

收入端承压延续，期待后续改善

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，全年实现营业收入 60.9 亿元，同比下滑 9.9%；实现归母净利润 5.2 亿元，同比下滑 9.1%。其中 24Q4 实现营业收入 14.4 亿元，同比下滑 14.9%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比下滑 24.2%。同时，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.30 元（含税）。
- **大环境因素影响下，收入端承压持续。**1、分品类看，2024 年面包、月饼及其他业务分别实现收入 59.1 亿元（-9.6%）、1.3 亿元（-14.9%）、0.54 亿元（-30.3%）。受整体消费需求疲软及商超客流量下滑等大环境因素影响，公司各项主业收入仍有所承压。2、分区域看，华北、东北、华东、华中、西南、西北、华南分别实现营业收入 13.8 亿元（-9.4%）、24.6 亿元（-13%）、19.6 亿元（-6.4%）、2.2 亿元（+8.9%）、7.3 亿元（-5%）、4.3 亿元（-3.8%）、4.4 亿元（-3.7%）。除华中地区有所增长外，其他各区域收入端均下滑；未来公司将深耕华北、东北，挖掘成熟市场潜力，加快布局华东、华南等核心市场，同时积极加强西南、新疆新兴市场网络建设。
- **盈利能力保持平稳。**1、24 全年公司毛利率为 23.4%，同比提升 0.6pp；其中 24Q4 毛利率为 22%，同比提升 0.8pp。2、费用率方面维持基本平稳，24 全年实现销售费用率 7.9%，同比下降 0.2pp；管理费用率 2.2%，同比+0.2pp；研发费用率 0.4%，同比下降 0.1pp；财务费用率 0.5%，同比增加 0.2pp，主要由于利息支出增加。3、综合来看，2024 全年公司实现净利率 8.6%，同比提升 0.1pp；其中 24Q4 净利率同比下降 0.7pp 至 6.1%。
- **产能储备充足，渠道拓展深化。**伴随河南、长春及广西基地投产，公司现已在全国 24 个区域建立生产基地，并向周边辐射销售，截至 2024 年末共拥有产能 23.7 万吨。公司持续推进产能爬坡，上海、佛山生产基地正在建设中，预计将逐步释放新产能 9.9 万吨。新产能释放后将匹配市场增长的需求、扩大市场份额，同时规模效应将逐步显现。此外公司亦加强与零食连锁、盒马及山姆等新兴零售渠道的合作力度，持续探索线下与线上渠道融合的新零售模式，不断强化品牌竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.34 元、0.36 元、0.39 元，对应动态 PE 分别为 18 倍、17 倍、16 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动；市场开拓不达预期风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6087.16	6153.31	6432.71	6726.48
增长率	-9.93%	1.09%	4.54%	4.57%
归属母公司净利润（百万元）	522.08	547.57	583.74	621.95
增长率	-9.05%	4.88%	6.61%	6.55%
每股收益 EPS（元）	0.33	0.34	0.36	0.39
净资产收益率 ROE	10.17%	10.43%	10.85%	11.26%
PE	19	18	17	16
PB	1.88	1.84	1.80	1.75

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：舒尚立
执业证号：S1250523070009
电话：023-63786049
邮箱：ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.00
流通 A 股(亿股)	16.00
52 周内股价区间(元)	4.91-7.95
总市值(亿元)	95.02
总资产(亿元)	70.75
每股净资产(元)	3.21

相关研究

- 桃李面包（603866）：收入端持续偏淡，利润率有所提升（2024-10-31）
- 桃李面包（603866）：收入端压力仍存，二季度盈利能力好转（2024-08-16）
- 桃李面包（603866）：经营压力持续，继续推进全国化（2024-04-22）

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着整体消费需求的持续回暖，传统商超渠道在调改后的客流复苏，以及公司持续积极拥抱包括山姆、盒马、零食连锁及电商在内的新兴渠道，我们预计 2025-2027 年面包及糕点类的销量增速分别为+0.5%、+4%、+4%；

假设 2：2024 年公司已推出例如豆沙圈面包、拉丝面包以及爆浆面包等新品，随着后续公司持续加强新品研发投入，以适应当下消费群体对个性化和差异化的潮流趋势，我们预计 2025-2027 年面包及糕点吨价增速分别为+0.5%、+0.5%、+0.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
面包及糕点	收入	5906	5966	6235	6517
	增速	-9.6%	1.0%	4.5%	4.5%
	毛利率	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
月饼	收入	126	130	136	144
	增速	-14.9%	2.5%	5.0%	6.1%
	毛利率	22.2%	24.9%	27.1%	28.6%
其他	收入	54	58	61	65
	增速	-30.3%	7.0%	5.6%	6.1%
	毛利率	35.6%	36.0%	36.3%	36.3%
合计	收入	6087	6153	6432	6726
	增速	-9.9%	1.1%	4.5%	4.6%
	毛利率	23.4%	23.5%	23.5%	23.5%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6087.16	6153.31	6432.71	6726.48	净利润	522.08	547.57	583.74	621.95
营业成本	4663.51	4710.27	4920.83	5143.28	折旧与摊销	261.33	464.82	488.54	516.23
营业税金及附加	78.81	60.92	64.33	67.26	财务费用	32.48	66.80	64.87	58.22
销售费用	481.92	479.96	521.05	538.12	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	136.37	135.37	141.52	147.98	经营营运资本变动	186.54	-82.07	15.43	13.38
财务费用	32.48	66.80	64.87	58.22	其他	-4.64	-14.03	-39.20	-38.95
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	997.80	983.09	1113.38	1170.82
投资收益	15.51	16.32	40.00	40.00	资本支出	-598.08	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	0.32	0.00	0.00	0.00	其他	142.49	188.62	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-455.59	-111.38	-360.00	-460.00
营业利润	693.02	716.31	760.11	811.61	短期借款	110.94	288.35	-212.90	-146.51
其他非经营损益	7.35	3.00	10.00	10.00	长期借款	-97.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	700.37	719.31	770.11	821.61	股权融资	-43.07	0.00	0.00	0.00
所得税	178.29	171.74	186.37	199.66	支付股利	-479.92	-428.36	-453.26	-482.59
净利润	522.08	547.57	583.74	621.95	其他	-17.24	-432.20	-64.87	-58.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-526.50	-572.20	-731.03	-687.32
归属母公司股东净利润	522.08	547.57	583.74	621.95	现金流量净额	15.71	299.51	22.35	23.50
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	192.75	492.26	514.62	538.12	成长能力				
应收和预付款项	439.59	477.70	490.49	511.67	销售收入增长率	-9.93%	1.09%	4.54%	4.57%
存货	136.09	150.77	153.15	159.93	营业利润增长率	-5.50%	3.36%	6.11%	6.78%
其他流动资产	248.38	76.08	77.25	78.49	净利润增长率	-9.05%	4.88%	6.61%	6.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.50%	26.46%	5.26%	5.52%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4968.30	4835.40	4778.78	4794.47	毛利率	23.39%	23.45%	23.50%	23.54%
无形资产和开发支出	396.35	366.15	335.95	305.75	三费率	10.69%	11.09%	11.31%	11.07%
其他非流动资产	693.19	691.47	689.75	688.03	净利率	8.58%	8.90%	9.07%	9.25%
资产总计	7074.66	7089.83	7039.99	7076.46	ROE	10.17%	10.43%	10.85%	11.26%
短期借款	163.91	452.26	239.36	92.85	ROA	7.38%	7.72%	8.29%	8.79%
应付和预收款项	724.86	705.46	734.21	773.79	ROIC	9.78%	10.55%	11.22%	11.91%
长期借款	565.18	565.18	565.18	565.18	EBITDA/销售收入	16.21%	20.28%	20.42%	20.61%
其他负债	488.22	115.22	119.05	123.09	营运能力				
负债合计	1942.17	1838.13	1657.80	1554.91	总资产周转率	0.86	0.87	0.91	0.95
股本	1599.72	1599.72	1599.72	1599.72	固定资产周转率	1.47	1.34	1.44	1.53
资本公积	1392.42	1392.42	1392.42	1392.42	应收账款周转率	13.52	14.75	14.58	14.73
留存收益	2140.35	2259.56	2390.05	2529.41	存货周转率	30.59	32.84	32.38	32.86
归属母公司股东权益	5132.48	5251.70	5382.18	5521.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.78%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5132.48	5251.70	5382.18	5521.55	资产负债率	27.45%	25.93%	23.55%	21.97%
负债和股东权益合计	7074.66	7089.83	7039.99	7076.46	带息债务/总负债	37.54%	55.35%	48.53%	42.32%
					流动比率	0.75	0.96	1.16	1.34
					速动比率	0.65	0.84	1.02	1.18
					股利支付率	91.92%	78.23%	77.65%	77.59%
					每股指标				
					每股收益	0.33	0.34	0.36	0.39
					每股净资产	3.21	3.28	3.36	3.45
					每股经营现金	0.62	0.61	0.70	0.73
					每股股利	0.30	0.27	0.28	0.30
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	986.83	1247.94	1313.52	1386.07					
PE	18.51	17.65	16.55	15.54					
PB	1.88	1.84	1.80	1.75					
PS	1.59	1.57	1.50	1.44					
EV/EBITDA	10.04	7.64	7.08	6.58					
股息率	4.97%	4.43%	4.69%	4.99%					

数据来源：Wind，西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn