速冻食品

巴比食品（605338.SH）

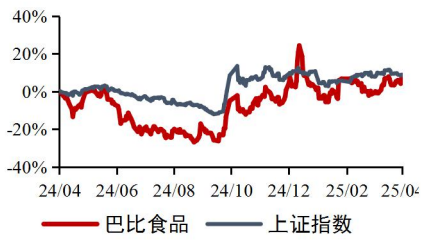
增持-B(维持)

特许加盟门店业务稳步推进，大客户业务多渠道开花

2025 年 4 月 2 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 4 月 2 日

收盘价（元）：	18.27
年内最高/最低（元）：	22.78/12.43
流通 A 股/总股本（亿股）：	2.48/2.48
流通 A 股市值（亿元）：	45.31
总市值（亿元）：	45.31

基础数据：2024 年 12 月 31 日

基本每股收益(元)：	1.12
摊薄每股收益(元)：	1.12
每股净资产(元)：	9.20
净资产收益率(%)：	12.27

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yezhongzheng@sxzq.com

冯瑞

执业登记编码：S0760524070001

邮箱：fengrui@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年报，2024 年公司实现营业收入 16.71 亿元，同比增长 2.53%；实现归母净利润 2.77 亿元，同比增长 29.42%；实现扣非归母净利润 2.10 亿元，同比增长 18.05%；基本每股收益为 1.12 元，同比增长 30.23%。

事件点评

➢ **得益于门店业务内外延并举发展叠加大客户业务持续深耕，在行业竞争加剧的情况下公司营收及净利润仍实现正增长。**在门店业务上，公司一方面在华东区域新开辟了江苏淮安和安徽芜湖、宣城、马鞍山等新市场，在华北区域新开辟河北廊坊、石家庄、保定等 8 个县市级市场；另一方面公司外延并购取得更丰富成果，“蒸全味”品牌收购项目在 2024 年上半年已顺利落地，2024 年末推进的“青露”品牌项目截止目前也已完成供应链切换和股权收购事项，全年通过内生及外并购方式合计开拓 1026 家加盟门店。在大客户业务上，公司持续提升客户定制服务能力水平、加强大单品的打磨与开发、全面发力大客户及零售业务各渠道，全年新开发大客户超 300 家，并且与盒马、美团等核心客户合作不断深入。①从销售渠道来看：2024 年公司特许加盟门店、直营门店、团餐业务分别实现收入 12.46、0.21、3.80 亿元，较去年同期分别变动-0.42%、-22.83%、15.31%。②从销售区域来看：2024 年公司华东、华南、华北、华中区域分别实现收入 13.66、1.44、0.54、1.05 亿元，较去年同期分别变动 0.86%、20.33%、-0.53%、8.13%。

➢ **2024 年公司销售毛利率和销售净利率较去年同期均有所改善，主要得益于精细化管理、期间费用率改善和公允价值变动收益增加。**2024 年公司销售毛利率为 26.71%，较去年同期上升 0.36 个百分点；公司销售净利率为 16.75%，较去年同期上升 3.54 个百分点。公司销售毛利率优化或主要得益于精细化管理效果显现，2024 年公司累计完成 75 项精益改善项目，改善提案 2792 条，其中冷冻面皮刻皮机项目可使生产效率提升 40%，占地面积降低 50%。公司销售净利率优化或主要受益于期间费用率改善和公允价值变动收益增加：①2024 年公司销售期间费用率为 10.52%，较去年同期下滑 0.83 个百分点；其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 4.29%、7.39%、-1.88%、0.71%，较去年同期分别变动-1.34、0.11、0.42、-0.02 个百分点。②2024 年公司公允价值变动净收益为 9116.32 万元，较去年同期增长 543.76%，主要受益于公司间接持有的东鹏饮料（集团）股份有限公司股份公允价值变动。

投资建议

➢ 预计公司 2025-2027 年分别实现营收 18.23、20.15、22.36 亿元，同比增长 9.1%、10.5%、11.0%；分别实现净利润 2.68、2.93、3.15 亿元，同比变动-3.3%、9.5%、7.4%；对应 EPS 分别为 1.08、1.18、1.27 元，以 4 月 2 日收盘价 18.27 元计算，对应 PE 分别为 16.9X、15.5X、14.4X，维持 “增持-B”评级。

风险提示

➢ 猪肉、面粉等原材料价格波动风险；速冻食品行业市场竞争加剧的风险；加盟商管理不当影响公司经营效益和品牌形象的风险；销售区域较为集中的风险；募投项目收益不及预期的风险；需求恢复不及预期的风险；食品安全相关风险；加盟门店开店速度不及预期的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,630	1,671	1,823	2,015	2,236
YoY(%)	6.9	2.5	9.1	10.5	11.0
净利润(百万元)	214	277	268	293	315
YoY(%)	-3.9	29.4	-3.3	9.5	7.4
毛利率(%)	26.3	26.7	26.6	26.5	26.3
EPS(摊薄/元)	0.86	1.12	1.08	1.18	1.27
ROE(%)	9.7	12.3	10.6	10.6	10.3
P/E(倍)	21.2	16.4	16.9	15.5	14.4
P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
净利率(%)	13.1	16.5	14.7	14.5	14.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1278	1267	1437	1715	2094
现金	1100	894	1047	1310	1652
应收票据及应收账款	89	100	102	123	126
预付账款	5	9	6	11	8
存货	70	69	92	81	114
其他流动资产	15	196	190	191	194
非流动资产	1503	1586	1697	1723	1690
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	494	477	550	605	624
无形资产	124	130	144	158	164
其他非流动资产	885	979	1004	960	901
资产总计	2781	2853	3134	3439	3784
流动负债	442	461	471	529	580
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	148	184	191	217	241
其他流动负债	294	277	280	312	339
非流动负债	**129**	**111**	**111**	**111**	**111**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	129	111	111	111	111
负债合计	570	572	582	640	691
少数股东权益	8	16	19	23	27
股本	250	248	248	248	248
资本公积	801	776	776	776	776
留存收益	1183	1361	1569	1831	2093
归属母公司股东权益	2202	2265	2533	2776	3066
负债和股东权益	2781	2853	3134	3439	3784

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	244	217	224	293	291
净利润	215	280	271	297	319
折旧摊销	53	57	53	63	71
财务费用	-37	-31	-31	-29	-31
投资损失	-4	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	17	-5	4	43	15
其他经营现金流	0	-81	-71	-77	-80
投资活动现金流	115	-153	-91	-9	45
筹资活动现金流	-111	-270	20	-20	6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.12	1.08	1.18	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	0.88	0.90	1.18	1.17
每股净资产(最新摊薄)	8.88	9.13	10.21	11.19	12.36

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1630	1671	1823	2015	2236
营业成本	1201	1225	1338	1481	1647
营业税金及附加	12	13	14	15	17
营业费用	92	72	95	102	109
管理费用	119	124	133	148	164
研发费用	12	12	13	15	16
财务费用	-37	-31	-31	-29	-31
资产减值损失	-0	-1	-1	-2	-2
公允价值变动收益	14	91	69	77	80
投资净收益	4	3	3	3	3
营业利润	252	353	336	367	400
营业外收入	35	17	24	25	22
营业外支出	5	3	4	4	4
利润总额	282	366	355	388	417
所得税	67	86	85	92	99
税后利润	215	280	271	297	319
少数股东损益	2	3	3	4	4
归属母公司净利润	214	277	268	293	315
EBITDA	302	397	380	416	444

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	6.9	2.5	9.1	10.5	11.0
营业利润(%)	-9.8	39.8	-4.7	9.2	8.9
归属于母公司净利润(%)	-3.9	29.4	-3.3	9.5	7.4
获利能力					
毛利率(%)	26.3	26.7	26.6	26.5	26.3
净利率(%)	13.1	16.5	14.7	14.5	14.1
ROE(%)	9.7	12.3	10.6	10.6	10.3
ROIC(%)	8.4	11.1	9.6	9.5	9.1
偿债能力					
资产负债率(%)	20.5	20.0	18.6	18.6	18.3
流动比率	2.9	2.7	3.1	3.2	3.6
速动比率	2.7	2.5	2.8	3.0	3.4
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	18.4	17.8	18.1	17.9	18.0
应付账款周转率	6.9	7.4	7.1	7.3	7.2
估值比率					
P/E	21.2	16.4	16.9	15.5	14.4
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.6	9.0	8.9	7.5	6.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层