

Q2 经营承压，期待后续改善

2025 年 08 月 22 日

► **事件：**公司发布 2025 年半年报，25H1 实现营业收入 26.1 亿元，同比-13.6%；归母净利润 2.0 亿元，同比-29.7%；扣非净利润 1.9 亿元，同比-30.0%。单季度看，25Q2 实现营业收入 14.1 亿元，同比-13.0%；归母净利润 1.2 亿元，同比-31.4%；扣非净利润 1.2 亿元，同比-31.7%。

► **Q2 经营延续承压，华中区域表现较好。分产品看，**25Q2 面包及糕点实现收入 13.9 亿元，同比-12.6%；其他实现收入 0.2 亿元，同比-38.9%，渠道分流、行业竞争加剧下 Q2 经营延续承压；为适应当前变化趋势，上半年公司在原有明星单品的基础上，不断加强新产品的开发和推广、加快产品更新速度，新品方面推出芝士肉松蛋糕、碱水面包丁、蔓越莓葡萄软面包、爆浆牛角面包和拉丝蛋糕等，保持产品竞争力。**分地区看，**25Q2 华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南分别实现收入 3.2/5.8/4.6/0.6/1.7/0.9/1.0 亿元，同比 -13.7%/-8.9%/-13.5%/+15.3%/-12.4%/-17.4%/-17.2%，其中华中区域增长稳健，预计主因公司积极对接新渠。经销商数量上，截至 25H1 末公司共 971 个经销商，环比 Q1 净增 18 家，其中华北/东北/华东/西南/西北/华南/华中分别净增 1/0/3/9/5/1/1 家。

► **Q2 毛利/四费同比-1.2/+1.1pcts，盈利承压。**25Q2 公司毛利率为 23.8%，同比-1.2pcts，预计主要系收入规模下降固定成本摊薄效果有限。费用方面，25Q2 销售费用率为 8.4%，同比+0.7pcts；管理费用率 2.2%，同比+0.4pcts；研发/财务费用率为 0.4%/0.5%，同比+0.01/0.02pcts，四费合计+1.1pcts。综合影响下，25Q2 公司归母净利率为 8.5%，同比-2.3pcts；扣非净利率为 8.2%，同比-2.2pcts。

► **适应变化主动调整，期待后续经营恢复。**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，公司在这一阶段完善销售网络布局，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 2025-2027 年营业收入分别为 54.1/56.6/59.4 亿元，同比-11.1%/+4.5%/+5.0%；归母净利润分别为 4.3/4.8/5.2 亿元，同比-18.1%/+11.3%/+8.6%，当前股价对应 P/E 分别为 21/19/18X，下调至“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格大幅上涨，需求恢复不及预期，渠道拓展不及预期，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,087	5,413	5,656	5,937
增长率 (%)	-9.9	-11.1	4.5	5.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	522	428	476	517
增长率 (%)	-9.1	-18.1	11.3	8.6
每股收益 (元)	0.33	0.27	0.30	0.32
PE	17	21	19	18
PB	1.8	1.7	1.6	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 21 日收盘价）

谨慎推荐

下调评级

当前价格：

5.66 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

研究助理 范锡蒙

执业证书：S0100123090030

邮箱：fanximeng@mszq.com

相关研究

1.桃李面包 (603866.SH) 2024 年中报点评：

主业略有承压，盈利能力修复-2024/08/13

2.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,087	5,413	5,656	5,937
营业成本	4,664	4,174	4,344	4,542
营业税金及附加	79	70	74	77
销售费用	482	449	452	475
管理费用	136	114	119	125
研发费用	23	22	23	24
EBIT	712	595	656	706
财务费用	32	37	34	30
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	16	5	6	6
营业利润	693	563	628	682
营业外收支	7	7	7	7
利润总额	700	570	635	689
所得税	178	143	159	172
净利润	522	428	476	517
归属于母公司净利润	522	428	476	517
EBITDA	990	884	973	1,051

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	193	389	421	619
应收账款及票据	381	331	346	363
预付款项	20	17	17	18
存货	136	128	133	139
其他流动资产	288	345	351	314
流动资产合计	1,017	1,209	1,268	1,452
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,636	4,786	4,986	5,086
无形资产	396	396	396	396
非流动资产合计	6,058	6,043	6,134	6,121
资产合计	7,075	7,252	7,402	7,574
短期借款	164	134	134	134
应付账款及票据	585	557	555	580
其他流动负债	599	568	578	571
流动负债合计	1,347	1,258	1,267	1,285
长期借款	565	690	590	490
其他长期负债	30	32	32	32
非流动负债合计	595	722	622	522
负债合计	1,942	1,980	1,889	1,807
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	5,132	5,272	5,512	5,767
负债和股东权益合计	7,075	7,252	7,402	7,574

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.93	-11.07	4.48	4.96
EBIT 增长率	-5.25	-16.50	10.30	7.68
净利润增长率	-9.05	-18.08	11.30	8.60
盈利能力 (%)				
毛利率	23.39	22.89	23.20	23.50
净利润率	8.58	7.90	8.42	8.71
总资产收益率 ROA	7.38	5.90	6.43	6.83
净资产收益率 ROE	10.17	8.11	8.64	8.96
偿债能力				
流动比率	0.75	0.96	1.00	1.13
速动比率	0.49	0.66	0.70	0.83
现金比率	0.14	0.31	0.33	0.48
资产负债率 (%)	27.45	27.30	25.53	23.86
经营效率				
应收账款周转天数	25.19	23.59	21.53	21.48
存货周转天数	11.77	11.37	10.79	10.76
总资产周转率	0.86	0.76	0.77	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.27	0.30	0.32
每股净资产	3.21	3.30	3.45	3.60
每股经营现金流	0.62	0.46	0.50	0.57
每股股利	0.18	0.15	0.16	0.18
估值分析				
PE	17	21	19	18
PB	1.8	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	10.09	11.29	10.26	9.50
股息收益率 (%)	3.18	2.61	2.90	3.15

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	522	428	476	517
折旧和摊销	277	290	317	344
营运资金变动	164	-1	-18	31
经营活动现金流	998	735	802	915
资本开支	-652	-412	-384	-309
投资	190	0	0	0
投资活动现金流	-456	-270	-378	-303
股权募资	0	0	0	0
债务募资	5	73	-100	-100
筹资活动现金流	-527	-268	-391	-414
现金净流量	16	196	32	198

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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048