

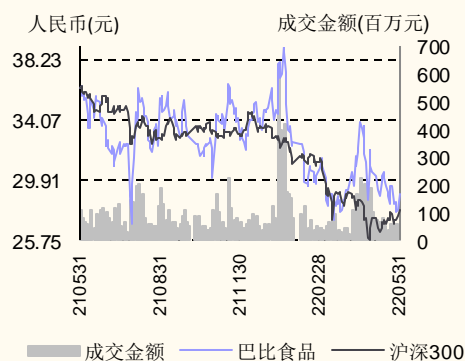
**巴比食品 (605338.SH) 买入 (首次评级)****公司深度研究**

市场价格 (人民币): 28.92 元

目标价格 (人民币): 33.47 元

**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	2.48
已上市流通 A 股(亿股)	0.86
总市值(亿元)	71.72
年内股价最高最低(元)	39.10/26.90
沪深 300 指数	4092
上证指数	3186

**供应链与管理护航，加盟团餐齐发力****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	975	1,375	1,753	2,262	2,905
营业收入增长率	-8.35%	41.06%	27.41%	29.08%	28.41%
归母净利润(百万元)	175	314	237	275	347
归母净利润增长率	13.41%	78.92%	-24.45%	15.90%	26.11%
摊薄每股收益(元)	0.708	1.266	0.956	1.109	1.398
每股经营性现金流净额	1.01	0.64	1.09	1.59	1.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.74%	16.45%	11.38%	12.02%	13.63%
P/E	53.37	27.52	30.24	26.09	20.69
P/B	5.73	4.53	3.44	3.14	2.82

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **早餐行业空间广阔、竞争激烈，场景较刚需，连锁早餐店更具竞争优势，未来行业仍具整合空间。**根据英敏特数据，早餐行业 22 年规模约 2 万亿元，场景较为刚需，中式早餐仍为消费主流，包点类接受度广。在供给端效率偏低、从业者经营辛苦，但需求端追求方便快捷的情况下，行业连锁化为大趋势。连锁早餐店具备高性价比、高效率、受众人群广的优势，目前包子店多为区域性企业，连锁企业数量较少，未来行业仍具整合空间。
- **供应链与管理护航，规模效应下占据优质点位、打造高效单店模型。**1) 供应链稳定且高效，打造高性价比产品。采购方面，多种策略稳定供应价格，合作优质供应商；生产与配送方面，自设中央工厂、日配体系效率高；研发方面，高管重视研发创新，产品推新速度快。2) 加盟商运营管理制度较为完备，信息化系统助力运营管理效率提升。3) 规模效应下公司以先发优势占据优质点位，目前上海市场门店数量达 1300+家，密集开店壁垒更深，方便消费者购买的同时加深品牌认知度。单店模型较为优质，初始投资较少，投资回收期仅 8-12 个月，营收稳定，老店续约意愿强。
- **公司未来业绩增长点在于加盟门店扩张、同店增长、团餐业务发展。**1) 加盟门店扩张：现有工厂逐渐投产爬坡，新工厂稳步建设，缓解当下产能紧张局面。并购效率更高，公司 22 年 3 月以 2250 万元受让德祥中茂 75% 股权，相当于并购武汉 676 家门店。在多重优势下加盟商加盟意愿较强，支撑公司快速拓店，预测公司 22-24 年加盟店达 4481/4960/5606 家。2) 同店增长：三代升级门店占比提升、产品品类延伸、渠道优化等提振同店收入。3) 团餐业务：空间广阔、增速亮眼，营收占比有望提升至 30%-40%。

**投资建议**

- 预计公司 22E-24E 归母净利润为 2.4/2.8/3.5 亿元，同比 -24.5%/+15.9%/+26.1%，EPS 为 0.96/1.11/1.40 元，对应 PE 为 30.2/26.1/20.7 倍。可比公司 22E 估值中枢为 PE 32.3x，我们给予公司 22E PE 35x，目标价 33.47 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示**

- 原材料价格波动、渠道拓展不及预期、加盟商管理风险、股东与高管减持风险。

**李敬雷** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

**叶思嘉** 联系人  
yesijia@gjzq.com.cn

**鲍秋宇** 联系人  
baoqiuyu@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、早餐行业：空间可期，较为刚需，连锁化为大趋势.....	5
1.1、早餐行业规模约 2 万亿，早餐场景较刚需.....	5
1.2、行业效率偏低，占据优质点位+供应链&消费升级为未来发展方向.....	6
1.3、竞争格局：连锁早餐店更具优势，包子店格局分散仍待整合.....	7
2、立足华东，逐步辐射全国的中式面点龙头.....	8
3、核心竞争力：供应链与管理护航，占据优质点位、打造高效模型.....	11
3.1、供应链高效稳定，打造高性价比产品.....	11
3.2、管理体系较精细，信息化系统赋能高效运营.....	12
3.3、规模效应下以先发优势占据优质点位，单店模型较为高效.....	12
4、未来看点：加盟门店扩张、同店增长、团餐或为第二增长曲线.....	14
4.1、募投项目分析：以华东地区产能扩张为主.....	14
4.2、产能扩张+并购+加盟商意愿强，开店空间近万家.....	15
4.3、门店升级、产品扩展、渠道优化提振同店收入.....	19
4.4、团餐业务：空间广阔、增速亮眼，有望成为第二成长曲线.....	20
5、创始人经验丰富、公司股权集中、富有社会责任感.....	22
6、财务分析：高净利率助力高 ROE、费用管控力强、营运效率高.....	23
7、盈利预测与投资建议.....	27
7.1、盈利预测.....	27
7.2、投资建议及估值.....	29
8、风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1：中国早餐市场规模.....	5
图表 2：2021 年早餐品类订单数量占比指数.....	5
图表 3：各地区早餐消费最多品类.....	5
图表 4：外卖早餐主要通过早餐店解决.....	6
图表 5：早餐消费场景玩家各具特色.....	7
图表 6：包子品牌按门店数量分（个）及占比.....	8
图表 7：连锁包子店主要品牌情况.....	8
图表 8：公司门店数情况（家）.....	9
图表 9：公司各渠道毛利率情况（%）.....	9
图表 10：公司各渠道收入情况.....	9
图表 11：公司收入按业务分类.....	10
图表 12：公司食品类主要产品情况.....	10
图表 13：公司分区域销售收入情况（亿元）.....	11
图表 14：2019 年原材料占采购总额占比.....	11
图表 15：上海猪肉平均批发价格及公司采购价（元/kg）.....	11

图表 16: 公司存货中原材料情况 (万元)	12
图表 17: 公司毛利率水平	12
图表 18: 上海各品牌包子店门店数量 (家)	13
图表 19: 公司加盟店数量 (家)	13
图表 20: 加盟商门店单店模型	13
图表 21: 公司续约门店情况 (家)	14
图表 22: 公司募投项目情况	15
图表 23: 公司各区域工厂产能利用率情况	15
图表 24: 公司产能预测情况 (吨)	16
图表 25: 公司收购好礼客、早宜点条件	17
图表 26: 各品牌门店投资回收期估算	17
图表 27: 公司加盟商服务费收入及占比情况	17
图表 28: 公司未来门店密度假设	18
图表 29: 公司开店空间预测: 门店密度角度	18
图表 30: 公司短保速冻产品对比情况	20
图表 31: 公司门店形象更迭	20
图表 32: 公司单店收入情况 (万元/年)	20
图表 33: 我国团餐市场规模	21
图表 34: 各国团餐 CR10 (按营收分) 情况	21
图表 35: 2019&2020 年中国团餐企业营收区间分布 (%)	21
图表 36: 公司团餐业务规模	22
图表 37: 公司团餐客户情况	22
图表 38: 公司发展历程	22
图表 39: 公司股权结构 (截至 2022/5/5)	23
图表 40: 可比公司营收情况 (亿元)	24
图表 41: 可比公司营收增长率情况 (%)	24
图表 42: 可比公司毛利率情况 (%)	24
图表 43: 可比公司销售费用率 (%)	24
图表 44: 可比公司管理费用率 (%)	25
图表 45: 可比公司净利润增长率情况 (%)	25
图表 46: 可比公司净利率情况 (%)	25
图表 47: 可比公司扣非净利率情况 (%)	25
图表 48: 可比公司 ROE 水平 (%)	25
图表 49: 可比公司总资产周转率 (%)	26
图表 50: 可比公司权益乘数	26
图表 51: 可比公司存货周转天数 (天)	26
图表 52: 可比公司应收账款周转天数 (天)	26
图表 53: 可比公司应付账款周转天数 (天)	27
图表 54: 可比公司净现比 (%)	27

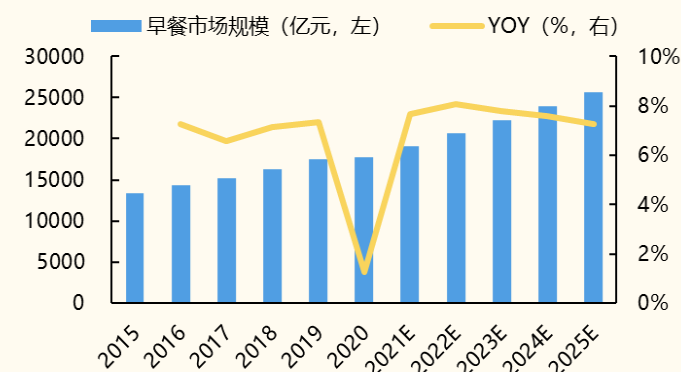
图表 55: 公司加盟门店收入预测.....	28
图表 56: 公司直营门店收入预测.....	28
图表 57: 公司团餐、其他主营业务、其他业务预测.....	29
图表 58: 公司主要费用及净利润预测.....	29
图表 59: 可比公司估值比较（市盈率法）.....	30

## 1、早餐行业：空间可期，较为刚需，连锁化为大趋势

### 1.1、早餐行业规模约 2 万亿，早餐场景较刚需

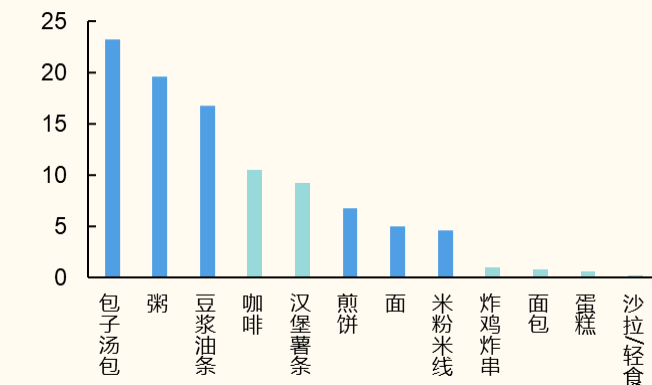
- 中国早餐行业规模约 2 万亿，中式早餐为主要消费，包点类接受度更高。根据英敏特数据，2019 年中国早餐市场规模达 1.8 万亿元，2015-2019 年 CAGR 为 7.1%，2020 年受疫情影响行业增速放缓，预计 2020-2025 年将以 7.7% 的复合增速持续增长，2025 年可达 2.6 万亿元。从品类来看，中式传统早餐仍为消费主流，早餐消费受各地饮食习惯、文化差异的影响品类有所差异，包点类由于馅料丰富、搭配自由，在全国市场接受度高。

图表 1：中国早餐市场规模



来源：英敏特，国金证券研究所

图表 2：2021 年早餐品类订单数量占比指数



来源：阿里巴巴本地生活，国金证券研究所；注：1）标蓝为中式早餐，其余为西式早餐；2）占比指数=早餐时段该品类订单数量/早餐时段中式早餐销量 TOP6 及西式早餐 TOP6 品类订单总数量\*100

图表 3：各地区早餐消费最多品类

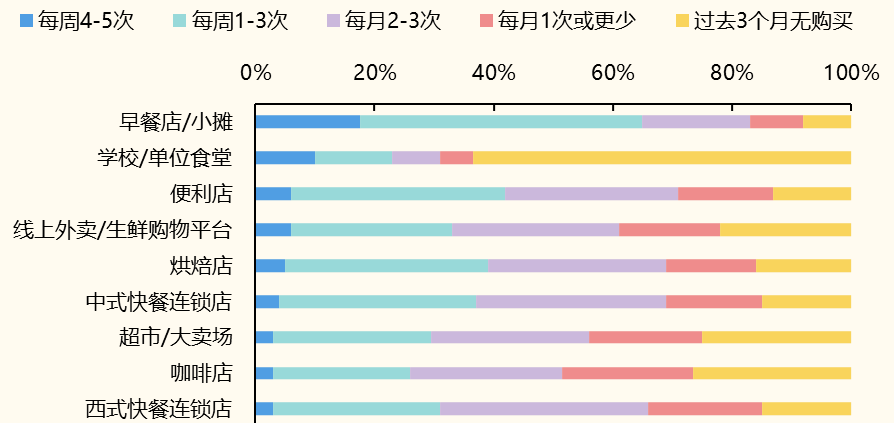
地区	早餐消费最多品类
西北地区	包子汤包、煎饼、粥、豆浆油条、汉堡薯条
西南地区	粥、包子汤包、米粉米线、咖啡、面、汉堡薯条、豆浆油条、馄饨抄手
华南地区	粥、肠粉、汉堡薯条、包子汤包、米粉米线、豆浆油条、咖啡
东北地区	包子汤包、粥、豆浆油条、汉堡薯条、面、煎饼
华北地区	包子汤包、豆浆油条、粥、煎饼、汉堡薯条、咖啡、肉夹馍、驴肉火烧、北京菜
华中地区	热干面、胡辣汤、粥、包子汤包、米粉米线
华东地区	包子汤包、豆浆油条、粥、咖啡、生煎、煎饼

来源：《2021 中国数字早餐经济发展研究报告》，国金证券研究所

- 早餐场景较刚需，快节奏生活下早餐店消费频次较高。早餐对于工作日的上班族来说较为刚需，呈现出消费频率高、粘性强的特点，由于早餐时间较紧张，大部分白领工作者会选择外卖就餐，众多外卖场景中，早餐店的消费频次最高，据英敏特调查数据，超过 60% 调查人群每周至少有一次早餐店消费记录。



图表 4： 外卖早餐主要通过早餐店解决



来源：英敏特，库润数据，国金证券研究所；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

## 1.2、行业效率偏低，占据优质点位+供应链&消费升级为未来发展方向

行业现状：供给端效率偏低且从业辛苦，但需求端对快捷性要求高

- **需求端：方便快捷是首要需求。**消费者因早晨通勤时间有限，往往不会选择绕路购买早餐，因此早餐店选址极为重要；同时消费者也会考虑取餐速度是否在接受范围内，若早餐店排队较长也会在一定程度上打消顾客购买欲望，或选择竞品替代。
- **供给端：行业效率偏低，从业者经营辛苦。**早餐行业进入门槛低，竞争激烈，标准化程度不高，目前大多数早餐店对面点师、收银员的人工依赖度依然较高，效率偏低，与需求端的高效率需求不匹配。早餐业态外卖渗透率不及正餐，主要因为产品客单价较低，配送费在一些情况下甚至高过产品价格，单笔订单配送情况下物流成本较高。此外，个体从业者经营辛苦，往往需凌晨 3-4 点开始备餐，每天营业时间多数超过 14 个小时，并且传统早餐店主打薄利多销战略，赚钱模式辛苦，目前年轻人参与意愿较弱。

如何解决：选点优势+供应链&消费升级

- **优质的点位。**因通勤时间有限，消费者大多会顺路购买早餐，此时占据优质点位的早餐店往往会形成较大的客流量和较强的消费粘性，先发优势明显。
- **门店连锁化，供应链升级。**1) **连锁化为大趋势**，早餐产品相比正餐更容易实现工业化和标准化，对比目前低效率的行业运作模式升级空间更大，头部连锁品牌玩家可抓住行业发展机遇，规模效应下获得成本优势，再叠加品牌优势和专业运营能力，稳占市场份额。与此同时因早餐店经营较为辛苦，当前从业人员多为 70 年代出生，传统个体早餐经营对年轻人的吸引力不大，预计未来非连锁的供给将会减少。2) **供应链升级带动行业效率加快**。出品快、打包快的早餐店更受消费者欢迎，连锁门店经营更为高效，自建工厂下可实现产品标准化预制作、全机械模式下产品制作环节更短，门店只需进行简易加工即可售卖，因此在保证产品质量稳定的同时还能降本增效，在未来技术进步、供应链升级下有望带动行业提质扩容。
- **消费升级带动价格带上移。**早餐行业并非只能走低价微利，在消费升级趋势下，近年来路边摊减少，正规早餐店增多，星巴克、桃园眷村等高端早餐店实现早餐场景升级，带动更高人均消费金额渠道占比提升，从而推动早餐消费实现结构性消费升级。

### 1.3、竞争格局：连锁早餐店更具优势，包子店格局分散仍待整合

- 早餐行业竞争激烈，玩家众多，各具特点，进行差异化竞争，中式早餐连锁相比其他玩家来说优势较为突出。早餐行业主要玩家有中式连锁早餐店、便利店、西式连锁餐饮、个体店、电商新零售等，中式连锁早餐的优势主要体现在：1) **性价比高**。连锁门店能够做到产品标准化生产，通过统一采购、高效供应链管理，成本受规模效应影响可以维持较低水平；品牌背书下产品质量相比小作坊更有保障；现做产品口感相比便利店保温柜产品更好，产品种类更加丰富。2) **效率高**。例如巴比馒头的馅料产品与面点成品全部由中央工厂制作，门店只需要现包或直接蒸制，对比手工作坊人耗较低，效率更高。3) **受众人群广**。中式餐饮的口味相比西式来说口味接受度更高，且更加健康；多为社区店，以邻里关系为捆绑建立信任纽带，复购率更高；便利店/电商新零售主要消费群体为写字楼上班族，易被前端社区早餐店截流。

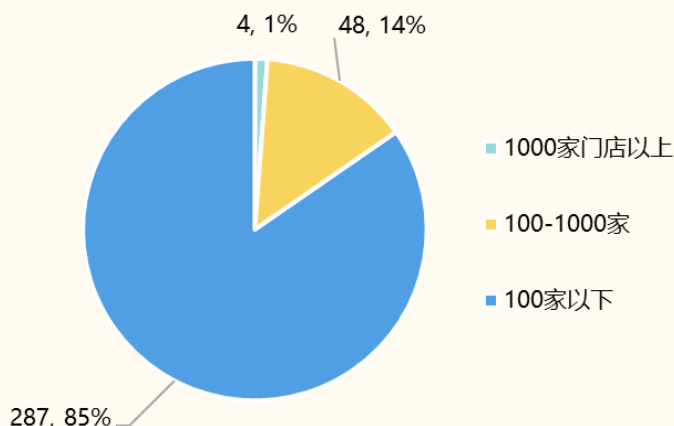
图表 5：早餐消费场景玩家各具特色

玩家类型	连锁经营早餐店	便利店	西式早餐店	小作坊、路边摊	电商新零售店
代表品牌	巴比馒头	全家	肯德基	个体户	盒小马
主要经营产品	包子、馒头等中式面点	三明治、饭团、面包、馒头、包子	帕尼尼、汉堡、饭团	各类中式早餐	中式早餐及面包咖啡
主要经营区域	华东起家、逐步开拓华南、华北市场	华东、华南为主，辐射全国	全国	全国	上海
客单价	5-9 元	6-10 元	10-20 元	5 元	13-20 元
特征	标准化、价格优势、品类丰富、质量有保障	网点密集、24 小时营业与日常商品互补	标准化、品牌背书、质量有保障	地方口味特色，价格实惠，客户粘性强	网订柜取，省时省力
劣势	现场制作较为辛苦，客单价不高	速冻口感不够好，客单价较高，部分产品需现场加热，等待时间长	客单价较高	缺乏品牌效应，质控保障低，个体经营较连锁早餐店更为辛苦	客单价较高，客群为一线城市上班族，渠道难下沉

来源：窄门餐眼，国金证券研究所

- 包子店竞争格局分散，多为区域性连锁品牌，行业未来仍具整合空间。根据窄门餐眼统计，截至 2022 年 5 月 5 日，全国包子品牌共有 339 个，其中 287 家品牌的门店在 100 家以下，占比 85%；48 家品牌的门店在 100-1000 家之间，占比 14%，且多数品牌门店在 100-200 家之间；仅 4 家品牌的门店突破 1000 家，占比仅 1%，包子店的竞争格局极为分散，供给端效率偏低且从业辛苦，但需求端对快捷性要求高，在此情况下连锁化为大趋势，未来行业仍具整合空间。从门店布局来看，大部分企业采取在大本营区域内加密布局，并逐步向外扩张的策略，如沈老头包子 87.4% 的门店位于吉林、辽宁；三津汤包 77.5% 的门店位于广东省；巴比馒头 81.8% 的门店位于上海、江苏、浙江三地，并逐步向全国拓展。
- 我们认为未能形成全国性包店的原因有三：首先包子店对产品新鲜度有着极高要求，考虑到运输时效问题，工厂与门店距离需在一定范围内，如巴比食品工厂辐射半径为 350km，也就是说在全国布局门店网点的背后需要建立全国化的生产网点作为支撑；其次不同区域消费者对于早餐产品、口味的偏好不一致；最后，产品同质化明显，行业竞争激烈，各区域格局较为明晰，在进入新市场时或面临较大竞争压力。

图表 6：包子品牌按门店数量分（个）及占比



来源：窄门餐眼，国金证券研究所；数据统计截至 2022/5/5

图表 7：连锁包子店主要品牌情况

品牌	巴比	早阳	三津	和善园	老台门	青露	沈老头包子	蜀食一家五馅包
LOGO								
成立时间	2003年	2010年	2014年	2005年	2002年	2009年	2001年	2014年
门店数	3943家（1Q22末公布4177家）	1071家（官网3000+家）	1349家（官网2000+家）	890家（官网2000+家）	1837家（官网5000+家）	405家（官网400+家）	772家（官网1600+家）	646家（官网2000+家）
覆盖城市	70个	57个	32个	42个	213个	20个	35个	170个
客单价	6.29元	8元	8.06元	6.33元	9.66元	5.38元	11.06元	6.21元
主要分布区域	上海、江苏、浙江、北京、广东、安徽、江西	浙江、安徽、广东、上海、北京、江西	广东、四川、湖南、福建、江西	江苏、浙江、安徽、湖北、上海、四川、陕西、河南、山东、湖南	山东、河南、河北、陕西、广西、浙江、湖南、黑龙江、上海、北京、广东	江苏、安徽、上海、山东、浙江	吉林、辽宁、黑龙江、内蒙古、山东	四川、重庆、贵州、湖南、陕西、新疆、云南、河北、河南
店铺面积	20m²以上	16m²-25m²	30m²以上	20m²-30m²	30m²-50m²	28m²-42m²	60m²-120m²	30m²-50m²
特色菜品	鲜肉汁包、香菇青菜包、香辣粉丝包	奥尔良鸡腿包、鱼香肉丝包	老坛酸菜包、三津小笼汤包	梅干菜肉包、玫瑰豆沙包	鲜肉灌汤包、蛋黄汤包	红糖馒头、鲜肉小汤包	牛肉萝卜包、鸡汁肉包	竹笋鲜肉包、豇豆鲜肉包、芹菜牛肉包
初始投资费用	总投资约为12-15万元，加盟费1.28万元，保证金3万元，装修4-6万元，设备3-5万元，培训0.3万元	总投资约10-16万元，无加盟费，保证金3万元，广告费4.5万元，设备费1.6-8万元不等，另加选址评估、培训以相关费用	总投资约7-10万元，加盟费0.6万元，保证金1.5万元，装修1.5-4万元，设备2.5万元，广告费0.8万元	总投资约13万元，加盟费2.88万元，保证金2.5万元，装修3.1万元，设备4.5万元，其它费用0.3万元	总投资约5-10万元，加盟费2-5万元，保证金2万元，设备0.5万元，装修0.5-2.5万元	总投资约13万元，加盟费1万元，保证金2.5万元，装修费5万元，设备3万元、广告及其它费用1.5万元	总投资约20-30万元，加盟费4-8万元，保证金5000元	总投资约10万元，加盟费3万元，保证金5000元，装修费4万元，设备费1.5万元

来源：公司官网，窄门餐眼，国金证券研究所；注：数据统计截至 2022/5/5，标黑为重点分布省份

## 2、立足华东，逐步辐射全国的中式面点龙头

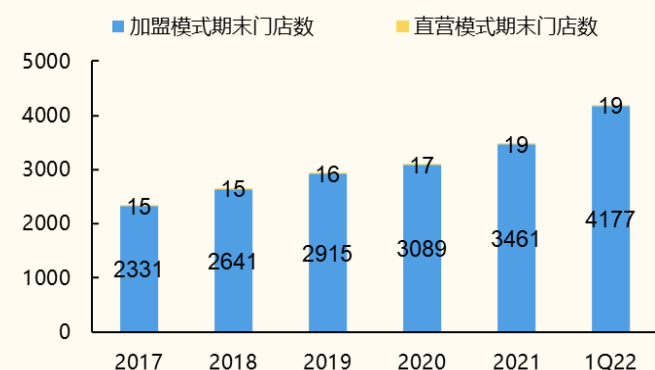
- 公司专业从事中式面点产品的研发、生产与销售，致力于“工业化生产，全冷链配送，直营、加盟、团餐供餐为一体”的经营模式，以连锁门店销售为主，团餐供餐销售为辅。公司加盟门店销售渠道稳定，产品品质安全可靠、强大的供应链管理体系和数字化信息系统为支撑，规模效应显著，是国内中式面点连锁领先品牌。



主营业务介绍：以加盟业务为主，面点类占比提升，华东收入贡献最大

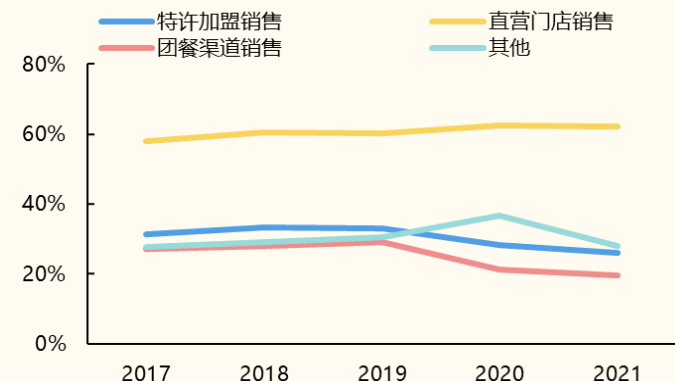
- 分渠道类型来看，以加盟业务为主，拓店节奏加快，团餐业务增速亮眼，直营业务毛利高。公司以特许加盟业务为主，2021 年实现收入 11.2 亿元/+37.9%，占比高达 81.5%，毛利率达 26.0%。拓店方面，截至 1Q22 年公司共有 4177 家加盟门店，其中华东 2990 家，华南 367 家，华北 144 家，华中 676 家。团餐业务为公司新增长点，占比从 2017 年 6.0%提升至 1Q22 年 20.8%，2017-2021 年团餐营收 CAGR 达 42.4%，占比较小但增速快；2021 年直营门店共 19 家，收入占比较少，为 1.9%，毛利率最高，达到 62.1%，直营门店主要为旗舰门店，起到示范宣传作用，单店销售收入较高、数量较少、资本投入较高，未来公司发力重点仍在最适合早餐业态的加盟店的扩张。

图表 8：公司门店数情况（家）



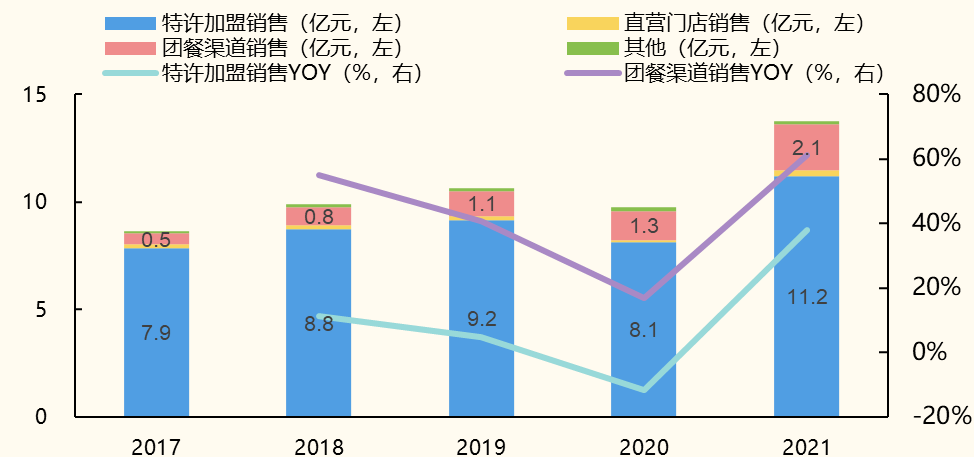
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司各渠道毛利率情况（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司各渠道收入情况

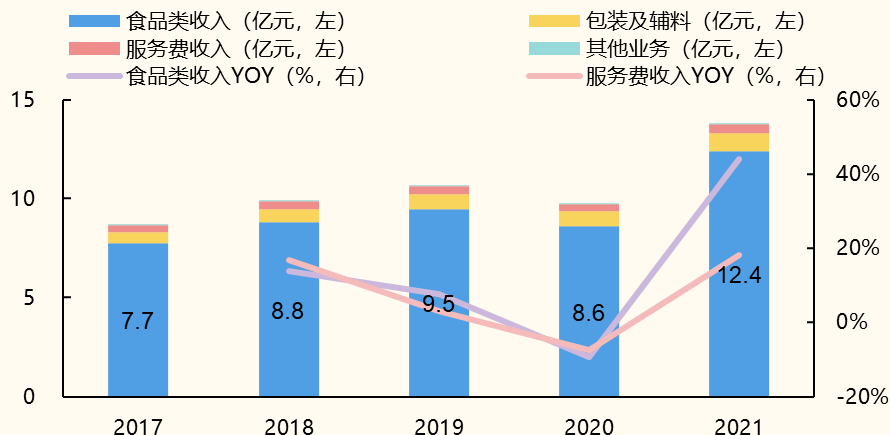


来源：公司公告，国金证券研究所

- 从产品结构来看，食品业务占九成，其中面点类成品占比逐渐提升。2021 年公司食品类产品占总收入的 90.1%，包装物及辅料占 6.6%，加盟商管理占 3.3%。食品类产品包含三大品类，面点类（包子、馒头、饺子）占总收入的 30.1%、外购食品类（粥品、饮品、粽子等）占比 27.8%、馅料类（荤馅、素馅）占比 31.0%。面点类和馅料类的区别在于面点类为冷冻成品，门店可直接加热售卖；馅料类需要在门店手工包制后再售卖。因此面点类可以帮助店员提升运营效率，面点类占比由 2017 年 26.3%提升至 1Q22 的 41.1%，随着公司冷冻面团技术的推广与运用，面点类口感有望

逐渐优化，从而更趋近于现做产品，叠加团餐渠道中预包装产品投放增多，预计未来面点类占比会继续提升。

图表 11：公司收入按业务分类



来源：公司公告，国金证券研究所

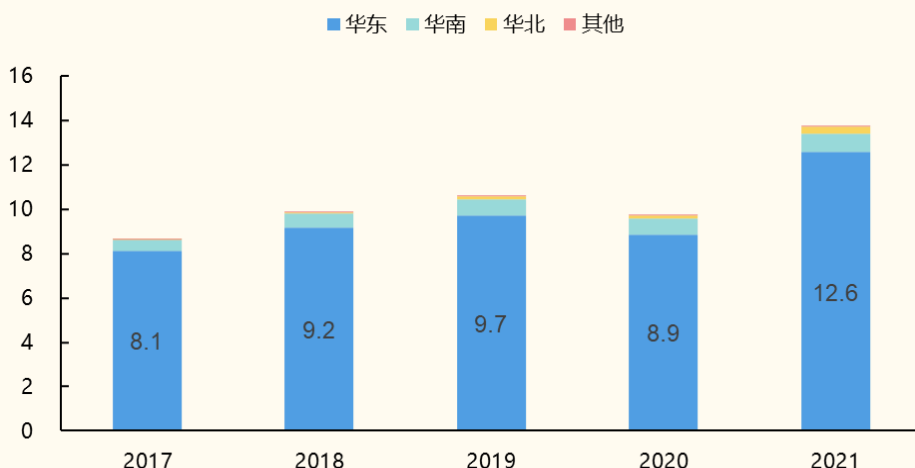
图表 12：公司食品类主要产品情况

食品品类	占总营收比例	具体品类	图示	收入	毛利率
面点类		包子类			
		馒头类			
		饺子类			
馅料类		荤馅料			
		素馅料			
外购食品类		豆浆饮品类			
		米面制品类			
		套餐类	米面豆浆套餐等		

来源：公司公告，国金证券研究所

- 分地区来看，华东为公司深耕地区，收入贡献最大、占比超 90%。按市场划分，2021 年华东市场实现收入 12.6 亿元/+41.7%、占比达 91.5%，华南市场实现收入 0.8 亿元/+21.1%，华北市场实现收入 0.3 亿元/+111.2%。公司在华北和华南地区的中央工厂和供应链已经布局完毕，产能仍处爬坡期，随着公司上市后品牌影响力逐步扩大，叠加产能支撑，公司有望在华北、华南地区维持较快扩店速度，实现业绩快速增长。

图表 13: 公司分区域销售收入情况 (亿元)



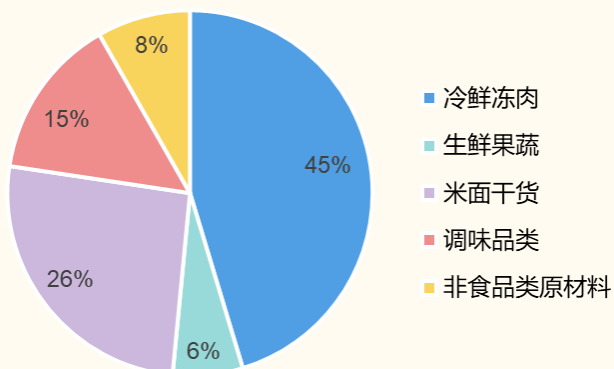
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3、核心竞争力: 供应链与管理护航, 占据优质点位、打造高效模型

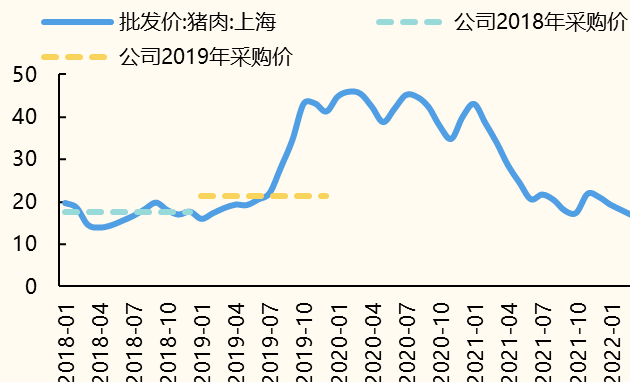
#### 3.1、供应链高效稳定, 打造高性价比产品

- **采购方面, 规模效应下议价能力提升, 多种策略减少原材料价格波动、从而稳定供应价格。**公司的原材料构成中, 冷鲜冻肉和米面干货占比超过七成, 其中猪肉类占比 36.6%, 面粉占比 14.7%, 为原材料成本中最大细分构成。2H19 起猪肉价格高增, 并保持约 2 年的高位水平, 公司 2019 年猪肉采购单价为 21.3 元/kg, 低于上海平均猪肉批发价格 27.0 元/kg。此外, 通过囤货锁价、签订保价合同等方式减少原材料价格波动。存货中冷鲜冻肉类从 2017 年的 40.7 万 (占原材料比 4.41%) 提升至 2019 年的 5938.2 万 (占原材料比 84.7%), 与此同时, 即使公司 2019 年猪肉、肥膘采购单价分别上涨了 21.0%、81.6%, 但供应给加盟商的包子、荤馅单价仅分别上涨 4.4%、4.2%, 公司自身能够消化一部分原材料价格波动影响。整体来看, 剔除会计准则影响, 2019/2020 年毛利率分别下降 0.2pct/1.3pct, 变化幅度相对较小。
- **严格把控产品品质。**公司与众多知名供应商合作, 保证原材料质量, 如选购爱森的冷鲜肉、益海嘉里的小麦粉、五芳斋的粽子等。对初选供应商进行实地审核评估, 经过一系列审核流程后进入合格名单, 对进入合格供方名单的公司实行动态管理, 每月进行现场评分考核。2019 年公司的退换货金额占营收比仅为 0.03%, 相较 2017 年的 0.05% 进一步下降, 反映公司对产品质量把握程度进一步加强。

图表 14: 2019 年原材料占采购总额占比



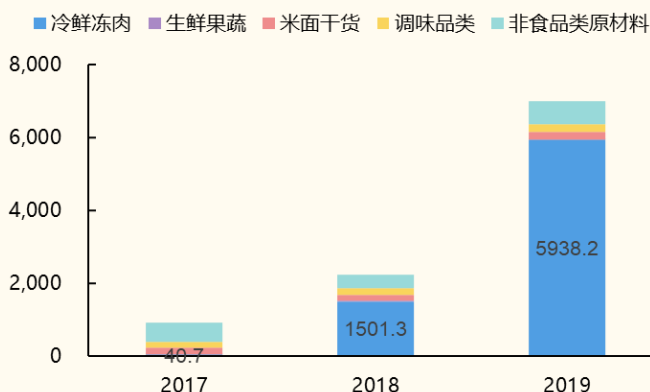
图表 15: 上海猪肉平均批发价格及公司采购价 (元/kg)



来源：公司公告，国金证券研究所

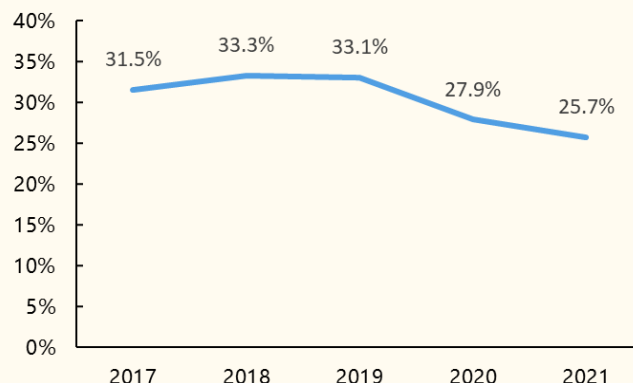
来源：上海农委，公司公告，国金证券研究所

图表 16：公司存货中原材料情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：公司毛利率水平



来源：公司公告，国金证券研究所

- **生产与配送方面，自设中央工厂、供应链体系效率高。**公司上市后利用部分募集资金购置先进生产设备，有效提升产能与仓储能力，自动化程度加深。因中式面点产品即食性较强，新鲜程度决定了产品的质量和品质，公司以三大生产基地为中心，对本地及周边城市的食材进行统一采购、加工、储存、配送，以最优冷链配送距离作为辐射半径，构建了一个紧邻门店、统一管理、快捷供应、最大化保质保鲜的全方位供应链体系。在配送方面，冷链配送可满足日配需求，以销定产，加盟商当天上午 11 点前下单、次日凌晨 2 点产品即可送达，供应链体系高效。
- **研发方面，高管重视研发创新，冷冻面团技术水平高，产品推新速度快。**公司研发部共 25 人，作为核心部门，董事长亲自参与管理；公司的冷冻面团技术水平处于行业前列，可实现冷冻成品加热后口感接近于现做；产品推新速度快，基本每月出一款新品，至今累计产品数量超 250 个，各门店可以根据所在区域偏好、收入情况自行进行产品选择。

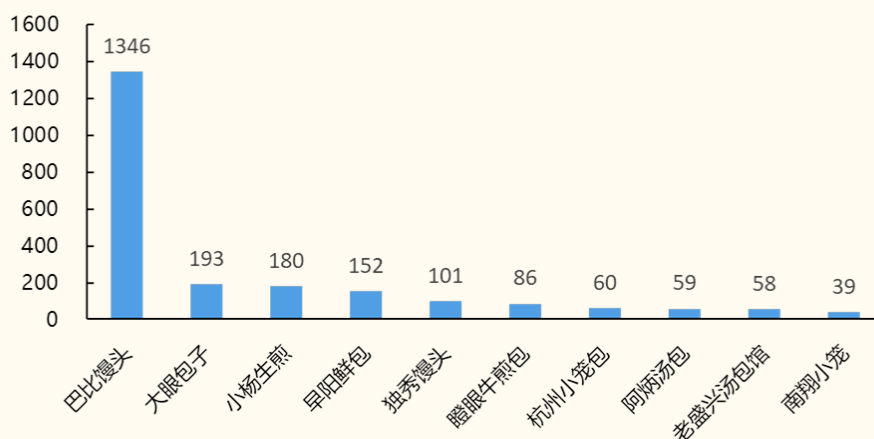
### 3.2、管理体系较精细，信息化系统赋能高效运营

- **加盟商运营管理制度较为完备。**1) 初始培训：加盟商开店前须参加公司组织的统一培训，并在培训之后进行考核，门店人员考核通过、取得培训合格证后方可开业。2) 制度完善：制定加盟商分级管理和激励政策，以及门店营运处罚规定。3) 定期督导考评：配备百余名督导，各管理 30 家门店，管理人员每月巡店不少于 3 次，指导、监督门店按规范操作。建立门店评级体系，对加盟门店的卫生、服务、产品等经营及管理指标进行考评。设立稽核中心，专职核查门店各项经营合规情况。4) 沟通交流：定期召开加盟商沟通会，宣导公司最新动态与政策，同时收集门店反馈问题，形成良好的沟通反馈机制。
- **信息化系统加持利于运营管理效率的提升。**早餐类产品具有明显短保属性，对连锁加盟体系的运营效率要求高，对此公司于 2017 年引入 SAP 采购系统，可实现供应链系统协作、财务业务一体化。SAP 对接门店订货和直营门店销售，订货 APP 用于订货，反馈到 SAP，随后在 TMS 系统生成配送单，POS 用于直营门店管理，可上传销售数据至 SAP，TMS 支持物流运输业务，并将信息反馈给下单系统和 SAP 系统。通过相应系统连接，助力高效信息化管理，以销定产的模式提高周转效率和盈利能力，同时也能加强对加盟商的管控。

### 3.3、规模效应下以先发优势占据优质点位，单店模型较为高效

- 公司以先发优势占据优质点位，上海市场门店数量大幅领先。由于早上通勤时间较短，顾客注重购买效率，好的门店点位选址对于一家早餐店来说至关重要，公司是上海第一大连锁包子店，**密集布局占据上海核心点位**。除此之外，如广州、深圳等地区，本地人更倾向于早茶这种早餐形式，对此，公司更多在外来人口密集地区开设门店，如城乡结合部，**从选址上与本地特色企业产生差异化竞争**。从门店布局上来看，公司围绕华东大本营加速拓店，积蓄较高品牌势能，华南、华北门店占比持续上升，华中以并购形式进行开拓，公司全国化拓店进程稳步推进。

图表 18：上海各品牌包子店门店数量（家）



来源：窄门餐眼，国金证券研究所；注：数据统计截至 2022/5/5

图表 19：公司加盟店数量（家）

	2017	2018	2019	2020	2021	1Q22
加盟模式期末门店数	2331	2641	2915	3089	3461	4177
加盟模式：华东	2202	2431	2589	2735	2950	2990
占比	94.5%	92.0%	88.8%	88.5%	85.2%	71.6%
加盟模式：华南	129	191	245	269	370	367
占比	5.5%	7.2%	8.4%	8.7%	10.7%	8.8%
加盟模式：华北		19	81	85	141	144
占比		0.7%	2.8%	2.8%	4.1%	3.4%
加盟模式：华中						676
占比						16.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 门店初始投资少，回本时间短，盈利能力与盈利持续性强，老店续约意愿强。根据渠道调研与公司招股书数据交叉验证，公司加盟店单店月销售额约 7.6 万左右，毛利率可达 50%-55%，餐厅层面净利率约 12%，前期投资 10-15 万左右，投资回收期 8-12 个月，具有初始投资小，回本时间短，盈利能力强的优势。受早餐刚需属性影响，高消费粘性助力门店营业额保持相对稳定，盈利持续性强。公司的加盟期为 3 年，2017/2018/2019 年公司到期未续约比例分别为 1.7%/1.2%/1.4%，到期未续签门店仅有 8-10 家，综合来看，公司经营模式和管理体系较受加盟商认可，忠诚度高。

图表 20：加盟商门店单店模型

阶段	类别	金额（元）	费用率	备注
前期投入	加盟费	12800		加盟期限三年，期满后可续约
	装修费	42000		门头约 1.5 万，门店约 1800 元/平方
	设备费	30000		带公司品牌标识和定制设备（蒸包柜、醒发柜、保温柜、豆浆



				机、售卖台等)
	培训费	3000		
	其他	5000		含开业宣传、门店员工服装等
	保证金	30000		合同终止后根据特许经营合同相关条款予以退还，不计入投资回收期的计算
	总投资额	122800		
月收入	平均客单数 (/天)	420		工作日 500，非工作日 200
	客单价	6		
	月销售额	75600		
月成本	原料成本	37800	50.0%	毛利率 50%
	房租	6750	8.9%	15 元/平米/天，15 平米
	员工工资	12000	15.9%	员工 2 人
	折旧摊销	2578	3.4%	折旧期 3 年
	水电杂费	1500	2.0%	
	管理费	500	0.7%	
	包装费	500	0.7%	
	运费及损耗	1500	2.0%	
月利润	月利润	12472		
	EBIT Margin	16%		
	所得税	3118		所得税率 25%
	净利润	9354		
	净利润率	12%		
	投资回收期 (月)	9.9		

来源：公司公告，国金证券研究所；注：不同层级城市收入、费用有差异，但利润率相差不大

图表 21：公司续约门店情况（家）

	2017	2018	2019	2020	2021
期初门店	2074	2331	2641	2915	3089
增加门店	430	527	607	515	716
减少门店	173	217	333	341	344
减少门店占当期营收比	1.88%	1.66%	1.83%		
应续约门店	476	656	731		
未续约门店	8	8	10		
未续约比例	1.68%	1.22%	1.37%		

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4、未来看点：加盟门店扩张、同店增长、团餐或为第二增长曲线

- 我们认为公司未来业绩增长点主要有三，一是加盟门店的扩张，以产能扩张为支撑、并购更高效、加盟商加盟意愿强；二是同店销售的增长，来自门店升级、产品拓展以及外卖渗透率提升；三是团餐业务的发展，团餐客户包括企业、学校以及电商等 To B 渠道，团餐的采购品需求与公司产品契合度高，绑定大客户粘性强，预计未来占公司营收比例将达 30%-40%。

##### 4.1、募投项目分析：以华东地区产能扩张为主

- 2020 年 10 月 12 日公司于主板上市，发行价格 12.72 元，实际募集资金 7.9 亿，计划其中 4.6 亿用于产能扩建（上海智能化厂房以及南京工厂一期），上海智能化厂房已建设完毕，于 2021 年 5 月正式投产，极大缓解了公司的产能瓶颈，南京一期也将于 2023 年 10 月投产。除此之外，公司计划 3 年内在重点城市铺设直营店铺，同时升级和推广巴比商城线上平台，营销上预留 6000 万资金用于媒体宣传、形象广告等活动，其他资金用于完善信息化系统、提供加盟商支持、补充流动资金等。

图表 22：公司募投项目情况

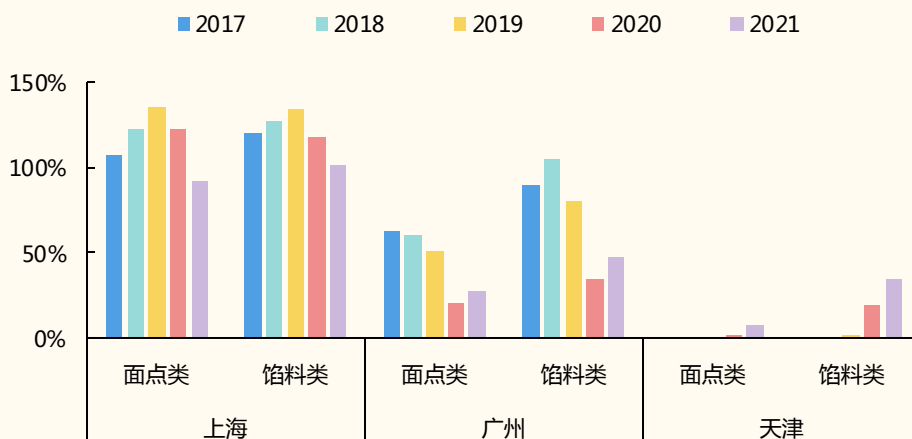
项目名称	募集资金（万元）	项目内容
巴比食品智能化厂房	18000	投资总额 19359 万元，建设周期 2 年，用于 3.15 万平方米厂房及相关设施的建设，以及智能化硬件设备的购置，年产包子 2.07 万个、馒头花卷 4.84 万个、饺子 0.11 万袋
南京智能制造中心（一期）	27780	投资总额 30281.2 万元，建设年产面点类包子馒头类产品 1.85 亿个、面点类预包装产品 1152 万袋以及生馅 1.30 万吨、熟馅 0.99 万吨的产能
直营网络建设	500	可在北京、上海、广东、江苏、浙江等重点城市开设约 4 家直营店铺
品牌推广	6000	投资总额 6000 万元，建设周期 3 年，其中广告投放费用 5700 万元，品牌推广费用 300 万元
信息化建设	600	建设周期 3 年，包括 SAP 系统、供应商管理系统（SRM）、运输管理系统（TMS）等现有信息化模块的升级；产品生命周期管理（PLM）、质量追溯系统、客户关系管理系统（CRM）等模块的建设
电子商务平台	6525	建设周期 3 年，通过服务器租赁、系统开发、购置设备、扩充开发及运营团队等方式升级建设、推广公司电子商务平台——巴比商城
补充流动资金	15000	
合计	74405	

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.2、产能扩张+并购+加盟商意愿强，开店空间近万家

- 门店扩张支撑一：现有工厂逐渐投产爬坡，新工厂稳步建设中，缓解产能紧张局面、提高产品覆盖区域。过去几年上海工厂产能利用率多数超过 120%，公司上市后也是积极推进工厂建设，上海二期、广州、天津工厂的产能持续爬坡上升，南京制造中心一期 2023 年投产，二期预计 2024 年投产，上海松江、武汉智能制造中心项目分别于 2021 年 7 月、2022 年 4 月取得土地使用权，建设进度稳步推进，产能紧张的局面将得到缓解，冷链配送半径也将延伸，从而利于提高产品覆盖区域，巩固公司的行业地位。

图表 23：公司各区域工厂产能利用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 24：公司产能预测情况（吨）**

地区	项目	投产日期	种类	设计产能	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
上海	松江中央工厂	2016 年	成品	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45
			馅料	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93
	智能化厂房	2021 年 5 月	成品	3.77					1.21	2.64	3.21	3.77	3.77
	松江智能制造项目	2023 年 12 月	成品										
			馅料										
广州		2019 年 12 月	成品	1.07	0.41	0.41	0.58	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07
			馅料	0.50	0.16	0.16	0.24	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
天津		2019 年 12 月	成品	0.82			0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82
			馅料	0.32			0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
南京	一期	2022 年 12 月	成品	1.27							0.70	0.89	1.08
			馅料	2.28							1.26	1.60	1.94
	二期	2024 年 10 月	成品+										
			馅料										
武汉	智能制造中心												
产能合并 YOY					4.95	4.95	6.34	7.09	8.30	9.73	12.25	13.35	13.88
						0.0%	28.1%	11.8%	17.1%	17.2%	25.9%	9.0%	4.0%

来源：公司公告，国金证券研究所；注：因上海、武汉松江智能制造项目、南京二期暂未公布具体设计产能数据，因此未加入产能预测，加入考虑范围则公司 2024 年总产能将大于预测值

- **门店扩张支撑二：以并购形式加速异地扩张，效率更高。**一方面，公司门店基本开设于中央工厂周围 350km 距离内（最大配送半径），但公司对于初入新市场持较为谨慎态度，如没有足够门店数量支撑，贸然建立工厂会使开工率降低，从而拖累整体业绩，因此公司可并购已经发展成熟的门店，再进行建厂计划，提高容错率；另一方面，进入新市场需要花费时间、财力培养品牌意识，并购成熟门店也能减少时间、宣传成本。
- **收购条件：**公司 2021 年 1 月与好礼客、早宜点两大华中知名早餐品牌签署投资合作协议，约定由交易双方设立目标公司德祥中茂，在德祥中茂设立 15 个月内，若达到收购条件则由公司收购其 70% 股权，收购的先决条件分为 4 种情况，分别对应不同的收购对价。
- **结果：**截至 2021 年 12 月 31 日，德祥中茂总资产 2518.4 万元，负债总额 2122.5 万元，净资产 395.9 万元，2021 年实现营业收入 5107.2 万元，实现净利润-104.1 万元。公司已于 2022 年 3 月完成股权转让与工商变更，以 2250 万元受让目标公司德祥中茂 75% 的股权，好礼客位于国内 2-3 梯队，是武汉地区龙头品牌，在华中拥有 500+ 家门店，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，利于快速推进华中市场的业务布局，提升华中市场占有率。早阳、三津等早已开展并购行动，早阳目前参股包子叔叔 31.4%、控股温州三味斋 51% 的股份，三津控股 67% 百味粤比、85% 好煮意股份。
- **并购品牌自身质地不差，叠加公司的供应链、管理、品牌优势，我们较为看好武汉地区门店发展。**

图表 25：公司收购好礼客、早宜点条件

	好礼客、早宜点门店要求	巴比加盟店要求	主要产品平均毛利率	累计扣非净利润	规范运营且满 12 个月	目标公司股权估值
情形 1	总加盟店≥730 家，销售额≥8300 万元	巴比加盟店≥180 家，销售额≥2000 万元	≥18%	正值	是	4000 万元
情形 2	总加盟店≥680 家，销售额≥7500 万元	巴比加盟店≥150 家，销售额≥1500 万元	≥16%	正值	是	3500 万元
情形 3	总加盟店≥550 家，销售额≥6500 万元	巴比加盟店≥100 家	≥16%	正值	是	3000 万元
情形 4	总加盟店≥400 家，销售额≥3300 万元	巴比加盟店≥50 家	≥16%	正值	是	估值销售额*0.4

来源：公司公告，国金证券研究所

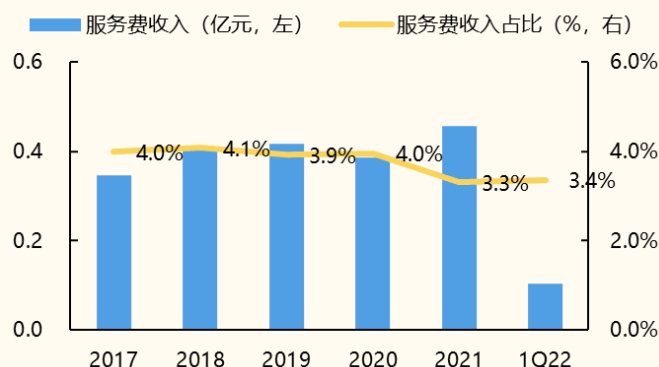
- **门店扩张支撑三：多重优势下加盟商加盟意愿强。**1) 加盟商盈利较高，单店回收期短，经营稳定，冷链日配能够缓解门店库存压力，对加盟商采取 10 天信用期的结算制度，加盟商资金占用压力较小，老店续约率高。2) 规模效应下提供给加盟商的成本较低，这也是公司有效控制加盟商外采行为的措施之一。3) 个体户经营早餐店十分辛苦，加盟店更省心省力省时。加盟商可以从总公司直接购入馅料或面点成品，经简单加工即可出售，公司升级的第三代门店配备醒发柜、蒸包柜、保温柜三大件，操作简单方便，大幅提升门店运营效率。4) 加盟商补贴包括装修补贴和市场补贴，折扣政策包括开业折扣、竞争折扣和专项折扣，公司甚至针对未成熟市场免收加盟费，近年加盟商服务费收入占比逐年缩减。5) 公司作为中国包子店第一股，于华东市场门店数领先，先发优势下积蓄较高品牌势能，规范的门店形象更具吸引力，加盟商的加盟意愿较强。

图表 26：各品牌门店投资回收期估算

品牌	投资回收期
巴比馒头	8-12 个月
杨国福	9 个月
周黑鸭	6-12 个月
绝味鸭脖	12-18 个月
奈雪的茶	15 个月
煌上煌	15-17 个月
普通咖啡店	3 年
KFC	2-3 年
必胜客	4-5 年

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：公司加盟商服务费收入及占比情况



来源：公司官网，国金证券研究所

- **开店预测：预计公司未来开店空间 9882 家，仍有 1.5 倍拓店空间。**公司在考虑拓店时，1) **首先需要考虑当地的饮食习惯**，对包点的接受度如何，此点可以从包子门店占总餐饮门店比例角度去考虑，我们认为包子店占比超过 2%的城市对包子类食品接受度较高，较适合拓店；2) **其次还应考虑当地包子店是否已形成稳定格局**，公司在进入已有区域龙头企业的市场，面临的竞争压力或将增大，因此我们降低部分格局固化城市（深圳、东莞）理想门店密度；3) **还应考虑当地居民生活节奏**，从上海市的门店发展状况看，公司在上海嘉定、松江、崇明等外环区域门店密度已大幅领先内环。我们推测主因上海中外环区域生活成本更低，居民多为上班通勤时间较长的年轻人，包子馒头等单价较低、方便快捷的早餐品类与这部分群体的需求高度吻合，此外，市中心便利店较多、租金成本较高，客群多为高消费群体，早餐店面临竞争压力较大、定位契合度不高的风险，因此，**我们认为一、二线打工城市非繁华市中心地段的开店空间更大**，如上海周边城市以外的江浙沪区域。随着公司在松江和南京的工厂开工建设，在高效稳定的供应链支撑下，华东除上海以外新一线、一线城市、部分二线城市的潜在门店密度有望追赶上海水平。综合以上考虑我们做出如下假设：

**图表 28：公司未来门店密度假设**

档位	城市分类	预计门店密度 (万人/店)
1	上海整体提升至发展水平较好的嘉定区密度	0.66
2	包子门店占总餐饮门店比例超过 2%，或巴比目前门店密度已超过 0.25 万人/店的门店，参考上海当期门店密度，深圳、东莞考虑到当地区域性格局固化下调至 0.5 万人/店	0.61
3	包子门店占总餐饮门店比例位于 1.5%-2%，参考巴比在标杆二线城市宁波的当期门店密度	0.28
4	其余巴比重点发展省份（浙江、江苏、广东、湖北）三线及以下城市参考巴比在标杆三线城市扬州目前的开店密度	0.14
5	其余省份因未建工厂，发展空间有限，参考巴比在浙江三线及以下城市当前的开店密度	0.06

来源：窄门餐眼，国金证券研究所

- 经测算，公司总开店空间达 9882 家，较目前的 3943 家（窄门餐眼口径），还有 150.6%的空间。

**图表 29：公司开店空间预测：门店密度角度**

省份	线级	城市名称	2020 年城镇人口数 (万人)	巴比馒头门店数量	现有门店密度 (万人/店)	包子品类占比	预计门店密度 (万人/店)	开店空间 (家)	新增门店数 (家)
北京	一线城市	北京	1916.64	200	0.10	1.77%	0.28	536	336
天津	新一线城市	天津	1174.44	9	0.01	1.88%	0.28	328	319
上海	一线城市	上海	2220.94	1346	0.61	2.16%	0.66	1466	120
广东	一线城市	广州	1609.74	83	0.05	1.48%	0.28	450	367
		深圳	1756.01	159	0.09	2.07%	0.50	878	719
	新一线城市	东莞	964.49	25	0.03	2.01%	0.50	482	457
		佛山	906.19	15	0.02	低于 1.29%	0.28	253	238
	二线城市		1044.82	27	0.03	低于 1.5%	0.14	145	118
浙江	新一线城市	杭州	996.68	455	0.46	2.12%	0.61	604	149
	二线城市	宁波	733.56	205	0.28	2.70%	0.61	445	240
		绍兴	374.34	31	0.08	低于 1.01%	0.28	105	74
		金华	480.81	20	0.04	低于 1.09%	0.28	134	114
		嘉兴	385.29	24	0.06	低于 1.17%	0.28	108	84
		台州	410.47	65	0.16	低于 1.06%	0.28	115	50
		温州	690.80	5	0.01	低于 1.19%	0.28	193	188
	三线及以下城市		459.31	28	0.06	低于 1.5%	0.14	64	36
江苏	新一线城市	苏州	1041.84	520	0.50	2.40%	0.61	631	111
		南京	808.52	19	0.02	2.29%	0.61	490	471
	二线城市	南通	544.29	141	0.26	低于 1.22%	0.61	330	189
		常州	406.79	104	0.26	2.22%	0.61	247	143



		徐州	596.19	1	0.00	低于 1.03%	0.14	83	82
		无锡	617.82	99	0.16	2.18%	0.61	374	275
	三线及以下城市		1901.67	112	0.06	低于 1.5%	0.14	264	152
湖北	新一线城市	武汉	1039.27	87	0.08	1.56%	0.28	290	203
	三线及以下城市		804.55	18	0.02	低于 1.5%	0.14	112	94
其余省份			11332.70	127	0.01	低于 1.5%	0.06	691	564
合计								9882	5827

来源：窄门餐眼，国金证券研究所；注：1）因各地口味、饮食习惯有所不同，预测只考虑已开店区域（巴比馒头门店大于等于 1 家）的市场空间，并未考虑未开拓市场，因此总的市场空间或大于预测值。2）数据统计截至 2022/5/5

#### 4.3、门店升级、产品扩展、渠道优化提振同店收入

- **门店升级：**公司第四代门店的升级稳步推进，2021 年末第三代门店的占比近 80%，门店升级有效改善了营业环境，提升了门店形象，促进了消费者消费欲望，升级门店营收水平相比未升级门店平均有 15%以上的提升。
- **新品投放：**公司 2020 年推出单价更高、口味更新鲜的短保 30 天产品，主要投放于门店销售，之后随技术升级、以及对运输时效的考虑，升级为保质期 180 天的速冻锁鲜装，品类有水饺、煎饺、包点，SKU 达 20 余种，除了在门店销售以外也投放于电商平台，备受消费者好评。**品类扩展：**除此之外，公司不断研发适合中餐、晚餐的系列产品，通过拓展产品品类的方式，延长门店运营时段以提升营业额。**因地制宜：**公司针对不同地区开发了适合当地口味的特色产品，如针对广东地区推出的流沙包、糯米鸡、叉烧包等，终端反馈较好，进一步抬升门店营收。
- **渠道优化：**公司自建巴比商城公众号，同时积极与美团等电商合作，推动门店外卖业务，为门店引流的同时还承担数据搜集、消费者互动等功能。目前公司约有超过 60%的门店开通了外卖业务，单店外卖收入占比约 15%。公司 2021 年加盟店/直营店单店收入相比 2019 年分别增长 2.9%/24.6%。

图表 30: 公司短保速冻产品对比情况

		巴比锁鲜装	三全	思念	安井	广州酒家	湾仔码头
包点类	图例						
	SKU	7	5	5	9	10	6
	¥/100g	4.3-4.6	4.4-5.5	2.9-3.5	2.7-8.3	3.2-12.0	3.8-5.4
	保质期(月)	6	12	12	12	12	9
饺子类	图例						
	SKU	5	69	44	2	2	11
	¥/100g	5.0-8.3	3.5-7.6	3.7-11.9	5.5	4.2-5.0	5.6-10.0
	保质期(月)	6	12	12	12	12	12
馒头类	图例						
	SKU	2	2	4	3	1	1
	¥/100g	1.6-3.8	2.7	1.6-4.8	2.7-3.5	2.0	3.8
	保质期(月)	6	12	12	12	12	12
点心类	图例						
	SKU	4	6	5	7	17	1
	¥/100g	1.6-7.0	2.9-7.8	3.0-6.5	2.3-5.3	3.0-12.8	8.3
	保质期(月)	6	12	12	12	12	12

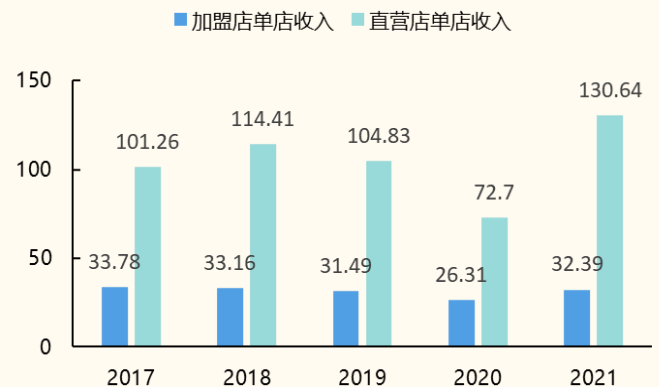
来源: 淘宝平台, 国金证券研究所

图表 31: 公司门店形象更迭



来源: 新浪网, 国金证券研究所

图表 32: 公司单店收入情况 (万元/年)

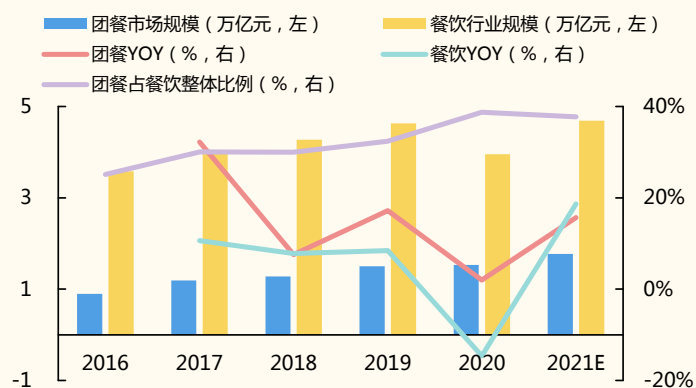


来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4.4、团餐业务: 空间广阔、增速亮眼, 有望成为第二成长曲线

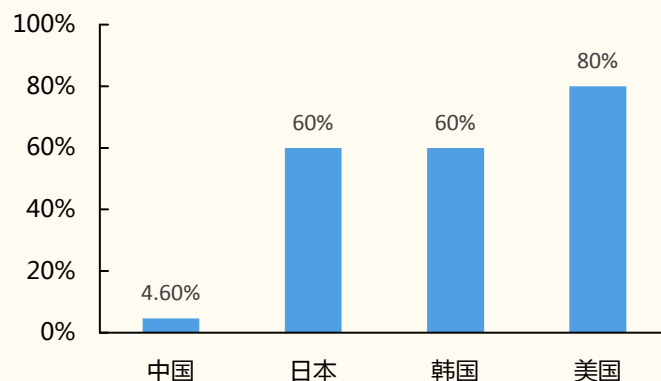
- 团餐市场空间广阔, 行业格局分散。根据中国饭店协会调查数据, 2020 年我国团餐市场规模达 1.5 万亿元, 2016-2020CAGR 达 14.2%, 占整体餐饮行业的 35.8%。团餐客户包括企业、学校、医院、重要活动等, 市场空间极为庞大。团餐行业的供应呈现出原材料 SKU 较少, 单品类采购量大、阶段性需求量大、采购计划性强等特点, 也为团餐行业供应链服务的整合和优化提供了有利条件。2017 年我国团餐 CR10 达 4.6%, 低于美国的 80%, 韩国/日本的 60%, 2020 年百强团餐收入为 1026 亿元, 市场份额占比仅 6.7%/+0.4pct, 行业呈现企业小而多的特点, 目前存在超过 10 万家企业, 约 50%的企业营收位于 1-5 亿元。

图表 33: 我国团餐市场规模



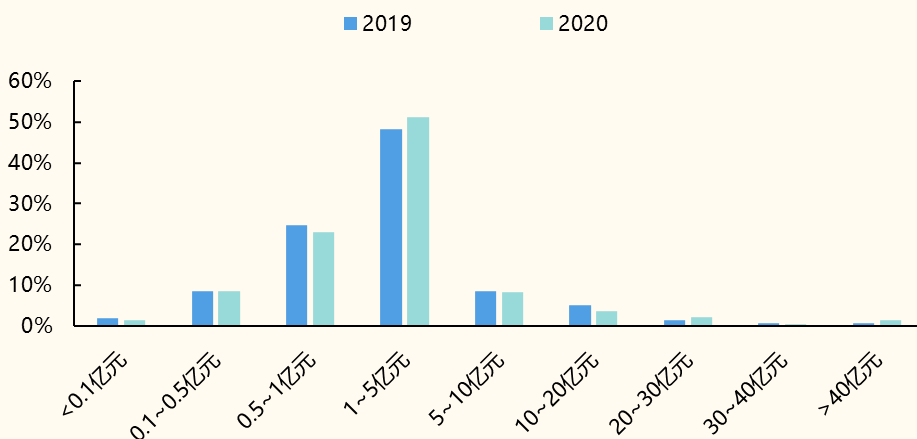
来源: 中国饭店协会, 国金证券研究所

图表 34: 各国团餐 CR10 (按营收分) 情况



来源: 中国饭店协会, 国金证券研究所

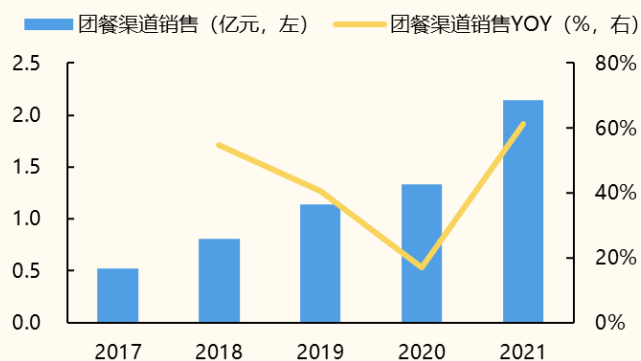
图表 35: 2019&2020 年中国团餐企业营收区间分布 (%)



来源: 中国饭店协会, 国金证券研究所

- 公司团餐业务增长快, 绑定企业客户实现稳定营收, 打通线上平台全方位触达消费者。公司团餐业务销售渠道是除门店业务以外所有能触达消费者的出餐渠道, 具体有团餐客户、餐饮供应链客户、连锁便利店客户、连锁餐饮客户、生鲜电商平台客户等。团餐渠道使得公司的销售网络进一步延伸、公司产品的覆盖率和市场占有率进一步提高, 达到全方位、多场景触达消费者, 同时与企业客户深度绑定利于获得稳定营收。
- 速冻米面市场格局固化, 三全、思念、湾仔码头占据六成以上市场份额, 在此情形下公司的优势在于既有早餐门店已经形成的销售网络作为基本盘, 又能逐渐利用团餐业务获取 B 端客户, 即从渠道端展开差异化竞争。
- 公司 2021 年团餐业务实现收入 2.1 亿元/+61.2%, 收入占比从 2017 年的 6.0%提高至 1Q22 的 20.8%, 团餐主要采购包子、馒头等成品, 与公司产品匹配性较高, 公司对于团餐业务也十分重视, 计划将其占比提升至 30%~40%。未来随着产能逐渐释放, 公司产品力不断提升, 团餐业务有望成为第二增长曲线。

图表 36: 公司团餐业务规模



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 37: 公司团餐客户情况

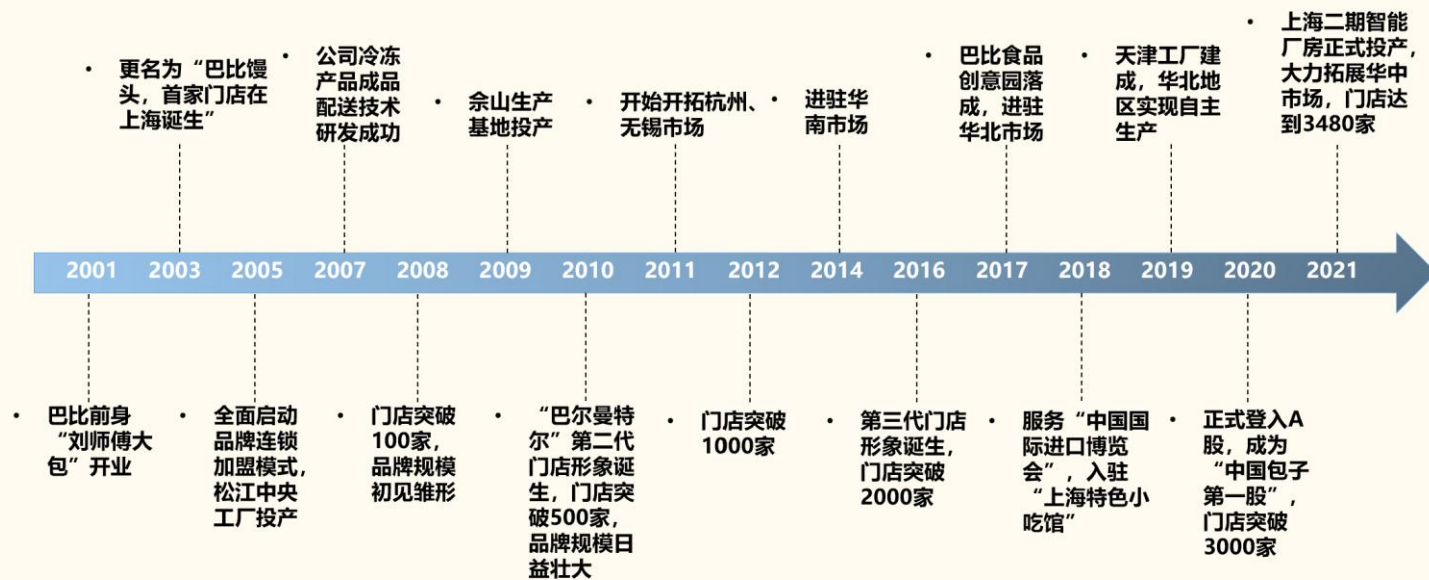
团餐客户类型	团餐客户名称
公司	华硕电脑、比亚迪汽车、富士康、上海大众
学校	华东师范大学、华东理工大学、上海师范大学、宝山宝教配餐系统
医院	武警上海市总队医院、苏州大学附属瑞华医院
连锁餐饮品牌	顺旺基、集集小镇、新四方
政府机关单位	嘉定司法局、上海航天基地
商超	杭州联华、大润发、家乐福
连锁便利品牌	十足、快客

来源: 公司官网, 国金证券研究所

## 5、创始人经验丰富、公司股权集中、富有社会责任感

- **创始人经验丰富, 公司发展稳扎稳打。**公司创始人刘会平拥有 24 年从业经验, 于 1998 年在上海开始创业, 在 2001 年创立公司前身“刘师傅大包”, 并取得成功。2003 年 3 月, 店铺更名为“巴比馒头”, 2005 年开启连锁加盟经营模式。2010 年升级第二代门店, 门店数突破 500 家, 次年便走出上海, 在无锡、杭州开设门店。2014 年开始拓展团餐销售渠道, 并着手第三代门店的升级工作, 通过技术提升以及新市场拓展, 公司规模逐渐壮大, 并向珠三角、环渤海商业重心拓展。截至 2021 年末, 公司共拥有 3480 家门店。

图表 38: 公司发展历程



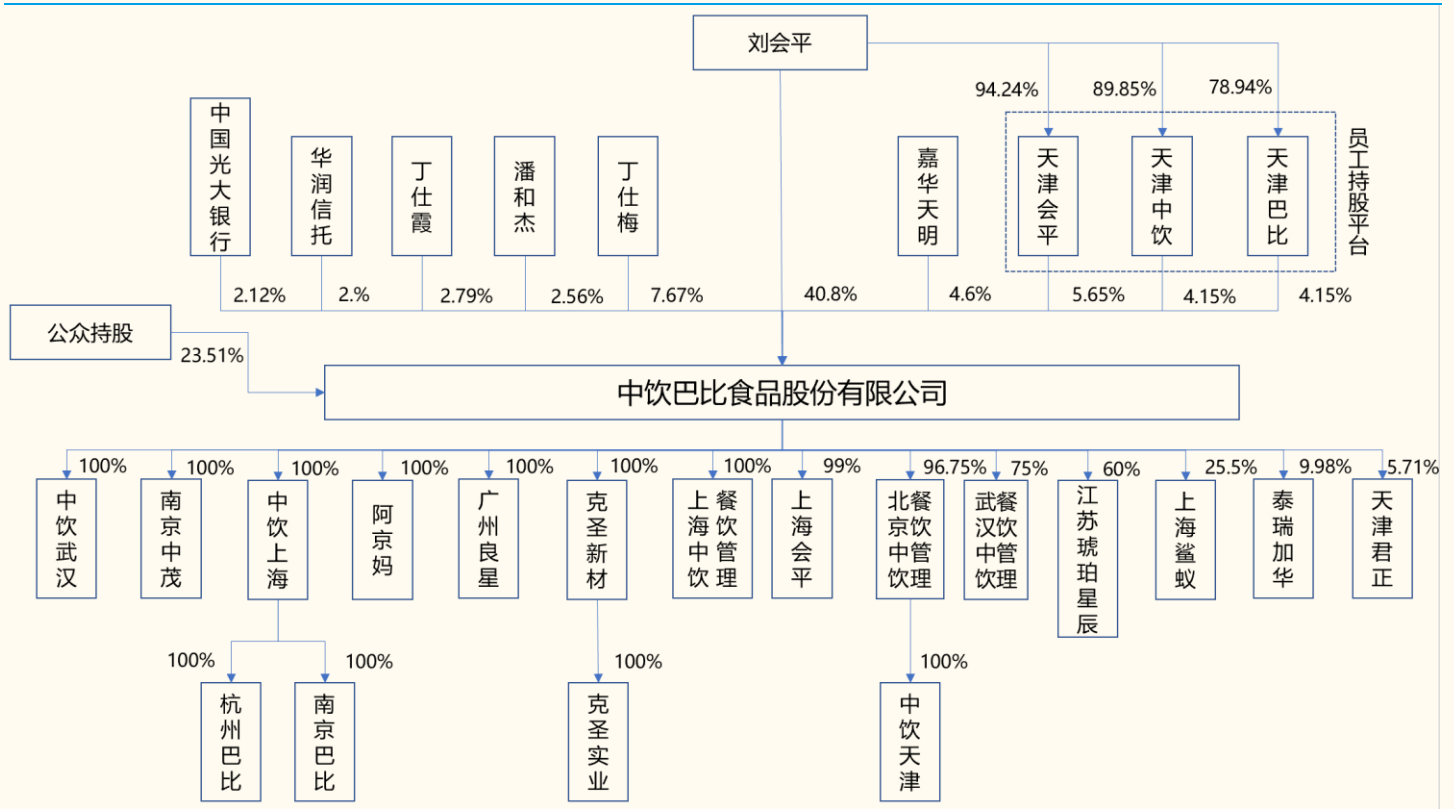
来源: 公司官网, 公司公告, 国金证券研究所

- **股权结构集中, 员工激励相对充分。**截至 2022 年 5 月 5 日, 创始人刘会平直接及间接持股合计 40.8%, 为公司最大股东及实际控制人, 公司股权结构集中。同时, 公司于 2015 年设立天津会平、天津巴比以及天津中饮三个员工激励平台, 目前三个平台总计持股 14.0%, 上市前对中高层以上员工进行了激励; 除此之外, 公司也采取更多种激励方式, 如一线人员实施计件制, 倡导多劳多得; 针对销售人员, 其月度、年度绩效奖金直接与



个人业绩挂钩；为关键岗位人员和人才梯队提供学习和晋升的机会等。激励机制相对充分完善，有助于调动员工内部积极性。

图表 39：公司股权结构（截至 2022/5/5）



来源：Wind，国金证券研究所

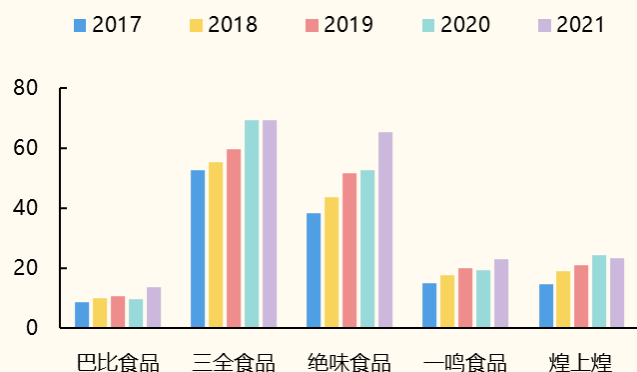
- 团队整体氛围良好，坚持公益行动，展现社会责任。公司秉持真诚、团结、务实、创新的团队文化，以及取之于社会，用之于社会的理念，累计投入公益资金上千万。此外，在 2022 年 3 月上海疫情暴发时，公司进入保供名单，每日为 1.5 万抗疫一线人员及上千万上海市民提供餐饮保障，1100 多名员工外加第三方配送人员全部驻守公司，24 小时提供生产配送保障，展现企业社会责任感。

## 6、财务分析：高净利率助力高 ROE、费用管控力强、营运效率高

- 收入端：2020 年低基数叠加 2021 年拓店加速，推动 2021 年营收同比高增。2021 年公司实现收入 13.8 亿元、同增 41.1%，较 2019 年增长 29.3%。拆分来看：1）分业务：2021 年特许加盟收入为 11.2 亿元，同比 +37.9%，主要由于门店数量的增长，门店净增 372 家至 3461 家，增速创五年新高，单店收入为 32.4 万元高于 2019 年的 31.5 万元；直营业务为 0.26 亿元，同比 +106.8%，净增 2 家店；团餐业务为 2.2 亿元，同比 +61.2%，团餐和直营业务均实现高速增长。2）按区域：2021 年华东收入 12.6 亿元，同比 +41.7%，华南收入 0.84 亿元，同比 +21.1%，华北收入 0.31 亿元，同比 +111.2%，主要是基数较低及销售增长惯性所致。1Q22 公司实现收入 3.1 亿元，同比 +22.4%，继续维持增长态势。

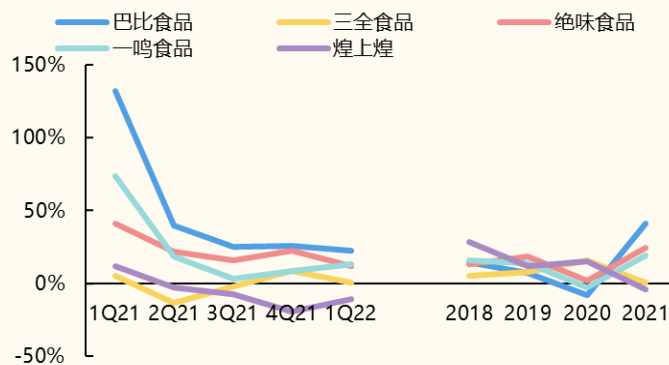


图表 40: 可比公司营收情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

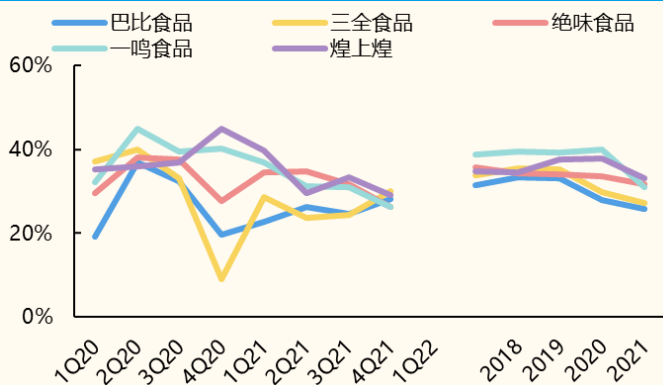
图表 41: 可比公司营收增长率情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

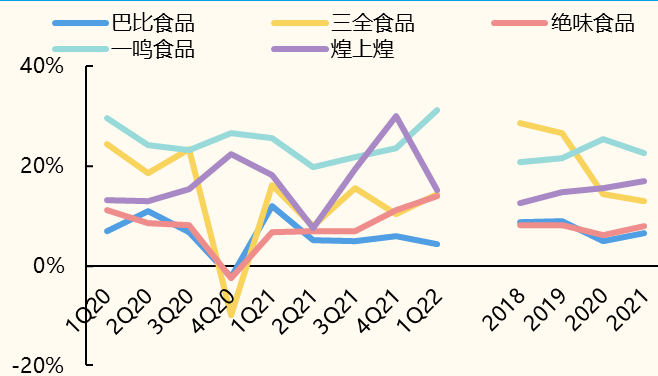
- **费用端: 毛利率压力环比缓解, 销售费用率处于行业低位、或与自身商业模式有关。**公司 2020 年毛利率 27.9%/-5.2pct, 大幅下降主因执行新收入准则, 将运杂费计入主营业务成本, 剔除会计准则影响后仍下降 1.3pct, 主因原材料价格上涨、产量下降导致单位固定成本增加等。2021 年毛利率 25.7%/-2.2pct, 主要系原材料成本、人工成本、折旧摊销增加所致, 4Q21/1Q22 毛利率分别为 28.1%/27.4%、同增 8.4pct/4.7pct, 环比呈改善趋势, 主因猪价处于低位提振毛利空间。公司销售费用率处于行业低位, 或与自身商业模式有关, 早餐场景较为刚需, 营销更多靠门店加密, 而不仅仅靠广告投放等形式, 1Q22 公司销售费用率为 4.4%/-7.6pct, 大幅下降主要系减少营销投入与 1Q21 高基数所致; 管理费用率为 7.4%/+0.3pct, 总体来看费用率较为稳定, 费用把控力强。
- **利润端: 净利率处于行业较高水平, 成本优化助力盈利能力提升, 公允价值变动致净利高增。**公司净利率处于行业较高水平, 2021 年公司公允价值变动收益达 1.96 亿元, 主要系公司间接持有东鹏饮料股权造成的公允价值变动影响, 公司 2021 年净利率 22.8%/+4.8pct, 扣非净利率 11.1%/-2.2pct。1Q22 扣非后净利率为 12.5%/+7.0pct, 盈利能力进一步提升。

图表 42: 可比公司毛利率情况 (%)



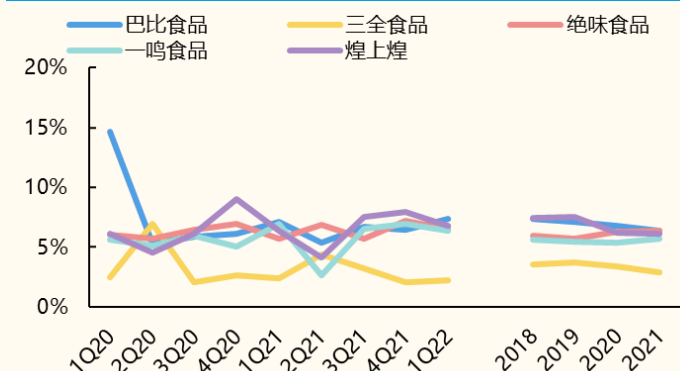
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 可比公司销售费用率 (%)



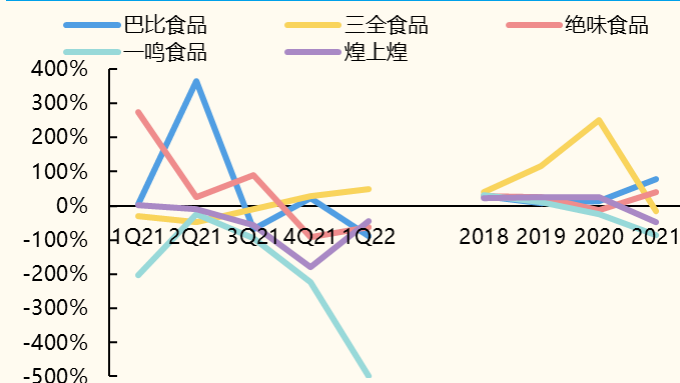
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: 可比公司管理费用率 (%)



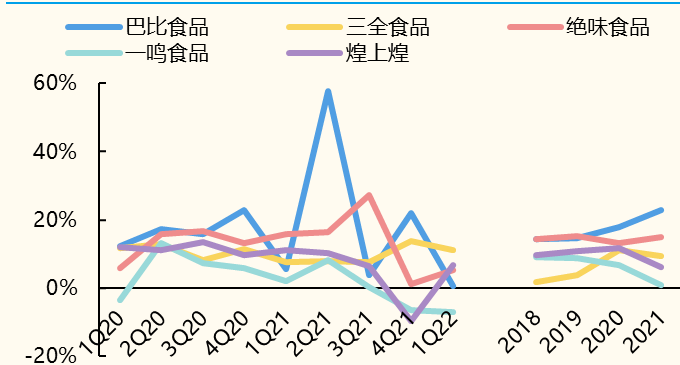
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 45: 可比公司净利润增长率情况 (%)



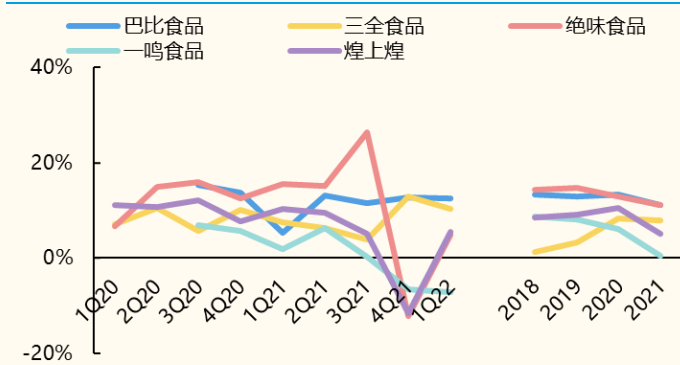
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 可比公司净利率情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

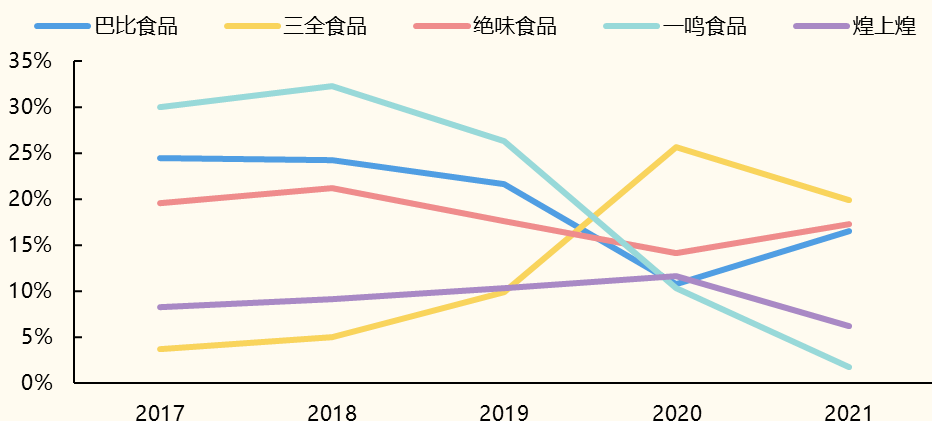
图表 47: 可比公司扣非净利率情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

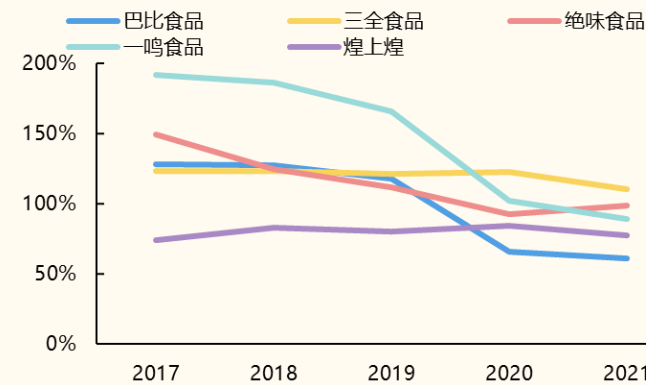
- 公司除 2020 年受疫情影响外, 历年 ROE 高于 15%, 处于行业中上水平, 主因净利率水平较高。公司 2021 年 ROE 为 16.5%/+5.8pct, 经杜邦拆分, 我们发现高 ROE 主要来自其高净利率, 公司权益乘数处于行业低位, ROE 的增长驱动因素较为优质。

图表 48: 可比公司 ROE 水平 (%)



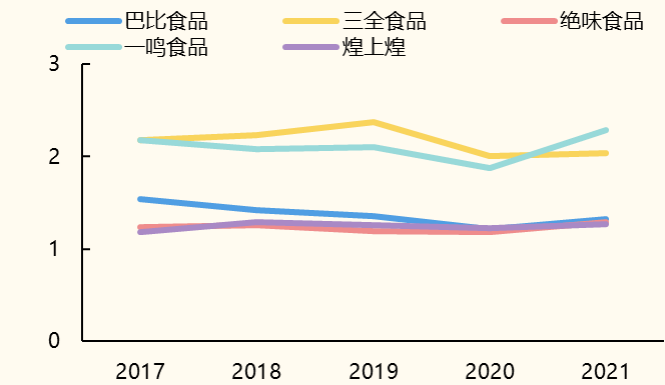
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 可比公司总资产周转率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 50: 可比公司权益乘数

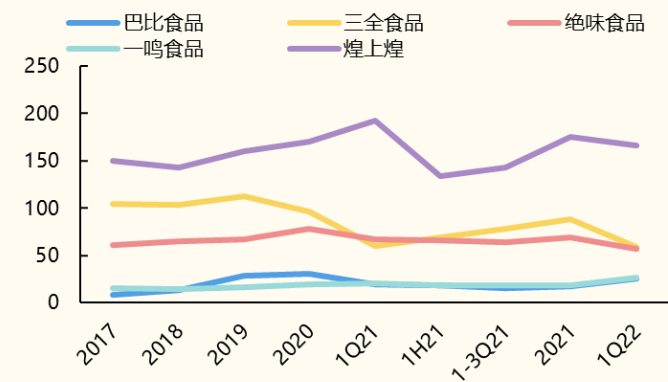


来源: Wind, 国金证券研究所

### 营运能力及现金流: 营运效率高、盈利质量好

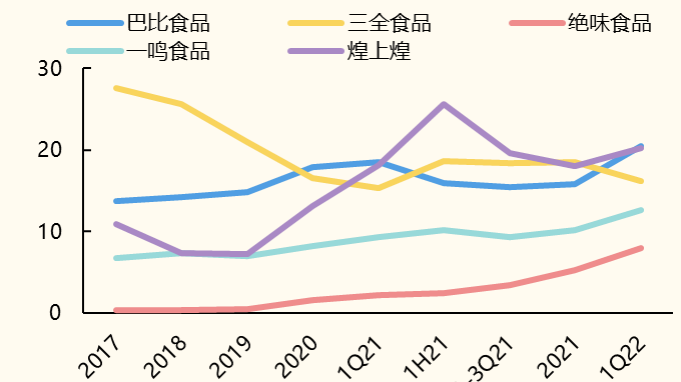
- 公司存货周转天数处于行业低位, 应收账款周转天数较为稳定, 营运效率较高。公司存货周转天数较低, 1Q22 为 25.8 天, 主因公司原材料、产成品的短保属性强、消费频次高, 以及公司的生产运输效率领先。1Q22 应收账款周转天数为 20.5 天, 相比 2021 年的 15.8 天有所增长, 或因扩大营收而放松了信用和账期。
- 公司应付账款周转天数处稳定高位, 对上游议价能力强。1Q22 公司应付账款天数为 63.7 天, 较为稳定且处于高位, 反映公司对上游议价能力较强。
- 公司历年净现比均大于 100% 水平, 现金流较好, 盈利质量较高, 2021 年净现比为 50.8%, 下滑主因非经常性收入大幅增加。历年公司净现比均大于 100%, 自身盈利质量较好, 2021 年由于投资东鹏饮料引发的公允价值变化, 净利润大幅增长导致净现比下滑。

图表 51: 可比公司存货周转天数 (天)



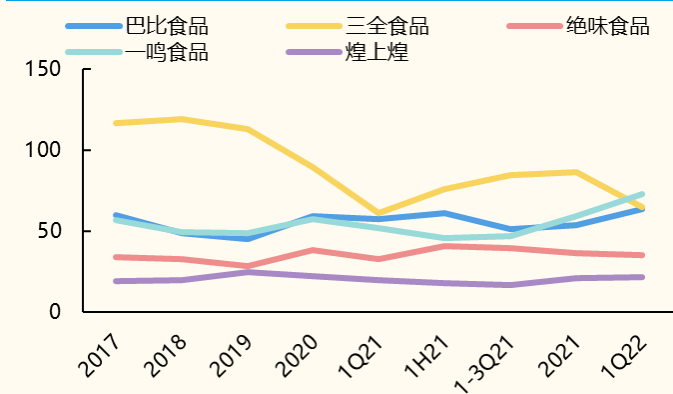
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 52: 可比公司应收账款周转天数 (天)



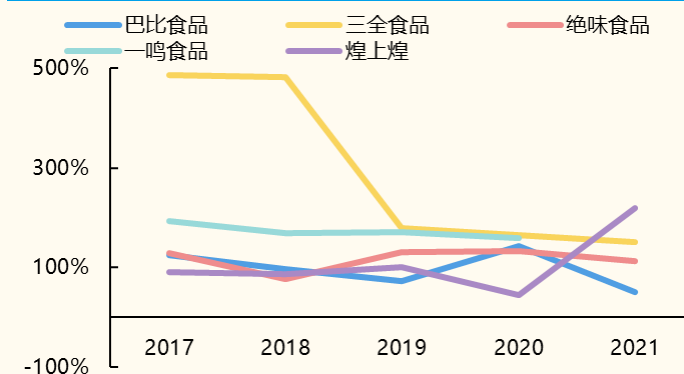
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 53: 可比公司应付账款周转天数 (天)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 54: 可比公司净现比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

## 7、盈利预测与投资建议

### 7.1、盈利预测

#### ■ 加盟业务:

- 门店数量: 随着疫情恢复、产能爬坡以及华中区域并购开拓, 预计 2022-2024 年公司门店净增加 1020/478/646 家, 总门店数达 4481/4960/5606 家。1) 对于华东市场, 我们认为仍有加密布局的空间, 结合上海二期、南京工厂的投产, 预计公司将维持 6% 的拓店速度, 对应 2022-2024 年新增门店 177/188/199 家。2) 华南市场随着产能释放与营销力度加强, 预计门店数将以 30% 的速度增长, 对应 2022-2024 年新增门店 111/144/188 家, 3) 华北市场由于产能释放预计拓店速度保持 40% 的水平, 对应 2022-2024 年新增门店 56/79/111 家。4) 武汉智能工厂取得土地使用权, 未来产能可支撑华中市场拓店进程, 预计 2023/2024 年拓店速度达 10%/20%, 2Q22 公司在华中地区并购的 676 家门店将并表, 我们保守估计 2022 年华中市场不再新增门店, 对应 2022-2024 年华中地区门店数净增 676/68/149 家。
- 单店收入: 考虑到 2022 年上海疫情影响较为严重, 线下餐饮整体承压, 预计单店收入有所下降, 但因公司门店升级、产品结构调整等举措均有助于同店销售的增长, 待疫情缓解单店收入有望回升, 假设 2022-2024 年单店收入分别 -5%/+10%/+5%。
- 毛利率: 预计 2022 年原材料价格整体回落, 毛利率有所提升。对于内生门店, 我们考虑到未来几年公司仍处于快速扩张状态, 毛利率预计维持不变。对于收购门店, 目前毛利率低于其他地区, 但未来随着华中市场供应链不断完善, 毛利率有望接近内生门店水平。综合以上考虑, 我们预计 2022-2024 年加盟业务毛利率为 27.2%/27.5%/27.9%。

**图表 55：公司加盟门店收入预测**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
加盟门店（百万元）	787.4	875.7	918.0	812.7	1121.0	1378.9	1678.8	1992.2
yoy		11.2%	4.8%	-11.5%	37.9%	23.0%	21.7%	18.7%
加盟门店毛利率	31.3%	33.2%	33.1%	28.2%	26.0%	27.2%	27.5%	27.9%
内生门店毛利率	31.3%	33.2%	33.1%	28.2%	26.0%	28.5%	28.5%	28.5%
期末门店数量	2331	2641	2915	3089	3461	4481	4960	5606
净增门店		310	274	174	372	1020	478	646
yoy		13.3%	10.4%	6.0%	12.0%	29.5%	10.7%	13.0%
华东期末门店数量	2202	2431	2589	2735	2950	3127	3315	3513
净增门店		229	158	146	215	177	188	199
yoy		10.4%	6.5%	5.6%	7.9%	6.0%	6.0%	6.0%
华南期末门店数量	129	191	245	269	370	481	625	813
净增门店		62	54	24	101	111	144	188
yoy		48.1%	28.3%	9.8%	37.5%	30.0%	30.0%	30.0%
华北期末门店数量		19	81	85	141	197	276	387
净增门店			62	4	56	56	79	111
yoy			326.3%	4.9%	65.9%	40.0%	40.0%	40.0%
华中期末门店数量						676	744	892
净增门店						676	68	149
yoy							10.0%	20.0%
收购门店毛利率						20.0%	22.0%	25.0%
单店收入（万元/家）	33.8	33.2	31.5	26.3	32.4	30.8	33.8	35.5
yoy		-2%	-5.0%	-16.4%	23.1%	-5.0%	10.0%	5.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **直营业务：**预计 2022-2024 年新开直营店分别为 3/4/5 家，考虑 2022 年疫情较为严重，直营门店多开设于商圈等地段，受疫情影响较加盟店更为严重，同时我们也较为看好直营店在疫情缓解后的恢复弹性，假设 2022-2024 年单店收入同比-10%/+15%/+5%，毛利率维持 63.0%的水平。

**图表 56：公司直营门店收入预测**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
直营门店（百万元）	15.2	17.2	16.8	12.4	25.6	25.9	35.2	44.0
yoy		13%	-2%	-26%	107%	1%	36%	25%
毛利率	58.0%	60.6%	60.2%	62.6%	62.1%	63.0%	63.0%	63.0%
期末门店数量	15	15	16	17	19	22	26	31
净增门店		0	1	1	2	3	4	5
单店收入（万元/个）	101.3	114.4	104.8	72.7	130.6	117.6	135.2	142.0
yoy		13%	-8%	-31%	80%	-10%	15%	5%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **团餐业务：**公司对团餐业务重视度较高，随着公司渠道铺设不断完善、新建产能逐渐释放，团餐表现值得期待，考虑到 2022 年上海疫情影响，预计 2022-2024 年团餐业务收入分别增长 55%/60%/60%，毛利率维持 22.0%的水平。
- **其他主营业务、其他业务：**预计其他主营业务收入、其他业务收入 2022-2024 年分别保持 5%、0%的增速，毛利率分别维持 35%、80%的水平。



**图表 57: 公司团餐、其他主营业务、其他业务预测**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>团餐业务 (百万元)</b>	52.3	81.0	114.0	133.2	214.8	332.9	532.6	852.2
<b>yoy</b>		54.9%	40.7%	16.9%	61.2%	55.0%	60.0%	60.0%
<b>%Rev</b>	6%	8%	10.7%	13.7%	15.6%	19.0%	23.5%	29.3%
<b>毛利率</b>	27.0%	28.1%	29.1%	21.2%	19.5%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>其他主营业务 (百万元)</b>	11.1	15.2	14.1	16.0	13.3	14.0	14.7	15.4
<b>yoy</b>		36%	-7.0%	13.2%	-16.4%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>毛利率</b>	27.8%	29.0%	30.4%	36.8%	27.9%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>其他业务 (百万元)</b>	0.6	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>yoy</b>		95%	-2.6%	-22.0%	-5.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>毛利率</b>	86.8%	57.0%	54.2%	70.7%	87.4%	80%	80%	80%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **费用端:** 通过以上分析, 我们预测公司 2022-2024 年毛利率水平维持 26.8%。考虑到 2022 年疫情对上海 (公司重要市场) 影响较大, 销售费用率预计会有小幅下降, 但全国扩张趋势不变, 预计 2023 年销售费用率将提升, 假设 2022-2024 年销售费用率为 4.8%/6.0%/6.0%; 管理费用率假设为 6.3%/6.3%/6.2%, 保持相对平稳。
- **综合收入、费用端预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.4/2.8/3.5 亿元, 同比-24.5%/+15.9%/+26.1%, EPS 为 0.96/1.11/1.40 元, 2022 年归母净利润为负增速, 主因 2021 年公司间接持有东鹏饮料股权, 造成公允价值变动, 净利润大幅提升, 2022 年我们不考虑非经常性损益的影响。**

**图表 58: 公司主要费用及净利润预测**

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	866.6	990.2	1064.0	975.1	1375.4	1752.5	2262.1	2904.7
<b>yoy</b>		14.3%	7.4%	-8.4%	41.1%	27.4%	29.1%	28.4%
<b>毛利率</b>	31.5%	33.3%	33.1%	27.9%	25.7%	26.8%	26.8%	26.8%
<b>销售费用</b>	66.9	87.5	95.8	47.9	90.4	84.1	135.7	174.3
<b>%Rev</b>	7.7%	8.8%	9.0%	4.9%	6.6%	4.8%	6.0%	6.0%
<b>管理费用</b>	63.6	73.0	75.7	66.1	87.4	110.4	142.5	180.1
<b>%Rev</b>	7.3%	7.4%	7.1%	6.8%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%
<b>净利润</b>			154.7	175.5	313.9	237.2	274.9	346.7
<b>yoy</b>			7.9%	13.4%	78.9%	-24.4%	15.9%	26.1%
<b>归母净利率</b>			14.5%	18.0%	22.8%	13.5%	12.2%	11.9%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 7.2、投资建议及估值

- 我们用相对估值法 (市盈率法) 预期公司 2022 年目标价为 33.47 元, 对应合理估值 35 倍, 首次覆盖给予 “买入” 评级。预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.4/2.8/3.5 亿元, 同比-24.5%/+15.9%/+26.1%, EPS 为 0.96/1.11/1.40 元, 对应 PE 为 30.2/26.1/20.7 倍。我们选取 5 家可比公司按市盈率法进行估值, 可比公司 22E PE 中位值在 32.3x, 公司作为中式包点第一股, 自身成长潜力足, 拓店有望加速, 我们给予公司 2022 年 35 倍 PE, 对应目标价 33.47 元, 首次覆盖给予公司 “买入” 评级。

**图表 59：可比公司估值比较（市盈率法）**

代码	证券简称	股价	EPS					PE					PEG 22E	21-24 CAGR	总市值
		2022/5/31	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E			
002216.SZ	三全食品	19.43	0.96	0.73	0.85	0.96	1.08	27.01	27.73	22.85	20.32	17.97	1.63	14.1%	170.83
603517.SH	绝味食品	51.68	1.15	1.60	1.60	2.07	2.48	67.29	42.79	32.28	24.94	20.81	2.04	15.9%	317.68
605179.SH	一鸣食品	11.36	0.33	0.05	0.13	0.31	0.47	53.47	299.89	85.93	36.16	24.36	0.78	109.8%	45.55
002695.SZ	煌上煌	11.69	0.55	0.28	0.48	0.58	0.60	41.62	57.81	24.42	20.04	19.41	0.85	28.8%	59.90
001215.SZ	干味央厨	51.07	1.20	1.02	1.24	1.58	2.07	-	57.00	41.31	32.23	24.67	1.56	26.6%	44.24
	中位数		0.96	0.73	0.85	0.96	1.08	47.54	57.00	32.28	24.94	20.81	1.56	26.6%	
605338.SH	巴比食品	<b>28.92</b>	<b>0.71</b>	<b>0.61</b>	<b>0.96</b>	<b>1.11</b>	<b>1.40</b>	<b>53.37</b>	<b>27.52</b>	<b>30.24</b>	<b>26.09</b>	<b>20.69</b>	<b>0.95</b>	<b>31.8%</b>	<b>71.72</b>

来源：Wind，国金证券研究所；注：PE 估值为截至 2022/5/31 万得一致预期数据

## 8、风险提示

- **原材料价格波动。**公司产品原材料占其主营业务成本比重较大，其中猪肉类（35%）和面粉（15%）占比最大，猪肉价格与粮价的大幅波动将影响公司毛利率与盈利能力。
- **渠道拓展不及预期。**若公司开店不及预期，将会对收入水平造成不利影响。在门店较为密集的一、二线城市，加密门店可能导致客流稀释、单店收入下滑。在低线城市，客流量及消费水平较低，可能导致渠道下沉效果不及预期。
- **食品安全风险。**若公司产品出现食品安全事故，将对公司品牌形象产生重大打击，进而影响市场份额。
- **加盟商管理风险。**公司主营业务收入 90%左右来源于加盟模式的产品销售。若加盟商在日常经营中未严格遵守公司的管理要求，将会对公司的经营效益、品牌形象造成不利影响。
- **股东与高管减持风险。**公司董事、高级管理人员孙爱国先生在 2021 年 11 月 3 日至 2022 年 5 月 1 日期间，通过集中竞价的方式累计减持公司股份 216125 股，占公司总股本的 0.09%。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,064	975	1,375	1,753	2,262	2,905
增长率		-8.4%	41.1%	27.4%	29.1%	28.4%
主营业务成本	-712	-703	-1,022	-1,282	-1,655	-2,127
%销售收入	66.9%	72.1%	74.3%	73.2%	73.2%	73.2%
毛利	352	272	353	470	607	778
%销售收入	33.1%	27.9%	25.7%	26.8%	26.8%	26.8%
营业税金及附加	-6	-7	-9	-12	-15	-20
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-96	-48	-90	-84	-136	-174
%销售收入	9.0%	4.9%	6.6%	4.8%	6.0%	6.0%
管理费用	-76	-66	-87	-110	-143	-180
%销售收入	7.1%	6.8%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%
研发费用	-5	-4	-6	-7	-9	-12
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	169	147	161	257	305	392
%销售收入	15.9%	15.1%	11.7%	14.7%	13.5%	13.5%
财务费用	16	23	41	37	38	46
%销售收入	-1.5%	-2.3%	-2.9%	-2.1%	-1.7%	-1.6%
资产减值损失	0	-1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	1	29	196	0	0	0
投资收益	0	2	3	3	4	5
%税前利润	0.2%	1.1%	0.6%	0.8%	1.0%	1.0%
营业利润	189	204	402	296	347	442
营业利润率	17.8%	20.9%	29.2%	16.9%	15.3%	15.2%
营业外收支	19	29	17	20	20	20
税前利润	208	233	418	316	367	462
利润率	19.6%	23.9%	30.4%	18.0%	16.2%	15.9%
所得税	-54	-58	-105	-79	-92	-116
所得税率	26.0%	24.9%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	154	175	313	237	275	347
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	155	175	314	237	275	347
净利率	14.5%	18.0%	22.8%	13.5%	12.2%	11.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	154	175	313	237	275	347
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0
非现金支出	25	27	47	45	56	67
非经营收益	-16	-47	-179	-21	-21	-22
营运资金变动	-52	94	-23	8	84	102
经营活动现金净流	111	250	159	269	393	494
资本开支	-63	-111	-145	-271	-95	-195
投资	-55	-776	579	0	0	0
其他	18	17	46	3	4	5
投资活动现金净流	-100	-870	481	-269	-92	-191
股权募资	0	759	6	0	0	0
债权募资	0	0	100	-101	3	5
其他	-37	-12	-53	-65	-74	-92
筹资活动现金净流	-37	747	52	-165	-71	-87
现金净流量	-26	127	692	-165	231	216

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	487	1,399	1,262	1,088	1,310	1,515
应收款项	48	53	71	90	110	140
存货	80	37	63	70	86	105
其他流动资产	10	13	99	103	105	108
流动资产	625	1,503	1,496	1,351	1,611	1,868
%总资产	64.7%	75.5%	59.1%	51.1%	54.2%	55.0%
长期投资	24	52	298	298	298	298
固定资产	261	359	450	612	765	907
%总资产	27.0%	18.0%	17.8%	23.2%	25.7%	26.7%
无形资产	49	61	118	128	137	146
非流动资产	342	488	1,037	1,293	1,364	1,525
%总资产	35.3%	24.5%	40.9%	48.9%	45.8%	45.0%
资产总计	967	1,991	2,532	2,644	2,975	3,394
短期借款	0	0	112	12	15	20
应付款项	187	248	289	342	444	570
其他流动负债	39	76	99	85	104	132
流动负债	226	324	501	438	563	722
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	25	32	117	116	119	122
负债	252	356	618	555	681	844
普通股股东权益	715	1,634	1,908	2,084	2,287	2,544
其中：股本	186	248	248	248	248	248
未分配利润	391	550	794	970	1,173	1,430
少数股东权益	1	1	6	6	6	6
负债股东权益合计	967	1,991	2,532	2,644	2,975	3,394

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.832	0.708	1.266	0.956	1.109	1.398
每股净资产	3.844	6.589	7.695	8.403	9.223	10.258
每股经营现金净流	0.598	1.008	0.641	1.086	1.586	1.991
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.249	0.288	0.363
回报率						
净资产收益率	21.64%	10.74%	16.45%	11.38%	12.02%	13.63%
总资产收益率	15.99%	8.81%	12.40%	8.97%	9.24%	10.22%
投入资本收益率	17.43%	6.71%	5.73%	8.87%	9.61%	11.14%
增长率						
主营业务收入增长率	7.45%	-8.35%	41.06%	27.41%	29.08%	28.41%
EBIT增长率	7.63%	-13.12%	9.17%	60.00%	18.53%	28.78%
净利润增长率	7.93%	13.41%	78.92%	-24.45%	15.90%	26.11%
总资产增长率	14.69%	105.84%	27.17%	4.43%	12.49%	14.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.0	18.1	16.0	18.0	17.0	17.0
存货周转天数	28.6	30.4	17.9	20.0	19.0	18.0
应付账款周转天数	45.9	59.8	54.4	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	71.4	76.0	86.8	81.1	71.3	60.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-68.08%	-85.57%	-64.51%	-55.56%	-60.18%	-61.98%
EBIT利息保障倍数	-10.8	-6.5	-4.0	-7.0	-7.9	-8.6
资产负债率	26.03%	17.90%	24.41%	20.97%	22.91%	24.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	13	44	53	71
增持	1	2	10	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>2.00</b>	<b>1.13</b>	<b>1.19</b>	<b>1.16</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402