



食品饮料/必需消费

巴比食品(605338)

Q3 环比改善，加盟提速、团餐拓展可期

——2020 年三季度报点评

	瞿猛(分析师)	李梓语(分析师)
	021-38676442	021-38032691
	ziming@gtjas.com	liziyu@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880519080010

本报告导读:

Q3 改善显著，华东产能优化奠定发展基础，华东区域加盟门店拓展空间较大，未来加盟开店提速、团餐发力可期。

投资要点:

- **维持增持评级。**Q3 环比改善显著，随着华东产能优化，加盟开店提速、团餐加大拓展释放增长动力，略下调 2020 年 EPS 至 0.61 (-0.02) 元，维持 2021-2022 年 EPS 0.76、0.95 元，对标卤味连锁行业龙头公司绝味食品，给予 2021 年 55XPE，上调目标价至 41.8 元（前值 40 元）。
- **业绩符合预期，Q3 增速转正。**1-9 月实现营收 6.56 亿元、同比-15.06%，归母净利 1.03 亿元、同比-8.58%，扣非净利润 0.86 万元、同比-12.73%（非经常性损益主要为政府补助，截止披露日税后政府补助 2920 万元）。Q3 单季度营收同比+4%、净利同比+8%，环比改善显著。
- **团餐占比提升，费用投放下降拉动盈利改善。**1-9 月加盟营收 5.5 亿/占比 84%，上半年开店受到疫情影响，Q2 逐步恢复，下半年开店拓展有望持续改善；团餐营收 0.85 亿元/占比 13%，团餐占比较 2019 年底提升 2pct。公司毛利率同比-0.85pct 至 31.87%，预计主要系团餐占比提升；上半年整体费用投放减少，销售费用率、管理费用率同比-0.17、-0.50pct，最终净利率同比+1.14pct 至 15.7%。
- **产能优化助力，加盟提速、团餐拓展可期。**截止 2019 年底公司加盟门店 2915 家，考虑到中央工厂最优覆盖半径，伴随华东产能持续优化，未来三年华东仍有门店扩张红利，加盟门店拓展有望加速。团餐业务过去主要受制于产能约束，基于华东巴比品牌与规模优势，随着产能优化、客户拓展力度加大，团餐业务有望保持较高增长。
- **风险提示：**食品安全风险、品牌被仿冒风险等。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	990	1,064	984	1,296	1,692
(+/-)%	14%	7%	-8%	32%	31%
经营利润(EBIT)	157	169	158	209	268
(+/-)%	20%	8%	-7%	32%	29%
净利润(归母)	143	155	151	188	235
(+/-)%	27%	8%	-3%	25%	25%
每股净收益(元)	0.58	0.62	0.61	0.76	0.95
每股股利(元)	0.00	0.00	0.07	0.09	0.10

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	15.9%	15.9%	16.1%	16.1%	15.9%
净资产收益率(%)	24.2%	21.6%	9.2%	10.4%	11.7%
投入资本回报率(%)	20.0%	17.5%	7.2%	8.6%	10.0%
EV/EBITDA	—	—	39.98	30.69	23.92
市盈率	61.78	57.24	58.84	47.14	37.67
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 41.80

上次预测: 40.00

当前价格: 35.71

2020.10.22

交易数据

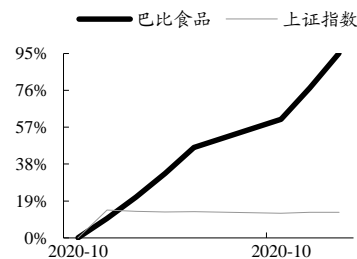
52 周内股价区间(元)	18.32-35.71
总市值(百万元)	8,856
总股本/流通 A 股(百万股)	248/62
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量(百万股)	0.51
日均成交值(百万元)	14.36

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	771
每股净资产	3.11
市净率	11.5
净负债率	-68.28%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.14	0.05
Q2	0.14	0.10
Q3	0.17	0.23
Q4	0.17	0.23
全年	0.62	0.61

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅			
相对指数	-0%	-0%	-13%

相关报告

深耕中式面点，加盟拓展提速 2020.10.19

模型更新时间: 2020.10.22

股票研究

必需消费
食品饮料

巴比食品 (605338)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 41.80

上次预测: 40.00

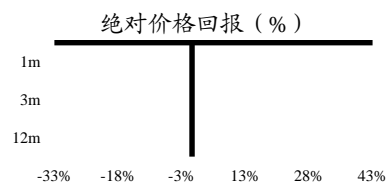
当前价格: 35.71

公司网址

www.babifood.com

公司简介

公司自成立以来,专业从事中式面点速冻食品的研发、生产与销售,致力于“工业化生产,全冷链配送,直营、加盟、团体供餐为一体”的经营模式,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。本公司产品可以分为面点系列产品、馅料系列产品以及外部采购系列产品,具体包括包子、馒头、粗粮点心、馅料以及粥品饮品等,共计近百余种产品。



52周内价格范围 18.32-35.71
市值(百万) 8,856

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	990	1,064	984	1,296	1,692
营业成本	660	712	659	856	1,117
税金及附加	8	6	6	9	12
销售费用	87	96	84	115	152
管理费用	73	76	73	101	135
EBIT	157	169	158	209	268
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	0	0	3	2	3
财务费用	-17	-16	-12	-18	-20
营业利润	178	189	176	233	296
所得税	46	54	51	64	80
少数股东损益	0	-1	0	-1	-1
净利润	143	155	151	188	235
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	458	487	1,332	1,438	1,601
其他流动资产	3	7	7	7	7
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	218	208	253	296	337
无形及其他资产	60	39	44	48	52
资产合计	843	967	1,874	2,101	2,392
流动负债	224	226	212	275	358
非流动负债	26	25	25	25	25
股东权益	593	716	1,636	1,801	2,008
投入资本(IC)	593	716	1,636	1,801	2,008
现金流量表					
NOPLAT	119	125	118	156	200
折旧与摊销	26	25	30	33	35
流动资金增量	25	47	-16	-31	-43
资本支出	-23	-63	-97	-104	-104
自由现金流	147	134	35	54	88
经营现金流	136	111	168	231	291
投资现金流	-7	-100	-94	-102	-101
融资现金流	-23	-37	771	-23	-27
现金流净增加额	106	-26	845	107	163
财务指标					
成长性					
收入增长率	14.3%	7.4%	-7.6%	31.7%	30.6%
EBIT 增长率	20.0%	7.6%	-6.6%	31.9%	28.5%
净利润增长率	27.4%	7.9%	-2.7%	24.8%	25.2%
利润率					
毛利率	33.3%	33.1%	33.0%	33.9%	34.0%
EBIT 率	15.9%	15.9%	16.1%	16.1%	15.9%
净利润率	14.5%	14.5%	15.3%	14.5%	13.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	24.2%	21.6%	9.2%	10.4%	11.7%
总资产收益率(ROA)	16.9%	15.9%	8.0%	8.9%	9.8%
投入资本回报率(ROIC)	20.0%	17.5%	7.2%	8.6%	10.0%
运营能力					
存货周转天数	17.5	41.0	30.0	30.0	30.0
应收账款周转天数	15.4	15.6	15.5	15.5	15.6
总资产周转天数	310.9	331.8	695.4	591.9	515.9
净利润现金含量	1.0	0.7	1.1	1.2	1.2
资本支出/收入	2.3%	5.9%	9.8%	8.0%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	29.6%	26.0%	12.7%	14.3%	16.0%
净负债率	-77.2%	-68.1%	-81.4%	-79.9%	-79.7%
估值比率					
PE	61.78	57.24	58.84	47.14	37.67
PB	0.00	0.00	5.41	4.92	4.41
EV/EBITDA	—	—	39.98	30.69	23.92
P/S	6.71	6.24	9.00	6.84	5.23
股息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%

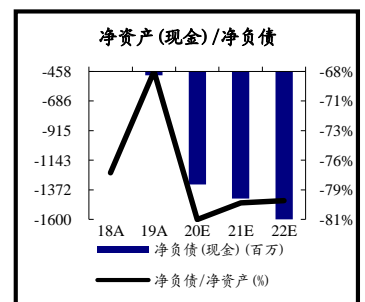
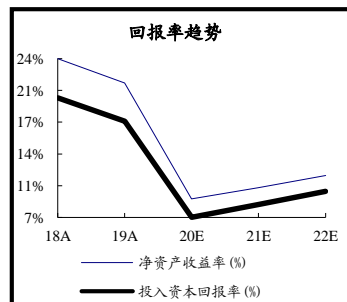
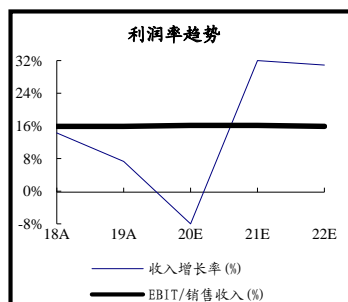
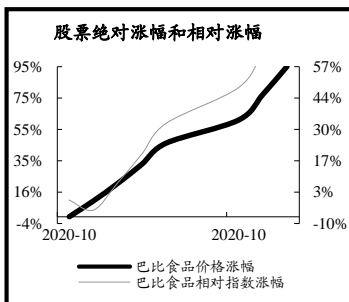
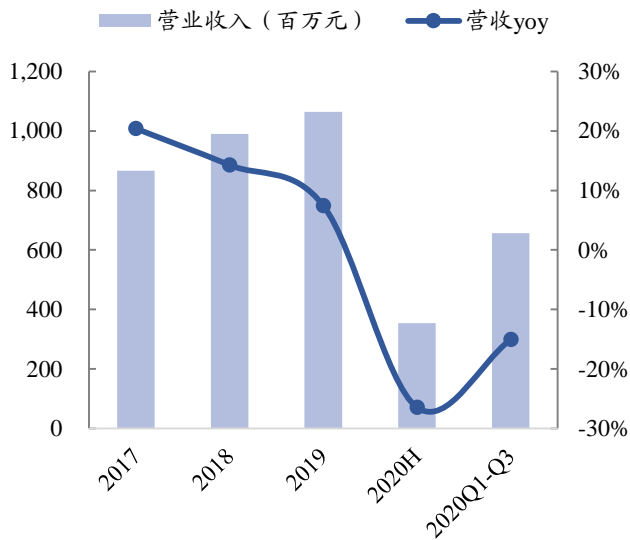
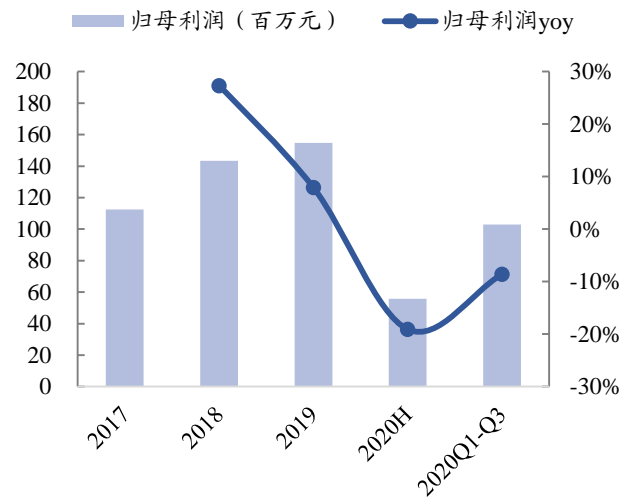


图 1: 收入环比改善



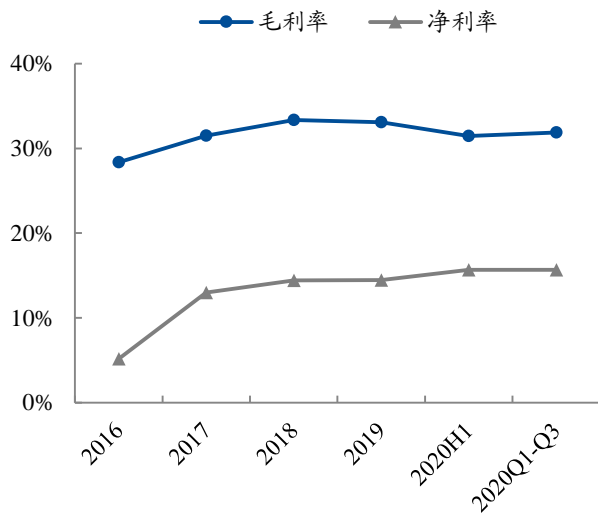
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 净利润环比改善



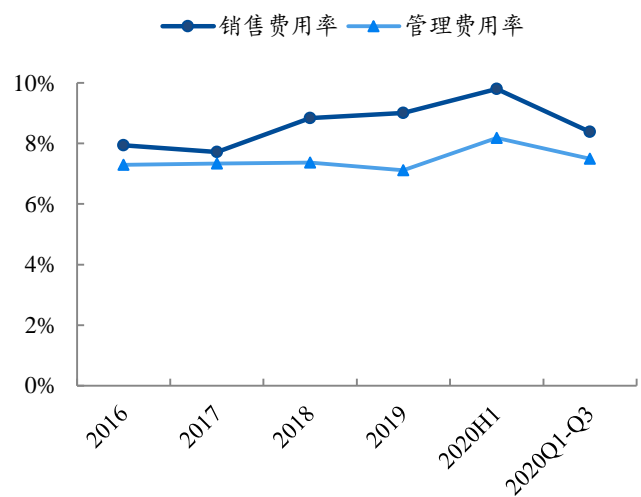
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 盈利能力改善



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 费用率优化



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 1: 加盟销售为主要收入构成, 团餐占比提升明显

分渠道	2016	2017	2018	2019H1	2019	2020Q1-Q3
特许加盟销售	67584.62	78740.05	87572.49	41396.45	91802.80	55069.58
直营门店销售	1015.52	1518.94	1716.19	794.50	1677.26	855.48
团餐销售	2705.07	5230.15	8101.63	5251.89	11395.04	8492.53
占营收比重						
特许加盟销售	93.90%	90.86%	88.44%	86.02%	86.28%	83.95%
直营门店销售	1.41%	1.75%	1.73%	1.65%	1.58%	1.30%
团餐销售	3.76%	6.04%	8.18%	10.91%	10.71%	12.95%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		