

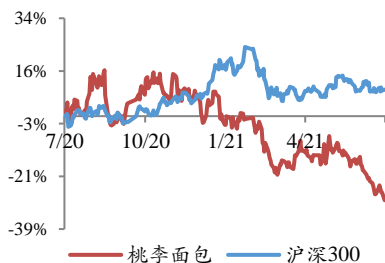
营收回归双位数增长，业务盈利能力稳定

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-07-19

收盘价(元)	28.18
近12个月最高/最低(元)	46.25/28.18
总股本(百万股)	952
流通股本(百万股)	952
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	268
流通市值(亿元)	268

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

联系人：陆金鑫

执业证书号：S0010120120022

电话：13520271171

邮箱：lujx@hazq.com

相关报告

1. 疫情扰动增长节奏，全国布局前景明朗 2021-04-27
2. 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：

公司公布半年度业绩快报，1H21 营业总收入为 29.39 亿元，同比增长 7.32%；归母净利润 3.69 亿元，同比下降 11.57%。

● **营收基数效应逐步减退，关注产能释放进度。** 2Q21 营收同比增长 13.87%，若与 2019 年同期比较，增长 13.91%，增速接近正常年份但稍低，疫情对销售的扰动基本淡化。另一方面，疫情延搁公司产能建设，至少影响江苏桃李、浙江桃李、沈阳桃李等工厂的半年工期。江苏桃李一期今年 3 月投产，释放约 1.1 万吨产能，据 4 个月营收 7,000 万测算，产能基本已经跑满。随着公司下半年产能供应增加，对营收增幅形成有力支撑。

● **归母净利率高位回落但环比改善，三年利润平均增速可达 15%。** 2Q21 归母净利率 12.83%，环比增加 0.56 pct，接近历史平均水平。2020 年利润水平偏高主要由于促销投放减少、固定资产折旧年限延长，社保费用阶段性减免政策等多重因素影响。另外，每个报告年度，公司归母净利率水平一般呈现逐季上涨的规律，我们认为这是由于旺季到来买赠和退货减少所致，下半年公司盈利能力有望持续抬升，全年达到 13% 左右。2020 年归母净利润 30%+ 高速增长，预测 2021 年将放缓，但近三年平均增速仍可达 15%。

● **公司成长天花板仍高，全国化发展规模优先。** 目前我国短保烘焙市场规模 200 亿左右，面包消费频次增加及对长保的替代趋势仍在继续，市场容量稳健增长。公司的高周转运营模式已充分验证，渠道管理能力具备竞争壁垒，伴随华东、华南、华中等区域的产能补强，公司全国化进程有序推进。同时，在此过程中，为保证开工率和抢占市场份额，终端打折促销料明显增加，盈利增速更多来自生产和配送效率挖潜。

● 投资建议

维持“增持”评级。 我们小幅调整公司盈利预测，预计 2021-2023 年营收 67.71、77.53、89.52 亿元，同比增长 14%/14%/16%，归母净利润为 9.16、10.49、12.20 亿元，同比增长 4%/15%/16%，EPS 分别为 0.96、1.10、1.28，对应 PE 分别为 29.31、25.58、22.00，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

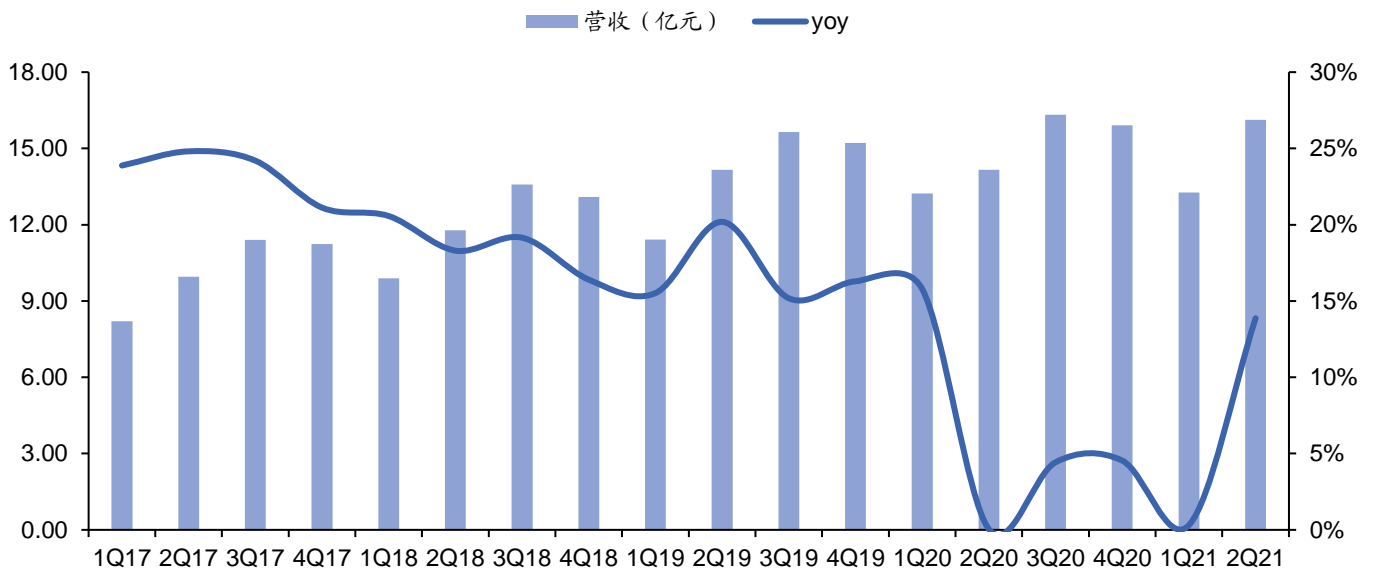
主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5963	6771	7753	8952
收入同比 (%)	5.7%	13.5%	14.5%	15.5%
归属母公司净利润	883	916	1049	1220
净利润同比 (%)	29.2%	3.7%	14.6%	16.2%
毛利率 (%)	30.0%	29.3%	29.3%	29.3%
ROE (%)	18.3%	16.4%	16.1%	16.2%
每股收益 (元)	1.33	0.96	1.10	1.28
P/E	63.74	29.31	25.58	22.00
P/B	11.64	4.80	4.13	3.57
EV/EBITDA	32.23	21.36	18.65	15.83

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表目录

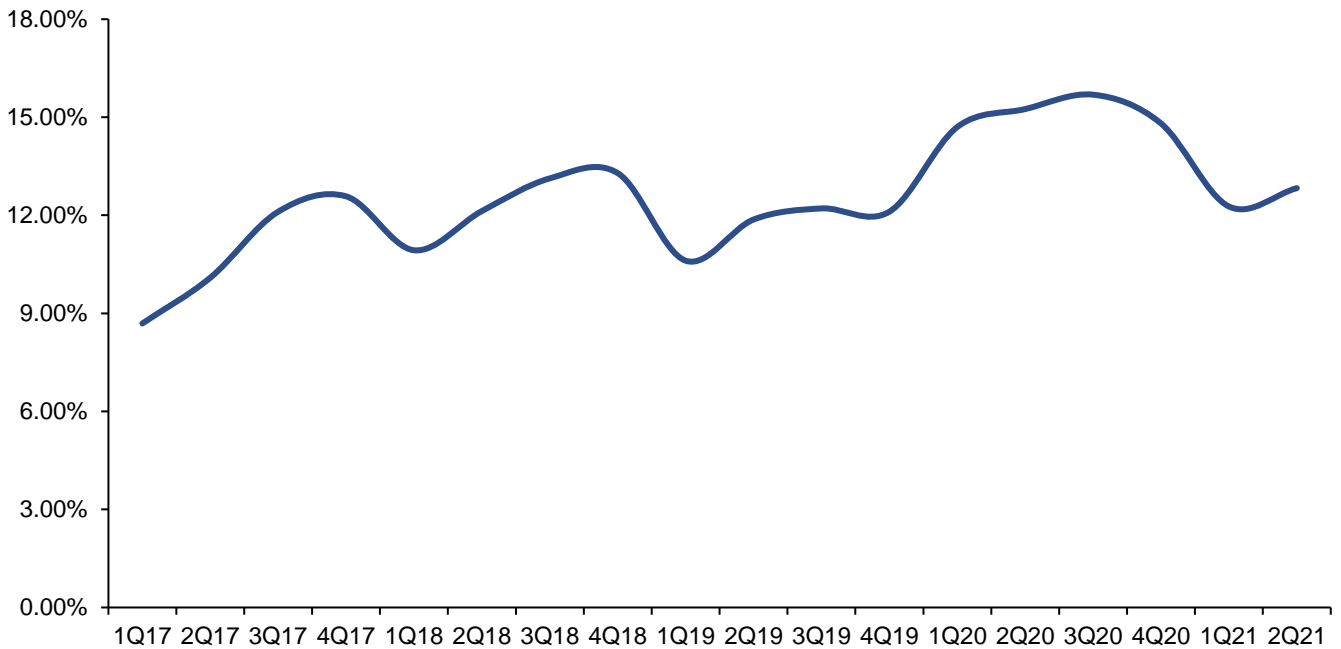
图表 1 公司 2Q21 营收增速改善.....	4
图表 2 公司净利率环比提升.....	4

图表 1 公司 2Q21 营收增速改善



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 公司净利率环比提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

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
流动资产	2419	2586	2880	3273	营业收入	5963	6771	7753	8952
现金	715	800	995	1297	营业成本	4176	4787	5482	6332
应收账款	492	553	595	662	营业税金及附加	66	75	86	99
其他应收款	35	33	38	44	销售费用	524	677	760	868
预付账款	26	33	37	43	管理费用	100	129	147	161
存货	138	173	198	191	财务费用	22	17	26	31
其他流动资产	1014	994	1017	1036	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3266	4046	4854	5679	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	营业利润	1127	1167	1342	1558
无形资产	342	402	446	502	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
资产总计	5685	6632	7734	8952	利润总额	1138	1174	1345	1563
流动负债	849	1042	1227	1436	所得税	255	258	296	344
短期借款	205	205	205	205	净利润	883	916	1049	1220
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	433	归属母公司净利润	883	916	1049	1220
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	1231	1228	1397	1626
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.33	0.96	1.10	1.28
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	852	1045	1230	1439					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	680	952	952	952	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2035	2035	2035	2035	成长能力				
留存收益	2118	2599	3517	4526	营业收入	5.7%	13.5%	14.5%	15.5%
归属母公司股东权益	4833	5587	6505	7514	营业利润	30.6%	3.6%	15.0%	16.1%
负债和股东权益	5685	6632	7734	8952	归属于母公司净利润	29.2%	3.7%	14.6%	16.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	30.0%	29.3%	29.3%	29.3%
					净利率 (%)	14.8%	13.5%	13.5%	13.6%
					ROE (%)	18.3%	16.4%	16.1%	16.2%
					ROIC (%)	16.7%	14.7%	14.7%	14.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	15.0%	15.8%	15.9%	16.1%
					净负债比率 (%)	17.6%	18.7%	18.9%	19.1%
					流动比率	2.85	2.48	2.35	2.28
					速动比率	2.66	2.28	2.16	2.12
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	1.02	1.00	1.00
					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
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.33	0.96	1.10	1.28
					每股经营现金流	1.16	1.20	1.31	1.53
					每股净资产	5.08	5.87	6.83	7.89
					估值比率				
					P/E	63.74	29.31	25.58	22.00
					P/B	11.64	4.80	4.13	3.57
					EV/EBITDA	32.23	21.36	18.65	15.83

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，十二年食品饮料研究经验。

联系人：陆金鑫，北京大学生物学本科，中科院化学所博士。8年粮油央企战略运营与研发管理经验。

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。