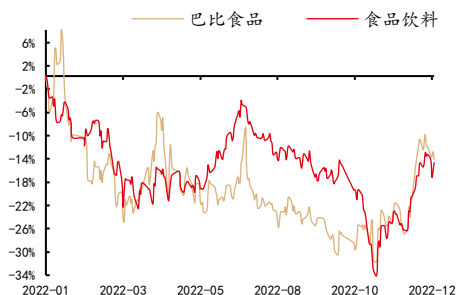


## 股票投资评级

**买入 | 维持**

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	30.76
总股本/流通股本(亿股)	2.48 / 0.86
总市值/流通市值(亿元)	76 / 27
52周内最高/最低价	39.10 / 24.43
资产负债率(%)	24.4%
市盈率	24.22
第一大股东	刘会平
持股比例(%)	40.8%

## 研究所

分析师:蔡雪昱  
 SAC 登记编号:S1340522070001  
 Email:caixueyu@cnpsec.com  
 分析师:杨逸文  
 SAC 登记编号:S1340522120002  
 Email:yangyiwen@cnpsec.com

**巴比食品(605338)**
**股权激励目标稳健，关注疫后修复弹性**
**● 事件**

公司发布新一轮股权激励方案，本次计划拟授予限制性股票 240.925 万股，约占总股本的 0.97%。激励对象共计 123 人，包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干。首次授予 220.925 万股，预留 20 万股。激励目标设定为：2023/24/25 年营业收入同比增速分别为 16%/13.79%/12.12%，2023/24/25 扣非净利润同比增速分别为 16%/13.79%/12.12%。若 2023/24/25 年营业收入或扣非净利润同比增速大于 12%/10.71%/9.68%即可触发解除禁售。

**● 核心观点**

**上市后首次推出股权激励计划，绑定核心干部增强凝聚力。**本次激励对象包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干。李俊、苏爽和章永许获授 3.0/3.5/2.6 万股，中层管理及核心技术（业务）骨干获授 211.9 万股，预留 20 万股。考核年度为 2023-2025 年，以 2022 年为基准，对收入与利润进行双向考核。2023/24/25 年营业收入同比增速分别为 16%/13.79%/12.12%，2023/24/25 扣非净利润同比增速分别为 16%/13.79%/12.12%。若 2023/24/25 年营业收入或扣非净利润同比增速大于 12%/10.71%/9.68%即可触发解除禁售。

**疫后复苏态势明确，激励目标达成概率高。**公司综合考虑疫情影响及公司发展潜力，给出收入与利润稳健增长的目标，表现出公司对未来发展的信心。从 2020 年开始公司反复收到疫情对线下连锁业态的冲击，随大环境变化公司门店业务有望迎来较大改善。根据初步估算，22Q3 单季度全国单店同比降幅已由 Q2 的 30%收窄至 15%，预计 Q4 全国单店收入缺口可收窄至 10%左右。从今年以来的门店恢复态势来推断，明年公司门店业务将回补缺口并继续发展，股权激励目标可视为未来的增长底线。

**生猪、油脂、面粉价格年前下探，成本压力改善。**公司核心原材料为猪肉、面粉及油脂。其中猪肉已在价格低点进行锁单，预计锁定量可支撑至春节，平衡了其余原材料价格波动对利润的影响。并且随着疫情影响的减弱，原材料价格也出现了不同幅度的下降。面粉的批发平均价由 2021 年 10 月高点 6.74 元/公斤下降至 2022 年 12 月 4.42 元，降幅 34.42%。油料油脂类 CCPI 由 2022 年 5 月高点 315.07 下降至 2022 年 10 月 280.08，降幅 11.11%。猪肉价格由 2021 年 1 月

51.59 元/公斤下降至 34.44 元，降幅 33.24%。成本下降抬升毛利率，我们预计公司盈利能力将如期改善。

展望未来，我们预计公司拓店数量将保持快速增加，叠加单店收入稳定提升，由疫情带来的业绩压力在明年将大幅释放。加盟业务营收将实现高速增长。团餐业务表现持续亮眼，随着南京工厂的落地将解决华东地区的产能问题，预计在未来 3-5 年营收占比有望达到 50%，成为加盟业务外另一核心增长点。成本方面，公司在 22 年春节前后在猪价低点进行锁价，预计锁定用量可支撑至 23 年 2 月左右，目前猪肉价格年前走低，后续是否再度进行锁价囤货将视市场情况而定。

### ● 盈利预测与投资建议

今年疫情对连锁业态都产生了较大冲击，未来加盟店和团餐业务将双双驱动公司业绩高速增长，此次股权激励推出一方面透露出公司对未来保持双位数增长的信心，另一方面也可绑定公司核心人员，维持 2022-24 年收入预测分别为 16.20/19.85/23.85 亿元，对应增速分别为 17.80%/22.50%/20.15%，维持净利润预测分别为 2.50/3.07/3.73 亿元，对应增速-20.3%/22.64%/21.45%，给予 23 年 28 倍 PE 估值，对应目标价 34.72 元，维持“买入”评级。

### ● 风险提示：

门店扩张不及预期；疫情反复限制门店线下收入；食品安全等风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1375	1620	1985	2385
增长率(%)	41.1%	17.8%	22.5%	20.2%
EBITDA(百万元)	412	384	479	573
归属母公司净利润(百万元)	314	250	307	373
增长率(%)	78.9%	-20.3%	22.6%	21.5%
EPS(元/股)	1.27	1.01	1.24	1.50
市盈率(P/E)	25.06	31.45	25.64	21.11
市净率(P/B)	4.12	3.70	3.29	2.89
EV/EBITDA	15.60	16.33	12.51	9.79

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1375	1620	1985	2385	营业收入	41.1%	17.8%	22.5%	20.2%
营业成本	1022	1149	1350	1607	营业利润	0.0%	-20.6%	0.0%	0.0%
税金及附加	9	11	13	15	归属于母公司净利润	78.9%	-20.3%	22.6%	21.5%
销售费用	90	81	109	126	<b>获利能力</b>				
管理费用	87	110	129	145	毛利率	25.7%	29.1%	32.0%	32.6%
研发费用	6	8	10	11	净利率	22.8%	15.4%	15.4%	15.6%
财务费用	-41	-1	1	-2	ROE	16.5%	11.8%	12.8%	13.7%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	53.3%	43.1%	53.6%	69.9%
<b>营业利润</b>	<b>402</b>	<b>319</b>	<b>399</b>	<b>487</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	17	15	10	10	资产负债率	24.4%	24.6%	24.9%	25.2%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	2.99	2.98	3.07	3.19
<b>利润总额</b>	<b>418</b>	<b>333</b>	<b>408</b>	<b>495</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	105	83	102	124	应收账款周转率	19.87	20.57	20.57	20.57
<b>净利润</b>	<b>313</b>	<b>249</b>	<b>306</b>	<b>372</b>	存货周转率	16.18	13.20	13.20	13.20
<b>归母净利润</b>	<b>314</b>	<b>250</b>	<b>307</b>	<b>373</b>	总资产周转率	0.54	0.57	0.62	0.66
<b>每股收益(元)</b>	<b>1.27</b>	<b>1.01</b>	<b>1.24</b>	<b>1.50</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.27	1.01	1.24	1.50
货币资金	1262	1445	1763	2192	每股净资产	7.70	8.58	9.66	10.97
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	69	79	96	116	PE	25.06	31.45	25.64	21.11
预付款项	3	7	9	10	PB	4.12	3.70	3.29	2.89
存货	63	87	102	122	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1496</b>	<b>1720</b>	<b>2075</b>	<b>2549</b>	净利润	313	198	236	282
固定资产	367	423	541	560	折旧和摊销	34	53	70	79
在建工程	123	142	41	0	营运资本变动	-23	15	42	58
无形资产	108	104	100	97	其他	-179	-3	43	75
<b>非流动资产合计</b>	<b>1037</b>	<b>1106</b>	<b>1118</b>	<b>1091</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>146</b>	<b>263</b>	<b>392</b>	<b>494</b>
<b>资产总计</b>	<b>2532</b>	<b>2826</b>	<b>3193</b>	<b>3640</b>	资本开支	-87	-120	-80	-50
短期借款	100	120	140	160	其他	568	51	25	10
应付票据及应付账款	167	187	220	262	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>481</b>	<b>-69</b>	<b>-55</b>	<b>-40</b>
其他流动负债	234	269	317	377	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>501</b>	<b>577</b>	<b>677</b>	<b>799</b>	债务融资	128	20	20	20
其他	117	117	117	117	其他	-75	-31	-40	-45
<b>非流动负债合计</b>	<b>117</b>	<b>117</b>	<b>117</b>	<b>117</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>52</b>	<b>-11</b>	<b>-20</b>	<b>-25</b>
<b>负债合计</b>	<b>618</b>	<b>694</b>	<b>794</b>	<b>917</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>679</b>	<b>184</b>	<b>317</b>	<b>429</b>
股本	248	248	248	248					
资本公积金	769	769	769	769					
未分配利润	892	1110	1378	1704					
少数股东权益	6	5	4	3					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1914</b>	<b>2132</b>	<b>2399</b>	<b>2724</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>2532</b>	<b>2826</b>	<b>3193</b>	<b>3640</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048