

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.91
总股本/流通股本(亿股)	16.00 / 16.00
总市值/流通市值(亿元)	127 / 127
52周内最高/最低价	18.02 / 7.91
资产负债率(%)	24.1%
市盈率	16.48
第一大股东	吴学群

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

桃李面包(603866)

终端动销企稳，盈利改善

● 事件

公司发布 2023 年三季报，公司前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 50.66/4.59/4.43 亿元，同比+0.77%/-6.24%/-9.01%。其中单三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 18.6/1.68/1.62 亿元，同比+2.08%/+26.81%/+11.11%，整体表现符合此前预告。

● 核心要点

核心面包业务企稳带动公司业绩回升，东北大本营仍受困人口流动等因素影响，需求弱复苏但下滑幅度环比有收窄。分品类看，公司前三季度面包/粽子/月饼/其他产品分别实现营收 48.3/0.17/1.54/0.65 亿元，同比-0.41%/+27.51%/+9.22%/+181.18%。单 Q3 面包/粽子/月饼/其他产品分别实现营收 16.76/-0.01/1.54/0.3 亿元，同比+0.25%/-453.17%/+10.39%/+180.07%。分地区看，前三季度华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南地区分别实现营收 7.46/13.13/10.23/1.05/3.72/2.18/2.61 亿元，同比+3.38%/-1.99%/+9.5%/+9.43%/-4.95%/-0.29%/+7.8%；单 Q3 华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南地区营收同比 +2.45%/-0.73%/+3.61%/+9.20%/-1.72%/+4.12%/+14.78%。截止第三季度末，华北/东北/华东/西南/西北/华南/华中地区经销商数量分别为 182/275/246/126/79/42/38 个，其中华北、西北、华中地区经销商数量环比有增长。

终端动销企稳，货损率和折让有改善带动 Q3 毛利率同比有提升。但环比上半年看，部分原材料价格同比有上涨叠加部分新投产项目利用率偏低，导致 Q3 毛利率环比略有下降。前三季度，公司毛利率/归母净利率为 23.3%/9.07%，同比分别-0.6/-0.68pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.04%/2.09%/0.51%/0.35%，同比分别+0.00/+0.26/+0.04/+0.24pct。单 Q3，公司毛利率/归母净利率为 23%/9.01%，同比分别+1.26/+1.76pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.74%/1.96%/0.47%/0.11%，同比分别-0.37/+0.17/+0.04/+0.02pct。

展望后续，人口流动复苏有望继续带动公司终端动销回暖，同时成本改善、产能释放助力公司业绩回升。从需求端看，9 月社零数据反馈消费端逐渐回暖，双节出行数据也恢复至超疫情前水平，后续若无干扰人员流动因素影响叠加消费场景恢复，公司占比较高的线下渠道人流回升，需求端预计持续回暖。成本端看，公司主要原料成本同比有回落，叠加货折和货返率较去年同期有改善，整体成本逐渐回落。但考虑新增产能逐渐释放带来的新增折旧影响，公司整体毛利率预计

维持稳定。产能端看，公司继续推进全国化布局，未来伴随南方工厂产能逐渐释放，南部市场将进一步减少长途配送费，提升公司区域性竞争力。此外，公司在核心的短保产品外正逐渐在部分渠道中尝试提供更多的中保产品，未来中保产品占比进一步提升有望扩充产品矩阵、弥补消费场景产品空缺、打开第二成长曲线。

● 盈利预测与估值

公司今年所面临的各类不利因素正逐渐消退、需求端迎来复苏，公司后续产能扩容，叠加成本稳定，整体盈利能力有望修复。但短期看预计公司 2023 年全年营收受上半年需求端弱复苏影响有下滑，我们下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 68.12/75.69/84.83 亿元（前值为 74.96/84.69/96.07 亿元），同比增长 1.87%/11.12%/12.07%（前值为 12.1%/13.0%/13.4%）；实现归母净利润 6.28/7.68/9.05 亿元（前值为 7.41/8.98/9.94 亿元），同比-1.89%/+22.37%/+17.82%（前值为+15.76%/+21.15%/+10.69%），对应 EPS 为 0.39/0.48/0.57 元（前值为 0.56/0.67/0.75 元），对应当前股价 PE 为 21x/17x/15x。参考公司历史估值以及行业可比公司估值，叠加公司南方产能投产后打开南部地区市场的预期，我们维持“买入”评级。

● 风险提示：

行业竞争加剧风险；食品安全风险；原料、运费波动风险；需求复苏不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6686	6812	7569	8483
增长率(%)	5.54	1.87	11.12	12.07
EBITDA（百万元）	1004.76	1105.28	1348.17	1510.41
归属母公司净利润（百万元）	640.06	627.95	768.45	905.41
增长率(%)	-16.14	-1.89	22.37	17.82
EPS（元/股）	0.40	0.39	0.48	0.57
市盈率（P/E）	20.54	20.94	17.11	14.52
市净率（P/B）	2.62	2.55	2.47	2.38
EV/EBITDA	20.54	12.50	10.42	9.38

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	6686	6812	7569	8483	营业收入	5.5%	1.9%	11.1%	12.1%
营业成本	5083	5217	5627	6243	营业利润	-16.2%	-1.9%	22.6%	18.0%
税金及附加	73	75	83	93	归属于母公司净利润	-16.1%	-1.9%	22.4%	17.8%
销售费用	543	538	636	713	获利能力				
管理费用	131	143	182	204	毛利率	24.0%	23.4%	25.7%	26.4%
研发费用	32	31	34	38	净利率	9.6%	9.2%	10.2%	10.7%
财务费用	11	41	57	64	ROE	12.7%	12.2%	14.4%	16.4%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	13.7%	12.6%	13.7%	15.2%
营业利润	812	797	977	1153	偿债能力				
营业外收入	17	17	17	17	资产负债率	24.1%	29.0%	31.1%	32.3%
营业外支出	13	8	8	8	流动比率	1.40	1.12	0.99	0.93
利润总额	816	806	986	1162	营运能力				
所得税	176	178	218	257	应收账款周转率	13.32	12.63	12.63	12.63
净利润	640	628	768	905	存货周转率	25.11	27.32	27.32	27.32
归母净利润	640	628	768	905	总资产周转率	1.01	0.94	0.98	1.04
每股收益(元)	0.40	0.39	0.48	0.57	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.40	0.39	0.48	0.57
货币资金	279	681	757	848	每股净资产	3.14	3.23	3.33	3.45
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	502	541	602	674	PE	20.54	20.94	17.11	14.52
预付款项	31	29	32	36	PB	2.62	2.55	2.47	2.38
存货	202	191	206	228	现金流量表				
流动资产合计	1451	1859	2026	2232	净利润	640	589	731	868
固定资产	2830	3741	4705	4983	折旧和摊销	177	258	305	284
在建工程	1133	567	0	0	营运资本变动	176	-57	-21	-9
无形资产	370	308	247	185	其他	43	81	95	101
非流动资产合计	5171	5413	5709	5925	经营活动现金流净额	1036	871	1109	1244
资产总计	6622	7272	7735	8156	资本开支	-900	-500	-600	-500
短期借款	101	768	1096	1323	其他	-20	-1	0	0
应付票据及应付账款	539	536	579	642	投资活动现金流净额	-920	-501	-600	-500
其他流动负债	400	352	380	421	股权融资	22	0	0	0
流动负债合计	1040	1656	2054	2387	债务融资	381	566	226	121
其他	556	455	353	246	其他	-611	-534	-660	-774
非流动负债合计	556	455	353	246	筹资活动现金流净额	-207	32	-434	-653
负债合计	1596	2111	2407	2633	现金及现金等价物净增加额	-91	402	76	91
股本	1333	1333	1333	1333					
资本公积金	1424	1424	1424	1424					
未分配利润	2269	2405	2571	2767					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	5026	5162	5328	5523					
负债和所有者权益总计	6622	7272	7735	8156					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048