

# 巴比食品（605338）：团餐及门店布局双双加速

2023年4月11日

推荐/维持

巴比食品

公司报告

**事件:**2022年公司实现营业收入15.25亿元,同比+10.88%,归母净利润2.22亿元,同比-29.19%,主要系公司通过天津君正间接持有东鹏饮料股份产生的公允价值变动收益减少所致;扣非归母净利润1.85亿元,同比增长21.31%。其中,Q4公司营业收入4.24亿元,同比+5.56%,归母净利润0.88亿元,同比+0.37%,扣非归母净利润0.47亿元,同比-8.44%。

**门店新增实现突破。**2022年公司加盟营业收入11.38亿元,同比+1.54%,直营收入0.33亿元,同比+27.79%。受到疫情影响,22年公司加盟门店单店收入下滑21.42%,至25.45万元。不过,公司加速抢占优势点位,22年全年巴比品牌新开店数量实现历史突破,2022年合并及新增加盟门店共1936家,其中合并及新增华中区域巴比品牌门店380家,剔除合并的170家巴比门店,巴比新增门店1766家,剔除闭店,净新增门店1222家,期末巴比门店总数达到4473家。此外,华东以外区域门店数量占比由2020年末的11%上升至24%,体现公司全国化战略稳步推进。今年,公司将通过推进第四代门店升级,增加适用于中晚餐消费场景的产品品类来提升单店收入,结合疫情后消费场景恢复,我们推测今年公司单店收入能够明显好转。公司规划2023年实现新拓展门店超1,000家,通过投资和收购双举措,进一步推进全国化进程。

**团购维持高增长,成为公司发展重要引擎。**22年,公司团餐收入3.32亿元,同比+54.47%。上海疫情期间,团餐承接部分门店订单,团购上半年呈现翻倍增长,但四季度受全国疫情影响,团餐增速有所回落,H2团餐业务同比增长17.54%。公司改变先开店后发展团餐的策略,加速弱势地区团餐业务的开发,其中,华北团餐业务同比增速高达97%。公司团餐业务的高增体现了公司强大的组织能力并增强了客户粘性,为今后团餐客户的进一步发展打下基础。我们认为,团餐市场处于快速增长的风口期,行业自身拥有两位数增速,行业集中度低,2020年中国百强团餐市占率仅6.7%,而美国团餐行业CR10为80%,日本、韩国约为60%,我国团餐行业集中度具备提升空间。公司作为团餐行业的龙头公司其团餐业务有望维持较高增速。

**成本改善毛利率提升,产能利用率仍有继续提升的空间。**2022年,公司毛利率27.71%,同比+2.01pct,主要是因为公司主要原材料猪肉价格较去年大幅回落。此外,华南和华中工厂销售提升推动产能利用率提升,华南和华中毛利率分别提升4.03/6.49pct。目前公司除上海工厂产能利用率较高外,其他工厂产能利用率仍较低,且22年新增武汉工厂、南京中央工厂、琥珀星辰工厂,23年三季度东莞工厂将完成交付,数个工厂的相继投放对毛利率均有一定影响,但随着销售额的提升及产能利用率提升,毛利率能相应提升。22年公司销售费用率/管理费用率分别为5.72%/7.24%,分别-0.86/0.89pct,管理费主要是人员薪酬增加所致,未来两费预计维持平稳。

**公司盈利预测及投资评级:**我们认为公司团餐业务具备长期高速增长的基础,加盟业务同样具备翻倍开店以及单店收入提升的空间,双轮驱动有望推动公司业绩长期稳定增长。预测公司2023-2025年营业收入分别为19.07/21.93/24.85亿元,分别同比增长25.05%/14.97%/13.32%;归母净利

## 公司简介:

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。

资料来源:公司公告、iFind

## 未来3-6个月重大事项提示:

无

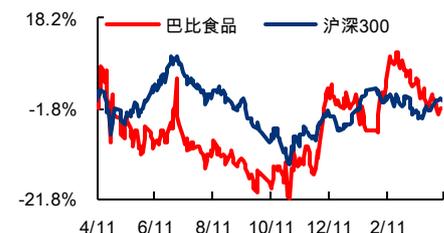
## 发债及交叉持股介绍:

无

## 交易数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 52周股价区间(元)   | 34.59-24.43   |
| 总市值(亿元)      | 76.63         |
| 流通市值(亿元)     | 26.43         |
| 总股本/流通A股(万股) | 25,011/25,011 |
| 流通B股/H股(万股)  | -/-           |
| 52周日均换手率     | 1.93          |

## 52周股价走势图



资料来源:恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师:孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070004

## 分析师:王洁婷

021-225102900

wangjit@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070003

润分别为 2.84/3.38/3.98 亿元, 分别同比增长 29.32%/19.01%/17.57%; EPS 分别为 1.15/1.36/1.60 亿元; 2023-2025 年对应 PE 分别为 27/22/19 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 疫情带来的风险; 食品安全风险; 开店速度不及预期; 并购不及预期; 原材料波动风险; 公允价值变动损益波动较大。

## 财务指标预测

| 指标         | 2021A    | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 1,375.45 | 1,525.14 | 1,907.25 | 2,192.74 | 2,484.84 |
| 增长率(%)     | 41.06%   | 10.88%   | 25.05%   | 14.97%   | 13.32%   |
| 归母净利润(百万元) | 313.95   | 222.29   | 284.36   | 338.41   | 397.88   |
| 增长率(%)     | 78.85%   | -29.80%  | 29.32%   | 19.01%   | 17.57%   |
| 净资产收益率(%)  | 16.45%   | 10.76%   | 12.88%   | 14.46%   | 15.81%   |
| 每股收益(元)    | 1.27     | 0.90     | 1.15     | 1.36     | 1.60     |
| PE         | 24.13    | 34.04    | 26.72    | 22.45    | 19.10    |
| PB         | 3.98     | 3.68     | 3.44     | 3.25     | 3.02     |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

| 资产负债表           | 单位:百万元 |       |       |       |       | 利润表            | 单位:百万元 |         |        |        |        |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
|                 | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |                | 2021A  | 2022A   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 1496   | 1231  | 1428  | 1644  | 1897  | <b>营业收入</b>    | 1375   | 1525    | 1907   | 2193   | 2485   |
| 货币资金            | 1262   | 851   | 1220  | 1405  | 1639  | <b>营业成本</b>    | 1022   | 1103    | 1374   | 1560   | 1750   |
| 应收账款            | 69     | 89    | 104   | 124   | 137   | 营业税金及附加        | 9      | 10      | 13     | 15     | 17     |
| 其他应收款           | 2      | 4     | 5     | 6     | 6     | 营业费用           | 90     | 87      | 103    | 114    | 124    |
| 预付款项            | 3      | 3     | 0     | -1    | -4    | 管理费用           | 87     | 110     | 128    | 138    | 149    |
| 存货              | 63     | 84    | 95    | 113   | 124   | 财务费用           | -41    | -32     | -36    | -34    | -35    |
| 其他流动资产          | 11     | 7     | 3     | -2    | -6    | 研发费用           | 6      | 8       | 9      | 11     | 12     |
| <b>非流动资产合计</b>  | 1037   | 1445  | 1400  | 1355  | 1310  | 资产减值损失         | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 公允价值变动收益       | 195.73 | 35.12   | 40.00  | 40.00  | 40.00  |
| 固定资产            | 327    | 527   | 484   | 442   | 400   | 投资净收益          | 2.61   | 3.96    | 3.01   | 3.20   | 3.39   |
| 无形资产            | 108    | 125   | 118   | 111   | 104   | 加:其他收益         | 3.67   | 3.55    | 3.63   | 3.62   | 3.60   |
| 其他非流动资产         | 124    | 374   | 374   | 374   | 374   | <b>营业利润</b>    | 402    | 280     | 364    | 436    | 514    |
| <b>资产总计</b>     | 2532   | 2676  | 2828  | 3000  | 3207  | 营业外收入          | 17.37  | 18.70   | 18.03  | 18.36  | 18.20  |
| <b>流动负债合计</b>   | 501    | 487   | 474   | 514   | 543   | 营业外支出          | 0.84   | 8.41    | 4.62   | 6.52   | 5.57   |
| 短期借款            | 100    | 45    | 0     | 0     | 0     | <b>利润总额</b>    | 418    | 290     | 377    | 448    | 527    |
| 应付账款            | 167    | 201   | 234   | 274   | 303   | 所得税            | 105    | 70      | 93     | 109    | 129    |
| 预收款项            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>     | 313    | 220     | 284    | 338    | 398    |
| 一年内到期的非流动负债     | 12     | 13    | 13    | 13    | 13    | 少数股东损益         | -1     | -2      | 0      | 0      | 0      |
| <b>非流动负债合计</b>  | 117    | 120   | 141   | 142   | 143   | 归属母公司净利润       | 314    | 222     | 284    | 338    | 398    |
| 长期借款            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>  |        |         |        |        |        |
| 应付债券            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2021A  | 2022A   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| <b>负债合计</b>     | 618    | 606   | 616   | 656   | 686   | <b>成长能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 少数股东权益          | 6      | 4     | 4     | 4     | 4     | 营业收入增长         | 41.06% | 10.88%  | 25.05% | 14.97% | 13.32% |
| 实收资本(或股本)       | 248    | 248   | 248   | 248   | 248   | 营业利润增长         | 96.86% | -30.34% | 30.08% | 19.77% | 18.05% |
| 资本公积            | 769    | 769   | 769   | 769   | 769   | 归属于母公司净利润增长    | 78.92% | -29.19% | 27.92% | 19.01% | 17.57% |
| 未分配利润           | 794    | 933   | 1049  | 1150  | 1291  | <b>获利能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 1908   | 2066  | 2208  | 2340  | 2517  | 毛利率(%)         | 25.70% | 27.71%  | 27.99% | 28.84% | 29.55% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 2532   | 2676  | 2828  | 3000  | 3207  | 净利率(%)         | 22.77% | 14.42%  | 14.91% | 15.43% | 16.01% |
| <b>现金流量表</b>    |        |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 单位:百万元          |        |       |       |       |       | 总资产净利润(%)      | 12.40% | 8.31%   | 10.06% | 11.28% | 12.41% |
|                 |        |       |       |       |       | ROE(%)         | 16.45% | 10.76%  | 12.88% | 14.46% | 15.81% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 159    | 192   | 190   | 320   | 382   | <b>运营能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 净利润             | 313    | 220   | 284   | 338   | 398   | 总资产周转率         | 0.61   | 0.59    | 0.69   | 0.75   | 0.80   |
| 折旧摊销            | 34.31  | 42.55 | 51.49 | 51.81 | 52.04 | 应收账款周转率        | 23     | 19      | 20     | 19     | 19     |
| 财务费用            | -41    | -32   | -36   | -34   | -35   | 应付账款周转率        | 9.03   | 8.28    | 8.75   | 8.63   | 8.62   |
| 应收帐款减少          | -18    | -20   | -15   | -20   | -14   | <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |        |        |
| 预收帐款增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股收益(最新摊薄)     | 1.27   | 0.90    | 1.15   | 1.36   | 1.60   |
| <b>投资活动现金流</b>  | 481    | -459  | 329   | 36    | 36    | 每股净现金流(最新摊薄)   | 2.79   | -1.62   | 1.49   | 0.75   | 0.94   |
| 公允价值变动收益        | 196    | 35    | 40    | 40    | 40    | 每股净资产(最新摊薄)    | 7.70   | 8.33    | 8.90   | 9.44   | 10.15  |
| 长期投资减少          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |        |         |        |        |        |
| 投资收益            | 3      | 4     | 3     | 3     | 3     | P/E            | 24.13  | 34.04   | 26.72  | 22.45  | 19.10  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 52     | -134  | -150  | -172  | -185  | P/B            | 3.98   | 3.68    | 3.44   | 3.25   | 3.02   |
| 应付债券增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA      | 16.47  | 23.78   | 16.94  | 13.76  | 11.31  |
| 长期借款增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |                |        |         |        |        |        |
| 普通股增加           | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |                |        |         |        |        |        |
| 资本公积增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |                |        |         |        |        |        |
| <b>现金净增加额</b>   | 692    | -401  | 369   | 185   | 234   |                |        |         |        |        |        |

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                  | 日期         |
|--------|-------------------------------------|------------|
| 公司普通报告 | 巴比食品（605338）：团餐高增，期待门店疫情后的改善        | 2022-08-12 |
| 公司深度报告 | 巴比食品（605338）：行业风口期，团餐业务高成长性确定       | 2022-06-01 |
| 公司普通报告 | 巴比食品（605338）：双轮驱动，增长动力十足            | 2022-04-13 |
| 公司深度报告 | 巴比食品（605338）：开店加速，空间可期              | 2022-01-23 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：关注糖酒会带来的情绪催化               | 2023-04-03 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：原奶价格跌破4元，下行趋势仍延续           | 2023-03-27 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：白酒进入基本面平稳期，市场预期呈现分化        | 2023-03-20 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：平价新零售业态渠道红利，带来休闲食品企业新增长    | 2023-03-08 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：“新国标”有望加速婴配粉行业的筑底回升        | 2023-02-28 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：婴配粉新国标正式实施，将加速行业集中度提升      | 2023-02-27 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：预制菜首次写入中央一号文件              | 2023-02-21 |
| 行业普通报告 | 食品饮料行业报告：上下游价格剪刀差持续扩大，利润有望回流向食品制造企业 | 2023-02-14 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

### 王浩婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526