

信义山证 汇通天下

证券研究报告

速冻食品

巴比食品（605338.SH）

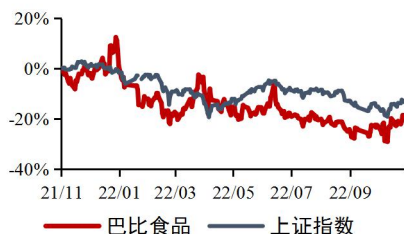
增持-A(首次)

“门店+团餐”双轮驱动，包点龙头逆势增长

2022 年 11 月 20 日

公司研究/公司分析

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 11 月 18 日

收盘价（元）：	28.00
总股本（亿股）：	2.48
流通股本（亿股）：	0.86
流通市值（亿元）：	24.15

基础数据：2022 年 9 月 30 日

每股净资产（元）：	7.99
每股资本公积（元）：	3.10
每股未分配利润（元）：	3.48

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yezhangzheng@sxzq.com

研究助理：

冯瑞

邮箱：fengrui@sxzq.com

投资要点：

➤ 早经济繁荣背景下公司连锁品牌优势凸显，前三季度营业收入逆势增长。公司专业从事中式面点速冻食品的研发、生产与销售，坚持“工业化生产，全冷链配送，直营、加盟、团体供餐为一体”，业务范围覆盖长三角、珠三角、京津冀经济圈及华中地区。当前早经济正逐步成为城市发展新的增长极，考虑到早餐市场客单价普遍较低、场景相对单一、对速度和便利性要求较高，以公司为代表的标准化、规模化连锁早餐店竞争优势凸显。尽管上半年受华东地区疫情影响明显，2022 前三季度公司仍实现营业收入 11.01 亿元，同比增长 13.08%；实现归母净利润 1.34 亿元，同比减少 40.72%；实现扣非归母净利润 1.38 亿元，同比增长 36.30%；基本每股收益为 0.54 元，同比减少 40.66%。

➤ 标准化优势逐步凸显，连锁品牌效应日益增强

①公司高度重视质量管控、信息管理、统一配送，标准化优势逐步凸显，未来公司还将继续提升数字化水平，包括对内打通及优化整个供应链环节的信息化连接、对外试点简单的收银系统实现消费数据信息化。②公司的连锁品牌得到了消费者的广泛认可，客户涵盖中国航天等大型企事业单位、永和大王等连锁餐饮公司、7-11 等便利店、华住等酒店以及家乐福等大型渠道商。除此以外，公司产品还在京东商城、天猫商城、盒马鲜生、叮咚买菜、每日优鲜等电商平台实现了线上销售。

➤ “门店销售+团餐订单”双轮驱动，销售网络持续扩展

①在门店销售板块，公司以特许加盟为主，以直营门店为辅，在华南、华北等区域市场按照既定计划推进门店拓展业务，华中地区“好礼客”、“早宜点”品牌并购项目已于 2022 年 3 月完成，截至 2022 年 6 月 30 日，公司加盟连锁门店数量达 4251 家。②在团餐订单板块，公司设有大客户事业部，根据客户需求进行定制研发及生产。考虑到团餐市场空间广阔、行业集中度有望提升、团体供餐成本优势明显、疫情反复催生了新的团餐模式等因素，预期未来团餐订单对公司业绩增长的贡献还将继续提升。③得益于“门店销售+团餐订单”双轮驱动，公司销售网络的覆盖率和门店数量居于市场领先地位，销售渠道已成为公司重要的竞争优势。

➤ 产能释放有序推进为业绩增长保驾护航

①在华东地区，上海中央工厂产能持续承压，产能扩张仍将是主旋律。目前，公司的南京智能制造中心一期项目已开始前期建设，计划在 2022 年下半年投产；松江智能制造及功能性国际面食研发中心项目的土地使用权已取得，预

计于 2022 年 5 月开工建设，2023 年底投产。②在华中地区，公司已完成“好礼客”、“早宜点”品牌并购项目，为优化产能布局、保障产品供应、加速华中地区业务拓展，公司竞拍取得了武汉市东西湖区土地使用权用于建设武汉智能制造中心项目。③在华北地区和华南地区，中央工厂产能利用率维持在较低水平，目前公司的首要任务仍是积极落实开店目标、继续推进团餐业务。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 16.70、20.60、25.81 亿元，增速分别为 21.4%、23.3%、25.3%，净利润分别为 2.27、2.87、3.54 亿元，增速分别为-27.7%、26.3%、23.5%，对应 EPS 分别为 0.92、1.16、1.43 元，以 11 月 18 日收盘价 28.00 元计算，对应 PE 分别为 30.6X、24.2X、19.6X。考虑到 1) 包子汤包仍是早餐的主流品类，早经济繁荣利好公司发展；2) 公司持续扩展销售网络，标准化优势逐步凸显，连锁品牌效应日益增强；3) 公司团餐业务快速发展，门店销售业务逐步恢复；4) 公司积极推进非华东区域业务拓展；我们看好公司未来的发展，对公司首次覆盖，给予公司“增持-A”的评级。

风险提示：猪肉、面粉等原材料价格波动风险；速冻食品行业市场竞争加剧的风险；加盟商管理不当影响公司经营效益和品牌形象的风险；销售区域较为集中的风险；募投项目收益不及预期的风险；疫情反复的风险；食品安全相关风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	975	1,375	1,670	2,060	2,581
YoY(%)	-8.4	41.1	21.4	23.3	25.3
净利润(百万元)	175	314	227	287	354
YoY(%)	13.4	78.9	-27.7	26.3	23.5
毛利率(%)	27.9	25.7	28.3	28.4	28.5
EPS(摊薄/元)	0.71	1.27	0.92	1.16	1.43
ROE(%)	10.7	16.4	10.9	12.4	13.6
P/E(倍)	39.6	22.1	30.6	24.2	19.6
P/B(倍)	4.2	3.6	3.4	3.0	2.7
净利率(%)	18.0	22.8	13.6	13.9	13.7

数据来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 包子汤包仍是早餐主流品类，早经济繁荣利好公司发展.....	5
2. 标准化优势逐步凸显，连锁品牌效应日益增强.....	7
3. “门店销售+团餐订单”双轮驱动，销售网络持续扩展.....	9
4. 产能释放有序推进为业绩增长保驾护航.....	11
5. 盈利预测及估值对比.....	13
6. 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 公司主要产品概况.....	5
图 2： 2021 年早餐品类订单数量占比指数.....	6
图 3： 公司业绩表现.....	7
图 4： 公司盈利能力.....	7
图 5： 公司各业务系统集成运作示意图.....	8
图 6： 公司主要客户情况.....	8
图 7： 中国团餐行业市场规模（万亿元）	10
图 8： 中国团餐行业百强企业市场份额占比（%）	10
图 9： 巴比馒头门店全国分布情况.....	11
图 10： 巴比馒头门店数量 TOP 10 城市情况（家）	11
表 1： 各地区主要早餐品类.....	6
表 2： 公司不同加盟模式概况.....	9
表 3： 公司主要产品产能及产量变化情况.....	12

表 4： 华东地区产能扩张项目概况.....	13
表 5： 公司收购“好礼客”、“早宜点”先决条件及估值方式.....	13
表 6： 特许加盟门店销售情况预测.....	14
表 7： 直营门店销售情况预测.....	15
表 8： 2022-2024 年公司主营业务收入预测（百万元）	15
表 9： 2021-2024 年可比公司估值对比.....	16

巴比食品专业从事中式面点速冻食品的研发、生产与销售。公司坚持“工业化生产，全冷链配送，直营、加盟、团体供餐为一体”，为客户提供包子、馒头等面点系列产品、粥品饮品等外部采购系列产品及馅料系列产品，目前公司也在积极开发适合门店中晚餐时间段消费的产品，如粉面类、水饺类等。公司现已在全国布局了上海、广州、天津等多个工厂，业务范围覆盖长三角、珠三角、京津冀经济圈及华中地区。基于标准化生产管理体系及供应链体系和遍布全国几十座城市的门店网络，公司产品的覆盖率和市场占有率进一步提高。目前，公司已成为国内中式面点连锁企业领先品牌，并获得“农业产业化国家重点龙头企业”、“全国主食加工业示范企业”等荣誉。

图 1: 公司主要产品概况

01、包子类

			
鲜汁肉包	香菇菜包	小猪奶黄包	梅干菜肉包
			
酸豆角肉包	香辣粉丝包	豆沙包	老坛酸菜包
			
茄汁叉烧包	开心红豆包	荠菜肉包	黑芝麻包

02、馒头、粗粮点心类

			
刀切馒头	葱油花卷	红糖馒头	南瓜馒头
			
麦穗馒头	蜜庄馒头	招牌牛肉馅饼	猪肉大菜馍
			
猪肉白菜煎饺	猪肉白菜蒸饺	糯米烧卖	鲜肉大烧卖

03、馅料类

			
鲜肉馅	香菇菜馅	梅干菜肉馅	香辣粉丝馅
			
老坛酸菜馅	豇豆馅	酸豆角肉馅	荠菜肉馅
			
黑芝麻馅	萝卜丝肉馅	西瓜馅	玉米鲜肉馅(馅料)

04、外购类

			
豆浆	豆奶饮品	南瓜粥	燕麦小米粥
			
轻巧包(奶味/草莓味)	轻巧包(巧克力味)	轻桃益生菌	一鸣温牛奶
			
果汁酒沙包	四方猪肉包	鲜肉粽	绿豆糕

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

尽管早餐消费习惯受到地域、文化等多种因素影响，但整体看来包子汤包仍是早餐的主流品类。在我国，中式早餐比西式早餐更受欢迎，根据阿里巴巴本地生活统计的数据，2021 年中式早餐订单金额和西式早餐订单金额占比分别为 82%和 18%。尽管早餐消费具有明显的地域特色，比如华中地区早餐更倾向于消

费热干面、胡辣汤，华南地区早餐更倾向于消费粥、肠粉，但从全国范围内看包子汤包仍是主流早餐品类。

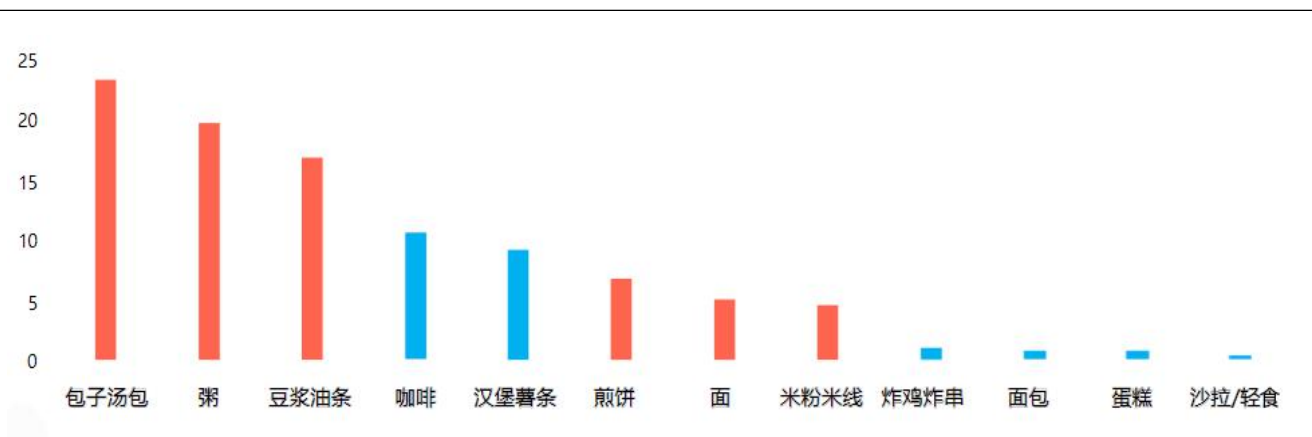
表 1：各地区主要早餐品类

地区	早餐类型
西北	包子汤包、煎饼、粥、豆浆油条、汉堡薯条、面、烧饼/馅饼/手抓饼
西南	粥、包子汤包、米粉米线、咖啡、面、汉堡薯条、豆浆油条、馄饨抄手
华南	粥、肠粉、汉堡薯条、包子汤包、米粉米线、豆浆油条、咖啡、螺狮粉
东北	包子汤包、粥、豆浆油条、汉堡薯条、面、煎饼
华北	包子汤包、豆浆油条、粥、煎饼、汉堡薯条、咖啡、肉夹馍、驴肉火烧、北京菜
华中	热干面、胡辣汤、粥、包子汤包、米粉米线
华东	包子汤包、豆浆油条、粥、咖啡、生煎、煎饼

资料来源：阿里巴巴本地生活（2021.01-2021.05），山西证券研究所

伴随早经济持续繁荣，以包子汤包为代表的早餐品类也将迎来快速发展。目前，涵盖早购、早市、早行、早游、早娱等全场景的早经济正逐步成为城市发展新的增长极，推动早经济繁荣的因素包括：数字化持续赋能早经济业务，外卖早餐、智慧菜场等为人们提供了极大的便利；各地政府积极开展高效、贴心的早经济惠民措施，如“早餐工程”；“网生代”人群消费增速较快，晚定早送等新型的早餐消费形式被广泛接受；老龄化程度不断加深，老年人在早起活动上倾注了更多的时间和精力。得益于此，我国早餐行业仍有较大的市场空间，根据英敏特预测数据，2025 年我国早餐市场规模可达 2.6 万亿元，2020-2025 年复合增速为 7.7%。作为早餐主流品类，包子汤包预期仍将快速发展。

图 2：2021 年早餐品类订单数量占比指数



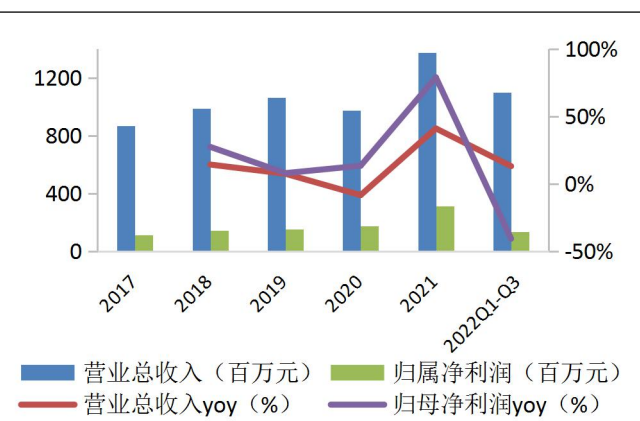
注：2021 年早餐品类订单数量占比指数=2021 年早餐时段该品类订单数量/2021 年早餐时段中式早餐销量 TOP 6 及西式早餐销量 TOP 6 品类订单总数量×100

资料来源：阿里巴巴本地生活（2021.01-2021.05），山西证券研究所

尽管我国早餐市场参与者众多，但以巴比食品为代表的连锁早餐优势凸显。便利店、连锁店、中式快餐店、西式快餐店、小作坊、流动餐车等都是早餐市场的参与者，考虑到早餐市场客单价普遍较低、场景相对单一、对速度和便利性要求较高，具备标准化和规模化优势的连锁早餐店具备较强的竞争优势。近年

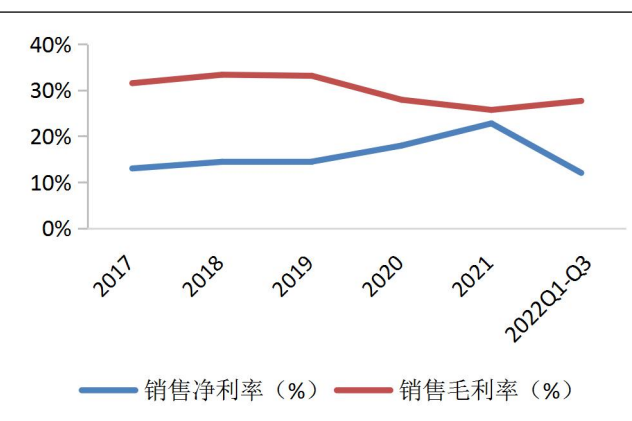
来，巴比食品业绩稳步增长，尽管 2020 年疫情爆发造成了一定冲击，但中长期向好的趋势并未发生改变：2017-2021 年，公司营业收入由 8.67 亿元增至 13.75 亿元，CAGR 为 12.24%；归母净利润由 1.13 亿元增至 3.14 亿元，CAGR 为 29.24%。受 2019 年下半年猪肉价格高企影响，巴比食品毛利率持续回落；2022 年生猪总体供应压力较去年有所缓解，并且公司今年对主要消耗的猪肉原料品种进行锁量锁价，伴随公司规模效应逐步显现，预期盈利能力将会有所提升。

图 3：公司业绩表现



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：公司盈利能力



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 标准化优势逐步凸显，连锁品牌效应日益增强

公司高度重视质量管控、信息管理、统一配送，标准化优势逐步凸显。①在质量管控方面，公司通过了 GB/T22000-2006/ISO22000:2005 食品安全管理体系、GB/T27341-2009 危害分析与关键控制点（HACCP）体系和 GB14881-2013 食品生产通用卫生规范，对采购、生产加工、贮存、销售、售后服务等过程进行严格的控制，提高了食品安全的保障系数，能最大限度地保证生产出品品质如一的优质产品。②在信息管理方面，公司拥有订货 APP 系统、SAP 系统、智能分拣系统、生产可视化监控系统、OA 系统、TMS 系统等较为完善的信息化管理系统，建立了门店快速订货机制，实现了业务、财务一体化自动集成，提升了仓库业务运作及拣配的准确性，完善了各生产环节的质量追踪。③在统一配送方面，公司以各生产基地为中心，对本地及周边城市的特许加盟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，构建了一个“紧邻门店、统一管理、快捷供应、最大化保质保鲜”的全方位供应链体系。未来公司还将继续提升数字化水平：在对内方面，公司将持续深挖加强，逐步上线智能排产系统、智能仓储系统以及智能配送系统，打通及优化整个供应链环节的信息化连接；在对外方面，今年公司将开始在直营门店试点简单的收银系统，将消费数据信息化，便于了解消费者情况。

公司的连锁品牌已经得到了消费者的广泛认可，随着行业兼并重组步伐加快，品牌优势和规模效应有望进一步增强。经过多年的发展，“巴比”品牌得到了全国许多区域消费者的高度认可，已发展成为国内中式面点知名品牌之一，并获得“农业产业化国家重点龙头企业”、“全国主食加工业示范企业”等诸多荣誉。目前，公司的客户涵盖中国航天等大型企事业单位、永和大王等连锁餐饮公司、7-11 等便利店、华住等酒店以及家乐福等大型渠道商。除此以外，公司产品还在京东商城、天猫商城、盒马鲜生、叮咚买菜、每日优鲜等电商平台实现了线上销售。



大型企事业单位

 中国航天	 上海市浦东新区政府	 上海市浦东新区政府	 上海市浦东新区政府	 上海市浦东新区政府	 上海市浦东新区政府	 富士康科技集团
 上海市浦东新区政府	 上海市浦东新区政府	 比亚迪汽车	 大众汽车	 腾讯公司	 晨光文具	 华硕集团



连锁餐饮

 千门饭店	 千门饭店	 千门饭店	 千门饭店	 千门饭店	 千门饭店
 千门饭店	 千门饭店	 千门饭店	 千门饭店	 千门饭店	 千门饭店



便利店

 C&U	 快客	 7-Eleven	 便利蜂
---	---	---	--



大型渠道商

 Carrefour	 世纪联华	 乐购	 大润发
---	---	---	--



酒店

 华住酒店集团	 千门饭店
--	---

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

3. “门店销售+团餐订单”双轮驱动，销售网络持续扩展

门店销售是公司的主要销售模式，随着门店数量持续扩张规模效应显现。在门店销售板块，公司以特许加盟为主，以直营门店为辅，具体而言：①直营门店即由公司投资设立，直接将产品销售给终端客户。公司对直营门店采用“直营管理部、区域主管、门店”三级管理模式：直营管理部负责各直营店的日常经营管理；每个区域主管管理若干家门店；门店实行店长负责制，店长在区域主管及直营管理部负责人的指导协调下具体负责所属门店的日常运营工作。②特许加盟即公司与加盟商（主要为个人加盟商）签订《特许经营合同》，将面点成品产品、馅料、外购成品销售给加盟商，由加盟商按照现制现售模式、成品模式、成品+现制现售模式向终端客户销售产品。在此过程中，公司为加盟商提供全方位的服务，包括开业扶持（如加盟商资质认证、门店选址评估、开业技术指导、开业管理指导、办证指导、开业物料统一供应、开业营销策划支持等）、营建支持（如店面设计与装修、设备安装调试、营销推广活动、定期培训等）、专业团队协助（如督导管理、定期加盟商会议、高效的物流配送、统一的宣传规划等）、外卖运营支持（如通过专业的外卖团队免费运营外卖业务等）。与此同时，公司构建了完善的加盟连锁管理体系，制定了《门店营运手册》、《营运收费管理规定》、《门店营运管理违规处罚规定》等操作流程和管理制度，确保加盟门店日常营运过程中全面执行公司营运标准。除此以外，公司在华南、华北等区域市场按照既定计划推进门店拓展业务，华中地区“好礼客”、“早宜点”品牌并购项目已于2022年3月完成，截至2022年6月30日，公司加盟连锁门店数量达4251家，门店数量再上新台阶。

表 2：公司不同加盟模式概况

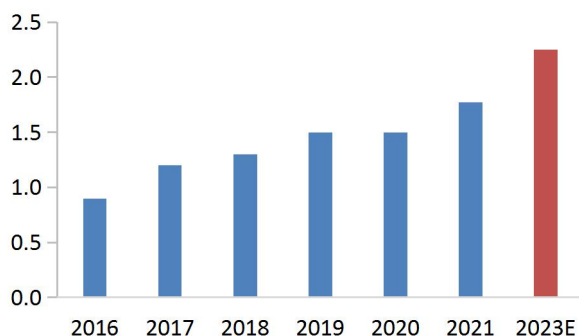
加盟模式	环节	说明
现制现售	工厂生产馅料	中央工厂统一生产馅料，采用先进设备，新鲜食材进入生产车间后，经过挑选、清洗、切割、混合、调味，并由专人检测，确保馅料新鲜
	冷链物流配送	根据门店需求，食材每日从工厂运送至门店，全程不落地的冷链配送，GPS 定位、温度在线监测，为食品安全保驾护航
	门店现包现售	馅料送至门店后，门店根据包点制作要求，现场制作、醒发、蒸制，统一的馅料保证门店口味统一
成品	工厂生产成品	巴比中央工厂统一制作成品面点，工厂采用先进的进口设备，生产过程高度自动化，保证产品品质如一
	冷链物流配送	根据门店需求，食材每日从工厂运送至门店，全程不落地的冷链配送，GPS 定位、温度在线监测，为食品安全保驾护航
	门店蒸制即售	巴比掌握冷冻面团技术，成品配送至门店后，只需解冻醒发便可直接蒸制，保证产品品质的同时，为门店大大节省人力成本
成品+现制现售	工厂标准化制作	巴比中央工厂统一制作馅料和成品面点，标准化制作流程保证产品品质，专业的检测团队保证产品质量安全
	冷链物流配送	根据门店需求，食材每日从工厂运送至门店，全程不落地的冷链配送，GPS 定位、温

加盟模式	环节	说明
		度在线监测，为食品安全保驾护航
	两种模式结合	门店根据实际情况，可选择成品模式和现制现售模式相结合。操作更便捷，节省人力成本，还可大大提升效率，保证产品品质

资料来源：公司官网，山西证券研究所

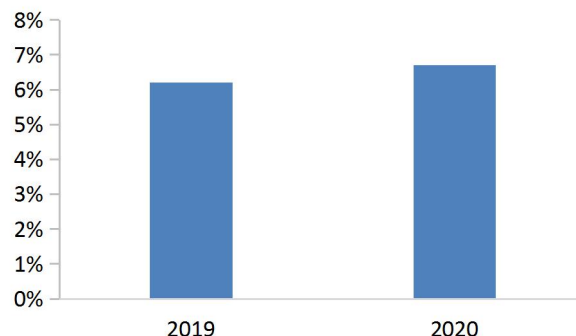
团餐订单是公司另一重要销售模式，疫情反复进一步推动了团餐业务的发展。公司团餐销售模式的目标客户场景主要是除门店业务以外能触达消费者的出餐渠道，包括各类企事业单位食堂、餐饮商家、便利商超以及居家消费场景等，具体又分为团餐客户、食材供应链客户、连锁便利店客户、连锁餐饮客户、生鲜电商平台客户等。公司设有大客户事业部，充分利用管理体系、人员组织、产品研发、生产物流等方面的优势，根据客户需求进行定制研发及生产，以满足客户个性化需求。预期未来团餐订单对公司业绩增长的贡献还将继续提升，原因是：①团体供餐消费市场规模还有进一步拓展的空间。2021 年中国团餐市场规模为 1.77 万亿元，同比增长 15.8%，2016-2020 年复合增速达 13.6%。随着团餐多样化发展和行业服务、技术的升级，预估 2023 年市场规模将达 2.25 万亿元。②团体供餐消费市场的行业集中度有望提升利好公司发展。艾媒咨询数据显示 2020 年中国百强团餐企业团体膳食营收市场份额占比为 6.7%，总体看来市场集中度偏低、缺少市场强势品牌。在消费升级的推动下，中国团餐用户更加注重产品的质量和体验，客户需求推动团餐企业向品牌化方向发展。③团体供餐减少了客户的餐饮管理成本，为客户提供了便利。各单位食堂采购公司规模化产品，不但品类齐全、加工方便，还可以根据每日预订数量，来决定次日面点的供应量，大幅减少了餐饮方面的管理成本，也避免了聘请有经验、有资历面点师傅的人员开支。④疫情反复催生了新的团餐模式，客户粘性进一步增强。上半年华东区域疫情期间，公司积极承担政府保供订单、大客户各渠道订单，团餐业务实现了超预期发展，同比增长达 108.06%。作为疫情防控生活物资保障重点企业，公司全力推进各项保供工作，最大程度地保障和满足客户需求，极大地提升了客户对公司的认可度及信赖度，增强了客户粘性。

图 7：中国团餐行业市场规模（万亿元）



资料来源：CCFA，公司公告，山西证券研究所

图 8：中国团餐行业百强企业市场份额占比（%）



资料来源：CCFA，山西证券研究所

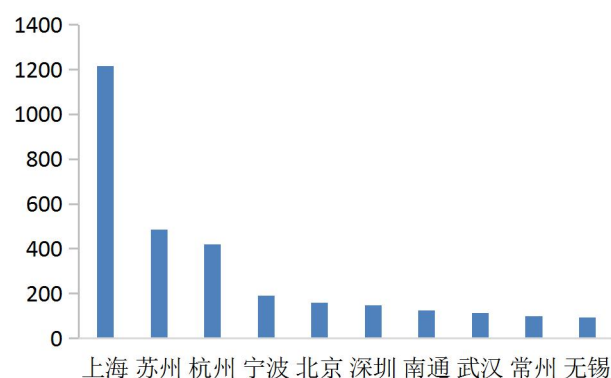
得益于“门店销售+团餐订单”双轮驱动，公司的销售网络持续完善。经过多年的开拓发展，公司形成了覆盖华东、华南、华北、华中等地几十余座城市的直营和特许加盟销售网络。公司通过直营和特许加盟的方式，对连锁门店实行多方面的支持和严格管理。公司门店以统一的形象和商品组合向每位顾客传达公司的品牌理念。除直营、加盟门店销售外，公司大力拓展团餐销售渠道，实现为数百家企事业单位、连锁餐饮、便利店等客户供餐。公司销售网络的覆盖率和门店数量居于市场领先地位，销售渠道已成为公司重要的竞争优势，为公司未来进一步提高市场份额奠定了良好的基础。以子品牌“巴比馒头”为例，截至 2022 年 11 月 20 日，窄门餐眼数据显示全国现有门店 3629 家，其中上海市、苏州市、杭州市门店数量位居前三，分别为 1216、487、420 家。

图 9：巴比馒头门店全国分布情况



资料来源：窄门餐眼，山西证券研究所

图 10：巴比馒头门店数量 TOP 10 城市情况（家）



资料来源：窄门餐眼，山西证券研究所

4. 产能释放有序推进为业绩增长保驾护航

上海中央工厂产能持续承压，广州、天津中央工厂产能利用率仍待提升。公司已完成华东地区、华北地区和华南地区的中央工厂布局，从产能利用率来看：①上海中央工厂产能利用率基本维持在 100%以上，2021 年 5 月上海二期厂房投产后产能利用率略有回落但仍维持在较高水平，总体看来华东地区产能承压的情况并未从根本上改善，产能扩张仍将是华东地区的主旋律。②近年来广州、天津中央工厂产能利用率维持在较低水平，很重要的原因是华南地区和华北地区加盟门店数量较少，截至 2021 年底华南地区和华北地区加盟门店数量分别为 370 家和 141 家，占公司加盟门店总数的比例分别为 10.69%和 4.07%。综合考虑 GDP 总量、人口数量等，华南地区和华北地区的市场空间不亚于华东地区，目前公司的首要任务仍是积极落实开店目标、继续推进团餐业务。预期华南地区和华北地区业务增速较快，原因是：门店基数较低，依托深耕多年、经验丰富的团队，开店数量有望实现快速增长；中央工厂产能充足，并且拥有高标准的硬件、卫生等设施，易于通过客户的验厂资质审核，团餐业务拓展或将加速。

表 3：公司主要产品产能及产量变化情况

年份	区域	种类	产量（吨）	标准产能（吨）	产能利用率（%）
2021	上海中央工厂	面点类	44208.03	48251	91.62%
		馅料类	29221.10	28875	101.20%
	广州中央工厂	面点类	2942.61	10720	27.45%
		馅料类	2352.73	4963	47.41%
	天津中央工厂	面点类	593.86	8200	7.24%
		馅料类	1135.32	3220	35.26%
2020	上海中央工厂	面点类	29944.56	24507	122.19%
		馅料类	22627.89	19250	117.55%
	广州中央工厂	面点类	2224.67	10720	20.75%
		馅料类	1736.36	4963	34.99%
	天津中央工厂	面点类	185.49	8200	2.26%
		馅料类	637.31	3220	19.79%
2019	上海中央工厂	成品类	33341.55	24507	136.05%
		馅料类	25797.24	19250	134.01%
	广州中央工厂	成品类	2964.33	5764	51.43%
		馅料类	1965.21	2448	80.28%
	天津中央工厂	成品类	—	8200	—
		馅料类	59.13	3220	1.84%
2018	上海中央工厂	成品类	29922.18	24507	122.10%
		馅料类	24531.13	19250	127.43%
	广州中央工厂	成品类	2504.33	4112	60.90%
		馅料类	1695.36	1610	105.30%
2017	上海中央工厂	成品类	26372.91	24507	107.61%
		馅料类	23046.88	19250	119.72%
	广州中央工厂	成品类	2583.32	4112	62.82%
		馅料类	1447.03	1610	89.88%

资料来源：公司招股说明书，公司年度报告，山西证券研究所

南京工厂等项目稳步推进，华东地区产能还将进一步扩张。①公司的南京智能制造中心一期项目已开始前期建设，计划在 2022 年下半年投产。该项目建成后将形成年产面点类包子馒头类产品 18550.31 万个、面点类预包装产品 1152.29 万袋以及生馅 12973.75 吨、熟馅 9867.09 吨的生产能力，可进一步增加公司产能、覆盖现有部分销售区域、有效延伸产品配送区域，有利于公司开拓新的市场，扩大公司在行业中所占的市场份额，提高公司竞争能力，保持行业领先地位。②公司已于 2021 年 7 月取得松江智能制造及功能性国际面食研发中心项目的土地使用权，计划投资总额 6.2 亿元，该项目集速冻面点食品生产、仓储配送及功能性面食研发功能于一体，预计于 2022 年 5 月开工建设，2023 年底投产，项目建成后将提升公司上海区域及华东地区的产能供应。

表 4：华东地区产能扩张项目概况

项目名称	项目建设期（年）	投资总额（万元）	新增产能	达产后年营收增加额（万元）	达产后年税后净利润（万元）	静态回收期（年）
南京智能制造中心一期项目	2	30281.20	年产面点类包子馒头类产品 18550.31 万个、面点类预包装食品 1152.29 万袋以及生馅 12973.75 吨、熟馅 9867.09 吨	58000.00	6687.77	6.34

资料来源：公司公告，山西证券研究所

武汉智能制造中心项目稳步推进，华中地区业务布局顺利进行。公司于 2022 年 3 月以 2250 万元受让德祥中茂 75% 的股权，完成“好礼客”、“早宜点”品牌并购项目，华中地区的业务布局顺利推进，截至 2022 年 6 月 30 日，华中地区加盟门店数量已达 679 家。为优化产能布局、保障产品供应、加速华中地区业务拓展，2022 年 4 月公司竞拍取得了武汉市东西湖区土地使用权用于建设武汉智能制造中心项目，拟打造成公司在华中区域的食物工业化、信息化、智能化、数字化深度融合的智慧工厂，以及食品工业与文旅产业高度结合的工业旅游示范基地。该项目的位于武汉临空港经济技术开发区（东西湖区）内，总投资额约 7.5 亿元人民币，土地面积约为 120 亩，分两期建设，其中：一期开发建设 80 亩，建设期为办理完成土地权属且一期项目相关建设程序获政府审批完成（取得施工许可证）之日起 2 个月内开工建设，2 年之内建成，建成后 1 年内全面投产，投产后 4 年内达产；二期开发建设 40 亩，开发时间为第一期项目投产之日起 1 年内开工，2 年内建成并全面投产，投产后 4 年内全面达产。

表 5：公司收购“好礼客”、“早宜点”先决条件及估值方式

情形	好礼客、早宜点门店要求	巴比门店要求	主要产品平均毛利率	累计扣非净利润	规范运营且满 12 个月	目标公司股权估值
1	加盟门店数量≥730 家，估值销售额≥8300 万元	巴比加盟门店数量≥180 家，估值销售额≥2000 万元	≥18%	正值	√	4000 万
2	加盟门店数量≥680 家，估值销售额≥7500 万元	巴比加盟门店数量≥150 家，估值销售额≥1500 万元	≥16%	正值	√	3500 万
3	加盟门店数量≥550 家，估值销售额≥6500 万元	巴比加盟门店数量≥100 家	≥16%	正值	√	3000 万
4	加盟门店数量≥400 家，估值销售额≥3800 万元	巴比加盟门店数量≥50 家	≥16%	正值	√	估值销售额*估值系数 0.4

资料来源：公司公告，山西证券研究所

5. 盈利预测及估值对比

（一）收入拆分及盈利预测

我们将公司营收拆分成特许加盟门店销售收入、直营门店销售收入、团餐销售收入、其他渠道销售收

入以及其他业务五大类来预测公司未来的业绩。

第一，特许加盟门店销售情况预测。首先，从“价”的层面讲，2022年上半年华东地区疫情爆发给公司门店销售造成了较大的负面影响，预期单店收入较去年将会有所回落，基于此假设22/23/24年单店收入同比增速为-10%/5%/2%。其次，从“量”的层面讲：①华东地区的首要任务仍是产能扩张，随着产能逐步释放预期加盟门店数量仍将持续增长，但考虑到基数较大，我们认为增长速度相对缓慢，故假设22/23/24年华东地区加盟门店数量同比增速为5.0%/5.3%/5.50%。②华南地区和华北地区现有产能较为充足，并且加盟门店数量较少，预期未来增长速度相对较快且波动较小，故假设22/23/24年华南地区加盟门店数量同比增速为30%/30%/30%，22/23/24年华北地区加盟门店数量同比增速为40%/40%/40%。③华中地区目前的加盟门店主要通过收购获得，预期武汉智能制造中心项目建设完成后加盟门店数量会随之增加，故假设2022年华中地区加盟门店数量为679家，23/24年华中地区加盟门店数量同比增速为5%/10%。此外，考虑到猪肉等原材料价格明显回落，预期加盟门店的毛利率将逐步回升，故假设22/23/24年非并购加盟门店销售毛利率为29.0%/29.5%/30.0%，并购加盟门店销售毛利率为25%/26%/27%，并购加盟的比例为10%/15%/20%。

表6：特许加盟门店销售情况预测

项目		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
华东	期末数量（家）	2589	2735	2950	3097	3261	3440
	yoy	6.50%	5.64%	7.86%	5.00%	5.30%	5.50%
	净增加数量（家）	158	146	215	147	164	179
华南	期末数量（家）	245	269	370	481	625	812
	yoy	28.27%	9.80%	37.55%	30.00%	30.00%	30.00%
	净增加数量（家）	54	24	101	111	144	187
华北	期末数量（家）	81	85	141	197	275	385
	yoy	326.32%	4.94%	65.88%	40.00%	40.00%	40.00%
	净增加数量（家）	62	4	56	56	78	110
华中	期末数量（家）				679	712	783
	yoy					5.00%	10.00%
	净增加数量（家）				679	33	71
特许加盟门店总数量（家）		2915	3089	3461	4454	4873	5420
yoy		10.37%	5.97%	12.04%	28.69%	9.41%	11.23%
单店收入（万元）		31.49	26.31	32.39	29.15	30.61	31.22
yoy		-5.04%	-16.45%	23.11%	-10.00%	5.00%	2.00%
特许加盟门店总收入（百万元）		918.03	812.68	1120.97	1298.39	1491.55	1692.16
非并购加盟门店毛利率（%）		33.12%	28.24%	25.99%	29.00%	29.50%	30.00%
并购加盟门店毛利率（%）					25.00%	26.00%	27.00%
特许加盟门店毛利率（%）		33.12%	28.24%	25.99%	28.60%	28.98%	29.40%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

第二，直营门店销售情况预测。从“价”的层面讲，在疫情影响下预期单店收入较去年将会有所回落，基于此假设 22/23/24 年单店收入同比增速为-10%/5%/2%。从“量”的层面讲，目前直营门店数量相对较少，预期未来直营门店的开店速度将会有所提升，基于此假设 22/23/24 年直营门店净增加数量为 3/4/5 家。同时假设 22/23/24 年直营门店销售毛利率为 62.5%/63.0%/63.5%。

表 7：直营门店销售情况预测

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
期末数量（家）	16	17	19	22	26	31
净增加数量（家）	1	1	2	3	4	5
单店收入（万元）	104.83	72.70	130.64	118	123	126
yoy	-8.37%	-30.65%	79.70%	-10.00%	5.00%	2.00%
直营门店销售总收入（百万元）	16.77	12.36	25.55	25.87	32.10	39.04
直营门店毛利率（%）	60.19%	62.58%	62.09%	62.50%	63.00%	63.50%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

除此以外，考虑到华东地区疫情期间公司团餐业务表现亮眼，伴随产能扩张、品牌影响力提升、客户粘性增强，预期团餐业务对公司业绩的贡献将逐步加大，基于此假设 22/23/24 年团餐销售收入同比增速为 55%/57%/60%，销售毛利率为 24.0%/24.5%/25.0%；其他销售渠道 22/23/24 年收入同比增速为-10%/5%/2%，销售毛利率为 36.0%/36.5%/37.0%；其他业务 22/23/24 年收入为 80/75/70 万，销售毛利率为 80%左右。

基于上述假设，我们预测公司 2022~2024 年营业收入分别为 16.70、20.60、25.81 亿元，增速分别为 21.4%、23.3%、25.3%，净利润分别为 2.27、2.87、3.54 亿元，增速分别为-27.7%、26.3%、23.5%，对应 EPS 分别为 0.92、1.16、1.43 元，以 11 月 18 日收盘价 28.00 元计算，对应 PE 分别为 30.6X、24.2X、19.6X。

表 8：2022-2024 年公司主营业务收入预测（百万元）

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	1063.98	975.09	1375.45	1669.93	2059.62	2580.94
yoy	7.45%	-8.35%	41.06%	21.41%	23.34%	25.31%
一、特许加盟门店销售	918.03	812.68	1120.97	1298.39	1491.55	1692.16
yoy	4.83%	-11.48%	37.93%	15.83%	14.88%	13.45%
二、直营门店销售	16.77	12.36	25.55	25.87	32.10	39.04
yoy	-2.27%	-26.32%	106.77%	1.22%	24.09%	21.62%
三、团餐销售	113.95	133.22	214.76	332.88	522.62	836.19
yoy	40.65%	16.91%	61.21%	55.00%	57.00%	60.00%
四、其他渠道销售	14.10	15.95	13.33	12.00	12.60	12.85
yoy	-6.96%	13.19%	-16.43%	-10.00%	5.00%	2.00%
五、其他业务	1.13	0.88	0.83	0.80	0.75	0.70
yoy	-2.59%	-22.12%	-5.68%	-3.61%	-6.25%	-6.67%

资料来源：公司公告，Wind，山西证券研究所

（二）可比公司估值对比

目前国内与公司从事类似业务或经营模式相似的公司主要包括三全食品（002216.SZ）、安井食品（603345.SH）、千味央厨（001215.SZ）、绝味食品（603517.SH）、煌上煌（002695.SZ），可作为同行业可比上市公司。

表 9：2021-2024 年可比公司估值对比

代码	名称	股价	EPS				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002216.SZ	三全食品	16.32	0.73	0.89	0.99	1.11	27.73	18.34	16.50	14.64
603345.SH	安井食品	156.37	2.79	3.53	4.54	5.68	61.18	44.30	34.46	27.53
001215.SZ	千味央厨	58.66	1.02	1.17	1.55	2.02	57.00	49.95	37.90	29.02
603517.SH	绝味食品	55.65	1.60	0.87	1.79	2.23	42.79	64.34	31.08	24.91
002695.SZ	煌上煌	11.05	0.28	0.27	0.43	0.55	57.81	40.28	25.98	20.09
	可比公司平均						49.30	43.44	29.18	23.24
605338.SH	巴比食品	28.00	1.27	0.92	1.16	1.43	27.52	30.59	24.22	19.61

注：巴比食品 EPS 及 PE 值为自行测算，其余均为 Wind 一致预期

资料来源：Wind 一致预期（截至 11 月 20 日），山西证券研究所

我们预测 2022-2024 年公司的估值分别为 30.59X、24.22X、19.61X，低于可比公司平均估值 43.44X、29.18X、23.24 X。考虑到 1）包子汤包仍是早餐的主流品类，早经济繁荣利好公司发展；2）公司持续扩展销售网络，标准化优势逐步凸显，连锁品牌效应日益增强；3）公司团餐业务快速发展，门店销售业务逐步恢复；4）公司积极推进非华东区域业务拓展；我们看好公司未来的发展，对公司首次覆盖，给予公司“增持-A”的评级。

6. 风险提示

猪肉、面粉等原材料价格波动风险；速冻食品行业市场竞争加剧的风险；加盟商管理不当影响公司经营效益和品牌形象的风险；销售区域较为集中的风险；募投项目收益不及预期的风险；疫情反复的风险；食品安全相关风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1503	1496	1454	1328	1368
现金	1399	1262	814	661	643
应收票据及应收账款	51	69	71	106	120
预付账款	8	3	10	9	14
存货	37	63	96	90	126
其他流动资产	8	99	462	462	465
非流动资产	488	1037	1187	1634	2030
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	203	327	481	833	1178
无形资产	52	108	117	128	142
其他非流动资产	233	602	588	673	710
资产总计	1991	2532	2641	2962	3398
流动负债	324	501	448	535	676
短期借款	0	100	0	0	0
应付票据及应付账款	137	167	173	251	299
其他流动负债	187	234	275	284	377
非流动负债	32	117	122	121	120
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	117	122	121	120
负债合计	356	618	570	656	796
少数股东权益	1	6	5	4	3
股本	248	248	248	248	248
资本公积	769	769	769	769	769
留存收益	617	892	1069	1295	1573
归属母公司股东权益	1634	1908	2066	2302	2599
负债和股东权益	1991	2532	2641	2962	3398

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	250	159	278	389	500
净利润	175	313	226	286	353
折旧摊销	27	34	43	69	99
财务费用	-23	-41	-27	-23	-32
投资损失	-2	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	94	-23	18	61	83
其他经营现金流	-21	-122	20	0	-0
投资活动现金流	-870	481	-576	-513	-492
筹资活动现金流	747	52	-150	-29	-26
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	1.27	0.92	1.16	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.64	1.12	1.57	2.02
每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.70	8.35	9.30	10.49

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	975	1375	1670	2060	2581
营业成本	703	1022	1198	1474	1844
营业税金及附加	7	9	11	14	17
营业费用	48	90	83	109	142
管理费用	66	87	100	122	150
研发费用	4	6	7	9	11
财务费用	-23	-41	-27	-23	-32
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-3
公允价值变动收益	29	196	-20	0	0
投资净收益	2	3	3	3	3
营业利润	204	402	281	359	452
营业外收入	30	17	23	24	21
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	233	418	303	382	472
所得税	58	105	77	96	119
税后利润	175	313	226	286	353
少数股东损益	-0	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	175	314	227	287	354
EBITDA	232	430	327	436	558

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-8.4	41.1	21.4	23.3	25.3
营业利润(%)	7.8	96.9	-30.0	27.8	25.8
归属于母公司净利润(%)	13.4	78.9	-27.7	26.3	23.5
获利能力					
毛利率(%)	27.9	25.7	28.3	28.4	28.5
净利率(%)	18.0	22.8	13.6	13.9	13.7
ROE(%)	10.7	16.4	10.9	12.4	13.6
ROIC(%)	9.4	14.5	10.1	11.8	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	17.9	24.4	21.6	22.1	23.4
流动比率	4.6	3.0	3.2	2.5	2.0
速动比率	4.5	2.8	3.0	2.3	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	20.1	22.8	23.7	23.3	22.9
应付账款周转率	6.1	6.7	7.0	7.0	6.7
估值比率					
P/E	39.6	22.1	30.6	24.2	19.6
P/B	4.2	3.6	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	23.9	13.4	17.5	13.5	10.5

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话: 010-83496336

