

巴比食品

605338

审慎增持 (维持)

团餐继续亮眼，期待同店经营恢复

2022年8月11日

市场数据

市场数据日期	2022-8-10
收盘价(元)	27.34
总股本(百万股)	248.00
流通股本(百万股)	86.26
总市值(百万元)	6780.32
流通市值(百万元)	2358.45
净资产(百万元)	1961.67
总资产(百万元)	2591.67
每股净资产(元)	7.91

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1375	1668	2093	2539
同比增长	41.1%	21.2%	25.5%	21.3%
归母净利润(百万元)	314	252	292	371
同比增长	78.9%	-19.7%	15.8%	27.0%
毛利率	25.7%	28.1%	27.2%	27.9%
净利率	22.8%	15.1%	14.0%	14.6%
净资产收益率	16.5%	12.0%	12.5%	14.0%
每股收益(元)	1.27	1.02	1.18	1.50
每股经营现金流(元)	0.64	0.98	1.20	1.37

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《巴比食品 22Q1 点评: 成品需求旺盛, Q2 预计延续》2022-4-28

《巴比食品 2021 年报点评: 加盟和团餐拓展有力, 2022 丰收可期》2022-04-28

《巴比食品 2021 年业绩预告点评: 2021 超预期恢复, 2022 加速可期》2022-1-25

分析师:

苏敏

sucheng21@xyzq.com.cn

S0190521120003

林佳雯

linjiawen95@xyzq.com.cn

S0190522070009

投资要点

事件:公司公布 2022 年中报, 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 6.85/1.18/0.93 亿元, 同比+15.19%/-44.18%/+61.23%。22Q2 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 3.76/1.16/0.54 亿元, 同比+9.87%/-41.02%/+22.04%。22H1 基本 EPS 为 0.48 元。中报情况与业绩预告一致。

团餐保供发力, 与华中并表协同贡献增长。22H1 加盟业务同降 3.52%, 主要系疫情影响同店经营所致, 团餐渠道同比高增 108.06%, 主要系公司在疫情期间积极承接政府保供订单、大客户各渠道订单的提振。22Q2 收入同增 9.87%, 拆分收入动因如下: 1) 保供业务发力, 团餐渠道环比提速至同增 148.92%, 占比较 Q1 提升 11pct 至 31.34%, 为二季度收入提升的核心贡献; 2) Q2 华中项目正式并表, 贡献营收 1848.79 万元, 占比 2.70%; 3) 上海疫情影响, 22Q2 加盟业务同降 15.51%, 馅料业务同降 26.36%亦可验证同店经营存在一定压力。

展望 22Q3, 22Q2 剔除华中 Q2 并表 679 家, 门店环比净增 71 家, 其中华东/华南/华北净增 22/47/2 家, 疫情影响下仍维持开店, 后续叠加同店的恢复及华中门店营收的爬坡, Q3 增长环比提速仍可期待。

除成本红利外, 税收优惠亦有贡献, 实际盈利能力保持改善。22H1 东鹏投资带来的公允价值净损益为 2413.58 万元, 同降 87.92%, 影响了归母净利的同比变化。22H1 扣非归母净利率为 13.58%, 同增 3.88pct, 盈利能力改善, 拆分原因: 1) 成本红利; 2) 疫情影响下费用投入暂缓, 总费率同降 0.80pct 至 10.16%, 其中销售费率为 4.98%, 同降-3.05pct。22Q2 扣非归母净率 14.43%, 同增 1.44pct, 成本红利为利润改善的主要驱动力: 1) 22Q2 总费率 10.49%, 同增 2.38pct, 管理费同增 1.99pct, 判断与公司去年下半年开展人才引进、二季度提薪、新厂投入下折旧提升有关; 2) 疫情影响下, 22Q2 所得税同降 43.19%, 除公司享受的中小微企业的税收优惠外, Q2、Q3 公司将享受上海市减免的房产税、土地使用税。

盈利预测与投资建议:公司为早餐面点龙头企业, 扎根华东, 以加盟模式持续扩张。预计未来随着新增工厂的释放及收并购门店的培育, 加盟模式下门店扩张动力充足, 叠加外卖管理、中晚餐消费场景拓展下单店收入的提升及团餐渠道的大力发展, 公司将实现收入的稳健增长及净利的持续改善。由于 Q2 疫情的点状反复, 我们略微下调了盈利预测, 预计公司 2022-2024 年收入为 16.68/20.93/25.39 亿元, 同比+21.2%/25.5%/21.3%, 考虑到投资的东鹏在 2022 年上半年仍有流动性折扣下降带来的公允价值变动收益, 归母净利为 2.52/2.92/3.71 亿元, 同比-19.7%/+15.8%/+27.0%, 对应 2022 年 8 月 10 日收盘价, PE 估值为 27/23/18x, 维持“审慎增持”评级。

风险提示:疫情影响门店运营, 外埠收并购门店培育不及预期, 原材料价格上涨, 竞争加剧。

报告正文

事件:公司公布 2022 年中报,公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 6.85/1.18/0.93 亿元,同比+15.19%/-44.18%/+61.23%。22Q2 公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 3.76/1.16/0.54 亿元,同比+9.87%/-41.02%/+22.04%。22H1 基本 EPS 为 0.48 元。中报情况与业绩预告基本一致。

团餐保供发力,与华中并表协同贡献增长。22H1 加盟业务同降 3.52%,主要系疫情影响同店经营所致,团餐渠道同比高增 108.06%,主要系公司在疫情期间积极承接政府保供订单、大客户各渠道订单的提振。22H1 剔除华中地区并表影响,公司门店净增 111 家,非疫区开店仍稳步推进。22Q2 收入同增 9.87%,拆分收入动因如下:1) 保供业务发力,团餐渠道环比提速至同增 148.92%,占比较 Q1 提升 11pct 至 31.34%,为二季度收入提升的核心贡献;2) Q2 华中项目正式并表,贡献营收 1848.79 万元,占比 2.70%,相关子公司武汉中饮营业收入为 2038.32 万元,与并表的差值为区域间供货带来的分部间抵扣;3) 上海疫情影响,22Q2 加盟业务同降 15.51%,馅料业务同降 26.36%亦可验证同店经营存在一定压力,剔除华中并表影响,公司收入同增 4.47%。**展望 22Q3,**22Q2 门店环比净增 750 家,剔除华中 Q2 并表 679 家(巴比:399 家,环比净增 33 家;好宜点、早礼客:280 家,环比净减 30 家),门店环比净增 71 家,其中华东/华南/华北净增 22/47/2 家,疫情影响下仍维持开店,后续叠加同店的恢复及华中门店营收的爬坡,Q3 增长环比提速仍可期待。

成本红利延续,毛利率持续改善。猪肉等原材料成本红利贡献,22H1 毛利率同增 3.74pct 至 28.52%。22Q2 毛利率为 29.49%,同增 3.15pct,除成本红利外,我们判断保供类团餐占比的提升亦有贡献,保供业务为公司直接对接政府,其中少了经销商环节,相应利润分配更加合理。

除成本红利外,税收优惠亦有贡献,实际盈利能力保持改善。22H1 东鹏投资带来的公允价值净损益为 2413.58 万元,由于东鹏股价波动,同降 87.92%,影响了归母净利的同比变化。22H1 扣非归母净利率为 13.58%,同增 3.88pct,盈利能力改善,拆分原因:1) 成本红利;2) 疫情影响下费用投入暂缓,总费率同降 0.80pct 至 10.16%,其中销售/管理/研发/财务费率为 4.98%/7.35%/0.49%/-2.66%,同比-3.05pct/+1.26pct/+0.02pct/+0.97pct。22Q2 扣非归母净率 14.43%,同增 1.44pct,成本红利为利润改善的主要驱动力:1) 22Q2 总费率 10.49%,同增 2.38pct,销售/管理/研发/财务费率为 5.47%/7.34%/0.50%/-2.82%,同比+0.35pct/+1.99pct/-0.18pct/+0.22pct,管理费率提升较多,判断与公司去年下半年来开展人才引进、二季度提薪、新厂投入下折旧提升有关(上海二期于 21 年 5 月投产,21Q2 折旧仅计提 6 月单月);2) 疫情影响下,22Q2 所得税同降 43.19%,除公司享受的中小微企业的税收优惠外,Q2、Q3 公司将享受上海市减免的房产税、土地使用税。

2022 年武汉项目并表,扩张力度持续,叠加猪肉价格低位运行,业绩高增可期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

收入端,公司华中并购项目已于2022年3月完成,并表贡献于二季度逐季体现。公司上海二期厂房产于2021年5月投产,2021年年末产能利用率已达到90%以上,同时公司于2021年7月完成新增上海产能储备用地,计划2022年开工建设,说明华东地区整体需求旺盛,同时南京一期项目计划于2022年下半年投产。收并购项目贡献,配合产能规划,预计2022年全年收入增长不低。利润端,目前猪肉价格低位运行,判断毛利率将在28%(21Q4水平)的基础上稳中有升,销售费用预计保持投入,若收入增长较快,销售费率预计在5%(21Q4水平)的基础上,稳中略降,协同释放利润弹性。

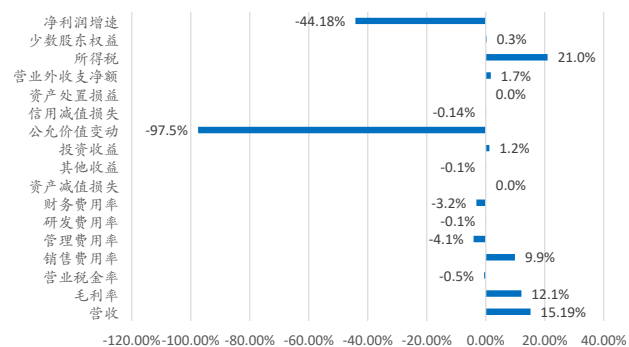
三大驱动,公司长期增长存看点。

- ✓ **开店: 品类具有刚需属性,在疫情情况下需求稳定且部分受益。**加盟巴比是一门好生意。1) 全方位支持,大力度补贴。除公司对加盟商进行全程指导支持外,近年新、老店均加大了补贴力度(新店:装修、开业折扣;老店:竞争折扣)。2) 坪效领先其他业态。门店以高消费频次、低门店面积达到较高坪效;3) 并购助展店提速。公司于2021年初公告,投资“好礼客”、“早宜点”品牌,并与2022年3月完成项目并购,后续将陆续贡献门店翻牌增长。
- ✓ **同店: 结构优化,开拓新消费场景。**1) 加盟门店结构持续优化。2016-2019年公司加盟店单店收入均保持30万以上水平,公司持续通过门店开关调整优化同店结构。2) 延时运营,拓展消费场景。除早餐时段外,公司开始研发推出适合中、晚餐的产品,通过外卖及中晚餐品类拓展,延长门店运营时段,提升单店收入。
- ✓ **渠道: 团餐渠道放量高增。**2021年公司团餐收入占比15.6%,同时将“华东团餐事业部”调整为“华东大客户事业部”,扩招人员,进一步细分市场、客户类型。预计未来公司将持续加大团餐客户开发力度,随着产能释放,将逐步增加SKU,团餐渠道占比将持续提升贡献增量。

盈利预测与投资建议:公司为早餐面点龙头企业,扎根华东,以加盟模式持续扩张。预计未来随着新增工厂的释放及收并购门店的培育,加盟模式下门店扩张动力充足,叠加外卖管理、中晚餐消费场景拓展下单店收入的提升及团餐渠道的大力发展,公司将实现收入的稳健增长及净利的持续改善。由于Q2疫情的点状反复,我们略微下调了盈利预测,预计公司2022-2024年收入为16.68/20.93/25.39亿元,同比+21.2%/25.5%/21.3%,考虑到投资的东鹏在2022年上半年仍有流动性折扣下降带来的公允价值变动收益,归母净利为2.52/2.92/3.71亿元,同比-19.7%/+15.8%/+27.0%,对应2022年8月10日收盘价,PE估值为27/23/18x,维持“审慎增持”评级。

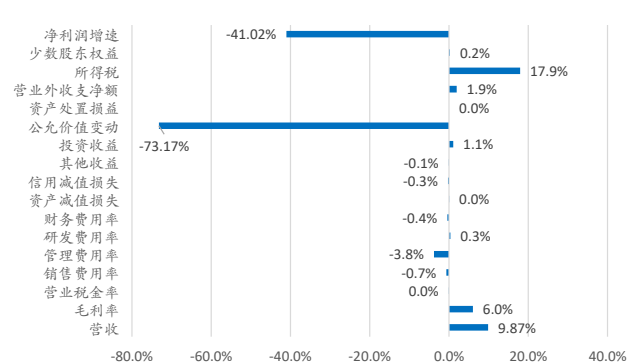
风险提示: 疫情反复影响门店运营,外埠市场及收并购门店培育不及预期,原材料价格上涨,竞争加剧。

图 1、22H1 净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、22Q2 净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1496	1888	2190	2543
货币资金	1262	1671	1928	2231
交易性金融资产	85	34	39	43
应收票据及应收账款	69	83	106	128
预付款项	3	7	9	10
存货	63	81	96	118
其他	13	12	13	14
非流动资产	1037	717	737	753
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	327	354	359	350
在建工程	123	79	52	36
无形资产	108	147	190	233
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	11	8	5	2
其他	468	129	131	132
资产总计	2532	2605	2928	3296
流动负债	501	437	508	562
短期借款	100	34	38	42
应付票据及应付账款	167	202.24	261.10	309.87
其他	234	201	209	210
非流动负债	117	66	72	74
长期借款	0	0	0	0
其他	117	66	72	74
负债合计	618	504	580	635
股本	248	248	248	248
资本公积	769	769	769	769
未分配利润	794	958	1177	1456
少数股东权益	6	5	4	4
股东权益合计	1914	2101	2348	2661
负债及权益合计	2532	2605	2928	3296

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	314	252	292	371
折旧和摊销	34	38	42	45
资产减值准备	0	1	1	1
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-196	-11	-5	-8
财务费用	-41	-40	-52	-70
投资损失	-3	-3	-3	-3
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
营运资金的变动	-23	-22	27	6
经营活动产生现金流量	159	244	298	339
投资活动产生现金流量	481	264	-53	-53
融资活动产生现金流量	52	-98	11	17
现金净变动	692	410	257	303
现金的期初余额	560	1262	1671	1928
现金的期末余额	1252	1671	1928	2231

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1375	1668	2093	2539
营业成本	1022	1199	1523	1832
税金及附加	9	11	14	17
销售费用	90	75	114	137
管理费用	87	118	130	157
研发费用	6	5	6	6
财务费用	-41	-40	-52	-70
其他收益	4	4	4	4
投资收益	3	3	3	3
公允价值变动收益	196	11	5	8
信用减值损失	-2	-1	-1	-1
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	402	315	368	474
营业外收入	17	22	22	21
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	418	336	389	494
所得税	105	85	98	124
净利润	313	252	291	370
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	314	252	292	371
EPS(元)	1.27	1.02	1.18	1.50

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	41.1%	21.2%	25.5%	21.3%
营业利润增长率	96.9%	-21.6%	16.8%	28.8%
归母净利润增长率	78.9%	-19.7%	15.8%	27.0%
盈利能力				
毛利率	25.7%	28.1%	27.2%	27.9%
净利率	22.8%	15.1%	14.0%	14.6%
ROE	16.5%	12.0%	12.5%	14.0%
偿债能力				
资产负债率	24.4%	19.3%	19.8%	19.3%
流动比率	2.99	4.32	4.31	4.53
速动比率	2.86	4.13	4.12	4.32
营运能力				
资产周转率	60.8%	64.9%	75.7%	81.6%
应收帐款周转率	2165.8%	2077.3%	2104.6%	2066.7%
存货周转率	2034.4%	1666.4%	1722.3%	1712.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.27	1.02	1.18	1.50
每股经营现金	0.64	0.98	1.20	1.37
每股净资产	7.70	8.45	9.45	10.71
估值比率(倍)				
PE	22	27	23	18
PB	3.6	3.2	2.9	2.6

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn