁化率对比

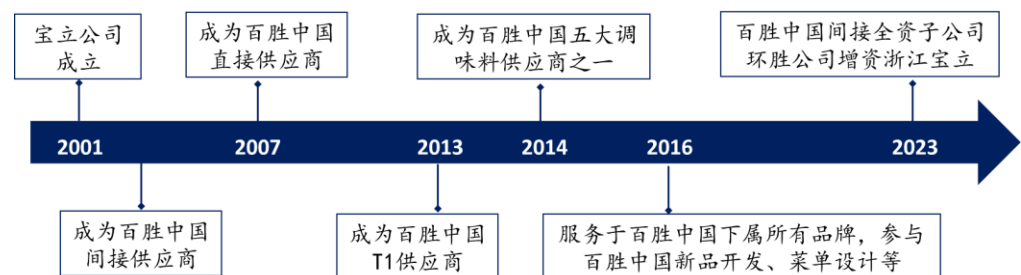


数据来源：连锁经营协会、东吴证券研究所

2.1.2. 与百胜中国深度合作，长期共赢

公司已与百胜中国建立起长期稳定的合作关系。从最初成为百胜中国的间接供应商开始，公司逐渐加深与百胜中国的合作。2007 年公司成为百胜中国的直接供应商，2013 年成为百胜 T1 供应商，2014 年成为百胜五大调味料供应商之一。2016 年以来，双方已开展全方位的合作，公司服务于百胜中国下属所有品牌，参与百胜中国新品开发、菜单设计等，产品逐渐延伸到腌料、撒粉、调味酱、沙拉酱、果酱、调理包、饮品小料和百胜新零售的轻烹食品等多个品类。2023 年 9 月，百胜中国间接全资子公司环胜信息技术（上海）有限公司增资公司的全资子公司浙江宝立食品科技有限公司，双方合作进一步深化。

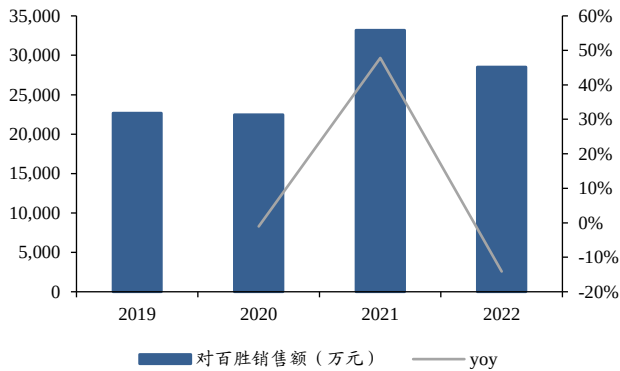
图14：公司与百胜中国合作历程



数据来源：招股说明书、公司公告、东吴证券研究所

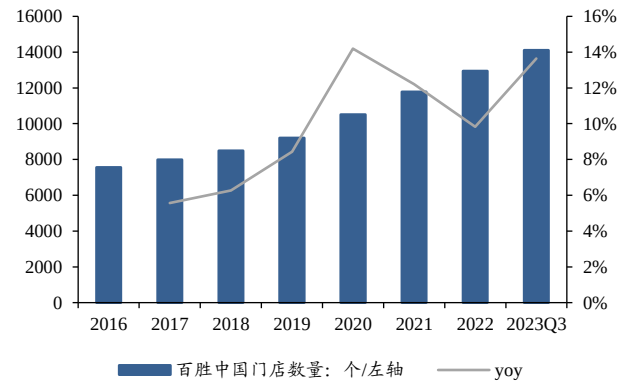
百胜中国系公司第一大客户，助力宝立业务增长。近年来，公司对百胜中国的销售额居高不下，百胜中国一直稳定地成为公司的第一大客户。2022 年，公司对百胜的销售额高达 28494.6 万元。与此同时，百胜门店不断扩展，2022 年百胜门店数量为 12947 家，23Q3 达到 14102 家。受益于百胜门店的持续扩张，公司业务水涨船高。

图15: 公司对百胜中国销售额与 yoy



数据来源: 招股说明书、公司公告、东吴证券研究所

图16: 百胜中国门店数量及 yoy



数据来源: 百胜中国年报、东吴证券研究所

2.1.3. B 端客户拓展优势突出

良好口碑助力宝立拓展 B 端大客户，丰富产品品类。公司在与百胜的多年合作中树立了良好的市场口碑，新的 B 端大客户不断拓展。目前，公司与肯德基、必胜客、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、圣农食品、泰森中国、嘉吉和正大食品等国内外知名餐饮连锁和大型食品工业企业建立了长期稳定的合作关系。公司持续开拓连锁 B 端客户的同时，在已有客户中不断导入、完善品类。

图17: 公司与百胜中国合作历程

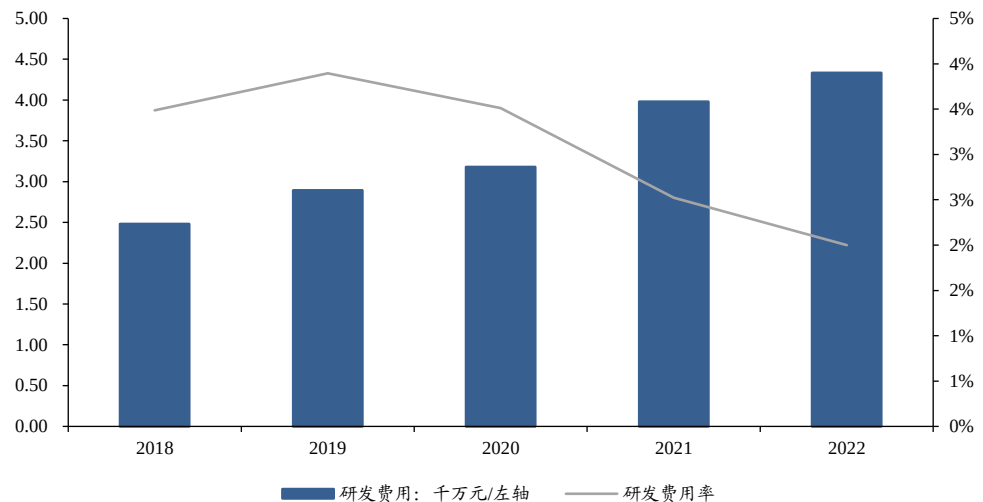


数据来源: 招股说明书、东吴证券研究所

2.2. 研发带动大 B 服务能力提升

公司重视研发，扩充产品品类，提升大 B 服务质量。据公司公告显示，宝立食品研发费用从 2018 年到 2022 年逐年递增，公司重视研发新品增加投入，致力于扩充产品体系，满足 B 端客户多样需求，帮助提升产品多元性、制造差异、打造品牌竞争力。

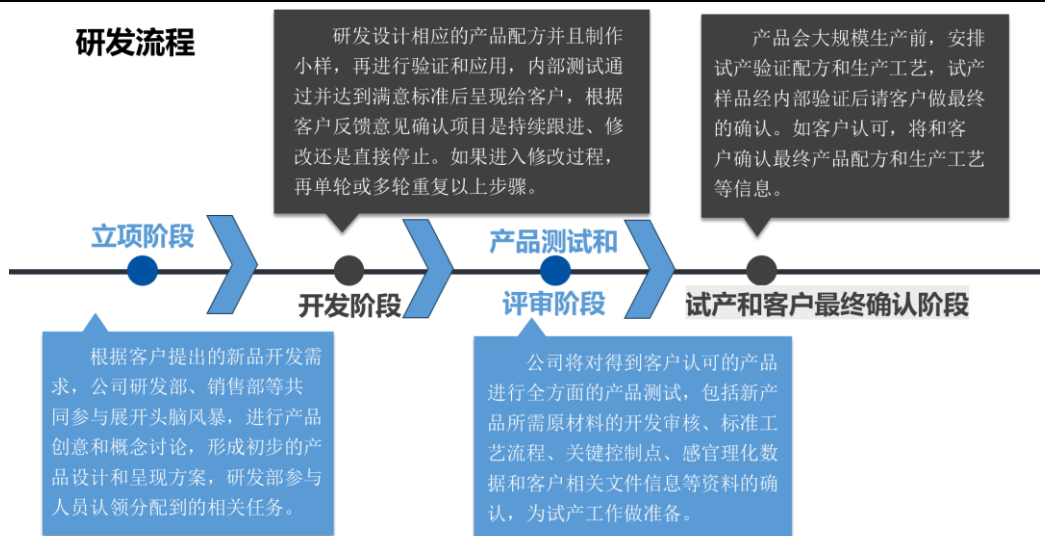
图18: 宝立食品 2018-2022 年研发费用与费用率



数据来源: Wind、东吴证券研究所

公司研发能力强，流程科学完善，多项成果显著。宝立食品有着一套十分完善的产品研发流程，从立项、开发、产品测试和评审到试产和客户最终确认，一系列流程均由客户参与，保障着B端客户的权益与需求。在研发能力方面，公司在近两年也获得了十余项产品研发奖项，可见其研发能力在行业中有着十足的竞争力。

图19: 宝立食品产品研发流程



数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究

图20：宝立食品研发主要奖项（截至 2021 年）

研发获得主要奖项			
序号	奖项	年份	颁发单位
1	金厨师奖	2018	百胜中国
2	“金”诚合作大奖	2020	麦当劳
3	金锅奖	2020	百胜中国
4	R. E. D 创意奖	2020	百胜中国
5	持续创新奖	2020	百胜中国
6	卓越执行奖	2020	百胜中国
7	锐意先锋奖	2020	百胜中国
8	研发专家组奖:酱料	2020	百胜中国
9	研发专家组奖:粉料	2020	百胜中国
10	百胜中国质量奖	2021	百胜中国
11	造桥人奖	2021	百胜中国
12	技术创新类	2021	百胜中国
13	卓越执行奖	2021	百胜中国
14	研发专家组-粉料	2021	百胜中国
15	研发专家组-酱料	2021	百胜中国
16	超级至尊奖	2021	百胜中国
17	中国国际烹饪艺术比赛金奖、 上海国际厨艺锦标赛金奖	2021	世界厨师联合会

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究

2.3. 产能持续扩张，拓展烘焙品类

公司产能持续扩张，入跑烘焙赛道。公司公告数据显示，上海松江、上海金山、山东、浙江嘉兴工厂在 2019 年至 2021 年之间粉类、酱类产品产能均有不同程度的扩张，工厂生产能力不断提升。在做好粉类、酱类产品的同时，公司不忘立足市场需求，探索新产品赛道：自 2023 年 3 月起，公司烘焙类产品陆续推向市场，向会员制卖场 Costco 推出咖喱鸡肉面包冷冻面团，开始涉足冷冻烘焙业务。同时，公司今年新设上海宝晏，积极布局烘焙业务板块，预计 2023 年下半年实现投产，B 端业务产品力不断提升。

客户基础强，公司可多措并举不断导入新品类。复调行业格局分散，集中度较低，综合食品解决方案供应商定位对并购提出要求，公司具有并购动力和经验（过去收并购厨房阿芬经验足）。在锁定优质大 B 前提下，公司并购之路有望打开，通过对复调品类的整合及新品类的扩张导入持续增厚营收和盈利。

表1: 宝立食品 2019-2021 年各地产能情况 (单位: 吨)

生产基地	产品	2019 年	2020 年	2021 年
上海松江	粉类产品	21,662	21,662	27,362
	酱类产品	12,355	12,355	18,533
上海金山	粉类产品	2,668	2,668	2,668
	酱类产品	13,478	15,875	22,614
山东	粉类产品	11,535	18,524	23,722
浙江嘉兴	酱类产品			4,493
上海宝晏	烘焙类产品	2023H2 投产, 预计满产后产值可达 1.5-2 亿元		

数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所

图21: 宝立为 Costco 供应的烘焙产品



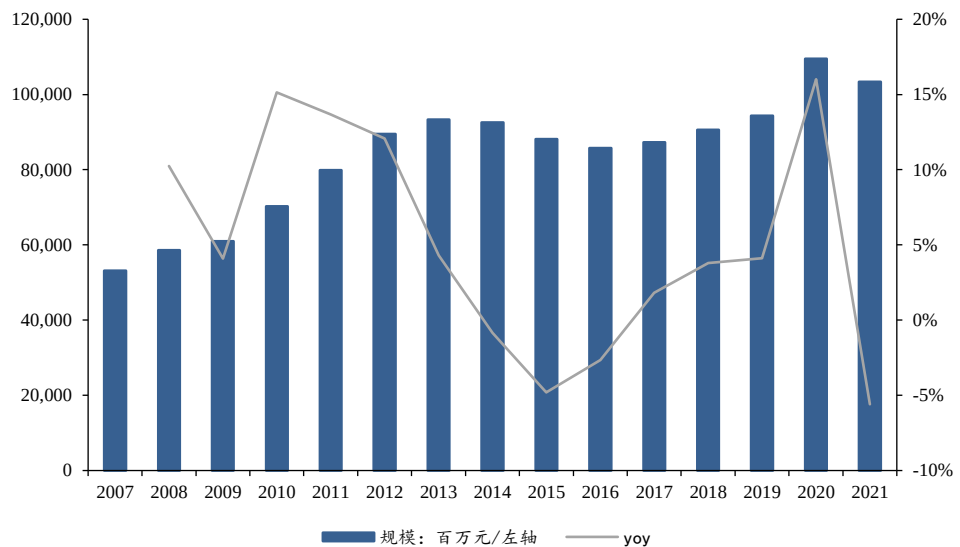
数据来源: 小红书、东吴证券研究所

3. C 端: 以新式速食布局, 渠道和品类扩张均有空间

3.1. 新式速食行业发展亮眼, 未来发展空间大

方便面为千亿大单品, 市场空间大。根据 Euromonitor 数据, 2021 年中国方便面零售规模突破千亿, 达到 1033 亿元, 2016-2021 年 CAGR 为 3.8%。作为超级品类, 方便面市场庞大, 消费者需求旺盛。

图22: 中国方便面零售规模及增速



数据来源: Euromonitor、东吴证券研究所

新式速食增速快，品类丰富，发展潜力大。随着越来越多的品牌进行大胆创新，方便速食的口味和形式不断更新，细分品类丰富度加速提升，自热火锅、方便米粉、方便螺蛳粉等新品类接连涌现，持续受到消费者喜爱。

图23: 方便速食各细分品类 2020 年线上销售规模及增速



数据来源: CBNDATA、东吴证券研究所

新式速食以新锐品牌为主，营销和渠道重在线上。目前，新式速食品行业格局较为分散，主要以新锐品牌为主，单品体量多在 10~20 亿元。各品牌通常主打不同细分品类，如空刻意面、好欢螺螺蛳粉、阿宽红油面皮、莫小仙自热米饭等。整体看，行业各品牌明星品类存在差异化，长期看，扩展品类能打开更大成长空间。从渠道上看，多数新锐品牌成立时间较短，主要通过直播带货、IP 和产品联名等方式快速拓展品牌知名度，并以线上渠道为主进行销售，拓宽渠道同样能够挖掘行业发展潜力。

图24：主要新型方便速食企业及介绍

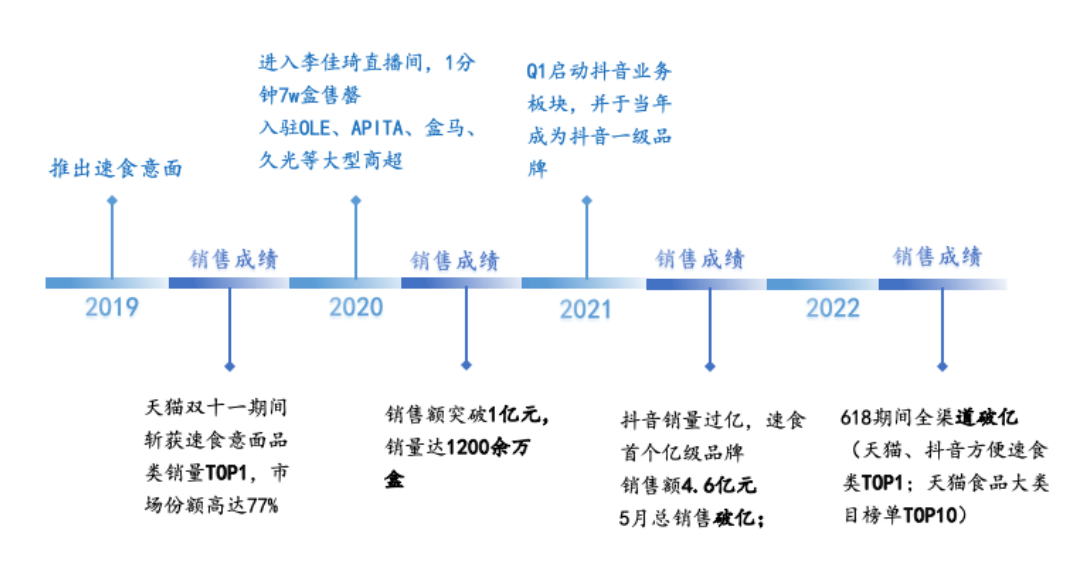
品牌	细分品类	成立时间	体量
空刻	速食粉面：意面	2019年	2022年营收8亿元，2023年618大促全周期全网销售额1亿+元
大希地	速食粉面：意面/预制牛排	2012年，2017年推出意面	2022年销额20亿元
锋味派	速食粉面：意面/烤肠	2021年	2022年销额预计2亿，2023年618年度大促全渠道GMV1亿+元
百胜中国	速食粉面：意面/预制牛排、披萨等	2021年推出预制菜	2022年销额为9亿元
李子柒	速食粉面：螺蛳粉等多种速食	2017年	2022年销售16亿元
好欢螺	速食粉面：螺蛳粉	2015年	2022年双十一期间销售额7000万+元
拉面说	速食粉面：拉面	2016年	9亿元（2020年）
阿宽	速食粉面：热干面/红油米皮等	2016年	2022年销额12亿+元
自嗨锅	自热火锅/米饭	2018年	2020年销售10亿+元
颐海国际	自热火锅/米饭	2017年推出自热小火锅	2022年销额19亿元
莫小仙	自热火锅/米饭	2017年推出自热火锅	2022年销额10亿+元

数据来源：Wind、各公司官网、亿邦动力、冷冻食品公众号、网易新闻、搜狐网、CBNDdata、食品板公众号等、东吴证券研究所

3.2. 空刻营销组合拳高举高打，收入实现 3 年爆发

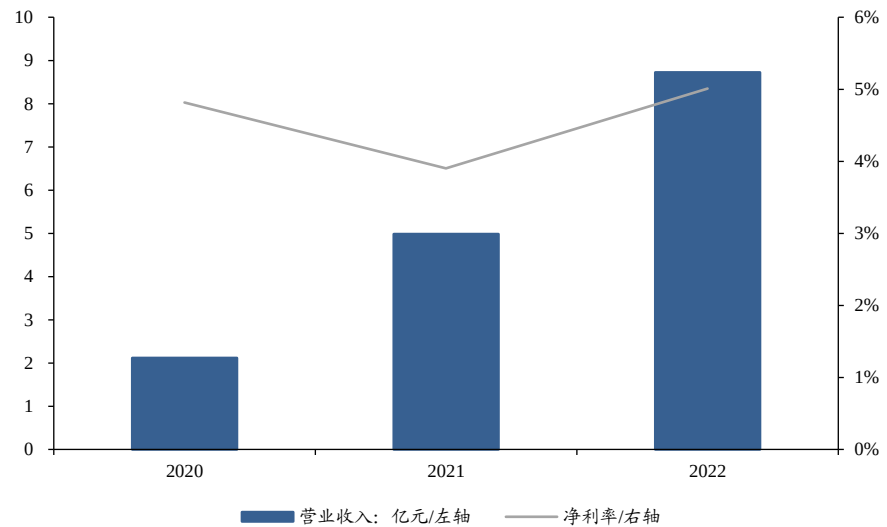
空刻意面推出三年来高速增长，成为细分品类龙头。厨房阿芬的主营业务为轻烹解决方案类产品，主要产品包括空刻意面和捞饭。空刻意面于 2019 年推出，产品上线仅几个月便在 2019 年天猫双十一期间斩获速食意面品类销量 TOP1。2020 年，空刻意面的销量突破 1 亿元规模，销量达 1200 余万盒。2021 年双十一，空刻意面连续三年蝉联速食意面品类销量 TOP1，并创下“11.11 当天方便速食第一”的傲人成绩。全年销售额达到 4.6 亿元。截至 2022 年 2 月底，空刻意面已连续 3 个月位列天猫方便速食/速冻食品大类目 top1，5 月单月销售额破亿，618 期间全渠道销售额破亿，销售额高速增长，发展势头迅猛，成为速食意面行业的龙头企业。

图25：空刻意面发展历史



数据来源：财经公众号、FBIF 食品饮料创新公众号、浪潮新消费公众号、亿邦动力等、东吴证券研究所

图26：厨房阿芬营收及净利率



数据来源：公司招股说明书、公司公告、东吴证券研究所

差异化选品，定位西式速食，研发塑造独特品牌。在选品上，公司定位西式速食，并注重产品差异性，打造品牌。空刻联合创始人之一王义超表示以必胜客、萨莉亚为代表的餐饮公司，已经完成了对中国消费者食用意面的初期市场教育，因此空刻无需耗费过多心力。对产品力的打造离不开精细化的流程与实力雄厚的研发团队，空刻意面联合米其林三星总厨联合研发，与跨国连锁餐厅的优质供应商达成战略合作，不断精进锁鲜技术，每款产品面市前都将进行至少 20 次的全方位测评。同时空刻拥有母公司超百人的研发团队赋能和意大利星级主厨的顾问支持，超过 40000 m² 的标准化自建厂房，为产品研发提供技术和供应支持。

渠道高举高打，营销重在线上，直播联名齐发力。新锐品牌成立时间较短，主要通过线上直播等方式快速高效地获得消费者认知，并主要在线上渠道进行销售，通过 IP、产品联名等营销方式加强品牌形象建设。在营销方面，空刻在初期选择与超头部主播合作，抓住直播带货的风口，实现第一次出圈；随后借助精准投放，在 B 站、小红书、抖音等社交平台上玩转数字营销，催生大量 UGC，在目标受众中实现种草效应；同时，空刻选择与迪士尼等知名 IP 联名，进一步打开年轻消费群体市场，帮助品牌重塑刻板印象。

图27：空刻意面营销模式



数据来源：百度图片、淘宝、东吴证券研究所

3.3. 增速放缓，期待扩品+线下渠道突破打开新空间

空刻受品类和渠道制约，增速放缓。空刻意面在 2022 年实现 8.7 亿元收入后，增速于 2023 年放缓，2023 年空刻同比增长约 10%+，进入三季度后增速持续放缓。我们认为这和空刻的品类与渠道相对单一有关。品类上，空刻为单一品类意面，价格比方便面偏高，可替代性强。空刻意面淘宝单价约 16 元/份，价格是康师傅方便面（淘宝单价约 5 元/包）的 3 倍。渠道上，空刻线上渠道占比 90%以上，渠道结构单一，缺乏线下渠道的布局。相比颐海国际，线下渠道仍有较大扩展空间，2022 年颐海的方便速食实现收入 18.7 亿元，除与海底捞关联交易部分，线下经销商占比超过 90%。

渠道向线下布局，长期扩品实现破局。根据 CBNDData 采访，空刻联合创始人之一王义超表示将继续深耕抖音会员运营、提升复购，以同时两种路径并行探索长期增长：其一是来自于持续打磨产品如推出儿童螺旋意面、川香麻辣意面，并拓展西式烩饭、汤品等新品类等；其二则是尝试在不同渠道寻找更细分的受众，如生鲜电商渠道下的单身群体，社区团购渠道下的家庭用户，精品商超渠道下注重生活品质的白领。空刻在线上抢占获得天猫、抖音等多个平台取得意面品类第一后，渠道开始向线下转移。2020 年底空刻开始全面布局线下渠道，目前已经进军了盒马、Ole'、麦德龙等多家线下精品超市和新零售渠道，未来期待公司在线下渠道实现更多突破。

图28: 空刻意面营销模式



数据来源：知乎、东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 24/28.3/33.6 亿元，同比增速 +17.7%/18.1%/18.7%。分拆业务如下：

- 1) **复合调味料**: 复合调味料主要客户为连锁大 B 客户，今年低基数下增速较快，预计明后年随着下游客户开店边际增速放缓而略有降速，我们预计复调 2023-2025 年营业收入 11.5/14.4/17.6 亿元，同比增速+30%/25%/22%，预期随着面粉等原材料成本回落，2023 年毛利率提升至 25.3%左右。
- 2) **轻烹解决方案**: 轻烹解决方案包括 to C 端的空刻意面以及服务于大 B 客户的解决方案。To C 端：空刻意面高基数下承压，预期随着线下铺货及基数压力缓解，明后年有更好的表现；To B 端：随着肩腰部客户的放量，叠加公司在已有客户内导入冷冻烘焙等新品类，预期收入将加速增长。我们预计轻烹解决方案业务 2023-2025 年营业收入 10.5/11.6/13.3 亿元，同比增速+3.8%/10.6%/15.1%，随着 C 端业务占比降低，2023 年毛利率下降至 44.8%。
- 3) **饮品甜点配料**: 饮品甜点配料业务相对不稳定，与每年上新的季节性新品相关，我们预期未来随着公司开拓更多客户类型，收入增速逐渐平稳。我们预计饮品甜点配料业务 2023-2025 年营业收入 1.4/1.6/1.8 亿元，同比增速 +3%/15%/15%。预计随着新品上市，毛利率略有提升。

图29：宝立食品主要业务拆分预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
复合调味料						
收入（百万元）	655	843	885	1,151	1,438	1,755
同比（%）	12.7%	28.6%	5.0%	30.0%	25.0%	22.0%
占比%	72.4%	53.4%	43.5%	48.0%	50.8%	52.2%
毛利（百万元）	184	207	220	291	367	451
毛利率	28.1%	24.6%	24.9%	25.3%	25.5%	25.7%
轻烹解决方案						
收入（百万元）	135	571	1,009	1,048	1,158	1,333
同比（%）	215.3%	324.3%	76.8%	3.8%	10.6%	15.1%
占比%	14.9%	36.2%	49.6%	43.7%	40.9%	39.6%
毛利（百万元）	37	244	454	469.28	513.07	586.40
毛利率	27.7%	42.8%	45.0%	44.8%	44.3%	44.0%
饮品甜点配料						
收入（百万元）	111	155	132	136	156	179
同比（%）	-5.4%	40.4%	-15.3%	3.0%	15.0%	15.0%
占比%	12.2%	9.8%	6.5%	5.7%	5.5%	5.3%
毛利（百万元）	39	40	29	32.54	38.20	43.93
毛利率	35.2%	26.0%	22.1%	24.0%	24.5%	24.5%
其他业务						
收入（百万元）	4	9	11	63	79	95
同比（%）	131.1%	104.7%	20.5%	500.0%	25.0%	20.0%
毛利（百万元）	1	1	0	10	12	14
毛利率	11.7%	13.2%	4.4%	15.0%	15.0%	15.0%
合计						
收入（百万元）	905	1,578	2,037	2,397	2,832	3,362
同比（%）	21.8%	74.4%	29.1%	17.7%	18.1%	18.7%
成本（百万元）	644	1,085	1,333	1,595	1,902	2,266
毛利（百万元）	261	493	704	802	930	1,096
毛利率	28.8%	31.2%	34.6%	33.5%	32.8%	32.6%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

多品类布局，B端空间大，肩腰部客户放量可期。公司长期目标是打造完整的解决方案提供能力，今年在复调+轻烹业务外，开始对烘焙品类布局，嘉兴工厂烘焙产线和上海宝宴陆续投产。宝立服务大B能力强，能在已有渠道导入新品，同时通过新品开拓更多新客户。综合来看，B端连锁化率提升趋势不变，公司与国内优秀的连锁餐饮企业几乎都已建立合作或联系，随着产品的导入，肩腰部客户加速放量可期。可比公司我们选取千味央厨、日辰股份、天味食品。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为3.09/3.09/3.68亿元，同增43.4%/0.1%/19.1%，EPS分别为0.77/0.77/0.92元，对应当前PE为23x、23x、19x，对比可比公司具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (估值日 2023/12/5)

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
001215.SZ	千味央厨	56.07	48.6	1.18	1.70	2.25	2.87	47.7	33.0	24.9	19.5
603755.SH	日辰股份	28.68	28.3	0.52	0.65	0.91	1.17	55.4	43.8	31.6	24.4
603317.SH	天味食品	14.53	154.8	0.32	0.41	0.54	0.66	45.41	35.4	26.9	22.0
	平均								49.5	37.4	27.8
603170.SH	宝立食品	17.70	70.8	0.54	0.77	0.77	0.92	32.9	22.9	22.9	19.2

数据来源: Wind、东吴证券研究所

注: 日辰股份、千味央厨盈利预测来自 Wind 一致预期, 天味食品盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

行业竞争加剧风险: 西式复调行业和新式速食行业格局分散, 若行业竞争加剧、市场受到挤压可能会导致行业恶性竞争, 影响公司盈利。

新客户开发不及预期: 公司目前深耕 B 端业务, 如果新客户开发的速度和质量不及预期, 公司的经营业绩会受到不利影响。

原材料价格大幅波动: 公司成本中原材料占比较大, 原材料价格如果出现大幅波动, 将给公司成本控制带来较大压力, 同时挤压公司的盈利空间。

食品安全风险: 食品安全内部控制是公司的声誉基石, 若出现食品安全事件, 公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

大股东减持风险: 公司于 2023 年 8 月 1 日公告股东上海厚旭资产管理有限公司持股占公司总股本的 9.98%。均为公司 IPO 前取得的股份, 已于 2023 年 7 月 31 日上市流通, 拟通过集中竞价交易方式减持不超过公司总股本 2% 的公司股份。上海厚旭为公司上市前的财务投资者, 有限合伙人多为海外机构, 在公司上市或通过减持方式退出, 对公司股价有一定影响。

宝立食品三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	935	1,116	1,463	1,874	营业总收入	2,037	2,397	2,832	3,362
货币资金及交易性金融资产	404	525	793	1,122	营业成本(含金融类)	1,333	1,595	1,902	2,266
经营性应收款项	293	309	347	382	税金及附加	16	19	22	26
存货	220	266	306	353	销售费用	311	340	396	467
合同资产	0	0	0	0	管理费用	58	70	79	91
其他流动资产	18	17	17	18	研发费用	43	48	56	66
非流动资产	597	652	667	680	财务费用	0	(6)	(8)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	32	24	11	13
固定资产及使用权资产	364	429	444	456	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	96	96	96	96	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	76	76	76	76	减值损失	(14)	0	0	0
商誉	31	31	31	31	资产处置收益	0	60	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	295	416	395	471
其他非流动资产	27	17	17	17	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	1,531	1,768	2,131	2,554	利润总额	295	416	395	471
流动负债	344	342	395	450	减:所得税	65	91	86	103
短期借款及一年内到期的非流动负债	35	3	3	3	净利润	230	325	309	368
经营性应付款项	153	177	201	220	减:少数股东损益	15	16	0	0
合同负债	26	19	23	27	归属母公司净利润	215	309	309	368
其他流动负债	130	143	169	200	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.54	0.77	0.77	0.92
非流动负债	43	57	57	57	EBIT	294	410	388	459
长期借款	1	1	1	1	EBITDA	340	445	423	497
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.57	33.48	32.84	32.59
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	10.57	12.89	10.92	10.95
其他非流动负债	30	44	44	44	收入增长率(%)	29.10	17.69	18.13	18.72
负债合计	387	399	452	507	归母净利润增长率(%)	16.15	43.43	0.10	19.09
归属母公司股东权益	1,128	1,337	1,646	2,014					
少数股东权益	16	33	33	33					
所有者权益合计	1,144	1,370	1,679	2,047					
负债和股东权益	1,531	1,768	2,131	2,554					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	252	269	317	379	每股净资产(元)	2.82	3.34	4.12	5.04
投资活动现金流	(71)	(30)	(50)	(50)	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	123	(118)	0	0	ROIC(%)	22.69	24.87	19.69	19.11
现金净增加额	304	121	267	329	ROE-摊薄(%)	19.09	23.11	18.78	18.28
折旧和摊销	46	35	35	38	资产负债率(%)	25.27	22.55	21.20	19.85
资本开支	(70)	(40)	(50)	(50)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.88	22.92	22.90	19.23
营运资本变动	(40)	(30)	(27)	(27)	P/B(现价)	6.28	5.30	4.30	3.51

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究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建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>