巴比食品(605338)

报告日期：2021 年 4 月 27 日

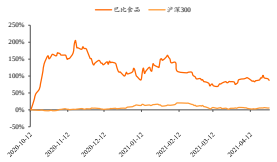
盈利能力保持稳健，收入环比改善

——巴比食品 2020 年业绩点评

分析师：分析师：马莉　执业证书编号：S1230520010003
联系人：杨骥、张潇倩
qiuguanhua@stocke.com.cn；

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	¥34.26

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.19
4Q/2020	0.29



公司简介

公司从事中式面点速冻食品的研发、生产与销售，是一家“连锁门店销售为主，团体供餐销售为辅”的中式面点速冻食品制造企业。

《巴比食品动态点评：拟通过收购加速全国化布局，部分募集资金用途变更》（20210120）

《巴比食品深度报告：中式速冻面点领军企业，拥有较强门店复制扩张能力》（20201023）

事件

公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现收入及归母净利润 9.75、1.75 亿元，分别同比变动-8.35%、13.41%，其中 2020Q4 公司实现收入及归母净利润 3.19、0.72 亿元，分别同比变动 9.39%、72.34%。

点评

❑ 2020 年业绩环比改善趋势显著， 团餐收入占比提升显著

2020 年公司实现-8.35%的收入增速，其中 2020Q1-3、2020Q3、2020Q4 收入增速分别为-15.06%、3.79%、9.39%，下半年环比改善趋势显著，综合来看，2020 年公司实现-8.35%的收入增速：

1）产品方面：2020 年食品类收入 8.60 亿元（占总收入比 88.23%），面点类/馅料类/外购食品类/包装及辅料/服务费收入分别 3.06、2.93、2.61、0.75、0.39 亿元（占总收入比 31.41%、30.05%、26.77%、7.73%、3.95%），其中面点类收入占比较 2019 年上升 1.24 个百分点。

2）渠道方面：2020 年特许加盟、直营门店、团餐渠道收入分别为 8.13、0.12、1.33 亿元，其中团餐收入同比增长 16.91%，收入占比较去年同期提升 2.95 个百分点至 13.67%；特许加盟店、直营门店收入较去年同期下降 11.48%、26.32%，主因：1）上半年受疫情影响，门店营业天数比上年同期减少，各地常驻人员减少导致线下消费频率减少；2）为减轻疫情对加盟商的影响，公司给予门店减免管理费及促销支持，加盟管理收费减少，自三季度开始，门店营业恢复正常，开店速度加快，下半年营业收入超过上年同期。

3）地区方面：2020 年华东、华南、华北地区实现收入 8.87、0.69、0.14 亿元，收入占比分别为 90.97%、7.12%、1.48%，其中华南、华北地区收入占比较 19 年略微提升；华东、华南、华北地区加盟店数量分别为 2735、269、85 家，较去年同期新增 174 家门店。

❑ 单店收入增速下降，预计展店速度逐季改善

1）单店收入方面：2020 年公司同店收入增速下降 16.5%，其中特许加盟店收入较去年同期下降 16.5%至 26.3 万元/家，主因上半年受疫情影响，经营天数减少；直营店收入较去年同期下降 30.7%至 72.70 万元/家，主因长时间在防疫管控区域；

2）展店速度方面：报告期内加盟门店新增数量少于往年，主因：1）受疫情影响，意向加盟商搁置开店计划；2）因疫情防控，少数门店所处区域受限制时间长达一年，部分门店被迫停业退盟；3）门店拆迁/不续租；4）加盟商个人原因。从季度展店速度来看，预计下半年展店速度快于上半年，实现环比提升。

❑ 盈利能力整体保持稳健，费用率稳步下降

2020 年、2020Q4 公司归母净利润增速分别为 13.41%、72.34%，盈利能力表现稳定：

1）毛利率方面：2020 年公司毛利率同比下降 5.21 个百分点至 27.90%，主因执行新收入准则，剔除运杂费影响，2020 年度主营业务毛利率比上年降低 1.31%，主要影响因素系原材料价格上涨（豆油等）；产量减少导致单位固定成本增加（面点、馅料等成本同比增长）；

2）净利率方面：受益于费用率下降，2020 年净利率同比增加 3.49 个百分点至 17.96%；

3）费用率方面： 2020 年公司期间费用率下降 5.29 个百分点至 9.82%，具体来看，销售、管理、财务费用率分别较去年同期变动下降 4.10、0.34、0.83 个百分点至 4.91%、6.78%、-2.31%，其中销售费用率下降原因为：1）会计政策变更——将运杂费从销售费用科目移至成本科目，剔除此影响，销售费用同比下降 10.19%；2）开店较少导致物业及门店装修补贴同比下降 12.3%。

4）经营性现金流量净额方面：经营性现金流量净额较上期增加 124.62%，主要系报告期内：耗用上年为应对原材料涨价风险储备的存货较多，购买商品、接受劳务支付的现金减少；应交税款暂缓缴纳；社保费用阶段性减免、绩效薪酬减少导致为职工支付以及支付给职工的现金减少。

❑ 大空间好赛道，收购及较强门店复制扩张能力助力公司发展

公司通过较强的品牌力及管控力、丰富的产品矩阵、完备的信息化系统实现对串连中央厨房、冷链配送、终端管理等诸多环节的经营模式的支持，同时由于巴比加盟店具有“投入低、回本周期短、盈利能力强”的特点，加盟店退出率及退货率均处于极低水平显示其拥有较强的复制扩张能力，而产能的提升将进一步支持门店的拓展。另外，公司或将通过收购实现门店迅速扩张、全国化加速发展、盈利能力稳定提升（目前拟收购对象门店数量超 400 家）。考虑到公司所处行业拥有大空间特点，且处好赛道上，我们看好公司未来门店扩张带来的规模发展。

❑ 盈利预测及估值

考虑到连锁化率提升将推动速冻食品需求高增、公司加盟体系完善可复制性强、江浙沪成熟市场及华南华北地区均有较大发展潜力、公司产能处于扩张期，我们看好巴比食品未来发展。预计 2021-2023 年收入增速分别为 35.1%、26.9%、24.7%；归母净利润增速分别为 19.9%、20.9%、18.8%；EPS 分别为 0.8/1.0/1.2 元/股；PE 分别为 40/33/28 倍。

风险提示：国内疫情二次爆发；食品安全问题；加盟管理风险；原料价格波动风险。

财务摘要

（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	975	1317	1672	2084
(+/-)	-8.4%	35.1%	26.9%	24.7%
净利润	175	210	254	302
(+/-)	12.8%	19.9%	20.9%	18.8%
每股收益（元）	0.7	0.8	1.0	1.2
P/E	48.4	40.4	33.4	28.1

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1503	1690	1970	2352
现金	1399	1517	1722	2042
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	51	89	136	186
其它应收款	2	3	4	4
预付账款	8	8	10	14
存货	37	67	94	100
其他	6	5	6	6
非流动资产	488	518	586	632
金额资产类	0	7	2	3
长期投资	0	0	0	0
固定资产	203	265	323	373
无形资产	52	53	56	62
在建工程	156	149	151	137
其他	77	44	53	57
资产总计	1991	2207	2556	2984
流动负债	324	335	429	555
短期借款	0	0	0	0
应付款项	137	143	190	250
预收账款	0	1	1	1
其他	187	191	239	305
非流动负债	32	28	28	29
长期借款	0	0	0	0
其他	32	28	28	29
负债合计	356	363	458	584
少数股东权益	1	0	(0)	(1)
归属母公司股东权	1634	1844	2099	2401
负债和股东权益	1991	2207	2556	2984

现金流量表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	250	179	262	363
净利润	175	210	254	301
折旧摊销	27	21	26	31
财务费用	(23)	(22)	(24)	(28)
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	85	4	72	98
其它	(12)	(33)	(63)	(37)
投资活动现金流	(870)	(82)	(82)	(70)
资本支出	(98)	(70)	(80)	(60)
长期投资	0	(7)	5	(1)
其他	(772)	(5)	(7)	(9)
筹资活动现金流	747	22	24	28
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	747	22	24	28
现金净增加额	127	118	204	321

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	975	1317	1672	2084
营业成本	703	941	1189	1478
营业税金及附加	7	9	11	14
营业费用	48	72	95	125
管理费用	66	94	117	146
研发费用	4	6	7	9
财务费用	(23)	(22)	(24)	(28)
资产减值损失	1	0	0	1
公允价值变动损益	29	29	29	29
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	4	3	3	3
营业利润	204	251	310	373
营业外收支	29	29	29	29
利润总额	233	280	340	403
所得税	58	70	86	101
净利润	175	210	254	301
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(1)
归属母公司净利润	175	210	254	302
EBITDA	239	280	341	405
EPS（最新摊薄）	0.7	0.8	1.0	1.2

主要财务比率

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-8.4%	35.1%	26.9%	24.7%
营业利润	7.3%	23.1%	23.7%	20.2%
归属母公司净利润	12.8%	19.9%	20.9%	18.8%
获利能力				
毛利率	27.9%	28.6%	28.9%	29.1%
净利率	18.0%	15.9%	15.2%	14.5%
ROE	14.9%	12.1%	12.9%	13.4%
ROIC	9.7%	10.5%	11.2%	11.7%
偿债能力				
资产负债率	17.9%	16.4%	17.9%	19.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.6	5.0	4.6	4.2
速动比率	4.5	4.8	4.4	4.1
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8
应收帐款周转率	20.1	23.6	24.0	23.2
应付帐款周转率	6.1	6.7	7.1	6.7
每股指标(元)				
每股收益	0.7	0.8	1.0	1.2
每股经营现金	1.0	0.7	1.1	1.5
每股净资产	6.6	7.4	8.5	9.7
估值比率				
P/E	48.4	40.4	33.4	28.1
P/B	5.2	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA	33.3	24.9	19.9	15.9

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上；
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10%～+20%；
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%之间波动；
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%以上；
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层
北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼
深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02
邮政编码：200127
电话：(8621) 80108518
传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn