

业绩稳健增长，盈利能力再创新高

投资要点

- **事件:** 公司发布2020年年报, 全年实现营收59.6亿元(+5.7%), 实现归母净利润8.8亿元(+29.2%); 其中20Q4单季度实现营收15.9亿元(+4.5%), 实现归母净利润2亿元(9.2%), 与业绩快报保持一致。
- **重点市场疫情反复, 新市场增速领跑。** 1、分品类来看, 面包、月饼、粽子分别实现营收58.4亿元(+5.6%)、1.2亿元(+11.2%)、771万元(-27%)。面包在已有明星单品的基础上加快新品的开发和推广, 更能满足多样化的消费需求, 保持产品竞争力。2、分区域来看, 东北、华北、华东、西南、华南、西北、华中分别实现营收28亿元(+5.1%)、14.2亿元(+7%)、12.6亿元(+7.6%)、7.5亿元(+9.5%)、4.4亿元(+15.2%)、4.2亿元(+0.7%)、1.2亿元(+948.4%)。华北、东北是公司重点市场, 受疫情反复影响, 需求复苏遇到阻碍导致收入增速仅个位数增长。在华东、华南等新市场, 对重点客户投入持续增加, 不断提升单店质量, 实现增速领跑。截至2020年末, 公司已在全国拥有29万多个零售终端, 未来将持续开发新终端、提高已有终端的单店产出。
- **疫情缩减费用叠加规模效应, 净利率再创新高。** 1、公司整体毛利率30%, 下降将近10个百分点, 主要由于: 执行新会计准则, 将原计入销售费用的产品配送服务费计入营业成本, 营业成本同比增长22.4%; 同时, 受该政策调整, 销售费率同比下降13.0pp至8.8%。2、管理费用率和财务费用率略有下降, 基本保持稳定, 受益于产品结构升级、规模效应和国家阶段性社保减免政策影响, 公司成本费用有所下降, 带动净利率提升2.7个百分点至14.8%, 再创新高。
- **产能扩张稳步推进, 股权激励持续实施。** 1、公司已建立19个生产基地, 逐步推进产能扩张计划, 江苏生产基地已于2021年3月投产, 设计产能2.2万吨; 沈阳、浙江、四川生产基地正在建设中, 预计将逐步释放12.8万吨新增产能, 扩张产能将更好的满足需求, 利于公司市场份额进一步扩大, 并可形成规模效应, 提高盈利能力。2、公司对不超过200名员工实行第五次股权激励计划, 认购份额不超过30万份, 长期激励机制较完善, 促进公司持续健康发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年归母净利润分别为9.9亿元、11.0亿元、12.0亿元, EPS分别为1.45元、1.61元、1.77元, 对应动态PE分别为33倍、29倍、27倍, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、市场开拓不达预期风险。

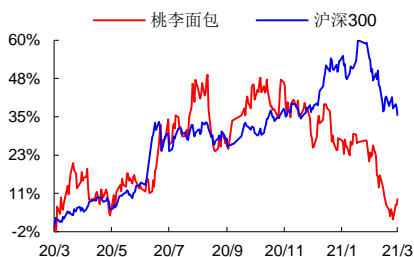
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5963.00	6644.21	7341.03	8125.84
增长率	5.66%	11.42%	10.49%	10.69%
归属母公司净利润(百万元)	882.84	987.85	1095.71	1201.47
增长率	29.19%	11.90%	10.92%	9.65%
每股收益EPS(元)	1.30	1.45	1.61	1.77
净资产收益率ROE	18.27%	18.99%	19.54%	19.89%
PE	36	33	29	27
PB	6.67	6.19	5.75	5.33

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 周可为
电话: 023-67710114
邮箱: zhkw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.80
流通A股(亿股)	6.80
52周内股价区间(元)	44.45-66.11
总市值(亿元)	327.97
总资产(亿元)	56.85
每股净资产(元)	7.11

相关研究

1. 桃李面包(603866): 规模效应、费用减少带动业绩高速增长 (2020-10-27)
2. 桃李面包(603866): 短期承压不改长期增长 (2020-08-20)
3. 桃李面包(603866): Q2收入增速放缓, 期待下半年业绩弹性 (2020-07-13)
4. 桃李面包(603866): 收入增速稳健, 疫情影响利润加速释放 (2020-04-16)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5963.00	6644.21	7341.03	8125.84	净利润	882.84	987.85	1095.71	1201.47
营业成本	4175.74	4622.12	5099.26	5654.56	折旧与摊销	145.81	194.15	222.13	250.37
营业税金及附加	66.00	73.09	80.75	89.38	财务费用	22.06	0.66	0.73	0.81
销售费用	524.17	597.98	660.69	731.33	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	100.23	119.60	132.14	146.27	经营营运资本变动	560.92	-3.05	-10.36	-13.52
财务费用	22.06	0.66	0.73	0.81	其他	-510.26	-29.01	-28.40	-31.99
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1101.37	1150.60	1279.81	1407.14
投资收益	17.30	20.00	20.00	20.00	资本支出	-663.33	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	16.69	9.01	10.40	10.99	其他	-335.67	29.01	30.40	30.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-999.00	-270.99	-369.60	-469.01
营业利润	1126.71	1259.77	1397.86	1534.47	短期借款	205.28	-205.28	0.00	0.00
其他非经营损益	10.98	9.10	9.98	9.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1137.69	1268.87	1407.84	1544.33	股权融资	1017.13	0.00	0.00	0.00
所得税	254.85	281.02	312.13	342.86	支付股利	-657.67	-617.99	-691.50	-766.99
净利润	882.84	987.85	1095.71	1201.47	其他	-1030.27	-0.66	-0.73	-0.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-465.52	-823.93	-692.23	-767.81
归属母公司股东净利润	882.84	987.85	1095.71	1201.47	现金流量净额	-362.95	55.68	217.98	170.32
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	714.69	770.37	988.35	1158.67	成长能力				
应收和预付款项	552.37	629.70	692.10	765.34	销售收入增长率	5.66%	11.42%	10.49%	10.69%
存货	137.89	152.63	166.39	185.73	营业利润增长率	30.55%	11.81%	10.96%	9.77%
其他流动资产	1014.28	1019.14	1024.12	1029.72	净利润增长率	29.19%	11.90%	10.92%	9.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	25.74%	12.36%	11.42%	10.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2405.90	2528.24	2722.60	2988.72	毛利率	29.97%	30.43%	30.54%	30.41%
无形资产和开发支出	342.02	332.85	323.68	314.50	三费率	10.84%	10.81%	10.81%	10.81%
其他非流动资产	517.96	510.64	503.33	496.01	净利率	14.81%	14.87%	14.93%	14.79%
资产总计	5685.11	5943.57	6420.56	6938.69	ROE	18.27%	18.99%	19.54%	19.89%
短期借款	205.28	0.00	0.00	0.00	ROA	15.53%	16.62%	17.07%	17.32%
应付和预收款项	581.18	675.37	741.68	817.80	ROIC	27.98%	29.92%	31.37%	31.94%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.71%	21.89%	22.08%	21.98%
其他负债	65.86	65.56	72.03	79.56	营运能力				
负债合计	852.32	740.92	813.70	897.36	总资产周转率	1.10	1.14	1.19	1.22
股本	680.15	680.15	680.15	680.15	固定资产周转率	3.57	3.44	3.36	3.37
资本公积	2035.10	2035.10	2035.10	2035.10	应收账款周转率	12.11	12.56	12.37	12.43
留存收益	2172.53	2542.40	2946.61	3381.08	存货周转率	31.08	31.82	31.77	31.85
归属母公司股东权益	4832.79	5202.65	5606.86	6041.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.83%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4832.79	5202.65	5606.86	6041.34	资产负债率	14.99%	12.47%	12.67%	12.93%
负债和股东权益合计	5685.11	5943.57	6420.56	6938.69	带息债务/总负债	24.08%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.85	3.48	3.54	3.51
					速动比率	2.69	3.28	3.34	3.30
					股利支付率	74.49%	62.56%	63.11%	63.84%
					每股指标				
					每股收益	1.30	1.45	1.61	1.77
					每股净资产	7.11	7.65	8.24	8.88
					每股经营现金	1.62	1.69	1.88	2.07
					每股股利	0.97	0.91	1.02	1.13
业绩和估值指标									
EBITDA	1294.57	1454.58	1620.72	1785.66					
PE	36.49	32.62	29.40	26.82					
PB	6.67	6.19	5.75	5.33					
PS	5.40	4.85	4.39	3.96					
EV/EBITDA	23.40	20.65	18.40	16.60					
股息率	2.04%	1.92%	2.15%	2.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn