

食品饮料/必需消费

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 40.00

当前价格: 26.83

2020.10.18

巴比食品(605338)

深耕中式面点, 加盟拓展提速

——首次覆盖报告

	瞿猛(分析师)	李梓语(分析师)
	021-38676442	021-38032691
	zimeng@gtjas.com	liziyu@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880519080010

本报告导读:

巴比品牌、规模与管理等优势显著, 产能优化为销售拓展奠定基础, 华东加盟门店快速拓展贡献业绩增长主要动能, 未来发力短保、团餐等新业务可期。

投资要点:

- **首次覆盖, 给予增持评级。**中式面点连锁龙头, 产能优化奠定发展基础, 加盟拓展提速巩固华东优势、释放增长动力, 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.63、0.76、0.95 元, 参考商业模式可比公司平均估值, 给予 2021 年 53XPE, 目标价 40 元。
- **深耕中式面点, 建立连锁帝国。**公司产品线为中式面点, 渠道以加盟为主、直营+团餐为辅, 通过标准化可复制的品牌管理体系, 构建了遍布上海、江苏、浙江等省市的庞大连锁网络。公司采取单店加盟模式, 截至 2019 年底, 加盟/直营门店分别 2915/16 家, 加盟销售占收入 86%, 过去几年加盟店数量增长是拉动收入提升的核心动力。
- **行业: 空间广阔, 错位竞争。**我国速冻食品行业规模超千亿, 保持 10% 左右复合增速, 下游 B 端标准化、规模化需求与 C 端便利性需求双轮驱动下行业发展空间巨大。巴比以中式面点加盟连锁为主, 与其他公司形成错位竞争。中式面点速冻行业分散化、区域化特征明显, 刚需支撑下, 以巴比为代表的全国连锁企业在品牌与供应链方面优势显著, 有望收割更多市场份额。
- **产能优化、加盟提速、模式升级。**中式面点即食性强、货值低, 中央工厂物流覆盖最佳半径为 200-350km, 公司华东区域产能优化为加盟提速保驾护航。未来三年华东仍有门店扩张红利, 公司有望实现上海加密、江浙加速、安徽拓展, 同时发力短保产品进一步增厚单店收入。
- **风险提示:**食品安全风险、品牌被仿冒的风险等。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	990	1,064	1,041	1,317	1,715
(+/-)%	14%	7%	-2%	26%	30%
经营利润 (EBIT)	157	169	164	208	268
(+/-)%	20%	8%	-3%	27%	29%
净利润 (归母)	143	155	155	188	235
(+/-)%	27%	8%	0%	21%	25%
每股净收益 (元)	0.58	0.62	0.63	0.76	0.95
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.07	0.09	0.10

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	15.9%	15.9%	15.8%	15.8%	15.7%
净资产收益率 (%)	24.2%	21.6%	9.5%	10.4%	11.7%
投入资本回报率 (%)	20.0%	17.5%	7.5%	8.6%	9.9%
EV/EBITDA	—	—	27.37	21.60	16.63
市盈率	46.42	43.01	42.91	35.48	28.28
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%

交易数据

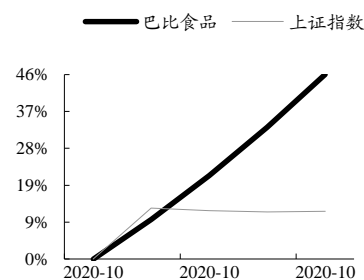
52 周内股价区间 (元)	18.32-26.83
总市值 (百万元)	6,654
总股本/流通 A 股 (百万股)	248/62
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	0.36
日均成交值 (百万元)	8.40

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	771
每股净资产	3.11
市净率	8.6
净负债率	35.81%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.14	0.05
Q2	0.14	0.10
Q3	0.17	0.23
Q4	0.17	0.25
全年	0.62	0.63

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅			
相对指数	-2%	-4%	-12%

模型更新时间: 2020.10.18

股票研究

必需消费
食品饮料

巴比食品(605338)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 40.00

当前价格: 26.83

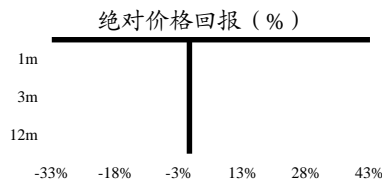
2020.10.18

公司网址

www.babifood.com

公司简介

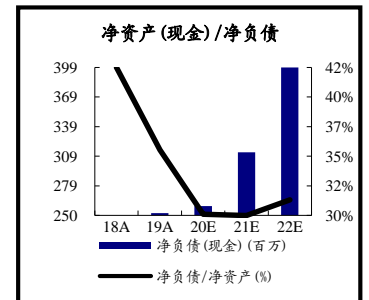
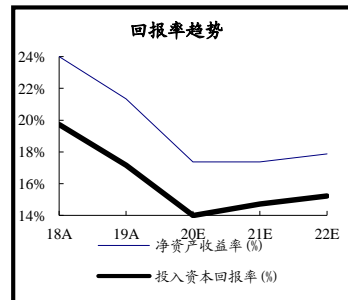
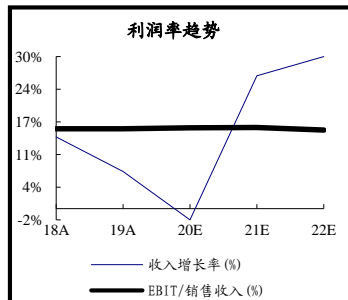
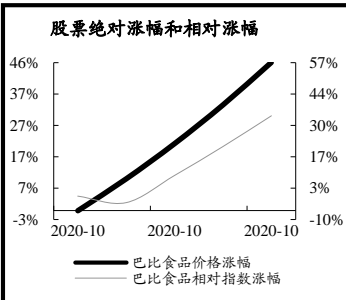
公司自成立以来,专业从事中式面点速冻食品的研发、生产与销售,致力于“工业化生产,全冷链配送,直营、加盟、团体供餐为一体”的经营模式,是一家“连锁门店销售为主,团体供餐销售为辅”的中式面点速冻食品制造企业。公司产品可以分为面点系列产品、馅料系列产品以及外部采购系列产品,具体包括包子、馒头、粗粮点心、馅料以及粥品饮品等,共计近百余种产品。



52 周内价格范围 18.32-26.83
市值 (百万) 6,654

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	990	1,064	1,041	1,317	1,715
营业成本	660	712	696	870	1,132
税金及附加	8	6	6	9	12
销售费用	87	96	91	120	158
管理费用	73	76	79	104	137
EBIT	157	169	164	208	268
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	0	0	3	2	3
财务费用	-17	-16	-12	-18	-20
营业利润	178	189	182	233	297
所得税	46	54	53	64	80
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
净利润	143	155	155	188	235
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	458	487	1,342	1,445	1,608
其他流动资产	3	7	7	7	7
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	218	208	253	296	337
无形及其他资产	60	39	44	48	52
资产合计	843	967	1,891	2,110	2,401
流动负债	224	226	224	279	363
非流动负债	26	25	25	25	25
股东权益	593	716	1,641	1,805	2,013
投入资本(IC)	593	716	1,641	1,805	2,013
现金流量表					
NOPLAT	119	125	122	155	200
折旧与摊销	26	25	30	33	35
流动资金增量	25	47	-22	-27	-43
资本支出	-23	-63	-97	-104	-104
自由现金流	147	134	33	57	88
经营现金流	136	111	179	227	291
投资现金流	-7	-100	-94	-102	-101
融资现金流	-23	-37	771	-23	-27
现金流净增加额	106	-26	855	102	163
财务指标					
成长性					
收入增长率	14.3%	7.4%	-2.2%	26.5%	30.3%
EBIT 增长率	20.0%	7.6%	-3.1%	26.9%	29.0%
净利润增长率	27.4%	7.9%	0.2%	21.0%	25.5%
利润率					
毛利率	33.3%	33.1%	33.1%	33.9%	34.0%
EBIT 率	15.9%	15.9%	15.8%	15.8%	15.7%
净利润率	14.5%	14.5%	14.9%	14.2%	13.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	24.2%	21.6%	9.5%	10.4%	11.7%
总资产收益率(ROA)	16.9%	15.9%	8.2%	8.9%	9.8%
投入资本回报率(ROIC)	20.0%	17.5%	7.5%	8.6%	9.9%
运营能力					
存货周转天数	17.5	41.0	30.0	30.0	30.0
应收账款周转天数	15.4	15.6	15.5	15.5	15.6
总资产周转天数	310.9	331.8	663.0	584.9	511.0
净利润现金含量	1.0	0.7	1.2	1.2	1.2
资本支出/收入	2.3%	5.9%	9.3%	7.9%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	29.6%	26.0%	13.2%	14.4%	16.2%
净负债率	-77.2%	-68.1%	-81.8%	-80.0%	-79.9%
估值比率					
PE	46.42	43.01	42.91	35.48	28.28
PB	0.00	0.00	4.06	3.69	3.30
EV/EBITDA	—	—	27.37	21.60	16.63
P/S	5.04	4.69	6.39	5.05	3.88
股息率	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%



目录

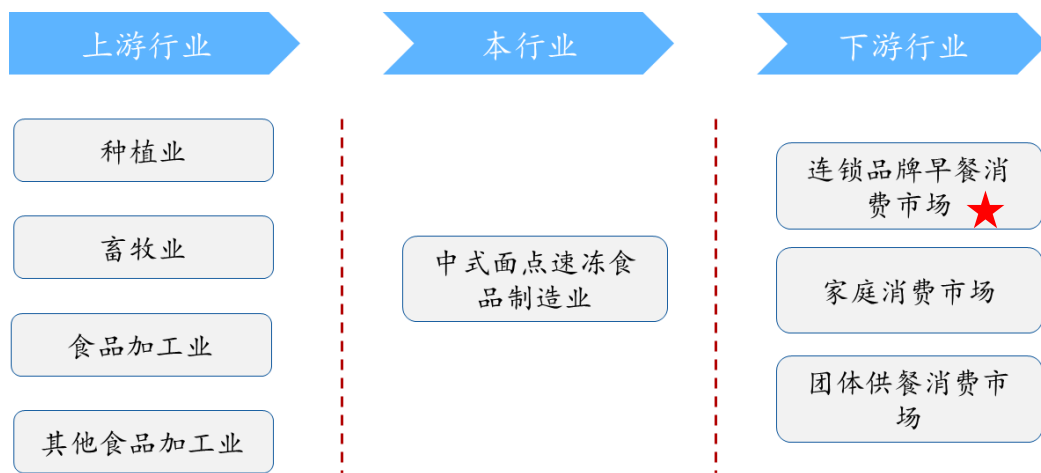
1. 巴比食品：深耕中式面点，建立连锁帝国	4
1.1. 深耕中式面点速冻食品，匠心品质打造良心品牌	4
1.2. 门店拓展带动收入稳步增长，管理持续升级优化	5
1.3. 高管团队经验丰富，控股比例集中	6
2. 行业：空间广阔，错位竞争	7
2.1. C端、B端双轮渠道，速冻行业快速发展	8
2.2. 竞争呈现差异化，未来规模化发展驱动集中度提升	9
3. 核心逻辑：产能优化，加盟提速，模式升级	11
3.1. 产品端：中式面点为主，未来成品化供应+发力短保	12
3.2. 产能端：产能拓展，产能半径拓宽销售半径	13
3.3. 渠道端：加盟提速，巩固华东，跨区扩张	15
4. 财务分析：盈利提升、周转高效、现金优秀	21
5. 盈利预测与估值	22
6. 风险提示	23

1. 巴比食品：深耕中式面点，建立连锁帝国

1.1. 深耕中式面点速冻食品，匠心品质打造良心品牌

专注中式面点，构建连锁网络。“巴比”品牌创立于 2003 年 3 月 3 日，起源于上海，前身为“刘师傅大包”，专注于中式面点营养早餐品牌，后期逐步发展成为“连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅”的中式面点速冻食品制造企业，下游主要目标市场包括连锁品牌早餐消费市场、团体供餐消费市场和家庭消费市场。公司产品线以中式面点为主，坚持“工业化生产、全冷链配送、加盟为主、直营+团餐为辅”的商业模式，通过标准化可复制的品牌管理体系，行成遍布上海、江苏、浙江、广东、北京等省市的庞大品牌网络。

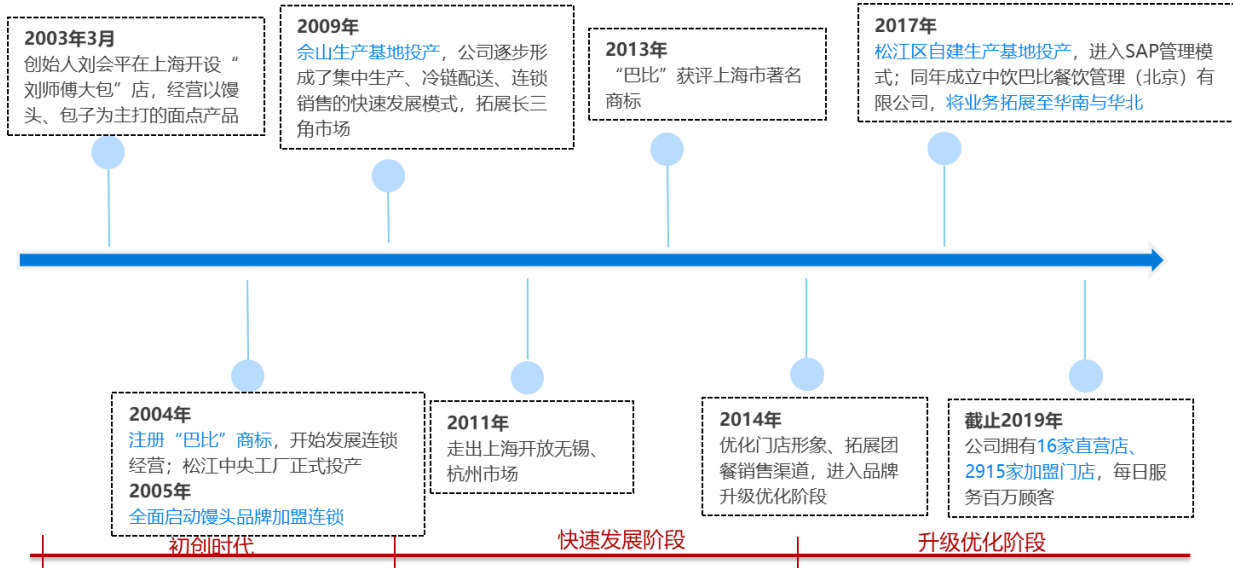
图 1：公司主业为中式面点速冻食品的研发、生产，销售体系以连锁门店为主



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

十余载匠心，专注连锁化、规模化、品质化经营。巴比自成立至今，经历了品牌初创、快速发展、升级优化三大阶段：**1) 初创时代 (2003-2008 年)**。2003 年 3 月，创始人刘会平在上海开设“刘师傅大包”店，经营以馒头、包子为主打的面点产品，并在第二年向国家商标局申请注册“巴比”品牌商标，2005 年全面启动巴比馒头品牌连锁加盟，到 2008 年加盟店突破 100 家。**2) 快速发展阶段 (2009-2013 年)**。2009 年佘山生产基地投产，公司逐步形成了集中生产、冷链配送、连锁销售的快速发展模式，专注拓展长三角市场，2011 年走出上海，开放无锡、杭州市场。**3) 升级优化阶段 (2014-至今)**。2014 年公司开始优化升级门店形象、拓展团餐渠道，进入品牌升级优化阶段。2017 年松江自建生产基地投产，进入 SAP 管理模式，同年成立中饮巴比餐饮管理（北京）有限公司，将业务拓展至华南与华北。截至 2019 年底，公司拥有 16 家直营店、2915 家加盟门店，每日服务百万顾客。

图 2：巴比食品发展历程：十余载匠心，专注连锁化、规模化、品质化经营

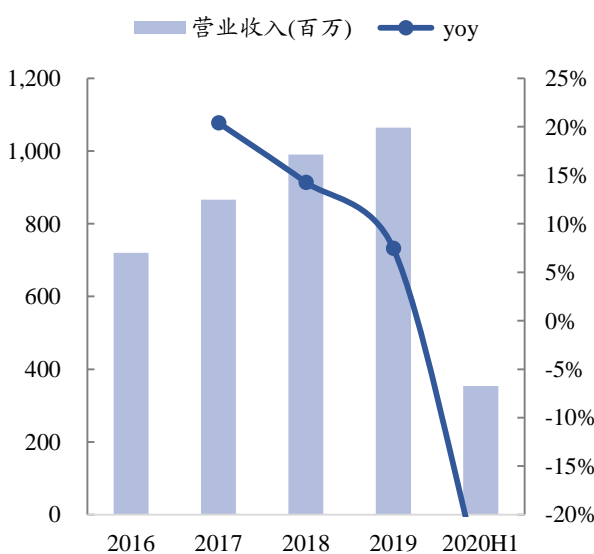


数据来源：公司官网、公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 门店拓展带动收入稳步增长，管理持续升级优化

门店规模扩张，收入稳步增长，管理优化升级，净利润快速增长。公司营收从2016年7.19亿元稳步增加至2019年10.64亿元，CAGR 14%，门店规模拓展是拉动公司收入增长的核心动力，公司加盟店从2016年2074家增长至2019年底2915家。公司归母净利从2016年0.37亿元增长至2019年1.55亿元，CAGR 60%，净利润保持高速增长，主要得益于规模效益带来的营收增加和管理升级优化带来的效率提升，其中2017年归母利润同比增长199%，主要系2017年政府补贴增加以及2016年公司股票投资亏损较多。2020年H1受新冠肺炎疫情疫情影响，公司实现收入3.54亿元、同比-26.45%，归母净利润0.56亿元、同比-19.08%，随着疫情逐步得到控制，公司生产经营实现了快速恢复。

图 3：门店规模稳步扩张拉动收入稳定增长



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

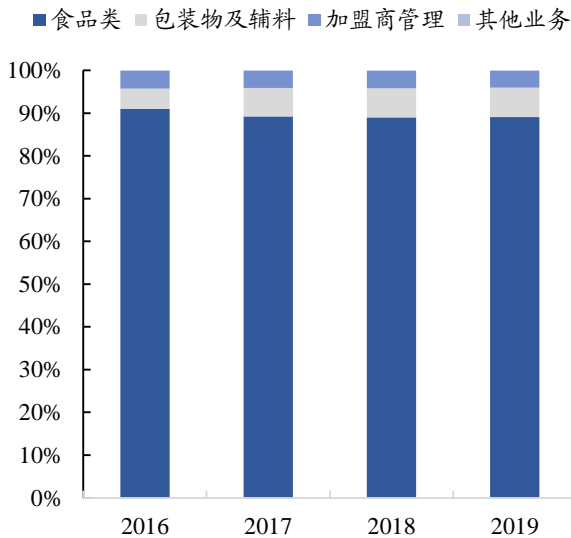
图 4：净利润快速增长



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

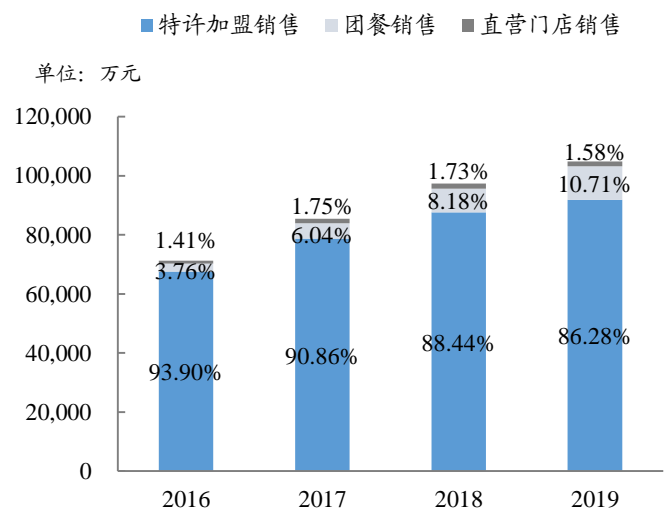
公司以加盟销售模式为主，90%左右的食物销售来源于加盟模式。公司主要收入来源为食物销售，2017-2019年占比分别为89.25%、88.99%和88.11%；其他收入构成主要有加盟商管理、包装辅料，2019年加盟商管理、包装辅料营收占比分别为3.92%、6.87%。从商业模式角度来看，公司以加盟销售模式为主，90%左右的营收来自于加盟模式产品销售，公司将面点成品产品、馅料销售给加盟商，加盟商直接将公司购买的成品或利用从公司购买的馅料加工成符合要求的成品后再销售给终端客户。

图 5: 营收构成主要为食物销售



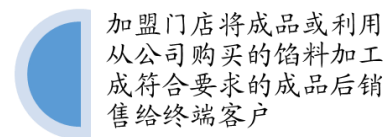
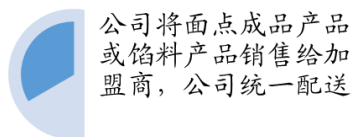
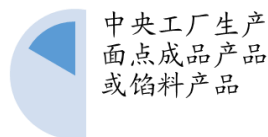
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 6: 90%左右的食物销售来源于加盟模式



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7: 公司以加盟销售模式为主，经营模式为公司将产品销售给加盟商，加盟商再销售给终端客户



数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

1.3. 高管团队经验丰富，控股比例集中

高管团队及核心技术人员关系紧密，从业经验丰富，在公司任职时间年限较长。公司高管团队任职行业多元化，对公司打造专业电商团队、实现销售渠道多元化、升级优化管理体系等战略措施各有深刻认知。创始人刘会平专注中式面点餐饮，任本公司董事长、总经理；孙爱国有多段人事资源管理的任职经历，2013年至今任本公司董事、副总经理；钱昌华曾任职于电子、机械等行业，2013年至今任本公司董事、财务总监、董事会秘书；李俊曾任职多家公司高管，2017年至今任本公司副总经理。

表 1: 高管团队从业经验丰富

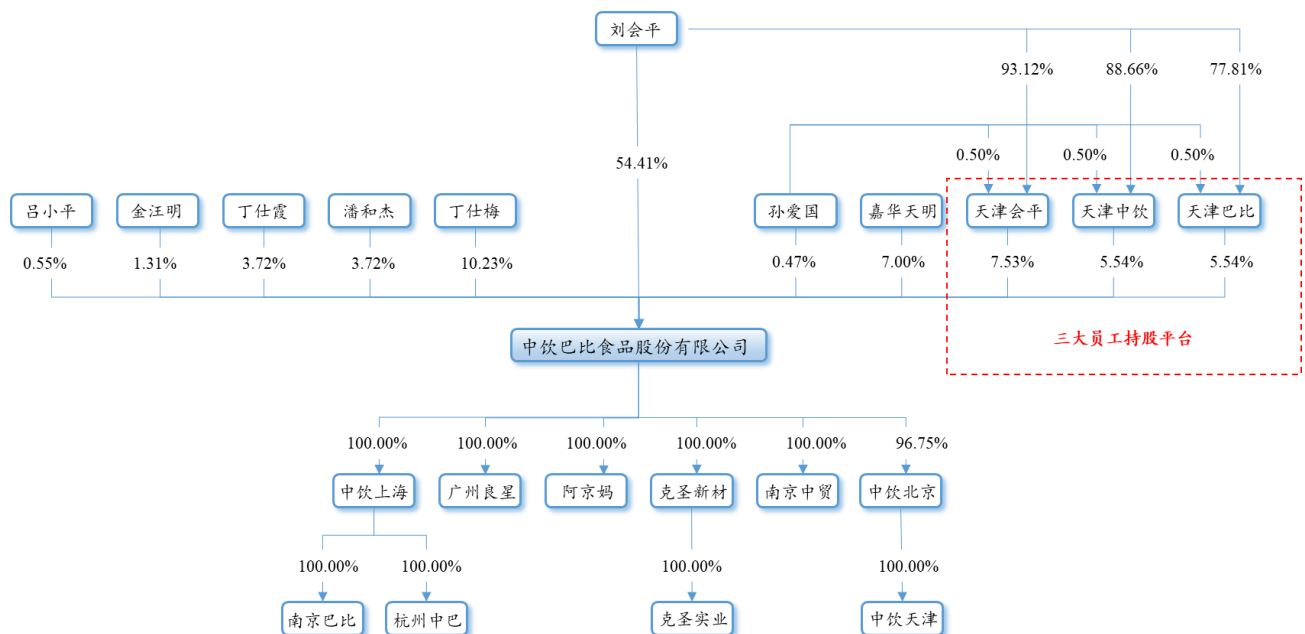
姓名	学历	职务	持股比例	从业经历
刘会平	初中	总经理	70.63%	曾任上海巴比董事长，上海中饮董事长、总经理，星达克执行董事。2010年7月至今，创立本公司并担任董事长、总经理，中饮上海、杭州中巴、南京巴比执行董事兼总经理。
孙爱国	本科	副总经理	0.56%	曾任上海诚丰凯腾人事行政总监，北京中港印人力资源经理。2013年10月至今，担任本公司董事、副总经理，阿京妈执行董事，南京中茂执行董事。
钱昌华	专科	财务总监 董事会秘书	0.06%	曾任职于珠海华电、珠海深能洪湾电力、上海莱必泰、合肥新型建筑材料有限公司。2013年5月至今，担任本公司董事、财务总监、董事会秘书。
李俊	硕士	副总经理	0.03%	曾任润盈生物工程总经理，圣邦布兰卡监事，元祖梦果子上海生产中心厂长。2017年7月至今担任本公司副总经理。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司实际控制人为刘会平、丁仕梅夫妇，持股比例较为集中。公司实控人直接持股比例为 64.64%，同时刘会平作为有限合伙人通过天津会平、天津巴比、天津中饮三大员工持股平台间接持有公司 16.12% 的股份，合计来看实控人共持有公司 80.76% 股份。2015 年加华资本投资 1.05 亿，加华资本合伙人宋向前也为公司现任董事之一。

三大员工持股平台，能够有效调整中层以上干部积极性。天津会平、天津中饮、天津巴比均为员工持股平台，持股比例分别为 7.53%、5.54%、5.54%，三大员工持股平台实现了对部分中层以上职工持股，达到了良好的员工激励效果。

图 8：公司实控人持股比例高，三大员工持股平台有利于调动骨干员工积极性



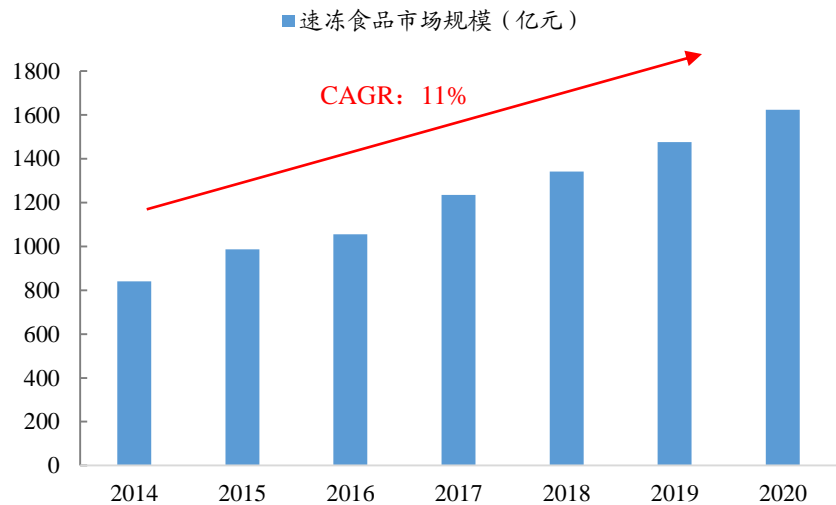
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 行业：空间广阔，错位竞争

2.1. C 端、B 端双轮渠道，速冻行业快速发展

速冻食品千亿规模，市场快速扩容。我国速冻食品市场起步较晚，目前仍处于快速发展阶段，根据 Frost&Sullivan 统计数据，从 2013 年到 2018 年，中国速冻食品市场规模从 828 亿元增长到 1342 亿元，CAGR 达 10.14%，预计 2019、2020 年仍保持 10% 左右增长。速冻行业参与企业数快速增加，据企查查数据显示，目前全国所登记的速冻食品企业达 8.3 万余家，仅 2020 年前三季度，全国新成立的企业就有 9700 多家，超过 2018 年全年的数据。

图 9：速冻食品千亿规模，市场快速扩容



数据来源：Frost&Sullivan、国泰君安证券研究

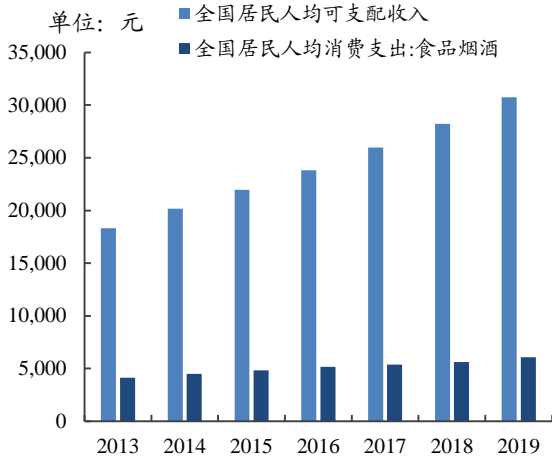
注：2019、2020 年数据为国泰君安测算值

需求端 B、C 双轮驱动:1) 居民收入快速增长，速冻食品 C 端消费演绎扩容与升级。据国家统计局数据显示，2019 年我国居民人均可支配收入 30733 元，同比增速 8.9%；2019 年全国居民人均食品烟酒消费支出达 6084 元，同比增速 8.0%，随着居民收入持续增长，食品消费升级大势所趋。一方面，快节奏生活加强了消费者对“速”食的需求，2020 年上半年疫情影响下，速冻食品的便利性和高效性进一步凸显；另一方面，对食物品质的追求正成为人们新的消费惯性，主打便捷、新鲜、短保的中式速冻食品具备较强的发展潜力。

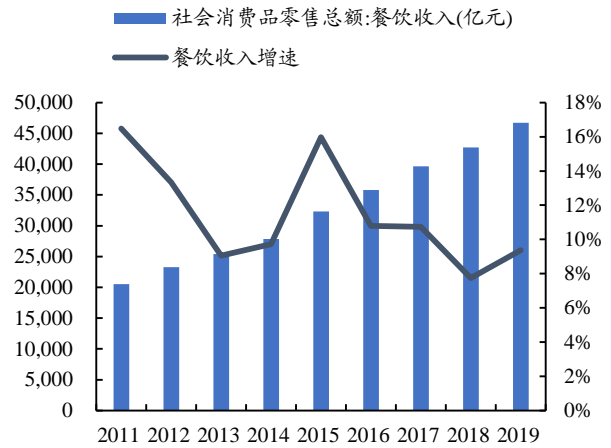
2) B 端标准化、规模化、高效化需求加强，拉动上游速冻行业快速增长。速冻食品的下游主要由餐饮、团餐和家庭消费等渠道消费构成，近年来餐饮行业处于增速扩张的阶段，根据国家统计局，2019 年我国餐饮收入达到 4.67 万亿元，同比增长 9.38%。随着人工成本上升、餐饮连锁经营壮大，餐饮企业及团餐客户对规模化、标准化、高效化的需求持续强化，B 端供应链需求成为拉动速冻食品行业快速发展的另一大引擎。

图 10：居民收入水平提升，速冻 C 端消费崛起

图 11：下游 B 端餐饮市场万亿市场，需求快速增加



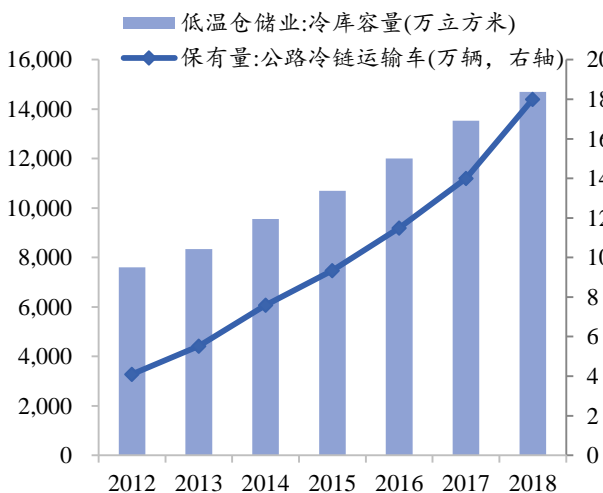
数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

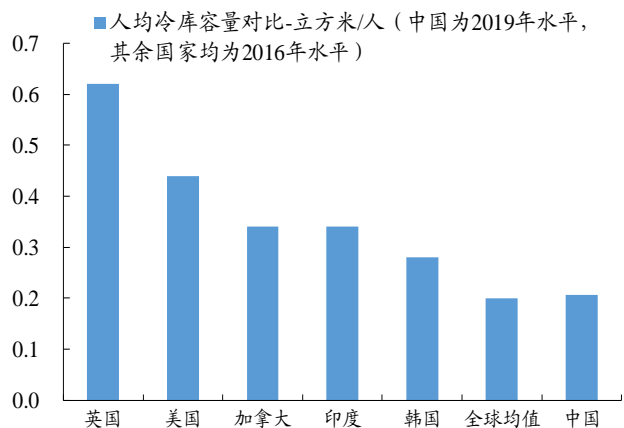
冷链物流保驾护航, 速冻食品行业发展进一步受益。随着速冻食品市场的铺开, 运输的地域愈发广大, 这对食品的保鲜与物流提出了更高要求。2010 年国家发展改革委制定发布了《农产品冷链物流发展规划》, 冷链物流开始快速发展。2017 年国务院办公厅印发《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》, 针对农产品、食品的冷链物流得到国家政策的进一步支持。据中国物流与采购联合会统计, 截至 2018 年, 全国公路冷链运输车年保有量为 18 万辆, 年增长率达 28.57%; 而全国冷库容量也在同年达到了 14700 万立方米。尽管如此, 我国的冷链物流建设与其他国家仍有差距, 2019 年我国人均冷库容量仅为 0.21 立方米, 低于英国、美国等国家 2016 年的水平。在国家政策的支持下, 预计未来冷链物流仍将保持高速增长趋势, 速冻食品行业有望进一步受益。

图 12: 我国冷链物流快速发展



数据来源: 中国物流与采购联合会, 国泰君安证券研究

图 13: 我国人均冷库容量仍有较大提升空间



数据来源: 仲量联行, 国泰君安证券研究

2.2. 竞争呈现差异化, 未来规模化发展驱动集中度提升

速冻行业产品、渠道百花齐放, 巴比食品错位竞争。速冻行业从产品端来看, 主要包括火锅料制品(速冻鱼糜制品、速冻肉制品等)、速冻面米制品和速冻菜肴制品等, 其中火锅料制品和速冻面米制品是我国主要的

速冻食品品种；从渠道端来看，主要有商超、餐饮、连锁门店等。巴比食品与行业内其他公司商业模式存在差异：1)与北京庆丰相比，产品结构差异较大，公司产品结构专注中式面点，以华东区域为主；2)与三全食品、千味央厨等速冻面点公司相比，销售渠道存在较大差异，巴比食品以连锁门店为主，三全食品、千味央厨等以商超渠道为主；3)与南京青露等中式面点企业相比，巴比食品与其他均采用连锁门店商业模式，但巴比食品门店数量规模远超其他公司。

表 2: 巴比食品与行业内其他公司商业模式存在差异，实现错位竞争

主营业务		商业模式主要差异
北京庆丰	主要经营包子、小吃、米饭、炒菜等	A、产品结构：公司专注中式面点产品，竞争对手还有非面点类产品 B、覆盖区域：公司市场涉及华东、华南、华北，庆丰餐饮主要在华北
三全食品	主要从事速冻汤圆、速冻水饺等速冻米面食品和常温方便食品的生产及销售	销售渠道不同，公司主要以连锁门店销售为主，竞争对手是以商超渠道为主
千味央厨	核心品类为速冻面米制品，致力于提供 2B 端全面供应解决方案	
南京青露餐饮	提供花式包子、粗粮馒头等中式蒸煮类点心和饮品，目前超过 400 家连锁门店	连锁门店规模：截至 2019 年 12 月 31 日，
上海早阳餐饮	以特色淮扬点心为主导产业，为顾客提供传统的早餐食品	公司已有连锁门店 2931 家，而竞争对手门店数量较低
杭州甘其食餐饮	主要从事生产和销售包子产品及饮品	

数据来源：招股说明书、公司官网、国泰君安证券研究

中式面点速冻行业分散化、区域化特征明显，未来市场集中度提升趋势明显。食品制造企业数量众多，其中大中型企业约占总数的 18%，小型企业约占总数的 82%，行业集中度较低，市场竞争激烈。其中，中式面点速冻食品制造行业发展具有“大市场、多群体、小生产、小规模”的特征，大型企业较少，中小型企业较多，全国性品牌较少，区域性品牌较为突出。未来食品安全控制标准更加严格和行业快速发展，市场份额会逐步向规模以上、具有品牌优势的企业集中。

中式面点连锁经营模式各异，小作坊经营是主流，全国连锁企业品牌与供应链优势显著。由于销售区域和销售能力存在差异，各企业在经营模式的选择上也各有不同。目前中式速冻食品制造业主要分为小作坊经营、区域性经营、全国连锁经营三种模式。其中采用小作坊经营模式的企业产品较为单一、产品品质较差，因此利润水平较低，品牌影响力不足；采用区域性经营的企业开始利用冷链物流突围，延长产品供应半径，但是由于受限于产能，其影响力被限制在有限的地域内；以巴比食品为代表的全国连锁经营企业则克服了以上限制，一方面通过统一的冷链物流渠道进行配送，另一方面利用规模化生产扩产能降成本，成为行业内的标杆性企业。

表 3: 中式面点连锁经营模式各异，小作坊经营是主流，全国连锁企业品牌与供应链优势显著

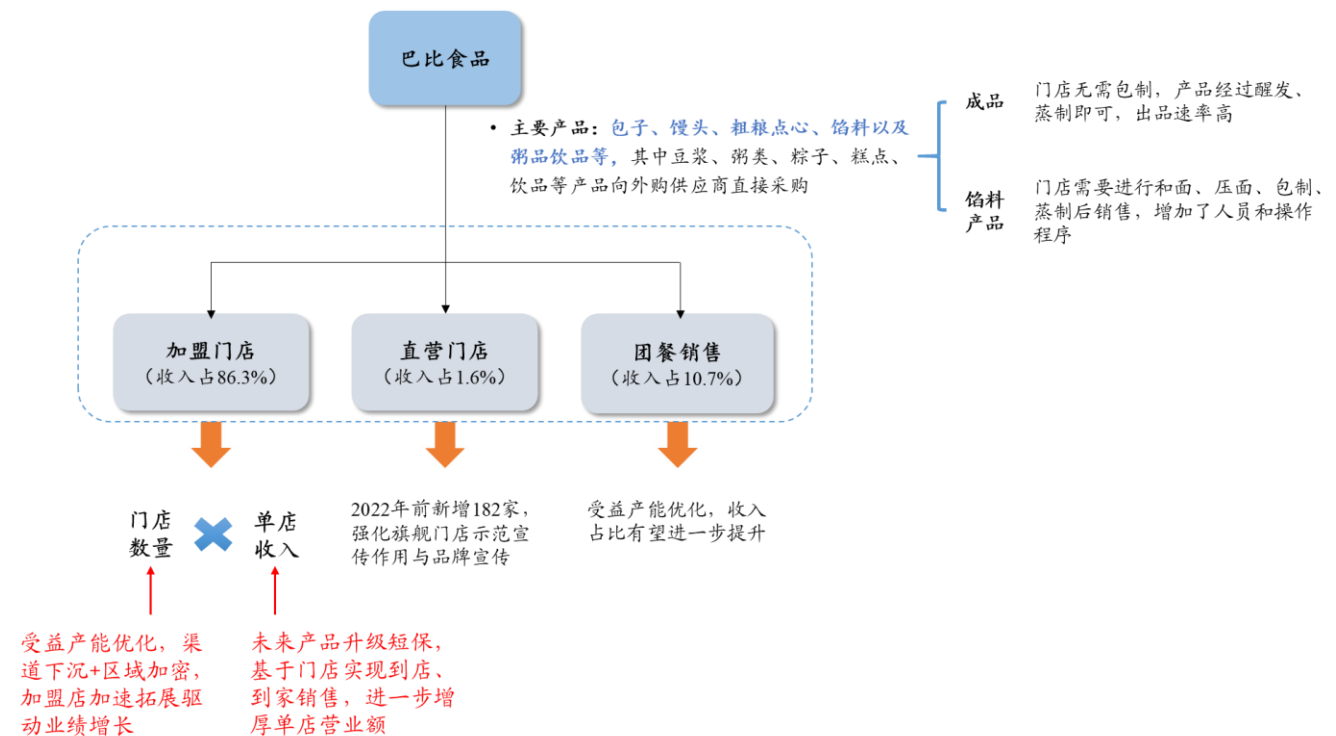
分类	小作坊经营模式	区域性经营模式	全国连锁经营模式 (巴比食品)
主体	多为作坊式生产企业及个体经营者所采用	主要为一些中等规模的加工企业所用	主要为全国知名企业所用
特征	主要用居家设备或者小型专业机器进行生产,一般就近销售给当地的超市、农贸市场或者自设门店	拥有部分专业机器设备,采用了集中加工生产,但规模化产能仍然有限	品牌知名度较高、国内主要地区设有生产基地、工艺先进、产能产量较大、品种丰富、食品安全管理体系较完善
评价	销售区域受限、利润水平较低、产品品种单一、品质控制能力差、品牌知名度低。目前,小作坊经营仍在行业中占有较大比例	部分生产企业已开始突破供应半径的限制,实行冷链物流配送,销售拓展至邻近区域,在区域内有一定品牌影响力	复制业务模式实现规模生产、统一配送,实行全程冷链物流配送,突破了区域性限制

数据来源: 招股说明书、公司官网、国泰君安证券研究

3. 核心逻辑: 产能优化, 加盟提速, 模式升级

中式面点消费场景相对刚需, 公司有望凭借知名品牌形象、优良产品品质、专业加盟体系收割更多市场份额。未来公司发展看点核心为连锁加盟加速拓展, 产能端持续优化为规模快速扩张奠定基础, 华东区域加密、渠道下沉、跨区扩张有望释放成长红利, 同时加强团餐等新业务拓展。产品端发力短保, 未来有望基于门店实现到店、到家销售, 在中式面点客单价提升难度大、日销分布相对集中的情况下, 有望进一步增厚门店销售。

图 14: 巴比食品核心逻辑: 加盟提速, 产能优化, 模式升级



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3.1. 产品端：中式面点为主，未来成品化供应+发力短保

主打面点食品，覆盖多种产品类型。公司产品分为面点系列产品、馅料系列产品以及外购系列产品，具体包括包子、馒头、粗粮点心、馅料以及粥品饮品等，其中豆浆、粥类、粽子、糕点、饮品等产品向外购供应商直接采购。成品门店无需包制，产品经过醒发、蒸制即可，出品速率高；馅料产品门店需要进行和面、压面、包制、蒸制后销售，增加了人员和操作程序；外购食品可分为豆浆饮品、米面制品和套餐类产品三大类，外购非食品主要为外购的包装物及辅料。

表 4: 主打面点食品，覆盖多种产品类型

产品类型	图例	产品类型	图例
包子类		馅料系列产品	
			
			
馒头粗粮点心类产品		外部采购产品	
			
			

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

成品门店无需加工，馅料产品门店仍需加工，未来成品化供应趋势明确。目前馅料类产品占公司营收总额比重 30% 左右，且近年来占比呈现持续下降趋势。未来规模进一步扩展、人工成本上升等趋势倒逼成本化供应发展，馅料类产品占比有望持续下降，一方面降低门店对加盟人员要求，另一方面更有利于拓展速度和食品安全管控越来越强。

表 5: 目前馅料类产品占比 30% 左右，未来成品化供应趋势明确

	2017	2018	2019
面点类	26.36%	28.15%	30.16%
包子类	17.07%	18.03%	20.41%
馒头类	9.28%	9.17%	8.80%
饺子类	0.01%	0.95%	0.95%

馅料类	33.56%	31.37%	31.05%
荤馅类	22.23%	21.00%	20.88%
素馅类	11.33%	10.37%	10.17%
外购品类	29.31%	29.51%	27.80%
豆浆饮品类	22.30%	22.13%	20.89%
米面制品类	6.89%	7.34%	6.66%
套餐类	0.12%	0.04%	0.25%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

以销定产稳定经营，自主生产持续发展。为了保证生产计划平稳进行，公司根据各渠道汇总销量组织生产、质检。目前公司上海、广州、天津生产基地自主生产产品，仅北京地区生产的产品采取委托加工模式，占比较小，最近一年及一期比重分别 0.32%、0.53%，2019 年 12 月天津工厂建成后，华北地区不再采用委托加工模式。

迎合销售升级大趋势，瞄准短保升级产品发力新增长点。短保产品近年来凭借品质与口感优势快速导入市场，传统速冻食品保质期长、添加剂多，很难凸显食材新鲜，短保产品能够更好的满足消费者健康化的食品消费升级趋势。巴比食品在短保产品已有储备，在 2020 年 5 月上海“上海小吃节”期间，巴比馒头推出了创新的“锁鲜装”馒头，由 3 个肉包、3 个菜包搭配构成，通过最新“锁鲜”技术保存长达 30 天。预计未来短保将成为公司产品升级的大方向之一，可以基于门店实现到店、到家销售，有望进一步增厚单店业绩、提升品牌认知。

图 15: 迎合销售升级大趋势，巴比发力短保产品锁鲜 30 天



数据来源：劳动报

3.2. 产能端：产能拓展，产能半径拓宽销售半径

上海、广州、天津三大生产基地自主生产。公司有3处中央工厂，分别位于上海市、广州市、天津市，其中天津工厂2019年12月投入使用，产能仍在爬坡中，上海与广州，三地合计产能6.3万吨，其中成品类3.8万吨、馅料类2.5万吨。

表 6: 上海、广州、天津三大生产基地自主生产

年度	区域	种类	产量 (吨)	标准产能 (吨)	产能利用率
2019	上海工厂	成品类	33,341.55	24,507.00	136.05%
		馅料类	25,797.24	19,250.00	134.01%
	广州工厂	成品类	2,964.33	5,764.00	51.43%
		馅料类	1,965.21	2,448.00	80.28%
	天津工厂	成品类	-	8,200.00	-
		馅料类	59.13	3,220.00	1.84%
2018	上海工厂	成品类	29,922.18	24,507.00	122.10%
		馅料类	24,531.13	19,250.00	127.43%
	广州工厂	成品类	2,504.33	4,112.00	60.90%
		馅料类	1,695.36	1,610.00	105.30%
2017	上海工厂	成品类	26,372.91	24,507.00	107.61%
		馅料类	23,046.88	19,250.00	119.72%
	广州工厂	成品类	2,583.32	4,112.00	62.82%
		馅料类	1,447.03	1,610.00	89.88%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

未来进一步优化产能布局。公司中式面点产品是一种即食性较强的产品，其新鲜程度决定了产品的质量和品质。过去产能制约下，公司门店拓展保持稳定趋势。公司目前的销售渠道覆盖广度和深度难以满足市场需求，中式面点单个货值较低，不利于较长距离的异地扩张，工厂物流覆盖最佳半径为200-350km，生产中心面临产能不足的问题，未来随着市场拓展和竞争加剧，需要在加强技术改造的基础上，扩大现有产能，以提高公司产品质量，增强公司产品的竞争能力，以期实现销售规模快速增长。2020年10月公司将在南京溧水正式开建11万平方中央工厂，预计2年内建成；2021年11月份将在上海松江区车墩镇开建6万平方中央工厂，即公司募投项目。

表 7: 公司募投项目进一步优化产能

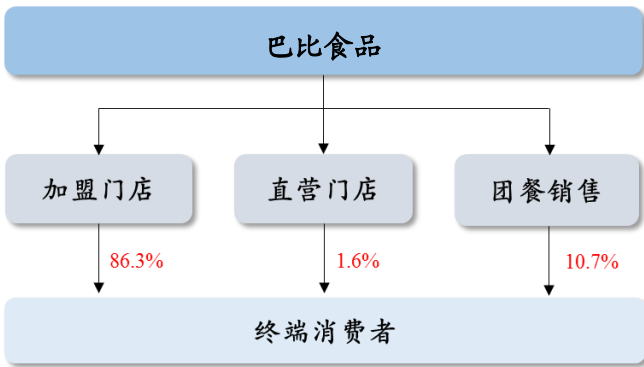
序号	项目名称	总投资 (万元)	募集资金使用规模 (万元)
1	巴比食品智能化厂房项目	19,359.00	18,000.00
2	生产线及仓储系统提升项目	16,699.08	16,699.08
3	直营网络建设项目	19,280.97	500
4	食品研发中心和检测中心建设项目	5,898.35	5,868.57
5	品牌推广项目	6,000.00	6,000.00
6	信息化建设项目	6,201.30	4,387.06
7	电子商务平台建设项目	7,950.08	7,950.08
8	补充流动资金项目	15,000.00	15,000.00
	合计	96,388.78	74,404.79

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.3. 渠道端：加盟提速，巩固华东，跨区扩张

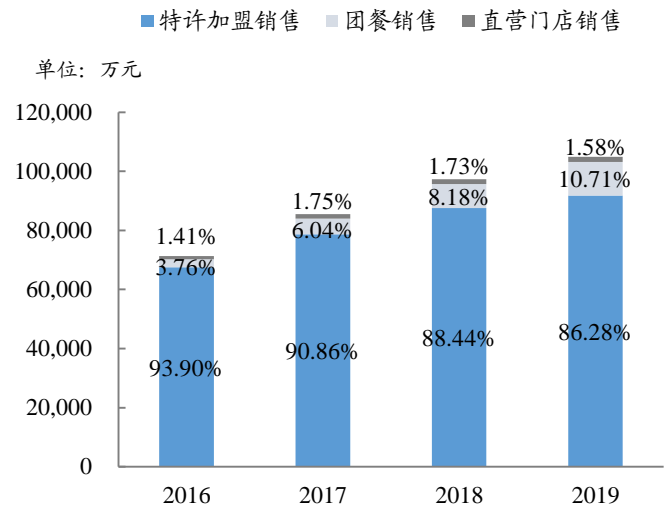
公司销售以特许加盟为主，直营、团餐为辅。截止 2019 年底，公司拥有 16 家直营店、2915 家加盟店，特许加盟是公司最主要的销售模式，帮助公司以较低成本迅速打开市场，实现规模快速扩张。2019 年加盟业务占营收比重 86.3%；直营业务占比相对稳定，维持在 1.6% 附近；团餐业务规模于近年迅速扩张，2016-2019 年 CAGR 达 61.5%，收入占比从 2016 年的 3.8% 快速提升至 2019 年的 10.7%。

图 16: 公司以加盟销售为主



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 17: 特许加盟贡献主要收入, 团餐占比逐年提升



数据来源: wind、国泰君安证券研究

表 8: 直营与加盟模式主要差异

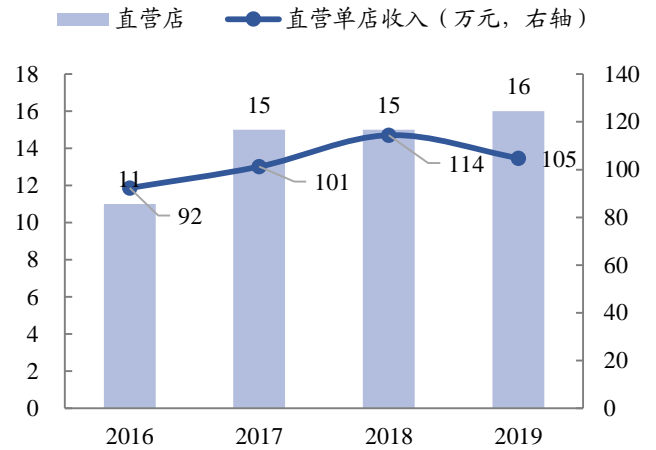
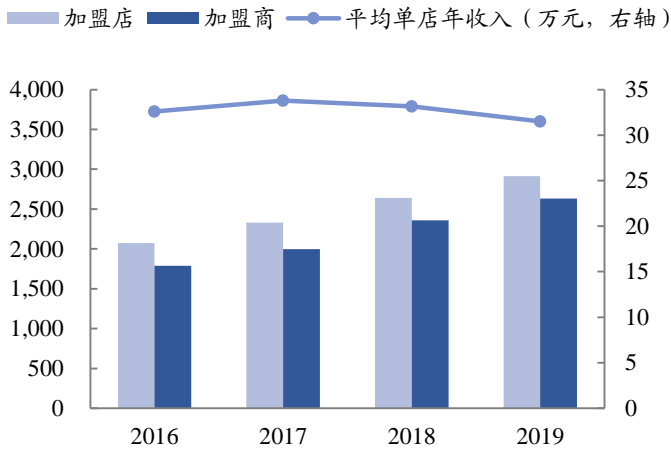
	加盟门店	直营门店
权益归属	加盟商拥有投资收益权	公司拥有投资收益权
人员安排	加盟商聘请, 需接受公司培训和督导	公司聘请, 属于公司员工
销售模式	公司向加盟商销售, 加盟商通过门店向客户销售	公司通过直营门店以零售方式销售
订货方式	门店根据近期销售情况和节假日情况, 预估次日的销售情况后, 通过手机 APP 系统向公司订货	
物流模式		全程冷链配送
定价方式		公司根据不同地域统一定价

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

加盟门店扩张驱动增长, 单店收入相对稳定, 直营门店单店收入较高。2016-2019 年公司加盟收入 CAGR 达 11%, 其中门店数量 CAGR 达 12% (加盟店从 2016 年 2074 家增长至 2019 年底 2915 家, 每年净增 300 家左右, 加盟商由 1790 个增加至 2019 年 2631 个, 加盟商大多以自然人为主), 加盟单店收入 CAGR 为 -1%, 基本维持在 30 万以上, 保持稳定, 加盟店到期不续约比例基本维持在 1.5% 以内。公司直营门店数量保持稳定, 直营管理采用“直营管理部、区域主管、门店”的三级管理模式, 单店收入维持在 100 万以上, 坪效 4.2 万/m²、人效 35 万/人左右。

图 18: 加盟商与加盟店同步增加, 加盟单店收入稳定

图 19: 直营店数量稳定, 单店收入较高

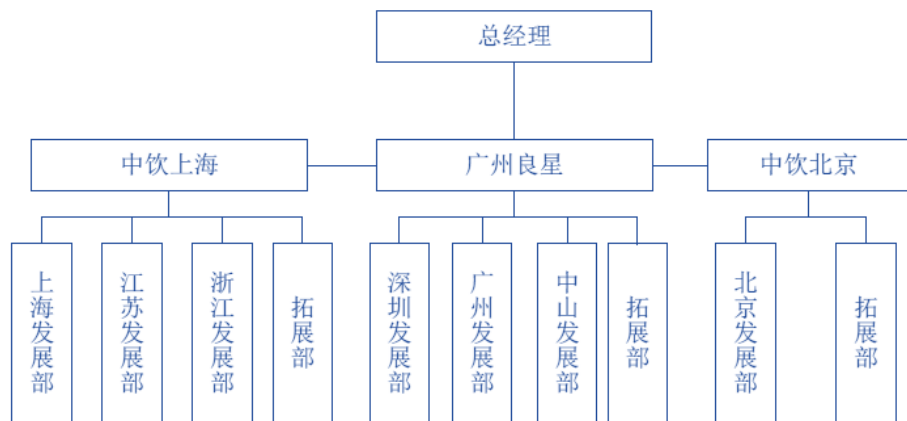


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

强化加盟管理, 把控加盟质量。公司采取单店加盟模式, 以指定城市的约定地址进行加盟, 并给予一定的保护区域, 加盟期限为 3 年, 到期可续约, 公司对加盟店开业前、开业及开业后进行选址、装修、培训、督导等全方位加盟支持。公司加盟连锁管理体系由总经理、中饮上海、广州良星、中饮北京及地区发展部构成, 多方面对加盟门店进行管理, 保证食品安全与加盟质量: 1) 完整的门店操作流程和管理制度; 2) 健全的加盟商管理与监督机制: 公司制定了加盟商分级管理和激励政策, 门店监督管理人员定期或不定期到门店巡查(平均每名督导人员管控 30 家左右的门店); 3) 良好的沟通平台, 公司会按区域定期、不定期召开加盟商沟通会。

图 20: 加盟连锁管理体系由总经理、中饮上海、广州良星、中饮北京及地区发展部构成



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

中式面点加盟行业整体保持良好盈利水平, 巴比加盟商盈利情况较好。根据草根调研, 加盟商初始投入 15-20 万, 主要包括加盟费、保证金、装修、设备等投资, 加盟门店年均销售 105 万元, 加盟门店平均毛利率水平 55%左右, 利润率水平 19%左右, 盈利水平良好。对比与巴比食品商业模式相似的南京青露, 根据南京青露官网及草根调研, 南京青露加

盟商初始投资 13-15 万左右，加盟商毛利率水平 45%、净利率水平 19-21%左右，中式面点加盟行业整体盈利情况良好。

表 9: 巴比加盟店单店盈利情况良好

表 10: 南京青露加盟店单店盈利情况与巴比加盟店一致

巴比食品加盟店单店模型模拟	
面积	15-20 m ²
初始投资 (万元)	15-20
年均销售 (万元)	105
毛利率	55%
租金费用率	8%
人工费用率	18%
其他费用率	10%
利润率	19%
年均利润 (万元)	19.95

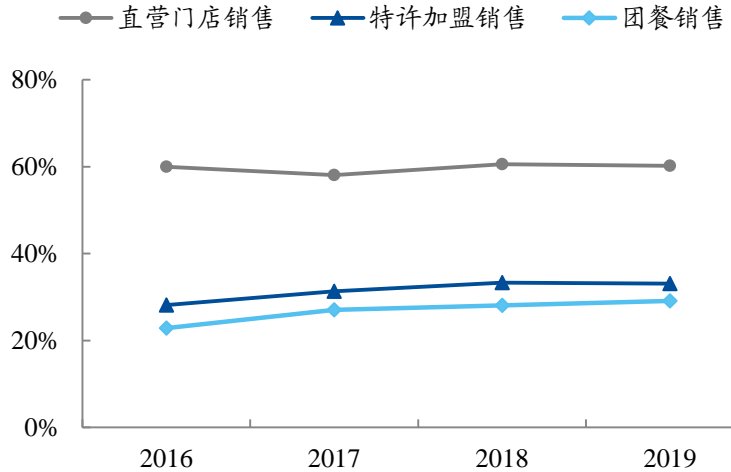
南京青露加盟店单店模型模拟	
面积	15-20 m ²
初始投资 (万元)	13-15
年均销售 (万元)	90
毛利率	45%
利润率	19-21%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 南京青露官网、草根调研、国泰君安证券研究

不同渠道定价模式存在差异。从毛利率角度来看，直营门店毛利率>特许加盟毛利率>团餐毛利率；从定价模式角度来看，直营门店直接面向终端消费者，定价最高，公司根据终端零售价，按一定折扣供货给加盟商。

图 21: 直营门店毛利率>特许加盟毛利率>团餐毛利率

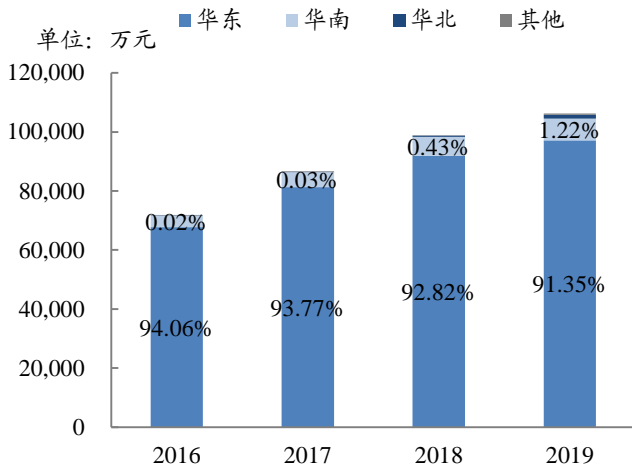


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

华东为销售主战场。公司国内销售区域主要是华东、华南、华北，其中华东各年产品销售金额占比 90%以上，主要系公司主要生产基地位于上海市，产品配送有一定的运输半径，销售区域呈现一定的集中度。目前公司大部分门店集中在华东区域，北京门店拓展迅速，2019 年门店数量较 2018 年增长逾 3 倍。

图 22: 华东区域收入比重占比超过 90%

图 23: 华东门店规模较大, 广东、北京快速扩张



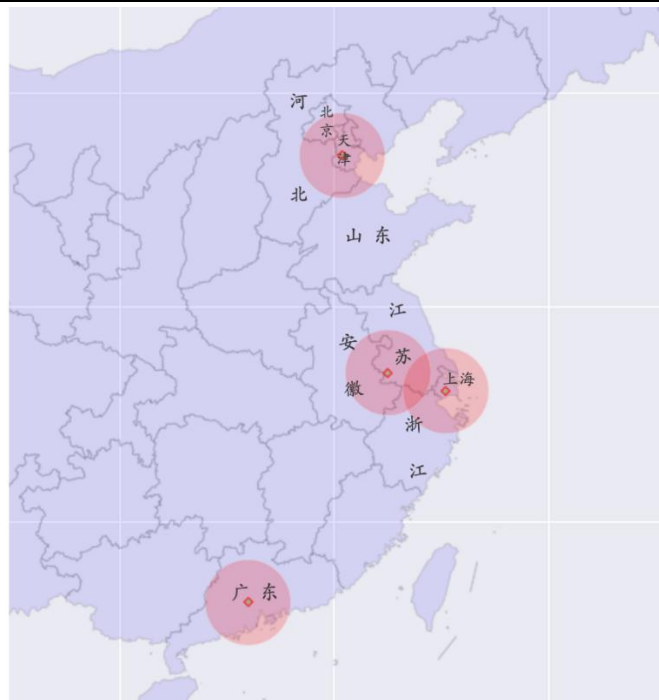
	2017	2018	2019	2017-2019 CAGR
上海	1,035	1,116	1,163	6%
浙江	553	639	674	10%
江苏	614	676	752	11%
广东	129	191	245	38%
北京	-	19	81	326%
合计	2,331	2,641	2,915	12%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

产能优化为华东加盟提速保驾护航, 有望实现上海加密、江浙加速、安徽拓展。一方面中式面点即食性强, 新鲜程度决定了产品品质和质量; 另一方面, 中式面点单个货值较低, 不利于较长距离的异地扩张, 工厂物流覆盖最佳半径为 200-350km。公司以中央工厂为中心, 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。目前公司下一步产能优化布局主要集中在华东, 优质产能为未来加盟门店加速扩张、业绩提升提供坚实基础, 华东区域规模优势有望进一步稳固, 上海门店进一步加密, 江浙门店基数较低、仍有较大开店空间, 南京工厂建成后进一步覆盖江苏、浙江、安徽等地。

图 24: 产能优化为华东加盟提速保驾护航, 南京工厂进一步覆盖江苏、浙江、安徽等地



数据来源: 国泰君安证券研究

华东开店空间 6000-7000 家，未来加密与下沉有望释放增长活力。

上海是公司最为成熟的市场，根据测算，目前上海万人拥有门店 0.48 家，我们假设中性情况下（万人拥有门店 0.75 家）开店空间为 1821 家，乐观与悲观情况下开店空间分别为 1942、1700 家。

基于上海市场，对华东其他市场核心假设进行调整，一方面万人拥有门店数略低于上海，另一方考虑到中央工厂配送半径：

- 1) **江苏市场**，省会城市万人拥有门店数量按上海成熟市场的 80% 计算，考虑到巴比食品商业模式更适合高线城市，预计低线城市渗透率略低于省会城市，低线城市万人拥有门店数量按上海成熟市场的 50% 计算，考虑中央工厂配送半径，低线城市常住人口按 1/2 计算，江苏悲观、中性、乐观的开店空间分 1740、1864、1988。
- 2) **浙江市场**，省会城市万人拥有门店数量按上海成熟市场的 80% 计算，低线城市万人拥有门店数量按上海成熟市场的 50% 计算，低线城市常住人口按 1/3 计算，浙江悲观、中性、乐观的开店空间分 1142、1223、1305。
- 3) **安徽市场**，南京溧水工厂能够有效覆盖安徽省合肥、芜湖、铜陵、滁州、马鞍山、宣城、黄山等城市，针对省会城市万人拥有门店数量按上海成熟市场的 70% 计算，低线城市万人拥有门店数量按上海成熟市场的 40% 计算，考覆盖区域人口数量约为低线城市常住人口的 1/3，安徽悲观、中性、乐观的开店空间分别为 919、985、1050 家。

由此可见，华东区域公司开店空间 5500-6000 家，目前现有门店仅 2589 家，开店空间较大。

表 11：华东开店空间 5500-6000 家，未来加密与下沉有望释放增长活力

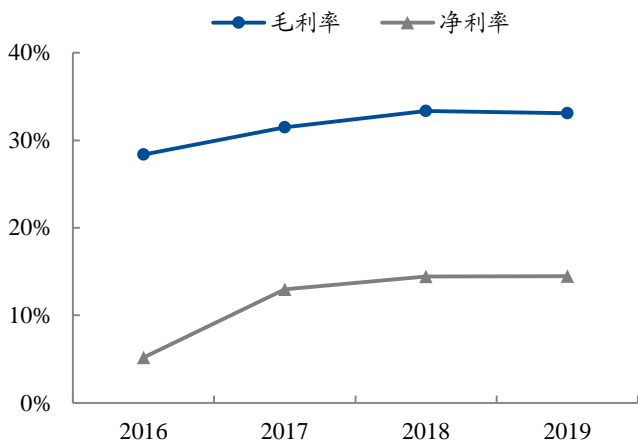
	常驻人口 (万人)	现有门店	现有万人拥 有门店 (个/万 人)	乐观情况 (个/万 人)	开店空间 (个)	中性情况 (个/万 人)	开店空间 (个)	悲观情况 (个/万 人)	开店空间 (个)
上海	2428	1163	0.48	0.80	1942	0.75	1821	0.70	1700
江苏	8070	752	0.19		1988		1864		1740
南京	850			0.64	544	0.60	510	0.56	476
其他	7220			0.40	1444	0.38	1354	0.35	1264
浙江	5850	674	0.35		1305		1223		1142
杭州	1036			0.64	663	0.60	622	0.56	580
其他	4814			0.40	642	0.38	602	0.35	562
安徽	6366	-			1050		985		919
合肥	818.9			0.56	459	0.53	430	0.49	401
其他	5547.1			0.32	592	0.30	555	0.28	518
合计	22714				6286		5893		5500

数据来源：国泰君安证券研究

4. 财务分析：盈利提升、周转高效、现金优秀

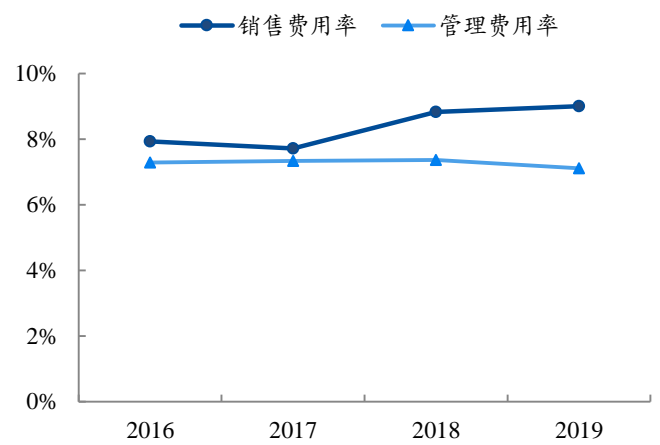
毛利率与净利率稳步提升，期间费用率稳定。受益于规模效应，近年公司毛利率保持稳定上升趋势，2019 年公司毛利率 33.11%，与行业平均水平相同。费用端，公司销售费用率稳中有升，主要系公司销售规模扩大所致，管理费用率保持平稳。

图 25：盈利能力持续提升



数据来源：wind、国泰君安证券研究

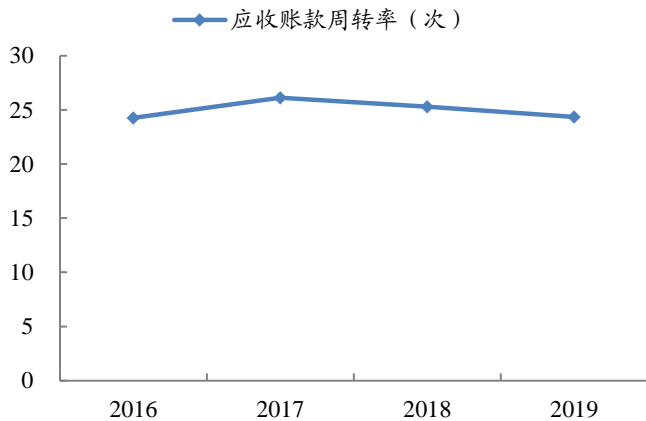
图 26：销售费用率略有提升，管理费用率稳定



数据来源：wind、国泰君安证券研究

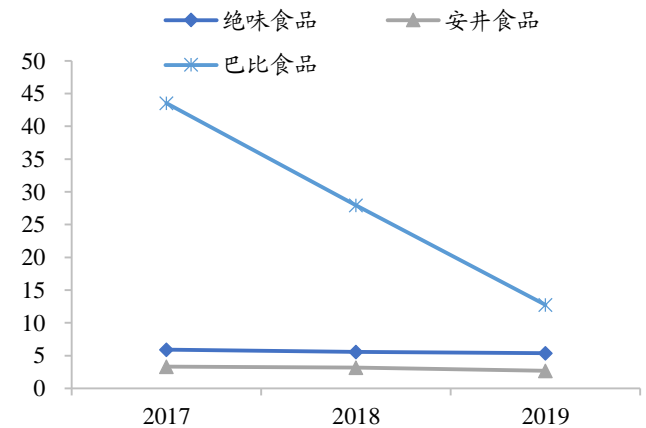
存货周转远高于可比公司。公司应收账款周转率保持维持在 25 次左右，应收账款回收情况良好，在行业内属于中等水平。公司存货周转率远高于行业，主要系公司采取以销定产的模式进行生产，产品为即食性较强的产品，生产周期较短。近年来存货周转率略有下滑，主要系应对原材料涨价风险从而增加原材料储备所致，截止 2019 年底公司存货中原材料账面价值占比 87.6%。

图 27：应收账款周转率保持较高水平



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 28：存货周转率高于行业，下滑系原材料储备增加

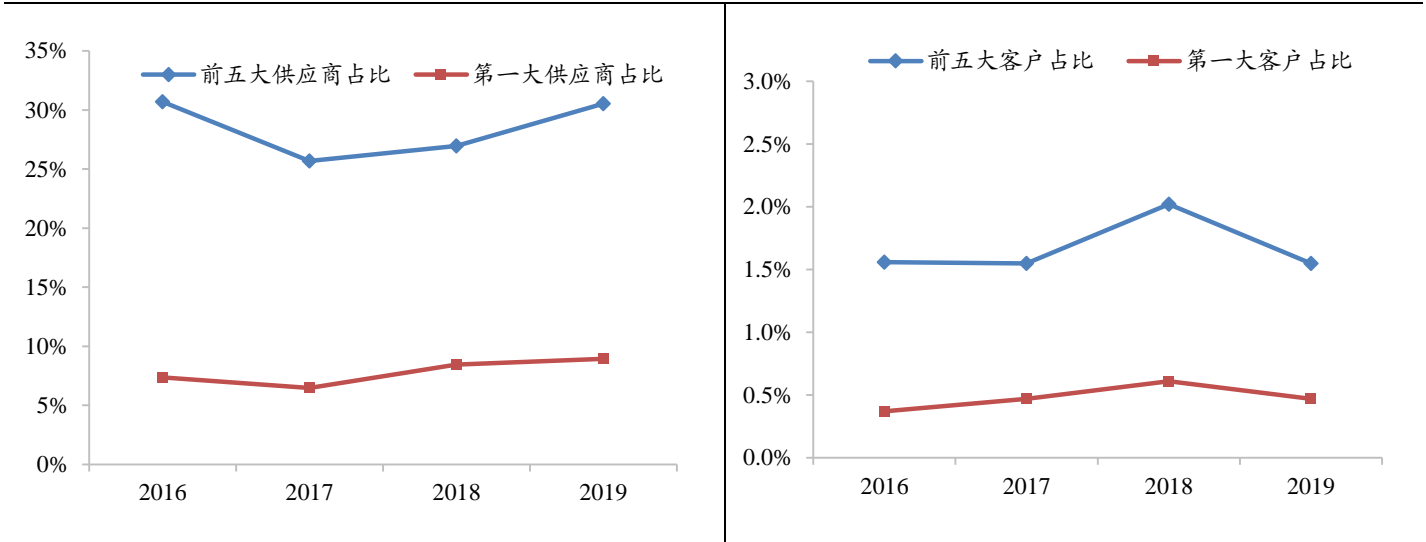


数据来源：wind、国泰君安证券研究

上游稳定、下游分散，现金情况充沛。公司前五大供应商较为稳定，单个供应商占比保持在 10%以内。下游客户数量众多，单个客户销售占比较低，2017-2019 年前五大客户占比均低于 3%，第一大客户占比不超过 1%，前五大客户涵盖加盟、团餐渠道，其中团餐客户占比近年有明显上升趋势，且客户稳定性有所加强。公司商业模式下，经营性现金流情况良好。

图 29: 上游供应商体系稳定

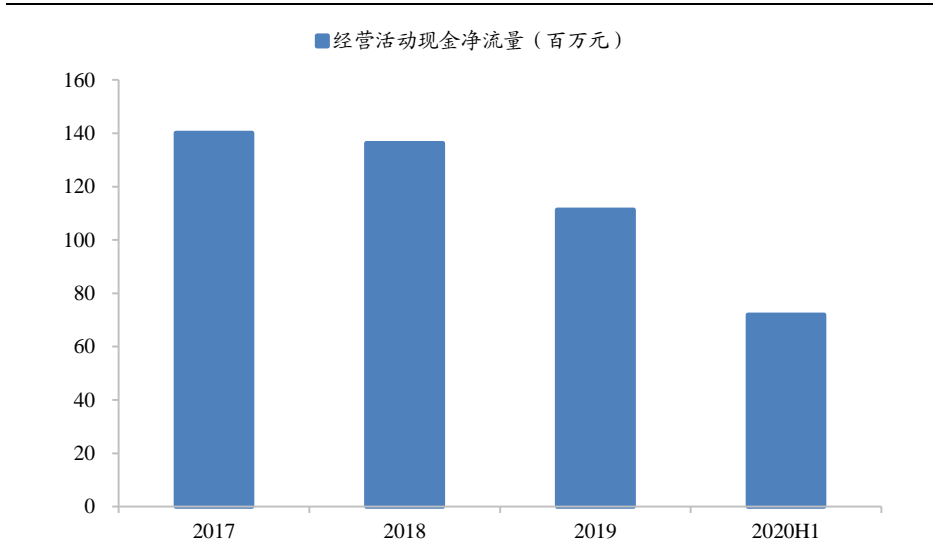
图 30: 下游客户数量较多，客户集中度低



数据来源: wind、国泰君安证券研究

数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 31: 经营性现金流情况良好



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

5. 盈利预测与估值

收入端: 1) 加盟销售: 加盟门店数量加速拓展, 假设 2020-2022 年新开加盟门店数量为 550、900、1000 家, 单店收入稳定微幅提升, 因为中式面点客单价低、消费者对价格敏感程度较高, 后期基于短保产品发力有望逐步提升单店销售, 2020-2022 年加盟收入同比+0%、+25%、+29%。

2) 直营渠道: 未来直营门店保持稳步拓展速度。3) 团餐渠道: 受益产能优化, 团餐收入有望维持快速增长。预计2020-2022年营业收入10.41、13.17、17.15亿元, 同比-2%、+26%、+30%, CAGR 28%。

利润端: 公司供应链管理效率较高, 成本控制能力强, 预计毛利率保持稳定趋势, 预计销售费用率、管理费用率保持小幅提升趋势, 预计2020-2022年净利润1.55、1.88、2.35亿元, 同比+0%、21%、25%, CAGR 23%; 对应2020-2022年EPS分别为0.63、0.76、0.95元。

公司以加盟连锁门店为主要销售模式, 我们选取与公司商业模式相近的绝味食品、煌上煌两家公司作为可比公司:

PE 估值: 可比公司2021年平均估值50XPE, 参考行业平均估值水平, 考虑到未来公司加盟门店拓展有望加速, 且公司为中式面点连锁行业绝味龙头, 门店数量远超同行, 对标卤味连锁行业龙头公司绝味食品, 给予2021年55XPE, 对应合理估值103.4亿元, 对应每股合理估值41.7元。

PS 估值: 可比公司2021年平均估值5XPS, 考虑到公司净利率水平与绝味食品接近(2019年绝味食品与巴比食品净利率分别为15.3%、14.5%), 高于煌上煌净利率(2019年10.7%), 参考绝味食品估值, 公司2020-2022年收入复合增速28%, 绝味食品2020-2022年收入复合增速16%, 享有一定估值溢价, 给予2021年7.5XPS, 对应合理估值98.5亿元, 对应每股合理估值39.7元。

表 12: 可比公司估值表 (更新于 2020 年 10 月 16 日)

		总市值		EPS			CAGR		PE			PS	
		(亿元)	19A	20E	21E	2019-21	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
603517.SH	绝味食品	484	1.37	1.46	2.02	24%	76	59	55	8.5	7.3	6.4	
002695.SZ	煌上煌	125	0.43	0.56	0.70	28%	73	57	44	4.9	3.9	3.2	
	平均值						75	58	50	7	6	5	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

综上, 综合 PE、PS 两种估值方法结果取均值, 我们给予公司目标价 40 元, 对应 2021 年 53XPE。

投资建议: 中式面点连锁龙头, 产能优化奠定发展基础, 加盟拓展提速巩固华东优势、释放增长动力, 预计2020-2022年EPS分别为0.63、0.76、0.95元, 参考商业模式可比公司平均估值, 给予2021年53XPE, 目标价40元, 首次覆盖, 给予增持评级。

6. 风险提示

1、食品安全风险

食品安全问题关系到消费者切身健康, 若发生食品安全问题则会对企业品牌造成一定的影响, 而且会对企业的经营业绩产生较大的冲击。

2、品牌被仿冒的风险

品牌是消费者购买食品的重要影响因素，公司在中式面点领域的影响力不断扩大，如果未来公司产品被大量仿冒，将会影响公司的品牌形象及消费者对公司产品的消费意愿，从而可能对公司的正常生产经营产生不利影响。

3、原材料价格波动过大

若原材料价格产生大幅波动，可能会影响公司产品的市场竞争力，并对公司的经营产生不利影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
股票投资评级		
行业投资评级		

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		