

# 巴比食品（605338）：开店加速，空间可期

——系列报告之一

2022年1月23日

推荐/首次

巴比食品

公司报告

**包子虽小，连锁市场很大。**公司是中式面点制造企业，以通过连锁加盟的方式销售中式面点为主，直营和团餐为辅。中式面点速冻食品制造业行业集中度低，行业发展具有“大市场、多群体、小生产、小规模”的特征。公司产品的销售方式早餐包子铺也主要以小作坊经营模式为主，区域性连锁和全国连锁由于生产规范，具备规模效应正逐步取代小作坊经营。

**公司未来几年开店空间 8000 家，长期可达上万家。**公司发源于上海，目前在上海大约有 1200 多家门店。根据我们推算公司在上海仍有 50% 的开店空间，江苏、浙江有 2 倍左右的开店空间。我们测算公司在传统开店区域平均仍有 1.8 倍的开店空间，开店数量可达到 8000 家。如果算上华中、安徽、河北、山东等人口密集区域，未来开店空间可达上万家。

**三种策略加快开店速度。**公司虽然开店空间大，但近几年开店速度仅 300 家左右/年，主要是受到产能限制、单店收入低、开店技术或资金障碍较大等因素的影响。针对这些原因，公司采取如下措施：

1、公司在华中地区没有中央工厂，因此采取收购的策略快速拓店，计划收购武汉“好礼客”和“早宜点”，如果收购顺利，则可能明年上半年并表，华中市场有望逐步被打开。针对江苏和安徽等地新建智能工厂，预计 2022 年末南京工厂建成，进一步打开苏北、安徽等市场。

2、提升单店盈利能力。除了自有的电商平台巴比商城外，公司结合第三方电商平台进行线上业务的运营，扩大了门店的销售半径，也可以使得门店承接更丰富的产品品类。再配合以加大新品研发力度，针对不同区域推出重点品类，改善短保产品，进行门店装修换代，提升产品形象，多管齐下的措施提升单店收入水平。我们测算今年公司单店收入水平大概能够达到或超过 2019 年同期水平，证明公司策略对单店收入有较好的提升作用。

3、降低开店门槛，解决开店障碍。提升冷冻面团技术，降低开店技术难度；提供开店优惠政策、装修补贴政策，提升品牌知名度。

在多项政策的助推下，我们推测公司今年开店速度较往年明显加快，随着品牌在地区的曝光率增加，各项政策的进一步推进，公司有望继续提升开店速度。

**盈利预测与评级：**我们预测，在随后的几年，公司门店同店收入存在改善的基础，华南和华中地区有望快速突破，加盟业务的较高增速存在支撑。公司团餐业务一直是重要增长点，预计未来能够保持 40% 以上的增速。预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 13.59/17.32/20.16 亿元，分别同比增长 39.40%/27.49%/16.32%；归母净利润分别为 2.94/2.43/2.84 亿元，分别同比

## 公司简介：

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。公司产品可以分为面点系列产品、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，共计近百余种产品。

资料来源：公司公告、WIND

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

2022-04-09：年报预计披露

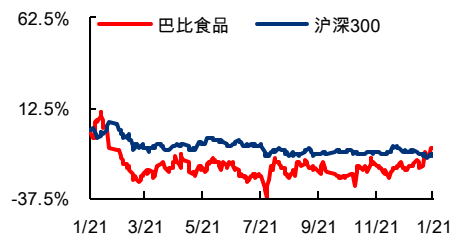
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52 周股价区间（元）	47.9-26.9
总市值（亿元）	87.22
流通市值（亿元）	30.34
总股本/流通 A 股（万股）	24,800/24,800
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	4.04

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

## 分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

## 研究助理：韦香怡

增长 67.52%/15.32%/17.99%；2021-2023 年对应 PE 分别为 30/36/31 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**疫情带来的风险；食品安全风险；开店速度不及预期；并购不及预期；原材料波动风险；公允价值变动损益波动较大。

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,063.97	975.09	1,359.24	1,732.84	2,015.70
增长率(%)	7.45%	-8.35%	39.40%	27.49%	16.32%
净归母净利润(百万元)	154.72	175.47	293.91	242.98	284.12
增长率(%)	7.78%	13.72%	67.52%	15.32%	17.99%
净资产收益率(%)	21.64%	10.74%	15.24%	11.19%	11.57%
每股收益(元)	0.83	0.87	1.19	0.98	1.15
PE	42.37	40.43	29.68	35.90	30.70
PB	9.15	5.34	4.52	4.02	3.55

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 中国人的早餐包子第一股 .....	4
2. 包子虽小，连锁市场很大 .....	6
3. 行业空间提供公司门店稳定扩张的基础 .....	7
3.1 长期空间有待挖掘，短期仍需大本营稳定增长 .....	7
3.2 门店密度提升空间：地区开店空间测算 .....	8
3.2.1 上海依然有 50% 的开店空间 .....	8
3.2.2 江苏、浙江、北京、广东有 2 倍左右空间 .....	9
3.3 对标绝味开店空间 .....	11
4. 三种策略加快拓店速度 .....	13
4.1 市场担心的问题：拓店速度缓慢 .....	13
4.1.1 过去几年快速扩张带来的问题：关店率上升 .....	13
4.1.2 增长依赖门店扩张，单店收入有所下降 .....	13
4.2 解决办法 1：通过收购和建厂相结合的策略拓展业务 .....	14
4.3 解决办法 2：多管齐下提升单店收入水平 .....	16
4.3.1 研发能力逐步加强，快速应对市场需求，帮助解决开店难题 .....	16
4.3.2 提升品牌形象，管理能力得到体现 .....	16
4.3.3 快速布局线上业务，效果显现 .....	16
4.3.4 培育锁鲜包装产品 .....	16
4.4 解决办法 3：降低开店难度，解决开店障碍 .....	17
4.4.1 冷冻面团技术降低开店难度，助力快速拓店。 .....	17
4.4.2 降低加盟门槛，快速拓张提升品牌知名度 .....	18
4.5 推测 2021 年单店收入及开店速度明显回升 .....	18
5. 盈利预测与评级 .....	18
6. 风险提示： .....	20
相关报告汇总 .....	22

## 插图目录

图 1： 食品类产品样图 .....	4
图 2： 公司营业收入构成 .....	5
图 3： 营业总收入及增速 .....	5
图 4： 食品类收入结构 .....	5
图 5： 公司分渠道销售额（万元） .....	5
图 6： 公司门店数量（家） .....	7
图 7： 公司开关店数据 .....	7
图 8： 门店数量分地区 .....	8
图 9： 营业收入占比分地区 .....	8
图 10： 上海地区开店空间推算 .....	9

图 11: 可比公司门店数量（2020 年） .....	12
图 12: 绝味食品生产基地分布 .....	12
图 13: 绝味食品门店分布 .....	12
图 14: 单店收入变化趋势（万元/家） .....	14
图 15: 公司锁鲜水饺 .....	17
图 16: 公司锁鲜包点 .....	17
图 17: 2021 年加盟扶持政策 .....	18
图 18: 巴比第三代门店 .....	18

## 表格目录

表 1: 主要竞争对手介绍 .....	6
表 2: 销售收入增速分地区 .....	8
表 3: 分地区早餐连锁店例举（20 家以上，统计可能不完全且滞后，仅做参考） .....	9
表 4: 各地区开店空间测算 .....	11
表 5: 公司加盟店数量变动情况 .....	13
表 6: 加盟店关店率及开店率 .....	13
表 7: 收购“好礼客”、“早宜点”的先决条件及估值方式 .....	15
表 8: 公司产能 .....	15
表 9: 盈利预测（假设明年并表武汉门店） .....	19

## 1. 中国人的早餐包子第一股

公司从事中式面点速冻食品的研发、生产与销售，产品可以分为面点系列产品、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，共计近百余种产品。公司主要通过加盟商开店和团餐客户购买大包产品的方式进行产品的销售，其中 2020 年连锁加盟收入占公司整体收入的 83.42%，团餐占比 13.67%。

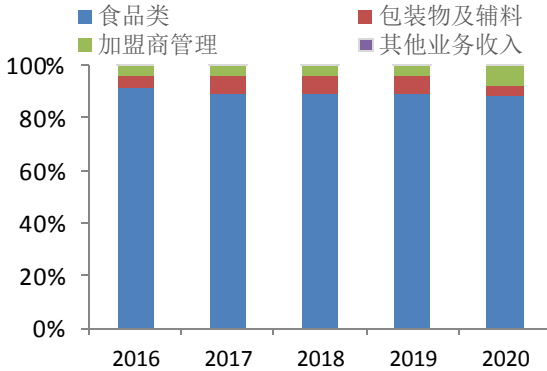
图1：食品类产品样图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

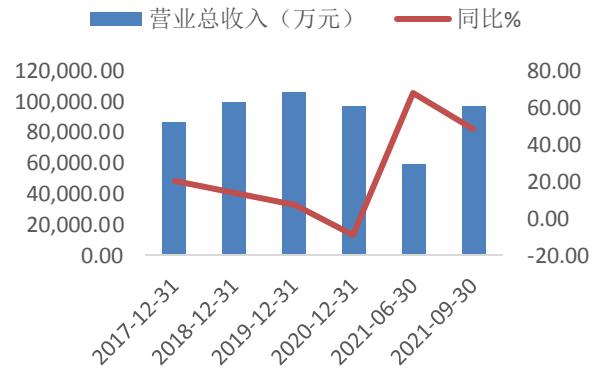
以销售早餐食品为主，2021 年主营业务增速企稳回升。公司营业收入以食品类收入为主，另有少量的加盟商管理收入和包装物及辅料收入。2018-2020 年公司食品类收入占营业收入的比重分别为 88.99%、89.11%和 88.23%，总体保持稳定。2020 年公司门店开单速度和单店收入均受疫情影响，2020 年营业总收入 9.75 亿元，同比下降 8.35%。2021 年公司收入恢复增长，1-9 月营业总收入同比提升 48.39%，较 2019 年提升 26.05%。2021 年疫情多点小范围爆发，公司营业收入增速亮眼，体现了公司业务的韧性。

图2: 公司营业收入构成



资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

图3: 营业总收入及增速



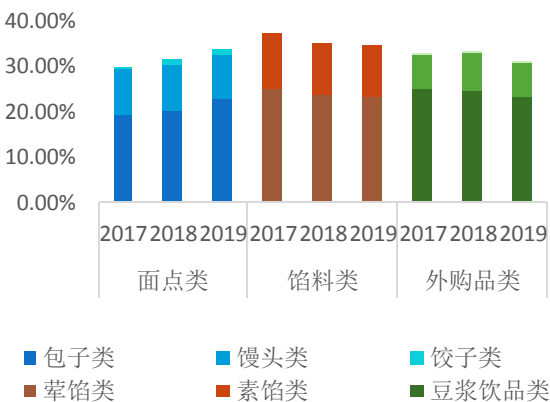
资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

分渠道来看, 公司是一家“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。2020年, 公司主营业务收入9.74亿元, 其中, 连锁加盟收入8.13亿元, 占比83.42%, 团餐业务1.33亿元, 占比13.67%。本系列报告之一主要围绕公司连锁加盟业务进行分析, 团餐业务增速很快, 我们将在后期报告论述。

分产品来看, 面点类占比逐年上升。食品类收入分为面点类、馅料类和外购类。其中, 面点类包括包子、馒头、粗粮点心、饺子、烧麦, 2020年占主营业务收入比重31.44%; 馅料类包括肉馅和素馅类馅料, 2020年占营业收入比重30.07%; 外购产品主要是粥、豆浆、牛奶、粽子等产品, 2020年占比26.8%。从大类来看, 2020年以前, 馅料类产品占比最高, 但从2017年到2019年占比呈下降趋势。得益于冷冻面团技术, 客户购买公司产成品占比升高, 面点类产品占比逐年上升。

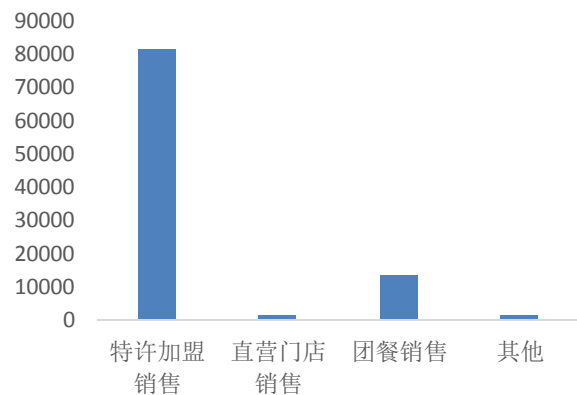
在更细分的品类当中, 包子占比逐年上升, 2019年达到20.41%, 其次是荤馅和豆浆饮品, 分别为20.88%/20.89%, 占比均略有下降。

图4: 食品类收入结构



资料来源: 公司招股书、东兴证券研究所

图5: 公司分渠道销售额 (万元)



资料来源: 公司招股书、东兴证券研究所

## 2. 包子虽小，连锁市场很大

我国的早餐种类大多以包子、馒头、各种粗粮点心等面食为主，辅之以液态食物如豆浆、粥、牛奶等。随着经济的发展，国民生活节奏越来越快，消费者早上在家制作早餐的比例越来越低，更倾向于在早餐店购买早餐。而品牌早餐快餐连锁店对口味的研发比小作坊更加专业，对食材的要求更加严格，满足了消费者安全、放心、好吃的需求，对消费者的吸引力更大，因此越来越多的作坊式门店也在逐步加盟品牌连锁企业，行业集中度逐步提升。

**中式面点速冻食品制造业行业集中度低，大型企业成长空间大。**我国中式面点速冻食品制造行业存在加工规模较小、产品标准和质量控制体系不完善等不足，行业发展具有“大市场、多群体、小生产、小规模”的特征，整个行业大型企业较少，以中小型企业为主，全国性品牌较少，区域性品牌较为突出，行业集中度也比较低。产业集中度较低一方面导致面点食品制造行业的生产设备小型化、整体技术水平不高，另一方面加剧了企业间的无序竞争，大量中小企业进行低水平生产，产品结构不合理，存在食品安全的隐患，这也给像巴比这样的大型速冻食品生产、销售企业扩大市场份额的空间。

**早餐包子铺竞争对手以区域性品牌为主，行业集中度有很大提升空间。**我国中式面点速冻食品制造行业主要有三类模式，即小作坊经营模式、区域性经营模式、全国连锁经营模式。作坊式生产企业及个体经营者主要用居家设备或者小型专业机器进行生产，产品生产出来之后一般就近销售给当地的超市、农贸市场或者自设门店。该种模式的加工企业销售区域受限、利润水平较低、产品品种单一、产品品质控制能力差、品牌知名度低。目前，小作坊经营仍在本行业中占有较大比例，但因为利润水平低，抗风险能力弱，产品多样性低，容易被收购或蚕食，并不是公司的主要竞争对手。

公司绝大部分的竞争对手都是区域性品牌，公司销售网络主要覆盖了华北、华东和华南，除了上海早阳餐饮企业管理有限公司拥有门店数量与公司相当，其他竞争对手无论是门店数量还是区域覆盖面均与公司有较大差距。另外，公司专注于中式面点产品，庆丰餐饮还有米饭、炒菜等非面点类产品。

**表1：主要竞争对手介绍**

品牌	主要区域	门店数量	介绍
北京庆丰	北京	329	成立于1980年，公司主要经营包子、小吃、米饭、炒菜等。
三津灌汤包	广东	853	成立于2014年，是广东深圳的一家餐饮公司，经营模式为管理加盟，主要产品是包子和汤粥。
包容里	杭州	400+	是杭州的品牌连锁餐饮管理有限公司，现已在杭州各区拥有加盟店400多家，产品为包子、馒头、粽子、豆浆等早点。
南京青露	江苏、安徽	405	南京青露成立于2009年。目前已拥有超过400多家连锁门店，为顾客提供花式包子、粗粮馒头、经典糕团等中式蒸煮类点心和各类时令饮品。
上海早阳	全国	3000+	成立于2010年3月，公司以特色淮扬点心为主导产业，为顾客提供传统的早餐食品。截止2018年底，早阳已经完成了对宁波包子叔叔、杭州包容里、温州益味坊/三味斋、广东粮老师、东莞万春汤包等多个品牌的整合，成功布局长三角、珠三角及华中、华北地区。截止2021年底，公司旗下门店共3000+，其中“早阳”门店1700+家。
甘其食	杭州	149	成立于2009年3月，主要从事生产和销售包子产品及饮品。

和善园      长三角      751      2011年成立于南京，从事速冻食品、糕点的生产和销售，管理加盟店为主，产品主要为各色包子。

资料来源：各公司官网、窄门餐眼、东兴证券研究所

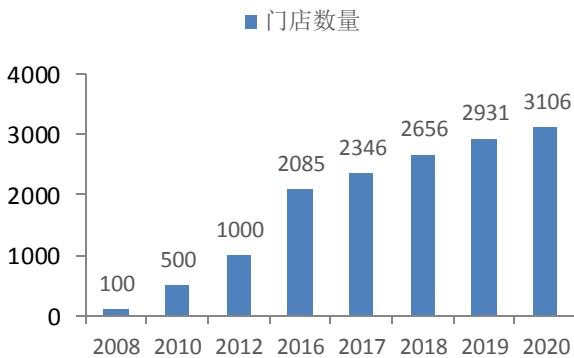
### 3. 行业空间提供公司门店稳定扩张的基础

#### 3.1 长期空间有待挖掘，短期仍需大本营稳定增长

巴比食品主要通过加盟连锁门店进行销售，门店数量稳步扩张。2008年门店数量仅100家，2010年巴比品牌进行第二代门店形象升级，11月品牌门店数量突破500家。2011年随着冷链配送行业发展，第二代升级门店开始走出上海，逐渐扩展至江苏、浙江。2010年以后，公司每年净增门店数量基本维持在250-300家左右，门店扩张速度较为平稳。

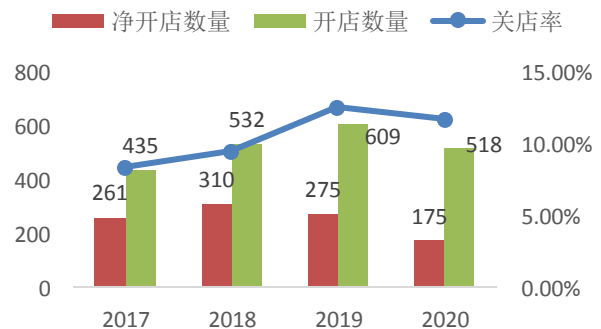
2020年受疫情影响公司开店数量有所下降，仅净开店175家，截止2020年末，公司共有3106家门店。另外，公司关店率维持在10%左右，但在疫情期间，公司关店率不升反降，2020年关店率11.7%，略低于2019年水平，体现出门店的抗风险能力。

图6：公司门店数量（家）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图7：公司开关店数据



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

门店集中在江浙沪。公司销售区域主要集中在华东、华南、华北三大区域，且主要以华东市场为主，2020年华东收入占其总收入的91%。巴比食品的发源地在上海，产品口味更适合当地口味，且2019年前公司仅在上海和广州两地设有中央工厂，而广州产能仅为上海中央工厂产能的13%，产量更不足上海的1/10，因此多年来公司上海地区销售占比较高。

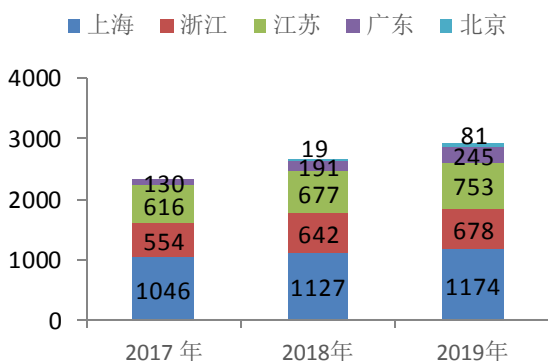
由于2020年公司没有披露具体省份的门店数量，我们用2019年的数据。2019年公司共有门店2931家，区域布局主要集中在华东。其中，上海1174家，占比40%；江苏/浙江分别有753/678家；广东245家；北京81家，占比仅3%。后续公司着力发展华东以外市场，有望挖掘潜能，逐步打开市场空间。

华东大本营稳定基本盘增长，外埠贡献增量仍不足。2021年1-9月华东收入占比依然高达91.56%，华南和华北分别占比6.14%/2.14%。2021年1-9月华东地区收入同比增长47.71%，华南/华北/其他地区收入分别+36.87%/146.15%/238.73%，虽然增速不如华北和其他地区，但华东地区贡献整体收入增量的91%，华南、

华北和其他地区合计贡献收入增量的 9%。由于占比依然很低，外埠区域虽然增速较高，但对收入增长贡献不大，加上公司在拓展外埠区域时会提供部分如装修、保证金等优惠政策，因此利润的增长仍主要取决于东部地区的净开店增速和单店收入变化。

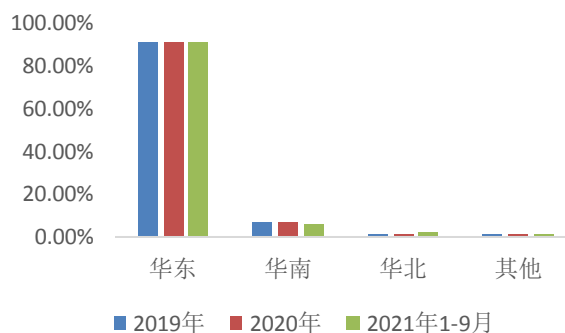
2019 年公司在上海和浙江新增门店数量明显减少，分别新增 47/36 家，相比 2018 年，新增门店总数减少近一半，预计未来渗透率将缓慢增加。推测 2021 年上海门店大约 1200 多家，我们推算公司在上海开店的潜在在 1800 家左右。

图8：门店数量分地区



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图9：营业收入占比分地区



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表2：销售收入增速分地区

地区分部	销售收入同比增速			
地区	2018年	2019年	2020年	2021年1-9月
华东	13.10%	5.75%	-8.73%	47.71%
华南	24.50%	14.20%	-5.51%	36.87%
华北	1666.07%	205.93%	11.89%	146.15%
其他	-5.75%	230.47%	-28.16%	238.73%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 3.2 门店密度提升空间：地区开店空间测算

### 3.2.1 上海依然有 50%的开店空间

公司总部设立在上海，从上海起家，但公司在上海 16 个区域的铺店情况也较不均衡。其中，嘉定区店铺密度最高，达到 0.76 家/万人，而杨浦区仅 0.28 家/万人，这其中跟地区的人口密度有关。嘉定、松江、崇明店铺密度最高的三个地区人口密度也最低，公司需要开设更多的门店以触及到更多的消费群体，而黄埔、虹口等人口密集区，公司单家门店可服务的客户数量更多，因此开店数量要求也更低。我们认为，从比较保守的角度，可以把嘉定区的开店密度设定为上海门店密度的上限，以此来推算上海门店的空间。

以嘉定区的门店密度为标准，能够推算出浦东新区的门店数量上限约为 422 家，宝山区 155 家，全上海市开店空间为 1841 家，较目前有约 50%的空间。

图10：上海地区开店空间推算

行政区	年末常住人口 (万人)	店铺数量	误差纠正后 店铺数量	实际店 铺密度	以嘉定区密度为 标准，推算店铺 数量	人口密度 (人/平方公 里)
嘉定区	158.89	105.00	121	0.76	121	3423
松江区	176.22	108.00	124	0.70	134	2910
崇明区	68.81	41.00	47	0.68	52	580
奉贤区	115.20	58.00	67	0.58	88	1676
闵行区	254.35	127.00	146	0.57	193	6860
青浦区	121.90	57.00	66	0.54	93	1819
浦东新区	555.02	245.00	282	0.51	422	4585
宝山区	204.23	82.00	94	0.46	155	7536
静安区	106.28	34.00	39	0.37	81	28818
长宁区	69.40	22.00	25	0.36	53	18120
徐汇区	108.44	33.00	38	0.35	82	19803
虹口区	79.70	23.00	26	0.33	61	33944
金山区	80.50	23.00	26	0.33	61	1374
普陀区	128.19	36.00	41	0.32	97	23380
黄浦区	65.38	18.00	21	0.32	50	31955
杨浦区	131.27	32.00	37	0.28	100	21615
全市	2423.78	1044.00	1200	0.50	1841	3823

资料来源：上海统计局、腾讯地图、东兴证券研究所

注：我们从腾讯地图统计巴比食品在上海各个区域的门店数量，地图统计的数量跟实际门店数量存在一定误差，所以我们根据上海市实际门店总数对每个区的统计数量进行了误差纠正。

### 3.2.2 江苏、浙江、北京、广东有 2 倍左右空间

公司深耕华东，重点发展华中地区，快速开拓华南市场，逐步向华北渗透。

公司在江苏和浙江也有大量门店，我们判断该区域依然有较大开店空间。截止 2020 年末，公司在华东除上海以外的地区共有门店约 1500 家左右，为公司贡献主要收入且开店速度相较上海更快，开店空间更大。

我们统计了北京、上海、江苏、浙江、广东的部分连锁早餐铺，以非堂食的包子铺或有外卖窗口的店为主。根据我们的统计（不包括巴比馒头），广东连锁包子铺较多（大于 5000 家），而北京的包子铺明显较少。连锁包子铺的数量跟地域的饮食习惯、消费水平、生活习惯等因素相关，在测算巴比食品开店空间时，我们将这些因素考虑进入，且考虑竞争对手的开店数量。

表3：分地区早餐连锁店例举（20 家以上，统计可能不完全且滞后，仅作参考）

分地区早餐连锁店例举（20 家以上）					
北京	庆丰包子	228	广东	三津灌汤包	1250
	早阳	97		兴粮品汤包	553
	阿泰包子	70		金早绿点小吃	489
总计		395		古老东方	439
江苏	和善园	702		津品汤包	409

分地区早餐连锁店例举（20家以上）				
	青露	475	包原味	343
	早阳包子	218	蒸旺包子（蒸旺包点）	337
	大拇指包子	124	早阳包子	479
	众立包子	113	永兴包点	205
	蒸全味包子	78	酷比爽味包	193
	飞琼阁包子店	64	粤比	174
	新园大包	60	爱尚理小笼包	132
	蒸优味包子	51	粮品汤包	106
	早点来	46	阿琴包点	92
	沙士比	44	馍馍哥	71
	肚子里有料	32	露滋包子	71
	苏州义昌福包子	26	自洲包点	58
	<b>总计</b>	<b>2033</b>	点心皇子	54
<b>浙江</b>	包容里	421	早哈哈	32
	早阳包子	382	卡通果蔬包	29
	包子叔叔	356	粤大包	29
	老台门汤包	248	早点来	21
	甘其食	146	澳门麦记大包	21
	御軫品包子	90	肚子里有料	20
	三味斋	90	<b>总计</b>	<b>5607</b>
	和善园	80		
	肚子里有料	54		
	蒸优味包子	49		
	鼎汁早餐	41		
	早点来	34		
	<b>总计</b>	<b>1991</b>		
<b>上海</b>	大眼包子	218		
	早阳	175		
	独秀	133		
	众立	110		
	品皖园包子	74		
	一朝鲜	39		
	<b>总计</b>	<b>749</b>		

资料来源：腾讯地图、中国餐饮网、连续加盟网等、窄门餐眼、东兴证券研究所

测算公式：巴比的合理店铺密度=中大型连锁包子店合理密度-竞争对手店铺密度

以上海连锁早餐铺集中度（中大型连锁包子店合理密度）为基础，我们跟据当地的饮食习惯、生活水平进行调整，可以大致推算出各地区的连锁早餐铺的集中度提升空间。

- 1、由于上海市场较为成熟，在测算巴比食品未来在各地的渗透空间时，我们以上海巴比食品的集中度即店铺密度 0.76 家/万人 为基准，根据竞争对手连锁门店的密度推算出上海市场中大型连锁店的合适的店铺密度为 1.05 家/万人，即上海每 1.05 万人拥有一家中大型连锁早餐品牌铺。
- 2、依据各地的消费水平、饮食、生活习惯对市场容量密度进行调整。北京虽然经济较发达，但口味和长三角口味差距较大，包子消费量较低，我们给与最低的连锁店集中度 0.7；广东人早餐经常吃肠粉、粥类，跟长三角也有些差异，我们给与 0.8 的合理开店密度；浙江和江苏饮食习惯跟上海类似的，分别给与江苏和浙江 0.85/0.9 的集中度。

根据公式：巴比的合理店铺密度=中大型连锁包子店合理密度-竞争对手密度（静态），以及我们预估的渗透空间及目前各地的城镇常驻人口数量，我们测算公司在北京有 10 倍渗透空间，广东有 3 倍的空间，江苏 2.7 倍、浙江 1.5 倍空间，上海有 53% 的空间，总体来说，公司在以上几个地区仍有 1.8 倍的开店空间，开店数量可达到 8000 家（不包括华中区域）。

**表4：各地区开店空间测算**

城市	城镇常住人口数(万人)	20 家门店以上连锁包子店总数 (统计数据)	主要竞争对手合计密度 (家/万人)	中大型连锁店市场容量密度(家/万人)	预估未来巴比密度	开店空间	巴比门店数 量 2019 年	增长空间
北京	1,865	395	0.21	0.7	0.49	911	81	1024%
上海(包括乡镇)	2,423	749	0.31	1.05	0.74	1795	1174	53%
江苏	5,698	2033	0.36	0.85	0.49	2810	753	273%
浙江	4,095	1991	0.49	0.9	0.41	1695	678	150%
广东	8,226	5607	0.68	0.8	0.12	974	245	297%
总计	22,307	10,775	0.48			8184	2,931	179%

资料来源：国家统计局、腾讯地图、中国餐饮网、连锁加盟网等、窄门餐眼、东兴证券研究所

**其他区域的开店空间：**根据公司的开店条件，以上海、广州、天津、南京工厂向周边城市辐射，距离公司配送中心半径 350 公里范围以内可申请开店，因此苏北、安徽、天津、河北部分地区均存在开店的基础。如果未来公司能够在中部地区建厂，便可以进一步覆盖山东、河南、湖北、湖南、安徽部分地区等人口密集省市，空间进一步扩大。长期来看，假设公司未来在山东、河南、河北、湖南、湖北、安徽、天津开店，这七个地区共计常住人口 2.81 亿人，以 0.3 家/万人的店铺密度计算，可以开店 8430 家，加上前述区域的 8184 家开店空间，开店空间共计约 1.7 万家，为目前的 6 倍，可以类比绝味食品。但开到这个体量需要大量的中央工厂作为支撑（或者并购），建设时间较长，此开店空间仅作为长期趋势的参考。

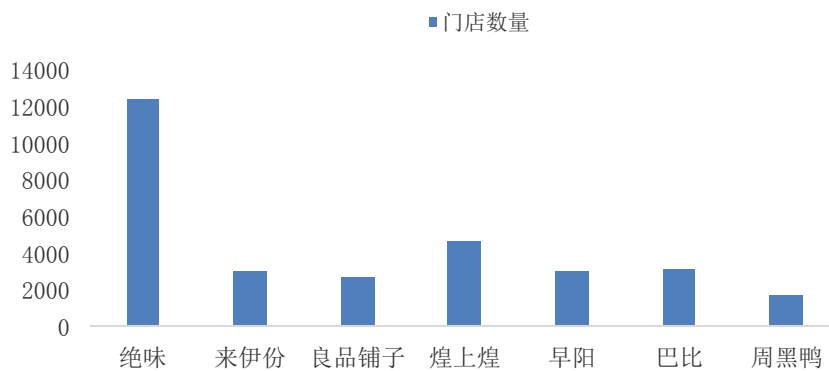
### 3.3 对标绝味开店空间

**对标绝味食品，仍有 4 倍空间。**2020 年末，绝味食品门店数量达到 12399 家（不含港澳台），而巴比食品仅 3106 家。比较两个公司的开店空间，我们认为，卤味店对口味、卫生情况要求较高，且卤味店的可替代产品

较少, 而包子店的替代产品有混沌、饺子店、煎饼果子、油条小摊等众多小摊或者店铺, 因此卤味店的行业集中度明显高于早餐店。

但是由于早餐的复购率数倍于休闲食品, 因此早餐店或早餐摊的密度明显高于卤味店, 开店空间理论上显著高于卤味店。因此公司是否能达到绝味食品的密度跟其是否能够取代其他竞品有关。我们认为, 随着物价、房租的额提高, 具备规模效应的厂商相对个体户更具备优势。另外, 由于年轻人生活节奏越来越快, 早上在家就餐或者在门店堂食的时间成本较高, 随手路边买个包子到公司或者在路上吃是最便捷的方式, 因此混沌、饺子等需要在店内就餐的数量将会减少。而随着健康意识的增强, 以煎炸为主的煎饼、油条、油饼、麻团对需求也会降低, 购买频次有限, 因此, 我们认为包子铺取代部分传统早餐铺和街边摊的潜力较大。

图11: 可比公司门店数量 (2020年)



资料来源: 各公司公告及官网、东兴证券研究所

图12: 绝味食品生产基地分布



资料来源: 绝味食品公告、东兴证券研究所

图13: 绝味食品门店分布



资料来源: 窄门餐眼、东兴证券研究所

## 4. 三种策略加快拓店速度

### 4.1 市场担心的问题：拓店速度缓慢

#### 4.1.1 过去几年快速扩张带来的问题：关店率上升

2020 年疫情期间特殊, 公司净开店率较低, 因此我们用 2017-2019 年数据分析。2017-2019 年三年来, 随着加盟店开店数量的上升, 公司加盟店关店数量也逐年上升。其中, 2019 年广东和北京加盟店开店率分别为 61.26%/489.47%。与此同时, 2019 年公司在广东的加盟店关店率达到 32.98%, 在北京的加盟店关店率达到 163.16%。公司在华东地区面临同样的问题。

表5: 公司加盟店数量变动情况

分部区域	2019 年度			2018 年度			2017 年度		
	新增家数	减少家数	期末加盟 门店数量	新增家数	减少家数	期末加盟 门店数量	新增家数	减少家数	期末加盟 门店数量
上海	132	85	1,163	141	60	1,116	118	61	1,035
浙江	126	91	674	137	51	639	135	48	553
江苏	139	63	752	118	56	676	111	30	614
广东	117	63	245	103	41	191	66	34	129
北京	93	31	81	28	9	19	0	0	0
合计	607	333	2,915	527	217	2,641	430	173	2,331

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表6: 加盟店关店率及开店率

	2018 年		2019 年	
	关店率	开店率	关店率	开店率
上海	5.80%	13.62%	7.62%	11.83%
浙江	9.22%	24.77%	14.24%	19.72%
江苏	9.12%	19.22%	9.32%	20.56%
广东	31.78%	79.84%	32.98%	61.26%
北京			163.16%	489.47%
合计	9.31%	22.61%	12.61%	22.98%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

注: 开/关店率为期间变化/期初门店数。2019 年北京关店率超过 100% 是因为 2019 年有部分当年新增加盟店关店。

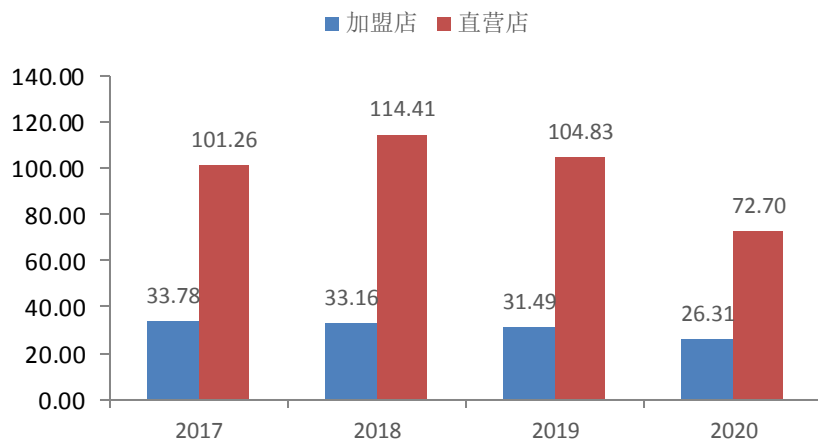
#### 4.1.2 增长依赖门店扩张, 单店收入有所下降

2019 年, 直营店单店收入 104.83 万元, 同比降 8%, 加盟店单店收入 31.49 万元, 同比降 5%。2019 年单店收入较高的店铺, 即单店营收 >50 万元的店铺和 40-50 万元的店铺均有所减少 (合计减少 39 家), 10 万-40

万元（含）的店铺明显增多（增加 429 家，主要贡献自 <30 万元的店铺）。新开店是单店营收降低的原因之一，但也可以看到是营业额高的店铺的单店份额有所降低。

2020 受疫情扰动较大，公司单店收入也加快下滑，其中，直营门店单店收入 72.7 万元/年（同比-31%），加盟门店单店收入（公司口径）26.31 万元/年（同比-16%）。

图14：单店收入变化趋势（万元/家）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

#### 公司快速拓店主要受制于 3 个因素：

- 1、公司自有工厂只能辐射方圆 350 公里的区域，且自建工厂速度较慢，在没有足够门店数量的吃撑的前提下，贸然新建工厂会导致工厂开工率低，拖累公司整体业绩，风险较大，因此公司对新建工厂较为谨慎，目前华中区域采取收购策略进行拓展。在已有工厂的华东地区，公司面临产能利用率过高，产能不足的问题。
- 2、生意辛苦不赚钱。早餐店是辛苦生意，需要早上 4 点钟开始准备材料，部分门店营业到晚上 7、8 点，且需要面点师傅制作包点，对专业能力有一定要求，且年轻人肯吃苦会做面点的越来越少，因此拓店速度较慢。对于专业的加盟商来说（法人），早餐店的管理难度相对较大，而单店收入相对卤味、奶茶并不高，加盟早餐店不具备相对吸引力，加盟商开早餐店也不存在明显的优势，因此法人加盟商很少，2019 年在 2631 个加盟商中仅 3 个为法人加盟商，其余均为非法人加盟商。加盟商带店率较低，加盟商平均开店 1.12 家，远低于绝味的平均 4 家。
- 3、南、北方与华东口味及生活习惯差距较大，在没有融合当地口味和不具备品牌效应的基础下公司贸然进入市场效果不佳。

## 4.2 解决办法 1：通过收购和建厂相结合的策略拓展业务

针对第一种原因，公司采取收购的策略切入华中市场并快速拓店。2021 年 1 月 20 日，公司公告计划收购武汉“好礼客”和“早宜点”。收购的先决条件分为 4 种情况，分别对应不同的对于收购对价，协议规定定期后，公司将按照本协议约定的条件受让目标公司 70% 的股权。

**表7：收购“好礼客”、“早宜点”的先决条件及估值方式**

收购条件及估值对价						
	目标公司估值（万元）	加盟门店数量（家）	近12个月估值销售额（万元）	巴比门店数量	巴比门店估值销售额（万元）	近12个月主营产品平均毛利率
情形1	4000	≥730	≥8300	≥180	≥2000	≥18%
情形2	3500	≥680	≥7500	≥150	≥1500	≥16%
情形3	3000	≥550	≥6500	≥100		≥16%
情形4	估值销售额*0.4	≥400	≥3800	≥50		≥16%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司在华中地区暂时没有工厂，但公司生产管理方式先进，选择跟已有品牌合作不仅可以借助对方的产能，更能利用他们在当地的已有资源快速拓展市场，我们认为协同空间较大。

好礼客品牌为武汉地区连锁门店品牌，主要销售包子等食品饮料类产品，目前在武汉地区有很大的市场基础和影响力，加盟门店数已超500家，每天为超过100万消费者提供早餐服务。品牌不论工厂生产工艺、生产设备、工厂产量都是当地同行业中的领先者。在与华中地区的合作过程中，公司对被收购方进行了全方位的支持，包括食品研发、生产、品控、供应链管理、物流配送及后勤经营管理如财务、法务等，均从上海总部派专业的团队进行扶持协同，并对华中市场进行线上外卖业务的运营，对品牌进行赋能，全方位的提升了合作方的整体经营情况、管理水平及加盟门店业务情况。

对于把握较大的区域，如上海、安徽和苏北，公司采取新建工厂的策略拓展业务。公司在上海、广州、天津均拥有工厂，其中前期上海工厂产能不足，产能利用率长期超过100%，制约了公司团购业务的发展，2021年5月上海工厂二期建成投产，达产后能够年产包子20,757.41万个、馒头花卷48,350.31万个、饺子1,058.07万袋。南京智能工厂也有望于2022年底建成，项目建成后，公司每年将新增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，从而满足团购客户和门店客户的需求，有利于公司在安徽、江苏人口大省门店的拓展。未来随着公司生产基地的扩张，门店的全国布局也十分可期。

**表8：公司产能**

年度	区域	种类	标准产能（吨）	产能利用率
2020年度	上海工厂	成品类	24,507.00	122%
		馅料类	19,250.00	118%
	广州工厂	成品类	10,720.00	21%
		馅料类	4,963.00	35%
	天津工厂	成品类	8,200.00	2%
		馅料类	3,220.00	20%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 4.3 解决办法 2：多管齐下提升单店收入水平

### 4.3.1 研发能力逐步加强，快速应对市场需求，帮助解决开店难题

公司门店起源于上海，口味符合江南口味，但在向广东扩张的过程中遇到瓶颈，除了因为广东连锁品牌较多，另一个原因是广东人早餐习惯又烧包、糯米鸡、流沙包等华南特色早餐。公司 14 年进入华南市场，拥有广州工厂，但产能利用率一直不高。2020 年广州工厂进一步扩大产能，但受疫情影响，产量降低，产能利用率分别降低至 20.75/34.99%。

**口味研发打开地域开店空间，定制服务加强团餐获客能力。**基于广州工厂产能充裕，广东市场较大的原因，公司尤其重视广东市场的开拓，着重加强广东口味的研究，并随后针对性的推出糯米鸡、流沙包、叉烧包等广式点心，受到市场好评。除此之外，公司计划逐步推出各地区适合的口味和产品，例如北方茴香包，增加中餐和晚餐的研发，以提升单店营业额。公司十分重视研发，董事长亲自参与并要求研发团队定期推出新品。公司产品从最初仅有的几个品种，到现在拥有近百种产品，始终坚持追求产品创新，每年更新推出几十余种特色产品。对于团餐业务，公司能够为大客户配备对应研发人员负责产品定制开发，提供定制产品服务，因此，近几年来公司团餐业务一直保持较高的增速（2019 和 2018 年增速 40%以上，2020 年增速 17%）。

### 4.3.2 提升品牌形象，管理能力得到体现

根据前期的管理经验，公司发现更加卫生和时尚的门店形象能够增加客户对品牌的信任度，并吸引更多的顾客，能够明显提升单店收入。因此，公司开始逐步进行老店换新，将装修换成第三代门店，目前，华东有 60%+ 的门店已经完成升级，升级后的营业额平均较老店有 20%左右的提升。

### 4.3.3 快速布局线上业务，效果显现

公司拥有自有电商平台，即巴比商城（微信小程序、APP、网页），除此之外，公司于 2021 年初加大线上业务的运营，结合第三方电商平台，如美团、饿了么、盒马生鲜、兴盛优选、口碑、大众点评，以及天猫、京东旗舰店等进行线上业务的运营，包括巴比商城在内的部分平台可以提供外卖点餐服务和到店取餐服务两种模式。

外卖业务明显扩大了门店的销售半径，也可以使得门店承接更丰富的产品品类，如中餐和晚餐，因此对单店收入有较好的提升作用。随着外卖模式的成熟，公司有望获得更多的外卖平台扶持。例如，巴比是饿了么扶持的十大品牌之一，费用率较以往更低。目前推测公司约有 50% 的门店开通了外卖业务，对部分门店收入有较明显的提升，做得最好的门店其外卖业务可能超过门店整体收入的 50%。公司把“巴比商城”调整为“电商经营中心”，除了自有巴比商城的经营，更是为了能更好的与第三方电商平台进行合作。

### 4.3.4 培育锁鲜包装产品

2020 年公司推出短保锁鲜预包装产品，将门店作为前置仓放置锁鲜产品（短保包子或饺子），初衷是为了提升门店的营业收入。前期，公司为了做到差异化竞争，主打“短保三十天”，但运营后发现配送成本太高，产品容易变质等问题导致销量不佳，因此，目前公司已将保质期延长至 180 天，产品特色包括“一人食”、“组合口味”、“家常调料”、“短保锁鲜”等，同样与竞品做到差异化竞争。一盒饺子 12 只，一盒包子 6 只，并推出了螺蛳粉口味的特色口味水饺，深受好评。

To C 预包装产品目前尚处于推广阶段，销售占比较低，但可以有效的利用公司线上平台资源，若产品通过附近门店购买配送，门店收取一定服务费，也可以增加门店的收入。

对于市场担心的预包装产品会对门店即食产品销量造成影响我们认为：

- 1、部分年纪大的客户购买锁鲜装替代即食产品的可能性存在，针对这种情况，公司可以通过调研，大致了解门店主要客户群体的用户画像，对于客户群里以老年人为主的门店，不提供锁鲜装产品，而老年人通过其他电商购买锁鲜装的概率较低，因此只能在门店购买即食产品。
- 2、公司的销售额 80%来自于早餐，年轻人一般早上没有时间蒸包子或者饺子，对价格敏感性较低，年轻人早上用锁鲜装替代门店即食产品的概率较低。
- 3、给与门店足够的激励，使其卖锁鲜装获得的利润不低于或略高于即食产品。
- 4、从克单价来看，公司锁鲜装产品（210g）价格仅比同类竞品大包装产品（如 600g）略高，例如猪肉白菜水饺比三全同类产品克单价高 5%，对于小包装产品来说仍有涨价空间，如果公司锁鲜产品推广顺利且影响到门店即食产品销量，可以通过产品价格进行调节。

图15：公司锁鲜水饺



资料来源：巴比商城、东兴证券研究所

图16：公司锁鲜包子



资料来源：巴比商城、东兴证券研究所

## 4.4 解决办法3：降低开店难度，解决开店障碍

### 4.4.1 冷冻面团技术降低开店难度，助力快速拓店。

由于制作包子的难度高，费时长，通过自己醒发面团再制作包子比直接用公司成品包子蒸制需要提前2个小时开始制作，而现在有制作包子手艺的人越来越少，这些原因共同制约了包子店的发展。公司自主研发的冷冻面团冷技术生产冻生坯包子，解决冷冻面团产品在生产储运售卖中的技术难题。公司的面团在门店醒发、

蒸制后，所呈现的面团口感、馅料状态，和现制现售门店产品比较接近，可以帮助店员节约制作成品的时间，提高门店的运营效率，是公司快速拓店的重要因素之一。

#### 4.4.2 降低加盟门槛，快速拓张提升品牌知名度

公司在上海门店达到 1000 家以上，但在华南和华北开店不足，除了有口味的原因，更是因为公司的品牌在当地没有认知度，门店也不起眼，加盟意愿较低。2019 年公司在广东省仅有 245 家门店，门店数量较少使得广东客户对巴比品牌的认知度不够。因此，在招商方面，公司给与降低保证金、免加盟费以及加大装修补贴力度，给与 1-4 万元不等的专修补贴等优惠政策，对于广东地区，公司优惠力度更大。

在新形象、新口味和优惠政策的加持下，公司华南门店开店速度快速提升。2021 年开店速度有望翻番，随着广东客户对品牌认知度的加强，公司在华南开店能力有望持续提升。

图17：2021年加盟扶持政策



资料来源：公司招商官网、东兴证券研究所

图18：巴比第三代门店



资料来源：公司招商官网、东兴证券研究所

#### 4.5 推测 2021 年单店收入及开店速度明显回升

2021 年上半年就地过年政策使得许多人口滞留上海、江苏、浙江大城市，公司 2021 年 Q1 单店收入较高，同比增长 131.8%。根据 2021 年 1-6 月加盟和直营店收入以及大概的新增店铺数量，我们推测 1-6 月单店收入高于 2019 年 1-6 月水平。假设 2021 年 1-9 月单店收入水平与 2019 年 1-9 月持平，则计算得出 2021 年 9 月末公司门店数量大约 3529 家。2021 年 1-9 月加盟和直营店营业收入共 8.21 亿元，同比增长 46.87%，如果假设 2021 年 1-9 月单店收入水平比 2019 年同期高 5%，则计算得出 2021 年 9 月末公司门店数量大于 3361 家。

推测无论是新增门店数量还是单店收入，2021 年较 2020 年有明显提升，大概率较 2019 年更优，体现出公司开店速度和质量的实质性改善。

## 5. 盈利预测与评级

### 盈利预测假设:

1、2021 年在疫情压力持续存在的背景下公司开店速度加快, 单店盈利能力提升。预测 2021-2023 年每年内生增长净增加门店 400 家左右。

2、22 年和 23 年, 随着外卖业务的成熟, 短保业务的发展, 以及新拓展区域的逐渐成熟, 同店收入提升。但华东由于门店持续密集化, 单店收入降低, 而华南单店收入低于华东, 随着华南占比的提升, 公司整体单店收入有所下降。

3、由于华中收购门店毛利率明显低于公司加盟门店毛利率, 因此我们分开计算。从过往数据来看, 华东门店单店收入均高于其他地区, 我们推测华中单店收入较华东低。根据收购条件, 假设 2022 年收购武汉门店毛利率为 19%, 2023 年开店压力减小, 优惠力度减弱, 门店毛利率回升。

4、毛利率: 2021 年 Q4 豆油和青菜价格均有所回落, 推测毛利率环比提升。假设 22 年原材料价格有所回落, 公司毛利率整体提升。2023 年随着规模扩大, 公司可能部分原材料从产地采购, 加上议价权增强, 公司产品毛利率稍有提升。但仍要关注随着门店产成品占比提升, 毛利率会受到影响。

我们认为, 2021 年公司华南和华东地区开店形式均较好, 证明了公司华南地区运营策略取得一定成效, 华南市场正逐步被打开, 未来开店有望继续加速。华东地区继续快速开店, 根据我们推算上海仍有 50% 的开店空间, 江苏、浙江有 2 倍以上开店空间。目前, 随着外卖业务的推广, 新品研发力度的加强, 老店翻新等措施共同推升了同店收入的提升, 预计随着这些业务的进一步拓展, 短保产品的逐步推广, 同店收入有望继续增长。公司团餐业务一直是重要增长点, 预计未来能够保持 40% 以上的增速, 我们将在下一篇系列报告中重点研究。总体来看, 我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 13.59/17.32/20.16 亿元, 分别同比增长 39.40%/27.49%/16.32%; 归母净利润分别为 2.94/2.43/2.84 亿元, 分别同比增长 67.52%/15.32%/17.99%; 2021-2023 年对应 PE 分别为 33/39/34 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表9: 盈利预测 (假设明年并表武汉门店)

	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
特许加盟					
营业收入	91802.80	81268.03	111520.00	139218.33	155172.07
同比	4.83%	-11.48%	37.22%	24.84%	11.46%
内生门店数量	2915	3089	3485	3855	4225
内生门店的单店收入	31.49	26.31	32	31.44	30.85
内生门店收入	91802.80	81268.03	111520.00	121218.33	130332.07
内生门店毛利率	33.12%	28.24%	25.89%	28.00%	30.00%
内生门店毛利	30,405.09	22,950.09	29,300.91	33,941.13	39,099.62
收购门店数量				750	920
收购门店的单店收入				24	27
收购门店收入				18000	24840
收购门店毛利率				19.00%	21.00%
收购门店毛利				3420	5216.4
平均毛利率				26.84%	28.56%

	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
加盟店总毛利	30,405.09	22,950.09	29,300.91	37,361.13	44,316.02
直营门店					
营业收入	1,677.26	1,235.87	2160	2530	2886
同比	-2.27%	-26.32%	74.77%	17.13%	14.07%
门店数量	16	17	20	23	26
单店收入	104.83	72.70	108	110	111
毛利率	60.19%	62.58%	59.00%	61.00%	62.00%
直营门店毛利	1,009.54	773.41	1,274.40	1,543.30	1,789.32
团餐销售					
营业收入	11,395.04	13,321.73	20648.69	29940.59	41916.83
同比	40.65%	16.91%	55.00%	45.00%	40.00%
毛利率	29.13%	21.22%	21.89%	24.00%	26.00%
毛利	3,319.38	2,826.87	4,520.00	7,185.74	10,898.38
其他					
营业收入	1,409.58	1,595.47	1,595.47	1,595.47	1,595.47
同比	-6.96%	13.19%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	30.36%	36.77%	32%	32%	32%
毛利	427.95	586.65	510.55	510.55	510.55
<b>总营业收入</b>	<b>106,284.68</b>	<b>97,421.11</b>	<b>135,924.16</b>	<b>173,284.40</b>	<b>201,570.37</b>
同比	7.45%	-8.34%	39.52%	27.49%	16.32%
<b>总毛利</b>	<b>35,161.95</b>	<b>27,137.03</b>	<b>34,856.19</b>	<b>45,315.57</b>	<b>54,436.71</b>
同比		-22.82%	28.45%	30.01%	20.13%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 6. 风险提示:

疫情带来的风险; 食品安全风险; 开店速度不及预期; 并购不及预期; 原材料波动风险; 公允价值变动损益波动较大。

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	625	1503	1824	2141	2465	<b>营业收入</b>	1064	975	1359	1733	2016
货币资金	487	1399	1701	1997	2281	<b>营业成本</b>	712	703	1011	1280	1471
应收账款	46	51	11	17	22	营业税金及附加	6	7	9	11	13
其他应收款	2	2	3	4	4	营业费用	96	48	60	67	83
预付款项	3	8	8	12	14	管理费用	76	66	82	87	99
存货	80	37	84	87	111	财务费用	-16	-23	-19	-21	-20
其他流动资产	7	6	18	26	34	研发费用	5	4	7	8	10
<b>非流动资产合计</b>	342	488	467	452	437	资产减值损失	-0.07	-0.06	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.97	28.70	151.52	0.00	0.00
固定资产	208	203	187	171	154	投资净收益	0.50	2.47	#REF!	1.34	1.62
无形资产	37	52	49	46	43	加: 其他收益	3.09	3.66	3.13	3.29	3.36
其他非流动资产	2	8	0	0	0	<b>营业利润</b>	189	204	367	305	365
<b>资产总计</b>	967	1991	2291	2594	2903	营业外收入	21.13	30.23	25.68	27.96	26.82
<b>流动负债合计</b>	226	324	348	411	432	营业外支出	2.18	0.90	1.15	1.41	1.15
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	208	233	391	331	391
应付账款	93	137	163	226	248	所得税	54	58	98	83	98
预收款项	1	0	-1	-1	-2	<b>净利润</b>	154	175	293	248	293
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-1	0	-1	5	9
<b>非流动负债合计</b>	25	32	14	6	1	归属母公司净利润	155	175	294	243	284
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	252	356	363	417	433	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1	1	0	6	15	营业收入增长	7.45%	-8.35%	39.40%	27.49%	16.32%
实收资本(或股本)	186	248	248	248	248	营业利润增长	6.57%	7.82%	79.75%	-16.89%	19.85%
资本公积	87	769	769	769	769	归属于母公司净利润增长	7.93%	13.41%	67.50%	-17.33%	16.93%
未分配利润	391	550	843	1075	1352	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	715	1634	1928	2171	2455	毛利率(%)	33.11%	27.90%	25.64%	26.15%	27.01%
<b>负债和所有者权益</b>	967	1991	2291	2594	2903	净利率(%)	14.47%	17.96%	21.58%	14.34%	14.54%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
	单位: 百万元					总资产净利润率(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)					
<b>经营活动现金流</b>	111	250	135	289	275	<b>运营能力</b>					
净利润	154	175	293	248	293	总资产周转率	1.18	0.66	0.63	0.71	0.73
折旧摊销	24.93	26.70	20.76	21.41	21.95	应收账款周转率	24	20	44	125	104
财务费用	-16	-23	-19	-21	-20	应付账款周转率	11.88	8.46	9.06	8.91	8.49
应收帐款减少	-4	-6	40	-5	-5	<b>每股指标(元)</b>					
预收帐款增加	0	-1	-1	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	0.83	0.87	1.19	0.98	1.15
<b>投资活动现金流</b>	-100	-870	153	-6	-5	每股净现金流(最新摊薄)	-0.14	0.51	1.22	1.19	1.15
公允价值变动收益	1	29	152	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.84	6.59	7.77	8.75	9.90
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	0	2	#REF!	1	2	P/E	42.37	40.43	29.68	35.90	30.70
<b>筹资活动现金流</b>	-37	747	14	12	15	P/B	9.15	5.34	4.52	4.02	3.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	30.99	35.90	19.15	22.17	17.69
长期借款增加	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						
<b>现金净增加额</b>	-26	127	302	296	284						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业：消费税调整传闻又起，白酒板块整体回落	2022-01-18
行业普通报告	食品饮料行业报告：休闲零食行业 2022 年投资思路：品类拓张为首选	2022-01-11
行业普通报告	食品饮料行业报告：酒企备战春节销售，旺季备货即将开启	2021-12-20
行业深度报告	食品饮料行业“以日鉴中”系列之二：收入约束和需求多样性下的酒类发展之路	2021-12-16
行业普通报告	食品饮料行业：中央经济工作会议提扩大内需战略，食品饮料消费有望提振	2021-12-15
行业深度报告	乳制品行业策略：盈利释放，格局改善	2021-12-15
行业深度报告	调味品行业策略：需求、库存、价格多因子共振，调味品迎来复苏	2021-12-08
行业深度报告	食品饮料 2022 年策略：景气不变，曲折上行	2021-12-07

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

### 王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

## 研究助理简介

### 韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、软饮料、乳制品板块。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526