

桃李面包 (603866)

证券研究报告

2021年03月25日

全年业绩平稳增长，期待产能落地后销售扩张利润释放

事件：公司发布 2020 年年报，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 8.83 亿元，同比增长 29.19%。其中，20Q4 实现营收 15.91 亿元，同比增长 4.54%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比增长 9.16%。业绩表现略低于预期。

全年营收平稳增长，疫情反复四季度承压。分季度看，20Q1-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%/4.54%。公司 20Q4 受疫情反复影响，营收增长相对乏力。展望 21Q1，疫情压力、就地过年政策及学生放假早等因素影响公司销售，叠加去年高基数，一季度业绩或有所承压。目前公司产能建设计划正不断推进，目前山东（2.12 万吨）项目已完工，江苏（2.2 万吨）项目已于今年 3 月投产，沈阳（6 万吨）、浙江（4.28 万吨）、四川（2.5 万吨）陆续推进。随着公司产能持续释放，华东区域布局补足，预期未来华东将有更多市场运作措施落地，营收将逐渐回归良好增长态势。

分产品来看，面包及糕点业务稳健发展，新品拓展按计划投放。2020 年公司核心产品桃李品牌面包及糕点实现营业收入 58.37 亿元（+5.60%），占比 97.89%。醇熟等明星产品稳步增长，华夫糕点、臻软山型吐司面包等新品高速增长。2020 年公司面包及糕点销量为 35.03 万吨（+9.67%），均价 16.66 元/公斤（-3.70%），公司面包及糕点营收增长主要由销量增长所拉动。

分地区来看，成熟市场调整巩固，新市场不断开发。2020 年公司优势地区东北及华北保持稳健增长，分别实现营收 28.01/14.19 亿元，同比增长 5.14%/7.04%；公司发力拓展的华东及华南区域分别实现营收 12.55/4.41 亿元，同比增长 7.58%/15.23%。在全国化销售网络建设过程中，公司一方面利用销售网络细化及渠道下沉挖掘成熟市场潜力，另一方面在华东、华南等新市场，不断增加对重点客户的投入，提升单店质量。

行业竞争与市场拓展系影响公司盈利能力主要因素。公司 20 年毛利率 29.97%（-9.60pct），主要系公司执行新收入准则将产品配送服务费调至营业成本所致。公司 20 年销售净利率为 14.81%（+2.70pct）。我们认为 20 年由于疫情影响行业内竞争趋缓，费用投放力度较小，随着行业竞争恢复常态，且公司处于产能建设前期费用铺设加大，一定程度影响公司盈利能力。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。

盈利预测：由于公司去年高基数及今年产能建设等因素，预计公司 2021-2023 年实现营收 67/80/97 亿元，同比增速 11.62%/20.50%/21.16%，预计公司 2021-2023 年实现净利润 9.7/11.2/12.6 亿元，同比增速 10.38%/14.75%/12.92%，预计 21-23 年 EPS 为 1.43/1.64/1.86 元，维持“买入”评级。

风险提示：产能、新市场拓展不及预期、食品安全、原材料价格波动

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,643.71	5,963.00	6,656.16	8,020.73	9,718.03
增长率(%)	16.77	5.66	11.62	20.50	21.16
EBITDA(百万元)	1,014.57	1,259.99	1,353.10	1,516.91	1,701.74
净利润(百万元)	683.36	882.84	974.48	1,118.26	1,262.79
增长率(%)	6.42	29.19	10.38	14.75	12.92
EPS(元/股)	1.00	1.30	1.43	1.64	1.86
市盈率(P/E)	47.99	37.15	33.66	29.33	25.97
市净率(P/B)	8.76	6.79	6.17	5.60	4.92
市销率(P/S)	5.81	5.50	4.93	4.09	3.37
EV/EBITDA	26.66	30.32	22.61	19.55	17.10

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	48.15 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)	32,749.35
流通 A 股市值(百万元)	32,749.35
每股净资产(元)	7.11
资产负债率(%)	14.99
一年内最高/最低(元)	67.88/43.80

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:疫情反复行业短期承压,产能建设落地打开发展空间》2021-01-13
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,077.64	714.69	1,147.26	2,140.92	2,562.41
应收票据及应收账款	492.73	491.90	586.72	279.23	769.97
预付账款	23.05	25.55	41.25	30.59	56.41
存货	130.85	137.89	176.25	195.09	259.25
其他	897.62	1,049.19	1,312.83	1,341.29	1,237.75
流动资产合计	2,621.89	2,419.22	3,264.30	3,987.11	4,885.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,544.54	1,794.45	1,972.37	2,065.21	2,093.99
在建工程	273.89	611.46	402.88	289.73	203.84
无形资产	343.92	342.02	333.23	324.44	315.64
其他	401.81	517.96	360.98	401.27	388.70
非流动资产合计	2,564.16	3,265.88	3,069.46	3,080.64	3,002.16
资产总计	5,186.04	5,685.11	6,333.76	7,067.76	7,887.95
短期借款	0.00	205.28	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	414.23	399.20	518.54	594.51	728.78
其他	185.11	244.95	221.05	236.44	267.50
流动负债合计	599.34	849.44	739.59	830.95	996.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	842.26	0.00	280.75	374.34	218.36
其他	1.29	2.88	1.84	2.00	2.24
非流动负债合计	843.55	2.88	282.59	376.34	220.60
负债合计	1,442.89	852.32	1,022.17	1,207.29	1,216.89
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	658.88	680.15	680.15	680.15	680.15
资本公积	1,039.24	2,035.10	2,035.10	2,035.10	2,035.10
留存收益	2,986.61	4,207.64	4,631.44	5,180.31	5,990.91
其他	(941.58)	(2,090.10)	(2,035.10)	(2,035.10)	(2,035.10)
股东权益合计	3,743.15	4,832.79	5,311.59	5,860.46	6,671.06
负债和股东权益总计	5,186.04	5,685.11	6,333.76	7,067.76	7,887.95

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	683.36	882.84	974.48	1,118.26	1,262.79
折旧摊销	163.07	145.81	99.45	109.11	115.90
财务费用	14.23	31.54	10.37	(17.94)	(25.66)
投资损失	(23.75)	(17.30)	(23.84)	(21.63)	(20.92)
营运资金变动	(712.66)	596.58	(161.15)	322.09	(299.03)
其它	763.59	(538.10)	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	887.83	1,101.37	899.32	1,509.88	1,033.08
资本支出	616.62	713.14	61.04	79.83	49.76
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,306.80)	(1,712.14)	(97.21)	(138.20)	(78.84)
投资活动现金流	(1,690.18)	(999.00)	(36.16)	(58.37)	(29.08)
债权融资	842.26	205.28	280.75	374.34	218.36
股权融资	94.19	842.41	44.63	17.94	25.66
其他	(480.71)	(1,513.21)	(755.96)	(850.13)	(826.53)
筹资活动现金流	455.74	(465.52)	(430.58)	(457.86)	(582.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(346.60)	(363.16)	432.58	993.65	421.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,643.71	5,963.00	6,656.16	8,020.73	9,718.03
营业成本	3,410.41	4,175.74	4,570.58	5,470.30	6,626.76
营业税金及附加	62.08	66.00	78.13	90.38	110.38
营业费用	1,227.90	524.17	658.96	914.36	1,214.75
管理费用	101.72	100.23	107.16	144.37	184.64
研发费用	8.84	11.30	7.70	11.61	14.74
财务费用	3.47	22.06	10.37	(17.94)	(25.66)
资产减值损失	0.00	0.00	3.82	3.54	1.84
公允价值变动收益	2.00	16.69	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.75	17.30	23.84	21.63	20.92
其他	(59.51)	(97.19)	(47.67)	(43.26)	(41.84)
营业利润	863.05	1,126.71	1,243.28	1,425.74	1,611.50
营业外收入	13.78	16.12	13.32	14.40	14.61
营业外支出	3.14	5.14	5.98	4.75	5.29
利润总额	873.68	1,137.69	1,250.61	1,435.39	1,620.82
所得税	190.33	254.85	276.13	317.13	358.03
净利润	683.36	882.84	974.48	1,118.26	1,262.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	683.36	882.84	974.48	1,118.26	1,262.79
每股收益(元)	1.00	1.30	1.43	1.64	1.86

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	16.77%	5.66%	11.62%	20.50%	21.16%
营业利润	4.73%	30.55%	10.35%	14.68%	13.03%
归属于母公司净利润	6.42%	29.19%	10.38%	14.75%	12.92%
获利能力					
毛利率	39.57%	29.97%	31.33%	31.80%	31.81%
净利率	12.11%	14.81%	14.64%	13.94%	12.99%
ROE	18.26%	18.27%	18.35%	19.08%	18.93%
ROIC	37.24%	31.51%	34.47%	35.24%	45.41%
偿债能力					
资产负债率	27.82%	14.99%	16.14%	17.08%	15.43%
净负债率	-6.29%	-10.54%	-16.31%	-30.14%	-35.14%
流动比率	4.37	2.85	4.41	4.80	4.90
速动比率	4.16	2.69	4.18	4.56	4.64
营运能力					
应收账款周转率	12.24	12.11	12.34	18.52	18.52
存货周转率	46.91	44.38	42.38	43.20	42.78
总资产周转率	1.24	1.10	1.11	1.20	1.30
每股指标(元)					
每股收益	1.00	1.30	1.43	1.64	1.86
每股经营现金流	1.31	1.62	1.32	2.22	1.52
每股净资产	5.50	7.11	7.81	8.62	9.81
估值比率					
市盈率	47.99	37.15	33.66	29.33	25.97
市净率	8.76	6.79	6.17	5.60	4.92
EV/EBITDA	26.66	30.32	22.61	19.55	17.10
EV/EBIT	31.18	33.78	24.41	21.07	18.35

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