

## 公司研究

## 2020 下半年收入改善，继续关注加盟扩张

——巴比食品（605338.SH）2020 年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2020 年报，2020 年实现收入 9.75 亿元，同比下降 8.35%，归母净利润 1.75 亿元，同比增长 13.41%，扣非归母净利润 1.29 亿元，同比下降 5.98%。Q4 单季收入 3.19 亿元，同比增长 9.39%，归母净利润 0.72 亿元，同比增长 72.34%。

**团餐业务占比提升，下半年收入逐季改善。**1) 2020 年特许加盟/直营门店/团餐渠道分别实现收入 8.13/0.12/1.33 亿元，同比-11.48%/-26.32%/+16.91%。今年上半年受疫情影响，门店营业天数及各地常驻人员减少，导致线下消费频率降低，另外疫情期间公司对门店减免管理费并提供促销支持，导致加盟管理费用同比下降。下半年以来伴随门店营业恢复正常，开店速度加快，收入同比增加。团餐业务下半年恢复较快，2020 年收入占比达到 13.67%，同比提升 2.95pct。2) 分季度来看，2020 上半年收入同比下滑 26.45%，Q3/Q4 收入分别同比+3.79%/+9.39%，下半年收入增速环比明显改善。

**疫情影响门店拓展及单店收入。**1) 2020 年特许加盟销售门店净增 174 家，主要因疫情影响加盟商开店计划，新增门店数量少于往年，估计下半年展店速度有所加快。同时因疫情防控，道路小区封锁时间较长，部分门店被迫停业退盟。2) 特许加盟单店收入同比下降 16.5%，主要因门店营业天数减少。直营门店收入同比大幅下降 30.65%，主要由于营业天数减少且部分门店处于疫情防控区域。

**毛利率略有下滑，公允价值变动及政府补助推动利润增加。**1) 公司 20 年毛利率 27.86%，同比下降 8.3pct，主要系 2020 年执行新收入准则，若剔除该影响，毛利率同比下降 1.31pct，主要因原材料价格上涨、产量减少导致单位固定成本增加。2) 20 年销售费用率 4.91%，同比大幅下降 4.08pct，若剔除收入准则影响，同比下降 0.18pct，主要因门店装修补贴减少。管理费用率 6.78%，同比降低 0.34pct。3) 受益于费用率下降，20 年净利率 17.96%，同比提升 3.49pct。公司 20 年公允价值变动收益 2870 万元，叠加政府补助增加，Q4 归母净利润 0.72 亿元，同比提升 72.34%，全年来看归母净利同比增长 13.41%。

**盈利预测、估值与评级：**公司品类兼具早餐+冻品两大属性，处优质赛道。加盟模式具备可复制性，上海市智能化厂房（计划 21 年 5 月投产）及南京智能制造中心项目将进一步支持门店拓展。公司同时收购好礼客、早宜点等地方连锁品牌，扩大区域布局，团餐渠道发展也将继续贡献增量。上调 2021-22 年净利润预测至 2.03/2.38 亿元（较前次预测+7.9%/+5.0%），新增 23 年净利润预测为 2.77 亿元，对应 EPS 分别为 0.82/0.96/1.12 元，当前股价对应 PE 为 46/39/34 倍。

**风险提示：**单店收入下滑，门店拓展不及预期，食品安全风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,064	975	1,275	1,539	1,819
营业收入增长率	7.45%	-8.35%	30.72%	20.77%	18.15%
净利润（百万元）	155	175	203	238	277
净利润增长率	7.93%	13.41%	15.59%	17.50%	16.24%
EPS（元）	0.83	0.71	0.82	0.96	1.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.64%	10.74%	11.28%	11.71%	11.98%
P/E	45	53	46	39	34
P/B	9.8	5.7	5.2	4.6	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-28

注：2019 年末总股本为 1.86 亿股，2020 年因 IPO 致总股本增加至 2.48 亿股。

当前价：37.69 元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

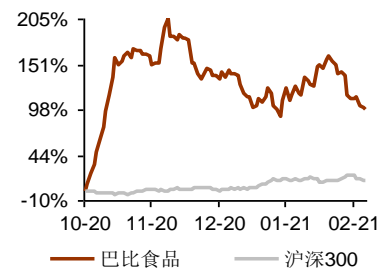
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.48
总市值(亿元)	93.47
一年最低/最高(元)	15.26/56.67
近 3 月换手率	62.52%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.88	-17.37	104.90
绝对	12.71	-16.54	105.73

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩符合预期，期待成长提速——巴比食品（605338.SH）2020 年三季报点评（2020-10-22）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,064	975	1,275	1,539	1,819
营业成本	712	703	903	1,092	1,292
折旧和摊销	22	23	21	27	35
税金及附加	6	7	9	10	12
销售费用	96	48	61	72	84
管理费用	76	66	84	102	118
研发费用	5	4	6	7	7
财务费用	-16	-23	-27	-29	-32
投资收益	0	2	0	0	0
营业利润	189	204	242	289	341
利润总额	208	233	270	317	369
所得税	54	58	67	79	92
净利润	154	175	203	238	277
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	155	175	203	238	277
EPS(按最新股本计)	0.83	0.71	0.82	0.96	1.12

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	111	250	188	259	302
净利润	155	175	203	238	277
折旧摊销	22	23	21	27	35
净营运资金增加	69	-155	73	41	45
其他	-134	207	-109	-48	-55
投资活动产生现金流	-100	-870	-25	-167	-150
净资本支出	-63	-111	-120	-120	-150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-37	-759	95	-47	0
融资活动现金流	-37	747	-6	35	38
股本变化	0	62	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	2	105	31	64	67
净现金流	-26	127	157	128	190

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.1%	27.9%	29.2%	29.1%	28.9%
EBITDA 率	18.6%	18.2%	18.6%	18.7%	19.0%
EBIT 率	16.2%	15.5%	17.0%	17.0%	17.1%
税前净利润率	19.6%	23.9%	21.2%	20.6%	20.3%
归母净利润率	14.5%	18.0%	15.9%	15.5%	15.2%
ROA	15.9%	8.8%	9.3%	9.6%	9.8%
ROE (摊薄)	21.6%	10.7%	11.3%	11.7%	12.0%
经营性 ROIC	27.1%	26.5%	27.9%	27.5%	26.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	26%	18%	18%	18%	18%
流动比率	2.76	4.63	4.70	4.43	4.34
速动比率	2.41	4.52	4.56	4.27	4.16
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	967	1,991	2,185	2,487	2,832
货币资金	487	1,399	1,556	1,683	1,874
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	46	51	67	81	96
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	2	3	3	4
存货	80	37	52	69	88
其他流动资产	7	6	6	6	6
流动资产合计	625	1,503	1,693	1,854	2,081
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	208	203	261	341	432
在建工程	53	156	198	212	237
无形资产	37	52	51	50	49
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2	8	-13	-13	-13
非流动资产合计	342	488	492	634	751
总负债	252	356	387	451	519
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	93	137	162	197	233
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1	0	0	0	0
其他流动负债	1	1	2	3	4
流动负债合计	226	324	360	418	479
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	20	27	33	40
非流动负债合计	25	32	27	33	40
股东权益	716	1,635	1,798	2,036	2,313
股本	186	248	248	248	248
公积金	138	837	857	881	893
未分配利润	391	550	692	907	1,172
归属母公司权益	715	1,634	1,797	2,036	2,313
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.00%	4.91%	4.80%	4.70%	4.60%
管理费用率	7.11%	6.78%	6.60%	6.60%	6.50%
财务费用率	-1.48%	-2.31%	-2.10%	-1.90%	-1.74%
研发费用率	0.47%	0.44%	0.44%	0.44%	0.40%
所得税率	26%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.16	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.60	1.01	0.76	1.05	1.22
每股净资产	3.84	6.59	7.25	8.21	9.32
每股销售收入	5.72	3.93	5.14	6.21	7.33

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	45	53	46	39	34
PB	9.8	5.7	5.2	4.6	4.0
EV/EBITDA	34.9	47.3	34.1	27.8	22.9
股息率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

原点资产

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE