

强烈推荐-A (维持)

桃李面包 603866.SH

目标估值: NA

当前股价: 55.43 元

2020年09月27日

战略布局稳步推进, 新市场盈利可期

基础数据

上证综指	3219
总股本 (万股)	68015
已上市流通股 (万股)	68015
总市值 (亿元)	377
流通市值 (亿元)	377
每股净资产 (MRQ)	5.2
ROE (TTM)	22.8
资产负债率	30.1%
主要股东	吴学群
主要股东持股比例	24.96%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《桃李面包 (603866) —H1 利润增长较快, H2 收入有望改善 (更新)》 2020-08-20
- 2、《桃李面包 (603866) —H1 利润增长较快, H2 收入有望改善》 2020-08-20
- 3、《桃李面包 (603866) —需求阶段性受压制, 格局优化推升净利》 2020-07-12

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn  
S1090518090005

田地 (研究助理)

tianti@cmschina.com.cn

我们近期调研了桃李面包。根据调研, 公司9月份动销逐步恢复正常, 南方新市场将逐步进入业绩释放期。随着公司对于新渠道的积极拓展, 以及主食业务端的大力推进, 公司收入端将向着百亿目标稳步迈进, 同时利润率水平有望持续改善。我们维持20-21年EPS预期为1.30、1.45, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **9月动销恢复正常, 预计四季度恢复正常经营节奏。**面对疫情, 公司在春节期间快速复工, 在早餐店、餐厅关停的情况下, 全力开展主食业务, 在一季度取得较好数据。二季度疫情控制后, 受餐饮开工、学校放假、旅游需求减弱等因素影响, 收入增速回落。进入9月份以后, 学校开学, 旅游恢复, 负面因素已进入尾声, 公司动销恢复正常, 环比有望明显改善。同时, 我们预计公司在四季度恢复正常经营节奏。今年, 公司将有南京, 海口工厂竣工; 明年将新建成都、沈阳、浙江、新疆工厂。我们认为, 随着新厂效率提高及产能逐步释放, 公司收入规模将保持稳健增长态势。
- **南方新市场有望迎曙光, 逐步进入盈利释放期。**目前公司在南方地区仍属于亏损状态, 但总额不大, 在公司内部预期之内。南方地区的问题主要来自于消费及经营习惯, 改变需要一定过程。目前来看, 公司产品进入南方地区深耕已经六七年, 有望迎来曙光。随着公司市占率的持续领先, 以及行业内小企业的出清, 公司在南方地区也将逐步进入盈利释放期。考虑到人口密集度以及消费能力, 预计公司未来核心利润区域将在黄河以南地区。
- **积极拓展新渠道, 增加多元场景。**公司积极拓展新兴渠道, 1) 在电商方面, 专门成立了电商部, 目前保持着快速增长, 公司预计3年内电商销售额可以达到一个成熟子公司的水平。2) 便利店 (cvs) 方面, 公司在天津试点 cvs 系统, 开发专用产品, 面对便利店自有产品的压力, 目前已有起色。如果未来成功, 可复制并实现一定突破, 同时公司也将努力提升配送能力, 满足 cvs 大客户需求, 增加多元化消费场景。
- **提升面包主食化率, 增加成熟市场渠道下沉, 不断打开成长空间。**公司除零食属性产品外, 还有贡献整体收入1/3的主食属性产品。疫情期间, 正是主食业务对公司业绩贡献较大。未来公司将进一步推动主食端业务, 通过打造性价比更高的产品, 扩大在主食端全产业 (包括挂面、包子在内) 的市场。在成熟市场, 公司将通过更为密集的铺点, 降低运距, 增加渠道下沉的同时, 搭配信息化物流管理系统, 优化物流效率, 不断打开成长空间。
- **战略布局稳步推进, 新市场盈利可期, 维持“强烈推荐-A”投资评级。**公司9月份动销逐步恢复正常, 南方新市场将逐步进入业绩释放期。随着公司对于新渠道的积极拓展, 以及主食业务端的大力推进, 公司收入端将向着百亿目标稳步迈进。同时伴随着新厂建立及信息化管理系统, 公司物流效率有望进一步提升, 利润率水平持续改善。我们维持20-21年EPS预期为1.30、1.45, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 竞品逐步恢复发货, 行业竞争阶段性加剧。**

表 1 桃李面包单季度利润表

单位: 百万元	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	18A	19A
一、营业总收入	1358	1309	1142	1416	1564	1522	1323	1416	4833	5644
二、营业总成本	1128	1100	1002	1192	1318	1309	1092	1159	4062	4814
其中: 营业成本	823	778	694	851	945	921	751	827	2916	3410
营业税金及附加	17	18	16	15	16	15	16	15	64	62
营业费用	263	278	263	303	327	336	274	293	999	1228
管理费用	19	23	31	21	25	24	35	12	89	102
研发费用	1	2	3	2.05	2.06	2	3	1	6	9
财务费用	-1	-1	-3	-3	0	9	10	11	-10	3
资产减值损失	6	3	0	0	3.58	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	26	25	12	6	8	13	18	23	53	34
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	2	1	6	0	0
投资收益	11	9	8	4	3	8	11	3	31	24
资产处置收益	-5	7	0	-0.11	-0.24	0	0	0	-4	0
其他收益	20	9	5	1.78	5.32	3	6	14	37	15
四、营业利润	256	234	152	230	254	226	249	280	824.1	863
加: 营业外收入	3	2	3	3	4	4	3	6	10	14
减: 营业外支出	1	8	0	1	1	1	2	1	10	3
五、利润总额	258	228	155	233	257	228	250	286	824	874
减: 所得税	58	49	33	51	58	48	56	63	182	190
六、净利润	200	179	121	182	199.40	180	194	223	642	683
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	200	179	121	182	199	180	194	223	642	683
EPS	0.30	0.27	0.18	0.28	0.30	0.27	0.30	0.34	1.36	1.04
<b>主要比率</b>										
毛利率	39.4%	40.6%	39.3%	39.9%	39.6%	39.5%	43.2%	41.6%	39.7%	39.6%
主营税金率	1.2%	1.3%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	1.2%	1.0%	1.3%	1.1%
营业费率	19.4%	21.2%	23.0%	21.4%	20.9%	22.0%	20.7%	20.7%	20.7%	21.8%
管理费率	1.5%	1.9%	3.0%	1.7%	1.7%	1.6%	2.6%	0.9%	1.8%	1.8%
营业利润率	18.9%	17.9%	13.3%	16.2%	16.3%	14.8%	18.8%	19.8%	17.0%	15.3%
实际税率	22.6%	21.4%	21.6%	21.9%	22.5%	21.1%	22.4%	22.0%	23.9%	22.8%
净利率	14.7%	13.7%	10.6%	12.8%	12.8%	11.8%	14.7%	15.8%	13.3%	12.1%
<b>YoY</b>										
收入增长率	19.1%	16.4%	15.5%	20.2%	15.2%	16.3%	15.8%	0.0%	18.5%	16.8%
营业利润增长率	14.5%	18.4%	11.1%	17.1%	-0.8%	-3.4%	63.6%	21.4%	26.5%	4.7%
净利润增长率	14.3%	15.5%	12.1%	17.9%	-0.2%	0.5%	60.5%	22.3%	25.1%	6.4%

资料来源: 公司报表

图 1: 桃李面包历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 桃李面包历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《桃李面包（603866）—需求阶段性受压制，格局优化推升净利》2020-07-12
- 2、《桃李面包（603866）—快速响应转危为机，Q1 增速超越预期》2020-04-16
- 3、《桃李面包（603866）—经营快速恢复，竞争优势放大》2020-03-27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2622	2716	3316	4062	4973
现金	1078	1002	1386	1913	2570
交易性投资	277	277	277	277	277
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	493	550	633	717	815
其它应收款	25	29	34	38	43
存货	131	141	161	181	205
其他	618	717	825	936	1063
<b>非流动资产</b>	2564	2771	2958	3128	3283
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1545	1796	2024	2229	2414
无形资产	344	310	279	251	226
其他	676	665	656	649	643
<b>资产总计</b>	<b>5186</b>	<b>5487</b>	<b>6274</b>	<b>7191</b>	<b>8256</b>
<b>流动负债</b>	599	678	767	856	956
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	414	472	540	609	688
预收账款	5	5	6	7	7
其他	181	201	221	241	261
<b>长期负债</b>	844	844	844	844	844
长期借款	0	0	0	0	0
其他	844	844	844	844	844
<b>负债合计</b>	<b>1443</b>	<b>1522</b>	<b>1610</b>	<b>1700</b>	<b>1800</b>
股本	659	680	680	680	680
资本公积金	1137	1137	1137	1137	1137
留存收益	1947	2148	2846	3674	4639
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3743	3965	4663	5491	6457
<b>负债及权益合计</b>	<b>5186</b>	<b>5487</b>	<b>6274</b>	<b>7191</b>	<b>8256</b>

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	888	967	1046	1218	1396
净利润	683	860	956	1114	1300
折旧摊销	163	198	217	234	251
财务费用	14	40	40	40	40
投资收益	(24)	(42)	(42)	(42)	(42)
营运资金变动	72	(94)	(132)	(135)	(160)
其它	(21)	6	7	7	7
<b>投资活动现金流</b>	(1690)	(365)	(365)	(365)	(365)
资本支出	(893)	(407)	(407)	(407)	(407)
其他投资	(797)	42	42	42	42
<b>筹资活动现金流</b>	456	(678)	(298)	(327)	(374)
借款变动	(10)	0	0	0	0
普通股增加	188	21	0	0	0
资本公积增加	(91)	0	0	0	0
股利分配	(471)	(659)	(258)	(287)	(334)
其他	839	(40)	(40)	(40)	(40)
<b>现金净增加额</b>	<b>(347)</b>	<b>(75)</b>	<b>384</b>	<b>527</b>	<b>657</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	5644	6550	7540	8549	9716
营业成本	3410	3889	4449	5014	5664
营业税金及附加	62	72	83	94	107
营业费用	1228	1376	1659	1879	2134
管理费用	102	115	125	133	141
研发费用	9	10	12	13	15
财务费用	3	40	40	40	40
资产减值损失	(6)	0	0	0	0
公允价值变动	2	2	2	2	2
其他收益	15	17	17	17	17
<b>投资收益</b>	23	23	23	23	23
营业利润	863	1090	1215	1418	1658
营业外收入	14	14	14	14	14
<b>营业外支出</b>	3	3	3	3	3
利润总额	874	1101	1225	1429	1668
所得税	190	241	269	315	368
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净</b>	<b>683</b>	<b>860</b>	<b>956</b>	<b>1114</b>	<b>1300</b>

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率</b>					
营业收入	17%	16%	15%	13%	14%
营业利润	5%	26%	11%	17%	17%
净利润	6%	26%	11%	17%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.6%	40.6%	41.0%	41.4%	41.7%
净利率	12.1%	13.1%	12.7%	13.0%	13.4%
ROE	18.3%	21.7%	20.5%	20.3%	20.1%
ROIC	18.0%	22.1%	20.9%	20.6%	20.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.8%	27.7%	25.7%	23.6%	21.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.4	4.0	4.3	4.7	5.2
速动比率	4.2	3.8	4.1	4.5	5.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转率	28.3	28.7	29.5	29.3	29.4
应收帐款周转率	12.2	12.6	12.8	12.7	12.7
应付帐款周转率	9.3	8.8	8.8	8.7	8.7
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.04	1.26	1.41	1.64	1.91
每股经营现金	1.35	1.42	1.54	1.79	2.05
每股净资产	5.68	5.83	6.86	8.07	9.49
每股股利	1.00	0.38	0.42	0.49	0.57
<b>估值比率</b>					
PE	53.4	43.9	39.4	33.8	29.0
PB	9.8	9.5	8.1	6.9	5.8
EV/EBITDA	38.0	28.8	26.0	22.6	19.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**杨勇胜：**食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

**于佳琦：**南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

**李泽明：**四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，3 年消费品研究经验。

**田地：**复旦大学本科，复旦大学硕士，20 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名，2019 年新财富最佳分析师第三名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于  $\pm 5\%$  之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。