

桃李面包(603866)2020年三季度报点评

新市场延续高增，疫情后逐步恢复

- ❖ **事项:** 公司发布2020年三季度报,我们在前期三季度报业绩快报基础上,对财务指标进一步分析,同时阐述我们对桃李的展望和判断。公司前三季度实现收入43.72亿元,同增6.07%;归母净利润6.86亿元,同增36.37%。单Q3看,公司实现收入16.33亿元,同增4.43%,归母净利润2.68亿元,同增34.58%,经营活动现金流净额为8.56亿元,同增43.60%。
- ❖ **收入增速环比有所改善,新市场延续较快增长。**公司单Q3实现收入16.33亿元,同增4.43%,收入环比有所改善,疫情好转下,旅游逐步恢复,学校陆续复学带动面包需求回暖。分区域看,单Q3华北/东北/华东/西南/西北/华南分别实现收入3.68/8.19/3.37/2.03/1.10/1.17亿元,分别同比增长1.9%/0%/8.0%/13.1%/0.7%/17.9%,华中实现收入0.43亿元,其中华东、西南、华南市场延续Q2增长态势,东北、华北及西北地区增速环比有所回落。
- ❖ **成本费用控制良好,盈利能力大幅提升。**公司三季度毛利率为43.29%,同比提升3.68pcts,销售费用率为20.47%,同比下降0.42pct,管理费用率为1.22%,同比下降0.37pct,推断主要系受销售恢复较好带来规模效应增强,同时公司促销相对理性,叠加受益国家阶段性社保减免政策,公司成本费用有所下降所致。综上,公司单Q3净利率同比提升3.68pcts至16.43%,盈利能力大幅提升。
- ❖ **疫情影响逐步恢复,来年收入有望加速,现金流逐步恢复。**公司山东工厂今年2月产能投产,预计南京、海口工厂今年四季度完工,明年起沈阳、浙江、四川、新疆工厂陆续完工,新市场产能投放加快推进。在产能逐步释放下,我们预计公司将同步加大费用投放,在华中、华南、华东等新市场加速开拓,叠加人流及出行恢复带动面包需求,明年收入恢复至双位数增长,二三季度疫情低基数有望高增。盈利端或受费用投放加大、及新产能投放后的折旧压力影响,但现金流料将逐步加速。
- ❖ **投资建议:疫情后逐步恢复,全国化持续扩张,维持“强推”评级。**公司二季度受疫情影响明显,三季度显现边际改善,经营趋势向上,而新市场持续高增,关注盈利边际拐点。我们维持2020-2022年EPS预测为1.31/1.52/1.83元,对应PE为48/41/34倍。维持目标价区间68-82元,对应21-22年45倍目标PE,维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 全国化布局不及预期,行业竞争加剧,食品安全风险等。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	5,644	6,101	7,294	8,528
同比增速(%)	16.8%	8.1%	19.5%	16.9%
归母净利润(百万)	683	889	1,031	1,242
同比增速(%)	6.4%	30.0%	16.0%	20.5%
每股盈利(元)	1.00	1.31	1.52	1.83
市盈率(倍)	62	48	41	34
市净率(倍)	11	11	10	8

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2020年10月22日收盘价

强推(维持)

目标价区间:68-82元

当前价:64.71元

华创证券研究所

证券分析师:欧阳予

邮箱:ouyangyu@hcyjs.com

执业编号:S0360520070001

证券分析师:程航

电话:021-20572565

邮箱:chenghang@hcyjs.com

执业编号:S0360519100004

证券分析师:董广阳

电话:021-20572598

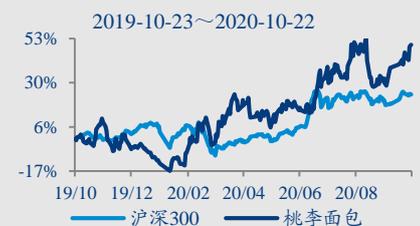
邮箱:dongguangyang@hcyjs.com

执业编号:S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	68,015
已上市流通股(万股)	68,015
总市值(亿元)	440.13
流通市值(亿元)	440.13
资产负债率(%)	
每股净资产(元)	6.8
12个月内最高/最低价	67.88/33.81

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《桃李面包(603866)2019年报及2020年一季度报点评:收入稳健增长,疫情放大优势》

2020-04-16

《桃李面包(603866)2020年中报点评:盈利能力稳步提升,全年目标具备保障》

2020-08-20

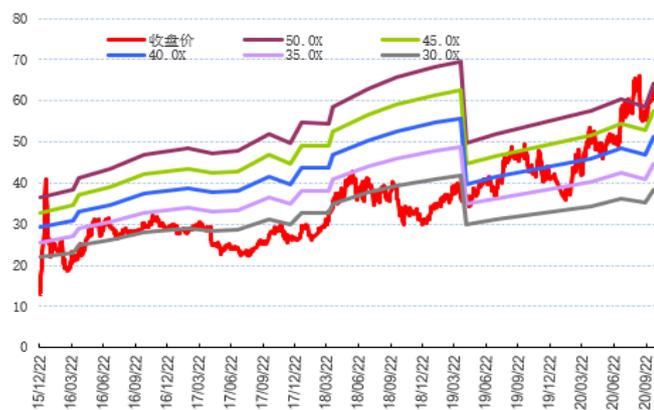
《桃李面包(603866)2020年三季度业绩快报点评:Q3环比改善,空间及壁垒持续验证》

2020-10-12

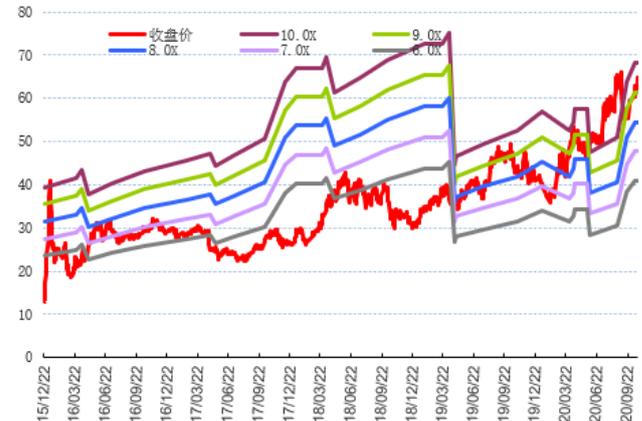
图表 1 公司分季度情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	1,142	1,416	1,564	1,522	1,323	1,416	1,633
营业总成本	1,002	1,191	1,318	1,309	1,092	1,159	1,305
其中: 营业成本	694	851	945	921	751	827	926
营业税金及附加	16	15	16	15	16	15	18
销售费用	263	303	327	336	274	293	334
管理费用	34	23	27	26	38	14	23
财务费用	-3	-3	0	9	10	11	3
资产减值损失	-0	-	-	-	-	-	-
其他收益	5	2	5	3	6	14	7
营业利润	152	231	254	226	249	280	342
加: 营业外收入	3	3	4	4	3	6	5
减: 营业外支出	0	1	1	1	2	1	1
利润总额	155	234	257	228	250	286	345
减: 所得税	33	51	58	48	56	63	77
净利润	121	183	199	180	194	223	268
减少少数股东损益	-	-	-	-	-	-	-
归母净利润	121	183	199	180	194	223	268
EPS	0.26	0.28	0.30	0.27	0.30	0.34	0.39
主要比率							
毛利率	39.3%	39.9%	39.6%	39.5%	43.2%	41.6%	43.3%
营业税金率	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	1.2%	1.0%	1.1%
销售费用率	23.0%	21.4%	20.9%	22.0%	20.7%	20.7%	20.5%
管理费用率	3.0%	1.7%	1.7%	1.7%	2.9%	1.0%	1.4%
营业利润率	13.3%	16.3%	16.3%	14.8%	18.8%	19.8%	20.9%
实际税率	21.6%	21.8%	22.5%	21.1%	22.4%	22.0%	22.3%
净利率	10.6%	12.9%	12.8%	11.8%	14.7%	15.8%	16.4%
收入季度占比	20.2%	25.1%	27.7%	27.0%			
YoY							
收入增长率	39.3%	42.2%	37.2%	35.4%	15.8%	0.0%	4.4%
营业利润增长率	78.1%	59.6%	13.6%	14.4%	63.6%	21.4%	34.4%
归母净利润增长率	70.0%	63.2%	14.0%	16.1%	60.5%	22.3%	34.6%

资料来源: wind, 华创证券

图表 2 PE-Band


资料来源: wind, 华创证券

图表 3 PB-Band


资料来源: wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,078	1,350	1,391	1,657
应收票据	0	0	0	0
应收账款	493	513	614	718
预付账款	23	24	29	34
存货	131	137	167	191
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	897	211	251	293
流动资产合计	2,622	2,235	2,452	2,893
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,545	1,772	1,977	2,162
在建工程	274	254	274	294
无形资产	344	360	374	386
其他非流动资产	401	284	347	403
非流动资产合计	2,564	2,670	2,972	3,245
资产合计	5,186	4,905	5,424	6,138
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	414	392	478	548
预收款项	5	5	6	7
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	52	44	47	48
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	128	143	168	195
流动负债合计	599	584	699	798
长期借款	0	0	0	0
应付债券	842	500	400	300
其他非流动负债	2	1	1	1
非流动负债合计	844	501	401	301
负债合计	1,443	1,085	1,100	1,099
归属母公司所有者权益	3,743	3,820	4,324	5,039
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,743	3,820	4,324	5,039
负债和股东权益	5,186	4,905	5,424	6,138

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	888	1,439	1,134	1,371
现金收益	850	1,084	1,259	1,502
存货影响	-21	-6	-30	-25
经营性应收影响	-65	-22	-106	-108
经营性应付影响	108	-29	88	73
其他影响	16	412	-78	-71
投资活动现金流	-1,690	-41	-528	-529
资本支出	-632	-421	-469	-475
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-1,058	380	-59	-54
融资活动现金流	456	-1,126	-565	-576
借款增加	842	-342	-100	-100
股利及利息支付	-471	-532	-534	-537
股东融资	984	0	0	0
其他影响	-899	-252	69	61

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,644	6,101	7,294	8,528
营业成本	3,410	3,567	4,341	4,986
税金及附加	62	67	73	85
销售费用	1,228	1,281	1,532	1,791
管理费用	102	85	102	119
研发费用	9	12	15	17
财务费用	3	-3	-1	2
信用减值损失	-6	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资收益	24	17	30	24
其他收益	15	20	37	24
营业利润	863	1,130	1,301	1,576
营业外收入	14	11	20	16
营业外支出	3	5	3	4
利润总额	874	1,136	1,318	1,588
所得税	191	247	287	346
净利润	683	889	1,031	1,242
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	683	889	1,031	1,242
NOPLAT	686	887	1,030	1,244
EPS(摊薄) (元)	1.00	1.31	1.52	1.83

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	16.8%	8.1%	19.5%	16.9%
EBIT 增长率	7.8%	29.2%	16.1%	20.8%
归母净利润增长率	6.4%	30.0%	16.0%	20.5%
获利能力				
毛利率	39.6%	41.5%	40.5%	41.5%
净利率	12.1%	14.6%	14.1%	14.6%
ROE	18.3%	23.3%	23.8%	24.6%
ROIC	20.9%	26.1%	27.5%	29.6%
偿债能力				
资产负债率	27.8%	22.1%	20.3%	17.9%
债务权益比	22.5%	13.1%	9.3%	6.0%
流动比率	437.7%	382.7%	350.8%	362.5%
速动比率	415.9%	359.2%	326.9%	338.6%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4
应收账款周转天数	29	30	28	28
应付账款周转天数	39	41	36	37
存货周转天数	13	14	13	13
每股指标(元)				
每股收益	1.00	1.31	1.52	1.83
每股经营现金流	1.31	2.12	1.67	2.02
每股净资产	5.50	5.62	6.36	7.41
估值比率				
P/E	62	48	41	34
P/B	11	11	10	8
EV/EBITDA	45	35	30	25

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，金融学专业，4年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券研发中心，2017年新财富第一、2018年水晶球第一、2019年新财富第三团队核心成员，2020年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

分析师：范子盼

中国人民大学硕士，2年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨畅

南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500