

## 证券研究报告—深度报告

食品饮料

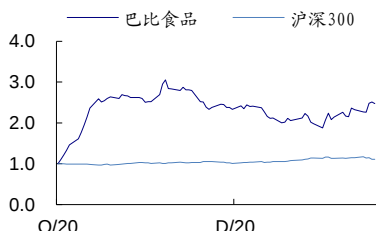
食品

**巴比食品(605338)**
**买入**

合理估值: 50-55 元 昨收盘: 46.96 元 (首次评级)

2021年02月02日

## 一年该股与沪深 300 走势比较


**股票数据**

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 248/62       |
| 总市值/流通(百万元)  | 11,200/2,800 |
| 上证综指/深圳成指    | 3,483/14,822 |
| 12个月最高/最低(元) | 56.67/15.26  |

**证券分析师: 陈青青**

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

**深度报告**

## 迈开全国扩张步伐的中式早餐龙头

### ● 公司概况: 起源华东, 辐射全国的中式面点早餐龙头

公司是以加盟连锁为主(占比 85%以上), 直营和团餐为辅的中式面点速冻食品行业的领跑者。公司 03 年成立于上海, 05 年创立品牌连锁加盟模式, 快速发展成为华东地区细分行业龙头(上海市占率在 30%以上); 近年来, 随着产能布局逐渐完善, 公司积极向华北、华南等市场扩张, 迈开全国化之路。

### ● 行业判断: 扩容趋势稳定, 但竞争格局分散, 品牌连锁化是必然趋势

①我国目前早餐市场规模近 2 万亿, 其中外食占比不断提升(接近 43%), 增长略快于行业增速(约为 7.4%), 处于稳定扩容趋势中。②行业竞争格局分散, 区域化特征明显, 上规模的连锁品牌很少。③随着消费者健康和安全意识提升, 以及品牌企业供应链规模化后成本优势显著, 行业集中度将持续提升。

### ● 公司核心竞争力: 优质的供应链体系+品牌+精细化管理构筑护城河

①公司在华东的供应链规模优势已经显现, 相比杂牌门店成本降低 20%以上, 显著提升效益。②公司在华东已积累较好的品牌影响力, 上市后的品牌知名度有望进一步提升。③公司创立加盟连锁模式领先行业十年, 已经建立起完善的加盟服务和管理流程, 能有效赋能和管理加盟门店, 为快速加盟扩张打下基础。

### ● 成长能力分析: 小包子大市场, 持续高成长可期

①公司在华东非上海地区的开店空间仍大, 新增产能支撑进一步增长; 同时华南、华北和华中市场已完成供应链布局, 开拓进展值得期待。②公司团餐业务符合行业发展的趋势, 品牌和品质的核心竞争优势突出, 未来高成长有望持续。

### ● 盈利预测和投资建议: 好赛道好卡位的细分龙头

我们预计公司 20-22 年收入和利润分别为 9.68/12.48/15.83 亿和 1.38/1.81/2.48 亿, 对应 EPS 为 0.56/0.73/1.00 元, 对应当前股价 PE 为 76.5/58.2/42.5X; 我们认为公司所处细分赛道正处于很好的成长期, 公司作为行业龙头竞争优势明显, 直接受益于行业扩容和市场集中度提升, 未来想象空间大, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● 风险提示

原料成本价格波动; 食品安全风险; 疫情反复导致扩张速度不及预期

**盈利预测和财务指标**

|             | 2019  | 2020E  | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 1,064 | 968    | 1,248 | 1,583 |
| (+/-%)      | 7.4%  | -9.0%  | 28.9% | 26.8% |
| 净利润(百万元)    | 155   | 138    | 181   | 248   |
| (+/-%)      | 7.9%  | -11.0% | 31.5% | 36.9% |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.83  | 0.56   | 0.73  | 1.00  |
| EBIT Margin | 16.4% | 16.4%  | 17.3% | 19.0% |
| 净资产收益率(ROE) | 21.6% | 16.2%  | 17.5% | 19.4% |
| 市盈率(PE)     | 56.5  | 76.5   | 58.2  | 42.5  |
| EV/EBITDA   | 45.8  | 57.4   | 42.1  | 30.9  |
| 市净率(PB)     | 12.22 | 12.36  | 10.19 | 8.22  |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 投资摘要：中式早餐细分赛道优质龙头

**估值与投资建议：空间大、趋势顺、弹性高，值得给予较高估值**

①**空间大：**大行业、小公司，公司成长空间广阔。我国中式面点早餐行业空间大（仅外卖早餐市场规模接近万亿，且近年来维持大个位数的复合增长），但行业呈现格局非常分散、地域性特征明显的特征。

②**趋势顺：**行业本质决定，连锁品牌龙头份额持续提升是必然，龙头受益、强者恒强。早餐行业高频、便捷、运输距离短、价格敏感度高等特点决定了，随着品牌连锁企业的生产、运输、采购、渠道、品牌优势建立，规模优势将使得行业护城河明显，强者恒强。巴比正处在很好的历史发展期。

③**弹性高：**自上而下看空间大弹性高，自下而上看有望进入加速成长通道。自上而下看，面对万亿级的市场，公司收入体量仅在 10 亿级别未来收入利润弹性大。自下而上看，公司供应链、品牌、渠道先发优势已确认，随着上市完成，公司从华东龙头向全国龙头迈进的步伐将逐步打开，未来有望进入加速成长通道。

**投资建议：**处于加速成长期的小细分大赛道的稀缺优质细分龙头，值得长期配置。我们预计公司 20-22 年收入和利润分别为 9.68/12.48/15.83 亿和 1.38/1.81/2.48 亿，对应 EPS 为 0.56/0.73/1.00 元：①**相对估值：**公司目前为中式早餐细分行业唯一上市公司，同类食品细分行业仍处于成长期的优质细分龙头估值水平普遍在 2021 年 50 倍以上，我们认为公司未来空间大、弹性高，护城河将会逐渐加深实现持续较高成长。我们相对估值给予公司 2022 年 50-55xPE 对应目标价 50-55 元。②**绝对估值，**我们采用 FCFF 模型计算出公司合理价值为 48-53 元（详见下文绝对估值部分）。因此，综合绝对和相对估值，我们给予公司未来一年合理股价区间为 50-55 元，首次覆盖，给予买入评级。

**核心假设与逻辑：宏观环境正常情况下，拓店计划持续推进**

- ①假设宏观环境正常条件下，公司华东内和华东外市场加盟拓店如期持续推进。
- ②假设公司未来华东区域优势市场产能逐渐投放将有效缓解华东区域的产能瓶颈。假设华南、华北等市场随着市场培育逐渐成熟，未来产能利用率逐渐爬坡。
- ③假设未来公司费用投放维持稳定增速，费用率相对稳定。
- ④假设 2021 年疫情影响逐渐减弱。

**与市场的差异之处：公司上海外区域拓店前景看好**

市场有观点认为参照公司现有门店净增长速度，对未来业绩能否持续保持高增长持保守态度。我们认为：

①**在华东优势市场，公司开店空间依然广阔。**公司在华东优势区域，品牌、供应链、渠道优势都已经确立；而从开店数量上看，上海区域公司有约 1200 家门店，而在浙江和江苏两个经济发达，人口更多的省份，公司店面数量仅约为

700 家左右；未来华东优势区域拓店空间依然广阔。

**②华南、华北市场拓展依然值得看好。**我们认为市场有部分投资者过分强调中式早餐行业口味的差异，从而夸大了公司跨区域扩张的难度。我们认为，早餐行业的本质特点是在保证一定口味符合基础上的“方便快捷”+“健康安全”+“性价比高”是核心；因此公司有供应链和品牌的比较优势，能够提供综合竞争力更优的服务，跨区域扩张前景看好。

**③通过收购进入华中市场，资本和上市助力公司加速外埠扩张。**公司近日公告了并购武汉“好礼客”、“早宜点”的收购方案（详见后文分析），强势进入华中市场；这意味着公司上市后借助融资的便利，可以通过外延并购的方式加速省外拓张。同时，上市亦能给公司带来影响力和品牌力的提升。

综合来看，我们看好在行业品牌连锁化大趋势下公司的拓店能力。我们认为未来在华东、以及华东以外的区域公司的拓店进展都值得期待；未来有望进入加速成长期。

### 股价变化的催化因素

①公司拓店计划逐渐推进，省外拓张不断深入。②疫情影响逐渐弱化，2021 年同比增速逐渐恢复。③新建产能的投产。④团餐业务拓展顺利等。

### 核心假设或逻辑的主要风险

①原材料价格上涨超预期；②新市场开拓速度不及预期；③费用投放超预期。

## 目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 投资摘要：中式早餐细分赛道优质龙头 .....                 | 2  |
| 估值与投资建议 .....                           | 6  |
| 绝对估值：合理股价区间为 48.0-53.0 元 .....          | 6  |
| 绝对估值的敏感性分析 .....                        | 6  |
| 相对法估值：合理股价区间为 50.0-55.0 元 .....         | 7  |
| 投资建议：行业空间广阔，未来集中度提升可期，值得长期配置 .....      | 7  |
| 公司概况：起源华东，辐射全国的中式面点早餐龙头 .....           | 8  |
| 公司简介：中式面点早餐龙头，自华东起步迈向全国 .....           | 8  |
| 历史沿革：近二十载沉淀铸就华东包点早餐龙头，率先迈开全国化步伐 .....   | 8  |
| 股权结构：股权集中，三大员工持股平台激励核心骨干 .....          | 10 |
| 业务结构分析：公司以加盟业务为主，华东地区的收入贡献最大 .....      | 11 |
| 行业分析：行业扩容稳定，但竞争格局分散、区域化明显，品牌连锁化是必然趋势 .. | 13 |
| 行业规模：我国早餐行业维持个位数稳定增长 .....              | 13 |
| 竞争格局 1：行业竞争格局分散且地域性特征明显 .....           | 14 |
| 竞争格局 2：未来连锁化经营将成为行业的长期趋势 .....          | 15 |
| 核心竞争力分析：规模、品牌、管理优势构筑护城河 .....           | 15 |
| 核心竞争力 1：产能和销售网络布局较广，规模化生产成本优势凸显 .....   | 15 |
| 核心竞争力 2：华东地区品牌优势显著，上市后品牌影响力进一步提升 .....  | 16 |
| 核心竞争力 3：系统赋能精细化管理，有效提高运营效率 .....        | 17 |
| 公司单店模型构建：盈利能力强，投资回收期短 .....             | 18 |
| 成长能力分析：小包子大市场，持续高成长可期 .....             | 18 |
| 门店加盟业务：华东非上海区域开店空间仍大，非华东地区拓张可期待 .....   | 18 |
| 团餐销售业务：符合行业发展趋势，基数较低，预计将维持高增长 .....     | 20 |
| 配送到家业务：新培育业务，后续发展值得关注 .....             | 21 |
| 外延并购武汉“好礼客”、“早宜点”连锁品牌，迈开华中地区扩张步伐 .....  | 21 |
| 产能情况分析：调产品、扩产能，新、老地区产能规划因地制宜 .....      | 23 |
| 盈利预测：行业空间广阔，跨区域发展受益集中度提升，未来增长可期 .....   | 25 |
| 假设前提：新老地区业务扩张顺利，门店数持续增长 .....           | 25 |
| 未来 3 年盈利预测 .....                        | 25 |
| 风险提示 .....                              | 26 |
| 附表：财务预测与估值 .....                        | 28 |
| 分析师承诺 .....                             | 29 |
| 风险提示 .....                              | 29 |
| 证券投资咨询业务的说明 .....                       | 29 |

## 图表目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图 1: 公司主营中式面点早餐产品.....                             | 8  |
| 图 2: 经过近 20 年发展从一家中式早餐店进化成“中国包子第一股”.....           | 9  |
| 图 3: 历史营业收入及增速.....                                | 9  |
| 图 4: 历史扣非归母净利润及增速.....                             | 9  |
| 图 5: 公司盈利水平、销售费率和管理费率相对稳定.....                     | 10 |
| 图 6: 刘会平与丁仕梅为公司实际控制人, 合计持有公司 60.65% 的股份.....       | 10 |
| 图 7: 公司收入以加盟业务为主, 团餐销售为潜在增长点.....                  | 12 |
| 图 8: 各项业务毛利率保持稳定, 直营门店销售业务毛利率明显较高 (60.19%) .....   | 12 |
| 图 9: 分地区拆分看, 华东地区的收入贡献最大, 超 90%.....               | 13 |
| 图 10: 我国外食早餐市场规模 2015-2021E 的 6 年 CAGR 为 7.4%..... | 14 |
| 图 11: 2015-2020 年平均每年新增 3 万家“包子企业”.....            | 14 |
| 图 12: 16 个省份地区包子企业数超一万, 布局相对分散.....                | 14 |
| 图 13: 公司抓住上市契机进行宣传, 品牌影响力进一步提升.....                | 17 |
| 图 14: 公司 2016 年升级成第三代门店, 门店形象进一步提升.....            | 17 |
| 图 15: 公司开发出一套完善的信息系统赋能公司运营管理.....                  | 18 |
| 图 16: 上海工厂的配送能力可覆盖 350km 半径的区域.....                | 19 |
| 图 17: 公司前十名团餐客户收入迅速提升, 占比呈现下降趋势.....               | 21 |
| 图 18: 好礼客为武汉现有连锁包子品牌.....                          | 21 |
| 图 19: 早宜点门店设计方案展示图.....                            | 21 |
| 图 20: 华东、华南中央工厂产能利用率存在较大差异.....                    | 25 |
| 表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) .....                          | 6  |
| 表 2: 绝对估值的资本成本假设.....                              | 6  |
| 表 3: FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....              | 7  |
| 表 4: 同类公司估值比较.....                                 | 7  |
| 表 5: 公司三大员工持股平台普通合伙人与前四大有限合伙人持股情况.....             | 11 |
| 表 6: 公司食品类产品分拆占比情况.....                            | 12 |
| 表 7: 外购食品类产品具体分类.....                              | 13 |
| 表 8: 公司原材料成本中冷鲜、冻肉的占比较高, 受猪肉.....                  | 16 |
| 表 9: 公司前五大供应商占比均未超过 10%, 对单个供应商的依赖度低.....          | 16 |
| 表 10: 公司单店盈利模型测算: 毛利率约 52%, 净利润达 23%.....          | 18 |
| 表 11: 公司门店目前主要集中在华东地区, 整体呈现稳定增长.....               | 19 |
| 表 12: 广州工厂的产量与产能均在稳步提升.....                        | 20 |
| 表 13: 公司对新地区新门店加盟的补贴与费用折扣在快速加码.....                | 20 |
| 表 14: 《投资合作协议》中各级股权估值与业绩要求的对应关系.....               | 22 |
| 表 15: 公司现有三大工厂产能及利用率情况.....                        | 23 |
| 表 16: 华东新建两大工厂未来产能及收入预测.....                       | 24 |
| 表 17: 未来 3 年盈利预测表.....                             | 25 |
| 表 18: 情景分析 (乐观、中性、悲观) .....                        | 26 |

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：合理股价区间为 48.0-53.0 元

盈利预测假设前提正如前文所述，我们在此不再赘述（本文第六章详细对未来三年盈利预测假设进行了拆分，详见后文）。

分拆公司业务来看：①加盟门店业务短期内预计保持稳定增长，2022 年随着新建产能的投产、华南华北地区门店数的稳步扩张与华中地区并购情况的明朗，有望带动公司业绩实现稳定增长；②团餐业务顺应企业团餐外包的行业趋势，为公司目前的发力点之一，未来预计将保持较高增速，成为公司收入一大增长点；③短保速冻水饺的到家业务基数较低，仍待后续跟踪。

我们取十年国债收益率 3.10% 作为无风险利率，参考行业情况假设无杠杆 Beta 为 1.1，股票风险溢价为 6.0%。详细假设见表 1 和表 2。根据以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 48.0-53.0 元。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

|             | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入增长率     | 20.4% | 14.3% | 7.4%  | -9.0% | 28.9% | 26.8% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 毛利率         | 31.5% | 33.3% | 33.1% | 32.3% | 33.2% | 34.9% | 35.0% | 35.0% | 36.0% | 36.0% | 36.0% | 36.0% | 36.0% |
| 管理费用/营业收入   | 7.2%  | 7.2%  | 6.9%  | 6.5%  | 6.5%  | 6.5%  | 6.3%  | 6.3%  | 6.3%  | 6.0%  | 6.0%  | 6.0%  | 6.0%  |
| 销售费用/销售收入   | 7.7%  | 8.8%  | 9.0%  | 8.5%  | 8.5%  | 8.5%  | 8.3%  | 8.3%  | 8.3%  | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.9%  | 0.8%  | 0.6%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%  |
| 所得税税率       | 25.2% | 24.5% | 26.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 股利分配比率      | 3.1%  | 7.9%  | 21.6% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设、整理

表 2：绝对估值的资本成本假设

|              |       |              |         |
|--------------|-------|--------------|---------|
| 无杠杆 Beta     | 1.1   | T            | 25.00%  |
| 无风险利率        | 3.10% | Ka           | 9.70%   |
| 股票风险溢价       | 6.00% | 有杠杆 Beta     | 1.10    |
| 公司股价（元）      | 42.50 | Ke           | 9.70%   |
| 发行在外股数（百万）   | 248   | E/(D+E)      | 100.00% |
| 股票市值(E, 百万元) | 10540 | D/(D+E)      | 0.00%   |
| 债务总额(D, 百万元) | 0     | WACC         | 9.70%   |
| Kd           | 5.30% | 永续增长率（10 年后） | 3%      |

资料来源：国信证券经济研究所假设

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对上述两因素变化的敏感性分析。

**表 3: FCFF 相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

|         |      | WACC 变化 |       |       |       |       |
|---------|------|---------|-------|-------|-------|-------|
|         |      | 9.3%    | 9.5%  | 9.70% | 9.9%  | 10.1% |
| 永续增长率变化 | 3.3% | 56.70   | 54.39 | 52.23 | 50.21 | 48.32 |
|         | 3.2% | 55.95   | 53.71 | 51.60 | 49.63 | 47.78 |
|         | 3.1% | 55.23   | 53.04 | 50.99 | 49.06 | 47.25 |
|         | 3.0% | 54.54   | 52.40 | 50.39 | 48.51 | 46.74 |
|         | 2.9% | 53.86   | 51.77 | 49.81 | 47.97 | 46.24 |
|         | 2.8% | 53.21   | 51.17 | 49.25 | 47.45 | 45.75 |
|         | 2.7% | 52.57   | 50.58 | 48.71 | 46.94 | 45.28 |

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对法估值: 合理股价区间为 50.0-55.0 元

公司为细分行业内第一家上市公司, 没有业务相近的上市公司估值作直接参考。我们选取了冷冻食品中的安井食品与连锁品牌中的绝味食品进行比较, 采用 PE 法进行综合估值: 安井食品和绝味食品均为各自行业龙头, 享受一定估值溢价。绝味处于从跑马圈地到精耕细作的过渡期, 估值相对略低。安井所处细分行业格局分散, 集中度提升空间大, 估值相对较高。巴比食品和安井食品所处细分赛道有相似之处, 市场份额分散集中度提升空间大, 弹性高, 未来持续高增长可期, 因此, 我们给予 2022 年公司 50-55 倍 PE (介于安井和绝味之间), 价格区间对应为 50.0-55.0 元。

**表 4: 同类公司估值比较**

| 代码        | 简称   | 股价 (元)<br>(02 月 01 日) | EPS (元) |       |       |       | PE    |        |       |       | PB    | 总市值<br>(亿元) |
|-----------|------|-----------------------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------------|
|           |      |                       | 2019    | 2020E | 2021E | 2022E | 2019  | 2020E  | 2021E | 2022E |       |             |
| 605338.SH | 巴比食品 | 46.96                 | 0.83    | 0.56  | 0.73  | 1.00  | 51.09 | 76.52  | 58.17 | 46.96 | 7.46  | 116         |
| 同类公司:     |      |                       |         |       |       |       |       |        |       |       |       |             |
| 603345.SH | 安井食品 | 253.66                | 1.58    | 2.47  | 3.28  | 4.18  | 36.61 | 102.84 | 77.30 | 60.63 | 17.39 | 606         |
| 603517.SH | 绝味食品 | 96.50                 | 1.32    | 1.29  | 1.68  | 2.09  | 35.29 | 74.85  | 57.52 | 46.06 | 12.34 | 587         |
| 均值        |      |                       |         |       |       |       | 54.33 | 52.41  | 42.39 | 51.22 | 10.00 |             |

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

注: 可比公司 EPS 与 PE 预测数据来自 Wind 一致盈利预期

### 投资建议: 行业空间广阔, 未来集中度提升可期, 值得长期配置

综合上述估值, 我们认为公司股票价值在 50-55 元之间, 对应 2022 年动态市盈率分别为 50 倍和 55 倍, 我们认为公司所处细分赛道正处于很好的成长期, 公司作为行业龙头竞争优势明显, 直接受益于行业扩容和市场集中度提升, 未来想象空间大, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 公司概况：起源华东，辐射全国的中式面点早餐龙头

### 公司简介：中式面点早餐龙头，自华东起步迈向全国

公司是以加盟连锁为主，自营和团餐为辅的中式面点速冻食品行业的领跑者。公司最早起源于 2003 年，由创始人刘会平升级“刘师傅大包”店而成立，主要经营以馒头、包子为主的中式面点早餐产品。2005 年起，公司开始采取连锁加盟的经营模式，快速发展成为华东地区细分行业龙头，目前拥有近 3000 家加盟门店，近 9 成位于华东，其中上海地区的市占率据预测超 30%。近年来，随着产能布局逐渐完善，公司积极向华北、华南等市场扩张，全国化扩张之路迈开步伐；随着公司上市完成，外埠扩张有望加速。

图 1：公司主营中式面点早餐产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**历史沿革：近二十载沉淀铸就华东包点早餐龙头，率先迈开全国化步伐**  
公司前身为“刘师傅大包”，于 2003 年正式更名为“巴比馒头”。2004 年公司建立起了第一个中央厨房，统一加工馅料配送到店。公司在 2005 年开启加盟模式，2008 年突破 100 家门店；随着 2009 年公司新生产基地的落成，公司的品牌规模雏形初现，公司驶入门店加速扩张的快车道：2010 年突破 500 家，2012 年突破 1000 家，2016 年突破 2000 家，截止 2020 年公司门店数达近 3000 家，12 年增长近 30 倍。公司在 2014 年正式进驻华南市场，开启了走出华东，迈向全国的道路，并于 2020 年 10 月正式登陆 A 股主板，成为“中国包子第一股”。

- ✓ 公司自 2005 年开启加盟模式，在 2010 年更新为“巴比曼特尔”第二代门店，实现营养早餐品牌连锁经营；2016 年对品牌形象再次升级，打造地标新模式的第三代门店，致力于成为全国包点国民品牌。
- ✓ 公司 2009 年落成的生产基地，是公司发展的第一个里程碑，预示着公司正式走上了集中化生产道路。随着后续 2014 年华南广州和 2017 年华北天津中央工厂的建立，公司通过供应链先行的方式迈向全国。

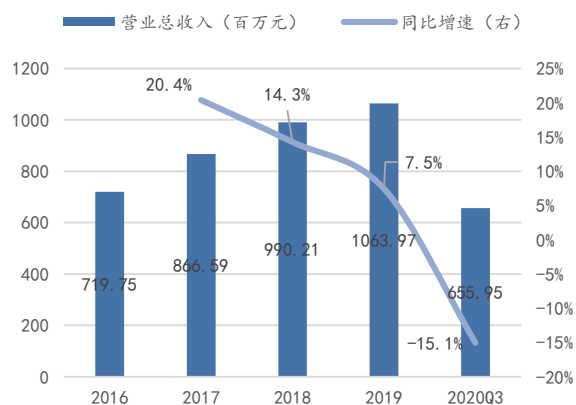
图 2：经过近 20 年发展从一家中式早餐店进化成“中国包子第一股”



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

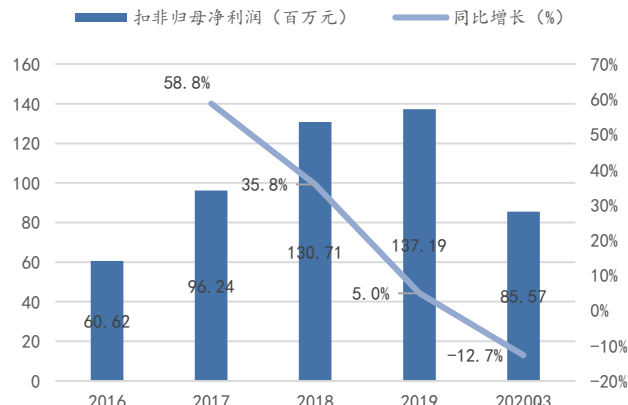
伴随着加盟门店的迅速扩张，公司营收和扣非归母净利润呈现双位数的复合增速。公司 2016-2019 年营收从 7.20 亿增长至 10.64 亿，扣非归母净利润从 0.61 亿增至 1.37 亿，三年 CAGR 分别为 13.92%和 31.29%。2020 年受疫情影响，公司业务出现下滑，前三季度营收和扣非归母净利润分别同比下滑 15.1%与 12.7%。

图 3：历史营业收入及增速



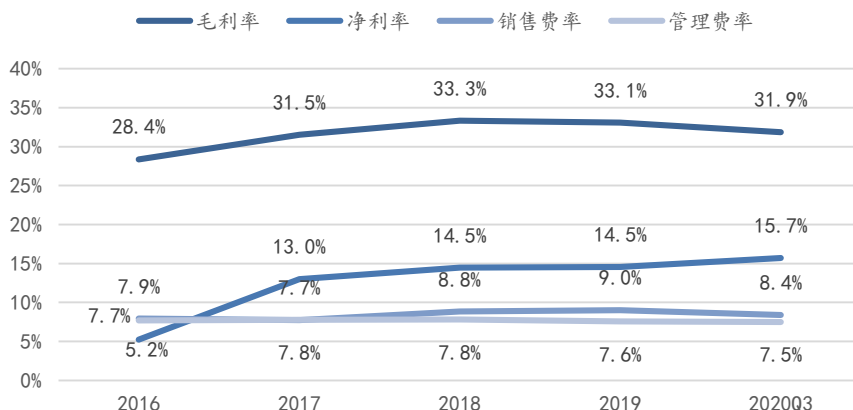
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 4：历史扣非归母净利润及增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 5：公司盈利水平、销售费率和管理费率相对稳定

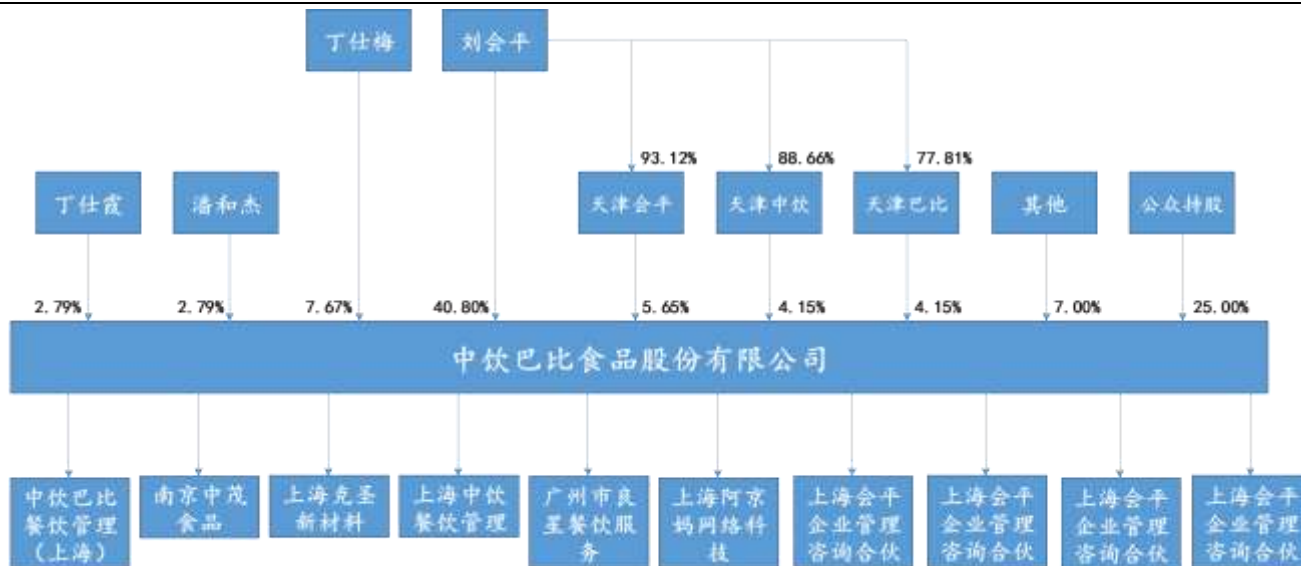


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

### 股权结构：股权集中，三大员工持股平台激励核心骨干

公司实际控制人为刘会平和丁仕梅夫妇，合计持有 60.65% 的股份，其中夫妇二人直接持有公司 48.47%（刘 40.80%+丁 7.67%）的股份，刘会平间接通过员工持股平台持有公司 12.17% 的股份。公司设立了三大员工持股平台天津会平、天津巴比和天津中饮用作股权激励。三大平台分别持有公司 5.65%、4.15%、4.15% 的股份，其中公司中高层管理人员与核心员工合计通过三大平台持有公司 0.78% 的股份（上市锁定期为三年）。

图 6：刘会平与丁仕梅为公司实际控制人，合计持有公司 60.65% 的股份



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表 5： 公司三大员工持股平台普通合伙人与前四大有限合伙人持股情况**

| 天津会平 | 合伙人 | 类型    | 出资额（万）   | 出资比例（%） | 所在公司 | 任职情况                |
|------|-----|-------|----------|---------|------|---------------------|
| 1    | 孙爱国 | 普通合伙人 | 6.80     | 0.50    | 中饮股份 | 董事、副总经理             |
| 2    | 刘会平 | 有限合伙人 | 1,266.47 | 93.12   | 中饮股份 | 董事长、总经理             |
| 3    | 李俊  | 有限合伙人 | 5.83     | 0.43    | 中饮股份 | 副总经理、上海生产中心总经理      |
| 4    | 肖慎平 | 有限合伙人 | 4.66     | 0.34    | 中饮股份 | 人力资源中心，人力资源总监       |
| 5    | 周燕  | 有限合伙人 | 3.88     | 0.29    | 中饮股份 | 信息管理中心，信息总监         |
| 天津巴比 | 合伙人 | 类型    | 出资额（万）   | 出资比例（%） | 所在公司 | 任职情况                |
| 1    | 孙爱国 | 普通合伙人 | 5.00     | 0.50    | 中饮股份 | 董事、副总经理             |
| 2    | 刘会平 | 有限合伙人 | 886.57   | 88.66   | 中饮股份 | 董事长、总经理             |
| 3    | 章永许 | 有限合伙人 | 17.56    | 1.76    | 广州良星 | 董事、广州良星执行董事兼经理      |
| 4    | 常东  | 有限合伙人 | 6.29     | 0.63    | 中饮股份 | 集团办公室，法务经理          |
| 5    | 倪耀  | 有限合伙人 | 5.34     | 0.53    | 阿京妈  | 技术开发总监              |
| 天津中饮 | 合伙人 | 类型    | 出资额（万）   | 出资比例（%） | 所在公司 | 任职情况                |
| 1    | 孙爱国 | 普通合伙人 | 5        | 0.5     | 中饮股份 | 董事、副总经理             |
| 2    | 刘会平 | 有限合伙人 | 778.11   | 77.81   | 中饮股份 | 董事长、总经理             |
| 3    | 尹代有 | 有限合伙人 | 11.73    | 1.17    | 中饮股份 | 监事、上海生产中心生产部，成品生产经理 |
| 4    | 姜柏华 | 有限合伙人 | 10.79    | 1.08    | 中饮上海 | 副总经理                |
| 5    | 钱昌华 | 有限合伙人 | 10.27    | 1.03    | 中饮股份 | 董事会秘书，财务总监          |

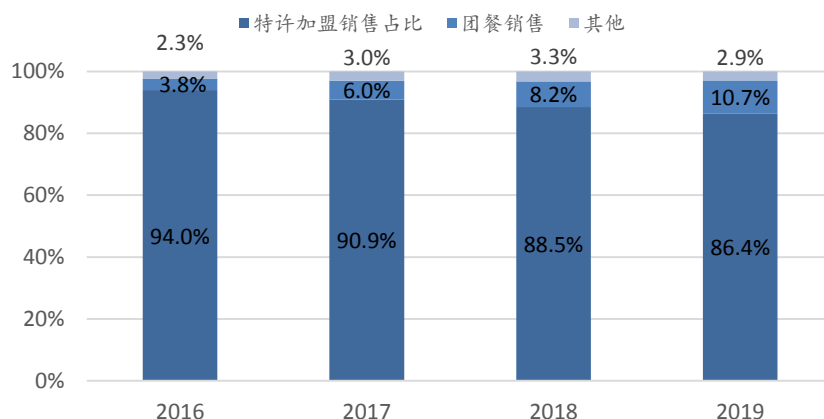
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 业务结构分析：公司以加盟业务为主，华东地区的收入贡献最大

公司收入主要以加盟业务为主（占比 86%）；团餐销售业务为辅，同时积极开拓到家业务等新兴业务。

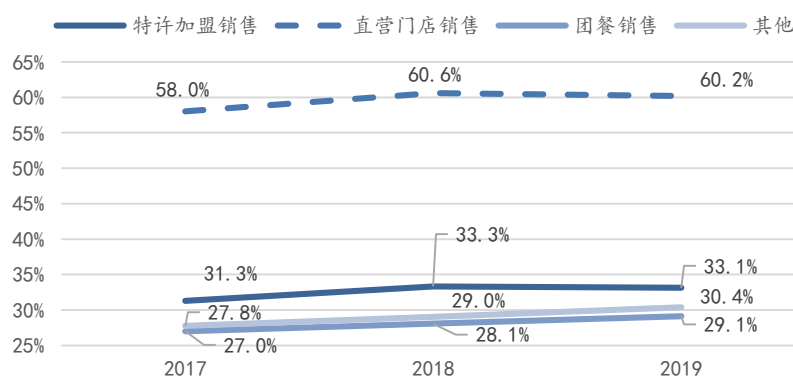
- ✓ 加盟业务：为公司主要收入来源，占比高达 86.37%，增速稳定。2017-2019 年的收入从 7.88 亿提升到 9.19 亿元，两年保持了 8.00% 的复合增速，毛利率稳定在 30% 以上的水平。
- ✓ 团餐销售业务：为公司新的增长点，目前占比低但增速快，收入占比从 2017 年的 6.04%（0.34 亿）逐步提升至 2019 年的 10.72%（1.14 亿），2017-2019 年实现了 82.56% 的复合增速；
- ✓ 其他：主要包含直营门店业务与配送到家业务，合计约占公司 2019 年收入的 2.90%，其中直营门店收入占比不足 2%，毛利率相较其他业务更高（60.19%），但公司最新公告中取消了原定利用 IPO 募集资金增设直营门店的计划，未来公司发力重点仍然在门店加盟业务的扩张；配送到家业务为创新业务，目前处于起步投入阶段。

图 7: 公司收入以加盟业务为主, 团餐销售为潜在增长点



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 8: 各项业务毛利率保持稳定, 直营门店销售业务毛利率明显较高 (60.19%)



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

从产品结构来看, 2019 年公司食品类产品占总收入的 89.11%, 包装物及辅料占 6.87%, 加盟商管理占 3.92%, 其他业务占 0.11%。食品类产品包含三大品类, 即面点类 (占总收入的 30.14%, 下同)、外购食品类 (27.77%)、馅料类 (31.02%), 各品类收入占比相近, 发展相对均衡。

表 6: 公司食品类产品分拆占比情况

| 产品大类 | 总收入占比% | 食品种类  | 总收入占比% | 细分    | 总收入占比% | 食品种类毛利率 |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|---------|
| 食品类  | 89.11  | 面点类   | 30.14  | 包子类   | 20.39  | 26.39%  |
|      |        |       |        | 馒头类   | 8.79   |         |
|      |        |       |        | 饺子类   | 0.95   |         |
|      |        | 外购食品类 | 27.77  | 豆浆饮品类 | 20.87  | 31.18%  |
|      |        |       |        | 米面制品类 | 6.65   |         |
|      |        |       |        | 套餐类   | 0.25   |         |
|      |        | 馅料类   | 31.02  | 荤馅料   | 20.86  | 37.15%  |
|      |        |       |        | 素馅料   | 10.16  |         |
|      |        |       |        | 其他类   | 0.18   |         |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

- ✓ 面点类: 主要包含包子 (20.39%)、馒头 (8.79%)、饺子 (0.95%), 产品由中央工厂统一加工, 以成品形式供应门店, 产品种类丰富且加工工序较多, 毛利率相对较低为 26.39%

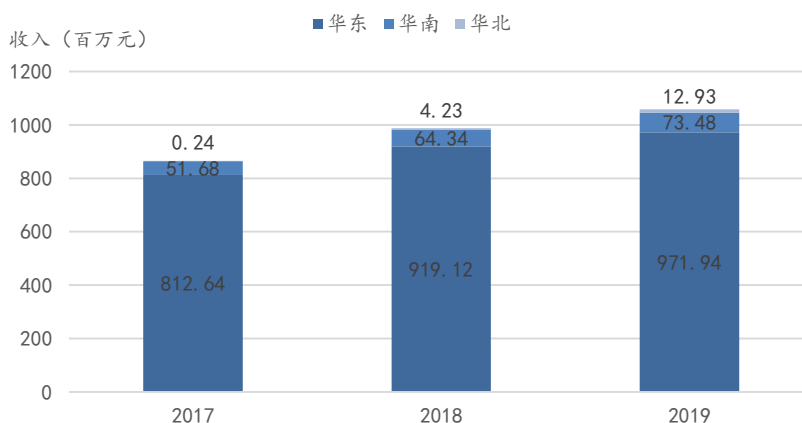
- ✓ 外购食品类：主要包含豆浆饮品（20.87%）、米面制品（6.65%）和套餐类产品（0.25%），外购食品类产品全部通过外部采购后直接供应门店，毛利率水平为 31.18%
- ✓ 馅料类：主要包含荤馅料（20.86%）和素馅料（10.16%），受限于包子皮的制作工艺对口感的影响，部分包子（素馅为主）目前仍需门店每天早上现场制作，公司负责按比例配置好馅料，制作工序较少，馅料类产品的毛利率水平相对较高，达 37.15%。

**表 7：外购食品类产品具体分类**

| 项目    | 具体分类                                           |
|-------|------------------------------------------------|
| 豆浆饮品  | 南瓜粥、黑米粥、光明纯牛奶、原味豆浆、现调豆浆、核桃花生奶、绿豆汤、牛奶谷粒多、轻巧包酸奶等 |
| 外购食品  | 蛋黄肉粽、猪肉粽、豆沙粽、蜜枣粽、港式马拉糕、黑米糕、蛋黄肉松饭团、爆汁流沙包、四方烧肉包等 |
| 米面制品  | 米面豆浆饮料类套餐、米面小吃类套餐、米面牛肉汤类套餐等                    |
| 套餐类产品 |                                                |
| 外购非食品 | 包装物及辅料                                         |
|       | 豆浆杯、门店用塑料袋、吸管等门店经营用品                           |

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

分地区来看，华东为公司深耕地区，收入贡献最大超 90%。公司在华北和华南地区的中央工厂和供应链已经布局完毕，处于成长期，2019 年收入占比分别为 1.22% 和 6.91%。随着公司上市以后品牌影响力的扩大，公司有望在华北、华南地区复制华东的扩张模式，实现业绩的快速增长。

**图 9：分地区拆分看，华东地区的收入贡献最大，超 90%**


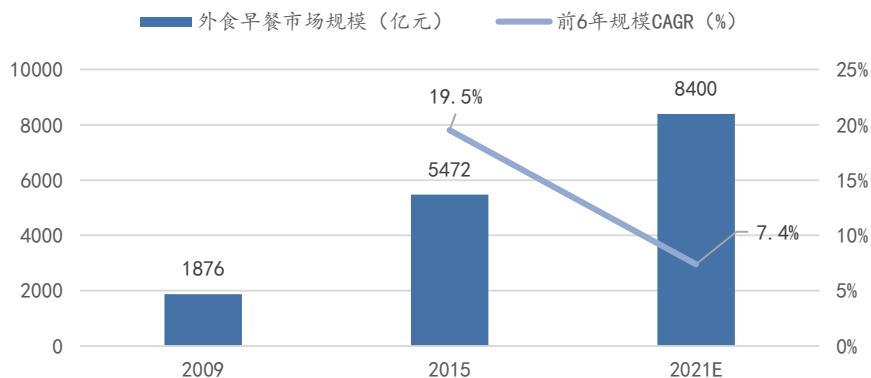
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**行业分析：行业扩容稳定，但竞争格局分散、区域化明显，品牌连锁化是必然趋势**

**行业规模：我国早餐行业维持个位数稳定增长**

我国早餐行业的整体规模略低于两万亿，保持个位数的稳定增长，其中外食早餐的增长速度更快。根据研究咨询公司英敏特预测，中国早餐市场规模将从 2015 的 1.33 万亿增长至 2021 年的 1.95 万亿，行业 CAGR 为 6.5%。随着我国居民生活节奏的加快，选择在外食用早餐的消费者越来越多，外食早餐的销售额 2015-2021 年预计 CAGR 达 7.4%，较行业增速更快。随着外食早餐行业的持续增长，中式早餐门店数量亦持续快速增加（见下一节分析）。

图 10: 我国外食早餐市场规模 2015-2021E 的 6 年 CAGR 为 7.4%



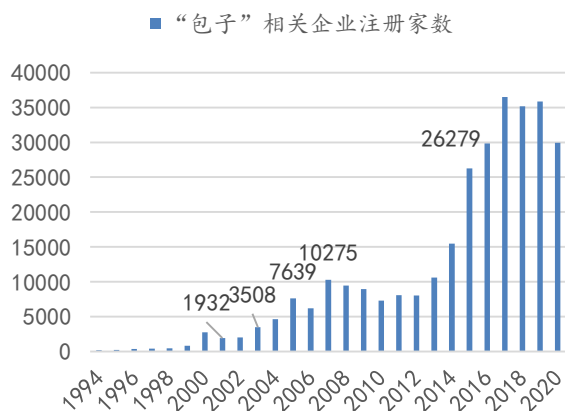
资料来源: 英敏特, 国信证券经济研究所整理

### 竞争格局 1: 行业竞争格局分散且地域性特征明显

中式面点早餐门店在我国主要以夫妻店、路边店的形式存在, 竞争格局分散且呈现明显的地域性特征。

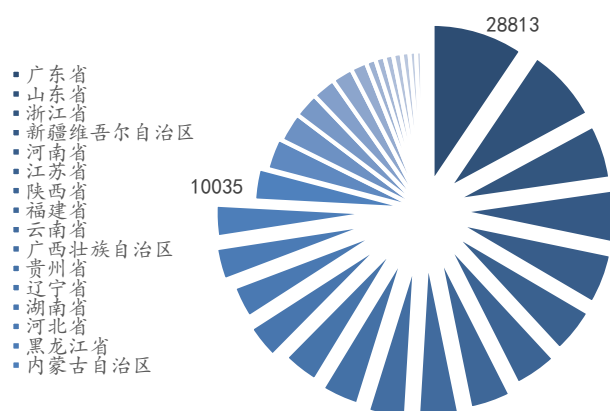
- ✓ 通过在企查查网站搜索关键字“包子”, 可以查到超 30 万家企业, 其中不到 1000 家企业的注册资本超过 100 万, 规模普遍较小。“包子”企业新增速度在 2000 年开始出现明显提高, 2000 年新增数达 2742 家 (1999 年为 830 家); 至 2007 年起企业新增速度首次突破万家/年; 2015 年起出现第三次增速飞跃, 自 2015 年至 2020 年每年均有近 3 万家新企业成立。根据现存“包子”相关企业的地区分布来看, 35 个省份地区内 16 个省份地区的企业数目超一万, 整体行业竞争格局较为分散。
- ✓ 同时由于不同地区的口味偏好差异较大, 导致行业内连锁品牌经营的地域性特征明显, 如华北地区的庆丰包子铺, 华南地区的三津汤包等都属于区域性知名品牌。①根据企查查的数据, 搜索庆丰包子铺可得 623 家相关企业, 其中 393 家 (63%) 位于华北, 295 家 (47%) 集中在北京; ②搜索三津汤包可得 1040 家相关企业, 其中 913 家 (88%) 在广东省。行业内连锁品牌的影响力和规模效应目前普遍集中体现在各品牌的优势地区内。

图 11: 2015-2020 年平均每年新增 3 万家“包子企业”



资料来源: 企查查, 国信证券经济研究所整理

图 12: 16 个省份地区包子企业数超一万, 布局相对分散



资料来源: 企查查, 国信证券经济研究所整理

## 竞争格局 2: 未来连锁化经营将成为行业的长期趋势

连锁品牌较个体杂牌店有着明显的竞争优势，具体体现在品牌影响力、产品品控以及成本优势：①早餐具有一定的高频、刚需属性，随着居民食品安全意识的提升，消费者更倾向于选择连锁品牌，根据我们草根调研，同等条件下连锁品牌相较一般杂牌店的客流量更大；②部分老字号夫妻店可能在口味上有一定的优势，但在早餐外购市场内消费者对于“便捷”、“品质稳定”的要求更高。连锁品牌凭借工业化集中生产与精细化运营管理，产品品质更加稳定，且加盟门店易于复制，通过门店扩张能够更好地触达客户；③中央工厂的规模化采购与供应链管理同时也有利于降低原材料成本，为门店带来更强的产品竞争力。基于上述连锁品牌相较个体店铺的竞争优势，我们认为杂牌店将逐渐被取代，品牌连锁化运营、工厂集中化生产将会成为行业的长期趋势，市场份额将逐步向品牌连锁龙头企业集中。

## 核心竞争力分析：规模、品牌、管理优势构筑护城河

### 核心竞争力 1: 产能和销售网络布局较广，规模化生产成本优势凸显

如前文讨论，由于早餐具有刚性、高频、价格敏感的属性，所以产品的性价比很重要。公司规模优势带来的成本优势构筑了公司较强护城河：

①目前公司在华东地区已开设超 2600 家门店，拥有较高的市占率，通过中央工厂集中采购，相较其他规模小的品牌有更强的规模优势，从而产品具有更高性价比。

②目前公司在华南、华北的产能布局已初步形成，并逐渐投产，未来华南、华北和华东市场连成一线有望进一步增强公司产能、运输和采购的规模优势。

另外，相对小规模企业或个体门店而言，公司对成本波动的风险抵御能力也有明显优势。分拆公司原材料成本构成来看，冷鲜、冻肉的采购金额占原材料成本的 45%（2019 年数据），其中又以猪前腿肉和肥膘占比最高。由于 2019 年猪肉价格出现波动，冷鲜、冻肉品种的平均成本单价在 2018-2019 年从 1.28 元/吨上升至 1.63 元/吨，采购单价上涨幅度达 27.34%，使得公司成本提高近 4 千万（计算 19 年冷鲜、冻肉采购单价增长额 x 19 年采购量计算），占当期原材料成本的 9.71%。公司高性价比的定价策略，为产品留有一定的涨价空间，使得公司对毛利率掌控能力更强。2017-2019 年面对原材料价格的波动，公司毛利率分别为 31.51%、33.34%、33.11%，未出现明显下滑。面对上游，集中采购达到规模后公司对原材料的议价能力更强，同时中央工厂的原材料储备能力可以帮助公司一定程度上抑制成本波动；面对下游，公司产品留有提价空间，可以向消费者转嫁部分原材料涨价带来的额外成本。

**表 8: 公司原材料成本中冷鲜、冻肉的占比较高, 受猪肉**

|              | 2019     |      | 2018     |      | 2017     |      |
|--------------|----------|------|----------|------|----------|------|
| 原材料 (万元)     | 39975.00 | 100% | 31094.54 | 100% | 27997.75 | 100% |
| 采购量 (吨)      | 56317.57 |      | 50928.88 |      | 45023.42 |      |
| 单价 (万/吨)     | 0.71     |      | 0.61     |      | 0.62     |      |
| 冷鲜、冻肉 (万元)   | 18120.02 | 45%  | 11971.04 | 39%  | 10554.80 | 38%  |
| 采购量 (吨)      | 11095.63 |      | 9352.49  |      | 7461.74  |      |
| 单价 (万/吨)     | 1.63     |      | 1.28     |      | 1.41     |      |
| 生鲜果蔬类 (万元)   | 2479.45  | 6%   | 2122.09  | 7%   | 1869.59  | 7%   |
| 采购量 (吨)      | 11346.60 |      | 10553.66 |      | 9244.52  |      |
| 单价 (万/吨)     | 0.22     |      | 0.20     |      | 0.20     |      |
| 米面干货类 (万元)   | 10328.21 | 26%  | 8944.65  | 29%  | 8258.64  | 30%  |
| 采购量 (吨)      | 23913.06 |      | 21629.06 |      | 19537.43 |      |
| 单价 (万/吨)     | 0.43     |      | 0.41     |      | 0.42     |      |
| 调味品类 (万元)    | 5740.21  | 14%  | 5372.87  | 17%  | 5124.44  | 18%  |
| 采购量 (吨)      | 8025.45  |      | 7569.05  |      | 7023.23  |      |
| 单价 (万/吨)     | 0.72     |      | 0.71     |      | 0.73     |      |
| 非食品类原材料 (万元) | 3307.41  | 8%   | 2683.89  | 9%   | 2190.28  | 8%   |
| 采购量 (吨)      | 1936.84  |      | 1824.62  |      | 1756.50  |      |
| 单价 (万/吨)     | 1.71     |      | 1.47     |      | 1.25     |      |

资料来源:招股说明书, 国信证券经济研究所整理

**表 9: 公司前五大供应商占比均未超过 10%, 对单个供应商的依赖度低**

| 2019 年度 | 供应商                | 金额 (万元)   | 占采购总额比例 |
|---------|--------------------|-----------|---------|
| 1       | 上海万有全东昕食品有限公司      | 7,038.85  | 8.94%   |
| 2       | 承武贸易 (上海) 有限公司     | 5,561.19  | 7.06%   |
| 3       | 上海新尚实国际贸易有限公司      | 4,573.96  | 5.81%   |
| 4       | 益海嘉里 (昆山) 食品工业有限公司 | 4,164.58  | 5.29%   |
| 5       | 上海卿铨国际贸易有限公司       | 2,706.87  | 3.44%   |
| 合计      |                    | 24,045.45 | 30.53%  |

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 核心竞争力 2: 华东地区品牌优势显著, 上市后品牌影响力进一步提升

公司已经在华东地区积累起较好的品牌知名度, 上市后在全国范围内的品牌影响力都将得到进一步提升, 有利于公司未来对于成熟市场 (华东) 与新兴市场 (华南、华北、华中) 的深耕与开拓。自 2001 年创始人在上海河南路开设第一家人气早餐店“刘师傅大包”后, 公司 20 年来深耕上海及华东地区, 目前已发展为华东地区拥有 2600 家门店的知名连锁品牌。2020 年成功上市后, 公司抓住“中式面点第一股”的宣传契机, 品牌影响力得到进一步提升。

图 13: 公司抓住上市契机进行宣传, 品牌影响力进一步提升



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

与此同时, 公司注重品牌与门店形象的建设, 有助于提高品牌辨识度, 迎合年轻消费群体的审美, 并通过优化布局提高了门店运营效率。以公司 2016 年升级的第三代门店为例, 门店形象变得更加轻快明亮, 外观时尚; 使用蒸箱设备取代传统蒸笼提高了运营效率, 且门店各设备的摆放更加科学合理, 根据草根调研, 升级为第三代门店后日销售额 4000 元的门店仅需配备 3 名店员 (以往部分第二代门店需配备 4 名), 营业额比二代门店净增长 20% 以上。

品牌影响力越强, 有助于吸引更多的消费者, 为加盟门店带来更好的经济效益, 从而吸引更多的加盟商前来加盟。而门店数目的扩张将会反过来提升公司品牌在该地区的影响力, 最终实现门店数量扩张的良性循环, 强者恒强。

图 14: 公司 2016 年升级成第三代门店, 门店形象进一步提升

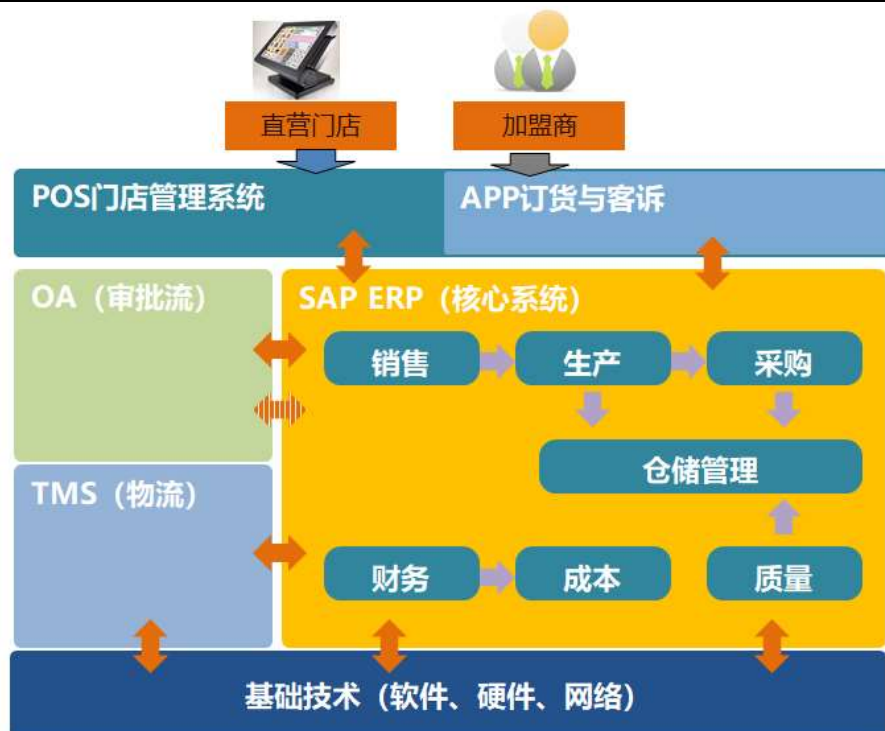


资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

### 核心竞争力 3: 系统赋能精细化管理, 有效提高运营效率

公司创立加盟连锁模式领先行业十年, 在加盟门店的运营管理、供应链上下游管理以及连锁品牌的管理等方面积累了丰富的经验, 为公司走向全国化扩张道路奠定了坚实的基础。同时, 公司在门店监督、物流配送、交易结算等各方面开发出一套完善的信息系统, 包括订货 APP 系统、SAP 系统、POS 系统等, 通过现代电子化的信息管理系统, 高效完成对门店、业务流程的指导与监督。

图 15: 公司开发出一套完善的信息系统赋能公司运营管理



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

### 公司单店模型构建: 盈利能力强, 投资回收期短

在综合上述优势下, 门店加盟巴比的投资回报可观: 根据我们草根调研的结果测算, 加盟店的日均收入约为 2500 元/天, 门店平均毛利率为 50%左右, 扣除水电费等运营费用后每个月净利润近两万元 (不考虑加盟商自身人力成本的前提下)。门店初始投资一般在 15-20 万左右, 8-12 个月回本, 投资回报较杂牌经营或加盟小的连锁品牌更具吸引力。

表 10: 公司单店盈利模型测算: 毛利率约 52%, 净利润达 23%

| 项目    | 单位: 万元 | 收入占比 | 备注                    |
|-------|--------|------|-----------------------|
| 销售收入  | 75     | 100% | 2500 元/天、300 天计算      |
| 营业成本  | 36     | 48%  | 1200 元/天、300 天计算      |
| 毛利额   | 39     | 52%  | 毛利率 52%               |
| 门店房租  | 9.6    | 13%  | 8000 元/月计算            |
| 水电燃气费 | 4.8    | 6%   | 4000 元/月              |
| 人工费用  | 7.2    | 10%  | 6000 元/月每人, 按一位计 (若有) |
| 净利润   | 17.4   | 23%  | 净利率 23%               |

资料来源:草根调研, 国信证券经济研究所整理、测算

### 成长能力分析: 小包子大市场, 持续高成长可期

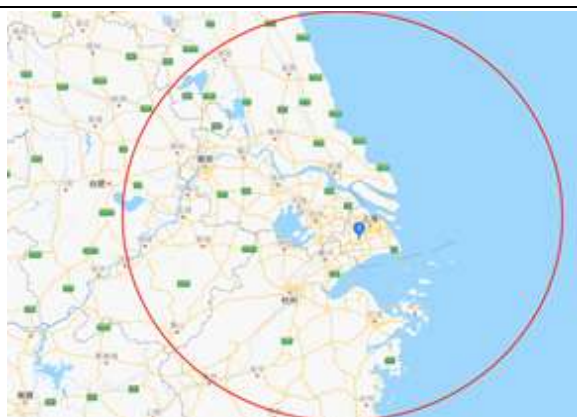
#### 门店加盟业务: 华东非上海区域开店空间仍大, 非华东地区拓张可期待

公司在华东非上海区域, 加盟开店的空间仍大。公司在华东的 2600 家加盟门店中, 约 1200 家或 45%的门店集中在上海地区, 按 2019 年上海 2400 万常住人口计算, 门店密度约为 0.5 家/万人。公司现有的上海中央工厂覆盖半径约 350km, 能够供应浙江、江苏省的杭州、无锡、南京、宁波等城市, 仅按照上

述四座城市的常住人口 3400 万计算，华东非上海区域的门店密度约为 0.4 家/万人，意味着公司在华东非上海地区的门店密度还有较大的提升空间。公司近两年在浙江、江苏省保持着 10.5%或平均每年 140 家的门店净增长速度，较上海地区 6.0%或每年平均 61 家的增速更快。

华东地区的扩张目前主要受产能因素制约。除新开加盟门店外，公司利用竞争优势通过“翻牌”的方式，在华东地区实现门店的进一步扩张，即公司通过品牌影响力，吞并现存的杂牌店甚至当地竞品的店铺实现门店增长。但目前华东工厂的产能，是制约公司在华东进一步拓店的短板因素：华东中央工厂的产能利用率目前基本保持在 120%以上，已达满产状态。公司目前在华东地区已有扩充产能的安排，2020 年起公司在华东新建两个中央工厂，投产后将为公司华东市场的进一步扩张提供支撑（后面产能分析时会做详细讨论）。

图 16：上海工厂的配送能力可覆盖 350km 半径的区域



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 11：公司门店目前主要集中在华东地区，整体呈现稳定增长

| 地区    | 2017 |      | 2018 |      | 2019 |      |
|-------|------|------|------|------|------|------|
|       | 净增长  | 期末家数 | 净增长  | 期末家数 | 净增长  | 期末家数 |
| 华东    |      |      |      |      |      |      |
| 上海    | 57   | 1035 | 81   | 1116 | 47   | 1163 |
| 浙江+江苏 | 168  | 1167 | 148  | 1315 | 111  | 1426 |
| 华南    |      |      |      |      |      |      |
| 广州周边  | 34   | 129  | 62   | 191  | 54   | 245  |
| 华北    |      |      |      |      |      |      |
| 天津周边  | -    | -    | 19   | 19   | 62   | 81   |
| 合计    | 259  | 2331 | 310  | 2641 | 274  | 2915 |

数据来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

在新拓地区的华南与华北市场，公司已完成基础供应链网络的布局，未来的扩张速度同样值得期待。以华南市场为例，公司 2014 年开始进驻华南市场，围绕广州中央工厂建立起高效的供应链网络，经过多年的市场调研与培育，门店数量在 2017 年到 2019 年实现了 37.8%的复合高增长。公司前瞻性地根据产能利用率的情况，于 2019 年对华南工厂的产能进行扩充，为未来华南地区持续的高增长提供保障。在华中地区，公司拟通过外延并购的方式进驻以武汉为核心的华中市场，下文会做详细讨论。

**表 12: 广州工厂的产量与产能均在稳步提升**

| 广州工厂 |     | 产量     |        | 标准产能   |        | 产能利用率 (%) |
|------|-----|--------|--------|--------|--------|-----------|
|      |     | 当期 (吨) | 同比增长   | 当期 (吨) | 同比增长   |           |
| 2019 | 成品类 | 2964   | 18.37% | 5764   | 40.18% | 51.43%    |
|      | 馅料类 | 1965   | 15.92% | 2448   | 52.05% | 80.28%    |
| 2018 | 成品类 | 2504   | -3.06% | 4112   | 0.00%  | 60.90%    |
|      | 馅料类 | 1695   | 17.16% | 1610   | 0.00%  | 105.30%   |
| 2017 | 成品类 | 2583   | -      | 4112   | -      | 62.82%    |
|      | 馅料类 | 1447   | -      | 1610   | -      | 89.88%    |

数据来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

同时公司采取加盟优惠政策与促销活动等扶持手段, 帮助新加盟门店有效地提升竞争力。公司从 2017-2019 年对新门店的补贴从 145.7 万元提升至 694.5 万 (+377%), 费用折扣从 149.6 万提升至 857.2 万 (+473%), 帮助各门店缓解刚开业时固定成本与竞争所带来的经营压力。

**表 13: 公司对新地区新门店加盟的补贴与费用折扣在快速加码**

| 项目 (万元)   | 2017          | 2018          | 2019          |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 门店装修补贴    | 118.48        | 272.63        | 564.22        |
| 市场扩展补贴    | 27.22         | 154.91        | 130.27        |
| <b>合计</b> | <b>145.7</b>  | <b>427.54</b> | <b>694.49</b> |
| 开业折扣      | 5.81          | 334.94        | 542.5         |
| 竞争折扣      | 90.16         | 182.82        | 270.19        |
| 专项折扣      | 53.6          | 65.61         | 44.51         |
| <b>合计</b> | <b>149.57</b> | <b>583.37</b> | <b>857.2</b>  |

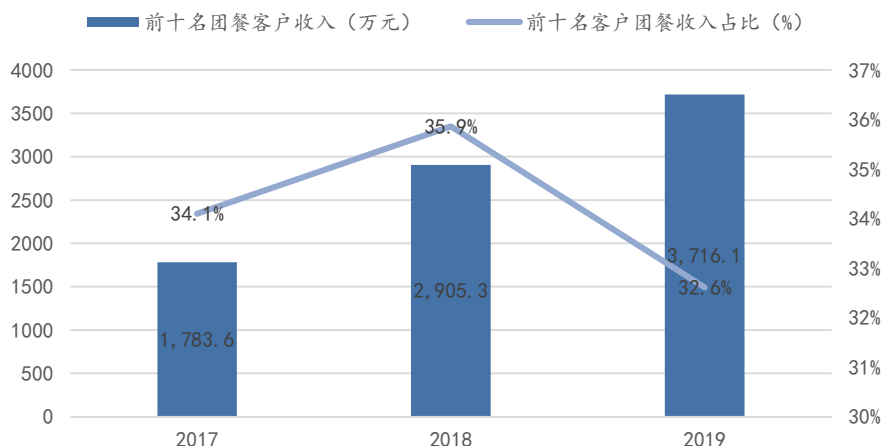
资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

### 团餐销售业务: 符合行业发展趋势, 基数较低, 预计将维持高增长

团餐销售业务大类里除了传统的团餐业务, 即与团餐企业合作和给单位食堂供餐之外, 还包括了与零售渠道合作, 通过线下超市或者线上渠道进行供餐。相较于自主生产, 企业食堂通过向公司采购面点成品或半成品, 不仅能实现产品种类齐全、加工方便, 还可以根据每日的预定数量决定次日面点的供应量, 大幅减少了在餐饮方面的管理成本, 同时更好满足企业内消费者的选择需求, 是行业未来发展的趋势。

2017-2019 年间, 公司前 10 名团餐客户收入分别为 1,783.58 万元、2,905.26 万元和 3,716.12 万元, 2 年 CAGR 超 44%, 占团餐模式收入的比重分别为 34.10%、35.86%和 32.61%, 前 10 名客户贡献收入快速增长的同时, 占总收入的比重出现了下降趋势, 业务整体呈现出健康增长的态势。团餐业务目前的基数较低, 未来随着公司逐渐加大团餐客户的开发力度, 增长趋势将有望延续, 成为公司新的增长驱动点。

图 17：公司前十名团餐客户收入迅速提升，占比呈现下降趋势



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

### 配送到家业务：新培育业务，后续发展值得关注

配送到家业务主要从事中式速冻面点的生产与销售。公司将各家门店作为前置仓库，通过第三方送餐渠道配送到家完成销售，以抽成服务费的方式为门店带来额外的收入补充。该业务目前仍在商业模式试运行的初期阶段，后续值得持续关注。

### 外延并购武汉“好礼客”、“早宜点”连锁品牌，迈开华中地区扩张步伐

如核心竞争力分析一节讨论，连锁品牌在新开拓市场的品牌影响力相对较弱，门店数量的扩张需要一定的时间积累，而在公司跨区域扩张时则还需要考虑产品能否迎合当地的口味偏好等问题。通过并购现有的连锁品牌可以帮助公司大幅减少从无到有开拓新市场的成本，对于公司发展新地区业务具有战略性意义。公司于 2021 年 1 月 20 日晚间发布了拟签署《投资合作协议》的公告，公告披露了公司未来计划通过并购华中武汉地区的中式面点连锁品牌“好礼客”和“早宜点”，实现华中地区的市场拓展。《协议》约定由交易对方设立目标公司，并在 3 个月内注入“好礼客”“早宜点”品牌的相关资产，自目标公司设立的第 4 个月起运营满 12 个月，根据 12 个月的业绩情况确定目标公司的股权估值，最终通过受让股权或受让股权+增资方式实现持有目标公司 70% 的股权，完成对两大华中地区本地连锁品牌的并购。

图 18：好礼客为武汉现有连锁包子品牌



资料来源：大众点评，国信证券经济研究所整理

图 19：早宜点门店设计方案展示图



资料来源：特创易 vi 设计平台，国信证券经济研究所整理

交易对方为四大自然人，均为“好礼客”、“早宜点”品牌的管理人员，负责的业务涵盖后勤、采购、生产、市场运营及业务管理等全链条，具备丰富的连锁品牌管理经验，同时熟悉中式面点连锁店铺的运营：

- ✓ 王勇，2020 年开始参与“好礼客”、“早宜点”品牌相关业务的管理工作；
- ✓ 王竹林，最近三年主要从事“好礼客”、“早宜点”品牌业务的市场运营工作，任市场总监。持有武汉中拾食品有限公司（以下简称“武汉中拾”）90%的股份；
- ✓ 丁剑锋，最近三年主要从事“好礼客”、“早宜点”品牌业务的生产、市场运营工作，先后担任生产经理、市场部总监等职务。持有武汉中拾 10%的股份；
- ✓ 陈向军，最近三年主要从事“好礼客”、“早宜点”品牌业务的采购、后勤、生产工作，先后担任采购总监、生产总监等职务。

股权估值按最高业绩要求估算为 4000 万元，加盟门店数量要求至少新增 730 家，其中巴比加盟门店数量需至少新增 180 家；销售额要求最低为 8300 万元，折合每家平均年销售额要求为 11.37 万元；巴比门店销售额要求最低为 2000 万元，折合每家巴比门店年销售额要求为 11.12 万元；主营产品平均毛利率要求最低为 18%。

巴比目前现有稳定门店的日销售额中位数约 2500 元/天（超 70 万/年，为《协议》对单店年销售额要求的 6 倍），考虑到目标公司新开门店销售额度有爬坡期，《协议》中单店每年 12 万的销售额要求，相当于一家普通巴比门店在一年间仅稳定运营 48 天的销售额。考虑①针对销售额要求，《协议》对目标公司销售额考核要求相对巴比现有门店中位数水平来说不高；②针对门店数量要求，两大品牌在华中地区已有一定的门店数量基础，根据大众点评数据，两大品牌现有合计近 300 家门店（其中好礼客约 280 家）；③针对毛利率要求，18%的毛利率要求相较巴比食品几大主营产品 27%-36%的毛利率水平来说相对易于实现，我们认为目标公司最终能够实现最高股权估值的业绩要求是大概率事件，并购将有效帮助公司在华中地区迅速实现新市场的初步开拓。据测算，8300 万元的销售额相当于公司 2020 年预计收入 9.63 亿元的 8.6%，后续随着华中地区门店的进一步提效，对公司收入的贡献仍有很大的提升空间。

表 14: 《投资合作协议》中各级股权估值与业绩要求的对应关系

| 股权估值<br>(万元) | 加盟门店数量要求<br>(家) | 其中: 巴比加盟门店数量<br>(家) | 估值销售额<br>(万元) | 其中: 巴比门店销售额<br>(万元) | 扣非净利润要求 | 主营产品平均毛利率要求 |
|--------------|-----------------|---------------------|---------------|---------------------|---------|-------------|
| 4000         | 730             | 180                 | 8300          | 2000                | 为正      | 18%         |
| 3500         | 680             | 150                 | 7500          | 1500                | 为正      | 16%         |
| 3000         | 550             | 100                 | 6500          | -                   | 为正      | 16%         |
| 销售额*0.4      | 400             | 50                  | 3800          | -                   | 为正      | 16%         |

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

《协议》中还包含了巴比食品对目标公司财务支持的安排、未达业绩要求的安排、华中地区门店供货安排、华中地区团餐业务安排等重要条款：

①财务支持：甲方将根据目标公司门店拓展进度的实际需要，向目标公司分期提供不低于 1000 万元、不超过 1500 万元的流动资金借款支持，借款支持时间为一年，乙方提供担保并承担连带责任，其中：

- 达到收购条件的，借款期间的利率为中国人民银行同期贷款基准利率
- 未达到收购条件的，借款期间的利息按年利率 15% 计算

②未达业绩要求的安排：若乙方未能在约定时间内按照上述要求完成目标公司

的设立，或者目标公司资产及业务的注入等方面不能保证目标公司正常运行要求的，则甲方有权单方解除本协议，且乙方应当自甲方发出书面通知之日起 5 个工作日内向甲方双倍返还甲方所支付的 500 万元定金；

③华中门店供货安排：目标公司拓展的“巴比”门店与中饮巴比餐饮管理(上海)有限公司签订特许经营合同，由目标公司供货；

④华中团餐业务安排：甲方成为目标公司股东后，甲方在武汉地区的团餐业务由目标公司开展。

华中地区以武汉市为首，受到地理环境与经济活动的影响，当地的消费者对早餐尤为重视，普遍养成了出门“过早”，即在外吃早餐的习惯，外食早餐市场的基础深厚；与此同时，正因为对早餐的重视，消费者对于品牌与口味也产生了较高的要求，连锁品牌想要从零打开局面难度很大。通过并购当地连锁中式面点的方式有望迅速打开华中新市场的局面，一举完成门店与当地产能的布局。

我们认为综合《协议》的各项条款来看，公司更注重在华中地区门店的迅速铺开，对各家门店的盈利效益没有设置太高的门槛，如销售额考核一项，新增门店对标公司稳定门店的中位数收入水平有近 6 倍提升空间，未来通过提高运营管理水平有望整体提升华中地区门店效益，驱动公司业绩增长；且按照 8300 万销售额对应 4000 万元的估值水平，市销率约 0.48x（巴比食品上市首日的市销率为 4.85x，上市后围绕 11x 上下波动），相对估值合理，后续华中地区的门店扩张情况以及未来运营提效的情况值得持续关注。

### 产能情况分析：调产品、扩产能，新、老地区产能规划因地制宜

公司目前已建成的三大中央工厂位于上海、天津和广州，分别辐射华东、华北和华南市场，但三地工厂间产能利用率有较大差异，其中华东为公司目前主要业务布局地区，上海工厂产能利用率在 2019 年高达 130%，常年保持满负荷运转；而华南、华北的产能利用率较低，其中广州工厂产能利用率 2016-2019 年维持在 50%-80%左右，天津工厂于 2019 年 12 月正式开始投产，两地工厂的产能利用率均有较大的提升空间。

**表 15： 公司现有三大工厂产能及利用率情况**

| 区域 | 种类  | 产量(吨)    | 标准产能(吨) | 产能利用率   |
|----|-----|----------|---------|---------|
| 上海 | 成品类 | 33341.55 | 24507   | 136.05% |
|    | 馅料类 | 25797.24 | 19250   | 134.01% |
| 广州 | 成品类 | 2964.33  | 5764    | 51.43%  |
|    | 馅料类 | 1965.21  | 2448    | 80.28%  |
| 天津 | 成品类 | -        | 8200    | -       |
|    | 馅料类 | 59.13    | 3220    | 1.84%   |

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司于 2021 年 1 月 20 日发出公告，变更了部分募集资金用途，原计划用以新增产能的上海智能化厂房项目维持不变，另外新增了南京工厂建设项目，旨在拓展公司中式面点类及馅料类产品的生产规模，扩张产能覆盖区域，缓解华东地区中央工厂的满产压力：

①上海智能化厂房项目已于 2020 年启动，建设周期为两年，将新增包子产能 2.08 亿个，馒头花卷 4.8 亿个，饺子 1058.07 万袋。项目建成三年可达满产，在 2025 年达产后，按照 2019 年特许加盟业务的产品均价计算，预计可为公司带来年营业收入 5.22 亿元（相当于 2020E 的 9.68 亿元的 53.97%）；

②南京工厂建设项目根据本次公告披露的消息，建设周期为两年，建成后将形成年产面点类包子馒头类产品 18,550.31 万个，面点类预包装产品 1,152.29 万

袋以及生馅 12,973.75 吨、熟馅 9,867.09 吨的生产能力。项目建成后前三年计划按照 40%/70%/100% 的节奏释放产能，即第五年 2026 年开始达产，达产后预计可为公司带来营业收入 5.81 亿元(相当于 2020E 的 9.68 亿元的 58.15%)。

**表 16：华东新建两大工厂未来产能及收入预测**

|                        | 满产时计划产能  | 2021 年 | 2022 年        | 2023 年        | 2024 年        | 2025 年         | 2026 年         | 2027 年         |
|------------------------|----------|--------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>南京智能制造中心 - 生产负荷</b> |          |        |               |               |               |                |                |                |
|                        |          | 0      | 0             | 40%           | 70%           | 100%           | 100%           | 100%           |
| 面点类包子馒头 (万个)           | 18550.31 |        |               | 7420.12       | 12985.22      | 18550.31       | 18550.31       | 18550.31       |
| 单价 (元/个)               | 0.75     |        |               | 0.75          | 0.75          | 0.75           | 0.75           | 0.75           |
| 带来收入 (百万元)             |          |        |               | <u>55.65</u>  | <u>97.39</u>  | <u>139.13</u>  | <u>139.13</u>  | <u>139.13</u>  |
| 预包装产品 (万袋)             | 1152.29  |        |               | 460.92        | 806.60        | 1152.29        | 1152.29        | 1152.29        |
| 单价 (元/袋)               | 6.91     |        |               | 6.91          | 6.91          | 6.91           | 6.91           | 6.91           |
| 带来收入 (百万元)             |          |        |               | <u>31.85</u>  | <u>55.74</u>  | <u>79.62</u>   | <u>79.62</u>   | <u>79.62</u>   |
| 生馅类 (吨)                | 12973.75 |        |               | 5189.50       | 9081.63       | 12973.75       | 12973.75       | 12973.75       |
| 单价 (万元/吨)              | 1.69     |        |               | 1.69          | 1.69          | 1.69           | 1.69           | 1.69           |
| 带来收入 (百万元)             |          |        |               | <u>87.70</u>  | <u>153.48</u> | <u>219.26</u>  | <u>219.26</u>  | <u>219.26</u>  |
| 熟馅类 (吨)                | 9867.09  |        |               | 3946.84       | 6906.96       | 9867.09        | 9867.09        | 9867.09        |
| 单价 (万元/吨)              | 1.45     |        |               | 1.45          | 1.45          | 1.45           | 1.45           | 1.45           |
| 带来收入 (百万元)             |          |        |               | <u>57.23</u>  | <u>100.15</u> | <u>143.07</u>  | <u>143.07</u>  | <u>143.07</u>  |
| <b>南京工厂收入 (百万元)</b>    |          |        |               | <b>232.43</b> | <b>406.76</b> | <b>581.08</b>  | <b>581.08</b>  | <b>581.08</b>  |
|                        | 满产时计划产能  | 2021 年 | 2022 年        | 2023 年        | 2024 年        | 2025 年         | 2026 年         | 2027 年         |
| <b>上海智能化厂房 - 生产负荷</b>  |          |        |               |               |               |                |                |                |
|                        |          | 0      | 40%           | 70%           | 100%          | 100%           | 100%           | 100%           |
| 包子类 (万个)               | 20800    |        | 8320          | 14560         | 20800         | 20800          | 20800          | 20800          |
| 单价 (元/个)               | 0.73     |        | 0.73          | 0.73          | 0.73          | 0.73           | 0.73           | 0.73           |
| 带来收入 (百万元)             |          |        | <u>60.74</u>  | <u>106.29</u> | <u>151.84</u> | <u>151.84</u>  | <u>151.84</u>  | <u>151.84</u>  |
| 馒头类 (万个)               | 48000    |        | 19200         | 33600         | 48000         | 48000          | 48000          | 48000          |
| 单价 (元/个)               | 0.54     |        | 0.54          | 0.54          | 0.54          | 0.54           | 0.54           | 0.54           |
| 带来收入 (百万元)             |          |        | <u>103.68</u> | <u>181.44</u> | <u>259.20</u> | <u>259.20</u>  | <u>259.20</u>  | <u>259.20</u>  |
| 饺子类 (万袋)               | 1058.07  |        | 423.23        | 740.65        | 1058.07       | 1058.07        | 1058.07        | 1058.07        |
| 单价 (元/袋)               | 10.53    |        | 10.53         | 10.53         | 10.53         | 10.53          | 10.53          | 10.53          |
| 带来收入 (百万元)             |          |        | <u>44.57</u>  | <u>77.99</u>  | <u>111.41</u> | <u>111.41</u>  | <u>111.41</u>  | <u>111.41</u>  |
| <b>上海智能化厂房收入 (百万元)</b> |          |        | <b>208.98</b> | <b>365.72</b> | <b>522.45</b> | <b>522.45</b>  | <b>522.45</b>  | <b>522.45</b>  |
| <b>新产能累积收入预测 (百万元)</b> |          |        | <b>208.98</b> | <b>598.15</b> | <b>929.21</b> | <b>1103.53</b> | <b>1103.53</b> | <b>1103.53</b> |

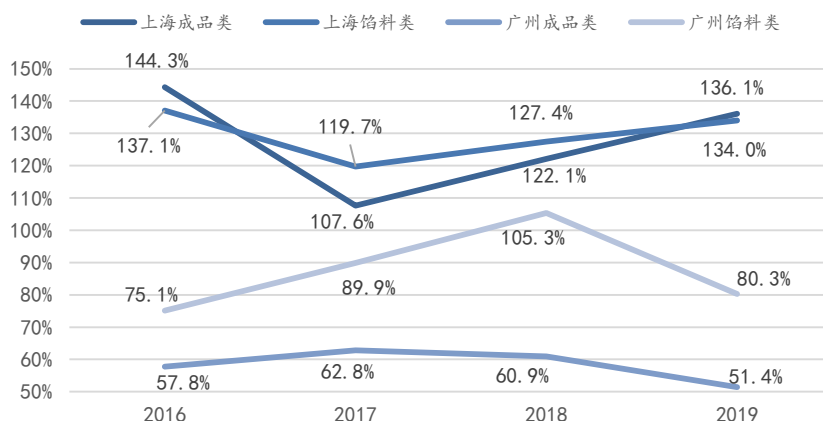
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

注：南京智能制造中心的投产节奏与各类产品单价取自公告《南京智能制造中心一期项目可行性研究报告》

上海智能化厂房的投产节奏参照南京智能制造中心，各产品单价取自招股说明书 2019 年加盟门店各产品单价

- ✓ 华南市场经过多年的市场培育，门店扩张速度开始提高，2017-2019 年门店数量保持同比 30% 以上的增速增长，广州工厂的馅料类产品在 2018 年已触及阶段性满产。公司在 2019 年起为广州工厂增加了超 40% 的产能(数据可参照表 12)，为未来持续高增长提供产能保障；华北市场的开拓随着 2019 年 12 月天津工厂的建成刚刚起步，产能利用率不高，目前仍处于市场调研与产品试错的阶段，公司对产品结构进行优化调整后，加盟门店数量与销售额都有望提升。我们预计未来两地门店数将保持快速增长，逐步实现规模效应。

图 20: 华东、华南中央工厂产能利用率存在较大差异



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测: 行业空间广阔, 跨区域发展受益集中度提升, 未来增长可期

### 假设前提: 新老地区业务扩张顺利, 门店数持续增长

我们的盈利预测基于以下假设条件

- ✓ 2020 年疫情公司业务正常开展有较大影响, 随着 2021 年公司在优势地区与新拓地区的业务持续扩张, 凭借 2020 年的疫情影响下的低基数, 预计公司 2020、2021、2022 年的营业收入增长率为-9.0%、28.9%、20.0%
- ✓ 公司在华东优势地区已经形成一定的规模效应, 随着后续华南、华北门店数的提升, 将逐步实现规模化生产, 预计公司未来三年营业成本/营业收入分别为 67.66%、66.83%、64.19%呈现缓慢下降趋势;
- ✓ 预计公司未来三年管理费用/营业收入约 6.5%, 与 2019 年基本持平;
- ✓ 公司为开拓新地区与推广新的配送到家业务, 预计公司未来三年销售费用/销售收入分别为 8.5%、8.5%、8.5%, 略低于 2019 年水平但仍维持较高水平;
- ✓ 预计公司未来三年所得税税率 25.0%, 与 2019 年基本持平。

### 未来 3 年盈利预测

表 17: 未来 3 年盈利预测表

|           | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1064 | 968   | 1248  | 1583  |
| 营业成本      | 712  | 655   | 834   | 1031  |
| 销售费用      | 96   | 82    | 106   | 135   |
| 管理费用      | 76   | 64    | 83    | 104   |
| 财务费用      | (16) | (12)  | (13)  | (17)  |
| 营业利润      | 189  | 172   | 230   | 318   |
| 利润总额      | 208  | 183   | 241   | 329   |
| 归属于母公司净利润 | 155  | 138   | 181   | 248   |
| EPS       | 0.83 | 0.56  | 0.73  | 1.00  |
| ROE       | 22%  | 16%   | 18%   | 19%   |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所假设

按上述假设条件，我们得到公司 20-22 年收入为 9.68/12.48/15.83 亿元，归属母公司净利润 1.38/1.81/2.48 亿元，利润年增速分别为-11%/32%/37%，每股收益年分别为 0.56/0.73/1.00 元（未考虑 2022 年外延并购公司并表情况）。

### 盈利预测情景分析

表 18：情景分析（乐观、中性、悲观）

|              | 2018   | 2019  | 2020E  | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| <b>乐观预测</b>  |        |       |        |       |       |
| 营业收入(百万元)    | 990    | 1,064 | 967    | 1,251 | 1,594 |
| (+/-%)       | 14.3%  | 7.4%  | -9.2%  | 29.5% | 27.3% |
| 净利润(百万元)     | 143    | 155   | 151    | 199   | 272   |
| (+/-%)       | 27.37% | 7.9%  | -2.6%  | 31.9% | 36.6% |
| 摊薄 EPS       | 0.77   | 0.83  | 0.61   | 0.80  | 1.09  |
| <b>中性的预测</b> |        |       |        |       |       |
| 营业收入(百万元)    | 990    | 1,064 | 968    | 1,248 | 1,583 |
| (+/-%)       | 14.3%  | 7.4%  | -9.0%  | 28.9% | 26.8% |
| 净利润(百万元)     | 143    | 155   | 138    | 181   | 248   |
| (+/-%)       | 27.37% | 7.9%  | -11.0% | 31.5% | 36.9% |
| 摊薄 EPS(元)    | 0.77   | 0.83  | 0.56   | 0.73  | 1.00  |
| <b>悲观的预测</b> |        |       |        |       |       |
| 营业收入(百万元)    | 990    | 1,064 | 970    | 1,245 | 1,572 |
| (+/-%)       | 14.3%  | 7.4%  | -8.8%  | 28.3% | 26.3% |
| 净利润(百万元)     | 143    | 155   | 125    | 164   | 225   |
| (+/-%)       | 27.37% | 7.9%  | -19.3% | 31.2% | 37.4% |
| 摊薄 EPS       | 0.77   | 0.83  | 0.50   | 0.66  | 0.91  |
| 总股本（百万股）     | -      | -     | 248    | 248   | 248   |

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 50.0-52.0 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.1%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 PE 作为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE、PS 进行修正，最终给予公司 2022 年 50-52 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

第一、加盟门店抵抗风险能力较差，加盟门店数量受外界影响波动较大，可能

导致门店扩张速度不及预期;

第二、新市场的开拓取决于公司产品结构与口味的调整进度,进展可能不及预期导致未来盈利增速放缓;

第三、行业竞争加剧,原材料的价格波动或带来产品毛利率下降。

### 经营风险

第一、中式面点食品的原材料在生产、包装、运输、储存环节中,如果控制不当,有可能出现微生物污染导致产品的变质等质量问题,引起安全事故,对公司品牌力造成重大影响;

第二、公司由于开辟新市场与推广新业务而使得费用支出超出预期的风险。新市场的开拓与新业务的推广会带来费用开支的大幅度增加,若控制不力,会对利润形成较大吞噬。

### 市场风险

第一、人力成本和门店租金成本上涨的风险。中式面点食品制造属于劳动密集型行业,人力成本占公司成本比重较高,受人力成本影响较大。同时门店租金的上涨直接影响加盟商的运营成本与盈利水平,对公司门店数量的扩张产生负面影响。

第二、原材料价格波动的风险。公司目前通过集中采购获得规模效应,从而帮助加盟门店在与当地早餐门店的竞争中获得成本优势。公司产品已经建立起高性价比的品牌形象,使得公司无法将原材料价格波动的风险向下游转移,存在毛利率下降的风险。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2019       | 2020E       | 2021E       | 2022E       | 利润表 (百万元)        | 2019       | 2020E      | 2021E      | 2022E      |
|------------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 现金及现金等价物         | 487        | 488         | 565         | 810         | 营业收入             | 1064       | 968        | 1248       | 1583       |
| 应收款项             | 48         | 42          | 51          | 61          | 营业成本             | 712        | 655        | 834        | 1031       |
| 存货净额             | 80         | 26          | 33          | 41          | 营业税金及附加          | 6          | 8          | 10         | 13         |
| 其他流动资产           | 10         | 10          | 12          | 16          | 销售费用             | 96         | 82         | 106        | 135        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>625</b> | <b>566</b>  | <b>662</b>  | <b>927</b>  | 管理费用             | 76         | 64         | 83         | 104        |
| 固定资产             | 261        | 434         | 593         | 642         | 财务费用             | (16)       | (12)       | (13)       | (17)       |
| 无形资产及其他          | 37         | 36          | 34          | 33          | 投资收益             | 0          | 1          | 1          | 1          |
| 投资性房地产           | 43         | 43          | 43          | 43          | 资产减值及公允价值变动      | 1          | 0          | 0          | 0          |
| 长期股权投资           | 0          | 0           | 0           | 0           | 其他收入             | (2)        | 0          | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>967</b> | <b>1079</b> | <b>1333</b> | <b>1646</b> | 营业利润             | 189        | 172        | 230        | 318        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0          | 0           | 0           | 0           | 营业外净收支           | 19         | 11         | 11         | 11         |
| 应付款项             | 93         | 84          | 106         | 131         | <b>利润总额</b>      | <b>208</b> | <b>183</b> | <b>241</b> | <b>329</b> |
| 其他流动负债           | 133        | 117         | 168         | 209         | 所得税费用            | 54         | 46         | 60         | 82         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>226</b> | <b>201</b>  | <b>274</b>  | <b>340</b>  | 少数股东损益           | (1)        | (1)        | (1)        | (1)        |
| 长期借款及应付债券        | 0          | 0           | 0           | 0           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>155</b> | <b>138</b> | <b>181</b> | <b>248</b> |
| 其他长期负债           | 25         | 25          | 25          | 25          |                  |            |            |            |            |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>25</b>  | <b>25</b>   | <b>25</b>   | <b>25</b>   |                  |            |            |            |            |
| <b>负债合计</b>      | <b>252</b> | <b>226</b>  | <b>300</b>  | <b>365</b>  |                  |            |            |            |            |
| 少数股东权益           | 1          | 0           | (1)         | (2)         |                  |            |            |            |            |
| 股东权益             | 715        | 853         | 1034        | 1282        |                  |            |            |            |            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>967</b> | <b>1079</b> | <b>1333</b> | <b>1646</b> |                  |            |            |            |            |

| 现金流量表 (百万元)    | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润            | 155         | 138          | 181          | 248          |
| 资产减值准备         | (0)         | 0            | 0            | 0            |
| 折旧摊销           | 22          | 29           | 42           | 52           |
| 公允价值变动损失       | (1)         | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用           | (16)        | (12)         | (13)         | (17)         |
| 营运资本变动         | (63)        | 35           | 55           | 45           |
| 其它             | (0)         | (1)          | (1)          | (1)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>112</b>  | <b>201</b>   | <b>278</b>   | <b>345</b>   |
| 资本开支           | (53)        | (200)        | (200)        | (100)        |
| 其它投资现金流        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(53)</b> | <b>(200)</b> | <b>(200)</b> | <b>(100)</b> |
| 权益性融资          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 负债净变化          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 支付股利、利息        | (33)        | 0            | 0            | 0            |
| 其它融资现金流        | 37          | 0            | 0            | 0            |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(30)</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>现金净变动</b>   | <b>29</b>   | <b>1</b>     | <b>78</b>    | <b>245</b>   |
| 货币资金的期初余额      | 458         | 487          | 488          | 565          |
| 货币资金的期末余额      | 487         | 488          | 565          | 810          |
| 企业自由现金流        | 35          | (17)         | 59           | 223          |
| 权益自由现金流        | 71          | (8)          | 69           | 235          |

| 关键财务与估值指标     | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.83 | 0.56  | 0.73  | 1.00  |
| 每股红利          | 0.18 | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 每股净资产         | 3.84 | 3.44  | 4.17  | 5.17  |
| ROIC          | 20%  | 17%   | 23%   | 29%   |
| ROE           | 22%  | 16%   | 18%   | 19%   |
| 毛利率           | 33%  | 32%   | 33%   | 35%   |
| EBIT Margin   | 16%  | 16%   | 17%   | 19%   |
| EBITDA Margin | 18%  | 19%   | 21%   | 22%   |
| 收入增长          | 7%   | -9%   | 29%   | 27%   |
| 净利润增长率        | 8%   | -11%  | 32%   | 37%   |
| 资产负债率         | 26%  | 21%   | 22%   | 22%   |
| 息率            | 0.4% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| P/E           | 51.1 | 76.5  | 58.2  | 42.5  |
| P/B           | 11.1 | 12.4  | 10.2  | 8.2   |
| EV/EBITDA     | 41.6 | 57.4  | 42.1  | 30.9  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本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。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032