

2026 年 01 月 15 日

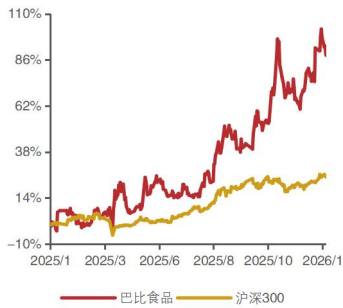
投资评级： 买入（首次）

#### 证券分析师

张东雪  
SAC: S1350525060001  
zhangdongxue@huayuanstock.com  
周翔  
SAC: S1350525070003  
zhouxiang@huayuanstock.com

#### 联系人

#### 市场表现：



基本数据	2026 年 01 月 14 日
收盘价（元）	30.71
一年内最高/最低（元）	33.50/16.47
总市值（百万元）	7,357.09
流通市值（百万元）	7,357.09
总股本（百万股）	239.57
资产负债率（%）	19.34
每股净资产（元/股）	9.46

资料来源：聚源数据

## 巴比食品 (605338. SH)

### ——连锁包点龙头再启航，新店型培育新曲线

#### 投资要点：

- **经营复盘，公司系连锁早餐包点的领军品牌。**“巴比馒头”2003 年诞生，公司专门从事包子、馒头等中式面点食品的研发、生产和销售，是一家“连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅”的中式面点制造企业；公司产品覆盖自产面点、自产馅料及外采食品三大系列，同时整合加盟、直营与团餐新零售等多元渠道；门店总数从 2016 年的 2074 家稳步扩张至 2025H1 的 5685 家。
- **我国早餐刚需特征强，中式包点等早餐品类市场容量大。**根据英敏特数据，2019 年中国早餐市场规模达 1.75 万亿，2015–2019 年 CAGR 约 7%，其中外食早餐市场约 7000–8000 亿元，外食占比约 45%。品类端，中式包点占比最大，约 39.3%；根据红餐大数据，2024 年全国包点市场规模为 704 亿元，预计 2025 年同增 5.1%至 740 亿元。预计我国现存包点门店数在 15 万家以上，且主要分布在华东区域。
- **行业竞争格局分散，整合空间广阔。**国内早餐地域化属性突出，各地区口味差异较大，导致品类受限、口味单一的区域品牌难以省外扩张；同时，行业进入门槛低、单一门店天花板低、门店对包点师傅依赖高、“赚辛苦钱”等因素导致行业以 100 家以下的品牌为主、加盟商带店率低，竞争格局分散。根据红餐网数据，2022 年包点 CR5 达 5.1%；其中，巴比规模最大，综合优势突出，未来整合空间广阔。
- **内生、外延双轮驱动全国化扩张，团餐稳健增长，同时新店型培育新曲线。**对比其他万店业态（茶饮、卤味、火锅超市、量贩等），现制包点行业由于各地口味差异大、单店销售天花板不高等原因，全国化发展缓慢；对此，公司内生开店+外延并购双轮驱动扩张，稳步推进全国化开店。同时，公司推出新堂食店，切入小吃快餐赛道，打开成长新曲线；对标相似价格带的区域小吃快餐业态超意兴，我们预计华东和华中区域堂食店开店空间 1437–2416 家。此外，我国团餐市场规模大，公司积极开拓新零售渠道，未来团餐业务有望稳健增长。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 2.84/3.20/3.57 亿元，同比分别为+2.8%/+12.7%/+11.6%，当前股价对应的 PE 分别为 26/23/21 倍。我们选取的可比公司千味央厨、煌上煌、ST 绝味 25 年平均 PE 值 50 倍，鉴于公司内生扩张+外延整合双轮驱动，新堂食店培育新曲线，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险**

#### 盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,630	1,671	1,900	2,139	2,380
同比增长率（%）	6.89%	2.53%	13.69%	12.57%	11.28%
归母净利润（百万元）	214	277	284	320	357
同比增长率（%）	-4.04%	29.42%	2.79%	12.66%	11.57%
每股收益（元/股）	0.89	1.15	1.19	1.34	1.49
ROE（%）	9.70%	12.21%	11.95%	12.74%	13.38%
市盈率（P/E）	34.42	26.60	25.88	22.97	20.59

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年营业收入分别为 19/21.39/23.80 亿元，分别同比 +13.7%/+12.6%/+11.3%。利润端，伴随公司全国化开店有序推进、规模效应与产能利用率提升，我们预计公司毛利率与费用率有望持续优化，盈利能力或稳步提升，预计 2025–2027 年公司归母净利润分别为 2.84/3.20/3.57 亿元，同比增速分别为 +2.8%/+12.7%/+11.6%，考虑到公司内生扩张+外延整合双轮驱动加盟收入增长，同时团餐渠道稳健增长，未来新堂食店或打开成长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设

1) 公司通过内生开店、外延并购等举措，稳步全国化连锁扩张，同时新堂食店切入小吃餐饮赛道，打开新成长曲线，未来特许加盟销售有望保持快增；我们预计 2025–2027 年特许加盟营收分别为 14.2/15.9/17.5 亿元，同比增速分别为 13.7%/12.0%/10.3%，营收占比分别为 74.6%/74.2%/73.5%，其中加盟门店数量分别为 5853/6343/6853 家；2) 团餐市场容量大且增长稳健，同时公司积极发力新零售渠道，预计 2025–2027 年团餐渠道营收分别为 4.4/5/5.8 亿元，同比增速分别为 15%/15%/15%，营收占比分别为 23%/23.5%/24.3%。

### 投资逻辑要点

公司内生扩张+外延整合双轮驱动增长，其中全国百店连锁早餐品牌较多，公司积极接洽、未来整合空间大；新堂食店定位 10–15 元客单价，符合当下高性价比的餐饮消费趋势，而且对比其他万店连锁业态，单店模型较优，未来放开招商有望进一步打开公司成长空间，收入提速可期；另外，公司积极开拓新零售客户，预计团餐渠道保持稳健增长。

### 核心风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

## 内容目录

1. 经营复盘：连锁早餐包点的领军品牌 .....	5
2. 早餐行业：市场容量大，整合空间亦大 .....	7
2.1. 早餐刚需特征强、市场容量大，现制餐饮门店更受欢迎 .....	7
2.2. 早餐市场地域化明显，行业整合空间大 .....	8
3. 内生外延双轮驱动，多渠道增长抓手 .....	10
3.1. 内生+外延驱动全国开店拓展，新堂食店打开成长空间 .....	10
3.2. 团餐业务稳健增长，产能利用率提升 .....	12
4. 盈利预测与评级 .....	12
4.1. 盈利预测拆分 .....	12
4.2. 相对估值 .....	13
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1：公司业务复盘 .....	6
图表 2：公司渠道结构变化 .....	6
图表 3：公司分区域销售占比 .....	6
图表 4：公司股权结构清晰（截至 2025 年三季报） .....	7
图表 5：我国包点市场稳健增长 .....	8
图表 6：2023 年我国包点渠道结构占比 .....	8
图表 7：2019–2023 年包点相关企业的注册量、注销/吊销量（家） .....	8
图表 8：2023 年我国各区域包点门店数量分布占比 .....	8
图表 9：我国包点地域化口味差异大 .....	9
图表 10：2022–2023 年全国包点品牌门店数区间占比分布 .....	9
图表 11：2019–2023 年我国包点品类 CR5 变化 .....	9
图表 12：对比其他万店业态，巴比早餐店模型较优 .....	10
图表 13：公司门店数持续扩张（家） .....	10
图表 14：公司全国化并购扩张 .....	10
图表 15：新堂食店开店空间对比思考 .....	11
图表 16：公司团餐业务稳健增长（亿元/%） .....	12
图表 17：公司工厂产能利用率提升空间较大 .....	12
图表 18：可比公司估值表 .....	13

## 1. 经营复盘：连锁早餐包点的领军品牌

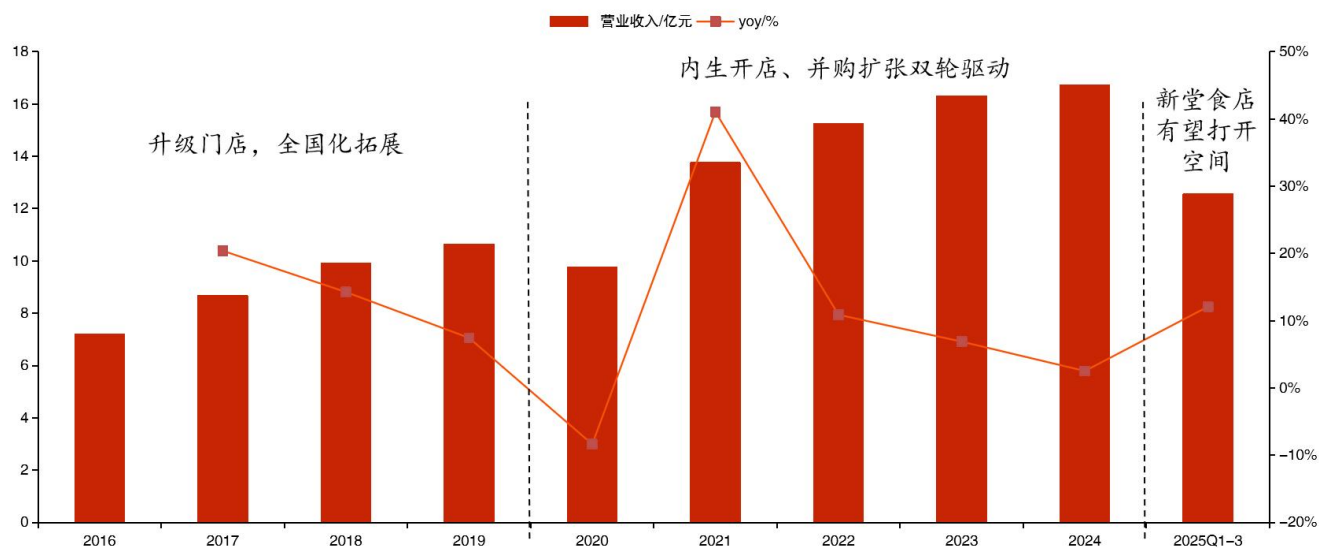
“巴比馒头”2003 年诞生，公司专门从事包子、馒头等中式面点产品的研发、生产和销售，是一家“连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅”的中式面点速冻食品制造企业。公司产品覆盖自产面点、自产馅料及外采食品三大系列，同时整合加盟、直营与团餐新零售等多元渠道；门店总数从 2016 年的 2074 家稳步扩张至 2025H1 的 5685 家；2016–2024 年收入复合增速为 11.1%。

**2003–2013 年，初创期深耕华东、加盟扩张：**2003 年创始人刘会平先生在上海创立巴比品牌，2004 年投产松江中央工厂，并开始建立中央厨房统一加工、配送到店模式；随后 2005 年放开加盟，2008 年门店数突破 100 家。伴随 2009 年攻克冷冻面团技术（门店醒发和口味提升）、佘山生产基地投产，“集中生产+冷链配送”的销售模式初现，进一步夯实加盟开店。2010 年开始探索团餐业务，包括与大润发合作、提供定制化服务等；2012 年门店突破 1000 家。

**2014–2019 年，探索全国布局：**2014 年公司进驻华南市场，同时拓展团餐大 B 客户（目前已经先后与 300 多家企事业单位达成稳定合作，包括大润发、家乐福、华硕、比亚迪汽车、上海师范大学等）；2016 年升级第三代门店形象，门店突破 2000 家。次年，落成巴比创意园的同时正式进军华北区域，2019 年建立华北天津中央工厂。期间，公司升级前店品牌形象，深化后台供应链建设；同时，公司对全国化开店信心十足。

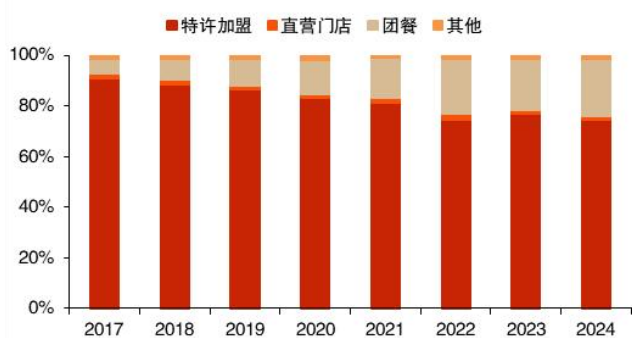
**2020 年上市–至今，内生并购双轮驱动，新店型打开新成长曲线：**2020 年上市后，公司加快内生开店节奏，2021 年单店收入达到上市以来的阶段性高点。但随着 2022–2024 年需求走弱、行业竞争加剧、省外品牌弱、区域口味差异大、门店管理难等问题集中暴露，公司开始调整加盟门店，包括优化省外门店、并购整合扩张、外卖赋能培训、开发堂食等新店型；尤其公司 2025 年推出堂食店，有望切入小吃快餐赛道，打开成长新曲线。另外，团餐渠道在疫情期间表现良好，2020–2022 年营业收入 CAGR 约 58%，随着公司积极开拓 CVS、连锁餐饮、经销商以及新零售客户等，2025H1 收入占比提升至近 24%。

图表 1：公司业务复盘



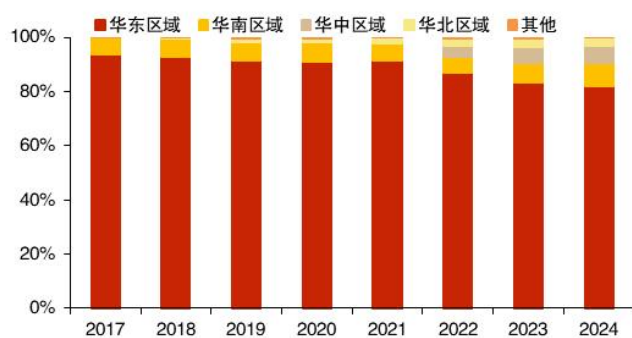
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 2：公司渠道结构变化



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：公司分区域销售占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**巴比股权集中、经营稳定，管理层激励充分。**公司实际控制人为刘会平与丁仕梅夫妻，其中刘会平先生控股 55.01%，丁仕梅女士控股 7.94%，两人共控股 62.95%；而股东丁仕霞女士与丁仕梅为姐妹关系，持股 1.90%。另外，公司设有天津会平、天津中饮和天津巴比三大员工持股平台（截至 2025 年三季报，分别持股 5.51%/3.85%/3.41%），同时 2025 年 6 月启动高管增持计划，鼓励高管增持公司股份，深度绑定中高层管理者。



**实际控制人**

**员工持股平台**

实际控制人	员工持股平台	其他股东	持股比例
刘会平	天津会平投资管理合伙企业	刘文华	7.94%
丁仕梅	天津中饮投资管理合伙企业	李俊	42.24%
	天津巴比投资管理合伙企业	苏爽	5.51%
		丁仕霞	3.85%
		潘和杰	3.41%
		基本养老保险基金1001组合	0.79%
			0.02%
			0.02%
			1.90%
			2.55%

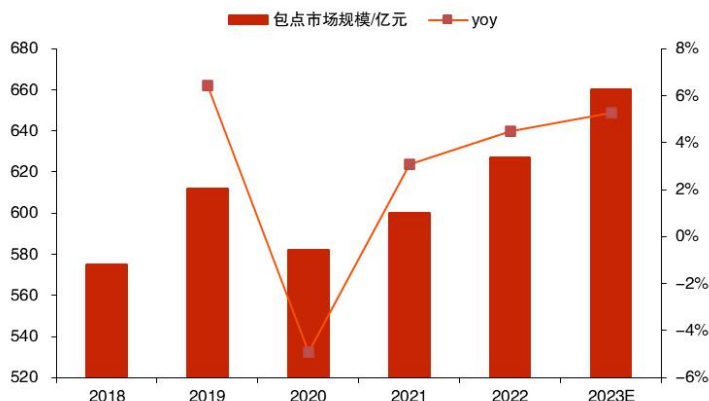
巴比食品

注：3个员工持股平台完整名称为天津会平投资管理合伙企业(有限合伙)、天津中饮投资管理合伙企业(有限合伙)、天津巴比投资管理合伙企业(有限合伙)

### 2.1. 早餐刚需特征强、市场容量大，现制餐饮门店更受欢迎

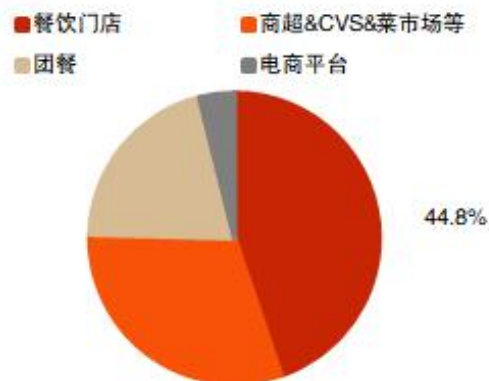
我国现存包点门店预计 15 万家以上，且主要分布在华东区域。根据红餐网，截至 2023 年 11 月我国现存的包点相关企业数量约 24.7 万家；且预计我国现存包点总门店数量在 15 万家以上，但由于 2023-2024 年行业震荡，总门店数或存在一定波动。而从包点餐饮门店的分布看，2023 年华东地区聚集了 41.3% 的包点门店，成为国内包点连锁品牌的重要发源地；从传帮带到加盟连锁开店，巴比、早阳等头部品牌不断脱颖而出。

图表 5：我国包点市场稳健增长



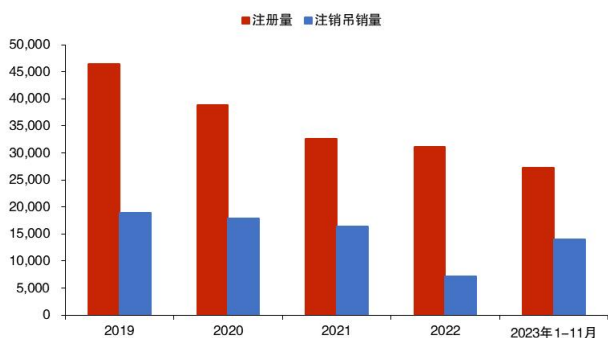
资料来源：红餐网公众号，华源证券研究所

图表 6：2023 年我国包点渠道结构占比



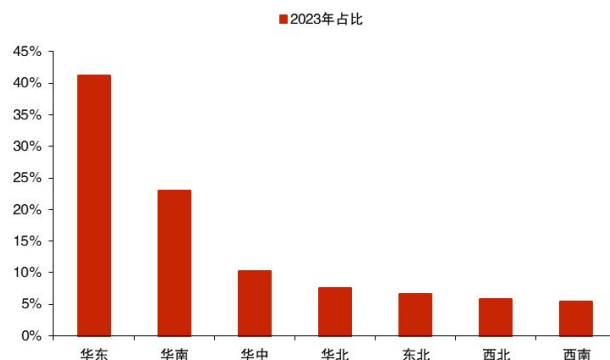
资料来源：红餐网公众号，华源证券研究所

图表 7：2019-2023 年包点相关企业的注册量、注销/吊销量（家）



资料来源：红餐网公众号，华源证券研究所

图表 8：2023 年我国各区域包点门店数量分布占比



资料来源：红餐网公众号，华源证券研究所

## 2.2. 早餐市场地域化明显，行业整合空间大

行业特征导致包点市场集中度、连锁化程度不高。

国内早餐地域化属性突出，各地区口味差异较大，并形成当地的“过早”文化。以包点为例，华东偏甜口（如小笼包、蟹黄包等）、华北偏咸口（偏好肉类蛋白食物）、川湘一带则偏爱辣味；而强地域化特征使得口味、模式相对单一的地区连锁品牌难以在外埠市场复制扩张。

另一方面，早餐门店核心场景“顺路购买、快速便捷”，门店销售半径通常为 0.5-1km，而低客单价使得外卖渗透率低，从而导致单日销天花板低，门店生存对选址的要求较高。其次，行业进入门槛低、门店对包点师傅依赖高、品类受限、“赚辛苦钱”等因素导致行业以 100 家以下的品牌为主、加盟商带店率低，竞争格局分散。根据红餐网数据，2022 年包点



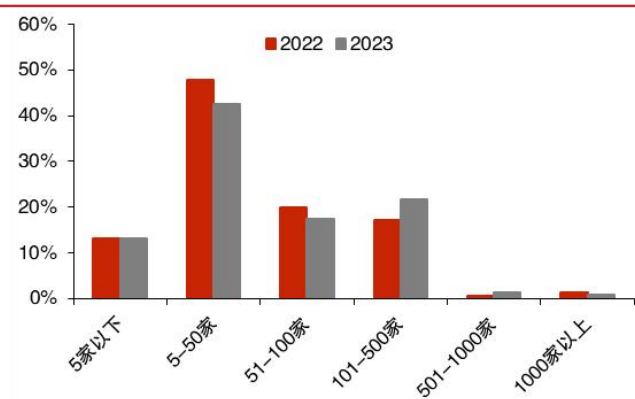
CR5 达 5.1%，预计 2023 年提升至 5.5%；其中，巴比食品销售规模最大，同时年销售额在 1 亿元及以上的包点品牌市占率约 11.4%。

图表 9：我国包点地域化口味差异大



资料来源：红餐网公众号，华源证券研究所

图表 10：2022-2023 年全国包点品牌门店数区间占比分布



资料来源：红餐网公众号，华源证券研究所  
注：2023 年数据采用 1-11 月数据

图表 11：2019-2023 年我国包点品类 CR5 变化



资料来源：红餐网公众号，华源证券研究所

**公司综合竞争力强，未来整合空间广阔。**对比个体创业，巴比前店具备品牌优势、产品和运营标准化程度高（选址等）、销售稳定性强。而对比三津汤包、早阳、和善园、老盛昌汤包等连锁品牌，巴比具备更完善、覆盖面更广的供应链体系、数字化门店运营能力（如外卖赋能强）以及资本整合扩张优势，开店成长势能更强。

### 3. 内生外延双轮驱动，多渠道增长抓手

#### 3.1. 内生+外延驱动全国开店拓展，新堂食店打开成长空间

**内生开店+外延并购双轮驱动，公司稳步推进全国化开店。**

首先，对比其他万店业态（茶饮、卤味、火锅超市、量贩等），现制包点行业由于行业壁垒低、各地口味差异大以及馅料 350 公里的冷链运输半径等原因，全国化发展缓慢；其次，公司传统包点店还受单店销售天花板偏低、对师傅人力依赖大等影响，加盟商难以开多店，进而影响公司连锁化开店速度；尤其 2020 年上市以来，公司平均每年净增加盟门店 514 家，若剔除华中 461 家好礼客和早宜点、华东 122 家蒸全味，且假设“好礼客”和“早宜点”自并购后门店数量未发生变动，公司巴比品牌平均每年净增 368 家（华东强势市场开店占比约 39%）。

为进一步拓展外埠市场以及提升省外工厂的产能利用率，公司开启整合并购模式：具体为 2021 年试水、2022 年正式落地湖北的好礼客和早宜点品牌，2024 年收购整合蒸全味，2025 年落地江苏青露无双、江西浔味来和浔早以及浙江的馒乡人品牌；且从全国各品牌门店数量看，仍有大量百店品牌待收购整合。而对于收购标的，公司先整合供应链，例如通过南京工厂向蒸全味门店销售产品，促进南京工厂产能利用率提升（从 2022 年 4.5% 提升至 2024 年 39.8%），再进行门店改造、筛选优质门店翻牌。

图表 12：对比其他万店业态，巴比早餐店模型较优

万店品牌 业态对比	量贩零食 (一鸣很忙)	平价茶饮 (蜜雪)	连锁火锅食材超市 (锅圈)	卤味连锁 (绝味食品)	早餐包点 (巴比传统外带店)
营业面积/平米	150+	12~40	40-100	10~15	15-30标准店
initial cost合计(万元)	55~60	23-37	约23	8-15(普标店)	19
平均回本周期	18-24个月	12-24个月	18-24个月	14-25个月	6-12个月
年收入(万元)	456.3	149	约100	/	110左右
日销/万元	1.3	0.4	0.28	/	0.31
客单价/元	34.4	客单价11.4 杯单价6左右	70-150	38(预计下降)	预计5~10
日客单量/流量	368	362	40	/	407
业务特征	(高频低客单价)→客流驱动 增长 门店直接销售	高频低客单价, 客流驱动成长 门店机械化制作+销售	低频高客单价 旺季集中在10月-次年2月 门店直接销售	消费场景&偏好改变,目前行业 处于调整期 门店直接销售	以便捷早餐、外带为主 门店师傅制作+销售
品类sku	1800+丰富	精简性价比	数百个sku,冻品火锅+烧烤	/	80%现制现售 60%传统产品+40%创意产品
盈利能力	毛利率约18% 净利率6%-8%	综合毛利率约55%	毛利率约30%-35%	/	净利率约20%-25%
预计全年净利润/万元	32	22	约10	7	22-27.5
加盟商带店率	1.99 (2024年)	2.2 (2024年)	1.62 (2022年)	约4.5 (2023年)	/

资料来源：加盟星，窄门餐眼，一鸣很忙官网，一鸣很忙招股书，观研天下、餐饮 O2O、FBIF 食品饮料创新、智谷商业评论、蓝鲸新闻、IPO 早知道、财经杂志、中国商报、国际金融报、餐饮见闻、新浪财经等公众号，锅圈公司公告等，华源证券研究所  
 注：各业态选取万店代表品牌作为样本，年收入是指加盟单店收入，而量贩一鸣很忙客单价取 24 年数据；锅圈和巴比食品在计算日客单量时，锅圈客单价采用 70 元，巴比食品客单价采用均值 7.5 元

图表 13：公司门店数持续扩张（家）

图表 14：公司全国化并购扩张



收购品牌	区域	交易时间	收购股权	收购标的门店数
好礼客、早宜点	湖北	2022年	75%	461家“好礼客”和“早宜点” 174家“巴比”
蒸全味	江苏	2024年	51%	122家（截至2024年底）
浔早、浔味来	江西	2025年	75%	44家
青露、无双	江苏	2025年	90%	504家
馒头人	浙江	2025年	/	约250家

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

资料来源：公司公告，ifind，天和资本公众号，华源证券研究所

**公司推出新堂食店，切入小吃快餐赛道，打开成长新曲线。**近年，公司传统外带店目前面临变化包括：1）门店早餐场景开始向午餐、晚餐场景延伸，催生堂食需求；而外带店产品柜面太小，难以满足场景延伸、品类拓展的需求；2）房租下降减少开店压力，同时优质点位出现；3）餐饮审批政策逐步放开等。因此，公司顺势推出堂食店（对比以外带消费为主的档口店，新店型增设堂食区域，并拓展小笼包、现熬粥、拌面馄饨等品类）、切入小吃快餐赛道（截至2025年3月，全国小吃快餐总门店数已超过360万家）；公司小笼包堂食店定位10-15元客单价，符合当下高性价比的餐饮消费趋势；华东数家样板店推出后广受好评，排队者络绎不绝，且日销成功突破传统门店的单店天花板，我们认为形成资本化扩张的基础。

巴比新堂食店数量增长既包含了传统外带店调改，也包含了新开店型。考虑到①公司布局区域以及消费者对小笼包的接受度（预计初期主要覆盖华东区域，并避免和上海老门店竞争）；②湖北新工厂产能爬坡需要。对标相似价格带的区域小吃快餐业态“超意兴”，我们预计华东和华中区域堂食店开店空间1437-2416家。鉴于新堂食店单店模型较优（预计毛利率约60%），若未来3-6月平均单店日销稳定在5500元以上，高盈利预计将吸引加盟商加速开店（资本化扩张模式）。

图表 15：新堂食店开店空间对比思考

人口数量/万人 人均GDP/元			门店数量		
山东省	10080.17	97575	689（超意兴）		
以相似价格带的小吃快餐品牌（超意兴）为参照			巴比堂食店门店数量敏感度分析		
			保守 (不考虑人均GDP)	中性 (考虑人均GDP比)	乐观 (门店密度较中性高20%)
浙江省	6670	135565	456	633	760
江苏省	8526	160694	583	960	1152
湖北省	5834	102832	399	420	504
合计	21030		1437	2013	2416

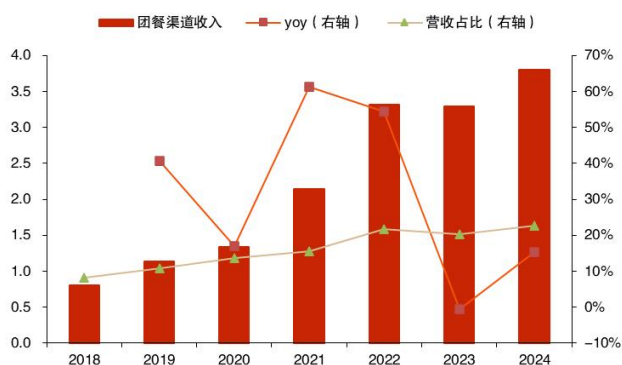
资料来源：窄门餐眼，ifind，华源证券研究所

注：人口、GDP均采用2024年数据

### 3.2. 团餐业务稳健增长，产能利用率提升

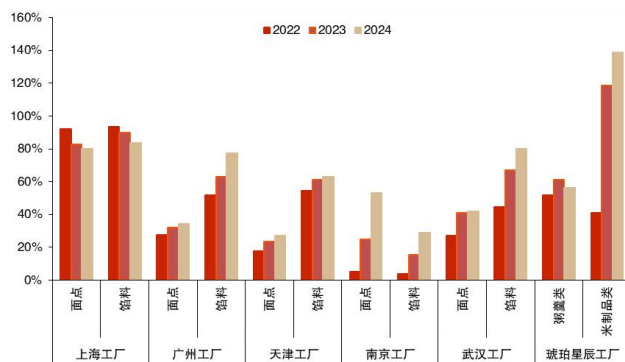
我国团餐市场规模大，公司团餐业务稳健增长。根据团餐界、亦莘咨询等数据，2024 年中国团餐市场规模超 2.4 万亿元，行业增速稳定在 10% 以上，市场韧性强于餐饮整体；我国团餐行业客群主要包括企事业单位等，近年 CVS、会员超市等新零售渠道快速发展。自上市以来，公司团餐渠道收入稳健快增，2020-2024 年收入 CAGR 约 30%，2024 年营收占比提升至 22.7%；尤其，公司新开拓的定制馅料渠道表现突出，2025H1 销售额同比+90%达 3000 万元，成功为美团快驴、永辉超市、大润发等渠道客户完成新品定制开发；另外，公司持续夯实自身经销渠道。且由于公司对核心产品系列（如面点、馅料）采取自主生产模式，因此团餐业务的增量业务可以有效提升现有产能利用率。

图表 16：公司团餐业务稳健增长（亿元/%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 17：公司工厂产能利用率提升空间较大



资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 盈利预测拆分

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 19/21.39/23.80 亿元，分别同比 +13.7%/+12.6%/+11.3%。其中：1) 公司通过内生开店、外延并购等举措稳步全国化连锁扩张，同时新堂食店切入小吃餐饮赛道，打开新成长曲线，未来特许加盟销售有望保持快增；我们预计 2025-2027 年特许加盟营收分别为 14.2/15.9/17.5 亿元，同比增速分别为 13.7%/12.0%/10.3%，营收占比分别为 74.6%/74.2%/73.5%，其中加盟门店数量分别为 5853/6343/6853 家；2) 团餐市场容量大且增长稳健，同时公司积极发力新零售渠道，预计 2025-2027 年团餐渠道营收分别为 4.4/5/5.8 亿元，同比增速分别为 15%/15%/15%，营收占比分别为 23%/23.5%/24.3%。

利润端，伴随公司全国化开店有序推进、规模效应与产能利用率提升，我们预计公司毛利率与费用率有望持续优化，盈利能力或稳步提升，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.84/3.20/3.57 亿元，同比增速分别为 +2.8%/+12.7%/+11.6%。



## 4.2. 相对估值

我们选取 A 股品类相近或业态相似的公司千味央厨、煌上煌、ST 绝味作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 均值约为 50 倍；公司内生扩张+外延整合双轮驱动增长，同时团餐渠道稳健增长，而新堂食店单店模型较优，未来放开招商有望进一步打开公司成长空间，收入提速可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 18：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002695.SZ	煌上煌	12.00	0.07	0.17	0.23	0.28	118.23	72.73	52.17	42.48
001215.SZ	千味央厨	44.89	0.84	0.80	0.97	1.13	36.39	55.81	46.05	39.58
603517.SH	ST绝味	13.02	0.37	0.58	0.80	0.93	44.87	22.49	16.35	13.96
平均值							66.5	50	38.2	32.0
605338.SH	巴比食品	30.71	1.15	1.19	1.34	1.49	26.6	25.9	23.0	20.6

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，巴比食品盈利预测来自华源证券研究所（截至 2026 年 1 月 14 日收盘价）。

## 5. 风险提示

**食品安全风险：**若上市公司出现较大的食品安全问题，则将对收入和品牌形象带来较大的冲击。

**行业竞争加剧风险：**随着越来越多的市场参与者进入，行业竞争加剧或导致销售、盈利不及预期的风险。

**原材料价格波动风险：**公司产品定价模式主要是成本加成法定价，若上游原材料价格上涨且无法传导至终端消费，或会影响公司整体利润率水平。



**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	894	807	818	922
应收票据及账款	100	109	123	137
预付账款	9	7	8	8
其他应收款	4	5	6	6
存货	69	87	97	108
其他流动资产	192	182	184	185
<b>流动资产总计</b>	<b>1,267</b>	<b>1,197</b>	<b>1,235</b>	<b>1,366</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	531	680	906	1,059
在建工程	262	298	183	75
无形资产	130	156	210	256
长期待摊费用	27	19	12	5
其他非流动资产	636	671	666	666
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,586</b>	<b>1,824</b>	<b>1,978</b>	<b>2,061</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,853</b>	<b>3,021</b>	<b>3,213</b>	<b>3,427</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	184	208	233	259
其他流动负债	277	314	352	391
<b>流动负债合计</b>	<b>461</b>	<b>522</b>	<b>585</b>	<b>650</b>
长期借款	46	43	36	26
其他非流动负债	65	65	65	65
<b>非流动负债合计</b>	<b>111</b>	<b>107</b>	<b>100</b>	<b>91</b>
<b>负债合计</b>	<b>572</b>	<b>629</b>	<b>685</b>	<b>740</b>
股本	248	240	240	240
资本公积	776	784	784	784
留存收益	1,241	1,355	1,490	1,647
归属母公司权益	2,265	2,379	2,514	2,671
少数股东权益	16	13	14	16
<b>股东权益合计</b>	<b>2,281</b>	<b>2,392</b>	<b>2,528</b>	<b>2,687</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,853</b>	<b>3,021</b>	<b>3,213</b>	<b>3,427</b>

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	280	247	287	326
折旧与摊销	71	82	106	127
财务费用	-31	-26	-25	-27
投资损失	-3	-2	-4	-4
营运资金变动	-5	44	36	37
其他经营现金流	-95	29	31	31
<b>经营性现金净流量</b>	<b>217</b>	<b>374</b>	<b>432</b>	<b>490</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-153</b>	<b>-312</b>	<b>-253</b>	<b>-204</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-270</b>	<b>-148</b>	<b>-168</b>	<b>-183</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-206</b>	<b>-87</b>	<b>11</b>	<b>104</b>

**利润表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,671	1,900	2,139	2,380
营业成本	1,225	1,368	1,534	1,704
税金及附加	13	15	17	19
销售费用	72	75	82	89
管理费用	124	129	137	150
研发费用	12	13	15	16
财务费用	-31	-26	-25	-27
资产减值损失	0	2	1	1
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3	2	4	4
公允价值变动损益	91	17	13	12
资产处置收益	-2	0	1	1
其他收益	4	4	4	4
<b>营业利润</b>	<b>353</b>	<b>350</b>	<b>401</b>	<b>450</b>
营业外收入	17	31	31	31
营业外支出	3	8	8	8
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>366</b>	<b>373</b>	<b>424</b>	<b>473</b>
所得税	86	91	103	114
<b>净利润</b>	<b>280</b>	<b>282</b>	<b>321</b>	<b>359</b>
少数股东损益	3	-3	1	2
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>277</b>	<b>284</b>	<b>320</b>	<b>357</b>
EPS(元)	1.15	1.19	1.34	1.49

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	2.53%	13.69%	12.57%	11.28%
营业利润增长率	39.77%	-0.78%	14.58%	12.32%
归母净利润增长率	29.42%	2.79%	12.66%	11.57%
经营现金流增长率	-11.06%	72.01%	15.54%	13.36%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	26.71%	28.03%	28.28%	28.42%
净利率	16.75%	14.81%	15.02%	15.09%
ROE	12.21%	11.95%	12.74%	13.38%
ROA	9.69%	9.41%	9.97%	10.43%
<b>估值倍数</b>				
P/E	26.60	25.88	22.97	20.59
P/S	4.40	3.87	3.44	3.09
P/B	3.25	3.09	2.93	2.75
股息率	2.61%	2.32%	2.53%	2.72%
EV/EBITDA	8	15	13	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。