

## 连锁化提速扬帆起航，规模渐放量静待花开

### ——巴比食品首次覆盖报告

#### 报告要点：

#### ● 中式面点领军企业，匠心打造连锁品牌

公司深耕中式速冻面点行业，主营面点产品、馅料制品和外部采购产品，以加盟和团餐销售为主，直营为辅。公司下游需求旺盛产品供不应求，上市募资扩产完善华东布局，拟收购项目或可打开华中市场大门，全国化布局更进一步。

#### ● 早餐便捷连锁化成趋势，速冻米面行业坡长雪厚

1) **早餐**：需求端，早餐行业空间预计2024年将达到2.37万亿，其中外食早餐场景占比或超50%。供给端，团餐市场规模占整体1/3，近几年CAGR达20%以上。行业格局整合提速，标准化连锁化趋势确定性强。2) **速冻**：城镇化下饮食便捷化浪潮汹涌，餐饮渠道又从应用侧打开行业增长空间，对标美日空间可看2000亿且未来增速约10%。

#### ● 多维度铸造强势巴比，稳扩张提效率筑成壁垒

1) **供应链完善**：巴比供应链能解决传统早餐店经营辛苦、议价能力弱、成本控制难等多个痛点，加盟商反馈迅速实现迭代优化。2) **加盟商获利颇丰**：初始投资约18万，净利率为25%左右，盈利稳定可持续。3) **产品多样**：产品矩阵丰富，SKU数为250+，门店因地制宜可灵活调整产品结构，提升单店盈利能力。4) **品牌优势**：行业属性使门店复制能力成为关键因素，巴比在规模和门店数量上的领先优势加速品牌飞轮。

#### ● 成长路径：全国化+团餐渠道+短保产品三维拓展

1) **布局全国**：巴比门店拓展计划清晰明了，以华东为出发点，聚点成面逐步扩张，时机成熟将开启全国化进程。2) **发力团餐**：巴比面点产品丰富成本低，具有相对优势，未来业务占比有望达30-40%。3) **推出短保**：巴比切入锁鲜短保正当时，多渠道投放待持续放量。

#### ● 投资建议与盈利预测

看好公司作为国内中式面点速冻食品领军企业，上市后多点产能扩建、覆盖范围扩大、门店加盟提速、团餐渠道发力，未来有望持续提升市场份额。我们坚定看好巴比的长期成长价值。预测2020-2022年EPS为0.60/0.79/0.99元，对应现价PE分别为76.22/58.10/46.62X，考虑公司策略发生积极转变，中长期成长高确定性，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

疫情反复导致营业收入不及预期、开店速度不及预期、食品安全问题、原材料价格大幅波动影响盈利水平

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	990.21	1063.97	969.71	1309.68	1543.79
收入同比(%)	14.26	7.45	-8.86	35.06	17.88
归母净利润(百万元)	143.35	154.72	149.68	196.34	244.70
归母净利润同比(%)	27.37	7.93	-3.26	31.17	24.63
ROE(%)	24.18	21.64	9.27	10.85	11.91
每股收益(元)	0.58	0.62	0.60	0.79	0.99
市盈率(P/E)	79.58	73.73	76.22	58.10	46.62

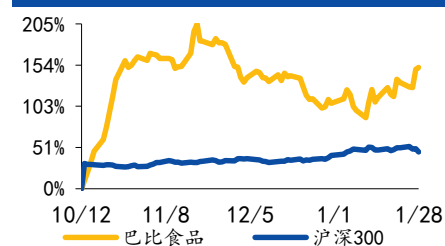
资料来源：Wind，国元证券研究所

## 买入|首次评级

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)	55.88 / 18.32
A股流通股(百万股)	62.00
A股总股本(百万股)	248.00
流通市值(百万元)	2852.00
总市值(百万元)	11408.00

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师	李典
执业证书编号	S0020516080001
电话	021-51097188-1866
邮箱	lidian@gyzq.com.cn
联系人	童杰
电话	021-68869125
邮箱	tongjie@gyzq.com.cn

## 目 录

1.中式面点领军企业，匠心打造连锁品牌 .....	5
1.1 产品：精耕细作中式面点，结构均衡业绩开花 .....	5
1.2 历史：风雨二十载终成功，创始人雄心助蓬勃 .....	6
1.3 渠道：加盟稳定团餐兴起，站稳华东面向全国 .....	9
1.4 财务：营收利润稳健增长，盈利能力仍可提升 .....	10
2.早餐市场前景广阔，渠道整合标准化连锁 .....	13
2.1 加盟早餐连锁回本快，盈利能力较高但辛苦 .....	13
2.2 万亿市场包子最受宠，团餐渠道增长最可观 .....	13
2.3 分散市场步入整合期，连锁早餐店解决痛点 .....	15
3.多维度铸造强势巴比，稳扩张提效率筑壁垒 .....	18
3.1 供给端整合力：供应链建设完善，标准化管理高效 .....	18
3.1.1 供应链优势赋能加盟商，资金充沛扩产能断追赶 .....	18
3.1.2 精细管理扶持加盟门店，销地生产压低运输费率 .....	22
3.1.3 募资突破产能瓶颈，巴比未来成长势不可挡 .....	24
3.2 渠道端扩张力：投资小且回本快，盈利稳定可持续 .....	26
3.3 产品端弹性力：产品矩阵优势大，布局锁鲜享红利 .....	27
3.4 品牌端推动力：品牌保持高势能，营销加码助沉淀 .....	29
4.未来路径：短保产品+全国化+团餐渠道三维拓展 .....	32
4.1 从上海出发，由点到面逐步织网 .....	32
4.1.1 行业空间大有可为，逐步扩张深耕华东 .....	32
4.1.2 投资收购本地品牌，开拓武汉打开华中 .....	34
4.2 从加盟开拓，团餐业务势如破竹 .....	35
4.3 从面点做起，乘势发力短保产品 .....	36
4.3.1 速冻米面行业浪潮汹涌，增长高确定格局始整合 .....	36
4.3.2 巴比切入锁鲜短保正当时，多渠道投放待持续放量 .....	37
5.盈利预测和投资建议 .....	39
6.风险提示 .....	40

## 图表目录

图 1：巴比食品产品矩阵 .....	5
图 2：2017-2019 公司营业收入构成 .....	6
图 3：2019 年巴比食品类营收结构图 .....	6
图 4：巴比食品发展历程，2019 年年底加盟店达 2915 家 .....	7
图 5：民营控股体系，创始人刘会平为公司实控人 .....	8
图 6：巴比下游渠道结构 .....	9
图 7：各销售模式营收概况（单位：万元） .....	9
图 8：巴比特许加盟渠道增长迅速（单位：家） .....	9
图 9：核心地区加盟店数量（单位：家） .....	10

图 10: 华东区域收入比重占比超过 90% (单位: 万元)	10
图 11: 华东地区盈利能力稳定, 平均毛利率超过 30%	10
图 12: 巴比食品营收稳健增长	11
图 13: 巴比食品归母净利润增速放缓	11
图 14: 巴比食品销售毛利率处于行业平均水平	11
图 15: 巴比食品销售净利率较高且逐年上升	11
图 16: 巴比食品期间费用率维持低位同时仍有下降趋势	12
图 17: 巴比食品资产周转率为行业平均水平	12
图 18: 特许加盟模式各品类毛利率 (单位: %)	12
图 19: 公司产品销售均价(单位: 元)	12
图 20: 中国早餐市场将持续扩容	14
图 21: 中国外食早餐占比预计持续上升	14
图 22: 抽样调查中早餐各品类渗透率 (%)	14
图 23: 包子的早餐品类重要性指数排名第一	14
图 24: 2020 年团餐市场规模近 1.7 万亿	15
图 25: 2017 年团餐企业经营类型	15
图 26: 2018H1 中国团餐企业服务范围统计	15
图 27: 2018 年我国团餐企业地理位置分布统计	15
图 28: 外食早餐各渠道消费频率 (单位: %)	16
图 29: 外食早餐各渠道人均消费支出 (单位: 元)	16
图 30: 我国早餐市场格局分散且偏大众化	17
图 31: 巴比的供应链平台解决了加盟商的原材料采购痛点	18
图 32: 巴比产品生产、配送及销售流程图 (24 小时以内完成)	19
图 33: 巴比与知名供应商合作保证产品质量	20
图 34: 巴比供应链产生正循环推动规模不断扩张	20
图 35: 2019 年公司原材料采购占比 (按品类分)	21
图 36: 巴比毛利率在原材料价格上涨时仍保持稳定	21
图 37: 产品售价、原材料价格变动对公司利润影响的敏感性分析	21
图 38: 投资建厂平均建设周期为 2 年, 100%达产需 6 年	22
图 39: 巴比加盟商运营管理机制	23
图 40: 巴比商学院组织框架	23
图 41: 巴比渠道 APP、SAP 系统与各项业务系统集成示意图	24
图 42: 巴比食品产能利用率维持高位	25
图 43: 消费者对早餐预定持开放态度	29
图 44: 早餐外卖渗透率提升空间大	29
图 45: 巴比馒头店面经过两次升级	30
图 46: 巴比加盟店数量近年稳健增长	30
图 47: 巴比营销活动概况	30
图 48: 西南地区部分假冒巴比店铺	30
图 49: 巴比自成立以来屡获殊荣	31
图 50: 强大的品牌力能够推动公司良性循环	31
图 51: 速冻食品对应多种下游业态	32

图 52: 2018 年各国餐饮业连锁化率 .....	32
图 53: 2018 年各国餐饮品牌 CR5 占比 .....	32
图 54: 公司加盟连锁管理体系健全 .....	33
图 55: 公司对新店的支持力度加大, 2019 年加盟商续约比例高达 99%.....	33
图 56: 巴比食品布局华东、华北、华东、华中地区 .....	35
图 57: 巴比核心拓展市场团餐空间广阔 .....	36
图 58: 2016 年百强团餐企业主营项目分布 .....	36
图 59: 消费者购买速冻食品注重的因素 .....	37
图 60: 2020 年消费者购买速冻食品的品类分布 .....	37
图 61: 速冻食品各细分品类产值及占比 (单位: 亿元) .....	37
图 62: 中美日各品类速冻食品生命周期 .....	37
图 63: 锁鲜短保产品已上线 (保质期: 30 天) .....	38
表 1: 董事长为行业领军人, 高管团队从业经验丰富 .....	8
表 2: 横向对比早餐、奶茶、卤味连锁单店模型 .....	13
表 3: 公司变更部分募集资金用途, 建设南京产能 .....	25
表 4: 巴比的产能投放节奏预测 .....	26
表 5: 江浙沪地区主要的早餐连锁企业投资明细及投资收益概况 .....	27
表 6: 巴比预包装水饺和预包装包子系列进入试销阶段 .....	28
表 7: 巴比华东区域开店空间预估测算表 .....	34
表 8: 拟收购目标公司全部股权估值与对应经营条件 .....	35

## 1.中式面点领军企业，匠心打造连锁品牌

### 1.1 产品：精耕细作中式面点，结构均衡业绩开花

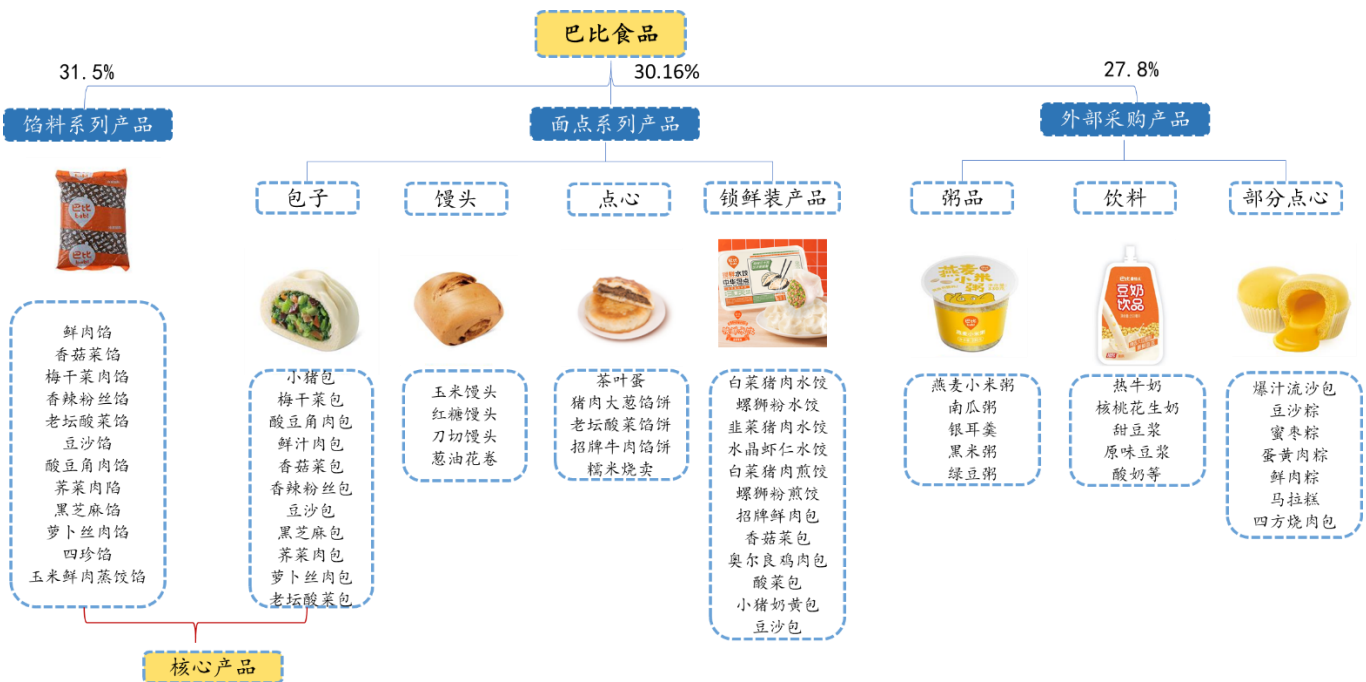
多年深耕面点行业，产品丰富多样，业绩快速增长。巴比主营中式面点食品的加工生产，经过近十年的产品结构优化后形成了面点系列产品、馅料制品和外部采购产品三项业务的完整布局：

**1) 面点系列产品：**主要包括包子、馒头及点心。其中包子为公司核心收入来源也是传统优势业务,2018年、2019年分别实现收入1.78亿、2.17亿,同比增长20.65%、21.64%，占总营收18.01%、20.39%。馒头及点心类业务2019年营收突破1亿元。公司于今年推出锁鲜装产品打入速冻食品领域，面点产品营收有望持续提升。

**2) 馅料系列产品：**2019年馅料系列产品实现收入3.30亿，占总营收31.01%。馅料属于食材半成品,可分为荤馅类和素馅类,需到店后自行加工为包子进行售卖。

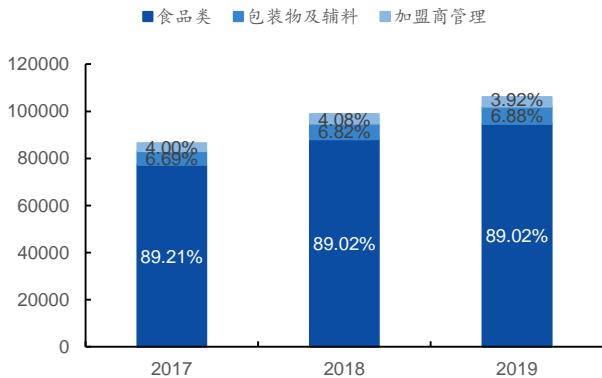
**3) 外部采购产品：**为了满足消费者对早餐多样性的需求，公司从外部直接采购部分产品进行销售，如豆浆、牛奶及部分米面制品等。2019年外购产品实现营业收入2.95亿，其中豆浆饮品营收2.22亿，占总营收20.89%。外购模式能有效丰富产品结构，增强客户粘性。

图 1：巴比食品产品矩阵



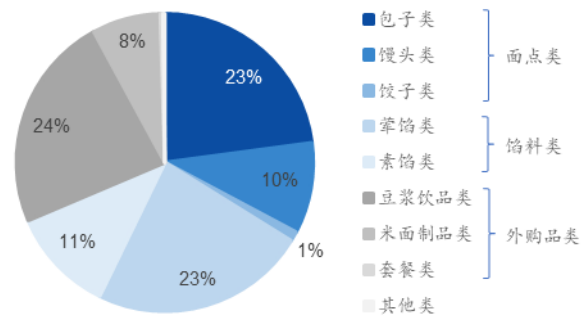
资料来源：公司招股说明书，巴比商城，国元证券研究所

图 2：2017-2019 公司营业收入构成



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 3：2019 年巴比食品类营收结构图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

## 1.2 历史：风雨二十载终成功，创始人雄心助蓬勃

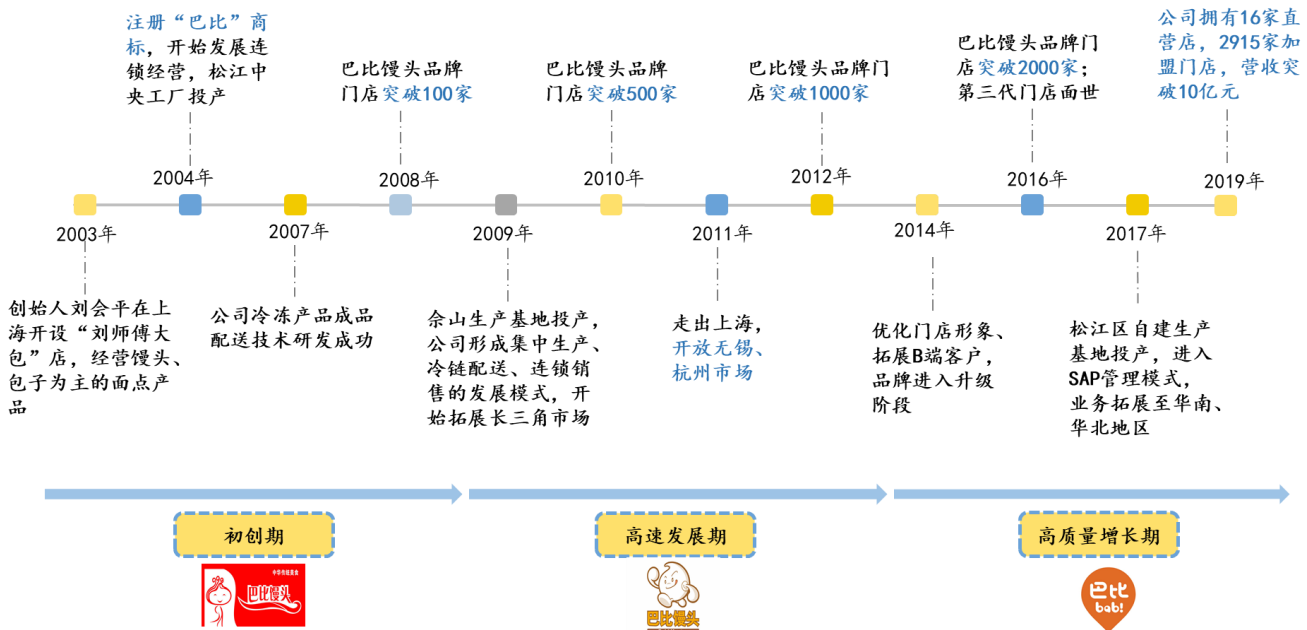
复盘历史巴比战略眼光独到，产能前瞻布局率先完成突围。站在当前时点，巴比食品的历史可以分为三个阶段：

**1) 初创成长突围期 (2003-2009 年)：**公司起源于 2003 年在上海市南京路开业的“刘师傅大包”包子店。现董事长刘会平战略眼光独到，率先看到了中国早餐市场的广阔空间，而标准化正是早餐连锁化的必要要素，并于 2004 年正式注册“巴比”商标。同年 5 月，巴比松江中央工厂正式投产，并进行第一次品牌升级并开展营养早餐连锁化经营。2008 年，巴比馒头门店数量突破 100 家。

**2) 高速发展扩张期 (2009-2014 年)：**2009 年佘山基地投产同时对门店进行第二次升级，形成了集中生产、冷链配送、连锁销售的发展模式。2011 年，巴比站稳上海之后，逐步开放杭州、无锡等长三角市场。巴比品牌知名度迅速提升，2012 年门店数量突破 1000 家。

**3) 高效增长优化期 (2014-至今)：**2014 年开始逐步拓展 B 端客户，将团餐业务纳入公司发展规划之中。2017 年松江自建生产基地投产，引入信息化 SAP 管理系统，信息化系统初步建成，公司进入高效增长优化期。截至 2019 年 12 月末，公司拥有门店 2931 家，遍布上海、北京、江苏、浙江等省市的几十余座城市，成为国民早餐连锁龙头企业。2019 年实现营收 10.64 亿，标志着公司进入规模化增长阶段。未来，公司将持续聚焦中式面点，努力成为中华包点的世界第一品牌。

图 4：巴比食品发展历程，2019 年年底加盟店达 2915 家

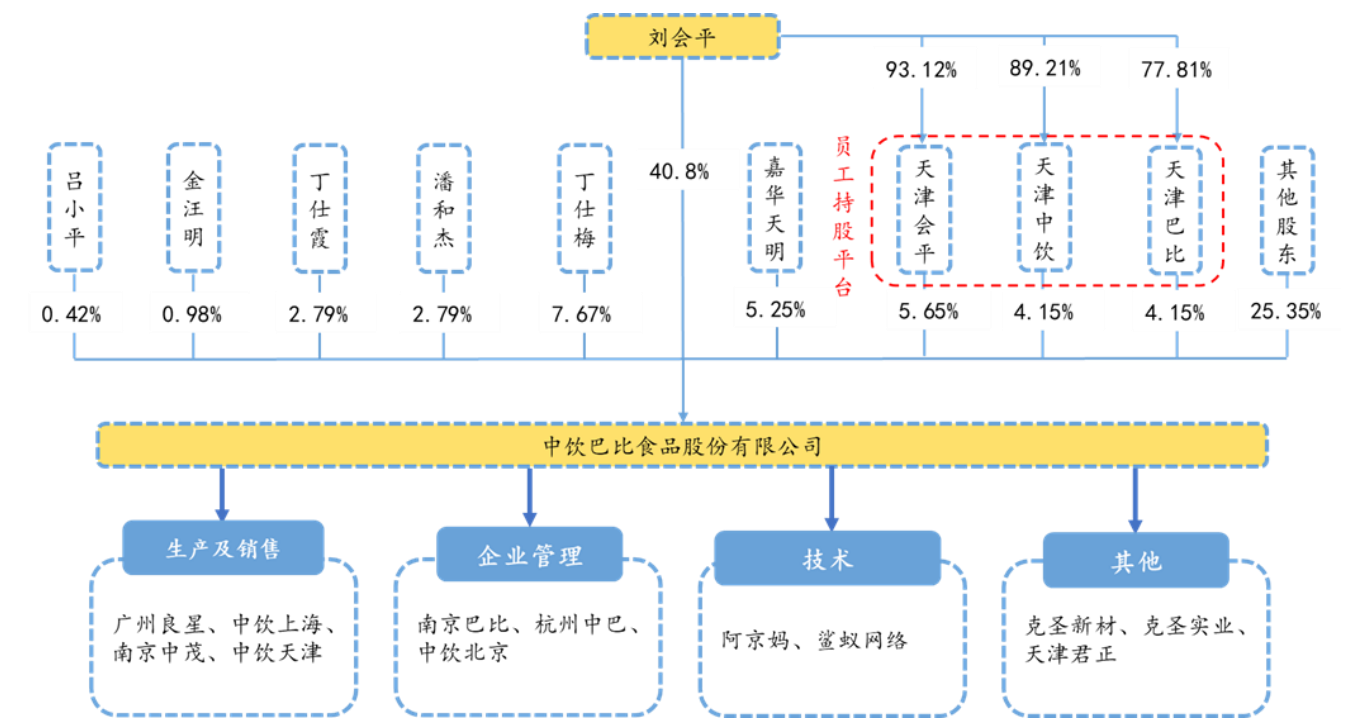


资料来源：公司官网，搜狐，国元证券研究所

**股权集中稳定易控制，员工激励充分促发展。** 公司实际控制人刘会平、丁仕梅夫妇通过直接和间接合计持有公司 60.64%的股份。民营体制提升巴比经营的灵活性并给予充足动力，三个员工持股平台覆盖公司众多中高管及核心人员，有助于提升员工参与经营管理决策的积极性。股权稳定叠加创始人管理，保证了公司经营理念的连贯性和稳定性，保障战略稳定实施，提升公司执行力。

**积极投资大消费产业实现资本增值收益。** 公司通过天津君正间接持有东鹏饮料 0.57%的股份，为公司带来额外投资收益。此外，公司近期拟作为有限合伙人认缴 5000 万元参投泰瑞加华(天津)股权投资基金合伙企业，主要从事对未上市企业的投资，对上市公司非公开发行股票的投资以及相关咨询服务。加华资本董事长、公司前任董事宋向前为此次交易关联方。公司积极参与布局大消费与现代服务产业，借助合作方的资源、投资管理经验，实现一定的资本增值收益，加大消费业务领域布局。

图 5：民营控股体系，创始人刘会平为公司实控人



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

**创始人具备实业家精神，管理层行业经验丰富。**董事长刘会平先生来自“中国面点之乡”安徽省怀宁县，他先后在贵州、广西、常州、上海等地深耕面点制作技术，凭借出色的包子品质和口味差异化的策略，在上海站稳了脚跟。细心观察市场的刘会平先生战略眼光十足，对人力成本上升、早餐店整合化的趋势思考透彻，于2007年成功研发冷冻成品配送技术，实现了高产品质量、高运输效率、高标准化的营养早餐连锁店发展模式。

表 1：董事长为行业领军人，高管团队从业经验丰富

姓名	职务	从业经历
刘会平	董事长&总经理	2010年7月，创立并任职于本公司。还担任安徽广亿置业有限公司董事，桑田智能技术(上海)有限公司董事，上海聪沃企业管理咨询有限公司监事，安徽怀宁独秀教育基金会监事。
孙爱国	董事&副总经理	2013年10月至今，任职于本公司，目前担任公司董事、副总经理，阿京妈执行董事，杭州中巴、南京巴比监事，鲨蚁网络监事，南京中茂执行董事。曾任职于安徽新长江投资有限公司、上海诚丰凯腾石油化工有限公司、北京中港印国际经贸有限公司。
钱昌华	财务总监&董事会秘书	2013年5月至今，任职于本公司，目前担任公司董事、财务总监、董事会秘书，克圣新材监事。曾任职于安徽省合肥市新型建筑材料有限公司、珠海华电股份有限公司、上海莱必泰数控机床股份有限公司。
李俊	副总经理	2017年7月至今，任职于本公司，目前担任公司副总经理。曾就职于润盈生物工程(上海)有限公司、圣邦布兰卡新材料(上海)有限公司、上海元祖梦果子股份有限公司上海生产中心厂长。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所



### 1.3 渠道：加盟稳定团餐兴起，站稳华东面向全国

加盟销售渠道营收近九成，团餐业务增长强劲前景可期。公司销售模式以特许加盟和团餐销售为主，直营为辅。1) 加盟销售渠道：2017-2019 年，加盟销售业务占营收比重分别为 90.9%、88.5%和 86.4%，呈逐年递减趋势。截至 2019 年 12 月末，加盟门店数达 2915 家。2) 团餐渠道：团餐渠道业务公司独立设置了华东团餐事业部，目前已与 300 多家团餐客户稳定合作。公司近年拓展力度加大，规模迅速扩张，2019 年占比总营收 10.7%，2017-2019 年 CAGR 达 47.6%。便捷化驱动叠加人力成本上升，中式面点团餐市场巨大，巴比供应链建设完善，具有成本优势，预计团餐业务占比将逐年递增。3) 直营渠道：公司直营门店定位旗舰店，作用为品牌宣传和加盟商培训，并作为“实验店”验证公司运营策略正确性，以提升销售收入目的为辅。

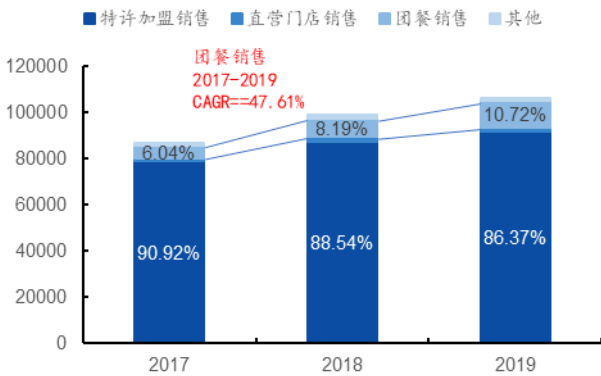
图 6：巴比下游渠道结构



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国元证券研究所

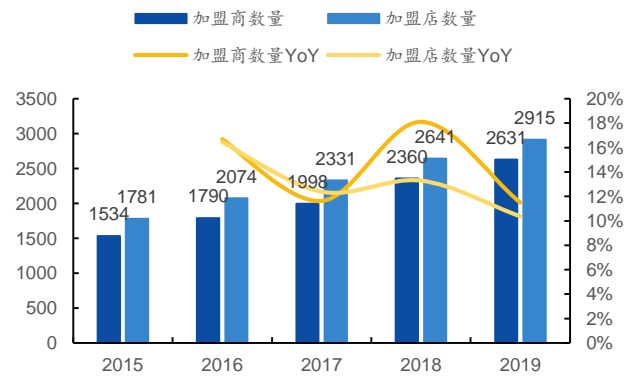
注：收入占比为 2019 年年报数据

图 7：各销售模式营收概况（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

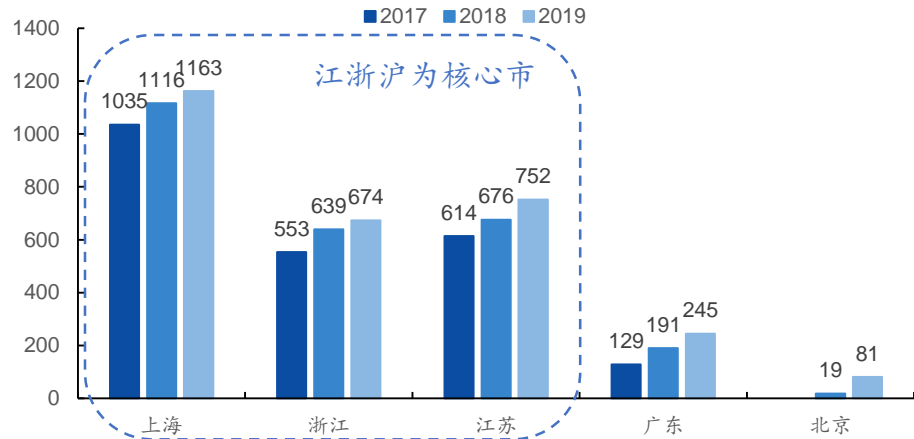
图 8：巴比特许加盟渠道增长迅速（单位：家）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

稳扎稳打华东市场，由沿海逐步走向内陆。从各区域收入占比来看，由于公司中央工厂位于上海松江，受制于冷链配送半径，公司门店主要位于江浙沪地区，导致华东各年产品销售金额占比 90% 以上。公司正全力开拓浙江、江苏市场，巩固上海市场，站稳长三角地区，然后辐射至安徽等省份。华北和华南市场扩店速度较慢，公司将以直营带动加盟的方式进行扩张。从毛利率来看，公司在华东市场的运营较为成熟，毛利率稳定在 30% 附近，华南市场毛利率稳步上升至 2019 年的 25.2%。

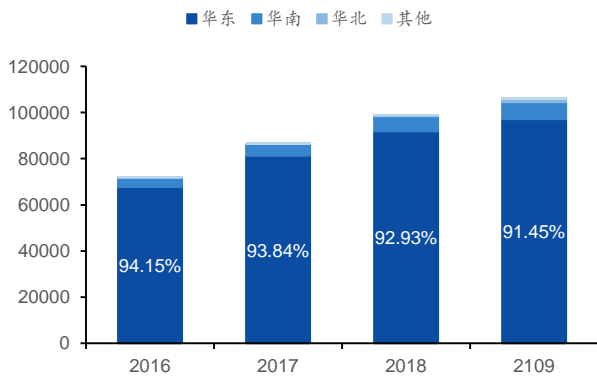
图 9：核心地区加盟店数量（单位：家）



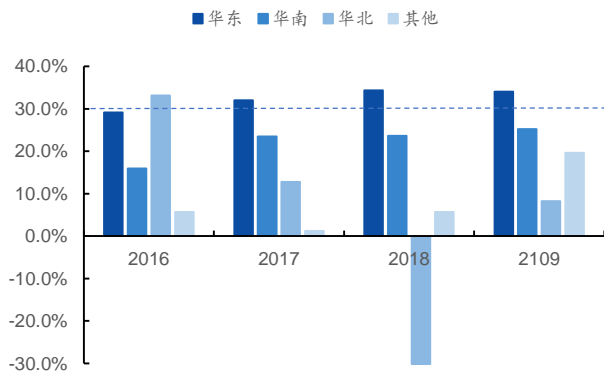
资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 10：华东区域收入比重占比超过 90%（单位：万元）

图 11：华东地区盈利能力稳定，平均毛利率超过 30%



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

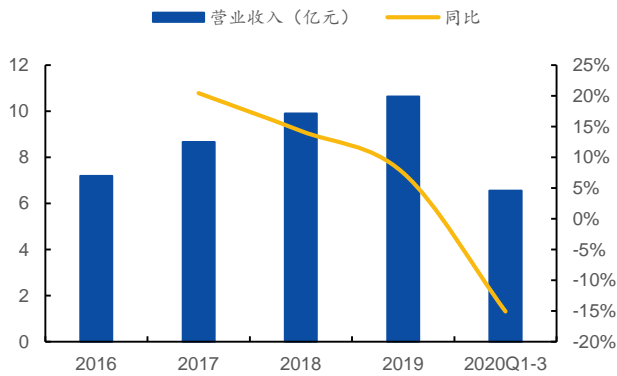
#### 1.4 财务：营收利润稳健增长，盈利能力仍可提升

巴比食品总营收及归母净利润近年保持增长，增速有所放缓。2019 年公司总营收 10.63 亿元、归母净利润 1.55 亿元，分别同比增速 7.45%、7.93%。2016-2019 年，公司总营收和归母净利润 CAGR 分别为 13.91%、60.21%。而营收、净利润增速有

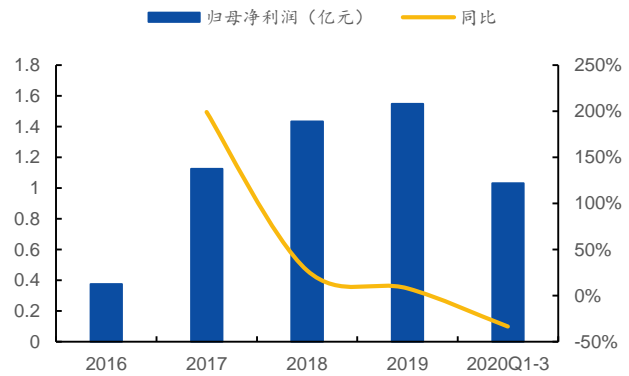
所放缓，我们认为或与公司上市前经营策略偏保守稳健有关。2020 年前三季度受疫情影响较大，营收和利润均出现下滑，但我们认为随着公司在全国范围多点门店开拓，募资项目逐渐投产，未来有望保持增长。

图 12: 巴比食品营收稳健增长

图 13: 巴比食品归母净利润增速放缓



资料来源: Wind, 国元证券研究所

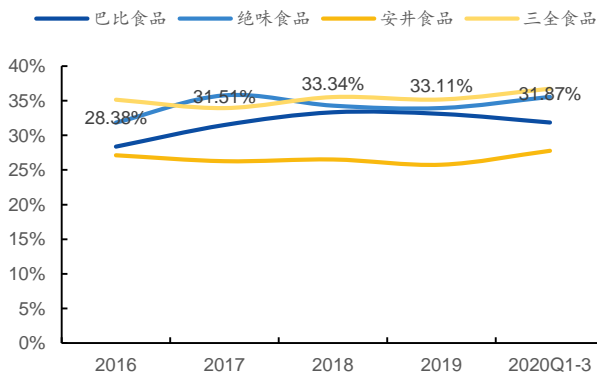


资料来源: Wind, 国元证券研究所

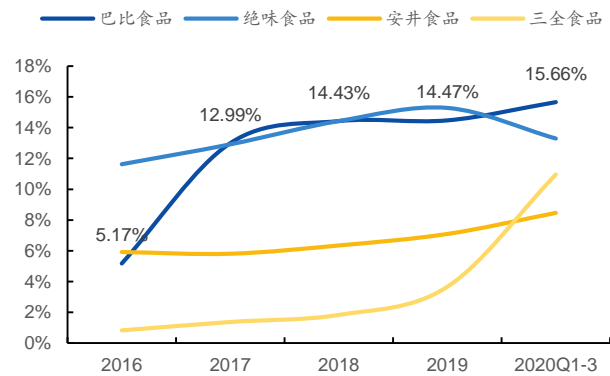
公司的盈利能力较强，销售毛利率、净利率均在行业平均以上水平。2017 年以来，公司销售毛利率均维持在 30% 以上；销售净利率不断改善，从 2016 年 5.17% 提升到 2020 年前三季度的 15.66%。这得益于公司良好的费用管控能力，2016-2019 年，公司期间费用率维持在 15% 左右，为行业最低水平并且仍有下降趋势。

图 14: 巴比食品销售毛利率处于行业平均水平

图 15: 巴比食品销售净利率较高且逐年上升

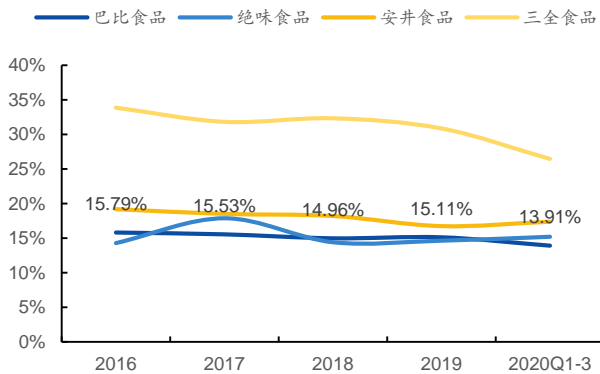


资料来源: Wind, 国元证券研究所

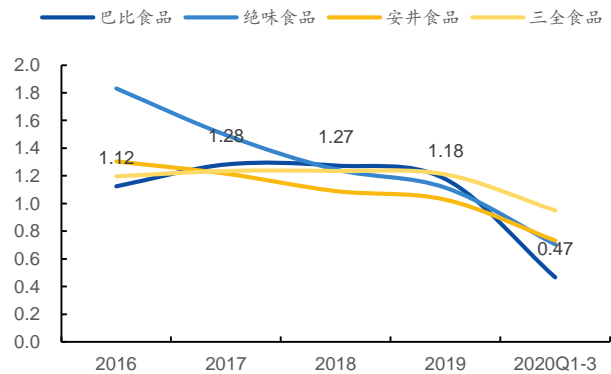


资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 16: 巴比食品期间费用率维持低位同时仍有下降趋势 图 17: 巴比食品资产周转率为行业平均水平



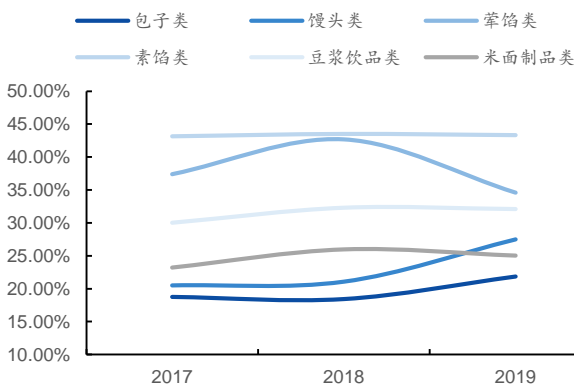
资料来源: Wind, 国元证券研究所



资料来源: Wind, 国元证券研究所

三大类产品营收分布合理, 公司整体毛利率仍具上行空间。2016 年至 2019 年公司整体毛利率从 28.38% 提升至 33.11%, 由于原材料受我国猪价周期影响, 2019 年毛利率微跌 0.33pcts。公司产品结构均衡, 不存在单一依赖产品业务, 整体毛利率能够实现平稳增长。2018 年至 2020Q3 在未调整对加盟商的供货价格背景下, 公司净利率依然能实现稳步增长, 反映出公司具有的较强的抗风险能力。

图 18: 特许加盟模式各品类毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

图 19: 公司产品销售均价(单位: 元)

项目	加盟店	直营店	团餐
包子类 (个)	0.73	1.7	0.83
面点类 馒头类 (个)	0.54	1.09	0.59
饺子类 (袋)	10.53	-	-
馅料类 荤馅类 (千克)	16.84	-	18.6
馅料类 素馅类 (千克)	12.64	-	11.38
外购品类 豆浆饮品类 (杯)	0.99	2.51	1.21
外购品类 米面制品 (个)	1.99	3.05	1.39

资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

## 2. 早餐市场前景广阔，渠道整合标准化连锁

### 2.1 加盟早餐连锁回本快，盈利能力较高但辛苦

我们将早餐连锁、奶茶连锁及卤味连锁进行横向对比，发现早餐连锁具有以下特征：

- 1) 营业时间早，工作较辛苦。**早餐店营业时间一般为 5:30，员工需要提前 1-2 小时准备当天售卖产品。通常十点左右能够完成当天近 90% 营业额，下午 4-5 点有小高峰期，6-7 点关门。此外，工作人员需要制作面点并销售，相对卤味直接售卖更为辛苦。
- 2) 客单价较低，加盟商规模小。**早餐连锁客单价较低为 6-8 元，主要靠薄利多销。并且由于很多加盟商即门店员工，精力和管理半径有限，因此多数加盟商仅开 1 家店，平均每个经销商开店 1.1 家。
- 3) 初始投资额低，回收期短。**早餐连锁加盟初始投资额为 18 万左右，毛利率约为 55%，回收周期较短。外卖早餐行业目前呈现高度分散化，巴比作为区域性龙头早餐连锁，品牌效应优势明显。

表 2：横向对比早餐、奶茶、卤味连锁单店模型

	早餐连锁 (巴比馒头)	奶茶连锁 (蜜雪冰城)	卤味连锁 (绝味鸭脖)
人员配备数量	2-4	2-4	2-3
初始投资额 (万元)	15-20	28-35	15-25
营业时间	5:30-18:00	10:00-22:00	10:00-21:00
是否需要制作	需要	需要	不需要
日平均营业额 (元)	3000	夏季 2500 冬季 1500	2500
客单价 (元)	6-9	5-8	15-25
毛利率 (%)	55%	75%	38%
投资回收期 (月)	8-12	6-12	12-18

资料来源：各公司官网，草根调研，39 加盟网，国元证券研究所

### 2.2 万亿市场包子最受宠，团餐渠道增长最可观

**早餐市场空间广阔，其中外卖早餐场景占比增加。**我国早餐市场空间巨大，消费升级、人群迭代、新渠道下沉等因素推动早餐市场持续增长。

**从市场空间来看：**根据英敏特数据，2019 年我国早餐市场规模为 1.75 万亿，预计 2024 年将达到 2.37 万亿，2019-2024 年 CAGR 为 6.2%。主要原因可分为价和量两个方面，一方面是食品价格上涨助推市场增长，另一方面是消费者逐渐转向更营养更便利的早餐选择。

**从消费场景来看：**伴随消费升级及餐饮便捷化趋势，外卖早餐占比不断提高。根据英敏特预测，外卖早餐市场将持续扩容，2024 年或将达 1.12 万亿，占比达到 47.1%，2019-2024 年市场规模 CAGR 为 7.6%。此外，“餐饮零售化”趋势表现为居家食用

早餐品类丰富多样，产品质量上乘、制作流程简单成为居家食用早餐的特点。

图 20：中国早餐市场将持续扩容

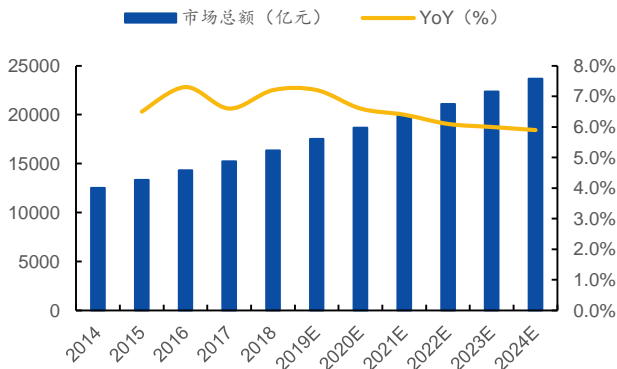
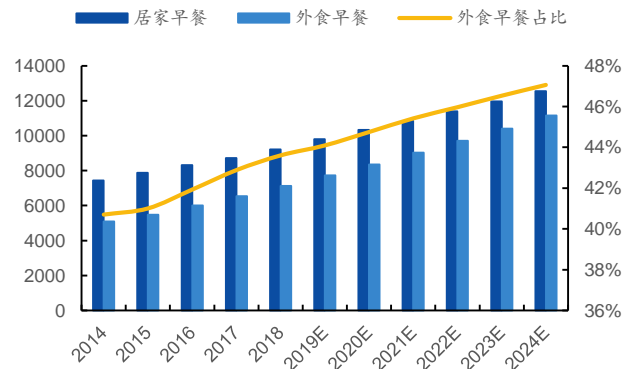


图 21：中国外食早餐占比预计持续上升

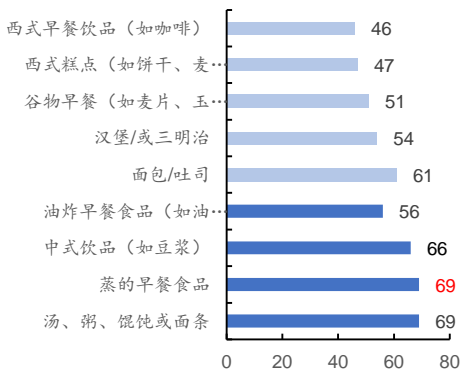


资料来源：英敏特，国元证券研究所

资料来源：英敏特，国元证券研究所

**早餐种类丰富多样，中式面点包子夺冠。**消费者对早餐营养、健康、便捷化诉求愈来愈高，对早餐品类需求丰富多样，同时也更愿意为早餐支付更高的价格。根据康宝莱统计，中老年人对中式早餐偏爱程度更高，而部分年轻人正成为西式早餐爱好者。整体来看，根据英敏特数据显示，消费者在 3 个月内早餐消费中平均吃过 5.1 种食物，中式早餐的品类渗透率普遍高于西式早餐。

图 22：抽样调查中早餐各品类渗透率 (%)



资料来源：英敏特，国元证券研究所

图 23：包子的早餐品类重要性指数排名第一

早餐品类	早餐品类 点选次数重要性	早餐品类 点选次数增长率	早餐品类 重要性指数
包子	9%	1%	458
豆浆/豆奶	8%	-8%	439
粥类	4%	4%	342
点心类	4%	7%	160
茶	4%	16%	106
面包	4%	1%	212
碳酸饮料	3%	15%	85

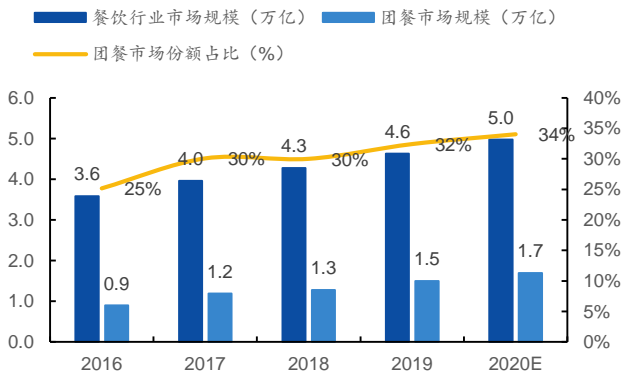
资料来源：思昂源，国元证券研究所

注：基于 2954 名过去 3 个月在主渠道购买过早餐的 20-49 岁互联网用户

注：数据截至 2018 年第二季度过去的 12 个月

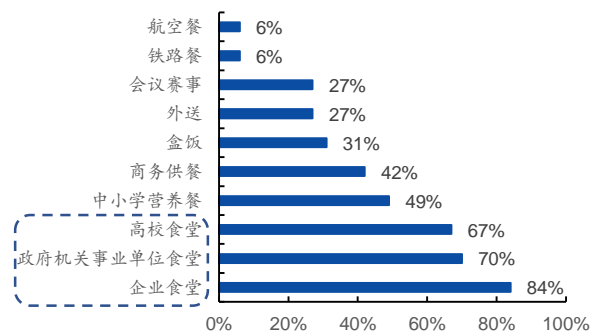
**团餐为万亿规模新蓝海，多痛点铸早餐食材供应优质赛道。**团餐是最具潜力的餐饮业态，根据中国饭店协会数据，团餐市场已连续多年增速保持在 20% 以上，属于高速增长领域，预计 2020 年团餐市场规模将达到 1.7 万亿，占整个餐饮市场的 34%。下游直面 51.4 万学校/2.7 亿在校生、1570 万家机关事业单位/1.8 亿城镇就业人员，全国团餐受众约 6.7 亿人。另外因为团餐存在采购成本高、供应链集约化低等痛点，同时兼具采购量大、品类少、安全品质控制严等特点，促使其成为中央厨房应用的**最佳赛道**。

图 24：2020 年团餐市场规模近 1.7 万亿



资料来源：中国饭店协会，国元证券研究所

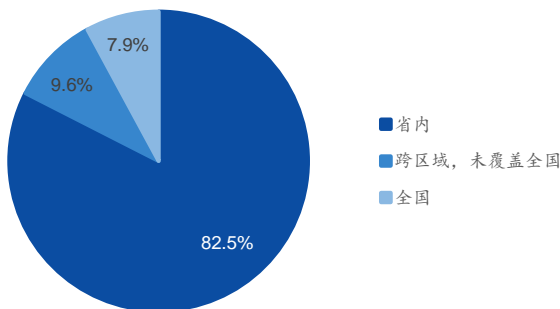
图 25：2017 年团餐企业经营类型



资料来源：中国饭店协会，国元证券研究所

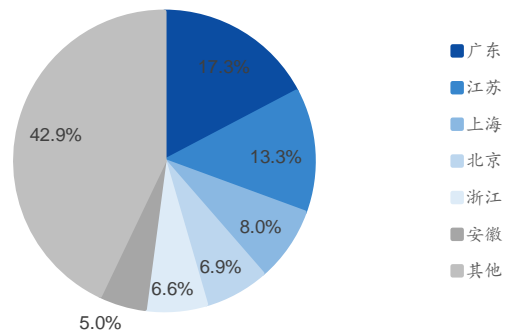
团餐企业以区域性经营为主，沿海一带团餐市场发展更繁荣。从公司服务范围来看，目前团餐企业主要精耕区域核心市场，能力圈主要在单一省份。全国化扩张需要极强的供应链能力和资金流支撑，目前全国性团餐品牌包括国内品牌千喜鹤和快客利，外资企业如爱玛客、索迪斯等。从地理位置分布来看，由于企业数量多、生活节奏快、高校数量多导致北上广、江苏、浙江、安徽是我国团餐企业聚集地，合计占到总量的 57.1%。从集中度来看，根据奥琦玮数据，2016 年百强企业营收仅占 6%，集中度低，市场处于成长初期，公司之间竞争充分，但市场远未达到饱和状态。

图 26：2018H1 中国团餐企业服务范围统计



资料来源：中国烹饪协会，艾媒咨询，国元证券研究所

图 27：2018 年我国团餐企业地理位置分布统计



资料来源：中国烹饪协会，国元证券研究所

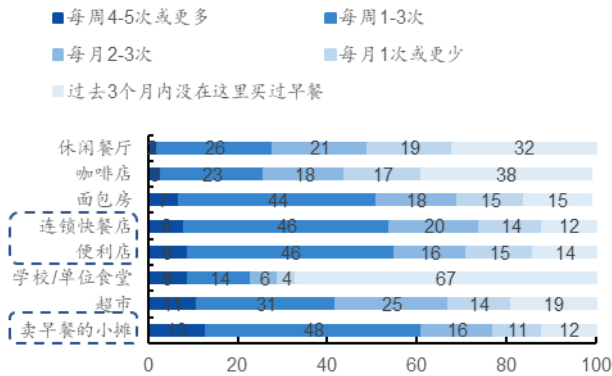
### 2.3 分散市场步入整合期，连锁早餐店解决痛点

早餐外卖渠道愈加多样化，客单价呈上升趋势。早餐渠道丰富多样，街边早餐小摊数量多品类多，因此消费者最易触及。根据英敏特数据显示，50%以上的消费者每周至少在小摊、便利店、连锁快餐店、面包房等渠道购买过早餐。客单价方面，小摊（夫妻店）、学校/单位食堂、便利店（711 等）渠道客单价主要聚集在 6-9 元价

格带，占比 30%以上，消费者对价格的敏感度较高。而面包房、咖啡店（星巴克、瑞幸等）、休闲餐厅（必胜客等）定位中高端，客单价 20 元以上占比较大。

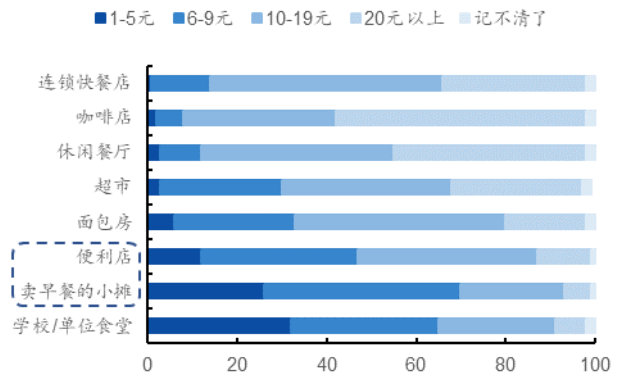
图 28：外卖早餐各渠道消费频率（单位：%）

图 29：外卖早餐各渠道人均消费支出（单位：元）



资料来源：英敏特，库润数据，国元证券研究所

注：基于 3000 名 20-49 岁的互联网用户



资料来源：英敏特，库润数据，国元证券研究所

注：基于 2954 名过去 3 个月在主渠道购买过早餐的 20-49 岁互联网用户

**市场格局已进入整合初期，成本倒逼早餐渠道标准化连锁化。**目前我国早餐市场格局分散，根据中国烹饪协会数据显示，各省市连锁早餐企业有 2000 家左右，早餐网点集中于 100 个以下，网点数超过 400 个以上的企业仅占 1%。近年来，品牌连锁企业不断涌现，新零售渠道兴起加速线上线下整合，我们认为早餐市场渠道已经进入整合初期。主要从供给端来看，倒逼早餐标准化连锁化的原因有以下三点：1) 人力成本上升，自 2005 年至 2015 年，中国的劳动力成本上升了五倍，预计我国人力成本呈只增不减趋势；2) 原材料成本占比在 50%以上，上游价格直接影响企业或店铺盈利表现，传统个体户转向品牌加盟商诉求高；3) 品类差异化小竞争激烈，缺乏品牌化效应导致在 C 端定价权上偏弱。

**供应链完善门店分布密集，快餐连锁脱颖而出。**随着生活节奏加快，涌现出巴比馒头、永和大王、和善园等品牌连锁快餐店，便捷的地理位置、高质量的产品、可靠的安全保障赢得消费者青睐。全球快餐巨头也在积极布局早餐市场，麦当劳整体产品结构中，早餐占比从 2016 年的 6%提升至 2018 年的 10%。此外，一、二线城市便利店门店分布广阔，冷链配送网络发达，罗森、711、全家等连锁便利店也纷纷争抢“早餐蛋糕”。



图 30：我国早餐市场格局分散且偏大众化



资料来源：各公司官网，搜狐网，国元证券研究所

连锁门店复制性强，渠道网络形成先发优势。我们认为企业若拥有完善的供应链体系、较为密集的门店渠道网络、丰富的产品种类，将突出重围成为行业的佼佼者。“直营+加盟”的连锁商业模式最大核心竞争力在于强大的复制能力，从而构建成为独具竞争力的渠道网络，规模扩张之后能通过外延并购扩张其版图，形成公司护城河。

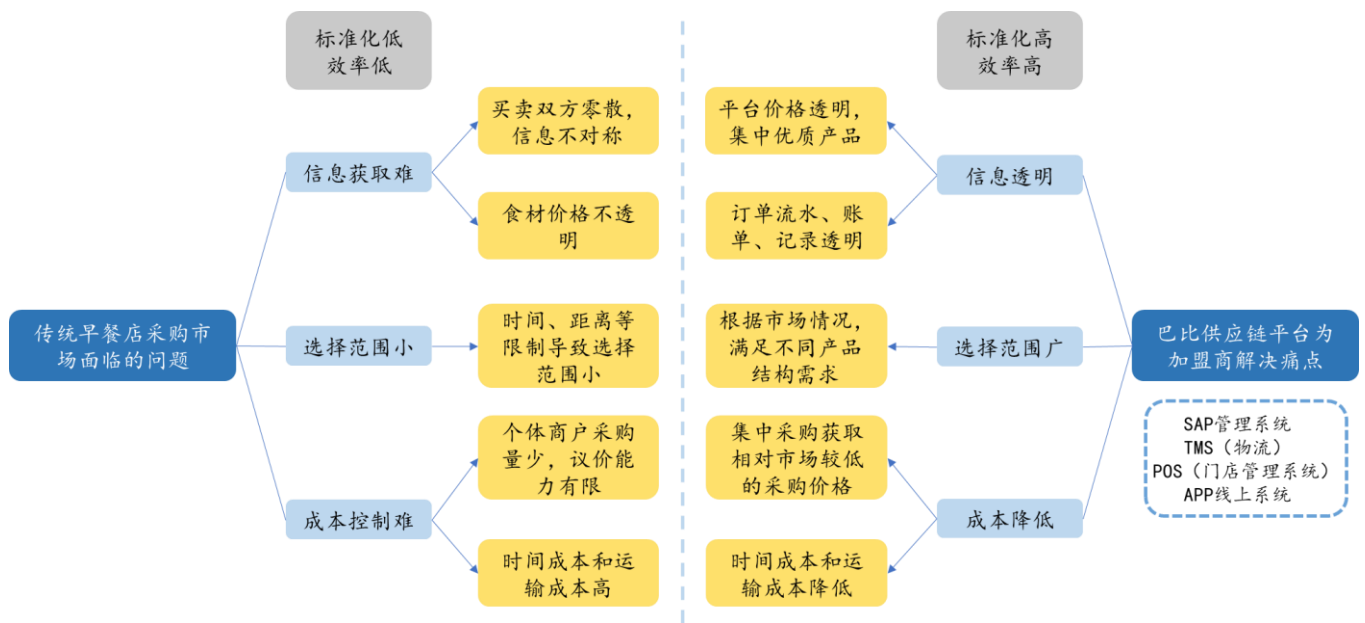
### 3. 多维度铸造强势巴比，稳扩张提效率筑壁垒

#### 3.1 供给端整合力：供应链建设完善，标准化管理高效

##### 3.1.1 供应链优势赋能加盟商，资金充沛扩产能断追赶

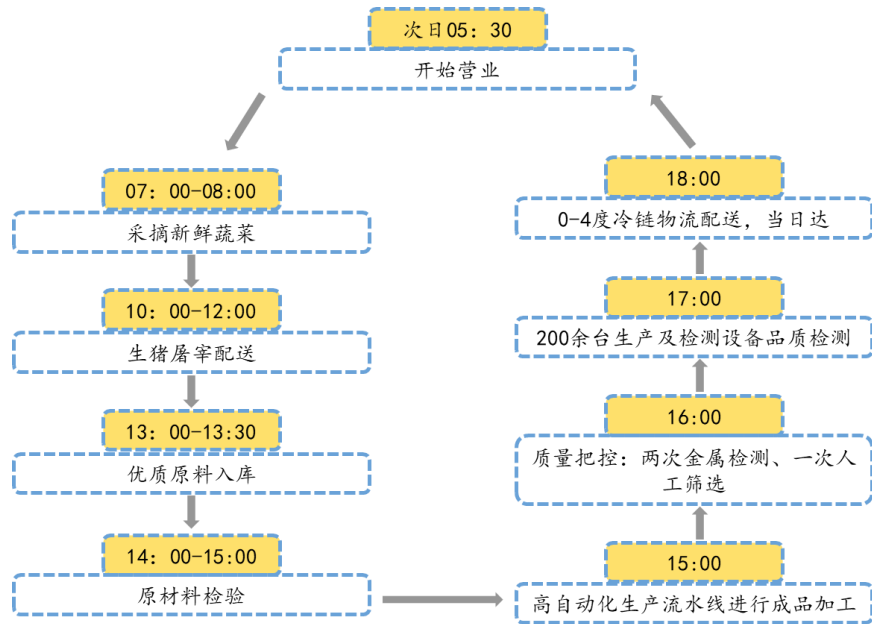
巴比供应链能解决传统早餐店多个痛点，加盟商反馈迅速实现正循环优化。早餐店的房租成本能够通过门店区位调整进行压缩，人力成本较为市场化且具有天花板因此相对容易控制，原材料占比总成本近 50% 优化空间大但操作难。巴比通过统一收集加盟商订单，实现规模采购、批量生产及配送，解决了加盟商议价能力弱、选择范围小和成本控制难的痛点。

图 31：巴比的供应链平台解决了加盟商的原材料采购痛点



资料来源：国元证券研究所

图 32：巴比产品生产、配送及销售流程图（24 小时以内完成）



资料来源：公司招股说明书，草根调研，国元证券研究所

我们认为巴比将整个供应链打通，为加盟商提供优质且高效的服务，实现成本优化直接提升盈利水平，主要体现在以下三个环节：

- 1) 中央工厂生产：**巴比原材料供应商均为国内外食品行业龙头，如益海嘉里、爱森、海天味业和安琪酵母等，统一采购能够提升议价能力降低原材料成本，并且知名食品生产商在供应链中的背书能减缓消费者对于安全性的担忧。
- 2) 物流配送：**公司与第三方物流合作，全程冷链配送。上海地区当日可达，浙江宁波等地门店通常在凌晨 2 点左右送达，运输时间不超过 10 小时。在产品运输过程中，公司根据安装在车辆上的 GPS 和温控器，全程监控冷藏车厢内的温度及行车路线，保证车厢温度控制。产品进入门店后，立即置入专用冷柜（冰箱），保证品质。其中，面粉为加盟商 APP 下单后巴比统一采购，不经过工厂直达门店。
- 3) 终端销售与反馈：**门店全天营业额多数在早上 5:30 至 10:00 产生，中午和晚上客流零散。当天 11:00 前对次日货物进行下单，因此可以根据销售情况调整产品结构 and 数量，以减少货物浪费。货物保质期为三天，公司每天配送货物时会查看产品保质期，快过保的产品公司会开报废单定期回收统一处理。加盟商反馈能够帮助公司提前制定产能规划，动态优化产能结构。

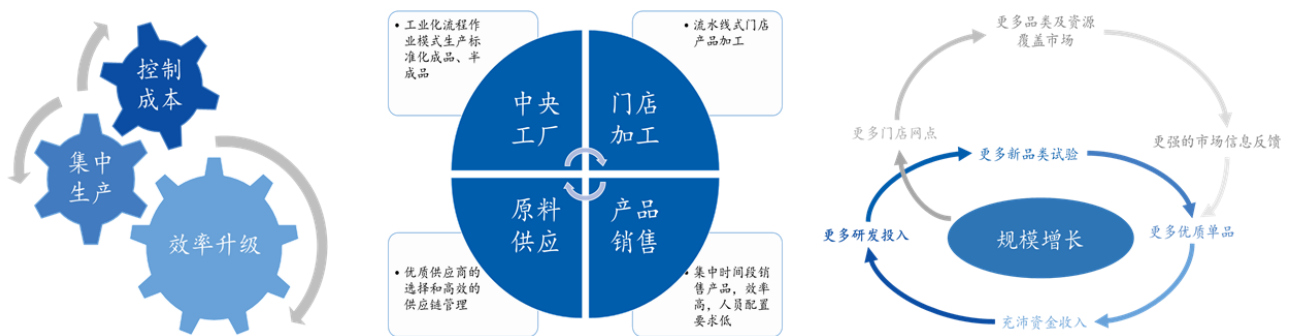
图 33：巴比与知名供应商合作保证产品质量



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

营收体量不断扩大，规模效益逐渐形成。2016-2019 公司营收增长 CAGR 为 13.9%，2019 年总营收达 10.64 亿元，归母净利润为 1.55 亿元。对比三全（59.9 亿）、安井（52.6 亿），巴比营收体量较小，上游议价能力仍有提升空间，规模上量后能持续摊薄经营成本。

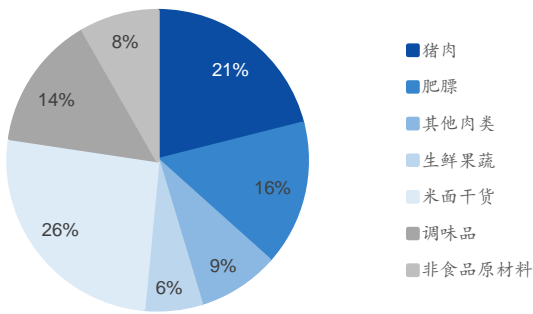
图 34：巴比供应链产生正循环推动规模不断扩张



资料来源：国元证券研究所

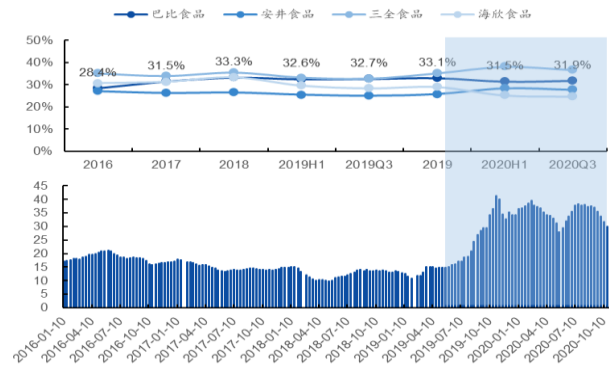
原材料价格波动较大，巴比抗风险能力较强。非洲猪瘟带来的新一轮猪周期影响导致毛利率上升有压力，我们认为公司在维持向加盟商供货价格不变的条件下，2020Q3 净利率升至 15.66%（目前最高点），表现十分亮眼。短期来看，预计 2020Q4 至 2021Q1 区间猪价持续回落，因此公司业绩短期弹性较大。长期来看，产能持续释放叠加门店扩张提速，公司规模增长将增强抗风险能力。

图 35：2019 年公司原材料采购占比（按品类分）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 36：巴比毛利率在原材料价格上涨时仍保持稳定



资料来源：Wind，国元证券研究所

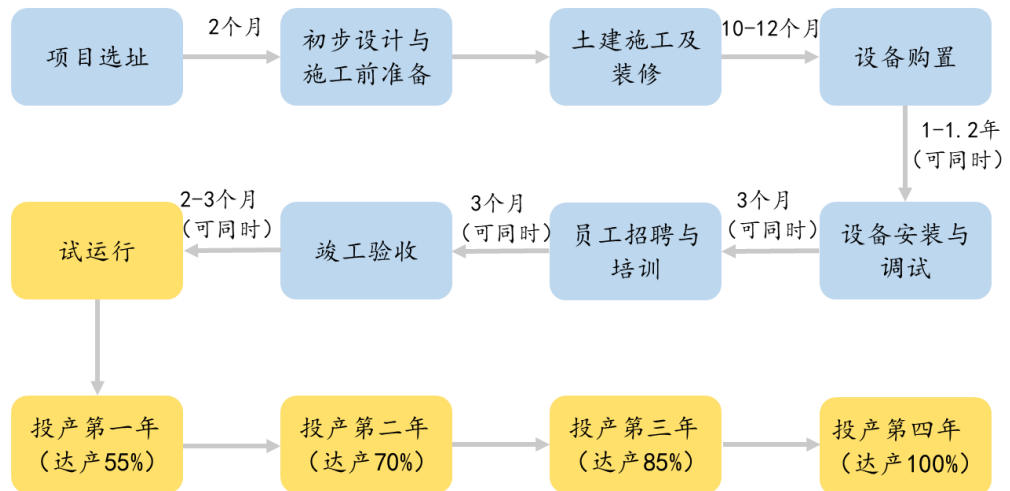
图 37：产品售价、原材料价格变动对公司利润影响的敏感性分析

产品售价变动幅度	
销售单价变动导致毛利变动	-1.00% ↓ / +1.00% ↑
销售单价变动导致利润总额变动	-3.02% ↓ / +3.02% ↑
销售单价变动导致利润总额变动	-5.61% ↓ / +5.61% ↑
主要原材料价格变动幅度	
原材料单价变动导致毛利变动	-1.00% ↓ / +1.00% ↑
原材料单价变动导致毛利变动	+1.53% ↑ / -1.53% ↓
原材料单价变动导致利润总额变动	+3.02% ↑ / -3.02% ↓

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司资金充沛利用率提速，叠加建厂时差阻断追赶。募资后产能建设加速，未来两年将陆续投产，后进者若想追赶则面临资金限制、建厂周期长、巴比的强势竞争等多重阻碍。根据巴比招股说明书并结合速冻行业经验，项目选址至试运行至少需要 2 年，100%达产额外需要 4 年，不考虑极限扩产前提下实现完全达产或超 6 年。按照包子（85g）、馒头花卷（100g）、饺子（300g）测算，巴比食品智能化厂房项目预计新增产能约 7 万吨（包子 17643 吨、馒头花卷 48350 吨、饺子 3174 吨）。该项目投入总额为 1.93 亿元，1 万吨产能约投入 2750 万元（或存在低估）。后来者若想达到 20 万吨产能，将至少投入 5.5 亿元，实现完全达产时间约为 6-10 年。

图 38：投资建厂平均建设周期为 2 年，100%达产需 6 年



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

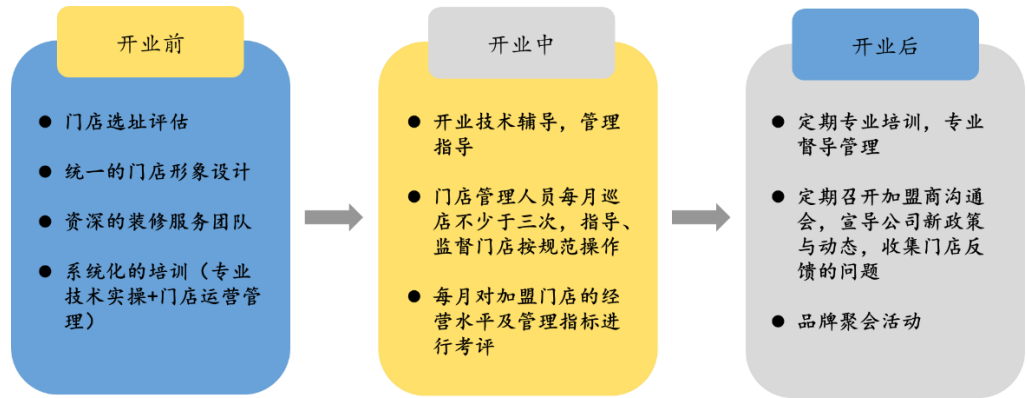
### 3.1.2 精细化管理扶持加盟门店，销地生产压低运输费率

公司经营战略稳、执行快，管理层战略清晰，以特许加盟和团餐为主，直营为辅。由于需从上到下管理每个员工，直营管理相对困难，公司专注于“面点制造+加盟扩张”，经营成本较低，这也造就了巴比稳定的盈利能力。

**对加盟商实行精细化管理，全方位给予支持。**公司从开业前即开始协助加盟商选址、设计装修和培训，高标准要求加盟商日常经营规范。主要在以下三个方面对加盟商进行全方位支持：

- 1) 管理方面**，对加盟商管控严格，设有督导机制，每个督导管理 30 家门店，巡店周期为 1-2 周，对加盟店实行指标考核制。若加盟门店售卖第三方产品、存放过期产品及隔夜产品，门店管理员当场监督摧毁，并进行罚款甚至取消加盟资格。
- 2) 激励方面**，公司将销售额纳入加盟商月度考核指标，对销售收入出色排名前列的加盟商给予季度或年度奖励，以带动加盟商经营热情。
- 3) 反馈方面**，开业之后公司定期对加盟商进行专业培训，召开加盟商沟通会，宣导公司新政策与产品动态，收集门店反馈的问题并及时解决。

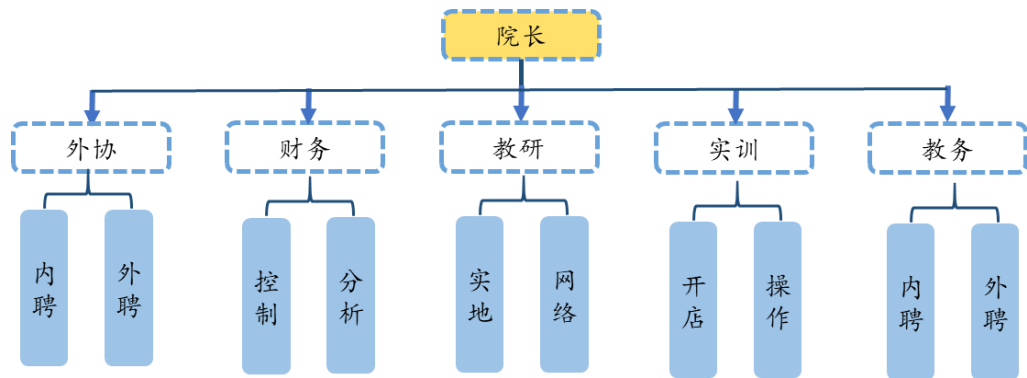
图 39：巴比加盟商运营管理机制



资料来源：草根调研，公司招股说明书，国元证券研究所

巴比商学院应运而生，全员培养打造铁军。公司于 2016 年成立巴比商学院，在新工厂即将投产使用、加盟商迅速增加、公司管理团队持续扩容增质及公司子品牌诞生的大形势下应运而生。主要针对企业经营、管理、员工、加盟商等各层级学员的培养需求，结合企业发展阶段与行业特点，向企业推荐适合的人才培养计划及学习课程，提供智能化学习平台。

图 40：巴比商学院组织框架



资料来源：公司官网，国元证券研究所

信息化系统赋能巴比，智慧运营加速推进。目前，公司拥有订货 APP 系统、SAP 系统、智能分拣系统、TMS 系统（运输管理系统）、生产可视化监控系统、OA 系统等较为完善的信息化管理系统，并通过相应的数据库和接口相连，形成相互支持、全面、高效的管理系统，实现生产环节系统化、门店订货线上化、门店监管透明化。公司整个销售流程为：

- 1) **下单**：通过 APP 在每日上午 11:00 前完成次日销售商品订货工作，在 SAP 系统创建交货单，自动下发交货单给 TMS 系统，TMS 系统随即生成配送单。
- 2) **配送**：发车配送后，仓库人员通过 TMS 系统确认配送订单，并将结果传输至 SAP 系统，在 SAP 系统完成库存扣减。
- 3) **到货**：加盟门店到货后，在 APP 中确认收货。

4) **销售数据传输**：门店的销售每旬对账一次，公司财务通过 APP 下发对账单与门店进行对账，SAP 系统中均自动生成对账单。

5) **门店监控**：目前主要为直营门店监控，单个门店配备两个摄像头，可通过 APP 实时查看监督，预计后续将在加盟店操作区装配摄像头，实现经营透明化。

**自主研发电商平台巴比商城，打造专属私域流量促进稳定经营**。本次募资预计投入 1.2 亿元加码信息化建设和电商平台建设，以保证公司较高信息化程度。通过自主研发电商平台既可以满足消费者线上点餐需求，也可以打造专属于巴比的私域流量。通过数字化手段贴近和理解消费者，有助于对消费者数据更加及时的反馈和处理，从而可以更深度为消费者提供服务，形成用户黏性。另一方面，私域流量更为可控且经营费用较为稳定，可以有效减少第三方服务平台费用波动对经营造成的影响。

图 41：巴比渠道 APP、SAP 系统与各项业务系统集成示意图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

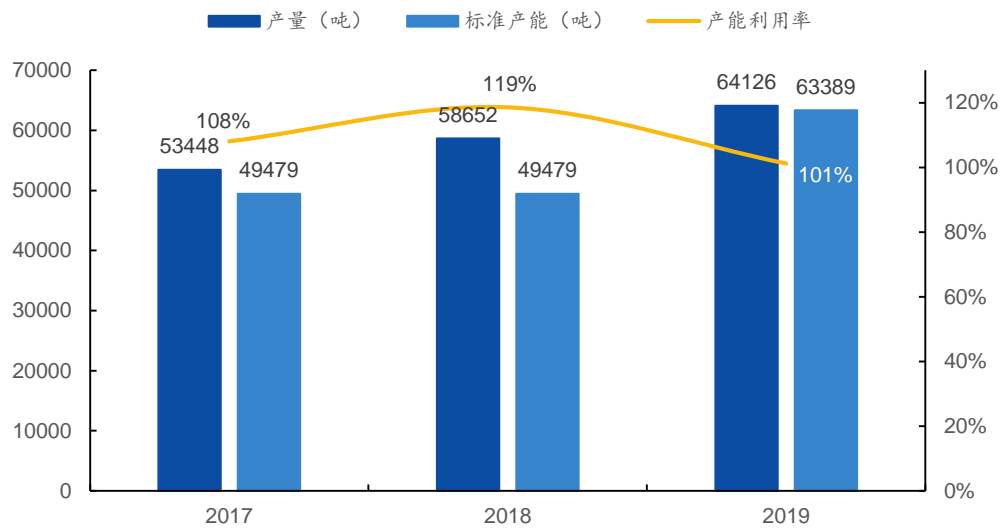
**全程冷链+当日送达构成速冻面点双难题，销地产策略有效降低经营费用**。公司门店在上海松江工厂 350km 范围内，通过与第三方合作能够有效降低经营成本，专注面点制造。每辆冷链运输车实时温控、GPS 定位，信息化管控高效，物流费用率在 5% 以内，未来有望进一步优化。目前公司还没有做到按车装载量优化，未来通过系统优化成根据车载量实现配送，费用有望再压缩 15% 左右。速冻产品储存成本较高（厂家-经销商-二批商-终端客户），与三全、安井等速冻食品企业相比，巴比储存成本具有比较优势（厂家-客户）。

### 3.1.3 募资突破产能瓶颈，巴比未来成长势不可挡

**下游需求旺盛产品供不应求，产能持续处于高负荷状态**。下游需求旺盛叠加公司高效经营，产品始终处于热销状态，近三年产能利用率均大于 100%。2019 年，上海工厂成品类和馅料类产能利用率分别达 136.05% 和 134.01%，华东地区产能的持续释放成为公司未来进一步发展的刚需。



图 42：巴比食品产能利用率维持高位



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：2019 年产能利用率下降由于公司广州良星工厂搬迁并投产

**募资扩产满足规模扩张需求，发力南京产能扩大覆盖范围。**中式面点产品即食性较强，新鲜度至关重要，决定了其品质和口感。公司通过全程冷链运输配送至各门店，受制于最佳冷链配送半径（200-400km）和产能限制，公司门店拓展加速度减弱。通过 IPO 募资以及后续变更募资用途，公司预计投入近 5 亿元扩张产能，分别投资于巴比智能化厂房项目和南京智能制造中心一期项目。其中南京智能制造中心建成投产后，或可深度覆盖江苏、安徽、浙江等市场。

表 3：公司变更部分募集资金用途，建设南京产能

项目名称 (单位:万元)	变更前		变更后		实际已投入
	总投资	募集资金使用规模	总投资	募集资金使用规模	
巴比食品智能化厂房项目	19359.00	18000.00	19359.00	18000.00	10489.50
生产线及仓储系统提升项目	16699.08	16699.08	0.00	0.00	
直营网络建设项目	19280.97	500.00	500.00	500.00	
食品研发中心和检测中心建设项目	5898.35	5868.57	0.00	0.00	
品牌推广项目	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	808.05
信息化建设项目	6201.30	4387.06	600.00	600.00	
电子商务平台建设项目	7950.08	7950.08	6550.00	6524.79	
补充流动资金项目	15000.00	15000.00	15000.00	15000.00	15000.00
南京智能制造中心一期项目	0.00	0.00	30281.00	27780.00	
合计	96388.78	74404.79	78290.20	74404.79	26297.55

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**从产能规划上看**，公司目前具有 3 处中央工厂，分别位于上海市（覆盖半径 500km）、广州市、天津市，三地合计产能 6.3 万吨，其中成品类 3.8 万吨、馅料类 2.3 万吨。

在华北区域,天津工厂已于 2019 年 12 月投入使用,产能仍在爬坡中;在华南区域,门店拓展加速后将拉动广州工厂产能利用率;上海工厂二期工程于 2020 年底开始逐步投产,南京智能制造中心一期项目预计于 2023 年开始逐步投产。2025 年公司总产能预计超 17 万吨,为 2019 年产能水平的 2.8 倍。南京智能制造中心达产后,产能或将满足 2000-3000 家门店的货物供应。各工厂产能总量落地节奏合理,结构安排因地制宜,随着产能陆续释放,公司业绩增长呈高确定性。

**表 4: 巴比的产能投放节奏预测**

设计产能 (单位:万吨)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
上海工厂	4.4	4.4	8.2	9.2	10.3	11.3	11.3
广州工厂	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
天津工厂	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
南京工厂	-	-	-	-	1.7	3.0	4.3
<b>合计</b>	<b>6.3</b>	<b>6.3</b>	<b>10.1</b>	<b>11.1</b>	<b>13.9</b>	<b>16.3</b>	<b>17.6</b>

资料来源:公司公告,国元证券研究所

注:1)上海工厂智能化厂房项目预估产能投放节奏为:第一年 55%、第二年 70%、第三年 85%、第四年 100%

2)南京智能制造中心一期项目预估产能投放节奏为:第一年 40%、第二年 70%、第三年 100%

### 3.2 渠道端扩张力;投资小且回本快,盈利稳定可持续

**初始投资约 18 万,净利率为 25%左右,且能解决传统早餐店多个痛点。**根据巴比招股说明书,2019 年,加盟店年均营业额为 31.49 万元,毛利率在为 55%左右,除开人工、房租及水电煤费用,净利率在 25%左右。巴比的加盟店营收稳定,2019 年 77%的门店营收在 20 万以上,开店一个月销售额即可稳定,回本周期约为 8-12 个月,是草根创业投资的优良选择。加盟巴比具有诸多优势:

**1) 供应链支持:**巴比对原材料进行集中采购,相对个体早餐店铺更具议价能力。自 2019 年 6 月猪肉价格周期开始至 2020 年 10 月,加盟商获得的供货价格没有提升,反映出巴比对加盟商的扶持力度极大,保证了加盟商的盈利稳定。巴比完善的供应链给予支持,使得加盟商成本可控、货物易管理、操作流程更规范。

**2) 品牌力赋能:**品牌是消费者购买食品的重要影响因素,经过多年的发展,巴比品牌在全国许多区域的消费者心目中得到了高度认可,加盟门店能够分享巴比的品牌红利,客流量上升,直接提升盈利能力。

**3) 工作量减少:**传统早餐店生意较为辛苦,需要当天两点起床制作售卖产品。加盟商可以当天早上 11 店前通过 APP 进行货物订购,当日即可送达门店。标准化模式(成品)和预制化(半成品加工)模式均降低了店员辛劳程度。

**横向对比毛利率差距较小,巴比倚靠先发优势成为早餐连锁店龙头。**长三角地区早餐连锁餐饮品牌较多,巴比、和善园、青露、早阳和甘其食知名度较大,且其中部分企业创始人出身于巴比。巴比 SKU 数达 250+,遥遥领先竞争对手,加盟商产品结构组合多样。公司进入行业近二十年,提前布局中央工厂,在门店选点上占据先发优势,成为行业风向标。我们认为公司营收规模已突破十亿,募资扩产并加速门店拓展,规模优势逐渐凸显,公司后续或将外延并购以更快地扩张经营版图。

**表 5：江浙沪地区主要的早餐连锁企业投资明细及投资收益概况**

企业名称	巴比食品	甘其食	青露	和善园	肚子里有料	上海早阳
所属区域	江浙沪	浙江	江苏、安徽	江苏	福建、浙江	上海
门店数	2931	179	400+	752	500+	2000+*
是否堂食	否	否	否	否	否	否
面积	15-20 m <sup>2</sup>	12-20 m <sup>2</sup>	16-20 m <sup>2</sup>	20 m <sup>2</sup> 左右	20 m <sup>2</sup> 以上	16-25 m <sup>2</sup>
加盟费	1.28 万 (3 年)	3-5 万 (3 或 5 年)	1.98 万 (3 年)	2.48 万 (3 年)	5 万 (3 年)	3 万 (3 年)
保证金	3 万	1 万	2.5 万	2.5 万	3 万	3 万
装修	约 6 万	1-3 万	5 万	2.5 万	5.5 万	3-4.5 万
设备	5-8 万	1-1.5 万	3 万	4.5 万	3 万	2 万
培训费	0.25 万	-	-	-	-	0.1 万
其他	0.5 万	-	0.4 万	0.3 万	1.5 万	0.15 万
门店评估费	300-500 元/次	-	-	-	-	-
基本管理费	0.6 万/年	0.6 万/年	-	-	-	-
远程管理费	0-66 元/次	-	-	-	-	-
总投资额	约 18 万	7-12 万	约 13 万	约 13 万	18 万	10-12 万
单店模型日营业额	3000 元	1500 元左右	3000 元	2500 元	2500 元	1300 元
人均消费	6-8 元	10-15 元	5-8 元	-	10 元	-
年均销售额	105 万	54-43 万	105 万*	90 万	90 万*	48 万
毛利率	55%	50%*	45%	50%	50%	62%*
净利率	25%±5%	-	21%	21%	-	23%*
产品 SKU 数	250+	15	18	58	20+	50+

资料来源：各公司官网，亿欧，搜狐，创业网，公司招股说明书，窄门餐眼，国元证券研究所

注：1) 甘其食门店数据截至 2019 年 6 月

2) 带“\*”符号数据可能存在高估，公司官网未披露数据，数据来源于第三方

3) 各企业具有多种规格店面（按日营业额划分），仅选择最典型的规格店面

4) 由于市场差异，因此巴比加盟店净利率在相应区间浮动

5) 蓝色底色数据为具有相对优势的项目

**加盟商能够产生带动效应，良性正循环实现双赢。**我们认为巴比加盟商盈利稳定，能够挖掘出潜在加盟商，实现“加盟商盈利-加盟商扩张-公司规模扩张-公司盈利增加”的正向循环。根据草根调研，部分加盟商开设 3-5 家门店，年净利润超百万，获利颇丰，对巴比的忠诚度和信任度也会因此提高。

### 3.3 产品端弹性力：产品矩阵优势大，布局锁鲜享红利

**味道好安全有保证最为核心，产品类别多样利于因地制宜。**根据英敏特数据，消费者在选择早餐品牌时，产品味道口感和安全的重要性并驾齐驱。中国各省份早餐口味偏好各异，包子、馒头等传统中式面点被接受度更高，并且公司根据市场调整供应物料口味满足多省份消费者口味，如南京较咸，上海较甜，台州偏好汤水。此外，加盟商因地制宜灵活调整产品销售结构，提升门店营业额，实现盈利最大化。

**攻破冷冻面团核心技术，巴比规模和研发领先加速产品飞轮。**2009年，巴比攻克冷冻面团技术，实现成品冷冻馒头与现制现蒸产品几乎无差别，中央工厂进入标准化模式。保证优质口味的同时降低成本，并实现最高的配送效率。我们认为巴比依托规模和研发领先，在大单品打造上更具优势：

- 1) 产品创新正循环：**巴比募集资金六千万在上海松江厂区内设立研发中心和检测中心，有利于扩充产品矩阵，打造更多核心单品（现有香菇菜包、梅干菜包、鲜汁肉包、小猪包等），实现可持续发展。
- 2) 产能领先正循环：**当体量领先对手数倍规模时，更多产品和营销资源覆盖市场，演化成企业触手赋予企业更多市场信息反馈。企业更易因地制宜研发适销对路的产品，完成尽调后能够快速建厂实现产能领先，快人一步迅速占领区域市场。
- 3) 从结果上看：**1) 独创小猪包，市场主流核心品类巴比基本全覆盖。2) 产品储备上，巴比 SKU 超 250 可以随时为市场提供定制化的产品，加盟商选择多样化以应对不同季节和消费习惯的变化所带来的市场需求，以提升门店盈利能力。

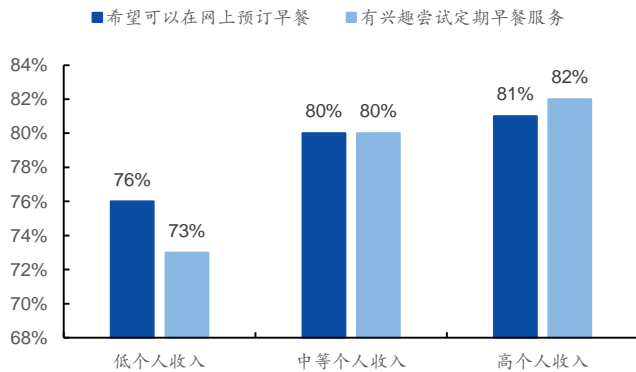
**巴比短保锁鲜产品推出稍落后，线上线下齐发力快速追赶。**突破产能限制束缚后，短保锁鲜产品已于今年 10 月上线巴比商城，庞大的线下门店网络将消费者引流至电商平台，逐步打通到店到家服务，营销+渠道打造爆款。巴比在生产规模上落后于三全、安井、湾仔等龙头企业，通过专攻占据整个速冻市场规模 26% 的速冻面点以及 18% 的水饺赛道实现错位竞争，有利于加速追赶或实现弯道超车。

**表 6：巴比预包装水饺和预包装包子系列进入试销阶段**

项目名称	进展情况	拟达到的目标
卤肉包子系列	完成产品设计	成功批量生产并上市
馅中馅系列	完成产品设计	成功批量生产并上市
辣肉包系列	完成产品设计	成功批量生产并上市
预包装水饺系列	正在试销	成功批量生产并上市
预包装包子系列	正在试销	成功批量生产并上市
新款馅饼系列	完成产品设计	成功批量生产并上市
水饺面皮改良技术	完成工艺设计	成功批量生产并上市
馅饼预定型技术研发	正在进行工艺开发	防止馅饼变形破碎，提升口感
新型改良肉包	正在进行工艺和产品开发	增加汤汁和耐蒸性

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 43：消费者对早餐预定持开放态度

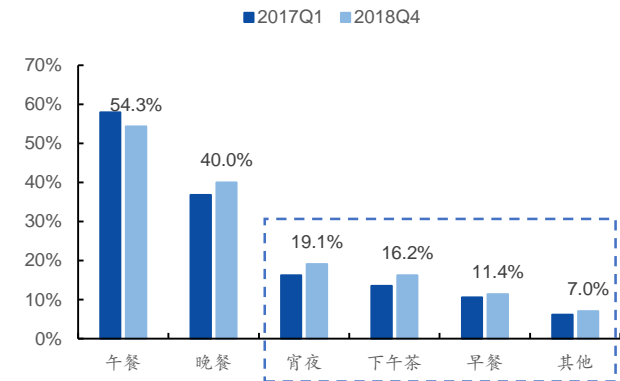


资料来源：英敏特，库润数据，国元证券研究所

注：1) 基于：3,000 名 20-49 岁的互联网用户，低个人收入 N=590，中等个人收入 N=901，高个人收入 N=939。

2) 定期早餐服务即商家搭配好早餐并定期配送上门

图 44：早餐外卖渗透率提升空间大



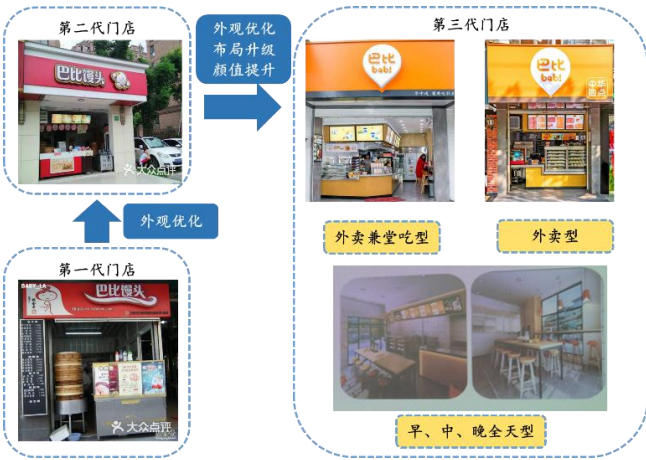
资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

### 3.4 品牌端推动力：品牌保持高势能，营销加码助沉淀

门店升级升颜值扩布局增毛利率，品牌力十足保持高势能。公司创立至今共有三代门店，第三代在以下三个方面有所改进提升：**1) 外观**：门头更名巴比（品类拓宽），不仅仅局限于包子馒头而是全部中式面点，并且外观有档次更能吸引消费者眼球；**2) 设备**：第三代门店可以使用新设备（蒸箱、保温柜等）取代蒸笼，其中保温柜可存放约 200 只包子，容量大能陈列多种产品易于消费者挑选。设备更新后，节约人工和培训成本，一个店员工配备数由原来的 3-4 人降至最少仅需要两名员工，门店净利率明显提升；**3) 布局**：店内布局细分为三种，即外卖堂吃型、外卖型和早中晚全天型，可根据加盟店铺大小进行合理选择。根据草根调研反应，二代门店升级为三代门店通常会带来 25%-30% 的销售额增长。

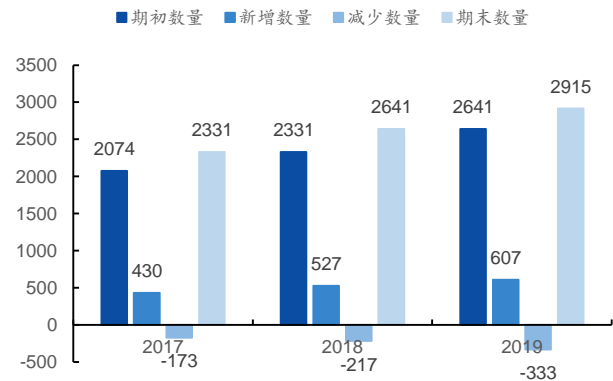
上海地区老店“焕新”进程过半，近三年加盟店续约比例超 98%。目前上海地区 50% 门店已更换为第三代，2-3 年完成全面换代。新加盟门店均采用第三代门店，统一门店形象利于消费者对公司的认知建设。近三年公司门店数量增长稳健，2019 年公司门店新增数量为 607，公司给予补贴、货物供应链支持、让利空间足三重因素，后续扩张潜力十足。门店减少数量方面，根据草根调研，关店原因主要有 4 个：**1) 新小区出现后**，部分加盟商会选择搬店，更换区位继续运营；**2) 2017 年华东区域消防整改**，导致沿街小店统一性的关闭；**3) 由于小餐饮备案机制落实覆盖度不够广**，导致小的餐饮店关闭数较多；**4) 由于经营亏损关闭的门店占比只在 6-7%**。从加盟店到期续约情况来看，2017-2019 年续约门店数分别为 468 家、648 家、721 家，续约率均在 98% 以上，加盟商忠诚度高。

图 45: 巴比馒头店面经过两次升级



资料来源: 大众点评, 草根调研, 国元证券研究所

图 46: 巴比加盟店数量近年稳健增长



资料来源: 公司招股说明书, 国元证券研究所

持续加大营销投入, 提升品牌对潜在加盟商和团餐客户的拉力。公司打造巴比魔法面点乐园, 设置透明工厂参观、中式面点 DIY、开展亲子主题的体验式营销活动, 推广健康营养知识教育。巴比魔法面点乐园被评为松江区科普教育基地, 每年接待上千名参观者。2014-2016 年成龙父子代言巴比馒头, 打响“中式营养早餐第一品牌”。公司募集资金六千万投入品牌营销项目, 通过媒体宣传推广、企业宣传视频、形象广告等多元化营销手段, 全方位提升公司品牌的社会影响力。

巴比品牌影响力深入内陆, 打假+保护区制度维护加盟商利益。根据草根调研发现, 在四川、贵州等长三角以外的地区常有盗版巴比馒头门店在经营, 侧面反映出巴比在早餐连锁行业具有一定知名度。公司针对这一现象设立了打假组, 全力打击“盗版巴比”以保障加盟商的利益。其次, 公司设有门店保护区制度, 即一家巴比门店的周围 (0.5-2km, 根据市场饱和程度进行调整) 不能有第二家巴比门店。公司运营人员会根据具体的市场情况提前对点位进行规划和预估做出规划分布图, 如城区、城镇结合体、城市边缘区域、工业区等地区。加盟商来洽谈之后, 公司会根据具体的市场再次评估, 公司会最大限度地新开店。此外, 公司明确对新开新模式门店、老店升级新模式门店、本店保护区内再开店的门店等给予开店支持。

图 47: 巴比营销活动概况



资料来源: 公司官网, 公开资料整理, 国元证券研究所

图 48: 西南地区部分假冒巴比店铺



资料来源: 美团, 国元证券研究所

行业属性使门店复制能力成为关键因素，巴比在规模和门店数上的领先优势加速品牌飞轮。门店复制能力强能够提升品牌影响度，推动销售额增长，直接反应在财务增长上，能够促进正循环。我们认为巴比依托规模和门店数领先，在品牌扩张上更具优势：

1) **硬实力**：门店扩张直接打通线下渠道，消费者接触度高，根据草根调研，截至2020Q3，巴比门店数已经突破3000家。

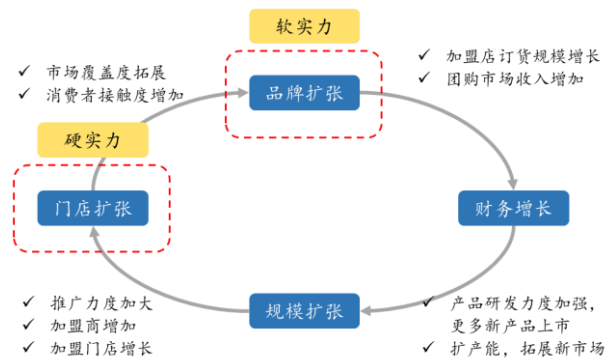
2) **软实力**：早餐连锁品牌繁多行业集中度低，消费者常对行业排名前三的龙头印象最深刻，加大营销投入更能直接占据消费者视线。巴比后续营销投入将逐步增强品牌美誉度和扩大受众面。

图 49：巴比自成立以来屡获殊荣

时间	荣誉
2019/4/1	荣获“2018年中国餐饮企业百强”称号
2018/5/1	荣获“2017年中国餐饮业十大快餐品牌”
2016/10/1	荣获“中国餐饮30年卓越企业奖”
2016/10/1	荣获“2016年中国餐饮业十大快餐品牌”
2016/9/1	荣获“2015年中国餐饮百强企业”
2014/12/1	荣获上海市名牌推荐委员会“上海名牌”
2011/2/1	荣获2010年度“松江区先进企业”
2006/12/1	“巴比”品牌获“优质畅销品牌”
2003/12/1	“巴比馒头”被评为“上海最受欢迎面食小吃”

资料来源：公司官网，公开资料整理，国元证券研究所

图 50：强大的品牌力能够推动公司良性循环

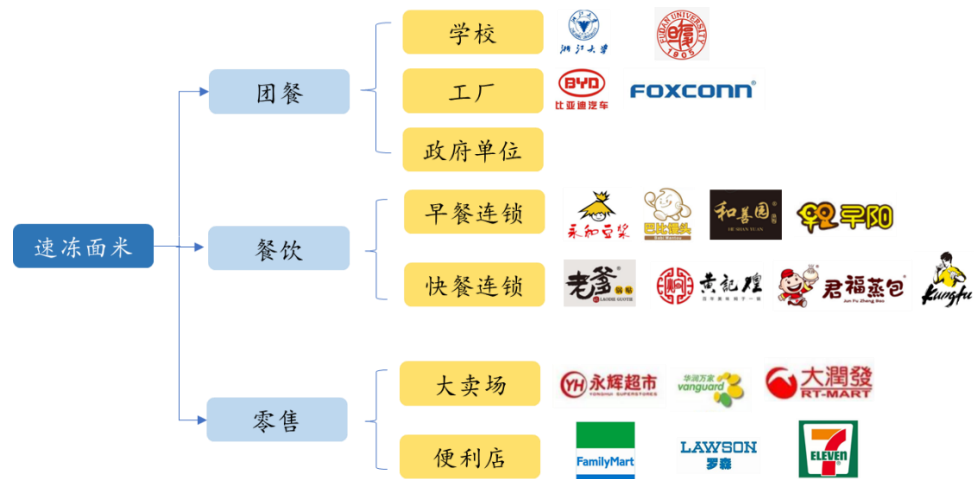


资料来源：国元证券研究所

## 4.未来路径：短保产品+全国化+团餐渠道三维拓展

下游餐饮各业态多维度扩张，团餐、连锁样样红。速冻面点产品（包子、馒头、饺子等）应用在各个餐饮业态，主要集中在连锁中餐馆、早餐连锁店，消费者外出就餐频次、人均消费单价增加有利于速冻食品整个行业的发展。

图 51：速冻食品对应多种下游业态



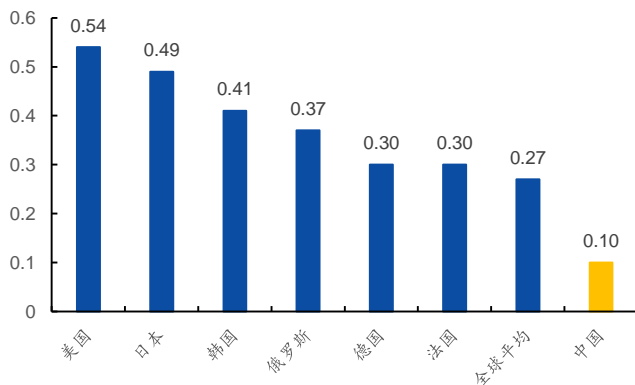
资料来源：中国饭店协会，中国餐饮大数据中心，Frost & Sullivan，国元证券研究所

### 4.1 从上海出发，由点到面逐步织网

#### 4.1.1 行业空间大有可为，逐步扩张深耕华东

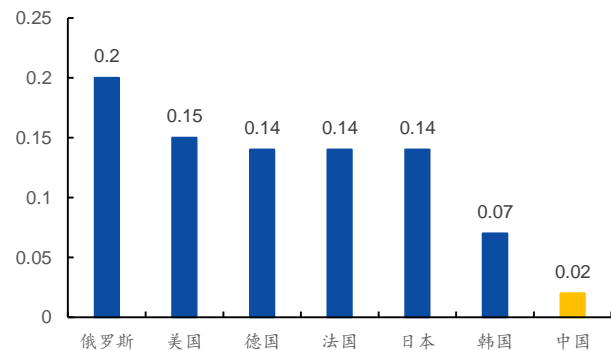
我国餐饮业连锁化率仅为 10%，行业格局整合空间大。根据中国饭店协会数据，各连锁餐饮品牌平均直营门店数和平均加盟门店数呈逐年递增趋势，2018 年分别各增加 9.2 家、8.9 家。连锁化趋势确定性高。从行业集中度来看，我国 CR5 占有率仅为 2%，细分行业龙头有望持续扩张规模，抢占市场份额。

图 52：2018 年各国餐饮业连锁化率



资料来源：中国饭店协会，瑞现咨询，国元证券研究所

图 53：2018 年各国餐饮品牌 CR5 占比

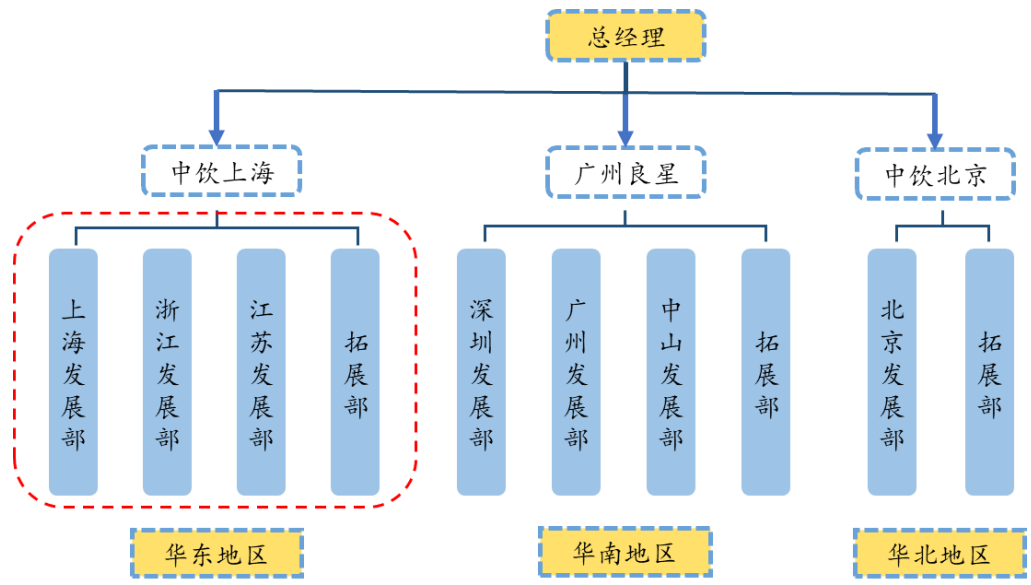


资料来源：中国饭店协会，瑞现咨询，国元证券研究所



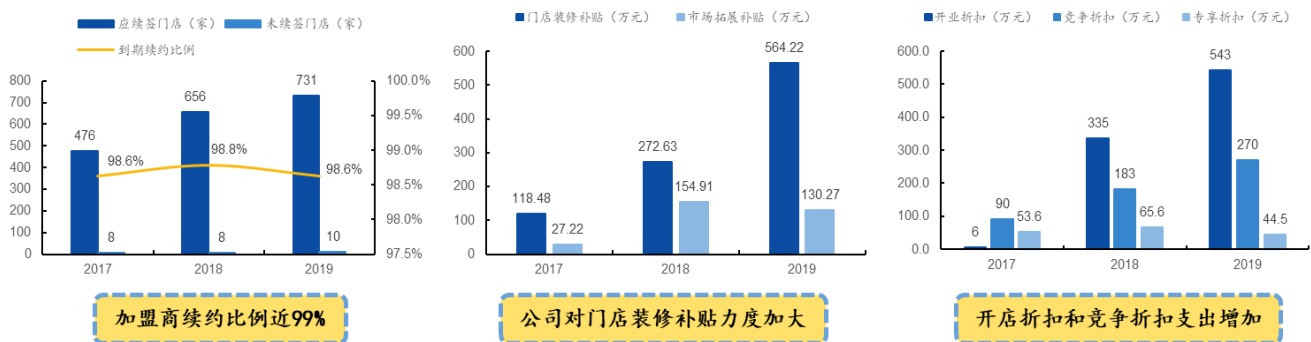
发展更上一层楼进入第三阶段，营销驱动高速发展。公司第一阶段为质量驱动，第二阶段商业模式驱动，品牌化经营实现快速发展，并计划进入速冻产品赛道。第三阶段即营销驱动，线上线下齐发力，借助互联网撬开消费者认知。针对门店拓展事项，公司设立了健全的加盟连锁管理体系，公司加盟连锁由总经理、中饮上海、广州良星、中饮北京及地区发展部构成组成，地区发展部下管理科、营建科，全面下沉进入江苏、浙江、安徽、广东、北京等高潜力市场。

图 54：公司加盟连锁管理体系健全



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 55：公司对新店的支持力度加大，2019 年加盟商续约比例高达 99%



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

巴比门店拓展计划清晰，聚点成面逐步扩张。目前公司已经迈出第一步，并且扩张进度符合预期，公司扶持叠加加盟商之间的带动效应，逐步站稳长三角地区向外延伸，我们认为公司长期的开店逻辑清晰，具备长期投资价值。

空间上来看，我们以上海作为基准，假设乐观情况下上海能够达到 0.85 个/万人，中性情况下为 0.75 个/万人，悲观为 0.65 个/万人，华东市场另外三个核心省份开店

空间如下：

**1) 江苏市场**，公司采取先从南京周边地区进行扩张，然后逐步发力核心的南京市场。我们假设南京市场成熟度为上海的 75%，江苏其他地区成熟度为南京的 50%，通过估算，江苏地区乐观、中性、悲观开店空间为 2844 家、2509 家、2174 家。江苏地区早餐连锁竞争相对激烈，但公司或采取并购方式实现快速扩张，开店速度和空间或快于预期。

**2) 浙江市场**，我们假设杭州市场成熟度为上海的 75%，其他地区成熟度为杭州的 50%，通过估算，浙江地区乐观、中性、悲观开店空间为 2195 家、1937 家、1678 家。

**3) 安徽市场**，公司预计在南京智能制造中心一期工厂建成后将会开拓安徽市场。我们假设合肥市场成熟度为上海的 50%，其他地区成熟度为合肥的 40%，通过估算，安徽地区乐观、中性、悲观开店空间为 1291 家、1139 家、987 家。

**表 7：巴比华东区域开店空间预估测算表**

常驻人口	现有门店	现有万人 拥有门店 (个/万)	乐观情况		中性情况		悲观情况		
			(个/万人)	开店空间 (个)	(个/万人)	开店空间 (个)	(个/万人)	开店空间 (个)	
上海	2428	1163	0.48	0.85	2064	0.75	1821	0.65	1578
江苏	8070	752	0.09		2844		2509		2174
南京	851			0.64	543	0.56	479	0.49	415
其他	7219			0.32	2301	0.28	2030	0.24	1760
浙江	5850	674	0.12		2195		1937		1678
杭州	1036			0.64	660	0.56	583	0.49	505
其他	4814			0.32	1534	0.28	1354	0.24	1173
安徽	6365				1291		1139		987
合肥	819			0.43	348	0.38	307	0.33	266
其他	5546			0.17	943	0.15	832	0.13	721
<b>合计</b>					<b>8393</b>		<b>7406</b>		<b>6418</b>

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**时间上来看**，我们通过万人人均拥有门店计算认为上海、江苏、浙江和安徽乐观情况下开店空间能大于 8000 家，我们以公司计划 2023 年华东地区开店数突破 4000 家的增速（CAGR 为 10.1%）来看，达到 1 万家店预计需要 10 年。但我们认为公司产能扩张速度超预期，伴随着营销宣传投入加大，叠加加盟商盈利稳定增长，开店数突破 8000 家所需时长少于 10 年。

#### 4.1.2 投资收购本地品牌，开拓武汉打开华中

2021 年 1 月 21 日，公司公告显示公司与武汉当地早餐连锁门店“好礼客”和“早宜点”的运营团队签订投资合作协议。约定交易对方成立目标公司，将“好礼客”和“早宜点”品牌相关的全部资产及业务重组注入目标公司，目标公司正式运营满 12 个月后，若目标公司符合系列先决条件，公司将按相应股权估值收购目标公司 70% 的股权。

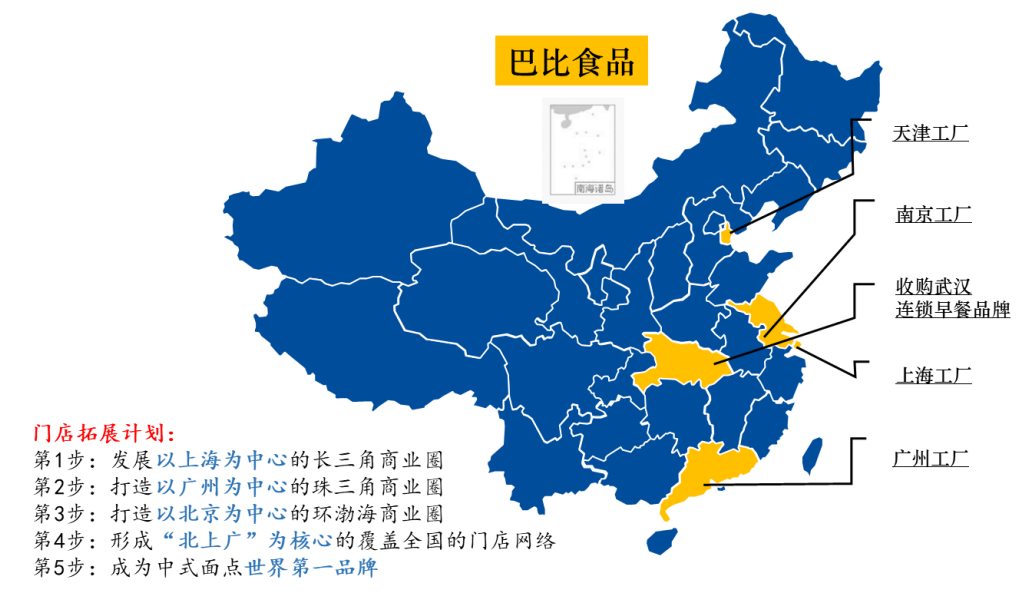
表 8：拟收购目标公司全部股权估值与对应经营条件

目标公司全部 股权估值 (万元)	总加盟门店 数量 (家)	最近 12 个月的估值 销售额合计 (万元)	巴比加盟门店 数量 (家)	最近 12 个月的估值 销售额合计 (万元)	累计扣非净利润 (元)	主营产品 平均毛利率
4000	≥730	≥8300	≥180	≥2000	≥0	≥18%
3500	≥680	≥7500	≥150	≥1500	≥0	≥16%
3000	≥550	≥6500	≥100	-	≥0	≥16%
估值销售额* 估值系数 0.4	≥400	≥3800	≥50	-	≥0	≥16%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

“好礼客”和“早宜点”均以早餐包点加盟并供应原材料为主营业务，与公司主营业务一致。根据大众点评数据显示，“好礼客”和“早宜点”分别现有门店 278 家和 13 家，其中目前正常营业的分别有 260 家和 9 家。“好礼客”在洪山区和武昌区分布较为密集，而“早宜点”门店较少且分布较为分散。根据公司最低收购条件，预计在 2022 年 6 月目标公司总加盟门店数不少于 400 家，其中巴比加盟门店不少于 50 家。公司公告显示，公司目前现金充裕，此次交易并不会对公司现金流造成重大影响。公司借助此举打入华中地区核心城市武汉，从而为公司覆盖市场范围和产能释放发掘出潜在新增量，是全国化开店的重要一步。

图 56：巴比食品布局华东、华北、华东、华中地区



资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 4.2 从加盟开拓，团餐业务势如破竹

速冻食品渠道迎来结构性变革，团餐增量市场值得期待。根据前文行业部分分析，速冻食品下游渠道正迎来快速的结构变革，其中团餐市场特点为需求稳定，价格低且波动小。根据辰智餐饮大数据统计，全国约有 6.7 亿团餐受众，学生就将近 2.6 亿人次，市场规模巨大。据教育部公布数据显示，截至 2017 年 5 月我国高

校共计 2914 所(含普通高校和成人高校), 全国高校内食堂(餐厅)总数超过 10000 个, 年营业额超过 500 亿元。此外, 写字楼在一定程度上代表着一个地区的经济发展程度和活跃程度, 潜在就餐人员基数大团餐渗透空间足。我国写字楼主要分布在东南沿海地区, 浙江、江苏、北京、上海、广东、安徽六省合计占全国写字楼数的 51%。

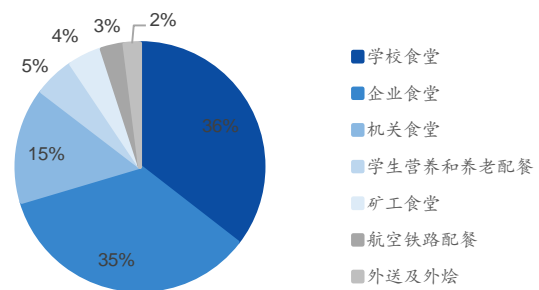
巴比面点产品丰富成本低具有相对优势, 未来业务占比有望达 30-40%。公司近年拓展力度加大, 规模迅速扩张, 2019 年营收占比为 10.7%, 2017-2019 年 CAGR 达 47.6%。巴比等具备较全供应链的企业具有成本优势, 中式面点团餐市场巨大。根据草根调研, 未来团餐业务占比有望提升至 30-40%, 连锁餐饮/超市便利/单位食堂等客户为节约后厨/人工/时间, 巴比产品成本低且品类丰富具有比较优势。

图 57: 巴比核心拓展市场团餐空间广阔

省份	写字楼数占比 (%)	高校数占比 (%)
上海	7%	3%
江苏	9%	6%
浙江	9%	4%
安徽	3%	4%
广东	17%	6%
北京	7%	4%
其他省份	49%	73%

资料来源: 辰智餐饮大数据, 国元证券研究所

图 58: 2016 年百强团餐企业主营项目分布



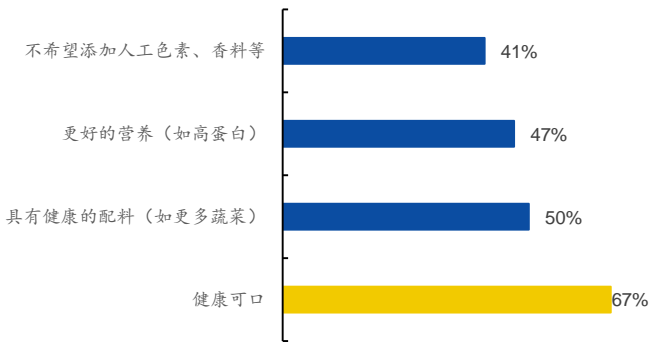
资料来源: 辰智餐饮大数据, 国元证券研究所

### 4.3 从面点做起, 乘势发力短保产品

#### 4.3.1 速冻米面行业浪潮汹涌, 增长高确定格局始整合

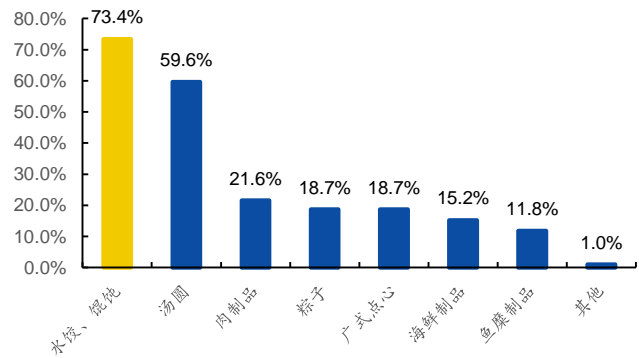
消费者购买速冻食品时健康为首要考虑因素, 水饺、馄饨最受消费者喜爱。根据美国冷冻协会 2019 年的调查数据, 有 66% 的消费者会考虑购买健康可口的速冻食品, 50% 的人会寻找更健康的配料(蔬菜、水果等), 速冻食品的健康化趋势也愈加凸显。从购买的品类来看, 水饺、馄饨一类在人们日常认知中可以充当主食的, 烹煮简单方便的食品被购买得最多。2020 年中国消费者购买的速冻食品种类中, 有 73.4% 为水饺、馄饨; 汤圆类甜品也常被购买, 在所有种类中占比 59.6%。

图 59：消费者购买速冻食品注重的因素



资料来源：美国冷冻食品协会，国元证券研究所

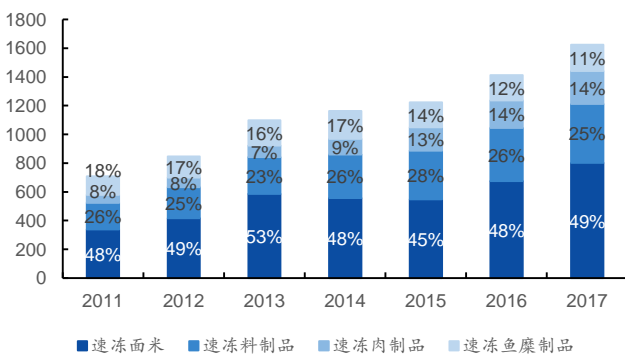
图 60：2020 年消费者购买速冻食品的品类分布



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

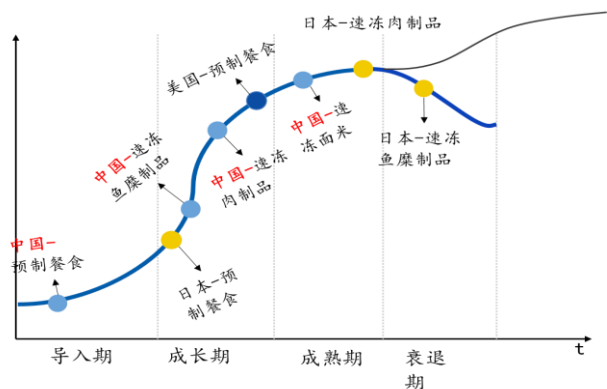
我国速冻食品有望维持高个位数增速，巴比所处赛道处于成长期。我国速冻食品行业产值从 2011 年的 707.8 亿元增长至 2017 年的 1623.7 亿元，CAGR 为 18.6%。从人均消费量、GDP、行业增速和社会结构来看，我国目前速冻行业大致处于美国 1960s 初、日本 1985 年左右水平，即已迈过速冻行业高速发展期，正处于平稳增长阶段。对比该时期两国行业增速水平，预计我国未来 8 年内仍将维持年均 7-10% 的中高增速水平。从品类生命周期角度看，传统速冻面米已趋于成熟，2C 端 CR3 已达 31%，2B 端行业整合在即，集中度有望提升。火锅料制品和速冻面点仍处于成长期，而速冻菜肴新兴不久，正处于高速成长的前夜。综合来看，巴比目前产品主要以速冻面点（包子、馒头、水饺）为主，所在赛道生命周期正处于成长期，能够分享行业成长红利。

图 61：速冻食品各细分品类产值及占比（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，智研咨询，国元证券研究所

图 62：中美日各品类速冻食品生命周期



资料来源：国元证券研究所

### 4.3.2 巴比切入锁鲜短保正当时，多渠道投放待持续放量

目前，巴比商城已上线部分锁鲜短保产品，正在试销的有包子、水饺和煎饺，保质期均为 30 天，消费场景为消费者在家自行蒸煮食用。此外公司还考虑到消费者口

味偏好，公司实行组合制产品包装，一盒锁鲜短保包子产品中包含两种口味。

线下，董事长刘会平先生亲自到杭州、宁波等地培训加盟商，首先通过客流量多的线下门店打开销路，公司锁鲜短保产品未来可期。线上，公司能够锁鲜短保产品发展到家业务，消费者能够通过巴比商城进行预定，通过饿了么、叮咚买菜等第三方配送平台送货到家，锁鲜短保产品有望成为到家业务突破口。

图 63：锁鲜短保产品已上线（保质期：30 天）



资料来源：巴比商城小程序，国元证券研究所

短保产品持续放量达一定规模后，拉动客单价提升，实则或将提升加盟商盈利水平。根据招股说明书，上海某一加盟店销售额近 50% 为包子，是门店盈利支柱。我们认为锁鲜产品在门店进行售卖，将会把部分消费者的消费场景迁移至家中，到店消费客流量会有小幅下降。但是由于消费者一次性至少购买一盒（6 个包子或 12 只饺子），单次消费金额得到提升。

短保锁鲜产品或成为公司 EPS 提升的新驱动。通常对于速冻产品来说，仓储和运输成本均较高，巴比的短保锁鲜产品通过巴比商城、多个外卖和买菜平台售卖的模式，将数千门店和买菜平台作为前置仓，通过外卖配送解决最后一公里抵达消费者，有效降低仓储成本，提高产品利润率。

## 5. 盈利预测和投资建议

### 核心假设：

**1) 门店扩张：**在加盟门店方面，由于公司处于加速扩张阶段，拓店策略也在积极转变，考虑到投资收购项目可能与 2022 年 6 月并表，因此我们假设 2020-2022 年新增 250/500/800 家加盟门店。在直营门店方面，将原投资 1.9 亿元 3 年开设 182 家直营店铺的募资计划现修改为投资 500 万元，估算其可开店数约为 5 家左右，因此我们假设 2020-2022 年新增 1/1/2 家直营门店。

**2) 团餐销售：**团餐业务空间广阔，且公司加大业务开发力度，我们假设 2020-2022 年收入增速分别为 20/40/40%，营收达到 1.36/1.91/2.68 亿元

**3) 费用率：****销售费用方面**，公司未来加速开拓华北、华中、华南等地区的同时，维持对于新加盟门店给予补贴等政策，我们假设公司销售费用率在 2020-2022 年维持在 9% 水平。**管理费用方面**，随着规模进一步扩大，规模效应逐渐显现，我们假设管理费用率稳中有降，2020-2022 年分别为 7.4/7.3/7.2%。

表 9：巴比食品收入拆分假设表

单位：万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>特许加盟销售</b>					
收入	87572.49	91802.8	80368.76	108501.65	124173.28
yoy	0.11	0.05	-0.12	0.35	0.14
收入占比	88.54%	86.37%	82.88%	82.85%	80.43%
期末门店数量(家)	2641	2915	3165	3665	4465
yoy	13.30%	10.37%	8.58%	15.80%	21.83%
<b>直营门店销售</b>					
收入	1716	1677	1428	1822	1904
yoy	12.99%	-2.27%	-14.84%	27.59%	4.48%
收入占比	1.74%	1.58%	1.47%	1.39%	1.23%
期末门店数量	15	16	17	18	20
yoy	0.00%	6.67%	6.25%	5.88%	11.11%
<b>团餐销售</b>					
收入	8102	11395	13674	19144	26801
yoy	54.90%	40.65%	20.00%	40.00%	40.00%
收入占比	0.08	0.11	0.14	0.15	0.17
<b>其他</b>					
收入	1515	1410	1500	1500	1500
yoy	36.39%	-6.96%	6.41%	0.00%	0.00%
收入占比	1.53%	1.33%	1.55%	1.15%	0.97%
<b>总收入</b>					
收入	99021.09	106397.32	96971.18	130967.71	154378.53
yoy	14.26%	7.45%	-8.86%	35.06%	17.88%

资料来源：Wind，国元证券研究所

### 盈利预测与相对估值:

公司作为中国包点连锁行业龙头，加盟门店数领先同行，地区可复制性较强；中国早餐行业空间大，集中度较低，公司上市后进行资源整合，有望加速拓店，提升市占率。我们预测 2020-2022 年巴比食品 EPS 为 0.60/0.79/0.99 元，对应现价 PE 分别为 76.22/58.10/46.62X，考虑公司策略发生积极转变，中长期成长高确定性，首次覆盖并给予“买入”评级。

**表 10: 可比上市公司盈利预测及估值表**

代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
				20E	21E	22E	20E	21E	22E
603517.SH	绝味食品	563	92.44	1.29	1.69	2.09	71.45	54.57	44.24
002216.SZ	三全食品	235	29.46	0.90	0.92	1.06	32.77	31.92	27.74
603345.SH	安井食品	572	241.54	2.54	3.38	4.33	95.09	71.46	55.78
<b>605338.SH</b>	<b>巴比食品</b>	<b>114</b>	<b>46.00</b>	<b>0.60</b>	<b>0.79</b>	<b>0.99</b>	<b>76.22</b>	<b>58.10</b>	<b>46.62</b>

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 绝味食品、三全食品估值引用 Wind 一致盈利预测; 收盘价为 2021 年 1 月 28 日

## 6. 风险提示

疫情反复导致营业收入不及预期、拓店速度不及预期、食品安全问题、原材料价格大幅波动影响盈利水平



**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	543.95	625.48	1338.58	1391.54	1484.07
现金	457.93	487.18	1234.19	1241.95	1318.37
应收账款	41.83	45.60	41.11	55.66	65.74
其他应收款	2.17	2.59	2.48	3.14	3.80
预付账款	7.57	3.37	6.40	4.33	4.99
存货	31.66	80.04	51.40	83.46	88.17
其他流动资产	2.79	6.69	3.00	3.00	3.00
<b>非流动资产</b>	299.45	341.84	518.91	693.00	862.50
长期投资	0.30	0.01	0.00	0.00	0.00
固定资产	217.62	208.13	238.67	293.45	364.19
无形资产	39.47	37.30	50.46	48.38	46.32
其他非流动资产	42.06	96.40	229.77	351.17	451.99
<b>资产总计</b>	843.40	967.32	1857.49	2084.54	2346.57
<b>流动负债</b>	224.39	226.26	217.27	246.37	264.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	86.14	93.01	83.64	113.11	130.38
其他流动负债	138.26	133.24	133.63	133.26	133.91
<b>非流动负债</b>	25.60	25.50	25.77	27.38	26.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	25.60	25.50	25.77	27.38	26.79
<b>负债合计</b>	250.00	251.75	243.04	273.75	291.09
少数股东权益	0.65	0.63	0.63	0.63	0.63
股本	186.00	186.00	248.00	248.00	248.00
资本公积	87.97	87.10	774.30	774.30	774.30
留存收益	318.78	441.84	591.52	787.86	1032.55
归属母公司股东权益	592.75	714.94	1613.82	1810.16	2054.86
<b>负债和股东权益</b>	843.40	967.32	1857.49	2084.54	2346.57

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	136.26	111.25	199.39	189.41	256.98
净利润	142.89	154.01	149.68	196.34	244.70
折旧摊销	26.15	24.93	25.76	31.73	39.31
财务费用	-16.77	-15.73	-15.49	-22.29	-23.04
投资损失	-0.18	-0.50	-1.64	0.00	0.00
营运资金变动	-13.45	-52.04	25.27	-16.53	-0.21
其他经营现金流	-2.37	0.57	15.81	0.16	-3.77
<b>投资活动现金流</b>	-6.84	-100.02	-217.08	-203.94	-203.60
资本支出	24.80	63.02	200.00	200.00	200.00
长期投资	0.03	55.33	-0.01	0.00	0.00
其他投资现金流	17.98	18.32	-17.09	-3.94	-3.60
<b>筹资活动现金流</b>	-22.98	-36.98	764.70	22.29	23.04
短期借款	-9.63	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	62.00	0.00	0.00
资本公积增加	-0.06	-0.87	687.21	0.00	0.00
其他筹资现金流	-13.30	-36.11	15.49	22.29	23.04
<b>现金净增加额</b>	106.44	-25.75	747.01	7.76	76.42

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	990.21	1063.97	969.71	1309.68	1543.79
营业成本	660.06	711.73	640.45	865.81	998.22
营业税金及附加	7.91	6.47	7.38	9.46	10.77
营业费用	87.47	95.80	87.27	117.87	138.94
管理费用	73.01	75.69	71.76	95.61	111.15
研发费用	4.46	4.96	4.00	5.00	5.00
财务费用	-16.77	-15.73	-15.49	-22.29	-23.04
资产减值损失	-0.48	-0.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.97	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.18	0.50	1.64	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	177.53	189.19	178.97	241.18	305.66
营业外收入	12.16	21.13	21.00	21.00	21.00
营业外支出	0.36	2.18	0.40	0.40	0.40
<b>利润总额</b>	189.33	208.14	199.57	261.78	326.26
所得税	46.44	54.13	49.89	65.45	81.57
<b>净利润</b>	142.89	154.01	149.68	196.34	244.70
少数股东损益	-0.46	-0.71	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	143.35	154.72	149.68	196.34	244.70
EBITDA	186.90	198.39	189.24	250.63	321.93
EPS (元)	0.58	0.62	0.60	0.79	0.99

**主要财务比率**

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.26	7.45	-8.86	35.06	17.88
营业利润 (%)	23.62	6.57	-5.40	34.76	26.73
归属母公司净利润 (%)	27.37	7.93	-3.26	31.17	24.63
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	33.34	33.11	33.95	33.89	35.34
净利率 (%)	14.48	14.54	15.44	14.99	15.85
ROE (%)	24.18	21.64	9.27	10.85	11.91
ROIC (%)	88.16	54.88	30.49	27.85	28.09
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	29.64	26.03	13.08	13.13	12.40
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.42	2.76	6.16	5.65	5.62
速动比率	2.28	2.41	5.92	5.31	5.28
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.27	1.18	0.69	0.66	0.70
应收账款周转率	24.02	23.12	21.24	25.71	24.15
应付账款周转率	7.40	7.95	7.25	8.80	8.20
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.58	0.62	0.60	0.79	0.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.55	0.45	0.80	0.76	1.04
每股净资产 (最新摊薄)	2.39	2.88	6.51	7.30	8.29
<b>估值比率</b>					
P/E	79.58	73.73	76.22	58.10	46.62
P/B	19.25	15.96	7.07	6.30	5.55
EV/EBITDA	58.42	55.04	57.70	43.57	33.92

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188