

桃李面包 (603866.SH)

增持 (维持)

经营调整阶段, 需求仍有承压

消费品/食品饮料
当前股价: 5.95 元

公司发布 2024 年度报告, 24 年实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 60.9 亿/5.2 亿/5.0 亿, 同比-10%/-9.0%/-9.8%。25 年公司以稳为主, 渠道变革的背景下, 公司也与山姆、盒马、量贩零食等新兴渠道对接, 期待后续在稳固基地市场下, 新渠道拓展成效显著。利润端, 原料价格平稳, 费用投入精细化管理, 考虑到产能投放折旧有所上升, 我们调整 25-26 年 EPS 分别为 0.32/0.31 元, 对应 25 年 19x, 维持“增持”评级。

基础数据

总股本 (百万股)	1600
已上市流通股 (百万股)	1600
总市值 (十亿元)	9.5
流通市值 (十亿元)	9.5
每股净资产 (MRQ)	3.2
ROE (TTM)	10.2
资产负债率	27.5%
主要股东	吴学群
主要股东持股比例	24.34%

- 事件: 公司发布 2024 年度报告, 24 年实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 60.9 亿/5.2 亿/5.0 亿, 同比-9.9%/-9.0%/-9.8%, 业绩略低于预期。单 Q4 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 14.4 亿/0.9 亿/0.8 亿, 同比分别-14.9%/-24.2%/-23.4%。24Q4 现金回款 16.8 亿 (同比-13.8%), 经营性净现金流 3.14 亿 (同比+101.3%)。公司拟每 10 股派发现金红利 1.30 元 (含税), 分红比率达 76.6%, 较 23 年分红率 (50%) 提升。
- 面包主业需求承压, Q4 降幅环比上升。分产品看, 24 年实现面包及糕点收入 59.1 亿, 同比-9.6%, 其中销量同比-12.2%, 吨价同比+3.0%, 受外部需求环境疲软影响销量降幅较大; 月饼收入 1.3 亿, 同比-15.0%。单 Q4 面包主业实现收入 14.3 亿, 同比-16%, 需求疲软、传统渠道客流下降拖累收入表现, Q4 主业降幅环比上升。
- 基地市场压力上升, 期待 25 年调整改善。分区域看, 24 年核心市场东北/华东区域分别收入 24.6/19.6 亿 (同比-13.0%/-6.4%), 基地市场动销承压, 华北/华南区域收入分别 13.8 亿/4.4 亿 (同比-9.4%/-3.7%), 华中/西南/西北区域实现收入 2.2/7.3/4.3 亿 (同比+8.9%/-5.0%/-3.8%)。24 年末经销商数量净减 26 家至 959 家, 公司应对市场环境变化调整渠道结构。
- 退货率和折让率略降改善毛利率, 税率上升影响盈利。24 年公司实现毛利率 23.4%, 同比+0.6pct, 主要系退货率和折让率下降, 原材料成本基本稳定, 销售/管理费用率同比-0.2pct/+0.2pct%, 24 年归母净利率提升 0.1pct 至 8.6%。单 Q4 看, 毛利率同比+0.8pct 至 22.0%, 销售/管理费用率同比-0.5pct/+0.7pct, 费用端基本稳定, 河南、长春工厂投产, 产能爬坡致效率波动, 实际税率提升 8.4pct 至 35.8%, 最终, 24Q4 实现归母净利率 6.0%, 同比-0.7pct, 盈利能力有所承压。
- 投资建议: 经营调整阶段, 需求仍有承压。24 年实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 60.9 亿/5.2 亿/5.0 亿, 同比-10%/-9.0%/-9.8%。25 年公司以稳为主, 渠道变革的背景下, 公司也与山姆、盒马、量贩零食等新兴渠道对接, 期待后续在稳固基地市场下, 新渠道拓展成效显著。利润端, 原料价格平稳, 费用投入精细化管理, 考虑到产能投放折旧有所上升, 我们调整 25-26 年 EPS 分别为 0.32/0.31 元, 对应 25 年 19x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 行业竞争加剧、原材料价格上涨超预期、新品推广不及预期、产能利用率偏低、食品安全问题等。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	16	-8
相对表现	3	-1	-19



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《桃李面包 (603866) —Q3 主力区域仍在调整, 期待经营改善》2024-10-29
- 《桃李面包 (603866) —货返下降+控费提效, Q2 净利率恢复》2024-08-13
- 《桃李面包 (603866) —Q1 需求承压, 期待后续改善》2024-04-22

胡思蓓 S1090524090002

husibei@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6759	6087	5723	5543	5590
同比增长	1.1%	-9.9%	-6.0%	-3.1%	0.9%
营业利润(百万元)	733	693	673	663	668
同比增长	-9.7%	-5.5%	-2.9%	-1.4%	0.7%
归母净利润(百万元)	574	522	507	500	504
同比增长	-10.3%	-9.1%	-2.9%	-1.4%	0.7%
每股收益(元)	0.36	0.33	0.32	0.31	0.31
PE	16.6	18.2	18.8	19.0	18.9
PB	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 桃李面包历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 桃李面包历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《桃李面包 (603866) —Q3 主力区域仍在调整, 期待经营改善》2024-10-29
- 2、《桃李面包 (603866) —货返下降+控费提效, Q2 净利率恢复》2024-08-13
- 3、《桃李面包 (603866) —Q1 需求承压, 期待后续改善》2024-04-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	962	1017	1260	1143	1231
现金	174	193	508	412	495
交易性投资	30	50	50	50	50
应收票据	0	2	2	2	2
应收款项	473	379	338	328	330
其它应收款	43	39	37	36	36
存货	169	136	121	117	118
其他	73	218	205	198	200
非流动资产	6085	6058	6449	6624	6793
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3656	4636	5084	5309	5521
无形资产商誉	407	396	357	321	289
其他	2022	1025	1008	994	983
资产总计	7048	7075	7709	7766	8024
流动负债	1252	1347	1875	1820	1958
短期借款	53	164	1073	1017	1130
应付账款	544	585	549	531	535
预收账款	6	8	8	8	8
其他	649	590	245	265	285
长期负债	709	595	595	595	595
长期借款	662	565	565	565	565
其他	46	30	30	30	30
负债合计	1960	1942	2469	2415	2552
股本	1600	1600	1600	1600	1600
资本公积金	1389	1392	1392	1392	1392
留存收益	2098	2140	2247	2359	2480
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5087	5132	5240	5351	5472
负债及权益合计	7048	7075	7709	7766	8024

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	811	998	877	860	865
净利润	574	522	507	500	504
折旧摊销	233	261	306	323	328
财务费用	26	32	34	39	40
投资收益	(5)	(16)	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	11	195	58	25	19
其它	(28)	3	(1)	0	1
投资活动现金流	(803)	(456)	(672)	(472)	(472)
资本支出	(861)	(657)	(698)	(498)	(498)
其他投资	59	201	26	26	26
筹资活动现金流	(123)	(527)	110	(483)	(311)
借款变动	358	(1)	544	(56)	112
普通股增加	267	0	0	0	0
资本公积增加	21	3	0	0	0
股利分配	(533)	(480)	(400)	(388)	(383)
其他	(235)	(49)	(34)	(39)	(40)
现金净增加额	(115)	16	315	(95)	82

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6759	6087	5723	5543	5590
营业成本	5219	4664	4377	4233	4269
营业税金及附加	80	79	74	72	72
营业费用	549	482	442	417	420
管理费用	138	136	128	124	125
研发费用	34	23	22	21	21
财务费用	26	32	34	39	40
资产减值损失	(1)	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
其他收益	13	13	13	13	13
投资收益	5	13	13	13	13
营业利润	733	693	673	663	668
营业外收入	19	21	21	21	21
营业外支出	10	13	13	13	13
利润总额	742	700	680	671	675
所得税	168	178	173	171	172
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	574	522	507	500	504

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1.1%	-9.9%	-6.0%	-3.1%	0.9%
营业利润	-9.7%	-5.5%	-2.9%	-1.4%	0.7%
归母净利润	-10.3%	-9.1%	-2.9%	-1.4%	0.7%
获利能力					
毛利率	22.8%	23.4%	23.5%	23.6%	23.6%
净利率	8.5%	8.6%	8.9%	9.0%	9.0%
ROE	11.4%	10.2%	9.8%	9.4%	9.3%
ROIC	9.4%	8.6%	7.6%	7.5%	7.3%
偿债能力					
资产负债率	27.8%	27.5%	32.0%	31.1%	31.8%
净负债比率	15.8%	15.5%	21.3%	20.4%	21.1%
流动比率	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
速动比率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
存货周转率	28.1	30.6	34.1	35.7	36.5
应收账款周转率	13.9	14.3	15.9	16.6	16.9
应付账款周转率	9.6	8.3	7.7	7.8	8.0
每股资料(元)					
EPS	0.36	0.33	0.32	0.31	0.31
每股经营净现金	0.51	0.62	0.55	0.54	0.54
每股净资产	3.18	3.21	3.28	3.35	3.42
每股股利	0.18	0.25	0.24	0.24	0.24
估值比率					
PE	16.6	18.2	18.8	19.0	18.9
PB	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	4.4	4.4	4.1	4.1	4.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。