

巴比食品 (605338.SH)

中式早餐连锁龙头，加盟团餐齐发力

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,525	1,630	1,675	1,845	2,031
增长率 yoy (%)	10.9	6.9	2.8	10.1	10.1
归母净利润(百万元)	223	214	255	267	294
增长率 yoy (%)	-29.1	-4.0	19.1	5.0	10.1
ROE (%)	10.6	9.7	10.8	10.6	10.8
EPS 最新摊薄(元)	0.90	0.86	1.03	1.08	1.19
P/E (倍)	19.5	20.3	17.1	16.3	14.8
P/B (倍)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

中式早餐连锁龙头，“内生+外延”推进全国化布局。巴比食品是国内早餐连锁头部品牌之一，依托多年深耕积累的品牌影响力和强大的供应链整合能力，公司以包点为核心，凭借刚需、高频、标准化产品定位，满足消费者对快捷、高性价比早餐的需求，在全国范围内快速扩张，截至2024年9月底，公司特许加盟门店数量为5286家，覆盖华东、华南、华中等多个区域。公司起源于2001年，创始人刘会平在上海开设“刘师傅大包”早餐铺，2003年改名为“巴比馒头”，正式踏上品牌化经营之路；2005年，巴比馒头启动品牌连锁加盟模式，此后三次升级门店形象，不断开拓新市场，2020年在上交所主板上市，公司坚持“内生+外延”持续推进全国化布局。

图表1: 公司发展历程

年份	市场拓展 & 战略合作	品牌阶段	年份	产能提升 & 技术突破	门店数量
2001	起源于上海	“刘师傅大包”早餐铺	2001		
2003		改名为“巴比馒头”	2003		
2004			2004	松江中央工厂投产	
2005		启动品牌连锁加盟模式	2005		
2007			2007	冷冻产品配送技术	
2008			2008		突破100家
2009			2009	余山新生产基地落成	
2010		升级第二代门店	2010		突破500家
2011	开拓江浙市场		2011		
2012			2012		突破1000家
2014	开拓华南市场		2014		
2016		升级第三代门店	2016		突破2000家
2017	开拓华北市场	荣获“上海市著名商标”称号	2017		
2019			2019	天津工厂投产 广州良星工厂搬迁并投产	
2020	与叮咚买菜、饿了么开启新零售战略	上交所主板上市	2020		突破3000家
2021			2021	上海二期智能化厂房投产	
2022	收购武汉德祥中茂75%股权 收购南京“蒸全味”51%股权		2022	南京新工厂开业投产	突破4000家
2023	开拓湖南、安徽、连云港市场	升级第四代门店	2023		突破5000家
2024	与龙大美食签订战略合作协议		2024	东莞工厂投产 武汉智能制造中心项目预计年底投产	

资料来源: 公司公告, 公司官网, 巴比食品微信公众号, 龙大美食微信公众号, 澎湃新闻, 长城证券产业金融研究院

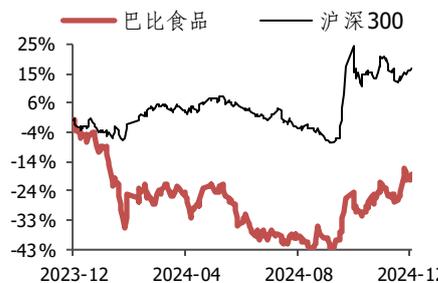
财务表现较为稳健，归母净利率稳中有升。公司近年来业绩保持稳健增长，2024前三季度实现营业收入12.10亿元(yoy+2.04%)，实现归母净利润1.94亿元(yoy+25.68%)。在整体经济环境承压的背景下，公司凭借降本增效实现利润端高增。前三季度公司毛利率/归母净利率分别为26.40%/16.06%，分别同比增长0.29/3.02pct；费用率方面，前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为4.42%/7.78%/0.76%/-2.00%，分别同比-1.24/-0.07/+0.02/+0.28pct。

买入 (首次评级)

股票信息

行业	食品饮料
2024年12月10日收盘价(元)	18.07
总市值(百万元)	4,481.36
流通市值(百万元)	4,481.36
总股本(百万股)	248.00
流通股本(百万股)	248.00
近3月日均成交额(百万元)	43.50

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

分析师 袁紫馨

执业证书编号: S1070524090004

邮箱: yuanzixin@cgws.com

相关研究

前三季度营收拆分：分业务来看，特许加盟/直营门店/团餐渠道销售收入分别为 9.13/0.15/2.64 亿元，分别同比+0.28%/-24.46%/+9.99%，营收占比分别为 75.43%/1.25%/21.81%；分产品来看，食品类产品贡献 90.27%的营收，其中面点类/馅料类/外购品类分别实现营收 4.86/3.22/2.85 亿元，分别同比+2.29%/+3.81%/-0.31%，营收占比分别为 40.17%/26.58%/23.52%；分地区来看，华东/华南/华中/华北地区分别实现营收 9.90/1.03/0.76/0.40 亿元，分别同比 -0.14%/+23.93%/+9.89%/+2.36%，营收占比分别为 81.77%/8.52%/6.27%/3.34%。

多举措提高单店收入，团餐业务持续回暖。1) 门店方面，2020-2023 年特许加盟门店单店收入分别为 26.31/32.39/25.45/24.82 万元，直营门店单店收入分别为 72.70/130.64/195.88/138.10 万元。2024Q3 特许加盟门店单店收入为 6.44 万元 (yoy-8.00%)，短期有所承压。公司持续改善单店模型，依托外卖平台增加中晚餐产品品类，目前外卖覆盖率 70%-80%，渗透率维持在 15%左右。2) 团餐业务方面，2024Q3 团餐业务实现营收 0.97 亿元 (yoy+9.20%)，得益于公司新增加馅料产品以及新渠道 (便利连锁、连锁餐饮、新零售平台) 同比高增近 30%。此外，公司成立了预制菜专项小组，产品风味和定价在不断改良中，后续有望为团餐业务提供新增量。

供应链构建核心优势，精益管理赋能加盟模式。公司核心竞争优势在于强大的供应链体系，截至 2024 年 6 月底，公司已在全国布局建设了上海、东莞、天津、武汉、南京 5 个工厂，全冷链配送保证产品品质和时效性，滚动锁价策略稳定原材料成本；公司持续推进加盟门店精细化管理，通过对门店分级管理、定向扶持、加盟商定期沟通会等方式，强化加盟模式。

公司未来增长点：(1) 特许加盟业务，公司不断推进全国化扩张，坚持产品创新并且口味本土化改良，占领消费者心智，公司目前通过五大工厂辐射长三角、珠三角、京津冀及华中地区重点城市，“内生+外延”双轮驱动门店全国化扩张，从而进一步提升产能利用率和经营效率；(2) 团餐业务，公司持续推动渠道下沉和品类扩充，利用新渠道挖掘更多潜力客户；(3) 企业数字化转型和信息化建设，有望提升整体运营效率。

投资建议：巴比食品是国内早餐连锁头部品牌之一，拥有较强的供应链整合能力、产品打造能力和加盟商管理能力，多元化布局团餐和预制菜，预计公司 2024-2026 年实现营收 16.75/18.45/20.31 亿元，分别同比增长 3%/10%/10%；实现归母净利润 2.55/2.67/2.94 亿元，分别同比增长 19%/5%/10%；对应 PE 估值分别为 17.1/16.3/14.8X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：开店不及预期风险；行业竞争加剧风险；成本大幅波动风险；宏观经济下行风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1231	1278	1438	1444	1539
现金	851	1100	1047	1049	1060
应收票据及应收账款	89	89	107	108	128
其他应收款	4	5	5	6	6
预付账款	3	5	4	6	5
存货	84	70	116	105	160
其他流动资产	200	10	160	170	180
非流动资产	1440	1503	1578	1762	1986
长期股权投资	0	0	-20	-40	-60
固定资产	527	494	498	534	569
无形资产	125	124	142	161	171
其他非流动资产	789	885	958	1108	1306
资产总计	2672	2781	3016	3207	3525
流动负债	487	442	523	536	654
短期借款	45	0	0	0	0
应付票据及应付账款	201	148	221	164	240
其他流动负债	240	294	302	372	414
非流动负债	115	129	127	125	123
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	115	129	127	125	123
负债合计	602	570	649	660	777
少数股东权益	4	8	10	12	15
股本	248	250	250	250	250
资本公积	769	801	801	801	801
留存收益	1050	1183	1334	1485	1655
归属母公司股东权益	2066	2202	2357	2534	2733
负债和股东权益	2672	2781	3016	3207	3525

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	192	244	77	255	312
净利润	220	215	256	269	296
折旧摊销	43	53	44	50	56
财务费用	-32	-37	-39	-38	-39
投资损失	-4	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	-23	17	-119	10	36
其他经营现金流	-12	0	-62	-32	-33
投资活动现金流	-459	115	-55	-198	-244
资本支出	126	166	44	93	92
长期投资	-356	262	20	20	20
其他投资现金流	23	19	-31	-125	-172
筹资活动现金流	-134	-111	-76	-54	-58
短期借款	-55	-45	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	2	0	0	0
资本公积增加	0	32	0	0	0
其他筹资现金流	-79	-101	-76	-54	-58
现金净增加额	-401	249	-53	3	10

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1525	1630	1675	1845	2031
营业成本	1103	1201	1240	1357	1493
营业税金及附加	10	12	13	12	14
销售费用	87	92	75	74	77
管理费用	110	119	122	131	142
研发费用	8	12	13	14	15
财务费用	-32	-37	-39	-38	-39
资产和信用减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	4	3	3	3	3
公允价值变动收益	35	14	60	30	30
投资净收益	4	4	4	4	4
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	280	252	319	333	367
营业外收入	19	35	24	26	28
营业外支出	8	5	7	6	7
利润总额	290	282	336	353	388
所得税	70	67	79	83	92
净利润	220	215	256	269	296
少数股东损益	-2	2	2	2	2
归属母公司净利润	223	214	255	267	294
EBITDA	310	302	348	371	413
EPS (元/股)	0.90	0.86	1.03	1.08	1.19

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	10.9	6.9	2.8	10.1	10.1
营业利润 (%)	-30.3	-9.8	26.5	4.3	10.1
归属母公司净利润 (%)	-29.1	-4.0	19.1	5.0	10.1
获利能力					
毛利率 (%)	27.7	26.3	26.0	26.5	26.5
净利率 (%)	14.4	13.2	15.3	14.6	14.6
ROE (%)	10.6	9.7	10.8	10.6	10.8
ROIC (%)	9.5	8.5	9.8	9.6	9.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.5	20.5	21.5	20.6	22.0
净负债比率 (%)	-37.4	-48.3	-43.3	-40.4	-37.8
流动比率	2.5	2.9	2.8	2.7	2.4
速动比率	2.3	2.7	2.2	2.2	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	19.3	18.4	17.2	17.2	17.2
应付账款周转率	6.0	6.9	6.7	7.1	7.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.90	0.86	1.03	1.08	1.19
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.77	0.99	0.31	1.03	1.26
每股净资产 (最新摊薄)	8.33	8.88	9.50	10.22	11.02
估值比率					
P/E	19.5	20.3	17.1	16.3	14.8
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.0	11.0	9.7	9.1	8.1

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686