

巴比食品 (605338.SH)

连锁早餐领军企业，团餐业务积极拓展

中性

核心观点

2024年第一季度收入同比增长10.7%。2023年公司实现营收16.30亿元，同比增长6.89%，归母净利润2.14亿元，同比减少4.04%，扣非归母净利润1.78亿元，同比减少3.80%。2024年第一季度公司实现3.54亿元，同比增加10.74%，归母净利润3.96亿元，同比减少3.43%，扣非归母净利润3.77亿元，同比增长87.07%。

全国化门店稳步扩张，团餐业务占比提升。2023年公司实现营收16.30亿元，门店净增加572家至5061家。分行业看，面米类/馅料类/外购食品类/包装物辅料/加盟商管理分别实现营收6.62/4.14/3.94/1.02/0.56亿元，同比0.6%/18.4%/4.0%/9.6%/28.1%；分区域看，华东/华南/华中/华北地区分别实现营收13.54/1.20/0.97/0.54亿元，同比增长2.41%/29.83%/60.47%/21.75%。其中华中地区收入迅速增长，主要系门店在华中地区快速增加；分销售模式看，公司团餐业务占比快速提升，收入占比由2020年的13.67%提升至2023年的20.24%。

2024年第一季度费用率下降，扣非净利润率大幅改善。2024年第一季度公司毛利率同比提升1.72pct至25.92%，主要源于原材料价格下降。公司2024年第一季度销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为5.01%/7.62%/0.90%，同比分别-2.27/-2.02/+0.04pct，导致扣非归母净利润率同比增加4.35pct至10.66%。另外，2024年第一季度公司产生非经常性损益为192万元，去年同期为2088万元，主要为公司间接持有的东鹏饮料公允价值变动所致。

投资建议：首次覆盖，给予“中性”评级。我们预计2024/25/26年公司实现营业总收入18.4/20.5/22.8亿元，同比增长12.7%/11.8%/10.9%，2024/25/26年公司实现2.4/2.7/3.0亿元，同比增长10.3%/14.4%/10.9%，每股收益分别为实现0.94/1.08/1.20元，当前股价对应PE分别为16.9/14.8/13.3倍。我们认为，短期看，2024年下游消费力有望持续复苏，此前下游闭店影响逐渐消弭，公司拓店进展顺利，叠加团餐业务积极开发，预计2024年公司有望迎来较好修复。中长期看，早餐市场空间广阔，公司作为中式早餐门店龙头产品力突出，门店全国化布局，团餐业务份额在渠道动作下有望加速提升。给予公司2024年PE18-20x，合理价格区间为16.96-18.84元，对应市值区间为42-47亿元，较当前股价有7-18%溢价空间。

风险提示：团餐渗透不及预期；门店拓展不及预期；原材料价格上涨。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,525	1,630	1,837	2,053	2,276
(+/-%)	10.9%	6.9%	12.7%	11.8%	10.9%
净利润(百万元)	222	214	236	270	299
(+/-%)	-29.2%	-3.9%	10.3%	14.4%	10.9%
每股收益(元)	0.90	0.85	0.94	1.08	1.20
EBIT Margin	13.6%	11.9%	12.0%	12.9%	13.3%
净资产收益率(ROE)	10.8%	9.7%	10.0%	10.7%	11.1%
市盈率(PE)	17.7	18.6	16.9	14.8	13.3
EV/EBITDA	18.6	18.8	16.1	13.5	11.8
市净率(PB)	1.91	1.81	1.69	1.58	1.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·食品加工

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	中性(首次)
合理估值	16.96 - 18.84元
收盘价	15.91元
总市值/流通市值	3980/3946百万元
52周最高价/最低价	27.41/13.60元
近3个月日均成交额	24.24百万元

市场走势



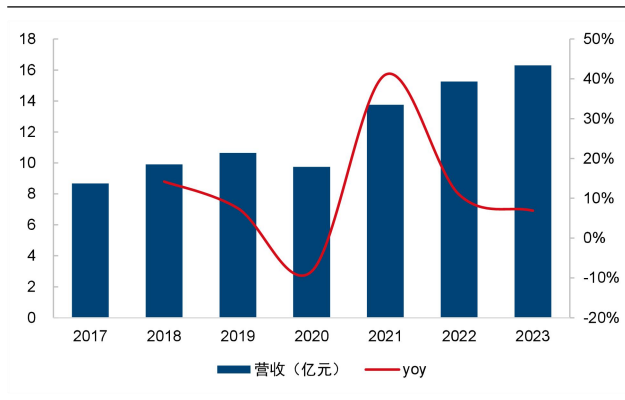
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《巴比食品(605338.SH)-经营韧性凸显，新厂投产支撑业务扩张》——2022-10-31
《巴比食品(605338.SH)-门店与团餐业务扩张顺利，盈利能力持续向好》——2022-08-11

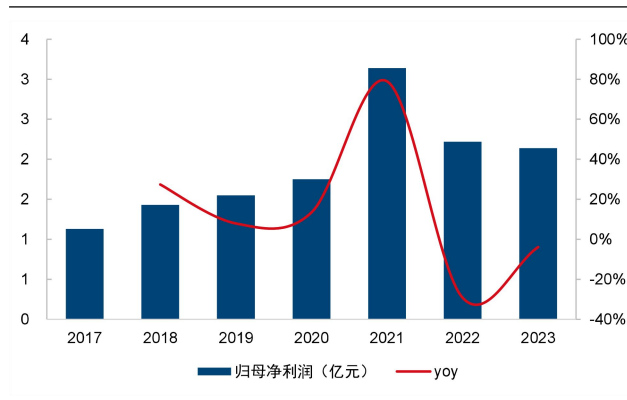
2023 年公司实现营收 16.30 亿元，同比增长 6.89%，归母净利润 2.14 亿元，同比减少 4.04%，扣非归母净利润 1.78 亿元，同比减少 3.80%；其中 2023 年第四季度单季营收 4.44 亿元，同比增长 4.58%，归母净利润 0.59 亿元，同比减少 33.52%，扣非归母净利润 0.56 亿元，同比增加 19.25%。2024 年第一季度公司实现 3.54 亿元，同比增加 10.74%，归母净利润 3.96 亿元，同比减少 3.43%，扣非归母净利润 3.77 亿元，同比增长 87.07%。公司 2023 年营业收入继续实现稳步增长，主要由门店数量增加以及华东以外区域团餐业务高速增长驱动。2023 年扣非归母净利润同比略有下降，主要系包括股权激励费用在内的人工成本增长和新增产能的折旧费用增加略快于收入增速。

图1：巴比食品营业收入及增速



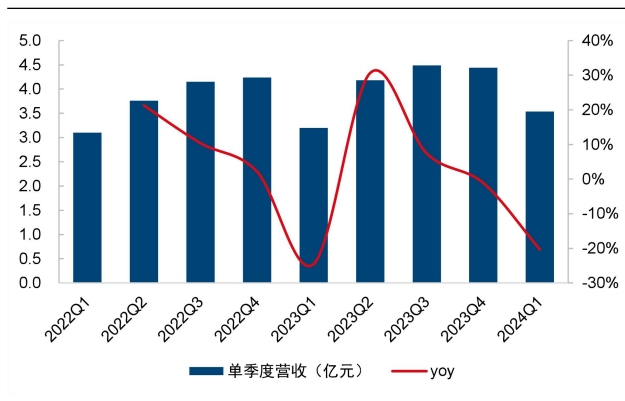
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：巴比食品归母净利润及增速



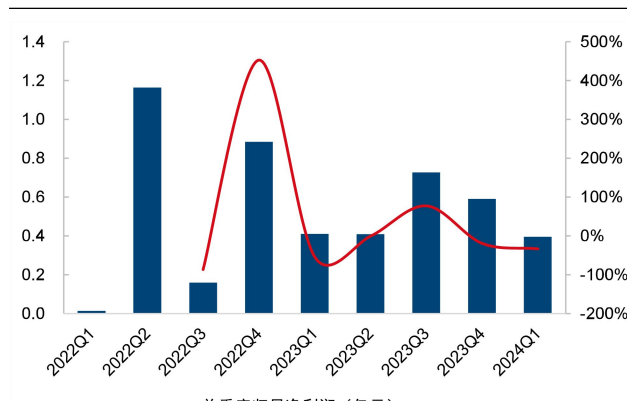
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：巴比食品单季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

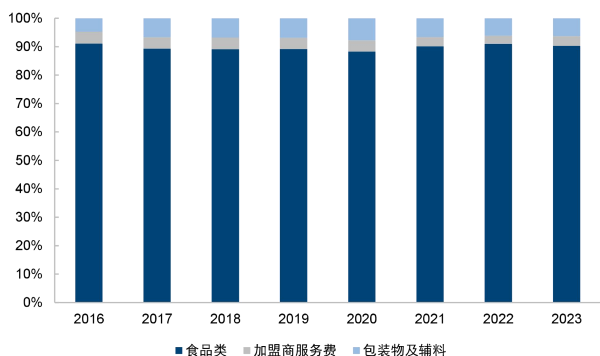
图4：巴比食品单季度归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

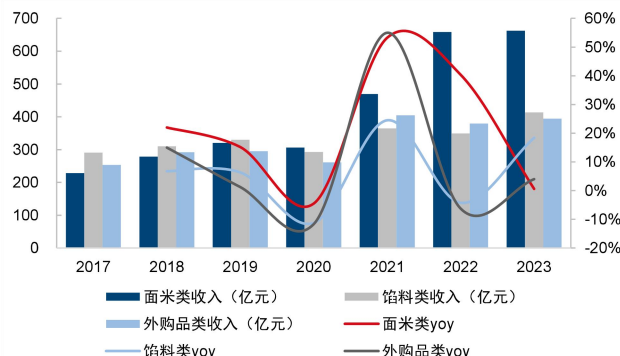
全国化门店稳步扩张，团餐业务占比提升。2023 年公司实现营收 16.30 亿元，门店净增加 572 家至 5061 家（包括直营）。分行业看，面米类/馅料类/外购食品类/包装物辅料/加盟商管理分别实现营收 6.62/4.14/3.94/1.02/0.56 亿元，同比 0.6%/18.4%/4.0%/9.6%/28.1%；分区域看，华东/华南/华中/华北地区分别实现营收 13.54/1.20/0.97/0.54 亿元，同比增长 2.41%/29.83%/60.47%/21.75%。其中华中地区收入迅速增长，主要系门店在华中地区快速增加；分销售模式看，公司团餐业务占比快速提升，收入占比由 2020 年的 13.67% 提升至 2023 年的 20.24%，目前公司门店业务和团餐大客户业务双轮驱动，团餐业务有望成为新的增长点。

图5: 2016年至2023年巴比食品收入结构以食品类销售为主



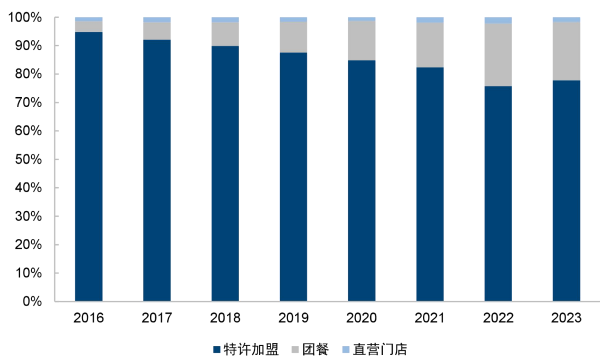
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 食品类产品主要包括面粉、馅料和外购品类



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 特许加盟渠道是最主要的销售渠道, 团餐占比提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 2022年团餐业务收入超过3亿元

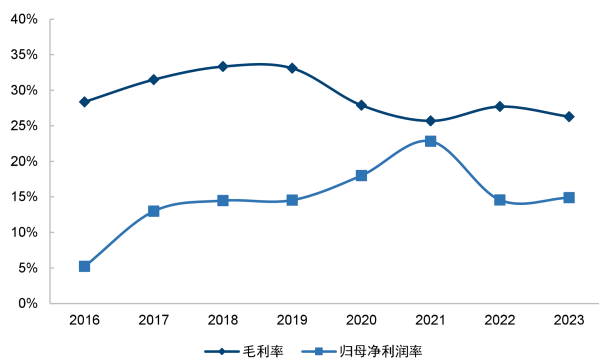


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

毛利率较为稳健, 净利率波动幅度较大。2021年受到新冠疫情影响基数相对较低、门店家数持续增长、单店业绩快速恢复及团餐业务高比例增长等因素影响, 净利率由2020年的17.96%增加至2021年的22.77%;2022年公司净利率下滑至14.42%, 主要受到公司间接持有的东鹏饮料公允价值变动、拓宽门店数量以及深耕团餐大客户业务渠道等因素影响;2023年公司净利率小幅下滑至13.21%, 系公司间接持有的东鹏饮料公允价值的变动以及处置了部分交易性金融资产和部分其他非流动金融资产。

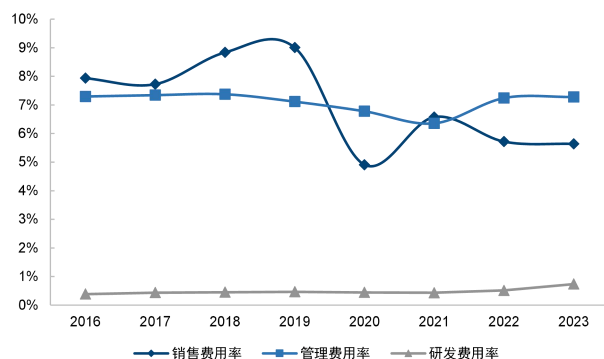
2024年第一季度费用率下降, 扣非净利率大幅改善。2024年第一季度公司毛利率同比提升1.72pct至25.92%, 主要源于原材料价格下降。公司2024年第一季度销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为5.01%/7.62%/0.90%, 同比分别-2.27/-2.02/+0.04pct, 导致扣非归母净利率同比增加4.35pct至10.66%。另外, 2024年第一季度公司产生非经常性损益为192万元, 去年同期为2088万元, 主要为公司间接持有的东鹏饮料公允价值变动所致。

图9: 巴比食品毛利率和净利率变化情况



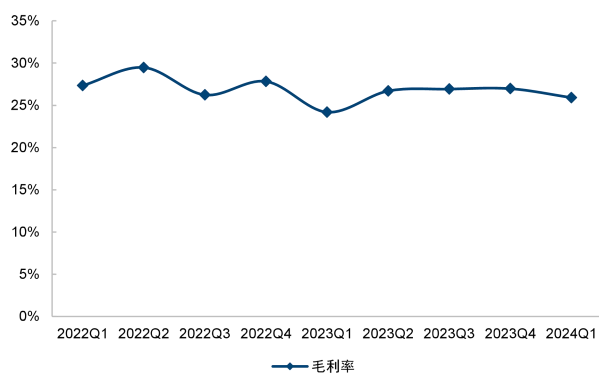
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 巴比食品费用率情况



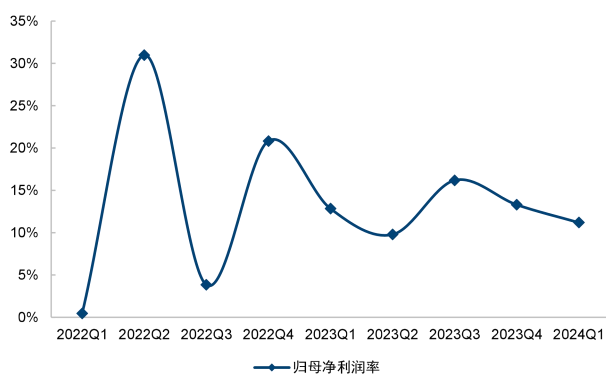
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 巴比食品单季度毛利率及归母净利润率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 巴比食品单季度费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

全国早餐门店龙头，团餐业务持续发力

深耕中式面点二十余年，依靠门店扩张布局全国。巴比食品是一家专业从事中式面点产品的研发、生产与销售的食品制造企业。公司围绕成为“中华包点领导品牌”的战略目标，采取品牌化经营、产品工业化生产、连锁化门店销售、团体供餐、线上线下全渠道销售商业模式，满足消费者在家消费、到店消费、到食堂消费的消费场景。公司的主要产品可以分为面点系列产品、馅料系列产品以及对外采购系列产品，具体包括包子、馒头、粗粮点心等各种单品以及丰富的馅料系列产品，SKU数量超过百种。公司发展历程主要包括三个阶段：

- ◆ **创业初期阶段（2003年-2008年）：品牌雏形初现，中央工厂投产。**2003年创始人刘会平于上海黄浦区成立“巴比馒头”，公司成立初期潜心打造产品，打磨经验。2004年上海松江中央工厂正式建成投产，为后续全面启动品牌连锁加盟奠定基础。2005年公司全面启动品牌连锁加盟，2008年巴比品牌门店已突破100家。
- ◆ **快速发展阶段（2009年-2013年）：规模化生产能力提升，门店数量不断增加。**公司陆续开拓无锡、杭州、常熟、吴江和广州市场，门店数量截至2012年突破1000家；2009年佘山生产基地建成投产，解决“冷冻面团技术”难题；2010年第二代门店形象“巴比曼特尔”诞生。
- ◆ **升级优化阶段（2014年至今）：全国化进程推进，品牌形象完善。**公司迭代门店、拓展团餐等销售渠道，2014年后进入品牌升级优化阶段。2014年公司进军华南市场；2016年门店突破2000家，第三代门店形象诞生；2017年进驻华北市场，巴比食品创意园落成；2020年在A股主板上市，成为“中国包子第1股”。截止2023年底，公司门店数量突破5000家。

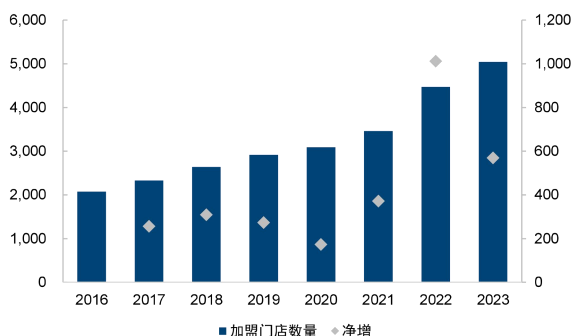
图13: 巴比食品发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

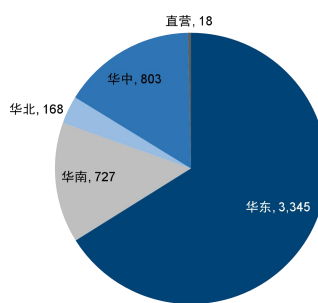
门店数量持续增加，全国化布局不断完善。公司以全国各地的生产基地为中心，对本地及周边城市的连锁门店的食材进行统一采购、加工、储存、配送，以最优冷链配送距离作为辐射半径，构建全方位供应链体系。2016-2023年公司加盟门店数量由2074家扩张到5043家，CAGR为13.5%。公司门店主要分布于华东区域，近年来华南和华中区域加盟门店数量均有明显增加，公司于2023年6月正式开放湖南省区域市场，在华中区域则通过并购方式合并“好礼客”、“早宜点”等品牌门店。公司门店数量不断攀升，全国化布局日渐完善。

图14: 巴比食品加盟门店数量及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 2023年巴比食品各区域门店分布

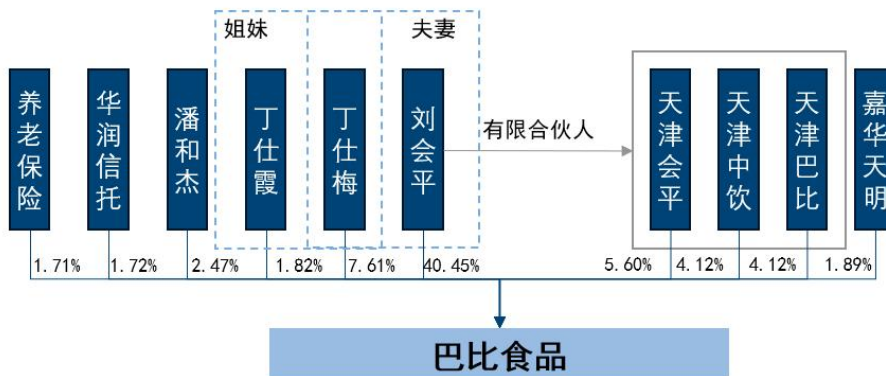


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

股权结构较为集中, 核心高管经验丰富。公司实际控制人刘会平、丁仕梅为夫妇关系, 共同持股 48.1%。此外, 刘会平为天津巴比、天津会平、天津中饮的有限合伙人, 间接持有 13.8% 的公司股份, 合计持股 61.9%, 股权结构较为集中。公司核心高管团队相关行业经验丰富, 天津巴比、天津会平、天津中饮三大员工持股平台合计持股 13.8%。

股权激励激发员工积极性, 助力中长期发展。2022 年 12 月 30 日公司推出股权激励计划, 激励对象包括为公司董事及中层管理人员及核心技术(业务)骨干共 123 人, 激励授予的限制性股票数额包括首次授予的 211.375 万股和预留授予的 16.30 万股, 占据公司总股本的 0.05%。股权激励彰显了公司对未来发展的信心, 有利于充分调动公司员工的积极性, 有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起, 助力公司长远发展。

图16: 巴比食品股权结构(截止 2024 年一季报)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 巴比食品主要管理层成员简介(截止 2023 年年报)

姓名	职务	年龄	持股数(万股)	主要工作经历
刘会平	总经理, 董事长	47	10119.33	历任上海中饮餐饮管理有限公司董事长、总经理、上海星达克企业管理咨询有限公司执行董事。现任公司董事长、总经理。

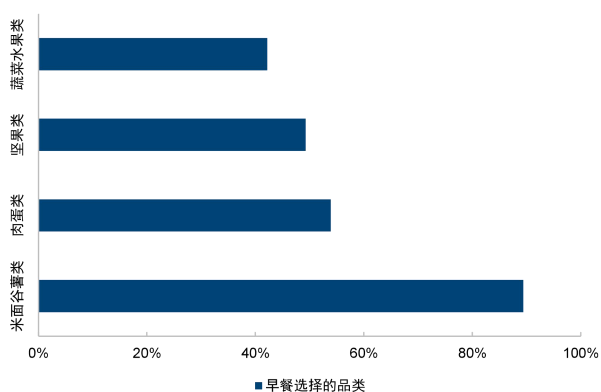
孙爱国	副总经理	45	64.88	历任公司董事。现任公司副总经理、中饮武汉执行董事兼总经理、琥珀星辰董事、杭州中巴、南京巴比、鲨鱼网络、安徽广亿置业有限公司监事。
苏爽	财务负责人, 董事会秘书	44	3.5	历任公司董事。现任公司财务总监、公司财务管理中心总监、董事会秘书。
李俊	副总经理, 董事	51	3	历任上海元祖梦果子股份有限公司上海生产中心厂长。现任公司董事、副总经理。
王红	监事会主席	52	0	历任丰度电气(上海)有限公司任财务部经理、上海中饮餐饮管理有限公司任财务部副总监。现任公司监事会主席、南京中茂、克圣新材、克圣实业监事、中饮巴比食品股份有限公司财务管理中心。
顾微微	职工代表监事	44	0	历任公司总经理助理、集团办副主任、中饮巴比食品股份有限公司职工监事。现任公司职工代表监事、人力资源中心薪酬绩效部负责人。
尹代有	监事	41	0	现任公司监事、上海生产中心成品部成品科经理。
陈晓漫	独立董事	70	0	历任复旦大学讲师、副教授、教授、副校长。现任公司独立董事、复旦大学教授、科大智能科技股份有限公司独立董事、上海梦创双杨数据科技股份有限公司董事。
姚禄仕	独立董事	62	0	现任公司独立董事。
杨秀珍	董事	43	0	历任上海信鸿装饰工程有限公司成本总监、上海奉宇投资管理有限公司装饰造价主任。现任公司董事、北京通企建设工程有限公司成本合约总监。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

早餐与团餐市场广阔, 公司积极探索新增长点

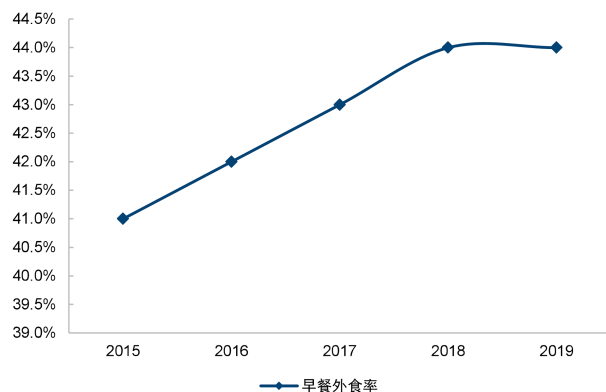
早餐属性刚性且高频, 米面类品种需求稳定。早餐本身复购率高, 是一个刚需市场。根据英敏特数据, 2019年中国早餐市场规模达1.8万亿元, 预计2025年可达2.6万亿元, 市场空间广阔。从品类上看, 以馒头、包点、油条、豆浆、大饼、馄饨等为代表的中式早餐市场接受度高, 受众较为广泛, 因此需求较为稳定。随着社会节奏加快, 早餐便捷性需求提高, 据英敏特数据统计, 中国外食早餐市场规模在7000-8000亿, 外食比例伴随城镇化率同向提升, 2019年全国早餐外食率约44%。

图17: 中国消费者早餐中以米面谷薯类为主



资料来源: 中国营养学会营养健康研究院, 国信证券经济研究所整理

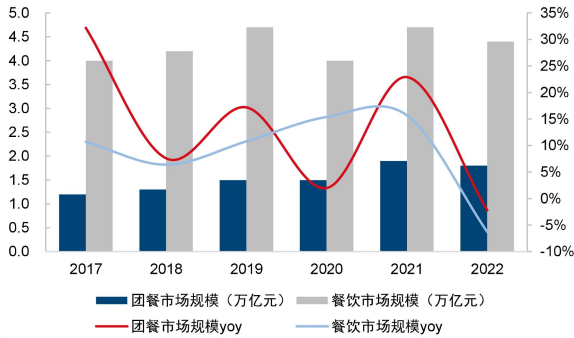
图18: 2019年早餐外食率约44%



资料来源: 英敏特, 国信证券经济研究所整理

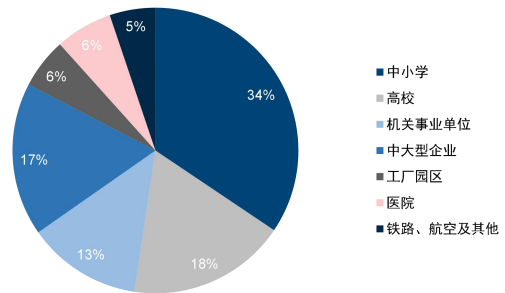
团餐市场规模稳步扩大, 市场格局较为分散。中国团餐市场规模稳步增长, 由2017年的1.2万亿元增至2022年的1.8万亿元, 期间CAGR约为8.4%。团餐主要供应校园、机关单位等大型团体, 一般计划性采购规模较大, 品类较为丰富。中国市场团餐市场集中度不高, 企业分布分散。根据前瞻产业研究院数据, 团餐代表性企业集中于华北和华南地区, 华中和华东地区代表性企业数量较少。

图25：中国团餐市场规模与餐饮市场规模及增速



资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

图26：中国团餐细分市场以学校、事业单位为主



资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理

图19：中国团餐 TOP20 企业分布



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提：

我们的盈利预测基于以下假设条件：

特许加盟业务：2023 年疫后经济环境弱复苏导致公司收入增速较低，考虑到消费力有望在 2024 年持续修复，叠加公司门店拓展顺利，特许加盟门店业务收入有望保持稳健增长，预计加盟门店业务 2024/25/26 年收入 14.2/15.8/17.4 亿元，同比增长 13.3%/11.3%/10.0%。考虑到公司产能不断释放以及成本端压力不大，毛利率有望稳中有升，预计 2024/25/26 年毛利率 27.1%/27.3%/27.5%。

直营门店业务：考虑到公司直营门店主要为展示品牌形象，门店数量较少，整体收入规模较小，预计直营门店业务收入保持稳中略增。预计 2024/25/26 年收入 0.3/0.3/0.3 亿元，同比增长 0.0%/3.0%/3.0%。由于直营门店毛利率较高且过往多年保持稳定，预计毛利率维持在 62%左右。

团餐业务：考虑到团餐市场发展前景广阔，公司积极通过优势产品发力团餐渠道，团餐业务收入有望保持较快增长，预计 2024/25/26 年收入 3.7/4.2/4.9 亿元，同比增长 12.0%/15.0%/15.0%，毛利率有望在规模扩大后逐渐提高，预计毛利率 25.0%/26.0%/26.5%。

表2：巴比食品营收拆分（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1375	1525	1630	1837	2053	2276
yoy	41.1%	10.9%	6.9%	12.7%	11.8%	10.9%
毛利率	25.7%	27.7%	25.7%	27.1%	27.5%	27.8%
特许加盟门店						
收入	1121	1138	1252	1418	1578	1737
yoy	37.9%	1.5%	9.9%	13.3%	11.3%	10.0%
毛利率	26.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.3%	27.5%
直营门店						
收入	26	33	27	27	28	29
yoy	106.8%	27.8%	-16.6%	0.0%	3.0%	3.0%
毛利率	62.1%	62.8%	59.9%	61.0%	62.0%	63.0%
团餐业务						
收入	215	332	330	369	425	488
yoy	61.2%	54.5%	-0.6%	12.0%	15.0%	15.0%
毛利率	19.5%	26.3%	20.8%	25.0%	26.0%	26.5%
其他主营业务						
收入	13	21	20	20	20	20
yoy	-16.4%	59.1%	-5.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.9%	30.7%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2024/25/26 年营收 18.4/20.5/22.8 亿元，同比增长 12.7%/11.8%/10.9%，毛利率 27.1%/27.5%/27.8%。

未来 3 年业绩预测

表3: 未来 3 年盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1525	1630	1837	2053	2276
营业成本	1103	1201	1354	1496	1650
销售费用	87	92	101	113	125
管理费用	110	119	137	153	169
财务费用	-32	-37	-22	-23	-24
营业利润	280	252	296	341	380
利润总额	290	282	311	356	395
归属于母公司净利润	222	214	236	270	299
EPS	0.90	0.85	0.94	1.08	1.20
ROE	10.76%	9.70%	10.04%	10.72%	11.08%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到 2024/25/26 年公司实现营业总收入 18.4/20.5/22.8 亿元, 同比增长 12.7%/11.8%/10.9%, 2024/25/26 年公司实现 2.4/2.7/3.0 亿元, 同比增长 10.3%/14.4%/10.9%, 每股收益分别为实现 0.94/1.08/1.20 元。

盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,525	1,630	1,857	2,098	2,348
(+/-%)	10.9%	6.9%	13.9%	12.9%	11.9%
净利润(百万元)	222	214	373	426	477
(+/-%)	-29.2%	-3.9%	74.3%	14.4%	12.0%
摊薄 EPS	0.90	0.85	1.49	1.70	1.91
中性预测					
营业收入(百万元)	1,525	1,630	1,837	2,053	2,276
(+/-%)	10.9%	6.9%	12.7%	11.8%	10.9%
净利润(百万元)	222	214	236	270	299
(+/-%)	-29.2%	-3.9%	10.3%	14.4%	10.9%
摊薄 EPS(元)	0.90	0.85	0.94	1.08	1.20
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,525	1,630	1,816	2,008	2,205
(+/-%)	10.9%	6.9%	11.4%	10.6%	9.8%
净利润(百万元)	222	214	109	128	140
(+/-%)	-29.2%	-3.9%	-48.9%	16.8%	9.8%
摊薄 EPS	0.90	0.85	0.44	0.51	0.56
总股本(百万股)	248	250	250	250	250

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：17.37-19.12 元

我们将公司分为可预测期（2025-2026 年）、过渡期（2027-2033 年）和永续期（2034 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

可预测期（2024-2026 年）：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2024/25/26 年公司实现营业总收入 18.4/20.5/22.8 亿元，同比增长 12.7%/11.8%/10.9%，2024/25/26 年公司实现 2.4/2.7/3.0 亿元，同比增长 10.3%/14.4%/10.9%。

过渡期（2027-2033 年）：假设公司 2027-2033 年营收增速仍能保持在约 4-10% 增速水平且逐年收窄。

永续期（2034 年起）：早餐业务需求具备刚性，预计保持稳健增长；团餐业务市场空间广阔，目前市场集中度不高，中长期具有较大的发展前景。从公司角度考虑，公司门店遍布全国，未来有望依托门店和品牌优势继续扩大门店业务规模，团餐市场份额有望持续提升。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 2.0%。

表5: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	10.88%	6.89%	12.66%	11.77%	10.86%	10.53%	9.66%	7.38%	6.78%	6.64%	5.17%	4.31%
营业成本/营业收入	72.29%	73.65%	73.70%	72.86%	72.50%	72.24%	72.28%	72.29%	72.32%	72.35%	72.38%	72.40%
管理费用/营业收入	6.99%	7.09%	7.21%	7.21%	7.21%	7.21%	7.21%	7.21%	7.21%	7.21%	7.21%	7.21%
研发费用/营业收入	0.51%	0.74%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%
销售费用/销售收入	5.72%	5.64%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
营业税及附加/营业收入	0.69%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
所得税税率	24.18%	23.66%	23.66%	23.66%	23.66%	23.66%	23.66%	23.66%	23.66%	23.66%	23.66%	23.66%
股利分配比率	30.47%	38.23%	38.23%	38.23%	38.23%	38.23%	38.23%	38.23%	38.23%	38.23%	38.23%	38.23%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	23.66%
无风险利率	2.31%	Ka	8.36%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价 (元)	15.91	Ke	8.36%
发行在外股数 (百万)	250	E/(D+E)	100.00%
股票市值 (E, 百万元)	3980	D/(D+E)	0.00%
债务总额 (D, 百万元)	0	WACC	8.36%
Kd	3.95%	永续增长率 (10 年后)	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.93x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.3%，股票风险溢价率取 6.50%；债务成本采用 5 年人民币贷款基准利率 3.95%；由此计算出 WACC 为 8.36%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 17.93-19.76 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.2%	8.3%	8.36%	8.5%	8.6%
永续 增长 率变 化	2.9%	20.97	20.55	20.15	19.76	19.39
	2.6%	20.18	19.80	19.43	19.07	18.73
	2.3%	19.48	19.12	18.78	18.45	18.13
	2.0%	18.84	18.51	18.19	17.88	17.59
	1.7%	18.26	17.95	17.66	17.37	17.09
	1.4%	17.73	17.44	17.17	16.90	16.64
	1.1%	17.25	16.98	16.72	16.46	16.22

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：16.96-18.84 元

选取和公司较为相似的速冻食品行业公司做比较，采用 PE 法进行估值。其中三全、千味、五芳斋主要产品为汤圆水饺、油条、粽子等速冻面米类，安井主要产品为丸子等速冻调制食品与预制菜。可比公司 2024/25 年平均 PE 为 18/17x。考虑公司门店业务在需求刚性支撑下有望保持稳健，团餐业务依靠品牌优势和渠道拓展持续成长，给予公司 2024 年 PE18-20x，合理价格区间为 16.96-18.84 元，对应市值区间为 42-47 亿元，较当前股价有 7-18%溢价空间。

表 7: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				24E	25E	24E	25E		
605338.SH	巴比食品	18.75	15.91	0.94	1.08	16.89	14.77	39.80	中性
002216.SZ	三全食品	15.67	12.47	0.92	0.88	13.52	14.21	109.63	不适用
001215.SZ	千味央厨	26.14	36.49	1.68	1.98	21.72	18.43	36.22	优大于市
603345.SH	安井食品	17.19	91.14	5.79	6.49	15.75	14.04	267.31	优大于市
603237.SH	五芳斋	25.10	27.92	1.39	1.41	20.15	19.75	40.14	不适用

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：三全、五芳斋为 Wind 一致预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，预计 2024/25/26 年公司实现营业总收入 18.4/20.5/22.8 亿元，同比增长 12.7%/11.8%/10.9%，2024/25/26 年公司实现 2.4/2.7/3.0 亿元，同比增长 10.3%/14.4%/10.9%，每股收益分别为实现 0.94/1.08/1.20 元，当前股价对应 PE 分别为 16.9/14.8/13.3 倍。我们认为，短期看，2024 年下游消费力有望持续复苏，此前下游闭店影响逐渐消弭，公司拓店进展顺利，叠加团餐业务积极开发，预计 2024 年公司有望迎来较好修复。中长期看，早餐市场空间广阔，公司作为中式早餐门店龙头产品力突出，门店全国化布局，团餐业务份额在渠道动作下有望加速提升，首次覆盖，给予“中性”评级。

风险提示

估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.3%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、**团餐市场渗透不及预期。**团餐市场仍然较为分散，未来若由于产品定价偏高，餐饮、零售消费者未能接受并形成使用习惯，会导致团餐渗透不及预期；
- 2、**门店拓展不及预期。**公司全国化布局门店，目前已经超过 5000 家，未来拓店难度扩大，可能由于地域差异、门店密度等原因导致拓展不及预期；
- 3、**新品推广不及预期。**市场的开拓取决于公司产品研发情况，若早餐市场出现新的口味及产品风口，公司没有及时跟进，将使得公司错过快速发展期，收入增速将会受到影响。

经营风险

- 1、**原材料采购质量安全控制的风险。**公司所用原材料品种较多，包括面粉、肉类、油脂类原料以及基础调味品，食品添加剂等原辅料，上述原辅料采购涉及多个供应商，同时供应商亦有可能向其上游采购原材料，采购链条较长，涉及面广，而原材料质量直接关系到公司产品的质量，公司面临因原材料质量安全出现问题而导致公司产品质量不合格的风险。
- 2、**公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险。**产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

市场风险

- 1、**主要原材料价格波动的风险。**由于农副产品价格受到天气、产量、市场状况等因素的影响较大，价格波动较为频繁。如果公司主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司产品的毛利率水平和盈利能力。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	851	1100	1108	1161	1250	营业收入	1525	1630	1837	2053	2276
应收款项	93	93	105	118	130	营业成本	1103	1201	1354	1496	1650
存货净额	84	70	78	86	94	营业税金及附加	10	12	14	16	17
其他流动资产	10	15	17	19	21	销售费用	87	92	101	113	125
流动资产合计	1231	1278	1308	1384	1496	管理费用	110	119	137	153	169
固定资产	537	610	772	917	1049	研发费用	8	12	9	11	12
无形资产及其他	125	124	119	114	109	财务费用	(32)	(37)	(22)	(23)	(24)
投资性房地产	783	769	769	769	769	投资收益	4	4	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	35	14	20	20	20
资产总计	2676	2781	2968	3183	3423	其他收入	(6)	(10)	21	19	18
短期借款及交易性金融负债	58	12	0	0	0	营业利润	280	252	296	341	380
应付款项	201	148	166	182	200	营业外净收支	10	30	15	15	15
其他流动负债	227	282	316	348	383	利润总额	290	282	311	356	395
流动负债合计	487	442	482	530	583	所得税费用	70	67	74	84	93
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	2	2	2	2
其他长期负债	120	129	129	129	129	归属于母公司净利润	222	214	236	270	299
长期负债合计	120	129	129	129	129	现金流量表 (百万元)					
负债合计	606	570	610	658	711	净利润	222	214	236	270	299
少数股东权益	4	8	9	11	12	资产减值准备	(0)	0	0	0	0
股东权益	2066	2202	2348	2515	2699	折旧摊销	38	48	63	80	94
负债和股东权益总计	2676	2781	2968	3183	3423	公允价值变动损失	(35)	(14)	(20)	(20)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	(32)	(37)	(22)	(23)	(24)
每股收益	0.90	0.85	0.94	1.08	1.20	营运资本变动	(300)	33	30	26	30
每股红利	0.27	0.33	0.36	0.41	0.46	其它	(2)	1	1	1	1
每股净资产	8.33	8.81	9.39	10.05	10.79	经营活动现金流	(76)	281	310	356	404
ROIC	9.49%	8.64%	9%	11%	11%	资本开支	0	(133)	(200)	(200)	(200)
ROE	10.76%	9.70%	10%	11%	11%	其它投资现金流	(108)	193	0	0	0
毛利率	28%	26%	26%	27%	27%	投资活动现金流	(108)	60	(200)	(200)	(200)
EBIT Margin	14%	12%	12%	13%	13%	权益性融资	0	33	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	15%	17%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	11%	7%	13%	12%	11%	支付股利、利息	(68)	(82)	(90)	(103)	(114)
净利润增长率	-29%	-4%	10%	14%	11%	其它融资现金流	(91)	38	(12)	0	0
资产负债率	23%	21%	21%	21%	21%	融资活动现金流	(227)	(93)	(102)	(103)	(114)
股息率	1.7%	2.1%	2.3%	2.6%	2.9%	现金净变动	(411)	249	8	53	89
P/E	17.7	18.6	16.9	14.8	13.3	货币资金的期初余额	1262	851	1100	1108	1161
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	货币资金的期末余额	851	1100	1108	1161	1250
EV/EBITDA	18.6	18.8	16.1	13.5	11.8	企业自由现金流	0	97	62	108	154
						权益自由现金流	0	134	67	125	172

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032