

公司研究

利润率环比提升，拓店力度持续增强

——巴比食品（605338.SH）2021 半年报点评

要点

事件：公司 2021 年上半年营收 5.95 亿元，同比增长 68.12%，归母净利润 2.11 亿元，同比增长 279.04%，扣非归母净利润 0.58 亿，同比增长 45.7%。Q2 单季营收 3.42 亿元，同比增长 39.75%，归母净利润 1.97 亿元，同比增长 365.66%，扣非归母净利润 0.44 亿元，同比增长 12.22%。

拓店力度增强，单店营收恢复：1) 分产品，2021H1 面点类/馅料类/外购食品类收入 1.98/1.64/1.73 亿，占比 33.21%/27.54%/29.07%，相较去年同期均有明显恢复。**2) 分渠道**，2021H1 特许加盟/直营门店/团餐收入 4.91/0.10/0.88 亿，占比 82.59%/1.71%/14.72%，门店与团餐业务同比增幅较高。上半年公司持续进行门店拓展，华东保持正常开店节奏，华南上半年签约门店 100 家左右，闭店节奏维持正常，同时公司加大对门店支持力度、推动门店升级、发展门店外卖业务，上半年单店平均销售额相较 2019 年有所增长。

利润率环比提升，非经损益驱动净利润高增：1) 21H1 毛利率 24.78%，按照还原口径同比下降 2.53pct，主要因原材料成本同比上涨，但 Q2 毛利率环比 Q1 有所改善，原材料压力缓解。**2)** 21H1 销售费用率 8%，还原口径下同比增加 2.38pct，估计主要因 C 端广告投放力度加大，二季度费用投放节奏有所放缓，销售费用率环比下降。21Q2 管理费用率 5.35%，同比基本持平。**3)** 21H1 非经常性损益 1.54 亿元，主要为间接持有东鹏饮料的投资收益，21Q2 净利率 57.67%，剔除非经损益后扣非净利率约 13%，环比一季度亦有所提升。

团餐业务快速发展，积极拓展线上渠道：伴随餐饮规模化供应趋势显著，团餐业务进入高速发展通道。公司凭借早餐连锁起家，熟悉不同地区消费者的口味偏好，差异化研发优势较为突出。上半年疫情减弱后，公司深挖传统客户渠道，满足大客户定制化需求，并提供深入的产品服务，餐饮连锁、便利店、学校企事业单位等客户数量和销售额持续增长。另外，公司积极拓展线上渠道，发展生鲜电商平台、门店外卖等业务，锁鲜装等预包装产品为重点发力产品，后续在营销投放、公司体系门店渠道支持下，预包装产品有望进一步放量。

盈利预测、估值与评级：下半年开店节奏有望加快，区域布局进一步拓展，5 月上海工厂建成投产，南京工厂预期 22 年 12 月底完工投产，将为后续扩张提供保障。武汉项目前期签约超过 100 家门店，目前多数门店已经开业，有望推动华中市场异地扩张。维持 2021-23 年净利润预测分别为 3.25/2.48/2.89 亿元，对应 EPS 分别为 1.31/1.00/1.16 元，当前股价对应 P/E 分别为 26/34/29 倍。

风险提示：原材料价格波动，门店拓展不及预期，并购整合效应未达预期。

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	1,331	1,607	1,898
营业收入增长率	7.45%	-8.35%	36.54%	20.72%	18.07%
净利润 (百万元)	155	175	325	248	289
净利润增长率	7.93%	13.41%	85.11%	-23.51%	16.27%
EPS (元)	0.83	0.71	1.31	1.00	1.16
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.64%	10.74%	16.92%	11.46%	11.76%
P/E	41	48	26	34	29
P/B	8.8	5.1	4.4	3.9	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-26

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：33.71 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

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

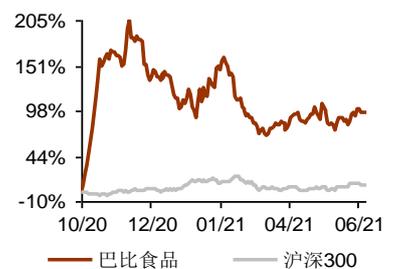
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.48
总市值(亿元)	83.60
一年最低/最高(元)	15.26/56.67
近 3 月换手率	61.67%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.21	5.03	-6.75
绝对	-4.72	-4.72	-4.72

资料来源：Wind

相关研报

内生增长加速，盈利环比改善——巴比食品（605338.SH）2021 中报业绩预告点评（2021-08-01）

内生外延扩张，增长势能有望释放——巴比食品（605338.SH）跟踪报告（2021-05-18）

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（2021-04-29）

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	1,331	1,607	1,898
营业成本	712	703	937	1,139	1,348
折旧和摊销	22	23	21	27	35
税金及附加	6	7	9	11	13
销售费用	96	48	63	76	87
管理费用	76	66	88	106	123
研发费用	5	4	6	7	8
财务费用	-16	-23	-28	-31	-33
投资收益	0	2	145	0	0
营业利润	189	204	405	303	357
利润总额	208	233	433	331	385
所得税	54	58	108	83	96
净利润	154	175	325	248	289
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	155	175	325	248	289
EPS(元)	0.83	0.71	1.31	1.00	1.16

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	111	250	169	270	313
净利润	155	175	325	248	289
折旧摊销	22	23	21	27	35
净营运资金增加	69	-155	82	42	47
其他	-134	207	-259	-48	-58
投资活动产生现金流	-100	-870	99	-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	219	-47	0
融资活动现金流	-37	747	-4	37	40
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	43	68	70
净现金流	-26	127	264	140	203

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.1%	27.9%	29.6%	29.1%	29.0%
EBITDA 率	18.6%	18.2%	19.1%	18.7%	18.9%
EBIT 率	16.2%	15.5%	17.5%	17.0%	17.1%
税前净利润率	19.6%	23.9%	32.5%	20.6%	20.3%
归母净利润率	14.5%	18.0%	24.4%	15.5%	15.2%
ROA	15.9%	8.8%	14.0%	9.4%	9.6%
ROE (摊薄)	21.6%	10.7%	16.9%	11.5%	11.8%
经营性 ROIC	27.1%	26.5%	28.6%	27.6%	27.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	26%	18%	17%	18%	18%
流动比率	2.76	4.63	4.87	4.59	4.49
速动比率	2.41	4.52	4.73	4.42	4.30
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

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	967	1,991	2,319	2,635	2,994
货币资金	487	1,399	1,663	1,803	2,006
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	46	51	70	85	100
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	54	72	92
其他流动资产	7	6	6	6	6
流动资产合计	625	1,503	1,806	1,981	2,222
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	8	8	8
非流动资产合计	342	488	513	654	772
总负债	252	356	399	467	537
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	93	137	169	205	243
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	371	432	495
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	28	35	41
非流动负债合计	25	32	28	35	41
股东权益	716	1,635	1,920	2,168	2,457
股本	186	248	248	248	248
公积金	138	837	869	893	893
未分配利润	391	550	802	1,027	1,316
归属母公司权益	715	1,634	1,919	2,168	2,457
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%	4.70%	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%	-2.07%	-1.91%	-1.75%
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	0.68	1.09	1.26
每股净资产	3.84	6.59	7.74	8.74	9.91
每股销售收入	5.72	3.93	5.37	6.48	7.65

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	41	48	26	34	29
PB	8.8	5.1	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	31.1	41.6	27.6	23.1	19.0
股息率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

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