

证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

桃李面包(603866)

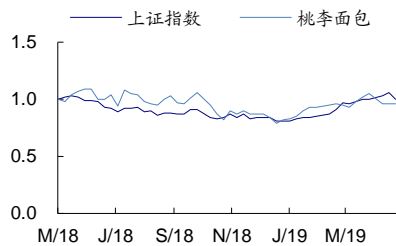
买入

2019 年一季报

(维持评级)

2019 年 04 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	659/659
总市值/流通(百万元)	24,484/24,484
上证综指/深圳成指	3,086/9,781
12 个月最高/最低(元)	44.13/29.98

相关研究报告:

《桃李面包-603866-2018 年年报: 业绩符合预期, 静待桃李满天下》——2019-03-20
 《桃李面包-603866-无忧公司未来, 区域扩张顺利》——2018-10-24
 《桃李面包-603866-渠道稳步下沉, 产品结构持续优化》——2018-08-22
 《桃李面包-603866-2018 年一季报点评: 产能逐步释放, 渠道扩张顺利》——2018-04-26
 《桃李面包-603866-重大事件快评: 业绩超预期, 桃李面包继续前进》——2018-04-09

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001
 联系人: 孙山山
 电话: 13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

稳健发展前行, 产能逐步释放

● 业绩基本符合预期, 毛利率稳步提升

公司 2019Q1 营收 11.42 亿 (+15.52%), 归母净利润 1.21 亿 (+12.11%), 扣非净利润 1.16 亿 (+10.73%), 业绩基本符合预期。19Q1 毛利率 39.29% (+0.47pcts), 净利率 10.61% (-0.32pcts), 主因销售费用率 22.99% (+1.3pcts)、管理费用率 2.74% (-0.22pcts)、税金及附加 1.37% (-0.04pcts) 等所致。19Q1 预付款 0.31 亿, 同比期初增加 44.22%, 主因增加原材料预付款所致。19Q1 预收款 0.03 亿, 同比期初增长 187.07%, 销售商品、提供劳务等收到现金 13.09 亿 (+14.76%), 经营性现金流净额 1.47 亿 (-16.04%)。19Q1 投资性现金流金额 -1.72 亿 (-149.71%), 主因固定资产投入所致。

● 主营业务突出, 东北占近一半

公司除端午、中秋分别供应粽子和月饼外, 其余时间供应面包, 公司主营业务非常突出。2018 年公司共有超 22 万个零售终端, 预计未来公司在全国将有超 100 万个零售终端。从区域来看, 成熟区域如占比近 23% 的华北地区营收 2.59 亿、占比 46.5% 的东北地区营收 5.31 亿, 预计保持稳健增长; 新兴区域如占比 20.6% 的华东地区营收 2.35 亿 (+26.94%)、占比 11.7% 的西南地区营收 1.34 亿、占比超 7% 的华南地区 0.81 亿 (+87.68%)、占比超 7% 的西北地区营收 0.83 亿, 预计保持较快增长。从经销商来看, 19Q1 共有 627 家经销商, 新增 77 家; 其中成熟区域如东北地区新增 19 家, 新兴地区如华东地区新增 46 家、华南地区新增 12 家

● 稳健经营目标, 产能逐步释放

公司 2019 年目标是收入、利润均 15% 的增速。目前全国范围内共有 17 个生产基地, 预计 2023 年工厂将到 22-23 个。当前公司产能利用率超 90%, 各地工厂情况不同, 如东莞地区 40% 左右, 成都地区 140% 左右, 青岛、济南地区 80% 左右, 上海地区 70%-80%。天津桃李已于 18 年 3 月投产, 全年产能 0.83 万吨。预计 2019 年武汉桃李将投产, 预计 2020 年山东桃李、江苏桃李将投产。华东地区和华南地区仍是公司重点经营区域。公司以销定产, 能做到日配, 整体日配比例 40%, 成熟区域如沈阳地区日配比例 70%-80%。

● 投资建议

我们看好公司作为短保面包龙头, 规模效应下扩建产能, 全国化扩张进程加快, 预测 19-21 年 EPS 1.65/2.04/2.53 元, 对应 PE22/18/15, 维持“买入”评级。

● 风险提示

食品安全问题; 全国化扩张不及预期; 产能扩建不及预期;

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,080	4,833	5,768	6,939	8,413
(+/-%)	23.4%	18.5%	19.3%	20.3%	21.2%
净利润(百万元)	513	642	779	960	1194
(+/-%)	17.8%	25.1%	21.4%	23.1%	24.4%
摊薄每股收益(元)	1.09	1.36	1.65	2.04	2.53
EBIT Margin	15.8%	15.9%	16.8%	17.2%	17.7%
净资产收益率(ROE)	16.3%	18.8%	19.6%	20.7%	21.8%
市盈率(PE)	34.09	27.23	22.46	18.24	14.66
EV/EBITDA	23.7	20.1	16.1	13.3	10.8
市净率(PB)	5.54	5.11	4.41	3.77	3.20

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标

公司近五个季度营收出现放缓，归母净利润先低后高，主因公司进行全国化扩张、部分地区释放产能等所致。

图 1: 2018Q1-2019Q1 营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2018Q1-2019Q1 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)

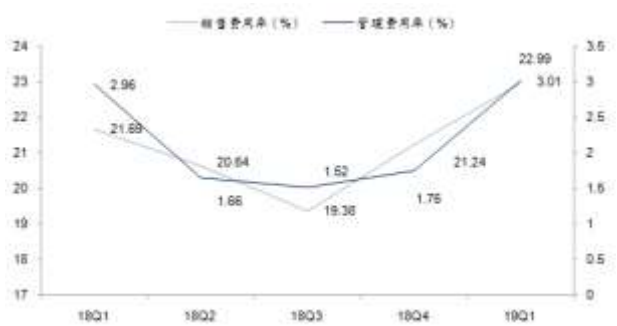


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司近五个季度销售费用率、管理费用率整体呈现上升趋势，主因公司不断扩张带来投放费用增加所致。

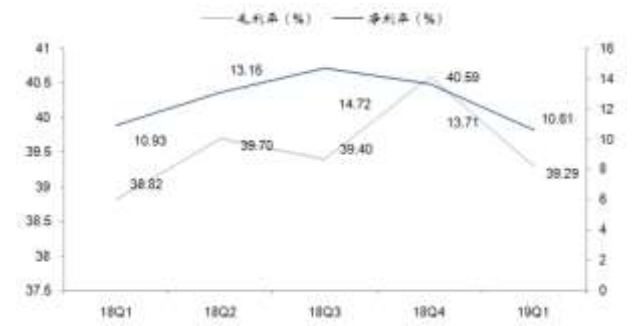
公司近五个季度毛利率整体稳步提升，规模效应显著；净利率有略微下降，主因销售费用率、管理费用率上升所致。

图 3: 2018Q1-2019Q1 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2018Q1-2019Q1 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

可比公司估值对比

桃李面包属于休闲食品，我们选择同属于休闲食品的绝味食品、元祖股份作比较，因三家都披露 18 年年报，故我们比较 2019 年-2021 年 EPS 和 PE。

表 1: 可比公司估值

公司	投资 评级	市值 (亿)	股价(元) 2019-04-26	EPS			PE		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
绝味食品	买入	191	46.55	1.88	2.25	2.68	24.76	20.69	17.37
元祖股份	买入	63	26.05	1.21	1.43	1.67	21.53	18.22	15.60
平均				1.55	1.84	2.18	23.14	19.45	16.48
桃李面包	买入	175	37.16	1.65	2.04	2.53	22.46	18.24	14.66

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1424	1480	1789	2262	营业收入	4833	5768	6939	8413
应收款项	452	506	589	691	营业成本	2916	3470	4154	5011
存货净额	110	131	156	189	营业税金及附加	64	74	89	107
其他流动资产	54	231	312	379	销售费用	999	1148	1374	1657
流动资产合计	2040	2347	2847	3521	管理费用	89	109	128	151
固定资产	1417	1723	2034	2336	财务费用	(10)	(21)	(23)	(29)
无形资产及其他	276	265	254	243	投资收益	30	2	2	2
投资性房地产	177	177	177	177	资产减值及公允价值变动	(10)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	27	0	0	0
资产总计	3911	4512	5312	6277	营业利润	824	988	1217	1515
短期借款及交易性金融负债	0	30	30	30	营业外净收支	0	10	10	10
应付款项	318	354	436	540	利润总额	824	998	1227	1525
其他流动负债	169	153	195	215	所得税费用	182	219	268	331
流动负债合计	488	538	661	785	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	642	779	960	1194
其他长期负债	1	7	12	17					
长期负债合计	1	7	12	17	现金流量表 (百万元)				
负债合计	489	545	673	802	净利润	642	779	960	1194
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	5	1	2	2
股东权益	3421	3967	4639	5475	折旧摊销	126	151	175	204
负债和股东权益总计	3911	4512	5312	6277	公允价值变动损失	10	3	3	3
					财务费用	(10)	(21)	(23)	(29)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(4)	(223)	(61)	(70)
每股收益	1.36	1.65	2.04	2.53	其它	(5)	(1)	(2)	(2)
每股红利	0.80	0.50	0.61	0.76	经营活动现金流	774	710	1077	1331
每股净资产	7.27	8.42	9.85	11.62	资本开支	(268)	(450)	(480)	(500)
ROIC	18%	24%	30%	33%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	19%	20%	21%	22%	投资活动现金流	(268)	(450)	(480)	(500)
毛利率	40%	40%	40%	40%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	17%	17%	18%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(377)	(234)	(288)	(358)
收入增长	18%	19%	20%	21%	其它融资现金流	311	30	0	0
净利润增长率	25%	21%	23%	24%	融资活动现金流	(442)	(204)	(288)	(358)
资产负债率	13%	12%	13%	13%	现金净变动	65	56	309	473
息率	2.2%	1.3%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	1360	1424	1480	1789
P/E	27.2	22.5	18.2	14.7	货币资金的期末余额	1424	1480	1789	2262
P/B	5.1	4.4	3.8	3.2	企业自由现金流	451	233	568	799
EV/EBITDA	20.1	16.1	13.3	10.8	权益自由现金流	762	280	587	821

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032