桃李面包（603866）

收入增长环比提速，看好短保攻城略地

增持（维持）

2020 年 10 月 23 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,644	6,092	7,012	8,164
同比（%）	16.8%	8.0%	15.1%	16.4%
归母净利润（百万元）	683	902	1,044	1,223
同比（%）	6.4%	32.0%	15.7%	17.2%
每股收益（元/股）	1.04	1.37	1.58	1.86
P/E（倍）	61.87	46.86	40.50	34.57

事件：

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 43.72 亿元 （+6.07%），归母净利 6.86 亿元（+36.37%），扣非净利 6.48 亿元（+33.24%）。20Q3 实现营收 16.33 亿元 （+4.43%），归母净利 2.68 亿元（+34.58%），扣非净利 2.57 亿元（+32.82%）。

投资要点

- **收入增长环比提速，网点开发维持较快节奏。**20Q1-Q3 实现营收 43.72 亿元 （+6.07%），其中 Q3 实现营收 16.33 亿元 （+4.43%）。**分区域，**20Q3 华北/东北/华东/西南/西北/华南分别实现收入 3.7/8.2/3.4/2.0/1.1/1.2 亿元，分别同增 2/0/8/13/1/18%。19 年底武汉面包生产线投产，20H1/Q3 华中区域贡献收入 0.36/0.43 亿元，伴随产能投放，当地收入加速释放，产能利用率提升同时也带动利润提升。**分渠道，**公司采用直营与经销相结合销售模式进行渠道开拓，截至 20Q3 公司经销商共 736 个，环比 Q2 增加 17 个，保持较快终端开发节奏，截至 20H1 公司全国网点超过 26 万个。结合调研来看,预计 9 月收入增速已提振至双位数，配合多地产能投放预计 Q4 将延续较好的恢复势头。

- **毛利率创新高，利润维持高增长。**20Q1-Q3 毛利率 42.72%(+3.11pct)，其中 20Q3 毛利率 43.29%(+3.69pct)，毛利率提升环比提速；20Q3 销售费用率 20.47%(-0.41pct)，预计主要是 1）推出三明治面包、乳酪芝士风味蛋糕等高端新品，带动毛利率上移；2）竞争相对缓和，促销力度降低；3）日配比例提高导致运营效率提升，退货率下降；4）武汉等新工厂产能利用率爬升提高规模效应。展望未来，预计配合产能落地，公司将在新市场增加费用投放力度，加快扩大份额。20Q3 管理费用率（含研发费用）1.38%(-0.34pct)。此外因可转债提前赎回导致利息费用环比降低 0.07 亿元。综上，20 Q1-Q3 公司实现归母净利 6.86 亿元(+36.37%)，扣非净利 6.48 亿元(+32.72%)，20Q3 实现归母净利 2.68 亿元(+34.58%)。

- **全年目标尚未调整，看好龙头逆势扩张。**公司尚未调整全年收入同比增长 15%，利润同比增长 20%的经营目标，仍按照既定规划推进渠道、产能扩张战略。公司武汉工厂 19 年底落地目前仍在产能爬坡中，江苏项目预计 Q4 投产，沈阳、四川项目预计 21 年 Q4 投产，未来 3 年保持 15-20%产能增速，以达成 2023 年百亿产能目标。目前公司零售终端覆盖 26 万个，全国面包网点占比约为 20%，预计收入伴随全国化产能落地稳步增长，公司全国份额有望持续提升。

- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司收入 61/70/82 亿，同比增长 8/15/16%；归母净利 9.0/10.4/12.2 亿，同比增长 32/16/18%；对应 PE 为 47/41/35X，维持“增持”评级。

- **风险提示：**产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.71
一年最低/最高价	33.81/67.88
市净率(倍)	9.50
流通 A 股市值(百万元)	44012.68

基础数据

每股净资产(元)	6.81
资产负债率(%)	14.78
总股本(百万股)	680.15
流通 A 股(百万股)	680.15

相关研究

1、《桃李面包（603866）：全年经营目标不改，期待 Q3 收入提速》2020-08-20
2、《桃李面包（603866）：必选需求强劲，面包桃李芬芳》2020-04-16
3、《桃李面包（603866）：全国化进行时，以份额看空间》2020-04-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

桃李面包三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2622**	**2440**	**3245**	**3822**
现金	1078	920	1503	2054
应收账款	493	503	643	691
存货	131	118	167	163
其他流动资产	921	900	932	914
非流动资产	**2564**	**3087**	**3581**	**3631**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1545	1670	2150	2511
在建工程	274	539	593	400
无形资产	344	383	422	467
其他非流动资产	402	494	415	253
资产总计	**5186**	**5527**	**6826**	**7453**
流动负债	**599**	**644**	**924**	**864**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	414	344	526	481
其他流动负债	185	300	398	383
非流动负债	**844**	**875**	**851**	**790**
长期借款	842	874	849	789
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	**1443**	**1519**	**1775**	**1655**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3743	4008	5052	5799
负债和股东权益	**5186**	**5527**	**6826**	**7453**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	888	965	1252	1317
投资活动现金流	-1690	-663	-675	-261
筹资活动现金流	456	-460	6	-504
现金净增加额	-347	-158	583	551
折旧和摊销	163	166	206	238
资本开支	893	413	554	210
营运资本变动	66	-100	22	-121

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5644**	**6092**	**7012**	**8164**
减:营业成本	3410	3529	4048	4688
营业税金及附加	62	67	77	90
营业费用	1228	1261	1466	1706
管理费用	102	95	119	141
财务费用	3	23	5	4
资产减值损失	0	3	5	5
加:投资净收益	24	25	25	26
其他收益	2	1	1	1
营业利润	**863**	**1140**	**1318**	**1556**
加:营业外净收支	11	17	20	12
利润总额	**874**	**1157**	**1338**	**1568**
减:所得税费用	190	255	294	344
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**683**	**902**	**1044**	**1223**
EBIT	909	1161	1336	1539
EBITDA	1072	1328	1542	1777

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.04	1.37	1.58	1.86
每股净资产(元)	5.68	6.08	7.67	8.80
发行在外股份(百万股)	659	680	680	680
ROIC(%)	15.5%	17.9%	17.1%	17.6%
ROE(%)	18.3%	22.5%	20.7%	21.1%
毛利率(%)	39.6%	42.1%	42.3%	42.6%
销售净利率(%)	12.1%	14.8%	14.9%	15.0%
资产负债率(%)	27.8%	27.5%	26.0%	22.2%
收入增长率(%)	16.8%	8.0%	15.1%	16.4%
净利润增长率(%)	6.4%	32.0%	15.7%	17.2%
P/E	61.87	46.86	40.50	34.57
P/B	11.30	10.55	8.37	7.29
EV/EBITDA	40.24	32.76	27.83	23.83

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn