

收入利润承压，渠道优化正推进

核心观点

- 公司发布年报，24 年营业总收入 60.87 亿元/-9.9%；归母净利润 5.22 亿元/-9.1%。其中，第四季度实现营收 14.40 亿元/-14.9%；归母净利润 0.87 亿元/-24.2%。公司拟每 10 股派发现金红利 1.30 元，年度累计分红率达 76.6%；以报告发布当天最新收盘价，年度股息率为 4.5%。
- 收入端看，主营承压，区域表现分化。（1）主营业务收入下降**，面包及糕点收入 59.06 亿元/-9.6%，其中月饼收入 1.26 亿元/-14.9%；**（2）区域收入分化明显**，华北、东北等传统市场分别下降 10.1%、14.8%，华东市场下降 8.2%，华南市场下滑 25.8%。公司表示在华北、东北市场推进渠道下沉，在华东、华南加快渠道优化与结构调整，意在应对消费需求变化与市场压力。
- 盈利端看，毛利率小幅提升，费用控制稳健。**公司整体毛利率 23.4%，同比提升 +0.6pct，主因部分原材料价格下降和返货率优化。其中第四季度毛利率提升至 22.0%，同比提高 +0.8pct。费用方面，公司销售费用率为 7.9%，同比下降 -0.2pct，体现费用管控得力；管理费用率微升至 2.2%，同比提高 +0.2pct。
- 产能布局看，公司全国布局趋于完成。**截至 2024 年底，公司共有 24 个生产基地投入使用，总产能 49.3 万吨，产量 33.2 万吨。此外，佛山桃李、上海桃李两个基地在建，合计设计产能 9.9 万吨。未来建成后公司产能布局将趋于完成，下一步将聚焦于渠道拓展和提高产能利用率，以适应渠道分散化趋势。
- 渠道优化成效待检验。**公司处于渠道优化转型期，2025 年重点关注会员超市、折扣店等新零售渠道拓展效果，以提振收入规模及利润表现。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.33、0.36、0.39 元，（调整前预测原本为 25-26 年 0.43/0.48 元）。由于下游需求疲软，我们下调了 25、26 年收入预测。根据可比公司 25 年的 pe 水平，给予公司 19 倍市盈率，对应目标价 6.27 元，维持买入评级。

风险提示

消费恢复节奏偏弱叠加烘焙行业竞争加剧，整体需求端压力仍存。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,759	6,087	6,079	6,375	6,690
同比增长(%)	1.1%	-9.9%	-0.1%	4.9%	4.9%
营业利润(百万元)	733	693	701	763	825
同比增长(%)	-9.7%	-5.5%	1.2%	8.8%	8.1%
归属母公司净利润(百万元)	574	522	528	574	620
同比增长(%)	-10.3%	-9.1%	1.1%	8.7%	8.0%
每股收益（元）	0.36	0.33	0.33	0.36	0.39
毛利率(%)	22.79%	23.39%	24.1%	24.2%	24.3%
净利率(%)	8.5%	8.6%	8.7%	9.0%	9.3%
净资产收益率(%)	11.4%	10.2%	10.0%	10.3%	10.8%
市盈率	15.5	17.0	16.9	15.5	14.4
市净率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年05月07日）	5.56 元
目标价格	6.27 元
52 周最高价/最低价	7.99/4.62 元
总股本/流通 A 股（万股）	159,972/159,972
A 股市值（百万元）	8,894
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 05 月 09 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.39	7.96	-2.24	-6.91
相对表现%	0.77	1.21	-0.67	-11.63
沪深 300%	1.62	6.75	-1.57	4.72



证券分析师

谢宁铃
xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.33、0.36、0.39 元，（调整前预测原本为 25-26 年 0.43/0.48 元）。由于下游需求疲软，我们下调了 25、26 年收入预测。根据可比公司 25 年的 pe 水平，给予公司 19 倍市盈率，对应目标价 6.27 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/5/7	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
绝味食品	603517	16.28	0.37	0.84	0.96	1.05	43.44	19.30	16.94	15.55
安琪酵母	600298	36.18	1.52	1.81	2.11	2.40	23.73	19.96	17.16	15.09
安井食品	603345	77.44	5.06	5.49	6.07	6.66	15.30	14.11	12.76	11.62
巴比食品	605338	18.45	1.15	1.12	1.23	1.34	15.98	16.55	15.03	13.79
立高食品	300973	44.23	1.58	1.97	2.35	2.74	27.95	22.41	18.78	16.16
调整后平均								18.60	16.37	14.81

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

消费恢复节奏偏弱叠加烘焙行业竞争加剧，整体需求端压力仍存。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	174	193	496	792	1,143	营业收入	6,759	6,087	6,079	6,375	6,690
应收票据、账款及款项融资	478	381	380	399	418	营业成本	5,219	4,664	4,612	4,832	5,066
预付账款	28	20	20	21	22	销售费用	549	482	482	492	502
存货	169	136	135	141	148	管理费用	138	136	136	143	150
其他	114	287	194	196	198	研发费用	34	23	27	29	30
流动资产合计	962	1,017	1,224	1,548	1,928	财务费用	26	32	60	52	49
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	4	0	0	0
固定资产	3,656	4,636	4,626	4,567	4,484	公允价值变动收益	2	0	4	4	4
在建工程	763	332	257	225	215	投资净收益	5	16	(2)	(2)	(2)
无形资产	407	396	387	377	367	其他	(66)	(68)	(62)	(65)	(69)
其他	1,259	693	732	717	662	营业利润	733	693	701	763	825
非流动资产合计	6,085	6,058	6,002	5,887	5,729	营业外收入	19	21	19	19	19
资产总计	7,048	7,075	7,225	7,435	7,657	营业外支出	10	13	12	12	12
短期借款	53	164	106	106	106	利润总额	742	700	708	770	831
应付票据及应付账款	544	585	578	606	635	所得税	168	178	180	196	212
其他	655	599	495	496	496	净利润	574	522	528	574	620
流动负债合计	1,252	1,347	1,179	1,207	1,237	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	662	565	565	565	565	归属于母公司净利润	574	522	528	574	620
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.36	0.33	0.33	0.36	0.39
其他	46	30	28	29	29	主要财务比率					
非流动负债合计	709	595	593	594	594		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,960	1,942	1,773	1,802	1,831	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	1.1%	-9.9%	-0.1%	4.9%	4.9%
实收资本（或股本）	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	营业利润	-9.7%	-5.5%	1.2%	8.8%	8.1%
资本公积	1,389	1,392	1,392	1,392	1,392	归属于母公司净利润	-10.3%	-9.1%	1.1%	8.7%	8.0%
留存收益	2,098	2,140	2,460	2,641	2,833	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	22.8%	23.4%	24.1%	24.2%	24.3%
股东权益合计	5,087	5,132	5,452	5,633	5,825	净利率	8.5%	8.6%	8.7%	9.0%	9.3%
负债和股东权益总计	7,048	7,075	7,225	7,435	7,657	ROE	11.4%	10.2%	10.0%	10.3%	10.8%
现金流量表						ROIC	9.9%	8.7%	9.0%	9.4%	9.8%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	574	522	528	574	620	资产负债率	27.8%	27.5%	24.5%	24.2%	23.9%
折旧摊销	202	216	316	331	345	净负债率	18.5%	17.6%	8.0%	2.5%	0.0%
财务费用	26	32	60	52	49	流动比率	0.77	0.75	1.04	1.28	1.56
投资损失	(5)	(16)	2	2	2	速动比率	0.63	0.65	0.92	1.17	1.44
营运资金变动	(6)	175	(25)	0	0	营运能力					
其它	20	68	(69)	(14)	25	应收账款周转率	13.9	14.3	16.1	16.5	16.5
经营活动现金流	811	998	812	945	1,041	存货周转率	28.1	30.6	34.1	35.1	35.1
资本支出	(735)	(712)	(196)	(205)	(215)	总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
长期投资	(229)	378	0	0	0	每股指标（元）					
其他	162	(122)	117	2	2	每股收益	0.36	0.33	0.33	0.36	0.39
投资活动现金流	(803)	(456)	(79)	(203)	(213)	每股经营现金流	0.51	0.62	0.51	0.59	0.65
债权融资	541	(131)	(104)	0	0	每股净资产	3.18	3.21	3.41	3.52	3.64
股权融资	287	3	0	0	0	估值比率					
其他	(951)	(399)	(326)	(446)	(476)	市盈率	15.5	17.0	16.9	15.5	14.4
筹资活动现金流	(123)	(527)	(430)	(446)	(476)	市净率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	10.1	10.3	9.0	8.4	7.9
现金净增加额	(115)	16	303	296	351	EV/EBIT	12.7	13.3	12.7	11.9	11.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。