

巴比食品（605338.SH）

优于大市

第二季度收入同比增长 13.5%，提效拓量成果显著

核心观点

巴比食品 2025 年上半年实现营业总收入 8.35 亿元，同比增长 9.31%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比增长 18.08%；实现扣非归母净利润 1.01 亿元，同比增长 15.29%；2025 年第二季度实现营业总收入 4.65 亿元，同比增长 13.50%；实现归母净利润 0.94 亿元，同比增长 31.42%；实现扣非归母净利润 0.62 亿元，同比增长 24.28%。

单店表现企稳回升，非门店渠道多点突破。2025 年第二季度公司特许加盟/直营门店/团餐渠道收入同比+10.5%/+14.1%/+26.2%，截至 6 月 30 日共 5685 家门店。虽然闭店率短期较高，但是公司采取加盟商扶持应对。通过门店分级改造、外卖统管等工作，公司单店表现企稳回升。在组织架构调整基础上，大客户与零售实现突破，2025 年第二季度收入同比+26.2%，大客户渠道布局更加清晰，零售业务盒马/小象超市等渠道同比增幅明显。

盈利能力修复，凸显供应链韧性。2025 年第二季度公司毛利率同比提升 1.9pcts 至 28.2%，公司实施了优化供应链、加强成本控制等各项措施，例如攻克冷冻面皮连续流生产关键技术瓶颈，大幅实现产线降本。2025 年第二季度售/管理费用率同比-0.6/+0.1pct 至 3.9%/6.9%，毛销差同比提升 2.4pct。扣非归母净利率同比提升 1.2pct 至 13.4%，公司经营逐步改善。

巩固基本盘，外延并购有序推进。公司加盟堂食店型 7 月上线，新增小笼、馄饨等品类，提升店面烟火氛围，有望帮助公司进一步提升单店效益。公司 2024 年底启动南京“青露”和江西“浔味来”“浔早”并购项目，2025 年第二季度青露并表，营业收入约 2557 万元。此外，公司已于 7 月完成浙江知名包点连锁“馒头乡”旗下约 250 家门店供应链切换，后续将有序推进股权收购，助力公司实现华东市场渗透的加速突破。

风险提示：新店型效益不佳，门店扩张不及预期，行业竞争加剧等。

投资建议：由于公司单店收入企稳回升，叠加并购有序落地，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 18.7/20.9/22.7 亿元（前预测值为 18.3/19.9/21.5 亿元），同比 12.1%/11.5%/8.9%；2025-2027 年公司实现归母净利润 3.0/3.3/3.6 亿元（前预测值为 2.5/2.7/3.0 亿元），同比 7.2%/13.0%/8.5%；实现 EPS1.18/1.34/1.45 元；当前股价对应 PE 分别为 18.9/16.7/15.4 倍。若给予公司 2025 年 20-22 倍 PE，对应合理股价区间为 23.70-26.07 元，对应市值区间为 59-65 亿元，较当前有 10.7%-21.8% 溢价空间。上调公司评级为“优于大市”。

公司研究·财报点评

食品饮料·食品加工

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

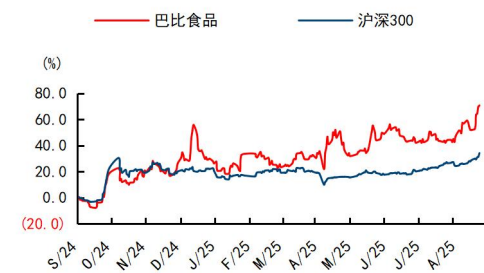
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(上调)
合理估值	23.70 - 26.07 元
收盘价	22.35 元
总市值/流通市值	5354/5354 百万元
52 周最高价/最低价	24.00/12.45 元
近 3 个月日均成交额	73.58 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《巴比食品（605338.SH）-2025 年第一季度收入同比增长 4%，公司经营状况企稳》——2025-04-28
《巴比食品（605338.SH）-分红率提升至 69%回馈股东，并购青露加强供应链整合》——2025-03-29
《巴比食品（605338.SH）-第二季度收入同比减少 1.93%，单店经营承压》——2024-08-31
《巴比食品（605338.SH）-连锁早餐领军企业，团餐业务积极拓展》——2024-06-03

盈利预测和财务指标

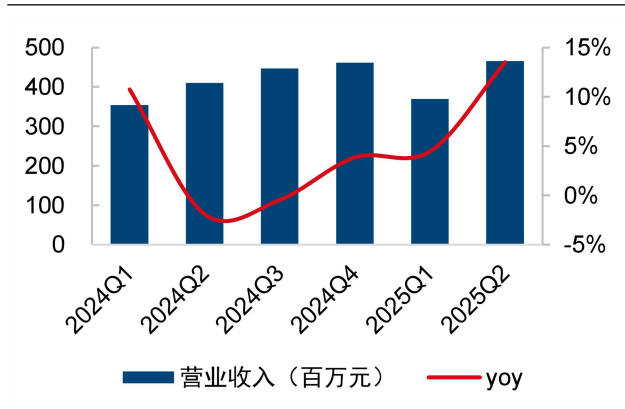
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,630	1,671	1,874	2,090	2,275
(+/-%)	6.9%	2.5%	12.1%	11.5%	8.9%
净利润(百万元)	214	277	296	335	363
(+/-%)	-3.9%	29.4%	7.2%	13.0%	8.5%
每股收益(元)	0.85	1.12	1.18	1.34	1.45
EBIT Margin	11.9%	13.5%	14.6%	15.3%	15.7%
净资产收益率 (ROE)	9.7%	12.2%	12.1%	12.5%	12.5%
市盈率 (PE)	26.2	20.0	18.9	16.7	15.4
EV/EBITDA	25.4	22.1	19.2	15.4	13.7
市净率 (PB)	2.54	2.45	2.28	2.09	1.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

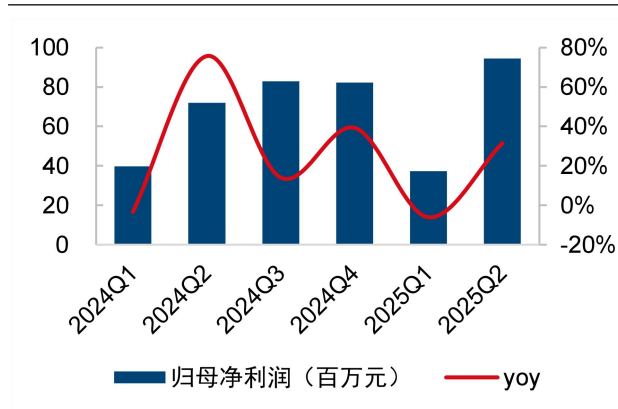
巴比食品 2025 年上半年实现营业总收入 8.35 亿元，同比增长 9.31%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比增长 18.08%；实现扣非归母净利润 1.01 亿元，同比增长 15.29%；2025 年第二季度实现营业总收入 4.65 亿元，同比增长 13.50%；实现归母净利润 0.94 亿元，同比增长 31.42%；实现扣非归母净利润 0.62 亿元，同比增长 24.28%。

图1：公司单季度收入变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润变化

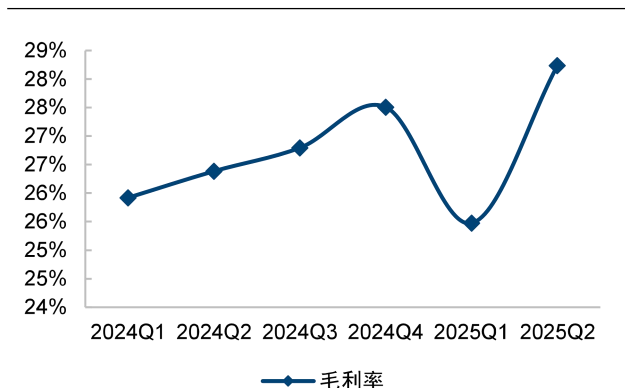


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

单店表现企稳回升，非门店渠道多点突破。2025 年第二季度公司特许加盟/直营门店/团餐渠道收入同比+10.5%/+14.1%/+26.2%，截至 6 月 30 日共 5685 家门店。虽然闭店率短期较高，但是公司采取加盟商扶持应对。通过门店分级改造、外卖统管等工作，公司单店表现企稳回升。在组织架构调整基础上，大客户与零售实现突破，2025 年第二季度收入同比+26.2%，大客户渠道布局更加清晰，零售业务盒马/小象超市等渠道同比增幅明显。

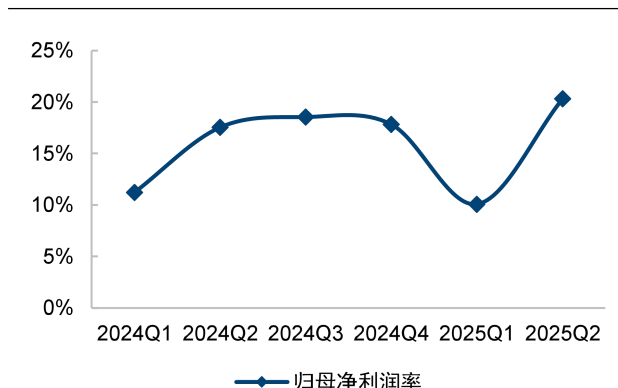
盈利能力修复，凸显供应链韧性。2025 年第二季度公司毛利率同比提升 1.9pcts 至 28.2%，公司实施了优化供应链、加强成本控制等各项措施，例如攻克冷冻面皮连续流生产关键技术瓶颈，大幅实现产线降本。2025 年第二季度售/管理费用率同比-0.6/+0.1pct 至 3.9%/6.9%，毛销差同比提升 2.4pct。扣非归母净利率同比提升 1.2pct 至 13.4%，公司经营逐步改善。

图3：公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

巩固基本盘，外延并购有序推进。公司加盟堂食店型 7 月上线，新增小笼、馄饨

等品类，提升店面烟火氛围，有望帮助公司进一步提升单店效益。公司 2024 年底启动南京“青露”和江西“浔味来”“浔早”并购项目，2025 年第二季度青露并表，营业收入约 2557 万元。此外，公司已于 7 月完成浙江知名包点连锁“馒头人”旗下约 250 家门店供应链切换，后续将有序推进股权收购，助力公司实现华东市场渗透的加速突破。

投资建议：由于公司单店收入企稳回升，叠加并购有序落地，我们上调盈利预测。由于并购有序落地，叠加单店逐渐恢复，预计 2025-2027 年特许加盟门店收入 13.9/15.7/17.3 亿元，同比增长 11.5%/13.3%/10.0%，毛利率 28.8%/28.8%/29.5%；直营门店收入 0.2/0.2/0.2 亿元，同比增长持平，毛利率维持于 54.7%；受益于零售与大客户业务组织赋能，预计团餐业务收入 3.5/3.8/4.0 亿元，同比增长 15.0%/7.0%/6.0%，毛利率维持于 19.8%。综上，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 18.7/20.9/22.7 亿元(前预测值为 18.3/19.9/21.5 亿元)，同比 12.1%/11.5%/8.9%；2025-2027 年公司实现归母净利润 3.0/3.3/3.6 亿元(前预测值为 2.5/2.7/3.0 亿元)，同比 7.2%/13.0%/8.5%；实现 EPS1.18/1.34/1.45 元；当前股价对应 PE 分别为 18.9/16.7/15.4 倍。

表 1：巴比食品盈利预测拆分

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,525	1,630	1,671	1,874	2,090	2,275
yoy	10.9%	6.9%	2.5%	12.1%	11.5%	8.9%
毛利率	27.7%	26.3%	26.7%	27.0%	27.1%	27.4%
特许加盟门店						
收入	1,138	1,252	1,246	1,389	1,574	1,731
yoy	1.5%	9.9%	-0.4%	11.5%	13.3%	10.0%
毛利率	27.0%	27.0%	28.3%	28.8%	28.8%	29.2%
直营门店						
收入	33	27	21	21	21	21
yoy	27.8%	-16.6%	-22.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	62.8%	59.9%	54.7%	54.7%	54.7%	54.7%
团餐业务						
收入	244	261	306	352	377	399
yoy	41.4%	6.8%	17.2%	15.0%	7.0%	6.0%
毛利率	26.3%	20.8%	19.5%	19.8%	19.8%	19.8%
其他主营业务						
收入	15	15	15	16	16	16
yoy	53.1%	-0.8%	5.2%	5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	30.7%	27.5%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

表 2：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1828	1986	2145	1874	2090	2275	46	104	130
收入同比增速%	9.37%	8.63%	8.00%	12.14%	11.49%	8.86%	2.77%	2.86%	0.86%
毛利率%	26.70%	26.80%	27.00%	27.0%	27.1%	27.4%	0.32%	0.32%	0.41%
销售费用率%	4.24%	4.19%	4.14%	3.74%	3.56%	3.51%	-0.50%	-0.63%	-0.63%
净利率%	13.83%	13.75%	13.77%	15.81%	16.03%	15.97%	1.98%	2.28%	2.20%
归母净利润（百万元）	253	273	295	296	335	363	43	62	68
归母净利润同比增速%	-8.61%	8.04%	8.11%	7.17%	13.01%	8.47%	15.78%	4.97%	0.36%
EPS（元）	1.01	1.09	1.18	1.18	1.34	1.45	0.17	0.25	0.27

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

我们选取业务模式与巴比食品相近的上市公司作为可比对象，包括安井食品、三全食品 and 千味央厨。安井食品有成熟的速冻食品供应链体系，涵盖规模化生产能力、全国化仓储布局与高效冷链配送系统；三全食品在零售终端冷冻食品领域的品牌影响力和渠道控制力。千味央厨专注于餐饮供应链服务，拥有面向 B 端客户的产品定制能力和渠道复用模式。

中国早餐及中式面点行业的核心驱动力来自于外食早餐消费习惯固化与标准化生产替代手工制作的趋势。巴比食品依托“中央工厂+加盟店”模式，通过高度标准化的产品体系和集约化生产控制成本，并借助加盟网络以及外延并购实现区域密集扩张和品牌下沉。公司持续推动产品多元化与场景延伸，积极拓展团餐、大客户及零售等 B 端渠道，叠加并购项目有序落地，高效的供应链协同与持续的外延能力支撑其跨区域成长和盈利提升。基于当前业务进展与行业成长性，我们预测公司 2025 - 2027 年 EPS1.18/1.34/1.45 元。若给予公司 2025 年 20 - 22 倍 PE，对应合理股价区间为 23.70-26.07 元，对应市值区间为 59 - 65 亿元，较当前有 10.7%-21.8%溢价空间。因此，我们上调公司评级为“优于大市”。

表3：可比公司估值表（2025 年 8 月 22 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
605338.SH	巴比食品	18.04	22.35	1.18	1.34	18.9	16.7	54	优于大市
001215.SZ	千味央厨	41.90	30.43	1.02	1.16	29.8	26.3	30	优于大市
603345.SH	安井食品	17.35	75.03	4.82	5.33	15.6	14.1	250	优于大市
002216.SZ	三全食品	19.56	11.59	0.64	0.69	18.2	16.8	102	中性

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：除巴比食品外均为 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1100	894	1200	1000	1059	营业收入	1630	1671	1874	2090	2275
应收款项	93	104	116	130	141	营业成本	1201	1225	1368	1523	1651
存货净额	70	69	76	84	91	营业税金及附加	12	13	15	16	18
其他流动资产	15	29	32	36	39	销售费用	92	72	70	74	80
流动资产合计	1278	1267	1597	1422	1502	管理费用	119	124	138	146	157
固定资产	610	739	943	1126	1294	研发费用	12	12	11	10	11
无形资产及其他	124	130	124	119	114	财务费用	(37)	(31)	(27)	(28)	(30)
投资性房地产	769	717	717	717	717	投资收益	4	3	4	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	14	91	65	65	65
资产总计	2781	2853	3381	3384	3627	其他收入	(10)	(11)	(7)	(7)	(8)
短期借款及交易性金融负债	12	11	300	35	0	营业利润	252	353	371	419	460
应付款项	148	184	204	225	243	营业外净收支	30	14	18	20	17
其他流动负债	282	266	293	322	347	利润总额	282	366	389	440	477
流动负债合计	442	461	797	582	589	所得税费用	67	86	89	101	109
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	3	4	4	4
其他长期负债	129	111	111	111	111	归属于母公司净利润	214	277	296	335	363
长期负债合计	129	111	111	111	111	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	570	572	908	693	700	净利润	214	277	296	335	363
少数股东权益	8	16	18	21	24	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2202	2265	2456	2670	2903	折旧摊销	48	50	66	87	102
负债和股东权益总计	2781	2853	3381	3384	3627	公允价值变动损失	(14)	(91)	(65)	(65)	(65)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(37)	(31)	(27)	(28)	(30)
每股收益	0.85	1.12	1.18	1.34	1.45	营运资本变动	33	31	24	25	22
每股红利	0.33	0.40	0.42	0.48	0.52	其它	1	2	2	3	3
每股净资产	8.81	9.13	9.82	10.68	11.61	经营活动现金流	281	269	324	384	425
ROIC	8.64%	9.19%	10%	11%	12%	资本开支	0	(267)	(200)	(200)	(200)
ROE	9.70%	12.21%	12%	13%	13%	其它投资现金流	193	(172)	0	0	0
毛利率	26%	27%	27%	27%	27%	投资活动现金流	193	(439)	(200)	(200)	(200)
EBIT Margin	12%	14%	15%	15%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	17%	18%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	7%	3%	12%	11%	9%	支付股利、利息	(82)	(99)	(106)	(120)	(130)
净利润增长率	-4%	29%	7%	13%	8%	其它融资现金流	(63)	163	288	(264)	(35)
资产负债率	21%	21%	27%	21%	20%	融资活动现金流	(226)	(36)	182	(384)	(166)
股息率	1.5%	1.8%	1.9%	2.2%	2.4%	现金净变动	249	(206)	306	(200)	59
P/E	26.2	20.0	18.9	16.7	15.4	货币资金的期初余额	851	1100	894	1200	1000
P/B	2.5	2.4	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	1100	894	1200	1000	1059
EV/EBITDA	25.4	22.1	19.2	15.4	13.7	企业自由现金流	230	(13)	100	159	200
						权益自由现金流	196	174	409	(84)	188

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032