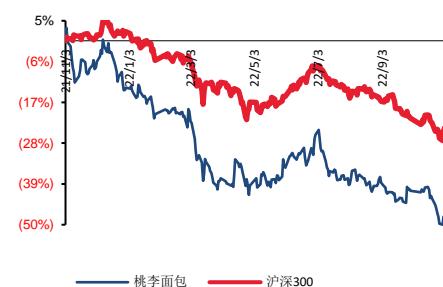




食品饮料 休闲食品

桃李面包: 短期成本承压, 期待盈利改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,333/1,333
总市值/流通(百万元)	15,664/15,664
12 个月最高/最低(元)	33.70/11.26

相关研究报告:

- 桃李面包 (603866)《桃李面包中报点评: 需求逐步恢复, 业绩有望改善》--2021/08/11
- 桃李面包 (603866)《桃李面包年报暨一季报点评: 疫情利好迎开门红, 全国扩张推进继续》--2020/04/15

证券分析师: 李鑫鑫

电话: 021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519100001

证券分析师: 李梦鹏

电话: 15216670766

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码:

事件: 2022 前三季度公司实现收入 50.3 亿元, 同比+7.8%, 归母净利润 4.9 亿元, 同比-13.8%, 扣非净利润 4.9 亿元, 同比-7.3%。其中 2022Q3 实现收入 18.2 亿元, 同比+5.7%, 归母净利润 1.3 亿元, 同比-33.9%, 扣非净利润 1.5 亿元, 同比-22.8%。收入符合预期, 利润低于此前预期。

点评:

收入分析: 核心产品逆势增长, 核心地区稳步增长。2022 前三季度公司营收 50.28 亿元, 同比增长 7.8%, (Q1: +9.43%, Q2: +8.8%, Q3: +5.7%)。分产品看, 公司的核心产品面包依旧增长稳定, Q3 同比增长 7.40%; 月饼与其他礼赠类产品增速较低于面包产品, Q3 同比+4.15%, 主要系疫情封锁导致送礼场景缺失。分地区看, 区域出现分化, 22Q3 华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南地区分别实现同比+5.65%/+2.03%/+33.56%/+10.73%/-1.37%/+2.62%/+6.07%。华北、东北两大核心战略地区增速有所放缓, 华东、华南表现亮眼, 西南地区仅实现 2.6pct 增速, 主要系停电等客观因素影响。

本费利分析: 原材料成本处于高位, 利润端持续承压。22Q3 公司扣非归母净利率 8.01% (-3.29pct), 归母净利率 7.26% (-4.29%), 主要系 Q3 公司政府补贴减少以及原材料套期保值产生投资收益亏损 1801 万元。Q3 公司实现毛利率 21.74% (-3.95pct)。主要系 1) 面粉、油脂等原材料价格持续处于高位, 2) 疫情下运费成本上 3) 疫情下短期退货率、折扣率以及配送费用加大。22Q3 销售费用率 8.11% (-0.32pct), 主要系局部地区疫情防控使宣传投放费用降低, 管理费用率 1.8% (+0.22pct)。

Q4 展望: 短期承压, 期待动销以及成本端环比改善。收入端, 短保面包产品受疫情影响销售疲软, Q4 随着公司轻乳芝士蛋糕、撕圈黄油面包、三明治蛋糕、淘气包面包等新品的推广和疫情逐步好转, 公司动销有望在 Q4 环比改善。成本端, 油脂价格目前逐步下行, 公司亦于 Q3 提价 4%-5% 以应对成本压力, 期待公司毛利修复。

长期展望: 产品持续推新, 全国化布局推进。1) 产品端: 一方面明星产

品醇熟系列稳健增长，另一方面公司加大对轻乳芝士蛋糕、撕圈黄油面包、淘气包面包等新品的研发和推广，紧跟市场潮流风向，丰富产品种类，满足消费者多样化需求，公司产品综合竞争力稳步提升。**2) 渠道端：**公司布局科学化渠道结构，积极接触社区团购等新零售渠道，同时按照不同品类打造线下、线上互补性渠道枢纽，未来将形成完整且成熟的供应链体系，尽收规模化效应利益。**3) 产能端：**公司产能储备一向充足，公司已在全国 22 个区域建立生产基地，长春、泉州等多地生产基地在建，随之产能将陆续释放。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，保障公司在高扩张，稳基础的前提下，进一步利用生产销售的规模效应，提高盈利能力。

盈利预测与估值：公司短期经营压力较大，动销受疫情影响放缓，低价原材料使用完毕，成本端承压，期待公司后续动销恢复以及成本改善。中长期看公司产品持续推新，并加大对华中、华东、华南等新市场的开拓，中长期全国化扩张路径清晰。我们预计公司 2022-2024 年收入增速 8.6%/12.2%/13.4%，归母净利润增速-7.8%/19.8%/17.2%。给予公司 2023 年 24 倍 PE，一年目标价 15 元，维持增持评级。

风险提示：原材料价格波动风险，食品安全事件风险，新产品不及预期。

■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6335	6880	7720	8754
增长率(%)	6.24%	8.60%	12.20%	13.40%
净利润(百万元)	763	704	843	988
增长率(%)	-13.54%	-7.80%	19.80%	17.20%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.53	0.63	0.74
P/E	21	22	19	16

资料来源：Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafli@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。