

Q2 业绩承压，期待经营复苏

2023 年 08 月 15 日

► **事件：**公司发布 2023 年半年报，2023H1 实现营业收入 32.1 亿元，同比 +0.03%；归母净利润 2.9 亿元，同比 -18.5%；扣非归母净利润 2.8 亿元，同比 -17.6%。单 Q2 实现营业收入 17.3 亿元，同比 -1.32%；归母净利润 1.5 亿元，同比 -23.4%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比 -21.4%。

► **营收复苏承压，23Q2 营收同比-1.32%。分产品看，**23H1 核心产品桃李品牌的面包及糕点实现营收 31.5 亿元，同比 -0.76%，营收占比 98.38%；针对传统节日开发的节日食品粽子实现收入 1,753.24 万元，同比 +30.53%；单 Q2 来看，面包实现营收 16.9 亿元，同比 -2.04%，营收复苏承压。**分地区看，**23H1 华北/华东/华中/华南分别实现营收 7.5/10.2/1.1/2.6 亿元，同比 +3.9%/+13%/+9.6%/+3.9%，公司继续加大力度拓展华东、华南等新市场，不断增加对重点客户的投入，提升单店质量，23H1 华北/华东/华中/华南经销商数量分别净增 11/5/4/0 家至 176/241/36/45 家；东北/西南/西北地区分别实现营收 13.1/3.7/2.2 亿元，同比分别 -2.8%/-6.5%/-2.4%，经销商数量分别净增 2/6/1 家至 276/125/72 家。

► **原材料价格上涨、产能爬坡，盈利能力短期承压。**23Q2 公司实现毛利率 23.1%，同比 -1.64pcts，主要系：1) 原材料价格上涨；2) 新增产能投产。**产能方面，**截至 23H1，公司共有 21 个生产基地已投入使用，在建生产基地项目 6 个，已投入使用的生产基地整体产能利用率为 73.35%，其中，华南/华中/华东地区产能利用率分别为 66.69%/60.68%/59.80%，主要系海南桃李、武汉桃李、青岛桃李食品和浙江桃李投产时间较短，过渡期产能利用率相对较低。**费用端，**23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别 +0.45/+0.5/+0.03/+0.23pcts 至 8.1%/2.0%/0.5%/0.3%，整体费用端保持稳定。23Q2 录得归母净利率 8.84%，同比 -2.55pcts。

► **投资建议：**公司短期经营复苏较缓，后续伴随动销恢复及原材料价格恢复至往年正常水平，盈利能力有望提升。公司持续完善全国市场布局，在持续重点关注华东、华南市场基础上，积极拓展西南市场、新疆市场；对于成熟市场加快销售网络细化下沉，挖掘市场潜力。我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 69.6/77.9/85.7 亿元，同比 +4.1%/11.9%/9.9%；归母净利润分别为 6.6/7.9/9.1 亿元，同比 +3.2%/19.4%/14.8%，当前股价对应 P/E 分别为 25/21/18X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格上涨，需求复苏不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险。

推荐

维持评级

当前价格：

10.12 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

- 1.桃李面包 (603866) 2022 年一季报点评：22Q1 营收开局稳健，期间费用影响利润表现 -2022/04/19
- 2.桃李面包 (603866) 2021 年年报点评：21 年主业经营平稳，毛利率下滑拖累利润表现 -2022/03/17
- 3.桃李面包 (603866) 2021 年业绩快报点评：21 年收入低速增长，21Q4 利润降幅边际收窄 -2022/01/12
- 4.桃李面包 (603866) 2021 年三季报点评：收入低速增长，需求回落及成本上升拖累利润表现 -2021/10/19

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6686	6963	7792	8565
增长率 (%)	5.5	4.1	11.9	9.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	640	661	789	905
增长率 (%)	-16.1	3.2	19.4	14.8
每股收益 (元)	0.40	0.41	0.49	0.57
PE	25	25	21	18
PB	3.2	3.1	3.0	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 15 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6686	6963	7792	8565
营业成本	5083	5292	5867	6407
营业税金及附加	73	77	86	94
销售费用	543	592	662	728
管理费用	131	139	156	171
研发费用	32	35	23	26
EBIT	839	863	1036	1182
财务费用	11	28	36	33
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-26	0	0	0
营业利润	812	836	1000	1149
营业外收支	4	12	12	12
利润总额	816	847	1012	1161
所得税	176	186	223	255
净利润	640	661	789	905
归属于母公司净利润	640	661	789	905
EBITDA	1046	1136	1421	1643

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	279	498	559	595
应收账款及票据	502	572	640	704
预付款项	31	26	29	32
存货	202	217	241	263
其他流动资产	437	432	438	445
流动资产合计	1451	1746	1908	2039
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2762	3493	3986	4483
无形资产	370	370	370	370
非流动资产合计	5171	5589	5677	5801
资产合计	6622	7335	7585	7840
短期借款	101	371	321	221
应付账款及票据	539	551	611	667
其他流动负债	400	338	358	392
流动负债合计	1040	1260	1290	1280
长期借款	300	660	660	660
其他长期负债	256	261	243	260
非流动负债合计	556	921	903	920
负债合计	1596	2181	2193	2200
股本	1333	1600	1600	1600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5026	5154	5392	5640
负债和股东权益合计	6622	7335	7585	7840

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.54	4.13	11.91	9.93
EBIT 增长率	-10.62	2.89	20.03	14.06
净利润增长率	-16.14	3.23	19.41	14.75
盈利能力 (%)				
毛利率	23.98	24.00	24.70	25.20
净利率	9.57	9.49	10.13	10.57
总资产收益率 ROA	9.67	9.01	10.40	11.55
净资产收益率 ROE	12.73	12.82	14.63	16.05
偿债能力				
流动比率	1.40	1.39	1.48	1.59
速动比率	1.10	1.14	1.21	1.31
现金比率	0.27	0.40	0.43	0.47
资产负债率 (%)	24.10	29.74	28.91	28.06
经营效率				
应收账款周转天数	27.40	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	14.53	15.00	15.00	15.00
总资产周转率	1.06	1.00	1.04	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.41	0.49	0.57
每股净资产	3.14	3.22	3.37	3.53
每股经营现金流	0.67	0.51	0.75	0.87
每股股利	0.40	0.34	0.41	0.47
估值分析				
PE	25	25	21	18
PB	3.2	3.1	3.0	2.9
EV/EBITDA	16.05	14.78	11.82	10.22
股息收益率 (%)	3.95	3.40	4.06	4.66

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	640	661	789	905
折旧和摊销	207	273	385	461
营运资金变动	199	-121	-5	-5
经营活动现金流	1066	813	1199	1390
资本开支	-899	-566	-420	-514
投资	-31	0	0	0
投资活动现金流	-920	-618	-420	-514
股权募资	0	0	0	0
债务募资	409	625	-66	-100
筹资活动现金流	-207	23	-718	-840
现金净流量	-61	219	61	36

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026