

## 公司研究

## 团餐发力支撑业绩增长，盈利弹性释放

## ——巴比食品（605338.SH）2022年半年报业绩点评

## 买入（首次）

当前价：28.43元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

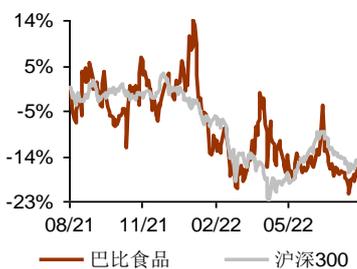
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.48
总市值(亿元):	70.51
一年最低/最高(元):	25.15/40.54
近3月换手率:	42.70%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.43	-9.62	-0.93
绝对	-0.59	-2.84	-15.37

资料来源：Wind

## 要点

**事件：**公司发布2022年半年报，1H22公司实现收入6.85亿元，同比增长15.2%，归母净利润1.18亿元，同比下滑44.2%，主要系去年同期公司所持有的东鹏饮料股份公允价值收益更高，扣非归母净利润0.93亿元，同比增长61.2%。Q2公司实现收入3.76亿元，同比增长9.9%，扣非归母净利润0.54亿元，同比增长22.0%。

**保供驱动团餐业务明显增长，抵消疫情影响。**1) 分品类看，2Q22核心品类面点/馅料/外购食品实现收入2.0/0.7/0.8亿元，同比增速为84%/-26%/-24%，疫情下家庭需求提升，产品由馅料类向成品类转换，面点类销售有所加速；2) 分渠道看，Q2特许加盟/直营/团餐实现收入2.4/0.1/1.2亿元，同比变动-16%/83%/149%，疫情期间团餐表现较优；3) 分区域看，Q2占总收入86%的华东市场收入同比增长3%，依靠保供资质和团餐支撑，疫情之下仍然稳住局面，华北市场收入同样得益于团餐发力有所突破，同比增长46%。

**Q2单店收入仍有压力，下半年有望重回正轨。**1H22华东/华南/华北/华中门店数为3012/414/146/679家，Q1华中区域并表好礼客等品牌提振开店数量，Q2上述地区环比净增门店22/47/2/3家，考虑到特许加盟模式收入Q2增速为负且门店正增加，Q2单店收入仍有压力。下半年公司将加大华东及上海地区的政策支持力度，下半年开店或会加速，同时公司将进一步通过扩大外卖覆盖面、上新品等方式改善单店营收，叠加疫情逐步缓和，下半年门店运营有望重回正轨。

**Q2毛利改善且猪肉已实现锁价，期间费率逐步优化。**得益于猪肉价格回落，Q2毛利率同比提升3.16pct，同时公司已对全年猪肉用量实现锁价，规避短期猪肉价格上行风险。Q2销售费用率/管理费用率同比增加0.35/1.99pct，管理费用提升主要系人员薪酬及松江工厂二期产生的折旧增加，下半年管理费用率在门店及团购逐步放量下有望回落。

**盈利预测、估值与评级：**最困难的时候已经过去，下半年公司开店有望提速，同时在外卖、新品促进下，单店水平将逐步修复，下半年南京工厂投产后有望扩大门店可拓展范围，提升效益，基本维持2022-23年归母净利润预测为2.47/2.89亿元，新增24年预测为3.47亿元，当前股价对应PE为29/24/20倍，从相对估值的角度上看，我们选取四家具备速冻属性的可比公司作为参考，2022-23可对标公司平均PE分别为39/29倍，我们看好公司的渠道拓展及疫情趋缓后单店的修复能力，其估值仍有提升空间，首次给予“买入”评级。

**风险提示：**下游需求较弱，门店拓展不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	975	1,375	1,692	1,999	2,315
营业收入增长率	-8.35%	41.06%	23.02%	18.14%	15.79%
净利润 (百万元)	175	314	247	289	347
净利润增长率	13.41%	78.92%	-21.44%	17.29%	19.98%
EPS (元)	0.71	1.27	0.99	1.17	1.40
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.74%	16.45%	11.80%	12.16%	12.73%
P/E	40	22	29	24	20
P/B	4.3	3.7	3.4	3.0	2.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-08-12

表 1: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
			20 年	21 年	22 年	23 年	20 年	21 年	22 年	23 年
603517.SH	绝味食品	50.33	1.15	1.60	1.41	2.03	44	31	36	25
002695.SZ	煌上煌	11.13	0.55	0.28	0.42	0.5	20	40	27	22
603345.SH	安井食品	150.15	2.55	2.79	3.30	4.25	59	54	46	35
300973.SZ	立高食品	81.99	1.83	1.67	1.75	2.51	45	49	47	33
平均值							42	44	39	29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-08-12

注: 可比公司盈利预测选自 wind 一致预期

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	975	1,375	1,692	1,999	2,315
营业成本	703	1,022	1,218	1,422	1,643
折旧和摊销	23	31	32	37	44
税金及附加	7	9	11	13	15
销售费用	48	90	118	94	106
管理费用	66	87	118	132	139
研发费用	4	6	7	9	9
财务费用	-23	-41	-19	-24	-28
投资收益	2	3	60	0	0
营业利润	204	402	301	358	435
利润总额	233	418	329	386	463
所得税	58	105	83	97	116
净利润	175	313	247	289	347
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	175	314	247	289	347
EPS(元)	0.71	1.27	0.99	1.17	1.40

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	250	159	156	327	385
净利润	175	314	247	289	347
折旧摊销	23	31	32	37	44
净营运资金增加	-155	80	52	50	56
其他	207	-266	-174	-49	-62
投资活动产生现金流	-870	481	25	-120	-150
净资本支出	-111	-145	-120	-120	-150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-759	626	145	0	0
融资活动现金流	747	52	-138	43	48
股本变化	62	0	0	0	0
债务净变化	0	112	-112	0	0
无息负债变化	105	150	11	83	84
净现金流	127	692	43	250	282

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.9%	25.7%	28.0%	28.9%	29.0%
EBITDA 率	18.2%	14.4%	15.1%	18.6%	19.5%
EBIT 率	15.5%	11.9%	13.2%	16.8%	17.6%
税前净利润率	23.9%	30.4%	19.5%	19.3%	20.0%
归母净利润率	18.0%	22.8%	14.6%	14.5%	15.0%
ROA	8.8%	12.4%	9.4%	9.7%	10.2%
ROE (摊薄)	10.7%	16.5%	11.8%	12.2%	12.7%
经营性 ROIC	26.5%	17.0%	18.3%	24.3%	26.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	18%	24%	20%	20%	20%
流动比率	4.63	2.99	3.30	3.45	3.62
速动比率	4.52	2.86	3.12	3.25	3.41
归母权益/有息债务	-	17.03	-	-	-
有形资产/有息债务	-	21.48	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,991	2,532	2,613	2,986	3,417
货币资金	1,399	1,262	1,305	1,556	1,838
交易性金融资产	0	85	0	0	0
应收账款	51	69	85	101	117
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2	2	3	3	3
存货	37	63	81	102	126
其他流动资产	6	11	11	11	11
流动资产合计	1,503	1,496	1,489	1,777	2,100
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	203	327	367	432	510
在建工程	156	123	173	193	223
无形资产	52	108	105	103	101
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8	164	164	164	164
非流动资产合计	488	1,037	1,124	1,209	1,317
总负债	356	618	517	600	684
短期借款	0	100	0	0	0
应付账款	137	167	219	256	296
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	0	1	2	2
流动负债合计	324	501	451	515	579
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	45	65	85	105
非流动负债合计	32	117	65	85	105
股东权益	1,635	1,914	2,096	2,386	2,733
股本	248	248	248	248	248
公积金	837	866	891	893	893
未分配利润	550	794	952	1,239	1,586
归属母公司权益	1,634	1,908	2,091	2,380	2,727
少数股东权益	1	6	6	6	6

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.91%	6.58%	7.00%	4.70%	4.60%
管理费用率	6.78%	6.35%	7.00%	6.60%	6.00%
财务费用率	-2.31%	-2.95%	-1.11%	-1.18%	-1.20%
研发费用率	0.44%	0.43%	0.44%	0.44%	0.40%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.16	0.26	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.01	0.64	0.63	1.32	1.55
每股净资产	6.59	7.70	8.43	9.60	11.00
每股销售收入	3.93	5.55	6.82	8.06	9.33

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	40	22	29	24	20
PB	4.3	3.7	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	34.0	31.7	24.2	16.1	12.8
股息率	0.6%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE