

分析师: 刘冉  
登记编码: S0730516010001  
liuran@ccnew.com 021-50586281

## 收入减少, 但盈利上升

### ——桃李面包(603866)2024 年三季度报点评

#### 证券研究报告-季报点评

#### 谨慎增持(下调)

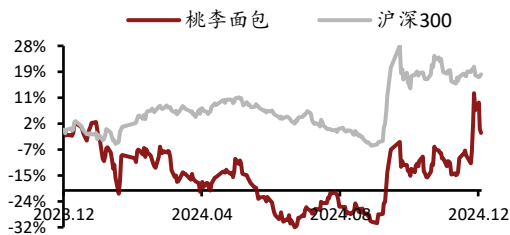
##### 市场数据(2024-12-18)

收盘价(元)	7.02
一年内最高/最低(元)	7.95/4.91
沪深 300 指数	3,941.89
市净率(倍)	2.23
流通市值(亿元)	112.30

##### 基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	3.15
每股经营现金流(元)	0.43
毛利率(%)	23.81
净资产收益率_摊薄(%)	8.62
资产负债率(%)	29.60
总股本/流通股(万股)	159,971.92/159,971.92
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

##### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

##### 相关报告

《桃李面包(603866)中报点评: 二季度盈利修复, 销售仍然承压》 2024-08-20

联系人: 李智

电话: 0371-65585753

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2024 年 12 月 19 日

##### 投资要点:

- **收入减少, 降幅扩大。**2024 年第三季度, 公司实现收入 16.27 亿元, 同比降 12.53%, 降幅同比、环比扩大 14.61 和 6.2 个百分点。2024 年前三季度, 公司实现收入 46.47 亿元, 同比降 8.27%, 降幅较上年同期扩大 9.04 个百分点。2015 年以来, 公司包括面包、粽子、月饼在内的各品种的销量稳步上升, 尽管 2020 年以来的销量增长大幅收窄, 但仍保持了个位数增长。2024 年以来, 收入增长转负, 其降幅逐季度加深, 应与量价的下跌均有关系。我们认为, 常温面包的客群属于价格敏感人群, 在社会消费能力恶化阶段, 这类商品受到较大的冲击, 表现为销售减量或价格被动下降。此外, 此类快消品对迭代和翻新的要求较高, 大单品策略的效果有限。
- **成本友好, 毛利率上升。**2024 年前三季度, 公司的产品毛利率上升 0.51 个百分点至 23.81%, 毛利率上升是成本下降所致。前三季度, 成本的降幅大于收入的降幅 1.39 个百分点。通缩时期, 成本下降一定程度上弥补了收入下降对企业造成的损失。
- **销售、研发费用减少, 净利率和股东回报率上升。**2024 年前三季度, 公司的销售和研发费用率分别下降 0.12 个和 0.1 个百分点。销售费用和研发费用分别占当期费用的 72.3% 和 3.73%, 两大费率下降, 尤其是销售费率下降, 促使净利率上升。本期, 公司的净利率上升 0.29 个百分点至 9.36%。
- **投资建议:** 我们预测公司 2024、2025、2026 年的每股收益分别为 0.37 元、0.40 元、0.42 元, 参照 12 月 18 日股价 7.02 元, 对应的市盈率分别为 18.74、17.54、16.57 倍, 调降公司评级为“谨慎增持”。

**风险提示:** 销售进一步萎缩; 2025 年成本上行, 毛利率下滑; 财务费率持续上升。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,686	6,759	6,218	6,423	6,603
增长比率(%)	5.54	1.08	-8.00	3.30	2.80
净利润(百万元)	640	574	599	640	678
增长比率(%)	-16.16	-10.29	4.41	6.83	5.85
每股收益(元)	0.40	0.36	0.37	0.40	0.42
市盈率(倍)	17.55	19.56	18.74	17.54	16.57

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,451</b>	<b>962</b>	<b>1,138</b>	<b>1,153</b>	<b>1,339</b>
现金	279	174	265	248	413
应收票据及应收账款	502	473	458	469	477
其他应收款	60	43	43	45	46
预付账款	31	28	28	32	34
存货	202	169	171	177	181
其他流动资产	376	75	173	183	188
<b>非流动资产</b>	<b>5,171</b>	<b>6,085</b>	<b>6,366</b>	<b>6,794</b>	<b>7,106</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,762	3,656	3,840	4,082	4,281
无形资产	370	407	437	468	498
其他非流动资产	2,039	2,022	2,089	2,244	2,327
<b>资产总计</b>	<b>6,622</b>	<b>7,048</b>	<b>7,504</b>	<b>7,947</b>	<b>8,445</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,040</b>	<b>1,252</b>	<b>1,383</b>	<b>1,395</b>	<b>1,423</b>
短期借款	101	53	23	3	13
应付票据及应付账款	539	544	553	570	585
其他流动负债	400	655	807	821	825
<b>非流动负债</b>	<b>556</b>	<b>709</b>	<b>928</b>	<b>1,108</b>	<b>1,238</b>
长期借款	300	662	862	1,022	1,142
其他非流动负债	256	46	66	86	96
<b>负债合计</b>	<b>1,596</b>	<b>1,960</b>	<b>2,311</b>	<b>2,503</b>	<b>2,661</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1,333	1,600	1,600	1,600	1,600
资本公积	1,424	1,435	1,392	1,392	1,392
留存收益	2,324	2,098	2,247	2,499	2,838
归属母公司股东权益	5,026	5,087	5,193	5,445	5,784
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,622</b>	<b>7,048</b>	<b>7,504</b>	<b>7,947</b>	<b>8,445</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,066</b>	<b>811</b>	<b>822</b>	<b>883</b>	<b>897</b>
净利润	640	574	599	640	678
折旧摊销	207	254	225	215	188
财务费用	17	29	33	40	46
投资损失	26	-5	-5	-7	-8
营运资金变动	199	-18	-14	0	-3
其他经营现金流	-22	-24	-16	-5	-4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-920</b>	<b>-803</b>	<b>-552</b>	<b>-631</b>	<b>-488</b>
资本支出	-899	-860	-429	-528	-446
长期投资	-31	53	-70	-100	-40
其他投资现金流	10	5	-53	-3	-2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-207</b>	<b>-123</b>	<b>-180</b>	<b>-268</b>	<b>-245</b>
短期借款	-99	-48	-30	-20	10
长期借款	300	362	200	160	120
普通股增加	381	267	0	0	0
资本公积增加	-359	12	-43	0	0
其他筹资现金流	-430	-716	-307	-408	-375
<b>现金净增加额</b>	<b>-61</b>	<b>-115</b>	<b>90</b>	<b>-16</b>	<b>164</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>6,686</b>	<b>6,759</b>	<b>6,218</b>	<b>6,423</b>	<b>6,603</b>
营业成本	5,083	5,219	4,738	4,888	5,018
营业税金及附加	73	80	68	69	73
营业费用	543	549	497	507	515
管理费用	131	138	129	134	138
研发费用	32	34	24	22	22
财务费用	11	26	27	31	26
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	25	13	30	44	50
公允价值变动收益	8	2	0	0	0
投资净收益	-26	5	5	7	8
资产处置收益	2	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>812</b>	<b>733</b>	<b>769</b>	<b>822</b>	<b>869</b>
营业外收入	17	19	19	20	21
营业外支出	13	10	13	15	17
<b>利润总额</b>	<b>816</b>	<b>742</b>	<b>775</b>	<b>827</b>	<b>873</b>
所得税	176	168	176	186	196
<b>净利润</b>	<b>640</b>	<b>574</b>	<b>599</b>	<b>640</b>	<b>678</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>640</b>	<b>574</b>	<b>599</b>	<b>640</b>	<b>678</b>
EBITDA	1,046	1,006	1,028	1,073	1,087
EPS (元)	0.40	0.36	0.37	0.40	0.42

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	5.54	1.08	-8.00	3.30	2.80
营业利润 (%)	-16.22	-9.72	4.89	6.81	5.81
归属母公司净利润 (%)	-16.16	-10.29	4.41	6.83	5.85
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	23.98	22.79	23.80	23.90	24.00
净利率 (%)	9.57	8.49	9.64	9.97	10.26
ROE (%)	12.73	11.28	11.54	11.76	11.72
ROIC (%)	11.55	9.32	9.27	9.36	9.21
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	24.10	27.82	30.80	31.49	31.51
净负债比率 (%)	31.76	38.54	44.50	45.97	46.01
流动比率	1.40	0.77	0.82	0.83	0.94
速动比率	1.10	0.58	0.55	0.55	0.66
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.06	0.99	0.85	0.83	0.81
应收账款周转率	13.25	13.86	13.36	13.86	13.96
应付账款周转率	9.88	9.71	8.64	8.70	8.68
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.36	0.37	0.40	0.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.67	0.51	0.51	0.55	0.56
每股净资产 (最新摊薄)	3.14	3.18	3.25	3.40	3.62
<b>估值比率</b>					
P/E	17.55	19.56	18.74	17.54	16.57
P/B	2.23	2.21	2.16	2.06	1.94
EV/EBITDA	19.99	13.15	12.13	11.78	11.60

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。