



Research and
Development Center

中式面点龙头，门店扩张提速

—巴比食品(605338)公司深度报告

2021年09月12日

马铮 首席研究员
S1500520110001

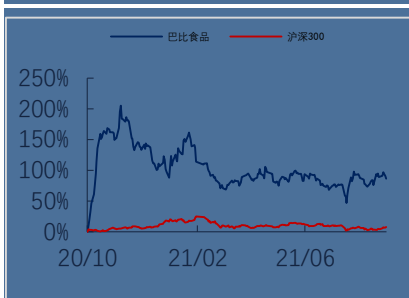
mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

巴比食品 (605338)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	34.18
52周内股价波动区间(元)	55.88-18.32
最近一月涨跌幅(%)	-65.82
总股本(亿股)	2.48
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	84.77

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

中式面点龙头，门店扩张提速

2021年09月12日

本期内容提要：

◆**投资建议：**市场担忧面点终端门店标准化程度较低，门店扩张速度因此受限，我们认为面点连锁企业提升了终端操作的工业化水平，连锁化为行业趋势，将加速行业供给侧的整合。行业竞争格局分散，公司突破产能瓶颈后大本营市场门店扩张将有望加速。大本营市场通过密集开店率先抢占优质点位，后入品牌面临较大的门店盈利的压力，加速开店持续巩固大本营市场龙头地位。补贴加码、异地收购有望撬动新区域市场，预计21-23年EPS分别为1.37, 0.98, 1.23元/股，对应2021年PE为25.32X，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**早餐行业空间广阔，竞争格局分散，面点连锁为趋势，密集开店具备先发优势。**早餐行业万亿大市场，外卖早餐占比超40%，终端门店标准化程度低，行业处于整合初期，加盟连锁提升终端工业化水平，相比土包子店竞争优势显著，预计成为行业发展风口。区域品牌割据竞争，行业竞争格局及其分散，门店天花板高。经营特点为小本生意辛苦经营，适合个体加盟，行业整体扩张节奏较慢。门店客群和消费频次较为稳定，点位为竞争中的核心资源，密集开店抢占核心优质点位具备一定的先发优势。

◆**大本营市场品牌和供应链具备先发优势，前瞻布局信息化助力门店扩张。**终端门店竞争的稀缺资源为点位，上海大本营通过门店加密，品牌及供应链端具备先发优势。2017年公司引入SAP系统，信息化布局相比竞争对手具备一定的先发优势，奠定门店持续扩张的基础。

◆**华东市场突破产能瓶颈，开店和团餐发展预计加速。补贴加码、资本收购预计打开新区域发展新篇章。**公司在上海大本营市场密集开店，率先抢占优质点位，在品牌和供应链端铸就先发优势辐射周边市场，产能瓶颈突破后华东市场门店开拓有望加速。团餐近年内生增长亮眼，产能落地后发展有望加速。新区域，华南区域竞争对手较为强势，公司加码开店补贴，单店模型盈利能力好，有望逐步在华南站稳脚跟。资本收购早宜点等华中本土面点连锁品牌，预计逐步敲开华中市场的大门，同时收购作为资本杠杆加速门店扩张的一种方式，华中市场的经验有望给其他区域市场发展树立样板。华北市场2019年底工厂已投产，随着今年疫情常态化，有望逐步打开华北市场。

◆**股价催化剂：**门店拓展超预期；团餐发展超预期；锁鲜装拥抱新零售超预期

◆**风险因素：**疫情反复；区域市场竞争加剧；原材料价格大幅上涨；食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,064	975	1,294	1,581	1,854
增长率 YoY %	7.4%	-8.4%	32.8%	22.2%	17.3%
归属母公司净利润(百万元)	155	175	339	244	304
增长率 YoY%	7.9%	13.4%	93.4%	-28.1%	24.8%
毛利率%	33.1%	27.9%	28.6%	29.4%	30.2%
净资产收益率ROE%	21.6%	10.7%	17.2%	11.0%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	0.83	0.87	1.37	0.98	1.23
市盈率 P/E(倍)	0.00	43.40	25.57	35.58	28.51
市净率 P/B(倍)	0.00	5.73	4.40	3.91	3.44

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年09月11日收盘价

目录

1. 投资逻辑	5
2. 公司概况	5
2.1. 中式面点速冻龙头，跑马圈地正当时	5
2.2. 聚焦早餐应用场景，C端采用连锁扩张	6
2.3. 股权结构稳定，员工激励到位	8
3. 行业空间广阔，加盟连锁为趋势	10
3.1. 早餐消费万亿市场，中式面点占据鳌头	10
3.2. 多类型差异化竞争，面点连锁品牌区域割据	12
3.3. 连锁提升终端工业水平，标准化程度低吸引个体加盟	13
4. 渠道先发蓄力品牌，前瞻布局供应链	15
4.1. 产品矩阵丰富，注重新品研发	15
4.2. 注重供应链建设，打造先发优势	16
4.3. 密集开店蓄能品牌，单店模型基本跑通	17
5. 门店拓张空间大，业绩增长多点驱动	19
5.1. 新产能逐步释放，门店加速扩张可期	19
5.2. 推出短保速冻产品，拥抱新零售提振单店营收	22
5.3. 发力拓展团餐业务，打开第二曲线成长空间	23
6. 估值与投资评级	24
7. 风险因素	26

表目录

表 1: 核心管理层稳定，履历丰富	9
表 2: 中式现蒸面点位居各地区早餐热销品类前列	11
表 3: 早餐行业的主要玩家	12
表 4: 连锁门店 200 家以上的主要面点品牌，巴比稳居第一	13
表 5: 连锁面点业态单个加盟商带店数低	14
表 6: 研发团队面点制作经验丰富	16
表 7: 加盟单店模型基本跑通	18
表 8: 募投加码直营门店扩张	19
表 9: 公司现有已投产工厂产能利用情况	20
表 10: 公司募投项目中的在建产能	21
表 11: 收购好礼客、早宜点的先决条件及估值方式	21
表 12: 公司华中、华北、华南区域合计预计还有 2-3X 开店空间	22
表 13: 分渠道营收预测	25
表 14: 可比公司估值表	25

图目录

图 1: 巴比食品发展历程	6
图 2: 2020 年受疫情影响收入承压	6
图 3: 2017-2020 年归母净利润 CAGR 为 15.96%	6
图 4: 净利率稳步提升	7
图 5: 销售费用率小幅波动	7
图 6: 面点类营收占比稳步提升	7
图 7: 馅料类毛利率最高	7
图 8: 销售渠道以特许加盟为主	8
图 9: 直营门店销售毛利率最高	8
图 10: 华东地区为公司大本营	8
图 11: 门店扩张为主，2020 年终端门店数量达 3106 家	8
图 12: 巴比食品股权结构	9
图 13: 早餐市场规模预计将超 2 万亿	10
图 14: 外食早餐市场增长基本快于居家早餐市场	10
图 15: 早餐外食占比短期下滑预计疫情后恢复较快	10
图 16: 早餐小吃店消费频次占优势	10
图 17: 现蒸面食类早餐获消费者首选	11
图 18: 现蒸面食类在各地接受度最高	11
图 19: 97% 的消费者愿意全天候消费早餐食物	14
图 20: 巴比门店扩张年均 200-300 家	15
图 21: 绝味门店扩张速度快于巴比	15
图 22: 巴比产品矩阵丰富	15



图 23: 包子、荤馅供应价格较为稳定	16
图 24: 应对原材料价格波动调整采购预付款	16
图 25: 信息化系统支撑公司高效运营	17
图 26: 巴比在上海市场遥遥领先	18
图 27: 华东大本营织密加盟网络	18
图 28: 净开店仍以华东深耕为主	18
图 29: 加盟门店续约意愿强	18
图 30: 上海智能化厂房投放后, 面点类产能大约空间	20
图 31: 南京工厂投产后馅料类产能大约翻番	20
图 32: 近年各地区加盟单店收入有所下滑	23
图 33: 直营门店营收水平较高	23
图 34: 短保锁鲜装产品主打一人食, 小分量	23
图 35: 短保锁鲜装通过巴比商城、门店同步销售	23
图 36: 团餐市场万亿规模	24
图 37: 超过 40%的团餐企业分布在华东地区	24
图 38: 公司为数百家企事业单位、学校、医院、连锁餐饮供餐	24
图 39: 团餐业务实现快速发展	24

1. 投资逻辑

与众不同的认识：市场担忧面点终端门店标准化程度较低，门店扩张速度因此受限影响成长性，我们认为面点连锁企业提升了终端操作的工业化水平，连锁化为行业趋势，将加速行业供给侧的整合，门店扩张受目前生意特性影响，速度较慢，但行业空间大，刚性需求，门店拓张天花板高，行业整合时间窗口时间预计长，头部企业有望一步一个脚印，在行业中获得长足发展。

竞争优势：上海大本营市场密集开店，率先抢占优质点位，品牌及供应链具备先发优势，产能瓶颈突破后有望加速门店扩张，加固大本营的竞争优势。公司注重信息化系统的建设，2017年引入 SAP 信息化体系，为门店继续扩张保驾护航。单店模型盈利能力好，具备加盟连锁扩张的内生动力。

未来看点：公司在上海大本营市场密集开店，率先抢占优质点位，在品牌和供应链端铸就先发优势辐射周边市场，产能瓶颈突破后华东市场门店开拓有望加速。团餐近年内生增长亮眼，产能落地后发展有望加速。新区域，华南区域竞争对手较为强势，公司加码开店补贴，单店模型盈利能力好，有望逐步在华南站稳脚跟。资本收购早宜点等华中本土面点连锁品牌，预计逐步敲开华中市场的大门，同时收购作为资本杠杆加速门店扩张的一种方式，华中市场的经验有望给其他区域市场发展树立样板。华北市场 2019 年底工厂已投产，随着今年疫情常态化，有望逐步打开华北市场。

2. 公司概况

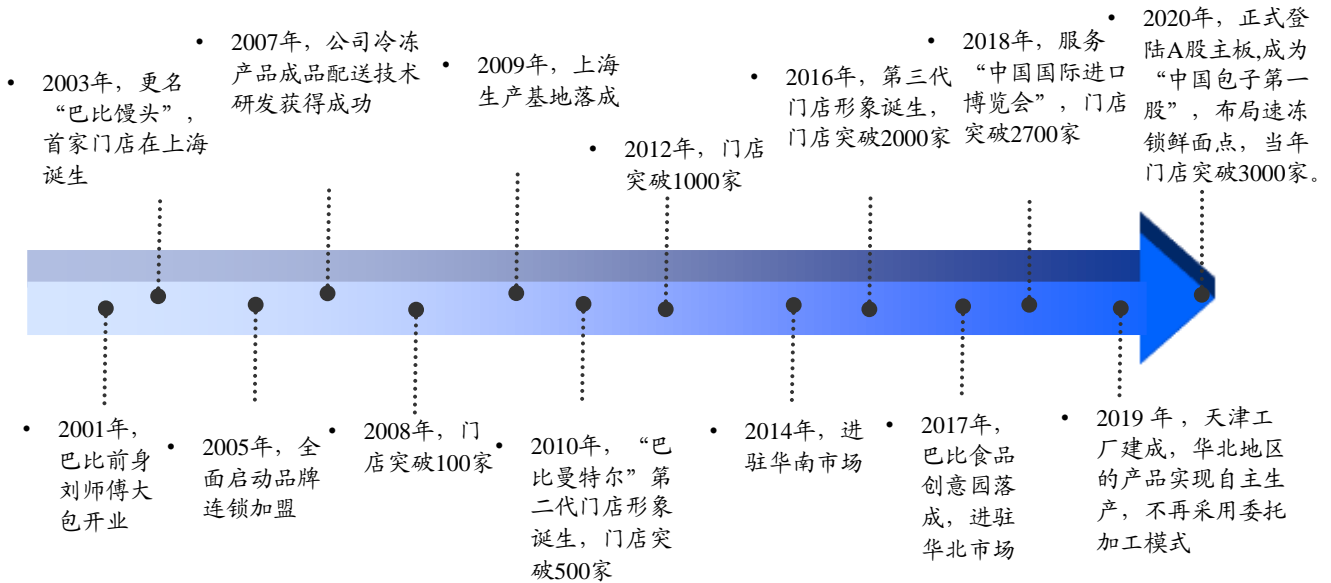
2.1. 中式面点速冻龙头，跑马圈地正当时

公司于 2003 年 3 月在上海创立，专业从事中式面点速冻食品的研发、生产与销售，主要销售面点系列、馅料系列以及外购系列产品，具体包括包子、馒头、粗粮点心、馅料以及粥品饮品等共近百余种产品，是一家“连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅”的中式面点速冻食品制造企业。

2001-2008 年：激情启航，打造供应链及品牌基础，探索加盟模式加快门店扩张。2001 年，公司创始人刘会平在上海繁华的南京路上开设了一家“刘师傅大包”，正式踏上中式面点之路，并于 2003 年更名为“巴比馒头”，进行第一次品牌升级，实行营养早餐品牌连锁经营。2005 年，公司全面放开连锁加盟，并于 2007 年成功研发冷冻成品的配送技术，有效降低门店终端的人力成本、提升供应链效率，为门店扩张打下基础。2008 年，公司门店突破 100 家。

2009-2012 年：上海基地落成，拓张周边江浙区域。2009 年，中央工厂上海佘山生产基地落成投产，产能释放保障终端门店扩张。2010 年，公司推出“巴比曼特尔”第二代门店形象，同时向上海周边的江浙市场进行开拓，当年公司门店突破 500 家。随后的 2011 年，巴比相继开放无锡、杭州市场。2012 年，公司门店突破 1000 家。

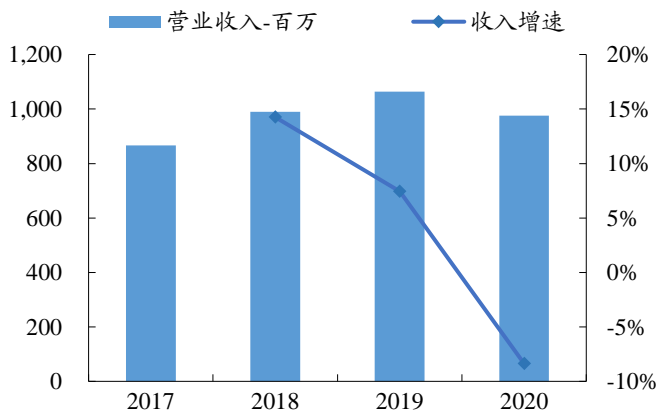
2013-至今：升级创新步履不停，跑马圈地正当时。在华东市场站稳脚跟后，公司于 2014 年进驻华南市场。2016，实现品牌全新升级，第三代门店形象诞生打造“地标”新模式门店，加速中华面点连锁化，年底门店突破 2000 家。2017 年，公司正式进军华北市场；2019 年，随着天津工厂投产，华北地区产品实现自主生产，摆脱之前的委托加工模式。2020 年，公司登陆资本市场，成为 A 股主板“中国包子第一股”；同时突破原有即食早餐场景，布局速冻面点，年底门店突破 3000 家。

图 1: 巴比食品发展历程


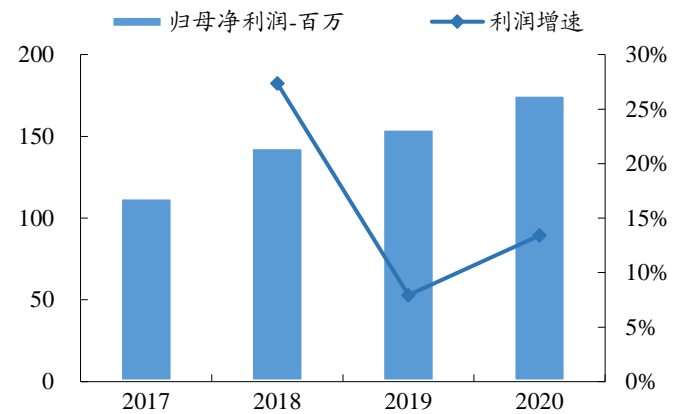
数据来源: 公司官网, 信达证券研发中心整理

2.2. 聚焦早餐应用场景, C端采用连锁扩张

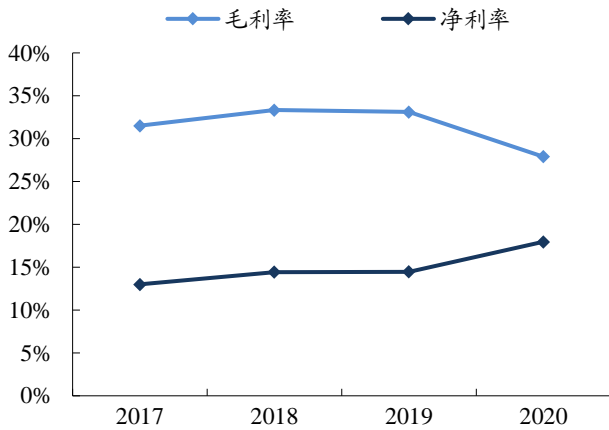
营收利润平稳增长, 净利率呈上升趋势。2020年, 公司实现营收9.75亿元, 过去4年CARA为4%, 受疫情影响2020年营收有所下滑。归母净利润持续稳步提升, 2017-2020年复合增长率16%, 毛利率在33%左右小幅波动, 净利率整体呈稳步上升趋势。

图 2: 2020年受疫情影响收入承压


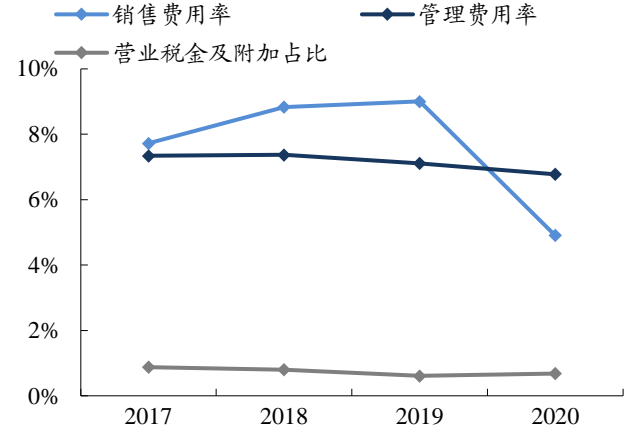
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 2017-2020年归母净利润 CAGR 为 15.96%


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

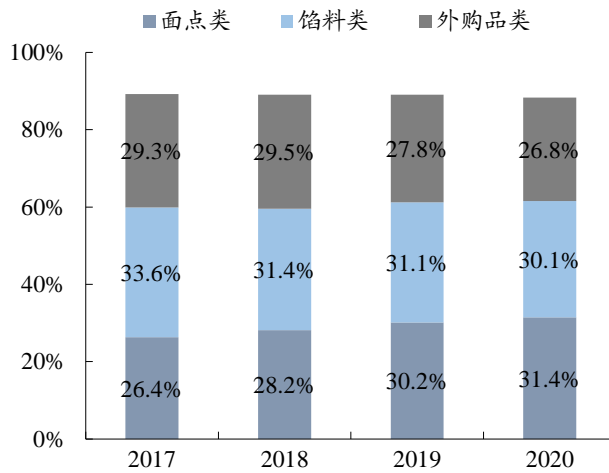
图 4：净利率稳步提升


数据来源：Wind，信达证券研发中心

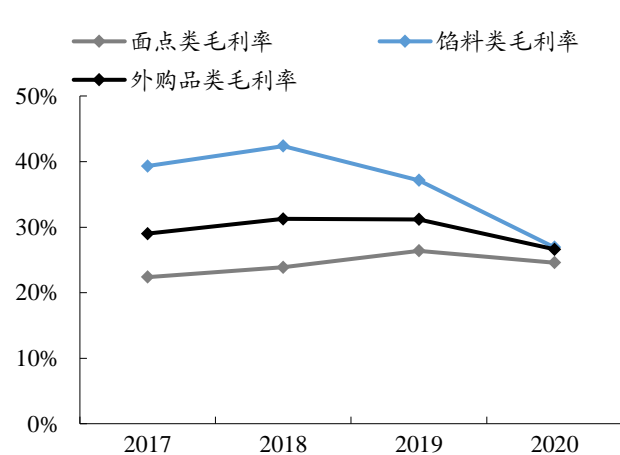
图 5：销售费用率小幅波动


数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：2020 年还原运杂费后销售费用率为 8.82%

食品类三大产品线营收分布均匀，成品面点占比逐年提升。公司聚焦早餐应用场景，2020 年实现营业总收入 9.75 亿元，主营业务可细分为食品类、包装及辅料、加盟商管理费及其他，食品类占比稳定在 90% 左右，细分面点类、馅料类、外购品类营收结构较为均匀，各占 30% 左右，得益于冷冻面团技术，面点类营收占比由 2017 年的 26.4% 稳步提升至 2020 年的 31.4%，终端门店成品售卖预计有所提升。馅料类毛利率较高，近年来同比有所下降主要系原材料涨价及会计政策调整影响。

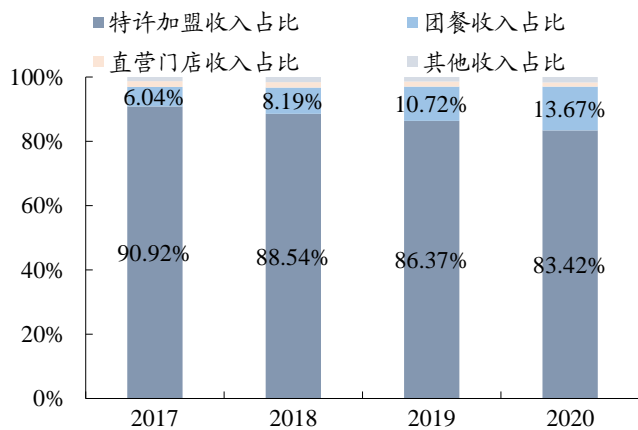
图 6：面点类营收占比稳步提升


数据来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

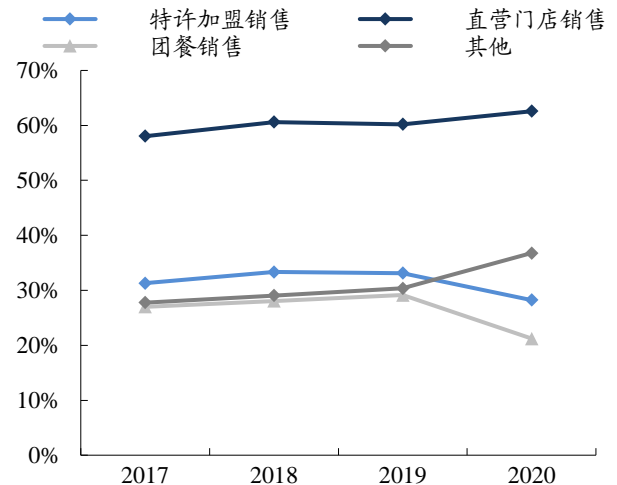
图 7：馅料类毛利率最高


数据来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

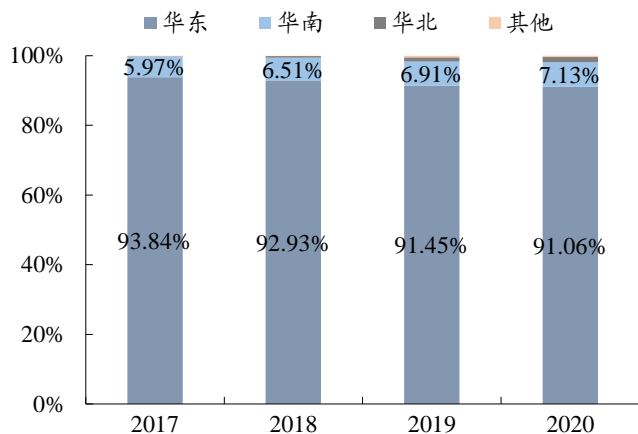
渠道以加盟连锁为主，团餐基数低高速增长。渠道端，公司以特许加盟为主，直营门店、团餐销售为辅，B 端团餐渠道近年增速亮眼，占比由 2017 年的 6.04% 逐年提升至 2020 年的 13.67%。从毛利率来看，直营门店毛利率稳步提升，2020 年达 62.58%，远高于其他渠道；特许加盟毛利率维持在 30% 左右，团餐渠道由于发展大 B 客户给予让利优惠，毛利率较低。公司加盟门店拓展较快，2017-2019 年平均年净开 292 家，截至 2020 年，加盟门店达 3089 家，直营门店 17 家。区域布局上看，华东地区为营收第一大区，占比 90% 以上。

图 8: 销售渠道以特许加盟为主


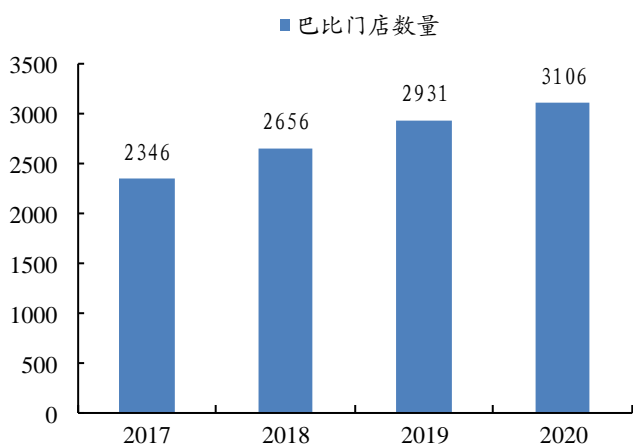
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 9: 直营门店销售毛利率最高


数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 10: 华东地区为公司大本营


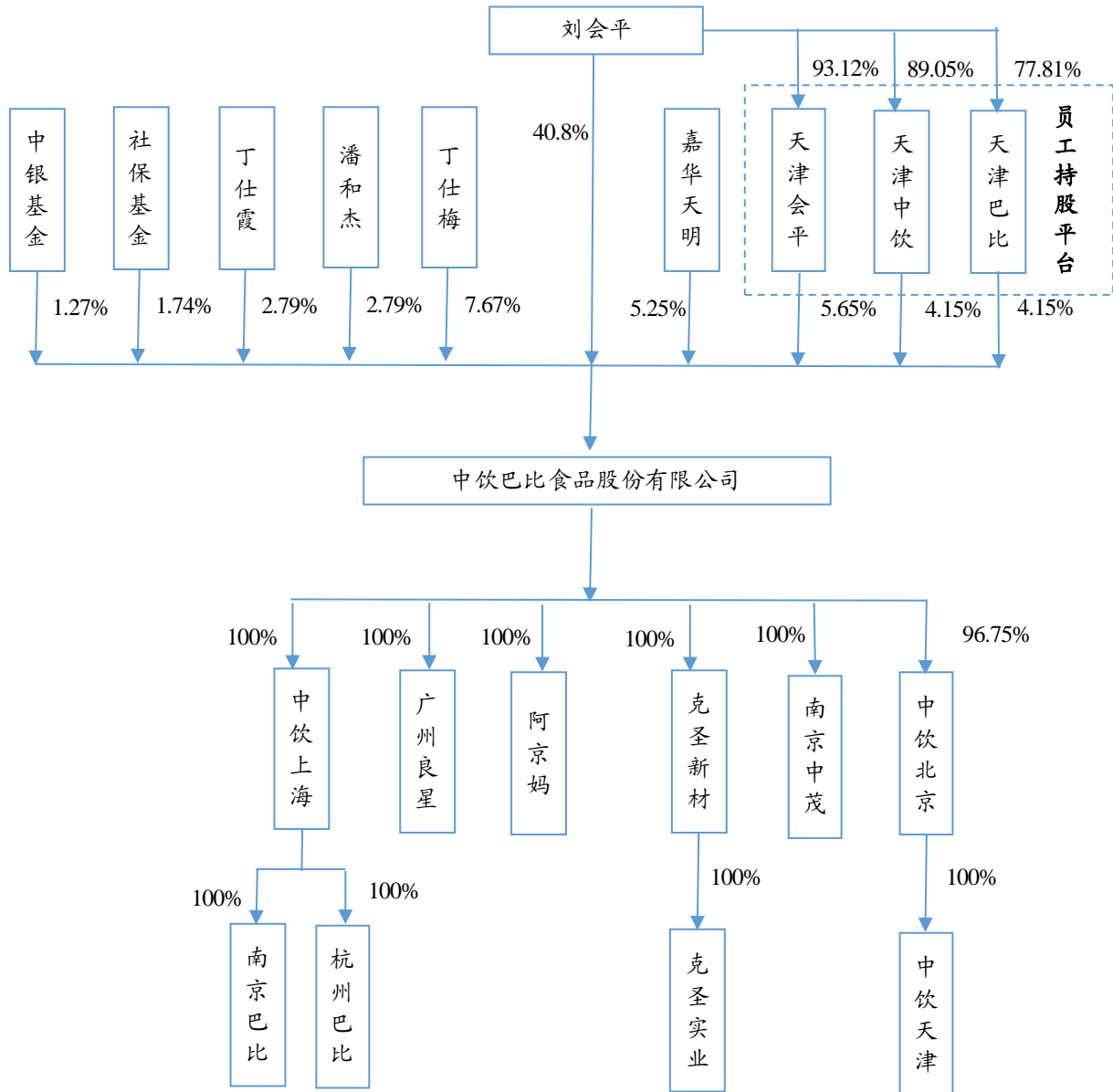
数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 门店扩张为主, 2020 年终端门店数量达 3106 家


数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

2.3. 股权结构稳定, 员工激励到位

创始人行业经验丰富, 员工激励到位积极性高。创始人刘会平、丁仕梅夫妇直接及间接合计持股 60.66%, 为公司实际控制人, 公司股权结构相对集中。创始人刘会平出生于“中国面点师之乡”的安徽省怀宁县江镇镇, 全镇 3.5 万人口中就有近 2 万人从事馒头、包子等面点行业, 1996 年, 初中刚毕业的刘会平开始跟着姐姐学做面点, 从 1998 年在上海开出第一家包子店到现在拥有早餐面点龙头企业, 刘会平在中式面点行业里深耕 23 载, 积累了丰富的行业经验。为了有效调动中高层管理层人员的积极性, 公司于 2015 年设立天津会平、天津巴比、天津中饮三个员工持股平台, 授予部分中层以上员工股份, 三个平台目前合计持股 13.95%, 股权激励机制到位。公司核心管理层稳定, 均长期任职, 其中副总经理兼核心技术人员李俊曾任专注于益生菌的润盈生物工程总经理、以及上海元祖梦果子生产中心厂长, 拥有丰富的食品行业从业经验。

图 12: 巴比食品股权结构


数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心整理 注: 更新至 2020 年年报

表 1: 核心管理层稳定, 履历丰富

姓名	职务	任职时间	相关经历	薪酬 (万元)	(间接) 持股比例
刘会平	董事长、总经理、核心技术人员	2003 年至今	1977 年出生, 2003 年创立公司, 其后一直任董事长、总经理; 曾任上海星达克企业管理咨询执行董事; 目前还担任安徽广亿置业董事, 桑田智能技术董事	41.47	52.99%
孙爱国	董事、副总经理、核心技术人员	2010 年至今	1979 年出生, 本科学历, 曾任多家公司人力资源经理或人事行政总监	44.36	0.42%
钱昌华	董事、财务总监、董事会秘书	2013 年至今	1968 年出生, 曾任珠海深能洪湾电力主任会计师、监事, 上海莱必泰数控机床财务总监兼董事会秘书	67.49	0.04%
章永许	董事	2012 年至今	1981 年出生, 硕士研究生学历, 目前还担任广州良星执行董事兼经理	35.49	0.07%

副总经理、
 李俊 核心技术人员 2017年至今
 员

1973年出生，硕士研究生学历，曾任润盈生物工程总经
 理、上海元祖梦果子上海生产中心厂长

55.13

0.02%

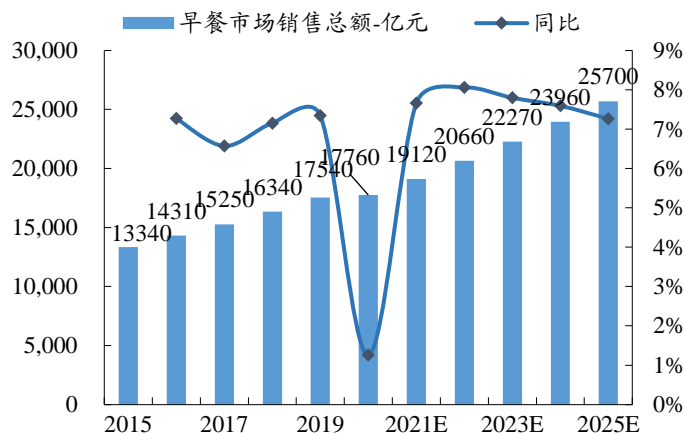
数据来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心 注：更新至2020年年报

3. 行业空间广阔，加盟连锁为趋势

3.1. 早餐消费万亿市场，中式面点占据鳌头

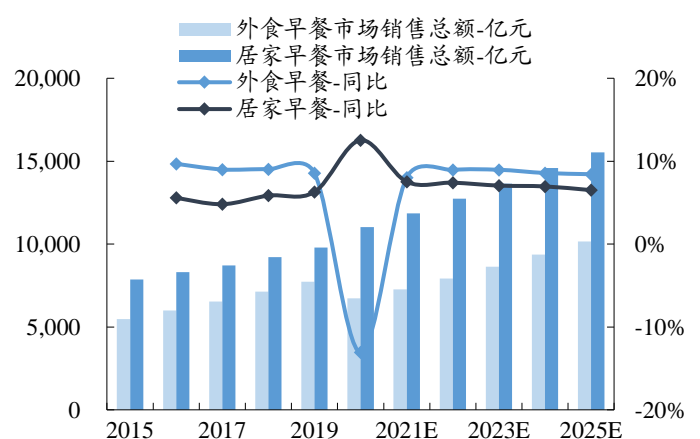
早餐市场规模可看至2万亿，外卖早餐市场前景可期。根据英敏特数据显示，2019年我国早餐市场销售额达1.75万亿，2015-2019年复合增长率7.1%，行业市场空间大景气度高。2020年受疫情影响，早餐市场销售额同比增速有所放缓。展望未来，行业有望重拾高增势头，预计2025年市场规模达2.57万亿，未来五年复合增长率高达7.7%。分消费场景来看，2015-2019年，外卖早餐市场的复合增长率9.07%，显著快于同期居家早餐市场复合增长率5.64%，早餐外卖占比也相应地由41%增长至44%。2020年疫情对早餐市场的冲击主要集中于外卖早餐场景，居家办公、居家隔离促进了居家早餐消费的增长。随着后疫情时代疫苗接种逐步推进，外出就餐场景有望回温，预计2025年市场规模将达1.02万亿，未来五年复合增速将达8.59%。

图 13: 早餐市场规模预计将超 2 万亿



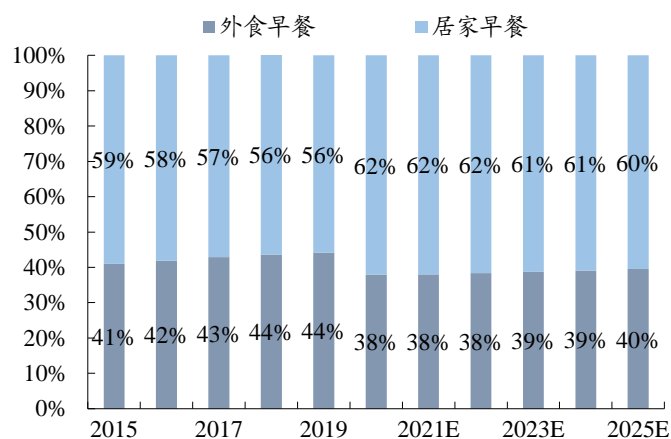
数据来源：英敏特，信达证券研发中心

图 14: 外卖早餐市场增长基本快于居家早餐市场



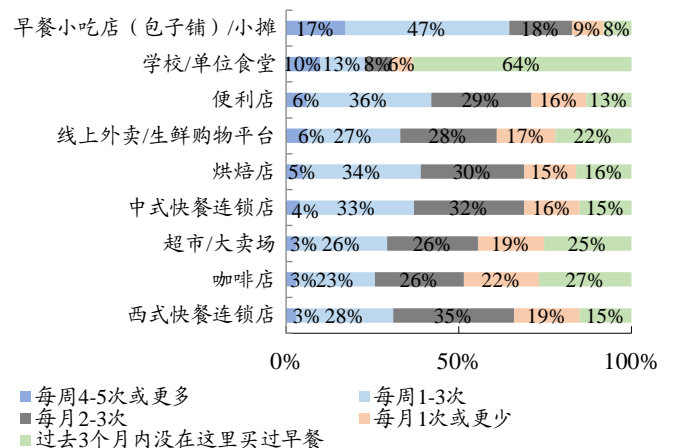
数据来源：英敏特，信达证券研发中心

图 15: 早餐外卖占比短期下滑预计疫情后恢复较快



数据来源：英敏特，信达证券研发中心

图 16: 早餐小吃店消费频次占优势

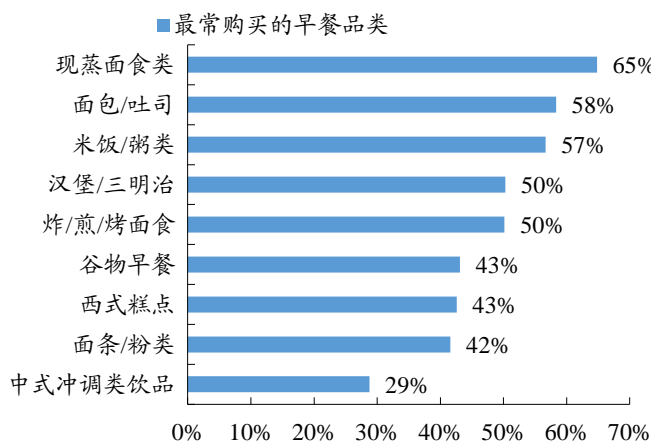


数据来源：库润数据，英敏特，信达证券研发中心 注：数据来源于10个城市抽样的3000名20-49岁的互联网用户的调查结果

以包子铺为代表的早餐小吃店成早餐外食的主要消费场景。根据英敏特和库润数据的调查结果显示，对于高频消费者（每周4-5次或更多）以及中频消费者（每周1-3次）来说，以包子铺为代表的早餐小吃店更具备吸引力，在该场景下消费频次合计占比64%，显著领先于便利店、快餐连锁店（如含套餐饭，可堂食的永和大王、和合谷）等其他消费场景。

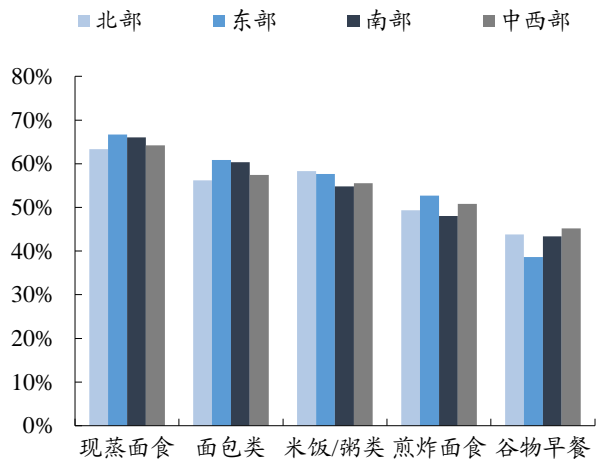
早餐品类选择多样化，中式面点在全国范围内广受欢迎。根据英敏特和库润数据的调查结果显示，在众多可选择的早餐品类中，以包子、馒头为主的现蒸面食类获消费者首选，在各地普遍接受度最高，尤其在东部和南部地区更受欢迎。根据饿了么外卖平台早餐热销指数显示，即使不同地区口味存在差异，但以面点为主的中式现蒸面点位于绝大多数城市早餐热销前十品类行列，表明全国区域均具备中式面点的消费习惯。

图 17: 现蒸面食类早餐获消费者首选



数据来源：库润数据，英敏特，信达证券研发中心 注：数据来源于10个城市抽样的3000名20-49岁的互联网用户的调查结果

图 18: 现蒸面食类在各地接受度最高



数据来源：库润数据，英敏特，信达证券研发中心 注：数据来源于10个城市抽样的3000名20-49岁的互联网用户的调查结果，北部含北京、临汾、沈阳；东部含上海、杭州；南部含广州、海口；中西部含成都、昆明、商丘

表 2: 中式现蒸面点位居各地区早餐热销品类前列

地区	省会城市	早餐热销前十品类里的中式现蒸面点	热销品类排名	热销指数
东北	哈尔滨	牛肉灌汤包	5	94.65
	长春	牛肉包子	6	89.50
	沈阳	鸡汁馅包子	5	89.77
华北	北京	鲜肉小笼包、猪肉大葱包、鲜虾菜心包、素三鲜包	6、8、9、10	93.84、93.48、93.37、93.17
	天津	-	-	-
	太原	鲜肉小笼包	1	100.00
	石家庄	猪肉大葱包、酱肉包、素三鲜包	3、5、8	98.94、96.43、91.82
华东	上海	鲜汁肉包、香菇菜包	8、10	92.19、90.38
	南京	鲜肉大包、鸡汁汤包	9、10	92.19、90.92
	杭州	鲜汁肉包、香菇青菜包	4、6	94.11、92.89
	合肥	鸡汁汤包、鲜肉蒸饺	4、8	93.12、91.65
	南昌	蒸饺	8	85.07
	济南	鲜肉小笼包、鲜肉灌汤包	5、9	95.07、91.24
华中	福州	牛肉粉丝包、鲜肉汤包、烧麦	6、8、10	88.59、87.70、86.44
	郑州	素包子、牛肉包子	6、9	88.49、87.16
	武汉	-	-	-
	长沙	鲜汁肉包	8	87.90

华南	广州	-	-	-
	南宁	-	-	-
	海口	-	-	-
西南	重庆	酱肉包、鲜肉包、烧麦	4、5、9	94.19、93.95、91.01
	成都	鲜肉小笼包	7	90.05
	贵阳	鲜肉小笼包、蒸饺	4、7	93.62、88.69
	昆明	小笼包	4	94.56
	西安	-	-	-
西北	兰州	鲜肉包	9	87.06
	西宁	鲜肉包、灌汤包、韭菜鸡蛋包	1、8、9	100.00、86.92、85.23
	银川	鲜肉小笼包、牛肉粉丝包	5、8	89.98、85.20
	呼和浩特	豆沙包、猪肉香菇包	9、10	86.89、86.83

数据来源：网易数读，饿了么，信达证券研发中心 注：统计周期：2019.1.1-2019.12.31，热销指数计算方法：以销量最高品类为100，得出其他品类热销指数。由于拉萨、乌鲁木齐样本量较小，未进行统计，“-”表示该城市热销前十品类不包含中式现蒸面点。

3.2. 多类型差异化竞争，面点连锁品牌区域割据

行业多类型企业百花齐放，中式面点连锁店兼具品类、品质、价格多种优势。早餐市场万亿容量，但行业门槛较低，多方玩家涌进早餐市场。从行业玩家类型来看，主要分为：中式早餐连锁店、连锁便利店、西方快餐连锁店、小作坊、新零售社区超市。市场担忧便利店、小作坊、新零售品牌会对中式早餐连锁店构成分流效应，我们认为行业市场空间充足，不同类型玩家应对不同消费场景，场景之间市场空间挤压弹性小。中式早餐连锁店兼具多种优势，更有希望跑出全国化的“巨无霸”品牌。对比便利店：现制新鲜美味口感更好，即拿即走无须加热等待；对比西式快餐连锁：中式面点更受欢迎，符合传统消费习惯，价格更具竞争力；对比小作坊：具有品牌效应，品类更多，原料放心，质控有保障；对比新零售社区超市：价格更具竞争力，受众更广。

面点门店赛道竞争格局分散，区域品牌割据竞争，巴比门店数量稳居第一。根据中国烹饪协会发布的《中国早餐市场分析》显示，全国连锁早餐企业数量在2000家左右，大多数企业早餐网点在100个左右，超过200个网点的企业只有140家左右，仅占7%。从单一包子品类分析，窄门餐眼的包子品类里合计覆盖239个品牌，其中198家品牌的门店在100家以下（占83%），39家品牌的门店在100-1000家之间（占16%）且多数品牌门店在100-200家之间，仅3家品牌的门店突破1000家（占1%），包子品类竞争格局极为分散。从布局区域看，绝大多数品牌围绕大本营周边加密网点，实现向外扩张，目前大多为区域型或者城市型连锁品牌，覆盖多地区的全国性品牌仅巴比、老台门、早阳三家。据目前巴比门店数量突破3000家，门店体量稳居包子连锁品牌中的第一。

表 3：早餐行业的主要玩家

玩家类型	中式早餐连锁店	连锁便利店	西式快餐连锁店	小作坊	新零售社区超市
代表品牌	巴比馒头	全家	肯德基	个体经营者	盒小马
主要产品	包子、馒头、粗粮点心类的中式面点	三明治、面包、饭团、馒头、包子等，西式为主，中式、日式为辅	帕尼尼、饼、堡、粥、饭团等，西式为主，中式为辅	各类中式早餐	煎饼果子、波霸蒸包、手抓饼、粥等中式早餐，少量西式的面包、咖啡
人均价格	5-7元	6-10元	10-20元	5元	13-20元
优势	品牌背书，品类丰富，原料有保障，卫生条件好	24小时营业，网点密集	标准化，品牌背书，原料有保障	地方口味特色，点位密集，价格实惠	网订柜取，省时省力

劣势 现场制作较辛苦,客单价不高 速冻食品口感不够好,部分食品需现场加热,等待时间长 客单价较高,日客流较低 缺乏品牌效应,品类较少,质控不严格 客单价较高,客群较受限,针对一线城市上班族,渠道难下沉

数据来源:各公司官网,美团外卖,信达证券研发中心

表 4: 连锁门店 200 家以上的主要面点品牌, 巴比稳居第一

品牌名称	成立时间	门店数量	发家城市	布局区域
巴比馒头	2003	3704	上海	覆盖上海、江苏、浙江、广东、北京等近 20 个省市
老台门汤包	2002	1579	浙江绍兴	覆盖山东、陕西、浙江、广西等近 30 个省市
早阳鲜包	2010	1000+	上海	覆盖上海、江苏、浙江、广东等长三角、珠三角、华中、华北地区
三津汤包	2014	982	广东深圳	覆盖广东、湖南、四川等近 10 个省市
蒸福包子	2013	800+	湖北武汉	覆盖湖北、四川、湖南、重庆等近 10 个省市
和善园	2005	723	江苏南京	覆盖江苏、湖北、浙江等近 10 个省市
沈老头包子	1989	713	黑龙江哈尔滨	覆盖吉林、辽宁、黑龙江等 8 个省市
好礼客	2013	500+	湖北武汉	主要覆盖湖北省
酷比爽味包	2008	500+	广东广州	覆盖广东、江西 2 个省市
肚子里有料	2015	500+	上海	覆盖福建、浙江、湖南、广东等 13 个省市
包容里	2012	400+	浙江杭州	覆盖浙江、四川、江西、湖南 4 个省市
东坡肉包	2014	444	黑龙江哈尔滨	覆盖黑龙江、辽宁、吉林等近 20 个省市
蜀食一家五馅包	2014	386	四川成都	覆盖四川、重庆、贵州等近 30 个省市
青露馒头	2010	382	江苏南京	覆盖江苏、安徽、浙江、上海、山东五省
安仔包	2007	324	陕西西安	覆盖河南、陕西、山西等近 15 个省市
庆丰包子铺	1948	317	北京	覆盖北京、河北近 15 个省市
张小生鲜汁肉包	2014	275	河北邯郸	覆盖山东、河北等近 15 个省市
包原味	2006	235	广东广州	覆盖广东、云南等 5 个省市
大眼包子	2003	202	上海	覆盖上海、江苏等 5 个省市

数据来源:信达证券研发中心整理 注:窄门餐眼数据统计截至 2021 年 8 月,由于统计口径问题,部分数据可能存在偏差

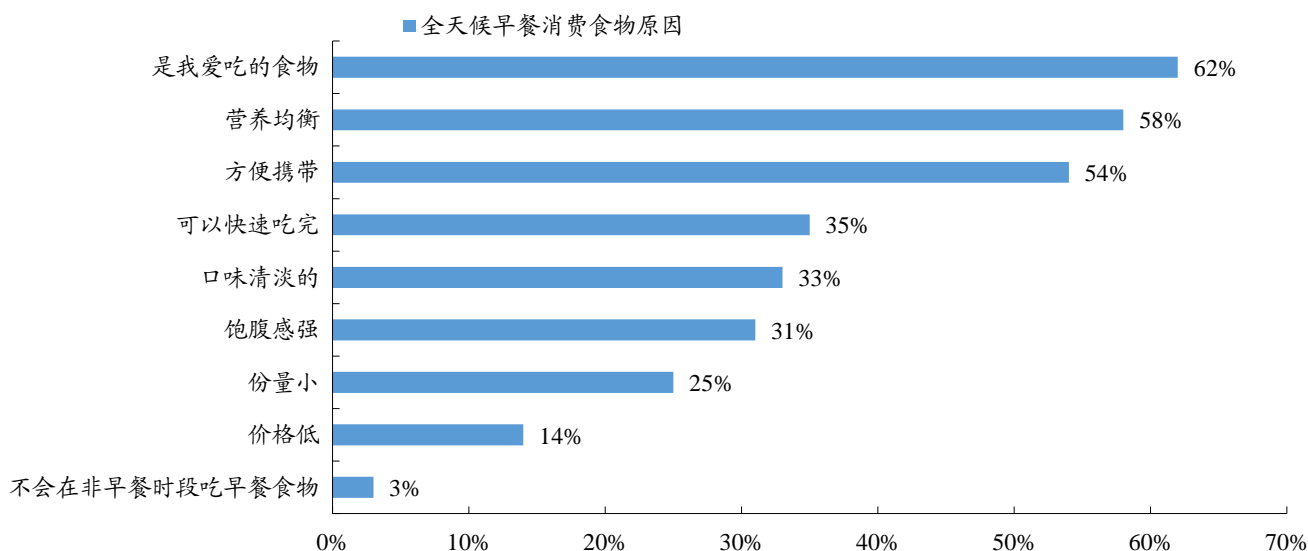
3.3. 连锁提升终端工业水平, 标准化程度低吸引个体加盟

需求端: 早餐具备刚需属性, 门店覆盖半径 1 公里内, 客群稳定高复购, 快速便捷是核心诉求。早餐是中国人一日三餐中不可或缺的一餐, 具备必需品的刚需属性。根据商务部等多部门推进建设的一刻钟便民生活圈, 早餐店的服务半径为步行 15 分钟左右的范围内, 即单店覆盖半径在 1 公里内, 消费客群较为稳定, 消费高频。就近购买是早餐消费原则, “即拿即走”是最常见的消费场景, 据《餐饮老板内参》数据, 75%的人选择顺路买着吃, 15%的人专门早起吃早餐, 10%的人选择其它方式, 快捷和方便是早餐消费者的核心诉求。早餐门店一般位于人流密集的通勤必经路段, 如大社区, 公交站旁, 地铁出口, 商务楼、学校、医院附近等。

供给端: 早餐生意经营辛苦, 加盟连锁提升终端工业化水平, 成未来趋势, 但目前对于面点师傅依赖性仍高, 吸引更多个体加盟商。中式早餐相较于其他餐饮业态, 是门较为辛苦的生意。1) **提前备餐, 全天候经营:** 以包子、馒头等面点为主的早餐店多在六点开始营业, 据调研了解, 土包子店需要凌晨 2-3 点到店制作, 即使是加盟连锁店, 面点师傅也需要从凌晨 4 点到店醒发, 蒸制; 对比其他连锁业态如休闲零食、卤制品、茶饮不需提前备餐, 多为十点后营业。同时市场对于早餐的需求时间段长, 根据英敏特《早餐-中国, 2021 年 5 月》报告, 97%的消费者会在非早餐时段吃早餐食物, 因而早餐门店营业时间普遍延长至晚上 7-8 点。2) **小本生意毛利高, 终端标准化程度较低, 连锁加盟以个体户为主, 行业连锁扩张速度因此受制:** 早餐经营辛苦, 客单价较低, 整体制作工艺门槛不高, 较大依赖于面点师傅,

人力成本相对高，整体终端的标准化程度较低。相比餐饮其他连锁业态，早餐为小本生意，前期投资约 15-20 万元，需求稳定，毛利率水平较高，加盟可以缩短制作流程，对于个体经营者吸引力较大。但由于早餐门店终端工业化水平仍相对低，对面点师傅依赖性较高，对于具备资金实力能够实现快速复制的大加盟商吸引力相较弱，2019 年巴比平均单个加盟商的带店数仅为 1.1，这也导致了行业整体的连锁扩张速度相比卤制品、奶茶等业态更慢。

图 19: 97%的消费者愿意全天候消费早餐食物

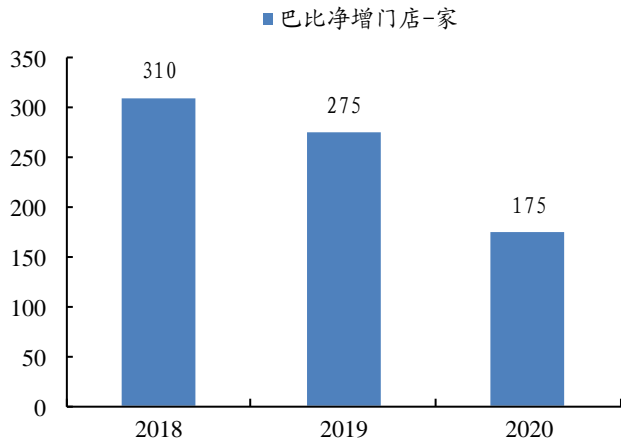


数据来源: 库润数据, 英敏特, 信达证券研发中心 注: 数据来源于在 10 个城市抽样的 3000 名 20-49 岁的互联网用户的调查结果

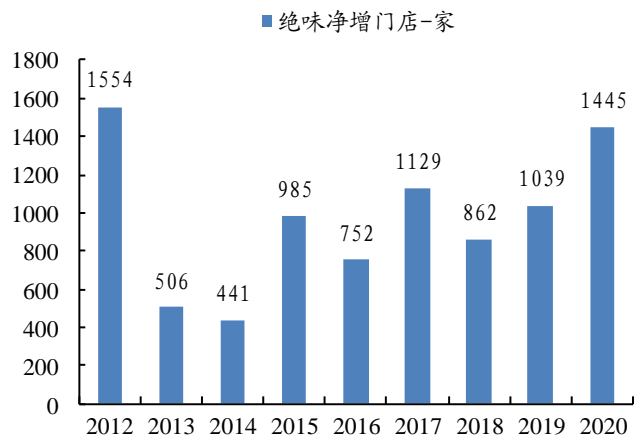
表 5: 连锁面点业态单个加盟商带店数低

	巴比食品	良品铺子	正新鸡排	绝味鸭脖	蜜雪冰城
代表业态	中式早餐	休闲零食	休闲小吃	卤制品	新式茶饮
营业时间	6:00-20:00 (面点师 4 点到店制作)	10:00-22:00	10:00-21:00	10:00-22:00	10:00-22:00
员工数量及专业性	3 人, 1 人为面点师傅	2-3 人, 无要求	3-4 人, 无要求	1-2 人, 无要求	3-5 人, 会调制饮品
工作内容	包制 (仅由中央工厂配送馅料, 不配送成品包子)、醒发、蒸制、收银	陈列、称重、收银	裹粉、油炸、收银	陈列、称重、收银	调制、收银
加盟门店数量	2915 (截至 2019 年底)	1490 (截至 2019H1)	22030 (截至 2020H1, 含少数直营店)	12399 (截至 2020 年底, 含少数直营店)	16949 (截至 2021.6.19)
加盟商数量	2631	336	10000+	3000+	-
单个加盟商带店数	1.1	4.4	约为 2	约为 4	>2
客单价 (元)	5~7	50~75	12~15	20-30	6
门店面积 (m ²)	16~20	60~80	5~30	10~30	20
初始投资金额 (万元)	15~20	40	20	15~20	35
加盟门店毛利率	50-55%	40%	52%	40%	55-60%

数据来源: 信达证券研发中心整理 注: 巴比加盟门店毛利率为公司从 2017-2019 年持续经营的 1736 家加盟门店中, 按收入分层抽样调查 159 家门店的得出的 2019 年加盟门店的毛利率

图 20: 巴比门店扩张年均 200-300 家


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

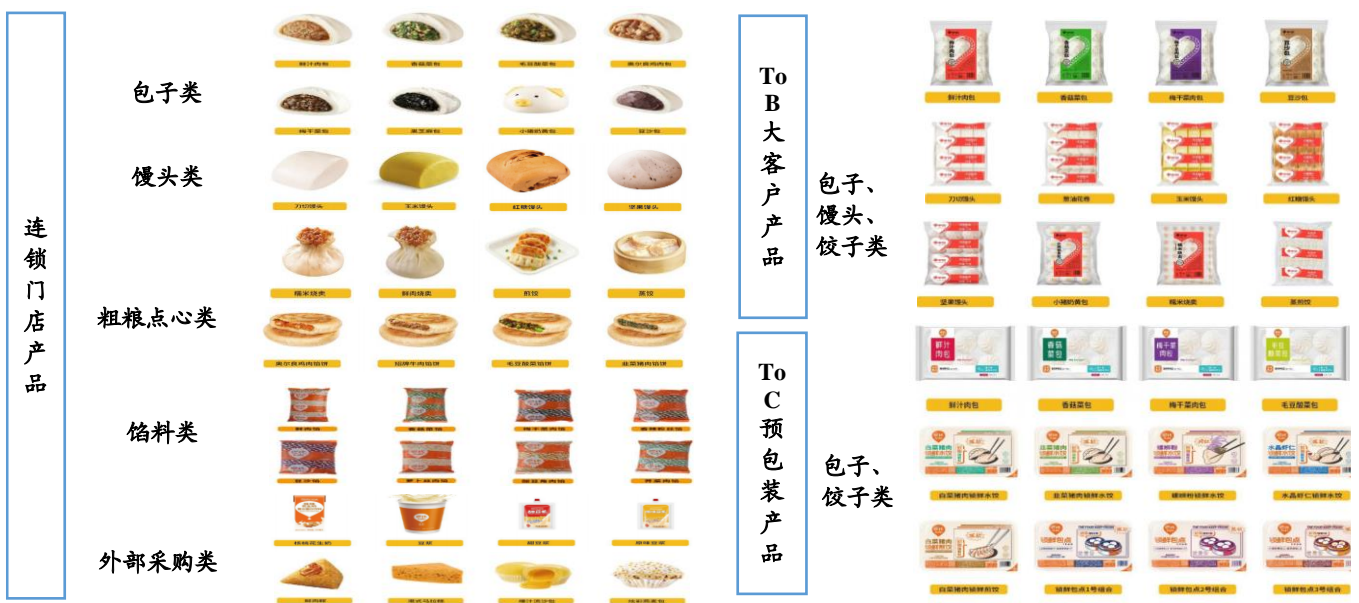
图 21: 绝味门店扩张速度快于巴比


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4. 渠道先发蓄力品牌, 前瞻布局供应链

4.1. 产品矩阵丰富, 注重新品研发

产品细分品类多, 新品储备丰富, 注重新品研发。公司终端门店的产品含包子、馒头、花卷、馅饼、烧麦、蒸饺等自产品类以及饮品、粥品、部分点心等外购品类; 各品项细分品类供应丰富, 可选度较高, 以鲜包为例, 门店供应的鲜包多达 20 种。同时公司产品还包括 ToB 团餐大客户的袋装产品、ToC 消费者的锁鲜预包装短保产品。公司目前拥有上百种产品, 推新速度快, 每年更新推出几十余种特色产品, 目前市场储备中的单品多达 40-50 种。研发团队人员经验丰富, 其中研发团队副总监为中国烹饪大师、国家中式面点职业技能评委, 拥有长达 15 年以上食品研发工作经验, 3 名产品工程师均在多家知名连锁餐厅、小吃店从事中式面点制作工作长达 10 年以上, 在馅料工业化、广式茶点、海派点心方面各有所长。由于各地区饮食差异, 跨区域扩张产品的本土化开发尤为重要, 注重研发有望增强公司在产品端的供应能力。

图 22: 巴比产品矩阵丰富


数据来源: 公司官网, 公司公告, 信达证券研发中心

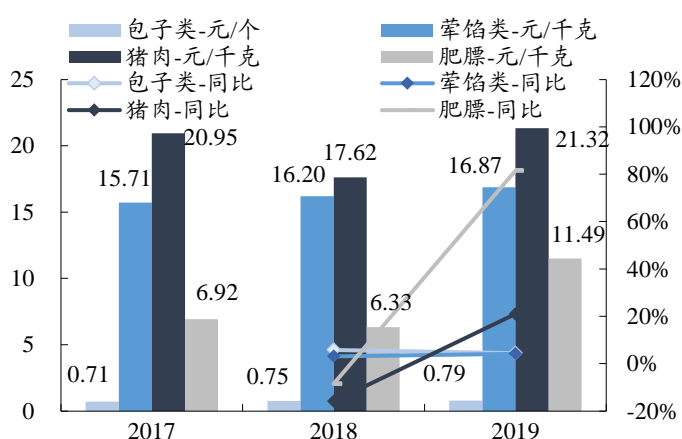
表 6: 研发团队面点制作经验丰富

职位	工作经历
副总监	中国餐饮业职业经理人、中国烹饪大师、国家级高级技师、国家中式面点职业技能评委；20 年以上食品餐饮工作经验，15 年以上食品研发工作经验。
副经理	国家级三级营养师、食品安全管理体系审核员；8 年以上食品行业工作经验、4 年以上食品研发工作经验。
产品工程师 A	10 年以上中式面点制作经验，曾先后在乔家栅小吃、丰裕生煎、沃尔玛连锁商场从事中式面点的制作工作；尤其在馅料工业化生产上有丰富的实操经验。
产品工程师 B	10 年以上中式面点制作经验，曾先后在香港仔茶餐厅、隆兴茶餐厅、百乐门大酒店、金色年华会所从事中式面点的制作工作；擅长广式茶点、象形茶点的制作，尤其对产品的创新方面有着其独特的理解。
产品工程师 C	10 年以上中式面点制作经验；曾先后在全聚德、石库门上海老精点、鼎泰香酒店从事中式面点的制作工作；擅长海派点心的制作，尤其对合理搭配食材，平衡膳食有着丰富的实操经验。
包装工程师	8 年以上中式面点制作经验；曾先后在丰耀包装、太侑国际贸易、锐奇股份从事食品包装类的设计研发工作；擅长包装方案的设计和平面文稿图片的处理。

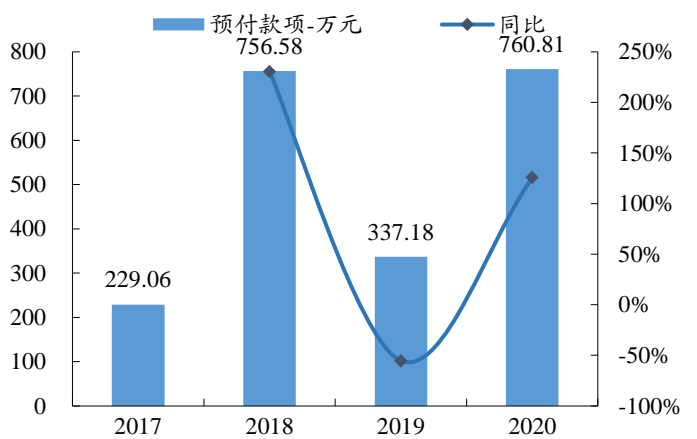
数据来源：公司官网，信达证券研发中心

4.2. 注重供应链建设，打造先发优势

合作优质供应商把关上游原材料，稳定供应价格。公司统一采购面粉、猪肉、食用油、蔬菜等主要原材料，少数原材料允许加盟商在加盟区域附近筛选合适供应商进行零星采购；一方面满足了生产当地特色产品的需求，另一方面相较于小作坊，公司品牌力强，合作益海嘉里、五芳斋、安琪酵母等优质供应商，原材料供应品质和稳定性有保障。公司每月对进入《合格供方名单》的原辅料供应商、外购产品供应商进行现场评分考核，严格管理供应。此外，公司集中采购量大，对供应商议价能力相比小作坊散装购买更强，降低采购成本。据调研了解，公司即使在原材料价格上涨情况下，也优先内部消化，不轻易涨价，维持供应价格稳定，保护加盟商利润。2019 年猪肉涨价较多，公司采购猪肉、肥膘单价分别上涨 21%、81.5%，但供应给加盟商的包子、荤馅单价仅分别上涨 4.4%、4.2%；对比同行业其他知名品牌，2019 年三津提价两次，和善园四年以来首次对 9 款包子产品提价 0.5 元，侧面表明巴比在原材料采购端的规模优势及研判能力。

图 23: 包子、荤馅供应价格较为稳定


数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

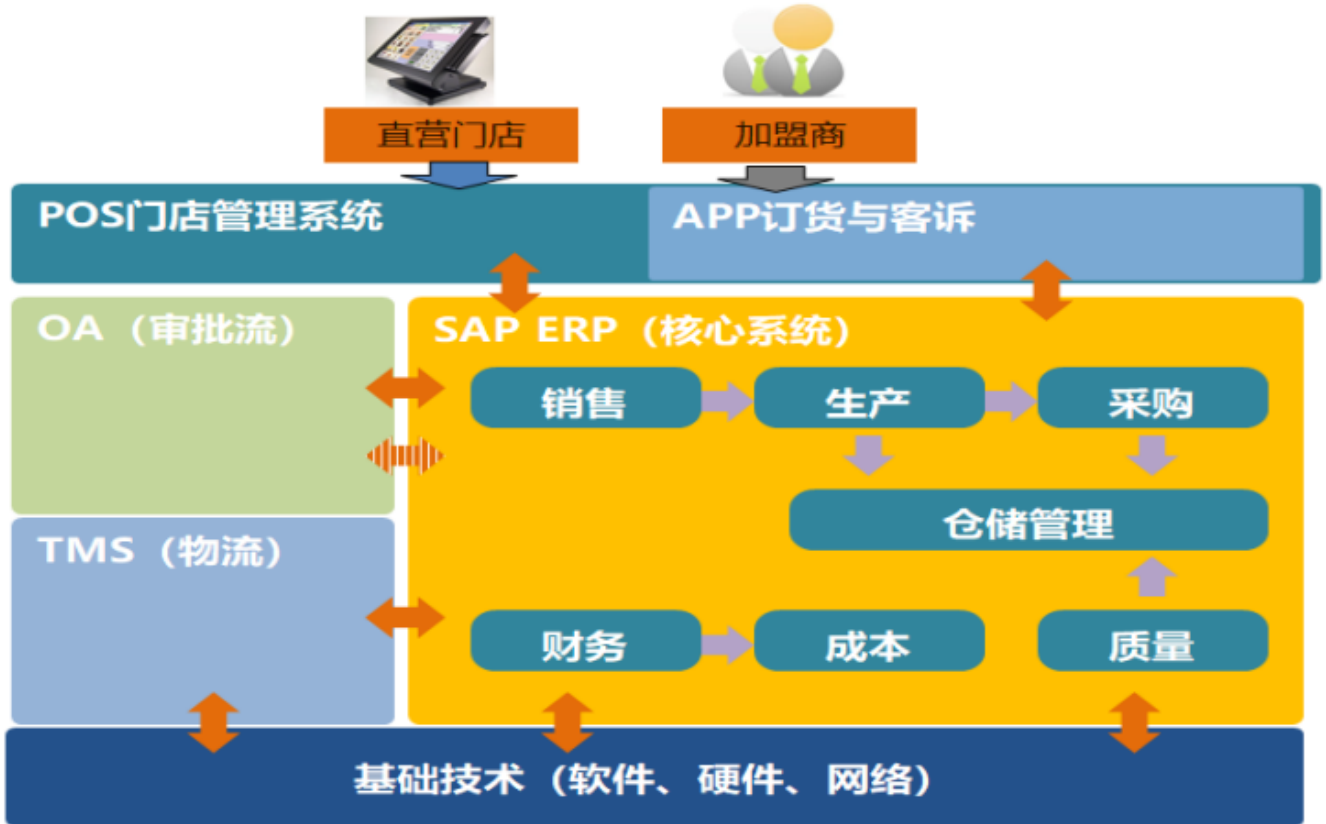
图 24: 应对原材料价格波动调整采购预付款


数据来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

行业内率先引进 SAP 信息化系统，赋能供应链降本增效。公司于 2015 年开始加快信息化建设，2017 年在行业内率先引进 SAP 信息化管理系统，并逐步通过 SAP-ERP 核心系统与门店订货 APP 系统、POS 项目系统、TMS 物流系统、SRM 供应商管理系统、智能分拣系统、生产可视化监控系统、OA 系统等对接，集成运作彻底打通公司业务与财务系统，实现实时、透明、可视化数据管理，大大提升供应链系统协作效率。同行业其他知名面点连锁品牌绝大多数至今仍处于数字化转型初期，仅有早于 2018 年跟随引进 SAP 系统。募投加码公司信

息化建设，未来公司将新增产品生命周期管理、质量追溯系统、客户关系管理系统等模块的建设，预计进一步促进生产经营各环节信息互通，扩大供应链的先发优势。

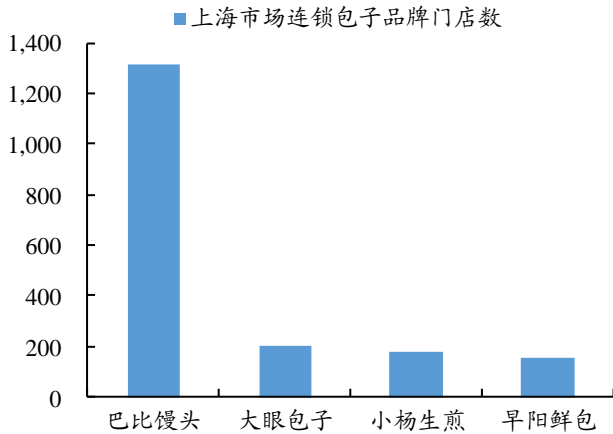
图 25：信息化系统支撑公司高效运营



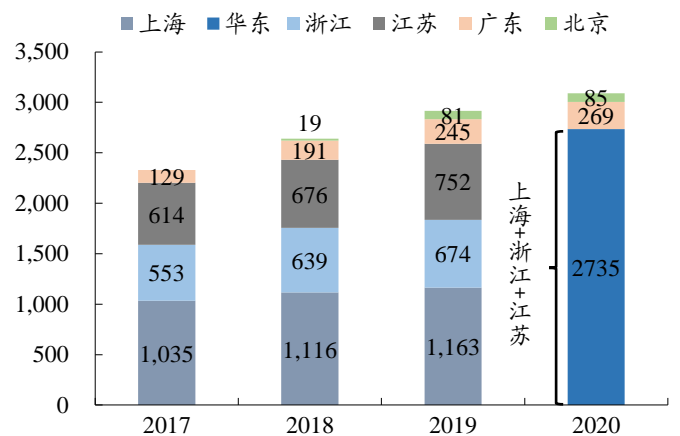
数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

4.3. 密集开店蓄能品牌，单店模型基本跑通

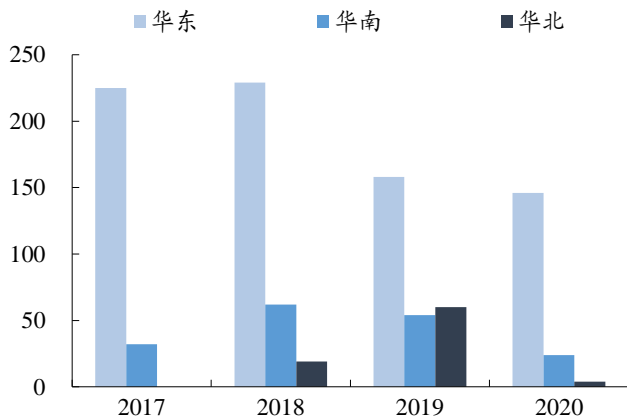
上海市场率先抢占门店优质资源，蓄力品牌势能，助力区域深耕及全国化扩张。公司目前加盟门店普遍集中在上海、浙江、江苏、广东、北京五省。根据窄门餐眼统计显示，截至 2021 年 8 月，巴比上海门店数超 1300 家，对比同样在上海拥有知名度的大眼包子、小杨生煎、早阳鲜包均不到 200 家。早餐小吃店竞争的核心要义在于占据人流量大的优质点位，预计公司通过密集的网络布局抢先占领上海市场核心点位，大本营市场稳固。区域布局上看，巴比近年来主要围绕华东大本营加速拓店，其中江苏、浙江市场的加盟门店增长较快，公司在华东地区已完成纵深布局，积蓄起较高品牌势能，助力后续品牌全国化。

图 26: 巴比在上海市场遥遥领先


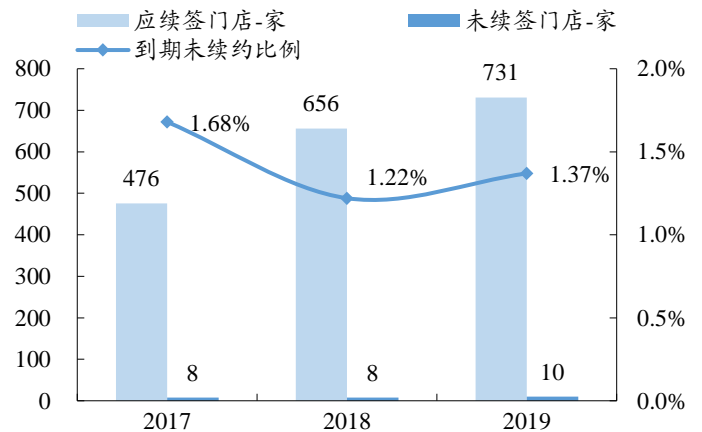
数据来源: 窄门餐眼, 信达证券研发中心 注: 窄门餐眼数据统计截至 2021 年 8 月

图 27: 华东大本营织密加盟网络


数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 净开店仍以华东深耕为主


数据来源: 招股说明书, 公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 加盟门店续约意愿强


数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

加盟门店赚钱效应显著, 新市场开拓内生动力足。连锁品牌能否在全国范围内实现快速跑马圈地核心在于保障加盟门店的盈利水平。据渠道调研了解, 公司加盟单店的毛利率可达 50%-55%, 能实现净利率 20%-22% 左右, 前期投资 15-20 万左右, 8-12 个月就能回本。相对于其他连锁加盟的餐饮业态, 巴比初期投资小, 回本时间短, 赚钱效应显著, 包子品类消费具备习惯持续性, 除了极端恶劣天气及竞争加剧的影响, 通常门店营业额相对稳定, 保障盈利能力持续性。整体来看, 公司单店模型基本跑通, 保障新市场开拓内生动力。

老加盟店续约意愿强, 对公司认可度高。公司加盟期限为 3 年, 2017-2019 年公司到期未续约比例分别为 1.68%、1.22%、1.37%, 均不足 2%, 到期未续签门店仅有 8-10 家, 表明老店对公司经营模式和管理体系较为认可, 忠诚度高, 粘性高。

表 7: 加盟单店模型基本跑通

加盟城市	上海	广东深圳	江苏扬州
营业面积 (万元)	16	20	20
加盟费 (万元)	1.28	0	1.28
保证金 (万元)	3	1	3
装修费 (万元)	4.48	5.6	5
运营资金 (万元)	3	1.8	1.05
设备 (万元)	5	3	3

培训费 (万元)	0.3	0.3	0.3
其他 (万元)	0.5	0.5	0.5
前期总投资额 (万元)	17.6	12.2	14.1
日客流 (人)	500	450	500
客单价 (元)	7	5	4.5
日销售额 (万元)	0.35	0.23	0.23
月销售额 (万元)	10.5	6.75	6.75
毛利率	50%	50%	50%
毛利 (万元)	5.25	3.38	3.38
员工成本 (万元)	1.6	1.5	1.3
租金 (万元)	1	0.6	0.4
水电杂费 (万元)	0.4	0.4	0.3
管理费、配送费 (万元)	0.16	0.16	0.16
净利润 (万元)	2.10	0.72	1.22
净利率	20.0%	10.7%	18.1%
投资回收期 (月)	8	17	12

数据来源：信达证券研发中心整理 注：不包含门店转让费，不同地区或者位置门店运营情况有所差异，仅列示部分门店情况供参考

5. 门店拓张空间大，业绩增长多点驱动

5.1. 新产能逐步释放，门店加速扩张可期

提出五步走门店拓展计划，目前稳步推进第 2-3 步。便捷为终端面点购买的核心诉求，因而点位是连锁面点品牌竞争的决胜要素，点位质量、密度决定面点单店运营质量。公司目前正处于跑马圈地的关键阶段，门店扩展端提出五步走的计划，旨在打造围绕长三角、珠三角、环渤海三大经济圈，以“北上广”为中心城市向外辐射的门店网络布局，加速全国化。

表 8：募投加码直营门店扩张

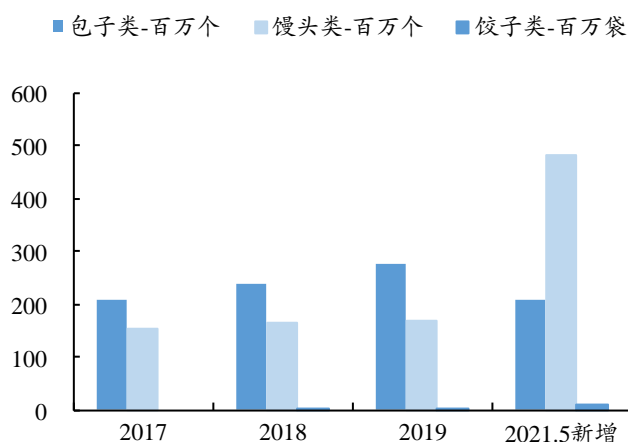
城市	店铺数量 (家)			
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	合计
深圳	2	4	4	10
广州	3	3	4	10
宁波	2	4	4	10
杭州	4	3	4	11
上海	32	30	31	93
南京	2	2	3	7
常州	2	1	1	4
无锡	2	2	2	6
苏州	3	4	4	11
北京	6	7	7	20
	58	60	64	182

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

华东：新建产能打破瓶颈，保障门店加密巩固大本营优势。公司在华东大本营市场龙头地位显著，品牌影响力较强。但近几年来上海工厂全年超负荷生产，产能利用率均超 100%，最高直逼 140%，拓店速度一定程度上受产能瓶颈拖累。公司上海二期工厂已于今年 5 月投产使用，预计将新增年产包子 20,757.41 万个、馒头花卷 48,350.31 万个、饺子 1,058.07 万袋，每年增厚公司 5,846.70 万净利润；2022 年底南京工厂投产，预计将新增年产包子馒头类

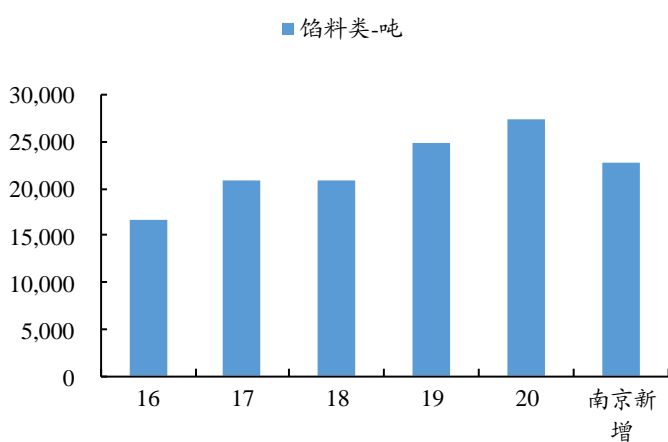
18,550.31 万个、预包装产品 1,152.29 万袋、生馅 12,973.75 吨、熟馅 9,867.09 吨，每年增厚公司 6,687.77 万净利润。两大工厂相继投产，预计可有效缓解华东市场现有产能瓶颈，助力华东地区门店加密巩固先发优势。

图 30: 上海智能化厂房投放后，面点类产能大约空间



数据来源：招股说明书，信达证券研发中心 2017-2019 为面点类销量，2021.5 为预计上海二期工厂新增产能

图 31: 南京工厂投产后馅料类产能大约翻番



数据来源：招股说明书，信达证券研发中心 注：16-20 年设计产能，未区分荤馅和素馅

表 9: 公司现有已投产工厂产能利用情况

区域	2017			2018			2019			2020		
	产量-吨	产能-吨	利用率	产量-吨	产能-吨	利用率	产量-吨	产能-吨	利用率	产量-吨	产能-吨	利用率
上海工厂												
面点类	26,373	24,507	108%	29,922	24,507	122%	33,342	24,507	136%	29,945	24,507	122%
馅料类	23,047	19,250	120%	24,531	19,250	127%	25,797	19,250	134%	22,628	19,250	118%
广州工厂												
面点类	2,583	4,112	63%	2,504	4,112	61%	2,964	5,764	51%	2,225	10,720	21%
馅料类	1,447	1,610	90%	1,695	1,610	105%	1,965	2,448	80%	1,736	4,963	35%
天津工厂												
面点类	-	-	-	-	-	-	-	8,200	0%	185	8,200	2%
馅料类	-	-	-	-	-	-	59	3,220	2%	637	3,220	20%

数据来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

华南：竞争激烈前期拓展慢，加盟优惠倾斜有望迎来转机。2014 年 2 月，公司进驻华南市场，截至 2020 年底仅有 269 家门店，收入占比仅为 7%。华南市场进入较早，至今却未形成较大体量，究其原因有以下几点：1) 华南市场本土面点品牌较多竞争激烈，如三津汤包是公司在广东地区最大竞争对手，拥有近 1000 家门店，已占据不少优质点位，公司选址较难，品牌推广不足；2) 广式点心口味独特，公司产品本土化程度有所不够。当前公司高度重视华南市场，针对上述劣势逐点击破，华南市场有望迎来转机：1) 0 加盟费+1 万保证金，对比其他地区加盟，1.28 万加盟费+3 万保证金，加盟商补贴力度大；对于老加盟商推荐新加盟商现金奖励 1 万，激励力度大。2) 免费为夫妻店装修、更新设备，吸引夫妻店加入，相比其他地区只是给予一定的装修补贴。3) 口味调整加快。推出迎合华南市场口味的糯米鸡、叉烧包等产品。公司目前在华南门店主要在珠三角地区，分布于广东省的广州、佛山、深圳、东莞、惠州、珠海等城市，预计华南地区在上述一系列组合拳下有望开店加速。

华北：天津工厂投产，拓店速度拐点已现。2017 年 9 月，公司进驻华北市场，目前华北市场处于培育期，市场开拓较慢，主要原因系过去没有工厂，2018-2019 年北京地区销售的产品采用委托加工模式生产，产能有限难以放量，产品品质稳定性难以保障。2019 年 12 月，

公司天津工厂建成后，公司华北地区的产品实现自主生产，但 2020 年受疫情影响，门店扩张速度有所放缓。展望后续，公司事先已经完成对华北市场的调研和初步布局，产能有所保障下，预计开拓有望加速，围绕北京、天津市场打造渤海经济圈，并逐步延伸至河北、山西等华北空白市场。

表 10: 公司募投项目中的在建产能

募投项目	投资总额 (万元)	建设周期 (年)	年新增产能	年新增营收 (万元)	年新增净利 润(万元)	投产时间	静态投资回 收期(年)
智能化厂房项目	19,359	2	包子 20,757.41 万个、馒头花卷 48,350.31 万个、饺子 1,058.07 万袋 面点类包子馒头类产品	55,000	5,846.70	2021 年 5 月份	5.71
南京智能制造中心一期项目	30281.2	2	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	58,000	6,687.77	2022 年末	6.34

数据来源：公司官网，信达证券研发中心 注：智能化厂房项目为上海二期厂房建设，静态投资回收期包含建设期

华中：收购好礼客、早宜点，使用资本杠杆切入华中市场。2020 年疫情加速行业洗牌，公司抓住契机收购武汉连锁面点品牌好礼客、早宜点，其中早宜点在武汉拥有超 500 家门店，市场影响力较强。两大品牌经营多年，对华中当地口味、本土化运营较为了解，收购两大品牌缩短了公司推出符合华中地区口味的特色产品的研发时间，降低了公司选址难度，预计加速在华中的拓张速度。整体而言，公司目前核心的优势在于供应链及品牌赋能，采用品牌收购的模式降低了门店终端卡位的难度，预计有望成为终端门店加速扩张的助燃剂。

表 11: 收购好礼客、早宜点的先决条件及估值方式

	目标公司股权估值	总加盟门店	巴比加盟门店	合计估值销 售额	巴比估值销 售额	累计扣非后 净利润	主营产品平均 毛利率
情形 1	4000 万元	≥730 家	≥180 家	≥8300 万元	≥2000 万元	>0	≥18%
情形 2	3500 万元	≥680 家	≥150 家	≥7500 万元	≥1500 万元	>0	≥16%
情形 3	3000 万元	≥550 家	≥100 家	≥6500 万元	-	>0	≥16%
情形 4	估值销售额*0.4	≥400 家	≥50 家	≥3800 万元	-	>0	≥16%

数据来源：公司公告，信达证券研发中心 注：各项收购先决条件均为在目标公司正式运营满 12 个月的前提下

开店远未到天花板，保守估计下市场容量可支撑 8000+门店。据大众点评统计，截至 2021 年 8 月，公司共开设门店 3472 家(不含港澳台，含在装修尚未开业的门店)。其中，88%的门店集中于华东地区；其他地区则集中于经济发达、人口稠密的广东、北京、天津。结合公司目前的产能布局及补贴倾斜方向上来看，中期公司在华南、华北地区的门店扩张上有较大的提升空间。由此进行保守估计：假设 1) 公司已在上海大本营市场形成较强品牌力，对标台湾市场连锁早餐龙头瑞麟美而美人均门店保有量在 1.18 以上，保守估计未来上海人均门店保有量可达 0.9。2) 以上海现有人均门店保有量 0.61 作为已有品牌力基础市场(现有人均门店保有量≥0.25 的地区)的人均门店保有量估计量。3) 以杭州现有人均门店保有量 0.41 作为具备发展潜力市场(现有人均门店保有量≥0.1 的地区及广深地区)的人均门店保有量估计量。4) 估计现有地区人均门店保有量≤0.1 的未来将向 0.1 看齐。基于以上假设，以人均门店保有量为基准，保守测算巴比门店空间可达 8554 家，对比现有门店 3472 家，尚有约 1.5 倍的开店空间，开店数量远未触及天花板。

表 12: 公司华中、华北、华南区域合计预计还有 2-3X 开店空间

省份	城市	常住人口 - 万人	城镇化率	城镇人口 - 万人	实际门店-家	现有人均门店保有量-家/万人	预计人均门店保有量-家/万人	理论门店-家
上海	上海	2487.09	89.3%	2220.94	1350	0.61	0.90	1999
	南京	931.47	86.8%	808.52	20	0.02	0.10	81
江苏	无锡	746.21	82.8%	617.82	85	0.14	0.41	253
	常州	527.81	77.1%	406.80	92	0.23	0.41	167
	苏州	1274.83	81.7%	1041.84	500	0.48	0.61	636
	南通	772.66	70.4%	544.29	140	0.26	0.61	332
	盐城	670.96	64.1%	430.17	20	0.05	0.10	43
	扬州	455.98	71.0%	323.88	46	0.14	0.41	133
	镇江	321.04	79.5%	255.08	37	0.15	0.41	105
	其他	2773.83	64.7%	1795.84	1	0.00	0.10	180
江苏合计		8474.80		6224.24	941			1928
浙江	杭州	1193.60	83.3%	994.21	411	0.41	0.61	606
	宁波	940.43	78.0%	733.56	218	0.30	0.61	447
	嘉兴	540.09	71.3%	385.29	22	0.06	0.10	39
	绍兴	527.10	71.0%	374.34	29	0.08	0.10	37
	金华	705.07	68.2%	480.81	17	0.04	0.10	48
	舟山	115.78	71.9%	83.24	16	0.19	0.41	34
	台州	662.29	62.0%	410.47	61	0.15	0.41	168
	其他	1772.41	67.6%	1197.92	12	0.01	0.10	120
浙江合计		6456.76		4659.85	786			1380
广东	广州	1867.66	86.2%	1609.67	79	0.05	0.41	660
	深圳	1756.01	100.0%	1756.01	143	0.08	0.41	720
	珠海	243.96	90.5%	220.71	9	0.04	0.10	22
	佛山	949.89	95.2%	904.25	7	0.01	0.10	90
	惠州	604.29	72.8%	439.93	15	0.03	0.10	44
	东莞	1046.66	92.1%	964.49	18	0.02	0.10	96
其他	6132.79	56.4%	3456.64	7	0.00	0.10	346	
广东合计		12601.26		9351.69	278			1979
北京	北京	2189.31	87.5%	1916.64	114	0.06	0.41	786
天津	天津	1386.60	84.7%	1174.44	3	0.00	0.41	482
总计		33595.82		25547.80	3472			8554

数据来源: 大众点评, Wind, 信达证券研发中心

注: 各省常住人口、城镇化率数据均来自于国务院于 2020 年开展的第七次全国人口普查结果。

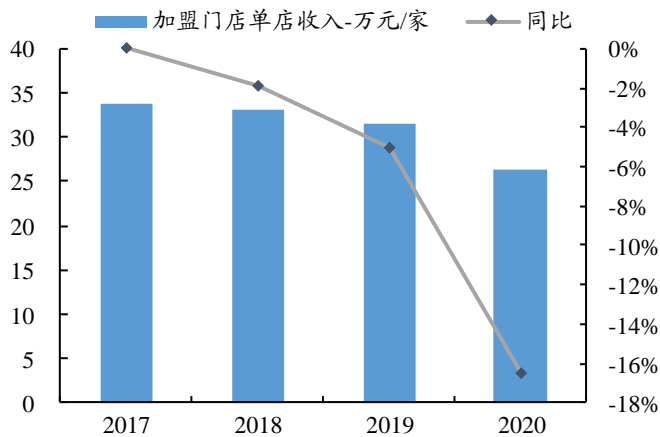
5.2. 推出短保速冻产品, 拥抱新零售提振单店营收

推出气调锁鲜装差异化竞争, 有望成为业绩增量。2020 年下半年, 公司推出速冻锁鲜产品, 涵盖短保锁鲜面点、水饺、煎饺, 突破原有外卖早餐场景。相比思念、三全等主打长保质期、大分量、家庭装的传统速冻面点, 公司速冻锁鲜装实行差异化竞争, 采用“急冻+气调锁鲜”工艺最大化保鲜, 采用“一人食”小分量包装, 一盒水饺 12 个, 一盒包子 6 个, 单独分格, 吃多少即可热多少。产品组合优势明显, 锁鲜面点推出 1 盒 2 味等多种“组合装”: 包括咸款“鲜肉包+香菇青菜包”、中西结合款“毛豆酸菜包+奥尔良鸡肉包”、甜款“小猪奶黄包、黑芝麻包”等, 荤素甜咸满足不同口味喜好。

切入电商新渠道, 到店延伸至到家业务, 预计提振单店营收。公司围绕锁鲜装已形成以微信小程序“巴比商城”为核心、包括饿了么、美团外卖平台, 及盒马生鲜、京东到家、叮咚买菜、美团买菜、同程生活、每日优鲜、兴盛优选等生鲜电商平台在内的线上电商新零售体系, 其中巴比商城提供“到店自取”及“外卖配送”两种方式。到店业务延伸至到家业务, 门店作为作

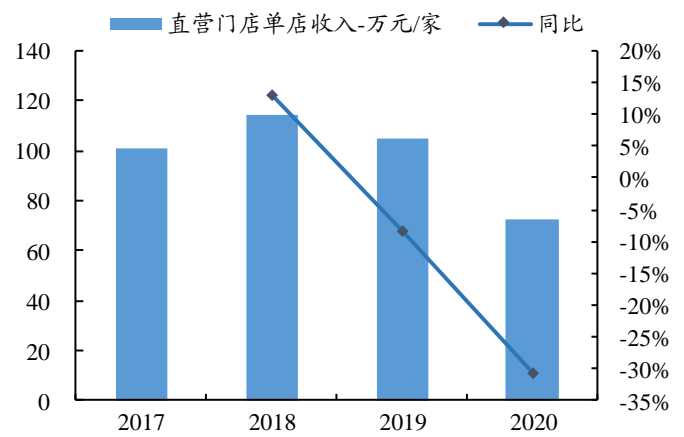
为前置仓模式，预计有望提振单店收入。

图 32: 近年各地区加盟单店收入有所下滑



数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 加盟门店单店收入, 计算方法为当年特许加盟业务收入/期末门店

图 33: 直营门店营收水平较高



数据来源: 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 直营门店单店收入, 计算方法为当年直营收入/期末门店

图 34: 短保锁鲜装产品主打一人食, 小分量



数据来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 35: 短保锁鲜装通过巴比商城、门店同步销售

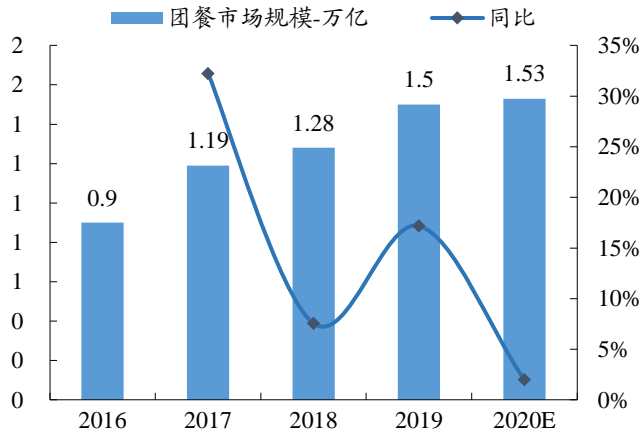


数据来源: 公司官网, 信达证券研发中心

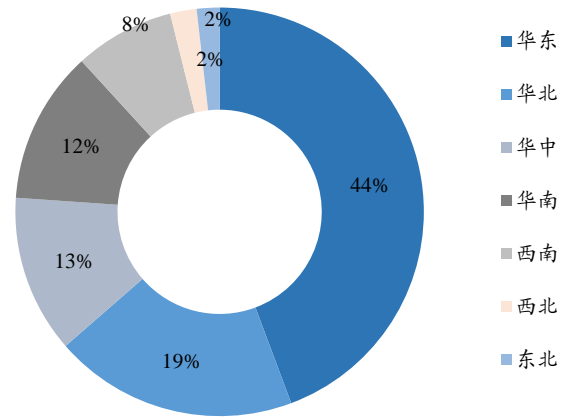
5.3. 发力拓展团餐业务，打开第二曲线成长空间

团餐消费万亿市场，速冻食品需求逐渐释放。据中国饭店协会及艾媒数据统计，预计 2020 年我国团餐市场规模达 1.53 万亿，2016-2020 年复合增长率达 14.19%。2020 年疫情期间，相比于整个餐饮行业，团餐因其业态特殊性，占比 65% 以上服务于机关事业单位、军队、医院等场景的团餐企业营收逆势增长，预计在后疫情时代将维持高速增长态势，未来市场空间广阔。随着人力成本和租金不断上涨，为了缩短餐饮制作周期、降低成本，企业采购标准化食材替代人工制作或成为趋势，连锁餐饮企业、单位食堂对成品化速冻食品的需求有望进一步释放。

团餐是收入增长最快的业务，产能投放支撑团餐加速拓展。2017-2020 年，公司团餐收入复合增长率高达 36.57%，收入占比从 6.04% 提升至 13.67%，增长迅猛。公司专门设立团餐事业部，至今已与几百家大型企事业单位、学校、医院、连锁餐饮等形成合作，有望形成口碑吸引更多新客户。团餐以提供面点成品为主，此前制约团餐业务拓展的核心因素主要是华东地区的成品产能，随着上海二期工厂于今年 5 月投产，预计保障未来团餐业务的进一步拓展，加速发展新的企业级大客户，长期成长空间可期。

图 36: 团餐市场万亿规模


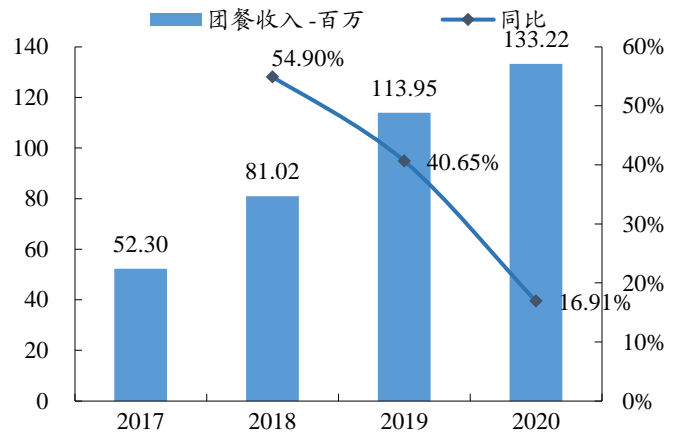
数据来源：中国饭店协会，艾媒数据中心，信达证券研发中心

图 37: 超过 40% 的团餐企业分布在华东地区


数据来源：中国饭店协会，信达证券研发中心

图 38: 公司为数百家企事业单位、学校、医院、连锁餐饮供餐


数据来源：公司官网，信达证券研发中心

图 39: 团餐业务实现快速发展


数据来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

6. 估值与投资评级

估值假设

收入端：预计 2021-2023 年收入分别保持 33%、22%、17% 的增长。分渠道预测，公司基本完成供应链端的布局，提出五步走开店计划，加盟门店拓店有望加速，预计 21-23 年加盟门店分别净增 350、400、470 家，单店端，公司推出锁鲜装并逐步完成第三代门店换代，疫情常态化下，预计 21-23 年单店收入分别同比+15%、+6%、+3%，预计 21-23 年特许加盟业务收入同比+28%、+18%、+16%。直营门店端，参考公司募投计划的规划，预计 21-23 年净开门店 20、20、20 家，单店收入端，直营门店预计门店换代及锁鲜装上新执行力更强，疫情常态化下单店收入恢复弹性更强，预计 21-23 年单店营收分别同比 30%、10%、5%，预计 21-23 年直营门店业务同比+182.94%、69.46%、41.84%。随着上海二期工厂逐步投产，产能瓶颈突破后，行业高景气度下，预计团餐持续保持较高增速，预计 21-23 年分别同比 50%、35%、20%。

表 13: 分渠道营收预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入-百万	1063.97	975.09	1294.50	1581.27	1854.22
同比	7.45%	-8.35%	32.76%	22.15%	17.26%
特许加盟销售-百万	918.03	812.68	1040.48	1231.19	1423.37
同比	4.83%	-11.48%	28.03%	18.33%	15.61%
期末加盟门店数量-家	2915	3089	3439	3839	4309
加盟门店单店收入-万/家	31.49	26.31	30.26	32.07	33.03
直营门店销售-百万	16.77	12.36	34.97	59.26	84.05
同比	-2.27%	-26.32%	182.94%	69.46%	41.84%
期末直营门店数量-家	16	17	37	57	77
直营门店单店收入-万/家	104.83	72.70	94.51	103.96	109.16
团餐销售	113.95	133.22	199.83	269.77	323.72
同比	40.65%	16.91%	50.00%	35.00%	20.00%

数据来源: Wind, 信达证券研究中心 注: 单店收入为当期营业收入/期末门店

成本费用端: 预计 21-23 年各渠道毛利率有所恢复, 费用率在规模效应下预计稳中有降。公司短期毛利率主要受原材料价格影响较大, 今年原材料价格短期存在部分压力, 叠加运杂费计入营业成本会计调整的影响, 但由于去年疫情期间毛利率存在一定低基数, 预计今年特许加盟渠道毛利率略微提升至 28.5%, 22-23 年随着规模效应的体现及战略储备, 预计毛利率分别为 29.1%、29.7%, 直营门店毛利率预计 21-23 年毛利率为 62.0%、62.5%、62.5%, 团餐毛利率同比略增, 主要系去年学校渠道等受疫情有所影响, 疫情常态化下, 预计 21-23 年毛利率分别为 22.0%、23.0%、23.0%; 总的毛利率水平预计为 28.63%、29.43%、30.21%。费用端, 整体趋势预计稳中有降, 2019 年运杂费占比 4.4%, 2020 年会计调整计入营业成本, 刨去运杂费, 预计 21-23 年销售费用率为 5.4%、5.1%、4.8%, 管理费用率为 6.4%、6.1%、5.8%。利润端, 预计 21-23 年归母净利润分别为 3.39、2.44、3.04 亿元。

PE 估值

我们选取 4 家 A 股连锁业态或者面点公司作为可比公司, 可比公司 2022 年平均 PE 为 32.1X, PEG 为 1.29, 考虑到上市资本加码及产能瓶颈突破下, 门店扩张有望加速, 规模优势下净利润有望实现较快增长, 给予巴比食品 2022 年 45XPE, 对应市值 110 亿元。

PS 估值

我们选取 4 家 A 股连锁业态或者面点公司作为可比公司, 可比公司 2022 年平均 PS 为 4.5X, 考虑到门店扩张空间天花板高, 营收端有望实现较快增长, 给予巴比食品 2022 年 6XPS, 对应市值 95 亿元。

表 14: 可比公司估值表

2021/09/09	总市值-		EPS		CAGR		PE			PEG		PS	
	亿元	20A	21E	22E	2020-22	20A	21E	22E	20A	21E	22E		
绝味食品	383.77	1.15	1.65	2.09	35%	54.3	37.8	29.8	0.85	7.3	5.8	4.8	
味知香	72.25	1.67	1.54	1.96	8%	43.3	46.9	36.8	4.39	11.6	9.3	7.5	
一鸣食品	60.07	0.39	0.47	0.63	27%	38.4	31.9	23.8	0.88	3.1	2.4	1.9	
安井食品	406.72	2.61	3.31	4.37	29%	63.8	50.2	38.1	1.30	5.8	4.5	3.6	
平均					25%	49.9	41.7	32.1	1.29	7.0	5.5	4.5	
巴比食品	84.77	0.71	1.37	0.98	18%	48.3	25.0	34.7	1.94	8.7	6.5	5.4	

数据来源: Wind, 信达证券研究中心 注: 巴比食品于 2020 年上市, EPS 计算分母为 2020 期末公司总股本, 巴比食品数据来源于信达证券研发中心预测, 可比公司的数据来源于 Wind 的一致估计数据。更新日期为 2021 年 9 月 11 日

综合 PE 和 PS 估值，由于公司整体盈利能力较为优秀，供应链端具备一定的盈利弹性，我们给予公司合理市值 105 亿元，目标价格 42.3 元。

市场担忧巴比终端门店低标准化，门店扩张速度因此受限，我们认为面点连锁企业提升了终端操作的工业化水平，连锁化为行业趋势，将加速行业供给侧的整合，行业竞争格局分散，公司突破产能瓶颈及区域扩张预计门店扩张将加速。相比区域品牌竞争对手，巴比具备供应链及品牌先发优势，上海区域通过密集开店率先抢占优质点位，后入品牌面临较大的门店盈利的压力，持续巩固上海大本营市场龙头，上市加码产能瓶颈逐步突破，将加固公司在供应链端的优势。预计 21-23 年 EPS 分别为 1.37, 0.98, 1.23 元/股，对应 2021 年 PE 为 25.32X，首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险因素

疫情反复。疫情反复可能对外食早餐的人流量产生影响，从而对公司的单店营收产生负面影响。

区域市场竞争加剧。加盟门店开拓中，优质点位为稀缺资源，若区域市场竞争激烈，优质点位被竞争对手锁定，对于公司门店开拓将产生巨大的挑战。

原材料成本价格上升。公司营业成本中的主要构成为猪肉等原材料，原材料价格上升将稀释公司的盈利能力。

食品安全问题。公司采取加盟连锁方式，对于渠道终端管控能力要求较高，若因管控不当产生食品安全问题，将对公司品牌造成极大的损伤。

附：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	625	1,503	1,805	2,069	2,385	
货币资金	487	1,399	1,469	1,707	1,997	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	46	51	68	82	96	
预付账款	3	8	10	12	14	
存货	80	37	49	59	69	
其他	9	8	208	209	210	
非流动资产	342	488	580	623	666	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	208	203	202	201	199	
无形资产	37	52	67	81	96	
其他	96	233	311	341	371	
资产总计	967	1,991	2,385	2,693	3,050	
流动负债	226	324	379	443	497	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	93	137	139	153	160	
其他	133	187	240	291	338	
非流动负债	25	32	32	32	32	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	25	32	32	32	32	
负债合计	252	356	411	475	529	
少数股东权益	1	1	0	0	-1	
归属母公司股东权益	715	1,634	1,974	2,218	2,522	
负债和股东权益	967	1,991	2,385	2,693	3,050	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,064	975	1,294	1,581	1,854	
同比(%)	7.4%	-8.4%	32.8%	22.2%	17.3%	
归属母公司净利润	155	175	339	244	304	
同比(%)	7.9%	13.4%	93.4%	-28.1%	24.8%	
毛利率(%)	33.1%	27.9%	28.6%	29.4%	30.2%	
ROE%	21.6%	10.7%	17.2%	11.0%	12.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.83	0.87	1.37	0.98	1.23	
P/E	0.00	43.40	25.57	35.58	28.51	
P/B	0.00	5.73	4.40	3.91	3.44	
EV/EBITDA	-2.47	44.90	16.59	22.92	17.64	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,064	975	1,294	1,581	1,854	
营业成本	712	703	924	1,116	1,294	
营业税金及附加	6	7	6	8	9	
销售费用	96	48	70	81	89	
管理费用	76	66	83	96	108	
研发费用	5	4	5	6	7	
财务费用	-16	-23	-36	-40	-46	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	2	0	0	0	
其他	4	32	205	6	7	
营业利润	189	204	447	320	400	
营业外收支	19	29	5	5	5	
利润总额	208	233	452	325	405	
所得税	54	58	113	81	101	
净利润	154	175	339	243	304	
少数股东损益	-1	0	-1	0	-1	
归属母公司净利润	155	175	339	244	304	
EBITDA	197	177	435	304	379	
EPS(当年)(元)	0.83	0.87	1.37	0.98	1.23	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金	111	250	175	294	347	
净利润	154	175	339	243	304	
折旧摊销	25	27	18	19	20	
财务费用	-17	-23	0	0	0	
投资损失	0	-2	0	0	0	
营运资金变动	-52	94	23	37	29	
其它	2	-21	-205	-5	-5	
投资活动现金流	-100	-870	-105	-57	-57	
资本支出	-63	-111	-105	-57	-57	
长期投资	-55	-776	-200	0	0	
其他	18	17	200	0	0	
筹资活动现金流	-37	747	0	0	0	
吸收投资	0	759	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-33	0	0	0	0	
现金流净增加额	-26	127	71	237	290	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。