# 桃李面包（603866）

公司研究/点评报告

# Q3 收入端实现稳健增长，利润维持高增长

## ——桃李面包（603866）2020 年前三季度业绩快报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 10 月 12 日

### 一、事件概述

10 月 11 日，公司发布 2020 年前三季度业绩预告。1~9 月公司预计实现营业总收入 43.78 亿元，同比+6.22%；实现归母净利润 6.91 亿元，同比+37.31%。

### 二、分析与判断

➢ **下游动销稳步恢复，推动 Q3 收入增速环比提速**

今年前三季度，公司预计实现营收 43.78 亿元，同比+6.22%，合 Q3 单季度实现营收 16.39 亿元，同比+4.82%。1~9 月公司收入端保持中个位数数增长，主要是 Q2 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有所降低。公司 Q3 单季度营收端同比增速较 Q2 环比走高，主要原因是 Q3 下游需求有所恢复，但 7~8 月假期仍然较多，因此收入增速保持低位。

➢ **利润端增速保持高增长，预计规模效应扩大及毛利率上行是主因**

今年前三季度，公司预计实现归母净利润/扣非净利润 6.91/6.53 亿元，同比分别+37.31%/+34.22%；其中 Q3 单季度实现净利润/扣非净利润 2.73/2.62 亿元，同比分别+36.96%/+35.28%。非经常性损益对公司净利润影响不大，利润端增长来自于主业经营。公司利润端保持高速增长主要原因是：1）公司销售收入保持稳步增长，规模效应增强；2）下游需求旺盛导致退货率处于低位，毛利率水平得到提升；3）受国家阶段性社保减免政策影响，公司成本费用有所下降。

➢ **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。

### 三、盈利预测与投资建议

我们调整此前盈利预测。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%/+10.5%/+14.2%，折合 EPS 分别为 1.36/1.51/1.72 元，目前股价对应 20-22 年 PE 为 44/40/35 倍。公司目前估值略低于休闲食品板块 2020 年 52 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% | 10.5% | 14.2% |
| 每股收益（元） | 1.04 | 1.36 | 1.51 | 1.72 |
| PE（现价） | 58.1 | 44.2 | 40.0 | 35.0 |
| PB | 10.6 | 10.1 | 9.4 | 8.7 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**推荐**　维持评级

**当前价格：**　60.26

| 交易数据 | 2020-10-11 |
|---|---|
| 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） | 409.86 |
| 流通市值（亿元） | 409.86 |

**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

## 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 | 3,475 | 4,055 | 4,703 |
| 营业税金及附加 | 62 | 74 | 81 | 95 |
| 销售费用 | 1,228 | 1,306 | 1,496 | 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 | 11 | 2 |
| 投资收益 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| **营业利润** | 863 | 1,145 | 1,262 | 1,444 |
| 营业外收支 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | 874 | 1,151 | 1,270 | 1,451 |
| 所得税 | 190 | 253 | 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 | 1082 | 1077 | 1305 |
| 应收账款及票据 | 493 | 538 | 616 | 710 |
| 预付款项 | 23 | 25 | 28 | 33 |
| 存货 | 131 | 124 | 190 | 183 |
| 其他流动资产 | 595 | 595 | 595 | 595 |
| **流动资产合计** | 2622 | 2655 | 2801 | 3113 |
| 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 | 5396 | 5769 | 6247 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 414 | 401 | 480 | 550 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **流动负债合计** | 599 | 603 | 710 | 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 | 1447 | 1554 | 1661 |
| 股本 | 659 | 659 | 659 | 659 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **股东权益合计** | 3743 | 3949 | 4216 | 4586 |
| **负债和股东权益合计** | 5186 | 5396 | 5769 | 6247 |

| 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% | 11.6% | 12.9% |
| 净利润增长率 | 6.4% | 31.4% | 10.5% | 14.2% |
| **盈利能力** | | | | |
| 毛利率 | 39.6% | 43.1% | 42.3% | 41.8% |
| 净利润率 | 12.1% | 14.7% | 14.1% | 14.0% |
| 总资产收益率 ROA | 13.2% | 16.6% | 17.2% | 18.1% |
| 净资产收益率 ROE | 18.3% | 22.7% | 23.5% | 24.7% |
| **偿债能力** | | | | |
| 流动比率 | 4.4 | 4.4 | 3.9 | 3.8 |
| 速动比率 | 4.2 | 4.2 | 3.7 | 3.6 |
| 现金比率 | 2.3 | 2.3 | 1.9 | 1.9 |
| 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 | 1.3 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 1.0 | 1.4 | 1.5 | 1.7 |
| 每股净资产 | 5.7 | 6.0 | 6.4 | 7.0 |
| 每股经营现金流 | 1.3 | 1.6 | 1.7 | 2.0 |
| 每股股利 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 |
| **估值分析** | | | | |
| PE | 58.1 | 44.2 | 40.0 | 35.0 |
| PB | 10.6 | 10.1 | 9.4 | 8.7 |
| EV/EBITDA | 40.6 | 31.5 | 28.2 | 24.8 |
| 股息收益率 | 1.7% | 1.7% | 1.8% | 1.9% |

| 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 | (33) | (54) | 21 |
| **经营活动现金流** | 882 | 1,024 | 1,125 | 1,348 |
| 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 | (698) | (736) | (763) |
| **现金净流量** | (353) | 5 | (5) | 228 |

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。