

巴比食品 (605338.SH)

Q2 华东单店受损，全年开店目标不变

公司 Q2 华东地区开店及单店受疫情封控影响，团餐受益政府保供弥补部分缺口，华南华北华中地区门店按照预期增长，成熟单店保持稳定。受益成本下降，Q2 毛利率及扣非净利率继续提升。展望全年，公司开店目标不变，下半年加快节奏追赶，团餐增速回落至正常水平，成本端已经对全年猪肉价格锁定，有望继续享受成本红利。考虑到今年 Q2 上海疫情影响，我们下调 22 年收入以及扣非净利润预测，考虑公允价值变动收益增加，上调归母净利润预测，给予 22-23 年 EPS 预测为 1.01、1.22，22-23 年扣非净利润增速 42%、25%，给予目标价 36 元，对应 23 年 30 倍，维持“强烈推荐”评级。

- **22Q2 收入增长 9.87%，扣非归母净利润增长 22.04%。** 公司披露 2022 年中报，H1 实现营业收入 6.85 亿元，同比+15.19%，实现归母净利润 1.18 亿元，同比-44.18%，实现归母扣非净利润 0.93 亿元，同比+61.23%。Q2 单季度实现营业收入 3.76 亿元，同比+9.87%，实现归母净利润 1.16 亿元，同比-41.02%，实现扣非归母净利润 0.54 亿元，同比+22.04%。Q2 现金回款同比增长 5.24%，经营性净现金流下降 25.11%，主要系购买商品及支付的税费增加。
- **疫情影响华东开店以及单店，团餐业务受益政府保供。** 分业务看，22Q2 公司加盟收入下滑 15.5%，团餐收入增长 148.9%，直营收入增长 82.6%，团餐高速增长主要受益疫情期间列为政府保供产品。分区域看，华东地区 Q2 净开门店 22 家，收入增长 2.9%，剔除团餐业务收入下滑较多，疫情封控影响拓店进度以及单店销售；华南地区 Q2 净开门店 47 家，相比 Q1 提速，华南收入增长 9.5%，成熟老店单店同比保持平稳；华北地区 Q2 净开门店 2 家，但受益团餐业务发展，华北收入增长 46.5%；此外 Q2 华中项目并表，贡献收入 1849 万元，截至期末华中巴比门店 280 家，其中 Q2 净增加 33 家。整体来看，除华东地区拓店以及单店受到疫情影响，华南华北华中地区均按照预期发展。
- **成本下降贡献利润弹性，扣非净利率继续提升。** Q2 公司实现毛利率 29.49%，同比增加 3.2pct，环比增加 2.1pct，主要系猪肉价格回落，成本红利显现。Q2 销售费用率 5.47%，同比增加 0.4pct，管理费用率增加 2.0pct，财务费用率增加 0.2pct，实现归母扣非净利率 14.4%，同比提升 1.5%。此外，Q2 确认公允价值变动收益 7506 万元，去年同期约 2 亿，高基数导致归母净利率下滑。
- **全年开店目标不变，团餐增速预计回落，成本红利有望延续。** 上半年华南、华东地区疫情反复对开店进度有所影响，但公司全年开店目标不变，下半年计划加快节奏，全年仍向着毛开店 1000 家的目标努力。团餐疫情期间虽受益政府保供，但新品推广和新客户开拓进度受到阻碍，预计下半年增速有所回落，全年团餐收入占比仍维持 20% 的预期。成本端公司已经在低位对全年猪肉价格进行锁定，后续随着油脂等成本的回落，预计 H2 毛利率仍将受益。此外，公司南京工厂计划四季度投产，投产后对苏北等地区门店的开拓以及团餐产能的提升均具有重要意义。
- **投资建议：开店目标不变，成本红利持续，维持“强烈推荐”评级。** 公司 Q2 华东地区开店及单店受疫情封控影响，团餐受益政府保供弥补部分缺口，华南华北华中地区门店按照预期增长，成熟单店保持稳定。受益成本下降，Q2 毛利率及扣非净利率继续提升。展望全年，公司开店目标不变，下半年加快节奏追赶，团餐增速回落至正常水平，成本端已经对全年猪肉

强烈推荐 (维持)

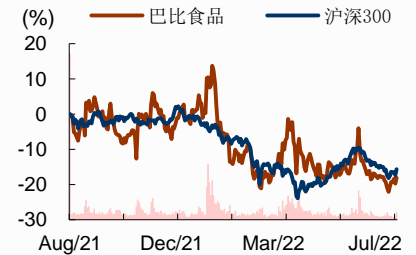
消费品/食品饮料
目标估值: 36.00 元
当前股价: 27.91 元

基础数据

总股本 (万股)	24800
已上市流通股 (万股)	8626
总市值 (亿元)	69
流通市值 (亿元)	24
每股净资产 (MRQ)	7.9
ROE (TTM)	11.2
资产负债率	24.1%
主要股东	刘会平
主要股东持股比例	40.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-15	-22
相对表现	-0	-3	-4



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《巴比食品 (605338) 一扣非净利率高弹性，疫情影响有限》2022-04-28
- 2、《巴比食品 (605338) 一加速扩张阶段，关注业绩弹性》2022-04-11
- 3、《巴比食品 (605338) 一收入加速增长，期待经营弹性》2022-01-25

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

田地 S1090522080001

tianidi@cmschina.com.cn

价格锁定，有望继续享受成本红利。考虑到今年 Q2 上海疫情影响，我们下调 22 年收入以及扣非净利润预测，考虑公允价值变动收益增加，上调归母净利润预测，给予 22-23 年 EPS 预测为 1.01、1.22，22-23 年扣非净利润增速 42%、25%，给予目标价 36 元，对应 23 年 30 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：疫情反复影响，行业竞争阶段性加剧。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	975	1375	1670	2160	2610
同比增长	-8.4%	41.1%	21.4%	29.3%	20.8%
营业利润(百万元)	204	402	318	388	463
同比增长	7.8%	96.9%	-20.7%	21.7%	19.3%
归母净利润(百万元)	175	314	252	304	360
同比增长	13.4%	78.9%	-19.8%	20.6%	18.5%
每股收益(元)	0.71	1.27	1.01	1.22	1.45
PE	39.4	22.0	27.5	22.8	19.2
PB	4.2	3.6	3.3	2.9	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

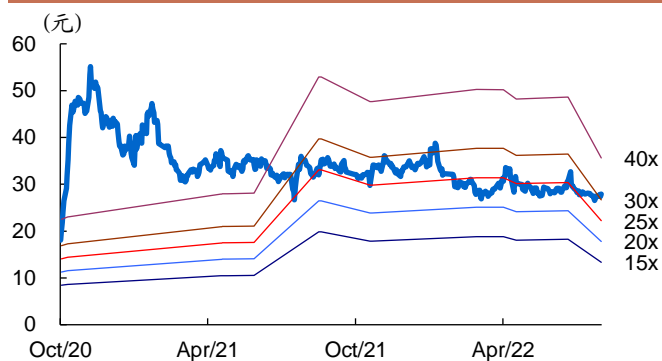
巴比食品单季度利润表

单位：百万元	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	2020	2021
一、营业总收入	302	319	253	342	378	402	310	376	975	1375
二、营业总成本	241	263	235	282	325	335	258	308	805	1174
其中：营业成本	204	256	196	252	285	289	225	265	703	1022
营业税金及附加	2	2	1	2	3	3	3	2	7	9
营业费用	20	-7	30	18	19	24	14	21	48	90
管理费用	18	20	18	18	25	26	23	28	66	87
研发费用	0	2	0	2	2	1	2	2	4	6
财务费用	-4	-10	-11	-10	-10	-9	-8	-11	-23	-41
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	0
三、其他经营收益	1	31	1	201	-45	46	-49	-49	34	200
公允价值变动收益	0	1	0	200	-49	45	-51	75	29	196
投资收益	0	1	0	0	3	0	1	1	3	3
其他收益	1	1	1	0	3	0	1	2	4	4
四、营业利润	63	87	19	261	9	113	2	146	204	402
加：营业外收入	1	9	0	3	9	5	0	9	30	17
减：营业外支出	0	1	0	0	0	0	1	2	1	1
五、利润总额	63	95	19	264	18	117	2	154	233	418
减：所得税	16	23	5	67	3	30	1	38	58	105
六、净利润	47	72	14	197	14	88	1	116	175	313
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1
七、归属母公司净利润	47	72	14	197	15	88	1	116	175	314
EPS	0.19	0.29	0.06	0.80	0.06	0.36	0.01	0.47	0.71	1.27
主要比率										
毛利率	32.3%	19.7%	22.7%	26.3%	24.5%	28.1%	27.3%	29.5%	27.9%	27.9%
主营毛利率	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.8%	0.7%	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%
营业费率	6.7%	-2.2%	12.0%	5.1%	5.0%	5.9%	4.4%	5.5%	4.9%	4.9%
管理费率	5.8%	6.1%	7.09%	5.4%	6.7%	6.4%	7.4%	7.3%	6.8%	6.8%
营业利润率	20.8%	27.2%	7.6%	76.2%	2.3%	28.1%	0.7%	38.9%	20.9%	20.9%
实际税率	25.2%	24.0%	27.4%	25.2%	19.3%	25.2%	30.8%	24.6%	25.2%	25.2%
净利率	15.7%	22.7%	5.45%	57.7%	3.9%	21.9%	0.5%	31.0%	18.0%	18.0%
YoY										
收入增长率	3.8%	9.4%	131.8%	39.7%	25.3%	26.0%	22.4%	9.9%	-8.4%	-8.4%
营业利润增长率	8.9%	58.9%	1001.1%	393.6%	-86.3%	30.4%	-89.2%	-43.8%	7.8%	7.8%

净利润增长率 7.9% 72.3% 3.5% 365.7% -69.0% 21.5% -89.5% -41.0% | 13.4% 13.4%

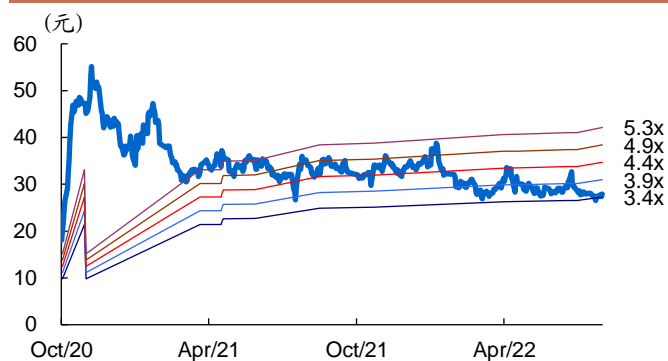
资料来源：公司报表

图 1: 巴比食品历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 巴比食品历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《巴比食品（605338）—扣非净利高弹性，疫情影响有限》2022-04-28
- 2、《巴比食品（605338）—加速扩张阶段，关注业绩弹性》2022-04-11
- 3、《巴比食品（605338）—收入加速增长，期待经营弹性》2022-01-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1503	1496	1417	1551	1839
现金	1399	1262	1160	1244	1485
交易性投资	0	85	85	85	85
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	51	69	79	102	124
其它应收款	2	2	2	3	4
存货	37	63	72	95	114
其他	13	14	17	22	27
非流动资产	488	1037	1242	1436	1521
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	203	327	445	551	645
无形资产商誉	52	108	97	87	78
其他	233	602	700	798	797
资产总计	1991	2532	2658	2987	3359
流动负债	324	501	421	483	539
短期借款	0	100	0	0	0
应付账款	137	167	198	258	313
预收账款	5	5	6	7	9
其他	182	229	217	217	217
长期负债	32	117	117	117	117
长期借款	0	0	0	0	0
其他	32	117	117	117	117
负债合计	356	618	538	600	656
股本	248	248	248	248	248
资本公积金	769	769	769	769	769
留存收益	617	892	1099	1366	1683
少数股东权益	1	6	5	4	4
归属于母公司所有者权益	1634	1908	2115	2383	2700
负债及权益合计	1991	2532	2658	2987	3359

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	250	159	237	298	356
净利润	175	314	252	304	360
折旧摊销	27	34	47	58	68
财务费用	(23)	(41)	(40)	(43)	(49)
投资收益	(2)	(3)	(31)	(31)	(31)
营运资金变动	63	(208)	8	9	7
其它	10	63	1	2	2
投资活动现金流	(870)	481	(222)	(222)	(122)
资本支出	(111)	(145)	(253)	(253)	(153)
其他投资	(759)	626	31	31	31
筹资活动现金流	747	52	(116)	7	6
借款变动	17	26	(112)	0	0
普通股增加	62	0	0	0	0
资本公积增加	682	0	0	0	0
股利分配	(33)	(40)	(45)	(36)	(43)
其他	21	66	40	43	49
现金净增加额	127	692	(101)	84	241

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	975	1375	1670	2160	2610
营业成本	703	1022	1211	1579	1913
营业税金及附加	7	9	11	14	17
营业费用	48	90	88	110	127
管理费用	66	87	106	135	161
研发费用	4	6	6	8	10
财务费用	(23)	(41)	(40)	(43)	(49)
资产减值损失	(1)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	29	196	25	25	25
其他收益	4	4	4	4	4
投资收益	3	3	3	3	3
营业利润	204	402	318	388	463
营业外收入	30	17	17	17	17
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	233	418	335	404	479
所得税	58	105	84	101	120
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	175	314	252	304	360

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-8.4%	41.1%	21.4%	29.3%	20.8%
营业利润	7.8%	96.9%	-20.7%	21.7%	19.3%
归母净利润	13.4%	78.9%	-19.8%	20.6%	18.5%
获利能力					
毛利率	27.9%	25.7%	27.5%	26.9%	26.7%
净利率	18.0%	22.8%	15.1%	14.1%	13.8%
ROE	10.7%	16.5%	11.9%	12.7%	13.3%
ROIC	8.3%	13.3%	9.8%	10.8%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	24.4%	20.2%	20.1%	19.5%
净负债比率	0.0%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.6	3.0	3.4	3.2	3.4
速动比率	4.5	2.9	3.2	3.0	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
存货周转率	12.0	20.4	17.9	18.9	18.3
应收账款周转率	20.1	22.8	22.5	23.8	23.1
应付账款周转率	6.1	6.7	6.6	6.9	6.7
每股资料(元)					
EPS	0.71	1.27	1.01	1.22	1.45
每股经营净现金	1.01	0.64	0.95	1.20	1.44
每股净资产	6.59	7.70	8.53	9.61	10.89
每股股利	0.16	0.18	0.14	0.17	0.21
估值比率					
PE	39.4	22.0	27.5	22.8	19.2
PB	4.2	3.6	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	29.2	15.1	18.1	14.6	12.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

欧阳廷昊：中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。