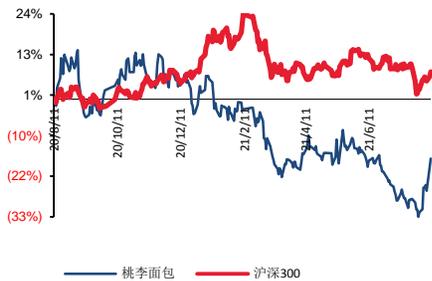


日常消费 食品、饮料与烟草

桃李面包中报点评：需求逐步恢复，业绩有望改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	952/952
总市值/流通(百万元)	32,185/32,185
12个月最高/最低(元)	66.11/27.16

相关研究报告：

桃李面包 (603866)《桃李面包年报暨一季报点评：疫情利好迎开门红，全国扩张推进继续》—2020/04/15

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

点评事件：

桃李面包发布 2021 年中报，公司实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 29.39 亿元、3.69 亿元、3.38 亿元，分别同比+7.32%、-11.59%、-13.69%，归母净利率 12.56%，同比下降 2.69pct；其中 Q2 实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 16.13 亿元、2.06 亿元、1.90 亿元，分别同比+13.87%、-7.52%、-7.28%，归母净利率 12.80%，同比下降 2.96pct。

核心观点：

收入分析：需求端相对不景气，西南地区恢复不错。2021H1 实现营收 13.27 亿元，同比+7.32% (Q1: +0.31%; Q2: +13.87%)，今年需求端相对不景气。**1) 按产品：**面包、粽子分别同比+7.16%、+60.49%，同比 19 年同期分别同比+14.9%、18.7%，增速中枢下移我们认为主要与疫情后需求不景气有关。**2) 分地区：**成熟市场来看，东北/华北地区收入分别+4.47%/+0.48%，增速较低，西南地区/+13.36%，消费恢复较好，成长地区来看，华东/西北地区收入分别+10.51%/-0.22%，2021 年公司继续梳理华东市场，有较好表现；新市场华南/华中地区收入分别+19.27%/+135.42%，虽然两个市场目前都处于亏损，但是两者阶段不同，其中华中市场处于市场测试阶段，收入波动幅较大，华南市场逐渐步入正轨，收入持续增长。

利润分析：剔除会计准则变更影响，毛利率、净利率基本与 19 年持平，运营基本恢复正常。2021H1 年实现归母净利润 3.69 亿元，同比-11.59% (Q1: -16.27%; Q2: -11.52%)。上半年毛利率 26.56%，同比下滑 15.82pct，销售费用率 9.01%，同比下降 11.71pct，二者对应 19 年同期变动幅度为-13.06%和-13.10%，表明今年上半年货折基本恢复到之前水平。上半年净利率 12.56%，同比下滑 2.69pct，对应 19 年同期，提升 0.69pct。单二季度的毛利率、净利率、期间费用率与上半年表现一样。公司财报表现增速变化主要是由于去年疫情影响。

未来展望：市场继续开拓+产能布局，收入稳步增长可期。短期来看，疫情后效应带来全国大部分地区消费水平下降，该下降周期已经持续 1.5 年时间，未来随着经济逐步企稳、消费水平有望逐步恢复到疫情前增速。长期来看，我们认为公司已经建立了稳定可复制的商业模式，

执业资格证书编码：S1190517030002

目前处于跑马圈地异地扩张阶段，只要市场销售+产能跟上，公司收入增长稳定可期。截至 2021H1，公司在全国 20 个区域建立了生产基地，在全国建立了 31 万个销售终端。1) 市场开拓上，2021 年公司将继续加大力度拓展华东、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。2) 产能布局上，公司设计产能 2.20 万吨的江苏桃李面包（句容）生产基地项目已于 2021 年 3 月投产，沈阳、浙江、青岛、四川等地的生产基地正在建设中，未来将增加产能超过 15 万吨。

盈利预测与评级：公司为短保面包龙头，短期来看，随着消费力逐步恢复，公司销售增速有望逐步企稳。长期来看，公司已经建立了稳定可复制的商业模式，目前处于跑马圈地异地扩张阶段，只要市场销售+产能跟上，公司收入增长稳定可期。我们预测公司 2021-2023 年的收入增速分别为 11%、17%、19%；净利润增速分别为 3%、22%、22%；对应的 EPS 分别为 0.96、1.17、1.43 元/股。我们按照 2022 年业绩给 35 倍 PE，给予一年目标价 40 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：区域拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；产能建设不及预期；

■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5963	6611	7762	9203
增长率 (%)	6%	11%	17%	19%
净利润(百万元)	883	912	1114	1362
增长率 (%)	29%	3%	22%	22%
摊薄每股收益(元)	0.93	0.96	1.17	1.43
P/E	35	34	28	23

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。