

# 中华包点领军品牌，团餐连锁发力途中 买入（首次）

2023年12月22日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頴影

执业证书: S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,525	1,635	1,885	2,210
同比	11%	7%	15%	17%
归属母公司净利润(百万元)	222	217	246	291
同比	-29%	-2%	13%	18%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.89	0.87	0.98	1.16
P/E(现价&最新股本摊薄)	23.92	24.52	21.64	18.27

关键词: #第二曲线

## 投资要点

- **主业专注，深耕中式面点二十余年，“中华包点”领军品牌。**公司以连锁业态深耕中式面点二十余年，是“中华包点”领军品牌。公司创始人刘会平自2001年在上海开设首家早餐店，经过多年深耕，截止2022年巴比已拥有4000余家门店，成为中国领先的包点连锁经营企业。公司持股集中，实控人为创始人夫妇，员工激励充足。
- **早餐大市场，标准化程度持续提升。**早餐行业刚需，据英敏特数据，2021年国内外食市场超8000亿元，增速保持高个位数，竞争格局整体较分散。供给端看，早餐生意进入门槛不高，单店初始投入低，标准化程度不高、营业时间长，经营辛苦，因此加盟商带店率低，管理难度较大。需求端看，早餐需求偏刚性，方便快捷是需求痛点，合理的选址及开店密度非常重要。
- **巴比以供应链与管理能力护航，打造高效单店模型。**公司在华东(上海、南京)、华中(武汉)、华北(天津)及华南(广州、东莞)工厂布局生产基地，支撑公司快速全国化拓展。我们认为公司通过突破冷冻面皮技术提高门店标准化程度，降低开店难度，为加速开店夯实基础；同时产品升级、拓展中晚餐、提高外卖渗透率多措并举提升单店收入，共同打造高效的单店模型。辅以科学化的管理体系及信息化技术持续赋能，公司开店效率得保障。
- **产能扩张促C端门店加速扩张，B端团餐业务大有可为。**C端连锁业务上，我们根据每万人拥有门店数量进行测算，已有区域内，巴比开店空间可达到万店以上。近3年公司开放新省份如湖南湖北安徽进行拓店，另外，在外埠区域可继续通过外延并购突破。B端团餐业务空间大，格局散，巴比已经针对性开拓，在保供期间大放异彩，未来亦大有可为。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为在C端业务中，早餐市场广阔，巴比以自身领先的冷冻面皮技术，叠加成熟的门店管理体系可抢占更多市场份额。C端门店与B端团餐业务双轮发力，驱动公司打开长期空间。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为2.17、2.46、2.91亿元，同比-2.5%/+13.3%/+18.5%，EPS分别为0.87/0.98/1.16元，对当前PE为25x、22x、18x，对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**早餐行业竞争加剧，门店扩张、销售不及预期，原材料价格大幅波动，食品安全风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	21.26
一年最低/最高价	20.16/35.20
市净率(倍)	2.48
流通A股市值(百万元)	5,272.48
总市值(百万元)	5,317.42

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.59
资产负债率(% ,LF)	22.28
总股本(百万股)	250.11
流通A股(百万股)	248.00

## 相关研究

## 内容目录

1. 巴比食品：中式面点领军企业，连锁经营全面开花 .....	4
1.1. 数年努力铸造“中国包子第一股” .....	4
1.2. 高管团队经验丰富，股权稳定集中，员工激励到位 .....	5
1.3. 盈利水平略有波动，门店数量一路走高 .....	6
2. 行业：早餐行业连锁化发展、供需两端共同驱动 .....	9
2.1. 早餐行业：大市场广阔空间、小玩家地域割据 .....	9
2.2. 生意特点：刚性需求，标准化程度低 .....	11
2.2.1 供给端：苦生意带店率不高，企业管理难度大 .....	11
2.2.2 需求端：早餐刚需不宜密，方便快捷是痛点 .....	11
3. 核心竞争力：供应链与管理护航，打造高效模型 .....	12
3.1. 供应链布局完善，规模效应未来可以体现 .....	12
3.2. 单店模型稳定，可以持续扩店打开成长空间 .....	13
3.3. 管理体系较精细，信息化系统赋能高效运营 .....	14
4. 未来增长：2C 门店持续拓展、团餐市场机遇良多 .....	16
4.1. 门店加速扩张可期 .....	16
4.1.1. 已开放加盟区域内剑指万店 .....	16
4.1.2. 外延并购助力突破外埠市场 .....	20
4.2. 团餐市场：发展快速，格局分散，机遇良多 .....	20
5. 盈利预测与投资建议 .....	21
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 巴比食品发展历程.....	4
图 2: 巴比食品核心高管介绍.....	5
图 3: 巴比食品股权结构（截止 2023Q3）.....	6
图 4: 公司 2022 年限制性股票激励计划.....	6
图 5: 巴比食品营业收入及 yoy.....	7
图 6: 巴比食品归母净利润及 yoy.....	7
图 7: 巴比食品扣非归母净利润及 yoy.....	7
图 8: 巴比食品毛利率与扣非净利率.....	7
图 9: 巴比食品主要产品矩阵.....	8
图 10: 巴比食品按产品划分营收收入.....	8
图 11: 原材料中猪肉价格变动的敏感性分析.....	8
图 12: 巴比食品按渠道划分营收收入.....	9
图 13: 加盟门店、直营门店数量及变动.....	9
图 14: 加盟门店区域分布（单位：家）.....	9
图 15: 中国外食早餐市场规模.....	10
图 16: 公司生产基地产能及产能利用率.....	12
图 17: 公司门店分区域数量（单位：家）.....	13
图 18: 运输费用与同行业占比.....	13
图 19: 2023 年巴比、绝味、蜜雪冰城单店盈利模型.....	13
图 20: 加盟店投资费用估算.....	14
图 21: 巴比食品赋能外卖运营能力.....	14
图 22: 巴比食品新品“锁鲜装”.....	14
图 23: 巴比食品加盟流程.....	15
图 24: 巴比食品新店选址要求.....	15
图 25: 巴比食品管理制度.....	15
图 26: 巴比食品数字化系统.....	16
图 27: 巴比食品数字化供应流程.....	16
图 28: 巴比上海门店开店空间测算（已有门店数量为 2023 年 11 月窄门餐眼数据，预计数据 为截至 2028 年）.....	17
图 29: 巴比全国地区门店测算假设（假设到 2028 年可达到的门店密度数据）.....	18
图 30: 巴比其他地区门店扩张测算（已有门店数量为 2023 年 11 月窄门餐眼数据）.....	19
图 31: 好礼客收购.....	20
图 32: 好礼客收购估值条件.....	20
图 33: 中国团餐市场规模（单位：万亿元）.....	21
图 34: 巴比团餐营收（单位：万元）.....	21
图 35: 巴比团餐收入占比比（单位：%）.....	21
图 36: 巴比食品主要业务收入拆分预测.....	22
表 1: 国内主要包子早餐连锁品牌梳理（截止 2023 年 12 月 21 日）.....	10
表 2: 早餐连锁、烘焙店连锁、零食店连锁单店模型对比（2023 年）.....	11
表 3: 可比公司估值对比（估值日 2023/12/22）.....	23

## 1. 巴比食品：中式面点领军企业，连锁经营全面开花

**深耕中式面点，持续扩大影响力。**巴比食品是一家以面点类、馅料类、外部采购类为主要产品，专业从事中式面点速冻食品的研发、生产与销售的食品制造企业。通过“工业化生产，全冷链配送，直营、加盟、团体供餐为一体”的经营模式，公司形成遍布上海、北京、深圳、广州等全国众多城市的门店网络，涵盖 16 家直营门店、4603 家加盟店。

### 1.1. 数年努力铸造“中国包子第一股”

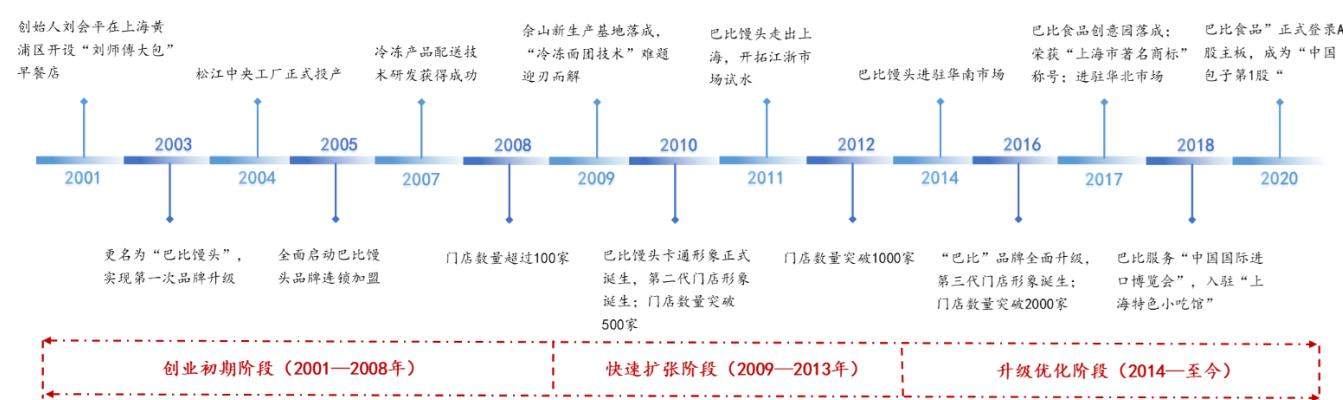
巴比食品自成立以来，一直稳步发展，经历了创业初期、快速扩张、升级优化三个发展阶段：

**(1) 创业初期阶段（2001—2008 年）：**公司发展初现雏形。2001 年创始人刘会平在上海黄浦区开设“刘师傅大包”早餐店，并于 2003 年正式更名为“巴比馒头”，实现第一次品牌升级。2004 年松江中央工厂正式投产，2005 年全面启动巴比馒头品牌连锁加盟，2007 年冷冻产品配送技术研发获得成功。至 2008 年门店数量超过 100 家。

**(2) 快速扩张阶段（2009—2013 年）：**规模化生产持续推进，门店数量急剧扩张，巴比发展势头凶猛。2009 年余山新生产基地落成，“冷冻面团技术”难题迎刃而解。2010 年巴比馒头卡通形象正式诞生，第二代门店形象升级，同年，门店数量突破 500 家。2011 年巴比馒头走出上海，开拓江浙市场试水。至 2012 年门店数量突破 1000 家。

**(3) 升级优化阶段（2014—至今）：**注重品牌形象，持续开拓新市场，巴比脚步不停。2014 年巴比馒头进驻华南市场。2016 年“巴比”品牌全面升级，第三代门店形象诞生，年底门店数量突破 2000 家。2017 巴比食品创意园落成，荣获“上海市著名商标”称号，同年成功进驻华北市场。2018 年巴比服务“中国国际进口博览会”，入驻“上海特色小吃馆”。2020 年“巴比食品”正式登录 A 股主板，成为“中国包子第 1 股”。

图1：巴比食品发展历程



数据来源：公司官网、公司招股说明书、公司年报、餐饮老板内参公众号、搜狐财经新闻、新浪财经、澎湃新闻、36氪新闻等、东吴证券研究所

## 1.2. 高管团队经验丰富，股权稳定集中，员工激励到位

公司高管团队拥有丰富的从业经验，分工明确，能力突出。创始人刘会平出生于“中国面点师之乡”的安徽省江镇，十几岁开始学做面点，20岁只身去上海创业，短短几年大获成功。怀揣着“洋快餐能卖到全球，中国的包子也一定能卖遍世界”的坚定信念，刘会平持续聚焦中式面点二十余载，经验极其丰富。副总经理李俊曾任上海元祖梦果子股份有限公司上海生产中心厂长，2017年7月起任职于本公司。

图2：巴比食品核心高管介绍

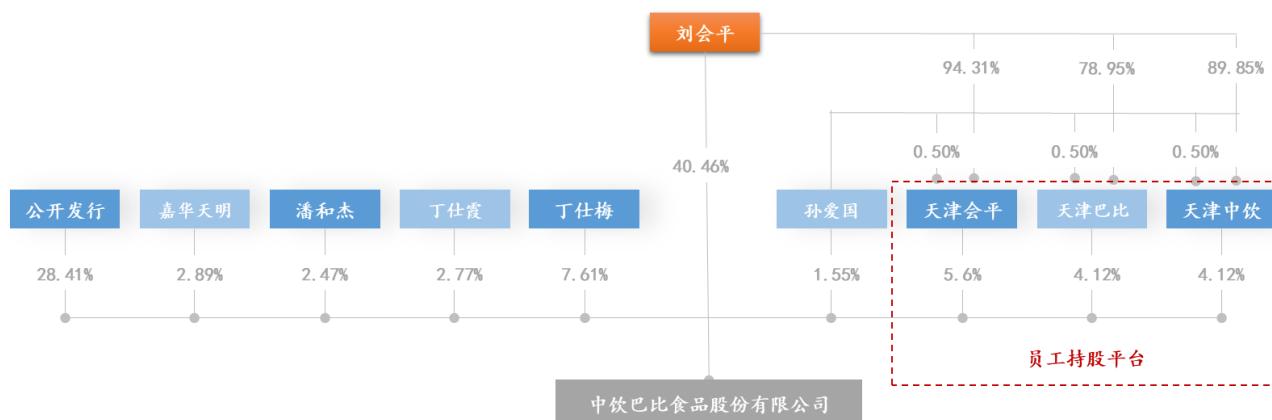
姓名	职务	性别	学历	出生年份	个人简历	22年薪酬 (万元)	22年末持股数 (万股)
刘会平	董事长、总经理	男	初中	1977	巴比食品创始人，2003年设立“巴比馒头”品牌，2010年7月创立中饮巴比食品股份有限公司。	39.23	10119.33
李俊	副总经理	男	硕士	1973	曾任上海元祖梦果子股份有限公司上海生产中心厂长。2017年7月起，任职于本公司；2019年12月起，担任公司副总经理。	82.30	3.00
孙爱国	副总经理	男	本科	1979	在人力资源管理方面履历丰富，曾先后任安徽新长江投资有限公司、上海诚丰凯腾石油化工有限公司等多家公司的人力资源经理、人事行政总监。2013年10月起，任职于本公司。	74.46	64.88
苏爽	财务总监，董事会秘书	男	本科	1980	高级会计师，中国注册会计师。曾就职于安徽华普会计师事务所、东来涂料技术(上海)股份有限公司等公司。2021年7月起，任职于本公司。	74.06	3.50

数据来源：Wind、东吴证券研究所

公司实际控制人为刘会平、丁仕梅夫妇，股权结构较为集中。截止 2023Q3，创始人刘会平直接持股比例为 40.46%，其配偶丁仕梅直接持股比例为 7.61%，刘会平、丁仕梅夫妇合计直接持股比例为 48.07%。同时，刘会平通过天津会平、天津巴比、天津中饮间接对公司持股。刘会平、丁仕梅夫妇系公司实际控制人。

员工持股平台激励效果明显。公司于 2015 年设立天津会平、天津巴比、天津中饮三大员工持股平台，持股比例分别为 5.6%、4.12%、4.12%，覆盖公司众多中高层员工，有效激发员工的工作积极性。

图3：巴比食品股权结构（截止 2023Q3）



数据来源：Wind、公司公告、招股说明书、东吴证券研究所

**积极推行股权激励，深度释放员工活力。**公司于 2023 年对公司中高管理层推行限制性股票激励，惠及 3 名高管，116 名中层管理人员及核心技术（业务）骨干，构筑利益共同体，进一步调动员工积极性和创造性。

图4：公司 2022 年限制性股票激励计划

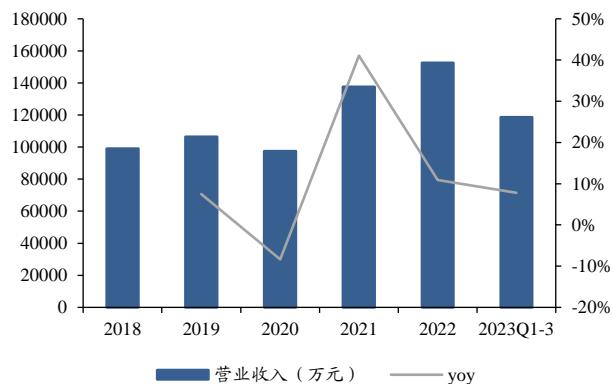
股权激励对象	获授的限制性股票数量（万股）	占本激励计划授予限制性股票总数的比例	激励方案说明
李俊：董事	3.000	1.30%	(1) 限制性股票的授予价格为 15.51 元/股。 (2) 由于 10 名激励对象合计放弃拟向其授予的限制性股票 9.55 万股，公司限制性股票激励计划首次授予的激励对象人数由 123 名调整为 119 名，首次授予的限制性股票数量由 220.925 万股调整为 211.375 万股。 (3) 考核目标 第一个解除限售期：2023，目标值 (Am) 16%，触发值 (An) 12%，目标值 (Bm) 16%，触发值 (Bn) 12%。第二个解除限售期：2024，目标值 (Am) 32%，触发值 (An) 24%，目标值 (Bm) 32%，触发值 (Bn) 24%，第三个解除限售期：2025，目标值 (Am) 48%，触发值 (An) 36%，目标值 (Bm) 48%，触发值 (Bn) 36%。
苏爽：董事、董事会秘书、财务总监	3.500	1.51%	
章永许：董事	2.625	1.13%	
中层管理人员及核心技术（业务）骨干（116人）	202.250	87.41%	
预留	20.000	8.64%	
合计	231.375	100.00%	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 1.3. 盈利水平略有波动，门店数量一路走高

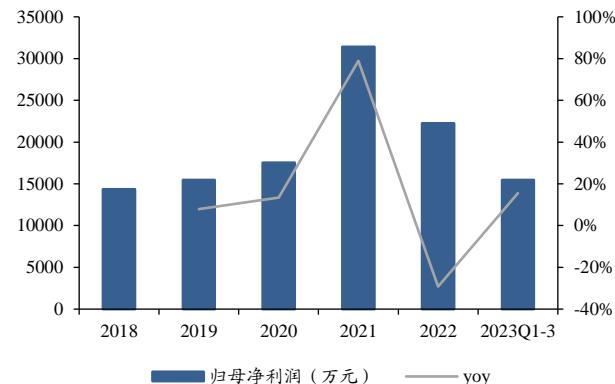
**营业收入稳步增长，归母净利润较为稳健，净利率位居高位波动。**2018—2022 年，公司营业收入从 9.90 亿元增至 15.25 亿元，CAGR 达到 11.40%，2023 年前三季度 11.86 亿元，同比增长 7.78%。除去受疫情影响在 2020 年增速有所下降外，其余年份营收稳步增长。公司归母净利润同样呈现良好态势，刨除 2022 年因持有的东鹏饮料股份公允价值收益减少所致的归母净利润增速下滑外，增长较为稳健。2023 年前三季度实现扣非净利润 1.22 亿元，同比-11.3%，主因公司南京工厂投产，23Q1 产能利用率较低所致，Q2 扣非净利率已经恢复至正常水平。

图5：巴比食品营业收入及 yoy



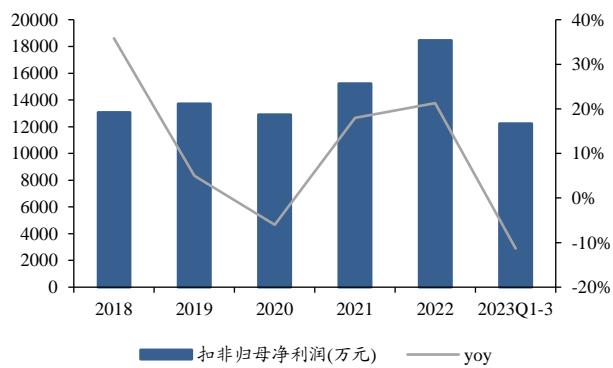
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图6：巴比食品归母净利润及 yoy



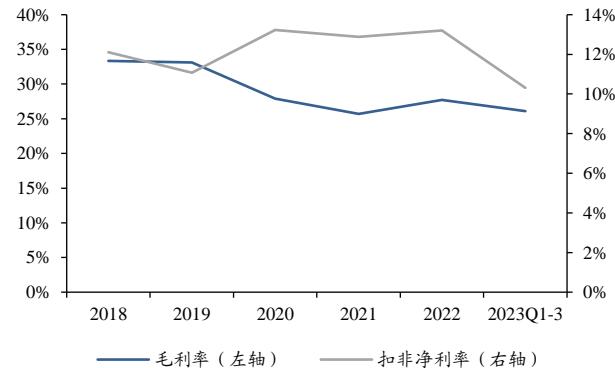
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图7：巴比食品扣非归母净利润及 yoy



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图8：巴比食品毛利率与扣非净利率



数据来源：Wind、东吴证券研究所

公司三大产品线布局全面，营收分布较为均匀，面点类产品略占上风。巴比食品三大产品线分别为面点类、馅料类和外部采购类，覆盖早餐群体的大部分需要，营收占比较为均匀。其中，馅料类产品营收占比始终保持在 20%以上，面点类产品在近年来更受青睐，截至 2023H1，其营收占比达到 40.31%。

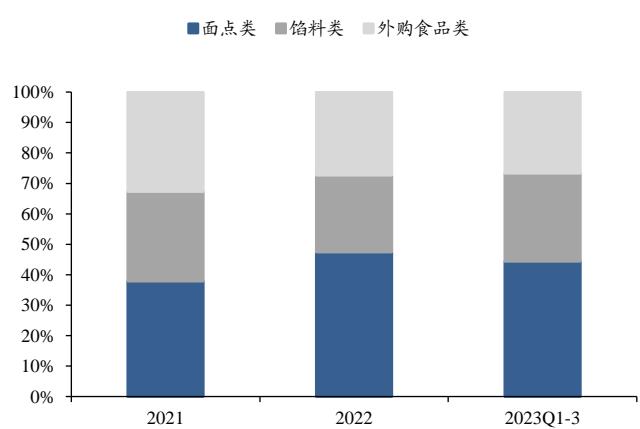
图9：巴比食品主要产品矩阵

面点系列：包子类				面点系列：馒头、粗粮点心类				馅料系列产品				外部采购系列产品			
<small>鲜肉大肉包</small>	<small>鲜肉烧麦</small>	<small>小笼烧麦</small>	<small>蛋黄烧麦</small>	<small>刀切馒头</small>	<small>葱油花卷</small>	<small>红糖馒头</small>	<small>南瓜馒头</small>	<small>鲜肉灌汤包</small>	<small>豆沙灌汤包</small>	<small>腊味灌汤包</small>	<small>蛋黄灌汤包</small>	<small>豆浆</small>	<small>豆奶</small>	<small>酸奶</small>	<small>酸牛奶</small>
<small>鲜肉烧麦</small>	<small>鲜肉烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>蛋黄烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆浆</small>	<small>豆浆</small>	<small>豆浆</small>	<small>豆浆</small>
<small>蛋黄烧麦</small>	<small>蛋黄烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆沙烧麦</small>	<small>豆浆</small>	<small>豆浆</small>	<small>豆浆</small>	<small>豆浆</small>						

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

毛利率对猪肉价格敏感，猪肉锁价助推毛利率增长。近年来，猪肉价格持续走低，受益于猪肉成本下行，以 2019 年原材料采购占比和 2022 年营收状况为基准进行测算，当猪肉价格下降 1% 时，公司毛利率提升 0.11pct。

图10：巴比食品按产品划分营收收入



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图11：原材料中猪肉价格变动的敏感性分析

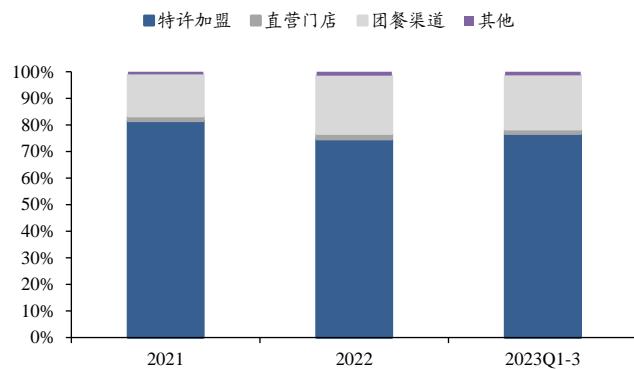
猪肉价格变动幅度	毛利率变动幅度
-10%	1.09%
-5%	0.54%
-1%	0.11%
1%	-0.11%
5%	-0.55%
10%	-1.09%
<b>2022年毛利率</b>	
<b>2022年原材料金额（万元）</b>	
食品类直接材料	73499
包装物及辅料直接材料	5341
<b>2019年猪肉占原材料采购总额比例</b>	
21.06%	

数据来源：招股说明书、公司公告、东吴证券研究所

公司采用“连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅”的销售模式。特许加盟营业收入占比持续超过 7 成，2021 年占比达 81.50%，2022 年占比达 74.63%。团餐渠道营业收入占比次之，并逐年增长，从 2021 年的 15.61% 上涨至 2022 年的 21.75%。直营门店营业收入占比较少，在一成左右。

加盟店开店加速，华东地区布局突出。2019-2022 年，公司加盟店数量分别为 2915 家、3089 家、3461 家、4473 家，2020-2022 年分别净增长 174 家、372 家、1012 家，增长速度持续加快。其中，华东地区门店增速最快，华南地区次之，其次分别为华北、华中地区。

图12：巴比食品按渠道划分营收收入



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图13：加盟门店、直营门店数量及变动

	2019	2020	2021	2022
加盟门店数量及变动(家)	期末	2915	3089	3461
	增加	607	515	716
	减少	333	341	344
直营门店数量及变动(家)	期末	16	17	19
	增加	2	3	4
	减少	1	2	2

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图14：加盟门店区域分布（单位：家）

	2019	2020	2021	2022
华东	期末	2589	2735	2950
	增加	397	356	446
	减少	239	210	231
华南	期末	245	269	370
	增加	117	93	165
	减少	63	69	64
华北	期末	81	85	141
	增加	93	66	105
	减少	31	62	49
华中	期末			711
	增加			836
	减少			82

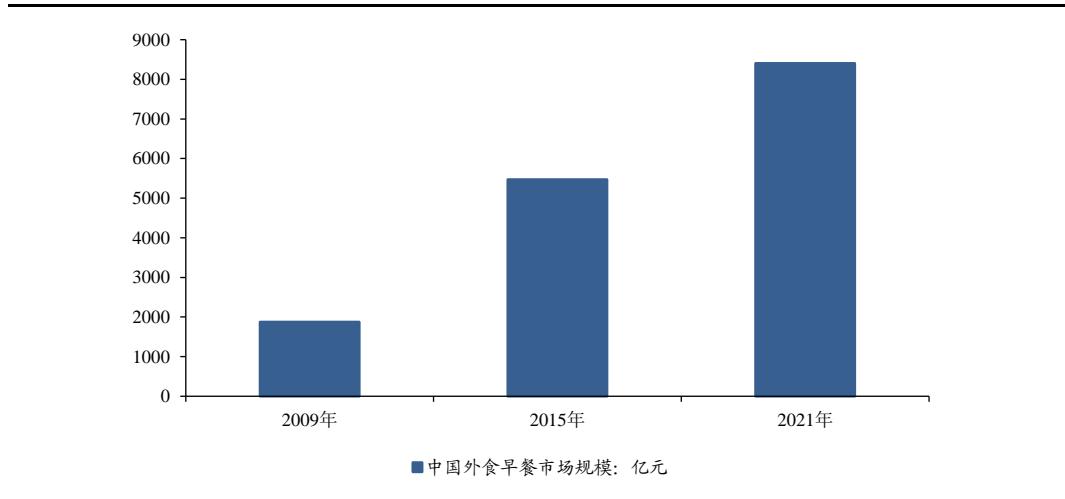
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 2. 行业：早餐行业连锁化发展、供需两端共同驱动

### 2.1. 早餐行业：大市场广阔空间、小玩家地域割据

早餐为刚需消费，外食早餐市场规模超 8000 亿元，保持稳定增长。早餐行业作为刚需，其市场规模大且增速高，早餐行业仍处于快速扩容阶段，据英敏特数据显示，2019 年我国早餐市场规模达 1.8 万亿元，预计 2025 年早餐市场规模将达到 2.6 万亿元。在细分外食早餐市场方面，在消费的升级和快节奏生活方式的转变下，其市场规模接近万亿，且保持稳定增长，据英敏特报道，我国消费者早餐食品总消费从 2015 年的 1.33 万亿元增长至 2021 年的 1.95 万亿元，2016-2021 年 CAGR 达 6.4%，而其中外食早餐市场销售额从 2015 年的 5472 亿元增长至 2021 年突破 8400 亿元，2016-2021 年 CAGR 达 7.4%。.

图15：中国外食早餐市场规模



数据来源：英敏特《早餐，中国》报告、东吴证券研究所

**早餐连锁竞争激烈，品牌地域格局分散，行业集中度提升空间大。**据央广网，截至2023年12月我国早餐市场个体经营占比超90%，加盟品牌不足5%，其中龙头品牌有巴比、和善园、三津汤包、早阳、青露、包客里等，品牌众多，竞争激烈，基于南北方饮食习惯和生活习惯的差异，大部分品牌分布于南方。而由于不同地区口味差异大，早餐连锁品牌的地域性较为明显，因此市场格局分散，大多集中于某城市或省份附近。而目前全国化布局较为领先的为巴比馒头与和善园，其中，巴比已布局超过4000家门店，并打开华东、华南、华北、华中多地区的市场。而由于行业普遍全国化布局率较低，在行业集中度、市占率上仍有很大的拓展空间。

表1：国内主要包子早餐连锁品牌梳理（截止 2023 年 12 月 21 日）

品牌	主要分布区域	创立时间	门店数量: 家	人均: 元
巴比	上海，覆盖华东、华南、华北	2003年，上海	4970 (截至 Q3 报表)	6.16
三津汤包	珠三角	2014年，深圳	2135	6.13
早阳	上海，覆盖长三角、珠三角、华中、华北	2010年，上海	1353	5.47
和善园	长三角，覆盖全国七省一市	2005年，南京	1148	5.37
老台门	华北、浙江、广西	2007年，绍兴	1539	8.14
沈老头	东北区域	2014年，哈尔滨	779	11.6
蜀食一家五 馅包	四川省及周边省份为主	2015年，成都	531	8.37
东坡肉包	东北区域为主	2014年，济南	435	10.09
青露	南京，覆盖江浙沪、安徽	2009年，南京	424	5.77
包客里	杭州	2012年，杭州	231	6.25
包子叔叔	宁波	2016年，宁波	220	5.57
庆丰	北京	北京老字号，2005年开始 连锁加盟扩张	199	23.71

数据来源：公司公告、窄门餐眼公众号、东吴证券研究所 注：窄门餐眼数据可能比报表数据有一定之后

## 2.2. 生意特点：刚性需求，标准化程度低

### 2.2.1 供给端：苦生意带店率不高，企业管理难度大

**早餐生意较为辛苦，营业时间长，部分产品需要现场制作。**早餐店一般从早上 5:00 开始营业，一直开到晚上 20:00，由于很多品类需要现包现蒸，标准化程度相对不高，员工需要提前达到准备和制作，面点师傅一般凌晨 2、3 点就需要到店制作，是较为辛苦的生意。

**初始投资少，回收快。**相比于卤味和奶茶连锁行业，早餐连锁的初始投资额较低，大约在 12-20 万不等，是小本生意，投资回收期也较短，资金层面上加盟门槛较低。

**加盟商带店率低，企业管理难度大。**相比于卤味、奶茶等品类的连锁店，早餐连锁加盟商的带店率较低，约为 1.12 家，规模较小。同时单个加盟商带店率低，对于企业的管理难度也构成了一定挑战，容易引发激烈竞争。

表2：早餐连锁、烘焙店连锁、零食店连锁单店模型对比（2023年）

	早餐连锁（巴比）	卤味连锁（绝味）	奶茶连锁（蜜雪冰城）
人员数量	2	2	4
营业时间	5:00-20:00	10:00-22:00	10:00-21:30
是否需要现场制作	制作+销售	销售	制作+销售
直营店数量	16	181	37
加盟店数量（2022）	4473	15000	21582
加盟商数量	4000	3000	10000
平均单个加盟商带店数	1.1	5	2.2
平均单店日销售额（元/天）	3404	2083	3565
初始投资金额（万元）	19	15	27
平均投资回收期（月）	9.28	22.81	20.03

数据来源：草根调研、东吴证券研究所

### 2.2.2 需求端：早餐刚需不宜密，方便快捷是痛点

**早餐消费为刚性需求，门店覆盖范围有限，设点密集影响单店销量。**早餐作为主食类刚需消费，与卤制品不同，消费量有限。因此同一写字楼或街道内不同品牌的店铺过密布局会导致竞争更为激烈，相互分流、挤压明显，影响单店的销量与业绩。同一品牌店铺在一个区域内合理加密则有利于品牌提高知名度。

**方便快捷是痛点，开店选址紧贴消费群体。**消费者对于早餐的第一需求是方便快捷，单店辐射半径有限，因此早餐店的门店选址要紧贴消费群体，人们通常会在住处或办公地附近购买餐点，围绕着社区、办公楼、学校、通勤口抢占有利位置对于门店盈利很重

要，对于品牌也有着有利的曝光效应。

### 3. 核心竞争力：供应链与管理护航，打造高效模型

#### 3.1. 供应链布局完善，规模效应未来可以体现

公司夯实产能基础，匹配供需曲线，确保生产规模经济。2022年，公司在原有三大中央工厂的基础上，启用了南京中央工厂，更好地辐射华东地区的门店业务。同年，投资建设东莞工厂和武汉智能制造中心，进行产能布局，以提升华南地区和华中地区的产能交付能力。预计东莞工厂2023年底投产。随着公司各地产能陆续释放，产品配送范围有效延伸，有利于缓解产能瓶颈，支撑公司业务的全国化拓展，进一步巩固公司的行业地位。

采用“中央工厂+门店网络配送”模式，降低成本。公司在中央工厂统一生产模式的基础上，与具备资质的第三方冷链物流公司签订长期合作协议，确保产品的高品质和标准化供应，为门店网络的快速扩张提供了可靠的保障。

图16：公司生产基地产能及产能利用率

区域	种类	2017		2018		2019		2020		2021		2022	
		产能(吨)	产能利用率	产能(吨)	产能利用率								
上海中央工厂	面点类	24507	107.61%	24507	122.10%	24507	136.05%	24507	122.19%	48251	91.62%	56459	92.28%
	馅料类	19250	119.72%	19250	127.43%	19250	134.01%	19250	117.55%	28875	101.20%	28875	93.51%
广州中央工厂	面点类	4112	62.82%	4112	60.90%	5764	51.43%	10720	20.75%	10720	27.45%	10720	27.54%
	馅料类	1610	89.88%	1610	105.30%	2448	80.28%	4963	34.99%	4963	47.41%	4963	51.89%
天津中央工厂	面点类					8200	-	8200	2.26%	8200	7.24%	8200	17.83%
	馅料类					3220	1.84%	3220	19.79%	3220	35.26%	3220	54.54%
南京中央工厂	面点类											18297	5.33%
	馅料类											22841	3.77%
武汉工厂	面点类											2400	27.02%
	馅料类											6416	44.51%
琥珀星辰工厂	粥羹类											15000	51.78%
	米制品类											800	41.15%

数据来源：公司公告、招股说明书、东吴证券研究所

公司聚焦门店拓展，门店网络密集布局。公司持续优化门店拓展政策，2022年巴比品牌门店新增数量实现1556家的历史性突破，2019-2022年加盟门店复合增长率超15%，华东以外区域门店数量也在不断扩展，全国化战略稳步推进。

密集布局能有效提高品牌认知。随着巴比门店的持续扩张，品牌可见度不断提高，带来消费者对品牌认知的提升，对品牌粘性的增强，以及消费意愿的拓展。

品牌跑出后，规模效应也将显现，运输费率下降。相较于2018年，2019年巴比的运输费用率有降低的趋势，主要原因是巴比全国化的布局和自有物流供应链极大程度降低了运输费率。对比同行业的绝味食品和安井食品，巴比在运输费用率方面还有极大的进步空间。

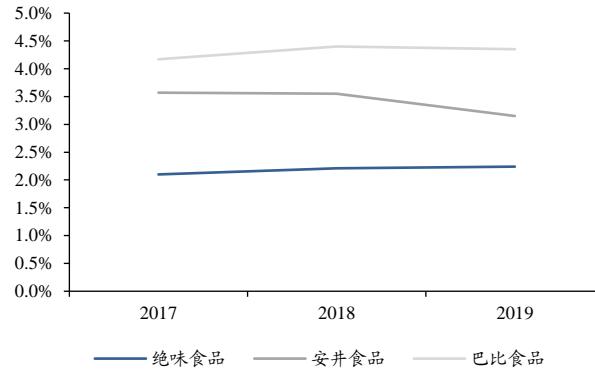
图17：公司门店分区域数量（单位：家）

	2019	2020	2021	2022
华东	期末	2589	2735	2950
	增加	397	356	446
	减少	239	210	231
华南	期末	245	269	370
	增加	117	93	165
	减少	63	69	64
华北	期末	81	85	141
	增加	93	66	105
	减少	31	62	49
华中	期末			711
	增加			836
	减少			82

注：2021 年启动华中区域品牌并购项目拓展巴比品牌门店，华中区域门店除包含巴比品牌门店外，还包括并购方式合并的“好礼客”“早宜点”品牌门店。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图18：运输费用与同行业占比



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

### 3.2. 单店模型稳定，可以持续扩店打开成长空间

**投入低、回本周期短、盈利能力强。**2023年上半年巴比食品一家加盟店平均投资额约为19万元，回款周期在9个月左右，相比奶茶行业，投入成本更低，回收更快。2023H1门店净利率水平约为20%，高于卤味行业和奶茶行业，具备较强的盈利能力。

图19：2023年巴比、绝味、蜜雪冰城单店盈利模型

	巴比食品	绝味食品	蜜雪冰城
客单价(元)	7.4	28.8	7.7
客流量(人)	460	72	463
日均营业额(元)	3404	2083	3565
月营业额(万元)	10.21	6.25	10.70
毛利率	50%	40%	50%
月毛利(万元)	5.11	2.50	5.35
人工成本(元/月)	8000	3500	2925
员工人数(人)	2	2	4
员工支出(万元/月)	1.6	0.70	1.17
租金成本(万元/月)	0.80	0.65	1.83
水电及其他摊销(万元/月)	0.66	0.50	1.00
加盟商净利润(万元/月)	2.05	0.66	1.35
净利润率	20.06%	10.52%	12.60%
初始投入(万元)	19	15	27
回收周期(月)	9.28	22.81	20.03

数据来源：窄门餐眼、草根调研、东吴证券研究所

图20：加盟店投资费用估算

费用项目	费用标准	说明
加盟费	1.58万	特许经营合同期限6年（第4-6年需缴纳品牌使用费）
保证金	3万	合同终止后根据特许经营合同相关条款予以退还
装修	4-6万	此项目与门店面积大小、门店所处区域相关
设备	3-5万	根据实际情况有所不同，部分设备加盟商可按公司标准自行购买
培训费	0.3万	一次性支付
其他费用	3-5万	其他固定费用，如不可退还的前期房租等
总投资额	约19万	不包括首期房租及转让费，根据实际情况有所不同

数据来源：公司官网、草根调研、东吴证券研究所

**冷冻面皮技术的成熟加强门店标准化，进一步降低加盟门槛，未来加速开店可期。**  
 公司在冷冻面皮技术上得以突破，门店只需醒发、包馅、复蒸即可销售，省去自购面粉、擀面和面等操作，提高单店标准化程度从而提高效率，降低经营门槛。我们认为这一方面能吸引更多没有经验的加盟商加盟巴比；另一方面，加盟商的带店率可得到提升。整体来看，成熟的冷冻面皮将带动巴比开店加速。

**拓展中晚餐消费场景，升级第四代门店带动单店提升。**公司第三代门店升级工程进入尾声，第四代门店升级进入落地优化阶段，并推出手工牛肉包、炒菜系列包等产品提高客单价。其次，公司持续推动拓展中晚餐消费场景，提高外卖业务的渗透率，显著提升试点门店的销售额。同时，公司为满足C端需求，持续丰富产品矩阵，锁鲜装横空出世。

图21：巴比食品赋能外卖运营能力



数据来源：美团外卖、东吴证券研究所

图22：巴比食品新品“锁鲜装”



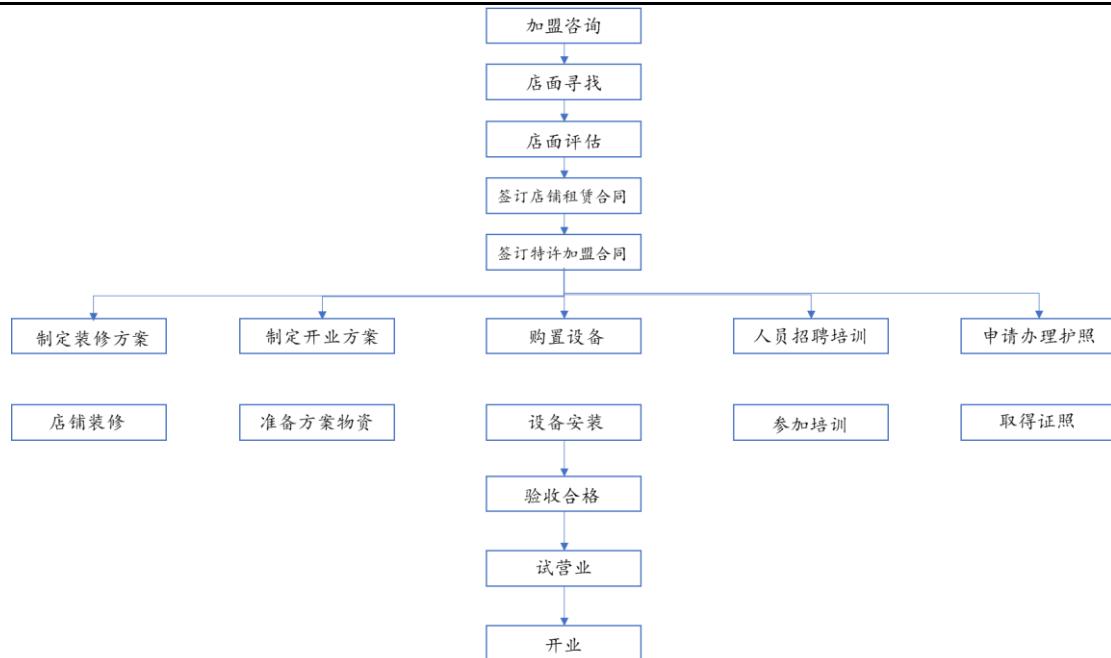
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

### 3.3. 管理体系较精细，信息化系统赋能高效运营

**公司拥有较为完备的加盟体系，在选址管理、销售管理等方面给予加盟商全方位支持。**在选址环节，从距离、消费情况等方面综合衡量门店位置。在销售环节，通过产品

质量安全追溯制度等制度最大限度地保证销售环节中的食品安全质量控制。

图23：巴比食品加盟流程



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

图24：巴比食品新店选址要求

新店选址条件		具体内容
距离	距离	距离公司配送中心半径 350 公里范围以内，满足配送条件
生产基地	生产基地	按照生产基地向周边城市辐射的原则开设门店
管理	管理	临近公司管理范围，或可以单独成立管理科室，对门店进行管理和服务
人口和经济	人口和经济	当地人口及经济能满足开设至少20家门店的要求
消费情况	消费情况	当地消费习惯、消费层次符合巴比产品和价格需求
区域	区域	选址以商业区、居民集中区、附近有医院、学校、公交车站、菜场等人流集中区域为主

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

图25：巴比食品管理制度

制度	内容
食品安全追溯制度	该制度使发行人能够追溯加工产品的生产日期、关键加工环节的执行情况、执行人、发货时间、发货人、原材料和包装物料的供应商等信息。
加盟商管理制度	根据协议加盟商经营所需的产品，由公司或公司指定的第三方统一供应及配送；根据报单系统，核查公司报单是否存在异常
门店管理制度	公司制定完整的门店管理制度，确保了门店操作标准化
门店监督机制	公司构建门店监督机制，门店监督管理人员定期或不定期到门店巡查。同时，公司设稽核部门，对门店进行不定期的抽查，对巡视督导人员的工作进行监督。
产品反馈机制	公司设立了客服中心。加盟商、顾客对产品或其他门店相关问题可致电公司客服中心，保障终端产品及服务问题得到及时反馈。

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

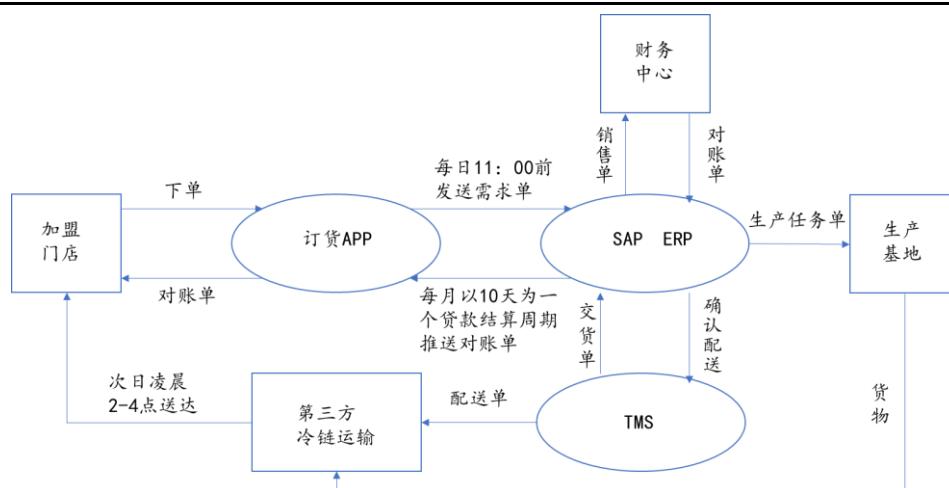
公司借力 SAP 系统实现信息赋能，提升效率。公司通过订货 APP 系统、SAP 系统、POS 系统、TMS 系统及门店监控等现代电子化信息管理系统，在门店监督、物流配送、交易结算等方面提供强力支持，直接实现数字化供应，极大地提升效率。

图26：巴比食品数字化系统

制度	内容
食品安全追溯制度	该制度使发行人能够追溯加工产品的生产日期、关键加工环节的执行情况、执行人、发货时间、发货人、原材料和包装物料的供应商等信息。
加盟商管理制度	根据协议加盟商经营所需的产品，由公司或公司指定的第三方统一供应及配送；根据报单系统，核查公司报单是否存在异常
门店管理制度	公司制定完整的门店管理制度，确保了门店操作标准化
门店监督机制	公司构建门店监督机制，门店监督管理人员定期或不定期到门店巡查。同时，公司设稽核部门，对门店进行不定期的抽查，对巡视督导人员的工作进行监督。
产品反馈机制	公司设立了客服中心。加盟商、顾客对产品或其他门店相关问题可致电公司客服中心，保障终端产品及服务问题得到及时反馈。

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

图27：巴比食品数字化供应流程



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

## 4. 未来增长：2C 门店持续拓展、团餐市场机遇良多

### 4.1. 门店加速扩张可期

#### 4.1.1. 已开放加盟区域内剑指万店

巴比饮食主要的销售渠道是加盟连锁店为主，我们测算巴比拥有万店空间。我们根据每万人拥有店铺进行测算，预计巴比在以开放加盟区域内拥有万店空间（暂不考虑今年新开放加盟的湖南、安徽省），在现有门店数量上仍有翻倍开店空间。

巴比在上海的店面拓展潜力仍旧是巴比未来业绩增长的核心。上海开店空间预测以松江区的每万人拥有门店为基准数值，对上海市的地域店铺密度以及门店人口密度进行汇总测算。我们测算 2023-2028 年，巴比在上海开店数量可达到 1718 家，新开店空间 621 家。

图28：巴比上海门店开店空间测算（已有门店数量为2023年11月窄门餐眼数据，预计数据为截至2028年）

城市等级	人口数量 (万人)	区域面积 (km <sup>2</sup> )	门店数量	人口密度 (人/km <sup>2</sup> )	门店人口密度 (店/万人)	预计密度 (店/万人)	预计门店总数	新增
上海 一线								
黄浦区	58.21	20.52	13	28,451	0.22	0.69	40	27
徐汇区	111.48	54.93	33	20,358	0.30	0.69	77	44
长宁区	69.57	38.00	25	18,164	0.36	0.69	48	23
静安区	96.60	37.18	23	26,193	0.24	0.69	67	44
普陀区	124.36	55.53	35	22,681	0.28	0.69	86	51
虹口区	71.48	23.48	18	30,443	0.25	0.69	49	31
杨浦区	123.05	60.61	36	20,262	0.29	0.69	85	49
闵行区	267.32	372.56	120	7,210	0.45	0.69	184	64
宝山区	225.01	365.30	80	8,303	0.36	0.69	155	75
浦东新区	576.77	1,210.00	264	4,765	0.46	0.69	398	134
嘉定区	185.48	463.16	108	3,996	0.58	0.69	128	20
松江区	193.88	604.64	133	3,201	0.69	0.69	134	1
青浦区	129.27	668.54	63	1,929	0.49	0.69	89	26
奉贤区	114.71	733.38	72	1,669	0.63	0.69	79	7
金山区	81.52	586.05	34	1,391	0.42	0.69	56	22
崇明区	60.73	1,413.00	40	512	0.66	0.69	42	2
总计	2,489.44	6,706.88	1097	3,926	0.44	0.69	1718	621

数据来源：上海统计局、maigoo、百度百科、窄门餐眼、东吴证券研究所

对于其他区域的门店测算，我们考虑了以下三点因素：

**(1) 门店所在城市等级：**门店在一、二线城市中的开设将会更加集中，主要是人口以及大城市对于年轻人就业吸引力足够大；而二三线城市规模相对较小，生活节奏相对缓慢；对于三线及以下的城市，我们对于巴比门店的密度测算保持较为谨慎的观点。另外，巴比的开店计划主要集中在大城市中，所以对于门店开设我们看好巴比未来在一、二线乃至三线城市的门店扩张。

**(2) 当地消费习惯：**巴比起源于华东地区，主打的包子口味更接近华东地区人民，江浙沪地区的人民普遍对巴比的产品接受度更高，因此，巴比在其他地区，特别是华北地区开店的数量不高也是由于产品并不能够完全契合当地人的饮食习惯，因此巴比在北京、广州等地扩张店铺的密度将会相对上海下调。

**(3) 当地包子品牌的竞争程度：**对于巴比来说，考虑到华南、华中地区已经存在本地龙头品牌的情况下，想要在当地获得与在上海相同的市场份额难度将会增加，因此我们会降低这些地区的门店密度测算。但对于武汉一个比较特殊的城市，由于巴比在去年完成对好礼客的收购（详见下节），巴比在武汉的增长我们预计与苏州相近。

图29：巴比全国地区门店测算假设（假设到2028年可达到的门店密度数据）

未来门店密度假设		
	假设条件	门店密度 (店/万人)
1	上海地区以松江为benchmark，全区密度一致	0.69
2	新一线城市，考虑到人口规模因素门店密度为上海的0.8倍	0.55
3	二线城市，受限于人口和地区竞争影响，预计密度为上海的0.4倍	0.31
4	三线城市，受限于人口和地区，参考当前无锡门店密度	0.12
5	三线以下城市，未来门店密度为三线城市的0.5倍	0.06

◆ 北京、南京、广州较为特殊，当地竞争力较为激烈，或当地消费习惯不同，故下调门店密度。

数据来源：maigoo、城市商业魅力排行榜、东吴证券研究所

我们预计未来5-10年内除上海之外的地区的开店空间超过5500家。以江浙地区为核心，华南、华中地区深入的模式依旧会为巴比带来较大的门店数量增长，在上海门店达到一定饱和的程度下，未来华南、华中地区增加也将会成为巴比扩大收入的新的助力。

图30：巴比其他地区门店扩张测算（已有门店数量为2023年11月窄门餐眼数据）

城市等级		人口数量 (万人)	区域面积 (km <sup>2</sup> )	门店数量	人口密度 (人/km <sup>2</sup> )	门店人口密度 (店/万人)	测算密度 (店/万人)	测算门店总数	新增
<b>江苏</b>									
南京	新一线	942.34	6,587.02	14	1,431	0.01	0.31	292	278
苏州	新一线	1,284.78	8,657.32	467	1,484	0.36	0.55	707	240
无锡	二线	747.95	4,627.46	93	1,616	0.12	0.31	232	139
徐州	二线	902.85	11,765.00	1	767	0.00	0.06	54	53
常州	二线	534.96	4,385.00	97	1,220	0.18	0.31	166	69
南通	二线	773.30	8,001.00	132	967	0.17	0.31	240	108
其他	三线及以下	3,319.22	59,439.21	119	396	0.02	0.12	398	279
<b>总计</b>		<b>8,505.40</b>	<b>103,372.01</b>	<b>994</b>	<b>823</b>	<b>0.12</b>	<b>0.25</b>	<b>2,089</b>	<b>1,166</b>
<b>浙江</b>									
杭州	新一线	1,237.60	16,850.00	389	734	0.31	0.55	681	292
宁波	新一线	961.80	9,816.00	171	980	0.18	0.31	298	127
温州	二线	967.90	12,110.00	6	799	0.01	0.12	116	110
嘉兴	二线	555.10	3,915.00	27	1,418	0.05	0.12	67	40
绍兴	二线	535.30	8,274.79	28	647	0.05	0.12	64	36
金华	二线	712.70	10,942.00	19	651	0.03	0.12	86	67
台州	二线	667.80	9,411.00	46	710	0.07	0.12	80	34
其他	三线及以下	938.80	54,164.00	32	173	0.03	0.12	113	81
<b>总计</b>		<b>6,577.00</b>	<b>125,482.79</b>	<b>830</b>	<b>524</b>	<b>0.13</b>	<b>0.23</b>	<b>1,504</b>	<b>786</b>
<b>广东</b>									
广州	一线	1,873.41	7,434.40	86	2,520	0.05	0.31	581	495
深圳	一线	1,766.18	1,997.47	146	8,842	0.08	0.55	971	825
东莞	新一线	1,043.70	2,542.67	22	4,105	0.02	0.31	324	302
珠海	二线	247.72	1,725.00	16	1,436	0.06	0.12	30	14
佛山	二线	955.23	3,797.72	25	2,515	0.03	0.12	115	90
惠州	二线	605.02	11,347.00	31	533	0.05	0.12	73	42
中山	二线	443.11	1,783.67	4	2,484	0.01	0.12	53	49
其他	三线及以下	5,722.43	134,119.13	1	427	0.00	0.06	343	342
<b>总计</b>		<b>12,656.80</b>	<b>164,747.06</b>	<b>331</b>	<b>768</b>	<b>0.03</b>	<b>0.20</b>	<b>2,489</b>	<b>2,158</b>
<b>湖北</b>									
武汉	新一线	1,373.90	8,569.15	191	1,603	0.14	0.31	426	235
其他	三线及以下	4,470.10	177,454.69	64	252	0.01	0.06	268	204
<b>总计</b>		<b>5,844.00</b>	<b>186,023.84</b>	<b>255</b>	<b>314</b>	<b>0.04</b>	<b>0.12</b>	<b>694</b>	<b>439</b>
<b>湖南</b>									
长沙	新一线	1,004.79	11,819.00	5	850	0.00	0.31	311	306
其他	三线及以下	5,639.68	200,219.00		282	0.00	0.06	338	338
<b>总计</b>		<b>6,644.47</b>	<b>212,038.00</b>	<b>5</b>	<b>314</b>	<b>0.04</b>	<b>0.10</b>	<b>650</b>	<b>645</b>
<b>北京</b>									
北京	一线								
东城		70.40	41.84	8	16,826	0.11	0.31	22	14
西城		110.00	50.70	11	21,696	0.10	0.31	34	23
朝阳		344.20	470.80	45	7,311	0.13	0.31	107	62
石景山		56.30	85.74			0.31		17	17
丰台		201.20	306.00	14	6,575	0.07	0.31	62	48
海淀		312.40	431.00	23	7,248	0.07	0.31	97	74
顺义		132.50	1,021.00	4	1,298	0.03	0.31	41	37
通州		184.30	906.00	6	2,034	0.03	0.31	57	51
大兴		181.60	1,036.33	4	1,752	0.02	0.31	56	52
房山		131.10	2,019.00	5	649	0.04	0.31	41	36
门头沟		39.60	1,447.85			0.31		12	12
昌平		226.70	1,343.50	15	1,687	0.07	0.31	70	55
平谷		45.60	948.24			0.31		14	14
密云		52.60	2,229.45	1	236	0.02	0.31	16	15
怀柔		43.90	2,122.80			0.31		14	14
延庆		34.40	1,944.88			0.31		11	11
<b>总计</b>		<b>2,166.80</b>	<b>16,405.13</b>	<b>136</b>	<b>1,321</b>	<b>0.06</b>	<b>0.31</b>	<b>672</b>	<b>536</b>

数据来源：窄门餐眼、百度百科、maigoo、城市商业魅力排行榜、东吴证券研究所

#### 4.1.2. 外延并购助力突破外埠市场

**外延并购再助力突破外埠市场。**早餐行业竞争激烈，全国各地存在小品牌连锁，巴比通过收购当地品牌拓展自己的外延市场，可以节省进入新市场所需的宣传成本和打造品牌力所需要的时间。2021年巴比完成对武汉当地早餐品牌好礼客的收购，当地门店数量快速增长，收购和新增店面达到836家，截至2022年末，巴比在华中地区的门店数量达到711家。通过收购，巴比完成了在华中地区的门店数量的快速增加，快速推进华中市场的业务，为铺张全国市场提供了更多的砝码。

图31：好礼客收购

	2021	2022
营收（万元）	5107.17	-
门店数量	461	553
按照本协议约定的条件受让目标公司70%的股权(对应420万元注册资本);或者甲方受让目标公司不低于20%的股权，并通过甲方单方增资，实现甲方持有目标公司增资后不低于70%的股权。由甲方选择具体方式。		

数据源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

好礼客是武汉地区的知名包子早点品牌，2021年好礼客共计门店数量461家，营收5107.17万元；2022年门店数量增至553家。巴比此次收购充分发挥自身品牌供应链以及内部管理优势，好礼客则是当地较为知名的早餐品牌，两者结合，巴比门店在华中地区的发展将被看好。此外，巴比本次收购设立对赌条约，协议约定交易双方设立目标公司德祥中茂，在目标公司设立15的个月期限内，达到收购条件则由公司收购其70%的股权。

图32：好礼客收购估值条件

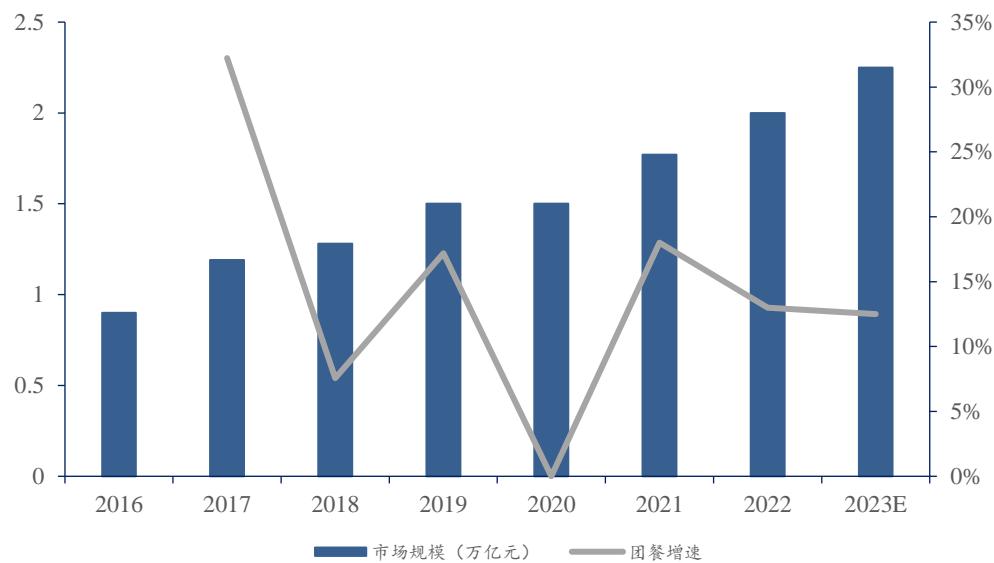
先决条件						
估值价值	加盟店数量	估值销售额		净利润	毛利率	其他
4000万元	巴比加盟店不 低于180家	总加盟店不少 于730家	销售额不低于 2000万	销售额不低于8300万	累积扣非净利润为 正	主要产品平均毛利率不 低于18% 即规范运营
3500万元	巴比加盟店不 低于150家	总加盟店不少 于680家	销售额不低于 1500万	销售额不低于7500万	累积扣非净利润为 正	主要产品平均毛利率不 低于16% 即规范运营
3000万元	巴比加盟店不 低于100家	总加盟店不少 于550家	无	销售额不低于6500万	累积扣非净利润为 正	主要产品平均毛利率不 低于16% 即规范运营
估值销售额*0.4	巴比加盟店不 低于50家	总加盟店不少 于400家	无	销售额不低于3300万	累积扣非净利润为 正	主要产品平均毛利率不 低于16% 即规范运营

数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

#### 4.2. 团餐市场：发展快速，格局分散，机遇良多

**团餐市场发展增速快，格局分散。**根据中国饭店协会数据显示，从2016年至2022年底，中国团餐市场规模已经从0.9万亿元增长到2万亿元，6年CAGR达到12.08%。随着市场经济的逐渐深入，团餐市场也在不断地市场化，进入一段稳定地持续地增长时期，未来几年预计团餐市场增速保持在10%以上。

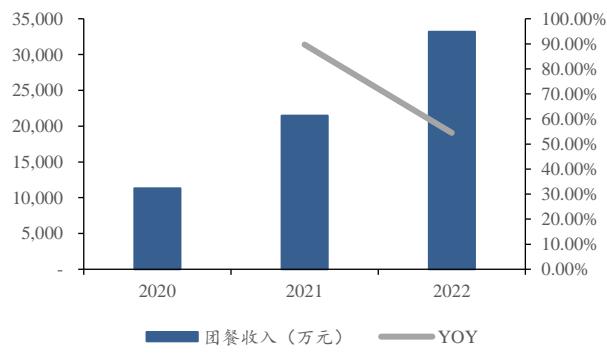
图33：中国团餐市场规模（单位：万亿元）



数据来源：中国餐饮协会、中国产业信息、智研咨询、东吴证券研究所

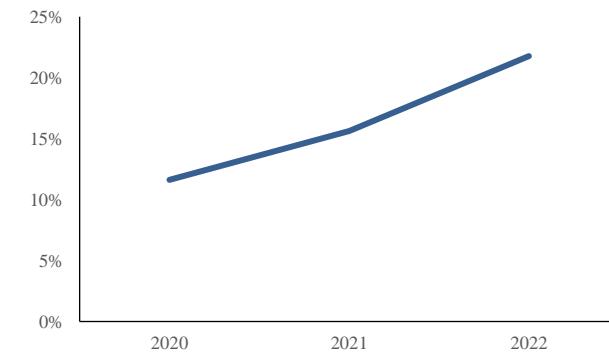
**巴比近年团餐表现亮眼，打开第二增长曲线。**1) 巴比的团餐业务主要分为 5 个板块，其中便利店、餐饮连锁和新零售高速增长。公司发力拓展便利连锁、餐饮连锁和新零售平台客户，通过丰富的销售网络展现公司多渠道触达客户的竞争优势，便利连锁、餐饮连锁和新零售平台三大新渠道在公司团餐业务营业收入的比重快速提升。2) 巴比的团餐业务 2022 年实现营收 3.3 亿元，2019-2022 年 CAGR43.1%，团餐收入占比从 2019 年 10.7% 提高 11.1pct 至 2022 年的 21.8%。团餐主要采购产品集中在馒头、包子等面点上，产品契合度较高，且公司在重点关注团餐业务增长，预计将团餐收入占比提升到 30% 以上，未来在团餐赛道上巴比将会获得更高的增长。

图34：巴比团餐营收（单位：万元）



数据来源：公司财报、东吴证券研究所

图35：巴比团餐收入占比比（单位：%）



数据来源：公司财报、东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入 16.35/18.85/22.10 亿元，同比增速

+7.2%/15.2%/17.3%，分拆业务如下：

- 1) **特许加盟**: 分华东及外埠市场看，巴比在华东区域开店速度逐渐下降；而随着更多区域的开放外埠市场将加速开店，我们预计特许加盟业务 2023-2025 年营业收入分别为 12.4/14.3/16.6 亿元，同比+9%/15%/17%。
- 2) **团餐业务**: 公司正发力 2B 团餐业务，去年因保供订单导致基数较高，我们预计团餐业务增速放缓，明后年随着新零售等渠道放量将持续加速，我们预计团餐业务 2023-2025 年营业收入分别为 3.5/4.1/5.0 亿元，同比+4%/18%/22%。

图36：巴比食品主要业务收入拆分预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>1. 特许加盟</b>						
收入 (百万元)	813	1,121	1,138	1,238	1,426	1,661
同比 (%)	-11.5%	37.9%	1.5%	8.8%	15.2%	16.5%
占比 %	83%	81%	75%	76%	76%	75%
成本 (百万元)	583	830	831	904	1,038	1,204
毛利 (百万元)	230	291	307	334	388	457
毛利率	28.24%	25.99%	26.98%	27%	27%	28%
<b>2. 直营门店</b>						
收入 (百万元)	12	26	33	30	30	30
同比 (%)	-26.3%	106.8%	27.8%	-8.6%	0.0%	0.0%
占比 %	1%	2%	2%	2%	2%	1%
成本 (百万元)	8	16	21	18	18	18
毛利 (百万元)	62.58%	62.09%	62.82%	60.0%	60.0%	60.0%
毛利率	62.58%	62.09%	62.82%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>3. 团餐</b>						
收入 (百万元)	133	215	332	345	406	497
同比 (%)	16.9%	61.2%	54.5%	4.0%	17.7%	22.3%
占比 %	13.7%	15.6%	21.8%	21%	22%	22%
成本 (百万元)	28	42	87	90	107	131
毛利 (百万元)	21.22%	19.49%	26.33%	26.0%	26.3%	26.3%
毛利率	21.22%	19.49%	26.33%	26.0%	26.3%	26.3%
<b>4. 其他主营</b>						
收入 (百万元)	16	13	21	21	21	21
同比 (%)	13.2%	-16.4%	59.1%	0%	0%	0%
占比 %	2%	1%	1%	1%	1%	1%
成本 (百万元)	6	4	7	6	6	6
毛利 (百万元)	36.77%	27.92%	30.66%	30%	30%	30%
毛利率	36.77%	27.92%	30.66%	30%	30%	30%
<b>5. 其他业务</b>						
收入 (百万元)	1	1	1	1.2	1.2	1.2
同比 (%)	-21.9%	-5.8%	48.2%	0%	0%	0%
占比 %	0%	0%	0%	0%	0%	0%
成本 (百万元)	1	1	1	1	1	1
毛利 (百万元)	70.75%	87.44%	94.18%	94%	94%	94%
毛利率	70.75%	87.44%	94.18%	94%	94%	94%
<b>总营业收入</b>						
总营业收入 (百万元)	975	1,375	1,525	1,635	1,885	2,210
同比 (%)	-8.4%	41.1%	10.9%	7.2%	15.2%	17.3%
成本 (百万元)	703	1,022	1,103	1,186	1,364	1,597
毛利 (百万元)	27.9%	25.7%	27.7%	27.5%	27.6%	27.7%
毛利率	27.9%	25.7%	27.7%	27.5%	27.6%	27.7%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

C 端开店空间广阔，B 端团餐业务大有可为。我们认为在 C 端业务中，早餐市场广阔，巴比以自身领先的冷冻面皮技术，叠加成熟的门店管理体系可抢占更多市场份额。C 端门店与 B 端团餐业务双轮发力，驱动公司打开长期空间。可比公司我们选取千味央厨、味知香，千味央厨主营速冻米面食品，面对团餐、宴席等市场；味知香主营速冻预制菜业务，面向零售和批发渠道，其中零售渠道以经销店和加盟门店形式经营。业务均为速冻食品，团餐、门店渠道与巴比相似，与巴比食品具备可比性。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.17、2.46、2.91 亿元，同比-2.5%/+13.3%/+18.5%，EPS 分

别为 0.87/0.98/1.16 元，对应当前 PE 为 25x、22x、18x，对比可比公司当下估值具备性价比，公司在 C 端业务开店空间广阔，冷冻面皮技术领先有助加速开店，B 端团餐业务发力双轮驱动公司成长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：可比公司估值对比（估值日 2023/12/22）

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
001215.SZ	千味央厨	50.63	43.9	1.18	1.70	2.25	2.87	43.0	29.8	22.5	17.7
605089.SH	味知香	35.64	49.2	1.04	1.14	1.40	1.66	34.4	31.2	25.5	21.5
	平均							38.7	30.5	24.0	19.6
605338.SH	巴比食品	21.26	53.2	0.89	0.87	0.98	1.16	23.9	24.5	21.6	18.3

数据来源：Wind、东吴证券研究所 注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

## 6. 风险提示

**早餐行业竞争加剧：**早餐行业进入根据不同地区，喜好不同，会遇到该地区的龙头品牌，在进驻这些地区的时候会遇到不小的阻力。因此行业竞争加剧、市场受到挤压可能会导致行业恶行竞争，影响公司盈利。

**门店扩张、销售不及预期：**公司目前正在逐步升级店铺、增加新一代店铺的门店数量，如果开店及单店收入不及预期，将会对公司的经营业绩会带来不利影响。

**原材料价格大幅波动：**公司成本中原材料占比比较大，原材料价格如果出现大幅波动，将给公司成本控制带来较大压力，同时挤压公司的盈利空间。

**食品安全风险：**食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

## 巴比食品三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,231</b>	<b>1,047</b>	<b>1,208</b>	<b>1,594</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,525</b>	<b>1,635</b>	<b>1,885</b>	<b>2,210</b>
货币资金及交易性金融资产	1,044	836	963	1,305	营业成本(含金融类)	1,103	1,186	1,364	1,597
经营性应收款项	92	101	119	143	税金及附加	10	11	13	15
存货	84	99	114	133	销售费用	87	87	96	113
合同资产	0	0	0	0	管理费用	110	106	119	135
其他流动资产	11	11	12	13	研发费用	8	8	10	11
<b>非流动资产</b>	<b>1,445</b>	<b>1,788</b>	<b>1,948</b>	<b>1,951</b>	<b>财务费用</b>	<b>(32)</b>	<b>(16)</b>	<b>(12)</b>	<b>(14)</b>
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	4	4	5
固定资产及使用权资产	561	718	823	823	投资净收益	4	4	5	6
在建工程	10	128	182	186	公允价值变动	35	25	20	20
无形资产	125	125	125	125	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	22	22	22	22	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	12	12	12	12	<b>营业利润</b>	<b>280</b>	<b>286</b>	<b>324</b>	<b>384</b>
其他非流动资产	714	783	783	783	营业外净收支	10	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,676</b>	<b>2,835</b>	<b>3,156</b>	<b>3,545</b>	<b>利润总额</b>	<b>290</b>	<b>286</b>	<b>324</b>	<b>384</b>
<b>流动负债</b>	<b>487</b>	<b>476</b>	<b>553</b>	<b>654</b>	减:所得税	70	72	81	96
短期借款及一年内到期的非流动负债	58	14	14	14	<b>净利润</b>	<b>220</b>	<b>215</b>	<b>243</b>	<b>288</b>
经营性应付款项	201	217	258	311	减:少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)
合同负债	6	6	7	9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>222</b>	<b>217</b>	<b>246</b>	<b>291</b>
其他流动负债	221	238	274	321	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.89	0.87	0.98	1.16
非流动负债	120	116	116	116	EBIT	209	270	312	370
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	265	345	402	466
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.71	27.48	27.60	27.73
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	14.58	13.26	13.04	13.17
其他非流动负债	98	94	94	94	收入增长率(%)	10.88	7.24	15.23	17.28
<b>负债合计</b>	<b>606</b>	<b>592</b>	<b>669</b>	<b>770</b>	归母净利润增长率(%)	(29.19)	(2.45)	13.31	18.46
归属母公司股东权益	2,066	2,242	2,487	2,778					
少数股东权益	4	1	(1)	(4)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,070</b>	<b>2,243</b>	<b>2,486</b>	<b>2,775</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,676</b>	<b>2,835</b>	<b>3,156</b>	<b>3,545</b>					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	192	261	352	416	每股净资产(元)	8.33	8.96	9.94	11.11
投资活动现金流	(459)	(409)	(245)	(94)	最新发行在外股份(百万股)	250	250	250	250
筹资活动现金流	(134)	(85)	0	0	ROIC(%)	7.53	9.14	9.75	10.40
现金净增加额	(401)	(233)	107	322	ROE-摊薄(%)	10.76	9.67	9.88	10.48
折旧和摊销	56	75	90	97	资产负债率(%)	22.66	20.88	21.20	21.73
资本开支	(125)	(350)	(250)	(100)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.92	24.52	21.64	18.27
营运资本变动	(23)	9	44	57	P/B(现价)	2.55	2.37	2.14	1.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数，具体如下：

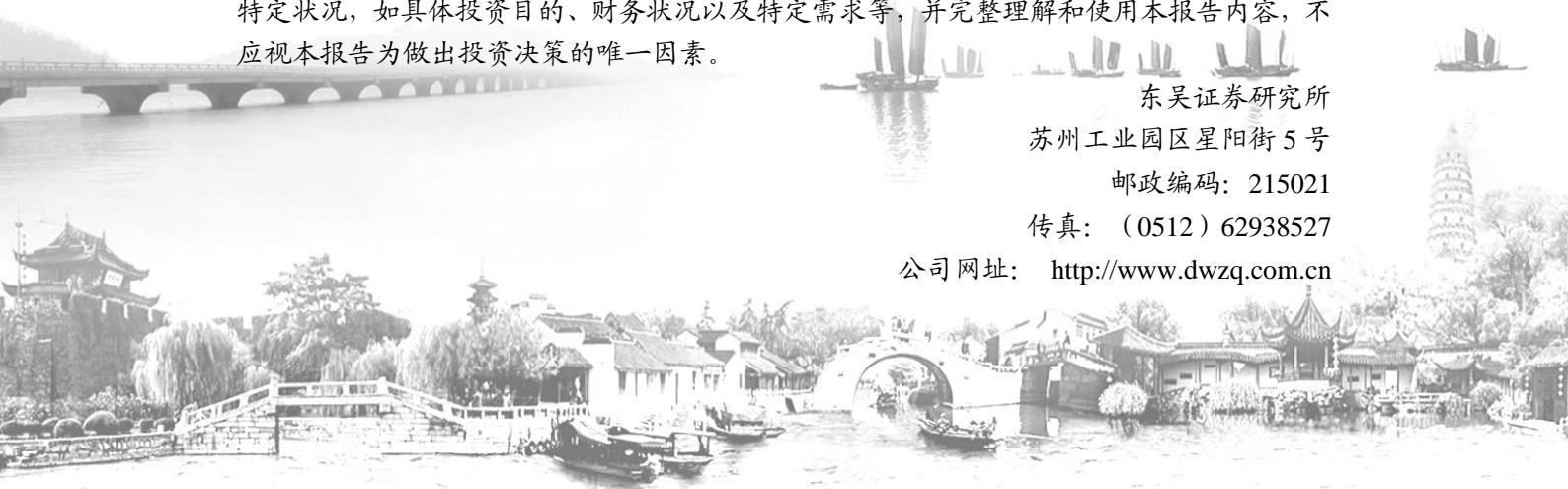
### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>