

公司点评

桃李面包 (603866)

食品饮料 | 食品加工

收入稳健增长，静待盈利改善

2021年08月11日

评级 推荐

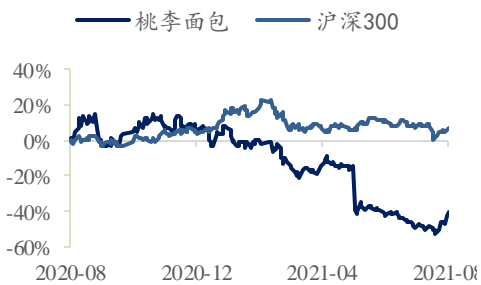
评级变动 首次

合理区间 37-42元

交易数据

当前价格(元)	33.80
52周价格区间(元)	25.80-63.05
总市值(百万)	32184.83
流通市值(百万)	32184.83
总股本(万股)	95221.38
流通股(万股)	95221.38

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
桃李面包	16.85	-1.11	-21.84
沪深300	4.24	-1.32	-3.76

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

杨苑

yangyuan@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-84403490

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5644	5963	6615	7591	8671
归母净利(百万元)	683	883	887	1054	1300
每股收益(元)	0.72	0.93	0.93	1.11	1.36
每股净资产(元)	3.93	5.08	5.38	5.74	6.19
P/E	47.10	36.46	36.27	30.54	24.77
P/B	8.60	6.66	6.28	5.89	5.46

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 事件: 公司发布 2021 年半年报, 2021H1 实现营业收入 29.39 亿元, 同比+7.32%; 实现归母净利润 3.69 亿元, 同比-11.59%。2021Q2 单季度实现营收 16.13 亿元, 同比+13.87%; 实现归母净利润 2.06 亿元, 同比-7.52%。
- 21H1 营收同比增长 7.32%, Q2 收入增速恢复正常。2021H1 公司实现营业收入 29.39 亿元, 同比增长 7.32%, 其中 Q2 单季度营收 16.13 亿元, 同比增长 13.87%, 较 Q1 营收增速 (+0.31%) 环比显著提升, 收入增长恢复正常。分产品看, 面包主品类稳健增长, 针对传统节日假日开发的食品粽子增速亮眼。21H1 核心产品桃李品牌的面包及糕点实现营收 29.26 亿元, 同比+7.16%, 其中醇熟等明星产品继续稳步增长, 巧乐角面包、岩烧乳酪蛋糕、乳酪面包、红豆/绿豆酥饼等新产品也贡献增量, 产品矩阵持续丰富。粽子实现营收 1255.21 万元, 收入占比虽较小但增速较高, 同比大幅增长 60.57%。分地区来看, 成熟市场 Q2 收入增速转正, 新市场开拓成效显著。东北/华北为公司传统优势市场, 21H1 收入占比分别为 45.0%/23.2%, 同比+4.47%/+0.48%, 其中 Q2 同比 15.99%/5.41%, 营收增速转正并逐步恢复正常。新市场方面, 21H1 华中/华南/华东市场增幅明显, 分别+135.42%/+19.27%/+10.51%, 主要原因为公司加大新市场开拓力度, 以及华中武汉、华东江苏、华南海口等地产能爬坡顺利。
- 高基数+成本和费用提升, 短期利润承压。2021H1 公司实现净利润 3.69 亿元, 同比-11.59%, Q2 单季度净利润 2.06 亿元, 同比-7.52%。毛利率方面, 21H1 毛利率水平为 26.56%, 剔除运输费用会计科目调整影响后, 毛利率同比下降约 3.8pct。Q2 单季度毛利率为 26.56%, 与 Q1 持平。费用率方面, 受去年同期基数较低、疫情期间阶段性社保减免政策红利消退等影响, 21H1 销售/管理/研发费用率均有所提高。上半年销售费用率为 9.01%, 剔除会计准则变化影响后销售费用率小幅提升, 毛销差同比-4.11pct 至 17.55%, 但 Q2 单季度毛销差较 Q1 环比提升 0.38pct 至 17.72%, 显示 Q2 经营边际改善。净利率方面, 21H1 净利率 12.56%, 同比-2.69%, Q2 单季度净利率环比提升 0.53pct 至 12.80%, 基本恢复疫情前正常水平。综合来看, 去年疫情期间返货率

降至 6-7%，且促销活动较少，带来利润端较高基数；今年上半年返货率提升至 8% 以上、销售折扣力度加大，叠加原材料价格上涨，共同拉低了利润率水平，上半年业绩表现略不及预期。

- **渠道建设持续推进，销售网络逐步健全。**公司继续加快开发市场终端，在东北、华北等成熟市场持续推动渠道下沉与销售网络细化工作，并加大力度开拓华中华南等新市场，充分挖掘市场潜力，截至 2021H1，公司已建立 31 万多个零售终端（2020 年末 29 万多个终端）。对于原有终端，公司着重提升客户服务质量、增强客户粘性并提升单店质量。营销模式上，面对社区团购对商超分流影响，公司积极调整渠道结构，重视线上、社区团购等新零售渠道的建设，积极尝试与各大社区团购平台合作，增强渠道网络韧性并促进渠道潜能的释放。随着销售网络布局持续完善，未来公司市占率有望进一步提升。
- **产能建设有序推进，全国化工厂布局逐渐完成。**产能布局是短保面包企业供应链能力的重要决定因素，截至 20 年末公司已在全国布局 19 个生产基地，上半年有江苏生产基地投产，有效缓解华东地区产能瓶颈问题，下半年至明年沈阳、浙江、四川、青岛等地新产能也将陆续释放，公司规划工厂建设将持续到 2024-2025 年左右，最终达到 30 个左右，实现全国覆盖。全国化工厂布局一方面将为公司的全国化扩张提供保障，另一方面将显著提升公司供应链效率，增强日配能力、降低返货率，公司未来有望更大受益于规模效应。
- **盈利预测与投资建议：展望全年，我们认为下半年盈利改善确定性较高。**Q2 已现经营好转信号，销售逐步恢复正常，渠道反馈 7 月以来收入维持双位数以上增长，同时折扣力度减小，随着消费需求继续回暖，下半年公司盈利改善可期。**长期来看，短保面包市场空间广阔、行业发展迅速，公司渠道与供应链优势突出、产品创新能力强，产能布局完善进一步推动全国化扩张与效率提升，公司长期盈利能力提升空间可观。**我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 66.1/75.9/86.7 亿元，同比+10.9%/+14.7%/+14.2%；归母净利润分别为 8.9/10.5/13.0 亿元，同比+0.5%/+18.8%/+23.3%；EPS 分别为 0.93/1.11/1.36 元/股。考虑到公司龙头优势明显、业绩提升空间较大，给予 22 年 33-38 倍 PE 估值，对应股价合理区间为 37-42 元，给予“推荐”评级。
- **风险提示：食品安全风险；渠道拓展不及预期风险；产能建设不及预期风险；恶性通胀风险。**

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5644	5963	6615	7591	8671	费用率					
减:营业成本	3410	4176	4776	5438	6090	毛利率	0.40	0.30	0.28	0.28	0.30
营业税金及附加	62	66	78	89	102	三费/销售收入	0.24	0.11	0.10	0.10	0.10
销售费用	1228	524	585	668	763	EBIT/销售收入	0.16	0.19	0.17	0.18	0.19
管理费用	102	100	99	99	108	销售净利率	0.12	0.15	0.13	0.14	0.15
财务费用	3	22	-7	-8	-9	投资回报率					
研发费用	9	11	8	9	10	ROE	0.18	0.18	0.17	0.19	0.22
资产减值损失	-6	-7	-7	-7	-7	ROA	0.17	0.20	0.19	0.21	0.24
公允价值变动损益	2	17	17	12	15	ROIC	0.27	0.22	0.21	0.25	0.30
其他收益	45	42	7	7	7	增长率					
营业利润	870	1116	1092	1307	1622	销售收入增长率	0.17	0.06	0.11	0.15	0.14
加:营业外收支净额	25	47	47	47	47	EBIT 增长率	0.08	0.32	-0.03	0.19	0.23
利润总额	895	1163	1140	1355	1669	EBITDA 增长率	0.08	0.26	0.17	0.17	0.18
减:所得税	190	255	245	294	362	净利润增长率	0.06	0.29	0.01	0.19	0.23
净利润	704	908	894	1061	1307	总资产增长率	0.33	0.10	0.02	0.08	0.09
减:少数股东损益	0	0	0	0	0	股东权益增长率	0.09	0.29	0.06	0.07	0.08
归母净利润	683	883	887	1054	1300	营运资本增长率	1.01	-0.44	0.11	0.14	0.14
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	1078	715	760	1155	1686	资产负债率	0.28	0.15	0.13	0.13	0.14
应收和预付款项	541	552	634	724	825	投资资本/总资产	0.73	0.70	0.70	0.66	0.60
存货	131	138	158	181	206	带息债务/总负债	0.58	0.24	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	872	1014	1014	1014	1014	流动比率	4.37	2.85	3.49	3.66	3.90
长期股权投资	0	0	0	0	0	速动比率	3.16	2.64	3.22	3.39	3.64
投资性房地产	0	0	0	0	0	股利支付率	0.69	0.74	0.67	0.67	0.67
固定资产	1818	2406	2482	2480	2393	收益留存率	0.31	0.26	0.33	0.33	0.33
无形资产	344	342	329	316	303	营运能力					
其他非流动资产	402	518	411	375	375	总资产周转率	1.09	1.05	1.14	1.22	1.27
资产总计	5186	5685	5788	6244	6803	固定资产周转率	3.65	3.32	3.22	3.65	4.27
短期借款	0	205	0	0	0	应收账款周转率	11.45	12.12	11.72	11.78	11.80
应付和预收款项	599	641	735	839	957	存货周转率	26.06	30.28	30.20	30.09	29.56
长期借款	842	0	0	0	0	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他负债	1	6	0	0	0	EPS	0.72	0.93	0.93	1.11	1.36
负债合计	1443	852	735	840	957	BPS	3.93	5.08	5.38	5.74	6.19
股本	659	680	952	952	952	PE	47.10	36.46	36.27	30.54	24.77
资本公积	984	1980	1708	1708	1708	PEG	3	3	N/A	N/A	N/A
留存收益	2100	2173	2462	2807	3231	PB	8.60	6.66	6.28	5.89	5.46
母公司股东权益	3743	4833	5123	5467	5892	PS	5.70	5.40	4.87	4.24	3.71
少数股东权益	0	0	0	0	0	PCF	36.25	29.22	26.46	22.44	19.13
权益合计	3743	4833	5123	5467	5892	EBIT	877	1160	1126	1340	1653
负债和权益合计	5186	5685	5858	6307	6849	EV/EBIT	25.45	19.06	27.63	22.99	18.38
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/EBITDA	21.46	16.93	20.34	17.20	14.39
经营性现金净流量	888	1101	1216	1434	1682	EV/NOPLAT	33.55	26.09	37.57	30.84	24.49
投资性现金净流量	-1690	-999	-379	-351	-308	EV/IC	5.88	5.60	7.68	7.52	7.41
筹资性现金净流量	456	-466	-792	-688	-843	ROIC-WACC	0.27	0.22	0.21	0.25	0.30

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438