开源证券

桃李面包（603866.SH） 收入短期失速，利润如期增长

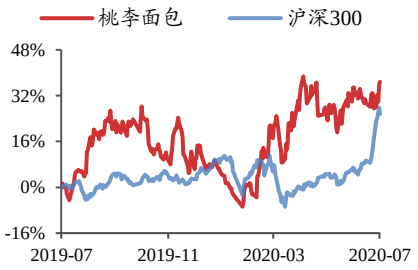
2020 年 07 月 12 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/7/10
当前股价(元)	52.68
一年最高最低(元)	55.55/34.50
总市值(亿元)	347.10
流通市值(亿元)	347.10
总股本(亿股)	6.59
流通股本(亿股)	6.59
近 3 个月换手率(%)	43.69

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-季报业绩超预期，员工持股提振士气》-2020.4.16

《公司信息更新报告-短期利润承压，产能释放助力全国扩张》-2020.4.15

《中小盘首次覆盖报告-强供应链构筑护城河，短保龙头全国化扩张进行时》-2020.4.14

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

● 2020Q2 业绩符合预期，维持“买入”评级

2020Q2 业绩预告营收降速明显。公司预计 2020H1 公司营收 27.4 亿元，同比增长 7.1%；归母净利润 4.2 亿元，同比增长 37.5%。根据预告测算 2020Q2 收入 14.2 亿，同比持平，归母净利润 2.2 亿元，同比增长 22.3%，扣非后归母净利润 2.1 亿元，同比增 15%。预计 2020-2022 年归母净利分别 8.6（上调 4.6%，预计 2020 年销售费用率下降幅度较大）、9.9、12.0 亿（上调 1.8%，销售费用率继续下降），EPS 为 1.31、1.49、1.83 元，对应 PE 分别为 40、35、29 倍，维持“买入”评级。

● 收入降速受多因素影响

公司 2020Q2 营收降速，主因在于：（1）二季度大中专院校大多处于封校状态，学生群体早餐消费需求同比下滑。（2）二季度疫情形势好转，全国大范围恢复正常生活生产节奏，商超渠道客流量环比下降，对主食产品囤货需求带来负面影响。（3）连锁面包坊、早餐店陆续复工，对短保面包消费群体产生分流作用。（4）黑龙江、北京地区是相对成熟的区域，疫情反复对经营带来负面影响。（5）2019Q2 基数较高，也是 2020Q2 增速放缓重要原因。

● 2020Q2 净利率提升主因毛利率增加及销售费用率下降

疫情对利润具有正面影响。估算 2020Q2 净利率 15.8%，同比提升 2.9pct，提升幅度相对一季度有所收窄。净利率提升主要受益于：1）二季度销售费用的投放及买赠活动仍然相对较少，估计毛利率有所提升，而销售费用率仍有所下降。2）国家阶段性减免社保费用预计对利润带来正面贡献。

● 疫情影响偏短期，长期格局有望改善

我们认为单季度收入降速主要是短期因素的影响，且随着国内疫情的稳定，下半年大中专院校正常复学，需求负面影响逐渐解除。从渠道的反馈来看，桃李销售在逐季转好，预计三季度收入增速有望恢复常态水平。中长期看，中央工厂+短保的模式竞争优势明显，受疫情影响连锁面包坊面临更大的经营困难，行业将加速向中央工厂+短保模式倾斜，而公司作为短保全国性龙头，有望受益格局改善。

● 风险提示：全国化不达预期、原料价格波动风险、食品安全问题、竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,833	5,644	6,363	7,391	8,693
YOY(%)	18.5	16.8	12.8	16.1	17.6
归母净利润(百万元)	642	683	862	985	1,204
YOY(%)	25.1	6.4	26.1	14.3	22.3
毛利率(%)	39.7	39.6	40.4	40.7	40.8
净利率(%)	13.3	12.1	13.5	13.3	13.9
ROE(%)	18.8	18.3	21.8	22.3	23.9
EPS(摊薄/元)	0.97	1.04	1.31	1.49	1.83
P/E(倍)	54.1	50.8	40.3	35.3	28.8
P/B(倍)	10.1	9.7	9.2	8.1	7.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2040	2622	2679	2956	3181
现金	1424	1078	1066	1186	1279
应收票据及应收账款	429	493	547	661	760
其他应收款	23	25	29	34	41
预付账款	22	23	28	31	38
存货	110	131	137	172	191
其他流动资产	32	872	872	872	872
非流动资产	1870	2564	2703	2906	3177
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1277	1545	1677	1866	2094
无形资产	276	344	383	422	467
其他非流动资产	317	676	644	617	616
资产总计	3911	5186	5382	5862	6358
流动负债	488	599	754	917	950
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	318	414	400	540	565
其他流动负债	169	185	353	376	385
非流动负债	1	844	683	525	373
长期借款	0	842	681	524	371
其他非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	489	1443	1436	1442	1323
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	471	659	659	659	659
资本公积	1227	1039	1039	1039	1039
留存收益	1723	1947	2219	2436	2689
归属母公司股东权益	3421	3743	3946	4420	5035
负债和股东权益	3911	5186	5382	5862	6358

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	803	888	933	1170	1291
净利润	642	683	862	985	1204
折旧摊销	147	163	166	195	208
财务费用	-10	3	6	12	3
投资损失	-30	-24	-17	-24	-22
营运资金变动	32	66	-85	2	-103
其他经营现金流	22	-5	1	1	1
投资活动现金流	-362	-1690	-290	-374	-458
资本支出	396	893	139	202	272
长期投资	0	-820	0	0	0
其他投资现金流	34	-1617	-150	-172	-187
筹资活动现金流	-377	456	-655	-676	-739
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	842	-161	-157	-153
普通股增加	0	188	0	0	0
资本公积增加	0	-188	0	0	0
其他筹资现金流	-377	-387	-494	-519	-587
现金净增加额	65	-347	-12	120	94

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4833	5644	6363	7391	8693
营业成本	2916	3410	3792	4379	5145
营业税金及附加	64	62	79	90	103
营业费用	999	1228	1295	1552	1773
管理费用	89	102	118	137	159
研发费用	6	9	11	8	10
财务费用	-10	3	6	12	3
资产减值损失	10	0	7	8	6
其他收益	37	15	20	24	20
公允价值变动收益	0	2	1	1	1
投资净收益	30	24	17	24	22
资产处置收益	-4	-0	-2	-2	-1
营业利润	824	863	1092	1251	1533
营业外收入	10	14	15	15	15
营业外支出	10	3	5	5	6
利润总额	824	874	1102	1261	1542
所得税	182	190	240	277	338
净利润	642	683	862	985	1204
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	642	683	862	985	1204
EBITDA	929	1060	1261	1442	1727
EPS(元)	0.97	1.04	1.31	1.49	1.83

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.5	16.8	12.8	16.1	17.6
营业利润(%)	26.5	4.7	26.5	14.6	22.5
归属于母公司净利润(%)	25.1	6.4	26.1	14.3	22.3
获利能力					
毛利率(%)	39.7	39.6	40.4	40.7	40.8
净利率(%)	13.3	12.1	13.5	13.3	13.9
ROE(%)	18.8	18.3	21.8	22.3	23.9
ROIC(%)	17.8	15.3	17.8	19.0	21.2
偿债能力					
资产负债率(%)	12.5	27.8	26.7	24.6	20.8
净负债比率(%)	-41.6	-6.3	-5.4	-11.0	-14.5
流动比率	4.2	4.4	3.6	3.2	3.3
速动比率	3.8	3.1	2.5	2.4	2.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	12.7	12.2	12.2	12.2	12.2
应付账款周转率	10.4	9.3	9.3	9.3	9.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.04	1.31	1.49	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.35	1.42	1.78	1.96
每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.45	5.76	6.48	7.41
估值比率					
P/E	54.1	50.8	40.3	35.3	28.8
P/B	10.1	9.7	9.2	8.1	7.1
EV/EBITDA	35.8	32.3	27.1	23.5	19.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835