

桃李面包 (603866) 2023年一季报点评

业绩降幅收窄，逐季改善可期

事项:

- ❖ 公司发布2023年一季报，公司23年Q1实现营收14.76亿元，同比+1.66%；归母净利润1.39亿元，同比-12.15%；扣非归母净利润1.31亿元，同比-12.76%。现金流方面，23Q1经营活动净现金流为1.56亿元，同比-31.85%。

评论:

- ❖ **假期错位叠加流感扰动，Q1收入复苏较弱。**分月度来看，因春节错位及疫情管控优化，学生放假/务工返乡提前至12月，公司1月销售同比受到影响，2月春节后补货恢复较好，而3月上旬因多地流感需求不佳，综合下Q1收入仍有压力。分区域来看，23Q1华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南分别实现营收3.43/6.04/4.75/0.48/1.73/1.00/1.19亿元，分别同比+3.02%/-0.65%/+22.01%/+13.61%/-5.79%/-6.18%/+0.54%，华东/华中市场较快增长。公司经销商数同比净增59家至962家，其中华北/华东同比新增16/23家。
- ❖ **业绩仍然承压，降幅环比收窄。**公司Q1实现毛利率为23.94%，同比-1.68pct，拖累盈利的主要因素推测主要系一方面今年Q1面粉、油脂等原料成本高于去年同期，另一方面青岛、上海工厂Q1完工亦有拖累。但公司毛利率降幅自Q4起持续收窄，主要系提价效应显现叠加Q4开放后运输条件优化所致。费用率方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.09pct/+0.08pct/+0.05pct/+0.23pct，整体费用率略有上升，主要系利息费用增加所致。叠加税率同比-0.86pct至21.10%，最终公司Q1实现净利率9.40%，同比-1.48pct，盈利压力仍存，但降幅已在收窄。
- ❖ **经营底部改善，年内有望加速。**公司去年受疫情压制收入逐季降速，同时返货率/货折/运输成本上升，叠加原料成本上行进一步压制公司经营，但公司通过调整产品结构、提价积极应对。Q1起出行恢复常态，虽然短期收入复苏偏弱，但公司盈利压力已逐步减轻。后续随着旅游出行持续恢复，学校陆续复学将带动面包需求回暖。同时公司青岛生产基地正式投产，下半年沈阳工厂亦有望投产，在需求回暖、产能释放及新市场渗透下，叠加基数逐季下降，公司收入有望加速改善。成本方面，一方面随着需求好转及运输条件优化，公司返货率逐步恢复至7.5%常态水平，货折亦在减小；另一方面，油脂价格下行有望在年中新锁价期兑现，H2低基数下公司业绩有望较快增长。
- ❖ **投资建议：逐季改善可期，当前布局价值凸显，维持“强推”评级。**展望年内，需求回暖下公司收入有望逐季改善，预计全年收入/业绩将重回双位数增长。中长期来看，部分地区短保竞争格局有望优化，公司国内短保龙头地位稳固，产能稳步投放全国化扩张路径不改。我们维持23-25年EPS预测为0.57/0.72/0.87元，对应PE估值为26/20/17倍。近期Q1复苏不及预期致股价回落，当前布局价值凸显，我们给予24年25倍PE，对应目标价18元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**产能投放不及预期，竞争加剧，原材料大幅涨价，食品安全问题等

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	6,686	7,377	8,398	9,654
同比增速(%)	5.5%	10.3%	13.8%	15.0%
归母净利润(百万)	640	754	954	1,154
同比增速(%)	-16.1%	17.7%	26.6%	20.9%
每股盈利(元)	0.48	0.57	0.72	0.87
市盈率(倍)	30	26	20	17
市净率(倍)	3.8	3.7	3.5	3.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月18日收盘价

强推 (维持)

目标价：18元

当前价：14.48元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com

执业编号：S0360520090001

证券分析师：杨畅

邮箱：yangchang@hcyjs.com

执业编号：S0360523040002

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	133,309.93
已上市流通股(万股)	133,309.93
总市值(亿元)	193.03
流通市值(亿元)	193.03
资产负债率(%)	23.97
每股净资产(元)	3.88
12个月内最高/最低价	21.61/11.26

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《桃李面包 (603866) 2022 年报点评：压力峰值已过，经营复苏可期》

2023-03-23

《桃李面包 (603866) 2022 年三季报点评：短期压力加剧，调整以待来年》

2022-10-31

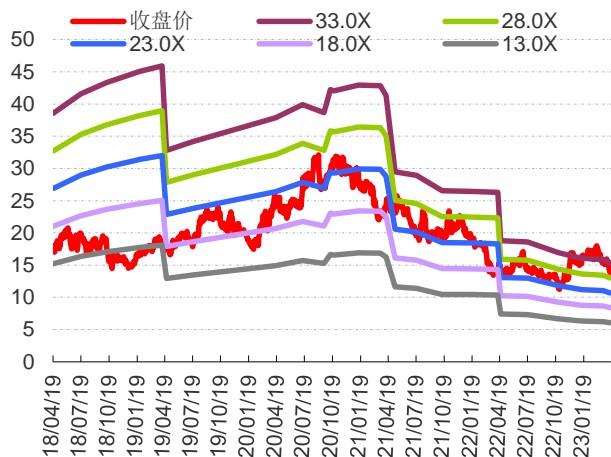
《桃李面包 (603866) 2022 年中报点评：经营符合预期，估值已具性价比》

2022-08-15

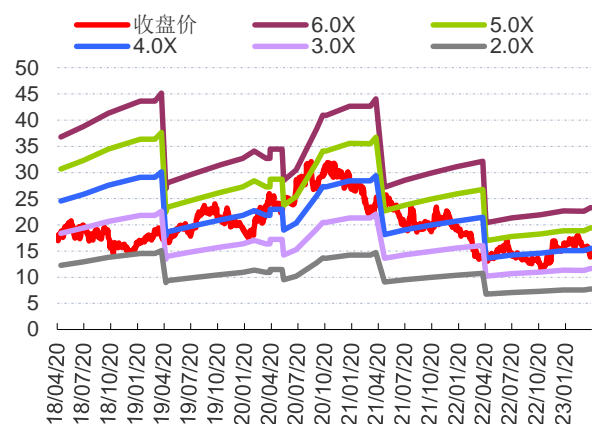
图表 1 公司分季度情况

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022	2023Q1
营业总收入	1,327	1,613	1,724	1,672	6,335	1,452	1,754	1,822	1,659	6,686	1,476
营业总成本	1,134	1,377	1,481	1,421	5,413	1,261	1,509	1,637	1,467	5,873	1,312
其中: 营业成本	974	1,184	1,282	1,230	4,670	1,080	1,320	1,426	1,257	5,083	1,123
营业税金及附加	16	17	19	18	70	16	18	21	18	73	18
销售费用	122	143	145	142	552	123	134	148	138	543	123
管理费用	27	26	27	32	111	32	27	33	39	131	34
研发费用	3	5	7	7	21	8	8	8	8	32	8
财务费用	(8)	2	2	(7)	(11)	2	2	2	6	11	5
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	4	18	7	1	30	2	13	2	9	25	2
营业利润	205	262	253	250	970	199	256	165	192	812	174
加: 营业外收入	4	4	4	5	18	4	4	5	4	17	5
减: 营业外支出	1	1	1	2	5	0	6	2	4	13	3
利润总额	208	266	256	253	983	202	255	167	192	816	176
减: 所得税	45	59	57	58	219	44	55	35	42	176	37
净利润	163	206	199	195	763	158	200	132	150	640	139
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
归母净利润	163	206	199	195	763	158	200	132	150	640	139
EPS	0.24	0.22	0.21	0.20	0.80	0.17	0.15	0.10	0.11	0.48	0.10
主要比率											
毛利率	26.6%	26.6%	25.6%	26.4%	26.3%	25.6%	24.7%	21.7%	24.2%	24.0%	23.9%
营业税金率	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%
销售费用率	9.2%	8.8%	8.4%	8.5%	8.7%	8.4%	7.6%	8.1%	8.3%	8.1%	8.4%
管理费用率	2.0%	1.6%	1.6%	1.9%	1.8%	2.2%	1.5%	1.8%	2.4%	2.0%	2.3%
营业利润率	15.4%	16.3%	14.7%	15.0%	15.3%	13.7%	14.6%	9.1%	11.6%	12.1%	11.8%
实际税率	21.8%	22.3%	22.2%	22.9%	22.3%	22.0%	21.5%	21.0%	21.7%	21.6%	21.1%
归母净利率	12.3%	12.8%	11.5%	11.7%	12.0%	10.9%	11.4%	7.3%	9.1%	9.6%	9.4%
收入季度占比	20.9%	25.5%	27.2%	26.4%		21.7%	26.2%	27.2%	24.8%		
YoY											
收入增长率	0.3%	13.9%	5.6%	5.1%	6.2%	9.4%	8.8%	5.7%	-0.8%	5.5%	1.7%
营业利润增长率	-17.7%	-6.4%	-26.1%	-2.2%	-13.9%	-2.7%	-2.2%	-34.7%	-23.3%	-16.2%	-12.6%
归母净利润增长率	-16.3%	-7.5%	-25.8%	-0.9%	-13.5%	-3.0%	-3.2%	-33.6%	-23.0%	-16.1%	-12.2%

资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 2 PE-Band


资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 PB-band


资料来源: Wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	279	629	1,112	1,532
应收票据	0	2	2	3
应收账款	502	599	669	763
预付账款	31	34	38	43
存货	202	220	247	281
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	437	450	470	496
流动资产合计	1,451	1,934	2,538	3,118
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,762	3,088	3,395	3,582
在建工程	1,133	1,133	1,033	933
无形资产	370	338	312	287
其他非流动资产	906	855	869	893
非流动资产合计	5,171	5,414	5,609	5,695
资产合计	6,622	7,348	8,147	8,813
短期借款	101	501	751	851
应付票据	9	9	11	12
应付账款	531	566	647	731
预收款项	0	0	0	0
合同负债	9	10	12	13
其他应付款	80	69	73	74
一年内到期的非流动负债	21	21	21	21
其他流动负债	289	247	321	414
流动负债合计	1,040	1,423	1,836	2,116
长期借款	300	423	482	510
应付债券	199	199	199	199
其他非流动负债	57	57	57	57
非流动负债合计	556	679	738	766
负债合计	1,596	2,102	2,574	2,882
归属母公司所有者权益	5,026	5,246	5,573	5,931
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	5,026	5,246	5,573	5,931
负债和股东权益	6,622	7,348	8,147	8,813

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,066	886	1,236	1,418
现金收益	829	988	1,201	1,415
存货影响	-30	-18	-26	-34
经营性应收影响	4	-101	-75	-100
经营性应付影响	51	24	87	87
其他影响	212	-8	50	50
投资活动现金流	-920	-514	-420	-317
资本支出	-707	-506	-411	-309
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-213	-8	-9	-8
融资活动现金流	-207	-22	-333	-681
借款增加	395	523	309	129
股利及利息支付	-582	-651	-812	-979
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-20	106	170	169

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,686	7,377	8,398	9,654
营业成本	5,083	5,532	6,192	7,051
税金及附加	73	81	92	106
销售费用	543	607	684	776
管理费用	131	158	170	196
研发费用	32	41	46	53
财务费用	11	22	17	14
信用减值损失	-11	-11	-11	-11
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	13	11	12
投资收益	-26	-2	-8	-12
其他收益	25	17	21	19
营业利润	812	956	1,212	1,468
营业外收入	17	15	16	16
营业外支出	13	5	5	5
利润总额	816	966	1,223	1,479
所得税	176	212	269	325
净利润	640	754	954	1,154
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	640	754	954	1,154
NOPLAT	649	771	967	1,165
EPS(摊薄) (元)	0.48	0.57	0.72	0.87

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	5.5%	10.3%	13.8%	15.0%
EBIT 增长率	-14.9%	19.4%	25.5%	20.4%
归母净利润增长率	-16.1%	17.7%	26.6%	20.9%
获利能力				
毛利率	24.0%	25.0%	26.3%	27.0%
净利率	9.6%	10.2%	11.4%	12.0%
ROE	12.7%	14.4%	17.1%	19.4%
ROIC	18.0%	18.2%	20.5%	22.9%
偿债能力				
资产负债率	24.1%	28.6%	31.6%	32.7%
债务权益比	13.5%	22.9%	27.1%	27.6%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1
应收账款周转天数	27	27	27	27
应付账款周转天数	36	36	35	35
存货周转天数	13	14	14	13
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.57	0.72	0.87
每股经营现金流	0.80	0.66	0.93	1.06
每股净资产	3.77	3.94	4.18	4.45
估值比率				
P/E	30	26	20	17
P/B	4	4	4	3
EV/EBITDA	20	17	14	11

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2022年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2022年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522