

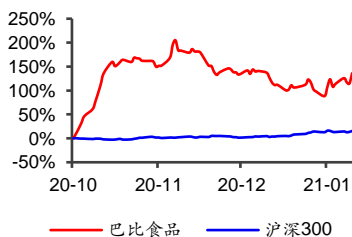


## 省外收购，加快异地扩张步伐

投资评级：买入（上调）

报告日期：	2021-01-21
收盘价（元）	43.23
近 12 个月最高/最低（元）	56.67/33.81
总股本（百万股）	248
流通股本（百万股）	62
流通股比例（%）	25
总市值（亿元）	107
流通市值（亿元）	27

公司与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：余璇

执业证书号：S0010119070016

邮箱：yuxuan@hazq.com

### 相关报告

《华安证券\_公司研究\_首次覆盖\_巴比食品(605338.SH)：中式早餐工业化，加盟连锁滚雪球\_20201207》

### 事件：

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》，约定由交易对方（或交易对方设立的主体）设立目标公司，自设立的目标公司正式运营满 12 个月（自目标公司设立的第四个月起为开始正式运营时间），并达到协议约定的收购先决条件后，公司依据协议约定的条件通过受让股权或受让股权+增资方式实现持有目标公司 70% 的股权，目标公司将被注入武汉早点品牌“好礼客”“早宜点”的资产和业务。

### 主要观点：

公司与武汉当地品牌合作，首次踏入华中市场，减少了新市场开拓的品牌和口味差异的阻碍。根据大众点评，好礼客在武汉拥有 279 家门店，早宜店拥有 13 家门店，此次参与协议的合作方是成熟的早餐连锁店经营者。合作方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，巴比负责目标公司的财务、门店管理、品控、法务工作，并向目标公司分期提供不低于 1000 万元、不超过 1500 万元的流动资金借款支持，双方发挥优势互补。通过合作，巴比可一定程度扭转异地扩张中与当地早点品牌竞争的知名度和信任度劣势，了解市场的口味差异，在与合作方的交流中更深入地了解华中市场情况。

方案针对门店数量做出明确条件，或可激励新设公司增加加盟店数量。根据目标公司成立 12 个月后的销售额、开店数量、毛利率，具体估值方案设计成了四种，其中最高档和最低档分别要求开店数量不低于 730、400 家。以估值金额和门店数量计算，平均每家店铺支付 3.8-5.5 万元，交易对价较为合理。

与之前华北和华南的自主扩张不同，此次收购型扩张或可为公司全国化扩张提供新模式。过去公司在华北和华南的扩张以自己招募加盟商为主，此种方式进展较为缓慢，且需要直面当地品牌的激烈竞争，通过长时间的积累才能在当地站稳脚跟。若此次收购扩张模式能够成功，则公司可在全国其他区域内复制此模式，利用资本力量更加快速的形成全国化。

### 投资建议

公司经营早餐加盟连锁门店，提供成品或半成品的馅料、面团，是中式早餐工业化的先行者，加盟店由华东向华北、华南拓展，未来有望实现全国化。公司多年积累已经形成一套成熟完善的加盟体系，目前加盟店数量达到 2915 家，单店模式可复制，速冻食品可增加单店营收，公司在加速拓店形成全国化连锁经营方面具有较大潜力，此次对外收购扩张将为公司异地扩张提供新思路，缓解以往异地拓店时面临的品牌知名度和口感差异的阻碍；团餐业务空间广阔，有望成为新发展点。预计 2020-2022 年，公司营收分别为 9.52/12.53/16.11 亿元，同比增长-10%/32%/29%，

净利润分别为 1.41/2.05/2.60 亿元，同比增长-9%/46%/27%，EPS 分别为 0.57/0.83/1.05，对应 PE 分别为 76/52/41。上调评级至“买入”。

#### 风险提示

原材料价格波动，食品质量控制，开店不及预期的风险。

#### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,064	952	1,253	1,611
收入同比(%)	7%	-10%	32%	29%
归属母公司净利润	155	141	205	260
净利润同比(%)	8%	-9%	46%	27%
毛利率(%)	33.1%	32.0%	34.8%	35.3%
ROE(%)	21.5%	8.6%	11.1%	12.3%
每股收益(元)	0.62	0.57	0.83	1.05
P/E	69	76	52	41
P/B	15	7	6	5
EV/EBITDA	0	53	36	27

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	625	1,504	1,643	1,862	<b>营业收入</b>	1,064	952	1,253	1,611
现金	487	1,426	1,544	1,730	营业成本	712	648	817	1,042
应收账款	48	32	41	57	营业税金及附加	6	5	6	8
其他应收款	2	3	3	4	销售费用	96	79	113	145
预付账款	3	4	5	6	管理费用	76	68	90	115
存货	80	36	45	57	财务费用	(16)	(27)	(34)	(35)
其他流动资产	4	2	5	8	资产减值损失	(0)	0	0	0
<b>非流动资产</b>	342	374	460	557	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	3	1
固定资产	208	244	286	323	<b>营业利润</b>	189	181	264	337
无形资产	37	53	67	78	营业外收入	21	12	13	14
其他非流动资产	96	76	108	156	营业外支出	2	1	1	1
<b>资产总计</b>	967	1,878	2,104	2,420	<b>利润总额</b>	208	192	276	350
<b>流动负债</b>	226	212	224	271	所得税	54	51	71	90
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	154	141	205	260
应付账款	93	80	67	86	少数股东损益	(1)	0	0	0
其他流动负债	133	132	157	186	<b>归属母公司净利润</b>	155	141	205	260
<b>非流动负债</b>	25	21	29	38	<b>EBITDA</b>	198	174	255	332
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.62	0.57	0.83	1.05
其他非流动负债	25	21	29	38					
<b>负债合计</b>	252	233	253	309					
少数股东权益	1	1	1	1	<b>主要财务比率</b>				
股本	186	248	248	248	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
资本公积	87	814	814	814	<b>成长能力</b>				
留存收益	442	582	788	1,047	营业收入	7.45%	-10.49%	31.53%	28.63%
归属母公司股东权益	715	1,644	1,849	2,109	营业利润	6.57%	-4.12%	45.63%	27.42%
<b>负债和股东权益</b>	967	1,878	2,104	2,420	归属于母公司净利润	7.93%	-9.11%	45.98%	26.51%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	33.11%	31.97%	34.80%	35.33%
					净利率(%)	14.54%	14.77%	16.39%	16.12%
					ROE(%)	21.52%	8.56%	11.10%	12.32%
					ROIC(%)	124.51%	63.11%	90.91%	92.40%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	26.03%	12.41%	12.05%	12.78%
					净负债比率(%)	-33.15%	-71.41%	-	-
					流动比率	2.76	7.09	7.33	6.86
					速动比率	2.41	6.92	7.13	6.65
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.18	0.67	0.63	0.71
					应收账款周转率	24.34	25.63	37.70	35.52
					应付账款周转率	11.88	11.02	17.04	21.09
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.62	0.57	0.83	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.78	0.64	0.92
					每股净资产(最新摊薄)	2.88	6.63	7.46	8.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	69.3	76.2	52.2	41.3
					P/B	15.0	6.5	5.8	5.1
					EV/EBITDA	0.00	53.19	35.77	26.78

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十三年食品饮料研究经验。

联系人 余璇：华安证券食品饮料研究员，两年研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。