

巴比食品（605338）：行业风口期，团餐业务高成长性确定

——系列报告之二

2022年6月1日

推荐/维持

巴比食品 公司报告

2021年团餐业务占公司收入的15.62%，占比逐年提升，团餐是公司业绩的助推剂和稳定剂。近几年来，除2020年受疫情影响外，公司团餐业务均获得高于40%的增速，明显高于公司整体收入增速。截止2021年，公司团餐业务收入2.15亿元，同比+61.21%，占公司总营业收入15.62%。我们认为公司团餐业务依然具备较大成长空间，业务占比将继续提升，并拉动公司整体业绩。本篇作为公司系列报告第二篇，我们将重点讨论公司团餐业务所在的赛道前景以及公司团餐业务的主要优势和增长动力。

团餐行业增速较高但集中度很低，行业集中度具备提升空间。2021年团餐在我国餐饮业占比达到37.74%，市场规模达1.77万亿元，同比增长15.8%，2016—2020年复合增速达13.6%。然而，我国团餐行业集中度明显低于发达国家。2020年中国百强团餐市占率仅6.7%，而美国团餐行业CR10为80%，日本、韩国约为60%，我国团餐行业集中度具备提升空间。

我们认为我国团餐行业主要因市场化程度不高等原因导致行业集中度低，难以得到突破性的发展，而如今，这些因素在逐步改善，行业正经历变革，团餐上游产成品标品或半成品需求日益增加。资本近年来注意到团餐这块蛋糕，行业市场化程度提升将推动行业集中度提升。同时，冷链物流的快速发展正逐步降低供应链管理难度，将进一步带动团餐行业快速发展。与此同时，团餐下游客户自身的发展将进一步带动团餐上游标品的需求。大型企业事业单位更加倾向于单独向品牌商采购而不是通过供应链公司采购产品；餐饮企业增加半成品和成品的使用以提升运营效率；团餐企业的SKU较多，其中的速冻米面制品逐渐采用品牌商标品。在下游客户加强自身供应链体系的过程中，大型团餐企业具备优势，正逐步取代中小型供应商的市场份额。

公司团餐业务具备4大优势。1、种类丰富：公司门店近百种产品均可用于团餐，且每年根据当地口味研发新品；2、工厂及技术具备竞争优势：公司主要竞争对手仍以中小型的速冻米面制品公司为主，主要生产馅料，成品包子生产能力不足，而团餐客户对成品需求更高。公司的多个生产工厂均能生产面点类成品，且能够覆盖华南、华北、华东多区域，更好的满足大型客户需求。技术方面，公司冷冻面团技术使得公司产品跟现制包子口感接近，保证了产品品质；3、综合服务能力优秀：公司设立“华东大客户事业部”，并细分市场区域及销售渠道。在服务客户的过程中，深入客户用餐现场，提供个性化的服务和解决方案，不断和客户摸索共同提升产品及服务质量。4、品牌力较强：公司是目前上海及华东市占率最高的连锁包子铺，并与特斯拉、富士康等众多知名企业合作，是公司品牌的强有力背书。

公司存量客户具备挖掘潜力。团餐行业及供应链行业依然处于快速成长期，公司的主要客户供应链公司和团餐公司自身存在不断壮大的潜力，公司可跟随其成长。此外，目前公司团餐业务体量仅仅2亿元，而公司服务的许多知名企业及渠道客户业务体量较大，公司在其占比依然很低，存在挖掘潜力。

盈利预测与评级：我们认为公司团餐业务能够保持稳定增长态势。加盟业务方面，因属于保供单位，公司4月份受疫情影响不大，需关注后续加盟店净

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：

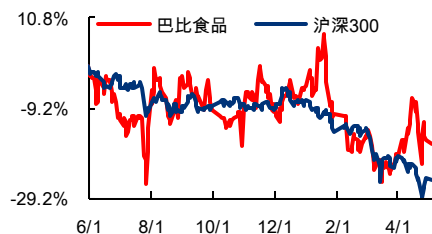
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	39.1-26.9
总市值（亿元）	74.95
流通市值（亿元）	26.07
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	3.7

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

开店数据。疫情对个体夫妻老婆店及中小型团餐企业的影响更大，从更长期的角度来看，有利于公司市占率的进一步提升。早餐包子店具备较大的开店空间，我们看好公司加盟业务单店收入提升带来的加盟门店拓店速度的回升以及团餐业务的长期增长。预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 16.67/21.97/27.56 亿元，分别同比增长 21.21%/31.79%/25.44%；归母净利润分别为 2.37/2.90/3.40 亿元，分别同比增长 -22.76%/23.35%/18.12%；2022-2024 年对应 PE 分别为 30/25/21 倍，维持“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；原材料波动风险；公允价值变动损益波动较大。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	975.09	1,375.45	1,667.12	2,197.06	2,756.07
增长率(%)	-8.35%	41.06%	21.21%	31.79%	25.44%
净归母净利润(百万元)	175.47	313.95	237.11	289.65	340.43
增长率(%)	13.72%	78.85%	-22.76%	23.35%	18.12%
净资产收益率(%)	10.74%	16.45%	11.05%	11.89%	12.27%
每股收益(元)	0.87	1.27	0.96	1.17	1.37
PE	33.24	22.77	30.25	24.76	21.07
PB	4.39	3.76	3.34	2.95	2.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 团餐：餐饮之重，正值快速成长期	3
1.1 团餐是公司业绩的助推剂和稳定剂	3
1.2 团餐在餐饮业中占比高、增速快	3
1.3 集中度较低，处于变革中	4
1.3.1 团餐行业集中度低的主要原因	5
1.3.2 行业正经历变革	5
1.3.3 集中度明显提升	6
1.4 团餐客户自身的发展带动上游标品需求	7
2. 行业的变革为公司发展提供契机	7
2.1 公司团餐业务的优势	7
2.1.1 产品种类丰富	7
2.1.2 工厂及技术具备竞争优势	8
2.1.3 综合服务能力优秀	9
2.1.4 品牌力较强	9
2.2 与客户共成长，存量客户潜力大	10
3. 盈利预测与评级	10
4. 风险提示：	10
相关报告汇总	12

插图目录

图 1： 营业收入按销售渠道划分：万元	3
图 2： 团餐及餐饮业规模和增速	4
图 3： 2017-2020 年中国团餐企业经营范围分布	4
图 4： 2019 年团餐企业年营业额分布	4
图 5： 中国冷链物流市场规模（亿元）	6
图 6： 2019/2020 年团餐企业经营项目点数量分布（N=270）	6
图 7： 公司 To B 大客户产品	7
图 8： 公司合作伙伴	9

表格目录

表 1： 2021 年公司产能	8
------------------------------	----------

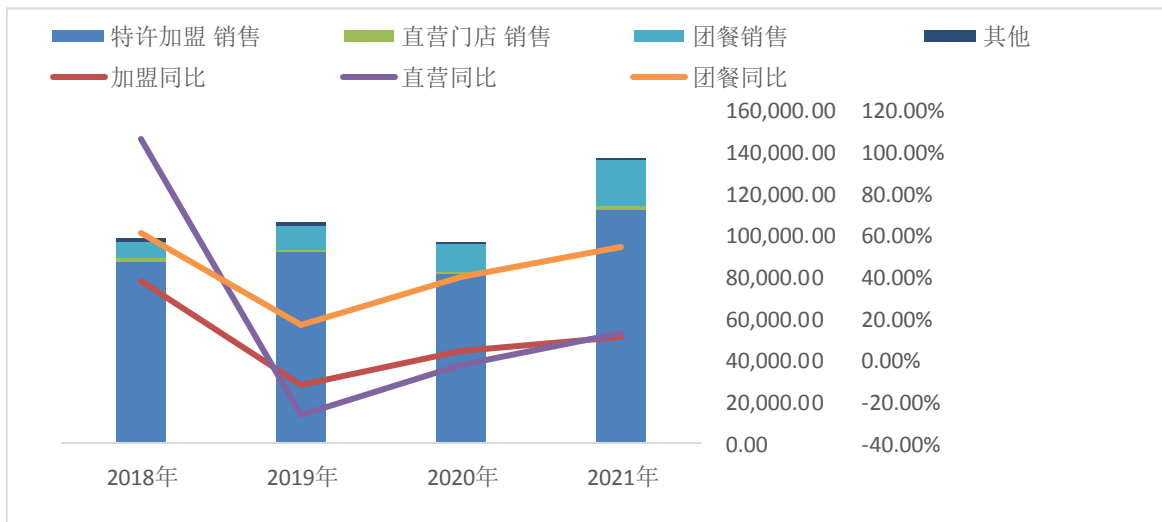
1. 团餐：餐饮之重，正值快速成长期

1.1 团餐是公司业绩的助推剂和稳定剂

本篇作为公司系列报告第二篇，我们将重点讨论公司团餐业务所在的赛道前景以及公司团餐业务的主要优势和增长动力。

巴比食品主要从事中式面点速冻食品的研发、生产与销售，销售渠道包括团餐、加盟包子铺和直营包子铺。2021年，公司团餐业务收入2.15亿元，同比+61.21%，占公司总营业收入15.62%，而2017年该业务收入占比仅6.04%，团餐业务属于公司增速最高的销售渠道，是公司业绩增长的主要动力之一。近几年来，除2020年，公司团餐业务均获得高于40%的增速。2020年受疫情影响，企业、学校等单位堂食暂停时间较长，公司团餐收入增速放缓，但也获得了16.91%的增速，相比于直营和加盟业务20年的负增长，团餐业务的发展是公司业绩的助推剂也是稳定剂。

图1：营业收入按销售渠道划分：万元



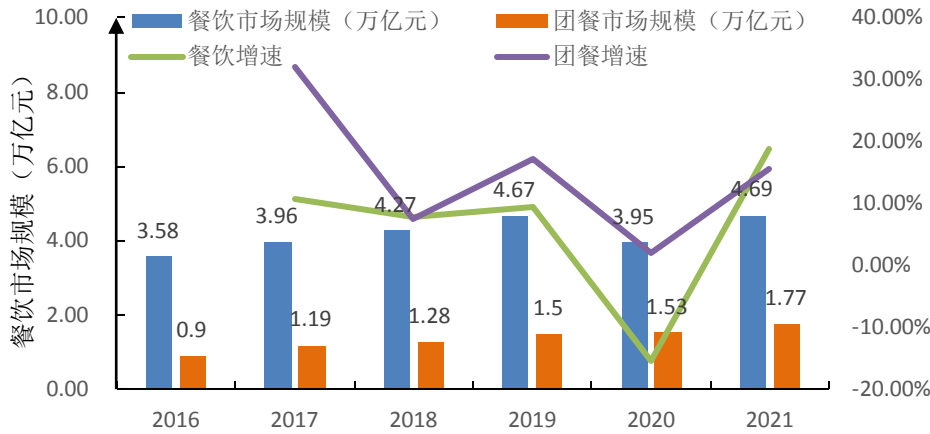
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司团餐客户包括大中小型的团餐企业、食材供应链公司、连锁餐饮、连锁便利店、线上电商平台等，其中，以团餐企业和食材供应链公司为主。公司产品通过团餐企业、食材供应链公司进入学校、工厂、企事业单位等食堂。

1.2 团餐在餐饮业中占比高、增速快

团餐是指以团体为单位消费，以满足整体性服务为主的餐饮服务形态。团餐企业一般为大型企业、公共写字楼、会展活动、学校、医院等提供餐饮服务。2021年中国团餐市场规模达1.77万亿元，同比增长15.8%。近几年来，团餐市场发展迅速，2016—2020年我国团餐市场总规模复合增速达13.6%，增速高于餐饮业整体增速。团餐在餐饮业占比也在持续提升，2021年团餐在我国餐饮业占比达到37.74%。根据艾媒咨询预测，预计随着团餐多样化发展和行业服务、技术的升级，团餐行业预估保持10%的增长率，2023年将达2.25万亿元。

图2：团餐及餐饮业规模和增速



资料来源：中国饭店协会、东兴证券研究所

1.3 集中度较低，处于变革中

我国团餐行业集中度明显低于发达国家。2020年中国百强团餐企业营业收入1242亿元，市占率仅6.7%，而美国团餐行业CR10为80%，日本、韩国约为60%。

根据团参谋的数据，2019年，我国有超10万家团餐企业，其中，27%的企业年营业额不足100万元，仅4%企业年营业额过亿。服务范围方面，有40%的团餐企业只在某一省市运营，全国运营（超过5个省份）的团餐企业约为20%。我国团餐行业集中度具备提升空间。

图3：2017-2020年中国团餐企业经营范围分布

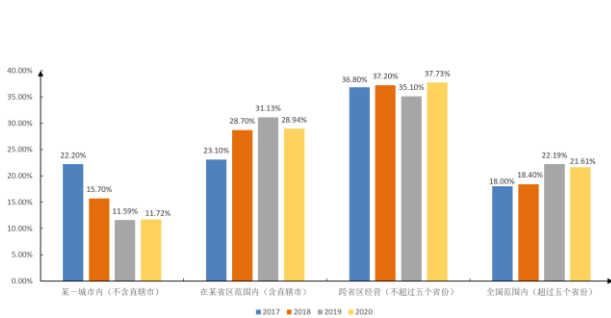
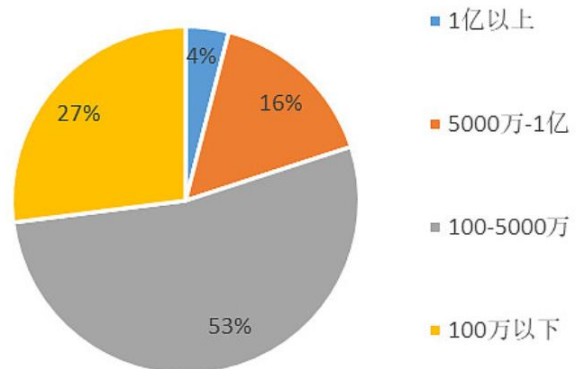


图4：2019年团餐企业年营业额分布



资料来源：中国饭店协会、东兴证券研究所

资料来源：国泰君安、东兴证券研究所

1.3.1 团餐行业集中度低的主要原因

市场化程度不高。部分客户用餐具备一定的福利性质，客户对菜品的差异化以及标准化要求均不高，对团餐品牌认知度不足，使得品牌企业的优势难以被认可。因此，绝大部分的团餐企业均依靠早期的关系营销获得订单，真正通过自身实力获得订单难度较大。

收入较稳定，主动扩张动力不足。另一方面，相比于社会餐饮，团餐企业经营情况相对较稳定，现金流较好，只要接单，收入基本就有保障，因此团餐企业危机意识薄弱，也更倾向于采取较为稳妥的方式缓慢拓张，或只在某个区域内扩张，对外界资本的需求不高，也限制了行业的快速发展。

管理能力较弱。市场化程度较低制约了团餐企业管理模式的发展，大多数团餐企业全产业链集成化低、信息化程度不高，供应链管理、成本控制较弱，研发创新力度不足，这些原因进一步制约了团餐企业的扩张。客户地域若过度分散，供应链管理难度更高。部分团餐企业主要依靠加盟实现拓张，而由于自身管理能力不足，对加盟商的控制力较弱，并不深度参与项目的经营使得拓张效果也不佳。

1.3.2 行业正经历变革

团餐市场化程度提升，竞争更加激烈：疫情对社会餐饮造成了较明显的冲击，而团餐因需求刚性，客源稳定，采购柔性，场地租金风险低，存在消费升级趋势，相对于社会餐饮具备较强的抗风险能力和长期的增长潜力，因此越来越多的企业和更多的资本开始注意到团餐这块蛋糕。随着新进入者和资本市场参与的增加，部分团餐企业菜品的多样化和品质做出差异，优势逐渐凸显，进一步培育并带动了客户对更优质服务及产品的需求，使得团餐企业的市场化程度逐步提升，优秀企业将获得更大的市场份额。另外，激烈的竞争将倒逼部分企业主动寻求拓张，市场集中度将进一步提升。

冷链物流快速发展正逐步降低供应链管理难度，加快团餐行业发展。很多餐饮企业或餐饮品牌未能快速实现全国化布局的主要原因之一在于没形成很强的供应链体系，而在供应链体系中冷链物流仍是较大的短板，生鲜食材的跨区域分拨配送，对于冷链物流网络和运营能力是极大考验。冷链物流的建设有利于企业开展集中采购、集中加工，并扩大成品或半成品的配送范围，提升产品配送效率，提升产品的标准化的同时保障食品安全并逐步形成规模优势，有利于龙头企业的进一步扩张。

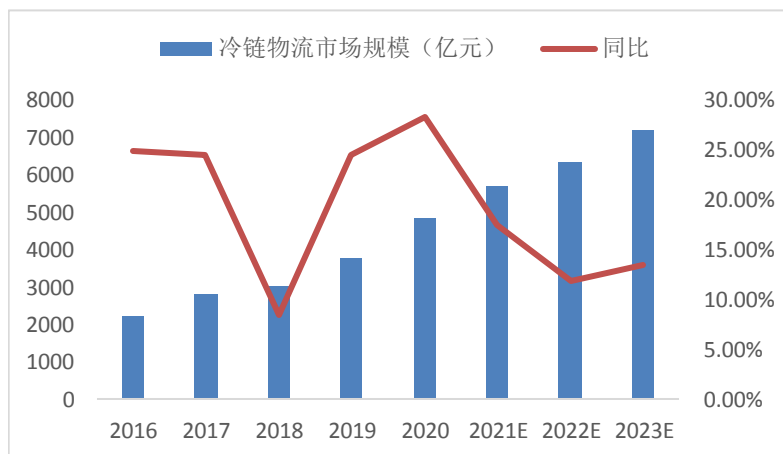
近几年来，我国冷链物流获得了快速的发展。2020年，冷链物流市场规模超过3800亿元，冷库库容近1.8亿立方米，冷藏车保有量约28.7万辆，分别是“十二五”期末的2.4倍、2倍和2.6倍左右。2020年新冠疫情凸显了农贸市场脏乱差、经营秩序混乱、配套设施不完善等诸多弊端，各地政府正加大对农贸市场的整改力度，在更大范围内取消活禽交易，进一步推动生鲜市场的发展。生鲜市场的快速增长和新冠疫苗大范围推广使得冷链物流的需求大幅增加。根据艾媒数据，在疫情的推动下，中国冷链物流市场规模2020/2021年分别同比增长28.31%/17.5%，2021年市场规模将达5699亿元。

然而，我国冷链物流体系与发达国家仍有较大差距。美国果蔬、肉类和水产品冷链流通率在97%以上，日本则90%以上，其中肉类达100%。而我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别为35%、57%、69%。

2021年12月，国务院办公厅印发《“十四五”冷链物流发展规划》，要求建设内外联通的国家冷链物流骨干通道网络，打造“三级节点、两大系统、一体化网络”的“321”冷链物流运行体系。本《规划》明确提出，到2025年，我国果蔬、肉类、水产品产地低温处理率分别达到30%、85%、85%。

我们判断，未来几年我国冷链物流仍将获得快速发展从而推动团餐企业供应链管理能力的提升，使得供应链管理难度进一步降低，有助于品牌企业和大型团餐企业进一步规模化。

图5：中国冷链物流市场规模（亿元）

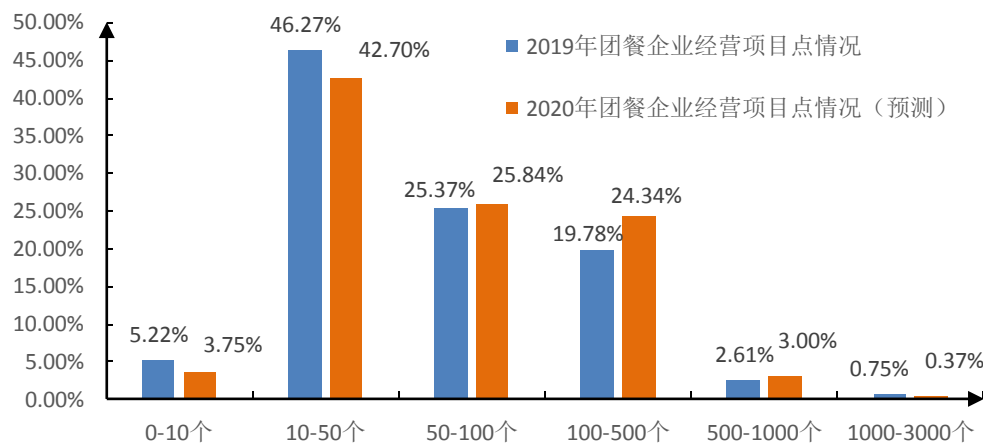


资料来源：艾媒咨询、东兴证券研究所

1.3.3 集中度明显提升

2020年团餐行业集中度明显提升。2019年，46.27%的团餐企业经营项目点仅有10-50个，只有22.76%的团餐企业经营项目点大于100个。2020年项目点小于50个的团餐企业比例明显降低，大于100个的比例增加到28.09%。虽然2020年疫情影响餐饮业整体经营情况，但团餐企业平均服务范围有所扩大。随着项目数量的增加，团餐企业服务范围也较前几年明显扩大，2020年跨省区经营的团餐企业占比达到59.34%，尽管受到疫情影响，仍较前一年增长2.5个百分点。

图6：2019/2020年团餐企业经营项目点数量分布（N=270）



资料来源：中国饭店业协会、中国饭店业协会、东兴证券研究所

1.4 团餐客户自身的发展带动上游标品需求

团餐行业下游包括供应链公司、企事业单位食堂、连锁餐饮、酒店、便利店、生鲜电商等。无论是连锁餐饮企业、企事业单位市场还是团餐企业自身，伴随着规模的扩大，其往往更加注重供应链体系的打造，标品的渗透率在增加。

1、大型企事业单位食堂更加倾向于单独向品牌商采购而不是通过供应链公司采购产品，随着单个客户体量的增加，品牌商的服务得以向下游延伸。

2、对于餐饮企业来说，劳动力成本的上升迫使越来越多的餐饮企业使用速冻半成品或成品标品代替现场制作环节。餐品的高标准化能够确保最终产品的上菜速度和质量，在提升客户体验感的同时能够简化公司管理流程、降低公司的管理成本，提高餐饮企业的运营效率。因此，速冻米面制品在餐饮行业的渗透率逐步提高。

3、团餐企业对速冻米面标品的需求增加。相比于社会餐饮，团餐企业的 SKU 更多且灵活多变，随着团餐企业业务范围的扩大，团餐 SKU 数量增多，越来越多的团餐企业开始注重加强自身的供应链管理，在这个过程中产品标品的需求也会提升。大多团餐企业依然自己制备面点食品或从中小型供应商购买速冻米面制品进行销售，然而，随着规模扩大，聘请面点师傅现场制作包点的管理难度加大，越来越多的团餐企业开始使用中央厨房或通过外购标品的形式来获得非核心产品。而速冻米面食品，尤其是包子等面点是团餐企业的非核心产品，在制作的过程中用时较长，需要耗费大量的人力和物力，但产品单价却偏低，因此团餐企业通过自建中央工厂的形式自行生产速冻米面制品的公司较少，多数正逐渐通过外购的方式来降低自身的人力、物力成本和时间成本，提高供应链及企业运营效率。同时，随着团餐企业的发展，品牌团餐企业愈发注重供应商的产品质量、品牌力、产品品种的多样性和供应商的综合服务能力，以巴比食品为主的大型速冻米面制品供应商在这些方面具备较大优势，正逐步取代中小型供应商的市场份额。

2. 行业的变革为公司发展提供契机

2.1 公司团餐业务的优势

2.1.1 产品种类丰富

公司团餐以早餐为主，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，跟午餐、晚餐和小吃相比，所需产品种类较少。公司产品可以分为面点系列产品、馅料系列产品以及外购系列产品，具体包括自产的包子、馒头、粗粮点心、馅料、水饺煎饺以及外购食品饮料等，产品从最初仅有的几个品种，到现在已形成了“蒸制面点和馅料系列产品为主，水煮面点系列等产品为辅”的近百种的丰富产品组合，并每年更新推出几十余种特色产品。

从地域上来看，公司以华东地区为主，产品种类更偏向华东口味，但近年来公司大力发展华北和华南业务，推出了适应当地口味特色早餐产品。在华北，公司推出了茴香包，在华南，公司针对性的推出糯米鸡、流沙包、叉烧包等产品。公司以为团餐客户提供通货大单品为主，其余门店售卖的丰富的产品组合均可供团餐客户选择。

图7：公司 ToB 大客户产品



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.1.2 工厂及技术具备竞争优势

公司团餐业务的竞争对手仍以中小型的速冻米面制品公司为主，其工厂的生产能力、管理水平均与公司有一定差距，部分企业受限于厂房面积和设备只能生产馅料产品，而公司客户为了提升供应链管理效率，节约人力成本更倾向于直接购买成品包子而非馅料产品。公司的生产能力足以满足客户对成品包子的需求，且配置专业质量管理团队和 500 平方食品化验检测中心，从源头把控、生产过程、出厂检验、仓储运输等 CCP 点全程严格监控，相比中小工厂具备较大竞争优势。

随着团餐客户自身规模的扩大，其对产品的需求可能来自于全国各个城市，规模较大的供应商更能够更好的满足不同地域的客户以及同一客户下不同地域的需求。公司在上海、广州、天津均拥有先进的中央工厂，南京智能工厂预计今年下半年建成，公司能够灵活组织生产能力，买足大客户对产品和服务的需求。

表1：2021 年公司产能

区域	种类	产量 (吨)	标准产能 (吨)	产能利用率	同比增减比例
上海中央工厂	面点类产品	44,208.03	48,251	91.62%	47.63%
	馅料类产品	29,221.10	28,875	101.20%	29.14%
广州中央工厂	面点类产品	2,942.61	10,720	27.45%	32.27%
	馅料类产品	2,352.73	4,963	47.41%	35.50%
天津中央工厂	面点类产品	593.86	8,200	7.24%	220.16%
	馅料类产品	1,135.32	3,220	35.26%	78.14%
南京工厂 (在建)	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 吨产能。				

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

技术方面，成品包子对面皮的要求较高，普通的速冻包子在蒸制后面皮往往口感较差，而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。公司的面团在门店或团餐客户后厨醒发、蒸制后，所呈现的面团口感、馅料状态，和现制现售产品比较接近，即为客户提供了方便，也保证了产品的口感和质量。

2.1.3 综合服务能力优秀

2021 年公司将“华东团餐事业部”调整为“华东大客户事业部”，进一步明确大客户业务定位，并细分市场区域及销售渠道，并按照属地原则，划分了 6 个具体的销售部门来覆盖江浙沪三省地区。另外，公司进一步将客户细分为团餐客户（主要为企事业单位食堂）、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，同时组建相应的销售团队进行开发，为后续业务的拓展奠定良好的组织团队基础。

在服务客户的过程中，公司业务团队深入客户出餐现场，帮助客户进行产品的蒸煮制作以呈现最佳品质，不断和客户摸索共同提升产品及服务质量。公司除了能提供已有标品，还能够凭借强大的产品研发能力、高度灵活的组织生产能力，以用户体验为中心，为大客户配备对应研发人员负责产品定制开发，满足大客户的个性化定制需求。例如，公司为特斯拉提供定制化服务，包括紧急加单配合服务、新品优先品尝、为企业员工提供打包回家增值服务、单品特殊折扣、节假日礼包组合，提供营养便捷的定制套餐。

2.1.4 品牌力较强

截止 2021 年末，公司在华东拥有 2950 家加盟门店，其中上海约 1300 家，为上海及华东市占率最高的包子铺。公司品牌力较强，品牌形象较佳，与众多知名企业合作为其提供产品及服务，其中，大型企事业单位包括中国航天科技集团、富士康、华东师范大学、比亚利、特斯拉等；便利店包括 Seven Eleven、便利蜂等；连锁餐饮包括吉祥馄饨、永和大王、真功夫等；大型渠道商包括家乐福、大润发等。除此之外，公司为盒马生鲜、美团买菜等生鲜平台供应产品。公司具备服务中大型客户的能力，与知名企业合作是其产品及服务的有力背书。

图8：公司合作伙伴



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

2.2 与客户共成长，存量客户潜力大

公司除了能够凭借着优秀的产品力、服务能力、生产能力和品牌力获取增量客户外，其存量客户也具备较大的挖掘潜力。团餐行业及供应链行业依然处于快速成长期，公司的主要客户供应链公司和团餐公司自身存在不断壮大的潜力，公司可跟随其成长。

根据招股说明书，巴比食品团餐第一大客户为鸿海（苏州）食品科技股份有限公司，其目前也是公司前三大客户。该公司从事团膳供应链服务，主要服务的对象为工厂餐厅、学校食堂、医院系统等非商业类餐饮和中式快餐店、商超等商业餐饮。鸿海食品向客户直接提供加工后的产品，餐饮经营者只需对普通人员进行标准化培训，借助标准食材及标准设备的使用，即可达到有经验的厨师水平，从而使餐饮经营者降低对有经验的厨师依赖，同时达到管理体系化、且模式易于复制。鸿海食品 2017-2019 年营业收入分别为 2.82/3.47/5.03 亿元，同比收入增速分别为 32.05%/23.19%/44.90%。随着客户自身体量的增加，公司对其业务也快速增长，从最初的几百万增长至千万元。

截止 2021 年，公司团餐业务体量仅仅 2.15 亿元，公司服务了许多知名企业和渠道客户，但其在单个客户业务中的占比依然较低，未来将增加对现有客户仓库及门店的覆盖率。如老乡鸡 2021 年营业收入 43.9 亿元，其米面制品成本（不包括大米）为 4000 多万元，远高于公司与老乡鸡的现有业务体量，具备挖掘潜力。公司的其他客户，如盒马生鲜、便利蜂、真功夫等，其自身业务均具备较大体量，而公司业务量占比较低，均具备较大的增长潜力。公司今年 4 月份成为上海保供企业，团餐客户订单明显增多，部分客户有望在疫情后与公司保持业务关系，有助于公司后续团餐业务的开展。

3. 盈利预测与评级

我们认为公司团餐业务能够保持稳定增长态势。加盟业务方面，因公司属于保供单位，从公司的角度，整体来说 4-5 月份受疫情影响不大，但部分加盟商因无法营业导致亏损，可能影响后续经营进而影响公司全年净开店，需要关注这部分数据。疫情对个体夫妻老婆店及中小团餐企业和供应链公司的影响更大，从更长期的角度来看，有利于公司市占率的进一步提升。

早餐包子店具备较大的开店空间，我们看好公司加盟业务单店收入提升带来的加盟门店拓店速度的回升以及团餐业务的长期增长。预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 16.67/21.97/27.56 亿元，分别同比增长 21.21%/31.79%/25.44%；归母净利润分别为 2.37/2.90/3.40 亿元，分别同比增长-22.76%/23.35%/18.12%；2022-2024 年对应 PE 分别为 30/25/21 倍，维持“推荐”评级。

4. 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；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				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	1503	1496	1757	2134	2588	营业收入	975	1375	1667	2197	2756
货币资金	1399	1262	1653	1992	2407	营业成本	703	1022	1199	1578	2006
应收账款	51	69	14	21	30	营业税金及附加	7	9	11	15	18
其他应收款	2	2	2	3	4	营业费用	48	90	92	134	163
预付款项	8	3	4	1	0	管理费用	66	87	93	123	146
存货	37	63	69	94	117	财务费用	-23	-41	-31	-36	-34
其他流动资产	6	11	15	22	29	研发费用	4	6	8	11	13
非流动资产合计	488	1037	886	858	830	资产减值损失	-0.06	0.00	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	28.70	195.73	0.00	0.00	0.00
固定资产	203	327	301	275	249	投资净收益	2.47	2.61	1.86	2.31	2.26
无形资产	52	108	101	95	89	加: 其他收益	3.66	3.67	3.47	3.60	3.58
其他非流动资产	8	124	0	0	0	营业利润	204	402	300	378	449
资产总计	1991	2532	2643	2992	3418	营业外收入	30.23	17.37	23.80	20.59	22.19
流动负债合计	324	501	445	500	580	营业外支出	0.90	0.84	1.31	1.02	1.05
短期借款	0	100	0	0	0	利润总额	233	418	323	398	470
应付账款	137	167	212	267	347	所得税	58	105	81	99	118
预收款项	0	0	0	-1	-1	净利润	175	313	242	298	353
一年内到期的非流动负债	0	12	12	12	12	少数股东损益	0	-1	5	9	12
非流动负债合计	32	117	14	10	4	归属母公司净利润	175	314	237	290	340
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	356	618	459	510	584	成长能力					
少数股东权益	1	6	11	19	31	营业收入增长	-8.35%	41.06%	21.21%	31.79%	25.44%
实收资本(或股本)	248	248	248	248	248	营业利润增长	7.82%	96.86%	-25.27%	26.08%	18.65%
资本公积	769	769	769	769	769	归属于母公司净利润增长	13.41%	78.92%	-24.47%	22.16%	17.53%
未分配利润	550	794	1032	1308	1640	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1634	1908	2145	2435	2776	毛利率(%)	27.90%	25.70%	28.06%	28.16%	27.20%
负债和所有者权益	1991	2532	2615	2965	3391	净利率(%)	17.96%	22.77%	14.51%	13.58%	12.79%
现金流量表						偿债能力					
	单位: 百万元					总资产净利润(%)	8.81%	12.40%	8.97%	9.68%	9.96%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	10.74%	16.45%	11.05%	11.89%	12.27%
经营活动现金流	250	159	261	312	392	营运能力					
净利润	175	313	242	298	353	总资产周转率	0.66	0.61	0.65	0.79	0.87
折旧摊销	26.70	34.31	34.25	34.67	34.99	应收账款周转率	20	23	40	126	108
财务费用	-23	-41	-31	-36	-34	应付账款周转率	8.46	9.03	8.79	9.17	8.98
应收账款减少	-6	-18	56	-7	-9	每股指标(元)					
预收账款增加	-1	0	0	0	-1	每股收益(最新摊薄)	0.87	1.27	0.96	1.17	1.37
投资活动现金流	-870	481	204	-5	-5	每股净现金流(最新摊薄)	0.51	2.79	1.58	1.37	1.67
公允价值变动收益	29	196	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.70	8.65	9.82	11.19
长期投资减少	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	2	3	2	2	2	P/E	33.24	22.77	30.25	24.76	21.07
筹资活动现金流	747	52	-73	32	28	P/B	4.39	3.76	3.34	2.95	2.58
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	28.30	15.38	18.34	13.86	10.68
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	62	0	0	0	0						
资本公积增加	682	0	0	0	0						
现金净增加额	127	692	391	339	415						

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
公司普通报告	巴比食品（605338）：双轮驱动，增长动力十足	2022-04-13
公司深度报告	巴比食品（605338）：开店加速，空间可期	2022-01-23
行业深度报告	食品饮料行业中期策略：基本面进入磨底期，下半年有望迎来复苏	2022-05-29
行业深度报告	食品饮料行业：见底了吗？	2022-05-16
行业普通报告	食品饮料行业：进入基本面磨底期	2022-05-10
行业普通报告	食品饮料行业：汇率贬值加大企业成本压力，建议关注成本压力有望减轻的细分行业	2022-04-26
行业普通报告	食品饮料行业：国常会部署消费举措引爆消费投资热情	2022-04-18
行业普通报告	食品饮料行业：疫情影响下需求变化与市场竞争格局变迁思考	2022-03-28
行业普通报告	食品饮料行业报告：国际奶价短期涨价趋缓，中长期易涨难跌	2022-03-25
行业普通报告	食品饮料行业报告：食品公司 Q1 或面临疫情、成本双压力	2022-03-21

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。

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