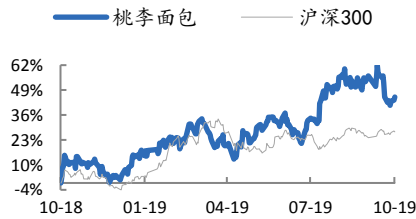


投资评级：增持(维持评级)

 当前价格(元): 44.45
合理价格区间(元): 38.10~45.72

证券分析师
张梦甜

 资格编号: S0120518060002
电话: 021-68761616-8610
邮箱: zhangmt@tebon.com.cn

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.2	-6.7	8.4
相对涨幅(%)	-6.7	-9.8	6.9

资料来源: 德邦研究所

相关研究

 《渠道管理优势强, 跑马圈地空间大》
2019.10.19

收入稳增不改成长预期, 非经常损益减少拖累业绩

桃李面包(603866)

投资要点:

- **事件:** 桃李面包公布2019年三季报, 前三季度收入41.22亿元, 同比+16.95%; 归母净利润5.03亿元, 同比+8.71%。其中, Q3总收入15.64亿元, 同比+15.18%; 归母净利润1.99亿元, 同比-0.24%。
- **收入增长符合预期, 产能扩张持续推进。** 公司主营业务增长稳健, Q1收入同比增长15.5%, Q2收入同比增长18.0%, Q3收入同比增长17.0%, 完成全年15%的收入增长指引不难。Q3经销商数量同比增加了47家, 渠道下沉力度有所加大; 产能扩张持续推进, 预计武汉及山东工厂产能将于明年逐步释放。部分工厂如天津、东莞产能利用率仍有提升空间。
- **费用率提升及非经常性损益下降, 拖累利润增速。** Q3毛利率同比提升0.20%至39.60%, 但由于销售费用率同比上涨1.51%至20.89%及管理费用率同比提升0.19%至1.72%, 导致净利率同比下滑2.00%。费用率上涨主要由新市场开拓投入较大且产能利用率较低对费用摊销低; Q3其他收益(主要是政府补助)及投资收益同比下降较多, 若该部分维持去年水平, 则Q3净利润同比增速能达到11.00%。
- **达利的进入对桃李是一种检验, 预计竞争将趋于良性。** Q3东北、华北、华东市场环比增速分别为27%、6%、5%。目前达利美焙辰与桃李竞争较多的地方是东北, 桃李东北市场Q3增速远高于整体环比增速, 预计受益于东北市场有竞争对手进入对消费者教育力度加大、投入加大有关; 达利的进入虽然费用投入有所加大, 但有助于行业整体扩容。目前达利对短保面包业务没有盈利要求, 随着未来达利逐渐对该业务盈利状况提出要求, 预计两家竞争会保持相对良性。
- **盈利预测:** 桃李渠道管理优势突出, “中央工厂+批发”模式易于异地扩张, 短保面包管理难度大也为公司提供了一定壁垒。未来新产能逐步释放以及渠道下沉将推动公司收入增长, 随着新市场逐渐步入成熟期, 盈利能力有较大提升空间, 高估值有望逐渐消化。考虑到三季度净利润同比基本持平, 略下调公司2019-21年EPS从1.16/1.40/1.70至1.10/1.27/1.46, 对应PE为40.50/34.88/30.40倍。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新市场开拓不及预期; 行业竞争加剧。

股票数据

总股本(百万)	658.88
流通A股(百万)	658.88
52周内股价区间(元)	58.16-34.92
总市值(百万)	29,761.45
总资产(百万)	5,058.12
每股净资产(元)	5.24

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4080	4833	5676	6658	7708
(+/-) YoY (%)	23.4	18.5	17.4	17.3	15.8
净利润(百万元)	513	642	723	840	963
(+/-) YoY (%)	17.8	25.1	12.6	16.1	14.7
全面摊薄EPS	0.78	0.97	1.10	1.27	1.46
毛利率(%)	37.7	39.7	40.5	41.3	41.9
净资产收益率	16.3	18.8	19.7	20.1	20.4

 资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	4833	5676	6658	7708
每股收益	0.97	1.10	1.27	1.46	营业成本	2916	3377	3908	4478
每股净资产	5.19	5.58	6.34	7.16	毛利率%	39.7	40.5	41.3	41.9
每股经营现金流	1.22	1.29	1.49	1.72	营业税金及附加	64	74	87	101
每股股利	0.80	1.00	1.11	1.28	营业税金率%	1.3	1.3	1.3	1.3
价值评估 (倍)					营业费用	999	1244	1511	1796
P/E	46.34	40.50	34.88	30.40	营业费用率%	20.7	21.9	22.7	23.3
P/B	8.70	7.97	7.01	6.21	管理费用	89	108	133	154
P/S	4.33	3.69	3.17	2.76	管理费用率%	1.8	1.9	2.0	2.0
EV/EBITDA	21.83	19.16	16.41	14.18	研发费用	6	6	7	8
股息率%	1.8	2.2	2.5	2.9	研发费用率%	0.1	0.1	0.1	0.1
盈利能力指标 (%)					EBIT	761	867	1011	1170
毛利率	39.7	40.5	41.3	41.9	财务费用	-10	-33	-41	-41
净利润率	13.3	12.7	12.6	12.5	财务费用率%	-0.2	-0.6	-0.6	-0.5
净资产收益率	18.8	19.7	20.1	20.4	资产减值损失	10	0	0	0
资产回报率	16.4	13.9	15.0	15.9	投资收益	30	5	2	2
投资回报率	29.7	32.0	33.7	34.7	营业利润	824	924	1074	1233
盈利增长 (%)					营业外收支	0	4	4	4
营业收入增长率	18.5	17.4	17.3	15.8	利润总额	824	928	1078	1237
EBIT 增长率	17.9	13.9	16.6	15.8	EBITDA	908	1010	1173	1353
净利润增长率	25.1	12.6	16.1	14.7	所得税	182	205	238	273
偿债能力指标					有效所得税率%	22.1	22.1	22.1	22.1
资产负债率%	12.5	29.2	25.5	22.1	少数股东损益	0	0	0	0
流动比率	4.2	6.2	5.6	5.0	归属母公司所有者净利润	642	723	840	963
速动比率	3.9	5.9	5.3	4.8					
现金比率	2.9	5.0	4.3	3.8	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	1424	2562	2654	2710
应收帐款周转天数	28.8	29.0	29.9	30.0	应收款项	429	451	545	634
存货周转天数	13.0	13.0	13.0	13.0	存货	110	120	139	160
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.3	其它流动资产	77	83	91	99
固定资产周转率	4.1	4.3	4.6	4.9	流动资产合计	2040	3217	3430	3602
					长期股权投资	0	0	0	0
					固定资产	1277	1390	1516	1641
					在建工程	140	110	160	290
					无形资产	276	299	322	344
					非流动资产合计	1870	1977	2175	2452
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	3911	5194	5605	6055
净利润	642	723	840	963	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付账款	318	333	396	464
非现金支出	158	143	162	183	预收账款	1	1	2	2
非经营收益	-29	-6	-1	2	其它流动负债	168	182	218	249
营运资金变动	32	-9	-23	-17	流动负债合计	488	517	616	715
经营活动现金流	803	851	979	1132	长期借款	0	0	0	0
资产	-392	-247	-356	-457	其它长期负债	1	1001	811	621
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	1	1001	811	621
其他	30	5	2	2	负债总计	489	1518	1427	1336
投资活动现金流	-362	-242	-354	-455	实收资本	471	471	475	479
债权募资	0	1000	-190	-190	普通股股东权益	3421	3676	4178	4718
股权募资	0	0	190	190	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-377	-471	-533	-620	负债和所有者权益合计	3911	5194	5605	6055
融资活动现金流	-377	529	-533	-620					
现金净流量	65	1138	91	56					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-10-30

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。