

短期利润承压，静待全国化持续推进

桃李面包(603866)

评级:	增持	股票代码:	603866
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	67.88/41.74
目标价格:		总市值(亿)	322.19
最新收盘价:	47.37	自由流通市值(亿)	322.19
		自由流通股数(百万)	680.15

事件概述

公司发布年报，2020年实现营收59.63亿元，同比+5.66%；归母净利润8.83亿元，同比+29.19%；拟每10股转增4股派10元（含税）。

分析判断：

► 收入短期受疫情影响，加快战略性区域销售网络建设

公司全年收入增长5.66%，受疫情影响较大，一方面学校等公司核心流量场所恢复较慢，另一方面大本营东北疫情反复也一定程度上抑制了消费需求；但公司也在积极应对，降低疫情的影响，通过加大产品研发、优化产品结构、协调物流运作效率、加大产品促销力度等方式抵消部分疫情对业绩的影响；受益于此，公司Q3/Q4收入增速分别为+4.43%/+4.54%，环比Q2逐季提升，市场逐步恢复。2021年随着疫情好转、流量恢复以及新产能投产，预计公司收入将维持恢复。

分区域来看，公司2020年持续加大力度开拓华东、华南等新市场，提升单店质量，两大区域分别同比+7.58%/+15.23%；同时在东北、华北等成熟市场继续加快销售网络细化和下沉，进一步开拓细分消费市场和销售渠道，巩固和扩大公司产品市场占有率，分别同比+5.14%和+7.04%。公司有层次的渠道结构和不断完善的网络建设，确保公司收入端持续稳健增长。

► 费用率持续优化，净利率同比提升

公司2020年归母净利润同比增长29.19%，利润增速高于收入增速，主因费用率同比下降较多。毛利率层面，公司2020年毛利率29.97%，同比下降9.6pct，主因2020年执行新收入准则，将配送费由销售费用调整至营业成本。费用率层面，2020年销售费用率和管理费用率分别为8.79%和1.68%，分别较去年同期-12.97pct和-0.12pct，主因会计调整以及受国家阶段性社保减免政策影响。综合来看，公司全年净利率达到14.81%，同比+0.11%，达到历史高位，整体经营效率稳步提升。

► 产能投产助力收入增长，战略区域扩张使得利润短期承压

公司2021年财务预算中收入同比+10.01%，利润同比+0.24%，利润短期承压。收入端来看，2021年3月公司江苏2.2万吨产能投产，将为公司带来业绩增量，同时预计沈阳和浙江基地有望年内投产，随着新产能投产以及疫情好转，收入将维持稳健增长。利润端来看，一方面去年同期阶段性社保减免政策今年大概率将不再，另一方面公司持续开拓华中、华南等战略市场，仍需一段时间的资源投入，短期使得利润承压。公司目前正处全国化的重要发展阶段，随着全国市场持续布局，将加速成为真正意义上全国化的短保龙头企业。

投资建议

参考公司2021年财务决算目标，我们调整了盈利预测。预计公司2021-2023年收入分别为66.22/76.49/86.56亿元，分别同比+11.1%/+15.5%/+13.2%，上次预测2021/2022年收入增速分别为+19.7%/+18.6%；归母净利润分别为9.26/11.42/13.46亿元，分别同比+4.8%/+23.4%/+17.9%，上次预测2021/2022年归母净利润增速分别为+13.8%/+23.7%；EPS分别为1.36/1.68/1.98元，当前股价对应PE分别为35/28/24倍。因公司短期业绩承压，下调评级至“增持”。

风险提示

原材料价格上涨、行业竞争、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,644	5,963	6,622	7,649	8,656
YoY (%)	16.8%	5.7%	11.1%	15.5%	13.2%
归母净利润(百万元)	683	883	926	1,142	1,346
YoY (%)	6.4%	29.2%	4.8%	23.4%	17.9%
毛利率 (%)	39.6%	30.0%	29.0%	29.3%	30.0%
每股收益 (元)	1.00	1.30	1.36	1.68	1.98
ROE	18.3%	18.3%	16.1%	16.5%	16.3%
市盈率	47.15	36.49	34.81	28.22	23.94

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,963	6,622	7,649	8,656	净利润	883	926	1,142	1,346
YoY (%)	5.7%	11.1%	15.5%	13.2%	折旧和摊销	146	-160	-245	-372
营业成本	4,176	4,702	5,408	6,059	营运资金变动	79	407	-49	-74
营业税金及附加	66	66	76	87	经营活动现金流	1,101	1,161	791	863
销售费用	524	609	696	779	资本开支	-891	481	738	1,143
管理费用	100	106	119	130	投资	-145	-400	-300	-250
财务费用	22	-10	-23	-50	投资活动现金流	-999	83	494	930
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	17	7	61	42	债务募资	205	0	0	0
营业利润	1,127	1,175	1,454	1,718	筹资活动现金流	-466	-8	-8	-8
营业外收支	11	14	10	8	现金净流量	-363	1,235	1,277	1,784
利润总额	1,138	1,188	1,464	1,726					
所得税	255	263	322	380	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	883	926	1,142	1,346	成长能力				
归属于母公司净利润	883	926	1,142	1,346	营业收入增长率	5.7%	11.1%	15.5%	13.2%
YoY (%)	29.2%	4.8%	23.4%	17.9%	净利润增长率	29.2%	4.8%	23.4%	17.9%
每股收益	1.30	1.36	1.68	1.98	盈利能力				
					毛利率	30.0%	29.0%	29.3%	30.0%
					净利率	14.8%	14.0%	14.9%	15.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	15.5%	13.8%	14.3%	14.3%
货币资金	715	1,950	3,227	5,012	净资产收益率 ROE	18.3%	16.1%	16.5%	16.3%
预付款项	26	31	35	39	偿债能力				
存货	138	167	190	212	流动比率	2.85	3.70	4.72	6.11
其他流动资产	1,541	1,413	1,652	1,892	速动比率	2.66	3.49	4.52	5.89
流动资产合计	2,419	3,561	5,105	7,154	现金比率	0.84	2.03	2.99	4.28
长期股权投资	0	200	400	550	资产负债率	15.0%	14.4%	13.6%	12.5%
固定资产	1,794	1,426	878	58	经营效率				
无形资产	342	192	11	-182	总资产周转率	1.05	0.98	0.96	0.92
非流动资产合计	3,266	3,163	2,879	2,266	每股指标 (元)				
资产合计	5,685	6,724	7,984	9,420	每股收益	1.30	1.36	1.68	1.98
短期借款	205	205	205	205	每股净资产	7.11	8.47	10.14	12.12
应付账款及票据	399	501	570	631	每股经营现金流	1.62	1.71	1.16	1.27
其他流动负债	245	257	306	335	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	849	963	1,081	1,171	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	36.49	34.81	28.22	23.94
其他长期负债	3	3	3	3	PB	8.32	5.60	4.67	3.91
非流动负债合计	3	3	3	3					
负债合计	852	966	1,083	1,174					
股本	680	680	680	680					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,833	5,758	6,900	8,246					
负债和股东权益合计	5,685	6,724	7,984	9,420					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。