

巴比食品 (605338.SH)

买入 (维持评级)

内生增长边际转好, 外延发展更进一步

事件: 公司发布 2023 年年报, 全年实现营业收入 16.30 亿元, 同比+6.89%, 归母净利润 2.14 亿元, 同比-4.04%, 扣非归母净利润 1.78 亿元, 同比-3.8%; 其中 23Q4 实现营业收入 4.44 亿元, 同比+4.58%, 归母净利润 0.59 亿元, 同比-33.21%, 实现扣非归母净利润 0.56 亿元, 同比+19.25%。23 年公司逆势实现规模稳步提升。

▶ 特许加盟销售渠道持续加速, 湖南市场开放催化华南区域拓店发酵

渠道端: 公司 2023 全年特许加盟销售/直营门店销售/团餐销售收入分别为 12.52/0.27/3.30 亿元, 同比+9.95%/-16.59%/-0.63%, 其中团餐同比下降主要系 22 年公司参与上海保供带来较高基数; Q4 公司特许加盟销售/直营门店销售/团餐销售收入分别为 3.41/0.07/0.90 亿元, 同比+3.43%/+1.41%/+9.70%。**门店端:** 截止 2023 年, 加盟门店合计 5043 家, 净增 570 家, 其中新开店 1319 家, 闭店 749 家, 超预期完成开店 1000 家目标。23 年华东/华南/华中/华北分别净增 216/264/92/-2 家门店。单 Q4 净增 73 家 (开店 289 家, 闭店 216 家), 由于公司在 6 月份正式开放湖南省区域市场, 使得公司 23Q3/Q4 在华南区域分别净增门店 107/56 家, 较其他区域增长较快。

▶ 外延增长再迈进, 并购“蒸全味”强势布局苏北市场

公司于 23 年 9 月与南京本土优势早餐品牌“蒸全味”达成战略投资合作, 24 年 1 月签订股权转让协议, 公司将取得标的公司 51% 股权并将于 24 年第二季度并表。公司长期贯彻内生外延齐头并进的增长战略, 此次并购项目是继公司 22 年并购后第二次外延式投资, 前次投资后不到两年时间, 已在华中区域实现近亿元收入以及 803 家门店 (其中巴比品牌门店 550 家)。我们认为此次并购一方面可夯实公司在南京等苏北市场的布局及市占率, 另一方面可提升公司南京工厂产能利用率, 拉高生产经营效率, 强化公司本埠华东市场的核心竞争力。

▶ 加盟门店平均收入短期承压, 持续优化单店模型推动业务发展

公司 2023 年度加盟门店平均收入为 24.82 万元, 同比-2.48%, 推测主要系: 1) 新开门店较多拉低平均收入; 2) 新拓区域快速拓店, 但店效低于传统优势市场。此外, 终端消费者需求仍在持续恢复中, 公司有望通过加快拓店速度对冲单店收入的下降。公司进一步推进门店精细化管理, 优化与加盟商沟通机制。同时公司将持续优化产品结构以及店型迭代, 增加不同时段产品以及全时段新店型, 以满足消费者多元化需求, 深度优化单店模型, 推动公司业务发展。

▶ 团餐承压拖累整体, 公允价值波动干扰归母净利润

公司 2023 年整体毛利率为 26.3%, 同比-1.4pcts, 扣非归母净利率 10.9%, 同比-1.21pcts; 分业务来看, 特许加盟业务/团餐业务/直营业务的毛利率分别为 26.97%/20.81%/59.93%, 同比-0.01/-5.51/-2.89pcts, 特许加盟业务毛利率较为稳健, 团餐业务承压, 主要系去年高基数因素影响, 因此拖累整体毛利率结构。公司公允价值变动收益为 1416.11 万元, 同比减少 2095.41 万元, 主要系公司持有东鹏饮料股份受二级市场波动造成。在不考虑公允价值变动的情况下, 我们预计 2024 年-2026 年公司归母净利润分别是 2.43/2.91/3.33 亿元。

▶ 产品矩阵不断丰富, 创新技术提升核心竞争力

公司深耕产品研发创新, 推出以面点为轴逾百种产品, 期内开发 60 余款新产品, 其中 31 款上市试销, 新 SKU 销售额同比增长 79%, 同时公司首创“煎包冷冻生胚技术”, 攻克行业技术难关, 彰显公司优异创新能力。此外通过自身生产渠道禀赋优势, 于 23 年 12 月推出 11 款预制菜产品, 未来有望为公司业绩贡献新增量。

▶ 盈利预测与投资建议

基于 2023 年业绩, 我们调整公司 24-25 年的盈利预测, 预计公司 24-26 年归母净利润分别为 2.43/2.91/3.33 亿元 (原预测值为 2.79/3.37 亿元), 对应当前股价 PE 分别为 18/15/13 倍。考虑到公司在细分市场中具备较强的市场地位, 合理给予其 24 年 25 倍 PE, 对应目标价 24.26 亿元, 维持买入评级。

▶ 风险提示

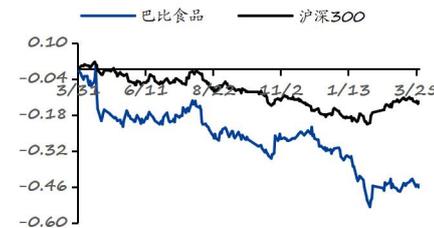
开店不及预期风险、原材料成本大幅变动、行业竞争加剧、食品安全风险

当前价格: 17.10 元
目标价格: 24.26 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	250.14/248.00
流通 A 股市值(百万元)	4,240.80
每股净资产(元)	8.81
资产负债率(%)	20.51
一年内最高/最低价(元)	32.05/13.60

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师: 童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、巴比食品 (605338.SH) 2023 年三季报点评: 门店拓展速度加快, 团餐业务改善——2023.10.27
- 2、【华福食品饮料】巴比食品 (605338.SH): 持续优化单店模型, 扩店及团餐发力全国——2023.08.24
- 3、【华福食品饮料】巴比食品 (605338.SH): 持续优化单店模型, 扩店及团餐发力全国——2023.08.18

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,525	1,630	1,928	2,220	2,503
增长率	11%	7%	18%	15%	13%
净利润 (百万元)	222	214	243	291	333
增长率	-29%	-4%	14%	20%	15%
EPS (元/股)	0.89	0.85	0.97	1.16	1.33
市盈率 (P/E)	19.2	20.0	17.6	14.7	12.8
市净率 (P/B)	2.1	1.9	1.5	1.4	1.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn