

桃李面包（603866）

盈利水平短期承压，期待经营持续改善

事件：公司发布 2021Q1-3 季报，2021Q1-3 公司实现营业收入 46.63 亿元，同比增长 6.67%；实现归母净利润 5.68 亿元，同比下降 17.16%。其中，单 Q3 实现营业收入 17.24 亿元，同比增长 5.57%；实现归母净利润 1.99 亿元，同比下降 25.82%。

限电停产及基数效应下，公司营收增速放缓。公司单三季度营收同比增速 5.57%，实现小幅增长，相较 Q2 营收同比增幅 13.87%，环比收窄。拆分产品结构，2021Q1-3 面包营收 45.16 亿元，同比增长 5.68%，月饼营收 1.35 亿元，同比增长 49.11%，粽子营收 0.13 亿元，同比增长 60.57%。公司明星产品稳步增长，新品陆续推出且呈较高速增长。拆分渠道来看，公司持续加大对华东、华南新市场的拓展，华中市场低基数下增长快，华中/华南/华东同比增长 66.88%/17.56%/13.75%，同时公司在东北、华北等成熟市场继续加快销售网络细化和下沉，东北/华北同比增速 4.50%/1.72%，但受限电停产因素影响，生产供应受限，加之去年同期疫情恢复整体基数较高，西北同比增速-2.26%。新市场开拓效果明显，为未来收入增长赋能。

原材料压力及限电停产等影响，多重因素导致利润下滑。公司单三季度归母净利润下滑 25.82%，净利率 11.55%，同比下降 4.88pcts，环比下降 1.25pcts，毛利率为 25.68%，同比下降 17.61 pcts，环比下降 0.88pcts。公司 2021Q1-3 销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.80%/1.70%/-0.08%/0.30%，同比变动+0.17/+0.17/-0.64/0.13pct。公司单三季度利润下滑，销售费用和管理费用小幅增长，主要系①限电停产下销售受限，生产供应受限，跨区域调运产品增加运费成本，利润短期承压；②今年原材料价格上涨，且返货率、折让率高于同期，导致本年度毛利水平下滑；③今年公司处于产能建设时期，营销推广力度恢复常态，促销活动增多，人力成本、门店费用增加；④去年受国家阶段性社保减免政策影响，公司各项成本费用均低于本期。但随着公司终端布局的完善和生产基地规模效应的逐渐形成，我们仍看好公司下一季度的恢复发展。

长期产能有望放量整体市场辐射范围扩大，坚守短保行业龙头核心逻辑。公司产能建设不断落地，沈阳、浙江、四川等工厂未来陆续完工，华东、华南等区域市场正加速拓展，在“中央工厂+批发配送”模式下，随着公司多工厂协同效应的加强，产能有望放量，单厂服务半径将进一步缩小，服务成本缩减。公司深耕短保行业逾 10 年，经销渠道教育及供应链管理方面具备优势，行业运营壁垒较高。建议关注后续产能扩张及市场开拓情况。

盈利预测：预计公司 2021-2023 年实现营收 66.6/77.9/90.5 亿元，同比增速 11.62%/17.03%/16.21%，预计公司 2021-2023 年实现净利润 9.2/10.9/12.8 亿元，同比增速 3.71%/18.77%/17.99%，预计 21-23 年 EPS 为 0.96/1.14/1.35 元，维持“买入”评级。

风险提示：产能、新市场拓展不及预期、限电停产、原材料价格波动

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,643.71	5,963.00	6,656.16	7,789.76	9,052.20
增长率(%)	16.77	5.66	11.62	17.03	16.21
EBITDA(百万元)	1,014.57	1,259.99	1,278.90	1,482.22	1,737.82
净利润(百万元)	683.36	882.84	915.62	1,087.46	1,283.07
增长率(%)	6.42	29.19	3.71	18.77	17.99
EPS(元/股)	0.72	0.93	0.96	1.14	1.35
市盈率(P/E)	39.63	30.67	29.58	24.90	21.11
市净率(P/B)	7.23	5.60	5.35	5.19	4.96
市销率(P/S)	4.80	4.54	4.07	3.48	2.99
EV/EBITDA	26.66	30.32	19.65	16.59	14.14

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.44 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	952.21
流通 A 股股本(百万股)	952.21
A 股总市值(百万元)	27,080.96
流通 A 股市值(百万元)	27,080.96
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	18.33
一年内最高/最低(元)	66.70/25.80

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《桃李面包-半年报点评:业绩环比持续改善,看好产能建设扩张下长期发展》2021-08-14
- 2 《桃李面包-季报点评:短期承压不改长期逻辑,预期环比改善稳健增长》2021-04-27
- 3 《桃李面包-公司点评:消费场景逐步恢复,桃李重回稳步增速通道》2021-04-14

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,077.64	714.69	901.90	1,497.65	1,364.06
应收票据及应收账款	492.73	491.90	586.72	254.29	723.02
预付账款	23.05	25.55	41.99	27.88	53.15
存货	130.85	137.89	179.76	181.39	241.76
其他	897.62	1,049.19	1,312.83	1,339.19	1,233.69
流动资产合计	2,621.89	2,419.22	3,023.20	3,300.39	3,615.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,544.54	1,794.45	1,972.37	2,065.21	2,093.99
在建工程	273.89	611.46	402.88	289.73	203.84
无形资产	343.92	342.02	333.23	324.44	315.64
其他	401.81	517.96	360.98	401.27	388.70
非流动资产合计	2,564.16	3,265.88	3,069.46	3,080.64	3,002.16
资产总计	5,186.04	5,685.11	6,092.66	6,381.03	6,617.84
短期借款	0.00	205.28	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	414.23	399.20	528.79	553.71	678.74
其他	185.11	244.95	222.45	230.75	260.42
流动负债合计	599.34	849.44	751.24	784.46	939.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	842.26	0.00	280.75	374.34	218.36
其他	1.29	2.88	1.84	2.00	2.24
非流动负债合计	843.55	2.88	282.59	376.34	220.60
负债合计	1,442.89	852.32	1,033.83	1,160.80	1,159.76
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	658.88	680.15	952.21	952.21	952.21
资本公积	1,039.24	2,035.10	1,771.02	1,771.02	1,771.02
留存收益	2,986.61	4,207.64	4,106.62	4,268.03	4,505.87
其他	(941.58)	(2,090.10)	(1,771.02)	(1,771.02)	(1,771.02)
股东权益合计	3,743.15	4,832.79	5,058.83	5,220.24	5,458.08
负债和股东权益总计	5,186.04	5,685.11	6,092.66	6,381.03	6,617.84

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	683.36	882.84	915.62	1,087.46	1,283.07
折旧摊销	163.07	145.81	99.45	109.11	115.90
财务费用	14.23	31.54	11.71	(13.09)	(15.61)
投资损失	(23.75)	(17.30)	(23.84)	(21.63)	(20.92)
营运资金变动	(712.66)	596.58	(153.75)	311.65	(281.36)
其它	763.59	(538.10)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	887.83	1,101.37	849.20	1,473.49	1,081.07
资本支出	616.62	713.14	61.04	79.83	49.76
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,306.80)	(1,712.14)	(97.21)	(138.20)	(78.84)
投资活动现金流	(1,690.18)	(999.00)	(36.16)	(58.37)	(29.08)
债权融资	842.26	205.28	280.75	374.34	218.36
股权融资	94.19	842.41	51.27	13.09	15.61
其他	(480.71)	(1,513.21)	(957.83)	(1,206.81)	(1,419.56)
筹资活动现金流	455.74	(465.52)	(625.81)	(819.38)	(1,185.59)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(346.60)	(363.16)	187.22	595.74	(133.59)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,643.71	5,963.00	6,656.16	7,789.76	9,052.20
营业成本	3,410.41	4,175.74	4,621.66	5,320.17	6,171.83
营业税金及附加	62.08	66.00	78.13	87.78	102.82
营业费用	1,227.90	524.17	658.96	872.45	995.74
管理费用	101.72	100.23	126.47	140.22	162.94
研发费用	8.84	11.30	11.52	14.12	16.04
财务费用	3.47	22.06	11.71	(13.09)	(15.61)
资产减值损失	0.00	0.00	3.82	3.54	1.84
公允价值变动收益	2.00	16.69	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.75	17.30	23.84	21.63	20.92
其他	(59.51)	(97.19)	(47.67)	(43.26)	(41.84)
营业利润	863.05	1,126.71	1,167.74	1,386.21	1,637.53
营业外收入	13.78	16.12	13.32	14.40	14.61
营业外支出	3.14	5.14	5.98	4.75	5.29
利润总额	873.68	1,137.69	1,175.07	1,395.86	1,646.85
所得税	190.33	254.85	259.45	308.40	363.78
净利润	683.36	882.84	915.62	1,087.46	1,283.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	683.36	882.84	915.62	1,087.46	1,283.07
每股收益（元）	0.72	0.93	0.96	1.14	1.35

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	16.77%	5.66%	11.62%	17.03%	16.21%
营业利润	4.73%	30.55%	3.64%	18.71%	18.13%
归属于母公司净利润	6.42%	29.19%	3.71%	18.77%	17.99%
获利能力					
毛利率	39.57%	29.97%	30.57%	31.70%	31.82%
净利率	12.11%	14.81%	13.76%	13.96%	14.17%
ROE	18.26%	18.27%	18.10%	20.83%	23.51%
ROIC	37.24%	31.51%	32.43%	34.45%	46.39%
偿债能力					
资产负债率	27.82%	14.99%	16.97%	18.19%	17.52%
净负债率	-6.29%	-10.54%	-12.28%	-21.52%	-20.99%
流动比率	4.37	2.85	4.02	4.21	3.85
速动比率	4.16	2.69	3.78	3.98	3.59
营运能力					
应收账款周转率	12.24	12.11	12.34	18.52	18.52
存货周转率	46.91	44.38	41.91	43.14	42.79
总资产周转率	1.24	1.10	1.13	1.25	1.39
每股指标（元）					
每股收益	0.72	0.93	0.96	1.14	1.35
每股经营现金流	0.93	1.16	0.89	1.55	1.14
每股净资产	3.93	5.08	5.31	5.48	5.73
估值比率					
市盈率	39.63	30.67	29.58	24.90	21.11
市净率	7.23	5.60	5.35	5.19	4.96
EV/EBITDA	26.66	30.32	19.65	16.59	14.14
EV/EBIT	31.18	33.78	21.30	17.90	15.15

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com