

桃李面包 (603866.SH)

业绩符合预期，华东继续高增

Q2 公司收入增长 8.75%，华东地区受益封控期间政府保供，继续保持高速增长。利润端原材料及运费成本进一步走高，拖累毛利率及净利率表现。当前第一轮提价已经传导完成，第二轮刚开始，期待顺利传导后的利润改善。下半年公司持续开拓华东华南市场的同时，计划加大对西南、新疆市场的拓展，进一步完善全国化布局。我们调整 22-23 年盈利预测为 0.59、0.69，对应 PE 24X、20X，维持“强烈推荐”评级。

- 22Q2 收入增长 8.75%，归母净利润下降 2.98%。**公司披露 2022 年中报，H1 实现营业收入 32.06 亿元，同比增长 9.06%，实现归母净利润 3.58 亿元，同比下降 2.90%，实现归母扣非净利润 3.41 亿元，同比增长 1.42%。其中单 Q2 实现收入 17.54 亿，同比+8.75%，实现归母净利润 2.00 亿元，同比-2.98%，实现归母扣非净利润 1.91 亿元，同比+0.61%，收入、利润与前期业绩快报基本一致。Q2 现金回款 19.06 亿元，同比增长 7.1%，经营性净现金流同比增长 13.8%，主要系报告期内因缓缴税费支付的各项税费减少。
- Q2 华东受益政府保供，维持高速增长。**分产品看，Q2 面包及糕点收入 17.30 亿，同比增长 8.15%，月饼收入 150 万，增长 141.59%，粽子收入 1343 万，增长 7.01%。分区域看，Q2 华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南分别增长 5.06%/1.99%/52.25%/11.46%/4.66%/7.62%/-2.43%，Q2 上海疫情严重，大规模封控，桃李作为保供产品，继续保持高速增长，华南下滑主要系人员流出所致。公司继续保持经销商和终端开拓，截至上半年末，经销商数量同比净增加 94 家，其中华东地区净增加 53 家。
- 原材料及运费成本上涨，毛利率继续承压。**22Q2 公司实现毛利率 24.73%，同比下降 1.83pct，环比下降 0.89pct，主要系原材料价格以及运费成本进一步上涨，公司年初对油脂、面粉锁价对冲部分成本上涨，但运费受原油价格影响波动较大。Q2 公司实现销售费用率 7.64%，同比下降 1.20pct，从费用细项来看，上半年销售人员工资同比下降 3.38%，广告及宣传费用同比增加 21.95%。Q2 管理费用率和财务费用率同比基本持平，公允价值变动收益以及其他收益同比减少 1369 万，公司最终实现净利率 11.39%，同比下降 1.41pct。
- 提价陆续传导，期待后续利润改善。**渠道调研反馈，公司第一轮提价已经传导完成，平均提价幅度约 4%，第二轮提价目前刚开始，随着 7/8 月份进入销售淡季以及高温天气，预计需要到四季度才能顺利传导。成本端目前依然处于高位，成本回落的红利有望在四季度体现，叠加提价传导，期待利润改善。
- 业绩符合预期，期待后续利润改善，维持“强烈推荐”评级。**Q2 公司收入增长 8.75%，华东地区受益封控期间政府保供，继续保持高速增长。利润端原材料及运费成本进一步走高，拖累毛利率及净利率表现。当前第一轮提价已经传导完成，第二轮刚开始，期待顺利传导后的利润改善。下半年公司持续开拓华东华南市场的同时，计划加大对西南、新疆市场的拓展，进一步完善全国化布局。我们调整 22-23 年盈利预测为 0.59、0.69，对应 PE 24X、20X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情反复影响，行业竞争阶段性加剧。

强烈推荐 (维持)

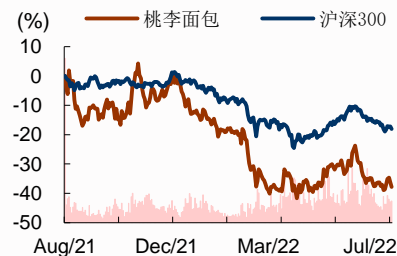
消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：13.96 元

基础数据

总股本 (万股)	133310
已上市流通股 (万股)	133310
总市值 (亿元)	186
流通市值 (亿元)	186
每股净资产 (MRQ)	3.5
ROE (TTM)	15.9
资产负债率	21.6%
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	-9	-22	-32
相对表现	-3	-11	-15



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《桃李面包 (603866) —业绩符合预期，期待环比恢复》2022-04-19
- 《桃李面包 (603866) —收入环比恢复，利润仍有压力》2022-04-12
- 《桃李面包 (603866) —延续改善趋势，期待 22 年恢复》2022-03-17

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

田地 研究助理

tianidi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5963	6335	6865	7636	8525
同比增长	6%	6%	8.4%	11.2%	11.6%
营业利润(百万元)	1127	970	998	1173	1350
同比增长	31%	-14%	2.9%	17.5%	15.1%
归母净利润(百万元)	883	763	785	921	1059
同比增长	29%	-14%	2.9%	17.3%	15.0%
每股收益(元)	1.30	0.80	0.59	0.69	0.79
PE	10.8	17.4	23.7	20.2	17.6
PB	2.0	2.7	3.2	2.8	2.5

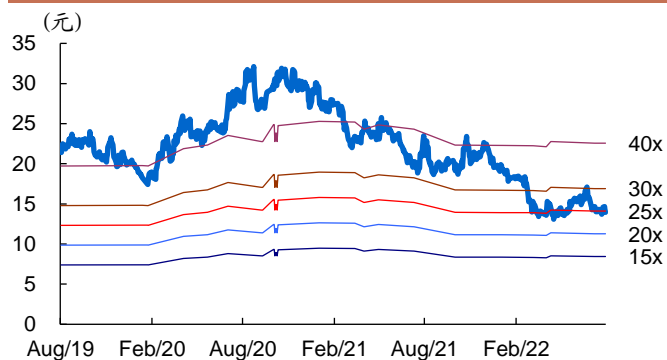
资料来源：公司数据、招商证券

桃李面包单季度利润表

单位：百万元	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	2020	2021
一、营业总收入	1633	1591	1327	1613	1724	1672	1452	1754	5963	6335
二、营业总成本	1305	1350	1134	1377	1482	1423	1261	1510	4906	5416
其中：营业成本	926	1672	974	1184	1281	1230	1080	1320	4176	4670
营业税金及附加	18	18	16	17	19	18	16	18	66	70
营业费用	334	-378	122	143	145	142	123	134	524	552
管理费用	20	33	27	26	27	32	32	27	100	111
研发费用	3	4	3	5	7	7	8	8	11	21
财务费用	3	-2	-8	2	2	-7	2	2	22	-11
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
三、其他经营收益	14	15	12	27	11	1	8	13	70	50
公允价值变动收益	5	4	8	9	4	-3	4	0	36	30
投资收益	2	1	0	0	0	3	0	0	17	17
其他收益	7	9	4	18	7	1	2	13	17	3
四、营业利润	342	256	205	262	253	250	199	256	1127	970
加：营业外收入	5	2	4	4	4	5	4	4	16	18
减：营业外支出	1	1	1	1	1	2	0	6	5	5
五、利润总额	345	256	208	266	256	253	202	255	1138	983
减：所得税	77	59	45	59	57	58	44	55	255	219
六、净利润	268	197	163	206	199	195	158	200	883	763
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	268	197	163	206	199	195	158	200	883	763
EPS	0.28	0.21	0.17	0.22	0.21	0.20	0.17	0.15	1.30	0.80
主要比率										
毛利率	43.3%	-5.1%	26.6%	26.6%	25.7%	26.4%	25.6%	24.7%	30.0%	26.3%
主营税金率	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%
营业费率	20.5%	-23.7%	9.2%	8.8%	8.4%	8.5%	8.4%	7.6%	8.8%	8.7%
管理费用率	1.2%	2.1%	2.0%	1.6%	1.6%	1.9%	2.2%	1.5%	1.7%	1.8%
营业利润率	20.9%	16.1%	15.4%	16.3%	14.7%	15.0%	13.7%	14.6%	18.9%	15.3%
实际税率	22.3%	23.1%	21.8%	22.3%	22.2%	22.9%	22.0%	21.5%	22.4%	22.3%
净利率	16.4%	12.4%	12.3%	12.8%	11.5%	11.66%	10.9%	11.4%	14.8%	12.0%
YoY										
收入增长率	4.4%	4.5%	0.3%	13.9%	5.6%	5.1%	9.4%	8.8%	5.7%	6.2%
营业利润增长率	34.4%	13.2%	-17.7%	-6.4%	-26.1%	-2.2%	-2.7%	-2.2%	30.6%	-13.9%
净利润增长率	34.6%	9.2%	-16.3%	-7.5%	-25.8%	-0.9%	-3.0%	-3.2%	29.2%	-13.5%

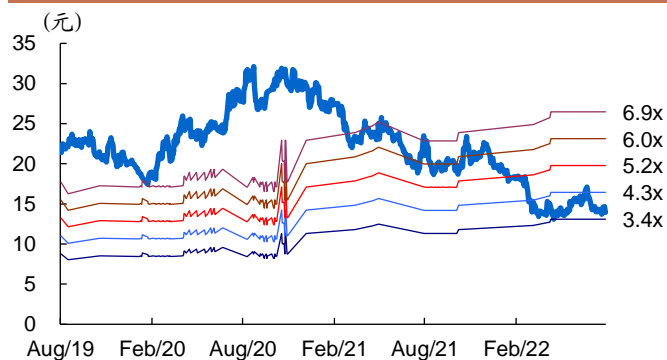
资料来源：公司报表

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）—业绩符合预期，期待环比恢复》2022-04-19
- 2、《桃李面包（603866）—收入环比恢复，利润仍有压力》2022-04-12
- 3、《桃李面包（603866）—延续改善趋势，期待 22 年恢复》2022-03-17

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2419	1708	2116	2522	3059
现金	715	339	703	1016	1443
交易性投资	972	551	551	551	551
应收票据	0	5	6	6	7
应收款项	492	507	529	588	656
其它应收款	35	35	38	42	47
存货	138	173	181	199	221
其他	68	99	108	120	133
非流动资产	3266	4308	4683	5037	5369
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1794	2236	2658	3053	3422
无形资产商誉	342	336	303	272	245
其他	1129	1736	1722	1711	1702
资产总计	5685	6017	6799	7559	8428
流动负债	849	1006	851	925	1012
短期借款	205	200	0	0	0
应付账款	399	499	549	602	668
预收账款	3	9	10	11	12
其他	242	298	292	312	332
长期负债	3	76	76	76	76
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	76	76	76	76
负债合计	852	1082	927	1001	1088
股本	680	952	1333	1333	1333
资本公积金	1980	1727	1727	1727	1727
留存收益	2173	2256	2812	3497	4280
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4833	4935	5872	6558	7340
负债及权益合计	5685	6017	6799	7559	8428

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1101	1014	949	1053	1201
净利润	883	763	785	921	1059
折旧摊销	146	163	195	216	237
财务费用	32	(3)	(12)	(18)	(25)
投资收益	(17)	(3)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	71	113	27	(22)	(26)
其它	(12)	(20)	4	6	6
投资活动现金流	(999)	(675)	(523)	(523)	(523)
资本支出	(893)	(1117)	(573)	(573)	(573)
其他投资	(106)	443	50	50	50
筹资活动现金流	(466)	(715)	(62)	(218)	(252)
借款变动	215	(590)	(226)	0	0
普通股增加	21	272	381	0	0
资本公积增加	843	(253)	0	0	0
股利分配	(680)	(229)	(229)	(236)	(276)
其他	(864)	85	12	18	25
现金净增加额	(363)	(375)	365	313	427

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5963	6335	6865	7636	8525
营业成本	4176	4670	5140	5638	6252
营业税金及附加	66	70	76	84	94
营业费用	524	552	571	650	726
管理费用	100	111	120	134	150
研发费用	11	21	22	25	28
财务费用	22	(11)	(12)	(18)	(25)
资产减值损失	(7)	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	17	17	17	17	17
其他收益	36	30	30	30	30
投资收益	17	3	3	3	3
营业利润	1127	970	998	1173	1350
营业外收入	16	18	18	18	18
营业外支出	5	5	5	5	5
利润总额	1138	983	1011	1186	1364
所得税	255	219	226	265	305
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	883	763	785	921	1059

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	6%	6%	8.4%	11.2%	11.6%
营业利润	31%	-14%	2.9%	17.5%	15.1%
归母净利润	29%	-14%	2.9%	17.3%	15.0%
获利能力					
毛利率	30.0%	26.3%	25.1%	26.2%	26.7%
净利率	14.8%	12.0%	11.4%	12.1%	12.4%
ROE	18.3%	15.5%	13.4%	14.0%	14.4%
ROIC	17.6%	14.4%	13.0%	13.7%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	15.0%	18.0%	13.6%	13.2%	12.9%
净负债比率	3.6%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.8	1.7	2.5	2.7	3.0
速动比率	2.7	1.5	2.3	2.5	2.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
存货周转率	31.1	30.1	29.0	29.6	29.8
应收账款周转率	12.1	12.6	13.1	13.5	13.6
应付账款周转率	10.3	10.4	9.8	9.8	9.8
每股资料(元)					
EPS	1.30	0.80	0.59	0.69	0.79
每股经营净现金	1.62	1.06	0.71	0.79	0.90
每股净资产	7.11	5.18	4.40	4.92	5.51
每股股利	1.00	0.24	0.18	0.21	0.24
估值比率					
PE	10.8	17.4	23.7	20.2	17.6
PB	2.0	2.7	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	7.8	9.0	8.4	7.2	6.3

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。

欧阳廷昊：中山大学本科，香港科技大学硕士，3年买方投研工作经验，21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。

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。