

# 桃李面包 (603866)

证券研究报告

2021年04月27日

## 短期承压不改长期逻辑，预期环比改善稳健增长

**事件：**公司公布 21Q1 季报，报告期内公司实现营业收入 13.27 亿元，同比增长 0.31%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比下降 16.27%。

**营收小幅增长符合预期，预期未来环比持续改善。**21Q1 公司实现营收 13.27 亿元，同比增长 0.31%，相较 19 年增长 16.15%，年均复合增速 7.77%。公司营收增速放缓主要系去年基数较高，且今年受就地过年政策、学生放假早、优势区域疫情反复等因素影响，销售有所承压。分地区来看，华中地区业绩恢复，东北华北受疫情影响业绩稍降。21Q1 华中地区实现营收 0.37 亿元，同比增长 309.58%，主要系疫情缓和下市场回暖，供应链恢复正常运作，业绩迅速恢复。西南地区表现出色，实现营收 1.75 亿元，同比增长 15.63%；优势地区东北及华北小幅下降，分别实现营收 5.95/3.15 亿元，同比变化为-6.86%/-4.72%，我们认为主要系年初疫情反复且去年基数较高。看长期随着公司产能全国化建设继续推进，华东区域产能补足后，有望看到更多渠道加密、市场推广等运作的落地，预期未来公司营收将逐渐回归良好增长态势，未来环比持续改善。

**短期毛利率有所承压，销售推广力度加大，预期底部到位，长期逻辑不改。**公司 21Q1 毛利率为 26.56% (-16.64pcts)；净利率为 12.27% (-2.43pcts)。费用端，21Q1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 9.22%/ 2.01%/-0.57%，同比+0.34/-0.6/-1.35pcts。公司一季度利润下滑，销售费用小幅增长，主要系①去年疫情下公司率先复工生产，供需优势下产品折让率及返货率较低，折损处理成本较低；②20 年疫情下行业竞争放缓，公司促销活动、销售推广等投入较少，今年食品行业整体势头转好，竞争态势逐渐正常化，费用投放随之增多；③去年受国家阶段性社保减免政策影响，公司各项成本费用低于本期；④财务费用下降幅度较大系上期发生可转换公司债券利息费用所致。我们认为从前期市场情绪来看，目前已充分消化利润不及预期因素。长期维度我们看好公司在短保行业深耕多年积淀的深厚壁垒，看好公司在供应链管理上的经验积累与运营效率。

**短期利空充分释放，坚守短保行业龙头核心逻辑。**公司通过 10 逾年深耕，已形成了产业链从采购、生产、供应、销售等各环节的规模化综合成本及效率优势，经销商渠道教育及供应链管理成熟，内部可复制性较高，行业运营壁垒相对较高。公司产能建设有节奏落地，为销售规模扩张奠定基础，也为全国区域布局提供动力，建议关注后续公司产能扩张与市场拓展情况。

**盈利预测：**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)	48.46	37.51	33.98	29.61	26.22
市净率(P/B)	8.85	6.85	6.23	5.65	4.96
市销率(P/S)	5.87	5.55	4.98	4.13	3.41
EV/EBITDA	26.66	30.32	22.85	19.76	17.28

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	48.04 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)	32,674.54
流通 A 股市值(百万元)	32,674.54
每股净资产(元)	7.35
资产负债率(%)	14.78
一年内最高/最低(元)	67.88/44.90

### 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:消费场景逐步恢复，桃李重回稳步增速通道》2021-04-14
- 《桃李面包-年报点评报告:全年业绩平稳增长，期待产能落地后销售扩张利润释放》2021-03-25
- 《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

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>2,621.89</b>	<b>2,419.22</b>	<b>3,264.30</b>	<b>3,987.11</b>	<b>4,885.78</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,564.16</b>	<b>3,265.88</b>	<b>3,069.46</b>	<b>3,080.64</b>	<b>3,002.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,186.04</b>	<b>5,685.11</b>	<b>6,333.76</b>	<b>7,067.76</b>	<b>7,887.95</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>599.34</b>	<b>849.44</b>	<b>739.59</b>	<b>830.95</b>	<b>996.28</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>843.55</b>	<b>2.88</b>	<b>282.59</b>	<b>376.34</b>	<b>220.60</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,442.89</b>	<b>852.32</b>	<b>1,022.17</b>	<b>1,207.29</b>	<b>1,216.89</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,743.15</b>	<b>4,832.79</b>	<b>5,311.59</b>	<b>5,860.46</b>	<b>6,671.06</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,186.04</b>	<b>5,685.11</b>	<b>6,333.76</b>	<b>7,067.76</b>	<b>7,887.95</b>

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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>887.83</b>	<b>1,101.37</b>	<b>899.32</b>	<b>1,509.88</b>	<b>1,033.08</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,690.18)</b>	<b>(999.00)</b>	<b>(36.16)</b>	<b>(58.37)</b>	<b>(29.08)</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>455.74</b>	<b>(465.52)</b>	<b>(430.58)</b>	<b>(457.86)</b>	<b>(582.50)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(346.60)</b>	<b>(363.16)</b>	<b>432.58</b>	<b>993.65</b>	<b>421.50</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>5,643.71</b>	<b>5,963.00</b>	<b>6,656.16</b>	<b>8,020.73</b>	<b>9,718.03</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>863.05</b>	<b>1,126.71</b>	<b>1,243.28</b>	<b>1,425.74</b>	<b>1,611.50</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>873.68</b>	<b>1,137.69</b>	<b>1,250.61</b>	<b>1,435.39</b>	<b>1,620.82</b>
所得税	190.33	254.85	276.13	317.13	358.03
<b>净利润</b>	<b>683.36</b>	<b>882.84</b>	<b>974.48</b>	<b>1,118.26</b>	<b>1,262.79</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>683.36</b>	<b>882.84</b>	<b>974.48</b>	<b>1,118.26</b>	<b>1,262.79</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	48.46	37.51	33.98	29.61	26.22
市净率	8.85	6.85	6.23	5.65	4.96
EV/EBITDA	26.66	30.32	22.85	19.76	17.28
EV/EBIT	31.18	33.78	24.66	21.29	18.55

### 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