

桃李面包 (603866)

公司研究/点评报告

收入低速增长，需求回落及成本上升拖累利润表现

——桃李面包 (603866) 2021 年三季度报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 10 月 19 日

一、事件概述

10 月 18 日，公司发布 2021 年三季度报，前三季度公司实现营收 46.63 亿元，同比+6.67%；实现归母净利润 5.68 亿元，同比-17.16%；基本 EPS 为 0.60 元。单 Q3 实现营收 17.24 亿元，同比+5.57%；实现归母净利润 1.99 亿元，同比-25.82%。

二、分析与判断

➤ 收入低速增长，需求回落及成本上升拖累利润表现

21 年前三季度公司收入低速增长，利润下滑明显，原因包括：(1) 20 年同期阶段性社保减免政策拉低人力成本；(2) 21 年部分原材料价格上涨较快，成本端承压明显；(3) 需求回落至正常水平，促销活动同比增加，折让率、退货率均高于去年同期水平。未来疫情不出现大幅反弹，则下游需求将保持平稳，收入端有望保持 10% 左右增速。未来人力成本预计不会出现大幅上升；21 年小麦、大豆、植物油等原材料价格同比明显上升，预计原材料价格中长期将维持相对高位。公司成本压力将长期存在，对利润增速形成压力。**分地区看**，21 年前三季度华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南地区分别实现营收 10.65/21.80/10.32/1.32/5.74/3.02/3.76 亿元，同比分别+1.72%/+4.50%/+13.75%/+66.88%/+6.52%/-2.26%/+17.56%。各传统强势地区市场收入保持稳健增长；华东、华中、华南等新兴市场开拓效果显现，收入实现双位数增长。

➤ 受成本上升及销售投入加大影响，毛销差同比下滑明显

21 年前三季度公司毛利率为 26.24%，同比-16.48ppt(21Q3 为 25.68%，同比-17.61ppt)，前三季度/Q3 毛销差为 17.44%/17.25%，同比-4.65ppt/-5.56ppt。人力及原材料成本上行、销售投入加大拖累毛销差表现。管理费用率及研发费用率同比略有上行；财务费用率小幅改善，原因是去年同期可转债产生利息费用造成财务费用高基数。

三、盈利预测与投资建议

根据前三季度经营情况，我们小幅调降盈利预测。预计 21-23 年公司实现营收 64.14/73.76/82.99 亿元，同比+7.6%/+15.0%/+12.5%；实现归母净利润 7.71/8.85/9.87 亿元，同比-12.6%/+14.7%/+11.6%，折合 EPS 分别为 0.81/0.93/1.04 元，目前股价对应 21-23 年 PE 为 33/29/26 倍。公司 21 年估值略高于休闲食品板块 29 倍水平 (Wind 一致预测)，未来随着新建工厂陆续投产，规模效应有望进一步发挥，公司主业竞争优势地位稳固，业绩有望持续稳健增长。维持“推荐”评级。

四、风险提示

业务扩张速度不及预期，居民消费倾向下降，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,963	6,414	7,376	8,299
增长率 (%)	5.7%	7.6%	15.0%	12.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	883	771	885	987
增长率 (%)	29.2%	-12.6%	14.7%	11.6%
每股收益 (元)	1.33	0.81	0.93	1.04
PE (现价)	20.2	33.3	29.0	26.0
PB	3.8	5.1	4.8	4.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格：

26.95 元

交易数据

2021-10-18

近 12 个月最高/最低	31.86/19.76
总股本 (百万股)	952.21
流通股本 (百万股)	952.21
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	256.62
流通市值 (亿元)	256.62

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

- 桃李面包 (603866) 2021 年半年报
点评：营收平稳增长，退货率等因素拉低利润表现
- 桃李面包 (603866) 2021 年一季报
点评：业绩高基数拉低本期增速，主业中长期增长稳健

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,963	6,414	7,376	8,299
营业成本	4,176	4,712	5,345	5,989
营业税金及附加	66	71	82	92
销售费用	524	531	698	803
管理费用	100	141	155	178
研发费用	11	11	13	15
EBIT	1,086	948	1,084	1,222
财务费用	22	(1)	(1)	0
资产减值损失	0	13	6	11
投资收益	17	17	17	17
营业利润	1,127	979	1,127	1,257
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	1,138	990	1,138	1,268
所得税	255	219	253	281
净利润	883	771	885	987
归属于母公司净利润	883	771	885	987
EBITDA	1,231	1,122	1,265	1,432
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	715	686	719	834
应收账款及票据	492	545	617	700
预付款项	26	30	34	38
存货	138	193	191	257
其他流动资产	43	43	43	43
流动资产合计	2419	2480	2604	2845
长期股权投资	0	17	35	52
固定资产	1794	2053	2308	2564
无形资产	342	366	372	386
非流动资产合计	3266	3524	3767	3996
资产合计	5685	6004	6370	6841
短期借款	205	205	205	205
应付账款及票据	399	511	545	631
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	849	968	1050	1164
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3
非流动负债合计	3	3	3	3
负债合计	852	971	1053	1167
股本	680	952	952	952
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4833	5033	5318	5674
负债和股东权益合计	5685	6004	6370	6841

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	5.7%	7.6%	15.0%	12.5%
EBIT 增长率	30.4%	-12.7%	14.3%	12.8%
净利润增长率	29.2%	-12.6%	14.7%	11.6%
盈利能力				
毛利率	30.0%	26.5%	27.5%	27.8%
净利率	14.8%	12.0%	12.0%	11.9%
总资产收益率 ROA	15.5%	12.8%	13.9%	14.4%
净资产收益率 ROE	18.3%	15.3%	16.6%	17.4%
偿债能力				
流动比率	2.8	2.6	2.5	2.4
速动比率	2.7	2.4	2.3	2.2
现金比率	2.0	1.7	1.6	1.6
资产负债率	0.1	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	29.7	29.6	29.6	29.6
存货周转天数	11.6	12.1	11.9	12.0
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	0.8	0.9	1.0
每股净资产	7.1	5.3	5.6	6.0
每股经营现金流	1.6	1.0	1.1	1.2
每股股利	1.0	0.6	0.6	0.7
估值分析				
PE	20.2	33.3	29.0	26.0
PB	3.8	5.1	4.8	4.5
EV/EBITDA	20.2	22.2	19.7	17.3
股息收益率	3.7%	2.2%	2.3%	2.5%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	883	771	885	987
折旧和摊销	139	186	188	220
营运资金变动	79	14	(15)	(24)
经营活动现金流	1,088	943	1,029	1,155
资本开支	891	404	395	411
投资	(145)	0	0	0
投资活动现金流	(999)	(404)	(395)	(411)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	195	3	0	0
筹资活动现金流	(466)	(568)	(600)	(630)
现金净流量	(377)	(29)	34	114

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。