

桃李面包（603866）

基本盘稳健向好发展，产能有序释放助推全国扩张

事件：公司发布 2022 年半年报，22H1 实现营业收入 32.06 亿元，同比增长 9.06%；实现归母净利润 3.58 亿元，同比下降 2.90%。其中，22Q2 实现营业收入 17.54 亿元，同比增长 8.75%；实现归母净利润 2.00 亿元，同比下降 2.98%。

营收端，基本盘稳健推动公司向好发展，华东加速开拓增速亮眼。分产品看，公司面包及糕点/月饼/粽子/其他分别实现营收 31.79/0.02/0.13/0.12 亿元，同比增长 8.63%/141.59%/7.01%/9967.00%。面包业务基本盘稳健，月饼等节日食品基数较低实现良好增长。公司面包业务中，一方面醇熟等明星产品继续获得稳步增长，另一方面公司加强新品研发和推广，紧跟市场趋势不断丰富产品种类，轻乳芝士蛋糕、撕圈黄油面包等新产品呈现较高速增长，产品综合竞争力继续获得提升。分区域看，华北/东北/华东/华中/西南/西北/华南地区分别实现营业收入 7.18/13.51/9.06/0.96/3.98/2.24/2.51 亿元，同比增长 5.26%/2.06%/43.61%/12.74%/4.65%/12.84%/3.55%，公司在东北、华北成熟市场销售网络细化和下沉工作加快；华东、华南等新市场，增加重点客户投入，提升单店质量。线下，公司加快市场终端拓展，针对头部客户加强定制化快速响应能力；线上，打造线上专供产品，积极开展与专业线上代运营公司合作，积极接触社区团购等新零售渠道。

利润端，原材料价格及物流费用上涨，盈利能力有所下滑。公司 2022 年上半年实现毛利率 25.13%（-1.46pcts），销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.01%/1.85%/0.10%/0.49%，同比变化-1.00%/0.08%/0.22%/0.23pcts，归母净利率 11.16%（-1.37pcts）。公司盈利能力有所下滑，主要系：①毛利率方面，由于部分原材料价格上涨及终端配送服务费用增长导致成本上升；②费用方面，去年同期公司其他收益、汇兑收益及理财收益高于本期；人力成本增加以及研发车间、研发设备折旧费用增加所致。

公司深耕行业壁垒深厚，产能释放助推全国扩张。公司深耕面包行业十余年，已形成了产业链从采购、生产、供应、销售各环节的规模化综合成本及效率优势，经销商渠道教育及供应链管理成熟。截止上半年公司共投入使用 22 个生产基地，在建 6 个生产基地项目。已投产基地整体产能利用率为 78.51%。部分基地投产时间较短，处于过渡期产能利用率较低，下半年产能释放将提振增长。目前公司在华东等市场增长势头良好，伴随产能释放有望进一步助推公司全国化布局。

盈利预测：由于疫情及原材料成本上涨，预计 2022-2024 年营收由 70.72/81.37/93.66 亿元调整至 70.72/79.34/89.67 亿元，同比 +11.63%/+12.18%/+13.03%；归母净利润由 8.43/9.83/11.48 亿元调整至 8.43/9.70/11.11 亿元，同比 +10.43%/+15.07%/+14.51%，EPS 为 0.63/0.73/0.83 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全控制、原材料价格波动、市场变化等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,963.00	6,335.38	7,072.11	7,933.79	8,967.43
增长率(%)	5.66	6.24	11.63	12.18	13.03
EBITDA(百万元)	1,259.99	1,093.83	1,224.93	1,380.21	1,555.08
净利润(百万元)	882.84	763.27	842.88	969.90	1,110.67
增长率(%)	29.19	(13.54)	10.43	15.07	14.51
EPS(元/股)	0.66	0.57	0.63	0.73	0.83
市盈率(P/E)	21.55	24.92	22.57	19.61	17.13
市净率(P/B)	3.94	3.85	3.45	3.34	3.21
市销率(P/S)	3.19	3.00	2.69	2.40	2.12
EV/EBITDA	30.32	23.59	14.20	12.24	10.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/休闲食品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.34 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,333.10
流通 A 股股本(百万股)	1,333.10
A 股总市值(百万元)	19,116.64
流通 A 股市值(百万元)	19,116.64
每股净资产(元)	3.55
资产负债率(%)	21.58
一年内最高/最低(元)	34.18/12.73

作者

吴文德 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

赵婕 联系人
zhaojie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《桃李面包-季报点评:疫情反复营收增速放缓，利润端压力有待传导》2022-04-19
- 2 《桃李面包-年报点评报告:经营环比趋稳向好，区域开拓持续推进》2022-03-18
- 3 《桃李面包-季报点评:盈利水平短期承压，期待经营持续改善》2021-10-19

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	714.69	338.58	841.51	1,034.59	1,522.61
应收票据及应收账款	491.90	512.31	635.77	649.42	805.72
预付账款	25.55	24.65	36.91	29.40	47.24
存货	137.89	172.58	176.30	207.19	228.93
其他	1,049.19	660.38	872.71	872.43	877.95
流动资产合计	2,419.22	1,708.49	2,563.20	2,793.03	3,482.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,794.45	2,236.22	2,088.81	1,941.41	1,794.01
在建工程	611.46	1,162.76	1,162.76	1,162.76	1,162.76
无形资产	342.02	336.28	327.72	319.15	310.59
其他	517.96	573.15	479.80	487.29	443.66
非流动资产合计	3,265.88	4,308.41	4,059.09	3,910.62	3,711.02
资产总计	5,685.11	6,016.89	6,622.30	6,703.65	7,193.47
短期借款	205.28	200.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	399.20	498.63	543.99	594.40	707.23
其他	241.75	298.20	258.25	290.39	280.97
流动负债合计	846.24	996.83	802.24	884.79	988.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	280.75	93.58	243.32
其他	2.88	76.07	26.75	35.23	28.44
非流动负债合计	2.88	76.07	307.50	128.82	271.76
负债合计	852.32	1,081.83	1,109.74	1,013.60	1,259.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	680.15	952.21	1,333.10	1,333.10	1,333.10
资本公积	2,035.10	1,782.20	1,782.20	1,782.20	1,782.20
留存收益	2,172.53	2,255.65	2,401.37	2,612.78	2,850.59
其他	(55.00)	(55.00)	(4.11)	(38.04)	(32.38)
股东权益合计	4,832.79	4,935.07	5,512.56	5,690.05	5,933.51
负债和股东权益总计	5,685.11	6,016.89	6,622.30	6,703.65	7,193.47

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	882.84	763.27	842.88	969.90	1,110.67
折旧摊销	145.81	163.07	155.97	155.97	155.97
财务费用	31.54	(2.72)	(6.15)	(14.88)	(20.29)
投资损失	(17.30)	(2.99)	(14.68)	(11.66)	(9.78)
营运资金变动	593.38	75.53	(244.92)	151.49	(144.90)
其它	(534.90)	17.62	48.86	107.62	(86.09)
经营活动现金流	1,101.37	1,013.78	781.97	1,358.43	1,005.58
资本支出	713.14	1,055.63	49.32	(8.48)	6.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,712.14)	(1,730.23)	(132.36)	(195.09)	175.18
投资活动现金流	(999.00)	(674.60)	(83.04)	(203.58)	181.97
债权融资	(659.04)	31.72	69.40	(169.37)	167.69
股权融资	184.31	(552.16)	(265.38)	(792.41)	(867.21)
其他	9.20	(194.19)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(465.52)	(714.64)	(195.99)	(961.78)	(699.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(363.16)	(375.46)	502.94	193.07	488.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,963.00	6,335.38	7,072.11	7,933.79	8,967.43
营业成本	4,175.74	4,670.26	5,196.94	5,811.37	6,518.73
营业税金及附加	66.00	69.86	78.02	87.61	98.95
销售费用	524.17	551.99	632.60	745.78	690.49
管理费用	100.23	111.20	134.37	154.71	156.93
研发费用	11.30	20.65	24.75	29.36	26.90
财务费用	22.06	(10.75)	(6.15)	(14.88)	(20.29)
资产/信用减值损失	(6.92)	(2.54)	(3.89)	(4.86)	(4.55)
公允价值变动收益	16.69	17.30	48.86	107.62	(86.09)
投资净收益	17.30	2.99	14.68	11.66	9.78
其他	(90.27)	(65.23)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,126.71	969.64	1,071.22	1,234.27	1,414.84
营业外收入	16.12	17.68	15.86	16.55	16.70
营业外支出	5.14	4.55	4.28	4.66	4.50
利润总额	1,137.69	982.76	1,082.80	1,246.16	1,427.05
所得税	254.85	219.50	239.92	276.27	316.38
净利润	882.84	763.27	842.88	969.90	1,110.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	882.84	763.27	842.88	969.90	1,110.67
每股收益（元）	0.66	0.57	0.63	0.73	0.83

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	5.66%	6.24%	11.63%	12.18%	13.03%
营业利润	30.55%	-13.94%	10.48%	15.22%	14.63%
归属于母公司净利润	29.19%	-13.54%	10.43%	15.07%	14.51%
获利能力					
毛利率	29.97%	26.28%	26.51%	26.75%	27.31%
净利率	14.81%	12.05%	11.92%	12.22%	12.39%
ROE	18.27%	15.47%	15.29%	17.05%	18.72%
ROIC	31.51%	26.28%	22.42%	24.46%	30.44%
偿债能力					
资产负债率	14.99%	17.98%	16.76%	15.12%	17.52%
净负债率	-10.54%	-2.28%	-10.01%	-16.33%	-21.40%
流动比率	2.85	1.70	3.20	3.16	3.52
速动比率	2.69	1.53	2.98	2.92	3.29
营运能力					
应收账款周转率	12.11	12.62	12.32	12.35	12.33
存货周转率	44.38	40.81	40.54	41.38	41.12
总资产周转率	1.10	1.08	1.12	1.19	1.29
每股指标（元）					
每股收益	0.66	0.57	0.63	0.73	0.83
每股经营现金流	0.83	0.76	0.59	1.02	0.75
每股净资产	3.63	3.70	4.14	4.27	4.45
估值比率					
市盈率	21.55	24.92	22.57	19.61	17.13
市净率	3.94	3.85	3.45	3.34	3.21
EV/EBITDA	30.32	23.59	14.20	12.24	10.73
EV/EBIT	33.78	27.10	16.27	13.80	11.93

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com