

巴比食品(605338)

报告日期: 2026年05月25日

中华包点龙头再出发，新店型打开增长天花板

——巴比食品深度报告

投资要点

- 巴比食品是一家中式面点连锁企业，特许加盟店/团餐双轮驱动收入增长**

1、业务双轮：2025年特许加盟店/团餐业务收入占比分别75%/23%，2020-2025年加盟店/团餐业务收入CAGR分别为11.1%/27.1%，其中团餐业务收入占比从14%提升至23%。

1) 加盟店：26年有望实现新开1000+门店（新开的手工小笼包门店中预计70%为传统门店升级），单店收入有望保持稳健。①门店数量：25年青露等品牌的并购助力公司全年实现净开店766家；截至26年一季度末门店共计5890家；②单店收入：23年起竞争压力下整体单店收入承压，24H1公司主动聚焦单店质量的优化，25年巴比品牌单店收入已同比企稳回升，26Q1整体单店收入持平。

2) 团餐：26Q1阶段性下滑，长期仍为重要增长极。①26年中国团餐市场规模超3.5万亿，公司作为中式面点连锁龙头企业，其团餐业务有望形成β+α共振。②团餐业务26Q1阶段性下滑，长期来看，仍为公司重要增长极。

2、多重利好驱动改善：过去，公司收入、盈利端受到一定压制：收入层面，一方面，非华东地区门店及并购品牌门店店效不及华东地区巴比品牌门店，全国化扩张与并购动作拖累整体收入表现；另一方面，受市场竞争加剧影响，2023年起公司整体门店店效承压；盈利层面，团餐业务毛利率低于加盟业务，其收入占比持续攀升，压制公司整体盈利水平。当前，伴随巴比主品牌单店收入企稳回暖、手工小笼包新店型加速渗透、团餐业务逐步释放规模效应，收入、盈利端均有望得到改善。
- 手工小笼包新店型：再造一个新巴比，打开向上空间**

1、解码手工小笼包新店型：手工小笼包新店型解决了此前单店收入增速阶段性承压的核心问题，为公司后续经营的重点，因此有望“再造一个新巴比”，具体看：

1) 竞争优势：①于前端：一方面单店模型显著优化（日销售额可达传统店型的2-3倍；毛利率高于传统店型约5-10pct；回本周期显著优于传统店型）；另一方面，小笼包品类出品优质稳定、适合于全国范围推广；②于后端：公司的核心壁垒在于供应链能力和组织能力，确保小笼包新店型得以于全国范围内稳定拓店。

2) 拓店目标&空间：26年开始陆续向华南、华北、华中等区域渗透，26年公司目标实现手工小笼包新店型门店数突破600家、冲刺700家；中期看，我们预计全国有望开出2000-3000家店。

2、手工小笼包新店型对收入端的贡献：①我们对未来单店收入有信心，核心逻辑有二：一方面当前多数手工小笼包新店型暂未开通外卖业务，后续外卖的逐步开启将为单店收入提供支撑；另一方面新店型有望于非华东区域也实现较好的店销表现；②推演26年，预计当堂食店日销/外带店日销分别为6500/4500元时，加盟店收入增加1.5亿元；③预计当老店升级比例达80%时，加盟店收入达27.6亿元，为升级前加盟店收入的2倍。
- 盈利预测与估值**

预计2026-2028年公司收入分别实现20.6/24.0/27.4亿元，同比+10.9%/+16.5%/+14.2%；扣非归母净利润分别为2.9/3.4/3.9亿元，同比+16.6%/+18.3%/+15.1%；归母净利润对应PE分别为16.3/13.9/12.2X。选取安井食品、千味央厨、三全食品作为可比公司。考虑到巴比食品作为中式面点连锁龙头，巴比品牌单店收入现已逐步企稳回升，向好趋势持续巩固，内生外延拓店持续进行；小笼包新店型打造优质单店模型，拉动单店向上，成长空间广阔，给予2026年25-30X PE，维持“买入”评级。
- 风险提示**

拓店速度不及预期，行业竞争加剧

投资评级：买入(维持)

分析师: 张潇倩
执业证书号: S1230526010001
zhangxiaolian01@stocke.com.cn

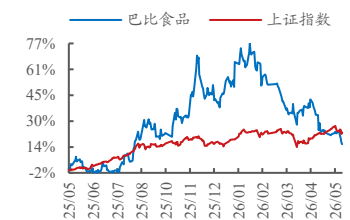
分析师: 孙天一
执业证书号: S1230521070002
suntianyi@stocke.com.cn

研究助理: 杨美云
yangmeiyun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥20.78
总市值(百万元)	4,978.20
总股本(百万股)	239.57

股票走势图



相关报告

- 1 《单店修复态势巩固，团餐业务趋势向好》2025.08.23
- 2 《盈利能力或逐渐改善，高分红有望持续》2025.04.12
- 3 《开店如期推进，发力优化单店模型》2024.08.31

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,859	2,062	2,403	2,743
(+/-) (%)	11.22%	10.93%	16.52%	14.16%
归母净利润	273	306	358	410
(+/-) (%)	-1.28%	12.07%	17.15%	14.25%
每股收益(元)	1.14	1.28	1.50	1.71
P/E	18.23	16.27	13.89	12.16

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 传统店型：内生外延稳拓店，巴比品牌单店改善持续巩固	5
1.1 持续迭代：从经典鲜包到手工小笼包，从早餐场景延伸至全时段	5
1.2 双轮驱动：内生外延下加盟店持续扩张，团餐渠道中期仍是重要增长极	6
1.2.1 加盟店：26年有望实现新开1000+门店（新开的手工小笼包门店中预计70%为传统门店升级），单店收入有望保持稳健	7
1.2.2 大客户及零售（团餐）：设大客户事业部，团餐渠道长期仍为重要增长极	10
1.3 产能布局：产能利用率提升空间大，盈利能力有望上行	10
2 手工小笼包新店型：再造一个新巴比，打开向上空间	12
2.1 手工小笼包店型的竞争优势？	12
2.2 手工小笼包店型的拓店空间？	14
2.3 手工小笼包店型对收入端的贡献？	15
3 盈利预测与估值	17
4 风险提示	17

图表目录

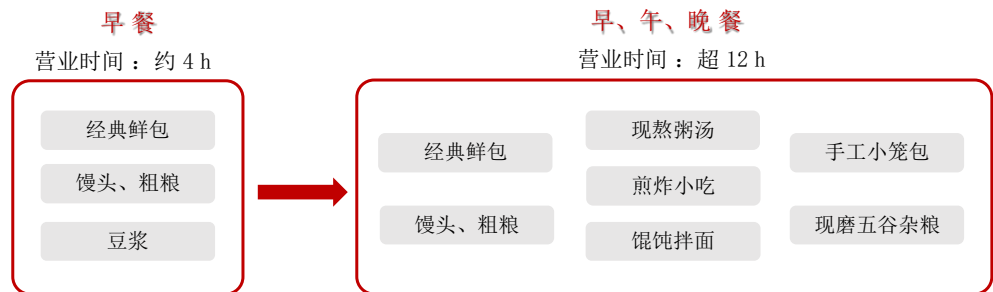
图 1: 巴比门店从早餐逐步拓展至早午晚餐全覆盖	5
图 2: 巴比小笼包门店产品矩阵	5
图 3: 外延并购情况	8
图 4: 从年度看, 23-25 年加盟店单店收入阶段性承压	9
图 5: 分季度看, 26Q1 加盟店单店收入基本维稳	10
图 6: 2025 年巴比工厂产能情况	11
图 7: 巴比手工小笼包门店菜单	12
图 8: 巴比手工小笼包堂食门店座位展示	13
图 9: 巴比手工小笼包堂食门店厨房展示	13
图 10: 巴比手工小笼包门店门头展示	13
图 11: 巴比手工小笼包门店排队情况	13
图 12: 官方视频号披露的部分巴比、青露手工小笼包开店情况	14
表 1: 分产品收入拆分 (亿元)	6
表 2: 分渠道收入拆分 (亿元)	7
表 3: 加盟店收入拆分	8
表 4: 手工小笼包新店型单店模型	12
表 5: 26 年堂食、外带店日销变化对于巴比收入端的影响 (亿元)	15
表 6: 升级比例对巴比收入端的影响	16
表 7: 相对估值	17
表附录: 三大报表预测值	18

1 传统店型：内生外延稳拓店，巴比品牌单店改善持续巩固

1.1 持续迭代：从经典鲜包到手工小笼包，从早餐场景延伸至全时段

门店持续升级，从单一时段向早中晚全时间段复合场景转型。2003年首家巴比馒头店在上海诞生，2010年第二代品牌形象“巴比曼特尔”诞生，巴比店型最先以经典鲜包、馒头粗粮等早点品类为主，收入主要来源于早上10点以前的早餐销售；2016年升级第三代门店、品类从早点拓展至中晚餐（增加糕团、油条、饮品等），截至2021年底，第三代门店升级率已接近门店总数的80%，门店营业时间长于12小时；2020年巴比第四代手工牛肉大包在华东市场诞生，主打品质感更高的手工牛肉大包；2023年巴比在华东、华南、华北、华中区域推出第四代手工鲜肉包门店，主打手工鲜肉包，现包现卖。2025年，公司正式推出手工小笼包新店型，手工小笼包新店型营业时长14.5h（5:30-20:00），增加手工小笼包和现磨五谷杂粮等品类。

图1：巴比门店从早餐逐步拓展至早午晚餐全覆盖



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图2：巴比小笼包门店产品矩阵



资料来源：公司公告，巴比商城小程序，浙商证券研究所

面米类、馅料类、外购食品类贡献九成收入，近年毛利率较高的馅料类、外购食品类驱动业绩增长。公司收入来源主要来自公司工厂向门店供货（区别于加盟店于门店端的销售收入），公司25年面米类/馅料类/外购品类/包装物辅料类/加盟店管理及其他收入分别同比-1.5%/+21.8%/+20.5%/+15.5%/+7.3%，占比35.9%/29.4%/25.0%/6.3%/3.0%；面米类、馅料类、外购食品类贡献九成收入，馅料类、外购食品类近年收入保持较高增速，毛利率相对较高且并持续抬升，驱动业绩稳定向好。

表1：分产品收入拆分（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
面米类	3.1	4.7	6.6	6.6	6.8	6.7	1.3
YOY	-11.1%	53.2%	40.3%	0.6%	2.2%	-1.5%	-11.8%
占比	31.4%	34.1%	43.2%	40.7%	40.5%	35.9%	35.3%
毛利率	24.6%	22.5%	26.8%	22.4%	21.9%	23.0%	
馅料类	2.9	3.6	3.5	4.1	4.5	5.5	1.2
YOY	-10.0%	24.5%	-4.2%	18.4%	8.4%	21.8%	16.2%
占比	30.1%	26.5%	22.9%	25.4%	26.9%	29.4%	30.5%
毛利率	26.9%	25.0%	31.5%	32.8%	33.2%	36.6%	
外购食品类	2.6	4.0	3.8	3.9	3.9	4.6	0.9
YOY	-6.0%	55.0%	-6.3%	4.0%	-2.4%	20.5%	6.0%
占比	26.8%	29.4%	24.9%	24.2%	23.1%	25.0%	22.9%
毛利率	26.6%	26.4%	26.2%	25.8%	26.8%	28.5%	
包装物辅料	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2	0.3
YOY	3.1%	19.9%	3.1%	9.6%	-1.1%	15.5%	12.8%
占比	7.7%	6.6%	6.1%	6.3%	6.1%	6.3%	6.9%
毛利率	31.8%	28.8%	29.6%	31.1%	31.0%	34.1%	
加盟商管理及其他	0.4	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.2
YOY	-7.5%	18.3%	-4.6%	28.1%	4.1%	7.3%	34.0%
占比	4.0%	3.3%	2.9%	3.4%	3.5%	3.0%	4.3%
毛利率	61.7%	51.2%	18.7%	18.5%	22.4%	5.2%	

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2 双轮驱动：内生外延下加盟店持续扩张，团餐渠道中期仍是重要增长极

25年特许加盟/团餐收入占比75%/23%，产能扩建下保持较快增速，26Q1特许加盟稳健增长，团餐业务阶段性承压，主因公司主动对客户结构与渠道布局进行阶段性优化调整。25年公司特许加盟销售/团餐销售/直营门店销售/其他业务收入分别同比+11.0%/+16.3%/+12.1%/+3.3%，占比74.7%/22.6%/1.3%/1.4%。随着多地产能相继落地，公司积极开拓大客户与零售业务（团餐）、同时稳步推进加盟店高质量展店，推动产能利用率提升。

表2: 分渠道收入拆分 (亿元)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
特许加盟销售	8.1	11.2	11.4	12.5	12.5	10.1	2.8
YOY	-11.5%	37.9%	1.5%	9.9%	-0.4%	11.0%	4.5%
占比	83.4%	81.5%	74.7%	76.8%	74.6%	74.7%	72.9%
毛利率	28.2%	26.0%	27.0%	27.0%	28.3%	29.9%	
团餐销售	1.3	2.1	3.3	3.3	3.8	3.1	0.9
YOY	13.2%	61.2%	54.5%	-0.6%	15.3%	16.3%	-3.4%
占比	13.7%	15.6%	21.8%	20.2%	22.8%	22.6%	23.7%
毛利率	21.2%	19.5%	26.3%	20.8%	19.5%	23.2%	
直营门店销售	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
YOY	-26.3%	106.8%	27.8%	-16.6%	-22.8%	12.1%	-6.5%
占比	1.3%	1.9%	2.1%	1.7%	1.3%	1.3%	1.4%
毛利率	62.6%	62.1%	62.8%	59.9%	54.7%	52.8%	
其他	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
YOY	-8.3%	-16.4%	51.9%	-5.1%	10.9%	3.3%	36.8%
占比	1.6%	1.0%	1.4%	1.2%	1.3%	1.4%	2.1%
毛利率	36.8%	27.9%	30.7%	27.5%	31.2%	22.5%	

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.2.1 加盟店: 26年有望实现新开1000+门店(新开的手工小笼包门店中预计70%为传统门店升级), 单店收入有望保持稳健

一、门店数量: 截至26年一季度末, 共有门店5890家, 其中巴比品牌/其他品牌分别有4974/916家。

① 内生拓展: 经历23年之前的快速扩张后, 随着行业竞争日趋激烈, 24年开始巴比品牌门店开店速度放缓, 24Q4、25Q1出现门店数净减少; 鉴于此, 公司开始以“提效拓量”为核心目标, 聚焦提升加盟门店的经营质量, 稳步推进加盟门店的拓展, 25Q2至25Q4巴比品牌门店数量重回净增长, 26Q1巴比品牌门店数量基本维稳。

② 外延并购: 2022年并购武汉“好礼客”与“早宜点”; 2024年子公司南京中茂收购南京“蒸全味”51%股权, 并购门店133家; 截至2025年6月, 完成南京“青露”和江西“浔味来”“浔早”并购项目, 分别新增门店504家和44家; 截至2025年9月30日, 并购“慢乡人”品牌门店248家。25年受益于青露等品牌的并表, 公司整体门店数大幅增长, 26Q1门店数略回调, 主因公司在持续优化并购品牌门店质量的过程中, 部分不达标门店自然出清。

表3: 加盟店收入拆分

	年度			分季度								
	2023	2024	2025	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
加盟店收入(亿元)	12.5	12.5	13.7	2.6	3.1	3.4	3.3	2.7	3.5	4.0	3.6	2.8
YOY	9.9%	-0.4%	10.2%	8.3%	-3.0%	-2.1%	-2.3%	2.7%	10.5%	17.7%	8.1%	2.6%
门店数量	5043	5143	5909	5094	5284	5286	5143	5644	5685	5934	5909	5890
YOY	12.7%	2.0%	14.9%	10.7%	10.0%	6.4%	2.0%	10.8%	7.6%	12.3%	14.9%	4.4%
新开店	1319	1026	1846	203	401	231	191	711	316	541	278	169
净开店	570	100	766	51	190	2	-143	501	41	249	-25	-19
巴比品牌	4790	4843	4975	4867	4948	4966	4843	4818	4888	4918	4975	4974
新开店	1314	881	979	203	260	230	188	162	294	274	249	152
净开店	680	53	132	77	81	18	-123	-25	70	30	57	-1
其他品牌	253	300	934	227	336	320	300	826	797	1016	934	916
新开店	5	145	867	0	141	1	3	549	22	267	29	17
净开店	-110	47	634	-26	109	-16	-20	526	-29	219	-82	-18
单店收入(万元)	24.8	24.2	23.3	5.1	6.0	6.4	6.5	4.7	6.1	6.8	6.1	4.7
YOY	-2.5%	-0.4%	-4.1%	-2.1%	-11.9%	-8.0%	-4.2%	-7.3%	2.7%	4.9%	-5.9%	0.1%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 220331 好礼客、早宜点纳入巴比报表, 22 年报华中区域净增加门店 363 家; 240430 蒸全味纳入巴比报表, 24 中报华东区域净增加门店 133 家; 250331 青露、浔味来和浔早纳入巴比报表, 25 一季报华东、华中区域分别增加门店 504 家、44 家; 250930 慢乡人纳入巴比报表, 25 三季报华东区域增加门店 248 家。

图3: 外延并购情况



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

二、单店收入: 24H1 公司主动聚焦单店模型的改善和单店收入的修复, 25 年巴比品牌单店收入同比企稳回升, 26Q1 整体单店收入持平。

➤ 20 年之前: 为什么单店收入下滑?

①巴比门店主要位于上海、江浙区域, 受到一线城市人群流动、消费需求疲软的影响, 20 年之前公司单店收入呈现下滑态势; ②2020 年公共卫生事件对公司业务造成严重冲击, 但由于公司属于上海市的预防公共卫生事件物资保供单位, 积极承接大客户团餐订单及政府保供订单, 得益于社区团购及特殊时期消费者对面点类产品的需求增长, 2020 年第

三季度，公司业务即全面恢复，并超过去年同期。同时公共卫生事件期间，原材料价格的上涨也对公司利润端造成压力，但公司坚持产品的高性价比，没有提高客单价。

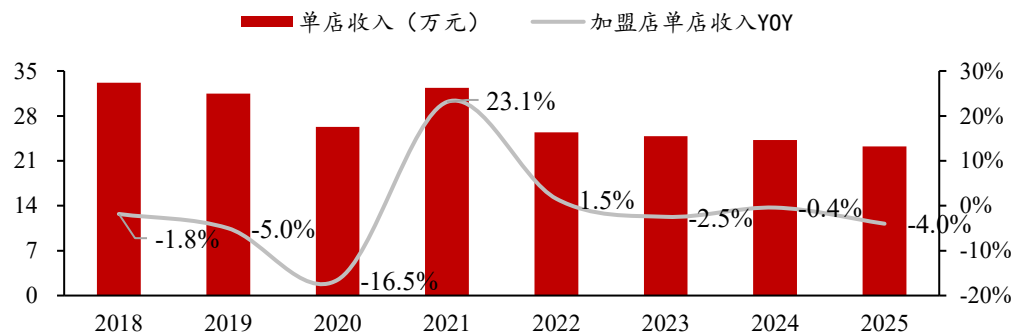
➤ **21-22年：为什么单店收入恢复正增？**

2016年公司即开始升级第三代门店，营业时间延长至早上5点到晚上8点，截至2021年，公司第三代门店的占比近80%，且公司持续开发适合中餐、晚餐的系列产品。门店品类的拓展、营业时间的拉长，直接利好日销售额的提升，同时公司积极开拓外卖业务；综合影响下2021年公司单店收入大幅同比提升23.1%至32.4万元。

➤ **23-24年：为什么单店收入连续下滑？**

受到行业日益加剧的价格、同质化竞争，餐企普遍面临压力，23年开始公司加盟店单店收入开始出现同比下滑。

图4：从年度看，23-25年加盟店单店收入阶段性承压



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

➤ **为什么 25Q2、25Q3 单店收入转正？** 面对环境变化，公司一方面稳扎稳打，谨慎拓店；另一方面，重点聚焦单店模型的改善和单店收入的修复，着力提升加盟门店的经营质量，比如通过优化产品结构、提升产品质量、调整门店布局、改善门店形象及加强广告营销，力求通过各种经营举措来提升单店销售额，加盟店单店收入 25Q2/25Q3 分别同比 +2.7%/+4.9%。

在门店形象方面，公司在门店招牌及菜单设计方面不断改进优化，着力提升门店能见度及产品展示力；

在店内布局方面，公司逐步调整改善门店设备及产品制作区域布局，更加直观的向消费者展示产品包制、蒸煎全过程，充分彰显“新鲜食材、现制现售”的经营理念以适应追求健康与品质的消费趋势；

在门店运营方面，公司通过对门店进行分级管理、定向精准扶持、组织各类营销活动、加盟商定期沟通会等方式，细化加盟管理，强化加盟服务，切实改善和提升加盟门店经营质量；

在产品多样化方面，公司在拓展中晚餐消费场景、丰富产品矩阵、优化外卖运营管理等方面也持续推进各项优化举措，成果丰硕。

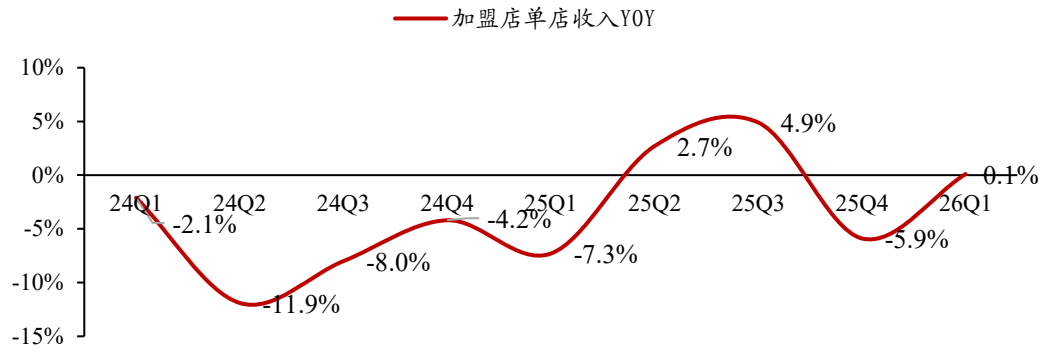
➤ **为什么 25Q4 单店收入下滑、26Q1 单店维稳？**

(1) 25 一季度末并购青露，25 三季度末并购馒乡人，我们推测，25Q4 因并购的其他品牌单店收入低于巴比品牌，拉低了整体单店收入。于 25 全年维度看，巴比品牌单店

收入已实现同比企稳回升，向好态势持续巩固。（2）26Q1 整体单店收入基本维稳，其中巴比品牌传统门店单店有小个位数缺口，主要受春节营业天数减少及升级闭店的影响，但整体单店收入得以维稳，我们推测原因有二，一方面并购的其他品牌 26Q1 单店表现较好，另一方面手工小笼包新店型对整体单店收入产生一定向上拉动作用。

展望 2026 年，伴随巴比主品牌单店收入企稳回暖、叠加手工小笼包新店型加速渗透拉动整体单店向上，整体单店收入有望保持稳健。

图5：分季度看，26Q1 加盟店单店收入基本维稳



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2.2 大客户及零售（团餐）：设大客户事业部，团餐渠道长期仍为重要增长极

预计 26 年中国团餐市场突破 3.5 万亿元，公司作为中式面点连锁龙头企业，其团餐业务有望形成 $\beta + \alpha$ 共振。据艾瑞咨询预测，到 2026 年我国团餐市场规模将超过 3.5 万亿元，市场规模空间大。巴比作为中式面点连锁企业龙头，在团餐赛道具备优势：①政策引导下，食品安全监管日趋严格，使得采购方更倾向于选择品控能力过硬的供应商；②包点及速冻中式面点由于产品标准化程度高、供应稳定性强，能够较好匹配团餐渠道对品控和效率的要求，同时也适应零售端对短保、即食类产品的需求。

公司 20-25 年团餐业务收入 CAGR 达 27.1%，收入占比从 13.7% 提升至 23.3%，成为公司增长最快的业务之一。大客户及零售销售模式的目标客户场景主要是除门店业务以外能触达消费者的销售渠道，包括各类企事业单位食堂、餐饮商家、便利商超以及居家消费场景等。另外，公司设有大客户事业部，负责团餐客户开发与维护，团餐客户中包括经销商客户，通过经销商销售渠道的补充，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。同时，公司设有零售事业部，零售事业部积极开展新零售平台等线上销售渠道，力求全方位、多场景触达消费者。

团餐业务 26Q1 阶段性下滑，长期来看，仍为公司重要增长极。26Q1 公司团餐业务下滑，主要系公司主动优化客户结构所致。公司从 25 年起将大客户分为直销和经销两大类，进行分类施策，同时重点拓展连锁餐饮、便利店、酒店等定制化客户，追求高质量增长。

1.3 产能布局：产能利用率提升空间大，盈利能力有望上行

5 大工厂布局，确保产能供应全国，为后续公司拓展全国市场打好供应链基础。2025 年，公司在上海、广州东莞、天津、南京、武汉建设鲜食中央厨房，业务范围覆盖长三角、珠三角、京津冀经济圈及华中地区的重要城市。上海/广州/天津/南京/武汉五大工厂面点类产量分别为 4.9/0.4/0.2/1.1/0.2 万吨，产能利用率分别为

87.3%/36.0%/29.3%/62.3%/7.5%；馅料类产量分别为 2.6/0.4/0.2/1.1/0.6 万吨，产能利用率分别为 91.2%/83.4%/77.3%/46.6%/24.4%；此外，琥珀星辰工厂的粥羹类/米制品类产量分别为 0.4/0.0 万吨，产能利用率分别为 51.6%/59.3%。

公司的产能利用率仍有较大提升空间，加盟业务、团餐业务的持续拓展助推产能利用率向上，规模效应下有望带来盈利能力的提升。随着公司各地产能陆续释放、冷链配送半径不断扩大，产品配送范围得以有效延伸，有利于缓解产能瓶颈，支撑业务拓展，进一步巩固公司的行业地位。

图6：2025年巴比工厂产能情况

工厂	种类	产量(吨)	标准产能(吨)	产能利用率
上海中央工厂	面点类产品	49313	56459	87.3%
	馅料类产品	26342	28875	91.2%
广州中央工厂	面点类产品	3861	10720	36.0%
	馅料类产品	4140	4963	83.4%
天津中央工厂	面点类产品	2404	8200	29.3%
	馅料类产品	2487	3220	77.3%
南京中央工厂	面点类产品	11401	18297	62.3%
	馅料类产品	10644	22841	46.6%
武汉工厂	面点类产品	2231	29750	7.5%
	馅料类产品	5981	24500	24.4%
琥珀星辰工厂	粥羹类产品	3873	7500	51.6%
	米制品类产品	593	1000	59.3%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2 手工小笼包新店型：再造一个新巴比，打开向上空间

2025年，公司推出手工小笼包新店型，开启新一轮门店转型升级。2025年7月，于江苏太仓飞沪路正式推出了第一家巴比手工小笼包全新店型，截至25年底，开出24家新店型，完成从0到1的模式闭环验证；截至26年一季度末，开出116家新店型（含青露手工小笼包门店30家），开启从1到N的规模化复制，从华东逐步延伸至华南、华中、华北市场。

2.1 手工小笼包店型的竞争优势？

➤ 前端：

(1) 单店模型显著优化，打开全新增长空间。

- ① 日销售额：目前手工小笼包新店型日销约7000-9000元，可达传统店型的2-3倍；
- ② 毛利率：手工小笼包新店型比传统店型高出约5-10pct，预计平均在60%左右；
- ③ 回本周期：相比传统店型有望大大缩减。

表4：手工小笼包新店型单店模型

手工小笼包新店型	
初期投入（万元）	20-30（新开）/10-15（升级）
日销售额（元）	7000-9000
月销售额（万元）	21-27
毛利率	60%左右
净利率	30%左右
回本周期（月）	目前3-6个月

资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

(2) 小笼包品类适合于全国范围推广，且巴比多年积累的技术和经验，保证其出品稳定且优质。

小笼包品类具备优势：①小笼包更符合当下消费者的饮食需求：老面小笼包具有独特魅力，其面皮筋道，带有自然的酸甜味，与普通包子“皮薄馅多”的评价标准不同，老面小笼包更注重面皮的口感，“皮多馅少”更能体现其特色，如今已成为全国通用的热门产品。②小笼包与公司现有产品契合度高，补齐了堂食店产品的最后一块短板：一笼小笼包可作为主食，搭配粥、馄饨等，能够满足早中晚餐的消费需求，而以往大包子更多适用于早餐场景，难以成为午餐或晚餐的首选。

图7：巴比手工小笼包门店菜单



资料来源：巴比食品公众号，公司公告，浙商证券研究所

冷冻面团技术的高效性与稳定性，是门店可复制性的核心技术支撑：**①技术壁垒：**小笼包等多品类产品的面皮工艺差异大，纯手工模式无法满足多品类运营需求，人效低，这是多数同类品牌仅售小笼包的核心原因；而冷冻面团技术是巴比区别于这些品牌的核心优势。**②运营效率与成本优势：**该技术可显著提升运营效率，仅需少量固定员工搭配若干兼职即可支撑门店经营，如巴比中科路日常仅需4名员工待命；兼职无需专业技能，可胜任基础工作，实现人员成本可控。

图8：巴比手工小笼包堂食门店座位展示



资料来源：巴比食品公众号，浙商证券研究所

图9：巴比手工小笼包堂食门店厨房展示



资料来源：巴比食品公众号，浙商证券研究所

图10：巴比手工小笼包门店门头展示



资料来源：广东巴比公众号，浙商证券研究所

图11：巴比手工小笼包门店排队情况



资料来源：广东巴比公众号，浙商证券研究所

➤ **后端：公司的核心壁垒在于供应链能力和组织能力。**

供应链能力：**①多品类构建技术门槛：**公司可以同时生产小笼包、大包子、煎包，这些产品需要不同面皮工艺，技术门槛高；**②全国工厂布局夯实供应链基础：**公司目前已在上海、东莞、天津、南京、武汉建设鲜食中央厨房，业务范围覆盖长三角、珠三角、京津冀经济圈及华中地区的重要城市，并持续进行全国性拓展，上海智能制造及功能性面食国际研发中心项目建设按期推进，预计2026年上半年竣工。这为其全国范围内进行拓店，提供了强大的供应链保障。

组织能力：**①规模化复制能力突出：**公司具备组织力与规模优势，能够快速开好大量门店，而其他品牌可能存在随着门店家数增加开店动作变形的可能，难以实现大规模复制；**②成熟的管控体系保障高质量运营：**经过公司多年的开拓发展，形成了覆盖华东、华南、华北、华中等地数十余座城市的直营和特许加盟销售网络。公司通过直营和特许加盟的方式，对连锁门店实行多方面的支持和严格管理。2026年公司将通过增加运营人员、标准化管理、视频监控、神秘顾客制度等方式确保开店质量。

2.3 手工小笼包店型对收入端的贡献?

➤ 为什么我们对未来几年的单店有信心?

(1) 我们预计, 外卖店对单店收入有拉动作用, 现在大部分小笼包新店型还没有开始外卖业务, 陆续开启后, 会保证未来一段时间内单店收入不会下滑。

(2) 于非华东地区的拓店仍处于以点带面阶段, 目前来看单店收入水平尚佳, 后续单店表现值得期待。进入 26 年, 手工小笼包新店型已经开始逐步进入广东、安徽、江西、湖北湖南、河北地区, 目前仍处于以点带面阶段, 后续会逐渐通过赚钱效应吸引加盟商。巴比传统门店于非华东区域单店收入比华东区域低约一半, 故其于非华东区域拓展会拉低整体的单店收入。根据公司公告, 截止 25 年一季度, 巴比传统门店华南、华中和华北区域约为华东单店收入的 50-60%。但从我们于巴比视频号统计的数据来看, 部分小笼包新店型于非华东地区的单店收入表现较好, 如湖北武汉南郊小路店 26 年 1 月开业一个半月平均日销为 6k, 可以期待接下来更多非华东地区新店型的表现。

➤ 推演 26 年的情况, 我们假设:

① 门店: 25 年底传统老店约 5900 家, 26 年新开约 600 家传统店型, 无并购, 手工小笼包新店型新开约 240 家、老店升级约 450 家, 新开的小笼包新门店中, 外卖门店占比约 30%; ② 日销: 传统店型日销约 2400 元。

以堂食店和外带店的日销为变量进行敏感性分析, 据我们测算, 当堂食店日销/外带店日销分别为 6500/4500 元时, 加盟店收入增加 1.5 亿元。

表5: 26 年堂食、外带店日销变化对于巴比收入端的影响 (亿元)

堂食店日销/外带店日销 (元)	6000	5500	5000	4500	4000	3500	3000
9500	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5
9000	2.8	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
8500	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1
8000	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
7500	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
7000	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
6500	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
6000	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
5500	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
5000	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源: 浙商证券研究所测算

推演老店升级对于收入端的贡献, 我们假设:

① 门店: 简单假设无闭店, 不新开店, 传统店型约 5900 家, 假设升级门店中外卖店占比 30%; ② 日销: 新店型中堂食店/外卖店日销分别约 6500/5500 元, 传统店型日销 2400 元。

据我们测算, 当老店升级比例达 80% 时, 加盟店收入达 27.6 亿元, 为升级前加盟店收入的 2.0 倍。

表6: 升级比例对巴比收入端的影响

升级比例*	新店型 门店数量	新店型 堂食门店数量	新店型 外带门店数量	老店数量	加盟店收入 (亿元)	升级前/后加盟店收入 (亿元)
10%	591	414	177	5318	14.6	1.1
20%	1182	827	355	4727	16.4	1.2
50%	2955	2068	886	2955	22.0	1.6
80%	4727	3309	1418	1182	27.6	2.0
100%	5909	4136	1773	0	31.3	2.3

资料来源: 浙商证券研究所测算

备注: *升级比例指在约 5900 家的基础上进行升级, 不考虑后续开闭店

3 盈利预测与估值

我们分别预估了巴比特许加盟店、团餐业务、直营店 2026-2028 年的收入：

加盟店收入：加盟店收入的增长主要受门店扩张带动和单店收入提升的推动。预计 2026-2028 年加盟店收入分别为 15.3/18.1/20.9 亿元，同比增长 11.2%/18.5%/15.6%。

团餐收入：预计随着未来客户的持续开拓和深入合作，2026-2028 年团餐业务收入分别为 4.8/5.4/5.9 亿元，同比增长 12.0%/11.0%/10.0%。

直营店收入：预计 2026-2028 年直营店收入相对稳健，分别为 0.2/0.2/0.2 亿元，同比增长+2.0%/+2.0%/+2.0%。

综上，预计 2026-2028 年公司收入分别实现 20.6/24.0/27.4 亿元，同比 +10.9%/+16.5%/+14.2%；归母净利润分别为 3.1/3.6/4.1 亿元，同比 +12.1%/+17.1%/+14.2%；扣非归母净利润分别为 2.9/3.4/3.9 亿元，同比 +16.6%/18.3%/15.1%；归母净利润对应 PE 分别为 16.3/13.9/12.2X。

采用相对估值法对公司进行估值分析，我们选取安井食品、千味央厨、三全食品作为可比公司。考虑到巴比食品作为中国包点连锁龙头，深耕赛道三十年，深筑产品、运营与供应链根基。巴比品牌单店收入现已逐步企稳回升，向好趋势持续巩固，且内生外延拓店持续进行；小笼包新店型打造优质单店模型，拉动单店向上，而巴比覆盖全国的供应链及销售网络使其具备全国扩张能力，成长空间广阔，给予 2026 年 25-30X PE，维持“买入”评级。

表7：相对估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603345.SH	安井食品	99.4	331.4	18.2	20.7	23.0	18.2	16.0	14.4
001215.SZ	千味央厨	42.5	41.3	0.9	1.0	1.2	47.6	39.6	33.5
002216.SZ	三全食品	13.4	117.4	6.1	6.5	6.9	19.4	18.1	17.1
	平均值						28.4	24.6	21.7
605338.SH	巴比食品	20.8	49.8	3.1	3.6	4.1	16.3	13.9	12.2

资料来源：Wind，浙商证券研究所，

备注：收盘价为 2026 年 5 月 22 日；可比公司的归母净利润采用 Wind 一致预期

4 风险提示

(1) 门店扩张及运营风险：公司未来增长依赖跨拓店能力，存在新店型无法有效渗透市场或巩固现有市场份额，将影响公司规模扩张。

(2) 行业竞争加剧风险：若未能通过产品创新/供应链能力构建差异化优势，或存在市占率下滑，店效下降风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,336	1,362	1,402	1,446
现金	215	188	166	148
交易性金融资产	914	937	960	983
应收账款	97	114	133	152
其它应收款	5	5	6	7
预付账款	11	9	11	12
存货	74	83	96	109
其他	21	25	29	34
非流动资产	1,563	1,604	1,638	1,666
金融资产类	38	48	58	68
长期投资	0	0	0	0
固定资产	665	671	661	634
无形资产	168	167	165	163
在建工程	73	103	143	195
其他	619	616	611	604
资产总计	2,899	2,967	3,040	3,112
流动负债	468	542	625	707
短期借款	16	16	16	16
应付款项	152	189	219	249
预收账款	0	0	0	0
其他	300	338	390	443
非流动负债	69	76	82	88
长期借款	0	0	0	0
其他	69	76	82	88
负债合计	537	618	707	796
少数股东权益	24	27	31	35
归属母公司股东权	2,337	2,321	2,302	2,281
负债和股东权益	2,899	2,967	3,040	3,112

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,859	2,062	2,403	2,743
营业成本	1,328	1,464	1,694	1,926
营业税金及附加	18	15	18	20
营业费用	73	81	94	107
管理费用	129	143	167	190
研发费用	12	13	15	17
财务费用	(17)	(19)	(18)	(18)
资产减值损失	(1)	0	0	0
公允价值变动损益	20	13	13	13
投资净收益	(5)	1	1	1
其他经营收益	4	5	5	6
营业利润	332	382	451	519
营业外收支	23	23	23	23
利润总额	354	404	474	541
所得税	83	95	112	127
净利润	271	309	362	414
少数股东损益	(2)	3	4	4
归属母公司净利润	273	306	358	410
EBITDA	384	478	555	630
EPS (最新摊薄)	1.14	1.28	1.50	1.71

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	11.22%	10.93%	16.52%	14.16%
营业利润	-5.92%	15.08%	18.16%	14.96%
归属母公司净利润	-1.28%	12.07%	17.15%	14.25%
获利能力				
毛利率	28.54%	29.03%	29.50%	29.79%
净利率	14.69%	14.84%	14.92%	14.93%
ROE	11.68%	13.18%	15.57%	17.96%
ROIC	9.50%	12.18%	14.44%	16.67%

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	319	411	470	529
净利润	271	309	362	414
折旧摊销	83	92	100	106
财务费用	(18)	0	0	0
投资损失	5	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	24	45	43	44
其它	(47)	(34)	(34)	(34)
投资活动现金流	(898)	(121)	(121)	(122)
资本支出	(106)	(94)	(94)	(94)
长期投资	(854)	(20)	(20)	(20)
其他	61	(8)	(8)	(8)
筹资活动现金流	(188)	(316)	(372)	(425)
短期借款	16	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(204)	(316)	(372)	(425)
现金净增加额	(767)	(27)	(22)	(18)

偿债能力

资产负债率	18.53%	20.83%	23.25%	25.58%
净负债比率	-6.34%	-4.96%	-3.76%	-2.75%
流动比率	2.86	2.51	2.24	2.04
速动比率	2.63	2.30	2.03	1.82

营运能力

总资产周转率	0.65	0.70	0.80	0.89
应收账款周转率	19.02	19.67	19.51	19.32
应付账款周转率	7.92	8.59	8.31	8.24

每股指标(元)

每股收益	1.14	1.28	1.50	1.71
每股经营现金	1.33	1.72	1.96	2.21
每股净资产	9.76	9.69	9.61	9.52

估值比率

P/E	18.23	16.27	13.89	12.16
P/B	2.13	2.14	2.16	2.18
EV/EBITDA	19.13	10.18	8.81	7.80

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>