

## 面包新品逐步推出, 全国产能储备充足

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年报, 上半年实现营收 32.1 亿元, 同比增长 9.1%, 实现归母净利润 3.6 亿元, 同比下滑 3%; 其中二季度实现营收 17.5 亿元, 同比增长 8.8%, 实现归母净利润 2 亿元, 同比下滑 3%。
- **面包新品表现亮眼, 全国化布局有序推进。** 1、分品类看, 面包及糕点、月饼、粽子分别实现营业收入 31.8 亿元 (+8.6%)、150 万元 (+142%)、1343 万元 (+7%)。明星产品醇熟系列稳健增长, 轻乳芝士蛋糕、撕圈黄油面包、三明治蛋糕(巧克力味)、淘气包面包等新品高速增长, 产品竞争力持续提升; 面包新品逐步投放市场, 进一步满足消费者需求。2、分区域看, 华北地区、东北地区、华东地区、华中地区、西南地区、西北地区、华南地区分别实现营业收入 7.2 亿元 (+5.3%)、13.5 亿元 (+2.1%)、9.1 亿元 (+43.6%)、9597 万元 (+12.7%)、4.0 亿元 (+4.6%)、2.2 亿元 (+12.8%)、2.5 亿元 (+3.5%)。在华东、华南等新市场, 对重点客户的投入持续增加, 不断提升单店质量; 东北、华北等成熟市场加快渠道网络下沉; 公司将进一步拓展西南市场、新疆市场, 进一步完善全国化布局。经销商开拓方面, 截至 2022H1 末, 公司共有经销商 942 家, 净增加 94 家。
- **原材料价格上涨, 盈利能力有所下滑。** 1、整体毛利率 25.1%, 同比下滑 1.4pp, 主要由于: 整体毛利率略有下滑, 主要由于: 1) 部分原材料成本上涨; 2) 终端配送服务费用增长。2、费用率方面, 销售费用率 8%, 同比下降 1pp, 主要由于外包服务费用等促销费用减少; 管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.9%、0.5%、0.1%, 基本保持稳定。整体净利率 11.2%, 同比下滑 1.4pp。
- **产能储备充足, 规模效应逐步显现。** 1、市场方面, 公司已在全国 22 个区域建立生产基地, 并向周边辐射销售, 合计产能 22.8 万吨; 不断加大华北、东北成熟市场投入, 进一步挖掘市场潜力, 巩固并提升市场份额。2、产能方面, 逐步推进产能扩张, 沈阳、青岛、泉州、广西、长春、河南生产基地正在建设中, 预计将逐步释放新产能 27.9 万吨。扩张产能将更好地满足下游需求, 以“中央工厂+批发”模式形成生产销售的规模效应, 提高盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 8.0 亿元、9.0 亿元、10.1 亿元, EPS 分别为 0.60 元、0.68 元、0.75 元, 对应动态 PE 分别为 23 倍、21 倍、19 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。

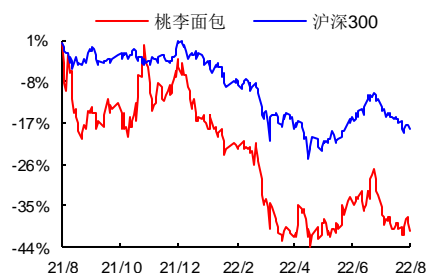
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6335.38	7000.56	7721.84	8531.98
增长率	6.24%	10.50%	10.30%	10.49%
归属母公司净利润(百万元)	763.27	799.81	901.49	1005.65
增长率	-13.54%	4.79%	12.71%	11.55%
每股收益 EPS(元)	0.57	0.60	0.68	0.75
净资产收益率 ROE	15.47%	15.38%	16.27%	17.00%
PE	24	23	21	19
PB	3.77	3.58	3.36	3.15

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  
联系人: 夏霖  
电话: 021-58351959  
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)	13.33
流通 A 股(亿股)	13.33
52 周内股价区间(元)	13.09-33.8
总市值(亿元)	186.10
总资产(亿元)	62.85
每股净资产(元)	5.35

### 相关研究

1. 桃李面包(603866): 收入延续稳健增长, 盈利能力持续承压 (2022-07-19)
2. 桃李面包(603866): 面包消费好转, 盈利能力持续承压 (2022-04-19)
3. 桃李面包(603866): 全国化布局进一步完善, 盈利能力持续承压 (2022-03-17)
4. 桃李面包(603866): 疫情、限电拉低收入, 利润端持续承压 (2022-01-12)
5. 桃李面包(603866): 面包消费稳步好转, 整体盈利能力下滑 (2021-10-19)
6. 桃李面包(603866): 收入稳健增长, 利润持续承压 (2021-10-12)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6335.38	7000.56	7721.84	8531.98	净利润	763.27	799.81	901.49	1005.65
营业成本	4670.26	5151.03	5672.71	6295.40	折旧与摊销	163.07	238.18	279.25	314.04
营业税金及附加	69.86	77.01	84.94	93.85	财务费用	-10.75	6.11	2.42	0.54
销售费用	551.99	637.05	694.97	725.22	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	111.20	147.01	154.44	170.64	经营营运资本变动	53.87	-46.45	-7.28	-2.26
财务费用	-10.75	6.11	2.42	0.54	其他	44.32	-34.55	-33.82	-36.64
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1013.78</b>	<b>963.10</b>	<b>1142.07</b>	<b>1281.33</b>
投资收益	2.99	20.00	20.00	20.00	资本支出	-999.99	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	17.30	14.55	15.82	15.64	其他	325.39	34.55	35.82	35.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-674.60</b>	<b>-265.45</b>	<b>-364.18</b>	<b>-464.36</b>
<b>营业利润</b>	<b>969.64</b>	<b>1016.90</b>	<b>1148.18</b>	<b>1281.98</b>	短期借款	-5.28	-119.55	-80.45	0.00
其他非经营损益	13.13	12.00	12.20	12.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>982.76</b>	<b>1028.89</b>	<b>1160.38</b>	<b>1294.26</b>	股权融资	19.16	0.00	0.00	0.00
所得税	219.50	229.08	258.89	288.62	支付股利	-680.15	-534.29	-559.87	-631.04
净利润	763.27	799.81	901.49	1005.65	其他	-48.37	-32.36	-2.42	-0.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-714.64</b>	<b>-686.19</b>	<b>-642.74</b>	<b>-631.58</b>
归属母公司股东净利润	763.27	799.81	901.49	1005.65	<b>现金流量净额</b>	<b>-376.11</b>	<b>11.45</b>	<b>135.15</b>	<b>185.39</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	338.58	350.03	485.18	670.57	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	571.63	647.02	709.06	783.19	销售收入增长率	6.24%	10.50%	10.30%	10.49%
存货	172.58	190.34	207.62	231.63	营业利润增长率	-13.94%	4.87%	12.91%	11.65%
其他流动资产	625.71	633.54	642.03	651.57	净利润增长率	-13.54%	4.79%	12.71%	11.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-13.33%	12.41%	13.37%	11.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3398.98	3476.91	3613.76	3815.83	毛利率	26.28%	26.42%	26.54%	26.21%
无形资产和开发支出	336.28	327.04	317.80	308.56	三费率	10.30%	11.29%	11.03%	10.51%
其他非流动资产	573.15	566.28	559.41	552.54	净利率	12.05%	11.42%	11.67%	11.79%
<b>资产总计</b>	<b>6016.89</b>	<b>6191.16</b>	<b>6534.86</b>	<b>7013.89</b>	ROE	15.47%	15.38%	16.27%	17.00%
短期借款	200.00	80.45	0.00	0.00	ROA	12.69%	12.92%	13.80%	14.34%
应付和预收款项	698.97	755.07	829.61	924.49	ROIC	20.43%	19.12%	20.71%	22.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.71%	18.02%	18.52%	18.71%
其他负债	182.85	155.04	163.04	172.59	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1081.83</b>	<b>990.57</b>	<b>992.65</b>	<b>1097.07</b>	总资产周转率	1.08	1.15	1.21	1.26
股本	952.21	1333.10	1333.10	1333.10	固定资产周转率	3.14	2.81	2.67	2.70
资本公积	1782.20	1401.31	1401.31	1401.31	应收账款周转率	12.69	12.95	12.83	12.89
留存收益	2255.65	2521.17	2862.79	3237.40	存货周转率	30.09	28.39	28.37	28.47
归属母公司股东权益	4935.07	5200.59	5542.21	5916.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.74%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4935.07</b>	<b>5200.59</b>	<b>5542.21</b>	<b>5916.82</b>	资产负债率	17.98%	16.00%	15.19%	15.64%
负债和股东权益合计	6016.89	6191.16	6534.86	7013.89	带息债务/总负债	18.49%	8.12%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.70	1.99	2.23	2.29
					速动比率	1.53	1.78	2.00	2.06
					股利支付率	89.11%	66.80%	62.10%	62.75%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1121.96	1261.18	1429.86	1596.55	每股收益	0.57	0.60	0.68	0.75
PE	24.38	23.27	20.64	18.51	每股净资产	3.70	3.90	4.16	4.44
PB	3.77	3.58	3.36	3.15	每股经营现金	0.76	0.72	0.86	0.96
PS	2.94	2.66	2.41	2.18	每股股利	0.51	0.40	0.42	0.47
EV/EBITDA	10.81	13.71	11.94	10.58					
股息率	3.65%	2.87%	3.01%	3.39%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20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：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn