

桃李面包 (603866)

公司研究/点评报告

营收平稳增长，返货率等因素拉低利润表现

——桃李面包 (603866) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 8 月 11 日

一、事件概述

8 月 10 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内公司实现营收 29.39 亿元，同比 +7.32%；实现归母净利润 3.69 亿元，同比 -11.59%；基本 EPS 为 0.39 元。

二、分析与判断

➤ 21H1 营收保持平稳增长，毛销差下滑拖累利润端表现

21H1 公司实现营收/归母净利润 29.39/3.69 亿元，同比分别 +7.32%/-11.59%；合 21Q2 单季度实现营收/归母净利润 16.13/2.06 亿元，同比分别 +13.87%/-7.52%。总体看，公司上半年总体经营状况良好，营收保持稳健增长，21Q1 受去年同期高基数影响增速较低，21Q2 营收同比实现双位数增长。21H1 归母净利润同比下滑，主要原因是 (1) 21Q1 下游需求回落至正常水平，返货率、折让率上升拉低毛利率水平，促销投入增加提高销售费用；(2) 去年国家阶段性社保减免政策在今年陆续到期，间接增加各项费用支出。受此影响，公司毛销差同比出现明显下滑。

分地区看，21H1 华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南地区分别实现营收 6.82/13.24/6.31/0.85/3.81/1.98/2.42 亿元，同比分别 +0.48%/+4.47%/+10.51%/+135.42%/+13.36%/-0.22%/+19.27%；合 21Q2 分别实现营收 3.67/7.29/3.39/0.48/2.05/1.08/1.36 亿元，同比分别 +5.41%/+15.99%/+11.75%/+77.72%/+11.49%/+3.31%/+27.33%。华北、东北、华东、西南、西北等传统市场增速较为平稳；华南市场收入增速较快，为重点投入的新市场；华中市场同比增速超 100%，主要原因是去年同期基数较低。

经销商方面，21H1 华北/东北/华东/西南/西北/华南/华中地区拥有经销商数量 150/260/183/126/58/49/22 家，同比分别 +11.11%/+0.39%/+24.49%/+21.15%/+45.00%/+104.17%/+120.00%。华北、东北、华东、西南地区经销商队伍扩张较为平稳。西北、华南、华中渠道处于快速扩张期，配合公司新市场扩张战略。

➤ 受返货率提升及销售投入增加等因素影响，毛销差同比收窄

21H1 年公司销售毛利率为 26.56%，同比 -15.82ppt (21Q2 为 26.56%，同比 -15.05ppt)，原因是 (1) 退货率及折让率同比上升；(2) 新收入准则实行，运输费用计入营业成本；(3) 阶段性社保减免政策到期，成本上升。21H1 毛销差为 17.55%，同比 -4.11ppt。21H1 公司期间费用率为 10.86%，同比 -12.53ppt (21Q2 为 10.85%，同比 -11.59ppt)。其中销售费用率 9.01%，同比 -11.71ppt (21Q2 为 8.84%，同比 -11.87ppt)，原因是 (1) 新收入准则实行，将产品配送服务费调至营业成本；(2) 人力成本、门店费用增加；(3) 去年阶段性社保减免政策导致同期费用较低。管理费用率 1.78%，同比 +0.06ppt，原因是 (1) 咨询费用增加；(2) 去年阶段性社保减免政策影响。研发费用率为 0.25%，同比 +0.08ppt (21Q2 为 0.29%，同比 +0.21ppt)。财务费用率 -0.18%，同比 -0.96ppt (21Q2 为 0.13%，同比 -0.65ppt)，原因是上期可转换公司债券产生利息费用所致。

➤ 战略性区域渠道扩张加速，新增产能稳步释放

今年上半年，公司加大力度拓展华东、华南等新市场，不断增加对重点客户的投入，提升单店质量。同时在东北、华北等成熟市场继续加快销售网络细化和下沉工作，进一步开拓细分消费市场和销售渠道，挖掘市场潜力，引导新的消费需求，巩固和扩大公司产品市场占有率。

推荐

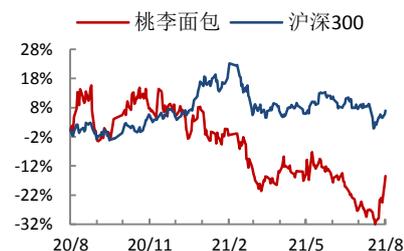
维持评级

当前价格：

33.80 元

交易数据	2021-8-10
近 12 个月最高/最低	46.26/27.66
总股本 (百万股)	952.21
流通股本 (百万股)	952.21
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	321.85
流通市值 (亿元)	321.85

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

- 桃李面包 (603866) 2021 年一季报点评：业绩高基数拉低本期增速，主业中长期增长稳健
- 桃李面包 (603866) 2020 年报点评：业绩表现平稳，新市场保持高速增长

新增产能方面，设计产能 2.12 万吨的山东桃李烘焙食品项目已于 2020 年 2 月投产；设计产能 2.20 万吨的江苏桃李生产基地项目已于 2021 年 3 月投产，2021 年 3~6 月实际产能为 0.83 万吨；设计产能 6.00 万吨的沈阳桃李系列产品生产基地项目、设计产能 4.28 万吨的浙江桃李生产基地建设项目、设计产能 2.50 万吨的四川桃李烘焙食品生产项目、设计产能 2.96 万吨的青岛桃李烘焙食品生产项目正按计划建设中。未来新增产能的陆续达产将保证公司中长期成长性。

三、盈利预测与投资建议

根据上半年经营情况，我们小幅调降盈利预测。预计 21-23 年公司实现营收 66.85/76.88/86.50 亿元，同比+12.1%/+15.0%/12.5%；实现归属上市公司净利润 9.57/10.92/12.35 亿元，同比+8.4%/14.1%/+13.1%，折合 EPS 分别为 1.00/1.15/1.30 元，目前股价对应 21-23 年 PE 为 34/30/26 倍。公司 2021 年估值与休闲食品板块 2021 年 33 倍的整体估值水平基本持平。我们认为，未来随着新建工厂陆续投产，规模效应有望进一步发挥，维持“推荐”评级。

四、风险提示

业务扩张速度不及预期，居民消费倾向下降，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,963	6,685	7,688	8,650
增长率 (%)	5.7%	12.1%	15.0%	12.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	883	957	1,092	1,235
增长率 (%)	29.2%	8.4%	14.1%	13.1%
每股收益 (元)	1.33	1.00	1.15	1.30
PE (现价)	25.4	33.6	29.5	26.1
PB	4.8	6.7	6.7	6.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,963	6,685	7,688	8,650
营业成本	4,176	4,606	5,234	5,898
营业税金及附加	66	74	85	96
销售费用	524	661	843	915
管理费用	100	147	161	186
研发费用	11	12	14	15
EBIT	1,086	1,186	1,351	1,541
财务费用	22	(1)	(1)	0
资产减值损失	0	12	7	10
投资收益	17	17	17	17
营业利润	1,127	1,217	1,393	1,576
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	1,138	1,228	1,404	1,587
所得税	255	271	312	352
净利润	883	957	1,092	1,235
归属于母公司净利润	883	957	1,092	1,235
EBITDA	1,231	1,359	1,532	1,750
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	715	416	200	92
应收账款及票据	492	568	643	729
预付款项	26	30	33	38
存货	138	185	191	250
其他流动资产	43	43	43	43
流动资产合计	2419	2228	2110	2130
长期股权投资	0	17	35	52
固定资产	1794	2053	2308	2564
无形资产	342	366	372	386
非流动资产合计	3266	3524	3767	3996
资产合计	5685	5753	5876	6126
短期借款	205	205	205	205
应付账款及票据	399	500	534	621
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	849	960	1042	1159
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3
非流动负债合计	3	3	3	3
负债合计	852	963	1045	1162
股本	680	952	952	952
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4833	4790	4831	4964
负债和股东权益合计	5685	5753	5876	6126

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	5.7%	12.1%	15.0%	12.5%
EBIT 增长率	30.4%	9.2%	14.0%	14.0%
净利润增长率	29.2%	8.4%	14.1%	13.1%
盈利能力				
毛利率	30.0%	31.1%	31.9%	31.8%
净利润率	14.8%	14.3%	14.2%	14.3%
总资产收益率 ROA	15.5%	16.6%	18.6%	20.2%
净资产收益率 ROE	18.3%	20.0%	22.6%	24.9%
偿债能力				
流动比率	2.8	2.3	2.0	1.8
速动比率	2.7	2.1	1.9	1.6
现金比率	2.0	1.4	1.1	0.9
资产负债率	0.1	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	29.7	29.6	29.6	29.6
存货周转天数	11.6	12.1	11.9	12.0
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	1.0	1.1	1.3
每股净资产	7.1	5.0	5.1	5.2
每股经营现金流	1.6	1.2	1.3	1.5
每股股利	1.0	1.1	1.1	1.2
估值分析				
PE	25.4	33.6	29.5	26.1
PB	4.8	6.7	6.7	6.5
EV/EBITDA	25.5	23.3	20.8	18.3
股息收益率	3.0%	3.1%	3.3%	3.4%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	883	957	1,092	1,235
折旧和摊销	139	186	188	220
营运资金变动	79	(12)	(23)	(21)
经营活动现金流	1,088	1,102	1,229	1,406
资本开支	891	404	395	411
投资	(145)	0	0	0
投资活动现金流	(999)	(404)	(395)	(411)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	195	3	0	0
筹资活动现金流	(466)	(997)	(1,050)	(1,102)
现金净流量	(377)	(298)	(217)	(107)

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。