

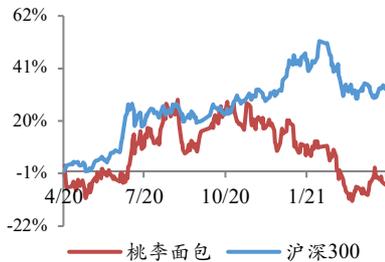
## 疫情扰动增长节奏，全国布局前景明朗

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-04-26

收盘价(元)	48.69
近12个月最高/最低(元)	66.11/45.33
总股本(百万股)	680
流通股本(百万股)	680
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	331
流通市值(亿元)	331

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

### 相关报告

1. 内生动力源自管理壁垒，成长空间逐步兑现 2021-04-26

### 主要观点：

#### ● 事件描述：

公司公布21年一季报，1Q21营收13.27亿元，同比+0.3%，归母净利润1.63亿元，同比-16.3%。

● **一季度营收同比微增，但较1Q20增长16.2%**。去年初疫情严重期间餐饮、烘焙店关门，刺激公司1Q20量利增长，全年占比均达到22%左右，较历史年份明显偏高。今年初河北、东北等地疫情反复，学校放假提前，对公司优势区域销售造成负面影响。整体看，高基数效应的存在，拉低了一季度同比增幅。一季度春节假期也是短保面包消费的淡季，后续随着疫情小范围爆发概率逐渐减少，全年增长值得期待。

● **东北、华北营收有所下滑，华东、华南、西南保持增长**。公司传统优势区域东北、华北营收同比下降，主要是年初疫情反复影响。而华东、华南、西南等消费潜力较大区域是公司重点攻坚方向，同比分别增长9.3%、10.3%、15.1%。今年3月，年产能2.20万吨的江苏桃李投产，年产能4.28万吨和2.50万吨的浙江桃李和四川桃李预计下半年投产，青岛桃李、泉州桃李和广西桃李正在建设，产能补足将为业务深入发展奠定基础。另一方面，公司各区域经销商数量均同比增长，华东、华南增幅达到67.8%和30.0%，市场耕耘有提速迹象。

● **公司经营现金流稳定，产品具有市场竞争力**。1Q21销售商品、提供劳务收到的现金与营收比值接近1.17，经营活动产生的现金流量净额/营收与历史年份同期相比也处于合理区间。

● **多种因素助推2020年毛利率、净利率上行，2021年预计有所回落**。如剔除新收入准则对毛利率和销售费用的影响，公司毛利率、销售费用率始终位于40%、20%左右，2020年毛利率偏高，经营方面主要因短期供小于求，买赠、退货明显减少。另外，公司固定资产折旧年限开始执行新的政策，毛利增加5,496万元；国家推出社保费用阶段性减免政策，毛利增加5,500万元，共同增厚毛利率1.6%左右。叠加货运通行费用减免，带动净利率攀升至15%以上。今年政策优惠终止，但可转债转股后财务费用率亦将同比下降，预计净利率处于14%水平。

#### ● 投资建议

**维持“增持”评级**。我们预计2021-2023年公司营收67.71、77.53、90.22亿元，同比增长14%/14%/16%，归母净利润为9.58、10.98、13.18亿元，同比增长8%/15%/20%，EPS分别为1.41、1.61、1.94，对应PE分别为33.64、29.34、24.44，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

原材料价格大幅上涨风险，食品安全风险，产能建设不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5963	6771	7753	9022
收入同比 (%)	5.7%	13.5%	14.5%	16.4%
归属母公司净利润	883	958	1098	1318
净利润同比 (%)	29.2%	8.5%	14.6%	20.1%
毛利率 (%)	30.0%	29.3%	29.3%	29.8%
ROE (%)	18.3%	17.0%	16.6%	17.1%
每股收益 (元)	1.30	1.41	1.61	1.94
P/E	45.53	33.64	29.34	24.44
P/B	8.32	5.72	4.88	4.18
EV/EBITDA	32.23	34.68	30.32	25.04

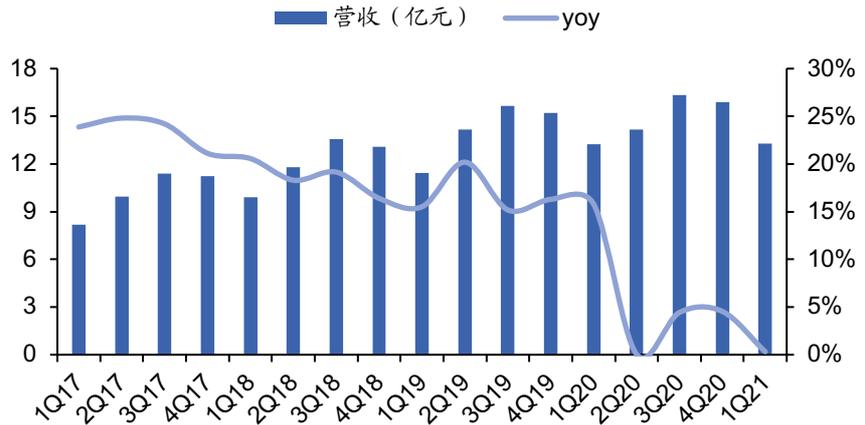
资料来源: wind, 华安证券研究所

## 图表目录

图表 1 公司 1Q21 营收同比微增, 但较 1Q19 仍有较大增长 .....	4
图表 2 1Q21 华东、华南等区域营收持续增长 (亿元) .....	4
图表 3 1Q21 各区域经销商保持增长 .....	4
图表 4 1Q21 公司经营现金流位于合理区间 .....	5
图表 5 公司毛利率、净利率预计高位回落 .....	5

一季度营收同比微增，但较 1Q20 增长 16.2%。去年初疫情严重期间餐饮、烘焙店关门，刺激公司 1Q20 量利增长，全年占比均达到 22%左右，较历史年份明显偏高。今年初河北、东北等地疫情反复，学校放假提前，对公司优势区域销售造成负面影响。整体看，高基数效应的存在，拉低了一季度同比增幅。一季度年节期间也是短保面包消费的淡季，后续随着疫情小范围爆发概率逐渐减少，全年增长值得期待。

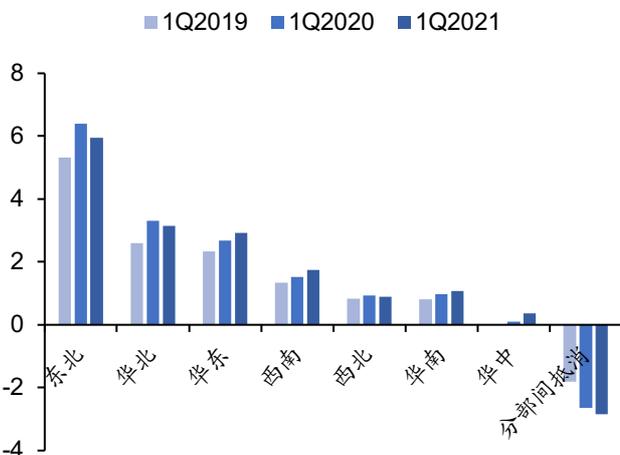
图表 1 公司 1Q21 营收同比微增，但较 1Q19 仍有较大增长



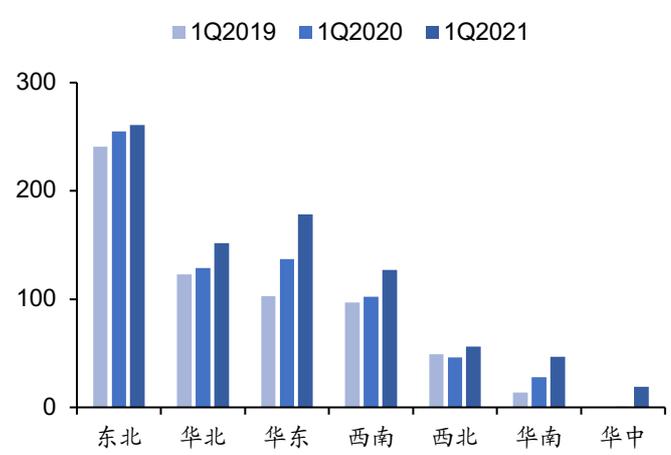
资料来源：公司公告，华安证券研究所

东北、华北营收有所下滑，华东、华南、西南保持增长。公司传统优势区域东北、华北营收同比下降，主要是年初疫情反复影响。而华东、华南、西南等消费潜力较大区域是公司重点攻坚方向，同比分别增长 9.3%、10.3%、15.1%。今年 3 月，年产能 2.20 万吨的江苏桃李投产，年产能 4.28 万吨和 2.50 万吨的浙江桃李和四川桃李预计下半年投产，青岛桃李、泉州桃李和广西桃李正在建设，产能补足将为业务长足发展奠定基础。另一方面，公司各区域经销商数量均同比增长，华东、华南增幅达到 67.8%和 30.0%，市场耕耘有提速迹象。

图表 2 1Q21 华东、华南等区域营收继续增长 (亿元) 图表 3 1Q21 各区域经销商保持增长



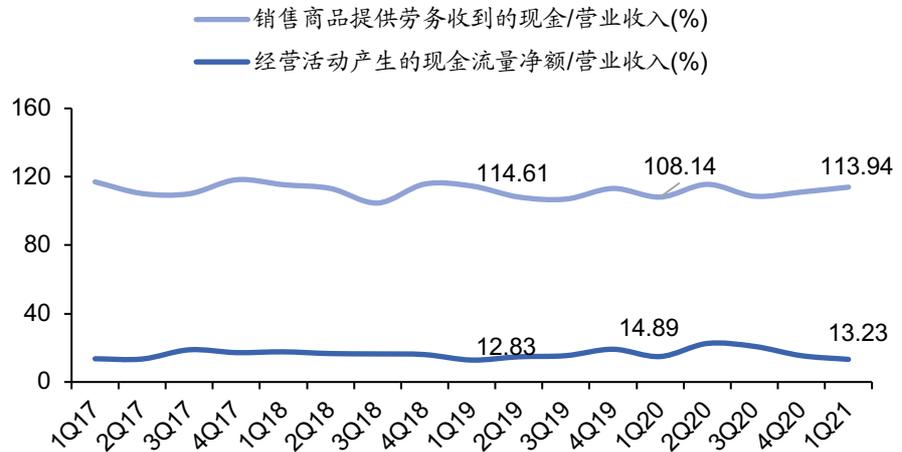
资料来源：公司公告，华安证券研究所



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司经营现金流稳定，产品具有市场竞争力。1Q21 销售商品、提供劳务收到的现金与营收比值接近 1.17，经营活动产生的现金流量净额/营收与历史年份同期相比也处于合理区间。

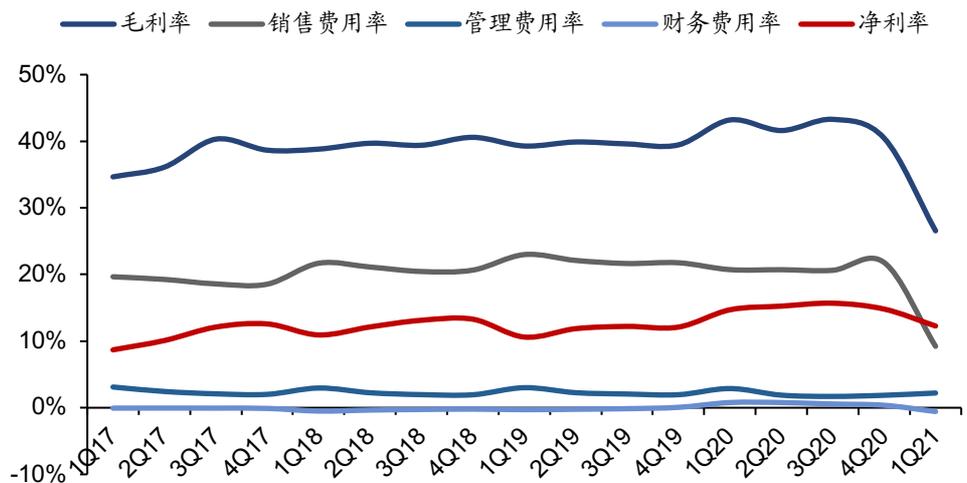
图表 4 1Q21 公司经营现金流位于合理区间



资料来源：公司公告，华安证券研究所

多种因素助推 2020 年毛利率、净利率上行，2021 年预计有所回落。如剔除新收入准则对毛利率和销售费用的影响，公司毛利率、销售费用率始终位于 40%、20% 左右，2020 年毛利率偏高，经营方面主要因短期供小于求，买赠、退货明显减少。另外，公司固定资产折旧年限开始执行新的政策，毛利增加 5,496 万元；国家推出社保费用阶段性减免政策，毛利增加 5,500 万元，增厚毛利率 1.6% 左右。叠加货运通行费用减免，带动净利率攀升至 15% 以上。今年政策优惠终止，但可转债转股后财务费用率亦将同比下降，预计净利率处于 14% 水平。

图表 5 公司毛利率、净利率预计高位回落



资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：4Q20 将配送费用调回销售费用）

## 风险提示：

原材料价格大幅上涨风险，食品安全风险，产能建设不及预期风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2419	2628	2972	3460	<b>营业收入</b>	5963	6771	7753	9022
现金	715	842	1086	1479	营业成本	4176	4787	5482	6332
应收账款	492	553	595	667	营业税金及附加	66	75	86	100
其他应收款	35	33	38	44	销售费用	524	623	698	812
预付账款	26	33	37	43	管理费用	100	129	147	162
存货	138	173	198	191	财务费用	22	17	26	30
其他流动资产	1014	994	1017	1036	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3266	4046	4854	5683	公允价值变动收益	-17	-22	-23	-19
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	17	27	31	36
固定资产	1794	2293	2836	3392	<b>营业利润</b>	1127	1222	1405	1685
无形资产	342	402	446	506	营业外收入	16	12	10	11
其他非流动资产	1129	1351	1571	1785	营业外支出	5	6	7	6
<b>资产总计</b>	5685	6674	7825	9144	<b>利润总额</b>	1138	1228	1408	1690
<b>流动负债</b>	849	1042	1227	1437	所得税	255	270	310	372
短期借款	205	205	205	205	<b>净利润</b>	883	958	1098	1318
应付账款	399	538	676	798	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	245	299	345	434	<b>归属母公司净利润</b>	883	958	1098	1318
<b>非流动负债</b>	3	3	3	3	EBITDA	1231	1282	1459	1751
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.30	1.41	1.61	1.94
其他非流动负债	3	3	3	3					
<b>负债合计</b>	852	1045	1230	1440					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	680	952	952	952	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	2035	2035	2035	2035	<b>成长能力</b>				
留存收益	2118	2642	3609	4716	营业收入	5.7%	13.5%	14.5%	16.4%
归属母公司股东权	4833	5629	6596	7704	营业利润	30.6%	8.4%	15.0%	19.9%
<b>负债和股东权益</b>	5685	6674	7825	9144	归属于母公司净利	29.2%	8.5%	14.6%	20.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	30.0%	29.3%	29.3%	29.8%
					净利率 (%)	14.8%	14.1%	14.2%	14.6%
					ROE (%)	18.3%	17.0%	16.6%	17.1%
					ROIC (%)	16.7%	15.3%	15.2%	15.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	15.0%	15.7%	15.7%	15.7%
					净负债比率 (%)	17.6%	18.6%	18.6%	18.7%
					流动比率	2.85	2.52	2.42	2.41
					速动比率	2.66	2.32	2.23	2.25
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.05	1.01	0.99	0.99
					应收账款周转率	12.12	12.25	13.04	13.52
					应付账款周转率	10.46	8.90	8.11	7.93
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.30	1.41	1.61	1.94
					每股经营现金流	1.62	1.74	1.90	2.28
					每股净资产	7.11	8.28	9.70	11.33
					<b>估值比率</b>				
					P/E	45.53	33.64	29.34	24.44
					P/B	8.32	5.72	4.88	4.18
					EV/EBITDA	32.23	34.68	30.32	25.04

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**文献，华安证券食品饮料首席分析师，十三年食品饮料研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；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）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。