

增持 (维持)

巴比食品 (605338)

淡季表现平淡, Q2 恢复可期

2023 年 4 月 20 日

## 市场数据

日期	2023-4-19
收盘价(元)	31.90
总股本(百万股)	250.11
流通股本(百万股)	86.26
净资产(百万元)	2109.06
总资产(百万元)	2681.35
每股净资产(元)	8.43

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《巴比食品 22 年年报点评: 22 年展店维持加速, 23 年扩张方兴未艾》2023-04-07

《巴比食品更新报告: 扩张方兴未艾, 产能突破助力》2022-11-30

《巴比食品三季报点评: 团餐表现稳健, 加盟逐步恢复》2022-10-28

## 分析师:

林佳雯

linjiawen95@xyzq.com.cn

S0190522070009

## 投资要点

- **事件:** 公司公告 2023 年一季报, 2023Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 3.20/0.41/0.20 亿元, 同比+3.24%/+2724.34%/-48.06%, 基本 EPS 为 0.16 元, 收入基本符合预期, 利润略低于预期。
- **华中并表单店及淡季经营拖累收入, 但恢复趋势向好。** 23Q1 收入同比+3.24%, 主要系 Q1 淡季放假, 单店有所下滑, 拆开来分: 1) 连锁业务同比+2.23%, 其中加盟同比+2.53%, 门店环比净增 130 家至 4603 家, 同比+31.48%, Q1 开店近 300 家超过市场预期, 但单店同比-22%左右, 下滑幅度较大, 主要系达峰后进入淡季放假导致营业天数减少, 及华中店并表所致(22 年 4 月), 预计华中单店仅为华东的 30%, 大致测算非华中地区单店同比-12%左右, 其中预计 1-2 月同店同比-15%, 3 月同比-5%, 恢复趋势向好; 2) 团餐同比+6.90%, 去年 3 月开始承接保供订单导致基数较高, 但公司在高基数上仍维持同比增长。展望, 4 月至今非华中地区单店预计较 2021 年(单店历史峰值)有 3-5%的缺口, 但从趋势看有望于 Q2 达到 21 年水平。
- **毛利率因成本及规模效应下降, 人员投入增加下费用大幅提升, 盈利能力承压。** 2023Q1 归母净利率 12.84%, 同比+12.37pct, 主要系投资东鹏带来的公允价值净损益 2468 万元(22Q1: -5092 万元), 23Q1 扣非归母净利率 6.31%, 同比-6.23pct, 盈利能力承压主要系毛利率下滑及费用率提升, 拆分如下: 1) 23Q1 毛利率为 24.20%, 同比-3.15pct, 主要系淡季开工效率低, 规模效应减弱, 南京工厂投产也带来了折旧的提升, 此外猪肉价格提升亦有影响(预计影响 300 万+); 2) 公司新增华中业务及南京工厂, 相应人员配置大幅提升、折旧摊销提升, 此外股权激励费用预计新增 370-380 万, 导致 23Q1 总费率同比+5.00pct 至 14.76%, 其中销售/管理/研发/财务费率为 7.28%/9.65%/0.86%/-3.02%, 同比+2.90pct/+2.29pct/+0.37pct/-0.57pct。
- **盈利预测及投资建议:** 我们略微调整了盈利预测, 预计公司 2023-2025 年收入为 19.62/24.01/28.41 亿元, 同比+28.7%/+22.3%/+18.3%, 归母净利润为 2.41/3.16/3.83 亿元, 同比+8.5%/+31.0%/+21.1%, 对应 2023 年 4 月 19 日收盘价, PE 估值为 33/25/21x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 外埠市场及收并购门店培育不及预期; 原材料价格上涨; 区域早餐连锁竞争加剧。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1525	1962	2401	2841
同比增长	10.9%	28.7%	22.3%	18.3%
归母净利润(百万元)	222	241	316	383
同比增长	-29.2%	8.5%	31.0%	21.1%
毛利率	27.7%	27.4%	29.5%	30.4%
ROE	10.8%	10.8%	12.8%	13.8%
每股收益(元)	0.89	0.96	1.26	1.53
市盈率	36	33	25	21

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

**事件:** 公司公告 2023 年一季报, 2023Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 3.20/0.41/0.20 亿元, 同比+3.24%/+2724.34%/-48.06%, 基本 EPS 为 0.16 元, 收入基本符合预期, 利润略低于预期。

**华中并表单店及淡季经营拖累收入, 但恢复趋势向好。** 23Q1 收入同比+3.24%, 主要系 Q1 淡季放假, 单店有所下滑, 拆分来看: 1) 连锁业务同比+2.23%, 其中加盟同比+2.53%, 门店环比净增 130 家至 4603 家, 同比+31.48%, Q1 开店近 300 家超过市场预期, 但单店同比-22%左右, 下滑幅度较大, 主要系达峰后进入淡季放假导致营业天数减少, 及华中店并表所致(22 年 4 月), 预计华中单店仅为华东的 30%, 大致测算非华中地区单店同比-12%左右, 其中预计 1-2 月同店同比-15%, 3 月同比-5%, 恢复趋势向好; 2) 团餐同比+6.90%, 去年 3 月开始承接保供订单导致基数较高, 但公司在高基数上仍维持同比增长。展望, 4 月至今非华中地区单店预计较 2021 年(单店历史峰值)有 3-5%的缺口, 但从趋势看有望于 Q2 达到 21 年水平。

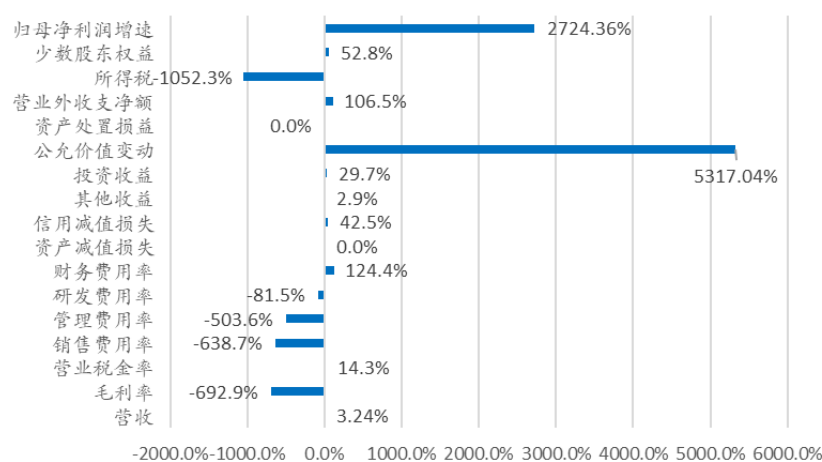
**毛利率因成本及规模效应下降, 人员投入增加下费用大幅提升, 盈利能力承压。** 2023Q1 归母净利率 12.84%, 同比+12.37pct, 主要系投资东鹏带来的公允价值净损益 2468 万元(22Q1: -5092 万元), 23Q1 扣非归母净利率 6.31%, 同比-6.23pct, 盈利能力承压主要系毛利率下滑及费用率提升, 拆分如下: 1) 23Q1 毛利率为 24.20%, 同比-3.15pct, 主要系淡季开工效率低, 规模效应减弱, 南京工厂投产也带来了折旧的提升, 此外猪肉价格提升亦有影响(预计影响 300 万+); 2) 公司新增华中业务及南京工厂, 相应人员配置大幅提升、折旧摊销提升, 此外股权激励费用预计新增 370-380 万, 导致 23Q1 总费率同比+5.00pct 至 14.76%, 其中销售/管理/研发/财务费率为 7.28%/9.65%/0.86%/-3.02%, 同比+2.90pct/+2.29pct/+0.37pct/-0.57pct。

**南京工厂投产助力团餐及门店双加速。** 巴比南京智能制造中心一期已于 9 月 15 日公告投产, 南京工厂的平均覆盖半径为 300 公里, 产能建设投资 3 亿元, 达产后公司将增加营业收入 5.8 亿元, 新增就业岗位 600 个。南京工厂的投产: 1) 可以帮助公司承接更多团餐客户的订单需求, 南京工厂设计面点类包子馒头类产能 1.86 亿个、面点类预包装产能 1152.20 万袋, 成品类产能规划较高, 后续公司可以南京为中心, 辐射江苏、安徽等地区的团餐订单需求。2) 进一步支撑公司在强势华东地区的展店, 在南京、安徽等空白市场的网点布局, 南京工厂的设计产能可承接 2000 家以上的门店订单。我们以单店万人覆盖率计算类渗透率指标, 巴比在江苏、安徽两早餐消费习惯较为成熟的省份的渗透率为 11.70%、0.69%, 较上海 49.30%的渗透率还有较大提升空间。预计公司未来将在门店和团餐生产两方面共同发力, 先以团餐跑量, 同时兼顾空白市场的门店扩张。

**盈利预测与投资建议：**我们略微调整了盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入为 19.62/24.01/28.41 亿元，同比 +28.7%/+22.3%/+18.3%，归母净利润为 2.41/3.16/3.83 亿元，同比+8.5%/+31.0%/+21.1%，对应 2023 年 4 月 19 日收盘价，PE 估值为 33/25/21x，维持“增持”评级。

风险提示：外埠市场及收并购门店培育不及预期；原材料价格上涨；区域早餐连锁竞争加剧。

图 1、2023Q1 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1231	1921	2218	2565
货币资金	851	1596	1833	2123
交易性金融资产	193	103	116	125
应收票据及应收账款	89	107	132	158
预付款项	3	6	6	7
存货	84	96	118	139
其他	11	12	13	14
<b>非流动资产</b>	1445	926	932	932
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	527	495	462	428
在建工程	10	11	11	12
无形资产	125	152	174	198
商誉	22	0	0	0
长期待摊费用	12	9	6	4
其他	748	260	278	290
<b>资产总计</b>	2676	2847	3151	3496
<b>流动负债</b>	487	524	578	634
短期借款	45	42	46	49
应付票据及应付账款	201	254	300	353
其他	240	228	232	232
<b>非流动负债</b>	120	91	95	99
长期借款	0	0	0	0
其他	120	91	95	99
<b>负债合计</b>	606	615	674	733
股本	248	250	250	250
资本公积	769	769	769	769
未分配利润	933	1072	1291	1545
少数股东权益	4	2	-0	-3
<b>股东权益合计</b>	2070	2232	2477	2763
<b>负债及权益合计</b>	2676	2847	3151	3496

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	222	241	316	383
折旧和摊销	43	53	54	55
资产减值准备	0	1	1	1
资产处置损失	0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-35	-16	-5	-3
财务费用	-32	-46	-31	-37
投资损失	-4	-4	-4	-4
少数股东损益	-2	-2	-2	-3
营运资金的变动	-23	12	3	6
<b>经营活动产生现金流量</b>	192	394	312	386
<b>投资活动产生现金流量</b>	-459	389	-43	-43
<b>融资活动产生现金流量</b>	-134	-39	-32	-53
现金净变动	-401	745	237	290
现金的期初余额	1252	851	1596	1833
现金的期末余额	851	1596	1833	2123

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1525	1962	2401	2841
营业成本	1103	1425	1693	1978
税金及附加	10	13	16	19
销售费用	87	118	146	185
管理费用	110	162	176	206
研发费用	8	10	9	10
财务费用	-32	-46	-31	-37
其他收益	4	4	4	4
投资收益	4	4	4	4
公允价值变动收益	35	16	5	3
信用减值损失	-2	-1	-1	-1
资产减值损失	0	-0	-0	-0
资产处置收益	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	280	302	402	489
营业外收入	19	20	19	19
营业外支出	8	5	5	6
<b>利润总额</b>	290	318	416	503
所得税	70	78	102	123
净利润	220	240	314	380
少数股东损益	-2	-2	-2	-3
<b>归属母公司净利润</b>	222	241	316	383
<b>EPS(元)</b>	0.89	0.96	1.26	1.53

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	10.9%	28.7%	22.3%	18.3%
营业利润增长率	-30.3%	8.0%	32.9%	21.7%
归母净利润增长率	-29.2%	8.5%	31.0%	21.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	27.7%	27.4%	29.5%	30.4%
归母净利率	14.6%	12.3%	13.2%	13.5%
ROE	10.8%	10.8%	12.8%	13.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.7%	21.6%	21.4%	21.0%
流动比率	2.53	3.67	3.84	4.04
速动比率	2.36	3.48	3.63	3.82
<b>营运能力</b>				
资产周转率	58.6%	71.1%	80.1%	85.5%
应收帐款周转率	1829.8%	1897.4%	1899.8%	1857.4%
存货周转率	1497.1%	1579.3%	1581.8%	1543.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.89	0.96	1.26	1.53
每股经营现金	0.77	1.58	1.25	1.54
每股净资产	8.26	8.92	9.90	11.06
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	36	33	25	21
PB	3.9	3.6	3.2	2.9



## 分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn