

桃李面包 (603866.SH)

定增募资加速全国化扩张步伐，渠道扩张保障收入高增长

● 定增解决产能瓶颈，满足新增市场需求

公司公告定增方案，非公开发行股票不超过 1955 万股，募集资金总额不超过 7.38 亿元，发行价格不低于 37.75 元/股。定增募集资金主要用于武汉、重庆、西安生产基地建设，公司目前产能 15 万吨（不包括在建工程），定增项目将新增产能 5.1 万吨。武汉/重庆/西安项目将分别投入 3.55/2.72/1.1 亿元，武汉和重庆两期项目建设周期 30 月，西安一期项目建设周期 18 个月，目前三大基地建设期已经开始，预期重庆一期和西安明年投产概率较大，武汉和重庆二期预计 2018 年投产。定增项目全部投产预计可新增年均收入/利润 8.8/1.24 亿元，将解决公司新增市场的产能瓶颈。

● 全国化扩张步伐加速，渠道扩张保障收入高增长

公司定增资金保障全国化扩张步伐，同时进一步保障公司收入稳定高增长。公司已与家乐福、沃尔玛等大型商超建立稳定合作关系，对销售终端的控制力较强，同时东北地区成熟的市场运作经验可复制性强，这些竞争优势将保障公司区域扩张可顺利进行。公司 16H1 在建工程包括沈阳基地、内蒙改扩建、大连二期、石家庄基地、天津友福投资项目、重庆基地、东莞基地等，石家庄和东莞生产基地预计将于今年四季度顺利投产。

公司上半年额外成立了 10 个子公司，全国化扩张步伐加快。预计公司在上述地区将先通过外地工厂远距离运输产品试运营和开拓渠道，然后根据市场反馈不断加快工厂建设，我们预计明年沈阳基地、内蒙改扩建、大连二期项目、天津友福投资项目、重庆基地、西安基地将投产，18 年武汉、重庆二期以及其他未来建设的工厂投产。我们认为公司全国化扩张步伐加速将保障公司收入稳健高增长。

● 预计三季度业绩好于二季度

公司上半年开拓了广深、江苏、重庆等地远距离销售面包同时大幅进行渠道下沉，销售情况良好。由于学生开学等因素，三季度一般是公司收入旺季，我们认为公司新增区域和渠道将在三季度贡献较好的收入增量，同时由于二季度开拓新市场营销费用投入较多，三季度旺季费用预计将有所减缓，因此预计三季度业绩将略好于二季度单季度。

16 年是公司开启新一轮外地建厂扩张元年，“外地布厂扩张+老区域渠道深耕”是公司未来业绩推动力，预计 16-18 年收入可维持 20%-30% 增长，扩张期利润可能因产能折旧、费用投入有所波动，预测 16-18 年净利润 4.55/5.76/7.27 亿，增速为 31%/27%/26%，对应 EPS 为 1.01、1.28、1.62，目前股价对应估值 42/33/26 倍，作为次新股短期估值偏贵，但公司快速进行区域扩张，业绩高增长确定性高，维持买入评级。

● 风险提示

食品安全风险，异地渠道开拓进度低于预期。

公司评级

买入

当前价格

42.10 元

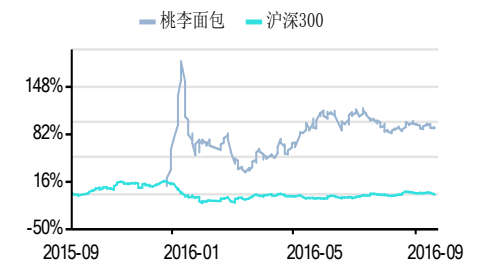
前次评级

买入

报告日期

2016-09-21

相对市场表现



分析师：王永锋 S0260515030002



01059136605



wangyongfeng@gf.com.cn

相关研究：

桃李面包 (603866.SH)：全 2016-08-18

国化扩张步伐加速，保障收入

稳健高增长

外延扩张可复制，业绩稳定高 2016-05-26

增长

桃李面包一季报点评：开启新 2016-04-27

一轮外延建厂扩张

联系人：王文丹 01059136617

wangwendan@gf.com.cn

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,058.03	2,563.33	3,308.98	4,224.34	5,395.90
增长率(%)	17.08%	24.55%	29.09%	27.66%	27.73%
EBITDA(百万元)	413.25	532.97	673.39	850.68	1,066.02
净利润(百万元)	272.95	346.96	454.78	576.62	727.37
增长率(%)	7.21%	27.11%	31.08%	26.79%	26.14%
EPS(元/股)	0.674	0.771	1.010	1.281	1.616
市盈率(P/E)	-	50.09	41.58	32.79	26.00
市净率(P/B)	-	9.30	8.14	6.52	5.21
EV/EBITDA	-0.22	31.31	26.43	20.37	15.66

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司公告定增方案，非公开发行股票数量不超过1955万股，本次发行的募集资金总额不超过7.38亿元，发行价格不低于37.75元/股，点评如下：

定增解决产能瓶颈，满足新增市场需求

公司本次定增募集资金主要用于武汉、重庆、西安生产基地建设，公司目前产能在15万吨左右（不包括在建工程），三大项目将新增产能5.1万吨。定增的武汉、重庆、西安项目将分别投入3.55、2.72、1.1亿元，武汉和重庆将有两期项目，建设周期30月，西安一期项目建设周期18个月，目前这三大基地建设期已经开始（土地已经拿到），因此预期重庆一期和西安项目明年投产概率较大，武汉和重庆二期预计将于2018年投产。三大定增项目全部投产预计可新增年均收入8.8亿元，新增年均利润1.24亿元，将解决公司新增市场的产能瓶颈，保障公司收入的稳健快速增长。

全国化扩张步伐加速，渠道扩张保障收入高增长

公司定增资金保障全国化扩张步伐，同时进一步保障公司收入稳定高增长。截至6月30日，公司产品覆盖12万多个零售终端，上半年增加3万多个终端。公司已经与家乐福、沃尔玛、大润发、永辉超市等大型商超之间建立了稳定的战略合作关系，对销售终端的控制力较强，同时公司东北地区成熟的市场运作经验可复制性强，这些竞争优势将保障公司区域扩张可顺利进行。公司16H1在建工程项目包括沈阳基地、内蒙改扩建、大连二期项目、石家庄基地、天津友福投资项目、重庆基地、东莞基地等，石家庄和东莞生产基地预计将于今年四季度顺利投产。

与15年年报披露相比，公司上半年在原来19个子公司基础上额外成立了东莞、江苏、合肥、广西、山东、长沙、福州、厦门、南昌、武汉等10个子公司，全国化扩张步伐加快，预计公司在上述地区将先通过外地工厂远距离运输产品试运营和开拓渠道，然后根据市场反馈不断加快工厂建设，我们预计明年沈阳基地、内蒙改扩建、大连二期项目、天津友福投资项目、重庆基地、西安基地都将投产，18年将有武汉、重庆二期以及其他未来建设的工厂投产。我们认为公司全国化扩张步伐加速将保障公司收入稳健高增长。

预计三季度业绩好于二季度

公司上半年开拓了广深、江苏、重庆等地远距离销售面包同时大幅进行渠道下沉，销售情况良好。由于学生开学等因素，三季度一般是公司收入旺季，我们认为公司新增区域和渠道将在三季度贡献较好的收入增量，同时由于二季度开拓新市场营销费用投入较多，三季度旺季费用预计将有所减缓，因此预计三季度业绩将略好于二季度单季度。

我们长期看好“中央工厂+批发”模式的面包企业龙头桃李面包，16年是公司开启新一轮外延建厂扩张的元年，“外延布厂扩张+老区域渠道深耕”是公司未来业绩推动力，预计16-18年收入可维持20%-30%增长，扩张期利润可能因产能折旧、营销费用投入有所波动，预测16-18年净利润4.55/5.76/7.27亿，增速为31%/27%/26%，对应EPS为1.01、1.28、1.62，目前股价对应估值42/33/26倍（暂不考虑定增摊薄），作为次新股短期估值偏贵，但公司快速进行区域扩张，业绩高增长确定性高，维持买

入评级。

风险提示

食品安全风险，异地渠道开拓进度低于预期。

资产负债表						单位: 百万元						现金流量表						单位: 百万元					
至12月31日		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			
流动资产		379	1060	1487	2062	2827	经营活动现金流		319	427	530	652	815	经营活动现金流		319	427	530	652	815			
货币资金		111	741	1109	1580	2215	净利润		273	347	455	577	727	净利润		273	347	455	577	727			
应收及预付		212	254	297	381	486	折旧摊销		66	89	101	121	143	折旧摊销		66	89	101	121	143			
存货		55	65	81	100	126	营运资金变动		-19	-16	-28	-37	-47	营运资金变动		-19	-16	-28	-37	-47			
其他流动资产		1	0	0	0	0	其它		-1	7	2	-9	-9	其它		-1	7	2	-9	-9			
非流动资产		856	1084	1093	1165	1213	投资活动现金流		-258	-315	-104	-181	-180	投资活动现金流		-258	-315	-104	-181	-180			
长期股权投资		0	0	0	0	0	资本支出		-258	-315	-104	-181	-180	资本支出		-258	-315	-104	-181	-180			
固定资产		483	769	827	888	938	投资变动		0	0	0	0	0	投资变动		0	0	0	0	0			
在建工程		186	74	74	62	37	其他		0	0	0	0	0	其他		0	0	0	0	0			
无形资产		132	174	192	215	238	筹资活动现金流		-123	512	-57	0	0	筹资活动现金流		-123	512	-57	0	0			
其他长期资产		56	68	0	0	0	银行借款		20	90	-50	0	0	银行借款		20	90	-50	0	0			
资产总计		1235	2145	2580	3226	4041	债券融资		-4	-60	-6	0	0	债券融资		-4	-60	-6	0	0			
流动负债		197	270	256	326	413	股权融资		0	574	0	0	0	股权融资		0	574	0	0	0			
短期借款		20	50	0	0	0	其他		-139	-93	-1	0	0	其他		-139	-93	-1	0	0			
应付及预收		177	218	256	326	413	现金净增加额		-62	624	368	471	635	现金净增加额		-62	624	368	471	635			
其他流动负债		0	1	0	0	0	期初现金余额		173	111	741	1109	1580	期初现金余额		173	111	741	1109	1580			
非流动负债		0	6	0	0	0	期末现金余额		111	735	1109	1580	2215	期末现金余额		111	735	1109	1580	2215			
长期借款		0	0	0	0	0																	
应付债券		0	0	0	0	0																	
其他非流动负债		0	6	0	0	0																	
负债合计		197	276	256	326	413																	
股本		405	450	450	450	450																	
资本公积		7	528	528	528	528																	
留存收益		626	891	1346	1923	2650																	
归属母公司股东权		1038	1869	2324	2901	3628																	
少数股东权益		0	0	0	0	0																	
负债和股东权益		1235	2145	2580	3226	4041																	
利润表						单位: 百万元					主要财务比率												
至12月31日		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			
营业收入		2058	2563	3309	4224	5396	成长能力(%)							成长能力(%)									
营业成本		1374	1669	2119	2669	3362	营业收入增长		17.1	24.6	29.1	27.7	27.7	营业收入增长		17.1	24.6	29.1	27.7	27.7			
营业税金及附加		20	25	33	42	54	营业利润增长		5.8	26.4	30.3	27.6	26.5	营业利润增长		5.8	26.4	30.3	27.6	26.5			
销售费用		260	360	503	682	928	归属母公司净利润增长		7.2	27.1	31.1	26.8	26.1	归属母公司净利润增长		7.2	27.1	31.1	26.8	26.1			
管理费用		57	66	81	101	130	获利能力(%)							获利能力(%)									
财务费用		-1	3	-5	-3	-2	毛利率		33.2	34.9	36.0	36.8	37.7	毛利率		33.2	34.9	36.0	36.8	37.7			
资产减值损失		1	2	6	3	2	净利率		13.3	13.5	13.7	13.6	13.5	净利率		13.3	13.5	13.7	13.6	13.5			
公允价值变动收益		0	0	0	0	0	ROE		26.3	18.6	19.6	19.9	20.0	ROE		26.3	18.6	19.6	19.9	20.0			
投资净收益		0	0	0	0	0	ROIC		28.4	29.2	36.7	43.0	50.8	ROIC		28.4	29.2	36.7	43.0	50.8			
营业利润		347	439	572	729	923	偿债能力							偿债能力									
营业外收入		6	11	14	14	14	资产负债率(%)		16.0	12.9	9.9	10.1	10.2	资产负债率(%)		16.0	12.9	9.9	10.1	10.2			
营业外支出		1	3	2	2	2	净负债比率		-0.1	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	净负债比率		-0.1	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6			
利润总额		352	447	584	741	935	流动比率		1.92	3.93	5.81	6.33	6.85	流动比率		1.92	3.93	5.81	6.33	6.85			
所得税		79	100	129	165	207	速动比率		1.60	3.65	5.44	5.97	6.49	速动比率		1.60	3.65	5.44	5.97	6.49			
净利润		273	347	455	577	727	营运能力							营运能力									
少数股东损益		0	0	0	0	0	总资产周转率		1.81	1.52	1.40	1.46	1.49	总资产周转率		1.81	1.52	1.40	1.46	1.49			
归属母公司净利润		273	347	455	577	727	应收账款周转率		12.16	12.07	12.19	12.15	12.15	应收账款周转率		12.16	12.07	12.19	12.15	12.15			
EBITDA		413	533	673	851	1066	存货周转率		25.71	27.81	26.26	26.66	26.71	存货周转率		25.71	27.81	26.26	26.66	26.71			
EPS(元)		0.67	0.77	1.01	1.28	1.62	每股指标(元)							每股指标(元)									
							每股收益		0.67	0.77	1.01	1.28	1.62	每股收益		0.67	0.77	1.01	1.28	1.62			
							每股经营现金流		0.79	0.95	1.18	1.45	1.81	每股经营现金流		0.79	0.95	1.18	1.45	1.81			
							每股净资产		2.56	4.15	5.16	6.44	8.06	每股净资产		2.56	4.15	5.16	6.44	8.06			
							估值比率							估值比率									
							P/E		-	50.1	41.6	32.8	26.0	P/E		-	50.1	41.6	32.8	26.0			
							P/B		-	9.3	8.1	6.5	5.2	P/B		-	9.3	8.1	6.5	5.2			
							EV/EBITDA		-0.2	31.3	26.4	20.4	15.7	EV/EBITDA		-0.2	31.3	26.4	20.4	15.7			

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 王文丹: 研究助理, 经济学硕士, 2 年证券行业工作经验。2015 年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。