

## 八问巴比新店型

——仍低的估值，快速拓店期即将开始

### 公司评级：买入（首次覆盖）

#### 近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	11.9%	-2.9%	50.2%
绝对收益	8.1%	-10.6%	74.5%

注：相对收益与沪深300相比

分析师：张弛

证书编号：S0500525110001

Tel: 17621838100

Email: zc08241@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

### 核心要点：

#### □ 公司核心逻辑

公司核心逻辑在于以“手工小笼包”新店型作为增长引擎，通过产品与模型升级实现从下沉市场向社区与主流消费场景的渗透，新模型在客单价与日营收端均显著优于传统店型，且已在多区域完成样板验证，具备较强可复制性；在此基础上，传统门店通过翻修、外卖与数字化等手段稳住基本盘，为扩张提供现金流与组织支撑；同时，公司已培育出以团餐（B端）为代表的第二增长曲线，收入占比持续提升，依托中央工厂与供应链体系强化性价比优势；扩张层面通过并购与区域品牌整合加速进入新市场、提升市占率，并配合加盟大会与节后开店高峰强化招商与执行兑现。整体来看，公司正处于新店型驱动、规模化扩张与多元业务协同的成长阶段，核心看点集中于新模型放量速度与开店能力的持续验证。

#### □ 新店型初试牛刀，全国化扩张刚刚起步

2025年巴比食品通过“手工小笼包堂食店”完成单店模型升级，成功将门店定位从早餐档口拓展为覆盖早中晚三餐的社区餐饮。新店型客单价由5-9元提升至10-15元，较传统门店实现显著增长，模型已完成验证并进入快速复制阶段（客单价据大众点评）。

其核心竞争力在于以冷冻生胚技术为代表的深度供应链能力，在中央厨房完成高度标准化生产，并在外卖平台实现渗透，此外，在门店保留现包现蒸的关键体验环节，实现效率、口感与规模化的平衡。叠加大量存量门店的低成本翻牌能力与加盟商裂变，新模式具备显著扩张弹性。巴比的本质壁垒在于“工业化后台+手工化前台”的融合能力，使其在10-15元平价全时段餐饮赛道中具备难以复制的竞争优势。

#### □ 传统门店修复企稳，触底回升

传统早餐外带门店在2022-2024年受宏观消费走弱及早餐替代品分流影响，单店营收持续承压，但2025年已出现明确企稳信号，呈现筑底回升态势。展望2026年以后，预计巴比品牌内部新店型异军突起，成为显著优于传统店型的新版本。同等开店数量下，新店型贡献的新增收入预计远高于传统店型，店型拆分将成为中长期模型测算的关键前提。

#### □ 团餐业务天花板仍高，尚处在快速成长期

巴比团餐的收入端已企稳回正，增长主要来自B端业务放量与渠道结构升级：公司通过定制馅料、半成品菜等产品切入连锁餐饮客户，解决其去厨师化与标准化痛点，客户粘性高且具备随下游扩店自动放大的增长特征；同时，新零售渠道快速放量，推动零售业务高增。全国化中央厨房布局构成核心壁垒，团餐业务在提升产能利用率、摊薄固定成本方面具备显著边际效应。中长期看，B端团餐与C端门店构成双轮驱动，公司收入有望维持双位数增长。

### □ 并购整合成为潜力十足的增长引擎

巴比食品的并购策略已完成从“规模导向”向“效率导向”的系统性升级，并逐步演化为继内生开店之外的第二增长曲线。

并购的底层逻辑在于利用巴比已建成的全国化中央厨房产能，对高度分散的早餐市场进行存量整合。通过将品牌数百家门店的采购需求快速切换至巴比工厂，公司可显著提升核心工厂的产能利用率，摊薄折旧与人工等固定成本，形成“并购—产能爬坡—成本下降—利润释放”的正向循环。相较内生扩店，并购在区域渗透、点位获取及加盟商团队建设上的效率更高，具备明显的时间与成本优势。

### □ 投资建议

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 1859/2223/2584 百万元，同比分别 +11.2%/+19.5%/+16.3%，同期归母净利润分别为 273/315/369 百万元，同比分别 -1.3%/+15.5%/+16.9%，同期公司 EPS 分别为 1.14/1.32/1.54 元。公司业务扎实，门店数量重回增长，2026 年快速拓店具有良好的基础；单店模型有显著改善；团餐及 B 端业务放大利润弹性；通过并购打开新的增长空间。综上所述，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### □ 风险提示

新店型拓展或表现不及预期，市场竞争加剧，原材料价格波动，团餐业务可能摊薄公司毛利率，宏观需求波动，并购带来的多品牌管理难度提升、商誉减值风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1671.45	1859.31	2222.60	2584.46
同比	2.53%	11.24%	19.54%	16.28%
净利润 (百万元)	276.59	272.90	315.30	368.57
同比	29.42%	-1.33%	15.53%	16.90%
毛利率	0.27	0.28	0.28	0.29
ROE	0.12	0.12	0.13	0.14
每股收益 (元)	1.15	1.14	1.32	1.54
PE	26.94	27.30	23.63	20.21
EV/EBITDA	8.25	17.07	14.72	12.46

资料来源：iFinD、湘财证券研究所

## 正文目录

1 公司核心逻辑 .....	3
2 新店型初试牛刀，全国化扩张刚刚起步 .....	4
2.1 单店模型升级 .....	4
2.2 开店节奏即将提速 .....	5
2.3 新店型优化成功的原因 .....	5
3 八问巴比——核心问题拆解 .....	6
4 传统门店-修复企稳，触底回升 .....	12
5 团餐业务-天花板仍高，尚处在快速成长期 .....	13
6 并购整合-潜力十足的增长引擎 .....	14
6.1 并购策略的迭代：从“武汉教训”到“南京经验” .....	14
6.2 并购整合的底层商业逻辑 .....	15
6.3 2026 年及未来展望：并购将常态化与精细化 .....	16
7 盈利预测与可比公司估值 .....	17
7.1 关键假设 .....	17
7.2 盈利预测 .....	19
7.3 可比公司估值 .....	19
8 投资建议 .....	20
9 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1 公司核心投资逻辑 .....	3
图 2 公司老店型外观（上海浦电路店为例） .....	5
图 3 公司新店型外观（上海招远路店为例） .....	5
图 4 加盟店收入及增速（百万元，%） .....	13
图 5 巴比品牌门店收入及增速（百万元，%） .....	13
图 6 巴比品牌门店数量及单店收入（单位：家、万元，单店收入为右轴） .....	13
表 1 供应链模式对比 .....	6
表 2 巴比对效率与锅气的平衡.....	7
表 3 巴比门店与竞对比较分析.....	11
表 4 10-15 元带，巴比的竞争对手 .....	12
表 5 巴比食品关键并购项目梳理与整合路径.....	16
表 6 公司主营业务拆分及收入利润预测明细.....	18
表 7 盈利预测 .....	19
表 8 可比公司估值对比 .....	19

## 1 公司核心逻辑

公司核心逻辑在于以“手工小笼包”新店型作为增长引擎，通过产品与模型升级实现从下沉市场向社区与主流消费场景的渗透，新模型在客单价与日营收端均显著优于传统店型，且已在多区域完成样板验证，具备较强可复制性；在此基础上，传统门店通过翻修、外卖与数字化等手段稳住基本盘，为扩张提供现金流与组织支撑。

同时，公司已培育出以团餐（B端）为代表的第二增长曲线，收入占比持续提升，依托中央工厂与供应链体系强化性价比优势；扩张层面通过并购与区域品牌整合加速进入新市场、提升市占率，并配合加盟商宣贯与节后开店高峰强化招商与执行兑现。

整体来看，公司正处于新店型驱动、规模化扩张与多元业务协同的成长阶段，核心看点集中于新店型放量速度与开店能力的持续验证。

图 1 公司核心投资逻辑



资料来源：公司 2025 年半年报、上海市工商业联合会、ifind、湘财证券研究所制作

## 2 新店型初试牛刀，全国化扩张刚刚起步

### 2.1 单店模型升级

单店营业额显著提升。新店型升级后，从纯做早餐外带的迷你店铺转变为堂食为主、外带为辅的社区食堂型门店，SKU 增加，客单价有较大提升；且因为额外覆盖午、晚餐两顿正餐，有效营业时间增加，单店营收有显著改善，数据表现远超传统门店。

驱动客单价提升的核心因素分为以下三种：

**引入更高价单品：**新店型引入“手工小笼包”作为核心大单品。小笼包定价通常在十元左右一笼，显著高于传统包子两元左右一个的单价。

**连带率提升：**新菜单增加了粥品、馄饨、拌面、粉丝汤等高毛利且适合搭配的产品。消费者倾向于“小笼包+粥”或“主食+小吃”的组合消费，直接拉高了单笔订单金额。

**全时段运营：**传统门店主要依赖早餐，而新店型通过堂食和丰富的产品线（如牛肉粉丝汤、胡辣汤等），成功切入午餐和晚餐市场。午晚餐时段的客单价通常高于早餐，从而拉高了全天平均客单价。

图2 公司老店型外观（上海浦电路店为例）



资料来源：大众点评、湘财证券研究所

图3 公司新店型外观（上海招远路店为例）



资料来源：大众点评、湘财证券研究所

## 2.2 开店节奏即将提速

目前，新店型数量仍不多，属于模型打磨成功并得到初步验证，即将快速拓展阶段。公司计划在2026年进入加速复制阶段，其中堂食小笼包店是主要抓手。

## 2.3 新店型优化成功的原因

从“买完即走”到“社区食堂”。传统巴比门店面积小，无堂食，仅满足早高峰通勤需求。新店型（特别是堂食店）面积扩大，增加了堂食座位，营造了“现制现售”的烟火气。这种“社区全时段食堂”的定位，承接了家庭、老人及年轻人的全天候便餐需求，有效延长了营业时间。

**良好的平衡：供应链效率与现制烟火气。**公司利用强大的中央厨房供应链优势（统一配送馅料、面皮），在门店端强调“手工现包、现蒸、现煎”的

展示。这种模式既保证了连锁化的效率和毛利，又满足了消费者对“新鲜、锅气”的追求，从而支撑了更高的定价。

**借势：渠道红利与外卖赋能。**2025 年外卖渗透率提升，一方面受益于互联网平台“外卖补贴大战”及随之带来的用户消费习惯培育，另一方面则是公司自身产品力的领先、在同等价格下品质的可靠性。

**全渠道覆盖：**公司积极拓展抖音、美团、京东等新零售渠道，通过线上引流反哺线下门店，尤其是在午晚餐时段，外卖成为重要的增量来源。

### 3 八问巴比——核心问题拆解

**问题 1. 怎么平衡“中央厨房预制”和门店“手工现制”的关系？**（当下消费者对于预制菜存在一定的抵触心理，但完全现制又会导致成本攀升，店铺经营不利）

公司对产品生产流程进行关键节点拆分，每个生产流程交给最匹配的环节来做：公司并非将成品直接配送至门店，而是配送半成品或核心原材料，将最终的熟化和部分成型环节保留在门店。针对不同品类，巴比采用了两种截然不同的供应链协同模式：

**表 1 供应链模式对比**

品类	供应链端（中央厨房）	门店端（现制环节）	核心优势
传统大包	<b>冷冻生坯技术（核心壁垒）：</b> 生产成型但未熟化的生面团，通过速冻锁鲜技术配送。	<b>解冻+醒发+现蒸：</b> 门店只需进行最后一步的醒发和蒸制，无需现场和面和包制。	保证了口感接近现做，同时极大降低了门店人工成本和技术门槛。
手工小笼包（新店型）	<b>标准化半成品：</b> 统一生产馅料、统一制作面皮（薄皮）或配送冷冻面团。	<b>手工现包+现蒸：</b> 店员在顾客面前进行手工包制、摆盘、蒸制。	“表演性”烹饪带来极强的信任感和烟火气，同时馅料口味由央厨兜底，保证一致性。

资料来源：湖北日报、湘财证券研究所

**问题 2. 巴比的技术工艺和别家有什么差异？**（部分竞对似乎也可以模仿巴比，采用“关键节点拆分”的方式平衡预制/现制的关系，巴比的护城河在哪里）

**公司研发多年的冷冻生坯技术是关键：**与市场上常见的“熟冻”（蒸熟冷冻再复热，口感差）不同，生坯技术解决了保汤、面皮发酵等难题，使得复蒸后的口感与现做几乎无异。

手工小笼包关键工序后置：将最耗时的“制馅”和“和面/制皮”留在工厂（实现规模经济），将最能体现新鲜度的“包制”（针对小笼包）和“蒸制”（针对所有产品）留在门店（实现体验经济）。

### 问题3. 为何能既提升效率，又满足“新鲜、锅气”？

公司利用自身中央厨房产能优势、供应链优势等，通过短保日配保证产品新鲜度，在小笼包等品类更是利用店内明厨亮灶的现蒸现制，给出了“新鲜”的直观感受。更具体而言，我们可以将“新鲜、锅气”拆分成“物理层面”和“体验层面”两个维度分析。

**表2 巴比对效率与锅气的平衡**

	短保日配：	现制现售：
物理层面—— “真”新鲜	依托五大中央厨房集群，实现原料12小时入厂、产品24小时送达门店。这种高频配送确保了馅料和面皮的新鲜度，而非长期冷冻库存品	<b>大包子：</b> 虽然是工厂成型，但必须在门店进行醒发和蒸制，出笼时的热气和面香是真实的锅气。 <b>小笼包：</b> 采取明厨亮灶模式，将操作台前移，消费者能亲眼看到店员手工包制的过程。这种视觉冲击直接建立了“新鲜”的心理认知。
体验层面—— “感知”新鲜	<b>全时段烟火气</b> 新店型增加了堂食区域，通过增加现熬粥、现炸油条、现煮馄饨等产品，营造出热气腾腾的社区厨房氛围，区别于传统便利店的微波加热模式	<b>口感还原</b> 冷冻生坯等技术使得包子面皮在蒸制过程中才完成最终发酵，保持了面点的蓬松度和水分，避免了复热产品的干硬感

资料来源：中国财经报道、湘财证券研究所

### 问题4. 产能能否支撑扩张？

公司目前的产能不仅足够，而且急需新店扩张来填补，以释放规模效应。

目前公司产能尚处于爬坡期，整体利用率不高。例如，（公司25年4月的投资者关系活动记录表披露）公司南京中央厨房产能利用率仅为30-40%，武汉中央厨房搬迁后仅为10%左右。较低的产能利用率，主要因为公司上市以来，利用募集资金及经营盈余建设了高规格的产能储备，但受过去两年行业需求疲软及门店拓展速度影响，产能尚未满产。随着部分工厂的产能利用率逐步爬坡，利润弹性将陆续释放。新店型的快速复制正是为了解决产能吃不饱的问题。

现用供应链可以复用，产能可以得到高效利用。新店型的大包子可以直接复用现有冷冻生坯产能，无需新增产线，这将直接摊薄固定成本。小笼包虽然是新大单品，但其核心原料（馅料、面皮）的生产与现有设备高度协同，南京工厂也正在测试老面团团的统一供应，进一步提升标准化支持能力。

**物流配送亦有保障。**公司已建立成熟的冷链物流体系，支持多 SKU 的高频配送。新店型的 SKU 虽然增加（如增加了预制菜半成品、粥料等），但并未超出其物流配送的承载范畴。

#### 问题 5. 为什么转型（店型优化）发生在 2025 年？

公司过去的模式虽然稳，但天花板低，且越来越难赚钱。2025 年的转型，本质上是为了打破只卖早餐的局限，让一家店能赚三份钱（早、中、晚）。

**(1) 旧店型模式下，单店收入到了瓶颈。**巴比的旧店型大多是路边的小档口，店铺面积很小，客户即买即走，门店只能做早餐生意，因此收入天花板很低，且增长乏力。2023 年到 2024 年，受大环境影响，这种老店的收入甚至还在下滑，开新店也越来越难。2025 年公司推出的“手工小笼包堂食店”，门店的单日营业额较以往显著提升。

**(2) 为了抢“午餐”和“晚餐”的生意。**只卖大包子，消费者就只有早餐会来消费，门店下午和晚上空转，房租却要照付。店型升级后，加上了“现包小笼包+馄饨+粥+拌面”，消费场景便扩展至午餐、晚餐两顿正餐，客单价翻倍：以前消费者购买两个包子一杯豆浆，价格为 5-7 元；现在坐下来吃一笼小笼包加一碗馄饨，客单价能提到 12-15 元甚至更高。

**(3) 消费者习惯变化，想要“看得见的新鲜”。**现在的消费者对消费的追求提升，不喜欢吃工厂里冻好后运来再复热的包子，认为是预制菜、缺乏“灵魂”。新店型把厨房透明化，让顾客亲眼看到店员在手工现包小笼包，蒸笼冒着热气（所谓“烟火气”或“锅气”）。这种明厨亮灶极大消除了消费者对冷冻食品的抵触心理，虽然馅料还是由工厂统一配送（保证安全和口味一致），但“包”和“蒸”在现场，口感更好，消费者也更愿意买单。

**(4) 让加盟商能赚到“大钱”，才有人愿意开店。**以前开巴比店是“赚辛苦钱”，通常是夫妻两人起早贪黑；现在公司希望吸引有实力的投资型加盟商。**利润空间：**虽然开一家堂食新店的投入比老店贵，但因为营业额显著增长，毛利率也受益于粥品等高毛利产品、全时段服务而有所提升。**回本快：**新店型虽然投资额更大，但回本周期较快，在连锁行业处于较快的水平。只有让加盟商看到能赚大钱，巴比才能在 2026 年继续快速开店。

**(5) 公司已经具备了支持多 SKU 高频配送的能力。**新店型的 SKU 虽然增加（如增加了预制菜半成品、粥料等），但并未超出其物流配送的承载范畴。

**问题 6. 巴比的新门店模型，护城河在哪？——核心命题：在低门槛的生意中，如何建立高壁垒？**

**核心护城河一：独占性的“冷冻生胚”供应链技术（技术壁垒），**这是巴比最隐蔽但最核心的壁垒。竞争对手如果想模仿巴比的模式，首先面临的是口感与效率的冲突。

**技术突破解决行业痛点：**传统包子店要么是“全手工”（好吃但效率低、依赖师傅、无法快速复制），要么是“全熟冷冻复热”（效率高但口感差、面皮发死、无汤汁）。巴比的护城河在于其冷冻生胚技术的重大突破。这项技术解决了速冻包子复蒸后汤汁流失、面底粘牙的行业难题。**差异化面皮供应：**巴比的工厂能同时供应三种不同的面皮（大包子、小笼包、生煎包），门店只需负责发酵和蒸制。**去厨师化：**这种模式让门店不需要聘请高薪的专业面点师傅，普通员工经过培训即可上岗，极大地降低了单店的人力成本和技术门槛。

**竞争对手的困境：小作坊/夫妻店：**无法实现面皮的工业化生产，必须每天凌晨两三点起床和面、擀皮，劳动强度极大，无法通过规模化降低成本。**普通连锁品牌：**如果没有掌握冷冻生胚技术，只能配送熟品复热，口感会被巴比的“现制现蒸”降维打击；或者配送面粉让门店自己做，这又回到了依赖师傅的低效模式。

**核心护城河二：极致的“总成本领先”优势（规模壁垒）。**在客单价 12-15 元的平价餐饮赛道，成本控制就是生命线。巴比的规模效应构筑了极高的价格防御墙。

**供应链的规模效应：**巴比在上海、南京、武汉、天津、东莞布局了五大中央工厂（据公司 25H1 半年报），产能覆盖长三角、珠三角、京津冀经济圈及华中地区等公司核心业务区域。**采购成本：**依托巨大的采购量（如猪肉、面粉），巴比拥有极强的上游议价能力，这是单体店或小型连锁无法比拟的。**配送效率：**公司采用“标准化生产、全冷链配送”的经营模式，以各中央厨房为中心，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，构建了“紧邻门店、统一管理、快捷供应、最大化保质保鲜”的供应链体系。

**单店模型的盈利能力：**竞争对手如果想做一个“覆盖三餐的平价餐厅”，会发现很难赚钱。巴比新店型通过引入粥、馄饨、拌面等辅品，这些产品的毛利率极高，拉动整体门店毛利率提升，帮助巴比实现新店型回本周期显著

短于传统餐饮。这种高效的单店模型是基于其强大的后台支撑，竞争对手难以在同等价格下实现同等利润。

**核心护城河三：存量门店的“低成本翻牌”能力（渠道壁垒）。**这是巴比在 2025-2026 年扩张中最具杀伤力的武器。竞争对手想开店需要从零找铺位、装修、招人，而巴比是在“存量改造”。

**庞大的门店基数：**截至 2025 年三季度末，巴比拥有接近 6000 家门店。其中华东地区有大量门店具备改造为“堂食店”的潜力。

**加盟商的信任与裂变：**巴比拥有大量合作多年的优质加盟商群体。当新模式（堂食小笼包）被验证能赚钱时，这些老加盟商有望迅速跟进改造或开二店。

**速度优势：**竞争对手开设新店，需要选址-谈加盟-选品-装修-进货上架-开业促销（提升人气）等漫长流程，投入成本也较高；而巴比的老店改造需要的时间大为减少，投入也显著降低。这种“内部裂变”的速度远快于竞争对手的外部招商。

**点位优势：**巴比的门店占据了社区、交通枢纽等高流量的黄金点位。这些位置具有稀缺性，竞争对手现在想进驻，不仅租金更高，而且很难找到如此密集的优质铺位。

**核心护城河四：品牌心智与“明厨亮灶”的信任感（品牌壁垒）。**在平价餐饮市场，消费者最大的痛点是“卫生”和“安全”。

**降维打击“脏乱差”：**相比于路边的“XX 小吃”或“XX 小笼包”夫妻店，巴比的堂食店采用统一的橙色品牌形象、明厨亮灶的设计，让消费者亲眼看到员工现包小笼包。在同等价格带（12-15 元吃饱），消费者会天然倾向于更有品牌背书、更干净卫生的巴比。

**区别于高价连锁：**相比于“袁记云饺”等客单价 20 元以上的品牌，巴比的定价更亲民（堂食店 10-15 元），更高频，覆盖了更广泛的刚需人群（价位根据大众点评抽样）。

**问题 7. 为什么对手难以复制？如果对手也做一个覆盖早中晚三餐的平价餐厅，能否与巴比竞争？**

我们将巴比在该定位的市场主要竞争者分为三类：其一是夫妻老婆店，以“杭州小笼包”、“嵊州小笼包”为代表；其二是同类连锁品牌，典型如袁

记云饺；其三是潜在的跨界模仿者。

**表 3 巴比门店与竞对的比较分析**

竞争对手类型	痛点与劣势	巴比的优势
夫妻店/小作坊(如杭州小笼包)	1.劳动强度大：需凌晨起床备料，无法全时段运营。 2.品控不稳定：口味依赖师傅个人。 3.卫生堪忧：缺乏信任感。 4.抗风险差：原材料价格波动直接冲击利润。	1.工业化减负：工厂供馅供皮，门店只负责包和蒸。 2.标准化出品：千店一面，口味稳定。 3.品牌背书：上市公司，食品安全有保障。 4.规模采购：平抑原材料成本波动。
同类连锁品牌(如袁记云饺)	1.价格偏高：客单价 20 元+，非极致刚需。 2.品类局限：主打饺子/云吞，早餐属性弱。 3.供应链半径：部分品牌供应链未实现全国化覆盖。	1.极致性价比：12-15 元吃饱，覆盖全客群。 2.全时段全品类：包子+粥+面，早中晚通吃。 3.全国产能：五大工厂布局，物流成本更低。
跨界模仿者(新进入者)	1.供应链门槛：自建中央厨房需数亿投入，且需数年磨合。 2.管理难度：管理数千家加盟商需要强大的 IT 系统和督导体系。 3.冷启动难：没有存量门店，招商成本极高。	1.先发优势：20 年积累的供应链和管理体系。 2.数字化管理：SAP、TMS 等系统全链条管控。 3.存量翻牌：低成本快速扩张。

资料来源：大众点评、中国新闻网、每日经济新闻、湘财证券研究所

### 总结：巴比的真正护城河

巴比的护城河不是“做包子”这件事本身，而是“用工业化的后台效率，支撑起手工化的前台体验”。看得见的**手工（体验）**：在门店现包现蒸，给消费者“烟火气”和“新鲜感”。看不见的**工业（效率）**：在工厂完成 90%的工序（制馅、制皮、调味），在门店只完成最后 10%的动作（包、蒸）。这种模式让巴比既拥有了路边摊的“锅气”和“低价”，又拥有了连锁巨头的“标准”和“利润”。这就是为什么竞争对手看似能模仿其形（开个店卖三餐），却很难模仿其神（在低价下还能保持高毛利和快速复制）的核心原因。

**结论：巴比的壁垒在于供应链深度（冷冻生胚技术）、渠道广度（近 6000 家门店网络）以及管理精度（数字化与加盟商管理）的综合叠加。这构成了其在“平价全时段社区餐饮”赛道中极高的防御壁垒。**

### 问题 8. 10-15 元价格带的店型，巴比对手都有谁，谁最有可能颠覆巴比？

我们认为在当下，巴比首要的对手是直接对标的沙县小吃、杭州小笼包等，相比而言，公司具有较为明显的优势，在未来有望快速扩张。而潜在竞争对手则是看似遥远的快餐巨头（如肯德基、麦当劳等）。

表 4 10-15 元带，巴比的竞争对手

竞争对手类型	代表品牌/业态	客单价区间	门店规模	竞争特征	巴比的相对优势
直接对标(国民小吃)	沙县小吃	15-20 元	沪苏浙皖四地 3.8 万家（占全国门店 43%）	门店极多，覆盖面广，但品质参差不齐	品牌化管理、供应链统一、环境更卫生
同品类对手(散兵游勇)	杭州/嵊州小笼包	10-20 元	全国 2 万+家	夫妻店为主，口味地道但无品牌，环境较差	“明厨亮灶”信任感强、食品安全有保障
模式竞品(现包连锁)	袁记云饺	约 20 元	全国 4200+家	现包现煮，品牌势能强，但价格稍贵	价格更亲民(便宜 5-8 元)、全时段经营能力更强
潜在对手(快餐巨头)	肯德基/麦当劳	15-25 元	麦当劳 8000+家，肯德基 12600+家	早餐时段推出小笼包，品牌力极强	巴比更具“烟火气”和现做口感，性价比更高

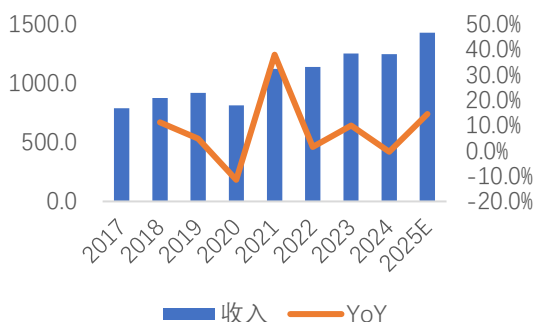
资料来源：中国新闻网、冷冻食品网、麦当劳官网（金拱门）、每日经济新闻、环球网、湘财证券研究所

## 4 传统门店-修复企稳，触底回升

传统门店（以早餐外带为主）在过去几年受宏观环境和竞争加剧影响，单店营收经历了下滑，但目前已经企稳回升。

**历史走势：**2021 年是单店经营高峰，2022-2024 年单店营收持续下滑。主要原因为消费力波动及早餐替代品（便利店、茶饮店早餐）的分流。**拐点出现：**进入 2025 年后，单店经营出现明确拐点，2025 年上半年，公司单店收入出现显著的边际好转。

图 4 加盟店收入及增速 (百万元, %)



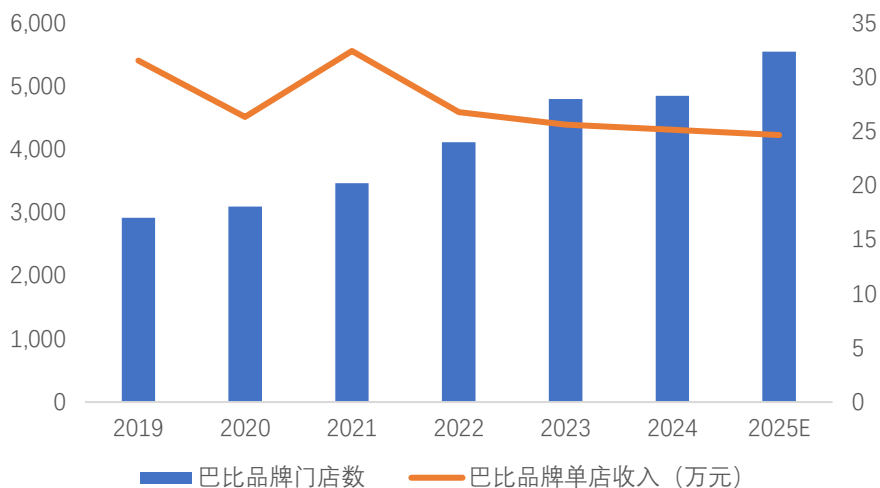
资料来源: iFinD、公司历年年报、湘财证券研究所

图 5 巴比品牌门店收入及增速 (百万元, %)



资料来源: iFinD、公司历年年报、湘财证券研究所

图 6 巴比品牌门店数量及单店收入 (单位: 家, 万元, 单店收入为右轴)



资料来源: iFinD、公司历年年报、湘财证券研究所

## 5 团餐业务-天花板仍高, 尚处在快速成长期

巴比团餐业务的收入端已经企稳回正, 增长驱动力主要来自:

**1. 产品延伸:** 从成品向定制馅料、半成品菜等高增长品类延伸。“定制化”是关键: 定制化服务解决了连锁餐饮客户 (如老乡鸡、便利店等) 的“去厨师化”和“标准化”痛点, 客户粘性极高, 且随着客户自身门店扩张, 巴比的供货量会自动放大, 形成自然提速。

**2. 渠道开拓:** 积极拓展永辉、盒马、美团等新零售大客户, 增长迅速。**渠道放量:** 2025 年上半年, 公司对盒马、美团小象超市的销售额分别同比增长 187% 和 90%, 带动零售业务整体增长 55%。**策略深化:** 公司不仅是供货商,

还通过直播带货、开发大单品等方式主动出击，这种深度绑定确保了在新渠道中的份额扩张。

**3.产能与供应链：**公司已建成全国化的中央厨房布局。这使得它能高效服务全国性客户，产能优势是中小竞争对手难以复制的核心壁垒。**边际效应：**团餐业务的大额订单（如学校、企业食堂、大型连锁）是填补产能缺口、摊薄固定成本的最佳手段。为了提升 ROE 和净利率，管理层有极强的动力在 2026 年加速团餐业务的拓展

团餐业务（B 端）与门店加盟业务（C 端）构成了“双轮驱动”。它不仅能平滑餐饮消费的波动，还能提升工厂产能利用率，摊薄固定成本，未来

**增速展望：**预期未来几年保持双位数增长

**中长期目标：**管理层曾提出团餐业务占比达到 40-50% 的愿景（据网易新闻）。虽然目前距离该目标尚远，但这也意味着团餐业务的天花板极高，预计仍处于成长期。

## 6 并购整合-潜力十足的增长引擎

公司的并购整合业务经历了从“粗放翻牌”到“供应链赋能”的过程，并购已成为公司的第二增长极。巴比食品的并购策略经历了显著的试错与迭代，目前已形成一套成熟的“供应链整合先行+保留品牌资产+后端管理赋能”的方法论。在 2026 年及未来，并购不再仅仅是规模扩张的手段，更是其提升区域产能利用率（尤其是华东、华中工厂）、通过行业整合提升市占率的核心驱动力。

### 6.1 并购策略的迭代：从“武汉教训”到“南京经验”

巴比食品的并购并非一帆风顺，而是通过实战复盘完成了关键的策略修正。（以下整理自公司历年年报或半年报）

#### “1.0 阶段”：强行翻牌的“阵痛期”（2021-2022）

案例：收购武汉“好礼客”与“早宜点”。

策略：倾向于将收购门店直接翻牌为“巴比”品牌。

结果：并不成功。由于强制翻牌，导致原品牌积累的客群流失，且不同区域口味差异导致品牌认知度未达预期，最终导致部分门店流失，整合效果未完全释放。

## “2.0 阶段”：因地制宜的“赋能期” (2024-2025)

案例：收购南京“蒸全味”、南京/无锡“青露”、江西“浔味来”、浙江“馒乡人”。

策略修正：

保留品牌独立性：对于在当地已有较强品牌认知和稳定客群的标的（如南京蒸全味），不再强制翻牌，而是保留原品牌运营。

供应链核心整合：核心动作是将标的品牌的供应链切换至巴比的中央工厂（如南京工厂），利用巴比的产能优势降低成本，提升标的品牌的毛利空间。

灵活翻牌：仅针对经营不善或品牌力弱的门店建议翻牌为巴比，利用巴比品牌势能进行挽救。

结果：验证成功。以南京“蒸全味”为例，保持了门店数量稳定，有效提升了南京工厂的产能利用率，对盈利能力产生正面贡献。2025 年收购的“馒乡人”也于当年 7 月顺利完成约 250 家门店的供应链切换。

## 6.2 并购整合的底层商业逻辑

巴比食品之所以在 2025-2026 年加速并购，本质是利用“资金优势+工业化产能”对分散的早餐市场进行降维打击。

### 1. 行业终局思维：存量整合是必经之路

市场背景：中国包子行业极度分散，品牌 CR10 不足 7%（据网易新闻-食品内参），存在大量抗风险能力差的小微连锁品牌。

宏观契机：2024-2025 年宏观消费环境偏弱，许多区域性小品牌经营承压，估值处于低位。巴比利用上市公司充裕的现金流（账面现金充裕），掌握了议价主动权，能够以较低成本获取优质资产。

### 2. 产能利用率的“填坑”逻辑

核心痛点：巴比在南京、武汉等地建设了大型智能制造中心，如果仅靠内生开店，产能爬坡周期过长，折旧摊销压力大。

并购解法：通过收购当地拥有数百家门店的连锁品牌（如青露、馒乡人），直接将这些门店的采购需求导入巴比工厂。这能瞬间拉升工厂产能利用率，摊薄固定成本，形成“并购-产能填满-成本降低-利润释放”的正向循环。

### 3. 区域渗透的“桥头堡”

战略意义：并购是突破区域壁垒的最快方式。通过收购浙江“馒乡人”和

江西“浔味来”，巴比迅速在华东腹地和江西市场获得了密集的网点布局，直接获取了当地优质点位和成熟的加盟商团队，比自建团队从零开拓效率更高。

**表 5 巴比食品关键并购项目梳理与整合路径**

时间	标的品牌	区域	门店规模	整合模式	战略意义
2022	好礼客/早宜点	武汉	约 300 家	尝试翻牌(效果一般)	进军华中，获取初步产能支撑
2024	蒸全味	南京	约 150 家	保留品牌+供应链整合	验证新模式，提升南京工厂产能
2025	青露	苏锡常	约 500 家	供应链整合+财务并表	巩固华东优势，大幅提升市占率
2025	馒乡人	浙江~	约 250 家	供应链切换(2025.7完成)	突破浙江市场，打入华东腹地

资料来源：公司 2022-2024 年历年年报及 2025 年半年报、湘财证券研究所

## 6.3 2026 年及未来展望：并购将常态化与精细化

基于当前的成功经验，展望 2026 年，巴比食品的并购整合预计呈现以下趋势：

### 1. 扩张节奏：并购是“双轮驱动”的核心一轮。

常化工具：预计 2026 年，并购将继续作为拓店的重要手段之一，与内生开店（特别是手工小笼包堂食店）并行。

区域聚焦：重点依然是华东、华中、华南等现有产能覆盖的区域。

### 2. 整合深度：从“物理拼凑”到“化学反应”

供应链深化：2026 年的重点将是进一步优化已收购品牌（如青露、馒乡人）的供应链效率，通过统一采购和生产降低成本，提升并购标的净利率水平。

管理输出：公司已组建专门的投资并购团队（如请回前高管负责投资），未来将加强对被投企业的数字化赋能和管理输出，确保并购后不出现运营摩擦。

### 3. 财务表现：收入与利润的双重释放

收入端：随着青露、馒乡人等品牌的并表，预计 2026 年华东区域的收入将继续保持较快增长。

利润端：随着整合完成，并购带来的供应链协同效应将体现为毛利率的稳定或提升。虽然短期可能有整合成本，但长期看，高毛利的供应链业务占

比提升将增厚利润。

## 7 盈利预测与可比公司估值

### 7.1 关键假设

**关键假设 1.新店型驱动加盟门店数量维持较高的净增长，且单店营收止跌回升。**

我们做出该假设，主因公司在 2025 年上半年进行的新店型探索较为成功，单店模型打磨初步成型，新店型较老店型而言客单价、单日营收、毛利率均有较大改善。虽然单店投入增长但回本周期预计缩短。因此，新店型有望吸引一批具备更强资金实力，同时兼具餐饮行业运营经验的成熟加盟商（包括老加盟商开新店）。这不同于公司既往模式下对中小加盟商（以“夫妻店”模式为主）的招募，更加有希望实现较快的开店速度，并同步提升单店营收。

**关键假设 2.传统店型的单店营收企稳，店铺数量增速放缓但保持净增长。**

我们做出该假设，主因公司传统门店在经历近几年的单店营收回落后，在 2025 年上半年呈现出企稳甚至回升的迹象。在经营端，公司在传统门店推出大包子等新品，也取得了较好的市场反馈。此外，公司也在积极开拓市场，采用加盟店招商+并购的模式共同推进传统门店扩张。

**关键假设 3.非巴比品牌门店保持低速增长。**

该假设主因非巴比品牌的门店增长主要依靠对外并购，非公司内生增长。我们对该增长驱动保持了较为谨慎的预估，若公司未来由新增并购项目落地，带来更多的非巴比品牌门店，我们可能会上调该假设，并同步调整公司的盈利预测。

**关键假设 4.团餐、其他业务稳健增长。**

我们对团餐及其他业务在未来几年的增长速度给予相对谨慎的预期，主要参考了历史近 3 年公司相应业务的增长表现，及公司在投资者交流等对外披露文件中表述的相应战略。

表 6 公司主营业务拆分及收入利润预测明细

分业务	科目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
加盟店	收入 (百万元)	1,252	1,246	1,364	1,657	1,944
	YOY	10%	0%	9%	21%	17%
	成本 (百万元)	914	894	965	1163	1355
	YOY	10%	-2%	8%	21%	16%
	毛利润 (百万元)	338	352	400	494	589
	毛利率	27%	28%	29%	30%	30%
直营店	收入 (百万元)	27	21	31	37	44
	YOY	-17%	-23%	46%	20%	18%
	成本 (百万元)	11	10	14	16	19
	YOY	-10%	-13%	43%	19%	18%
	毛利润	16	12	17	21	24
	毛利率	60%	55%	56%	56%	56%
团餐业务	收入 (百万元)	330	380	437	498	563
	YOY	-1%	15%	15%	14%	13%
	成本 (百万元)	261	306	350	399	450
	YOY	7%	17%	14%	14%	13%
	毛利润	69	74	87	100	113
	毛利率	21%	20%	20%	20%	20%
其它	收入 (百万元)	20	22	25	28	31
	YOY	-5%	11%	12%	11%	10%
	成本 (百万元)	11	15	17	19	21
	YOY	-10%	41%	12%	11%	10%
	毛利润	9	7	8	9	9
	毛利率	46%	31%	31%	31%	31%
其它业务	收入 (百万元)	2	2	3	3	4
	YOY	33%	30%	20%	20%	20%
	成本 (百万元)	0	0	0	0	0
	YOY	40%	118%	20%	20%	20%
	毛利润	2	2	2	3	3
	毛利率	94%	90%	90%	90%	90%
<b>主营业务收入合计 (百万元)</b>		<b>1,631</b>	<b>1,671</b>	<b>1,860</b>	<b>2,223</b>	<b>2,586</b>
<b>主营业务成本合计 (百万元)</b>		<b>1,197</b>	<b>1,224</b>	<b>1,345</b>	<b>1,598</b>	<b>1,845</b>

资料来源: ifind、湘财证券研究所

注: “其他业务”类的部分科目金额显示为零,系四舍五入后不足1百万元所致

## 7.2 盈利预测

综上，我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 1859/2223/2584 百万元，同比分别+11.2%/+19.5%/+16.3%，同期归母净利润分别为 273/315/369 百万元，同比分别-1.3%<sup>1</sup>/+15.5%/+16.9%，同期公司 EPS 分别为 1.14/1.32/1.54 元。

表 7 盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1630.23	1671.45	1859.31	2222.60	2584.46
增长率	6.9%	2.5%	11.2%	19.5%	16.3%
归母净利润 (百万元)	213.72	276.59	272.90	315.30	368.57
增长率	-3.9%	29.4%	-1.3%	15.5%	16.9%
每股收益 (EPS)	0.89	1.15	1.14	1.32	1.54
市盈率 (P/E)	34.86	26.94	27.30	23.63	20.21
市净率 (P/B)	3.38	3.29	3.05	2.93	2.82

资料来源：ifind、湘财证券研究所

## 7.3 可比公司估值

我们在 A 股食品饮料行业中选取与公司业务模式相似、具有可比性的企业作为可比公司，并剔除业绩波动或亏损可能导致估值失真的公司，最终选取宝立食品、安井食品、千味央厨作为可比公司。根据一致预期测算，截止报告日可比公司股价对应 2025E - 2027E 业绩一致预期的市盈率 (PE) 均值分别为 32.7X / 27.7X / 24.2X。公司当前股价对应同期盈利预测的市盈率分别为 27.3X / 23.6X / 20.2X。公司具有较好的成长性，而估值水平低于可比公司均值。

表 8 可比公司估值对比

公司	25E EPS	26E EPS	27E EPS	PE-ttm	PE 25E	PE 26E	PE 27E
巴比食品	1.14	1.32	1.54	26.3	27.3	23.6	20.2
宝立食品	0.66	0.76	0.87	22.5	21.5	18.6	16.3
安井食品	4.29	4.78	5.28	21.0	20.3	18.3	16.5
千味央厨	0.80	0.97	1.13	78.5	56.2	46.4	39.9
<b>可比公司均值</b>				<b>40.7</b>	<b>32.7</b>	<b>27.7</b>	<b>24.2</b>

资料来源：ifind、湘财证券研究所

巴比食品数据采用报告盈利预测，其他公司数据采用 ifind 一致预期

<sup>1</sup> 2025 年公司归母净利润预测同比下滑，主因 2024 年非经常性损益较大带来高基数效应。2024 年的非经常性损益主要来自公司间接持有的东鹏饮料在 2024 年股价上涨，带来的公允价值变动收益较高。

## 8 投资建议

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 1859/2223/2584 百万元，同比分别+11.2%/+19.5%/+16.3%，同期归母净利润分别为 273/315/369 百万元，同比分别-1.3% /+15.5%/+16.9%，同期公司 EPS 分别为 1.14/1.32/1.54 元。公司业务扎实，门店数量重回增长，2026 年快速拓店具有良好的基础；单店模型有显著改善；团餐及 B 端业务放大利润弹性；通过并购打开新的增长空间。综上所述，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## 9 风险提示

**新店型拓展或表现不及预期的风险。**我们的一项关键假设是公司新店型在未来几年快速开店。若新店型每年的净新增数量较我们预测值降低 10%，则 2025-2027 年的公司总营收较原始预测值变化分别为-0.03%/-1.05%/-1.86%，同期公司归母净利润较原始预测值变化分别为-0.02%/-1.02%/-1.89%。

市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，团餐业务可能摊薄公司毛利率的风险，宏观需求波动的风险，并购带来的多品牌管理难度提升、商誉减值风险。

附表 财务报表预测和估值数据汇总 (单位: 百万元, %)

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,100	894	1,090	1,139	1,190	营业收入	1,630	1,671	1,859	2,223	2,584
应收款项	98	113	134	163	193	营业成本	1,201	1,225	1,345	1,597	1,846
存货净额	70	69	85	95	110	营业税金及附加	12	13	15	18	21
其他流动资产	10	192	134	112	146	销售费用	92	72	78	84	96
<b>流动资产合计</b>	<b>1,278</b>	<b>1,267</b>	<b>1,444</b>	<b>1,508</b>	<b>1,639</b>	管理费用	131	135	147	178	207
固定资产及在建工程	610	739	802	864	929	财务费用	(37)	(31)	(26)	(29)	(29)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	(20)	(95)	(36)	(15)	(15)
无形资产	124	130	133	134	136	<b>营业利润</b>	<b>252</b>	<b>353</b>	<b>337</b>	<b>389</b>	<b>460</b>
其他非流动资产	769	717	725	764	758	营业外净收支	30	14	18	20	17
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,503</b>	<b>1,586</b>	<b>1,661</b>	<b>1,761</b>	<b>1,823</b>	<b>利润总额</b>	<b>282</b>	<b>366</b>	<b>355</b>	<b>409</b>	<b>477</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,781</b>	<b>2,853</b>	<b>3,105</b>	<b>3,270</b>	<b>3,462</b>	所得税费用	67	86	81	92	106
短期借款	0	0	15	5	7	<b>净利润</b>	<b>215</b>	<b>280</b>	<b>274</b>	<b>317</b>	<b>371</b>
应付款项	441	460	507	584	671	少数股东损益	2	3	1	2	2
其他流动负债	1	1	1	1	1	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>214</b>	<b>277</b>	<b>273</b>	<b>315</b>	<b>369</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>442</b>	<b>461</b>	<b>522</b>	<b>590</b>	<b>678</b>						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
其他长期负债	129	111	120	120	117	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>129</b>	<b>111</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>117</b>	ROE	10.0%	12.4%	11.6%	12.6%	14.2%
<b>负债合计</b>	<b>570</b>	<b>572</b>	<b>642</b>	<b>710</b>	<b>795</b>	毛利率	26.3%	26.7%	27.7%	28.1%	28.6%
股本	250	248	240	240	240	营业利润率	15.5%	21.1%	18.1%	17.5%	17.8%
股东权益	2,211	2,281	2,463	2,560	2,667	销售净利率	13.2%	16.8%	14.7%	14.3%	14.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,781</b>	<b>2,853</b>	<b>3,105</b>	<b>3,270</b>	<b>3,462</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	6.9%	2.5%	11.2%	19.5%	16.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营业利润增长率	-9.8%	39.8%	-4.5%	15.5%	18.2%
净利润	215	280	274	317	371	归母净利润增长率	-3.9%	29.4%	-1.3%	15.5%	16.9%
折旧摊销	50	46	48	54	59	<b>偿债能力</b>					
利息费用	(37)	(31)	(26)	(29)	(29)	资产负债率	20.5%	20.0%	20.7%	21.7%	23.0%
其他	16	(77)	52	26	25	流动比	2.89	2.75	2.77	2.56	2.42
<b>经营活动现金流</b>	<b>244</b>	<b>217</b>	<b>347</b>	<b>368</b>	<b>426</b>	速动比	2.74	2.60	2.60	2.40	2.25
资本支出	148	(208)	(109)	(117)	(142)						
其他	(32)	55	8	0	0	<b>每股指标与估值</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>115</b>	<b>(153)</b>	<b>(101)</b>	<b>(117)</b>	<b>(142)</b>	<b>每股指标</b>					
债务融资	(8)	31	42	18	31	EPS	0.89	1.15	1.14	1.32	1.54
权益融资	(98)	(314)	(92)	(220)	(264)	BVPS	9.19	9.46	10.21	10.61	11.05
其它	(5)	13	0	0	0	<b>估值</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(111)</b>	<b>(270)</b>	<b>(50)</b>	<b>(202)</b>	<b>(233)</b>	P/E	34.9	26.9	27.3	23.6	20.2
汇率变动						P/B	3.4	3.3	3.0	2.9	2.8
<b>现金净增加额</b>	<b>249</b>	<b>(206)</b>	<b>196</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	P/S	4.6	4.5	4.0	3.4	2.9

数据来源: ifind、湘财证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。