

# “量”“价”表现可期，外生内延谱新章

## ——巴比食品更新报告

✍ 分析师: 马莉  
✉ : mali@stocke.com.cn  
✍ 联系人: 张潇倩  
✉ : zhangxiaolian@stocke.com.cn

### 事件:

公司发布中报业绩预告: 1) 预计营业收入较上年同期增加 2.26 亿元—2.56 亿元, 同比增加 63.86%~72.34%; 2) 2021H1 公司归母净利润较上年同期增加 1.44 亿元—1.64 亿元, 同比增加 258.96%~294.85%; 3) 2021H1 公司扣非净利润较上年同期增加 0.16 亿元—0.20 亿元, 同比增加 41.35%~51.45%。单季度业绩方面: 1) 2021Q2 收入预计为 3.27-3.57 亿元 (+33.59%~+45.84%); 2) 2021Q2 归母净利润预计为 1.86~2.06 亿元 (+339.26%~+386.44%); 3) 2021Q2 公司扣非净利润预计为 0.43~0.47 亿元, 收入端表现超预期。

### 主要内容

#### □ 问题一: 如何解读 21H1 公司业绩预告?

由于巴比食品目前尚处于快速成长期, 因此市场应更关注其规模增长速度, 从这一角度来看, 21H1 公司实现高质量发展, 其中 21Q2 33.6%~45.8% 的收入增速略超预期, 主因: 于公司经营持续优化, 加大业务拓展力度, 门店销售持续增长, 团餐销售继续保持快速增长, 同时侧面验证巴比门店外卖业务对门店收入增速提升有贡献; 归母净利润端来看, 由于公司通过天津君正间接持有称东鹏饮料股份, 报告期内产生的公允价值变动收益增加, 预计使得归属于上市公司股东的净利润增加 1.4~1.5 亿元; 扣非净利润端来看, 由于公司处于快速发展阶段, 扣非净利润略不及或主因费用投放问题(门店补贴+营销费用)。总体来看, 我们认为 21H1 公司发展势头向好。

#### □ 问题二: 巴比食品股价为何近期表现较为平淡?

我们认为巴比食品的核心观测点在于: 1) 加盟店扩张速度及同店收入增速; 2) 锁鲜装业务发展情况; 3) 团餐业务发展情况; 4) 兼并收购事宜; 5) 其他新增业务情况。从以上观测点来看: 1) 加盟店量价方面: 区别于一个经销商可以同时加盟数十家门店的绝味食品, 绝大部分巴比食品的经销商仅加盟 1-3 家门店, 因此市场对于加盟店整体扩张速度及同店收入表现认知并不充分, 另外, 由于过去三年加盟店同店收入增速均负增长, 而巴比馒头的终端提价能力或有限, 因此市场担忧未来巴比食品加盟店同店收入增速是否能实现正增长; 2) 锁鲜装方面: 市场对锁鲜装品类的接受度存疑(考虑到同类产品较多, 市场竞争激烈); 3) 团餐业务方面: 团餐业务虽然收入占比超 10%, 但毛利率偏低, 担心随着团餐收入占比提升, 盈利能力会受到影响。

#### □ 问题三: 占收入比超 80% 的加盟店扩张及同店收入趋势如何?

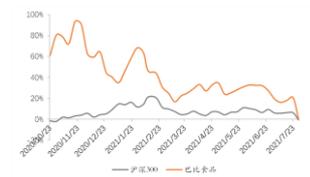
**公司门店——加速扩张中。**在此前的《巴比食品深度报告: 中式速冻面点领军企业, 拥有较强门店复制扩张能力》中我们曾提及“先发优势为公司核心竞争力, 同时公司依托投入低、回本周期短、盈利能力强的特点及较强的门店管控能力, 拥有持续复制扩张实力。短期来看, 上市后, 公司通过主动在全国进行招商/加大新门店补贴力度实现加盟门店的稳步扩张, 21H1 门店整体扩张速度基本符合预期, 较同期实现正增长; 中长期来看, 公司将通过加速收购实现全国化布局, 目前“好礼客”、“早宜点”经营情况向好, 预计在《关于签署对外投资合作协议的公告》中公告的收购条件完成概率高, 预计未来公司加盟店数量在内生基础上, 通过外延实现高速发展。

### 评级 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥29.59

### 单季度业绩 元/股

2Q/2019	0.23
3Q/2020	0.19
4Q/2020	0.29
1Q/2021	0.06



### 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。

### 相关报告

《巴比食品业绩点评: 收入低基数下高增长, 费用增加拖累利润》(20210429)

《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)

《巴比食品业绩点评: 20Q3 业绩环比实现改善, 盈利能力稳健》(20201023)

《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)

**同店收入——表现向好。**我们预计公司 21H1 同店收入增速较 19 年实现正增长，且看好未来中长期表现，主因：1) 积极拓展门店外卖业务。自 21Q1，公司凭借标准化产品/高效的出品速度/较强的品牌力发力线下门店外卖业务以增加收入来源，预计未来 2-3 年门店外卖业务销售额 20%-30%都来自于线上；2) 公司加速门店升级工作（门店升级后，单店收入将得到有效提升）；3) 产品结构不断优化，推出适合当地口味的新品以降低区域口味差异带来的不利影响。

**其他业务——当前 2B 团餐业务发展稳健，**随着新增产能的落地，SKU 将持续增长，未来规模效应的显现或将提升该业务盈利能力；拓展“到家”场景的锁鲜装尚处于发展初期，稳步推进中。

#### □ 问题三：成本端及费用端是否有压制利润增速的因素？

**成本端：**考虑到今年猪价下行、米面油等大宗品涨价幅度有限，公司整体成本压力较去年低，或利好利润表现；**费用端：**21Q1 公司为打开 2C 渠道，投放较高营销费用使得利润端承压（主要系加大分众梯媒、短视频等广告营销投入力度，销售费用 0.3 亿），预计 21Q2-Q4 营销费用将保持稳健。

#### □ 盈利预测及估值

我们认为：1) 量：公司加盟店当前拓张速度基本符合预期，未来公司将通过加快兼并收购速度以实现规模的快速提升；2) 价：公司通过发力门店外卖业务创造收入增量+调整门店产品结构+锁鲜装等方式提升单店收入；3) 增量业务方面，在成品化、专业化趋势下，公司 2B 业务有望得到迅速发展；4) 盈利端：猪价下行或将提升盈利能力/投资收益或较为可观。综上，预计公司 2021-2023 年公司收入增速分别为 39.6%、32.7%、30.7%；净利润增速分别为 56.4%、12.9%、16.1%；EPS 为 1.1、1.2、1.5 元/股；PE 分别为 27、24、20 倍。考虑到公司全年业绩确定性较强，当前估值极具性价比，维持买入评级。

□ **风险提示：**国内疫情二次爆发；食品安全问题；加盟管理风险；对外投资失败风险；原料价格波动风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	975	1361	1805	2359
(+/-)	-8.4%	39.6%	32.7%	30.7%
净利润	175	274	310	360
(+/-)	12.8%	56.4%	12.9%	16.2%
每股收益(元)	0.7	1.1	1.2	1.5
P/E	41.8	26.7	23.7	20.4

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1503	1718	2029	2456
现金	1399	1472	1668	2041
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	51	162	244	283
其它应收款	2	3	4	5
预付账款	8	8	10	15
存货	37	67	96	106
其他	6	5	6	6
<b>非流动资产</b>	488	518	587	635
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	54	60
<b>资产总计</b>	1991	2236	2616	3090
<b>流动负债</b>	324	340	449	603
短期借款	0	0	0	0
应付款项	137	143	195	266
预收账款	0	1	1	1
其他	187	196	254	336
<b>非流动负债</b>	32	28	28	29
长期借款	0	0	0	0
其他	32	28	28	29
<b>负债合计</b>	356	367	478	632
少数股东权益	1	0	(0)	(1)
归属母公司股东权	1634	1869	2139	2459
<b>负债和股东权益</b>	1991	2236	2616	3090
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	250	174	294	455
净利润	175	274	309	359
折旧摊销	27	21	26	31
财务费用	(23)	(21)	(23)	(28)
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	85	7	83	118
其它	(12)	(104)	(97)	(23)
<b>投资活动现金流</b>	(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)
<b>筹资活动现金流</b>	747	(18)	(16)	(12)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	747	(18)	(16)	(12)
<b>现金净增加额</b>	127	73	196	372

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	975	1361	1805	2359
营业成本	703	941	1222	1573
营业税金及附加	7	9	12	16
营业费用	48	98	141	188
管理费用	66	97	126	165
研发费用	4	6	8	10
财务费用	(23)	(21)	(23)	(28)
资产减值损失	1	0	0	1
公允价值变动损益	29	100	60	10
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	4	3	3	3
营业利润	204	336	385	450
营业外收支	29	29	29	29
利润总额	233	366	414	480
所得税	58	92	105	121
净利润	175	274	309	359
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
归属母公司净利润	175	274	310	360
EBITDA	239	366	416	482
EPS (最新摊薄)	0.7	1.1	1.2	1.5
<b>主要财务比率</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-8.4%	39.6%	32.7%	30.7%
营业利润	7.3%	64.9%	14.4%	17.1%
归属母公司净利润	12.8%	56.4%	12.9%	16.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.9%	30.8%	32.3%	33.3%
净利率	18.0%	20.1%	17.1%	15.2%
ROE	14.9%	15.7%	15.5%	15.7%
ROIC	9.7%	13.8%	13.6%	13.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.9%	16.4%	18.3%	20.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.6	5.1	4.5	4.1
速动比率	4.5	4.9	4.3	3.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8
应收帐款周转率	20.1	23.9	24.5	23.6
应付帐款周转率	6.1	6.7	7.2	6.8
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.7	1.1	1.2	1.5
每股经营现金	1.0	0.7	1.2	1.8
每股净资产	6.6	7.5	8.6	9.9
<b>估值比率</b>				
P/E	41.8	26.7	23.7	20.4
P/B	4.5	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	33.3	16.0	13.6	11.0

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：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>