

## 多元增长，再造一个巴比

买入(维持)

| 盈利预测与估值       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)    | 1,630  | 1,671  | 1,912  | 2,154  | 2,569  |
| 同比(%)         | 6.89   | 2.53   | 14.39  | 12.64  | 19.29  |
| 归母净利润(百万元)    | 213.72 | 276.59 | 288.86 | 327.04 | 398.76 |
| 同比(%)         | (4.04) | 29.42  | 4.44   | 13.22  | 21.93  |
| EPS-最新摊薄(元/股) | 0.89   | 1.15   | 1.21   | 1.37   | 1.66   |
| P/E(现价&最新摊薄)  | 32.81  | 25.35  | 24.28  | 21.44  | 17.58  |

## 投资要点

- 手工小笼包新店型表现亮眼，加盟热度持续攀升。**小笼包堂食与外带两类新店型经市场验证成效显著，有望成为业绩增长新引擎。堂食店方面，首批10家试点店中4家达成常态日销万元，其余6家日销稳定在大几千元，较改造前多数门店的日销实现翻倍。外带店以静安新城二店为代表，开业后日销亦有接近翻倍增长。我们总结，小笼包是经过验证的大单品，具备消费流量，且客单价、毛利率更高；再结合门店装修设计升级，搭配烟火气的布局改造，使得门店实现产品结构升级。目前加盟商参与意愿强烈，上海、江浙等5大区域累计数十家报名，公司通过打造爆店样本、数字化宣传、经营小组赋能等方式强化支撑，为新店型规模化扩张筑牢基础。
- 供应链与管理沉淀构筑壁垒，竞争优势凸显。**新店型的成功，一端是合理价格定位和场景定位，另一侧是公司多年深耕积累的核心壁垒。供应链端，多年研发的冷冻生胚技术今年实现重大突破，解决保汤口感难题，可供应多品类差异化面皮，支撑鲜肉大包、小笼包、煎包等组合运营，而竞品小门店因供应链短板，仅能单一品类售卖。管理端，搭建标准化运营体系，通过图文、视频等数字化方式高效传递总部理念，降低信息折损；依托6000家门店规模，积累了高信任度、强配合度的优质加盟商群体。
- 传统门店触底回升，并购扩张提速。**传统门店经营态势持续改善，单店修复与并购扩张双轮驱动发展。2024Q4公司单店营收下滑幅度收窄，2025Q2实现转正，2025Q3加速改善；目前单店营收已经走出明确向上趋势。闭店情况亦持续优化，华东闭店率全年稳步改善，外区虽略有滞后但2025Q3已基本完成出清。并购端进展加速，各区域100-200家门店规模的潜在标的充足，今年以来已经落地3个并购项目，整合效率突出；2025年净开店速度超2024年，内生增长与外延并购协同，为中期万店目标奠定基础。
- 盈利预测与投资评级：**公司传统门店触底向上，通过并购加码，为中期万店目标助力，同时小笼包新店型经市场验证成效显著可展开招商，三个方向可共享供应链，实现协同发展，释放规模效应；当前新店型的增量前景还未在市值中充分体现。我们继续重点推荐公司，基本维持2025-2026年盈利预测，上调2027年盈利预测，我们认为2026年是新店型夯实基础的一年，2027年有望加速。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为2.9/3.3/4.0亿元（此前为2.9/3.3/3.6亿元），同比+4%/+13%/+22%，对应PE为24/21/18X。维持“买入”评级。
- 风险提示：**食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

2025年12月23日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

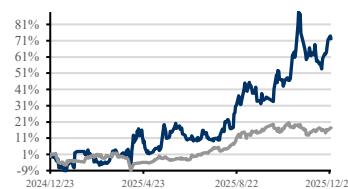
证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

## 股价走势

——巴比食品 —— 沪深300



## 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 29.27       |
| 一年最低/最高价    | 15.82/33.50 |
| 市净率(倍)      | 3.09        |
| 流通A股市值(百万元) | 7,012.12    |
| 总市值(百万元)    | 7,012.12    |

## 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 9.46   |
| 资产负债率(% ,LF) | 19.34  |
| 总股本(百万股)     | 239.57 |
| 流通A股(百万股)    | 239.57 |

## 相关研究

《巴比食品(605338): 2025年三季报点评: Q3收入端继续加速, 扣非净利润持续提升》

2025-10-30

《巴比食品(605338): 2025年中报点评: Q2加速改善, 向上趋势明确》

2025-08-22

## 小笼包新店型调研反馈积极，加盟商意愿充足

小笼包两类新店型均实现业绩显著提升，调研数据充分验证模式可行性。堂食小笼包店方面，首批 10 家试点店中 4 家达成常态日销万元，其余 6 家日销稳定在大几千元，相较于改造前多数门店的日销水平实现翻倍增长。小笼包外带店表现同样亮眼，静安新城二店开业后日销亦有接近翻倍增长。我们总结，小笼包是经过验证的大单品，具备消费流量，且客单价、毛利率更高；再结合门店装修设计升级，搭配烟火气的布局改造，使得门店实现产品结构升级。

加盟商参与热情高涨，上海、浙江、江苏等 5 个大区累计数十家加盟商报名，公司通过打造爆店样本、组织交流学习、视频账号宣传等方式强化赋能，进一步激发加盟意愿，为新店型扩张奠定基础。

## 十年磨一剑，供应链和管理为核心壁垒

新店型的成功落地源于公司多年沉淀的供应链与管理优势，形成难以复制的竞争壁垒。供应链端，公司深耕冷冻生胚技术多年，今年实现重大突破，解决了保汤口感难题，且能提供大包子、小笼包、煎包等多品类差异化面皮供应，而竞品小门店因缺乏该供应链支撑，难以实现多品类组合运营。管理端，公司搭建了成熟的标准化体系，成立经营小组负责门店开业与运营沉淀，通过图文、视频等数字化方式高效传递总部理念，相较于传统层层传达模式大幅降低信息折损；同时建立加盟商筛选与赋能机制，依托全国 6000 家门店的规模基础，积累了一批信任度高、配合度强的优质加盟商群体。

竞争对手虽有品牌跟风推出小笼包店型，但多局限于单一品类售卖，且缺乏供应链与标准化管理支撑，难以形成有效竞争；且竞品仅在局部区域布局，在全国化运营与多品类协同能力上差距明显，公司凭借长期沉淀的硬实力构建了坚实护城河。

## 传统门店触底回升，并购进度加快

传统门店经营态势持续改善，单店表现逐步修复。2024Q4 公司单店营收下滑幅度收窄，2025Q2 实现转正，2025Q3 加速改善；目前单店营收已经走出明确向上趋势。闭店情况亦持续优化，华东闭店率全年稳步改善，外区虽略有滞后但 2025Q3 已基本完成出清，闭店原因主要集中在租约变化与盈利未达预期，公司通过法务介入谈租约、针对性帮扶等措施降低闭店风险。

并购扩张步入快车道，成为规模增长的重要助力。公司明确以并购整合区域性品牌为重要方向，目前各区域拥有 100-200 家门店的潜在标的充足，今年年内已落地青露、浔味来+浔早、慢乡人三个并购项目，整合效率凸显；叠加加盟商开店积极性提升，2025 年净开店速度已超过 2024 年，内生增长与外延并购双轮驱动格局成型。

## 盈利预测与投资建议

公司传统门店触底向上，通过并购加码，为中期万店目标助力，同时小笼包新店型经市场验证成效显著可展开招商，三个方向可共享供应链，实现协同发展，释放规模效应；当前新店型的增量前景还未在市值中充分体现。我们继续重点推荐公司，基本维持2025-2026年盈利预测，上调2027年盈利预测，我们认为2026年是新店型夯实基础的一年，2027年有望加速。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为2.9/3.3/4.0亿元（此前为2.9/3.3/3.6亿元），同比+4%/+13%/+22%，对应PE为24/21/18X。维持“买入”评级。

## 风险提示

**食品安全问题：**若发生食品安全问题，将会给公司声誉带来十分恶劣的影响，进而严重影响公司的生产经营活动。

**原材料价格波动风险：**公司的核心原材料包括猪肉、面粉、油脂等，尤其猪肉和油脂价格存在周期性波动，可能导致公司的盈利水平存在波动。

**行业竞争加剧：**小笼包新店型效果显著，市场可能存在跟进者，长期来看公司供应链能力具备壁垒，但短期会使得市场竞争态势加剧。

## 巴比食品三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表(百万元)        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>1,267</b> | <b>1,183</b> | <b>1,328</b> | <b>1,535</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1,671</b> | <b>1,912</b> | <b>2,154</b> | <b>2,569</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,066        | 966          | 1,087        | 1,252        | 营业成本(含金融类)      | 1,225        | 1,336        | 1,497        | 1,766        |
| 经营性应收款项          | 108          | 110          | 124          | 148          | 税金及附加           | 13           | 13           | 15           | 18           |
| 存货               | 69           | 82           | 91           | 108          | 销售费用            | 72           | 82           | 90           | 105          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 124          | 140          | 155          | 182          |
| 其他流动资产           | 24           | 25           | 26           | 27           | 研发费用            | 12           | 10           | 11           | 0            |
| <b>非流动资产</b>     | <b>1,586</b> | <b>1,690</b> | <b>1,700</b> | <b>1,701</b> | <b>财务费用</b>     | <b>(31)</b>  | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 加:其他收益          | 4            | 4            | 4            | 5            |
| 固定资产及使用权资产       | 531          | 550          | 559          | 560          | 投资净收益           | 3            | 4            | 4            | 5            |
| 在建工程             | 262          | 301          | 292          | 284          | 公允价值变动          | 91           | 30           | 25           | 0            |
| 无形资产             | 130          | 134          | 139          | 143          | 减值损失            | (1)          | 0            | 0            | 0            |
| 商誉               | 30           | 35           | 40           | 45           | 资产处置收益          | (2)          | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 27           | 27           | 27           | 27           | <b>营业利润</b>     | <b>353</b>   | <b>369</b>   | <b>419</b>   | <b>508</b>   |
| 其他非流动资产          | 606          | 643          | 643          | 643          | 营业外净收支          | 14           | 10           | 10           | 10           |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,853</b> | <b>2,873</b> | <b>3,028</b> | <b>3,237</b> | <b>利润总额</b>     | <b>366</b>   | <b>379</b>   | <b>429</b>   | <b>518</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>461</b>   | <b>432</b>   | <b>484</b>   | <b>570</b>   | 减:所得税           | 86           | 87           | 99           | 119          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 11           | 9            | 9            | 9            | <b>净利润</b>      | <b>280</b>   | <b>292</b>   | <b>330</b>   | <b>399</b>   |
| 经营性应付款项          | 184          | 167          | 187          | 221          | 减:少数股东损益        | 3            | 3            | 3            | 0            |
| 合同负债             | 9            | 8            | 9            | 10           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>277</b>   | <b>289</b>   | <b>327</b>   | <b>399</b>   |
| 其他流动负债           | 257          | 249          | 279          | 330          |                 |              |              |              |              |
| 非流动负债            | 111          | 76           | 76           | 76           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.15         | 1.21         | 1.37         | 1.66         |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBIT            | 229          | 379          | 429          | 518          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 300          | 421          | 479          | 576          |
| 租赁负债             | 46           | 46           | 46           | 46           |                 |              |              |              |              |
| 其他非流动负债          | 65           | 30           | 30           | 30           |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>572</b>   | <b>509</b>   | <b>560</b>   | <b>646</b>   | 毛利率(%)          | 26.71        | 30.12        | 30.49        | 31.26        |
| 归属母公司股东权益        | 2,265        | 2,346        | 2,446        | 2,569        | 归母净利率(%)        | 16.55        | 15.11        | 15.19        | 15.52        |
| 少数股东权益           | 16           | 19           | 22           | 22           |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>2,281</b> | <b>2,365</b> | <b>2,468</b> | <b>2,591</b> | 收入增长率(%)        | 2.53         | 14.39        | 12.64        | 19.29        |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>2,853</b> | <b>2,873</b> | <b>3,028</b> | <b>3,237</b> | 归母净利润增长率(%)     | 29.42        | 4.44         | 13.22        | 21.93        |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 重要财务与估值指标      | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 217   | 216   | 368   | 486   | 每股净资产(元)       | 9.13  | 9.79  | 10.21 | 10.72 |
| 投资活动现金流    | (153) | (134) | (45)  | (45)  | 最新发行在外股份(百万股)  | 240   | 240   | 240   | 240   |
| 筹资活动现金流    | (270) | (213) | (227) | (276) | ROIC(%)        | 7.60  | 12.26 | 13.37 | 15.43 |
| 现金净增加额     | (206) | (130) | 96    | 165   | ROE-摊薄(%)      | 12.21 | 12.31 | 13.37 | 15.52 |
| 折旧和摊销      | 71    | 42    | 50    | 58    | 资产负债率(%)       | 20.04 | 17.70 | 18.49 | 19.96 |
| 资本开支       | (201) | (100) | (50)  | (50)  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 25.35 | 24.28 | 21.44 | 17.58 |
| 营运资本变动     | 7     | (42)  | 27    | 45    | P/B(现价)        | 3.20  | 2.99  | 2.87  | 2.73  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

### 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

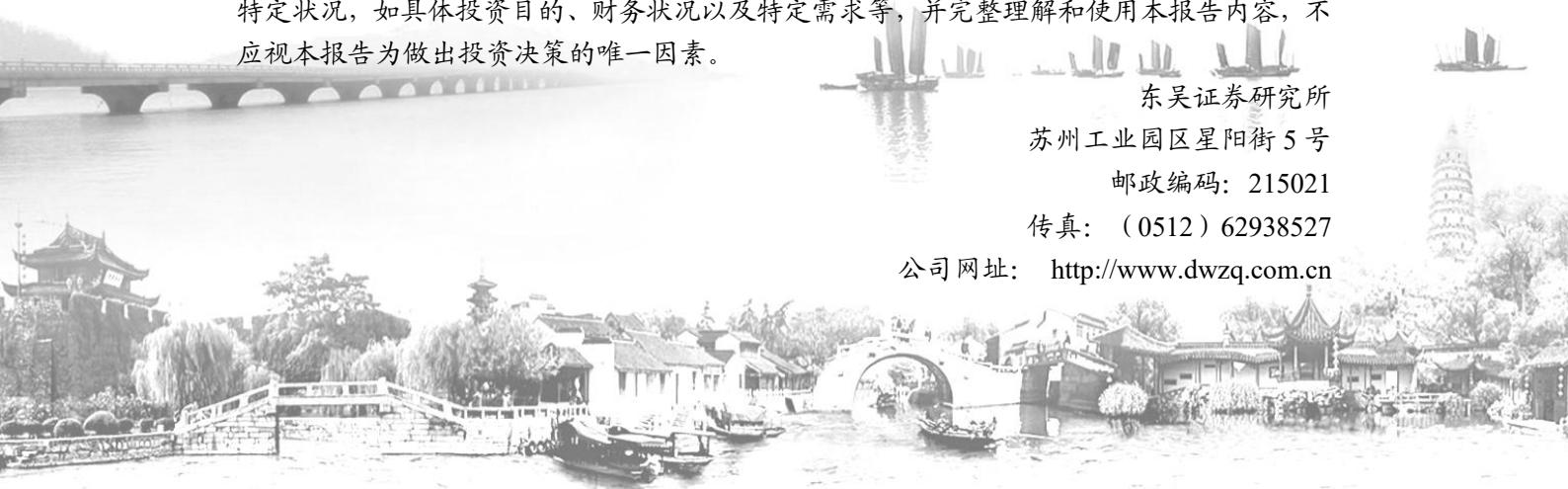
#### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

#### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>