

Q2 收入环比提速，H2 盈利改善可期，新区域拓展值得期待

——桃李面包半年报解读

事件：1) 公司发布 2021 半年报，21H1 营收 29.39 亿元/+7.32%，归母净利润 3.69 亿元/-11.59%，扣非归母净利润 3.38 亿/-13.69%。2) 单 Q2 营收 16.13 亿元/+13.87%，归母净利润 2.06 亿元/-7.52%，扣非归母净利润 1.90 亿元/-7.28%。与此前公布的业绩快报基本一致。

核心观点

- **收入增速环比增加，全国终端拓展稳健，华东华南拓展环比加速。**1) 公司 21Q1/Q2 分别实现营收 13.27/16.13 亿元，同比增 0.31%/13.87%，环比增速加快。2) 终端拓展稳健，终端个数由 19 年底 24 万+>20 年底 29 万+>21H1 的 31 万+。3) 分区域看，新市场华南/华中/华东地区 21Q2 营收增速+27.33%/+77.72%/11.75%，经销商拓展 25/12/36 家，其中中华东南营收增速环比增加；成熟市场华北/东北/西南/西北同比增速 +5.41%/+15.99%/+11.49%/+3.31%，经销商拓展 15/1/22/18 家。
- **利润率相比 20 年下滑，但符合此前业绩快报与市场预期。**1) 公司 21H1 实现毛利率 26.56%/3.78pct，同比下降主要原因系去年疫情期间促销活动减少、社保费用减免(增厚 20 年毛利率 0.92pct)、固定资产折旧年限变更(增厚 20 年毛利率 0.92pct)以及今年原材料成本上涨、产品结构调整+疫情反复+新区域拓展带来退货率上升所致。2) 公司费用率保持平稳，21H1 销售费用率 9.01%/+0.33pct，管理费用率 1.78%/+0.06pct，销售费用率略增主要因人力成本、门店费用增加且去年受益社保减免政策影响。3) 财务费用率-0.18%/-0.96pct，因去年可转换公司债券产生利息费用所致。4) 21H1 归母净利润率 12.56%/-2.69pct，扣非归母净利润率 11.49%/-2.80pct，主要系毛利率变动所致。
- **展望全年，公司有望实现营收双位数增长目标，利润率亦有望环比改善。**收入端：1) 相较于去年，目前疫情迈入常态化阶段，短保面包消费场景有望得到恢复，带来终端消费回暖；2) 调研反馈部分新拓网点数由于处于爬坡期以及疫情影响等原因尚未实现放量，我们测算单店营收相较于 19、20 年仍有 10%+的提升空间，伴随单店爬坡以及公司主动对单店经营情况进行改善，营收有望实现放量。利润端：1) 公司目前利润率情况已与疫情前较为接近：毛利率和净利率接近 19 年(当年为 27%(毛利率-运费率估测)和 12%)，主要原因系竞争相较于 19 年缓和对冲原材料成本上涨的负面影响，其中竞争放缓预计由于成本上涨背景下行业供给端有所减弱。2) 公司下半年利润率改善概率较大：①我们认为公司实现营收双位数增长概率较大，结合年初的营收和利润目标，下半年公司预计更将侧重利润端的平稳，实现途径包括产品结构调整、费用投放控制、退货率控制等。②由于销售的季节性等原因，公司历年来下半年利润率要高于上半年。
- **看未来 2-3 年，我们认为公司有诸多亮点值得期待，边际改善不断凸显。**1) 武汉工厂、江苏工厂持续爬坡，促进当地收入高增、动销转好，利润率亦有望得到改善；2) 江苏工厂投产替代上海工厂供应华东地区，配送半径缩短，运费率对利润率的掣肘有望消退；3) 公司目前仍有沈阳、四川、浙江、青岛、泉州、广西工厂合计 25.58 万吨产能(其中至少 11 万吨为替代产能)尚在建设中，预计在 21-22 年陆续完工。我们认为，新区域产能的不足是制约公司全国化拓展、营收和利润提振的掣肘(如福建、长三角、广西等地区)，公司产能的进一步完善将使其在新区域的拓展更加有力，包括市场抢占、运费率改善、退货率减少等；且公司新建工厂投产前，已对相应供给市场培育多年，基础较好，新工厂投产后的规模、利润提振的速度会相对较快。**看长期，短保面包为高成长性赛道，公司供应链、产能布局优势突出，全国化扩张步伐坚定，空间可期。**

财务预测与投资建议

- 我们维持公司 21-23 年 EPS 预测为 0.94/1.12/1.31 元，使用可比公司估值法，给予 21 年 38 倍估值，对应目标价 35.72 元，维持“买入评级”。

风险提示

- 市场和产能扩张不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,644	5,963	6,600	7,506	8,702
同比增长(%)	16.8%	5.7%	10.7%	13.7%	15.9%
营业利润(百万元)	863	1,127	1,138	1,362	1,592
同比增长(%)	4.7%	30.6%	1.0%	19.7%	16.8%
归属母公司净利润(百万元)	683	883	896	1,071	1,250
同比增长(%)	6.4%	29.2%	1.5%	19.5%	16.7%
每股收益(元)	0.72	0.93	0.94	1.12	1.31
毛利率(%)	39.6%	30.0%	27.5%	28.6%	28.6%
净利率(%)	12.1%	14.8%	13.6%	14.3%	14.4%
净资产收益率(%)	19.1%	20.6%	18.0%	20.2%	21.8%
市盈率	40.5	31.4	30.9	25.9	22.2
市净率	7.4	5.7	5.4	5.0	4.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月11日)	32.32 元
目标价格	35.72 元
52 周最高价/最低价	47.49/25.8 元
总股本/流通 A 股(万股)	95,221/95,221
A 股市值(百万元)	30,776
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021 年 08 月 11 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.97	11.3	-10.24	-20.41
相对表现	5.09	13.8	-5.41	-27.52
沪深 300	0.88	-2.5	-4.83	7.11



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

联系人 张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

投资建议

我们维持公司 21-23 年 EPS 预测为 0.94/1.12/1.31 元，使用可比公司估值法，给予 21 年 38 倍估值，对应目标价 35.72 元，维持“买入评级”。

表 1: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2021/8/11	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E
绝味食品	603517	73.69	1.14	1.64	2.11	2.63	64.53	44.85	34.98	28.04
安琪酵母	600298	48.81	1.65	1.85	2.14	2.46	29.64	26.42	22.86	19.81
立高食品	300973	141.02	1.37	1.85	2.37	3.18	102.89	76.22	59.55	44.29
一鸣食品	605179	16.16	0.33	0.40	0.60	0.77	48.93	40.40	26.93	20.99
巴比食品	605338	34.93	0.71	1.27	1.07	1.25	49.37	27.46	32.58	28.02
	调整后平均						54.28	37.57	31.50	25.68

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

市场和产能扩张不及预期；行业竞争加剧；食品安全问题

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,078	715	1,155	1,438	1,915	营业收入	5,644	5,963	6,600	7,506	8,702
应收票据、账款及款项融资	493	492	544	619	718	营业成本	3,410	4,176	4,787	5,358	6,217
预付账款	23	26	28	32	37	营业税金及附加	62	66	73	83	96
存货	131	138	158	177	205	营业费用	1,228	524	544	631	709
其他	898	1,049	1,053	1,058	1,065	管理费用及研发费用	111	112	121	139	158
流动资产合计	2,622	2,419	2,938	3,325	3,940	财务费用	3	22	4	(0)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	6	7	4	4	5
固定资产	1,545	1,794	2,330	2,560	2,650	公允价值变动收益	2	17	17	17	17
在建工程	274	611	349	211	57	投资净收益	24	17	17	17	17
无形资产	344	342	335	327	320	其他	14	36	36	36	36
其他	402	518	57	40	23	营业利润	863	1,127	1,138	1,362	1,592
非流动资产合计	2,564	3,266	3,070	3,137	3,050	营业外收入	14	16	16	16	16
资产总计	5,186	5,685	6,009	6,462	6,990	营业外支出	3	5	5	5	5
短期借款	0	205	205	205	205	利润总额	874	1,138	1,149	1,373	1,603
应付票据及应付账款	414	399	458	512	594	所得税	190	255	253	302	353
其他	185	245	242	243	243	净利润	683	883	896	1,071	1,250
流动负债合计	599	849	905	960	1,043	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	683	883	896	1,071	1,250
应付债券	842	0	0	0	0	每股收益(元)	0.72	0.93	0.94	1.12	1.31
其他	1	3	0	0	0						
非流动负债合计	844	3	0	0	0						
负债合计	1,443	852	905	960	1,043						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	659	680	680	680	680						
资本公积	984	1,980	2,035	2,035	2,035						
留存收益	1,947	2,173	2,388	2,787	3,232						
其他	153	0	0	0	0						
股东权益合计	3,743	4,833	5,104	5,502	5,948						
负债和股东权益总计	5,186	5,685	6,009	6,462	6,990						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	683	883	896	1,071	1,250
折旧摊销	152	133	149	180	199
财务费用	3	22	4	(0)	(4)
投资损失	(24)	(17)	(17)	(17)	(17)
营运资金变动	(532)	576	(27)	(51)	(61)
其它	605	(495)	429	(13)	(12)
经营活动现金流	888	1,101	1,433	1,169	1,355
资本支出	(605)	(711)	(398)	(247)	(112)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(1,086)	(288)	34	34	34
投资活动现金流	(1,690)	(999)	(364)	(213)	(78)
债权融资	843	(843)	0	0	0
股权融资	(55)	1,017	55	0	0
其他	(333)	(639)	(684)	(673)	(801)
筹资活动现金流	456	(466)	(629)	(673)	(801)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(347)	(363)	440	284	477

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	16.8%	5.7%	10.7%	13.7%	15.9%
营业利润	4.7%	30.6%	1.0%	19.7%	16.8%
归属于母公司净利润	6.4%	29.2%	1.5%	19.5%	16.7%
获利能力					
毛利率	39.6%	30.0%	27.5%	28.6%	28.6%
净利率	12.1%	14.8%	13.6%	14.3%	14.4%
ROE	19.1%	20.6%	18.0%	20.2%	21.8%
ROIC	16.9%	18.5%	17.2%	19.3%	20.9%
偿债能力					
资产负债率	27.8%	15.0%	15.1%	14.9%	14.9%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.37	2.85	3.25	3.46	3.78
速动比率	4.16	2.69	3.07	3.28	3.58
营运能力					
应收账款周转率	11.7	11.6	12.2	12.3	12.4
存货周转率	28.3	31.1	32.3	32.0	32.5
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
每股指标(元)					
每股收益	0.72	0.93	0.94	1.12	1.31
每股经营现金流	1.35	1.62	2.11	1.72	1.99
每股净资产	3.93	5.08	5.36	5.78	6.25
估值比率					
市盈率	40.5	31.4	30.9	25.9	22.2
市净率	7.4	5.7	5.4	5.0	4.7
EV/EBITDA	25.7	20.5	20.3	17.0	14.7
EV/EBIT	30.3	22.8	23.0	19.3	16.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn