

Q1 需求端出现恢复，静待成本改善提振盈利表现

桃李面包 (603866.SH)

核心观点

公司 23Q1 营收同比实现小幅增长，需求端呈现出一定程度的恢复态势。分区域来看，公司大本营东北地区营收同比小幅下降 0.65%，主要系今年学校放假提前并且北方开学时间相对较晚，以及人们外出旅游需求增加导致本地需求相对较弱。而华东地区得益于公司加强渠道开拓，经销商数量同比增加 39 家，使得单季营收同比增长 22.01%，表现相对靠前。利润层面，公司毛利率因面粉等部分原料价格同比仍有上涨而出现下降，导致短期盈利仍面临一定压力。展望后续，在消费需求稳步复苏、成本压力逐步缓解的背景下，公司整体经营表现有望持续改善。

事件

公司公布 2023 年第一季度财务报告：

Q1 单季，公司实现营业收入 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%；扣非后归母净利润 1.31 亿元，同比下降 12.76%。

简评

Q1 需求端呈现回暖迹象，渠道拓展持续推进

公司 23Q1 营收同比实现小幅增长，需求端呈现出一定程度的恢复态势。分区域来看，公司大本营东北地区（占比 40.91%）营收同比小幅下降 0.65%，主要系今年学校放假提前并且北方开学时间相对较晚，以及春节以及节后人们外出旅游需求增加导致本地需求表现相对平淡。与此同时，华东地区（占比 32.20%）得益于公司加强渠道开拓，经销商数量同比增加 39 家，使得单季营收同比增长 22.01%，表现相对靠前。其余区域中，华北（占比 23.22%）/华中（占比 3.25%）/华南（占比 8.09%）地区营收同比分别增长 3.02%/13.61%/0.54%，而西南（占比 11.70%）和西北地区（占比 6.80%）同比分别下降 5.79%、6.18%。经销商数量方面，截至 23Q1，公司拥有经销商 962 家，同比增加 59 家，较 22Q4 末增加 10 家，公司全国化渠道布局持续推进，后续在产能建设的支持下，收入端有望继续改善。

短期成本端仍面压力，盈利能力同比下滑

公司 23Q1 毛利率为 23.94%，同比下降 1.68pcts，主要系面粉等部分原料价格同比仍有上涨，加之公司此前新建产能未完全释放

维持

增持

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:s1440518060003

SFC 编号:BOT242

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

SAC 编号:s1440518100010

SFC 编号:BQE111

发布日期：2023 年 04 月 19 日

当前股价：14.48 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.82/-13.21	-11.06/-16.30	-34.27/-39.94
12 月最高/最低价 (元)		21.67/11.26
总股本 (万股)		133,309.93
流通 A 股 (万股)		133,309.93
总市值 (亿元)		193.03
流通市值 (亿元)		193.03
近 3 月日均成交量 (万)		769.93
主要股东		
吴学群		24.34%

股价表现



相关研究报告

- 2023-03-23 【中信建投休闲食品】桃李面包 (603866):Q4 经营面临压力，期待 23 年出现好转
- 2023-01-11 【中信建投食品饮料】桃李面包 (603866):Q4 业绩短期受疫情影响，23 年有望进入恢复阶段

导致前期相关费用摊销相对较高。费用方面，公司各项费用整体波动较小，销售/管理/研发/财务费率同比变动分别为-0.09/+0.08/+0.05/+0.23pcts，其中财务费率增加较多主要系单季利息支出有所增加。综合下来，公司 23Q1 归母净利率为 9.40%，同比下降 1.48pcts，成本因素是盈利端承压的主要原因。从原料价格走势看，预计今年或呈现前高后低的态势，在资本开支节奏逐步趋稳、产能利用率随需求恢复逐渐提升等有利情况下，后续成本压力有望逐步缓解，带动盈利表现进一步修复。

坚定全国化战略布局，期待经营表现改善

公司坚持全国化布局的战略导向，在过往几年行业经营环境承压的情况下，仍稳步推进各地产能建设项目的实施和落地，进一步提升新品研发生产、物流配送和渠道运营能力，满足“中央工厂+批发”商业模式的需要，实现渠道下沉和市场渗透。23 年公司将继续精耕东北、华北等成熟市场，并积极拓展华东、华南等新市场。在居民消费稳步复苏的宏观环境下，预计公司整体经营表现将持续向好。而在利润层面，伴随油脂、包材等原辅料价格的逐步回落、规模效应的释放以及今年运输费率下降、返货率回归常态等有利因素的出现，预计公司全年利润表现有望得到改善。

盈利预测：

我们预计 2023-2025 年公司实现收入 74.51、83.19、92.28 亿元，实现归母净利润 7.35、8.32、9.39 亿元，对应 EPS 为 0.55、0.62、0.70 元/股。

风险提示：

1) 市场拓展不及预期的风险：公司早期在东北、华东、西南等地市场开拓效果较好，后续在开拓华南等行业竞争更加激烈的市场时，存在更强的市场渗透阻力，若公司无法寻求有效的应对手段，将对公司的长期增长空间判断造成不利影响。**2) 原材料成本上涨风险：**尽管油脂等价格在 22 年下半年开始逐渐企稳回落，但由于油脂等原料大宗属性强，其价格波动更加难以预测，若后续原料价格出现进一步上行，将对公司业绩表现造成压力。**3) 产品竞争力下降风险：**烘焙行业产品品类多，迭代快，公司不断加强新产品的开发和推广，以适应当前消费习惯和消费潮流的变化趋势。若后续无法及时跟进消费者需求变化，将对公司的业务增长造成不利影响。

预测和比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万）	6,686	7,451	8,319	9,228
营业收入增长率	5.54%	11.45%	11.64%	10.93%
净利润（百万）	640	735	832	939
净利润增长率	-16.14%	14.89%	13.10%	12.95%
EPS（元）	0.48	0.55	0.62	0.70
P/E	30	26	23	21

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

陈语匆

英国阿斯顿大学金融专业硕士，2019 年 11 月加入中信建投食品饮料团队，专注调味品研究，拥有跨行业复合研究经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk