

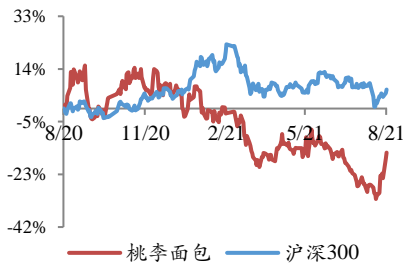
## 财务指标边际改善，旺季表现值得期待

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-08-10

收盘价(元)	33.80
近12个月最高/最低(元)	46.25/27.16
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)	322
流通市值(亿元)	322

### 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：陆鑫鑫

执业证书号：S0010120120022

电话：13520271171

邮箱：lujx@hazq.com

### 相关报告

1. 营收回归双位数增长，业务盈利能力稳定 2021-07-19

2. 疫情扰动增长节奏，全国布局前景明朗 2021-04-27

3. 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年中报：营收29.29亿元，同增7.32%，其中面包糕点营收29.26亿元；归母净利润3.69亿元，同增-11.59%。

● **基数效应逐步减退，盈利能力保持稳定。**1Q21、2Q21营收同比增长0.31%、13.87%，2Q增速接近正常年份但稍低，疫情对销售的扰动基本淡化。1Q21、2Q21毛利率均为26.56%，低于2020年的29.97%，但接近历史27%水平。1Q21、2Q21归母净利率12.27%、12.80%，环比提升0.56pct，亦与历史平均水平接近。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。1H21公司销售费用率9%左右，主要受门店费用拉动，呈现缓慢上升态势，但占比较低。

● **华中、华南、华东、西南营收保持较高增速，占比持续增加。**1H21华中、南、西南、华东收入同比增长136.11%、19.21%、13.39%、10.51%，且有提速趋势。相比而言，东北、华北等成熟区域基数较大，增速不断下降。西北出现负增长可能与上半年区域天气较热有关。相应的，公司营收区域不平衡现象有所缓解，东北营收占比从2016年的45%下降至目前的37%。但是，东北、华北的短保市场远未达到饱和，增速下降也受产能制约，随着沈阳桃李后续投产，区域消费仍有发掘空间。

● **东北、西南、西北盈利表现较好，华南、华东有待提升。**公司在成熟区域东北以及竞争格局相对较好的西北、西南毛利率可达27-28%。华东、华南与达利、嘉顿等本地强势企业竞争，打折促销压制利润水平，但随着消费基础夯实和产能补足，华东略有盈利，华南亏损幅度收窄。

● **短保呈现一超多强格局，公司有望持续享受行业成长红利。**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。公司市场份额或达40%以上，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，龙头优势不断巩固。

#### ● 投资建议

**维持“增持”评级。**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35.15、30.68、26.39，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

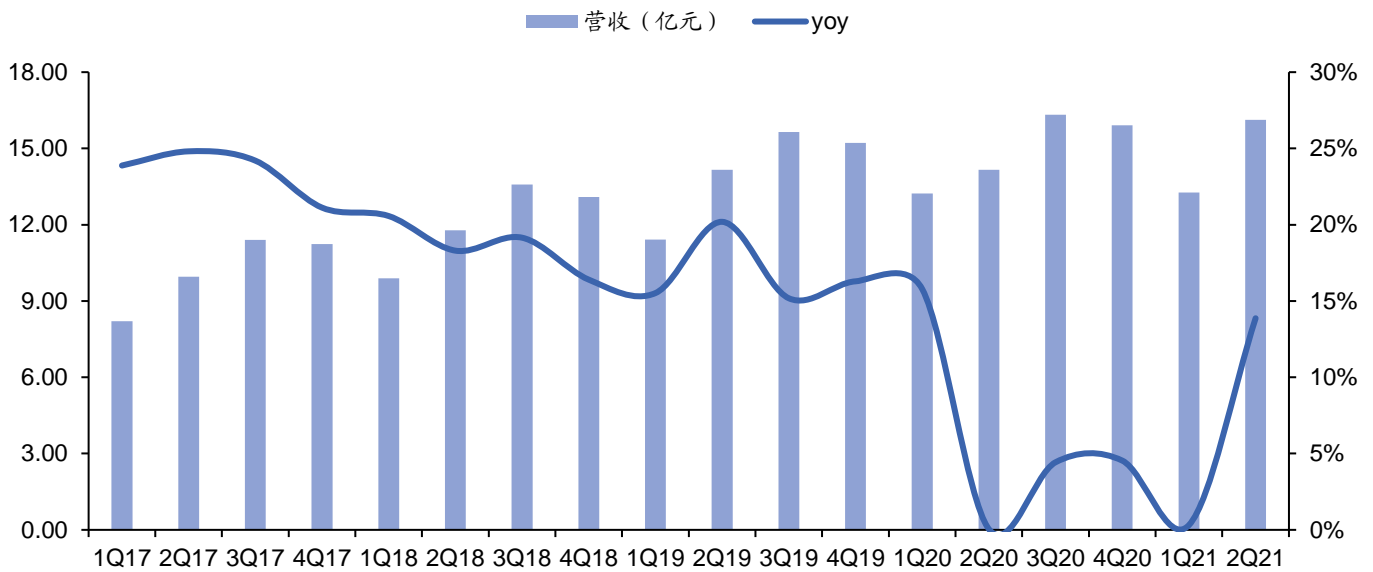
主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5963	6771	7753	8952
收入同比 (%)	5.7%	13.5%	14.5%	15.5%
归属母公司净利润	883	916	1049	1220
净利润同比 (%)	29.2%	3.7%	14.6%	16.2%
毛利率 (%)	30.0%	29.3%	29.3%	29.3%
ROE (%)	18.3%	16.4%	16.1%	16.2%
每股收益 (元)	1.33	0.96	1.10	1.28
P/E	63.74	35.15	30.68	26.39
P/B	11.64	5.76	4.95	4.28
EV/EBITDA	32.23	25.72	22.48	19.12

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 图表目录

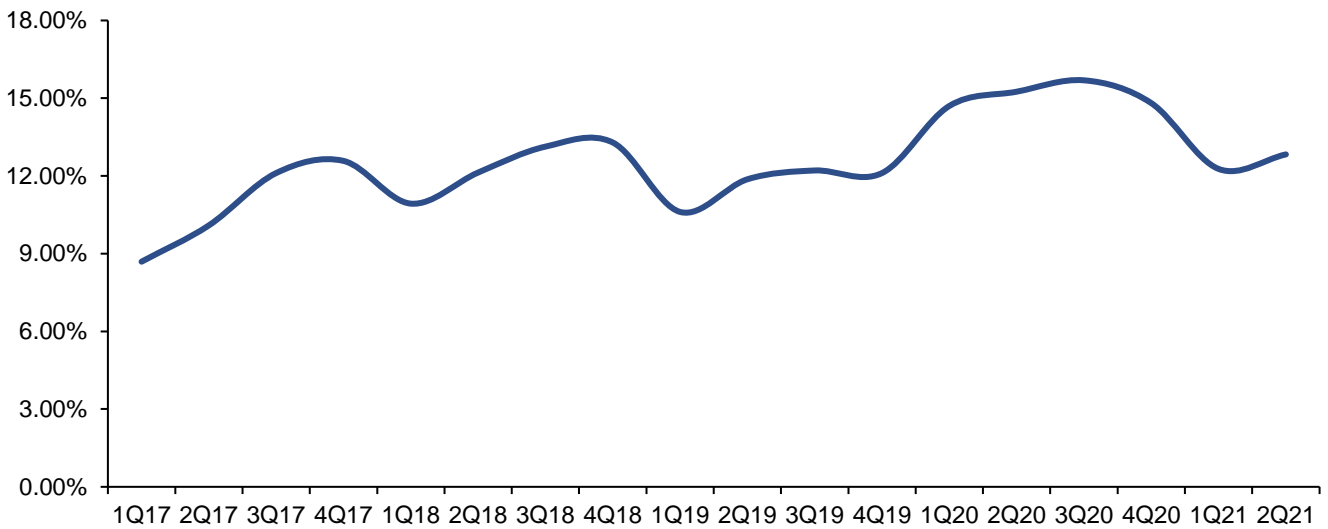
图表 1 公司 2Q21 营收增速改善.....	4
图表 2 公司净利率环比提升.....	4
图表 3 北方区域构成营收主要来源 (单位: 亿元) .....	5
图表 4 东北和华北营收占比达到 60% .....	5
图表 5 北方区域营收占比下降.....	5
图表 6 华南、西南、华东营收增速较高.....	5
图表 7 东北盈利水平保持稳定.....	6
图表 8 华北毛利率略有波动, 净利率稳定 .....	6
图表 9 华东保持微利水平 .....	6
图表 10 华南尚未盈利 .....	6
图表 11 西南盈利水平有所下滑 .....	7
图表 12 西北盈利水平保持稳定.....	7
图表 13 公司产能投放略有放缓 .....	7

图表 1 公司 2Q21 营收增速改善



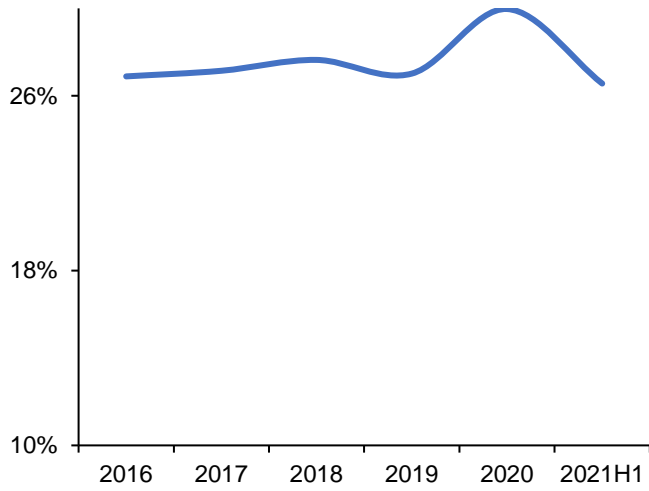
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 公司净利率环比提升



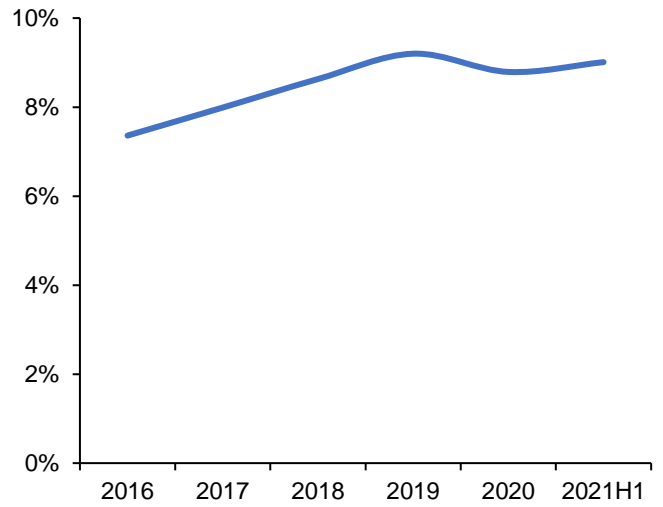
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表3 毛利率接近正常年份水平 (单位: 亿元)



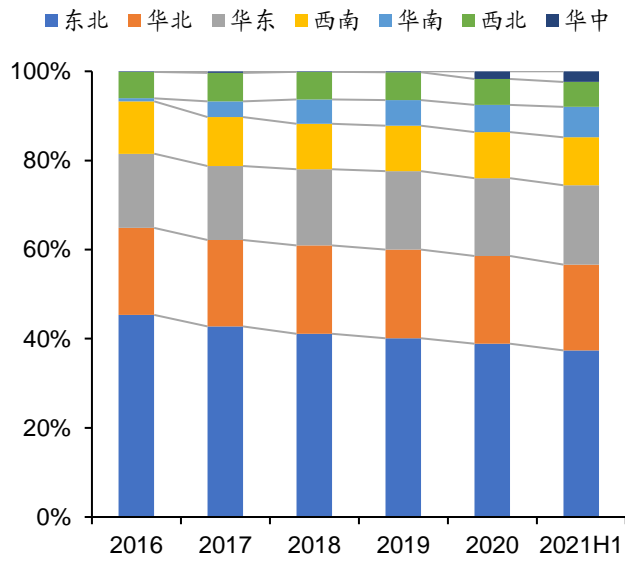
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (注: 为使 2020 年前毛利率可比, 营业成本增加运输费)

图表4 销售费用率略有上升



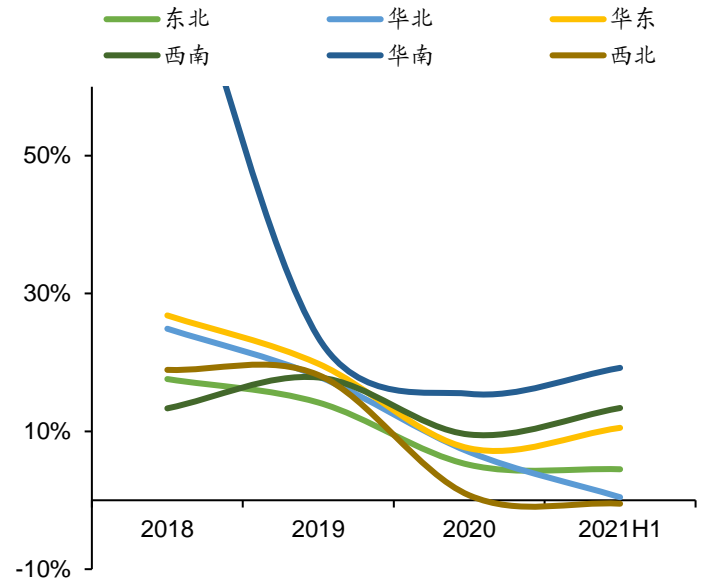
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (注: 为使 2020 年前毛利率可比, 销售费用剔除运输费)

图表5 北方区域营收占比下降



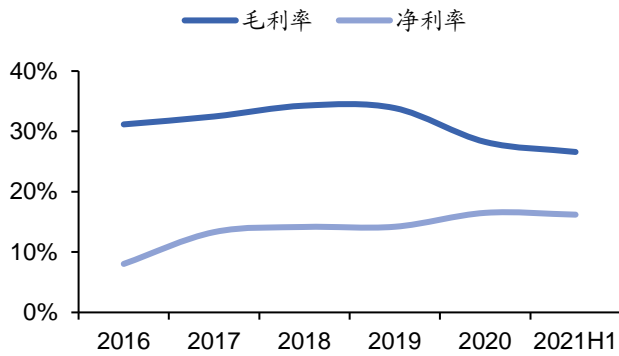
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (注: 未考虑内部抵消)

图表6 华南、西南、华东营收增速较高



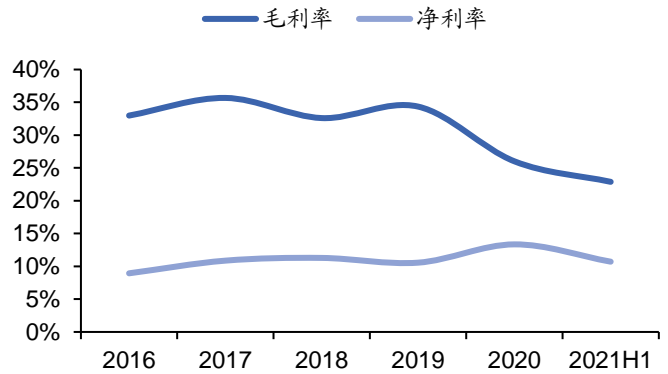
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (注: 未考虑内部抵消)

图表 7 东北盈利水平保持稳定



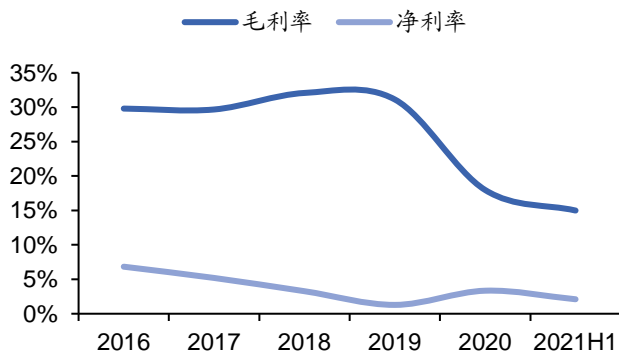
资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：2020 起毛利率口径变化，模拟净利率计算取自沈阳桃李、丹东桃李、锦州桃李、哈尔滨桃李、大连桃李、长春桃李、长春食品、八方塑料净利润。）

图表 8 华北毛利率略有波动，净利率稳定



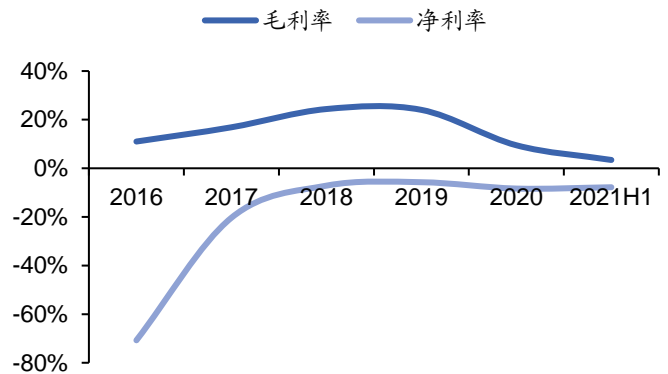
资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：2020 起毛利率口径变化，模拟净利率计算取自石家庄桃李、北京桃李、内蒙桃李、包头桃李、天津桃李净利润。）

图表 9 华东保持微利水平



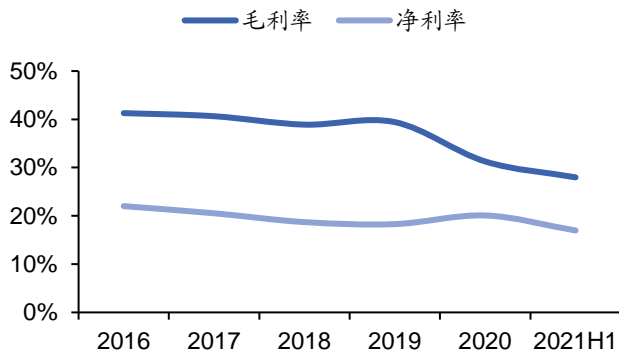
资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：2020 起毛利率口径变化，模拟净利率计算取自济南桃李、青岛桃李、上海桃李、山东桃李、江苏桃李、合肥桃李、青岛食品、浙江桃李净利润。）

图表 10 华南尚未盈利

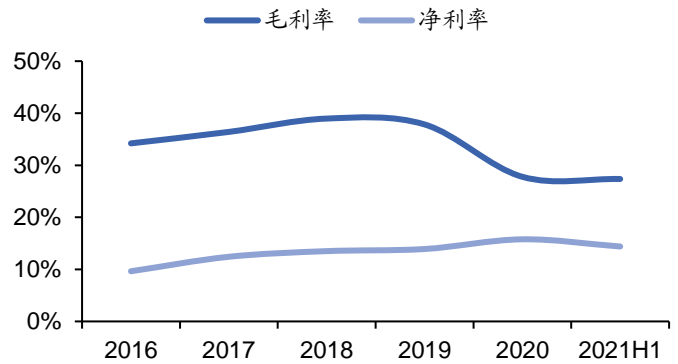


资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：2020 起毛利率口径变化。模拟净利率计算取自东莞桃李、南昌桃李、厦门桃李、福州桃李、广西桃李、深圳桃李、泉州桃李、海口桃李、长沙桃李净利润。）

图表 11 西南盈利水平有所下滑



图表 12 西北盈利水平保持稳定



资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：2020 起毛利率口径变化，模拟净利率计算取自成都桃李、四川桃李、重庆桃李净利润。）

资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：2020 起毛利率口径变化，模拟净利率计算取自新疆桃李、银川桃李、西安桃李净利润。）

图表 13 公司产能投放略有放缓

项目名称	产能 (万吨)	工程进度
沈阳桃李	6.00	73.25%
浙江桃李	4.28	55.27%
四川桃李	2.50	58.76%
青岛桃李食品	2.81	48.21%

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
<b>流动资产</b>	2419	2586	2880	3273	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	5685	6632	7734	8952	<b>利润总额</b>	1138	1174	1345	1563
<b>流动负债</b>	849	1042	1227	1436	所得税	255	258	296	344
短期借款	205	205	205	205	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	883	916	1049	1220
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	852	1045	1230	1439					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	680	952	952	952					
资本公积	2035	2035	2035	2035					
留存收益	2118	2599	3517	4526					
归属母公司股东权益	4833	5587	6505	7514					
<b>负债和股东权益</b>	5685	6632	7734	8952					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	1101	1141	1243	1457	<b>成长能力</b>				
净利润	883	916	1049	1220	营业收入	5.7%	13.5%	14.5%	15.5%
折旧摊销	146	139	135	153	营业利润	30.6%	3.6%	15.0%	16.1%
财务费用	32	8	8	8	归属于母公司净利润	29.2%	3.7%	14.6%	16.2%
投资损失	-17	-27	-31	-36	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	79	134	108	137	毛利率(%)	30.0%	29.3%	29.3%	29.3%
其他经营现金流	784	753	916	1058	净利率(%)	14.8%	13.5%	13.5%	13.6%
<b>投资活动现金流</b>	-999	-639	-600	-567	ROE(%)	18.3%	16.4%	16.1%	16.2%
资本支出	-891	-654	-619	-591	ROIC(%)	16.7%	14.7%	14.7%	14.9%
长期投资	-145	-22	-23	-19	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	37	37	42	43	资产负债率(%)	15.0%	15.8%	15.9%	16.1%
<b>筹资活动现金流</b>	-466	-416	-448	-588	净负债比率(%)	17.6%	18.7%	18.9%	19.1%
短期借款	205	0	0	0	流动比率	2.85	2.48	2.35	2.28
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.66	2.28	2.16	2.12
普通股增加	21	272	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	996	0	0	0	总资产周转率	1.05	1.02	1.00	1.00
其他筹资现金流	-1688	-688	-448	-588	应收账款周转率	12.12	12.25	13.04	13.52
<b>现金净增加额</b>	-363	86	195	302	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	1.33	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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	63.74	35.15	30.68	26.39
					P/B	11.64	5.76	4.95	4.28
					EV/EBITDA	32.23	25.72	22.48	19.12

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。