

桃李面包 (603866.SH)

26Q1 营收降幅收窄，静候调整成效

公司发布《2025 年年报》与《2026 年第一季度报告》，25Q4 营收/归母净利润/扣非净利润 14.0 亿元/-0.1 亿元/-0.2 亿元，同比-2.8%/转亏/转亏；26Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 11.7 亿元/0.5 亿元/0.5 亿元，同比-2.6%/-38.3%/-39.0%。公司收入端降幅逐步收窄，26Q1 净利润侧由于折让率增加、折旧费用、广告宣传费及所得税费用增加等多维扰动依旧承压。为应对外部需求疲软，公司持续推进产品创新与渠道调整，产品端 SKU 扩张、渠道端加速对接零食量贩等高势能渠道。25 年公司上海研发中心成功投产，佛山生产基地加速建设，夯实生产与研发能力，为公司后续市场拓展提供支撑，静候公司调整成效。

□ 26Q1 营收降幅逐步收窄，经利润侧多维扰动继续承压。25 年公司营收/归母净利润/扣非净利润 54.5 亿元/2.8 亿元/2.7 亿元，同比-10.5%/-45.6%/-45.9%，25Q4 营收/归母净利润/扣非净利润 14.0 亿元/-0.1 亿元/-0.2 亿元，同比-2.8%/转亏/转亏，25Q4 营收降幅收窄、所得税费用增加 0.6 亿元造成拖累。26Q1 营收/归母净利润/扣非净利润 11.7 亿元/0.5 亿元/0.5 亿元，同比-2.6%/-38.3%/-39.0%。26Q1 收入降幅延续收窄，经利润侧由于折让率增加、折旧费用、广告宣传费及所得税费用增加依旧承压。25 年分红总额 3.2 亿元，分红率约 112.7%。

□ 26Q1 主业下滑幅度收窄，区域市场调整深化。1) 分产品来看，25 年面包及糕点/月饼/其他产品收入 53.2 亿元/0.9 亿元/0.4 亿元，同比-9.9%/-31.7%/-29.6%。25 年公司芝士肉松蛋糕、软麻花面包等新品呈现较高速增长，产品综合竞争力继续获得提升。26Q1 公司面包及糕点收入 11.6 亿元，同比-2.4%，降幅逐步收窄。2) 分地区来看，25 年公司东北/华东/华北/西南/西北/华南/华中地区收入 22.3 亿元/16.5 亿元/12.1 亿元/6.5 亿元/3.5 亿元/2.9 亿元/2.5 亿元，同比-8.9%/-15.7%/-11.8%/-10.9%/-18.8%/-19.7%/+16.9%。25 年公司在华东、华南等核心地区加快布局调整与优化；东北、华北等成熟市场加强渠道下沉；西南、新疆等新兴市场稳步推进销售网络建设。

□ 毛利率小幅波动，费用与所得税增加影响净利。25 年公司毛利率/净利率分别为 22.5%/5.2%，同比-0.9pct/-3.4pct，新建项目投产后折旧费等单位固定成本增加小幅影响毛利。25 年公司销售/管理/财务费用率分别为 8.8%/2.3%/0.5%，同比+0.9pct/+0.1pct/+0.0pct，广告宣传费增加带动销售费率提升。25 年公司所得税费用 2.2 亿元（同比+22.6%），主要系公司冲销前期亏损子公司确认的递延所得税资产。26Q1 公司毛利率/净利率分别为 21.0%/4.4%，同比-1.0pct/-2.6pct，公司加大折让力度稳定渠道、折让率上升，同时管理费用与所得税费用增加影响净利。

□ 投资建议：26Q1 营收降幅收窄，静候调整成效。25Q4、26Q1 公司收入端降幅逐步收窄，26Q1 净利润侧由于折让率增加、折旧费用、广告宣传费及所得税费用增加等多维扰动依旧承压。为应对外部需求疲软，公司持续推进产品创新与渠道调整，产品端 SKU 扩张、渠道端加速对接零食量贩等高势能渠道。25 年公司上海研发中心成功投产，佛山生产基地加速建设，夯实生产与研发能力，为公司后续市场拓展提供支撑，静候公司调整成效。预计公司 26-28 年归母净利润分别为 2.63 亿元、2.89 亿元、3.28 亿元，维持“增持”评级。

增持（维持）

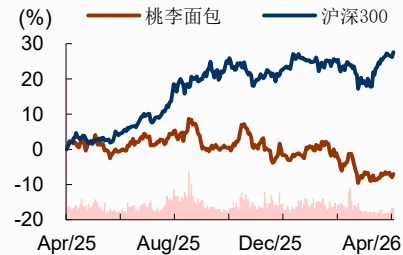
消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：5.05 元

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）	8.1
流通市值（十亿元）	8.1
每股净资产（MRQ）	3.3
ROE（TTM）	4.8
资产负债率	28.0%
主要股东	吴学群
主要股东持股比例	24.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-8	-10
相对表现	-5	-10	-36



相关报告

- 《桃李面包 (603866) —25Q2 延续调整，产品与渠道拓展深化》2025-08-17
- 《桃李面包 (603866) —经营调整阶段，需求仍有承压》2025-03-25
- 《桃李面包 (603866) —Q3 主力区域仍在调整，期待经营改善》2024-10-29

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

朱彦霖 研究助理

✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

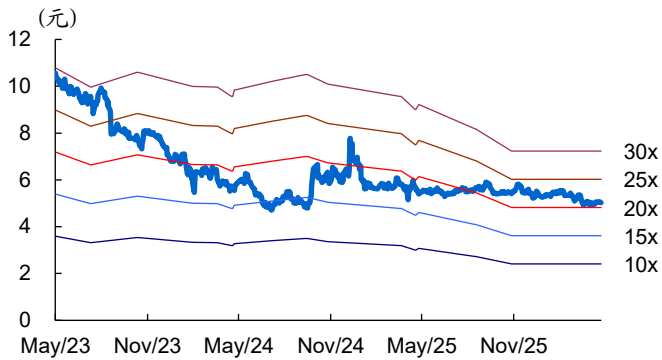
□ 风险提示：行业竞争加剧、动销不及预期、产能释放不及预期、成本上涨。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	6087	5448	5341	5448	5719
同比增长	-10%	-10%	-2%	2%	5%
营业利润(百万元)	693	497	403	412	437
同比增长	-5%	-28%	-19%	2%	6%
归母净利润(百万元)	522	284	263	289	328
同比增长	-9%	-46%	-7%	10%	13%
每股收益(元)	0.33	0.18	0.16	0.18	0.20
PE	15.5	28.5	30.7	28.0	24.6
PB	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

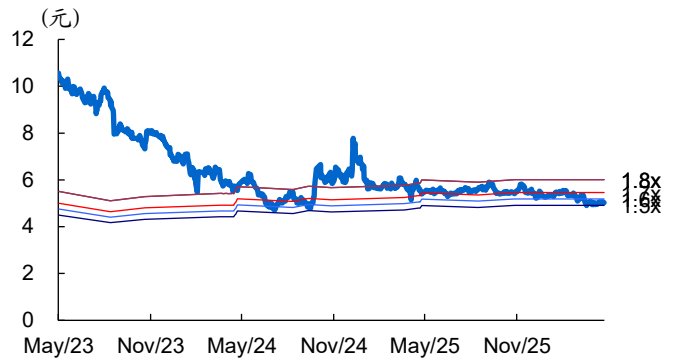
资料来源：公司数据、招商证券

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）—25Q2 延续调整，产品与渠道拓展深化》2025-08-17
- 2、《桃李面包（603866）—经营调整阶段，需求仍有承压》2025-03-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1017	916	1161	1257	1247
现金	193	165	421	505	464
交易性投资	50	112	112	112	112
应收票据	2	1	1	1	1
应收款项	379	343	336	343	360
其它应收款	39	24	24	24	26
存货	136	138	137	139	145
其他	218	132	130	132	139
非流动资产	6058	6314	6627	6925	7209
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4636	5023	5388	5731	6055
无形资产商誉	396	386	347	312	281
其他	1025	905	892	882	873
资产总计	7075	7229	7788	8182	8456
流动负债	1347	1288	2103	2506	2779
短期借款	164	81	1085	1678	1922
应付账款	585	597	589	599	627
预收账款	8	8	8	8	8
其他	590	603	421	221	221
长期负债	595	733	533	533	533
长期借款	565	705	505	505	505
其他	30	28	28	28	28
负债合计	1942	2021	2636	3039	3312
股本	1600	1600	1600	1600	1600
资本公积金	1392	1392	1392	1392	1392
留存收益	2140	2216	2159	2151	2152
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5132	5208	5152	5143	5144
负债及权益合计	7075	7229	7788	8182	8456

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	998	764	636	685	746
净利润	522	284	263	289	328
折旧摊销	261	306	343	358	372
财务费用	35	31	42	56	65
投资收益	(16)	(8)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	192	94	4	(2)	(3)
其它	3	58	0	0	0
投资活动现金流	(456)	(550)	(640)	(640)	(640)
资本支出	(657)	(336)	(656)	(656)	(656)
其他投资	201	(214)	16	16	16
筹资活动现金流	(527)	(240)	260	40	(148)
借款变动	(1)	191	622	393	244
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0	0
股利分配	(480)	(400)	(320)	(297)	(327)
其他	(49)	(31)	(42)	(56)	(65)
现金净增加额	16	(26)	256	84	(41)

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6087	5448	5341	5448	5719
营业成本	4664	4221	4171	4240	4439
营业税金及附加	79	84	92	94	98
营业费用	482	479	470	480	504
管理费用	136	126	151	154	162
研发费用	23	26	26	26	28
财务费用	32	30	42	56	65
资产减值损失	(7)	(2)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
其他收益	13	7	7	7	7
投资收益	16	8	8	8	8
营业利润	693	497	403	412	437
营业外收入	21	16	16	16	16
营业外支出	13	10	10	10	10
利润总额	700	502	409	417	442
所得税	178	219	146	128	115
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	522	284	263	289	328

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-10%	-10%	-2%	2%	5%
营业利润	-5%	-28%	-19%	2%	6%
归母净利润	-9%	-46%	-7%	10%	13%
获利能力					
毛利率	23.4%	22.5%	21.9%	22.2%	22.4%
净利率	8.6%	5.2%	4.9%	5.3%	5.7%
ROE	10.2%	5.5%	5.1%	5.6%	6.4%
ROIC	8.6%	4.7%	4.3%	4.5%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	27.5%	28.0%	33.8%	37.1%	39.2%
净负债比率	15.5%	16.1%	23.0%	26.7%	28.7%
流动比率	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
存货周转率	30.6	30.8	30.3	30.8	31.2
应收账款周转率	14.3	15.0	15.7	16.0	16.2
应付账款周转率	8.3	7.1	7.0	7.1	7.2
每股资料(元)					
EPS	0.33	0.18	0.16	0.18	0.20
每股经营净现金	0.62	0.48	0.40	0.43	0.47
每股净资产	3.21	3.26	3.22	3.22	3.22
每股股利	0.25	0.20	0.19	0.20	0.23
估值比率					
PE	15.5	28.5	30.7	28.0	24.6
PB	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	10.8	12.8	13.0	12.4	11.7

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。