

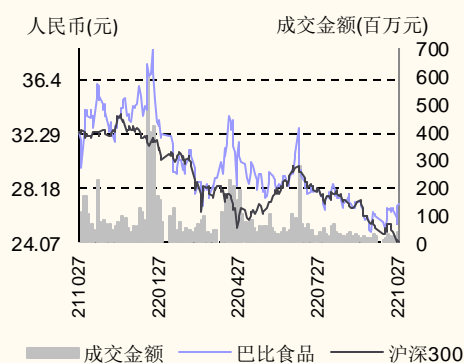
巴比食品 (605338.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 27.00 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 2.48 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 0.86 |
| 总市值(亿元) | 66.96 |
| 年内股价最高最低(元) | 38.76/24.89 |
| 沪深 300 指数 | 3631 |
| 上证指数 | 2983 |



疫情扰动下团餐发力，期待未来开店步伐加速

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 975 | 1,375 | 1,602 | 2,270 | 2,874 |
| 营业收入增长率 | -8.35% | 41.06% | 16.46% | 41.71% | 26.63% |
| 归母净利润(百万元) | 175 | 314 | 213 | 284 | 349 |
| 归母净利润增长率 | 13.41% | 78.92% | -32.14% | 33.52% | 22.79% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.708 | 1.266 | 0.859 | 1.147 | 1.408 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.01 | 0.64 | 0.82 | 1.70 | 1.98 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 10.74% | 16.45% | 10.46% | 12.89% | 14.45% |
| P/E | 53.37 | 27.52 | 31.43 | 23.54 | 19.17 |
| P/B | 5.73 | 4.53 | 3.29 | 3.03 | 2.77 |

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 2022 年前三季度实现营收 11.0 亿元/+13.1%，归母净利润 1.3 亿元/-40.7%，扣非归母净利 1.4 亿元/+36.3%。其中 3Q22 实现营收 4.2 亿元/+9.8%；归母净利润 0.2 亿元/+9.0%；扣非归母净利 0.5 亿元/+3.2%。

点评

- 业绩符合预期，门店开拓提速，疫情扰动下团餐渠道发力。1) 分产品看：3Q22 食品类收入/包装及辅料营收/服务费收入分别为 3.8/0.3/0.1 亿元，同比+9.9%/+8.9%/+6.8%。食品类收入中面点类/馅料类/外购食品类分别同比+31.3%/+4.0%/-9.0%，面点类高增或因团餐渠道持续发力。2) 分渠道看：特许加盟营收 3.3 亿/+7.0%，线下门店经营仍受疫情反复影响。截至 3Q22 公司加盟门店数为 4359 家，Q3 华东/华南/华北/华中分别净增 32/30/17/29 家 (共计 108 家)，门店扩张环比提速 (Q2 净开 74 家)。直营门店营收 0.07 亿/+3.1%。团餐业务营收 0.7 亿/+24.4%，营收占比达 16.3%。
- 费用压力提升，盈利能力略有下滑。3Q22 公司毛利率 26.4%/+1.9pct，成本稳定主因公司年初即锁定全年猪肉价格，同时产品结构有所优化 (高毛利率面点类产品占比提升)。3Q22 公司销售费用率 5.8%/+0.8pct，管理费用率 7.0%/+0.3pct，费用压力提升主要系人员薪酬及新建工厂折旧增加，未来费用压力有望在门店及团餐逐步放量下有所缓解。综合来看，3Q22 扣非归母净利率 10.8%/-0.7pct，盈利能力略有下降。
- 南京工厂落地或加速公司华东市占率提升，期待未来开店步伐提速。9 月 15 日南京工厂一期正式启动，利好公司覆盖区域进一步延伸，预计达产后将增加公司营收 5.8 亿元，同时巴比武汉智能制造中心 (一期) 于 10 月 26 日正式启动，未来有望缓解华中巴比供应链紧张现状，提升华中门店整体运营效益，公司外卖收入，结合品类扩张及门店升级，业绩有望环比持续改善。

投资建议

- 预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.1/2.8/3.5 亿元，同比 -32.1%/+33.5%/+22.8%，PE 分别为 31.4/23.5/19.2X，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复，开店速度不及预期，原材料价格波动，加盟商管理风险。

相关报告

- 《保供与并表助力收入提升，关注业绩环比改善-巴比食品 22 年中报...》，2022.8.11
- 《并表+团餐缓解疫情影响，盈利水平有所提升-巴比食品 1H22 业...》，2022.7.14
- 《供应链与管理护航，加盟团餐齐发力-巴比食品首次覆盖报告》，2022.6.1

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

叶思嘉 联系人
yesijia@gjzq.com.cn

张林 联系人
zhanglin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 1,064 | 975 | 1,375 | 1,602 | 2,270 | 2,874 |
| 增长率 | | -8.4% | 41.1% | 16.5% | 41.7% | 26.6% |
| 主营业务成本 | -712 | -703 | -1,022 | -1,168 | -1,649 | -2,091 |
| %销售收入 | 66.9% | 72.1% | 74.3% | 72.9% | 72.6% | 72.7% |
| 毛利 | 352 | 272 | 353 | 434 | 621 | 783 |
| %销售收入 | 33.1% | 27.9% | 25.7% | 27.1% | 27.4% | 27.3% |
| 营业税金及附加 | -6 | -7 | -9 | -11 | -15 | -20 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 销售费用 | -96 | -48 | -90 | -85 | -125 | -158 |
| %销售收入 | 9.0% | 4.9% | 6.6% | 5.3% | 5.5% | 5.5% |
| 管理费用 | -76 | -66 | -87 | -115 | -143 | -181 |
| %销售收入 | 7.1% | 6.8% | 6.4% | 7.1% | 6.3% | 6.3% |
| 研发费用 | -5 | -4 | -6 | -7 | -10 | -12 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 169 | 147 | 161 | 217 | 329 | 413 |
| %销售收入 | 15.9% | 15.1% | 11.7% | 13.5% | 14.5% | 14.4% |
| 财务费用 | 16 | 23 | 41 | 20 | 24 | 26 |
| %销售收入 | -1.5% | -2.3% | -2.9% | -1.3% | -1.0% | -0.9% |
| 资产减值损失 | 0 | -1 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 29 | 196 | 20 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 2 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| %税前利润 | 0.2% | 1.1% | 0.6% | 1.4% | 1.1% | 0.9% |
| 营业利润 | 189 | 204 | 402 | 264 | 359 | 446 |
| 营业利润率 | 17.8% | 20.9% | 29.2% | 16.5% | 15.8% | 15.5% |
| 营业外收支 | 19 | 29 | 17 | 20 | 20 | 20 |
| 税前利润 | 208 | 233 | 418 | 284 | 379 | 466 |
| 利润率 | 19.6% | 23.9% | 30.4% | 17.7% | 16.7% | 16.2% |
| 所得税 | -54 | -58 | -105 | -71 | -95 | -116 |
| 所得税率 | 26.0% | 24.9% | 25.1% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润 | 154 | 175 | 313 | 213 | 284 | 349 |
| 少数股东损益 | -1 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 155 | 175 | 314 | 213 | 284 | 349 |
| 净利率 | 14.5% | 18.0% | 22.8% | 13.3% | 12.5% | 12.2% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 154 | 175 | 313 | 213 | 284 | 349 |
| 少数股东损益 | -1 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 25 | 27 | 47 | 45 | 56 | 67 |
| 非经营收益 | -16 | -47 | -179 | -40 | -22 | -22 |
| 营运资金变动 | -52 | 94 | -23 | -15 | 103 | 95 |
| 经营活动现金净流 | 111 | 250 | 159 | 203 | 422 | 490 |
| 资本开支 | -63 | -111 | -145 | -71 | -195 | -195 |
| 投资 | -55 | -776 | 579 | 20 | 0 | 0 |
| 其他 | 18 | 17 | 46 | 4 | 4 | 4 |
| 投资活动现金净流 | -100 | -870 | 481 | -47 | -191 | -191 |
| 股权募资 | 0 | 759 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 100 | -118 | 0 | 0 |
| 其他 | -37 | -12 | -53 | -90 | -116 | -142 |
| 筹资活动现金净流 | -37 | 747 | 52 | -208 | -116 | -142 |
| 现金净流量 | -26 | 127 | 692 | -52 | 115 | 157 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 487 | 1,399 | 1,262 | 1,201 | 1,306 | 1,453 |
| 应收款项 | 48 | 53 | 71 | 83 | 110 | 139 |
| 存货 | 80 | 37 | 63 | 64 | 86 | 103 |
| 其他流动资产 | 10 | 13 | 99 | 102 | 105 | 108 |
| 流动资产 | 625 | 1,503 | 1,496 | 1,449 | 1,607 | 1,802 |
| %总资产 | 64.7% | 75.5% | 59.1% | 57.0% | 56.0% | 55.8% |
| 长期投资 | 24 | 52 | 298 | 298 | 298 | 298 |
| 固定资产 | 261 | 359 | 450 | 612 | 765 | 907 |
| %总资产 | 27.0% | 18.0% | 17.8% | 24.1% | 26.6% | 28.1% |
| 无形资产 | 49 | 61 | 118 | 128 | 137 | 146 |
| 非流动资产 | 342 | 488 | 1,037 | 1,093 | 1,264 | 1,425 |
| %总资产 | 35.3% | 24.5% | 40.9% | 43.0% | 44.0% | 44.2% |
| 资产总计 | 967 | 1,991 | 2,532 | 2,542 | 2,871 | 3,228 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 112 | 10 | 10 | 10 |
| 应付款项 | 187 | 248 | 289 | 313 | 441 | 559 |
| 其他流动负债 | 39 | 76 | 99 | 76 | 103 | 129 |
| 流动负债 | 226 | 324 | 501 | 399 | 554 | 698 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 25 | 32 | 117 | 101 | 104 | 107 |
| 负债 | 252 | 356 | 618 | 500 | 658 | 805 |
| 普通股股东权益 | 715 | 1,634 | 1,908 | 2,036 | 2,207 | 2,416 |
| 其中：股本 | 186 | 248 | 248 | 248 | 248 | 248 |
| 未分配利润 | 391 | 550 | 794 | 922 | 1,093 | 1,303 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 负债股东权益合计 | 967 | 1,991 | 2,532 | 2,542 | 2,871 | 3,228 |

比率分析

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.832 | 0.708 | 1.266 | 0.859 | 1.147 | 1.408 |
| 每股净资产 | 3.844 | 6.589 | 7.695 | 8.211 | 8.899 | 9.744 |
| 每股经营现金净流 | 0.598 | 1.008 | 0.641 | 0.819 | 1.701 | 1.977 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.344 | 0.459 | 0.563 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 21.64% | 10.74% | 16.45% | 10.46% | 12.89% | 14.45% |
| 总资产收益率 | 15.99% | 8.81% | 12.40% | 8.38% | 9.91% | 10.82% |
| 投入资本收益率 | 17.43% | 6.71% | 5.73% | 7.67% | 10.75% | 12.37% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 7.45% | -8.35% | 41.06% | 16.46% | 41.71% | 26.63% |
| EBIT增长率 | 7.63% | -13.12% | 9.17% | 35.13% | 51.43% | 25.57% |
| 净利润增长率 | 7.93% | 13.41% | 78.92% | -32.14% | 33.52% | 22.79% |
| 总资产增长率 | 14.69% | 105.84% | 27.17% | 0.40% | 12.92% | 12.43% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 15.0 | 18.1 | 16.0 | 18.0 | 17.0 | 17.0 |
| 存货周转天数 | 28.6 | 30.4 | 17.9 | 20.0 | 19.0 | 18.0 |
| 应付账款周转天数 | 45.9 | 59.8 | 54.4 | 55.0 | 55.0 | 55.0 |
| 固定资产周转天数 | 71.4 | 76.0 | 86.8 | 88.7 | 71.0 | 61.5 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -68.08% | -85.57% | -64.51% | -62.48% | -62.42% | -63.08% |
| EBIT利息保障倍数 | -10.8 | -6.5 | -4.0 | -10.8 | -13.9 | -15.8 |
| 资产负债率 | 26.03% | 17.90% | 24.41% | 19.68% | 22.92% | 24.95% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 2 | 9 | 28 | 64 |
| 增持 | 0 | 1 | 4 | 7 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.33 | 1.31 | 1.20 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

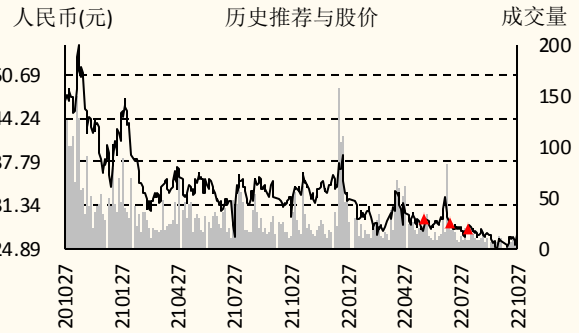
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2022-06-01 | 买入 | 28.92 | 33.47 ~ 33.47 |
| 2 | 2022-07-14 | 买入 | 28.47 | 33.31 ~ 33.31 |
| 3 | 2022-08-11 | 买入 | 27.34 | 33.35 ~ 33.35 |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402