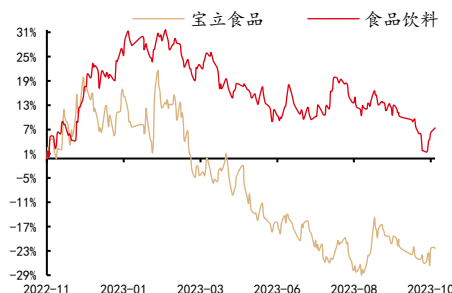


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	19.69
总股本/流通股本(亿股)	4.00 / 1.59
总市值/流通市值(亿元)	79 / 31
52 周内最高/最低价	31.16 / 18.01
资产负债率(%)	25.3%
市盈率	34.54
第一大股东	杭州臻品致信投资合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

宝立食品(603170)

复调业务引领增长，9 月 C 端改善

● 事件

公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 17.59/2.41/1.81 亿元，同比+19.24%/+57.02%/+28.14%。公司单 Q3 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 6.31/0.75/0.7 亿元，同比+11.8%/+23.68%/+16.22%，收入利润符合预期。结合此前公司 1-8 月经营数据看，公司 9 月实现营收 2.19 亿元，同比+33.7%；归母净利润 0.31 亿元，同比+27.8%，单 9 月 C 端业务改善，B 端带动下营收获得较好增长。

● 核心要点

受益 B 端核心西快客户开店高增长，公司复调业务保持高增速，轻烹方案受消费场景切换影响增速有回落，饮品甜品配料大客户端需求有波动短期营收有回落。分产品看，前三季度复合调味品/轻烹解决方案/饮品甜品配料分别营收 8.57/7.43/1.10 亿元，同比+33%/3.71%/2.34%；单 Q3 复合调味品/轻烹解决方案/饮品甜品配料分别营收 3.46/2.29/0.37 亿元，同比+34.34%/-10.51%/-23.13%。三季度分渠道看，前三季度直销/非直销分别营收 14.04/3.07 亿元，同比+13.75%/+30.74%。分地区看，前三季度华东/华南/华北/东北/西南/西北/境外分别营收 13.78/0.76/1.22/0.48/0.50/0.14/0.06/0.17 亿元，同比+11.2%/+32.3%/+39.1%/+47.9%/+43.5%/+180.9%/+68.8%/+85.6%；单三季度分别同比+3.0%/+37.0%/+27.7%/+35.3%/+45.5%/+163.1%/78.4%/73.1%。截止三季度末，公司经销商数量为 319 个，环比 Q2 末增长 39 个。

公司 B 端业务占比提升导致毛利率小幅回落，但同时带来费用率改善。公司在 C 端业务相对压力较大背景下，保持稳定的高费用支出模式，而 B 端占比提升下销售费用率整体有较好改善，总体扣非归母净利率同比小幅改善。23 年前三季度，公司毛利率/归母净利率/扣非归母净利率为 33.9%/13.7%/10.29%，分别同比-0.37/+3.3/+0.71pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.27%/2.93%/1.98%/-0.17%，分别同比-0.77/+0.36/-0.23/-0.13pct。23Q3，公司毛利率/归母净利率/扣非归母净利率为 32.34%/11.9%/11.06%，分别同比-2.22/+1.14/+0.42pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.21%/2.43%/2.06%/-0.25%，分别同比-2.01/-0.3/+0.11/+0.26pct。

从短、中、长三个维度去看，短期 B 端下游核心连锁西式快餐客户年初至今新开业的增速较高，为公司短期复调业务带来复苏高弹

性，全年高增速有望延续。中期看，公司烘焙产线、扩产产能逐渐落地，为公司带来业务承载能力和业务边界提升，如烘焙产线投产后公司逐渐涉足冷冻烘焙业务，未来可与原先复调产品有更多结合可能性，提升原有客户合作深度。同时公司持续布局山姆、costco、宜家等特渠，未来有望产生上亿级爆品，带来营收弹性。长期看，关注公司轻烹解决方案业务进一步承接复调产品纵向衍生的客户深度需求，同时C端空刻、宝立客滋等品牌有望通过承接B端转化，横向丰富产品线，扩大C端的收入规模。

