巴比食品（605338.SH）

2021 年 05 月 04 日

中式早餐面点龙头，内生+外延双轮驱动扩张

——中小盘首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2021/4/30
当前股价(元)	36.16
一年最高最低(元)	56.67/15.26
总市值(亿元)	89.68
流通市值(亿元)	22.42
总股本(亿股)	2.48
流通股本(亿股)	0.62
近 3 个月换手率(%)	231.47

中小盘研究团队

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

丁旺（联系人）
dingwang@kysec.cn
证书编号：S0790120040007

● 早餐连锁品牌龙头，深耕中式面点赛道

巴比食品专注于中式早餐面点市场近二十年，凭借冷冻面团技术和“中央厨房+加盟店”的模式，解决了早餐行业难以标准化和规模化的痛点，迅速成长为中式早餐连锁品牌龙头。截至 2020 年，公司已有 3089 家加盟店，是当之无愧的“第一包子铺”。我们看好公司作为中式早餐面点行业龙头的发展前景，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.02/2.44/2.97 亿元，对应 EPS 为 0.81/0.98/1.20 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 44.5/36.7/30.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 早餐外食行业亟待整合，巴比食品“中央厨房+连锁店”标准化优势凸显

根据英敏特的数据，2020 年我国早餐外食市场规模达 7990 亿元，且预计未来五年 CAGR 达 6.4%。虽然早餐外食市场规模大且增速较快，但由于进入门槛低且缺乏规模效应，目前仍然以夫妻店等小作坊经营形式为主。在此背景下，巴比食品的“中央厨房+连锁店”模式优势凸显：（1）产品标准化生产，保障口味和品质的统一，易于建立规模效应；（2）原材料总部统一集采，更好地抵御价格波动风险；（3）总部赋能下加盟店在早餐高峰期服务能力更强且周转效率更高。从历史表现看，巴比食品加盟店投资回收期一般在 8-12 个月，单店盈利水平不亚于夫妻店且大幅降低了所需精力。

● 本地化+新业务改善单店模型加速开店，内生+外延扩张打造全国化网络

加盟店密度的提高不仅意味着规模的扩大，还有利于连锁品牌形成规模效应和提升品牌知名度。对于巴比食品而言，长期开店空间广阔且开店节奏有望加速：（1）大本营华东区域门店仍然主要集中在上海及周边城市，新产能投产后将支撑向上海周边以外城市扩张；（2）产品本地化创新能力提升，华南和华北市场门店开拓有望加速；（3）推出速冻米面等新业务，提升门店利用效率改善单店模型。除了内生增长，公司还开始积极尝试通过外延并购进军华中市场，加快打造全国化网络。另外，公司团餐业务处于快速增长阶段，团餐市场空间大但竞争格局分散，公司有望将产品、供应链和管理优势复制到团餐市场，打造长期发展的第二曲线。

● 风险提示： 产能扩张不及预期；开店进展不及预期；食品安全问题。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,064	975	1,239	1,495	1,811
YOY(%)	7.4	-8.4	27.1	20.6	21.1
归母净利润(百万元)	155	175	202	244	297
YOY(%)	7.9	13.4	14.9	21.1	21.6
毛利率(%)	33.1	27.9	28.5	28.6	28.8
净利率(%)	14.5	18.0	16.3	16.3	16.4
ROE(%)	21.5	10.7	11.2	12.1	12.9
EPS(摊薄/元)	0.62	0.71	0.81	0.98	1.20
P/E(倍)	58.0	51.1	44.5	36.7	30.2
P/B(倍)	12.5	5.5	5.0	4.4	3.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 二十载打造“第一包子铺”，扎根华东放眼全国 4
1.1、 中式早餐面点行业二十年老店，品牌形象与时俱进 4
1.2、 专注中式面点产品，加盟模式扎根华东放眼全国 5
1.3、 收入和利润稳健增长，盈利能力优异 7
2、 早餐外食行业规模大但亟待整合，巴比食品“中央厨房+连锁店”标准化优势凸显 8
2.1、 早餐行业规模庞大，城镇化推动早餐外食需求不断增长 8
2.2、 早餐市场亟待整合，品牌连锁化大势所趋 9
2.3、 巴比食品“中央厨房+连锁门店”标准化优势凸显，单店模型出众 11
2.3.1、 技术突破支撑标准化生产，巴比以“中央厨房+连锁门店”模式解决行业痛点 11
2.3.2、 信息化布局提升管理效率，规模化生产支撑高盈利能力 12
2.3.3、 终端单店模型出众，总部赋能连锁门店扩张 13
3、 本地化+新业务改善单店模型加速开店，内生+外延扩张打造全国化网络 15
3.1、 华东优势区域开店空间大，新产能将加速门店扩张 15
3.1.1、 目前华东腹地门店以上海及周边为主，向外扩张空间大 15
3.1.2、 募资建厂突破产能瓶颈，有望支撑华东区域门店加速扩张 17
3.2、 本地化创新+到家新业务，单店模型改善提升开店积极性 18
3.2.1、 早餐市场具有较强地域属性，巴比食品通过本地化创新开拓新市场 18
3.2.2、 推出速冻米面业务，提升门店利用效率改善单店模型 18
3.3、 团餐业务高速增长，打造第二成长曲线 20
3.4、 以外延并购进军华中，加速开拓全国市场 21
4、 盈利预测与估值 22
5、 风险提示 23
附：财务预测摘要 24

图表目录

图 1: 巴比食品的历史沿革 4
图 2: 巴比食品多措并举维持品牌活力 5
图 3: 巴比食品产品矩阵较为丰富 5
图 4: 面点和馅料是巴比食品主要收入来源 6
图 5: 巴比食品收入以加盟为主，直营和团餐销售为辅 6
图 6: 巴比食品门店数量稳步增长 6
图 7: 巴比食品以华东为基础向华南和华北扩张 7
图 8: 巴比食品营收稳步增长 7
图 9: 巴比食品归母净利润快速增长 7
图 10: 巴比食品净利率领先 8
图 11: 巴比食品 ROE 领先 8
图 12: 我国早餐市场预计规模大 8
图 13: 早餐外食市场的预计增速更快 8
图 14: 外食早餐的消费频次较高 9
图 15: 时间不够是影响居民选择早餐的重要因素 9
图 16: 消费者偏好包子鸡蛋等中式早餐 9
图 17: 我国城镇化率持续提高 9

图 18: 中国餐饮连锁化空间广阔 10
图 19: 餐饮业原材料、人力成本占比不断上升（2019 年） 11
图 20: 巴比食品通过技术创新解决行业三大痛点 12
图 21: 直接材料是公司的主要成本 12
图 22: 巴比食品原材料中肉类冻品占比高 12
图 23: 公司期间费用较为稳定 13
图 24: 公司的净利率持续提升 13
图 25: 公司通过 SAP 系统加强对加盟体系的管控 13
图 26: 巴比食品早餐业态对存货周转率的要求明显更高 13
图 27: 巴比门店扶持力度不减 15
图 28: 巴比食品门店仍然主要集中在上海周边城市 16
图 29: 巴比食品在上海中外环区域门店密度更高 16
图 30: 巴比门店数相对卤味连锁龙头数量较低（2020 年） 17
图 31: 巴比食品为适应华南市场推出的叉烧包 18
图 32: 巴比食品在华南和华北地区拓店速度较快 18
图 33: 方便购买是消费者购买速冻食品的首要考虑因素 19
图 34: 巴比推出短保锁鲜产品 19
图 35: 巴比食品推出差异化速冻米面到家业务 20
图 36: 团餐市场规模大 21
图 37: 团餐市场集中度低 21
图 38: 巴比食品团餐业务高速增长 21
图 39: 巴比食品团餐合作伙伴包含众多知名机构 21

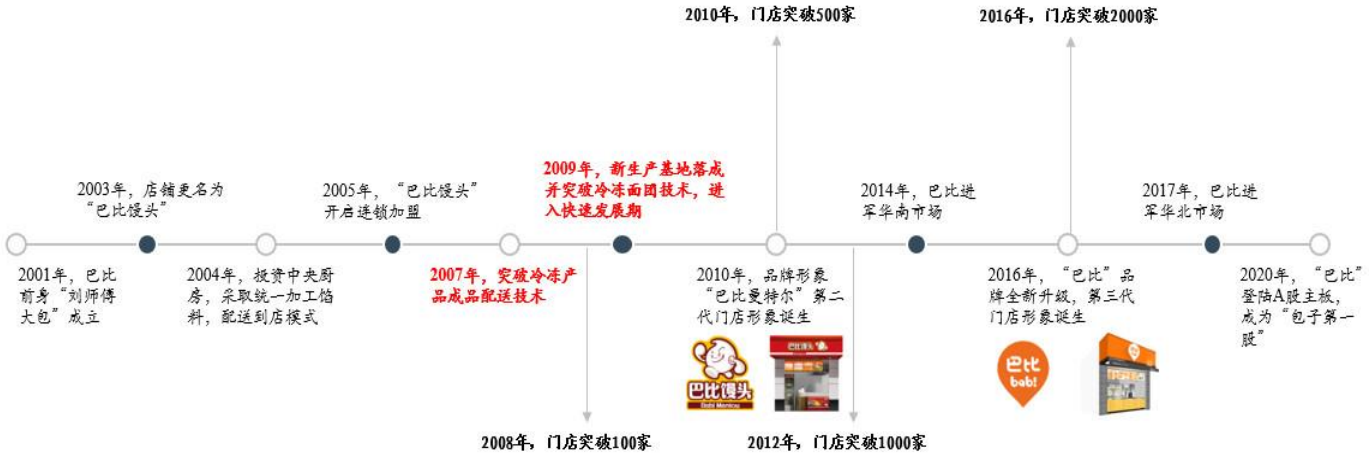
表 1: 早餐行业三大经营模式对比 9
表 1: 巴比食品单店模型（以 20 平米的夫妻老婆店为例） 14
表 2: 江苏和浙江区域巴比食品潜在门店数量测算 16
表 3: 巴比食品在华东地区存在明显产能瓶颈 17
表 4: 巴比食品 IPO 募集资金用于扩大华东产能 18
表 5: 巴比食品与目标公司签订的收购条件 21
表 6: 同业公司估值对比（亿元、元/股） 23

1、 二十载打造“第一包子铺”，扎根华东放眼全国

1.1、 中式早餐面点行业二十年老店，品牌形象与时俱进

巴比食品专注中式早餐面点近二十年，成功打造“第一包子铺”。公司前身为创始人刘会平开设在南京路的“刘师傅大包”早餐店，2003 年包子铺更名为巴比馒头。2004 年，巴比馒头投资兴建包子厂，启用中央厨房统一加工馅料，配送到店的模式经营。2005 年，公司全面启动“巴比馒头”连锁加盟模式，并于 2008 年突破百家门店，初步形成品牌规模。截至 2019 年底，巴比食品终端门店已达 2915 家，并于 2020 年 10 月登陆 A 股主板，成为当之无愧的“第一包子铺”。

图1：巴比食品的历史沿革



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

形象、产品、文化等多维度发力，老品牌持续焕发新活力。巴比食品虽然是诞生在传统中式早餐面点行业的老品牌，但其始终非常重视对消费潮流的把握，使其品牌形象总能与时俱进：（1）形象方面，巴比食品终端门店已历经三次大的系统性升级，营造高端时尚的早餐品牌形象；（2）产品方面，巴比食品依托强大的产品研发能力，快速捕捉消费热点，此前推出的创新产品小龙虾包子和螺蛳粉水饺等迅速成为网红爆品，有效地扩大了巴比食品的品牌知名度；（3）文化方面，公司推出了巴比小象和巴比创业园，为消费者提供参观工业园区和 DIY 面点服务，提升消费者对于巴比品牌的信任度的同时，也促进了巴比的文化传播。

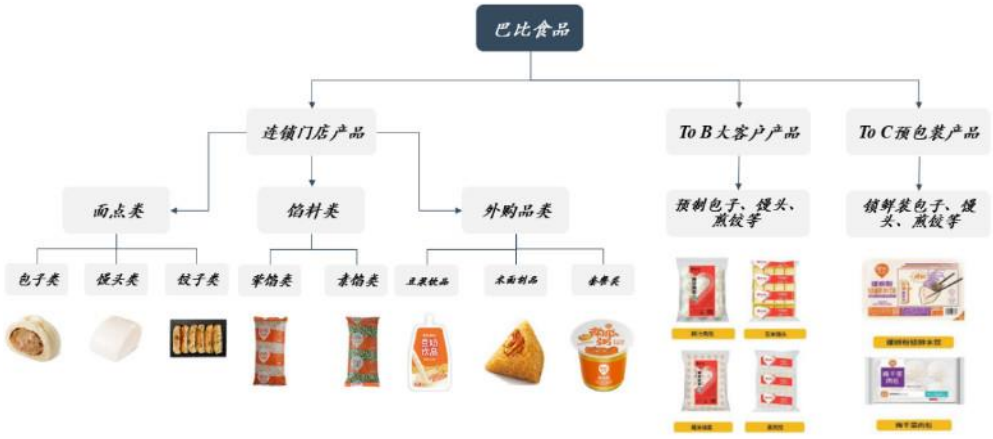
图2：巴比食品多措并举维持品牌活力

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.2、 专注中式面点产品，加盟模式扎根华东放眼全国

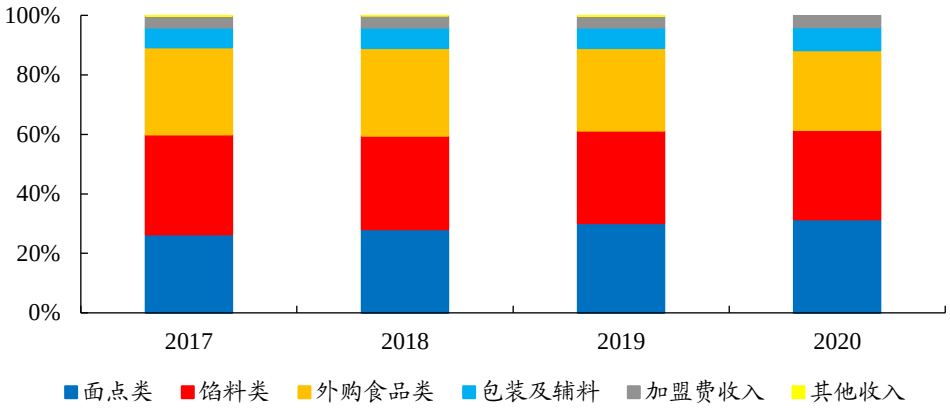
巴比食品专注于中式面点类产品生产，通过外购丰富产品矩阵。公司的主要产品可分为面点系列产品、馅料系列产品以及外部采购系列产品，具体包括包子、馒头、粗粮点心、馅料以及粥品饮品等百余种中式面点。巴比食品深耕于中式面点领域，2020年来自包子、馒头、饺子等面点产品及其馅料的收入占比达61.5%。另外，公司还通过外购豆浆饮品、米面制品等产品的方式，丰富终端门店的产品矩阵，2020年此部分品类收入占比为26.8%。

图3：巴比食品产品矩阵较为丰富



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

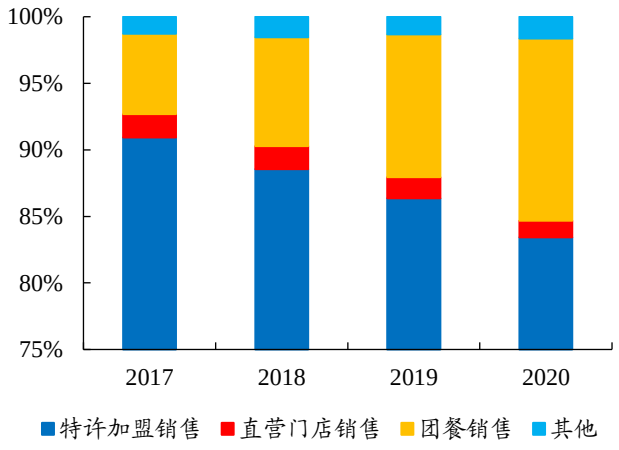
图4：面点和馅料是巴比食品主要收入来源



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

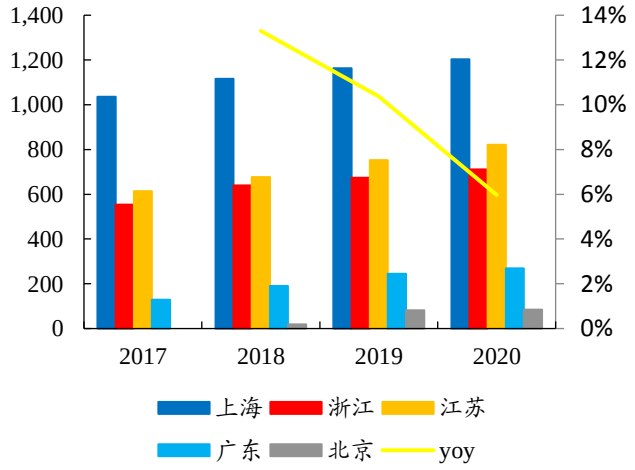
以特许加盟模式为主，立足华东放眼全国。2020 年，公司来自特许加盟销售收入的占比为 83.42%，来自直营门店和团餐销售的收入占比分别为 1.27%和 13.67%,团餐业务占比提升，特许加盟业务略有下滑。公司加盟店数量则从 2017 年的 2331 家稳步增长至 2020 年的 3089 家。销售区域上，以上海为中心的长三角区域是公司目前的主要市场，贡献了公司 90%以上的收入。此外，公司已在上海以外的广州、天津等地建立了食品加工生产基地，并以此为基础开始向华南和华北扩张，2020 年华南和华北收入占比分别为 7.13%和 1.48%。

图5：巴比食品收入以加盟为主，直营和团餐销售为辅



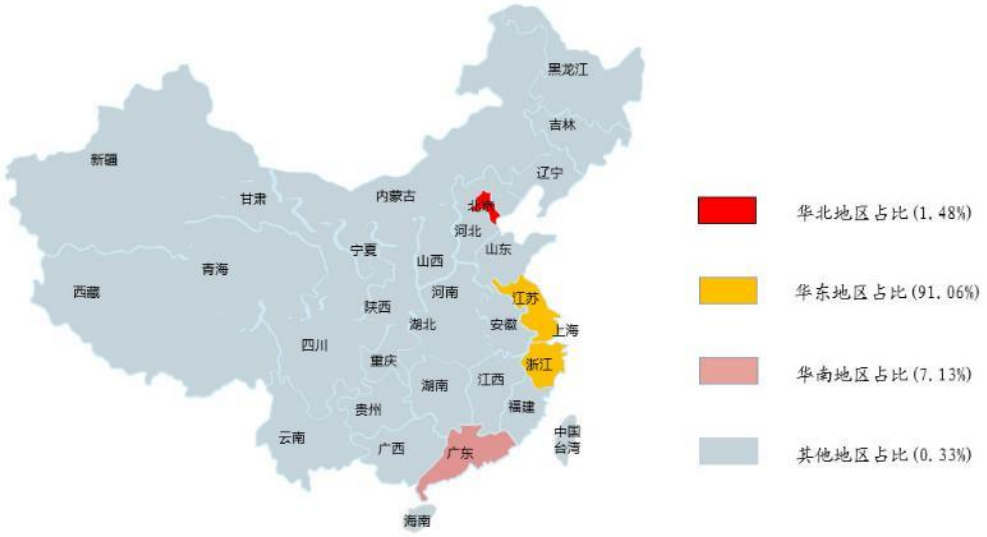
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：巴比食品门店数量稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：巴比食品以华东为基础向华南和华北扩张

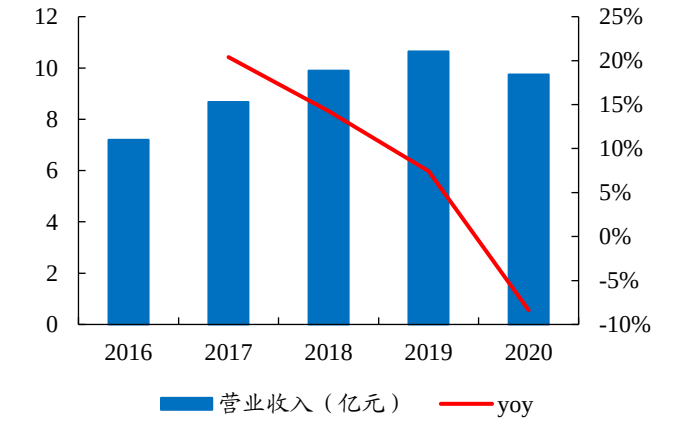


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.3、 收入和利润稳健增长，盈利能力优异

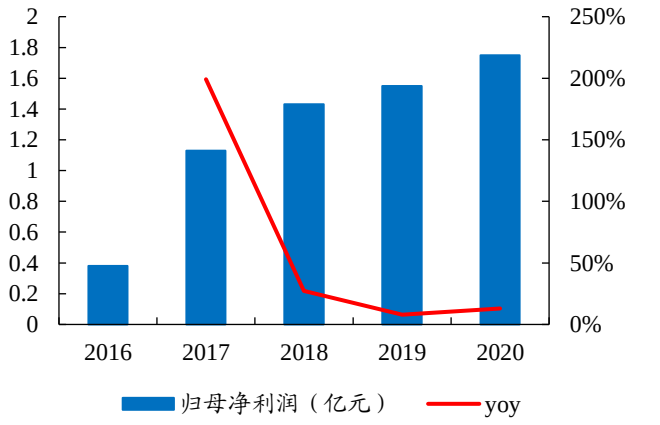
过去几年巴比食品的营收和净利润保持较快增长，疫情等短期影响不改中长期成长性。2016-2020 年，巴比食品营收和归母净利润 CAGR 分别达 7.87%、46.49%，业绩呈现较高的增长态势。2020 年，公司一方面在上市前采取较为保守的扩张策略，另一方面受疫情等短期影响，业绩同比有所下滑，但随着疫情边际改善，自 2020 年三季度起，公司业务全面恢复，并超过 2019 年同期水平。随着短期影响的逐渐消退，巴比食品有望继续保持扩张态势。

图8：巴比食品营收稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

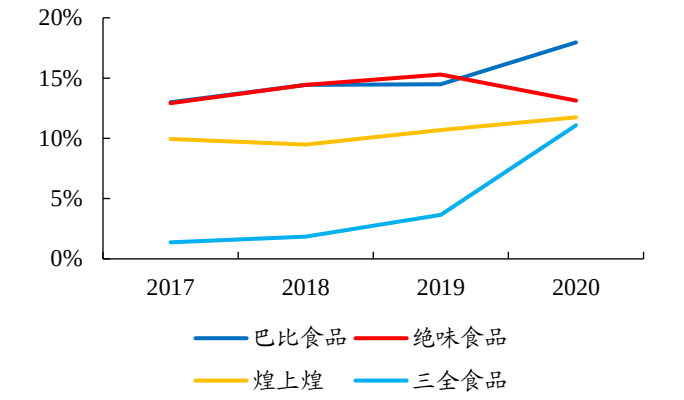
图9：巴比食品归母净利润快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

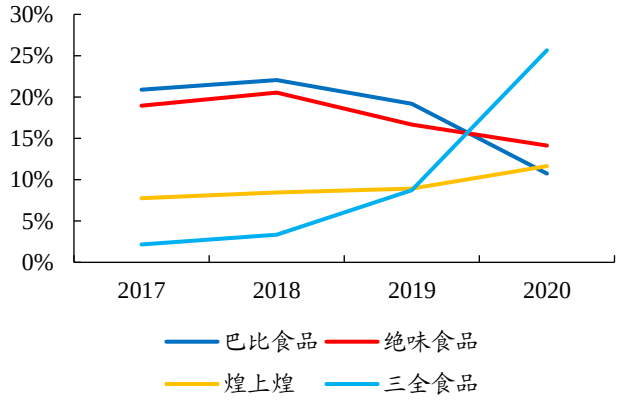
巴比食品盈利能力优异，净利率和 ROE 水平领先。2020 年，巴比食品净利率达 17.96%，ROE 为 10.73%。相比之下，同样采用中央厨房+加盟连锁店模式的卤制品龙头绝味食品和煌上煌的 2020 年净利率分别为 13.12%和 11.74%，ROE 为 14.12%和 11.64%。巴比食品以往 ROE 中枢在 20%，本年度主要因疫情导致周转率下降，所以 ROE 整体较低。

图10：巴比食品净利率领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：巴比食品 ROE 领先



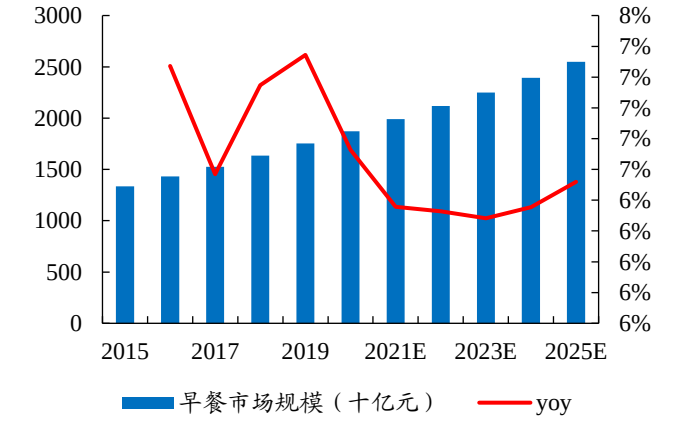
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 早餐外食行业规模大但亟待整合，巴比食品“中央厨房+连锁店”标准化优势凸显

2.1、 早餐行业规模庞大，城镇化推动早餐外食需求不断增长

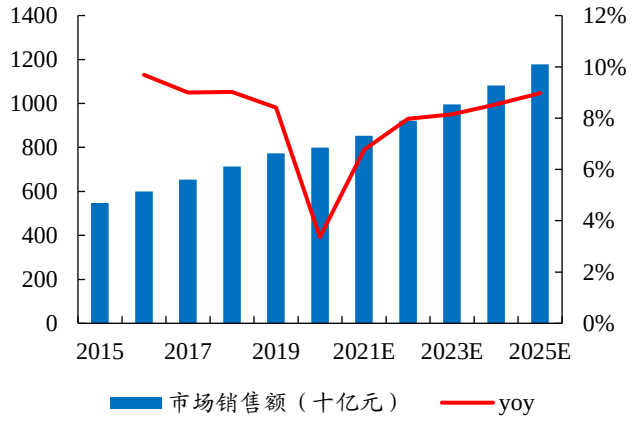
我国早餐行业市场规模大，城镇化水平的持续提高推动早餐外食需求的增长。根据英敏特的数据，2020 年我国早餐市场规模已达 1.87 万亿元，将于 2025 年达到 2.55 万亿元，预计未来五年 CAGR 达 6.4%。其中，2020 年早餐外食市场规模为 7990 亿元，占比达 42.6%。影响消费者早餐选择的重要因素为就餐时间，随着我国城镇化水平的持续提升，城市年轻白领等群体基数扩大，推动外食市场增速高于早餐行业整体增速。2015 至 2019 年，早餐外食市场 CAGR 为 9.03%，同期早餐整体市场 CAGR 为 7.08%。从消费品类来看，蛋白类和蒸制包子类产品最受消费者青睐，此类产品可同时满足消费者便捷速食和营养健康两大需求，未来仍会是主流早餐消费品。

图12：我国早餐市场预计规模大



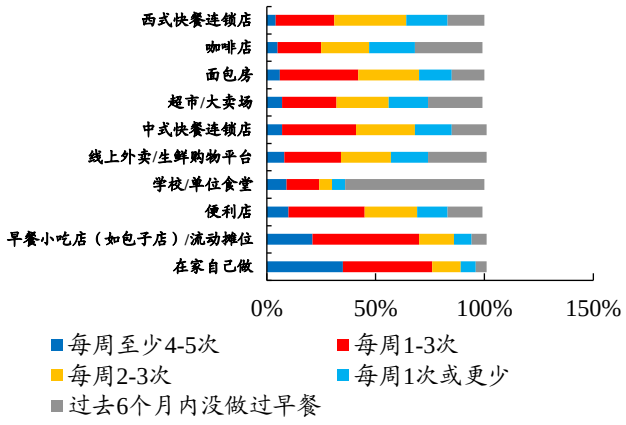
数据来源：英敏特、开源证券研究所

图13：早餐外食市场的预计增速更快



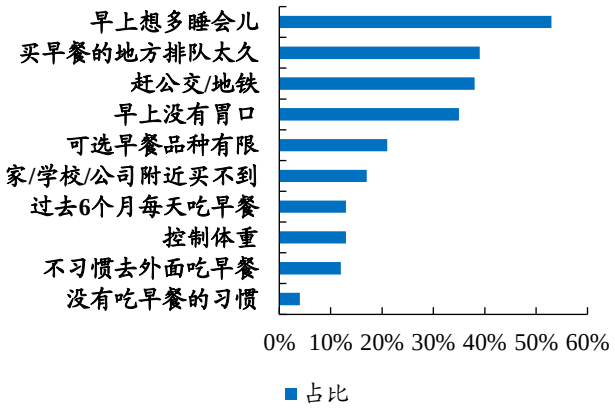
数据来源：英敏特、开源证券研究所

图14：外食早餐的消费频次较高



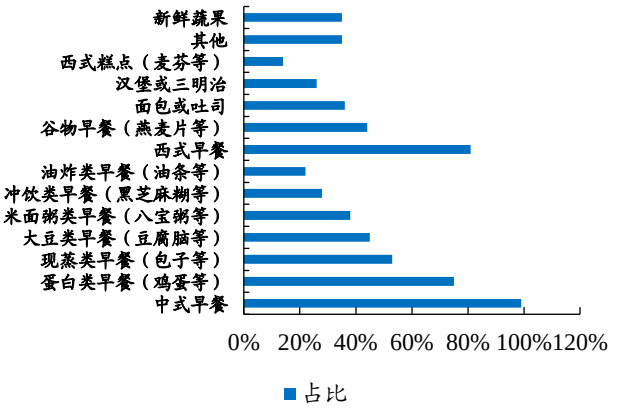
数据来源：英敏特、开源证券研究所

图15：时间不够是影响居民选择早餐的重要因素



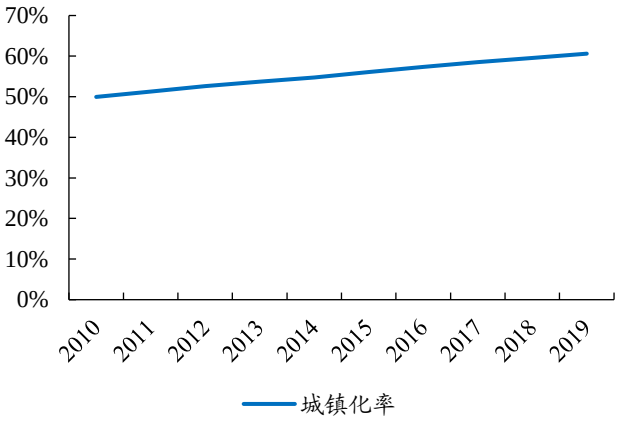
数据来源：英敏特、开源证券研究所

图16：消费者偏好包子鸡蛋等中式早餐



数据来源：英敏特、开源证券研究所

图17：我国城镇化率持续提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 早餐市场亟待整合，品牌连锁化大势所趋

早餐行业进入门槛低且缺乏规模效应，目前以夫妻店等小作坊经营形式为主。早餐业主要有小作坊经营、区域性经营和全国性连锁三大模式：（1）小作坊经营模式多为作坊式生产企业及个体经营者，大多用居家设备或者小型专业机器进行生产，具有销售网点松散、利润水平较低等问题；（2）区域性经营模式为初具规模和生产经验的中型企业主导，初步完成规模化生产和冷链配送的能力，但未能突破所属区域的地理限制；（3）全国连锁经营模式由知名企业操刀，这类企业已具备先进的生产基地和冷链配送系统，可实现全国内的标准化生产和销售。由于中式早餐行业进入门槛低，且早餐品类众多，标准化难度高，目前国内早餐行业仍以夫妻店等小作坊经营为主。2019 年，美国餐饮连锁化率为 54.3%，而国内仅 10.3%。与其它餐饮业态相同，国内早餐连锁化空间广阔。

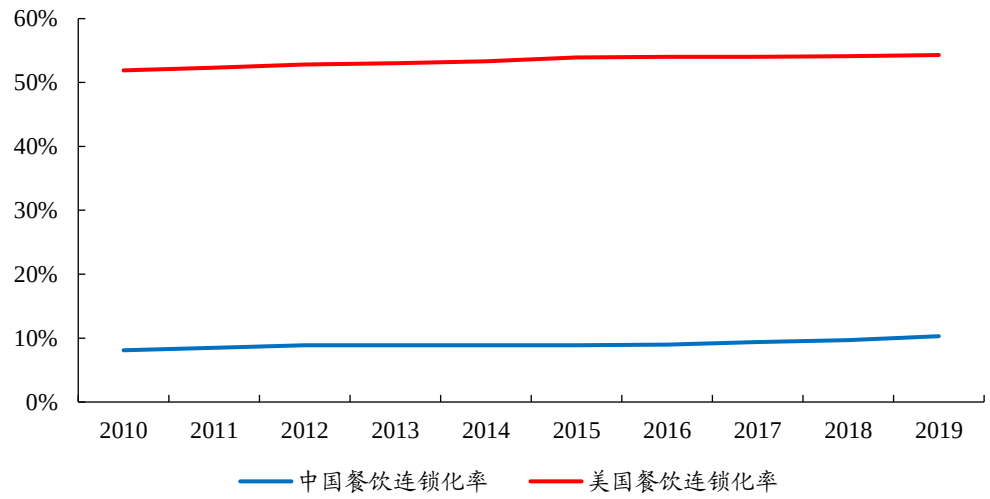
表1：早餐行业三大经营模式对比

经营模式	经营主体	生产设备	销售对象	特点
小作坊经营模式	作坊式生产企业及个体经营者	居家设备或者小型专业机器	就近销售给当地超市、农贸市场或者自设门店	销售区域受限、利润水平较低、产品品种单一、产

经营模式	经营主体	生产设备	销售对象	特点
				品品质控制能力差、品牌知名度低
区域性经营模式	中等规模的加工企业	部分采用专业机器设备	突破供应半径的限制，拓展至邻近区域	集中加工生产，但规模化产能有限；基本实现“冷链”物流配送；区域内有一定品牌影响力
全国连锁经营模式	全国知名企业	先进生产基地	全国化销售	工艺水平先进、产能产量较大、产品品种丰富、食品安全管理体系较完善；可有效复制业务；实现规模生产、统一配送，全程冷链物流配送

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

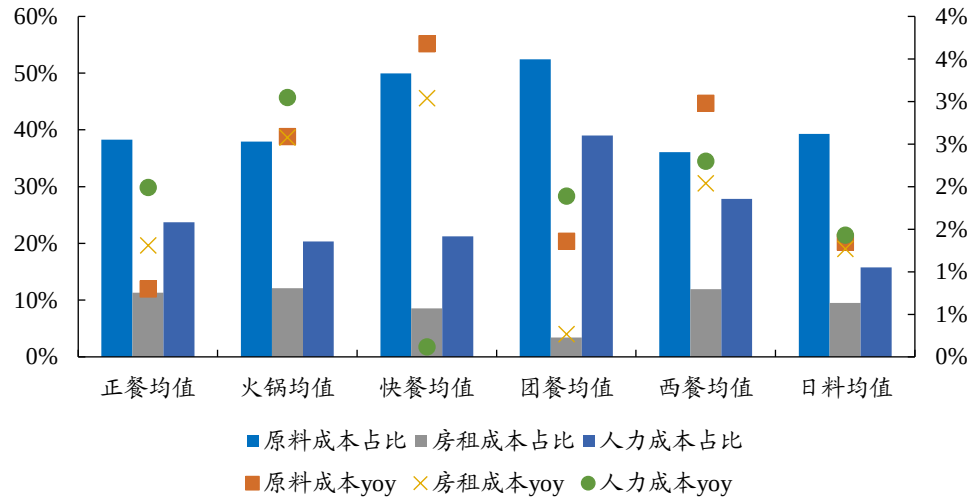
图18：中国餐饮连锁化空间广阔



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

餐饮业原材料和人力等成本持续上升，从海底捞和太二的经验看，品牌连锁化有望借助规模效应抵御价格波动。餐饮业的主要成本为原材料和人力成本，2019 年正餐的平均原材料和人工成本占比分别达 38.26%和 23.70%。从不同的餐饮业态看，原材料和人力均是最主要的成本来源。例如，根据英敏特的数据，2019 年正餐的原材料和人力成本占比平均为 38.26%和 23.70%，火锅的原材料和人力成本占比平均为 37.94%和 20.36%，合计成本占比均接近 60%。但从这两大业态的经验看，连锁化企业在成本的把控方面具有明显的优势。

图19：餐饮业原材料、人力成本占比不断上升（2019 年）



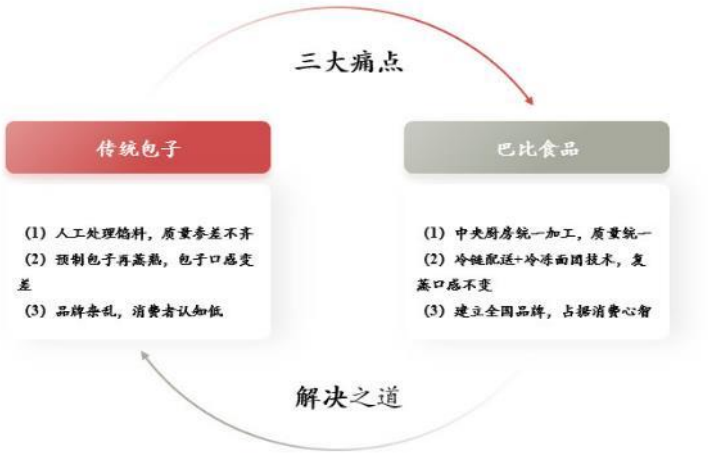
数据来源：英敏特、开源证券研究所

2.3、 巴比食品“中央厨房+连锁门店”标准化优势凸显，单店模型出众

2.3.1、 技术突破支撑标准化生产，巴比以“中央厨房+连锁门店”模式解决行业痛点

冷冻面团的技术突破搭配中央厨房的标准化生产，巴比食品从包子大单品入手解决行业痛点，跑通加盟连锁模式。包子行业以往存在三大难题：（1）人工处理馅料受众多变量影响，成品质量难以控制；（2）预先制作的冷冻包子蒸制后通常出现面皮发醒和汤汁流失等问题，严重影响口感；（3）传统包子店鱼龙混杂，消费者对此类包子店无法形成品牌认知，消费者粘性低。从生产端看，2004 年巴比食品通过中央厨房统一加工馅料的方式，解决了人工馅料质量不一的问题，实现标准化生产；2007 年和 2009 年巴比分别突破冷冻成品配送和冷冻面团技术（**将制作成型的包子在发酵一定程度后立即放入冷库进行储藏，汤汁仍处于冻结状态，部分酵母菌也处于冷冻休眠状态，在配送到门店后无需解冻立即进行蒸制**），使得配送至门店的冷冻包子蒸熟后的口感与现制的保持一致。从销售端看，受益于统一的门头招牌和标准化的产品，巴比食品在线下迅速扩张门店，强化了消费者对巴比品牌的认知。早餐外食市场是确定性极强的赛道，其中的蛋白类和蒸制包子类产品最受消费者青睐，巴比食品的毛利率常年保持在 30%以上，净利润率在 15%以上，领先于行业水平。我们认为巴比食品作为国内第一家上市的连锁早餐品牌，可利用先发和资本优势，进一步扩张产能和吞并中小品牌，巩固品牌连锁化红利。

图20：巴比食品通过技术创新解决行业三大痛点

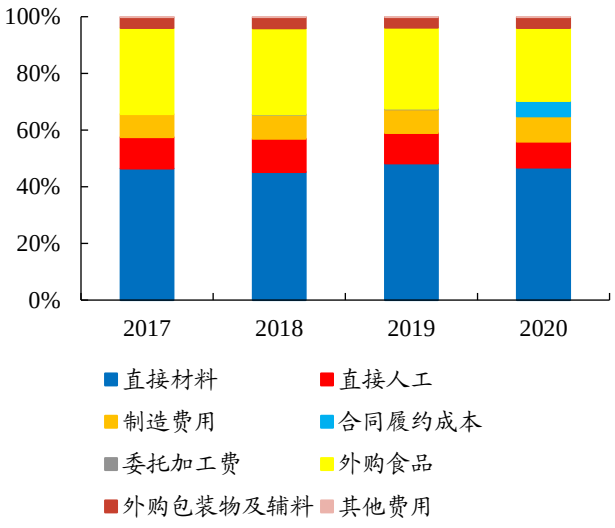


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.3.2、信息化布局提升管理效率，规模化生产支撑高盈利能力

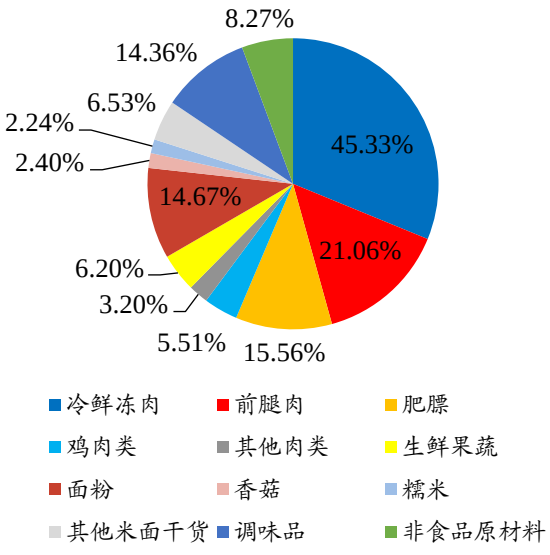
连锁模式下原材料由总部统一集采，在成本管控方面具有一定规模优势。原材料是公司最主要的营业成本，2020 年直接材料成本占主营业务成本的 46.82%。其中，冷鲜冻肉又是最主要的原材料成本，2020 年占原材料成本的比重高达 45.33%。由于冻肉的供给相比生猪更为稳定，且巴比食品总部集中采购相对单一门店采购具有一定的规模优势，因此公司的经营成本也相对稳定。2017-2019 年，巴比食品毛利率始终维持在 30%以上，由于会计政策变更及疫情等的影响，2020 年公司的毛利率降至 27.4%。而 2017-2020 年巴比食品的净利率则呈现稳步提升态势，2020 年净利率升至 17.96%。

图21：直接材料是公司的主要成本



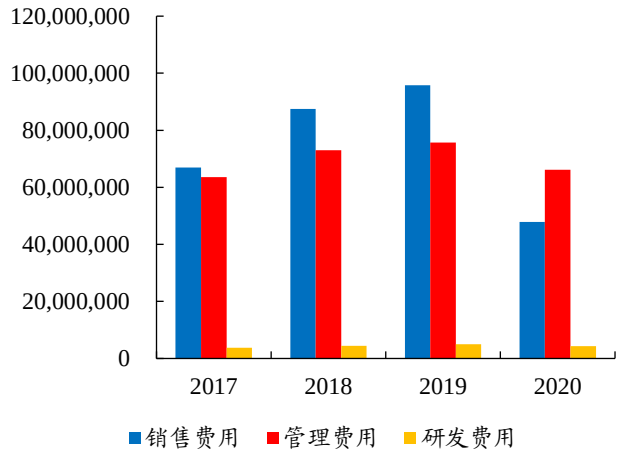
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：巴比食品原材料中肉类冻品占比高



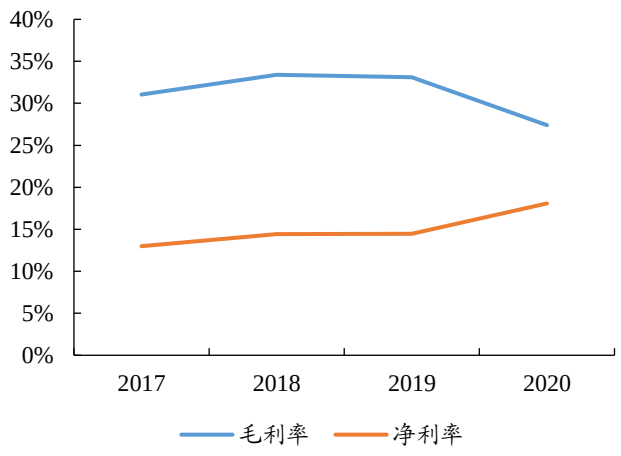
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：公司期间费用较为稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：公司的净利率持续提升



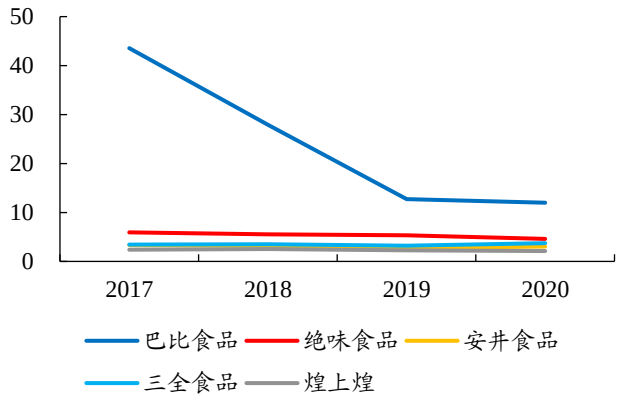
数据来源：公司公告、开源证券研究所

早餐面点具有明显的高频消费属性，且全天的消费高峰非常集中，巴比食品通过标准化产品和高度信息化系统提升加盟体系运营效率和门店在高峰期服务能力。2020 年巴比食品的存货周转率为 11.98 倍，同为连锁模式的绝味和煌上煌仅为 4.59 倍和 2.12 倍，主要因为以包子为代表的早餐类产品具有更明显的短保速销的特征。这对连锁加盟体系的运营效率提出了更高的要求。对此，巴比食品较早在加盟体系内推广 SAP 系统，各门店需在指定时间前向公司发送次日产品订单，公司通过 SAP 系统汇总订单后统一安排生产，通过以销定产的模式提高周转效率和盈利能力，同时也实现了对加盟体系的强掌控力。早餐外食市场的另一大鲜明特点是绝大部分客流集中在上午 7 点到 10 点 30 分的时间内，这对门店高峰时间的服务能力提出了很高的要求。而巴比食品的门店大多可以直接将总部生产的成品包子蒸熟或者经过简单的再加工后蒸熟即可销售，使得高峰时期门店的生产效率得到显著的提高。

图25：公司通过 SAP 系统加强对加盟体系的管控

资料来源：公司公告

图26：巴比食品早餐业态对存货周转率的要求明显更高



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

2.3.3、 终端单店模型出众，总部赋能连锁门店扩张

巴比食品加盟店投资回收期较短，单店模型优质。我们预计 20 平方米的巴比食品加盟店的初始投资费用为 11-15 万元。其中，门店装修费用 3-5 万元、设备费用 3-7 万元、加盟费 1.3 万元、培训费用 0.3 万元。收入方面，20 平米的夫妻老婆店日均销售额约为 2500 元，假设其中现制现售产品收入占比 80%，毛利率约为 50-60%，销售成

品收入占比 20%，毛利率为 40%-50%。在此主要假设基础上，预计一般情况下巴比食品新增加盟店单月盈利可达 1.8-2 万元，投资回收期为 1 年左右。若在学校等黄金地段，投资回收期可缩短至 8 个月左右。可见，巴比食品加盟店的投资回收期较短，单店模型较为优质。

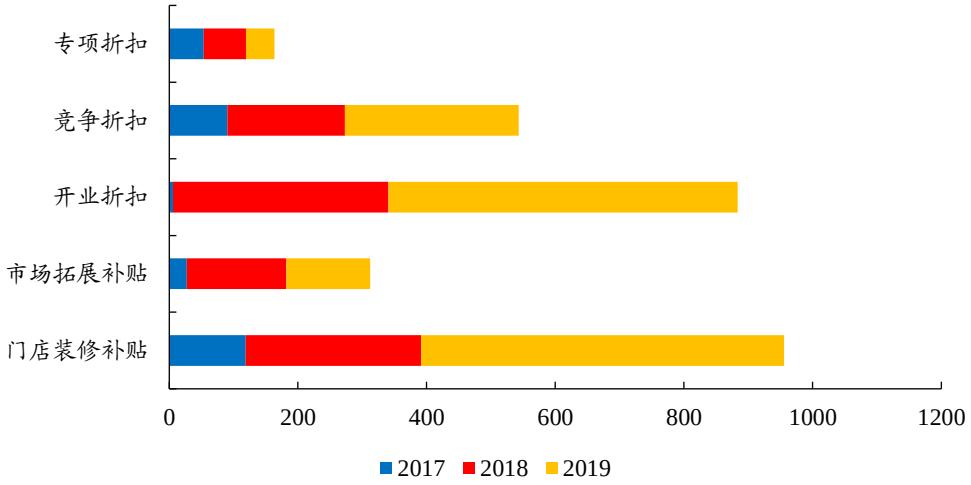
表1：巴比食品单店模型（以 20 平米的夫妻老婆店为例）

加盟费用分析	
费用项目	费用标准（万元）
加盟费	1.28
保证金	3
门店装修	2-4
门头招牌费	1.2-1.8
设备费	3-7
培训费	0.3
其他费用	0.5
总投资额	**11-15**
投资盈利分析	
日销售营业额	0.25-0.3
门店销售平均毛利率	50%
日销售营业额毛利润	0.125-0.15
月销售营业额毛利润	3.75-4.5
租金成本	0.5
人工成本(2-3 名员工)	1-1.5
水、电、煤费用	0.2
产品包装费	0.05
其他杂项费（配送、损耗等）	0.15
巴比经营管理费	0.05
月纯利	**1.8**
投资回报周期	**8-12 月**

