

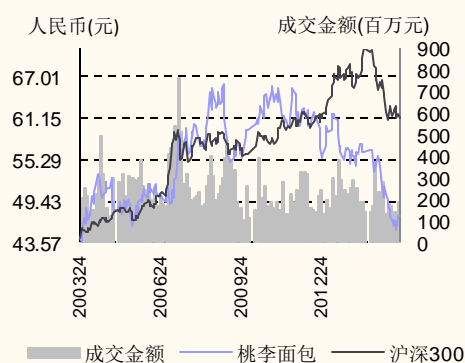
## 桃李面包 (603866.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 47.37 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.80
已上市流通 A 股(亿股)	6.80
总市值(亿元)	322.19
年内股价最高最低(元)	66.11/43.57
沪深 300 指数	5009
上证指数	3412



## 相关报告

- 1.《桃李面包深度报告-优赛道高壁垒强供应链成就的短保面包龙头》，2020.11.10

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001  
wang\_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001  
wang\_yingxue@gjzq.com.cn

## 产能释放加速全国化市场开拓, 短期利润承压

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,644	5,963	6,792	7,737	8,890
营业收入增长率	16.77%	5.66%	13.90%	13.92%	14.90%
归母净利润(百万元)	683	883	921	1,068	1,262
归母净利润增长率	6.42%	29.19%	4.34%	15.95%	18.20%
摊薄每股收益(元)	1.037	1.298	1.354	1.570	1.856
每股经营性现金流净额	1.34	1.61	1.81	1.96	2.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.26%	18.27%	16.93%	17.56%	18.46%
P/E	40.92	45.53	34.98	30.17	25.52
P/B	7.47	8.32	5.92	5.30	4.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简述

- 公司发布 2020 年年报, 2020 年实现营业收入 59.63 亿元, 同比增长 5.66%; 归母净利润 8.83 亿元, 同比增长 29.19%。

## 事件点评

- **经营基本盘稳固, 抗疫情风险能力增强:** 公司 Q4 实现营业收入 15.91 亿元, 同比增长 4.54%; 归母净利润 1.97 亿元, 同比增长 9.16%。公司 Q4 延续了 Q3 的增长态势, 终端需求主要受到局部疫情反复和出行限制影响。Q3 疫情对需求的压制影响逐渐消散, 虽然 Q4 出现东北/华北疫情影响重点区域经营, 但华东市场得到有效放量。2020 年公司华南市场和华中市场得到快速增长, 分别实现 15.23%和 948.35%的增长, 而东北/华北/华东市场分别实现 5.14%/7.04%/7.58%的增长。华中市场的高增长得益于新产能的释放, 未来华东地区江苏工厂放量后有望获得更多的市场份额。
- **经营效率改善+竞争趋缓, 净利率得到显著提升:** 2020 年公司面包实现营业收入 58.37 亿元, 同比增长 5.6%。其中量增实现 9.67%的增长, 毛利率为 29.88%, 同比下降 9.75pct。毛利率的下滑源于新收入准则的调整, 公司保持较高的日配率, 配送费用占比较高, 因此对毛利率的影响较大。而 2020 年公司的销售费用率为 8.79%, 剔除配送费的影响后毛销差得到提升。2020 年公司受益于折旧的减少、社保政策的费用减免、竞争趋缓带来的促销减少, 归母净利率为 14.81%, 同比提升 2.7pct。
- **2021 年收入重要性高于利润, 产能释放全国市场有望得到突破。** 短保烘焙行业依旧处于较高的行业景气度中, 产品美味新鲜属性替代长保产品, 高日配低返货的经营壁垒逐渐高筑。未来公司的成长主要在于产能释放后全国消费市场的挖掘和生产配送端规模效应的体现, 未来几年公司工厂有望陆续释放, 先收割市场份额后追求利润, 短期内收入增速的重要性高于利润增速。

## 盈利预测

- 产能释放后公司未来整合市场的预期增强, 短期利润或有所承压。预计公司 2021-2023 年收入增速为 14%/14%/15%, 归母净利润增速为 4%/16%/18%, EPS 为 1.35/1.57/1.86 元 (较此前 21/22 年均调整-12%), 对应当前股价 PE 倍数为 35/30/26 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 宏观经济下行风险、终端消费恢复不及预期、区域性竞争态势变化风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,833</b>	<b>5,644</b>	<b>5,963</b>	<b>6,792</b>	<b>7,737</b>	<b>8,890</b>	货币资金	1,424	1,078	715	1,592	1,741	1,995
增长率	16.8%	5.7%	13.9%	13.9%	14.9%		应收账款	453	518	527	588	670	770
主营业务成本	-2,916	-3,410	-4,176	-4,749	-5,387	-6,154	存货	110	131	138	182	207	236
%销售收入	60.3%	60.4%	70.0%	69.9%	69.6%	69.2%	其他流动资产	54	895	1,040	1,419	1,326	1,233
毛利	1,918	2,233	1,787	2,043	2,350	2,736	流动资产	2,040	2,622	2,419	3,782	3,943	4,234
%销售收入	39.7%	39.6%	30.0%	30.1%	30.4%	30.8%	%总资产	52.2%	50.6%	42.6%	53.3%	51.1%	50.3%
营业税金及附加	-64	-62	-66	-82	-93	-107	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,417	1,818	2,406	2,811	3,187	3,533
销售费用	-999	-1,228	-524	-679	-774	-889	%总资产	36.2%	35.1%	42.3%	39.6%	41.3%	41.9%
%销售收入	20.7%	21.8%	8.8%	10.0%	10.0%	10.0%	无形资产	324	399	415	499	580	659
管理费用	-89	-102	-100	-109	-116	-133	非流动资产	1,870	2,564	3,266	3,310	3,767	4,192
%销售收入	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	%总资产	47.8%	49.4%	57.4%	46.7%	48.9%	49.7%
研发费用	-6	-9	-11	-14	-15	-18	<b>资产总计</b>	<b>3,911</b>	<b>5,186</b>	<b>5,685</b>	<b>7,092</b>	<b>7,710</b>	<b>8,426</b>
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	短期借款	0	0	205	905	781	614
息税前利润 (EBIT)	761	833	1,086	1,160	1,352	1,589	应付款项	362	468	455	574	651	744
%销售收入	15.7%	14.8%	18.2%	17.1%	17.5%	17.9%	其他流动负债	126	132	189	172	197	230
财务费用	10	-3	-22	-13	-21	-7	流动负债	488	599	849	1,651	1,629	1,587
%销售收入	-0.2%	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-10	-6	7	0	0	0	其他长期负债	1	844	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	17	0	0	0	<b>负债</b>	<b>489</b>	<b>1,443</b>	<b>852</b>	<b>1,651</b>	<b>1,629</b>	<b>1,587</b>
投资收益	30	24	17	15	15	15	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,421</b>	<b>3,743</b>	<b>4,833</b>	<b>5,440</b>	<b>6,081</b>	<b>6,839</b>
%税前利润	3.7%	2.7%	1.5%	1.3%	1.1%	0.9%	其中：股本	471	659	680	680	680	680
营业利润	824	863	1,127	1,177	1,366	1,617	未分配利润	1,452	1,608	1,832	2,385	3,026	3,783
营业利润率	17.0%	15.3%	18.9%	17.3%	17.7%	18.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	11	11	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,911</b>	<b>5,186</b>	<b>5,685</b>	<b>7,092</b>	<b>7,710</b>	<b>8,426</b>
税前利润	<b>824</b>	<b>874</b>	<b>1,138</b>	<b>1,187</b>	<b>1,376</b>	<b>1,627</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	17.1%	15.5%	19.1%	17.5%	17.8%	18.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-182	-190	-255	-266	-308	-364	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.1%	21.8%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%	每股收益	1.364	1.037	1.298	1.354	1.570	1.856
净利润	642	683	883	921	1,068	1,262	每股净资产	7.270	5.681	7.105	7.999	8.941	10.055
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.707	1.338	1.609	1.807	1.957	2.274
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>642</b>	<b>683</b>	<b>883</b>	<b>921</b>	<b>1,068</b>	<b>1,262</b>	每股股利	0.800	1.000	1.000	0.542	0.628	0.742
净利率	13.3%	12.1%	14.8%	13.6%	13.8%	14.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	18.77%	18.26%	18.27%	16.93%	17.56%	18.46%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	16.42%	13.18%	15.53%	12.99%	13.85%	14.98%
净利润	642	683	883	921	1,068	1,262	投入资本收益率	17.32%	14.20%	16.71%	14.18%	15.29%	16.55%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	158	163	146	211	243	275	主营业务收入增长率	18.47%	16.77%	5.66%	13.90%	13.92%	14.90%
非经营收益	-29	-31	-13	80	30	21	EBIT 增长率	17.93%	9.44%	30.36%	6.82%	16.61%	17.51%
营运资金变动	32	66	79	17	-10	-11	净利润增长率	25.11%	6.42%	29.19%	4.34%	15.95%	18.20%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>803</b>	<b>882</b>	<b>1,094</b>	<b>1,229</b>	<b>1,331</b>	<b>1,547</b>	总资产增长率	10.89%	32.62%	9.62%	24.74%	8.72%	9.28%
资本开支	-392	-892	-891	-315	-690	-690	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-820	-145	-400	100	100	应收账款周转天数	28.8	29.8	30.1	30.0	30.0	30.0
其他	30	22	37	15	15	15	存货周转天数	13.0	12.9	11.7	14.0	14.0	14.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-362</b>	<b>-1,690</b>	<b>-999</b>	<b>-700</b>	<b>-575</b>	<b>-575</b>	应付账款周转天数	35.2	39.2	35.6	39.0	39.0	39.0
股权募资	0	984	0	55	0	0	固定资产周转天数	96.4	99.9	109.8	102.1	93.2	83.0
债权募资	0	0	195	699	-125	-167	<b>偿债能力</b>						
其他	-377	-528	-660	-405	-483	-551	净负债/股东权益	-41.63%	-13.69%	-30.65%	-30.49%	-31.77%	-34.41%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-377</b>	<b>456</b>	<b>-465</b>	<b>349</b>	<b>-607</b>	<b>-718</b>	EBIT 利息保障倍数	-73.2	239.7	49.2	92.0	64.7	222.8
<b>现金净流量</b>	<b>65</b>	<b>-353</b>	<b>-370</b>	<b>878</b>	<b>149</b>	<b>254</b>	资产负债率	12.51%	27.82%	14.99%	23.29%	21.13%	18.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	5	10	17	56
增持	1	2	6	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.29	1.38	1.39	1.00

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402