

收入稳健增长, 利润持续承压

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 前三季度业绩快报, 前三季度实现营收 46.6 亿元, 同比增长 6.7%, 实现归母净利润 5.7 亿元, 同比下降 17.1%; 其中 2021Q3 单季度实现营收 17.2 亿元, 同比增长 5.6%, 实现归母净利润 2 亿元, 同比下降 25.7%。
- **产品渠道合力带动收入稳定增长。** 随着全国范围内疫情好转, 21 年以来面包消费逐渐恢复正常; 明星产品醇熟及新品巧乐角面包、岩烧乳酪蛋糕、乳酪面包、红豆/绿豆酥饼表现较好, 产品竞争力提升。渠道方面, 公司在华东、华南等新兴市场, 对重点客户的投入持续增加, 不断提升单店质量; 东北、华北等成熟市场加快渠道网络细化下沉。经销商开拓方面, 截至 2021H1 末, 公司共有经销商 848 家, 净增加 129 家, 已在全国建立 31 万多个零售终端。
- **成本上涨叠加费用投放加大, 盈利能力下滑。** 利润增速大幅落后于收入增速, 整体盈利能力有所下降, 主要由于: 1) 部分原材料价格上涨。2) 20 年前三季度受国家阶段性社保减免政策影响, 人力成本等各项成本费用基数较低, 21 年恢复至正常情况, 带动毛利率、净利率有所下滑。3) 去年同期受疫情影响促销活动较少, 21 年以来促销活动增加、返货率及折让率提高。短保面包行业竞争加剧, 公司加大促销活动, 不断抢占市场份额。
- **产能扩张稳步推进, 股权激励持续实施。** 1、市场方面, 公司已在全国 20 个区域建立生产基地, 并向周边辐射销售; 不断加大华北、东北成熟市场投入, 进一步挖掘市场潜力, 巩固并提升市场份额。2、产能方面, 逐步推进产能扩张, 江苏生产基地已于 2021 年 3 月投产, 设计产能 2.2 万吨; 沈阳、浙江、四川、青岛生产基地正在建设中, 预计将逐步释放新产能 15.7 万吨。扩张产能将更好地满足下游需求, 形成规模效应, 提高盈利能力。3、对不超过 200 名员工实行第五次股权激励计划, 认购份额不超过 30 万份, 长期激励机制完善, 为长期发展奠定基础。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 7.8 亿元、10.2 亿元、12.0 亿元, EPS 分别为 0.82 元、1.07 元、1.26 元, 对应动态 PE 分别为 35 倍、27 倍、23 倍, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动; 市场开拓不达预期风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5963.00	6459.69	7626.31	8779.14
增长率	5.66%	8.33%	18.06%	15.12%
归属母公司净利润(百万元)	882.84	781.03	1023.10	1196.93
增长率	29.19%	-11.53%	30.99%	16.99%
每股收益 EPS(元)	0.93	0.82	1.07	1.26
净资产收益率 ROE	18.27%	15.63%	18.70%	20.11%
PE	31	35	27	23
PB	5.66	5.48	5.00	4.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xiaji@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.52
流通 A 股(亿股)	9.52
52 周内股价区间(元)	26.85-65.67
总市值(亿元)	273.76
总资产(亿元)	54.08
每股净资产(元)	4.76

相关研究

1. 桃李面包(603866): Q2 收入稳健增长, 利润端短期承压 (2021-08-11)
2. 桃李面包(603866): 二季度收入增速恢复, 盈利能力下滑 (2021-07-20)
3. 桃李面包(603866): 华中新兴市场增速亮眼, 盈利能力有所下滑 (2021-04-27)
4. 桃李面包(603866): 业绩稳健增长, 盈利能力再创新高 (2021-03-25)
5. 桃李面包(603866): 规模效应、费用减少带动业绩高速增长 (2020-10-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5963.00	6459.69	7626.31	8779.14	净利润	882.84	781.03	1023.10	1196.93
营业成本	4175.74	4646.40	5522.65	6397.34	折旧与摊销	145.81	194.15	222.13	250.37
营业税金及附加	66.00	71.06	83.89	96.57	财务费用	22.06	1.97	-1.78	-2.55
销售费用	524.17	613.67	610.10	658.44	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	100.23	161.49	137.27	131.69	经营营运资本变动	560.92	14.25	-9.91	-13.05
财务费用	22.06	1.97	-1.78	-2.55	其他	-510.26	-29.01	-28.40	-31.99
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1101.37	962.39	1205.14	1399.71
投资收益	17.30	20.00	20.00	20.00	资本支出	-663.33	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	16.69	9.01	10.40	10.99	其他	-335.67	29.01	30.40	30.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-999.00	-270.99	-369.60	-469.01
营业利润	1126.71	994.11	1304.57	1528.64	短期借款	205.28	-205.28	0.00	0.00
其他非经营损益	10.98	9.10	9.98	9.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1137.69	1003.21	1314.56	1538.50	股权融资	1017.13	0.00	0.00	0.00
所得税	254.85	222.18	291.45	341.57	支付股利	-657.67	-617.99	-546.72	-716.17
净利润	882.84	781.03	1023.10	1196.93	其他	-1030.27	-1.97	1.78	2.55
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-465.52	-825.24	-544.94	-713.62
归属母公司股东净利润	882.84	781.03	1023.10	1196.93	现金流量净额	-362.95	-133.84	290.60	217.08
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	714.69	580.85	871.45	1088.53	成长能力				
应收和预付款项	552.37	613.17	720.41	828.68	销售收入增长率	5.66%	8.33%	18.06%	15.12%
存货	137.89	153.44	180.37	210.26	营业利润增长率	30.55%	-11.77%	31.23%	17.18%
其他流动资产	1014.28	1017.82	1026.16	1034.39	净利润增长率	29.19%	-11.53%	30.99%	16.99%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	25.74%	-8.06%	28.12%	16.50%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2405.90	2528.24	2722.60	2988.72	毛利率	29.97%	28.07%	27.58%	27.13%
无形资产和开发支出	342.02	332.85	323.68	314.50	三费率	10.84%	12.03%	9.78%	8.97%
其他非流动资产	517.96	510.64	503.33	496.01	净利率	14.81%	12.09%	13.42%	13.63%
资产总计	5685.11	5737.02	6347.99	6961.08	ROE	18.27%	15.63%	18.70%	20.11%
短期借款	205.28	0.00	0.00	0.00	ROA	15.53%	13.61%	16.12%	17.19%
应付和预收款项	581.18	675.30	798.01	918.48	ROIC	27.98%	23.74%	29.35%	31.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.71%	18.43%	20.00%	20.24%
其他负债	65.86	65.89	77.77	89.63	营运能力				
负债合计	852.32	741.19	875.78	1008.11	总资产周转率	1.10	1.13	1.26	1.32
股本	952.21	952.21	952.21	952.21	固定资产周转率	3.57	3.34	3.49	3.64
资本公积	2035.10	2035.10	2035.10	2035.10	应收账款周转率	12.11	12.40	12.76	12.66
留存收益	2172.53	2335.58	2811.96	3292.72	存货周转率	31.08	31.90	32.89	32.50
归属母公司股东权益	4832.79	4995.83	5472.21	5952.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.83%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4832.79	4995.83	5472.21	5952.97	资产负债率	14.99%	12.92%	13.80%	14.48%
负债和股东权益合计	5685.11	5737.02	6347.99	6961.08	带息债务/总负债	24.08%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.85	3.20	3.21	3.15
					速动比率	2.69	3.00	3.00	2.94
					股利支付率	74.49%	79.12%	53.44%	59.83%
					每股指标				
					每股收益	0.93	0.82	1.07	1.26
					每股净资产	5.08	5.25	5.75	6.25
					每股经营现金	1.16	1.01	1.27	1.47
					每股股利	0.69	0.65	0.57	0.75
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1294.57	1190.23	1524.92	1776.46					
PE	31.01	35.05	26.76	22.87					
PB	5.66	5.48	5.00	4.60					
PS	4.59	4.24	3.59	3.12					
EV/EBITDA	13.62	14.75	11.32	9.60					
股息率	2.40%	2.26%	2.00%	2.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn