

# 桃李面包 (603866)

证券研究报告

2021年01月13日

## 疫情反复行业短期承压，产能建设落地打开发展空间

**事件：**公司发布2020年业绩快报，2020年公司实现营业收入59.63亿元，同比增长5.66%；实现归母净利润8.85亿元，同比增长29.53%；扣非后归母净利润8.34亿元，同比增长26.41%。其中，20Q4实现营收15.91亿元，同比增长4.54%；实现归母净利润1.99亿元，同比增长10.43%；扣非后归母净利润1.86亿元，同比增长8.46%。

**区域疫情点状爆发抑制消费，压力或从20Q4持续至21Q1。**20Q4及21Q1公司2020年四季度营收端增速表现与三季度基本类似，东北、河北等区域疫情反复，对消费者外出消费造成一定抑制，公司营收增长相对乏力，疫情负面效应或顺延至21Q1。冬季叠加春运疫情形式不明朗，预计21Q1营收表现或继续与公司销售重点区域疫情情况相关。公司产能建设不断推进，华东区域中长期来看具备长足发展潜力。目前公司产能建设设计覆盖沈阳、四川、山东、江苏、浙江，山东设计产能2.12万吨项目已完工，江苏（2.2万吨）、沈阳（6万吨）、浙江（4.28万吨）、四川（2.5万吨）陆续推进。其中华东区域产能布局补足，随着产能建设落地，公司在华东市场的营销推广、渠道加密等方面将有更多运作空间。

**行业竞争与市场拓展系影响公司盈利能力主要因素。**我们认为随着行业内各公司费用投放正常化、市场运营回归正轨，目前行业竞争逐渐恢复常态，较20Q1稍激烈，公司业绩略有承压。但长期维度我们看好公司在供应链管理上的经验积累与运营效率，将持续把握龙头优势领跑行业。另外，公司处在产能建设前期，在人工成本、资产折旧、费用铺设等方面投入较多，一定程度上影响公司盈利能力。

**看长期公司作为行业龙头，具备采购、生产、销售各环节规模化带来的综合成本及效率领先优势。**我们认为，短保面包行业对经销渠道教育、管理等供应链各个方面的效率要求较高，公司内部可复制性较高，同行外部可复制性较低，行业运营壁垒相对较高。桃李面包深耕行业逾10年，供应链管理方面具备优势，随着产能建设逐渐落地，为销售规模扩张奠定基础，也为全国区域布局提供动力，建议关注后续公司产能扩张与市场拓展情况。

**盈利预测：**在疫情反复等压力下，公司业绩表现略低预期，下调公司营收预测，预计公司实现营业收入由64、77、91亿元调整至60、69、81亿元，同比增速5.7%/15.2%/18.3%，由于公司规模效应带来的毛利及费用端的效率提升，故上调公司20年盈利预测，预计公司实现净利润由8.6、9.8、11.6亿元调整至8.9、9.9、11.9亿元，同比增速29.5%/11.5%/20.1%，预计20-22年每股收益1.30、1.45、1.74元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能、新市场拓展不及预期、行业竞争恶化、食品安全问题。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,833.23	5,643.71	5,962.95	6,866.22	8,124.54
增长率(%)	18.47	16.77	5.66	15.15	18.33
EBITDA(百万元)	912.80	1,014.57	1,208.42	1,344.28	1,600.67
净利润(百万元)	642.15	683.36	885.12	986.91	1,185.05
增长率(%)	25.11	6.42	29.53	11.50	20.08
EPS(元/股)	0.94	1.00	1.30	1.45	1.74
市盈率(P/E)	62.41	58.64	45.28	40.61	33.82
市净率(P/B)	11.71	10.71	10.45	10.02	9.65
市销率(P/S)	8.29	7.10	6.72	5.84	4.93
EV/EBITDA	21.53	26.66	32.18	28.49	24.13

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	58.92元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	680.15
流通A股股本(百万股)	680.15
A股总市值(百万元)	40,074.60
流通A股市值(百万元)	40,074.60
每股净资产(元)	6.81
资产负债率(%)	14.78
一年内最高/最低(元)	67.88/34.50

### 作者

**刘畅** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《桃李面包-公司点评:短期波动不改长期趋势，全年业绩目标不变》2020-07-20
- 《桃李面包-年报点评报告:前期逻辑超预期兑现，疫情加速桃李全国化扩张》2020-04-16
- 《桃李面包-首次覆盖报告:以邻为镜，看桃李面包发展空间的节节高》2020-02-24

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,424.24	1,077.64	965.99	1,636.21	1,410.96
应收票据及应收账款	429.38	492.73	443.97	268.84	574.60
预付账款	21.79	23.05	39.00	28.20	47.38
存货	109.77	130.85	117.23	169.00	169.58
其他	55.05	897.62	607.16	626.01	711.89
<b>流动资产合计</b>	<b>2,040.23</b>	<b>2,621.89</b>	<b>2,173.35</b>	<b>2,728.26</b>	<b>2,914.40</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,276.89	1,544.54	1,607.57	1,643.58	1,650.36
在建工程	140.09	273.89	200.33	168.20	130.92
无形资产	275.99	343.92	335.13	326.34	317.56
其他	177.35	401.81	228.56	243.31	257.48
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,870.31</b>	<b>2,564.16</b>	<b>2,371.60</b>	<b>2,381.43</b>	<b>2,356.32</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,910.54</b>	<b>5,186.04</b>	<b>4,544.95</b>	<b>5,109.68</b>	<b>5,270.72</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	318.39	414.23	267.83	542.83	427.96
其他	169.40	185.11	155.83	191.74	187.18
<b>流动负债合计</b>	<b>487.78</b>	<b>599.34</b>	<b>423.66</b>	<b>734.57</b>	<b>615.14</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	842.26	280.75	374.34	499.12
其他	1.33	1.29	5.26	2.63	3.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>1.33</b>	<b>843.55</b>	<b>286.01</b>	<b>376.96</b>	<b>502.18</b>
<b>负债合计</b>	<b>489.12</b>	<b>1,442.89</b>	<b>709.67</b>	<b>1,111.53</b>	<b>1,117.32</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	470.63	658.88	680.15	680.15	680.15
资本公积	1,227.49	1,039.24	1,039.24	1,039.24	1,039.24
留存收益	2,950.80	2,986.61	3,155.13	3,318.00	3,473.25
其他	(1,227.49)	(941.58)	(1,039.24)	(1,039.24)	(1,039.24)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,421.43</b>	<b>3,743.15</b>	<b>3,835.28</b>	<b>3,998.15</b>	<b>4,153.40</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,910.54</b>	<b>5,186.04</b>	<b>4,544.95</b>	<b>5,109.68</b>	<b>5,270.72</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	642.15	683.36	885.12	986.91	1,185.05
折旧摊销	147.26	163.07	79.31	84.92	89.28
财务费用	0.00	14.23	0.00	0.00	0.00
投资损失	(30.46)	(23.75)	(17.38)	(23.87)	(21.67)
营运资金变动	38.39	(712.66)	338.41	408.85	(544.56)
其它	5.89	763.59	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>803.22</b>	<b>887.83</b>	<b>1,285.46</b>	<b>1,456.81</b>	<b>708.11</b>
资本支出	329.41	616.62	56.04	82.63	49.57
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(691.07)	(2,306.80)	(98.65)	(138.76)	(77.90)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(361.66)</b>	<b>(1,690.18)</b>	<b>(42.62)</b>	<b>(56.13)</b>	<b>(28.33)</b>
债权融资	0.00	842.26	280.75	374.34	499.12
股权融资	10.39	94.19	(76.39)	0.00	0.00
其他	(387.44)	(480.71)	(1,558.86)	(1,104.79)	(1,404.14)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(377.05)</b>	<b>455.74</b>	<b>(1,354.50)</b>	<b>(730.46)</b>	<b>(905.02)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>64.51</b>	<b>(346.60)</b>	<b>(111.65)</b>	<b>670.22</b>	<b>(225.24)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>4,833.23</b>	<b>5,643.71</b>	<b>5,962.95</b>	<b>6,866.22</b>	<b>8,124.54</b>
营业成本	2,915.60	3,410.41	3,490.13	4,033.06	4,764.65
营业税金及附加	63.53	62.08	74.38	83.81	96.62
营业费用	998.76	1,227.90	1,182.02	1,385.60	1,625.02
管理费用	88.76	101.72	96.00	117.41	134.86
研发费用	5.65	8.84	4.08	5.87	8.68
财务费用	(10.39)	3.47	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	10.35	0.00	4.62	4.97	4.99
公允价值变动收益	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.46	23.75	17.38	23.87	21.67
其他	(93.55)	(59.51)	(34.77)	(47.73)	(43.34)
<b>营业利润</b>	<b>824.06</b>	<b>863.05</b>	<b>1,129.11</b>	<b>1,259.36</b>	<b>1,511.39</b>
营业外收入	10.05	13.78	11.01	11.61	12.13
营业外支出	9.67	3.14	5.05	5.95	4.71
<b>利润总额</b>	<b>824.44</b>	<b>873.68</b>	<b>1,135.07</b>	<b>1,265.02</b>	<b>1,518.81</b>
所得税	182.29	190.33	249.95	278.11	333.76
<b>净利润</b>	<b>642.15</b>	<b>683.36</b>	<b>885.12</b>	<b>986.91</b>	<b>1,185.05</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>642.15</b>	<b>683.36</b>	<b>885.12</b>	<b>986.91</b>	<b>1,185.05</b>
每股收益(元)	0.94	1.00	1.30	1.45	1.74

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	18.47%	16.77%	5.66%	15.15%	18.33%
营业利润	26.51%	4.73%	30.83%	11.54%	20.01%
归属于母公司净利润	25.11%	6.42%	29.53%	11.50%	20.08%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.68%	39.57%	41.47%	41.26%	41.35%
净利率	13.29%	12.11%	14.84%	14.37%	14.59%
ROE	18.77%	18.26%	23.08%	24.68%	28.53%
ROIC	38.65%	37.24%	31.12%	37.15%	53.22%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	12.51%	27.82%	15.61%	21.75%	21.20%
净负债率	-41.63%	-6.29%	-17.87%	-31.56%	-21.95%
流动比率	4.18	4.37	5.13	3.71	4.74
速动比率	3.96	4.16	4.85	3.48	4.46

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
应收账款周转率	12.69	12.24	12.73	19.27	19.27
存货周转率	46.51	46.91	48.07	47.98	47.99
总资产周转率	1.30	1.24	1.23	1.42	1.57

每股指标(元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.94	1.00	1.30	1.45	1.74
每股经营现金流	1.18	1.31	1.89	2.14	1.04
每股净资产	5.03	5.50	5.64	5.88	6.11

估值比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率	62.41	58.64	45.28	40.61	33.82
市净率	11.71	10.71	10.45	10.02	9.65
EV/EBITDA	21.53	26.66	32.18	28.49	24.13
EV/EBIT	24.98	31.18	34.44	30.41	25.56

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