● 盈利预测与投资建议

我们维持此前预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 24.77/30.02/36.16 亿元，同比增长 21.62%/21.19%/20.45%；实现归母净利润 2.91/3.31/4.15 亿元，同比增长 34.90%/13.94%/25.34%，对应 EPS 为 0.73/0.83/1.04 元，对应当前股价 PE 为 27x/24x/19x。我们看好公司下游西式快餐连锁快速复苏后持续带动公司复调业务需求增长，同时第二第三成长曲线轻烹、饮品配料下游客户群体逐渐打开，叠加公司明年新增产能的逐步落地，未来有望承接更多头部客户需求，以及开拓腰部客户带来增量，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险，原材料成本上涨风险，客户拓展不及预期风险，行业竞争加剧风险，产能进度不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2037	2477	3002	3616
增长率(%)	29.10	21.62	21.19	20.45
EBITDA（百万元）	337.17	447.68	505.96	615.21
归属母公司净利润（百万元）	215.36	290.52	331.02	414.88
增长率(%)	16.15	34.90	13.94	25.34
EPS(元/股)	0.54	0.73	0.83	1.04
市盈率（P/E）	36.57	27.11	23.79	18.98
市净率（P/B）	6.98	5.73	4.76	3.93
EV/EBITDA	33.10	16.90	14.51	11.48

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2037	2477	3002	3616	营业收入	29.1%	21.6%	21.2%	20.4%
营业成本	1333	1632	1984	2416	营业利润	17.0%	32.7%	13.9%	25.3%
税金及附加	16	17	21	25	归属于母公司净利润	16.2%	34.9%	13.9%	25.3%
销售费用	311	377	420	470	获利能力				
管理费用	58	69	78	87	毛利率	34.6%	34.1%	33.9%	33.2%
研发费用	43	52	57	61	净利率	11.3%	12.3%	11.6%	12.1%
财务费用	0	-1	-3	-4	ROE	19.1%	21.2%	20.0%	20.7%
资产减值损失	-10	-10	-12	-15	ROIC	27.7%	27.4%	32.6%	38.8%
营业利润	295	391	445	558	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	25.3%	24.1%	23.6%	23.2%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	2.72	3.19	3.50	3.76
利润总额	295	390	445	557	营运能力				
所得税	65	85	97	121	应收账款周转率	8.00	6.47	6.47	6.47
净利润	230	305	348	436	存货周转率	6.06	6.10	6.10	6.10
归母净利润	215	291	331	415	总资产周转率	1.33	1.34	1.35	1.34
每股收益(元)	0.54	0.73	0.83	1.04	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.54	0.73	0.83	1.04
货币资金	404	592	879	1230	每股净资产	2.82	3.43	4.13	5.01
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	256	388	470	566	PE	36.57	27.11	23.79	18.98
预付款项	37	43	52	63	PB	6.98	5.73	4.76	3.93
存货	220	268	325	396	现金流量表				
流动资产合计	935	1312	1752	2286	净利润	230	248	334	422
固定资产	364	367	365	316	折旧和摊销	42	59	64	62
在建工程	96	48	0	0	营运资本变动	-40	-121	-65	-75
无形资产	76	63	51	38	其他	16	15	14	12
非流动资产合计	597	538	475	414	经营活动现金流净额	248	201	346	421
资产总计	1531	1850	2227	2700	资本开支	-72	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	1	40	-3	-3
应付票据及应付账款	153	205	249	303	投资活动现金流净额	-71	40	-3	-3
其他流动负债	191	207	251	305	股权融资	285	0	0	0
流动负债合计	344	412	500	608	债务融资	-140	-9	-8	-7
其他	43	34	25	19	其他	-22	-44	-49	-60
非流动负债合计	43	34	25	19	筹资活动现金流净额	123	-53	-57	-67
负债合计	387	446	526	627	现金及现金等价物净增加额	300	188	286	352
股本	400	400	400	400					
资本公积金	283	283	283	283					
未分配利润	445	691	970	1321					
少数股东权益	16	31	48	69					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1144	1405	1701	2073					
负债和所有者权益总计	1531	1850	2227	2700					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048