

投资评级 **优于大市** 维持

复调定制龙头，方便速食快速发展

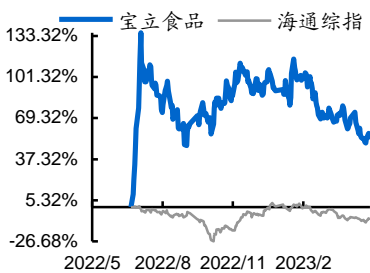
股票数据

05月29日收盘价(元)	21.50
52周股价波动(元)	12.06-35.84
总股本/流通A股(百万股)	400/40
总市值/流通市值(百万元)	8600/860

相关研究

《22年轻烹高增长，线下渠道有望持续发力》
 2023.04.13

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-6.4	-11.0	-24.8
相对涨幅 (%)	-3.3	-6.8	-19.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Email: yhj12866@haitong.com

证书: S0850520020001

分析师: 程碧升

Tel: (021) 23154171

Email: cbs10969@haitong.com

证书: S0850520100001

投资要点:

- 公司所处细分行业景气度较高。**公司主要产品包括复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料，所处细分行业景气度较高：①据艾媒咨询数据，预期到2027年复合调味品行业市场规模将达到3367亿元，2021-2027年CAGR为13.34%。②据艾媒咨询预测，2021年广义预制速食市场规模3459亿元，预计2023年市场规模为5165亿元，复合增长率超过20%。③据奈雪的茶招股书披露，中国现制茶饮于2020年的市场总规模约为人民币1136亿元，预计到2025年将达到人民币3400亿元，2020-2025年预计CAGR为24.5%。
- 深度绑定百胜，客户集中度较高。**公司以定制、直销为主，2019-2022年前五大客户占主营业务收入比为50.11%、44.79%、36.71%、27.78%。公司第一大客户百胜中国占主营业务收入比为30.53%、24.81%、21.03%、13.99%，双方已开展全方位的合作，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。我们认为，百胜中国未来贡献的收入增长，主要靠门店扩张、新产品导入等带来，预计仍可以保持稳健增长。同时，凭借与百胜等知名客户的紧密合作，可以帮助公司打磨供应链、树立口碑，进而开拓更多潜在客户。
- 核心管理层均有持股，行业经验丰富。**公司核心管理层均有持股，且管理人员的人均薪酬也明显高于可比公司。核心管理人员绝大部分在食品行业耕耘十年以上，拥有丰富的行业经验和资源。比如总经理何宏武的拥有较强的专业背景，曾任职于百胜(中国)、圣农发展，2015年至今担任公司总经理；副总经理梁冬允、杨哲也均有食品行业的研发经历，公司研发人员薪酬、研发费用率相比同行也处于较高水平。
- 全资控股厨房阿芬、提高空刻网络持股比例。**2020-2022年，空刻意面快速增长，成为互联网意面品牌爆款。2022年以公司6375万元收购控股子公司厨房阿芬少数股东持有的剩余25%股权，厨房阿芬以3500万元收购孙公司空刻网络少数股东持有的10%股权。由此厨房阿芬成为公司全资子公司，厨房阿芬对空刻网络的直接持股比例也将从70%上升至80%。
- 空刻积极推新，线下渠道值得期待。**2022年空刻推出了本土化口味的川香麻辣、湘辣擂椒青春版意面；同时针对儿童及小胃口人群也推出了mini小食盒版意面；业推出了螺旋、贝壳、扭扭、弯管等多种形态的意面。未来空刻将围绕不同消费人群进行消费场景的补充和口味的延展开发。公司在22年也引进专业团队组建了华东和华南线下销售事业部，拓展空刻意面线下销售渠道。我们认为空刻具有较强的先发优势和品牌优势，线上有望继续保持较高增长，同时线下渠道亦值得期待。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1578	2037	2576	3138	3746
(+/-)YoY(%)	74.4%	29.1%	26.5%	21.8%	19.4%
净利润(百万元)	185	215	278	362	449
(+/-)YoY(%)	38.2%	16.2%	29.1%	30.3%	23.9%
全面摊薄EPS(元)	0.46	0.54	0.69	0.91	1.12
毛利率(%)	31.2%	34.6%	35.5%	36.3%	36.9%
净资产收益率(%)	28.4%	19.1%	21.7%	24.5%	26.0%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测与估值。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.69/0.91/1.12 元，相关可比公司 23 年 PE 在 37-43 倍，考虑到复调行业较高景气度，且空刻意面有望继续保持较高增长，给予一定估值溢价，给予 23 年 40-45 倍 PE，对应合理价值区间 27.6-31.05 元，给予“优于大市”评级。

风险提示。上游原材料价格波动影响，行业竞争加剧等。

目 录

1. 公司所处细分行业景气度较高	7
1.1 复调行业景气度较高, 竞争格局分散	7
1.2 生活便捷化需求带动轻烹食品新品类不断涌现	9
1.3 新式茶饮展现出较强的发展潜力	10
2. 深度绑定百胜, 积极布局轻烹解决方案、饮品甜点配料业务	11
3. 定制、大客户为主, 研发实力行业领先	14
4. 核心管理层均有持股, 行业经验丰富	17
5. 全资控股厨房阿芬, 空刻意面增长迅速	19
6. 盈利预测与估值	21
7. 风险提示	22
财务报表分析和预测	23

图目录

图 1	复合调味品分类	7
图 2	2020 年各国复合调味品渗透率	7
图 3	餐饮行业收入（2015-2025E）	7
图 4	国内复合调味品行业市场规模（2011-2027E）	7
图 5	2021 年美国、日本餐饮行业连锁化率	8
图 6	国内餐饮门店连锁化率（2018-2021）	8
图 7	2019 年餐饮行业各菜式市场规模占比	9
图 8	中餐、西餐市场规模及增速（2014-2019）	9
图 9	西式快餐市场规模（2016-2025E）	9
图 10	2022 年各西式快餐品牌门店数量（家）	9
图 11	中国西式快餐行业发展历程	9
图 12	国内方便食品销售额（2016-2022E）	10
图 13	“一人户”家庭数占比（2013-2020）	10
图 14	按零售消费价值计中国茶市场的市场规模（2015-2025E）	11
图 15	公司主要发展阶段	12
图 16	公司产品举例	12
图 17	公司主要客户举例	12
图 18	公司营收、扣非后归母净利润及增速（2018-2022）	13
图 19	公司 ROE、扣非后归母净利率、毛利率（2018-2022）	13
图 20	公司各项费用率（2018-2022）	13
图 21	公司各产品收入（亿元，2012-2022）	14
图 22	公司各产品毛利率（2012-2022）	14
图 23	公司直销、经销收入（亿元，2019-2021）	15
图 24	公司定制品、通用品收入（亿元，2019-2021）	15
图 25	公司前五大客户占主营业务收入比（2018-2022）	15
图 26	不同产品的前五大客户收入占比（2019-2021）	15
图 27	2021 年公司前五大客户明细及其收入占比	16
图 28	百胜中国营收（亿元，2013-2022）	16
图 29	百胜中国对公司的收入贡献及增速（2018-2022）	16
图 30	百胜中国对公司各产品的收入贡献（2018-2021）	16

图 31	公司不同量级客户的数量（个，2019-2021）	16
图 32	公司不同量级客户的占主营业务收入比（2019-2021）	16
图 33	研发人员人均薪酬对比（万元，2019-2022）	17
图 34	各公司研发费用率对比（2019-2022）	17
图 35	公司股权结构图（2023 一季度末）	18
图 36	杭州宝钰投资股权结构（2023.5.4）	19
图 37	管理人员人均薪酬对比（万元，2019-2021）	19
图 38	空刻意面宣传照片 1	19
图 39	空刻意面宣传照片 2	19
图 40	空刻网络股权结构图（2023.4.25）	20
图 41	2021 年“双十一”各品牌方便速食行业天猫预售额占比	20
图 42	空刻意面连续两年位列全国意面零售额第一	20
图 43	厨房阿芬收入（亿元，2019-2022）	21
图 44	厨房阿芬的净利率（2020-2022）	21
图 45	厨房阿芬各渠道收入（亿元，2019-2021）	21
图 46	厨房阿芬各产品收入（亿元，2019-2021）	21
图 47	空刻网络收入（亿元，2020-2027 及之后）	21
图 48	空刻网络各渠道收入（亿元，2022E-2027 及之后）	21

表目录

表 1	茶饮店的分类.....	11
表 2	公司主要获奖记录.....	17
表 3	公司主要管理层介绍.....	18
表 4	公司主营业务拆分预测（百万元）.....	22
表 5	可比公司估值对比（2023.5.24）.....	22

1. 公司所处细分行业景气度较高

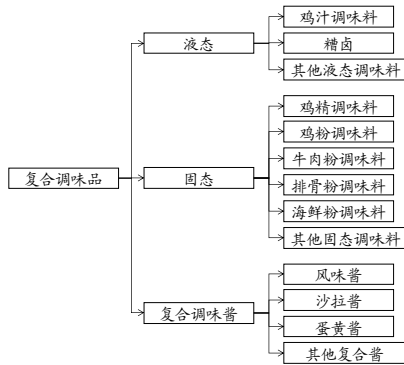
1.1 复调行业景气度较高，竞争格局分散

我们认为追求安全、效率、美味是家庭饮食、餐饮、食品工业的共同追求，复合调味品可实现多种风味的调配，使用便捷且味道丰富，很好的契合了这些需求，调味品行业发展也呈现了复合化的发展趋势。

海内外对比上，据天味食品招股说明书援引《中国食品工业年鉴（2016）》数据披露，欧美等发达国家的调味品市场中复合调味料的占有量非常之高，而中国复合调味料的市场占比仅 34%。同时，据日辰股份招股说明书披露，目前日本酱油、食醋等消费金额占比较小，而各种复合调味料由于种类多、用量大、附加值高，消费占比在 90%以上。

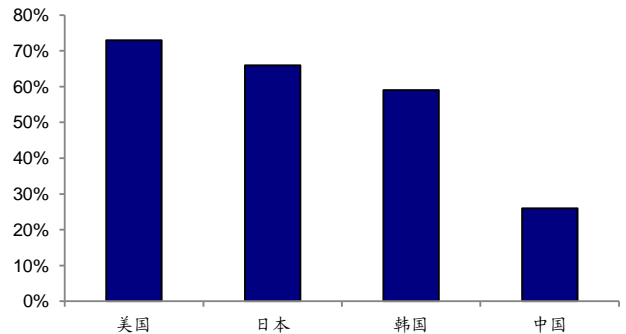
行业规模上，我们认为复合调味品行业景气度较高，具有“小产品、大市场”的特征。据艾媒咨询数据，2021 年我国复合调味品市场规模为 1588 亿元，2011-2021 年 CAGR 为 13.9%，预期到 2027 年市场规模达到 3367 亿元，2021-2027 年 CAGR 为 13.34%。

图1 复合调味品分类



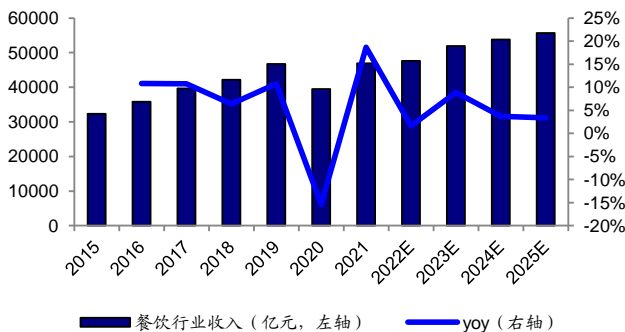
资料来源：日辰招股说明书，海通证券研究所

图2 2020 年各国复合调味品渗透率



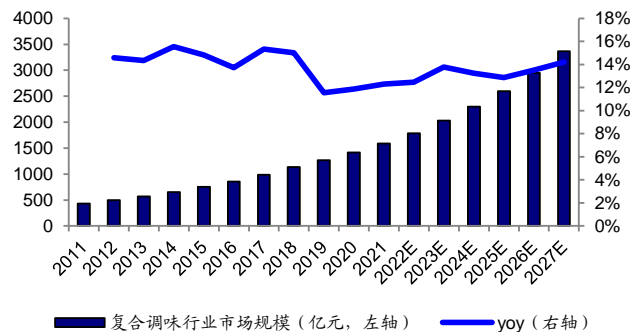
资料来源：艾媒咨询，海通证券研究所

图3 餐饮行业收入 (2015-2025E)



资料来源：艾媒咨询、国家统计局，海通证券研究所

图4 国内复合调味品行业市场规模 (2011-2027E)

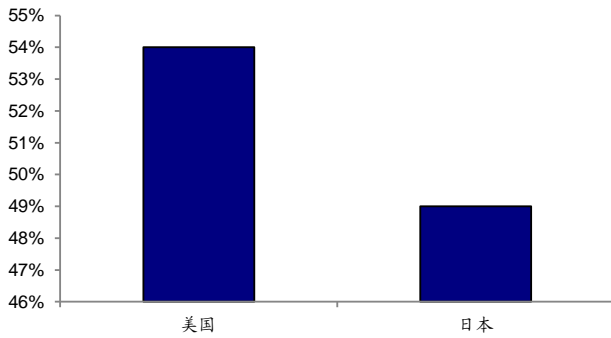


资料来源：艾媒咨询，海通证券研究所

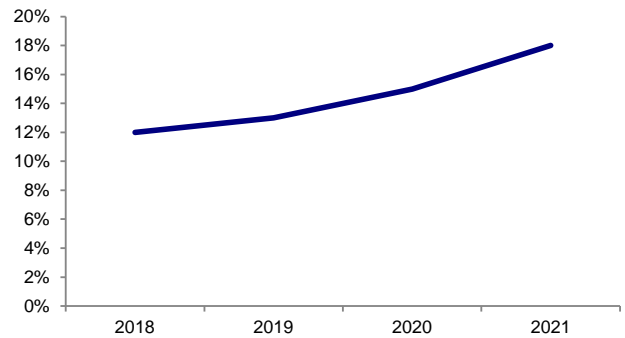
行业发展动力上：①**餐饮连锁化率提升**，餐饮连锁化率的提升使得餐饮企业对新口味研发、后续口味的标准化处理的需求更加迫切，复合调味品企业可以为连锁餐饮企业提供适用于各款菜品的调味品，不仅可以大大简化厨师的工作也让餐饮企业的特色化、标准化和规模化成为可能。参考美国、日本的连锁化率水平，国内连锁化率还有较大提

升空间。②**生活节奏加快**，年轻群体追求简单化和快捷化，复合调味品可以显著提升烹饪效率节约烹饪时间。③**人口老龄化**，老龄群体对于饮食便捷化、健康化诉求也在不断增强，也有助于复合调味品行业快速增长。

行业格局上：目前国内复调赛道众多，竞争格局仍较为分散。宝立在西式餐饮复调行业处于行业领先地位，据公司招股说明书披露，公司国外复合调味品同行业包括味好美、凯美瑞集团等，国内同行有日辰股份、安记食品、千味央厨、鲜活果汁等。我们认为行业目前正处于较快的扩容期，竞争相对缓和，公司作为 2B 为主的定制复调企业，综合实力领先、客户粘性较强，长期发展确定性较强。

图5 2021 年美国、日本餐饮行业连锁化率


资料来源：2021 年中国连锁餐饮行业报告，海通证券研究所

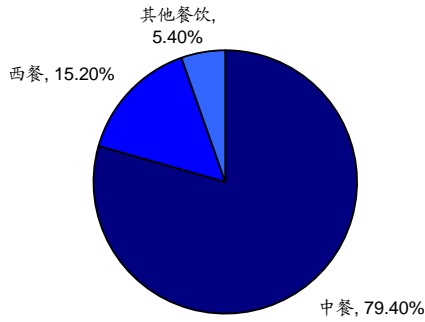
图6 国内餐饮门店连锁化率 (2018-2021)


资料来源：199IT 援引《美团研究院 2022 新餐饮行业研究报告》，海通证券研究所

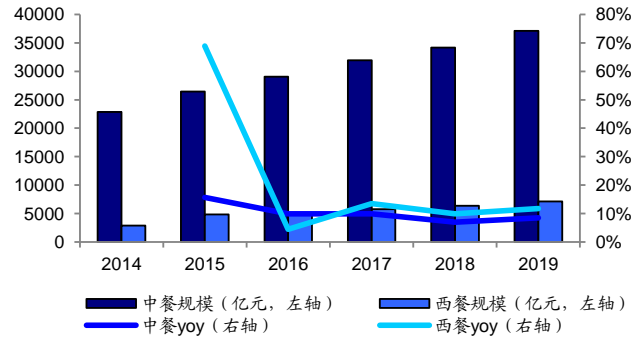
据 2021 年中国连锁餐饮行业报告披露，餐饮行业按菜式可以分为中餐、西餐、其他菜式三个细分市场，2019 年分别占比 79.4%、15.2%、5.4%。中餐市场规模由 2014 年的 2.3 万亿增至 2019 年的 3.7 万亿，CAGR 为 9.2%。西餐市场规模自 2014 年的 0.3 万亿增至 2019 年的 0.7 万亿，CAGR 为 12.8%，增速明显高于中餐。我们认为经过 30 年的普及与推广，西餐在一二线城市已发展较为成熟，未来伴随居民收入水平的提升、生活节奏的加快以及西餐文化向三四线城市的不断渗透，西式餐饮行业有望继续保持增长。

具体到产品以汉堡、炸鸡、薯条、可乐等为主的西式快餐，据艾媒咨询数据，2021 年西式快餐市场规模为 2800.7 亿元，同比增长 13.5%，2016-2021 年 CRGR 为 8.06%，预计 2021-2025 年 CAGR 为 15.57%。

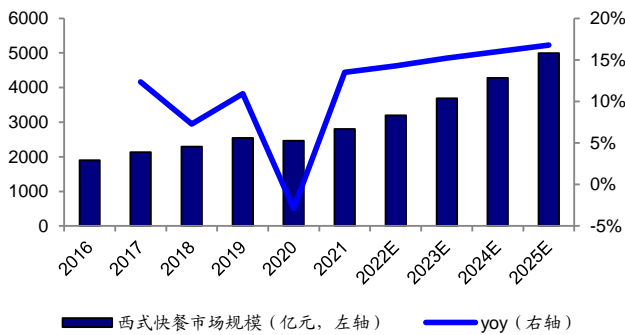
我们认为，西式快餐的 sku 数量较少、菜品标准化程度较高，更易较快扩张。以麦当劳、肯德基、星巴克为代表的优秀西式快餐/饮品企业进入中国约 30 年，其中前 15 年为测试模型、业务开展模式的探索阶段；最近 15 年、特别是最近 10 年，进入快速发展阶段。由此，我们认为以宝立食品为代表的复合调味品企业，会持续受益于西式快餐的较快发展。

图7 2019年餐饮行业各菜式市场规模占比


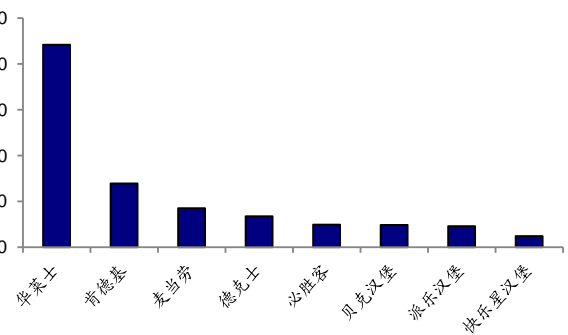
资料来源：2021年中国连锁餐饮行业报告，海通证券研究所

图8 中餐、西餐市场规模及增速 (2014-2019)


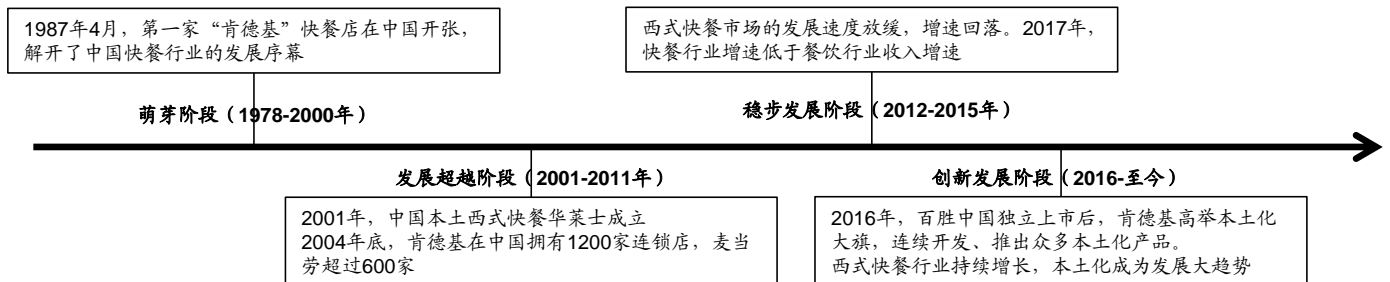
资料来源：2021年中国连锁餐饮行业报告，海通证券研究所

图9 西式快餐市场规模 (2016-2025E)


资料来源：艾媒咨询，海通证券研究所

图10 2022年各西式快餐品牌门店数量 (家)


资料来源：艾媒咨询，海通证券研究所

图11 中国西式快餐行业发展历程


资料来源：艾媒咨询，海通证券研究所

1.2 生活便捷化需求带动轻烹食品新品类不断涌现

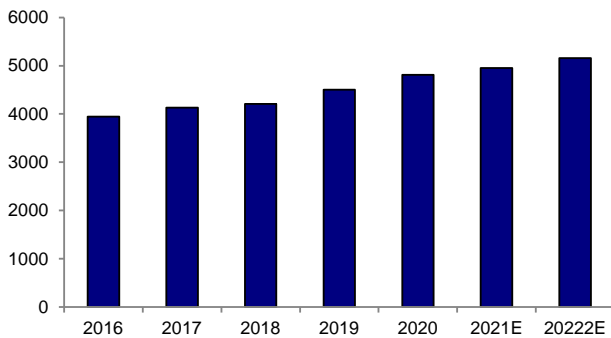
轻烹食品主要包括即食食品、即烹食品、即热食品，实质为方便食品，但又不局限

于传统意义上的方便食品，除了烹饪简单便捷外，更加讲究饮食营养和质量，重视菜肴的口味和鲜美，种类更为多样。

轻烹食品契合了当代年轻人的宅文化，由于生活节奏飞快，年轻消费者追求方便、快捷。据 36 氪援引中国统计局数据，2020 年“一人户”家庭数超过 1.25 亿，占比超 25%。据 36 氪援引贝壳《新独居时代报告》，到 2030 年中国独居率或将超过 30%。

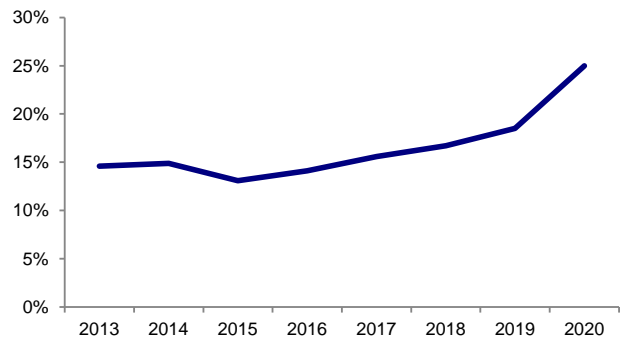
据公司招股说明书援引中商产业研究院数据，2020 年我国方便食品的市场规模达到 4000 亿元以上，从产品品类上，包括自热火锅、自热米饭、自热面和冲泡系列等，新产品层出不穷。另外，据艾媒咨询预测，2021 年广义预制速食品市场规模 3459 亿元，预计 2023 年市场规模为 5165 亿元，复合增长率超过 20%。

图12 国内方便食品销售额 (2016-2022E)



资料来源：中商情报网，海通证券研究所

图13 “一人户”家庭数占比 (2013-2020)

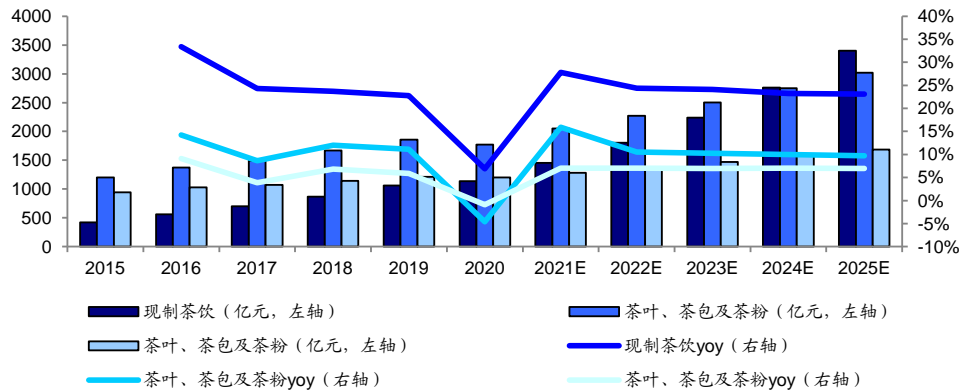


资料来源：国家统计局、36 氪，海通证券研究所

1.3 新式茶饮展现出较强的发展潜力

目前我国新式茶饮向着“冲粉茶-瓶装茶-现制茶饮”的方向发展。现制茶饮是以喜茶、奈雪的茶为代表，采用现泡茶汤、牛奶等与各种水果、创意小料相互碰撞的新式茶饮，契合了年轻群体个性化、追求新奇和颜值经济的消费特点。除了熟知的粉圆、椰果、芦荟，新式茶饮品牌都在推出创意小料，目的是进行产品升级，在同质化的市场环境中打造独特的品牌文化标签，使得消费者形成记忆和口味黏性。比如奈雪的茶推出的烤椰条、奶冻等，喜茶推出的脆波波、芋圆等。茶饮创意小料也会受益于新式茶饮市场规模的快速增长，是有着广阔发展前景的细分领域。

据奈雪的茶招股书披露，中国的现制茶饮市场消费群体庞大并在快速增长，按零售消费价值计，中国现制茶饮于 2020 年的市场总规模约为人民币 1136 亿元，预计到 2025 年将达到人民币 3400 亿元，2020-2025 年预计 CAGR 为 24.5%，可以看出现制茶饮的增速明显高于“茶叶、茶包及茶粉”、即饮茶。

图14 按零售消费价值计中国茶市场的市场规模 (2015-2025E)


资料来源：奈雪的茶招股说明书援引灼识咨询报告、国际货币基金组织，海通证券研究所

表1 茶饮店的分类

	第一代 (低端茶饮店)	第二代 (中端茶饮店)	第三代 (高端现制茶饮店)
配料	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 合成添加剂及人工色素 ✓ 奶精及奶茶粉 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 罐头水果、果酱及调味糖浆 ✓ 碎茶及奶精 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 优质新鲜原料, 包括上乘茶叶、鲜奶及新鲜时令水果
代表产品	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 波霸奶茶 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 风味奶茶, 如芒果绿茶及蜂蜜柚子茶 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 鲜果茶, 如芝士草莓茶及橙子茶 ✓ 冷泡茶
2020年现制茶饮产品的平均售价	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 不高于人民币 10 元 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 低于人民币 20 元, 但高于人民币 10 元 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 不低于人民币 20 元
主要店型	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 供外卖的街店 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 供外卖的街店 ✓ 购物中心的外卖店 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 设有社交空间的高端茶饮店 ✓ 其他创新店型

资料来源：奈雪的茶招股说明书援引灼识咨询报告，海通证券研究所

2. 深度绑定百胜，积极布局轻烹解决方案、饮品甜点配料业务

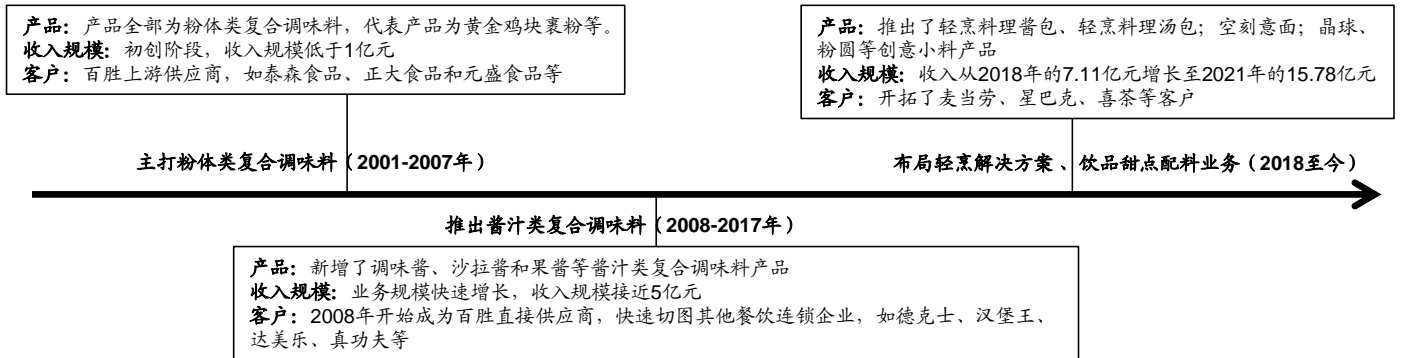
宝立食品成立于2001年，主要产品包括复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料，主要为餐饮企业、食品工业企业与家庭消费者提供高品质全方位的风味及产品解决方案，主要产品包括复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料等。公司与国内外知名餐饮连锁和大型食品工业企业建立了长期稳定合作关系，如肯德基、必胜客、麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、圣农食品、泰森中国、嘉吉和正大食品等。梳理公司发展历史，公司发展大概经历了三个阶段：

1987年，肯德基在中国设立第一家餐厅后，发展迅速，着力打造国内本土化供应商，公司从设立到2007年，产品类型单一，主要客户就是肯德基上游鸡肉加工厂商，如泰森食品、正大食品和元盛食品等，逐步实现了与百胜研发体系的熟悉和对接；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。

2008年，公司开始向百胜直接提供复合调味料；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，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。从最早为百胜中国裹粉浆粉开始，到现在产品延伸到腌料、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。

2018年至今，稳健发展复合调味品的同时，公司开始向现制茶饮、互联网轻烹解

决方案进行探索并战略布局，逐步成为行业领先的风味及产品解决方案服务商。在轻烹解决方案方面，公司围绕市场风味变化，持续研发适应市场和消费者需求的各式风味的轻烹料理酱包和轻烹料理汤包，其中终端消费者产品空刻意面成为互联网意面品牌爆款；在饮品甜点配料方面，公司推出晶球、粉圆等创意小料产品，并开拓喜茶等现制茶饮客户。

图15 公司主要发展阶段


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

粉体复合调味料：主要包括裹粉、腌料、撒粉、汤粉和烘焙预拌粉等系列产品。裹粉主要用于裹在肉类或蔬菜类表面，再进行油炸等烹饪方式，使用裹粉后可丰富菜肴的风味，口感和外观；腌料主要用于各种肉类制品、蔬菜及海产品的腌制，赋予食物各种风味；撒粉主要用于油炸烧烤肉类或薯制品中提升食物风味；汤粉主要用于煮制不同风味类食物，预拌粉主要用于制作烘焙类产品。

酱汁类复合调味料：主要用于调理前腌渍、直接涂抹在肉类上料理、调理好后浇淋或当沾酱使用，可以保持食物的原汁原味防止食物风味因过度烹饪而丧失风味，主要包括调味酱、沙拉酱、调味油和调味汁等。

轻烹解决方案：轻烹业务主要为即食、即烹、即热食品，主要是轻烹料理酱包、轻烹料理汤包和 2C 为主的空刻意面（互联网意面品牌爆款）。

饮品甜点配料：根据市场风味需求，研发出缤纷创意小料，如爆珠、晶球、粉圆和布丁系列等。此外，还拥有多款果酱系列产品来满足消费者对调制特色饮料、涂抹面包、搭配冰激凌和酸奶或是烘焙点心等的需求，如蓝莓、西柚、芒果百香果果酱产品等。

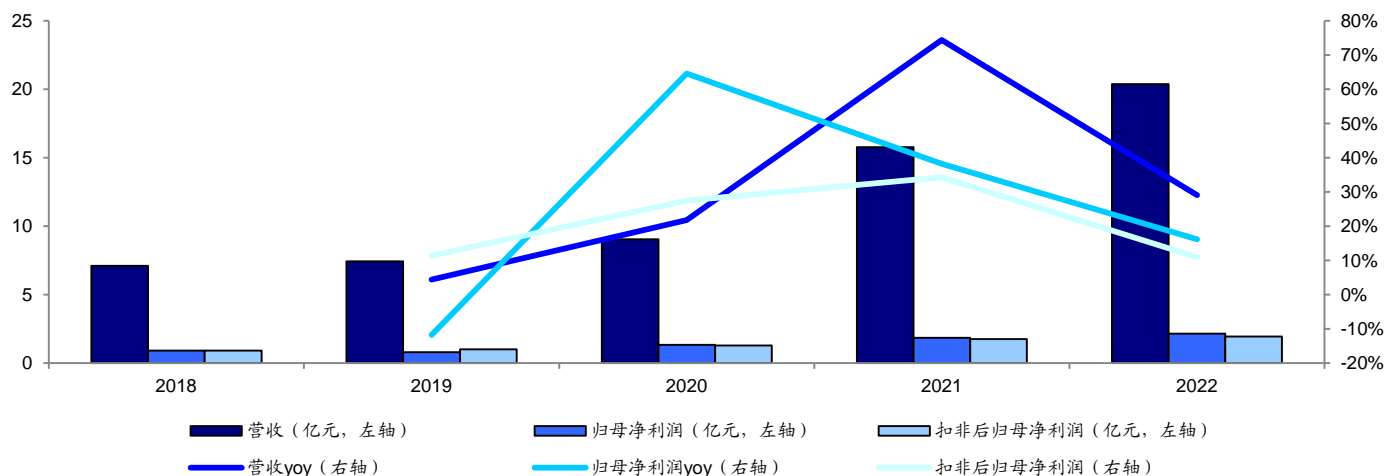
图16 公司产品举例


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

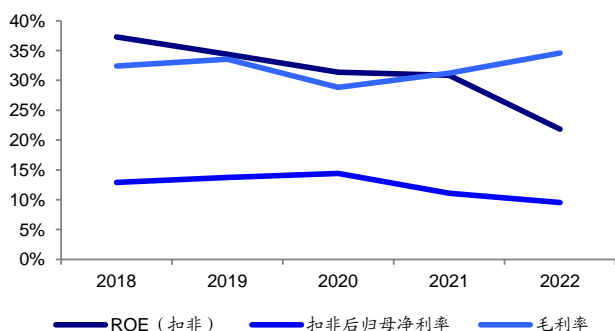
图17 公司主要客户举例


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

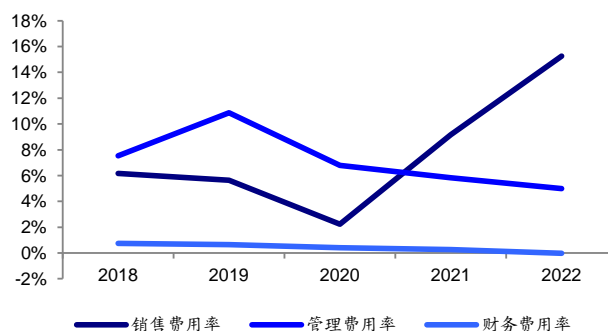
22 年公司营收、扣非后归母净利润分别为 20.37 亿元、1.94 亿元，分别同比增长 29.1%、10.92%。2018-2022 年，公司营收 CAGR、扣非后归母净利润 CAGR 分别为 30.08%、20.62%。21、22 年收入增长较快，一个主要原因是收购了厨房阿芬，导致了轻烹解决方案销售量快速增长。

图18 公司营收、扣非后归母净利润及增速 (2018-2022)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图19 公司 ROE、扣非后归母净利率、毛利率 (2018-2022)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图20 公司各项费用率 (2018-2022)


资料来源: wind, 海通证券研究所

分产品看，复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料，2018-2022 年收入 CAGR 分别为 14.88%、156.03%、-7%，2022 年收入分别为 8.85 亿元、10.09 亿元、1.32 亿元，占公司收入比分别为 43.46%、49.56%、6.46%。

1、复合调味料:

2020 年复调收入同增 12.69%，主要系公司开展新渠道业务的成效显著，包括与电商类企业的合作加强以及与客户广度的持续提升。2021 年收入保持增长趋势，主要系对百胜中国、圣农食品和德克士等主要客户的销售保持增长，同时持续开发调味酱、风味酱等新产品满足客户需求。2022 年收入同增 5.4%，增长较慢，我们认为主要系下游餐饮等客户恢复较慢所致。

2020 年复合调味品毛利率同比下降 1.61pct，主要系浆粉、黑胡椒酱、番茄沙司等

单价较低的产品在 2020 年收入占比增加所致；2021 年复合调味品毛利率同比下降 3.56pct，主要系猫山王榴莲汉堡酱、黑椒蘑菇汉堡酱、咸蛋黄调味酱、川香麻辣调料-YUM 等单价较高的产品在 2021 年度收入占比下降，以及原材料成本上涨所致。

2、轻烹解决方案：

2020 年轻烹收入同增 215.26%，主要系厨房阿芬 2020 年销量大幅增长，对公司产品的需求增加。2021 年轻烹收入继续大幅增长，主要系厨房阿芬的空刻意面产品销售继续增长，以及公司对连锁餐饮客户的销售持续稳步增长所致。2022 年轻烹收入同增 76.81%，空刻意面也陆续推出小食盒、螺旋面、青春版等新组合、新花型、新口味产品，经典口味产品也通过深化工艺实现不断迭代，领先地位得以继续巩固。

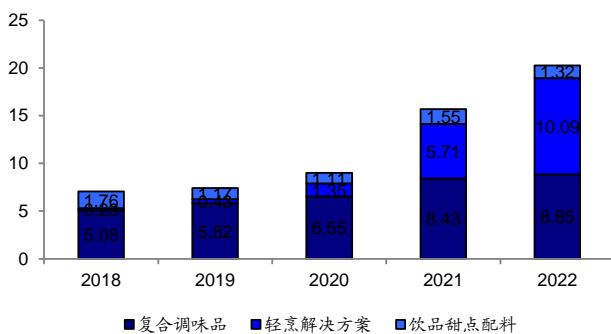
2020 年轻烹解决方案毛利率同比增加 1.18pct，主要系：①2019 年开发的产品在 2020 年随着产量的增加，规模效应显现，单位成本有所下降；②部分具有高单价和高单位成本的产品，如黑胡椒牛柳轻烹料理酱包，收入占比在 2020 年大幅提高。2021 年轻烹解决方案毛利率同比增长 18.03pct，主要系 2021 年 3 月公司收购了厨房阿芬。

3、饮品甜点配料：

2020 年饮品甜点收入同减 5.35%，原因主要系销售产品细分结构变化所致。2021 年饮品甜点收入实现较快增长，主要系与百胜中国在饮品和甜品领域的合作增加，蓝莓果酱、车厘子复合果酱等产品销售规模增长较快，同时新客户开拓取得良好效果，其中 2021H1 开拓了喜茶等新客户。2022 年饮品甜点收入同减 15.25%，我们估计主要系下游客户恢复较慢所致。

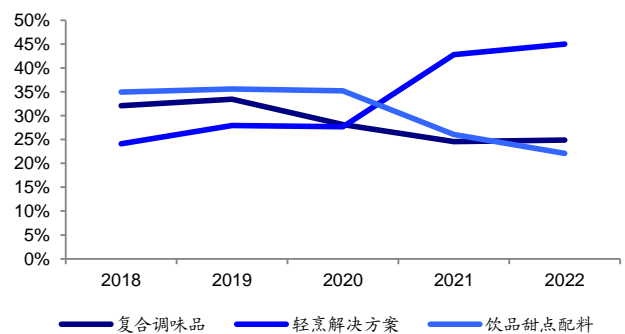
2020 年饮品甜点配料毛利率同比增加 1.84pct，主要系晶球等现制茶饮配料产品的毛利率较高，同时收入占比在 2020 年大幅提高。2021 年度毛利率同比下降 9.17pct，主要系：①2021 年蓝莓采购成本大幅上涨，使得饮品甜点配料主要产品之一圣代用蓝莓果酱产品毛利率大幅下降；②公司与乐信贸易合作的高毛利饮品小料项目在 2021 年结束，相关产品的销售额相比 2020 年大幅下滑；③晶球类产品受销售产品品类和客户结构变化影响，平均毛利率有所下降。

图21 公司各产品收入（亿元，2012-2022）



资料来源：wind，海通证券研究所

图22 公司各产品毛利率（2012-2022）



资料来源：wind，海通证券研究所

3. 定制、大客户为主，研发实力行业领先

公司以定制为主，2019-2021 年定制产品占比分别为 80.82%、82.25%、59.25%，2021 年定制占比同比下滑明显，主要系收购厨房阿芬之后，公司面向终端消费者销售的轻烹食品空刻意面系标准化产品，因此将其归类为通用品。

销售也以对客户直销为主，客户主要系国内外餐饮连锁企业和食品工业企业，如百胜中国、麦当劳、德克士、圣农食品、泰森中国等，公司为该类客户提供新品提案与

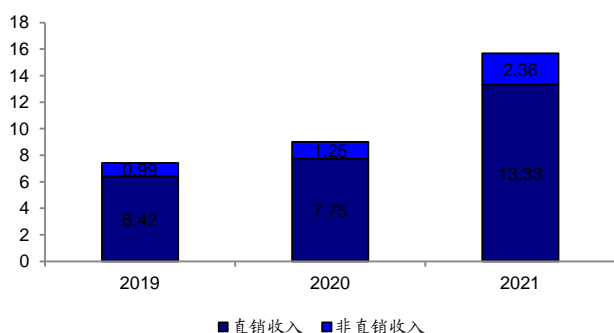
研发、产品生产销售和技术支持等整体解决方案。

目前公司是少量的客户贡献大部分收入，2019-2022年，前五大客户占主营业务收入占比分别为 50.11%、44.79%、36.71%、27.78%。具体分产品看：①2019-2021年，复合调味料前五大客户占比分别为 48.45%、44.42%、46.35%。②2019-2021年，轻烹解决方案前五大客户占比分别为 85.51%、93.31%、31.61%。③2019-2021年，饮品甜点配料前五大客户占比分别为 81.04%、83.23%、77.79%。

2019-2022 公司第一大客户百胜中国占主营业务收入比分别为 30.53%、24.81%、21.03%、13.99%，2016 年以来，双方已开展全方位的合作，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。百胜旗下拥有肯德基及必胜客，以及塔可钟、Lavazza、小肥羊及黄记煌等新兴品牌。按照销售额统计，2022 年百胜中国是中国最大的餐饮企业，2022 年收入 96 亿美元，截止 2022 年末拥有近 13000 家门店。

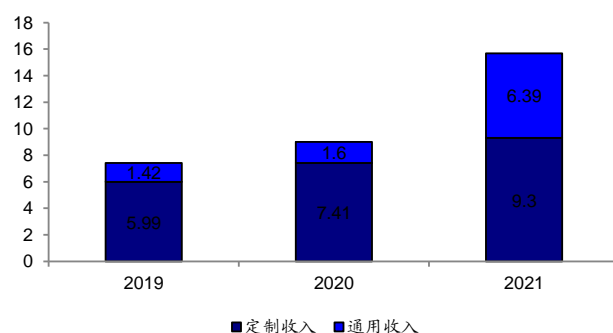
我们认为，百胜中国未来贡献的收入增长，主要靠门店扩张、新产品导入等带来，预计仍可以保持稳健增长。同时，凭借与百胜等知名客户的紧密合作，可以帮助公司打磨供应链、树立口碑，进而开拓更多潜在客户。

图23 公司直销、经销收入 (亿元, 2019-2021)



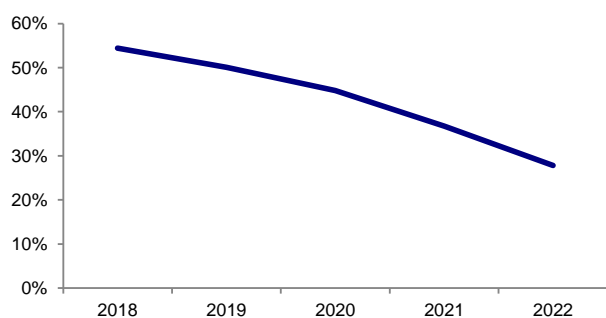
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图24 公司定制品、通用品收入 (亿元, 2019-2021)



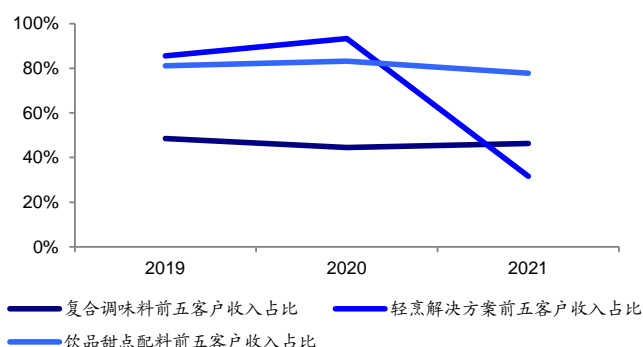
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图25 公司前五大客户占主营业务收入比 (2018-2022)

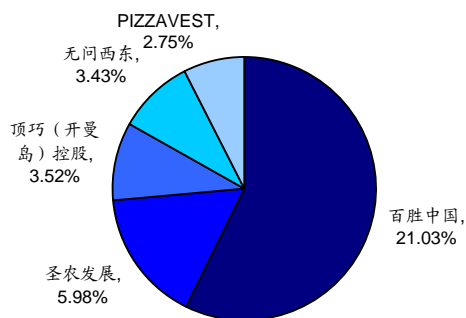


资料来源：公司招股说明书、公司 2022 年年报，海通证券研究所

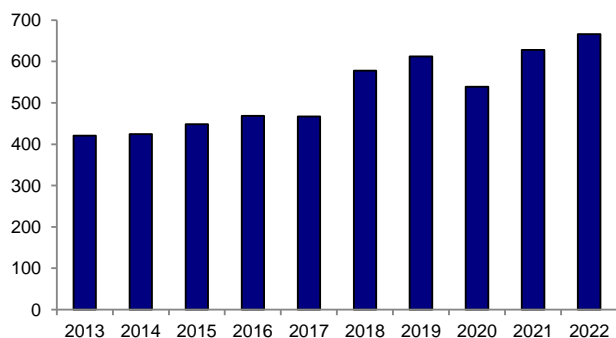
图26 不同产品的前五大客户收入占比 (2019-2021)



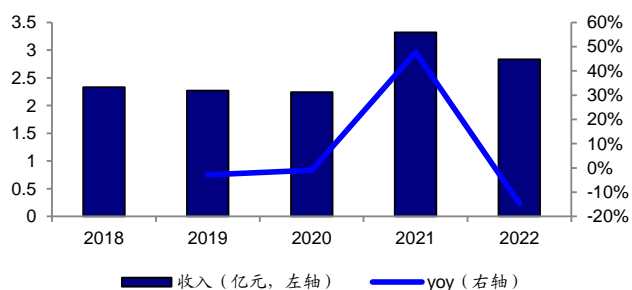
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图27 2021 年公司前五大客户明细及其收入占比


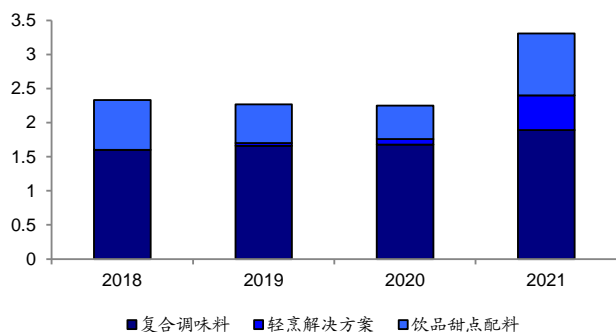
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图28 百胜中国营收 (亿元, 2013-2022)


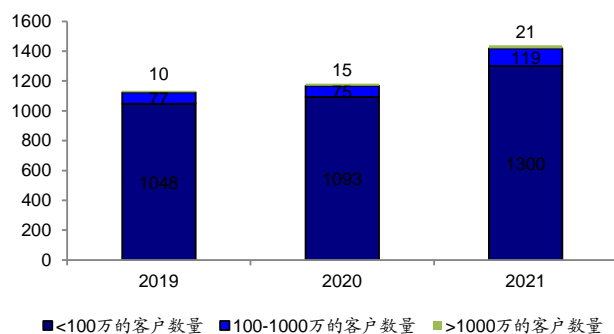
资料来源: wind, 海通证券研究所

图29 百胜中国对公司的收入贡献及增速 (2018-2022)


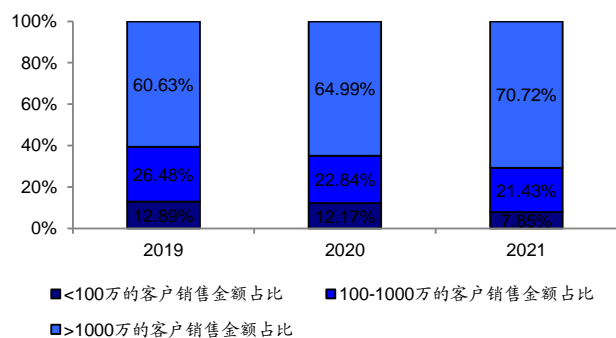
资料来源: 公司招股说明书、公司 2022 年年报, 海通证券研究所

图30 百胜中国对公司各产品的收入贡献 (2018-2021)


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图31 公司不同量级客户的数量 (个, 2019-2021)


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图32 公司不同量级客户的占主营业务收入比 (2019-2021)


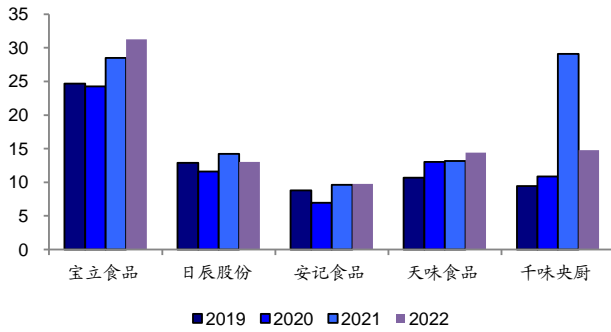
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

我们认为, 定制模式的核心竞争力主要体现在定制化研发、柔性化生产、体系化品控和运营管理等综合能力, 以及历史服务记录等系统的定制服务能力。我们认为宝立是国内领先的定制复调企业, 属于研发驱动型企业, 技术实力较强。公司在和大 B 客户合作过程中, 积累了大量的配方数据 (每年向客户提供千余种单品), 可以快速响应不同客户的不同产品需求。

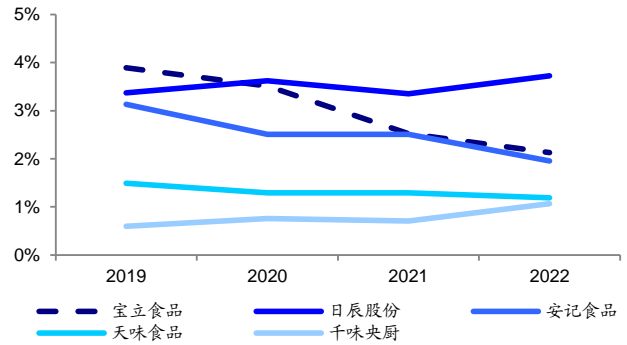
公司总经理何宏武在 1996-2006 年担任百胜 (中国) 研发部副总监; 副总经理梁

冬允有在味可美（广州）、亨氏（中国）的研发经历；副总经理杨哲有在北京纳贝斯克食品公司、希杰（青岛）食品公司的研发经历。

公司研发人员薪酬、研发费用率相比同行都处于较高水平，公司及公司主要团队人员多次被百胜中国颁予“造桥人奖”、“金锅奖”，被麦当劳颁予“‘金’诚合作大奖”，被泰森中国和正大食品评选为优秀供应商等。2020年公司荣获百胜中国“持续创新奖”、“R.E.D 创意奖”和“百胜中国质量奖”等多项荣誉。

图33 研发人员人均薪酬对比（万元，2019-2022）


资料来源：公司招股说明书，各公司 2022 年年报，海通证券研究所

图34 各公司研发费用率对比（2019-2022）


资料来源：公司招股说明书，wind，海通证券研究所

表 2 公司主要获奖记录

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	技术创新奖	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

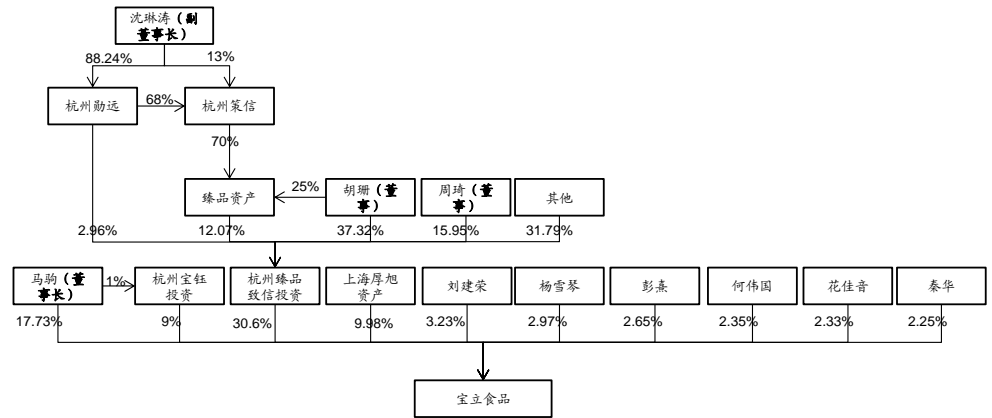
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

4. 核心管理层均有持股，行业经验丰富

2020年7月31日，马驹、胡珊、周琦、沈淋涛、臻品致信和宝钰投资共同签署《一致行动协议》；2021年8月31日签署了《一致行动协议之补充协议》，确认存在一致行动关系，协议有效期为五年，自2020年7月31日起算。因此马驹、胡珊、周琦、沈淋涛为公司的共同实际控制人，且均担任公司董事。

宝钰投资为发行人员工持股平台，股东有公司董事长、总经理、副总经理、生产部总监、财务经理、采购部总监、品控部总监、研发经理等，直接持有公司9%股权（截止2023一季度末）。另外，公司管理人员的人均薪酬也明显高于可比公司。

公司核心管理人员绝大部分在食品行业耕耘十年以上，拥有丰富的行业经验和资源。比如总经理何宏斌的拥有较强的专业背景，曾任职于百胜（中国）、圣农发展，2015年至今担任公司总经理；副总经理梁冬允、杨哲也均有食品行业的研发经历。

图35 公司股权结构图（2023 一季度末）


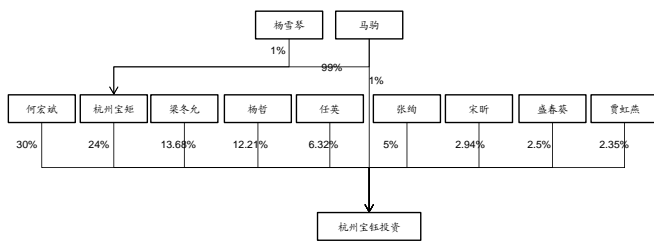
资料来源：wind，海通证券研究所

表 3 公司主要管理层介绍

姓名	职务	出生年份	履历
马驹	董事长	1965 年	1985 年 7 月至 1995 年 7 月，担任安庆市燎原化工厂业务员；1995 年 8 月至 1997 年 6 月，担任上海基快富贸易有限公司经理；1997 年 7 月至 2001 年 12 月，担任上海保立食品有限公司总经理；2002 年 1 月至 2020 年 9 月，担任发行人总经理、董事；2020 年 9 月至今，担任发行人董事长
沈琳涛	副董事长、董事	1981 年	2006 年 6 月至 2007 年 3 月，担任浙江中瑞江南资产评估有限公司业务经理；2007 年 4 月至 2009 年 9 月，担任立信会计师事务所(特殊普通合伙)浙江分所审计经理；2009 年 10 月至 2010 年 2 月，担任和瑞控股有限公司风控总监；2010 年 3 月至 2014 年 12 月，担任浙江钰和投资管理有限公司投资总监兼董事；2015 年 1 月至今，担任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，历任发行人董事和副董事长
何宏斌	董事、总经理	1969 年	1992 年至 1995 年，担任农业部安徽泾县示范场技术员；1995 年至 1996 年，担任铭基食品有限公司主管；1996 年至 2006 年，担任百胜(中国)投资有限公司研发部副总监；2006 年至 2011 年，担任福建圣农发展股份有限公司副总裁；2012 年至 2014 年，担任中慧食品有限公司总经理；2015 年至今，担任公司总经理
胡珊	董事	1971 年	1994 年 7 月至 2000 年 7 月，担任深圳市华新股份有限公司(现更名为“深圳美丽生态股份有限公司”)证券部总经理；2000 年 9 月至 2007 年 11 月，担任深圳市龙虎鑫投资顾问有限公司董事长；2007 年 11 月至今，担任上海磐瑞投资有限公司总经理；2017 年 12 月至今，担任发行人董事
任铭	董事 财务总监、董秘	1981 年	2003 年 11 月至 2015 年 6 月，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；2015 年 7 月至 2018 年 2 月，担任浙江策信投资管理有限公司投资经理；2018 年 7 月至 2020 年 9 月，担任公司董事；2020 年 9 月至今，担任公司董事、财务总监、董事会秘书
周琦	董事	1967 年	1987 年 9 月至 1999 年 11 月，担任上海财经大学学院办科员、科长；1999 年 12 月至 2001 年 8 月，担任上海财大软件股份有限公司副总经理；2001 年 9 月至 2007 年 7 月，担任上海国家会计学院行政财务部主任；2007 年 7 月至 2009 年 7 月，为自由投资人；2009 年 7 月至 2017 年 7 月，担任上海逸祺投资管理有限公司副总经理；2017 年 5 月至今，担任上海逸启企业发展有限公司执行董事；2017 年 12 月至今，担任公司董事
梁冬允	副总经理	1973 年	1995 年 7 月至 2003 年 7 月，担任味可美(广州)食品有限公司高级研发员；2003 年 7 月至 2005 年 9 月，担任联合利华(中国)食品有限公司研发经理；2005 年 10 月至 2007 年 3 月，担任亨氏(中国)调味食品有限公司技术经理；2007 年 3 月至今，担任公司研发总监；2020 年 9 月至今，担任公司副总经理
杨哲	副总经理	1977 年	2000 年 8 月至 2003 年 4 月，担任北京纳贝斯克食品有限公司质量管理部质量专员；2003 年 4 月至 2013 年 4 月，担任希杰(青岛)食品有限公司研发和新事业开发总监；2013 年 4 月至今，担任公司销售总监；2020 年 9 月至今，担任公司副总经理

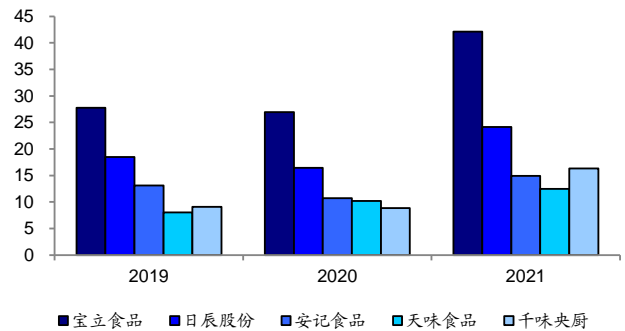
资料来源：wind，海通证券研究所

图36 杭州宝钰投资股权结构 (2023.5.4)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图37 管理人员人均薪酬对比 (万元, 2019-2021)



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

5. 全资控股厨房阿芬, 空刻意面增长迅速

2019年11月, 厨房阿芬推出新品氢刻意面(后更名为“空刻意面”), 由公司提供轻烹料理酱包、欧芹撒粉和蒜香油包等轻烹解决方案产品。2020年3月厨房阿芬新设空刻网络, 专门从事空刻意面产品的运营。

①**产品:** 将意面进行方便面化, 注重生活仪式感, 传递“15分钟在家做餐厅级意面”的生活方式。

②**渠道:** 主打线上渠道, 通过天猫商城、京东、拼多多等互联网平台以及团购、线下体验店等多元化渠道。目前线上销售覆盖客群已超300万人, 与Ole、盒马等精品超市建立深度合作。

2021年3月公司以0.42亿元收购沈淋涛(公司副董事长)持有的厨房阿芬75%股权, 由此厨房阿芬成为公司旗下控股子公司, 2021年4月纳入公司合并报表。

据公司2022年9月20日公告, 公司拟以6375万元收购控股子公司厨房阿芬少数股东持有的25%股权; 同时, 厨房阿芬拟以3500万元收购孙公司空刻网络少数股东持有的10%股权。据公司2022年10月13日公告, 该两笔收购均已完成了股权转让的相关工商变更登记手续。

收购完成后, 厨房阿芬成为公司全资子公司, 厨房阿芬对空刻网络的直接持股比例也将从70%上升至80%, 厨房阿芬另通过杭州空刻品牌管理合伙企业(有限合伙)间接持有空刻网络3%股权。

图38 空刻意面宣传照片 1

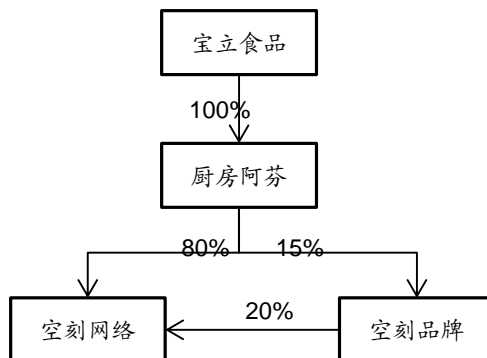


资料来源: 天猫空刻旗舰店、“空刻 AIRMETER”微信公众号, 海通证券研究所

图39 空刻意面宣传照片 2



资料来源: “空刻 AIRMETER”微信公众号、京东, 海通证券研究所

图40 空刻网络股权结构图 (2023.4.25)


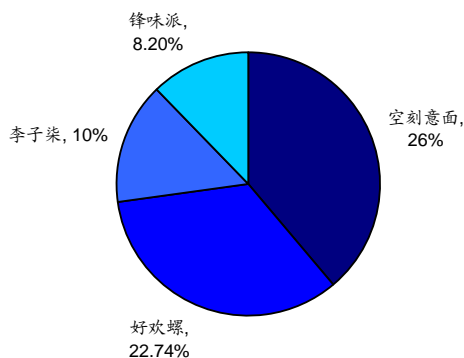
资料来源: wind, 海通证券研究所

2020-2022 年空刻意面快速增长, 成为互联网意面品牌爆款, 销售量快速增加, 带动厨房阿芬营收快速增长, 2022 年厨房阿芬营收 8.72 亿元, 净利润 0.44 亿元, 净利率为 5.01%。

2022 年为契合年轻群体的口味需求, 空刻推出了本土化口味的川香麻辣、湘辣擂椒青春版意面; 同时针对儿童及小胃口人群也推出了 mini 小食盒版意面, 在意面形态上也进行了丰富, 螺旋、贝壳、扭扭、弯管等多种形态的意面可供消费者选择。未来空刻意面将围绕不同消费人群进行消费场景的补充和口味的延展开发。

另外, 公司在 2022 年引进专业团队组建了华东和华南线下销售事业部, 拓展空刻意面线下销售渠道。2022 年度线下销售渠道已覆盖一、二线城市部分精品商超、社区团购和 O2O 平台, 线下销售收入占比有限但增速较快。

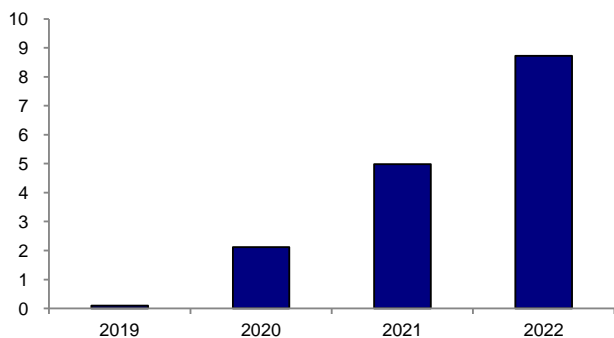
我们认为, 虽然意面行业壁垒较低, 也面临众多新晋品牌的竞争, 但目前竞争相对缓和, 同时类比起步更早的自热锅/酸辣粉/螺蛳粉等, 意面整体仍处导入发展初期, 行业发展空间仍然较大。同时, 我们认为空刻的成功, 概括起来主要系: ①抓住了意面方便面化的机会; ②抓住了线上流量红利; ③产品本身包装时尚、口味新潮, 产品力较强。最后, 我们认为空刻具有较强的先发优势和品牌优势, 线上有望继续保持较高增长, 同时线下渠道亦值得期待。

图41 2021 年“双十一”各品牌方便速食行业天猫预售额占比


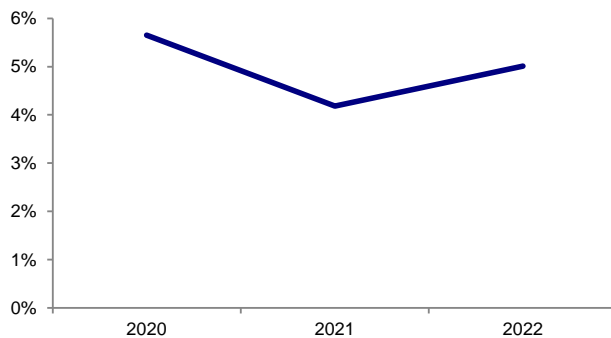
资料来源: 关于上海证券交易所《关于上海宝立食品科技股份有限公司收购少数股权的监管工作函》的回复公告, 海通证券研究所

图42 空刻意面连续两年位列全国意面零售额第一

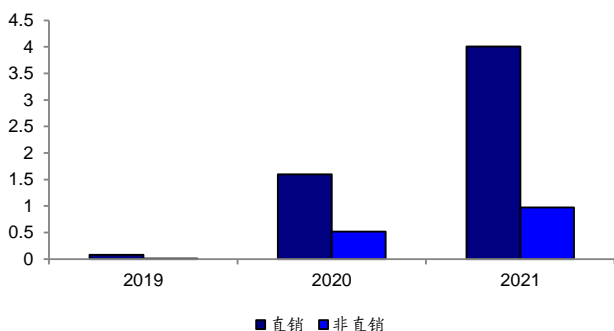

资料来源: “空刻 AIRMETER” 微信公众号, 海通证券研究所

图43 厨房阿芬收入 (亿元, 2019-2022)


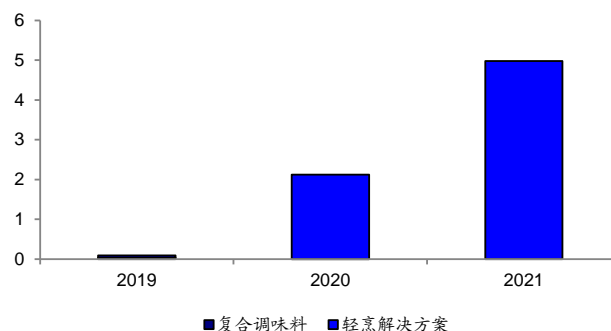
资料来源: 公司招股说明书、公司 2022 年年报, 海通证券研究所

图44 厨房阿芬的净利率 (2020-2022)


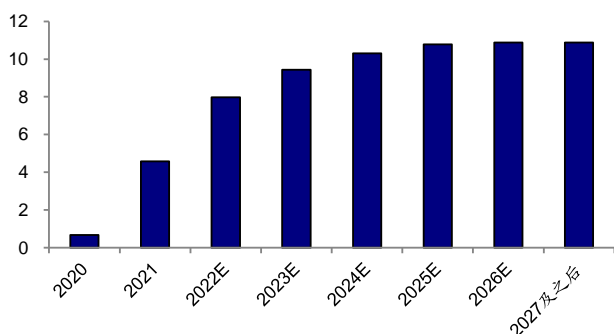
资料来源: 上海宝立食品科技股份有限公司拟股权收购所涉及的杭州厨房阿芬科技有限公司股东全部权益价值资产评估报告、公司 2022 年年报, 海通证券研究所

图45 厨房阿芬各渠道收入 (亿元, 2019-2021)


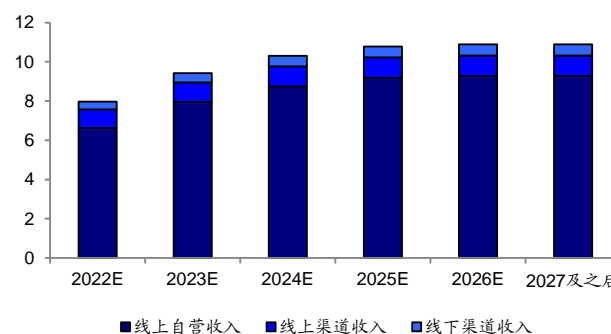
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图46 厨房阿芬各产品收入 (亿元, 2019-2021)


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图47 空刻网络收入 (亿元, 2020-2027 及之后)


资料来源: 关于收购控股子公司少数股权及控股子公司收购控股孙公司少数股权的公告、杭州厨房阿芬科技有限公司拟股权收购所涉及的杭州空刻网络科技有限公司股东全部权益价值资产评估报告, 海通证券研究所

图48 空刻网络各渠道收入 (亿元, 2022E-2027 及之后)


资料来源: 关于收购控股子公司少数股权及控股子公司收购控股孙公司少数股权的公告, 海通证券研究所

6. 盈利预测与估值

随着消费逐渐复苏、成本逐渐下降, 同时产品品类逐渐丰富、渠道逐渐下沉, 结合公司各项主营业务的历史表现, 我们作出如下假设:

复合调味品未来三年收入增速分别为 18%、15%、15%，毛利率分别为 25.13%、25.38%、25.63%。

轻烹解决方案未来三年收入增速分别为 35%、28%、23%，毛利率分别为 45.26%、45.51%、45.76%。

饮品甜点配料未来三年收入增速分别为 20%、15%、15%，毛利率分别为 22.32%、22.57%、22.82%。

表 4 公司主营业务拆分预测 (百万元)

		2022	2023E	2024E	2025E
复合调味品	收入	885.12	1044.45	1201.11	1381.28
	yoy	5.04%	18.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	24.88%	25.13%	25.38%	25.63%
轻烹解决方案	收入	1009.45	1362.76	1744.34	2145.53
	yoy	76.81%	35.00%	28.00%	23.00%
	毛利率	45.01%	45.26%	45.51%	45.76%
饮品甜点配料	收入	131.64	157.96	181.66	208.91
	yoy	-15.25%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	22.07%	22.32%	22.57%	22.82%

资料来源: wind, 海通证券研究所

我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.69/0.91/1.12 元, 相关可比公司 23 年 PE 在 37-43 倍, 考虑到复调行业较高景气度, 且空刻意面有望继续保持较高增长, 给予一定估值溢价, 给予 23 年 40-45 倍 PE, 对应合理价值区间 27.6-31.05 元, 给予“优于大市”评级。

表 5 可比公司估值对比 (2023.5.29)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (X)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
日辰股份	603755.SH	32.00	0.52	0.87	1.18	62	37	27
天味食品	603317.SH	15.46	0.32	0.41	0.52	48	38	30
海天味业	603288.SH	63.27	1.34	1.48	1.73	47	43	37
千味央厨	001215.SZ	65.91	1.18	1.68	2.23	56	39	30

资料来源: 可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期, 海通证券研究所

7. 风险提示

上游原材料价格波动影响, 行业竞争加剧等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2037	2576	3138	3746
每股收益	0.54	0.69	0.91	1.12	营业成本	1333	1661	1998	2362
每股净资产	2.82	3.20	3.70	4.32	毛利率%	34.6%	35.5%	36.3%	36.9%
每股经营现金流	0.63	0.72	1.06	1.17	营业税金及附加	16	19	24	28
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	311	399	482	578
P/E	46.73	36.20	27.79	22.43	营业费用率%	15.2%	15.5%	15.4%	15.4%
P/B	8.92	7.86	6.80	5.83	管理费用	58	85	107	126
P/S	4.94	3.91	3.21	2.69	管理费用率%	2.9%	3.3%	3.4%	3.4%
EV/EBITDA	32.24	22.18	16.83	13.87	EBIT	294	384	502	617
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	0	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	34.6%	35.5%	36.3%	36.9%	资产减值损失	-10	-10	-10	-10
净利润率	10.6%	10.8%	11.5%	12.0%	投资收益	0	3	2	3
净资产收益率	19.1%	21.7%	24.5%	26.0%	营业利润	295	377	494	610
资产回报率	14.1%	15.6%	17.4%	18.3%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	19.3%	22.0%	24.6%	25.7%	利润总额	295	377	494	610
盈利增长 (%)					EBITDA	340	438	573	692
营业收入增长率	29.1%	26.5%	21.8%	19.4%	所得税	65	82	108	133
EBIT 增长率	16.6%	30.5%	30.7%	22.9%	有效所得税率%	21.9%	21.8%	21.9%	21.8%
净利润增长率	16.2%	29.1%	30.3%	23.9%	少数股东损益	15	17	24	28
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	215	278	362	449
资产负债率	25.3%	26.3%	26.3%	26.0%					
流动比率	2.72	2.21	2.24	2.24	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.93	1.52	1.47	1.55	货币资金	404	279	362	397
现金比率	1.17	0.65	0.71	0.67	应收账款及应收票据	256	369	374	524
经营效率指标					存货	220	240	325	335
应收账款周转天数	41.07	43.14	42.10	42.62	其它流动资产	54	57	73	77
存货周转天数	54.52	50.92	52.72	51.82	流动资产合计	935	944	1134	1333
总资产周转率	1.54	1.55	1.62	1.65	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	6.13	5.68	5.16	5.14	固定资产	350	558	658	799
					在建工程	96	72	49	26
					无形资产	76	114	131	159
					非流动资产合计	597	840	952	1116
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1531	1784	2087	2450
净利润	215	278	362	449	短期借款	0	5	10	15
少数股东损益	15	17	24	28	应付票据及应付账款	153	195	229	270
非现金支出	60	64	81	86	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	2	-3	-2	-3	其它流动负债	191	226	268	310
营运资金变动	-40	-67	-42	-90	流动负债合计	344	426	507	595
经营活动现金流	252	289	423	469	长期借款	1	1	1	1
资产	-70	-297	-183	-240	其它长期负债	42	42	42	42
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	43	43	43	43
其他	-1	3	2	3	负债总计	387	469	550	638
投资活动现金流	-71	-294	-181	-237	实收资本	400	400	400	400
债权募资	-107	5	5	5	归属于母公司所有者权益	1128	1281	1480	1727
股权募资	362	0	0	0	少数股东权益	16	33	57	85
其他	-132	-125	-163	-202	负债和所有者权益合计	1531	1784	2087	2450
融资活动现金流	123	-120	-158	-197					
现金净流量	304	-125	84	35					

备注：(1)表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 29 日；(2)以上各表均为简表

资料来源：公司年报 (2022)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业
程碧升 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天润乳业,贵州茅台,洋河股份,山西汾酒,盐津铺子,千禾味业,味知香,千味央厨,东鹏饮料,佳禾食品,紫燕食品,光明乳业,妙可蓝多,农夫山泉,周黑鸭,李子园,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,伊利股份,酒鬼酒,康师傅控股,中国旺旺,新乳业,立高食品,海天味业,百润股份,今世缘,水井坊,承德露露

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓泮莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
联系人
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
孟陆(021)23185606 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜(021)231796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@htesc.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金焜(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com