

Q2 收入环比加速, 表现好于预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年半年度业绩快报, 实现营业收入 25.6 亿元(+18.1%), 归母净利润 3 亿元(+15.5%), 其中 Q2 实现收入 14.2 亿元(同比+20%), 归母净利润 1.83 亿元(同比+18%), 表现好于预期。
- **收入: 环比加速, 新老市场均有不错增长。** 19Q2 收入增速 20%, 相比较 19Q1 的 16% 环比提速。分区域看: 1) 成熟市场: 东北市场预计保持双位数增长, 长春哈尔滨地区 Q1 产能紧张问题 Q2 有所好转, 预计收入环比提升。得益于渠道下沉和消费习惯的良性循环, 东北成熟市场有望保持稳定增长; 2) 次成熟区域: 华北、西南等市场公司通过促销、增配人车等方式加大市场投入, 随着天津、重庆的工厂产能释放, 预计增长有所提速。3) 高成长区域: 华东和华南是公司重点发力市场, 尤其是华南, 随着东莞工厂产能利用率提升以及销售终端增加, 华南市场将维持 80% 以上高速增长, 且亏损幅度有望继续收窄。同时, 公司在积极梳理较为薄弱的华中市场, 开发新的增长点。
- **盈利: 利润增长略慢于收入, 费用投入依旧较大。** 达利的进入对公司的市场策略产生一定影响, 短期内公司采取较为积极的应对策略, 部分市场折扣促销力度有所加大。叠加公司处于扩张期, 新产能投放以及新市场开拓前期均承受较大的费用投入, 造成短期公司盈利能力上略有波动。但环比 Q1, 费用投入以及扩产对利润端的扰动逐步减弱, 利润率向上拐点或将出现。
- **工厂: 可转债获批通过, 积极布局新工厂, 积蓄长期增长动力。** 目前桃李已在 17 个地区建立了生产基地, 预计 2019 年武汉工厂将投产、东莞工厂将实施改造; 在建工厂还包括山东工厂、江苏工厂以及沈阳工厂, 预计将于 2020 年左右投产。未来公司还将在各大区域持续建厂, 为全国化扩张储备产能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.14 元、1.35 元和 1.57 元, 对应 PE 为 33 倍、28 倍和 24 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、新市场销售或不及预期。

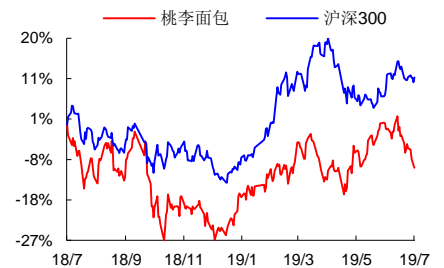
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4833.23	5751.84	6916.33	8324.69
增长率	18.47%	19.01%	20.25%	20.36%
归属母公司净利润(百万元)	642.15	749.90	888.72	1037.56
增长率	25.11%	16.78%	18.51%	16.75%
每股收益 EPS(元)	0.97	1.14	1.35	1.57
净资产收益率 ROE	18.77%	20.15%	21.75%	23.05%
PE	38	33	28	24
PB	7.22	6.64	6.05	5.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.59
流通 A 股(亿股)	6.59
52 周内股价区间(元)	34.92-59.42
总市值(亿元)	247.01
总资产(亿元)	40.23
每股净资产(元)	7.53

相关研究

1. 桃李面包(603866): 费用投入维持高位, 收入增速有望逐季恢复 (2019-04-30)
2. 桃李面包(603866): 高基数+产能受限影响短期收入增速, 下半年有望恢复 (2019-04-10)
3. 桃李面包(603866): 东北挖潜空间大, 市场拓展稳步推进 (2019-03-20)
4. 桃李面包(603866): 业绩符合预期, 市场扩张稳步推进 (2019-01-28)
5. 桃李面包(603866): 可转债融资加速产能布局, 全国扩张步伐加大 (2018-11-13)
6. 桃李面包(603866): 市场投入加大, 全国扩张稳步推进 (2018-10-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4833.23	5751.84	6916.33	8324.69	净利润	642.15	749.90	888.72	1037.56
营业成本	2915.60	3460.36	4154.99	4997.35	折旧与摊销	147.26	134.52	151.31	173.95
营业税金及附加	63.53	74.77	89.91	108.22	财务费用	-10.39	0.00	0.00	0.00
销售费用	998.76	1205.07	1463.57	1799.06	资产减值损失	10.35	7.00	7.00	7.00
管理费用	88.76	107.22	125.47	146.86	经营营运资本变动	35.49	-53.43	-28.28	-42.71
财务费用	-10.39	0.00	0.00	0.00	其他	-21.64	-37.00	-35.00	-38.00
资产减值损失	10.35	7.00	7.00	7.00	经营活动现金流净额	803.22	800.99	983.75	1137.80
投资收益	30.46	30.00	30.00	30.00	资本支出	-230.29	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-131.37	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00	投资活动现金流净额	-361.66	-270.00	-370.00	-470.00
营业利润	824.06	957.41	1135.39	1326.21	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.38	4.00	4.00	4.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	824.44	961.41	1139.39	1330.21	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	182.29	211.51	250.67	292.65	支付股利	-376.50	-449.51	-524.93	-622.11
净利润	642.15	749.90	888.72	1037.56	其他	-0.55	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-377.05	-449.51	-524.93	-622.11
归属母公司股东净利润	642.15	749.90	888.72	1037.56	现金流量净额	64.51	81.48	88.82	45.69
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1424.24	1505.73	1594.54	1640.24	成长能力				
应收和预付款项	474.24	547.20	658.46	797.40	销售收入增长率	18.47%	19.01%	20.25%	20.36%
存货	109.77	130.28	154.44	187.15	营业利润增长率	26.51%	16.18%	18.59%	16.81%
其他流动资产	31.97	38.05	45.75	55.07	净利润增长率	25.11%	16.78%	18.51%	16.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.00%	13.63%	17.84%	16.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1416.98	1594.51	1855.26	2193.36	毛利率	39.68%	39.84%	39.92%	39.97%
无形资产和开发支出	275.99	268.78	261.57	254.36	三费率	22.29%	22.82%	22.98%	23.38%
其他非流动资产	177.35	172.50	167.66	162.82	净利率	13.29%	13.04%	12.85%	12.46%
资产总计	3910.54	4257.05	4737.68	5290.39	ROE	18.77%	20.15%	21.75%	23.05%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.42%	17.62%	18.76%	19.61%
应付和预收款项	444.45	482.46	588.98	713.71	ROIC	31.57%	33.27%	34.75%	35.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.88%	18.98%	18.60%	18.02%
其他负债	44.67	52.76	63.09	75.61	营运能力				
负债合计	489.12	535.23	652.07	789.32	总资产周转率	1.30	1.41	1.54	1.66
股本	470.63	658.88	658.88	658.88	固定资产周转率	4.06	4.34	4.74	4.99
资本公积	1227.49	1039.24	1039.24	1039.24	应收账款周转率	12.69	12.47	12.71	12.67
留存收益	1723.31	2023.70	2387.50	2802.95	存货周转率	28.06	28.83	28.98	29.00
归属母公司股东权益	3421.43	3721.82	4085.62	4501.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.93%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3421.43	3721.82	4085.62	4501.07	资产负债率	12.51%	12.57%	13.76%	14.92%
负债和股东权益合计	3910.54	4257.05	4737.68	5290.39	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.18	4.16	3.77	3.40
					速动比率	3.96	3.92	3.53	3.16
					股利支付率	58.63%	59.94%	59.07%	59.96%
					每股指标				
					每股收益	0.97	1.14	1.35	1.57
					每股净资产	5.19	5.65	6.20	6.83
					每股经营现金	1.22	1.22	1.49	1.73
					每股股利	0.57	0.68	0.80	0.94
业绩和估值指标									
EBITDA	960.93	1091.93	1286.70	1500.16					
PE	38.47	32.94	27.79	23.81					
PB	7.22	6.64	6.05	5.49					
PS	5.11	4.29	3.57	2.97					
EV/EBITDA	16.74	21.12	17.86	15.29					
股息率	1.52%	1.82%	2.13%	2.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn