

605338.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 27.05

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 要点: 2025 年公司门店迅速扩张, 团餐业务持续扩大, 单店营收增速转正, 盈利能力明显改善。展望 2026 年, 新店型有望加速铺开, 带动单店收入明显提升, 考虑到外卖补贴退潮及高基数效应, 预计单店营收增速将趋于平稳。维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(13.0)	4.1	(16.0)	34.8
相对上证综指	(12.1)	7.4	(12.7)	11.2

发行股数 (百万)	239.57
流通股 (百万)	239.57
总市值 (人民币 百万)	6,480.28
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	74.26
主要股东	
刘会平 (%)	42.24

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2026 年 4 月 10 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 食品加工

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

巴比食品

门店扩张提速, 新店型打开增长空间

巴比食品发布 2025 年年报。2025 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 18.6/2.7/2.5 亿元, 同比增速分别为+11.2%/-1.3%/+16.7%。其中, 4Q25 公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.0/0.7/0.7 亿元, 同比增速分别为+9.1%/-12.6%/+10.3%。2025 年公司门店迅速扩张, 团餐业务持续扩大, 单店营收增速转正, 盈利能力明显改善。展望 2026 年, 新店型有望加速铺开, 带动单店收入明显提升, 考虑到外卖补贴退潮及高基数效应, 预计单店营收增速将趋于平稳。维持买入评级。

支撑评级的要点

■ 门店数量迅速扩张, 多业务协同发力, 单店营收增速转正。2025 年公司实现营收 18.6 亿元, 同比+11.2%, 核心得益于加盟和团餐业务规模扩大, 多渠道协同增长。分渠道看, 2025 年公司特许经营/直营/团餐营收分别为 13.7/0.2/4.3 亿元, 同比分别为+10.3%/+9.1%/+13.6%; 4Q25 公司特许经营/直营/团餐营收增速分别为+8.3%/+1.4%/+7.5%, 各渠道增长态势稳健。具体来看, (1) 门店业务方面, 内生拓展与外延并购协同发力。受餐饮行业新老更替加速影响, 2025 年加盟门店闭店数量占上年存量比例为 21.0%, 闭店率有所上升。但与此同时, 新增门店数大幅增长, 2025 年公司完成南京“青露”、浙江“慢乡人”等并购, 加速区域整合。截至 2025 年末加盟门店数达 5909 家, 较年初净增近 800 家, 门店拓展再创新高。经营质量也同步改善, 加盟门店店均收入 24.9 万元, 同比增长 1.6%, 单店营收增速实现由负转正。分季度看, 2025 年单店营收同比增速自第二季度起由负转正 (2025 年 1-4 季度分别为-3.4%、+1.2%、+7.1%、-4.7%)。后续, 考虑到外卖补贴退潮及高基数效应, 预计单店营收增速将趋于平稳。(2) 在持续巩固门店业务基本盘的基础上, 公司持续优化产品矩阵, 推动大客户及零售业务实现突破。2025 年新开拓的定制馅料销售渠道销售额突破 7200 万元, 同比增幅约 85%, 成为业绩增长的新引擎; 半成品菜业务实现跨越式增长, 销售额达 500 万元, 同比增幅超 150%。此外, 零售渠道推出多款新鲜短保的高品质冷藏产品, 持续推动产品结构化升级。

■ 毛利率持续提升, 费用管控成效显著。2025 年公司毛利率为 28.5%, 同比增加 1.8pct; 4Q25 毛利率为 30.0%, 同比增加 2.5pct。费用管控持续优化, 2025 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率为 3.9%/7.0%/0.6%, 同比分别为-0.4/-0.4/-0.1pct, 研发费用率下降主要系人工成本减少所致。此外, 2025 年公司间接持有的东鹏饮料股票受二级市场价格波动的影响, 产生的公允价值变动收益和投资收益同比减少 9382 万元, 拖累归母净利润表现。综上, 2025 年公司实现归母净利润/扣非归母净利润分别为 2.7/2.5 亿元, 同比增速分别为-1.3%/+16.7%。

■ 小笼包新店型落地见效, 2026 年有望加速扩张, 打开长期增长空间。2025 年, 公司重点推进创新门店模型的标准化落地, 在迭代传统店型的同时, 精准把握消费需求, 完成手工小笼包全新店型的模式调研、标准搭建及样板落地, 成功打造高盈利、可复制的门店模型, 新店型日均营业额达传统店型的 2-3 倍。截至 2025 年末, 该店型已在全国落地 24 家, 2026 年以来开业数量快速突破百家。同时, 公司持续拓展中餐晚餐品类, 推出水饺、汤品、拌面等系列新品, 构建全时段产品矩阵, 进一步丰富营收来源。2026 年, 公司计划手工小笼包新店型年末门店数突破 600 家、冲刺 700 家的年度目标, 新店型有望成为公司全国化扩张的核心抓手, 打开全新增长空间。

估值

■ 公司作为中式早餐连锁龙头, 2025 年在门店扩张、业务协同、产品升级等方面多点发力, 门店拓展再创新高, 团餐业务快速增长, 盈利能力持续提升。手工小笼包新店型的成功落地, 为单店模型迭代与全国化扩张注入新动力, 2026 年新店型有望加速铺开, 带动单店收入明显提升, 考虑到外卖补贴退潮及高基数效应, 预计单店营收增速将趋于平稳, 结合公司 2025 年业绩表现, 预计 26-28 年公司营收分别为 21.6、24.8、27.9 亿元, 同比增速分别为 16.1%、14.8%、12.6%, 归母净利润分别为 3.3、3.8、4.3 亿元, 同比增速分别为+19.0%、+17.5%、+13.4%, 当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 20.0X、17.0X、15.0X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 门店拓展不及预期, 食品安全问题, 消费复苏不及预期, 行业竞争加剧, 原材料价格波动。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	1,671	1,859	2,158	2,478	2,790
增长率(%)	2.5	11.2	16.1	14.8	12.6
EBITDA(人民币 百万)	296	380	544	722	1,120
归母净利润(人民币 百万)	277	273	325	382	433
增长率(%)	29.4	(1.3)	19.0	17.5	13.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.15	1.14	1.36	1.59	1.81
原先股本摊薄每股收益(人民币)			1.36	1.59	
调整幅度(%)			(0.1)	0.4	
市盈率(倍)	23.4	23.7	20.0	17.0	15.0
市净率(倍)	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
EV/EBITDA(倍)	11.6	19.3	12.2	10.0	8.3
每股股息(人民币)	0.8	1.2	1.4	1.7	1.9
股息率(%)	4.6	3.8	5.3	6.2	7.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2025 年年报业绩概览

(人民币, 百万元)	4Q24	4Q25	同比(%)	FY2024	FY2025	同比(%)
营业收入	461	503	9.1	1671	1859	11.2
营业成本	334	352	5.3	1225	1328	8.4
毛利率(%)	27.5	30.0	2.5pct	26.7	28.5	1.8pct
毛利	127	151	18.8	446	531	18.9
税金及附加	4	5	19.0	13	18	33.9
销售费用	18	21	16.2	72	73	2.1
管理费用	29	33	13.1	124	129	4.8
研发费用	2.69	3.02	12.1	11.94	11.72	(1.9)
财务费用	(7)	(2)	(70.7)	(31)	(17)	(47.1)
资产减值损失	0	(0)	(107.9)	0	1	357.3
公允价值变动收益	24	4	(82.8)	91	20	(78.4)
投资收益	4	(2)	(153.8)	3	(5)	(259.8)
营业利润	106	93	(12.2)	353	332	(5.9)
营业利润率(%)	23.0	18.5	(4.5)pct	21.1	17.8	(3.3)pct
营业外收入	1	3	113.7	17	30	78.9
营业外支出	1	1	(27.8)	3	7	144.0
利润总额	106	95	(10.3)	366	354	(3.3)
所得税	23	23	(1.3)	86	83	(3.7)
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	22.6	24.0	1.4pct	24.7	24.7	(0.0)pct
少数股东权益	1	1	(29.5)	3	(2)	(154.1)
归属于母公司净利润	82	72	(12.6)	277	273	(1.3)
归母净利率(%)	17.8	14.3	(3.5)pct	16.5	14.7	(1.9)pct
EPS (元/股)	0.34	0.30	(12.6)	1.15	1.14	(1.3)pct

资料来源: 同花顺, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,671	1,859	2,158	2,478	2,790
营业收入	1,671	1,859	2,158	2,478	2,790
营业成本	1,225	1,328	1,493	1,677	1,849
营业税金及附加	13	18	18	19	20
销售费用	72	73	78	89	92
管理费用	124	129	140	155	153
研发费用	12	12	13	14	14
财务费用	(31)	(17)	19	55	133
其他收益	4	4	4	4	4
资产减值损失	0	(1)	0	0	0
信用减值损失	(1)	0	0	0	0
资产处置收益	(2)	0	0	0	0
公允价值变动收益	91	20	0	0	0
投资收益	3	(5)	1	1	2
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	353	332	401	473	534
营业外收入	17	30	27	27	27
营业外支出	3	7	2	2	2
利润总额	366	354	426	498	559
所得税	86	83	99	115	126
净利润	280	271	327	384	433
少数股东损益	3	(2)	3	2	0
归母净利润	277	273	325	382	433
EBITDA	296	380	544	722	1,120
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.15	1.14	1.36	1.59	1.81

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,267	1,336	1,916	2,122	2,361
货币资金	894	215	647	743	837
应收账款	100	96	131	130	164
应收票据	0	1	0	1	0
存货	69	74	87	94	105
预付账款	9	11	11	13	14
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	196	940	1,040	1,141	1,241
非流动资产	1,586	1,563	1,870	2,336	4,323
长期投资	188	38	38	38	38
固定资产	477	665	823	1,166	3,006
无形资产	130	168	220	276	330
其他长期资产	791	692	789	857	949
资产合计	2,853	2,899	3,786	4,458	6,684
流动负债	461	468	1,191	1,796	3,424
短期借款	0	16	616	1,215	2,728
应付账款	184	152	225	198	269
其他流动负债	277	300	350	383	427
非流动负债	111	69	248	333	954
长期借款	0	0	160	255	871
其他长期负债	111	69	88	78	83
负债合计	572	537	1,439	2,129	4,378
股本	248	240	240	240	240
少数股东权益	16	24	27	29	29
归属母公司股东权益	2,265	2,337	2,320	2,300	2,277
负债和股东权益合计	2,853	2,899	3,786	4,458	6,684

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	280	271	327	384	433
折旧摊销	71	83	129	198	458
营运资金变动	(3)	(11)	74	(4)	69
其他	(131)	(24)	56	36	141
经营活动现金流	217	319	586	614	1,102
资本支出	(202)	(107)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	33	(573)	(100)	(100)	(100)
其他	16	(219)	0	1	1
投资活动现金流	(153)	(898)	(555)	(754)	(2,549)
银行借款	0	16	760	694	2,129
股权融资	(306)	(212)	(342)	(402)	(456)
其他	36	8	(17)	(56)	(133)
筹资活动现金流	(270)	(188)	401	236	1,541
净现金流	(206)	(767)	432	96	94

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	2.5	11.2	16.1	14.8	12.6
营业利润增长率(%)	39.8	(5.9)	20.9	17.9	12.9
归属于母公司净利润增长率(%)	29.4	(1.3)	19.0	17.5	13.4
息税前利润增长率(%)	15.6	32.3	39.9	26.0	26.4
息税折旧前利润增长率(%)	12.7	28.5	43.1	32.7	55.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	29.4	(1.3)	19.0	17.5	13.4
获利能力					
息税前利润率(%)	13.4	16.0	19.3	21.1	23.7
营业利润率(%)	21.1	17.8	18.6	19.1	19.1
毛利率(%)	26.7	28.5	30.8	32.3	33.7
归母净利润率(%)	16.5	14.7	15.1	15.4	15.5
ROE(%)	12.2	11.7	14.0	16.6	19.0
ROIC(%)	7.3	9.4	10.1	10.5	8.6
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.4	0.5	0.7
净负债权益比	(0.4)	(0.1)	0.1	0.3	1.2
流动比率	2.7	2.9	1.6	1.2	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	17.8	19.0	19.0	19.0	19.0
应付账款周转率	10.1	11.1	11.4	11.7	12.0
费用率					
销售费用率(%)	4.3	3.9	3.6	3.6	3.3
管理费用率(%)	7.4	7.0	6.5	6.3	5.5
研发费用率(%)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
财务费用率(%)	(1.9)	(0.9)	0.9	2.2	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.2	1.1	1.4	1.6	1.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	1.3	2.4	2.6	4.6
每股净资产(最新摊薄)	9.5	9.8	9.7	9.6	9.5
每股股息	0.8	1.2	1.4	1.7	1.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	23.4	23.7	20.0	17.0	15.0
P/B(最新摊薄)	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
EV/EBITDA	11.6	19.3	12.2	10.0	8.3
价格/现金流(倍)	29.8	20.3	11.1	10.6	5.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371