桃李面包（603866）

公司研究/点评报告

收入稳健、利润高增，新市场发力明显

——桃李面包（603866）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 10 月 23 日

一、事件概述

10 月 22 日公司发布 2020 年三季报，1~9 月实现营业收入 43.72 亿元，同比+6.07%；实现归母净利润 6.86 亿元，同比+36.37%，实现基本 EPS 为 1.04 元。

二、分析与判断

➢ Q3 收入增速环比小幅提高，华南等新市场发力明显

2020 年前三季度，公司实现营收/归母净利润 43.72/6.86 亿元，同比分别+6.07%/+36.37%；合 20Q3 单季度实现营收/归母净利润 16.33/2.68 亿元，同比分别+4.43%/+34.58%。总体看，前三季度公司营收实现同比中个位数增长，其中 Q1 受疫情影响，短保面包需求上升，收入端增速高达+15.79%；Q2 疫情得到缓解，现烤面包房、烘焙坊等竞争对手复产造成供给增加，叠加消费者选择多样化后对短保面包需求降低，收入端增速下降至+0.05%；Q3 下游需求有所恢复，渠道库存得到有效清理，但 7~8 月假期较多，收入增速环比走高至+4.43%。利润端，受下游需求旺盛，退货率保持低位从而拉高毛利率水平；收入增长导致销售费用得到有效摊薄；阶段性社保减免节约开支等因素共同影响，净利润增速维持高位。

分地区看，前三季度华北/东北/华东/西南/西北/华南地区分别实现收入 10.47/20.86/9.07/5.39/3.09/3.20 亿元，同比分别+9.13%/+4.54%/+7.75%/+11.72%/+3.97%/+17.17%；合 Q3 单季度华北/东北/华东/西南/西北/华南地区分别实现收入 3.68/8.19/3.37/2.03/1.10/1.17 亿元，同比分别+1.88%/-0.05%/+7.99%/+13.10%/+0.70%/+17.91%。传统市场中，华北、东北、华东、西北地区收入端保持平稳增长，西南地区收入增速较快；新市场中华南市场持续发力，收入端保持高双位数增长。

渠道方面，1~9 月华北/东北/华东/西南/西北/华南地区分别拥有经销商 126/261/149/111/50/30 家，同比分别-1.56%/+7.85%/+35.45%/+6.73%/+6.38%/+100.00%。华南地区渠道端发力，经销商队伍快速扩张有力地保障了新增产能的有序释放。

➢ 退货率保持低位是毛利率提升主因，销售费用得到有效摊薄拉低整体费用率

前三季度公司毛利率为 42.72%，同比+3.11ppt（Q3 为 43.29%，同比+3.69%），下游需求增加，动销顺畅，退货率保持较低水平是毛利率同比明显提高的主要原因。前三季度，公司期间费用率为 22.89%，同比-0.68ppt（Q3 为 22.05%，同比-0.56ppt）。其中销售费用率 20.63%，同比-1.02ppt（Q3 为 20.47%，同比-0.41ppt），原因下游需求旺盛，货折及促销投入得到有效摊薄，部分销售人员受益于阶段性社保费用减免。管理费用率 1.53%，同比-0.35ppt（Q3 为 1.22%，同比-0.36ppt），原因是政府对社保费用阶段性减免节约费用开支。研发费用率 0.17%，同比-0.01ppt（Q3 为 0.16%，同比+0.03ppt）。财务费用率 0.56%，同比+0.70ppt（Q3 为 0.19%，同比+0.19ppt），原因是可转债发行及短期借款导致利息费用增加。

➢ 新产能建设稳步推进，中长期成长性无忧

目前公司产能利用率仍维持高位，成熟地区中央工厂产能利用率均维持在 9 成以上，武汉工厂也在 Q2 逐步恢复生产。随着全国性疫情缓解，公司新建工厂有望按计划投产并贡献产能。目前江苏工厂主体建设已基本完成，Q4 有望贡献产能；青岛、浙江、沈阳等在建工厂正按计划施工，其中浙江、沈阳工厂有望在 2021 年贡献产能。总体看，公司扩产仍在持续，中长期成长性无忧。

推荐　维持评级

当前价格：　64.71 元

交易数据	2020-10-22
近 12 个月最高/最低	66.11/35.89
总股本（百万股）	680.15
流通股本（百万股）	680.15
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	440.13
流通市值（亿元）	440.13

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 桃李面包（603866）2020 年半年报点评：20H1 业绩整体表现靓丽，Q2 增速略有放缓
2. 桃李面包（603866）2020 年一季报点评：Q1 营收增速平稳，经营优化及减免政策增厚利润表现

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营收 61.06/70.29/80.84 亿元，同比+8.2%/+15.1%/+15.0%；实现归属上市公司净利润 8.98/9.93/11.33 亿元，同比+31.4%/+10.6%/+14.1%，折合 EPS 分别为 1.32/1.46/1.67 元，目前股价对应 20-22 年 PE 为 49/44/39 倍。公司目前估值略低于休闲食品板块 2020 年 51 倍的整体估值水平，未来随着新建工厂陆续投产，规模效应有望进一步发挥。维持“推荐”评级。

四、风险提示

业务扩张速度不及预期，居民消费倾向下降，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,644	6,106	7,029	8,084
增长率（%）	16.8%	8.2%	15.1%	15.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	683	898	993	1,133
增长率（%）	6.4%	31.4%	10.6%	14.1%
每股收益（元）	1.04	1.32	1.46	1.67
PE（现价）	62.4	49.0	44.3	38.9
PB	11.4	11.2	10.6	9.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,644	6,106	7,029	8,084
营业成本	3,410	3,536	4,082	4,703
营业税金及附加	62	74	81	95
销售费用	1,228	1,245	1,469	1,702
管理费用	102	134	148	174
研发费用	9	8	10	11
EBIT	833	1,110	1,238	1,398
财务费用	3	4	8	(3)
资产减值损失	0	8	10	3
投资收益	24	24	24	24
营业利润	863	1,145	1,262	1,443
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	874	1,150	1,271	1,450
所得税	190	252	278	318
净利润	683	898	993	1,133
归属于母公司净利润	683	898	993	1,133
EBITDA	996	1,284	1,436	1,621

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1078	1063	1038	1232
应收账款及票据	493	538	616	710
预付款项	23	25	28	33
存货	131	128	187	186
其他流动资产	595	595	595	595
流动资产合计	2622	2641	2759	3042
长期股权投资	0	24	48	71
固定资产	1545	1765	2009	2241
无形资产	344	388	438	484
非流动资产合计	2564	2741	2969	3134
资产合计	5186	5382	5727	6177
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	414	408	483	550
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	599	611	714	818
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	844	844	844	844
非流动负债合计	844	844	844	844
负债合计	1443	1455	1557	1661
股本	659	680	680	680
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3743	3927	4170	4515
负债和股东权益合计	5186	5382	5727	6177

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	16.8%	8.2%	15.1%	15.0%
EBIT 增长率	9.4%	33.3%	11.5%	12.9%
净利润增长率	6.4%	31.4%	10.6%	14.1%
盈利能力				
毛利率	39.6%	42.1%	41.9%	41.8%
净利润率	12.1%	14.7%	14.1%	14.0%
总资产收益率 ROA	13.2%	16.7%	17.3%	18.3%
净资产收益率 ROE	18.3%	22.9%	23.8%	25.1%
偿债能力				
流动比率	4.4	4.3	3.9	3.7
速动比率	4.2	4.1	3.6	3.5
现金比率	2.3	2.2	1.8	1.8
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	29.4	28.9	29.2	29.0
存货周转天数	12.7	12.8	12.7	12.7
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.4
每股指标（元）				
每股收益	1.0	1.3	1.5	1.7
每股净资产	5.7	5.8	6.1	6.6
每股经营现金流	1.3	1.5	1.7	2.0
每股股利	1.0	1.1	1.1	1.2
估值分析				
PE	62.4	49.0	44.3	38.9
PB	11.4	11.2	10.6	9.7
EV/EBITDA	43.6	33.9	30.3	26.7
股息收益率	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	683	898	993	1,133
折旧和摊销	163	182	208	225
营运资金变动	66	(30)	(51)	12
经营活动现金流	882	1,027	1,128	1,340
资本开支	892	322	393	358
投资	(820)	0	0	0
投资活动现金流	(1,690)	(322)	(393)	(358)
股权募资	984	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	456	(720)	(760)	(787)
现金净流量	(353)	(15)	(25)	195

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。