

分析师: 刘冉  
 登记编码: S0730516010001  
 liuran@ccnew.com 021-50586281

## 成本压力减缓, 一季度销售提速

——桃李面包(603866)2021年及2022年一季度业绩点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

市场数据(2022-05-12)

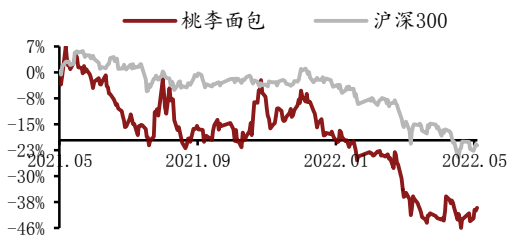
发布日期: 2022年05月13日

收盘价(元)	14.50
一年内最高/最低(元)	37.09/13.09
沪深300指数	3,958.74
市净率(倍)	2.71
流通市值(亿元)	193.30

基础数据(2022-03-31)

每股净资产(元)	5.35
每股经营现金流(元)	0.24
毛利率(%)	25.62
净资产收益率_摊薄(%)	3.10
资产负债率(%)	18.87
总股本/流通股(万股)	133,309.93/133,309.93
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《桃李面包(603866)公司点评报告:短保面包市场仍可重拾增速》 2021-03-30

《桃李面包(603866)公司深度分析:工业基础雄厚的短保快消品牌》 2020-12-30

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编: 200122

投资要点:

**事件:** 公司发布2021年年报: 2021年, 公司实现营收63.35亿元, 同比增6.24%; 实现归母净利润7.63亿元, 同比降13.54%。公司发布2022年一季度报: 2022年一季度, 公司实现营收14.52亿元, 同比增9.43%; 实现归母净利润1.58亿元, 同比降2.8%。

点评:

- **公司的营收增幅收窄, 符合基本消费品的增长特性。** 2021年, 公司实现营收63.35亿元, 同比增6.23%, 增幅基本与上年保持一致。短保面包的销售增长平复至啤酒、乳制品等品类的增长水平, 这符合基本民生品的特征。参照啤酒、乳制品等民生消费品, 短保面包所呈现的个位数销售增长将会长期化。中国的消费市场基本上满足了各项民生需求, 明显短板的品类及其高增长都很难长期存在。分品类看, 短保面包的销量呈低个位数增长, 出厂单价小幅上升(但是不及成本的升幅大); 粽子和月饼由于基数低, 销量呈现高增长, 并且随着生产成本下降, 相应的出厂价也在下调。

- **公司在扩产同时, 仍保持较高的产能利用率, 说明短保面包市场仍具备较强的可渗透性。** 截至2022年一季度, 公司的面包总产能42.52万吨, 综合产能利用率85.56%, 除了武汉和海南的产能利用率因生产处于过渡期而偏低外, 其余基地的产能利用率均处于88%至95%的较高水平。

此外, 公司仍有在建产能29.17万吨, 占既有产能的68.6%, 换言之, 三至五年后公司的产能有望接近翻番。在建产能分布在沈阳、长春、青岛、泉州和广西, 其中沈阳、长春和青岛产能的所在市场正是公司的深耕市场。公司在沈阳和长春深耕二十年, 有着成熟的销售网络和良好的人气口碑。东北的已有产能是14.4万吨, 沈阳和长春两地的在建产能合计12万吨, 未来产能接近翻番, 说明短保面包在即使成熟的市场也仍有深挖的空间。

- **2021年, 公司产品所涉原料的价格均有一定程度的上涨, 原材料成**

本上升是公司盈利下滑的原因之一。公司产品的主要原材料包括面粉、油脂、糖、鸡蛋和酵母，它们在成本中的占比分别为 32%、12%、7%、7%和 1.3%，合计接近 60%（2015 年数据）。相比 2021 年年初，上述材料的平均单价分别上涨 8.67%、19.23%、7.91%、1.75%和 15%，因而，公司 2021 年的营业成本上升了 11.84%，比收入增长多出 5.61 个百分点。

- **2020 年的社保减免允许成本低基数，对 2021 年的盈利造成波动。**  
2020 年公司受益于社保减免政策，而 2021 年该项政策取消。公司的生产经营具有劳动密集的特征，本期重新缴纳社保也在一定程度上减弱了公司的盈利能力。但是，对于 2022 年，社保基数已经正常化，不会持续波动盈利能力。
- **在成本上升和社保减免政策取消两方面的因素影响下，公司 2021 年的毛利率下滑 3.7 个百分点，从 2020 年的 29.98 %降至 26.28%。**
- **2022 年一季度，公司的销售增长略有提速，成本峰值下产品毛利率下滑。我们预计，公司的盈利在一季度基本上见底。**2022 年一季度，公司的销售收入增长 9.43%，较 2021 年全年高出 3 个百分点，销售情形进一步好转。一季度的毛利率环比和同比分别下降 0.82 和 0.98 个百分点，毛利率进一步下探。豆油、鸡蛋、面粉等主要商品的期现价格在近一个月内出现下行势头，如果疫情能够尽快得以控制，我们预计商品价格将进一步回落，因而公司的盈利在一季度基本上见底。
- **投资评级：**我们预测公司 2022、2023、2024 年的每股收益分别为 0.87 元、1.01 元、1.19 元，参照 5 月 12 日收盘价，股价对应的市盈率分别为 16.72 倍、14.31 倍、12.19 倍，维持公司的“增持”评级。

**风险提示：**受到疫情的扰动，主要成本价格下降较慢；居民消费进一步走弱。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5963	6335	6758	7330	7902
增长比率（%）	5.66%	6.24%	6.67%	8.47%	7.80%
净利润（百万元）	883	763	826	965	1133
增长比率（%）	29.19%	-13.54%	8.20%	16.81%	17.41%
每股收益(元)	0.95	0.80	0.87	1.01	1.19
市盈率(倍)	62.14	35.38	16.72	14.31	12.19

资料来源：中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2419</b>	<b>1708</b>	<b>5004</b>	<b>5329</b>	<b>5679</b>
现金	715	339	0	0	0
应收票据及应收账款	492	512	397	408	439
其他应收款	35	35	3333	3615	3897
预付账款	26	25	89	84	84
存货	138	173	559	596	634
其他流动资产	1014	626	626	626	626
<b>非流动资产</b>	<b>3266</b>	<b>4308</b>	<b>4472</b>	<b>4523</b>	<b>4512</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1794	2236	3013	3384	3546
无形资产	342	336	332	329	325
其他非流动资产	1129	1736	1127	810	640
<b>资产总计</b>	<b>5685</b>	<b>6017</b>	<b>9475</b>	<b>9851</b>	<b>10191</b>
<b>流动负债</b>	<b>849</b>	<b>1006</b>	<b>3523</b>	<b>2853</b>	<b>2013</b>
短期借款	205	200	2365	1631	729
应付票据及应付账款	399	499	501	519	535
其他流动负债	245	307	657	703	750
<b>非流动负债</b>	<b>3</b>	<b>76</b>	<b>276</b>	<b>476</b>	<b>676</b>
长期借款	0	0	200	400	600
其他非流动负债	3	76	76	76	76
<b>负债合计</b>	<b>852</b>	<b>1082</b>	<b>3799</b>	<b>3329</b>	<b>2689</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	680	952	952	952	952
资本公积	2035	1782	1782	1782	1782
留存收益	2173	2256	2997	3842	4822
归属母公司股东权益	4833	4935	5676	6522	7502
<b>负债和股东权益</b>	<b>5685</b>	<b>6017</b>	<b>9475</b>	<b>9851</b>	<b>10191</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1101</b>	<b>1014</b>	<b>-2136</b>	<b>1056</b>	<b>1194</b>
净利润	883	763	826	965	1133
折旧摊销	146	192	292	304	315
财务费用	32	-3	49	82	60
投资损失	-17	-3	-20	-29	-24
营运资金变动	79	97	-3269	-250	-274
其他经营现金流	-20	-33	-13	-15	-16
<b>投资活动现金流</b>	<b>-999</b>	<b>-675</b>	<b>-434</b>	<b>-323</b>	<b>-278</b>
资本支出	-891	-1117	-454	-352	-302
长期投资	-145	415	0	0	0
其他投资现金流	37	27	20	29	24
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-466</b>	<b>-715</b>	<b>2231</b>	<b>-734</b>	<b>-916</b>
短期借款	205	-5	2165	-733	-903
长期借款	0	0	200	200	200
普通股增加	21	272	0	0	0
资本公积增加	996	-253	0	0	0
其他筹资现金流	-1688	-729	-134	-200	-213
<b>现金净增加额</b>	<b>-363</b>	<b>-376</b>	<b>-339</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5963</b>	<b>6335</b>	<b>6758</b>	<b>7330</b>	<b>7902</b>
营业成本	4176	4670	4943	5257	5576
营业税金及附加	66	70	74	81	87
营业费用	524	552	581	623	664
管理费用	100	111	122	132	142
研发费用	11	21	0	0	0
财务费用	22	-11	46	82	60
资产减值损失	0	0	4	6	7
其他收益	36	30	34	37	40
公允价值变动收益	17	17	0	0	0
投资净收益	17	3	20	29	24
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1127</b>	<b>970</b>	<b>1058</b>	<b>1234</b>	<b>1449</b>
营业外收入	16	18	10	13	15
营业外支出	5	5	9	10	12
<b>利润总额</b>	<b>1138</b>	<b>983</b>	<b>1059</b>	<b>1237</b>	<b>1452</b>
所得税	255	219	233	272	319
<b>净利润</b>	<b>883</b>	<b>763</b>	<b>826</b>	<b>965</b>	<b>1133</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>883</b>	<b>763</b>	<b>826</b>	<b>965</b>	<b>1133</b>
EBITDA	1261	1131	1329	1542	1748
EPS (元)	0.95	0.80	0.87	1.01	1.19

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	5.66%	6.24%	6.67%	8.47%	7.80%
营业利润 (%)	30.55%	-13.94%	9.09%	16.63%	17.45%
归属母公司净利润 (%)	29.19%	-13.54%	8.20%	16.81%	17.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	29.97%	26.28%	26.85%	28.28%	29.43%
净利率 (%)	14.81%	12.05%	12.22%	13.16%	14.33%
ROE (%)	18.27%	15.47%	14.55%	14.79%	15.10%
ROIC	17.17%	13.94%	9.71%	11.16%	12.52%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	14.99%	17.98%	40.10%	33.80%	26.39%
净负债比率 (%)	17.64%	21.92%	66.93%	51.05%	35.85%
流动比率	2.85	1.70	1.42	1.87	2.82
速动比率	2.66	1.50	1.24	1.63	2.46
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.05	1.05	0.71	0.74	0.78
应收账款周转率	12.12	12.50	17.03	17.98	18.00
应付账款周转率	10.46	9.37	9.86	10.14	10.43
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.95	0.80	0.87	1.01	1.19
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.62	1.06	-2.24	1.11	1.25
每股净资产 (最新摊薄)	7.11	5.18	5.96	6.85	7.88
<b>估值比率</b>					
P/E	62.14	35.38	16.72	14.31	12.19
P/B	8.32	5.48	2.43	2.12	1.84
EV/EBITDA	31.48	23.87	12.39	10.33	8.71

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。