

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

|              |               |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元)     | 15.25         |
| 总股本/流通股本(亿股) | 13.33 / 13.33 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 203 / 203     |
| 52 周内最高/最低价  | 22.03 / 11.26 |
| 资产负债率(%)     | 24.1%         |
| 市盈率          | 31.76         |
| 第一大股东        | 吴学群           |
| 持股比例(%)      | 24.3%         |

研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师: 华夏霖  
SAC 登记编号: S1340522090003  
Email: huaxialin@cnpsec.com

桃李面包(603866)

2022 年需求盈利承压，2023 年预计逐季复苏

● 事件

公司发布 2022 年年报，2022 年全年实现营业收入 66.86 亿元，同比+5.54%；归母净利润 6.40 亿元，同比-16.14%；扣非归母净利润 6.29 亿元，同比-12.07%。单四季度公司实现营业收入 16.59 亿元，同比-0.79%；归母净利润 1.50 亿元，同比-22.97%；扣非归母净利润 1.42 亿元，同比-23.69%。同时，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税），向全体股东每 10 股送 2 股。

● 核心观点

**Q4 疫情影响下需求承压营收下滑，盈利水平环比改善。**公司 Q4 营收同比略有下滑，主要系 10、11 月疫情反复、管控趋严，而 12 月放开后感染高峰，消费者多数居家，消费场景减少。利润端，单 Q4 毛利率为 24.23%，同比减少 2.18pct，环比提升 2.49pct，归母净利润 9.05%，环比提升 1.79pct，盈利水平环比改善，主要由于 1) 产品结构调整，返货率偏低和生产自动化水平较高的产品拉高毛利率；2) 物流略有改善；3) 公司 Q3 有提价动作以应对成本压力。费用端，公司 Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别 8.34%/2.37%/0.49%/0.37%，同比分别-0.14%/+0.47%/+0.10%/+0.78pct。

**公司全年成本端承压，华东市场开拓见成效。**分品类看，面包/月饼/粽子分别实现营收 64.91/1.39/0.13 亿元，同比+4.89%/+4.23%/+6.60%，核心的醇熟系列面包产品增长稳健，此外多款新品呈现高增长，公司产品结构进一步多样化。分区域看，2022 年华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南地区营收分别为 15.22/28.93/19.64/2.02/7.86/4.37/5.35 亿元，同比分别+4.76%/+0.47%/+33.93%/+8.88%/-1.23%/+4.37%/+5.16%，华东地区由于江苏和浙江工厂产能释放，产能增加推动营收实现高增长，拉开与华北地区的差距，当前营收贡献已达东北地区近 6 成，东北和华北成熟市场受疫情和天气影响营收增速放缓。渠道端，2022 年末公司合作经销商 952 家，较去年净增加 57 家，其中华东地区净增加 24 家，保持较强扩张势头。利润端，公司 2022 年毛利率 23.98%，同比减少 2.3pct，下降原因主要为：1) 主要原料中面粉、油脂等价格上涨导致生产成本增加；2) 中保面包需求量提升导致外购代工成本同比提升；3) 受疫情及部分地区夏季持续高温限电影响，报告期内终端配送服务等成本增长和返货率提升；4) 市场开拓期间，华东、华中等低毛利率地区营收占比有较大幅度提升，拉低整体毛利率。5) 促销力度增大折让率高于去年同期。公司费用率保持相对稳定，2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别 8.12%/1.96%/0.47%/0.17%，同比-

0.6/+0.21/-0.15/+0.34pct。公司全年实现净利率 9.57%，同比下降 2.48pct，全年盈利短期承压。

**展望 2023 年，消费回暖、成本改善、产能释放助力公司业绩重回稳健增长。**需求端，2023 年伴随人员流动正常化以及消费场景恢复，公司占比较高的线下渠道人流复苏，需求端预计逐季回暖，从 Q1 看高线城市传统 KA 渠道仍待复苏，但便利店、会员类商超恢复进度较好，而下线城市传统 KA 整体恢复进度较优。成本端，占公司原料近 3 成的面粉当前价格仍处历史高位，2023 年有回落预期；油脂价格已大幅改善，全年有望释放弹性，此外货折率和货返率也有望持续回落，综合看成本端有一定改善空间。产能端，公司继续推进产能全国化布局，截至 2022 年底，公司已在 22 个区域建立生产基地，7 个在建工厂设计产能共 30.89 万吨，将陆续在全国各区域释放，有利于公司市场南拓，并以“中央工厂+批发”模式形成生产销售的规模效应，进一步减少配送半径，配送费用及退货率有望降低，公司盈利能力预计稳步提升。

### ● 盈利预测与估值

公司 2022 年短期受面粉、油脂等原料成本上行以及疫情扰动影响，净利润下滑；看 2023 年，疫后需求复苏、公司产能扩容，叠加成本回落预期，公司盈利能力有望修复。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 74.96/84.69/96.07 亿元，同比增长 12.1%/13.0%/13.4%；实现归母净利润 7.97/9.86/11.18 亿元，同比+24.6%/+23.6%/+13.4%，对应 EPS 为 0.60/0.74/0.84 元，对应当前股价 PE 为 26x/21x/18x。参考公司历史估值、可比公司估值，叠加公司打开南方市场的预期，我们给予公司 2023 年 32 倍 PE 估值，对应目标价 19.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示：

行业竞争加剧风险；食品安全风险；疫情反复风险；原料、运费波动风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度         | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）     | 6686  | 7496  | 8469  | 9607  |
| 增长率(%)        | 5.5   | 12.1  | 13.0  | 13.4  |
| EBITDA（百万元）   | 1005  | 1319  | 1613  | 1755  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 640   | 797   | 986   | 1118  |
| 增长率(%)        | -16.1 | 24.6  | 23.6  | 13.4  |
| EPS(元/股)      | 0.48  | 0.60  | 0.74  | 0.84  |
| 市盈率 (P/E)     | 31.76 | 25.50 | 20.62 | 18.19 |
| 市净率 (P/B)     | 4.04  | 3.75  | 3.44  | 3.15  |
| EV/EBITDA     | 20.54 | 15.79 | 12.87 | 11.71 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：测算基于 2023 年 3 月 24 日收盘价

## 财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元)         | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       | 主要财务比率              | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>利润表</b>        |             |             |             |             | <b>成长能力</b>         |             |             |             |             |
| 营业收入              | 6686        | 7496        | 8469        | 9607        | 营业收入                | 5.5%        | 12.1%       | 13.0%       | 13.4%       |
| 营业成本              | 5083        | 5574        | 6141        | 6929        | 营业利润                | -16.2%      | 24.9%       | 23.9%       | 13.5%       |
| 税金及附加             | 73          | 83          | 93          | 106         | 归属于母公司净利润           | -16.1%      | 24.6%       | 23.6%       | 13.4%       |
| 销售费用              | 543         | 630         | 737         | 865         | <b>获利能力</b>         |             |             |             |             |
| 管理费用              | 131         | 157         | 186         | 221         | 毛利率                 | 24.0%       | 25.6%       | 27.5%       | 27.9%       |
| 研发费用              | 32          | 30          | 38          | 48          | 净利率                 | 9.6%        | 10.6%       | 11.6%       | 11.6%       |
| 财务费用              | 11          | 38          | 43          | 36          | ROE                 | 12.7%       | 14.7%       | 16.7%       | 17.3%       |
| 资产减值损失            | 0           | 0           | 0           | 0           | ROIC                | 13.7%       | 15.9%       | 17.0%       | 17.9%       |
| <b>营业利润</b>       | <b>812</b>  | <b>1014</b> | <b>1256</b> | <b>1425</b> | <b>偿债能力</b>         |             |             |             |             |
| 营业外收入             | 17          | 17          | 17          | 17          | 资产负债率               | 24.1%       | 27.0%       | 25.6%       | 23.2%       |
| 营业外支出             | 13          | 8           | 8           | 8           | 流动比率                | 1.40        | 1.30        | 1.33        | 1.46        |
| <b>利润总额</b>       | <b>816</b>  | <b>1024</b> | <b>1266</b> | <b>1435</b> | <b>营运能力</b>         |             |             |             |             |
| 所得税               | 176         | 226         | 280         | 317         | 应收账款周转率             | 13.32       | 12.63       | 12.63       | 12.63       |
| <b>净利润</b>        | <b>640</b>  | <b>797</b>  | <b>986</b>  | <b>1118</b> | 存货周转率               | 25.11       | 27.32       | 27.32       | 27.32       |
| <b>归母净利润</b>      | <b>640</b>  | <b>797</b>  | <b>986</b>  | <b>1118</b> | 总资产周转率              | 1.01        | 1.01        | 1.07        | 1.14        |
| <b>每股收益(元)</b>    | <b>0.48</b> | <b>0.60</b> | <b>0.74</b> | <b>0.84</b> | <b>每股指标(元)</b>      |             |             |             |             |
| <b>资产负债表</b>      |             |             |             |             | 每股收益                | 0.48        | 0.60        | 0.74        | 0.84        |
| 货币资金              | 279         | 750         | 847         | 961         | 每股净资产               | 3.77        | 4.07        | 4.43        | 4.84        |
| 交易性金融资产           | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>估值比率</b>         |             |             |             |             |
| 应收票据及应收账款         | 502         | 596         | 673         | 764         | PE                  | 31.76       | 25.50       | 20.62       | 18.19       |
| 预付款项              | 31          | 32          | 36          | 41          | PB                  | 4.04        | 3.75        | 3.44        | 3.15        |
| 存货                | 202         | 204         | 225         | 254         | <b>现金流量表</b>        |             |             |             |             |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>1451</b> | <b>2009</b> | <b>2225</b> | <b>2482</b> | 净利润                 | 640         | 758         | 948         | 1080        |
| 固定资产              | 2830        | 3741        | 4705        | 4983        | 折旧和摊销               | 177         | 258         | 305         | 284         |
| 在建工程              | 1133        | 567         | 0           | 0           | 营运资本变动              | 176         | -78         | -22         | -9          |
| 无形资产              | 370         | 308         | 247         | 185         | 其他                  | 43          | 77          | 81          | 73          |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>5171</b> | <b>5413</b> | <b>5709</b> | <b>5925</b> | <b>经营活动现金流净额</b>    | <b>1036</b> | <b>1016</b> | <b>1312</b> | <b>1429</b> |
| <b>资产总计</b>       | <b>6622</b> | <b>7423</b> | <b>7934</b> | <b>8407</b> | 资本开支                | -900        | -500        | -600        | -500        |
| 短期借款              | 101         | 599         | 628         | 522         | 其他                  | -20         | -1          | 0           | 0           |
| 应付票据及应付账款         | 539         | 573         | 631         | 713         | <b>投资活动现金流净额</b>    | <b>-920</b> | <b>-501</b> | <b>-600</b> | <b>-500</b> |
| 其他流动负债            | 400         | 376         | 415         | 468         | 股权融资                | 22          | 0           | 0           | 0           |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>1040</b> | <b>1548</b> | <b>1675</b> | <b>1702</b> | 债务融资                | 381         | 397         | -72         | -213        |
| 其他                | 556         | 455         | 353         | 246         | 其他                  | -611        | -441        | -542        | -602        |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>556</b>  | <b>455</b>  | <b>353</b>  | <b>246</b>  | <b>筹资活动现金流净额</b>    | <b>-207</b> | <b>-45</b>  | <b>-615</b> | <b>-815</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>1596</b> | <b>2003</b> | <b>2027</b> | <b>1948</b> | <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>-91</b>  | <b>471</b>  | <b>97</b>   | <b>114</b>  |
| 股本                | 1333        | 1333        | 1333        | 1333        |                     |             |             |             |             |
| 资本公积金             | 1424        | 1424        | 1424        | 1424        |                     |             |             |             |             |
| 未分配利润             | 2269        | 2663        | 3150        | 3701        |                     |             |             |             |             |
| 少数股东权益            | 0           | 0           | 0           | 0           |                     |             |             |             |             |
| 其他                | 0           | 0           | 0           | 0           |                     |             |             |             |             |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>5026</b> | <b>5420</b> | <b>5907</b> | <b>6458</b> |                     |             |             |             |             |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>6622</b> | <b>7423</b> | <b>7934</b> | <b>8407</b> |                     |             |             |             |             |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：测算基于2023年3月24日收盘价

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                            | 类型    | 评级   | 说明                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| <p>报告中投资建议的评级标准：<br/>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p> | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                                   | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                                   | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048