

桃李面包 (603866.SH)

强烈推荐 (维持)

短期压力尚存, 期待 23 年业绩修复

23Q1 公司收入同比+1.66%，社区店终端和部分地区恢复速度相对较慢，华东区域依然实现 20%+高增长，利润端原材料价格高位以及新产能爬坡费用仍有较大制约，Q1 归母净利润率下降-1.46pcts，但环比已有所改善。展望全年，需求端持续恢复、货返与折让率有望下降、成熟市场新品方向优化，预计将带动公司后续收入持续提升，成本端面粉、油脂等原材料压力预计全年呈现前高后低的趋势，看好公司全年业绩修复，收入利润双位数目标达成可期。我们略调整公司 23-24 年 EPS 为 0.57 元、0.68 元，给予 23 年 30x，目标价 17.1 元，维持“强烈推荐”评级。

- 23Q1 收入增长 1.66%，归母净利润下降 12.15%。公司披露 2023 年一季报，23Q1 实现营业收入 14.76 亿元，同比增长 1.66%；实现归母净利润 1.39 亿元，同比下降 12.15%；实现扣非归母净利润 1.31 亿元，同比-12.76%，收入、利润与此前业绩预告披露一致，收入增速环比修复，利润仍有压力。23Q1 现金回款 16.62 亿元，同比增长 1.83%，略高于收入增速，经营性净现金流同比下滑 31.85%，主要系本期支付的各项税费增加所致。
- Q1 动销环比改善，华东区域实现 20%+高增长。分品类看，23Q1 公司面包及糕点收入 14.6 亿元，同比增长 0.8%，环比 22Q4 呈现改善趋势，受消费能力、季节流感等外部环境因素影响部分渠道（社区店等）恢复稍慢，其他品类同比增长 427%。分区域看，Q1 华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南分别增长 3.0%/-0.7%/22.0%/13.6%/-5.8%/-6.2%/0.5%，华东、华中地区恢复情况较好，其他地区略显平淡。渠道调研显示，受益于江苏和浙江工厂产能释放、物流体系和销售团队加快建设、疫情期间保供的品牌宣传等因素，公司在华东地区市场开发力度持续加大，Q1 公司经销商数量同比净新增 59 家，其中华东区域净新增经销商 23 家。
- 成本压力尚存，盈利能力短期承压。23Q1 公司实现毛利率 23.94%，同比下降 1.68pcts，主要系面粉和油脂等原材料价格上涨以及新产能爬坡费用较高，但环比 22Q4 已经降幅收窄（22Q4 毛利率同比-2.18pcts）。23Q1 销售费用率同比下滑 0.1pct 至 8.35%，管理费用率同比提升 0.1pct 至 2.30%，同时受益于投资收益大幅增加至 970 万（去年同期 24 万），归母净利率同比-1.48pcts 至 9.40%，环比提升 0.35pct，扣非归母净利率同比-1.46pcts 至 8.85%，环比提升 0.28pct。
- 全年展望：需求复苏延续，期待后续季度恢复。渠道调研反馈，1-3 月整体需求受消费能力、季节流感等外部环境因素影响略低于预期，4 月需求环比 3 月有所改善，展望全年，学校等特通渠道和社区店终端需求持续恢复、优化成熟市场新品方向，预计公司后续收入增速环比提升，成本端原材料受锁价影响上半年仍处高位，下半年有望呈现下行趋势，拉动毛利率改善，费用率预计保持稳定。产能方面，沈阳、泉州工厂预计今年底投产，后面广西、长春等新产能也在加快落地，建成后加大辐射范围、助力华南市场份额提升，规模效应有望摊薄费率，期待在低基数下后续收入加快恢复。
- 投资建议：短期压力尚存，看好全年业绩修复，维持“强烈推荐”投资评级。Q1 公司收入增长 1.66%，部分渠道和地区恢复速度相对较慢，华东区域依然实现 20%+高增长，利润端原材料价格高位以及新产能爬坡费用仍有

消费品/食品饮料
目标估值：17.10 元
当前股价：14.48 元

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 总股本 (万股) | 133310 |
| 已上市流通股 (万股) | 133310 |
| 总市值 (亿元) | 193 |
| 流通市值 (亿元) | 193 |
| 每股净资产 (MRQ) | 3.9 |
| ROE (TTM) | 12.0 |
| 资产负债率 | 24.0% |
| 主要股东 | 吴学群 |
| 主要股东持股比例 | 24.34% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|-----|----|-----|
| 绝对表现 | -11 | 6 | 1 |
| 相对表现 | -16 | -2 | 2 |



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《桃李面包 (603866) — 盈利短期承压，期待后续恢复》2023-04-14
- 《桃李面包 (603866) — Q4 需求承压，期待 23 年改善》2023-03-24
- 《桃李面包 (603866) — 华东快速增长，成本拖累业绩》2022-10-26

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiqi@cmschina.com.cn

田地 S1090522080001

✉ tiandi@cmschina.com.cn

胡思蓓 研究助理

✉ husibei@cmschina.com.cn

较大制约，Q1 归母净利润率下降-1.46pcts，展望全年，需求端持续恢复、货返与折让率有望下降、成熟市场新品方向优化，预计将带动公司后续收入持续提升，成本端面粉、油脂等原材料压力预计全年呈现前高后低的趋势，看好公司全年业绩修复，收入利润双位数目标达成可期。我们略调整公司 23-24 年 EPS 为 0.57 元、0.68 元，给予 23 年 30x，目标价 17.1 元，维持“强烈推荐”评级。

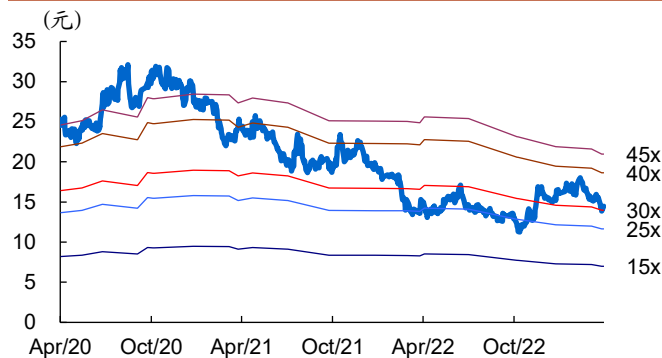
□ **风险提示：** 疫情反复影响，成本上行，行业竞争阶段性加剧等。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 6335 | 6686 | 7543 | 8383 | 9325 |
| 同比增长 | 6% | 5.5% | 12.8% | 11.1% | 11.2% |
| 营业利润(百万元) | 970 | 812 | 966 | 1142 | 1311 |
| 同比增长 | -14% | -16.2% | 18.9% | 18.2% | 14.8% |
| 归母净利润(百万元) | 763 | 640 | 762 | 901 | 1035 |
| 同比增长 | -14% | -16.1% | 19.0% | 18.3% | 14.9% |
| 每股收益(元) | 0.80 | 0.48 | 0.57 | 0.68 | 0.78 |
| PE | 18.1 | 30.2 | 25.3 | 21.4 | 18.7 |
| PB | 2.8 | 3.8 | 3.7 | 3.5 | 3.2 |

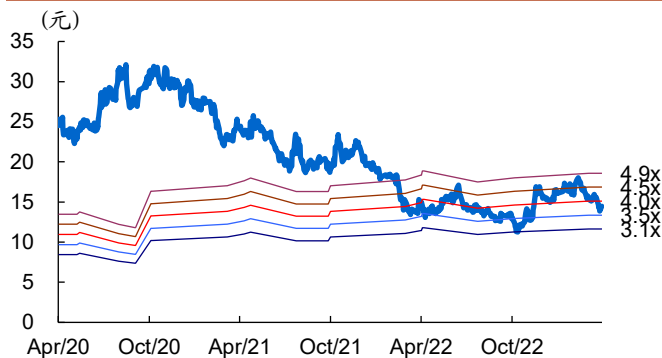
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 桃李面包历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 桃李面包历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《桃李面包（603866）—盈利短期承压，期待后续恢复》2023-04-14
- 2、《桃李面包（603866）—Q4 需求承压，期待 23 年改善》2023-03-24
- 3、《桃李面包（603866）—华东快速增长，成本拖累业绩》2022-10-26
- 4、《桃李面包（603866）—业绩符合预期，华东继续高增》2022-08-11

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 1708 | 1451 | 1909 | 2021 | 2271 |
| 现金 | 339 | 279 | 659 | 669 | 802 |
| 交易性投资 | 551 | 302 | 302 | 302 | 302 |
| 应收票据 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 507 | 502 | 545 | 605 | 673 |
| 其它应收款 | 35 | 60 | 68 | 76 | 84 |
| 存货 | 173 | 202 | 218 | 239 | 264 |
| 其他 | 99 | 105 | 118 | 131 | 145 |
| 非流动资产 | 4308 | 5171 | 5623 | 6052 | 6461 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2236 | 2762 | 3267 | 3743 | 4191 |
| 无形资产商誉 | 336 | 370 | 333 | 300 | 270 |
| 其他 | 1736 | 2039 | 2023 | 2010 | 2000 |
| 资产总计 | 6017 | 6622 | 7532 | 8073 | 8731 |
| 流动负债 | 1006 | 1040 | 1722 | 1932 | 2230 |
| 短期借款 | 200 | 101 | 719 | 850 | 1057 |
| 应付账款 | 499 | 539 | 603 | 661 | 731 |
| 预收账款 | 9 | 9 | 10 | 11 | 13 |
| 其他 | 298 | 390 | 389 | 410 | 430 |
| 长期负债 | 76 | 556 | 556 | 556 | 556 |
| 长期借款 | 0 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| 其他 | 76 | 256 | 256 | 256 | 256 |
| 负债合计 | 1082 | 1596 | 2278 | 2488 | 2786 |
| 股本 | 952 | 1333 | 1333 | 1333 | 1333 |
| 资本公积金 | 1727 | 1369 | 1369 | 1369 | 1369 |
| 留存收益 | 2256 | 2324 | 2553 | 2883 | 3244 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 4935 | 5026 | 5254 | 5585 | 5946 |
| 负债及权益合计 | 6017 | 6622 | 7532 | 8073 | 8731 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|-------------|------------|-----------|------------|
| 经营活动现金流 | 1014 | 1066 | 1000 | 1151 | 1312 |
| 净利润 | 763 | 640 | 762 | 901 | 1035 |
| 折旧摊销 | 163 | 177 | 213 | 235 | 256 |
| 财务费用 | (11) | 11 | 27 | 45 | 53 |
| 投资收益 | (3) | 26 | (10) | (10) | (10) |
| 营运资金变动 | 121 | 241 | 4 | (26) | (29) |
| 其它 | (20) | (30) | 5 | 6 | 6 |
| 投资活动现金流 | (675) | (920) | (657) | (657) | (657) |
| 资本支出 | (1117) | (900) | (667) | (667) | (667) |
| 其他投资 | 443 | (20) | 10 | 10 | 10 |
| 筹资活动现金流 | (715) | (207) | 37 | (483) | (521) |
| 借款变动 | (248) | 135 | 597 | 131 | 207 |
| 普通股增加 | 272 | 381 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (253) | (359) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (571) | (533) | (533) | (570) | (674) |
| 其他 | 85 | 168 | (27) | (45) | (53) |
| 现金净增加额 | (375) | (61) | 380 | 10 | 134 |

利润表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 6335 | 6686 | 7543 | 8383 | 9325 |
| 营业成本 | 4670 | 5083 | 5682 | 6230 | 6884 |
| 营业税金及附加 | 70 | 73 | 83 | 92 | 102 |
| 营业费用 | 552 | 543 | 612 | 680 | 757 |
| 管理费用 | 111 | 131 | 148 | 165 | 183 |
| 研发费用 | 21 | 32 | 36 | 40 | 44 |
| 财务费用 | (11) | 11 | 27 | 45 | 53 |
| 资产减值损失 | (3) | (11) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 17 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 其他收益 | 30 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 投资收益 | 3 | (24) | (24) | (24) | (24) |
| 营业利润 | 970 | 812 | 966 | 1142 | 1311 |
| 营业外收入 | 18 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 营业外支出 | 5 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 利润总额 | 983 | 816 | 970 | 1146 | 1315 |
| 所得税 | 219 | 176 | 208 | 245 | 281 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 763 | 640 | 762 | 901 | 1035 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 6% | 5.5% | 12.8% | 11.1% | 11.2% |
| 营业利润 | -14% | -16.2% | 18.9% | 18.2% | 14.8% |
| 归母净利润 | -14% | -16.1% | 19.0% | 18.3% | 14.9% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 26.3% | 24.0% | 24.7% | 25.7% | 26.2% |
| 净利率 | 12.0% | 9.6% | 10.1% | 10.7% | 11.1% |
| ROE | 15.5% | 12.7% | 14.5% | 16.1% | 17.4% |
| ROIC | 14.4% | 12.0% | 12.5% | 13.9% | 14.8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 18.0% | 24.1% | 30.2% | 30.8% | 31.9% |
| 净负债比率 | 3.8% | 6.4% | 13.5% | 14.2% | 15.5% |
| 流动比率 | 1.7 | 1.4 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| 速动比率 | 1.5 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 存货周转率 | 30.1 | 27.1 | 27.1 | 27.3 | 27.4 |
| 应收账款周转率 | 12.6 | 13.2 | 14.4 | 14.6 | 14.6 |
| 应付账款周转率 | 10.4 | 9.8 | 9.9 | 9.9 | 9.9 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.80 | 0.48 | 0.57 | 0.68 | 0.78 |
| 每股经营净现金 | 1.06 | 0.80 | 0.75 | 0.86 | 0.98 |
| 每股净资产 | 5.18 | 3.77 | 3.94 | 4.19 | 4.46 |
| 每股股利 | 0.60 | 0.40 | 0.43 | 0.51 | 0.58 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 18.1 | 30.2 | 25.3 | 21.4 | 18.7 |
| PB | 2.8 | 3.8 | 3.7 | 3.5 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 9.1 | 10.2 | 8.2 | 7.0 | 6.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓：复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。