

巴比食品 (605338)

证券研究报告

2021年08月31日

收入高增利润承压，近待原料价跌，远看咖啡增长

21H1 公司实现营收 5.95 亿元，同比+68.12%，比 19 年同期+23.65%；归母净利润 2.11 亿元，同比+279.04%，比 19 年同期+206.74%；扣非后归母净利润 0.58 亿元，同比+45.70%，比 19 年同期+3.13%。非经常性损益主要为政府补助 0.05 亿元和投资东鹏特饮收益 2 亿元。

收入端：收入规模稳步上升，团餐销售快速增长，华东地区为主收入来源。分季度看，21Q1/Q2 分别收入 2.53 亿元/3.42 亿元，同比+131.80%/+39.75%。分渠道看，21H1 公司特许加盟销售/直营门店销售/团餐渠道销售分别收入 4.91 亿元/0.10 亿元/0.88 亿元，占比 82.65%/1.72%/14.74%，与 2019 年末相比，占比分别-3.72pct/+0.14pct/+4.01pct。分地区看，华东/华南/华北/其他分别收入 5.4 亿元/0.37 亿元/0.12 亿元，占比 91.66%/6.27%/1.97%。

成本费用端：原材料成本上涨毛利率有所下降，期间费用率有所改善。21H1 毛利率为 24.78%，同比-6.69pct，相比 19 年同期-7.78pct；分季度看，21Q1/Q2 毛利率分别为 22.69%/26.33%，同比+3.48pct/-10.60pct。21H1 期间费用率为 10.96%，同比-5.24pct，相比 19 年同期-5.34pct；21H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.02%/6.09%/0.47%/-3.63%，同比-1.78pct/-2.69pct/-0.12pct/-1.26pct，相比 19 年同期-1.24pct/-2.15pct/+0.03pct/-1.99pct。

利润端：盈利能力尚未完全恢复，利润率有所下降。19H1/ 20H1/ 21H1，公司扣非归母净利润率分别为 11.6%/ 11.3%/9.70%。21Q1/Q2 分别实现归母净利润 0.14 亿元/1.97 亿元，21Q1/Q2 同比+3.43%/+365.66%。21Q1/Q2 扣非后归母净利润为 0.13 亿元/0.44 亿元。

产能扩张支持门店拓展，外延并购优化产能布局。公司已建设上海、广州、天津三个工厂，上海智能化厂房已于 2021 年 5 月正式投产，为预包装食品提供供应保障。南京智能制造中心一期项目开始建设，进一步扩展配送半径。公司在武汉收购“好客礼”、“早宜点”进一步拓宽销售网络，协同效应超出预期，未来有望加速在华南、华东市场布局。

巴比食品深耕速冻中式面点，经过多年的开拓发展，形成了覆盖上海、江苏、浙江、北京、广东等地十余座城市的直营和特许加盟销售网络“供应链+加盟商”构建竞争壁垒。公司积极拥抱多业态经营，拓展医院、学校、企事业单位食堂就餐渠道，提供定制化产品服务；紧抓生鲜渠道大变革的发展机遇，推出全新种类“锁鲜装”，发力线上渠道。公司供应链体系完善，单店模型可复制，品牌效应有溢价，生产能力可扩容，市场空间广阔。我们预计公司 21-23 年净利润分别为 3.47 亿元/2.48 亿元/2.85 亿元；对应 PE 分别为 24X/34X/29X，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险、食品安全风险、原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,063.97	975.09	1,241.46	1,523.12	1,812.79
增长率(%)	7.45	(8.35)	27.32	22.69	19.02
EBITDA(百万元)	197.75	205.19	424.19	289.45	336.82
净利润(百万元)	154.72	175.47	347.30	247.54	284.59
增长率(%)	7.93	13.41	97.93	(28.72)	14.96
EPS(元/股)	0.62	0.71	1.40	1.00	1.15
市盈率(P/E)	54.03	47.64	24.07	33.77	29.38
市净率(P/B)	11.69	5.12	4.28	3.84	3.45
市销率(P/S)	7.86	8.57	6.73	5.49	4.61
EV/EBITDA	0.00	38.45	15.75	22.21	18.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	35 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	248.00
流通 A 股股本(百万股)	62.00
A 股总市值(百万元)	8,680.00
流通 A 股市值(百万元)	2,170.00
每股净资产(元)	7.28
资产负债率(%)	19.70
一年内最高/最低(元)	56.67/15.26

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	liuzhangming@tfzq.com
刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	liuc@tfzq.com
李珍妮	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002	lizhenji@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

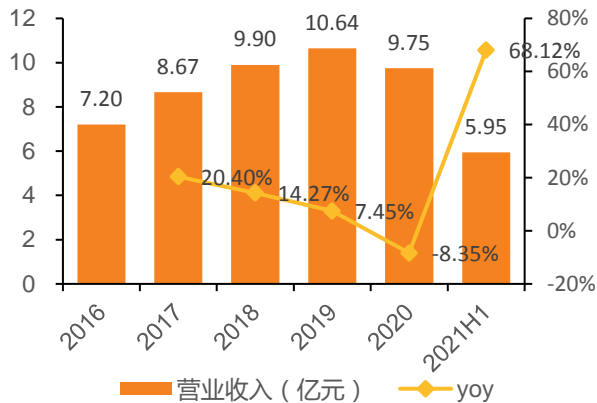
相关报告

- 1 《巴比食品-公司点评:21H1 投资东鹏收益大增，扣非后归母净利相对平稳》2021-07-30
- 2 《巴比食品-季报点评:广告投入提升品牌知名度，产能扩容构建供应链壁垒》2021-05-03
- 3 《巴比食品-年报点评报告:团餐锁鲜装挖掘增量，疫后增长势能有望释放》2021-04-30

1. 公司发布 2021 年中业绩公告

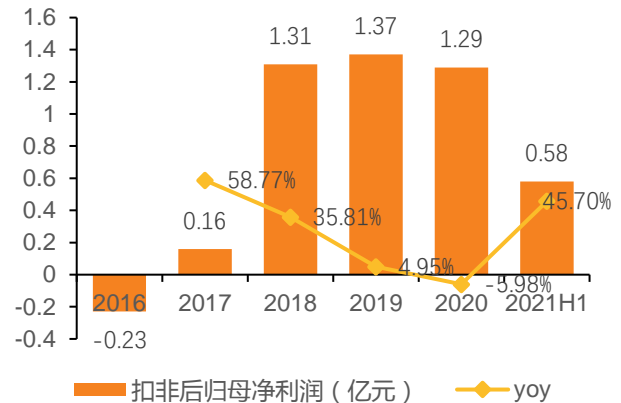
公司发布 2021 年半年报, 21H1 公司实现营收 5.95 亿元, 同比+68.12%, 比 19 年同期+23.65%; 归母净利润 2.11 亿元, 同比+279.04%, 比 19 年同期+206.74%; 扣非后归母净利润 0.58 亿元, 同比+45.70%, 比 19 年同期+3.13%。非经常性损益主要为政府补助 0.05 亿元和投资东鹏特饮收益 2 亿元。

图 1: 21H1 营收为 5.95 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 21H1 扣非后归母净利润

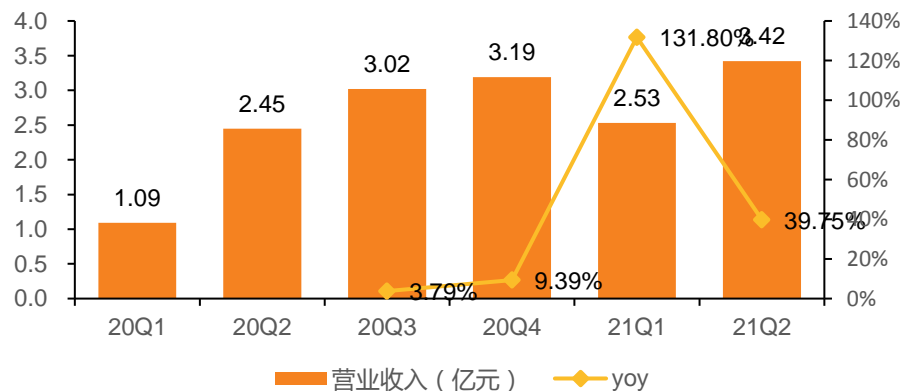


资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 2021 年中报业绩点评

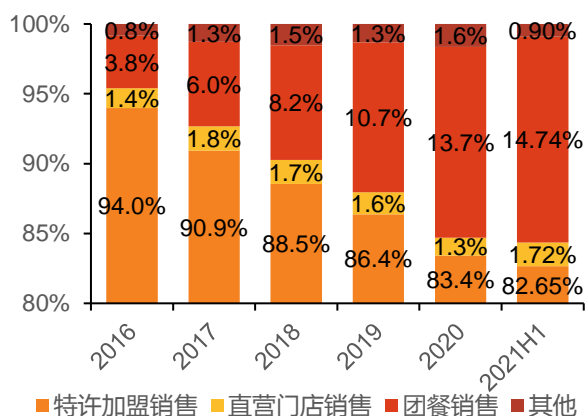
收入端: 收入规模稳步上升, 团餐销售快速增长, 华东地区为主收入来源。分季度看, 21Q1/Q2 分别收入 2.53 亿元/3.42 亿元, 21Q1/21Q2 营收同比+131.80%/+39.75%。分渠道看, 21H1 公司特许加盟销售/直营门店销售/团餐渠道销售分别收入 4.91 亿元/0.10 亿元/0.88 亿元, 占比 82.65%/1.72%/14.74%, 与 2019 年末相比, 占比分别 -3.72pct/+0.14pct/+4.01pct。分地区看, 华东/华南/华北/其他分别收入 5.4 亿元/0.37 亿元/0.12 亿元, 占比 91.66%/6.27%/1.97%。

图 3: 21Q2 营收稳步上升



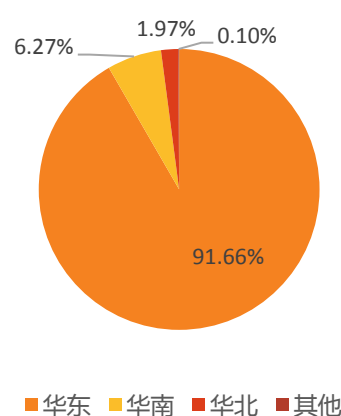
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4：加盟为主，团餐占比不断增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

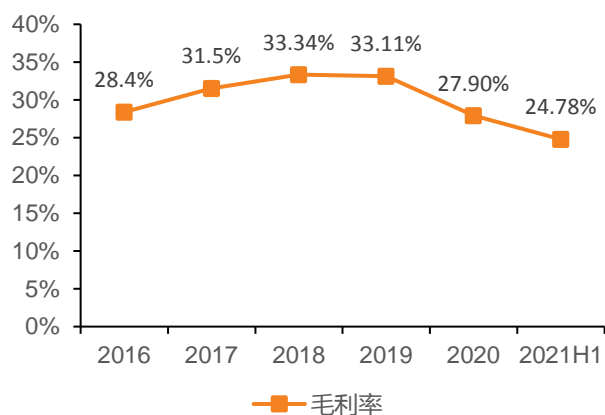
图 5：华东是主要销售区域



资料来源：公司公告，天风证券研究所

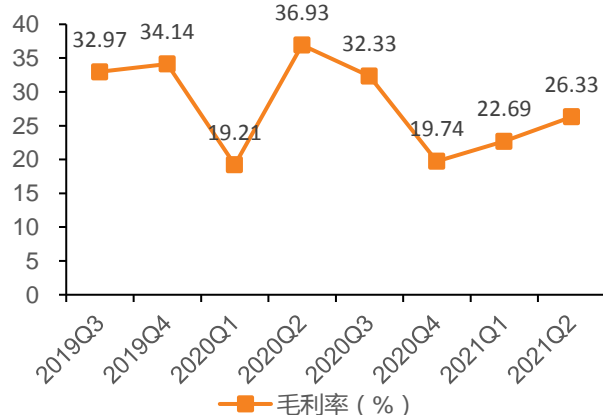
成本费用端：原材料成本上涨毛利率有所下降，期间费用率有所改善。 21H1 毛利率为 24.78%，同比-6.69pct，相比 19 年同期-7.78pct；分季度看，21Q1/Q2 毛利率分别为 22.69%/26.33%，同比+3.48pct/-10.60pct。21H1 期间费用率为 10.96%，同比-5.24pct，相比 19 年同期-5.34pct；21H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.02%/6.09%/0.47%/-3.63%，同比 -1.78pct/-2.69pct/-0.12pct/-1.26pct，相比 19 年同期 -1.24pct/-2.15pct/+0.03pct/-1.99pct。

图 6：近年公司毛利率有所下降



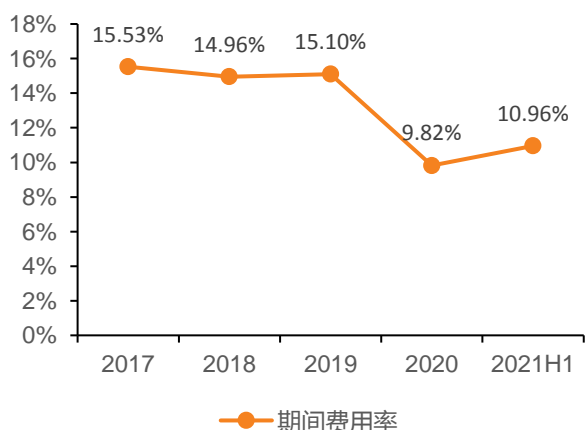
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：毛利率边际改善



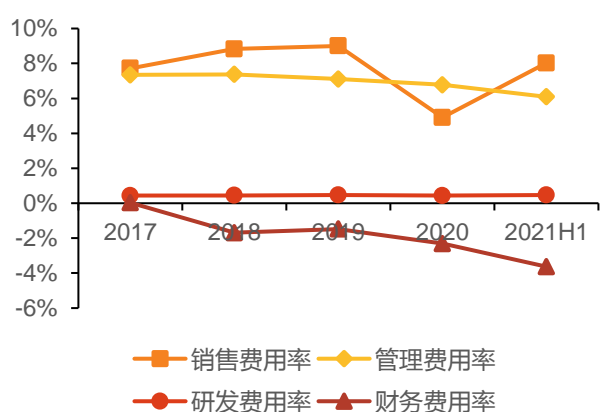
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：21H1 期间费用率为 10.96%



资料来源：wind，天风证券研究所

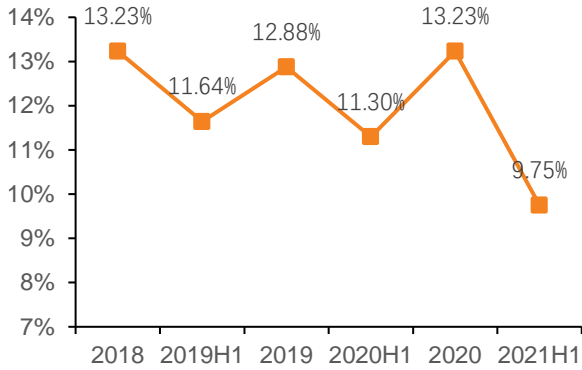
图 9：销售费用率有所增加



资料来源：wind，天风证券研究所

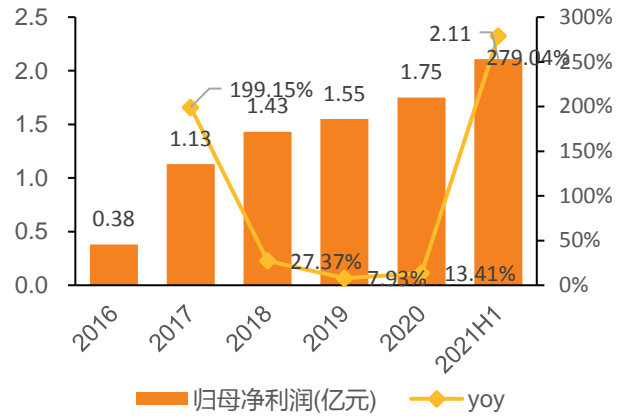
利润端：盈利能力尚未完全恢复，利润率有所下降。19H1/20H1/21H1，公司扣非归母净利润率分别为 11.6%/11.3%/9.70%。21Q1/Q2 分别实现归母净利润 0.14 亿元/1.97 亿元，21Q1/Q2 同比+3.43%/+365.66%。21Q1/Q2 扣非后归母净利润为 0.13 亿元/0.44 亿元。

图 10：盈利能力尚未完全恢复



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：21Q2 归母净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 盈利预测

产能扩张支持门店拓展，外延并购优化产能布局。公司已建设上海、广州、天津三个工厂，上海智能化厂房已于 2021 年 5 月正式投产，为预包装产品提供供应保障。南京智能制造中心一期项目开始建设，进一步扩展配送半径。公司在武汉收购“好客礼”、“早宜点”进一步拓宽销售网络，协同效应超出预期，未来有望加速在华南、华东市场布局。

巴比食品深耕速冻中式面点，经过多年的开拓发展，形成了覆盖上海、江苏、浙江、北京、广东等地几十余座城市的直营和特许加盟销售网络“供应链+加盟商”构建竞争壁垒。公司积极拥抱多业态经营，拓展医院、学校、企事业单位食堂供餐渠道，提供定制化产品服务；紧抓生鲜渠道大变革的发展机遇，推出全新种类“锁鲜装”，发力线上渠道。公司供应链体系完善，单店模型可复制，品牌效应有溢价，生产能力可扩容，市场空间广阔。**我们预计公司 21-22 年净利润分别为 3.47 亿元/2.48 亿元；对应 PE 分别为 24X/ 34X，维持“买入”评级。**

4. 风险提示

食品安全风险：由于餐饮行业流动中间环节较多，可能因人员操作失误、物流操作不当等原因，出现食品安全问题，将对公司声誉和经营业绩产生重大不利影响。

行业竞争加剧风险：尽管当前速冻食品行业仍处于快速扩张阶段，但随着速冻食品行业市场不断深入，行业可能面临竞争加剧，利润下降的风险。

加盟商管理风险：尽管加盟门店独立核算，但若加盟商在日常经营中未严格遵守公司的管理要求，将对公司品牌形象造成不利影响，公司将面临经营效益下降的风险。

原材料价格波动风险：如果未来原材料价格产生大幅波动，而公司不能适时采取有效措施，可能会影响公司产品的市场竞争力，公司将面临利润下降的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	487.18	1,398.89	1,636.50	1,884.75	2,097.90
应收票据及应收账款	45.60	51.30	56.55	79.73	86.88
预付账款	3.37	7.61	5.92	10.84	9.20
存货	80.04	37.25	79.25	85.71	109.00
其他	9.28	7.73	8.86	9.09	10.76
流动资产合计	625.48	1,502.78	1,787.08	2,070.12	2,313.74
长期股权投资	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	208.13	202.98	274.77	339.75	387.65
在建工程	53.04	156.30	129.78	125.87	105.52
无形资产	37.30	51.97	49.11	46.25	43.38
其他	43.36	77.10	41.22	46.95	49.43
非流动资产合计	341.84	488.36	494.88	558.82	585.99
资产总计	967.32	1,991.14	2,281.96	2,628.95	2,899.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	93.01	137.47	112.91	199.51	188.92
其他	133.24	186.88	186.12	223.94	258.81
流动负债合计	226.26	324.35	299.03	423.45	447.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.50	32.05	27.72	28.42	29.40
非流动负债合计	25.50	32.05	27.72	28.42	29.40
负债合计	251.75	356.40	326.75	451.87	477.12
少数股东权益	0.63	0.63	(0.02)	(0.82)	(1.74)
股本	186.00	248.00	248.00	248.00	248.00
资本公积	87.10	768.80	768.80	768.80	768.80
留存收益	528.94	1,386.11	1,707.23	1,929.90	2,176.35
其他	(87.10)	(768.80)	(768.80)	(768.80)	(768.80)
股东权益合计	715.57	1,634.75	1,955.22	2,177.08	2,422.61
负债和股东权益总计	967.32	1,991.14	2,281.96	2,628.95	2,899.73

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	154.01	175.13	347.30	247.54	284.59
折旧摊销	24.93	26.70	17.60	21.79	25.31
财务费用	(17.26)	(22.73)	(36.59)	(42.44)	(48.00)
投资损失	(0.50)	(2.47)	(205.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(88.19)	102.76	(40.46)	84.60	(7.69)
其它	38.26	(29.50)	(0.65)	(0.80)	(0.92)
经营活动现金流	111.25	249.90	82.20	290.70	233.28
资本支出	52.42	128.76	64.33	79.30	49.03
长期投资	(0.29)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(152.15)	(998.54)	80.67	(139.30)	(79.03)
投资活动现金流	(100.02)	(869.78)	145.00	(60.00)	(30.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	14.85	766.25	36.59	42.44	48.00
其他	(51.84)	(18.89)	(26.18)	(24.88)	(38.14)
筹资活动现金流	(36.98)	747.36	10.41	17.56	9.87
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(25.75)	127.47	237.60	248.26	213.14

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,063.97	975.09	1,241.46	1,523.12	1,812.79
营业成本	711.73	703.07	884.04	1,086.36	1,296.74
营业税金及附加	6.47	6.64	9.20	10.77	12.41
营业费用	95.80	47.86	59.59	71.59	85.20
管理费用	75.69	66.10	80.70	99.00	117.83
研发费用	4.96	4.32	6.21	7.62	9.06
财务费用	(15.73)	(22.54)	(36.59)	(42.44)	(48.00)
资产减值损失	(0.07)	(0.06)	0.14	0.12	0.03
公允价值变动收益	0.97	28.70	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.50	2.47	205.00	20.00	20.00
其他	(5.55)	(65.44)	(410.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	189.19	203.98	443.18	310.10	359.51
营业外收入	21.13	30.23	20.00	20.00	20.00
营业外支出	2.18	0.90	0.98	1.11	1.29
利润总额	208.14	233.31	462.20	328.99	378.22
所得税	54.13	58.17	115.55	82.25	94.56
净利润	154.01	175.13	346.65	246.74	283.67
少数股东损益	(0.71)	(0.33)	(0.65)	(0.80)	(0.92)
归属于母公司净利润	154.72	175.47	347.30	247.54	284.59
每股收益(元)	0.62	0.71	1.40	1.00	1.15

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	7.45%	-8.35%	27.32%	22.69%	19.02%
营业利润	6.57%	7.82%	117.27%	-30.03%	15.94%
归属于母公司净利润	7.93%	13.41%	97.93%	-28.72%	14.96%
获利能力					
毛利率	33.11%	27.90%	28.79%	28.67%	28.47%
净利率	14.54%	17.99%	27.98%	16.25%	15.70%
ROE	21.64%	10.74%	17.76%	11.37%	11.74%
ROIC	123.27%	73.61%	192.09%	72.34%	95.22%
偿债能力					
资产负债率	26.03%	17.90%	14.32%	17.19%	16.45%
净负债率	-68.08%	-85.57%	-83.70%	-86.57%	-86.60%
流动比率	2.76	4.63	5.98	4.89	5.17
速动比率	2.41	4.52	5.71	4.69	4.92
营运能力					
应收账款周转率	24.34	20.12	23.02	22.35	21.76
存货周转率	19.05	16.63	21.31	18.47	18.62
总资产周转率	1.18	0.66	0.58	0.62	0.66
每股指标(元)					
每股收益	0.62	0.71	1.40	1.00	1.15
每股经营现金流	0.45	1.01	0.33	1.17	0.94
每股净资产	2.88	6.59	7.88	8.78	9.78
估值比率					
市盈率	54.03	47.64	24.07	33.77	29.38
市净率	11.69	5.12	4.28	3.84	3.45
EV/EBITDA	0.00	38.45	15.75	22.21	18.44
EV/EBIT	0.00	43.19	16.43	24.01	19.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com