

巴比食品 (605338.SH) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2023年6月12日

**评级: 买入 (上调)**

市场价格: 25.61 元

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理: 晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

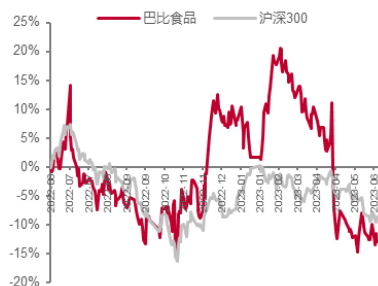
分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

E-mail: xiongwx@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	250
流通股本(百万股)	86
市价(元)	25.61
市值(百万元)	6,405
流通市值(百万元)	2,209

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,375	1,525	1,971	2,472	3,063
增长率 yoy%	41%	11%	29%	25%	24%
净利润(百万元)	314	222	231	294	363
增长率 yoy%	79%	-29%	4%	27%	24%
每股收益(元)	1.26	0.89	0.92	1.18	1.45
每股现金流量	0.64	0.77	1.01	1.55	1.64
净资产收益率	16%	11%	10%	12%	13%
P/E	20.4	28.8	27.7	21.8	17.6
P/B	3.4	3.1	2.9	2.6	2.3

备注: 股价选取 2023 年 6 月 12 日收盘价, 23-25 年净利润剔除持股股东鹏饮料的公允价值变动收益。

**投资要点**
**行业有什么变化?**

(1) 疫后结构性就业问题仍在, 稳就业政策导向较为明确, 巴比门店迎合创业需求。统计局总体城镇调查失业率从去年 11 月的 5.7% 下滑至 4 月 5.2% 的同时, 16-24 岁的青年人失业率仍在历史高位。2022 年底举行的中央经济工作会议上指出, 把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置; 国办 4 月 26 日发布《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》; 5 月 11 日全国高校毕业生等青年就业创业工作电视电话会议举行, 稳就业是 23 年政府的意向重要工作。而巴比的加盟门店基本是个体户经营, 门店初始投入较低, 适合个体户创业。从结果看, 公司 23 年一季度开店数量超预期, 4、5 月仍然保持高速开店状态。

(2) 消费行为出现性价比消费趋势, 同时下沉市场或存在消费升级, 巴比的产品符合消费趋势。一方面, 消费者保持疫情期间养成的理性、实惠、实用、国货和性价比等消费习惯。另一方面, 考虑到人口自然增长率普遍下降、城镇化进入后期、城乡融合进程加速等影响, 流向大城市人口放缓将是一个趋势性现象。下沉市场正孕育着更广阔的消费群体和购买力。公司新品炒菜包子、牛肉大包等既是原面点产品的升级, 作为中晚餐产品同样极具性价比。因此, 我们预计未来公司门店模型和产品都具备推广基础。

**公司有什么变化?**

(1) 门店端: 门店模型不断优化。目前单店模型下, 加盟商初始投入约 20 万元, 年度工厂进货额约 30 万元, 对外销售额约 100 万元到 110 万元之间, 剔除房租、雇佣人工、其他水电面粉等费用, 年度净现金结存约 25 万元到 30 万元之间, 门店模型在日销和标准化方面仍有提升空间。

在单店收入的提升上: ①公司通过外卖及抖音本地生活的合作, 持续提升中晚餐产品品类的占比; ②公司重点研发炒菜类包子、牛肉大包等高品质、高规格、高客单价产品; ③公司将部分面积合适的第四代门店增设堂食位置, 增加其中晚餐营业时间的销售收入。

在标准化程度的提升上: ①公司 22 年为解决冷冻面团技术不足, 成功开发冷冻面皮技术, 减少压面机、和面机、面粉的购置环节, 极大降低了新手小白加盟商投资的门槛和劳动强度。公司未来将继续研发推出工厂生产、门店 5-8 分钟复蒸、还原度基本达到九成以上的熟制成品, 极大降低无经验加盟商开店经营的门槛和劳动强度。②持续改进信息化和数字化系统, 尤其终端门店的数字化系统。

(2) 团餐端: 基数效应减弱, 需求环比改善。公司 22 年三月下旬以来至整个二季度

因特殊期间不可比因素存在高基数影响，所以 23 年二季度团餐业务营收同比增速可能为负，但目前来看团餐业务各月度营业收入环比持续稳定增长。此外，考虑到 22 年 6 月起上海地区疫情影响阶段性减小，基数效应趋弱，预计 6 月起公司表观增速恢复至可比状态。

- **投资建议：**上调至“买入”评级。我们预计公司 23-25 年营收分别为 19.71/24.72/30.63 亿元，净利润分别为 2.31/2.94/3.63 亿元（均剔除持股东鹏饮料的公允价值变动收益），对应当前 PE 分别为 28/22/18 倍，剔除持股东鹏饮料的市值部分后对应当前 PE 分别约为 26/21/17 倍。考虑到公司开店速度超预期，基数效应减弱，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**渠道拓展不及预期；原材料价格波动；食品安全事件。

图表 1: 巴比食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	851	947	1,239	1,565	营业收入	1,525	1,971	2,472	3,063
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,103	1,453	1,818	2,248
应收账款	89	97	101	117	税金及附加	10	13	17	20
预付账款	3	22	27	34	销售费用	87	99	124	153
存货	84	110	121	158	管理费用	110	128	156	190
合同资产	0	0	0	0	研发费用	8	10	13	16
其他流动资产	204	213	218	224	财务费用	-32	-21	-27	-28
流动资产合计	1,231	1,388	1,707	2,098	信用减值损失	-2	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	35	0	0	0
固定资产	527	544	550	545	投资收益	4	3	3	3
在建工程	10	10	10	10	其他收益	4	4	4	4
无形资产	125	134	142	149	营业利润	280	294	378	469
其他非流动资产	783	786	789	791	营业外收入	18	19	18	18
非流动资产合计	1,445	1,474	1,491	1,495	营业外支出	8	8	8	8
<b>资产合计</b>	<b>2,676</b>	<b>2,862</b>	<b>3,198</b>	<b>3,593</b>	<b>利润总额</b>	<b>290</b>	<b>305</b>	<b>388</b>	<b>479</b>
短期借款	45	0	0	0	所得税	70	74	94	116
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>220</b>	<b>231</b>	<b>294</b>	<b>363</b>
应付账款	201	244	323	389	少数股东损益	-2	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>222</b>	<b>231</b>	<b>294</b>	<b>363</b>
合同负债	6	6	7	9	NOPLAT	196	215	273	342
其他应付款	139	139	139	139	EPS (按最新股本摊薄)	0.89	0.92	1.18	1.45
一年内到期的非流动负债	13	13	13	13					
其他流动负债	82	89	100	114					
流动负债合计	487	492	582	664					
长期借款	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
应付债券	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他非流动负债	120	120	120	120	<b>成长能力</b>				
非流动负债合计	120	120	120	120	营业收入增长率	10.9%	29.2%	25.4%	23.9%
<b>负债合计</b>	<b>606</b>	<b>611</b>	<b>702</b>	<b>784</b>	EBIT增长率	-31.6%	9.7%	27.4%	25.2%
归属母公司所有者权益	2,066	2,247	2,492	2,806	归母公司净利润增长率	-29.2%	3.9%	27.4%	23.6%
少数股东权益	4	4	4	4	<b>获利能力</b>				
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,070</b>	<b>2,251</b>	<b>2,495</b>	<b>2,809</b>	毛利率	27.7%	26.3%	26.4%	26.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,676</b>	<b>2,862</b>	<b>3,198</b>	<b>3,593</b>	净利率	14.4%	11.7%	11.9%	11.9%
					ROE	10.7%	10.3%	11.8%	12.9%
					ROIC	19.3%	19.2%	21.1%	22.3%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	22.7%	21.4%	22.0%	21.8%
<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	债务权益比	8.6%	5.9%	5.3%	4.7%
<b>经营活动现金流</b>	<b>192</b>	<b>252</b>	<b>388</b>	<b>412</b>	流动比率	2.5	2.8	2.9	3.2
现金收益	231	267	327	398	速动比率	2.4	2.6	2.7	2.9
存货影响	-21	-26	-11	-36	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-20	-26	-10	-22	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
经营性应付影响	51	43	78	66	应收账款周转天数	19	17	14	13
其他影响	-49	-6	4	7	应付账款周转天数	60	55	56	57
<b>投资活动现金流</b>	<b>-459</b>	<b>-84</b>	<b>-74</b>	<b>-64</b>	存货周转天数	24	24	23	22
资本支出	-147	-84	-74	-65	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.89	0.92	1.18	1.45
其他长期资产变化	-312	0	0	1	每股经营现金流	0.77	1.01	1.55	1.65
<b>融资活动现金流</b>	<b>-134</b>	<b>-73</b>	<b>-22</b>	<b>-22</b>	每股净资产	8.26	8.99	9.96	11.22
借款增加	-54	-45	0	0	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-68	-49	-64	-78	P/E	29	28	22	18
股东融资	0	0	0	0	P/B	3	3	3	2
其他影响	-12	21	42	56	EV/EBITDA	101	89	72	59

来源: 中泰证券研究所

## 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。