桃李面包（603866） 食品加工/食品饮料 发布时间：2019-07-22

证券研究报告 / 公司点评报告

增速环比显著加快，Q2 迎来业绩拐点

买入

上次评级：买入

事件：公司发布半年报业绩快报。2019 年上半年，公司实现营业收入 25.58 亿元，同比+18.06%；实现归母净利润 3.04 亿元，同比+15.46%；实现扣非后净利润 2.95 亿元，同比+14.03%。单 19Q2 来看，对应营收 14.16 亿元，同比+20.20%；实现归母净利润 1.83 亿元，同比+18.06%；实现扣非后净利润 1.79 亿元，同比+16.13%。

点评：收入端、利润端增速环比加快，19Q2 较 Q1 增速提高 5-6%，超市场预期。二季度收入增速加快一定程度上受益于增值税降税政策利好。费用端来看，二季度费用投放预计控制得当，整体规模效应加强，盈利能力提高，净利率上行。我们维持此前推荐逻辑，公司全年营收/利润双 15 增速保底，预计大概率超额实现全年目标。一季报后市场担心达利竞争冲击及费用端压力，预期降至底部，而我们认为业绩有望逐季改善，二季度已迎来拐点。短保行业处于高速增长阶段，尚未进入存量市场的抢夺，桃李深耕市场 20 余年，消费者粘性&渠道壁垒深厚，竞争对手短期难以动摇。此外，根据我们草根调研数据，达利退货率达 20%左右，部分经销商盈利或有压力；而桃李退货率稳定在 8%左右，可进可退灵活应对。

西南、京津增速有所恢复，华东、华南市场表现预计超预期。华东、华南地区的渠道开拓和产品推广为今年重心。我们草根调研了解到，华东地区主要上海周边地区进行调整，销售人员增加，偏远地区引进经销政策，渠道进一步精耕细作；华南地区渠道不断下沉，市场培育逐渐成熟，随着产线结构优化调整，此前切片产能不足问题逐步缓解，随着规模效应逐步凸显，盈利状况有望改善。东莞工厂 4.5 万吨产能投产，未来产能利用率逐步提升，预计华南地区发展态势持续向好。此外，西南、京津地区预计表现较好，主要系重庆产能 18 年已投产，加之市场拓展积极，增速预计有所恢复。

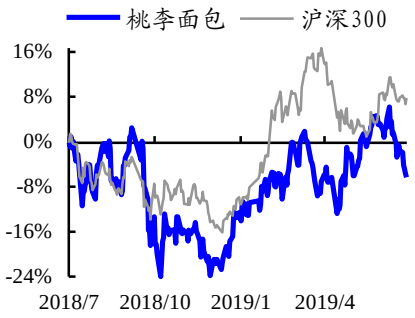
盈利预测：考虑下半年产线及设备调整进一步到位，供需缓解，新市场预计持续向好，我们调高此前预测。预计 2019-2021 年 EPS 为 1.15、1.40、1.69 元，对应 PE 为 33 倍、27 倍、23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场拓展不及；行业竞争加剧风险。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,080	4,833	5,817	6,979	8,426
(+/-)%	23.42%	18.47%	20.35%	19.97%	20.74%
归属母公司净利润	513	642	759	919	1,111
(+/-)%	17.85%	25.11%	18.22%	21.11%	20.80%
每股收益（元）	0.78	0.97	1.15	1.40	1.69
市盈率	50.02	46.34	32.54	27.43	22.71
市净率	8.14	8.70	5.91	4.95	4.06
净资产收益率(%)	16.26%	18.77%	18.16%	18.03%	17.88%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	471	471	659	659	659

股票数据	2019/7/19
6 个月目标价（元）	45.5
收盘价（元）	37.49
12 个月股价区间(元)	34.53 ~ 60.40
总市值（百万元）	24,701
总股本（百万股）	659
A 股（百万股）	659
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	1

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-9%	1%	-10%
相对收益	-12%	8%	-21%

相关报告

《桃李面包（603866）：毛利率持续提升，静待产能扩张释放弹性》--20190320

《桃李面包（603866.SH）：营收端增速略低于预期，长期看好公司短保龙头地位》--20190128

《桃李面包（603866）：拟发行可转债解决产能瓶颈，看好公司长期业绩弹性》--20181116

《桃李面包（603866）：收入稳定增长，费用投放有所加大》--20181025

证券分析师：李强
执业证书编号：S0550515060001
021-20361174 liqiang@nesc.cn
研究助理：王铄
执业证书编号：S0550118050001
021-20361173 wangshuo@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,424	2,314	3,204	4,284
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	429	450	541	654
存货	110	125	150	184
其他流动资产	77	85	95	107
流动资产合计	**2,040**	**2,974**	**3,989**	**5,229**
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	1,277	1,277	1,277	1,277
无形资产	276	276	276	276
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	**1,870**	**1,710**	**1,725**	**1,735**
资产总计	**3,911**	**4,684**	**5,714**	**6,963**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	318	323	392	481
预收款项	1	1	2	2
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**488**	**503**	**614**	**753**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1	0	0	0
长期负债合计	**1**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**489**	**503**	**614**	**753**
归属于母公司股东权益合计	3,421	4,181	5,100	6,211
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	**3,911**	**4,684**	**5,714**	**6,963**

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**4,833**	**5,817**	**6,979**	**8,426**
营业成本	2,916	3,510	4,215	5,159
营业税金及附加	64	76	92	110
资产减值损失	10	0	0	0
销售费用	999	1,232	1,469	1,710
管理费用	89	110	131	158
财务费用	-10	-60	-88	-120
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	30	0	0	0
营业利润	**824**	**974**	**1,180**	**1,426**
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	**824**	**974**	**1,180**	**1,426**
所得税	182	215	261	315
净利润	642	759	919	1,111
归属于母公司净利润	**642**	**759**	**919**	**1,111**
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	**642**	**759**	**919**	**1,111**
资产减值准备	10	0	0	0
折旧及摊销	147	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-30	0	0	0
运营资本变动	32	-28	-15	-21
其他	2	40	2	4
经营活动净现金流量	**803**	**771**	**906**	**1,094**
投资活动净现金流量	**-362**	**120**	**-17**	**-14**
融资活动净现金流量	**-377**	**-1**	**0**	**0**
企业自由现金流	**326**	**698**	**828**	**1,004**

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益（元）	0.97	1.15	1.40	1.69
每股净资产（元）	5.19	6.35	7.74	9.43
每股经营性现金流量（元）	1.22	1.17	1.38	1.66
成长性指标				
营业收入增长率	18.47%	20.35%	19.97%	20.74%
净利润增长率	25.11%	18.22%	21.11%	20.80%
盈利能力指标				
毛利率	39.68%	39.66%	39.61%	38.77%
净利润率	13.29%	13.05%	13.17%	13.18%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	28.77	28.24	28.28	28.35
存货周转率（次）	13.01	12.98	13.00	12.99
偿债能力指标				
资产负债率	12.51%	10.74%	10.74%	10.81%
流动比率	4.18	5.91	6.50	6.95
速动比率	3.91	5.59	6.19	6.64
费用率指标				
销售费用率	20.66%	21.18%	21.05%	20.30%
管理费用率	1.84%	1.89%	1.87%	1.87%
财务费用率	-0.21%	-1.03%	-1.27%	-1.42%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E（倍）	46.34	32.54	27.43	22.71
P/B（倍）	8.70	5.91	4.95	4.06
P/S（倍）	3.65	3.03	2.53	2.09
净资产收益率	18.77%	18.16%	18.03%	17.88%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强：西南财经大学金融学硕士，食品饮料行业分析师（组长），研究小组获“2017年水晶球”食品饮料行业第二，“2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。
齐欢：上海交通大学金融硕士，2016年加入东北证券，食品饮料行业研究助理。
马雪薇：伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入东北证券，食品饮料行业研究助理。
熊鹏：上海交通大学与挪威科技大学工学双硕士。2017年起从事卖方研究工作，2018年加入东北证券食品饮料组。
王铄：伦敦政治经济学院金融与经济硕士，2018年加入东北证券，食品饮料行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

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

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn