

主业略有承压，盈利能力修复

2024 年 08 月 13 日

► **事件:** 公司发布 2024 年中报, 24H1 实现营业收入 30.21 亿元, 同比-5.79%; 归母净利润 2.90 亿元, 同比-0.60%; 扣非净利润 2.78 亿元, 同比-1.19%。单季度看, 24Q2 实现营业收入 16.21 亿元, 同比-6.33%; 归母净利润 1.75 亿元, 同比+14.24%; 扣非净利润 1.69 亿元, 同比+12.14%。

► **需求偏弱下面包主业略有承压。分品类看,** 24H1/24Q2 公司面包及糕点实现收入 29.85/15.93 亿元, 同比-5.37%/-5.96%, 其中可可爆了牛角面包、蛋蛋卷、红豆紫米糯乎乎面包和肉松卷面包等新产品呈现较高速增长; 其他业务 24H1/24Q2 实现收入 0.36/0.28 亿元, 同比-31.33%/-23.73%。**分区域看,** 24Q2 基地市场东北实现收入 6.31 亿元, 同比-11.02%, 经销商数量环比 Q1 末净减少 4 家; 相对成熟市场华北/西南/西北地区分别实现收入 3.70/1.95/1.13 亿元, 同比-8.41%/-2.53%/-4.12%, 经销商数量环比 Q1 末净变动+9/持平/+2 家; 华东/华中/华南分别实现收入 5.31/0.55/1.16 亿元, 同比-3.05%/-4.03%/-18.03%, 经销商数量环比 Q1 末净变动-11/+1/+1 家。

► **毛利端改善明显、控费提效, 24Q2 扣非净利率同比+1.71pcts。** 24H1/24Q2 公司实现毛利率 24.15%/25.06%, 同比+0.68/+1.98pcts, 预计主要系: 1) 退货率下降、货折减少; 2) 成本端面粉等原料价格有所下降。费用方面, 公司持续优化费用投放, 24Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别 7.71%/1.75%/0.41%/0.49%, 同比-0.39/-0.29/-0.08/+0.18pcts。24Q2 录得归母净利率 10.78%, 同比+1.94pcts; 扣非净利率 10.40%, 同比+1.71pcts, 盈利能力改善明显。

► **稳步推进全国化布局, 关注需求恢复进展。** 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; 针对市场消费行为出现不同程度的分流及分化, 结合头部客户个性化产品需求为客户提供全套产品方案。展望看, 短保行业具备提升空间、外埠市场仍待拓展, 公司在这一阶段稳步扩张产能、完善销售网络布局, 并持续调整产品结构、布局新兴渠道以适应消费需求变化, 后续待需求进一步恢复、规模效应释放, 经营效率有望进一步改善。

► **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 69.0/72.6/77.6 亿元, 同比+2.1%/5.2%/7.0%; 归母净利润分别为 6.1/6.6/7.2 亿元, 同比+6.7%/7.3%/9.2%, 当前股价对应 P/E 分别为 15/14/13X, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 原材料价格大幅上涨, 需求恢复及产能投产不及预期, 行业竞争加剧, 食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,759	6,899	7,256	7,764
增长率 (%)	1.1	2.1	5.2	7.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	574	613	658	718
增长率 (%)	-10.3	6.7	7.3	9.2
每股收益 (元)	0.36	0.38	0.41	0.45
PE	16	15	14	13
PB	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 12 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

5.77 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

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

- 桃李面包 (603866.SH) 2023 年年报点评: 主业平稳恢复, 业绩短期承压-2024/03/21
- 桃李面包 (603866.SH) 2023 年半年报点评: Q2 业绩承压, 期待经营复苏-2023/08/15

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,759	6,899	7,256	7,764
营业成本	5,219	5,281	5,524	5,901
营业税金及附加	80	76	80	85
销售费用	549	552	595	637
管理费用	138	145	152	163
研发费用	34	34	36	39
EBIT	752	845	905	978
财务费用	26	52	54	50
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0
营业利润	733	793	851	929
营业外收支	9	0	0	0
利润总额	742	793	851	929
所得税	168	180	193	211
净利润	574	613	658	718
归属于母公司净利润	574	613	658	718
EBITDA	1,006	1,120	1,219	1,326

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	174	522	892	1,410
应收账款及票据	473	575	605	647
预付款项	28	26	28	30
存货	169	220	230	246
其他流动资产	118	204	210	217
流动资产合计	962	1,547	1,965	2,550
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,656	4,006	4,306	4,506
无形资产	407	407	407	407
非流动资产合计	6,085	6,167	6,260	6,252
资产合计	7,048	7,714	8,225	8,801
短期借款	53	53	53	53
应付账款及票据	544	557	583	623
其他流动负债	655	783	803	828
流动负债合计	1,252	1,393	1,439	1,504
长期借款	662	862	862	862
其他长期负债	46	46	46	46
非流动负债合计	709	908	908	908
负债合计	1,960	2,302	2,347	2,412
股本	1,600	1,600	1,600	1,600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,087	5,412	5,877	6,389
负债和股东权益合计	7,048	7,714	8,225	8,801

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.08	2.08	5.17	7.01
EBIT 增长率	-10.40	12.41	7.06	8.12
净利润增长率	-10.29	6.74	7.31	9.16
盈利能力 (%)				
毛利率	22.79	23.45	23.87	24.00
净利润率	8.49	8.88	9.06	9.24
总资产收益率 ROA	8.15	7.94	7.99	8.16
净资产收益率 ROE	11.28	11.32	11.19	11.23
偿债能力				
流动比率	0.77	1.11	1.37	1.70
速动比率	0.58	0.85	1.11	1.44
现金比率	0.14	0.37	0.62	0.94
资产负债率 (%)	27.82	29.84	28.54	27.40
经营效率				
应收账款周转天数	25.97	27.35	29.26	29.02
存货周转天数	12.80	13.25	14.67	14.52
总资产周转率	0.99	0.93	0.91	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.38	0.41	0.45
每股净资产	3.18	3.38	3.67	3.99
每股经营现金流	0.51	0.52	0.64	0.70
每股股利	0.18	0.12	0.13	0.14
估值分析				
PE	16	15	14	13
PB	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.15	9.12	8.38	7.71
股息收益率 (%)	3.12	2.08	2.23	2.44

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	574	613	658	718
折旧和摊销	254	275	314	348
营运资金变动	-18	-95	-2	-2
经营活动现金流	811	839	1,030	1,124
资本开支	-860	-350	-386	-318
投资	53	0	0	0
投资活动现金流	-803	-402	-386	-318
股权募资	0	0	0	0
债务募资	463	275	0	0
筹资活动现金流	-123	-89	-274	-288
现金净流量	-115	348	370	518

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