

巴比食品 (605338.SH)

“扩产+收购”双轮驱动，龙头加快全国布局

事件: 公司1月20日晚间公告签署对外投资合作协议。公司拟与王勇、王竹林、丁剑锋、陈向军4位自然人签署《投资合作协议》，通过新设目标公司后股权转让方式收购武汉“好礼客”、“早宜点”品牌相关全部资产，股权价值根据收购先决条件而定。

公司利用资本力量加快全国布局，开拓华中市场。 公司为优化产能布局、拓宽市场区域，拟通过收购整合武汉“好礼客”、“早宜点”品牌连锁门店。根据大众点评数据，“好礼客”约有280家门店，“早宜点”约有10余家门店，在武汉地区有一定的市场基础。通过收购，公司可以快速获得华中地区产能及门店网络，解决了异地扩张水土不服的问题。同时公司绑定了原公司的核心管理层，继续帮助目标公司拓展门店。

巴比食品提前介入目标公司管理改造，阶梯型交易估值方案合理。 目标公司成立后，巴比食品向其分期提供1000-1500万元的流动资金借款支持，同时负责目标公司的财务、门店管理、品控、法务工作的管理和决策。既可以帮扶、督促目标公司业务发展，又可以同时进行非上市公司的管理进行改造。公司设置四档阶梯式估值，目标公司股权价值区间为1400-4000万，假设按照最低门店数量要求，则收购方案对应单店估值约为3.8-5.5万元/店，收购成本合理。

展望未来：“扩产+收购”双轮驱动，行业龙头发力扩大市场份额。 公司加快产能布局，建设南京生产基地。南京生产基地投产后，公司产能规模进一步提高，覆盖区域进一步延伸，有利于公司在华东地区加密门店，提高公司盈利能力，保持行业领先地位。公司在华东地区已经具备规模及品牌优势、先发优势，产能释放后门店扩张有望加快，是贡献利润增长的主要来源。此外，公司拟以自有资金5000万参与股权投资基金，或将继续通过收购方式进行横向整合。疫情使得小品牌生存愈加艰难，行业龙头发力扩大市场份额。

盈利预测: 考虑收购目标公司或将在2022年5月份并表，且南京生产基地预计2022年底投产，对2021年经营没有明显影响。预计公司2020/21/22年收入分别为9.4/12.0/14.3亿元，归母净利润分别为1.3/1.9/2.5亿元，分别同比-16.3%/+46.9%/+31.5%；当前市值对应PE分别为75.2/51.2/39.0倍。公司策略发生积极转变，中长期角度有利于公司市场份额提升，盈利能力可期，我们上调公司至“买入”评级。

风险提示: 食品安全风险、收购整合不及预期、加盟商管理及品牌仿冒风险、原材料价格波动。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	990	1,064	939	1,196	1,431
增长率 yoy (%)	14.3	7.4	-11.7	27.4	19.6
归母净利润(百万元)	143	155	130	190	250
增长率 yoy (%)	27.4	7.9	-16.3	46.9	31.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.58	0.62	0.52	0.77	1.01
净资产收益率(%)	24.1	21.5	7.9	10.5	12.2
P/E(倍)	68.0	63.0	75.2	51.2	39.0
P/B(倍)	16.44	13.63	5.97	5.38	4.76

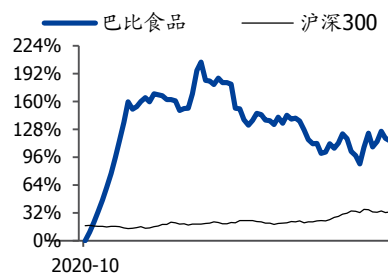
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(调高)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
最新收盘价	39.30
总市值(百万元)	9,746.40
总股本(百万股)	248.00
其中自由流通股(%)	25.00
30日日均成交量(百万股)	2.67

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号: S0680520030004

邮箱: shenyang@gszq.com

相关研究

1、《巴比食品(605338.SH):“小包子”大舞台,匠心巴比再启航》2020-11-09



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	544	625	1600	1839	1990
现金	458	487	1533	1715	1900
应收票据及应收账款	42	46	33	63	56
其他应收款	2	3	2	4	3
预付账款	8	3	6	7	8
存货	32	80	19	44	17
其他流动资产	3	7	7	7	7
非流动资产	299	342	242	284	317
长期投资	0	0	-0	-1	-1
固定资产	218	208	183	206	237
无形资产	39	37	35	32	29
其他非流动资产	42	96	24	47	52
资产总计	843	967	1842	2123	2307
流动负债	224	226	183	286	235
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	86	93	76	128	107
其他流动负债	138	133	107	159	127
非流动负债	26	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	25	25	25	25
负债合计	250	252	208	312	260
少数股东权益	1	1	0	-0	-1
股本	186	186	248	248	248
资本公积	88	87	814	814	814
留存收益	319	442	545	697	896
归属母公司股东权益	593	715	1633	1812	2048
负债和股东权益	843	967	1842	2123	2307

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	136	111	161	216	211
净利润	143	154	129	190	249
折旧摊销	26	25	20	23	27
财务费用	-17	-16	-16	-42	-47
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-13	-52	28	46	-18
其他经营现金流	-2	1	0	0	0
投资活动现金流	-7	-100	80	-65	-58
资本支出	25	63	-100	43	33
长期投资	-0	-55	0	0	0
其他投资现金流	18	-92	-19	-21	-25
筹资活动现金流	-23	-37	805	30	32
短期借款	-10	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	62	0	0
资本公积增加	-0	-1	727	0	0
其他筹资现金流	-13	-36	16	30	32
现金净增加额	106	-26	1046	182	185

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	990	1064	939	1196	1431
营业成本	660	712	647	793	909
营业税金及附加	8	6	6	8	10
营业费用	87	96	83	111	136
管理费用	73	76	66	85	100
研发费用	4	5	4	5	6
财务费用	-17	-16	-16	-42	-47
资产减值损失	-0	-0	-0	-0	-0
其他收益	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	178	189	154	238	319
营业外收入	12	21	20	20	20
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	189	208	172	256	337
所得税	46	54	43	67	88
净利润	143	154	129	190	249
少数股东损益	-0	-1	-0	-1	-1
归属母公司净利润	143	155	130	190	250
EBITDA	204	221	167	238	318
EPS (元)	0.58	0.62	0.52	0.77	1.01

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.3	7.4	-11.7	27.4	19.6
营业利润(%)	23.6	6.6	-18.5	54.6	33.8
归属于母公司净利润(%)	27.4	7.9	-16.3	46.9	31.5
获利能力					
毛利率(%)	33.3	33.1	31.1	33.7	36.4
净利率(%)	14.5	14.5	13.8	15.9	17.5
ROE(%)	24.1	21.5	7.9	10.5	12.2
ROIC(%)	21.8	19.7	6.7	8.7	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	29.6	26.0	11.3	14.7	11.3
净负债比率(%)	-73.1	-65.0	-92.5	-93.4	-91.8
流动比率	2.4	2.8	8.8	6.4	8.5
速动比率	2.2	2.4	8.6	6.2	8.3
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	25.3	24.3	24.0	25.0	24.0
应付账款周转率	7.4	7.9	7.7	7.8	7.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.62	0.52	0.77	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.45	0.65	0.87	0.85
每股净资产(最新摊薄)	2.39	2.88	6.59	7.31	8.26
估值比率					
P/E	68.0	63.0	75.2	51.2	39.0
P/B	16.4	13.6	6.0	5.4	4.8
EV/EBITDA	45.6	42.0	49.2	33.8	24.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、借助资本力量收购整合，扩展布局华中市场	4
1.1 交易对方：绑定核心管理团队	4
1.2 交易方案：提前介入管理、估值方式合理	4
二、展望未来：“扩产+收购”双轮驱动，加快区域扩张	5
三、盈利预测	7
四、风险提示	7

图表目录

图表 1: 交易对方包含核心管理团队	4
图表 2: 公司收购先决条件及估值方式	5
图表 3: 巴比食品门店区域分布	6
图表 4: 分区域收入构成(2019年)	6
图表 5: 公司生产基地产能及产能利用率	6

一、借助资本力量收购整合，扩展布局华中市场

1.1 交易对方：绑定核心管理团队

公司交易对方为王勇、王竹林、丁剑锋、陈向军四位自然人。企查查数据显示，交易对方中王竹林、丁剑锋分别持有武汉中拾 90%、10% 的股份，武汉中拾成立于 2019 年 5 月，经营范围包括预包装食品兼散装食品(含冷藏冷冻食品)生产及销售等。“好礼客”、“早宜点”连锁品牌在武汉地区有一定的市场基础，根据大众点评数据，“好礼客”约有 280 家门店，“早宜点”约有 10 余家门店。

图表 1: 交易对方包含核心管理团队

交易对方	简介
王勇	2020 年开始参与“好礼客”、“早宜点”品牌相关业务的管理工作，无对外投资。
王竹林	最近三年主要从事“好礼客”、“早宜点”品牌业务的市场运营工作， <u>任市场总监</u> 。持有武汉中拾 90% 的股份，为实际控制人。
丁剑锋	最近三年主要从事“好礼客”、“早宜点”品牌业务的生产、市场运营工作， <u>先后担任生产经理、市场部总监等职务</u> 。持有武汉中拾 10% 的股份。
陈向军	最近三年主要从事“好礼客”、“早宜点”品牌业务的采购、后勤、生产工作， <u>先后担任采购总监、生产总监等职务</u> 。无对外投资。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 交易方案：提前介入管理、估值方式合理

此次对外投资合作协议涉及的主要交易步骤和内容包括：

- 1) 设立目标公司及资产注入：**由交易对方设立目标公司，并于目标公司设立 3 个月内，将其运营的“好礼客”、“早宜点”品牌相关全部资产及业务重组注入目标公司。商标转让给目标公司后，巴比食品向交易对方支付定金 500 万元，其中向王勇、王竹林、丁剑锋、陈向军分别支付 375 万元、50 万元、50 万元、25 万元。
- 2) 股权转让：**自目标公司正式运营满 12 个月，并达到收购先决条件后，巴比食品将受让目标公司 70% 股权或通过增资取得不低于 70% 股权。
- 3) 财务资助：**鉴于目标公司运营的流动资金需求，巴比食品将根据目标公司门店拓展进度的实际需要，向目标公司分期提供 1000-1500 万元的流动资金借款支持，借款支持时间为一年。
- 4) 目标公司管理：**第一阶段 500 万付款完成后，由巴比食品负责目标公司的财务、门店管理、品控、法务工作的管理和决策；交易对方继续负责目标公司的业务拓展、加盟门店维护、采购、生产、人力资源、销售、物流等工作。目标公司在武汉地区拓展的“巴比”门店与中饮巴比餐饮管理(上海)有限公司签订特许经营合同，由目标公司供货。

通过收购获得华中地区产能、门店市场基础，绑定核心管理层。公司收购整合获得在华中地区的工厂产能、门店网络，解决了异地扩张口味和品类水土不服的问题。同时公司绑定了原公司的核心管理层，继续帮助目标公司拓展门店。在收购先决条件中还规定了新拓展门店中巴比品牌门店数量，体现出公司树立巴比品牌形象为后续加快华中其他市场扩展做准备。

巴比食品提前介入目标公司管理改造，阶梯型交易估值方案合理。目标公司成立后，公司一方面绑定核心管理层继续负责业务拓展、加盟门店维护、采购生产等工作；另一方

面向目标公司提供财务资助，并负责目标公司财务、门店管理、品控及法务工作。通过双方协作，既可以督促目标公司业务发展，又可以同时对目标公司非上市公司的管理进行改造。

公司设置四档阶梯式估值，目标公司股权价值区间为 1400-4000 万。假设按照最低门店数量要求，则收购方案对应单店估值约为 3.8-5.5 万元/店，收购成本合理。考虑到“好礼客”、“早宜点”品牌目前门店数量约 200-300 家，我们预计最终交易估值落在 B 或 C 两档可能性最大。

图表 2: 公司收购先决条件及估值方式

正式运营满 12 个月后同时满足:	A	B	C	D
1、 加盟门店数量	≥ 730 家	≥ 680 家	≥ 550 家	≥ 400 家
其中: 巴比加盟门店数	≥ 180 家	≥ 150 家	≥ 100 家	≥ 50 家
2、 最近 12 个月的估值销售额合计	≥ 8300 万元	≥ 7500 万元	≥ 6500 万元	≥ 3800 万元
其中: 巴比估值销售额	≥ 2000 万元	≥ 1500 万元		
3、 累计扣非后净利润	> 0	> 0	> 0	> 0
最近 12 个月主营产品平均毛利率	≥ 18%	≥ 16%	≥ 16%	≥ 16%
4、 目标公司自成立之日起即规范运营				
目标公司全部股权估值	4000 万元	3500 万元	3000 万元	估值销售额*估值系数 0.4
单店估值(万元/店)	5.5	5.1	5.5	3.8
最低单店销售额(万元/店/年)	11.4	11.0	11.8	9.5

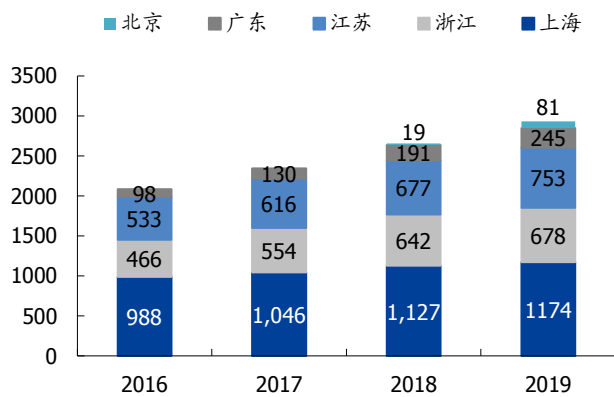
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理计算

二、展望未来: “扩产+收购” 双轮驱动, 加快区域扩张

加快产能布局, 建设南京生产基地。1月20日晚间公司同时公告, 经综合考虑所处行业情况、市场形势及公司战略、未来发展规划等因素, 为提高募集资金使用效率, 变更部分募集资金用途投资至新项目“巴比食品南京智能制造中心一期项目”。根据《南京智能制造中心一期项目可行性研究报告》, 该生产基地拟投资 3.03 亿元, 拟投入募集资金为 2.78 亿元, 预计项目建设期为 2 年, 项目建成后投产, 预计第 5 年达产。南京生产基地将具备年产面点类包子馒头类产品 18,550.31 万个、面点类预包装产品 1,152.29 万袋以及生馅 12,973.75 吨、熟馅 9,867.09 吨的生产能力。

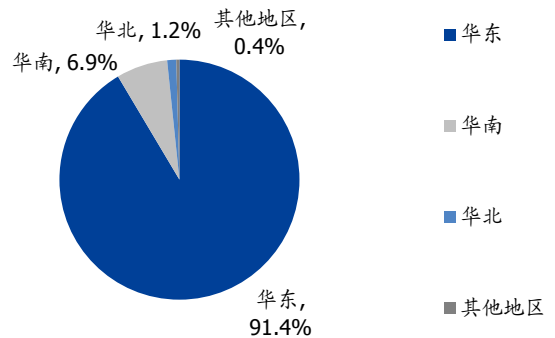
南京生产基地投产后有望缓解华东地区产能紧张, 继续加密华东市场。公司深耕华东, 2019 年华东地区门店、收入占比均达到 90% 左右。2019 年公司拥有 2931 家门店, 其中上海、江苏、浙江分别有 1174、753、678 家门店。公司在上海市场开店接近饱和, 我们预计公司在上海市场市占率约 30%, 未来在江苏、浙江市场扩展、加密空间大。公司 2014 年投资 4.5 亿在上海建设车墩镇生产基地, 2017 年投产并引入 SAP 管理模式, 目前上海地区产能利用率超过 100%。南京生产基地投产后, 公司产能规模进一步提高, 覆盖区域进一步延伸, 有利于公司在华东地区加密门店, 提高公司盈利能力, 保持行业领先地位。我们认为公司在华东地区已经具备规模及品牌优势、先发优势, 产能释放后门店扩张有望加快, 是贡献利润增长的主要来源。

图表3: 巴比食品门店区域分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 分区域收入构成(2019年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 公司生产基地产能及产能利用率

	2016	2017	2018	2019
上海工厂				
产能(吨)				
成品类	14,574	24,507	24,507	24,507
馅料类	15,000	19,250	19,250	19,250
产能利用率				
成品类	144.3%	107.6%	122.1%	136.0%
馅料类	137.1%	119.7%	127.4%	134.0%
广州工厂				
产能(吨)				
成品类	4,112	4,112	4,112	5,764
馅料类	1,610	1,610	1,610	2,448
产能利用率				
成品类	57.8%	62.8%	60.9%	51.4%
馅料类	75.1%	89.9%	105.3%	80.3%
天津工厂				
产能(吨)				
成品类				8,200
馅料类				3,220
产能利用率				
成品类				--
馅料类				1.8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

参与股权投资基金, 或将继续通过收购方式进行横向整合。1月20日晚间公司公告, 拟参与投资泰瑞加华(天津)股权投资基金, 以自有资金认缴泰瑞加华5000万元的出资份额。“泰瑞加华”拟募集资金上限为50亿元, 投资领域为大消费与现代服务。公司希望能够借助合作方的资源、投资管理经验, 提高投资的专业性和成功率, 提升投资能力, 减少公司投资风险, 实现一定的资本增值收益。

疫情使得小品牌生存愈加艰难，行业龙头发力扩大市场份额。疫情常态化情况下，不具备供应链、管理优势的小品牌生存日益艰难，心态或发生变化。公司作为行业龙头，上市后资本实力增强，通过“扩产+收购”双轮驱动，加快巴比品牌全国化布局，扩大市场份额。

三、盈利预测

考虑收购目标公司或将在2022年5月份并表，且南京生产基地预计2022年底投产，对2021年经营没有明显影响。我们保守假设按照方案C最低要求并表（目标公司门店数量达到550家，其中巴比门店数量达到100家）并表，则预计新增并表收入3800万元，毛利608万元。考虑目标公司或投入较大市场费用和整改费用，且公司要求扣非后净利润为正，预计对2022年业绩增厚不明显。

由于2021年疫情反复，我们略调低2021年展店进展及盈利预测。预计公司2020/21/22年收入分别为9.4/12.0/14.3亿元（原预测分别为9.6/12.2/14.2亿元）。我们预计2020/21/22年归母净利润分别为1.3/1.9/2.5亿元（原预测分别为1.4/2.0/2.4亿元），分别同比-16.3%/+46.9%/+31.5%；当前市值对应PE分别为75.2/51.2/39.0倍。

但是值得注意的是，公司策略发生积极转变，“扩产+收购”加快门店扩张，中长期角度有利于公司市场份额提升，盈利能力可期，我们上调公司评级至“买入”。

四、风险提示

食品安全风险。如公司在采购、加工、配送、销售过程中任一环节出现疏忽，可能发生食品安全问题，将损害公司品牌形象进而影响公司销售业绩。

收购整合不及预期。如果此次及以后收购标的未达到公司先决条件，或整合不好仍有亏损，则对公司业绩产生不利影响。

加盟商管理及品牌仿冒风险。公司90%左右主营业务收入来自于加盟模式，如果加盟商在日常经营中未严格遵守公司管理要求，将对公司经营效益、品牌形象产生不利影响。此外公司品牌影响力不断扩大，如若公司产生和品牌被大量仿冒，将对公司形象产生不利影响。

原材料价格波动。公司生产经营所用原材料波动对公司生产成本影响较大，如果公司无法采取有效措施，会对经营业绩产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com