

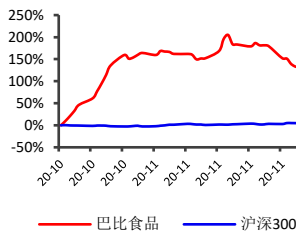


# 中式早餐工业化，加盟连锁滚雪球

投资评级：增持（首次）

报告日期：	2020-12-07
收盘价（元）	45.08
近 12 个月最高/最低（元）	56.67/15.26
总股本（百万股）	248
流通股本（百万股）	62
流通股比例（%）	25%
总市值（亿元）	112
流通市值（亿元）	28

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：余璇

执业证书号：S0010119070016

邮箱：yuxuan@hazq.com

相关报告

## 主要观点：

### 摘要

公司经营早餐加盟连锁门店，提供成品或半成品的馅料、面团，是中式早餐工业化的先行者，加盟店由华东向华北、华南拓展，未来有望实现全国化。公司多年积累已经形成一套成熟完善的加盟体系，单店模式可复制，速冻食品可增加单店营收；团餐业务空间广阔，有望成为新发展点。

### 行业：早餐行业持续扩容，集中度低，龙头市占率提升空间大

我国早餐市场规模近 2 万亿，消费者外食比例不断提升，预计 2024 年外食早餐规模达到 1.12 万亿，外食比例升至 47.1%，便携美味的早餐产品及拓宽的消费渠道有望继续增加早餐消费人数。在此行业提供产品的企业数量众多，各区域形成当地品牌，产品大同小异，重合度高。

### 加盟：单店模式可复制，速冻食品增加单店营收

单店数量方面，公司 2005 年就开始启动品牌连锁加盟模式，领先同行约十年，已经形成完善的加盟服务和管理流程。公司为加盟商提供标准化的产品，降低了加盟门槛，提高门店可复制性，初始投资约 10 万元，且门店回本周期一年左右，标准门店毛利率 50%，净利率 22%，吸引了众多个体户加盟，过去每年净增加门店 300 家，预计 2021-2022 净增加门店 350 家以上。单店营收方面，目前公司门店收入较为稳定，加盟单店贡献收入约 23-28 万元，未来公司希望通过速冻食品来开拓增量业务，利用门店冰柜和线上平台销售短保产品，改善早餐门店营业时间有限、产品单价难以提升对单店营业额的限制。

### 团餐：快速增长的市场，有望成为未来新发展点

我国团餐市场规模稳步上升，行业呈现分散竞争格局，未来有望快速发展提升行业集中度。公司面向餐饮连锁企业、便利店、单位食堂、酒店等部门提供团餐服务，2019 年团餐业务总收入破亿，团餐收入占营收比例由 2016 年的 3.8% 上升至 20 年 Q3 的 13%，预计 2021-2022 年团餐业务保持年 30%-40% 的增速，至 2035 年团餐收入占主营业务比例约 30%-40%，团餐业务有望成为公司一大增长点。

### 产能扩张，供应链建设保障高效供给

华东地区订单需求上升快，已有的上海工厂产能利用率明显饱和，南京新工厂于 2020 年 10 月开始建设，上海工厂也进行扩建改造，有望缓解华东地区供应压力，增加产量及营收。公司建立全方位供应链体系，并进行严格的质量管控程序，建立采购中心提高采购效率，使用电子信息系统管理门店，不断提高运营效率。

### 投资建议

公司经营早餐加盟连锁门店，提供成品或半成品的馅料、面团，是中式早餐工业化的先行者，加盟店由华东向华北、华南拓展，未来有望实现全国

化。公司多年积累已经形成一套成熟完善的加盟体系，目前加盟店数量达到 2915 家，单店模式可复制，速冻食品可增加单店营收，公司在加速拓店形成全国化连锁经营方面具有较大潜力；团餐业务空间广阔，有望成为新发展点。预计 2020-2022 年，公司营收分别为 9.59/12.76/15.63 亿元，同比增长-10%/33%/22%，净利润分别为 1.35/1.96/2.37 亿元，同比增长-13%/45%/21%，EPS 分别为 0.55/0.79/0.95，对应 PE 分别为 78/54/45。首次覆盖，给予“增持”评级。

#### 风险提示

原材料价格波动，食品质量控制，开店不及预期的风险。

#### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,064	959	1,276	1,563
收入同比(%)	7%	-10%	33%	22%
归属母公司净利润	155	135	196	237
净利润同比(%)	8%	-13%	45%	21%
毛利率(%)	33.1%	32.4%	34.5%	34.7%
ROE(%)	21.5%	14.8%	17.7%	17.6%
每股收益(元)	0.62	0.55	0.79	0.95
P/E	68	78	54	45
P/B	15	12	10	8
EV/EBITDA	0	58	38	30

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

一、聚焦中式面点，门店数量稳步扩张.....	6
1.1 加盟经营多年，从上海向全国扩张.....	6
1.2 股权结构较为集中，创始人从业经验丰富.....	9
二、行业：早餐行业持续扩容，集中度低.....	10
2.1 外卖比例增加，便捷美味是选择早餐的重要标准.....	10
2.2 中式面点行业集中度低，缺乏头部企业.....	11
三、加盟：单店模式可复制，速冻食品增加单店营收.....	12
3.1 单店数量：加盟模式可复制，回本快加盟商积极.....	12
3.2 单店收入：速冻食品贡献增量收入.....	15
四、团餐：快速增长的市场，有望成为未来新发展点.....	17
五、产能扩张，供应链建设保障高效供给.....	19
5.1 产能扩张拓展销售半径.....	19
5.2 采购中心和信息化系统提升运营效率.....	21
六、盈利预测与投资建议.....	23
风险提示：.....	25
财务报表与盈利预测.....	26

## 图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 16-19 年公司营收/归母净利润及增速.....	6
图表 3 16-19 年食品类贡献约 90% 的营收.....	6
图表 4 2019 年馅料类业务贡献营收 31%.....	7
图表 5 2019 年馅料类业务贡献毛利 35%.....	7
图表 6 公司盈利能力.....	7
图表 7 分产品毛利率.....	7
图表 8 公司销售毛利率处于行业均值.....	8
图表 9 公司销售净利率高于其他可比公司.....	8
图表 10 公司销售费用率低于其他可比公司.....	8
图表 11 公司管理费用率高于其他可比公司.....	8
图表 12 公司股权结构图.....	9
图表 13 巴比食品前十大股东.....	9
图表 14 15-19 年我国早餐消费支出持续增长.....	10
图表 15 外卖早餐比例不断上升.....	10
图表 16 中国早餐消费人群比例达 81%.....	10
图表 17 消费者不吃早餐的前三大原因.....	10
图表 18 中式面点行业竞争格局.....	11
图表 19 加盟商加盟流程.....	12
图表 20 面点类产品标准化生产工艺图.....	12
图表 21 16-19 年加盟店数量稳步上升.....	13
图表 22 加盟客户较为分散.....	13
图表 23 新开门店 (20 平) 成本回收期约 1 年.....	13
图表 24 标准门店盈利能力.....	13
图表 25 新增门店带来收入远超减少门店流失收入.....	14
图表 26 门店减少主要原因系个人原因.....	14
图表 27 华东市场开店空间约 4348 家.....	14
图表 28 中国速冻食品市场规模不断扩大并预期高增长.....	15
图表 29 13-19 年全国餐饮收入不断增加.....	15
图表 30 14-19 年人均速冻食品消费增加 58%.....	15
图表 31 19 年中国人均速冻食品消费量低于国际水平.....	15
图表 32 17-19 年加盟门店平均收入较为稳定.....	16
图表 33 直营门店平均收入略有波动.....	16
图表 34 公司推出短保三十天速冻锁鲜产品.....	16
图表 35 公司推出新品螺蛳粉水饺.....	16
图表 36 中国团餐市场规模不断上升.....	17
图表 37 中国团餐集中度远低于国际水平.....	17
图表 38 公司团餐收入不断上升.....	17
图表 39 公司团餐毛利率及营收占比不断上升.....	17
图表 40 客户数量增加, 前十大团餐客户收入占比减小.....	18

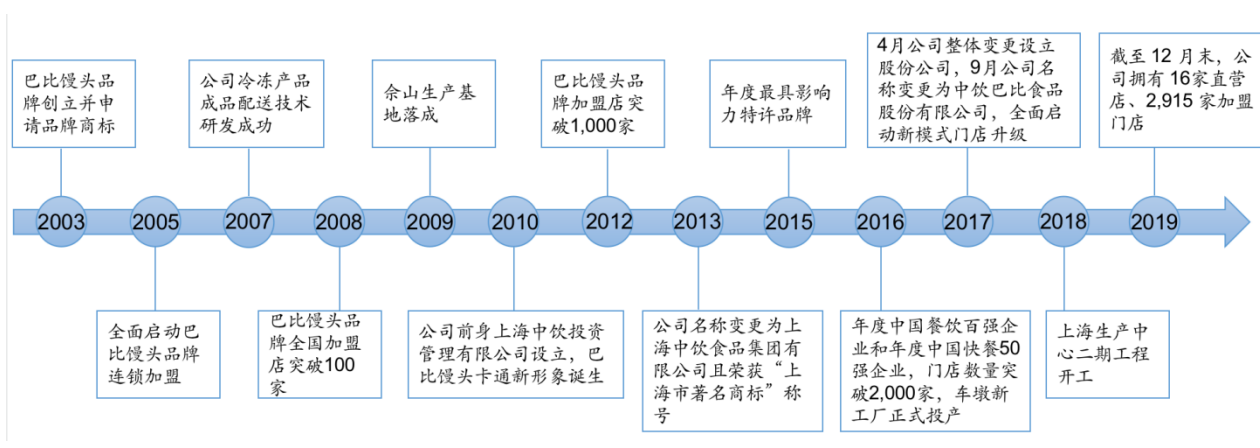
图表 41 团餐销量增加是销售收入增加的主要原因 .....	18
图表 42 公司团餐客户 .....	18
图表 43 公司部分团餐客户 .....	18
图表 44 成品类产品产能 (吨) .....	19
图表 45 馅料类产品产能 (吨) .....	19
图表 46 成品类产品产能利用率 .....	19
图表 47 馅料类产品产能利用率 .....	19
图表 48 华南、华北区域贡献收入有望提升 .....	20
图表 49 广东、北京加盟门店数量有望扩张 .....	20
图表 50 公司募集资金用于生产线扩建 .....	20
图表 51 供应链体系 .....	21
图表 52 公司标准采购流程 .....	21
图表 53 外购食品占主营业务成本的 28.6%。 .....	21
图表 54 门店订货 APP 系统 .....	22
图表 55 POS 项目系统 .....	22
图表 56 SAP 管理系统 .....	22
图表 57 TMS 系统 .....	22

## 一、聚焦中式面点，门店数量稳步扩张

### 1.1 加盟经营多年，从上海向全国扩张

聚焦中式面点生产经营多年，通过加盟模式由上海向全国扩张。2003年“巴比”商标注册，自成立以来专业从事中式面点速冻食品的研发、生产与销售，是一家“连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅”的中式面点速冻食品制造企业。自创立以来，公司在上海、广州、天津建立现代化生产基地，实现程序化作业，门店数量稳步扩张，2008年门店数量突破100家，2016年突破2000家，截至2019年末，公司拥有16家直营店、2,915家加盟门店，营业收入破十亿。

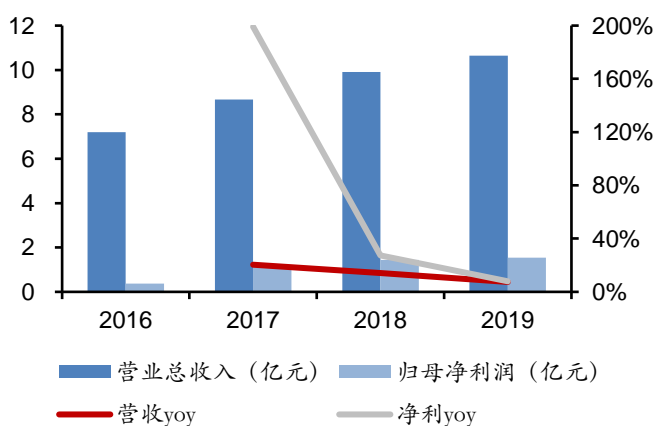
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

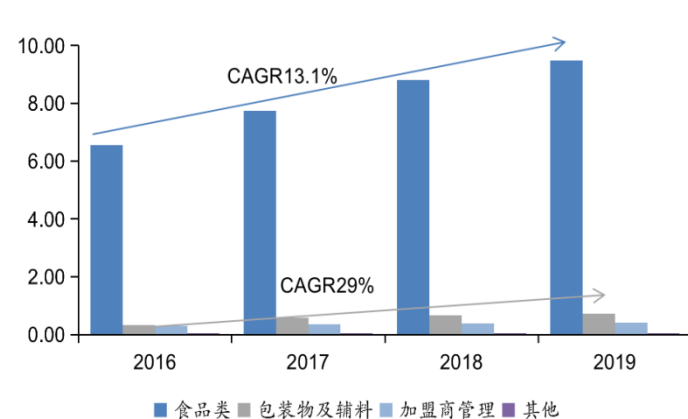
公司自成立以来营收及归母净利润快速增长，食品类贡献90%的营收。营收从2016年的7.2亿元增长至2019年的10.6亿元，3年CAGR为13.9%；归母净利润从2016年的0.4亿元增长至2019年的1.5亿元，3年CAGR为60.2%。公司营业收入按类别分为食品类、加盟商管理、包装物及辅料和其他：2016-2019年食品类业务稳定地贡献了约90%的营收，从2016年6.6亿元增至2019年的9.5亿元，CAGR为13.1%；包装物及辅料从0.3亿元增至0.7亿元，CAGR为29.0%；加盟商管理从0.3亿元增至0.4亿元，CAGR为11.9%。

图表 2 16-19 年公司营收/归母净利润及增速



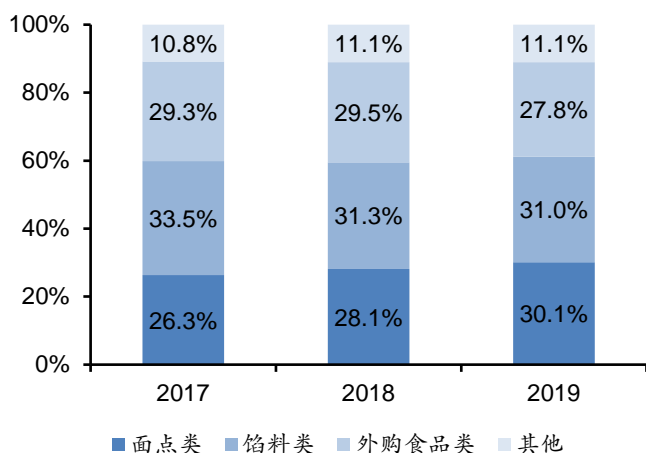
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 16-19 年食品类贡献约 90% 的营收

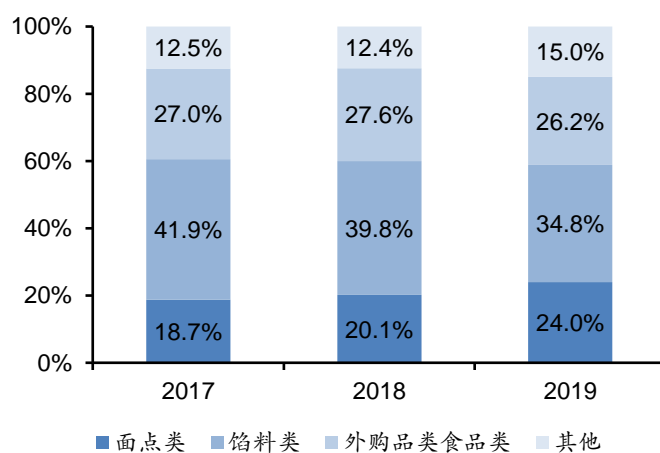


资料来源：wind，华安证券研究所

面点类、馅料类、外购食品类为公司营收和毛利润的三大来源。食品类作为公司主要的收入来源，包括面点类、馅料类、外购食品类及其他。2017-2019年，公司各个品类业务占比营收和毛利较为稳定。2019年馅料类贡献了31%的营业收入和35%的毛利额，面点类贡献了30%的营收和24%的毛利，外购食品类贡献了28%的营收和26%的毛利额。

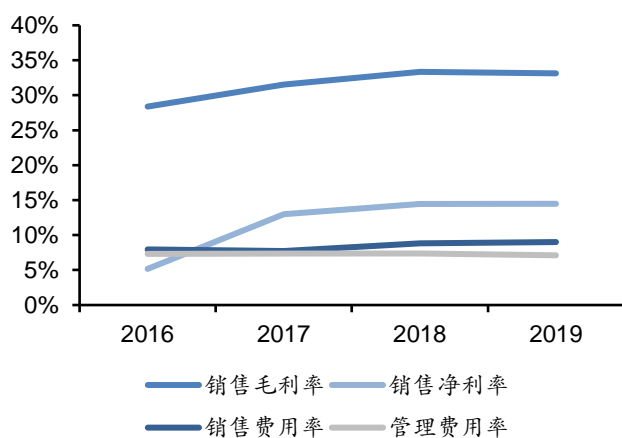
**图表 4 2019 年馅料类业务贡献营收 31%**


资料来源: wind, 华安证券研究所

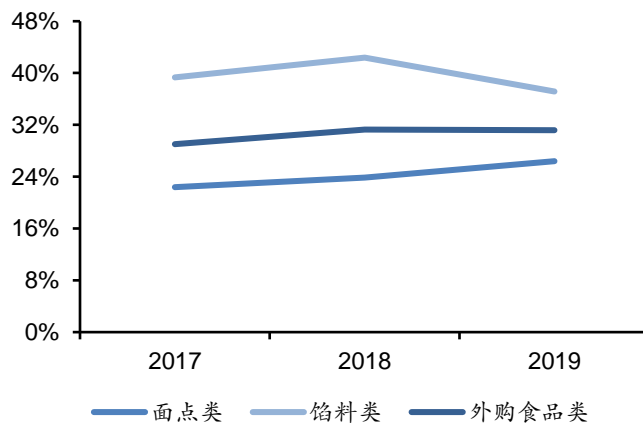
**图表 5 2019 年馅料类业务贡献毛利 35%**


资料来源: wind, 华安证券研究所

近年公司销售毛利率、净利率、销售及管理费用率均趋于稳定，馅料类产品毛利率最高。16-19年公司销售毛利率和净利率在上升后趋于稳定，2019年毛利率为33.1%，净利率为14.5%。2018年的毛利率上升主要是由于猪肉等原材料价格下降，而2019年毛利率从33.3%小幅下降到33.1%，主要由于猪肉等原材料价格自18Q4开始上涨。净利率17-19年基本保持稳定。面点类、馅料类、外购食品类产品毛利率分别为26.39%、37.15%、31.18%。19年馅料类产品毛利率下降的主要系为拓展华北市场，以不低于变动成本的低价向团餐客户销售了较多的馅料类产品。

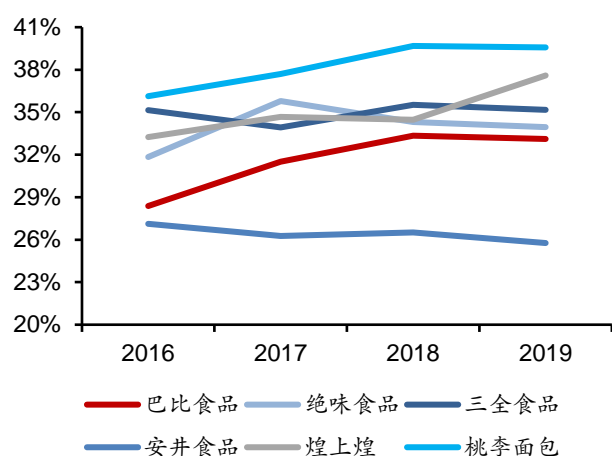
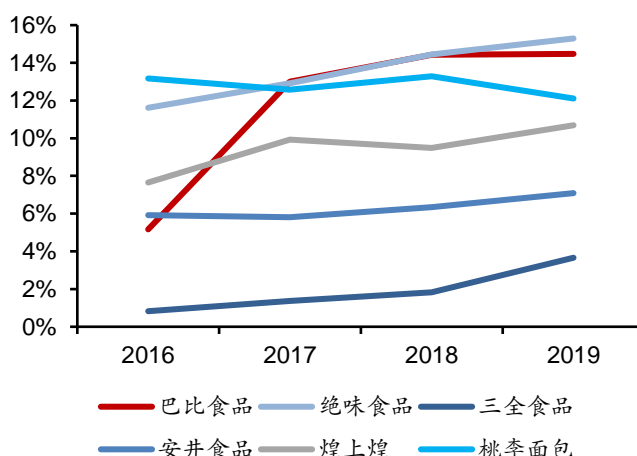
**图表 6 公司盈利能力**


资料来源: wind, 华安证券研究所

**图表 7 分产品毛利率**


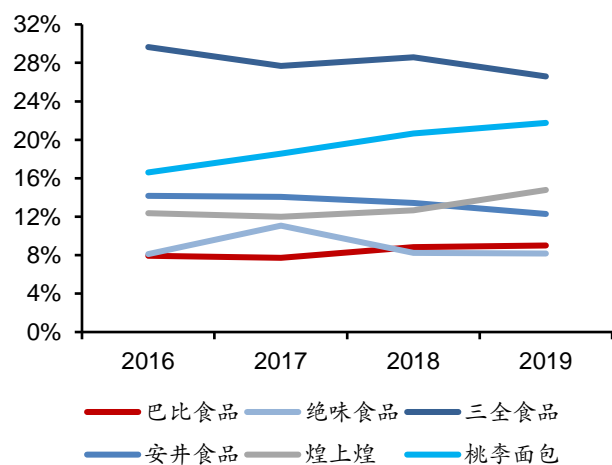
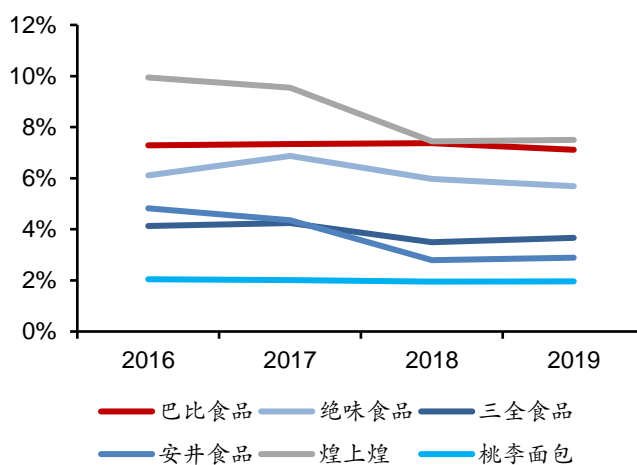
资料来源: wind, 华安证券研究所

公司毛利率处于行业均值，受销售费用低的影响，净利率处于行业高位。与已上市的行业内其他可比公司相比，公司毛利率处于行业均值，符合行业特征。销售费用率位于行业内低值，与绝味食品相近，为9%，主要是由于公司市场营销费用支出相对较小。管理费用率高于多家可比公司，为7%，主要是由于公司职工薪酬占收入比重较高且公司与其他上市公司相比营业收入规模偏小，使得整体管理费用率较高。净利率高于行业均值，与绝味食品相近，为14.5%。

**图表 8 公司销售毛利率处于行业均值**

**图表 9 公司销售净利率高于其他可比公司**


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

**图表 10 公司销售费用率低于其他可比公司**

**图表 11 公司管理费用率高于其他可比公司**


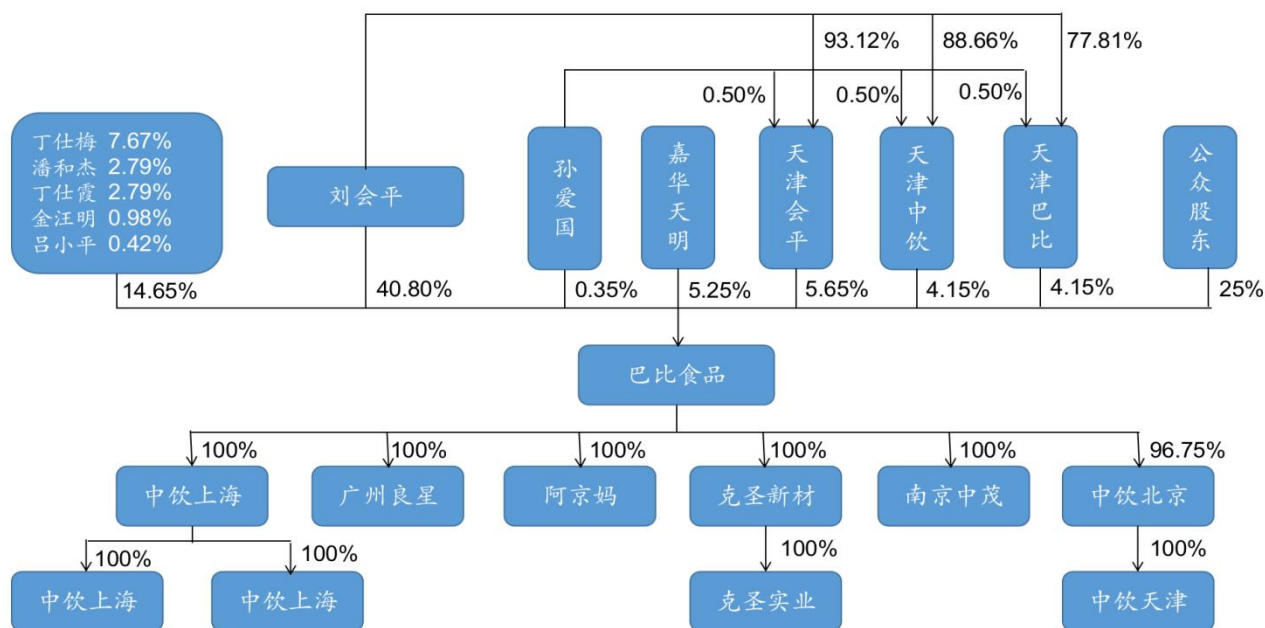
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 1.2 股权结构较为集中，创始人从业经验丰富

上市后，创始兼实际控制人刘会平先生及其配偶丁仕梅女士总控股 60.64%，系公司实际控制人。公司控股股东刘会平、丁仕梅夫妇直接持股 48.47%，刘会平通过天津会平、天津巴比、天津中饮间接持股 12.17%，合计持有 60.64% 的股份，对公司经营产生重大影响。上市后公众股东占股 25%，前十大股东占股总额高达 74.65%，其他股东占比不足 1%，股权高度集中，资金来源稳定。

图表 12 公司股权结构图



资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 13 巴比食品前十大股东

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
刘会平	10,119.33	40.80
丁仕梅	1,902.78	7.67
天津会平投资管理合伙企业	1,400.31	5.65
嘉华天明 (天津) 资产管理合伙企业	1,302.00	5.25
天津巴比投资管理合伙企业	1,029.64	4.15
天津中饮投资管理合伙企业	1,029.64	4.15
潘和杰	691.92	2.79
丁仕霞	691.92	2.79
金汪明	243	0.98
吕小平	102.96	0.42

资料来源：招股书，华安证券研究所

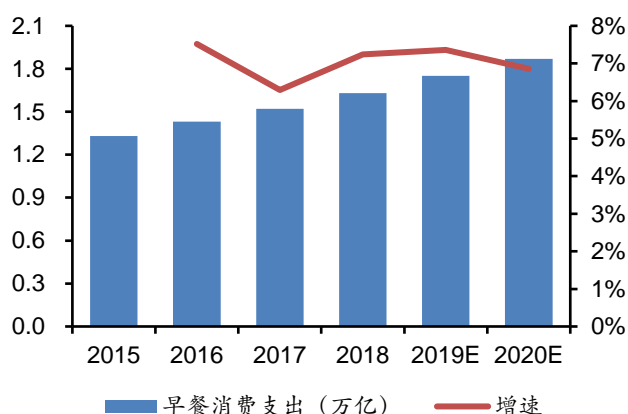
创始人刘会平带领巴比从一间小店铺发展成为上海知名品牌，已积攒 20 余年从业经验。刘会平从十几岁起便亲身制作面点，2001 年在上海经营店铺“刘师傅大包”，到创立巴比食品，市场经验丰富，具备对中式面点行业敏锐的洞察力和优异的经营管理能力，对公司发展战略、经营目标、发展方针有明确的定位。2005 年公司就全面开始品牌加盟模式，极大地加速了公司发展。

## 二、行业：早餐行业持续扩容，集中度低

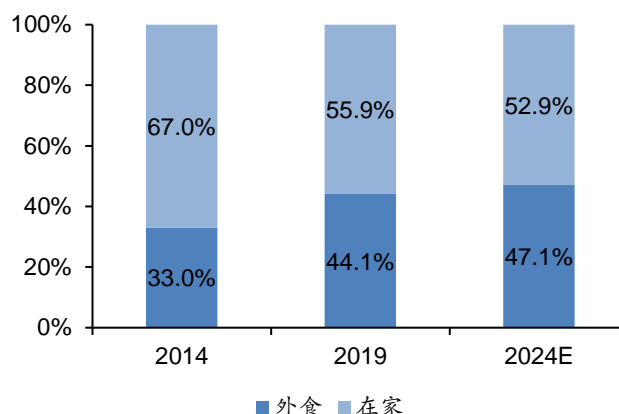
### 2.1 外卖比例增加，便捷美味是选择早餐的重要标准

我国早餐市场规模近 2 万亿，消费者外卖比例不断提升。早餐消费作为大众刚需，在我国得到迅速发展，据 Mintel 报告，我国消费者早餐支出额由 2015 年的 1.33 万亿增长至 2020 年的 1.87 万亿（预计），5 年 CAGR 为 7%，并维持高增长的预期，预计 2025 年早餐消费支出达 2.55 万亿。早餐市场中外食比例不断提高，由 2014 年的 31% 提升至 2019 年的 44.1%，2019 年外卖早餐规模达 0.77 万亿元，预计 2024 年达到 1.12 万亿，占比 47.1%。

图表 14 15-19 年我国早餐消费支出持续增长



图表 15 外卖早餐比例不断上升

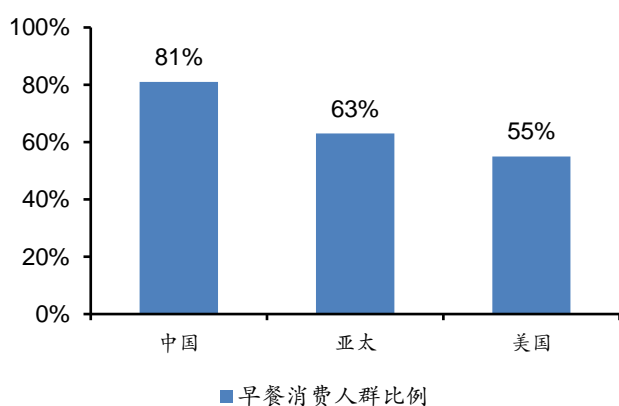


资料来源：Mintel，华安证券研究所

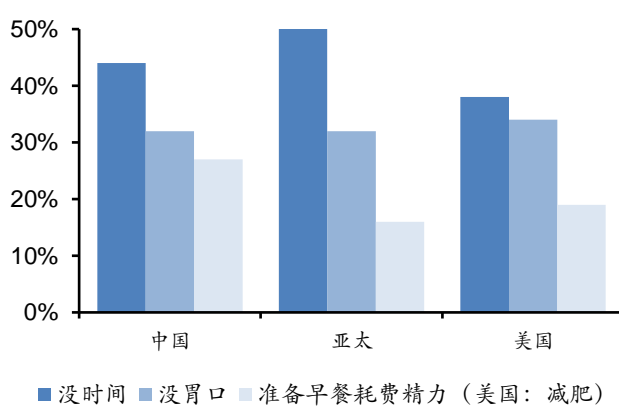
资料来源：Mintel，华安证券研究所

我国早餐消费人群比例全球领先达 81%，便携美味的早餐品及拓宽的消费渠道有望增加早餐消费人数。2018 年康宝莱在全球范围内进行早餐调研，在中国覆盖了 7 个城市的 2100 余名消费者，其中 81% 的中国消费者已经养成每日吃早餐的习惯，该比例远高于国际水平，中国消费者的健康意识更高。余下 19% 的中国消费者不吃早餐的前三大原因为：没时间（44%）、没胃口（32%）、准备早餐耗费精力（27%），城市人口因较快生活节奏对早餐的便捷美味、容易制作购买有更高的要求。

图表 16 中国早餐消费人群比例达 81%



图表 17 消费者不吃早餐的前三大原因



资料来源：Mintel，华安证券研究所


资料来源：Mintel，华安证券研究所

## 2.2 中式面点行业集中度低，缺乏头部企业

区域性品牌数量众多，产品大同小异，重合度较高。中式面点行业市场规模大，但是商业化程度低，加工规模小，中式面点食品销售情况及市场占有率缺乏权威的统计数据。行业内缺乏大体量的商业公司，全国性品牌较少，多为地域性品牌，如北方的庆丰餐饮，南方的南京青露，上海早阳，甘其食等。从价格上看，南京青露面点系列零售价 1.2-3.2 元，价格最低，巴比食品 1.5-3.5 元，也存在一定价格优势，上海早阳 1.6-4.5 元，甘其食 2-6 元，庆丰餐饮面点零售价最高，达 4.5-15 元。对于速冻食品，千味央厨售价低但种类较少，三全食品产品品类最为丰富，价格相对千味央厨更高。从连锁门店数量上看，巴比食品和上海早阳遥遥领先，拥有 3,000 余家门店，其余品牌门店均不到 1,000 家。

图表 18 中式面点行业竞争格局

品牌	logo	产品结构	面点系列	地区	销售渠道
巴比食品		中式面点（包括短保速冻食品）	刀切馒头、葱油花卷、红糖馒头、黑米糕、糯米烧麦等（1.5-2 元），鲜汁肉包（2 元）、梅干菜肉包、香菇菜包、肉末豆角包、豆沙包、奶黄包等（2 元），麻辣虾仁肉包、爆汁流沙包（2.5 元），奥尔良鸡肉包、川香金针菇包灯（2.8-2.9 元），麻辣虾仁包、酸菜肉馅饼等（3.5 元）	华东、华南、华北地区	连锁门店为主，3000 余家
庆丰餐饮		中式面点、非面点类（如米饭、炒菜）	素三鲜包（4.5 元），黄米蜜枣粽、江米蜜枣粽（5 元） 梅干菜包（5.5 元），猪肉大葱包（8 元），鲜虾菜心包、猪肉三鲜包（9 元），冬笋酱肉包（12 元），招牌包子（15 元）	主要在华北地区	连锁门店为主，500 余家
三全食品		速冻米面食品和常温方便食品	奶黄包 360g、手抓饼 320g（9.9 元），春笋猪肉包 360g 等（12.8 元），素水饺 450g、猪肉大葱饺 450g（12.9 元），核桃包 350g 灌汤小笼包 450g、薄皮馅饼 440g（18.9 元），黑椒牛肉饺 600g 等（30.9 元），虾籽三鲜饺 600g（36.9 元），小龙虾饺 360g（41.8 元）	全国	商超渠道为主
千味央厨		速冻米面制品，为餐饮企业提供团餐	猪猪、小鸡、小熊、小狗包系列 360g（11.3 元），白糖桂花糕 600g（25.8 元），泡菜煎饺 1000g（28.9 元），地瓜丸 1200g（29.9 元），牛肉馅饼 1000g（35 元）	全国	商超渠道为主
南京青露		淮扬系口味为主的中式面点	刀切馒头（1.2 元）、红糖开花馒头、黑芝麻包（1.5 元），酱汁肉包、红豆沙包、酸菜海带包等（2 元），梅干菜肉包、荠菜肉包、鱼香肉丝包、孜然鸡肉包等（2.8 元），紫薯糕、马拉糕、藤椒酱肉包、老坛酸菜馅饼等（3 元），黑米、鲜奶小馒头、玉米豆面馍馍（3.2 元）	江苏、浙江、安徽、上海以及山东省部分地区	连锁门店为主，近 400 家
上海早阳		中式面点	葱油花卷（1.6 元），花开富贵（2 元），萝卜丝包、功夫酸菜包、梅干菜肉包、红豆包、荠菜肉包等（2.5 元），早阳鲜肉包、鱼香肉丝包、奥尔良鸡腿包（3 元）	长三角、珠三角及华中、华北地区	连锁门店为主，3000 余家

			元)，芝麻甜酥饼、马拉糕（3.5元），真牛肉粒包（4.5元）		
甘其食		中式面点	香菇菜包、咖喱土豆牛肉包、辣白菜包、奶油土豆包等（2元），荠菜包（2.5元），红糖馒头（3元） 桂花豆沙包、东北酸菜鸡蛋包（3.5元），鲜汁肉包（3.5元）、梅干菜包、榨菜鲜肉包、荠菜肉包（3.5-4元） 鸡肉三丁包（4.5元），羊肉包（6元）	主要在长三角地区	连锁门店为主，100余家

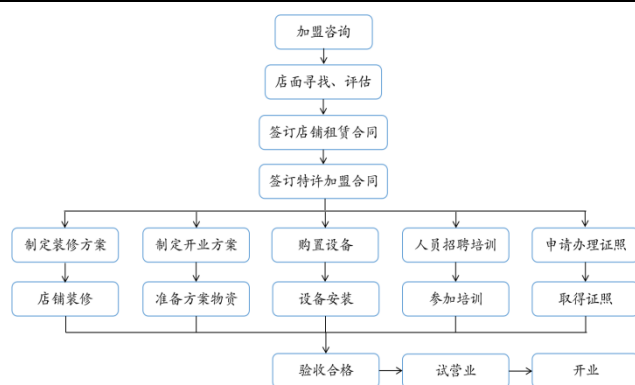
资料来源：各公司官网，淘宝网，大众点评，华安证券研究所

### 三、加盟：单店模式可复制，速冻食品增加单店营收

#### 3.1 单店数量：加盟模式可复制，回本快加盟商积极

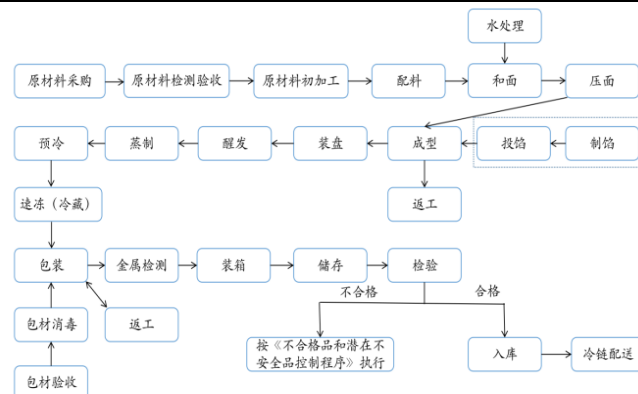
公司先于同行实施加盟模式，已形成完善的一系列服务流程。公司从2005年就全面启动品牌连锁加盟，而其他品牌晚了十年不等。公司对加盟店开业前、开业及开业后进行全方位的加盟支持：开店前，公司提供加盟咨询、店铺选址/评估、签订合同、装修与培训；开店后，公司会派遣业务员帮助试运营，协助店铺初期的营销活动策划，根据店铺附近居民饮食习惯对产品品类进行调整；日常运营中，公司提供采购与配送、定期培训、督导管理。

图表 19 加盟商加盟流程



资料来源：招股书，华安证券研究所

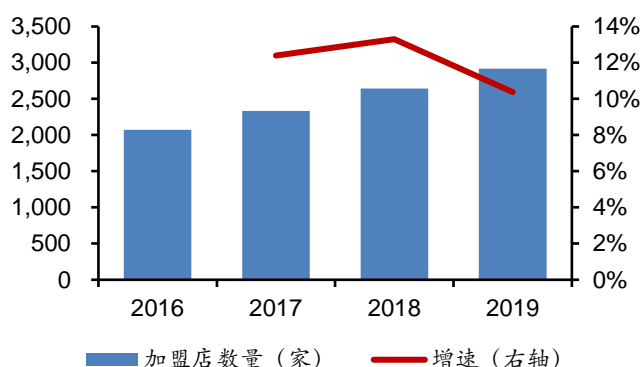
图表 20 面点类产品标准化生产工艺图



资料来源：招股书，华安证券研究所

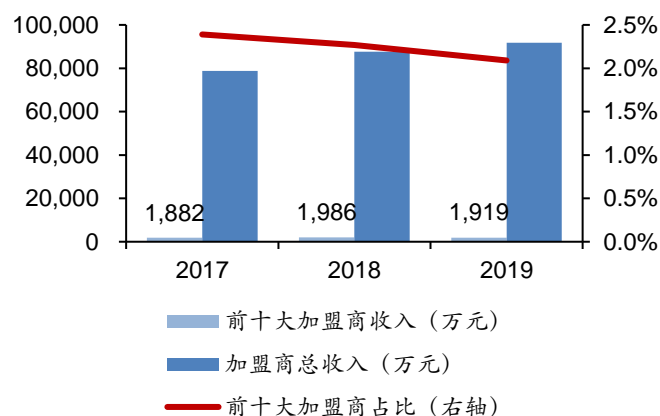
公司提供标准化的产品降低加盟门槛，可复制性较强，吸引了众多个体户加盟，但整体客户较为分散。公司于上海、广州、天津三地建立了现代化的生产研发基地，引入进口设备并对国产半（全）自动设备进行开发，为加盟商提供标准化产品如馅料或者成品。制作早点较为辛苦，2-3点就要开始准备馅料、和面，使用公司的产品可以为加盟商节省人力成本，降低加盟门槛，连锁门店数量稳步上升，从2016年的2,074家上升至2019年的2,915家。低门槛使得加盟客户数量众多且分散，前十大加盟商收入2019年为1,919万元，仅占加盟商总收入的2.1%。

图表 21 16-19 年加盟店数量稳步上升



资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 22 加盟客户较为分散



资料来源：招股书，华安证券研究所

**新开门店成本回收期约 1 年，成熟门店毛利率/净利率可达 50%/22%。**巴比门店通常为夫妻店，加盟新店 (15-20 平) 的前期投入成本较其他餐饮业低，约 10 万元 (不考虑转手费)，成本回收期约 1 年。进入正常阶段后，多数店铺的日收入约为 2,500-3,000 元，月毛利约为 20,000-30,000 元。新店的短投资回报期和正常店铺的高毛利能吸引大量个体户加盟，成熟门店毛利率可达 50%，净利率可达 22%。

图表 23 新开门店 (20 平) 成本回收期约 1 年

项目	金额
加盟费	12,800 元/3 年
贷款保证金	30,000 元
设备	普通设备 10,000-20,000 元；升级款设备 20,000-30,000 元
店铺租金	约 8,000 元/月
装修费	约 1,200 元/平*20 平=24,000 元
管理费	约 200 元/月
水电煤费用	约 2,000 元/月
培训费	约 4,000 元/年
日进货成本	约 580 元/天
日营业收入	约 1,400 元/天
一年后 (按 360 天计，设备按 2 万元计算，参照夫妻店，未计算人工成本)：	
	$(1,400 - 580) * 360 - (8,000 + 200 + 2,000) * 12 - 12,800 - 30,000 - 20,000 - 24,000 - 4,000 = 92,000$ 元

资料来源：华安证券研究所整理

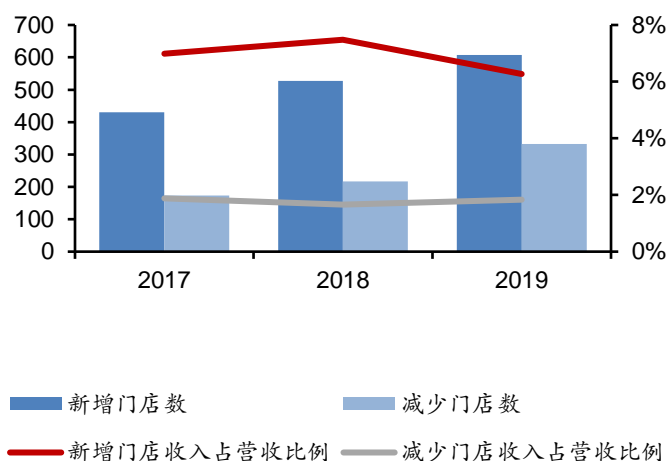
图表 24 标准门店盈利能力

项目	金额
营收	约 2,500 元/日，90 万/年
成本	约 1,250 元/日，45 万/年
毛利	约 1,250 元/日，45 万/年
毛利率	约 50%
费用总计：	约 24.9 万/年
续约加盟费	7,800/3 = 2,600 元/年
店铺租金	约 8,000*12 = 96,000 元/年
管理费	约 200*12 = 2,400 元/年
水电煤费用	约 2,000*12 = 24,000 元/年
培训费	约 4,000 元/年
人工费用	约 12 万/年
净利率	约 20.1 万/年
净利率	约 22.3%

资料来源：华安证券研究所整理

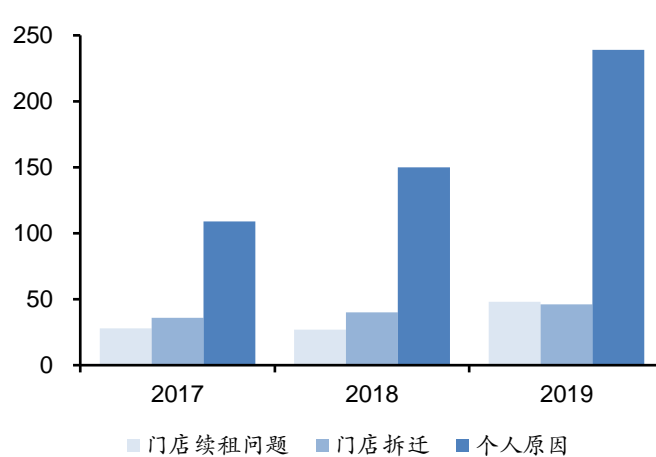
新增门店带来收入超过减少门店流失收入，加盟模式持续为公司贡献营收。2019年，新增门店带来收入6,669万元，占营业收入的6.3%，减少门店流失收入1,944万元，占营业收入的1.8%，新增门店收入覆盖了减少门店收入并支持公司营收继续增长。2019年减少的333家门店中，有239家（占比72%）由于个人原因关店，48家（占比14%）由于门店续租问题关店，46家（占比14%）由于门店拆迁关店。

图表 25 新增门店带来收入远超减少门店流失收入



资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 26 门店减少主要原因系个人原因



资料来源：招股书，华安证券研究所

随着门店扩张和下沉，预计华东开店空间可达 5000 家。目前公司在上海拥有 1,163 家门店，上海常驻人口 2,428 万人，根据 75% 的人群会选择购买早餐（1,821 万人），计算得门店消费密度约为 0.64 家/万人，假设未来门店消费密度可达 1 家/万人，预计上海地区开店空间 1,821 家。考虑到华东其他地区门店密度一般低于上海，假设江苏/浙江地区的开店密度分别为 0.2/0.3，则开店空间分别为 1211 家和 1316 家，总计华东地区开店空间 4348 家。

图表 27 华东市场开店空间约 4348 家

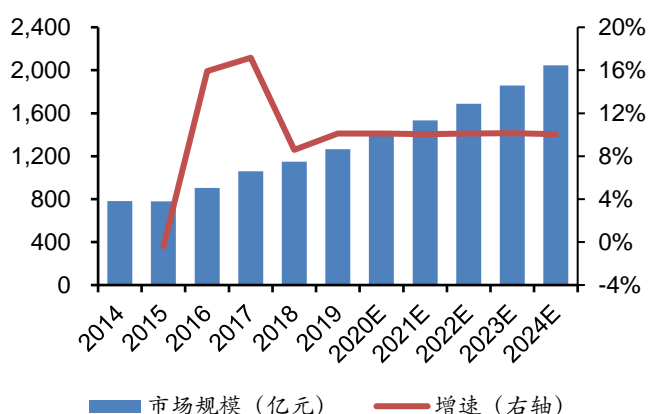
	常驻人口 (万人)	消费人数 (万人)	现有门店数量 (家)	现有门店消费密 度 (家/万人)	预期密度	预期开店空 间 (家)
上海	2,428	1,821	1,163	0.64	1	1821
江苏	8,070	6,053	752	0.12	0.20	1211
浙江	5,850	4,388	674	0.15	0.30	1316
合计	16,348	12,261	2589			4348

资料来源：统计局，招股书，华安证券研究所

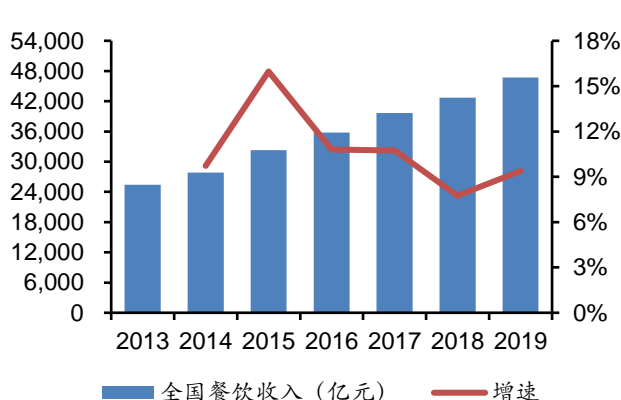
### 3.2 单店收入：速冻食品贡献增量收入

速冻食品市场规模逐年上升，餐饮行业快速发展为其提供未来广阔空间。速冻食品行业经历了 80 年代的萌芽，90 年代快速发展，至今处于整合发展阶段。随着城乡冷链建设的完善和食品保质保鲜技术的成熟，消费市场日趋成熟，中国速冻食品市场规模由 2014 年的 782 亿元扩大至 2019 年的 1,265 亿元，5 年 CAGR 为 10.1%，智研咨询预计该市场未来仍以 10% 的年增速增长。餐饮行业作为速冻食品行业的下游，市场规模迅速扩大，我国餐饮收入由 2013 年的 25,392 亿元增长至 2019 年的 46,721 亿元，近乎翻倍，6 年 CAGR 为 10.7%，2019 年餐饮收入同比增加 9.4%。速冻食品通过快餐、团体和家庭餐饮等餐饮渠道消费，餐饮行业的繁荣发展能够为速冻食品行业的增长提供有力保障。

图表 28 中国速冻食品市场规模不断扩大并预期高增长



图表 29 13-19 年全国餐饮收入不断增加

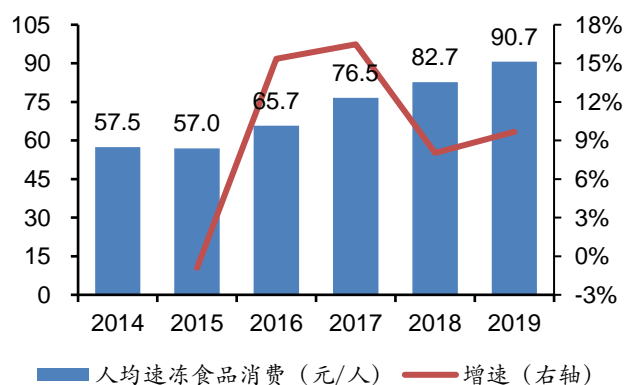


资料来源：前瞻产业研究院，智研咨询，华安证券研究所

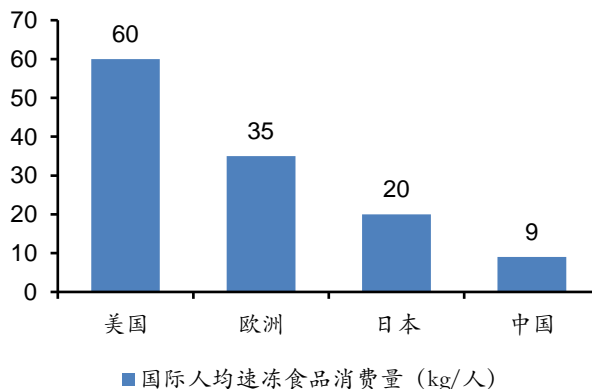
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

与国际发达国家相比，中国速冻食品人均消费量仍有巨大提升空间。我国人均速冻食品消费额从 2014 年的 57.5 元/人增长至 2019 年的 90.7 元/人，5 年 CAGR 为 9.5%。但与国际水平相比，人均消费量仍处于低位，美国、欧洲、日本的人均速冻食品消费量依次为 60kg/人、35kg/人、20kg/人，而中国仅为 9kg/人。未来随着人均可支配收入和食品消费支出的提升、消费结构及场景的升级多元化，人均速冻食品消费量存在巨大提升空间。

图表 30 14-19 年人均速冻食品消费增加 58%



图表 31 19 年中国人均速冻食品消费量低于国际水平

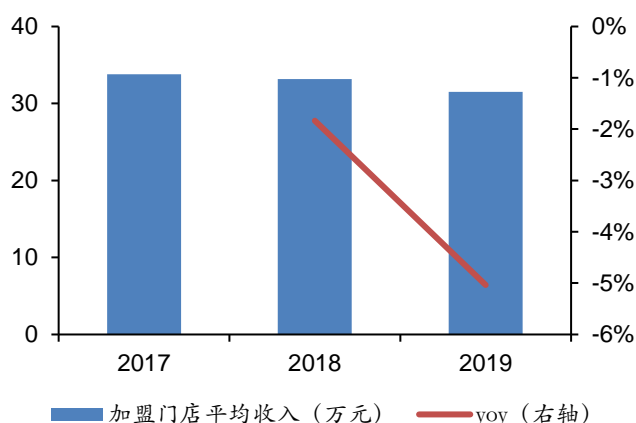


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

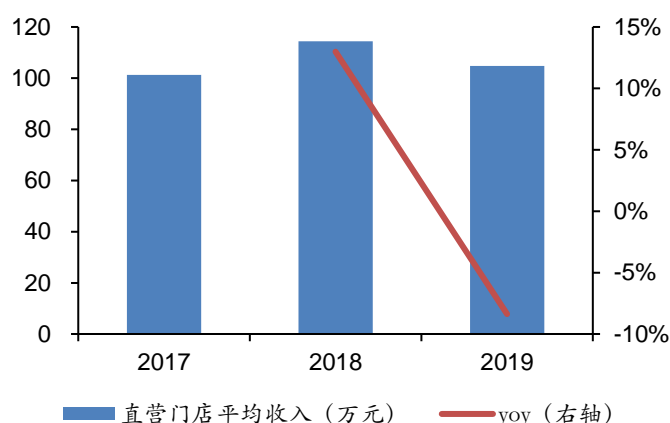
资料来源：智研咨询，华安证券研究所

公司门店收入较为稳定，速冻食品开拓增量业务，增加门店平均收入。公司加盟门店（包含新开门店）平均收入较为稳定，直营门店平均收入略有波动，直营门店 2019 年平均收入有所下降主要原因是部分门店受周边拆迁、城区改造影响。中式面点客单价提升难度大，门店添置冰柜后出售速冻食品，有望显著增加单店营业额。从渠道来看，公司一方面为门店购置冰柜线下销售，另一方面与线上平台开展合作。从产品上来看，速冻食品以饺子类为主，公司具备饺子制作和销售基础，和原有的包子业务并不冲突，2017 年公司饺子类收入仅 13.5 万元，2018 年增至 939.4 万元，2019 年突破一千万。

图表 32 17-19 年加盟门店平均收入较为稳定



图表 33 直营门店平均收入略有波动



资料来源：招股书，华安证券研究所

资料来源：招股书，华安证券研究所

公司持续推出短保速冻锁鲜食品，差异化模式布局新赛道。“新鲜”作为生鲜食品赛道的一大痛点，不仅影响产品口味，更会影响消费者购买决策。公司主打“短保三十天，饺子更新鲜”，推出速冻锁鲜水饺及蒸饺、包子系列，减少添加剂，活性动态锁鲜，食用时无需解冻，直接蒸煮煎，保证新鲜度的同时兼顾方便度，与传统速冻食品企业进行差异化竞争。同时，为了满足年轻群体的消费升级需求，占领 90 后消费者心智，公司打造细分领域大单品，重点推出螺蛳粉水饺，产品调性契合当下网红经济，一人食的包装与口味，未来有望成为一个新的增长点。

图表 34 公司推出短保三十天速冻锁鲜产品

图表 35 公司推出新品螺蛳粉水饺



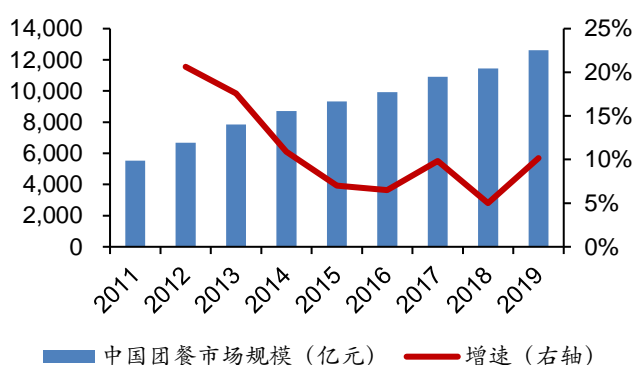
资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

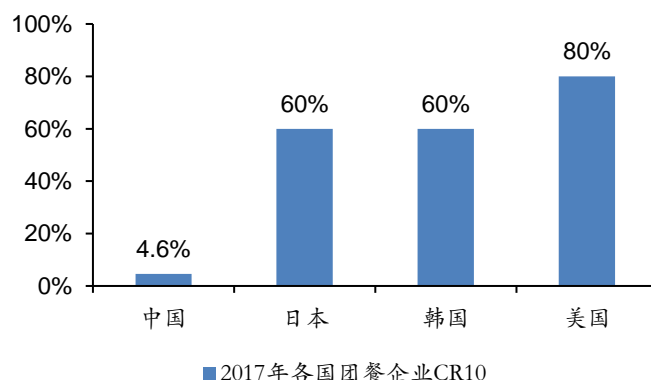
## 四、团餐：快速增长的市场，有望成为未来新发展点

我国团餐市场规模稳步上升，行业呈现分散竞争格局，未来有望快速发展提升行业集中度。中国团餐市场规模由2011年的5,536亿元增长至2019年的12,610亿元，8年CAGR为10.8%，2019年团餐收入占全国餐饮收入的比例为27%，是我国餐饮结构中的重要组成部分，未来仍存在巨大增长空间。对比国际团餐行业集中度，2017年日本、韩国、美国团餐行业CR10分别为60%、60%和80%，而我国团餐CR10仅为4.6%，团餐企业高度分散，2019年前百强团餐企业占比也不足6%，集中度有待提升。

图表 36 中国团餐市场规模不断上升



图表 37 中国团餐集中度远低于国际水平

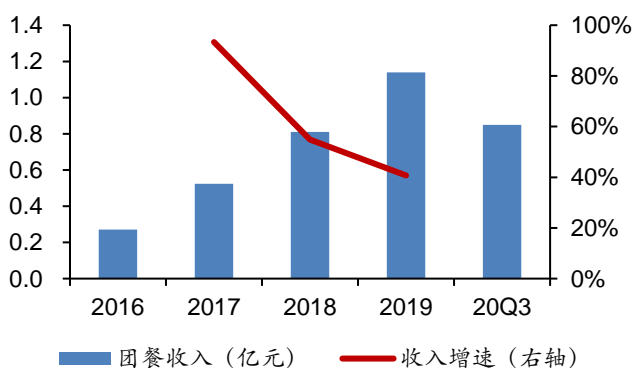


资料来源：中国饭店协会，华安证券研究所

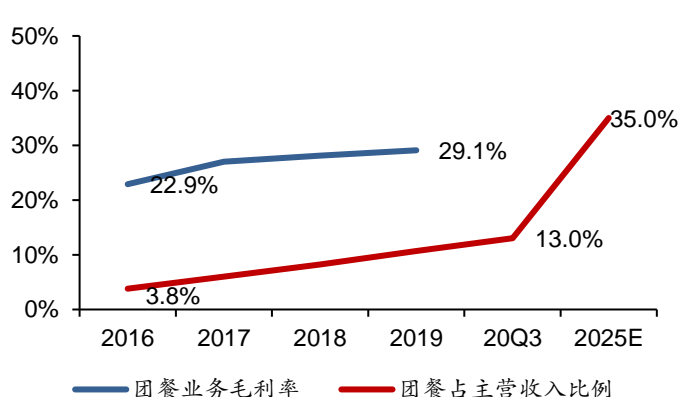
资料来源：中国餐饮协会，华安证券研究所

2019年公司团餐业务总收入破亿，团餐业务未来有望成为公司一大增长点。公司面向餐饮连锁企业、便利店、单位食堂、酒店等部门提供团餐服务，此外传统渠道也可向公司买断式定制产品，近年来业务发展迅速，团餐总收入由2016年的0.27亿元上升至2019年的1.14亿元，毛利率从2016年的23%上升至2019年的29%，团餐收入占营收比例由2016年的3.8%上升至2020年Q3的13%，今年受到疫情冲击，预计2021-2022年团餐业务保持年30%-40%的增速，至2035年团餐收入占主营业务比例约30%-40%。2019年前十大客户收入占团餐收入的33%，17-19年占比呈现微降趋势，主要是由于公司加大团餐客户开发力度，客户数量上升，团餐销量增加，销售收入增长较快。在行业标准化、规模化、信息化的发展趋势下，公司团餐业务未来仍存在高增长预期。

图表 38 公司团餐收入不断上升



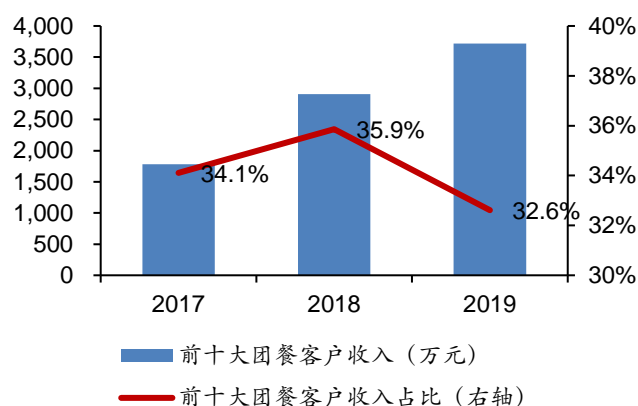
图表 39 公司团餐毛利率及营收占比不断上升



资料来源：公司官网，华安证券研究所

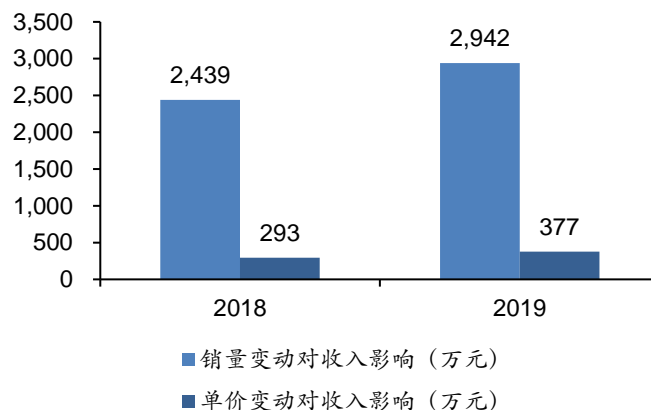
资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 40 客户数量增加，前十大团餐客户收入占比减小



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 41 团餐销量增加是销售收入增加的主要原因



资料来源：招股书，华安证券研究所

团餐企业多采用工业化思维，而公司采取市场化思维，对团餐客户进行深度服务，竞争优势明显。竞争对手在开拓团餐业务时多采取工业化思维，研发人员多为院校出身，产品口味单一全覆盖，竞争力弱，99%的企业年营收不足1亿元。而公司采取市场化思维，众多门店接触消费者频繁，洞察各地区受众的消费偏好及口味差异，研发人员包括当地糕点大师及院校人员，前者进行符合当地口味的产品研发，后者致力于将新产品制成标准化产品，制作、蒸煮、出品、保温环环相扣，保证终端出品口感最佳，拥有强竞争能力。此外，公司对团餐客户进行深度服务，针对不同客户制定不同商品规划（例如对食堂主推高性价比产品组合），四季上市不同单品，有利于抢夺客户心智，维持稳定的合作关系。

公司成立团餐事业部，已与 300 多家企业达成稳定合作关系。公司主要为工厂、学校、医院、连锁餐饮、政府机关、商超、便利店等客户提供团餐服务，先后与华东地区的 300 多家企业达成稳定合作。

图表 42 公司团餐客户

部门	企业
工厂	华硕电脑、比亚迪汽车、富士康、上海大众等 华东师范大学、华东理工大学、上海师范大学、宝山
学校	宝教配餐系统等
医院	武警上海市总队医院等医院、苏州大学附属瑞华医院
连锁餐饮	顺旺基，集集小镇，新四方等
政府机关	嘉定司法局、上海航天基地
商超	杭州联华、大润发、家乐福
连锁便利店	十足、快客

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 43 公司部分团餐客户



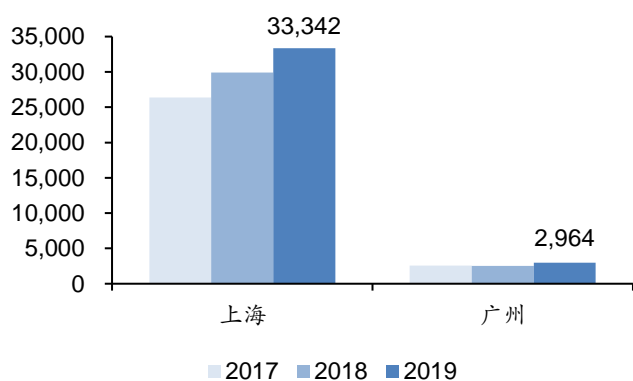
资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 五、产能扩张，供应链建设保障高效供给

### 5.1 产能扩张拓展销售半径

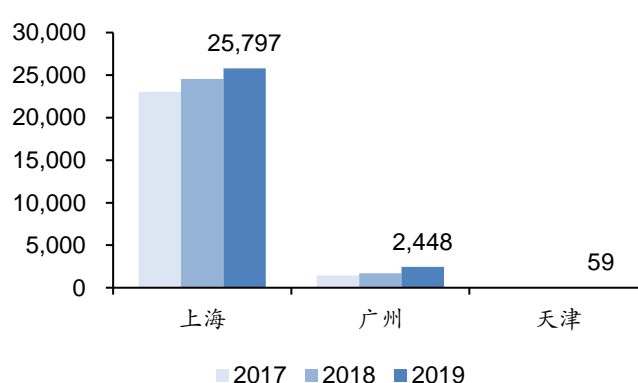
公司以自主生产模式为主，上海工厂产能利用率最高，广州及天津工厂有望扩产。公司在上海、广州、天津拥有现代化的生产基地，自主生产模式为主，在这些区域可实现 350 公里内的总仓直送模式。2017-2019 年，上海工厂成品类产能由 26,373 吨上升至 33,342 吨，馅料类产能由 23,047 吨上升至 25,797 吨，广州工厂成品类产能由 2,583 吨上升至 2,964 吨，馅料类产能由 1,447 吨上升至 2,448 吨，未来保持产能上升预期。上海工厂产能利用率最高，2019 年成品类、馅料类产品产能利用率分别达 136% 和 134%，广州工厂分别为 51.4% 和 80.3%，天津工厂由于 19 年 12 月才投产，当月只生产了馅料类产品，产能利用率仅 1.8%，广州和天津工厂未来产能利用率有望提升。

图表 44 成品类产品产能 (吨)



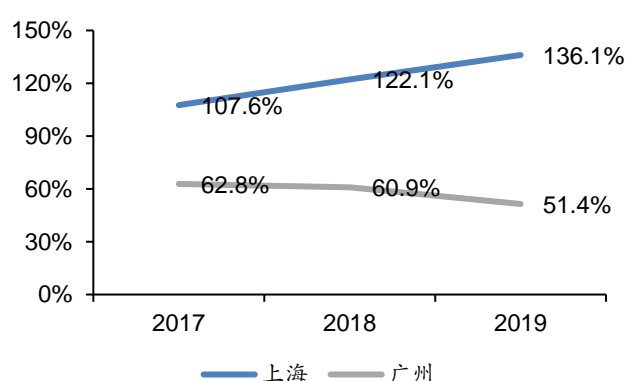
资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 45 馅料类产品产能 (吨)



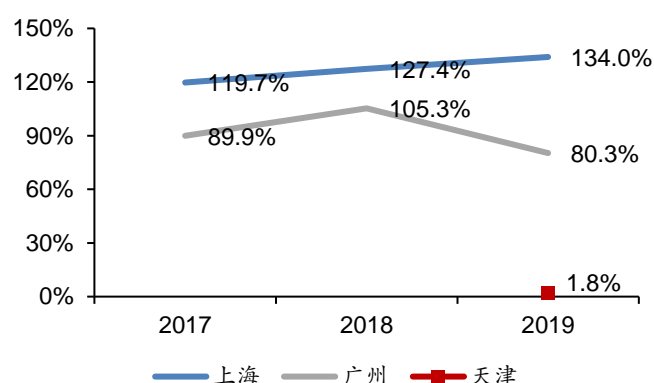
资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 46 成品类产品产能利用率



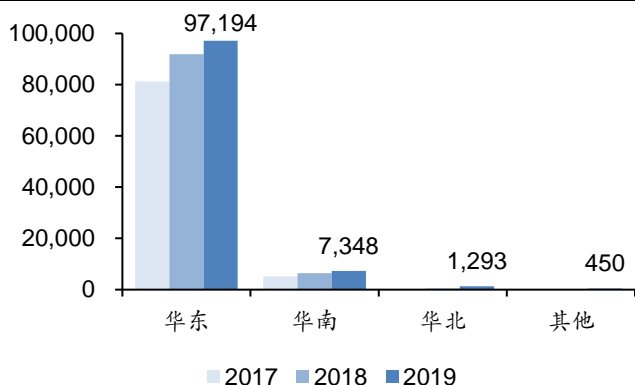
资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 47 馅料类产品产能利用率



资料来源：招股书，华安证券研究所

**中央工厂布局, 支持华东地区迅速扩店。**公司于上海起家, 松山中央工厂为最早的生产基地, 车墩工厂于 2016 年末投产, 早年受配送半径影响, 公司主要在华东地区开展业务, 至 2019 年底上海加盟店数量最多, 达 1,163 家, 其次是江苏 752 家, 浙江 674 家。随着公司进军华南华北市场, 广州和天津的生产基地产能扩张为快速扩店提供支持。

**图表 48 华南、华北区域贡献收入有望提升**


资料来源: 招股书, 华安证券研究所

**图表 49 广东、北京加盟门店数量有望扩张**


资料来源: 招股书, 华安证券研究所

**新增工厂缓解华东地区供应压力, 增加产量及营收。**华东地区订单需求上升快, 已有的上海工厂产能利用率明显饱和, 尤其是面点类成品生产规模明显不足, 公司进行生产线扩建, 南京新工厂于 2020 年 10 月开始建设, 上海工厂也进行扩建改造。此次募集资金拟将 19,359 万元用于上海工厂智能化厂房项目, 16,699 万元用于上海工厂生产线及仓储系统提升项目。预计项目建成达产后, 合计将增加年产能: 包子 24,657 万个、馒头花卷 53,980 万个、饺子 1,081 万袋、馅料类 4,400 吨, 合计将增加年营收 67,996 万元, 年税后净利润 8,080 万元。

**图表 50 公司募集资金用于生产线扩建**

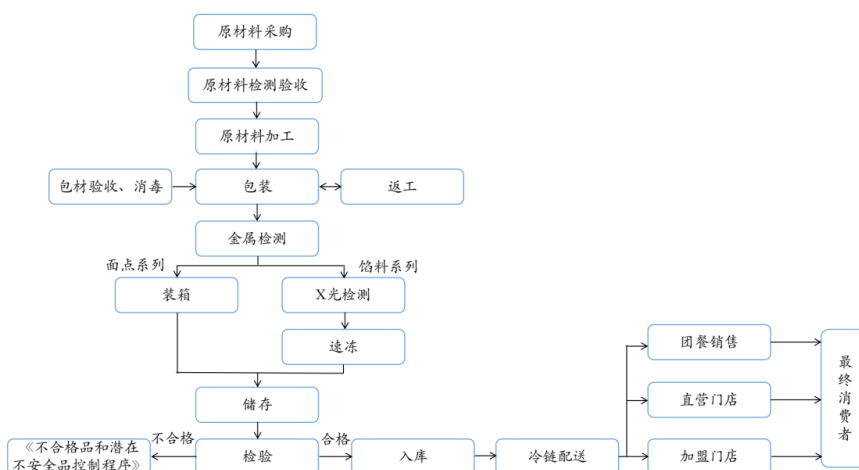
项目名称	巴比食品智能化厂房项目	生产线及仓储系统提升项目
投资总额	19,359 万元	16,699 万元
建设周期	2 年	3 年
实施主体	中饮股份	中饮股份
建设内容	用于 31,441.81 平方米厂房及相关设施的建设, 以及智能化硬件设备的购置。	拟利用 8,000 万元用于先进生产设备的购置, 利用 7,815 万元用于仓储系统的建设。
增加产能	建成后, 公司将形成新增年产包子 20,757.4 万个、馒头花卷 48,350.31 万个、饺子 1,058.07 万袋的生产能力。项目建成达产后, 将使公司的年营业收入增加 55,000.00 万元, 达产年税后净利润达到 5,846.70 万元, 项目资本金内部收益率所得税前和项目资本金内部收益率所得税后分别为 27.86% 和 22.38%, 所得税后静态投资回收期为 5.71 年 (包含建设期), 经济效益良好。	建成后, 公司将形成新增年产包子 20,757.4 万个、馒头花卷 48,350.31 万个、饺子 1,058.07 万袋的生产能力。项目建成达产后, 将使公司的年营业收入增加 12,995.68 万元, 达产年税后净利润达到 2,233.59 万元, 项目资本金内部收益率所得税前和项目资本金内部收益率所得税后分别为 18.79% 和 14.58%, 所得税后静态投资回收期为 6.62 年 (包含建设期), 经济效益良好。
经济效益	好。	好。

资料来源: 招股书, 华安证券研究所

## 5.2 采购中心和信息化系统提升运营效率

公司以生产基地为中心，建立从统一采购、原材料加工、储存检验到冷链配送的全方位供应链体系，并进行严格的质量管控程序。作为对新鲜度要求较高的中式面点产品，打造一套“紧邻门店、统一管理、快捷供应、最大化保质保鲜”的供应链体系能够最大程度地保障产品的品质。减少配送成本的同时也节约了加盟单店的加工成本，增加单店利润有利于提高加盟商积极性，进而实现连锁门店的快速扩张并提升公司业绩。公司在采购、加工、储存、销售等过程中严格把控产品质量，保障食品安全，于2018年6月获得中国质量认证中心颁发的食品安全管理体系认证和HACCP体系认证。

图表 51 供应链体系



资料来源：招股书，华安证券研究所

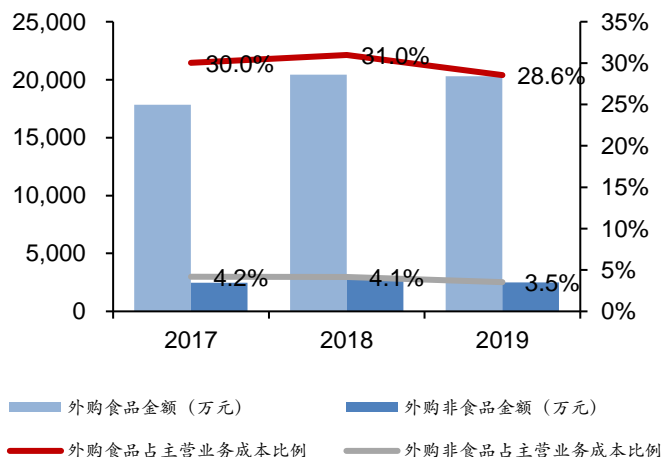
外购食品占主营业务成本达28.6%，公司设立采购管理中心负责外购食品及外购非食品的采购，提高采购效率。公司制定了《供应商管理规范》、《采购管理规定》、《财务付款及报销管理规定》等管理制度，对供应商选择、采购定价、检验入库、对账结算等环节制定了严格的控制程序，标准化采购有利于提高采购效率，是高效供应链体系中必不可少的第一环节。外购产品包括外购食品和外购非食品，其中，外购食品作为采购环节最重要的采购物资，2019年采购额达20,306万元。公司外购食品采购金额连续3年占主营业务成本的比例较为稳定，2019年该比例达28.6%。

图表 52 公司标准采购流程



资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 53 外购食品占主营业务成本的28.6%



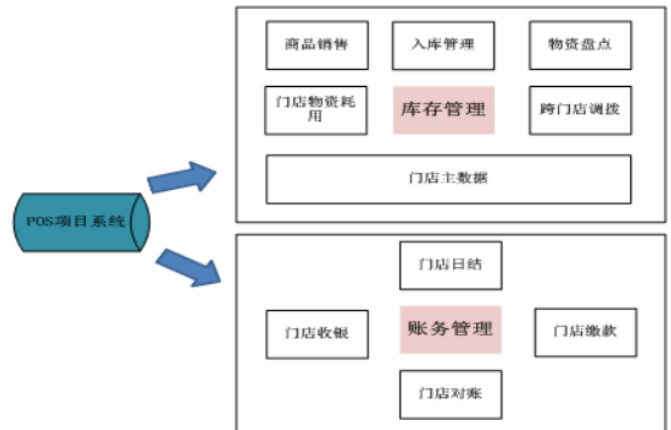
资料来源：招股书，华安证券研究所

公司开发多款现代电子化信息管理系统，对门店终端进行管理，提高运营效率。公司重视信息化系统建设，针对订货管理、物流配送、交易结算、门店监督等方面提供软硬件支持，打造智能化的经营系统。公司现有系统包括 APP 订货系统（门店订货、收货确认、信息反馈、账单推送）、POS 项目系统（支持直营门店零售业务、日常店务管理和销售情况统计分析）、SAP 管理系统（对接门店订货和直营门店销售）、TMS 系统（物流系统化管理）和门店监控系统（检监直营门店卫生、员工行为规范和直营主管巡店）。

图表 54 门店订货 APP 系统



图表 55 POS 项目系统

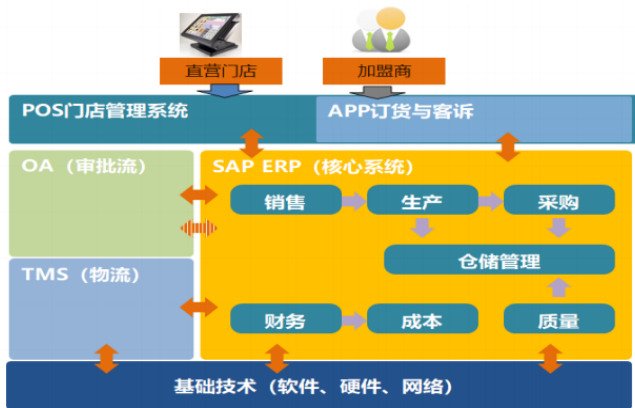


资料来源：招股书，华安证券研究所

资料来源：招股书，华安证券研究所

图表 56 SAP 管理系统

图表 57 TMS 系统



资料来源：招股书，华安证券研究所

资料来源：招股书，华安证券研究所

## 六、盈利预测与投资建议

图表 58 主要品类营业收入及预测 (百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>食品类</b>	773	881	948	854	1157	1427
1.加盟连锁收入	706	782	816	736	939	1095
加盟门店数量	2331	2641	2915	3207	3559	3951
yoy		13%	10%	10%	11%	11%
加盟单店收入	0.30	0.30	0.28	0.23	0.26	0.28
yoy		-2%	-6%	-18%	15%	5%
2.直营门店收入	15	17	17	14	72	137
直营门店数量	15	15	16	17	75	135
直营单店收入	1.01	1.15	1.05	0.84	0.97	1.01
yoy		13%	-8%	-20%	15%	5%
3.团餐销售	52	81	114	102	143	194
yoy		56%	41%	-10%	40%	35%
4.其他类	0.80	0.60	1.90	1.62	1.78	1.95
yoy		-25%	217%	-15%	10%	10%
<b>加盟商管理</b>	35	40	42	38	46	55
单店加盟管理收	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
<b>包装物及辅料</b>	58	68	73	66	72	80
yoy		16%	8%	-10%	10%	10%
<b>主营业务收入</b>	866	989	1063	958	1275	1562
yoy		14%	7%	-10%	33%	22%
<b>其他业务收入</b>	0.60	1.20	1.10	0.99	1.01	1.03
yoy		100%	-8%	-10%	2%	2%
<b>营业总收入</b>	867	990	1064	959	1276	1563
yoy		14%	7%	-10%	33%	22%

资料来源：公司年报，华安证券研究所

**加盟连锁业务预测：**公司加盟单店数量处于稳健扩张之中，近几年都保持 10%+ 的增速，预计 2020-2022 年分别新增 292/385/395 家加盟门店。疫情对 2020 年的单店收入冲击较大，随着单店收入恢复，预计 2020-2022 年单店营收分别为 23/26/28 万元。

**直营门店业务预测：**公司上市募集资金项目计划在 3 年内新开设 182 家直营店铺，其中单店面积约为 100 m<sup>2</sup>-200 m<sup>2</sup>。直营店铺则主要定位于加强对区域市场的开拓，强化对周边潜在客户的有效覆盖，增强公司销售能力。按照规划，第一年、第二年分别新增门店 58、60 家。2019 年直营店销售下滑，主要源于部分直营门店受周边拆迁、城区改造影响销量下滑所致，预计 2020-2022 年单店收入分别为 84/97/101 万元。

**团餐业务预测：**团餐市场有较大挖掘空间，公司加大开发力度，预计团餐业务增速可达 40%，2020-2022 年团餐营收分别 1.02/1.43/1.94 亿元。

**毛利率预测：**公司毛利率受猪肉价格影响较大，且 2020 年受疫情影响毛利率略有减少，但是随着猪肉价格下行，门店数量增加、采购增加带来规模效应，预计 2020-2022 年毛利率分别为 32%、35%、35%。

**费用率预测：**公司持续扩店过程中产生了较多销售费用，并且公司进军华南、华

北等地的新市场给予了门店补贴，预计这一趋势在公司未来几年扩张过程中持续，销售费用率保持小幅上行，2020-2022 年销售费用率分别为 8.3%、9.0%、9.0%。随着加盟和直营门店扩张，规模效应凸显，管理费用率有望逐步下降，2020-2022 年管理费用率分别为 7.1%、7.2%、7.2%。

公司经营早餐加盟连锁门店，提供成品或半成品的馅料、面团，是中式早餐工业化的先行者，加盟店由华东向华北、华南拓展，未来有望实现全国化。公司多年积累已经形成一套成熟完善的加盟体系，目前加盟店数量达到 2915 家，单店模式可复制，速冻食品可增加单店营收，公司在加速拓店形成全国化连锁经营方面具有较大潜力；团餐业务空间广阔，有望成为新发展点。

## 风险提示:

**原材料价格波动的风险。**公司所销售产品原材料主要为各类农产品，例如猪肉、面粉价格存在一定的波动性，可能会对公司的经营业绩产生影响。

**食品质量控制的风险。**生产经营规模扩大导致食品质量控制难度加大，采购过程中供应商行为难把控，加工配送过程中可能存在疏忽管理，终端加盟店管理难度大，操作不严格会降低食品质量，上述不可控因素出现可能引发食品质量安全问题，对公司造成负面影响。

**开店不及预期的风险。**由于市场环境变化迅速，各地区经济水平和消费习惯存在差异，华南华北地区本地连锁早餐品牌众多，竞争激烈，未来开店数量可能不及预期。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	625	1,507	1,650	1,854	<b>营业收入</b>	1,064	959	1,276	1,563
现金	487	1,430	1,548	1,724	营业成本	712	648	836	1,021
应收账款	48	32	42	55	营业税金及附加	6	5	6	8
其他应收款	2	3	3	4	销售费用	96	80	115	141
预付账款	3	4	5	6	管理费用	76	68	92	112
存货	80	36	46	56	财务费用	(16)	(27)	(34)	(35)
其他流动资产	4	2	6	8	资产减值损失	(0)	0	0	0
<b>非流动资产</b>	342	375	463	550	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	3	1
固定资产	208	244	286	323	<b>营业利润</b>	189	187	265	317
无形资产	37	53	67	78	营业外收入	21	12	13	14
其他非流动资产	96	77	110	148	营业外支出	2	1	1	1
<b>资产总计</b>	967	1,882	2,113	2,404	<b>利润总额</b>	208	198	277	331
<b>流动负债</b>	226	212	228	267	所得税	54	53	71	85
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	154	145	206	246
应付账款	93	80	69	84	少数股东损益	(1)	0	0	0
其他流动负债	133	132	160	183	<b>归属母公司净利润</b>	155	145	206	245
<b>非流动负债</b>	25	21	30	37	<b>EBITDA</b>	198	180	255	313
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.62	0.58	0.83	0.99
其他非流动负债	25	21	30	37					
<b>负债合计</b>	252	233	258	303					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	186	248	248	248					
资本公积	87	814	814	814					
留存收益	442	587	792	1,037					
归属母公司股东权益	715	1,648	1,854	2,099					
<b>负债和股东权益</b>	967	1,882	2,113	2,404					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	111	196	159	217
净利润	154	145	206	245
折旧摊销	25	20	25	30
财务费用	(17)	(27)	(34)	(35)
投资损失	(0)	(1)	(3)	(1)
营运资金变动	(81)	59	(34)	(23)
其他经营现金	31	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(100)	(69)	(75)	(76)
资本支出	0	(70)	(78)	(77)
长期投资	0	(0)	(0)	0
其他投资现金	(100)	1	3	1
<b>筹资活动现金流</b>	(37)	816	34	35
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	62	0	0
资本公积增加	(1)	727	0	0
其他筹资现金	(36)	27	34	35
<b>现金净增加额</b>	(26)	943	119	176

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.45%	-9.85%	33.05%	22.46%
营业利润	6.57%	-1.19%	41.54%	19.86%
归属于母公司净利润	7.93%	-6.49%	42.10%	19.29%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	33.11%	32.43%	34.49%	34.67%
净利率(%)	14.54%	15.08%	16.11%	15.69%
ROE(%)	21.52%	8.78%	11.10%	11.69%
ROIC(%)	124.51%	65.23%	91.02%	87.68%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	26.03%	12.40%	12.23%	12.62%
净负债比率(%)	-33.15%	-71.43%	-70.90%	-69.80%
流动比率	2.76	7.10	7.22	6.95
速动比率	2.41	6.93	7.02	6.74
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.18	0.67	0.64	0.69
应收账款周转率	24.34	25.75	37.89	34.79
应付账款周转率	11.88	11.09	17.17	20.48
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.58	0.83	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.79	0.64	0.88
每股净资产(最新摊薄)	2.88	6.65	7.48	8.46
<b>估值比率</b>				
P/E	69.9	74.7	52.6	44.1
P/B	15.1	6.6	5.8	5.2
EV/EBITDA	0.00	52.05	36.05	28.78

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

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。市场基准指数为沪深 300 指数。