

证券研究报告 / 公司点评报告

**买入**

上次评级: 买入

**疫情反复影响 Q4 复苏进度，短期扰动不改长期逻辑**

**事件:** 公司发布 2020 年业绩预告, 2020 年实现营收 59.63 亿元, 同比+5.66%; 实现归母净利润 8.85 亿元, 同比+29.53%。2020Q4 公司实现营收 15.91 亿元, 同比+4.53%, 实现归母净利润 1.99 亿元, 同比+10.62%。

**点评:** 疫情反复影响复苏进度, 四季度净利率同比改善。分季度看, 2020Q1~Q4 公司分别实现营收 13.23/14.16/16.33/15.91 亿元, 同比增长 15.79%/0.05%/4.43%/4.53%。部分地区如北方疫情反复, 居民小区实现封闭式管理以及很多商店被要求关闭, 北方重点市场受到一定影响, 导致终端消费复苏受阻, 2020Q4 收入端缓慢恢复。2020Q4 净利率持续提升, 2020 年净利润率为 14.84%, 同比提高 2.74pct, 主要由于: 1) 生产规模扩大和集约化程度提升, 规模效应不断凸显; 2) 市场竞争趋缓, 今年 Q3 促销力度同比大幅减弱; 3) 国家颁布阶段性社保减免政策, 使得成本费用有所下降。2020 年行业竞争相对趋缓, 我们判断 2021 年部份市场行业竞争会有所加剧, 公司将加大费用投放以及产能陆续投放影响利润率, 同时 2020 年是费用投放低点, 预计 2021 年利润增长会有所承压。

**产能稳步推进, 未来三年产能双位数增长。**目前华南工厂整体产能利用率超过 80%, 预计今年可能实现扭亏。山东济南工厂产能正在爬坡, 预计今年产能利用率能够达到 70%+。江苏工厂原本计划 2020Q4 投产, 目前推迟至春节期间, 江苏工厂一季度生产进度预计会受到春节期间招工难和近期疫情反复的影响。2021Q4 四川工厂、沈阳(替代)工厂、青岛工厂、平湖工厂陆续投产, 广西工厂、福建工厂和长春工厂在建设当中, 预计 2022 年陆续投产。公司加快产能布局节奏, 预计在 2023 年工厂数量有望达到 25-30 家, 明后年产能估计平均达到 15% 左右的增长。

**盈利预测:** 考虑到疫情反复和结合业绩预告情况, 下调盈利预测。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.30、1.37、1.58 元, 对应 PE 分别为 45X、43X、37X。维持“买入”评级。

**风险提示:** 市场拓展不及预期; 食品安全问题; 盈利预测不及预期。

| 股票数据         | 2021/01/12  |
|--------------|-------------|
| 6 个月目标价(元)   | 68          |
| 收盘价(元)       | 58.92       |
| 12 个月股价区间(元) | 36.62~66.11 |
| 总市值(百万元)     | 40,074.60   |
| 总股本(百万股)     | 680         |
| A 股(百万股)     | 680         |
| B 股/H 股(百万股) | 0/0         |
| 日均成交量(百万股)   | 7           |

**历史收益率曲线**



| 涨跌幅(%) | 1M   | 3M   | 12M |
|--------|------|------|-----|
| 绝对收益   | -2%  | -4%  | 47% |
| 相对收益   | -17% | -20% | 12% |

**相关报告**

- 《桃李面包 (603866): 二季度增速放缓, 短期波动不改长期趋势》 --20200820
- 《桃李面包 (603866): 二季度净利率创新高, 收入增速有所放缓》 --20200713
- 《桃李面包 (603866): 毛利率及销售费用率优化, 业绩增长亮眼》 --20200416
- 《桃李面包 (603866): 营收稳健增长, 产能扩张稳步推进》 --20200415

**证券分析师: 李强**

执业证书编号: S0550515060001

021-20361174 liqiang@nesc.cn

| 财务摘要(百万元) | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 4,833  | 5,644  | 5,963  | 6,842  | 7,863  |
| (+/-)%    | 18.47% | 16.77% | 5.66%  | 14.74% | 14.92% |
| 归属母公司净利润  | 642    | 683    | 885    | 930    | 1,074  |
| (+/-)%    | 25.11% | 6.42%  | 29.53% | 5.11%  | 15.44% |
| 每股收益(元)   | 0.94   | 1.00   | 1.30   | 1.37   | 1.58   |
| 市盈率       | 47.83  | 42.24  | 45.41  | 43.20  | 37.42  |
| 市净率       | 8.98   | 7.71   | 9.90   | 9.36   | 7.38   |
| 净资产收益率(%) | 18.77% | 18.26% | 21.81% | 21.67% | 19.71% |
| 股息收益率(%)  | 1.70%  | 1.70%  | 1.58%  | 1.90%  | 1.19%  |
| 总股本(百万股)  | 471    | 659    | 680    | 680    | 680    |

**附表：财务报表预测摘要及指标**

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 现金流量表 (百万元)      |               |             |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|
|                  | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |                  | 2019A         | 2020E       | 2021E        | 2022E        |
| 货币资金             | 1,078        | 752          | 363          | 891          | 净利润              | 683           | 885         | 930          | 1,074        |
| 交易性金融资产          | 277          | 277          | 277          | 277          | 资产减值准备           | 6             | 1           | 2            | 2            |
| 应收款项             | 493          | 461          | 530          | 611          | 折旧及摊销            | 163           | 102         | 110          | 102          |
| 存货               | 131          | 124          | 146          | 167          | 公允价值变动损失         | -2            | 0           | 0            | 0            |
| 其他流动资产           | 644          | 648          | 656          | 664          | 财务费用             | 14            | 39          | 33           | 26           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,622</b> | <b>2,263</b> | <b>1,973</b> | <b>2,610</b> | 投资损失             | -24           | -24         | -29          | -24          |
| 可供出售金融资产         |              |              |              |              | 运营资本变动           | 66            | -63         | -5           | -19          |
| 长期投资净额           | 0            | 0            | 0            | 0            | 其他               | -20           | -26         | -6           | -8           |
| 固定资产             | 1,545        | 1,785        | 2,010        | 2,268        | <b>经营活动净现金流量</b> | <b>888</b>    | <b>915</b>  | <b>1,035</b> | <b>1,153</b> |
| 无形资产             | 344          | 398          | 453          | 506          | <b>投资活动净现金流量</b> | <b>-1,690</b> | <b>-468</b> | <b>-491</b>  | <b>-480</b>  |
| 商誉               | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>融资活动净现金流量</b> | <b>456</b>    | <b>-773</b> | <b>-933</b>  | <b>-146</b>  |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,564</b> | <b>3,023</b> | <b>3,501</b> | <b>3,990</b> | <b>企业自由现金流</b>   | <b>-102</b>   | <b>492</b>  | <b>469</b>   | <b>645</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>5,186</b> | <b>5,285</b> | <b>5,473</b> | <b>6,599</b> |                  |               |             |              |              |
| 短期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | 财务与估值指标          |               |             |              |              |
| 应付款项             | 414          | 321          | 381          | 437          | 每股指标             |               |             |              |              |
| 预收款项             | 5            | 1            | 2            | 2            | 每股收益 (元)         | 1.00          | 1.30        | 1.37         | 1.58         |
| 一年内到期的非流动负债      | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股净资产 (元)        | 5.50          | 5.97        | 6.31         | 8.01         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>599</b>   | <b>503</b>   | <b>597</b>   | <b>687</b>   | 每股经营性现金流量        | 1.31          | 1.35        | 1.52         | 1.70         |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | 成长性指标            |               |             |              |              |
| 其他长期负债           | 844          | 724          | 584          | 464          | 营业收入增长率          | 16.8%         | 5.7%        | 14.7%        | 14.9%        |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>844</b>   | <b>724</b>   | <b>584</b>   | <b>464</b>   | 净利润增长率           | 6.4%          | 29.5%       | 5.1%         | 15.4%        |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,443</b> | <b>1,227</b> | <b>1,181</b> | <b>1,151</b> | 盈利能力指标           |               |             |              |              |
| 归属于母公司股东权益合计     | 3,743        | 4,058        | 4,293        | 5,448        | 毛利率              | 39.6%         | 41.5%       | 40.2%        | 40.4%        |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 净利润率             | 12.1%         | 14.8%       | 13.6%        | 13.7%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>5,186</b> | <b>5,285</b> | <b>5,473</b> | <b>6,599</b> | 运营效率指标           |               |             |              |              |
|                  |              |              |              |              | 应收账款周转率 (次)      | 31.87         | 28.24       | 28.28        | 28.35        |
|                  |              |              |              |              | 存货周转率 (次)        | 14.00         | 12.98       | 13.00        | 12.99        |
|                  |              |              |              |              | 偿债能力指标           |               |             |              |              |
|                  |              |              |              |              | 资产负债率            | 27.8%         | 23.2%       | 21.6%        | 17.4%        |
|                  |              |              |              |              | 流动比率             | 4.37          | 4.50        | 3.30         | 3.80         |
|                  |              |              |              |              | 速动比率             | 4.12          | 4.18        | 2.99         | 3.49         |
|                  |              |              |              |              | 费用率指标            |               |             |              |              |
|                  |              |              |              |              | 销售费用率            | 21.8%         | 21.0%       | 21.0%        | 20.8%        |
|                  |              |              |              |              | 管理费用率            | 1.8%          | 1.6%        | 1.7%         | 1.7%         |
|                  |              |              |              |              | 财务费用率            | 0.1%          | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         |
|                  |              |              |              |              | 分红指标             |               |             |              |              |
|                  |              |              |              |              | 分红比例             | 96.4%         | 71.7%       | 81.7%        | 0.0%         |
|                  |              |              |              |              | 股息收益率            | 1.7%          | 1.6%        | 1.9%         | 1.2%         |
|                  |              |              |              |              | 估值指标             |               |             |              |              |
|                  |              |              |              |              | P/E (倍)          | 42.24         | 45.41       | 43.20        | 37.42        |
|                  |              |              |              |              | P/B (倍)          | 7.71          | 9.90        | 9.36         | 7.38         |
|                  |              |              |              |              | P/S (倍)          | 6.88          | 6.72        | 5.86         | 5.10         |
|                  |              |              |              |              | 净资产收益率           | 18.3%         | 21.8%       | 21.7%        | 19.7%        |

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

**李强:** 西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员，南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历，荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名，2019年Wind资讯金牌分析师第5名，2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名，2018年投研社最受机构欢迎分析师，2018年进门财经百佳分析师，2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名，2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名，2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名，“2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第1名。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

|                      |      |                            |   |
|----------------------|------|----------------------------|---|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 买入   | 未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。    | 投资评级中所涉及的市场基准：<br><br>A 股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。 |
|                      | 增持   | 未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。 |   |
|                      | 中性   | 未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。 |   |
|                      | 减持   | 未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。 |   |
|                      | 卖出   | 未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。    |   |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。      |   |
|                      | 同步大势 | 未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。     |   |
|                      | 落后大势 | 未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。     |   |

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址                                    | 邮编     |
|---------------------------------------|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号                   | 130119 |
| 中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层               | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 729 号                   | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D           | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

**机构销售联系方式**

| 姓名              | 办公电话          | 手机          | 邮箱                |
|-----------------|---------------|-------------|-------------------|
| <b>公募销售</b>     |               |             |                   |
| <b>华东地区机构销售</b> |               |             |                   |
| 阮敏 (总监)         | 021-20361121  | 13636606340 | ruanmin@nesc.cn   |
| 吴肖寅             | 021-20361229  | 17717370432 | wuxiaoyin@nesc.cn |
| 齐健              | 021-20361258  | 18221628116 | qijian@nesc.cn    |
| 陈希豪             | 021-20361267  | 13262728598 | chen_xh@nesc.cn   |
| 李流奇             | 021-20361258  | 13120758587 | Lilq@nesc.cn      |
| 李瑞暄             | 021-20361112  | 18801903156 | lirx@nesc.cn      |
| 周嘉茜             | 021-20361133  | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn    |
| 刘彦琪             | 021-20361133  | 13122617959 | liuyq@nesc.cn     |
| 金悦              | 021-20361229  | 17521550996 | jinyue@nesc.cn    |
| 周之斌             | 021-20361111  | 18054655039 | zhouzb@nesc.cn    |
| <b>华北地区机构销售</b> |               |             |                   |
| 李航 (总监)         | 010-58034553  | 18515018255 | lihang@nesc.cn    |
| 殷璐璐             | 010-58034557  | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn   |
| 温中朝             | 010-58034555  | 13701194494 | wenzc@nesc.cn     |
| 曾彦戈             | 010-58034563  | 18501944669 | zengyg@nesc.cn    |
| 周颖              | 010-63210813  | 19801271353 | zhouying1@nesc.cn |
| 过宗源             | 010-58034553  | 15010780605 | guozy@nesc.cn     |
| 王动              | 010-58034555  | 18514201710 | wang_dong@nesc.cn |
| <b>华南地区机构销售</b> |               |             |                   |
| 刘璇 (总监)         | 0755-33975865 | 18938029743 | liu_xuan@nesc.cn  |
| 刘曼              | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn    |
| 王泉              | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn  |
| 王谷雨             | 0755-33975865 | 13641400353 | wanggy@nesc.cn    |
| 周金玉             | 0755-33975865 | 18620093160 | zhoujy@nesc.cn    |
| 陈励              | 0755-33975865 | 18664323108 | Chenli1@nesc.cn   |
| 张翰波             | 0755-33975865 | 15906062728 | zhang_hb@nesc.cn  |
| 姜青豆             | 0755-33975865 | 18561578188 | jiangqd@nesc.cn   |
| <b>非公募销售</b>    |               |             |                   |
| <b>华东地区机构销售</b> |               |             |                   |
| 李茵茵 (总监)        | 021-20361229  | 18616369028 | liyinyin@nesc.cn  |
| 杜嘉琛             | 021-20361229  | 15618139803 | dujiachen@nesc.cn |
| 王天鸽             | 021-20361229  | 19512216027 | wangtg@nesc.cn    |