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

门店扶持力度不减，巴比持续赋能加盟商。公司对加盟商的扶持政策主要包括补贴政策和折扣政策两大类。补贴政策包括门店装修补贴与市场拓展补贴：（1）公司基于品牌形象推广需要，对新老加盟店进行门店升级改造，免费提供门头招牌、菜单牌等装修物料；（2）公司基于市场营销拓展需要，给予特定区域（主要为苏州、嘉兴、北京等区域）的新加盟门店营销补贴。折扣政策包括开业折扣、专项折扣与竞争折扣：（1）开业折扣指公司对新加盟开业或重新装修开业的加盟店的货款折扣，主要针对华北、华南区域市场；（2）竞争折扣指公司对经营业绩欠佳或同销售区域内存在竞争对手的加盟店给予一定折扣；（3）专项折扣指公司为推广新上市商品、时令性商品等，给予加盟店一定折扣。

图27：巴比门店扶持力度不减



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

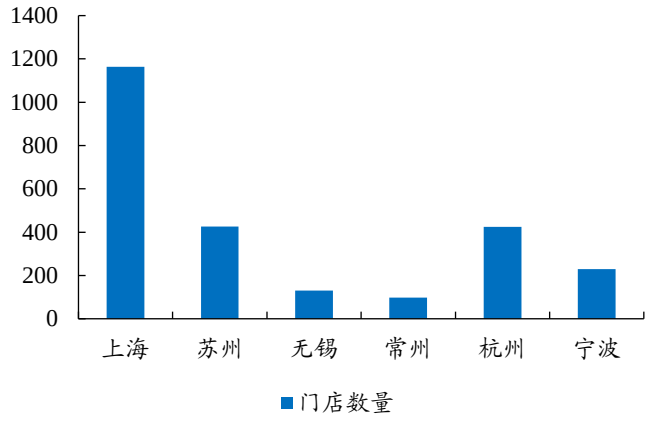
3、 本地化+新业务改善单店模型加速开店，内生+外延扩张打造全国化网络

3.1、 华东优势区域开店空间大，新产能将加速门店扩张

3.1.1、 目前华东腹地门店以上海及周边为主，向外扩张空间大

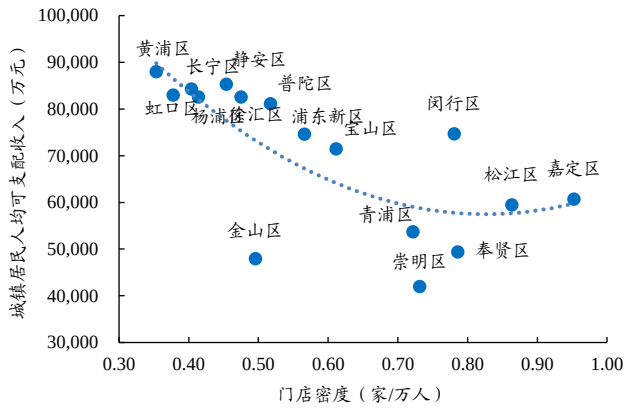
门店扩张稳步进行，大本营华东地区空间远未见顶。虽然公司以上海起家并在江浙沪地区经营多年，但目前门店仍然主要集中在上海及周边少数城市，在江浙沪的外围城市布局很少。而从上海市的门店发展状况看，虽然公司最早从黄浦区等上海市内环城区起家，但经过较长时间的发展后，嘉定、松江等外环区域门店密度已大幅领先内环。一个合理的解释是，上海中外环区域生活成本更低，外来人口比例更高，其中多为上班通勤时间较长的年轻人，包子馒头等大众化便捷化且单价较低的早餐品类与这部分群体的需求高度吻合。因此我们看到，在城镇居民年人均可支配收入低于 7 万元的区域，巴比食品门店密度随收入的提高而提升，但在人均可支配收入高于 7 万元的区域，巴比食品门店密度则随收入的提高而降低。按此逻辑推演，上海周边城市以外的江浙沪区域同样存在着很大的门店拓展空间。随着巴比食品在松江和南京新建产能的逐步投产，在更强大的供应链支撑下，这些区域未来的潜在门店密度有望追赶上海及周边城市。因此，我们以目前江苏和浙江省内巴比食品发展最成熟的城市的门店密度作为基准，对两省的潜在开店空间进行测算，得到未来门店总量分别可达约 1800 和 1500 家。可见巴比食品在华东区域的开店空间远未见顶。

图28：巴比食品门店仍然主要集中在上海周边城市



数据来源：招股说明书、大众点评、开源证券研究所

图29：巴比食品在上海中外环区域门店密度更高



数据来源：大众点评、Wind、开源证券研究所

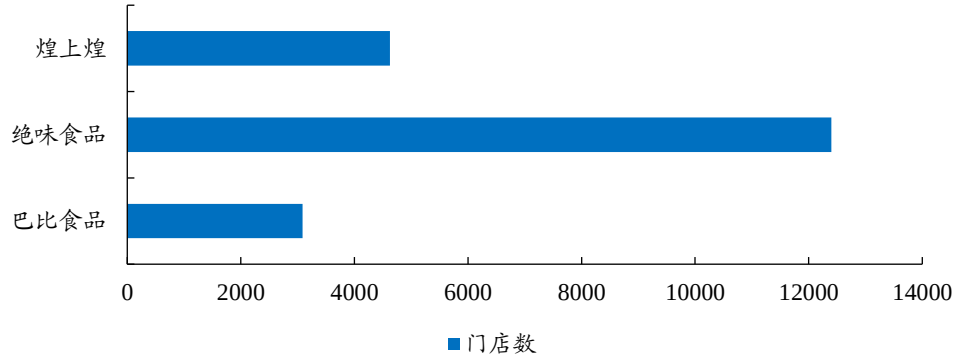
表2：江苏和浙江区域巴比食品潜在门店数量测算

地区	常住人口	现有门店数量	门店密度	假设门店密度空间	门店总量空间
江苏	**8070**	**821**	**0.10**	**0.22**	**1775**
苏州	1075	426	0.40	0.4	430
无锡	659	130	0.20	0.3	198
常州	473	97	0.21	0.3	142
南京	850	25	0.03	0.2	170
其他	5013	143	0.03	0.16	802
浙江	**5850**	**711**	**0.12**	**0.25**	**1463**
杭州	1036	425	0.41	0.45	466
宁波	854	229	0.27	0.32	273
其他	3960	57	0.01	0.18	713
合计					**3238**

数据来源：大众点评、Wind、开源证券研究所

门店密度的提高有利于连锁品牌形成规模效应和提升品牌知名度。早餐店的辐射范围一般为 500-800 米，品牌连锁店密度的提升有如下主要优点：（1）可提前卡位优质地段，挤占竞争对手的选址资源；（2）降低单店供应链成本，提升总部规模效应；（3）加盟店网络化，提升品牌知名度。截至 2019 年，卤制品加盟连锁龙头绝味食品和煌上煌分别已有近 10000 家和 4000 家门店，庞大的加盟网络显著提升了两者的规模效应和品牌声誉，使得马太效应持续增强。相比之下，巴比食品在华东腹地的门店数量还不足 3000 家，密度提升带来的规模效应有待进一步释放。

图30：巴比门店数相对卤味连锁龙头数量较低（2020 年）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1.2、 募资建厂突破产能瓶颈，有望支撑华东区域门店加速扩张

目前公司华东地区产能瓶颈明显，募投项目投产后有望加速华东市场扩张。截止至 2020 年末，公司在上海、广州和天津均布局了生产工厂，可辐射华东、华南和华中三大地区。2017 年开始上海工厂产能利用率均超过 100%，产能瓶颈是限制公司在华东区域扩张的重要因素。对此，公司本次 IPO 募资金额中，有 1.9 亿元用于建设上海松江区智能化厂房，3.0 亿元用于建设南京溧水区智能制造中心。根据公司披露的数据，至 2020 年，厂房主体工程完工，首批生产设备到位，计划于 2021 年 5 月份投产，投产后将有效缓解当前的产能瓶颈，上海智能化工厂可新增 20757 万个包子和 48350 万个馒头花卷的年生产能力，预计为公司每年增厚 5846.70 万元税后净利润。南京智能制造中心项目可新增 18550.31 万个包子馒头和 1154.29 万袋面点预包装产品的生产能力，同时增加 12973.7 吨生馅和 9877.09 吨熟馅的生产能力，预计每年为公司增厚净利润 6687.77 万元。

表3：巴比食品在华东地区存在明显产能瓶颈

	区域	种类	产量（吨）	标准产能（吨）	产能利用率
2020 年	上海中央工厂	面点类产品	29944.56	24507	122.19%
		馅料类产品	22627.89	19250	117.55%
	广州中央工厂	面点类产品	2224.67	10720	20.75%
		馅料类产品	1736.36	4963	34.99%
	天津中央工厂	面点类产品	185.49	8200	2.26%
		馅料类产品	637.31	3220	19.79%
2019 年	上海中央工厂	面点类产品	33341.55	24507	136.05%
		馅料类产品	25797.24	19250	134.01%
	广州中央工厂	面点类产品	2964.33	5764	51.43%
		馅料类产品	1965.21	2448	80.28%
	天津中央工厂	面点类产品	-	8200	-
		馅料类产品	59.13	3220	1.84%
2018 年	上海中央工厂	面点类产品	29922.18	24507	122.10%
		馅料类产品	24531.13	19250	127.43%
	广州中央工厂	面点类产品	2504.33	4112	60.90%
		馅料类产品	1695.36	1610	105.30%
2017 年	上海中央工厂	面点类产品	26372.91	24507	107.61%

		馅料类产品	23046.88	19250	119.72%
	广州中央工厂	面点类产品	2583.32	4112	62.82%
		馅料类产品	1447.03	1610	89.88%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表4：巴比食品 IPO 募集资金用于扩大华东产能

	项目建设期（年）	投资总额（万元）	新增产能	达产后年营收增加额（万元）	达产后年税后净利润(万元)	静态回收期（年）
上海智能化工厂	2	19,359	包子:20,757 万个 馒头花卷:48,350 万个	55,000	5,846.70	5.71
南京智能制造中心一期项目	2	30,281	包子馒头类产品:18,550.31 万个 面点类预包装产品：1,154.29 万袋 生馅:12,973.75 吨 熟馅:9,867.09 吨	58,000	6,.687.77	6.34

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 本地化创新+到家新业务，单店模型改善提升开店积极性

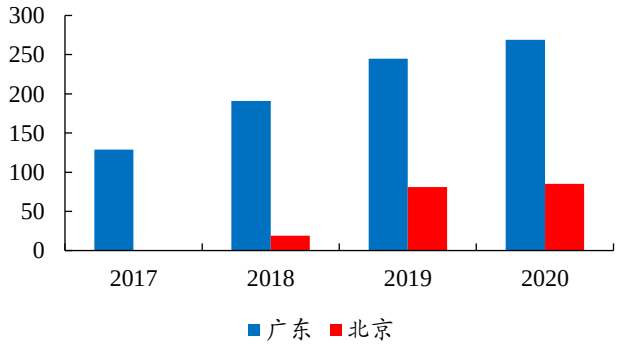
3.2.1、 早餐市场具有较强地域属性，巴比食品通过本地化创新开拓新市场

早餐市场具有较强的地域属性，巴比食品通过本地化创新加快新市场的发展。受各地气候、文化、经济发展水平等因素的影响，我国早餐市场呈现出较强的地域属性，这也是阻碍早餐连锁企业全国化扩张的重要原因。而巴比食品经过在广东等市场多年的尝试，深刻意识到提升本土化创新的能力，例如近年来在广东市场推出的特色叉烧包，获得了大量市场好评和认同。2017-2020 年，巴比食品在广东的门店数从 129 家增长至 269 家，在北京的门店数从 2018 年的 19 家提升至 85 家。随着本土化创新能力的持续提升，公司在华东以外市场的扩张有望加速。

图31：巴比食品为适应华南市场推出的叉烧包

资料来源：公司官网

图32：巴比食品在华南和华北地区拓店速度较快



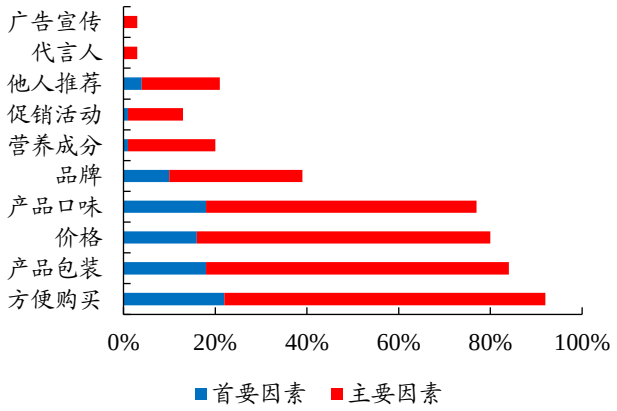
数据来源：招股说明书，开源证券研究所

3.2.2、 推出速冻米面业务，提升门店利用效率改善单店模型

巴比食品推出短保速冻米面产品搭配到家服务，通过开拓新业务提升门店利用效率，进一步改善单店模型。传统模式下，虽然巴比食品终端门店每天营业至下午 6 点左右，但绝大部分客流集中在上午 11 点之前，即门店的大部分产能处于闲置状态。为了提

升门店的利用效率，巴比食品开始尝试推出短保速冻米面产品，同时配合到家服务，以帮助门店创造新的收入来源。公司的速冻米面产品优势体现在三个方面：（1）购买方式更为灵活简便。便捷性是消费者购买速冻食品的主要因素之一。相较于三全、思念等品牌必须到商超购买，巴比的短保锁鲜产品既可在接近社区的加盟店内购买，也可以通过美团、饿了么、叮咚买菜等平台配送到家；（2）充分利用已有渠道，门店的边际渠道费用极低。三全、思念等速冻米面龙头主要依靠商场渠道销售，进场、陈列等费用高昂，而巴比食品利用终端门店作为前置仓，仅需为门店提供冰柜费用和服务费；（3）产品在新鲜度、健康性、便捷性三方面均优于传统速冻产品。新鲜度和健康性方面，巴比的产品主打“短保三十天”，依靠“-40℃-30℃急冻隧道”和工厂物流冷链运输，最大程度减少添加剂，保证食品的新鲜程度。便捷性方面，巴比的锁鲜包装采用独立分格，水饺、包子不会产生粘连，产品无需解冻，蒸、煮、煎均可，制作过程不超十分钟。目前提供短保锁鲜产品的巴比食品门店主要集中在上海外环线以内，尚未大面积铺开，但部分门店来自速冻米面的日销售额预计已达近 700 元。我们认为速冻米面业务可以有效利用早餐高峰外的营业时段创收，抬高单店收入，强化加盟商开店意愿。

图33：方便购买是消费者购买速冻食品的首要考虑因素



数据来源：英敏特、开源证券研究所

图34：巴比推出短保锁鲜产品

资料来源：公司官网

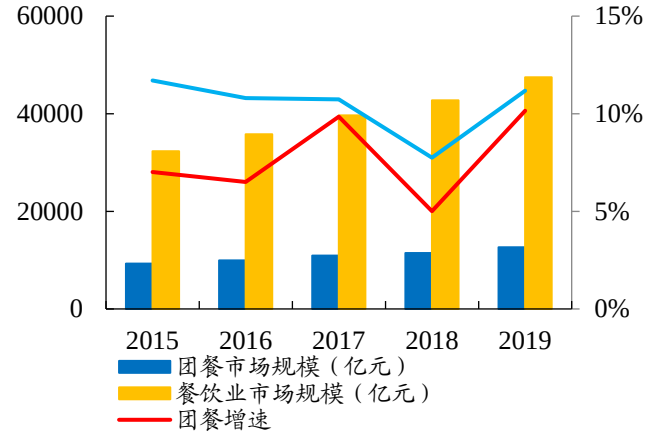
图35：巴比食品推出差异化速冻米面到家业务

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.3、 团餐业务高速增长，打造第二成长曲线

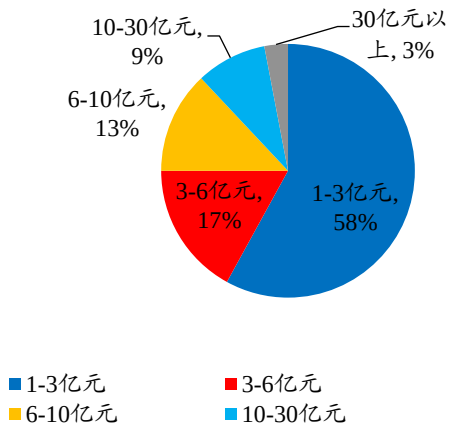
巴比食品团餐业务高速发展，有望打造公司第二成长曲线。当前国内团餐市场规模大且增速快，2019 年团餐市场规模约 1.2 万亿元，过去 8 年的 CAGR 达 10.84%。我们认为巴比开展团餐业务优势明显:（1）需求端来看，餐饮连锁店、各单位食堂对早餐食品的需求量越来越大，若自行制作加工早餐面点食品，人员和设备成本较大，而采购巴比生产的产品，不但大幅减少了餐饮方面的综合成本，也可灵活满足消费者的选择需求;（2）供给端来看，2017 年中国团餐企业数量超 10 万家，但行业内超 99%以上的企业年营收不足 1 亿元，只有占比 1%的团餐企业营收突破亿元大关，团餐市场集中度较低。我们认为，随着现代供应链管理、信息系统的加速渗透，未来团餐市场的集中度将大幅提升，巴比食品可将现有的产品、供应链和信息化管理优势复制到团餐市场，从而建立起较大的竞争优势。目前，巴比已成立团餐事业部，下属总经理室、中心客户部、大客户一部、大客户二部等 8 个部门，主要服务是工厂、企业、学校、医院、政府、餐饮、团餐市场等客户。巴比的团餐业务发展迅猛，先后与华东地区知名企业、学校、医院、连锁餐饮企业等 300 多家企业达成稳定合作。2017 至 2020 年，巴比食品团餐业务收入从 0.52 亿元增长至 1.33 亿元，占公司营收比例从 6.04%提升至 13.64%，且仍然保持高速增长，有望成为公司的第二成长曲线。

图36：团餐市场规模大



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

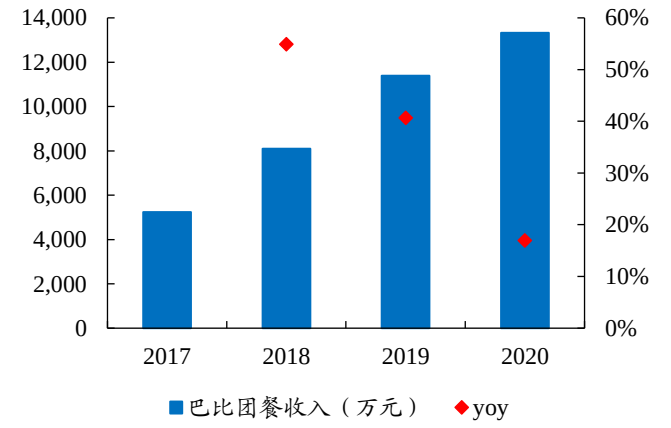
图37：团餐市场集中度低



数据来源：亿欧、开源证券研究所

注：99%团餐企业营收低于 1 亿元，图示为前 1%的团餐企业营收

图38：巴比食品团餐业务高速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图39：巴比食品团餐合作伙伴包含众多知名机构

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.4、 以外延并购进军华中，加速开拓全国市场

拟兼并华中知名早餐品牌，巴比食品试水外延扩张。2021 年 1 月，巴比食品公告与“好礼客”与“早宜点”两大华中知名早餐品牌签署《投资合作协议》，约定由交易对方设立目标公司，目标公司正式运营满 12 个月后，若满足门店数量、销售额、扣非净利润等相应条件，巴比食品可依据协议约定实现持有目标公司 70%的股权。此外，设立的目标公司与巴比签署特许经营合同，由巴比为其供货负责。此次投资是公司通过外延并购进行全国化扩张的积极尝试，除了扩大公司规模、加速扩张外，还有利于积累并购整合经验，帮助公司形成内生+外延双轮驱动的发展格局。

表5：巴比食品与目标公司签订的收购条件

	好礼客、早宜点门店要求	巴比门店要求	累计扣非净利润	主营产品平均毛利率	规范运营	目标公司股权估值
情形 1	加盟门店数量不少于 730 家，估值销售额合计不低于 8300 万元	巴比加盟门店数量不少于 180 家，估值销售额不低于 2000 万元	正值	不低于 18%	是	4000 万
情形 2	加盟门店数量不少于 680 家，估	巴比加盟门店数量不少	正值	不低于 19%	是	3500 万

	好礼客、早宜点门店要求	巴比门店要求	累计扣非净利润	主营产品平均毛利率	规范运营	目标公司股权估值
	值销售额合计不低于 7500 万元	于 150 家，估值销售额不低于 1500 万元				
情形 3	加盟门店数量不少于 550 家，估值销售额合计不低于 6500 万元	巴比加盟门店数量不少于 100 家	正值	不低于 20%	是	3000 万
情形 4	加盟门店数量不少于 400 家，估值销售额合计不低于 3800 万元	巴比加盟门店数量不少于 50 家	正值	不低于 21%	是	估值销售额*0.4

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利预测与估值

关键假设：

（1）特许加盟销售业务：考虑到疫情对公司的影响，2020 年公司的特许加盟业务受到冲击短暂下滑，但随疫情的边际改善和公司在主要市场的进一步推进，我们认为特许加盟业务未来增速明显。故假设 2021-2023 年公司的特许加盟销售业务收入保持 24.7%/14.3%/12.5%的增速，对应营业收入分别为 101309/115819/130293 万元。

（2）直营门店销售业务：根据公司 1 月 20 日更新后的募资计划，将原定 1.9 亿投资建设 182 家直营店的计划修改为投资 500 万元，根据测算总计可新增 4 家店左右。故假设 2021-2023 年公司的直营店数量为 19/20/21 家，则公司的直营收入增速为 17.4%/14.7%/18.7%，对应营业收入分别为 1450/1664/11974 万元。

（3）团餐业务：由于公司的团餐客户主要为企事业单位、学校、医院等刚性客户，该部分客户需求 2020 年受疫情影响暂缓了团餐业务，但团餐市场的景气度较高，且为公司未来的主要发力点，预计 2021-2023 年增速可观。故假设 2021-2023 年公司的团餐销售收入增速为 50%/45%/35%，对应营业收入分别为 19982/28974/39115 万元。

盈利预测与估值：

巴比食品已在中式早餐面点行业经营了二十余载，目前是早餐包子连锁品牌第一家上市公司。公司主营的特许加盟和团餐业务，将充分受益于国内外食早餐市场和团餐蓝海市场的高速增长。目前来看，疫情对于餐饮行业的冲击使得公司业绩短期内承压，考虑到 2020 年低基数的影响及公司在主要市场的布局，2021 年的增速将较为明显。中长期来看，对于特许加盟业务，公司在华东腹地的门店空间仍未见顶，华北、华南等其他市场也将发力；对于团餐业务，公司已初步开发了华东地区的部分企事业单位、学校、医院等大客户，随着公司进一步开拓团餐市场，将大提振公司业绩。此外，内延产能方面，有序布局了南京和上海两大工厂，将大缓解华东地区的产能瓶颈；外延扩张方面，公司拟收购华中两大本土早餐品牌，计划进军华中市场；新品研发方面，公司推出短保锁鲜产品搭配到家服务，差异化竞争速冻米面市场。我们认为随着公司在国内战略布局的逐步实施，公司有望在国内获得较高的市场份额，中式早餐连锁龙头的马太效应有望逐步显现。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.02/2.44/2.97 亿元，对应 EPS 为 0.81/0.98/1.20 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 44.5/36.7/30.2 倍。估值方面，巴比食品当前市盈率高出同样采用连锁加盟店业态的卤制品龙头绝味食品、煌上煌以及同样专注早餐赛道的一鸣食品的平均市盈率约 20%，但考虑到巴比食品的成长性和盈利能力相比平均水平同样更高，我们认为当前估值处于合理水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：同业公司估值对比（亿元、元/股）

公司	代码	EPS			PE			总市值（亿元）	现价（元/股）
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
绝味食品	603517.SH	1.59	1.99	2.45	48.8	39.0	31.7	525.00	86.31
煌上煌	002695.SZ	0.65	0.82	0.98	30.2	24.1	20.0	616.00	252.00
一鸣食品	605179.SH	0.52	0.64	0.85	33.28	27.00	20.20	69.00	17.16
行业平均					37.4	30.0	24.0		
巴比食品	605338.SH	0.81	0.98	1.20	44.5	36.7	30.2	90.00	36.16

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2021/4/30 收盘价，绝味食品和煌上煌盈利预测来自开源证券研究所食品饮料组预测，一鸣食品盈利预测来自 Wind 一致预期）

5、 风险提示

产能扩张不及预期；开店进展不及预期；食品安全问题。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	625	1503	1607	1880	2128
现金	487	1399	1506	1709	1952
应收票据及应收账款	46	51	52	76	82
其他应收款	3	2	4	3	6
预付账款	3	8	2	12	5
存货	80	37	36	75	77
其他流动资产	7	6	6	6	6
非流动资产	342	488	510	560	620
长期投资	0	0	-0	-0	-0
固定资产	208	203	280	339	400
无形资产	37	52	60	62	64
其他非流动资产	96	233	171	159	156
资产总计	967	1991	2117	2440	2748
流动负债	226	324	300	395	434
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	93	137	121	181	188
其他流动负债	133	187	179	215	246
非流动负债	25	32	21	26	26
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	32	21	26	26
负债合计	252	356	321	421	460
少数股东权益	1	1	0	-1	-1
股本	186	248	248	248	248
资本公积	87	769	769	769	769
留存收益	442	617	795	1003	1263
归属母公司股东权益	715	1634	1796	2019	2289
负债和股东权益	967	1991	2117	2440	2748

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	111	250	154	253	315
净利润	154	175	201	244	296
折旧摊销	25	27	26	34	42
财务费用	-16	-23	-37	-38	-45
投资损失	-0	-2	-1	-2	-2
营运资金变动	-52	94	-22	25	34
其他经营现金流	1	-21	-14	-9	-11
投资活动现金流	-100	-870	-41	-71	-89
资本支出	63	111	70	43	53
长期投资	-55	-776	0	0	0
其他投资现金流	-92	-1534	29	-29	-36
筹资活动现金流	-37	747	-6	21	18
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	62	0	0	0
资本公积增加	-1	682	0	0	0
其他筹资现金流	-36	4	-6	21	18
现金净增加额	-26	127	107	203	243

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1064	975	1239	1495	1811
营业成本	712	703	886	1067	1289
营业税金及附加	6	7	8	10	12
营业费用	96	48	56	64	76
管理费用	76	66	81	94	112
研发费用	5	4	6	7	8
财务费用	-16	-23	-37	-38	-45
资产减值损失	-0	-0	0	0	0
其他收益	3	4	3	4	3
公允价值变动收益	1	29	7	9	12
投资净收益	0	2	1	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	189	204	252	306	375
营业外收入	21	30	18	20	22
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	208	233	269	325	396
所得税	54	58	68	82	100
净利润	154	175	201	244	296
少数股东损益	-1	-0	-0	-1	-1
归母净利润	155	175	202	244	297
EBITDA	218	218	252	311	384
EPS(元)	0.62	0.71	0.81	0.98	1.20

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	7.4	-8.4	27.1	20.6	21.1
营业利润(%)	6.6	7.8	23.8	21.3	22.5
归属于母公司净利润(%)	7.9	13.4	14.9	21.1	21.6
获利能力					
毛利率(%)	33.1	27.9	28.5	28.6	28.8
净利率(%)	14.5	18.0	16.3	16.3	16.4
ROE(%)	21.5	10.7	11.2	12.1	12.9
ROIC(%)	19.4	8.7	9.3	10.2	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	26.0	17.9	15.2	17.3	16.7
净负债比率(%)	-65.0	-84.3	-82.9	-83.6	-84.5
流动比率	2.8	4.6	5.4	4.8	4.9
速动比率	2.4	4.5	5.2	4.5	4.7
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	24.3	20.1	24.0	23.4	23.0
应付账款周转率	7.9	6.1	6.9	7.1	7.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.71	0.81	0.98	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	1.01	0.62	1.02	1.27
每股净资产(最新摊薄)	2.88	6.59	7.24	8.14	9.23
估值比率					
P/E	58.0	51.1	44.5	36.7	30.2
P/B	12.5	5.5	5.0	4.4	3.9
EV/EBITDA	38.9	34.8	29.7	23.4	18.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn