

桃李面包（603866）2023年报点评

经营压力仍存，紧盯需求改善

事项:

- ❖ 公司发布2023年年度报告，2023年全年实现收入67.59亿元，同比+1.08%；归母净利润5.74亿元，同比-10.29%；扣非归母净利润5.52亿元，同比-12.31%。单Q4来看，公司实现收入16.92亿元，同比+2.03%；归母净利润1.15亿元，同比-23.50%；扣非归母净利润1.08亿元，同比-23.63%。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.8元（含税）。

评论:

- ❖ **需求维持平稳，Q4收入同比+2.03%**。分品类来看，公司全年面包/月饼/粽子实现收入65.32/1.49/0.17亿元，分别同比+0.64%/+6.92%/+27.82%，面包、月饼和粽子销量分别同比+0.69%/+13.19%/+36.48%，对应吨价分别同比-0.05%/-5.54%/-6.34%，主产品面包中主食类表现更好。分区域看，单Q4东北/华北/华东/西南/西北/华南/华中营收6.44/3.61/5.15/2.03/1.14/0.33/0.44亿，分别同比-3.13%/-9.49%/-1.31%/+2.93%/+6.24%/-76.57%/-18.60%，华北、华南、华中增速受损较重主要受公司Q4分部间抵销核算口径变更影响。
- ❖ **退货率高位叠加折旧影响，盈利压力加剧**。公司23年毛利率同比-1.2pcts至22.79%，主产品面包的原材料/制造费用/人工吨成本分别同比+0.53%/+7.03%/+1.61%。公司单Q4毛利率同比-2.99pcts至21.24%，推测主要系一方面货折加大，同时销售偏弱、新品短期渠道退损率可控性较弱致退货率高于正常水平，另一方面沈阳、青岛等工厂搬迁新增折旧压制。费用方面，单Q4销售/管理/研发/财务费用分别同比+0.05/-0.44/-0.01/+0.11pcts，整体略有收敛。此外，公司23Q4税率同比+6.3pcts至27.4%对盈利亦有影响，最终公司Q4净利率同比-2.26pcts至6.78%，扣非归母净利率同比-2.15pcts至6.41%。
- ❖ **外部压力之下坚守长期发展，紧盯需求回暖后经营步入正循环**。前两年公司销售受到疫情压制，疫情后需求未见明显改善主要系可选类产品受损更为明显，一方面消费者习惯的改变部分转向多样性、保质期更久、渠道渗透力中保产品，另一方面公司传统的优势渠道夫妻老婆店等受到新兴渠道的冲击，货折及退货率亦处于较高水平。而公司主要原料面粉价格持续高位，同时持续扩产，故公司收入、业绩均承受压力。但公司亦在积极探索求变，加快新品研发、提高中保比例、尝试拥抱各种渠道，同时坚定扩产，持续完善全国化产能布局，为中长期发展奠定产能基础。而考虑公司短保库存相对较轻，待终端需求复苏，公司有望快速承接，收入恢复、退货率改善，形成经营正循环。
- ❖ **投资建议：短期压力仍存，期待经营企稳，给予“推荐”评级**。考虑24年公司主要原料面粉价格仍处高位，同时有23年底沈阳、泉州工厂产能爬坡的压力，我们略调整24-26年EPS预测为0.38/0.42/0.51元（24/25年前值为0.45/0.53元），对应PE估值为18/16/13倍。短期外部压力之下，公司仍着眼长期，夯实短保龙头地位，后续紧盯需求复苏进展。我们给予24年21倍PE，对应目标价约8元，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：需求不及预期、产能投放不及预期、竞争加剧、食品安全问题等**

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	6,759	7,070	7,573	8,130
同比增速(%)	1.1%	4.6%	7.1%	7.4%
归母净利润(百万)	574	600	668	824
同比增速(%)	-10.3%	4.6%	11.2%	23.3%
每股盈利(元)	0.36	0.38	0.42	0.51
市盈率(倍)	19	18	16	13
市净率(倍)	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2024年3月21日收盘价

推荐（下调）

目标价：8元

当前价：6.81元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳宇

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com

执业编号：S0360520090001

证券分析师：杨畅

邮箱：yangchang@hcyjs.com

执业编号：S0360523040002

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	159,971.92
已上市流通股(万股)	159,971.92
总市值(亿元)	108.94
流通市值(亿元)	108.94
资产负债率(%)	27.82
每股净资产(元)	3.18
12个月内最高/最低价	15.96/5.91

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《桃李面包（603866）2023年三季度报点评：营收增速转正，经营逐步企稳》

2023-10-24

《桃李面包（603866）2023年中报点评：短期仍有压力，长期路径不改》

2023-08-15

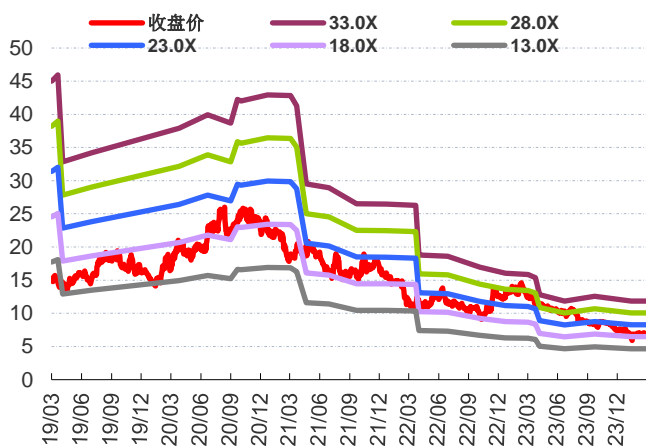
《桃李面包（603866）2023年一季度报点评：业绩降幅收窄，逐季改善可期》

2023-04-19

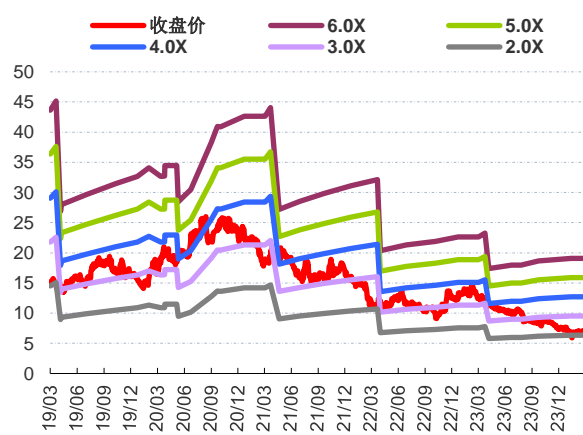
图表 1 公司分季度情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2022	2023
营业总收入	1452	1754	1822	1659	1476	1730	1860	1692	6686	6759
营业总成本	1261	1510	1638	1475	1311	1540	1652	1543	5884	6046
其中: 营业成本	1080	1320	1426	1257	1123	1331	1432	1333	5083	5219
营业税金及附加	16	18	21	18	18	20	22	20	73	80
销售费用	123	134	148	138	123	140	144	142	543	549
管理费用	32	27	33	39	34	35	36	33	131	138
财务费用	2	2	2	6	5	5	7	8	11	26
投资净收益	0	0	-18	-8	10	-11	2	3	-26	5
其他收益	2	13	2	9	2	6	3	3	25	13
营业利润	199	256	165	192	174	191	213	155	812	733
加: 营业外收入	4	4	5	4	5	5	5	5	17	19
减: 营业外支出	0	6	2	4	3	2	2	2	13	10
利润总额	202	255	167	192	176	194	215	158	816	742
减: 所得税	44	55	35	42	37	41	47	43	176	168
净利润	158	200	132	150	139	153	168	115	640	574
归母净利润	158	200	132	150	139	153	168	115	640	574
EPS	0.17	0.15	0.10	0.11	0.10	0.10	0.10	0.07	0.48	0.36
毛利率	25.6%	24.7%	21.7%	24.2%	23.9%	23.1%	23.0%	21.2%	24.0%	22.8%
营业税金率	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%
销售费用率	8.4%	7.6%	8.1%	8.3%	8.4%	8.1%	7.7%	8.4%	8.1%	8.1%
管理费用率	2.2%	1.5%	1.8%	2.4%	2.3%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%
营业利润率	13.7%	14.6%	9.1%	11.6%	11.8%	11.0%	11.4%	9.2%	12.1%	10.9%
实际税率	22.0%	21.5%	21.0%	21.7%	21.1%	21.1%	21.9%	27.4%	21.6%	22.7%
归母净利率	10.9%	11.4%	7.3%	9.1%	9.4%	8.8%	9.0%	6.8%	9.6%	8.5%
收入增长率	9.4%	8.8%	5.7%	-0.8%	1.7%	-1.3%	2.1%	2.0%	5.5%	1.1%
营业利润增长率	-2.7%	-2.2%	-34.7%	-23.3%	-12.6%	-25.5%	28.9%	-18.9%	-16.2%	-9.7%
归母净利润增长率	-3.0%	-3.2%	-33.6%	-23.0%	-12.2%	-23.4%	26.8%	-23.6%	-16.1%	-10.3%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 PE-Band


资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 PB-Band


资料来源: Wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	174	552	588	932
应收票据	0	1	2	1
应收账款	473	544	572	605
预付账款	28	29	31	33
存货	169	176	188	198
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	118	123	129	136
流动资产合计	962	1,425	1,510	1,905
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,656	3,933	4,093	4,094
在建工程	763	763	763	663
无形资产	407	389	376	363
其他非流动资产	1,260	1,147	1,196	1,218
非流动资产合计	6,086	6,232	6,428	6,338
资产合计	7,048	7,657	7,938	8,243
短期借款	53	53	53	53
应付票据	0	0	0	0
应付账款	544	573	609	641
预收款项	0	0	0	0
合同负债	6	7	7	8
其他应付款	89	80	83	84
一年内到期的非流动负债	399	399	399	399
其他流动负债	161	207	238	249
流动负债合计	1,252	1,319	1,389	1,434
长期借款	662	892	852	752
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	47	47	47	47
非流动负债合计	709	939	899	799
负债合计	1,961	2,258	2,288	2,233
归属母公司所有者权益	5,087	5,399	5,650	6,010
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	5,087	5,399	5,650	6,010
负债和股东权益	7,048	7,657	7,938	8,243

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	811	1,022	977	1,128
现金收益	833	916	989	1,150
存货影响	34	-7	-12	-10
经营性应收影响	32	-73	-31	-33
经营性应付影响	13	20	40	32
其他影响	-100	166	-9	-12
投资活动现金流	-803	-552	-456	-204
资本支出	-794	-541	-446	-197
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-9	-11	-10	-7
融资活动现金流	-123	-92	-485	-580
借款增加	493	230	-40	-100
股利及利息支付	-561	-456	-487	-594
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-55	134	42	114

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,759	7,070	7,573	8,130
营业成本	5,219	5,449	5,825	6,120
税金及附加	80	78	83	89
销售费用	549	584	618	672
管理费用	138	147	154	167
研发费用	34	35	37	40
财务费用	26	34	22	17
信用减值损失	-1	-5	-5	-5
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资收益	5	-2	-8	-2
其他收益	13	20	17	18
营业利润	733	759	839	1,038
营业外收入	19	20	20	20
营业外支出	10	11	5	5
利润总额	742	768	854	1,053
所得税	168	168	186	229
净利润	574	600	668	824
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	574	600	668	824
NOPLAT	594	627	685	837
EPS(摊薄) (元)	0.36	0.38	0.42	0.51

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	1.1%	4.6%	7.1%	7.4%
EBIT 增长率	-7.2%	4.4%	9.3%	22.2%
归母净利润增长率	-10.3%	4.6%	11.2%	23.3%
获利能力				
毛利率	22.8%	22.9%	23.1%	24.7%
净利率	8.5%	8.5%	8.8%	10.1%
ROE	11.3%	11.1%	11.8%	13.7%
ROIC	15.0%	13.9%	14.6%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	27.8%	29.5%	28.8%	27.1%
债务权益比	22.8%	25.8%	23.9%	20.8%
流动比率	0.8	1.1	1.1	1.3
速动比率	0.6	0.9	1.0	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转天数	26	26	27	26
应付账款周转天数	37	37	37	37
存货周转天数	13	11	11	11
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.38	0.42	0.51
每股经营现金流	0.51	0.64	0.61	0.71
每股净资产	3.18	3.37	3.53	3.76
估值比率				
P/E	19	18	16	13
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	12	11	10	9

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，7 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2023 年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、联系首席分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，5 年食品饮料研究经验，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：刘旭德

北京大学硕士，2021 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，5 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022 年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

高级分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，4 年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：严文炀

南京大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

执委会委员、副总裁、华创证券研究所所长、新财富白金分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士，15 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2023 年，获得新财富最佳分析师七届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续五届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522