

产能布局充足, 奠定长期增长基础

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年半年报, 上半年实现营业收入32.1亿元, 同比基本持平, 实现归母净利润2.9亿元, 同比下降18.5%; 其中23Q2实现营业收入17.3亿元, 同比下降1.3%, 实现归母净利润1.5亿元, 同比下降23.4%。
- 东北大本营市场下滑, 全渠道销售布局。** 1、分品类看, 面包、粽子分别实现营业收入31.5亿元(-0.8%)、1753万元(+30.5%)。醇熟等明星产品继续获得稳步增长, 主食烧饼面包、咸蛋黄嘟嘟面包、厚蛋香蕉烧蛋糕、谷物吐司面包等新产品呈现较高速增长, 产品竞争力持续提升。2、分区域看, 华北、东北、华东、华中、西南、西北、华南分别实现营业收入7.5亿元(+3.9%)、13.1亿元(-2.8%)、10.2亿元(+13%)、1.1亿元(+9.6%)、3.7亿元(-6.5%)、2.2亿元(-2.4%)、2.6亿元(+3.9%)。公司继续加大拓展华东、华南市场, 进一步挖掘华北、东北市场潜力, 同时积极拓展西南市场、新疆市场, 完善全国市场布局。经销商开拓方面, 截至2023H1, 公司共有经销商971家, 较年初净增加19家; 已覆盖31万多个零售终端, 并持续提升单店产出。公司在巩固线下优势的同时积极布局线上及新零售, 与专业的线上代运营公司合作, 更能有效投放资源、匹配需求, 同时重点拓展O2O业务, 与美团、饿了么、京东到家等平台展开深度合作。
- 盈利能力仍有压力, 期待下半年修复。** 1、整体毛利率23.5%, 同比下滑1.7pp, 主要由于部分原材料价格上涨、新产能未完全释放。2、费用率方面, 销售费用率8.2%, 同比增加0.2pp, 主要由于广告宣传费用、门店费增加; 管理费用率2.2%, 同比增加0.3pp, 主要由于新建项目人员储备的工资费用增加; 研发费用率0.5%, 基本持平; 财务费用率0.3%, 同比增加0.2pp, 主要由于利息支出增加。整体净利率9.1%, 同比下降2.1pp。
- 产能储备充足, 继续推进全国化。** 公司已在全国21个区域建立生产基地, 并向周边辐射销售, 上半年合计产能24.2万吨, 整体产能利用率73.4%。逐步推进产能扩张, 沈阳、泉州、广西、长春、河南、上海生产基地正在建设中, 预计将逐步释放新产能27.93万吨。新产能释放后将匹配市场增长的需求、扩大市场份额, 同时规模效应将逐步显现。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为6.6亿元、7.7亿元、8.8亿元, EPS分别为0.41元、0.48元、0.55元, 对应动态PE分别为24倍、20倍、18倍, 维持“持有”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动; 市场开拓不达预期风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6686.26	6985.97	7843.06	8728.18
增长率	5.54%	4.48%	12.27%	11.29%
归属母公司净利润(百万元)	640.06	661.19	769.76	879.65
增长率	-16.14%	3.30%	16.42%	14.28%
每股收益EPS(元)	0.40	0.41	0.48	0.55
净资产收益率ROE	12.73%	12.62%	3.88%	14.94%
PE	25	24	20	18
PB	3.13	3.00	2.84	2.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 夏霖
执业证号: S1250523070006
电话: 021-68415380
邮箱: xialj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.00
流通A股(亿股)	16.00
52周内股价区间(元)	9.54-18.02
总市值(亿元)	157.25
总资产(亿元)	64.97
每股净资产(元)	3.00

相关研究

- 桃李面包(603866): 利润压力仍存, 期待全年改善 (2023-04-22)
- 桃李面包(603866): 22Q4持续承压, 期待2023盈利修复 (2023-03-24)
- 桃李面包(603866): 收入、利润持续承压, 期待盈利修复 (2022-10-27)

盈利预测与估值

关键假设：

1) 随着整体经营环境改善、人口流动恢复，同时公司不断推出有竞争力的新品面包，预计 2023 年下半年起面包收入恢复增长，预计 2023-2025 年面包销量增速分别为 2%、10%、9%，吨价增速分别为 2%、1.8%、1.8%，毛利率分别为 24.4%、24.7%、24.9%。

2) 公司月饼产品矩阵丰富，满足消费者多层次需求，预计 2023-2025 年月饼销量增速保持 18%，吨价增速分别为 2%、1.5%、1%，毛利率分别为 21.2%、23.9%、26.2%。

3) 随着送礼消费场景恢复，粽子将重回较高增速，预计 2023-2025 年粽子销量增速分别为 36%、28%、25%，吨价增速分别为 -2.8%、2%、1.5%，毛利率分别为 32.2%、34.9%、37.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
面包及糕点	收入	6491	6753	7562	8391
	增速	4.9%	4.0%	12.0%	11.0%
	成本	4928	5102	5696	6302
	毛利率	24.1%	24.4%	24.7%	24.9%
月饼	收入	139	167	200	239
	增速	4.2%	20.4%	19.8%	19.2%
	成本	118	132	152	176
	毛利率	15.4%	21.2%	23.9%	26.2%
粽子	收入	13.3	18	23	29
	增速	6.6%	32.1%	30.6%	26.9%
	成本	8	12	15	18
	毛利率	37.3%	32.2%	34.9%	37.1%
其他	收入	40	48	58	69
	增速	2548.6%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	26	31	37	44
	毛利率	35.5%	36.0%	36.0%	36.0%
合计	收入	6686	6986	7843	8728
	增速	5.5%	4.5%	12.3%	11.3%
	成本	5083	5276	5901	6541
	毛利率	24.0%	24.5%	24.8%	25.1%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 69.9 亿元(+4.5%)、78.4 亿元(+12.3%)、87.3 亿元(+11.3%)，归母净利润分别为 6.6 亿元(+3.3%)、7.7 亿元(+16.4%)、8.8 亿元(+14.3%)，EPS 分别为 0.41 元、0.48 元、0.55 元，对应动态 PE 分别为 20 倍、18 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
603288.SH	海天味业	2299	41.35	1.43	1.23	1.44	1.63	56	34	29	25
600887.SH	伊利股份	1716	26.95	1.38	1.72	2.01	2.32	22	16	13	12
002557.SZ	洽洽食品	198	39.04	1.90	2.14	2.56	2.96	26	18	15	13
平均值								35	23	19	17
603866.SH	桃李面包	157	9.83	0.51	0.41	0.48	0.55	30	24	20	18

数据来源：Wind，西南证券整理

桃李面包为面包烘焙行业龙头，选取同样作为细分赛道龙头的海天味业、伊利股份、洽洽食品作为可比估值对象，三家公司 2023-2025 年平均 PE 为 23 倍、19 倍、17 倍，与桃李面包估值水平接近。维持“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6686.26	6985.97	7843.06	8728.18	净利润	640.06	661.19	769.76	879.65
营业成本	5082.72	5276.38	5900.56	6540.96	折旧与摊销	177.29	280.15	320.53	354.97
营业税金及附加	73.18	76.85	86.27	96.01	财务费用	11.49	40.26	38.15	36.49
销售费用	542.63	583.33	658.82	733.17	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	131.32	167.66	188.23	209.48	经营营运资本变动	72.30	-64.51	6.71	-3.88
财务费用	11.49	40.26	38.15	36.49	其他	165.25	3.21	-1.04	-3.61
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1066.39	920.30	1134.11	1263.63
投资收益	-25.84	-15.00	-5.00	-5.00	资本支出	-499.35	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	8.33	12.71	12.01	11.63	其他	-420.93	-2.29	7.01	6.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-920.29	-302.29	-392.99	-493.37
营业利润	812.34	839.21	978.05	1118.71	短期借款	-99.22	-38.49	-62.30	0.00
其他非经营损益	3.63	8.02	7.41	6.98	长期借款	300.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	815.98	847.23	985.46	1125.69	股权融资	22.37	0.00	0.00	0.00
所得税	175.92	186.03	215.70	246.04	支付股利	-571.33	-448.04	-462.84	-538.83
净利润	640.06	661.19	769.76	879.65	其他	141.01	-61.28	-38.15	-36.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-207.17	-547.81	-563.28	-575.32
归属母公司股东净利润	640.06	661.19	769.76	879.65	现金流量净额	-61.07	70.20	177.85	194.93
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	279.10	349.30	527.15	722.08	成长能力				
应收和预付款项	593.13	626.16	700.60	779.16	销售收入增长率	5.54%	4.48%	12.27%	11.29%
存货	202.39	210.10	232.96	259.46	营业利润增长率	-16.22%	3.31%	16.54%	14.38%
其他流动资产	376.22	378.52	388.01	397.81	净利润增长率	-16.14%	3.30%	16.42%	14.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-10.77%	15.83%	15.27%	12.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3895.43	3933.51	4031.20	4194.46	毛利率	23.98%	24.47%	24.77%	25.06%
无形资产和开发支出	370.01	359.84	349.68	339.51	三费率	10.25%	11.33%	11.29%	11.22%
其他非流动资产	905.76	897.70	889.63	881.57	净利率	9.57%	9.46%	9.81%	10.08%
资产总计	6622.04	6755.13	7119.23	7574.06	ROE	12.73%	12.62%	13.88%	14.94%
短期借款	100.78	62.30	0.00	0.00	ROA	9.67%	9.79%	10.81%	11.61%
应付和预收款项	826.78	812.90	922.36	1026.11	ROIC	14.92%	14.83%	16.74%	18.42%
长期借款	300.00	300.00	300.00	300.00	EBITDA/销售收入	14.97%	16.60%	17.04%	17.30%
其他负债	368.32	340.61	350.62	360.89	营运能力				
负债合计	1595.88	1515.81	1572.99	1687.00	总资产周转率	1.06	1.04	1.13	1.19
股本	1333.10	1599.72	1599.72	1599.72	固定资产周转率	2.68	2.34	2.34	2.45
资本公积	1423.69	1157.07	1157.07	1157.07	应收账款周转率	12.61	12.69	12.96	12.97
留存收益	2324.38	2537.53	2844.45	3185.28	存货周转率	27.11	25.58	26.52	26.41
归属母公司股东权益	5026.16	5239.31	5546.24	5887.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.02%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5026.16	5239.31	5546.24	5887.06	资产负债率	24.10%	22.44%	22.09%	22.27%
负债和股东权益合计	6622.04	6755.13	7119.23	7574.06	带息债务/总负债	37.60%	37.05%	31.74%	29.60%
					流动比率	1.40	1.63	1.82	1.91
					速动比率	1.20	1.41	1.59	1.68
					股利支付率	89.26%	67.76%	60.13%	61.26%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1001.13	1159.62	1336.72	1510.17	每股收益	0.40	0.41	0.48	0.55
PE	24.57	23.78	20.43	17.88	每股净资产	3.14	3.28	3.47	3.68
PB	3.13	3.00	2.84	2.67	每股经营现金	0.67	0.58	0.71	0.79
PS	2.35	2.25	2.00	1.80	每股股利	0.36	0.28	0.29	0.34
EV/EBITDA	12.31	12.77	10.90	9.52					
股息率	3.63%	2.85%	2.94%	3.43%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
