桃李面包 (603866)

个股分析报告

行业：短保面包烘焙
报告日期：2026 年 11 月 2 日
行情截至 2026-10-30 收盘

本报告基于公开信息由 AI 自动整理生成，仅供参考，不构成投资建议

核心结论：利润加速下滑未见底，PB 历史低位难掩盈利修复无期

关键数据	数值
收盘价	4.11 元（-0.96%）
总市值	约 65.75 亿元
PE(TTM)	34.65 倍
PB(MRQ)	1.29 倍
股息率	约 2.9%（中期分红测算）
52 周区间	3.59～5.70 元
成交额/换手率	0.43~0.71 亿元／0.65%~1.08%

行情数据截至：2026-10-30 收盘

一、投资要点

- **业绩加速恶化，拐点未现**：前三季归母净利 2.04 亿元同比-31.57%，Q3 单季-37.68%、扣非-43.52%，降幅较 2025 全年-45.63%后仍在扩大，毛利率 21.37%继续下探。
- **收入企稳靠区域分化，新渠道是关键**：前三季收入仅-2.19%，但华南收入-20.97%、经销商华南仅 26 家同比减 7 家；增长看零食量贩等新渠道放量与佛山产能投产，2027E 一致预期净利+10.0%。
- **PB 近历史底部，PE 高位反映盈利底部**：收盘 4.11 元，PE(TTM)34.65 倍处 5.2 年 93%分位，PB1.29 倍处 3%分位、PS1.23 倍处 4%分位；2 家机构目标价均值 5.15 元（区间 4.6~5.7 元）。

市场预期与证据

- **市场在定价**：一致预期 2026E 净利 2.81 亿元（-1.0%）、2027E+10.0%；现价在年化 8%回报、退出 PE15 倍假设下隐含 10 年 EPS 年均增长 17.4%，期限与指标不同于机构短期预测，不能直接比较高低。
- **证据显示**：证据与一致预期基本吻合：前三季净利 2.04 亿元已占全年预测七成以上，Q4 不恶化即可达标；但单季扣非降幅扩大、华南收入-20.97%，2027E+10.0%的修复尚无订单或产能利用率证据支撑。

证据倾向：证据不足；置信度：低（必需财务字段未核实：归母净资产、总负债、关键财务数字尚未与官方原文逐项核对）

必需财务基线尚未核实：归母净资产、总负债。

二、生意与竞争力

2.1 业务结构

以中央工厂规模化生产短保面包及糕点，通过直营 KA 商超与经销网络日配至 28 万多个终端，靠单位成本与终端密度赚钱。

业务板块	收入占比	毛利率	收入增速	要点
面包及糕点	97.72%（2025 年，占主营业务收入）	22.34%	-9.87%	高度单一产品，短保日配，毛利率同比-0.96pct
月饼	1.58%（2025 年，占主营业务收入）	29.98%	-31.79%	节令点缀，毛利率同比+7.75pct
其他	0.69%（2025 年，占主营业务收入）	32.79%	-29.89%	粽子等，规模小，毛利率同比-3.71pct

2.2 竞争优势

竞争优势强度：弱

- 全国 24 个已投产基地+28 万多个零售终端，日配网络形成区域密度壁垒，同一模式在东北毛利率 23.51%
- 参与起草 GB/T 20981-2021《面包质量通则》等国标，品牌为全国知名面包品牌，通过 FSSC22000 认证
- 短保 3-12 天保质期与高返货风险排斥长保企业与小作坊，形成供应链+冷链运营门槛

主要威胁：商超与硬折扣自有品牌现烤烘焙直接替代，KA 渠道议价权走弱；规模扩张带来的折旧与低产能利用率抵消单位成本优势，华东华南亏损扩大。

2.3 产业链位置与盈利趋势

- 真实投入品为面粉、油脂、糖、鸡蛋、酵母、腿肉、奶粉及包装冷链；面粉油脂月度协商调价，糖蛋肉随行就市，公司无上游定价权，仅能管理采购时点与备货节奏。
- 直营 KA 商超占 58.3%、经销占 41.7%；进入 KA 需付进场费、条码费并承担退货返货，名义直营实质风险自担，返货率是下游议价关系的温度计。
- 商超与硬折扣渠道正用自有品牌现烤短保烘焙替代品牌包装面包，公司同时是这些渠道的供应商与竞争者，渠道议价权持续走弱。
- 前五大客户合计销售 4.15 亿元、占营收 7.63%（2025 年口径，来源单一，以年报主要销售客户表为准），客户高度分散，无单一大客户依赖。
- 经营现金流净额/归母净利 2025 年达 2.69 倍，存货周转率 27-31 次远超可比食品公司，对下游以先款后货为主；但 2024 年末流动比率仅 0.75，短期流动性偏紧。

年度	毛利率	净利率	变动原因
2021	26.28%	12.05%	原材料涨价、退货率与折扣率上升、物流成本及新厂前期费用
2022	23.98%	9.57%	疫情封控推高退货率与折扣率，净利率创 2011 年以来最低
2023	22.79%	8.49%	原材料上涨、返货率增加、新建项目产能未完全释放
2024	23.39%	8.58%	收入降 9.93%而毛利率微升，或与原料成本回落及渠道结构有关

年度	毛利率	净利率	变动原因
2025	22.53%	5.21%	新项目折旧等固定成本增加叠加收入-10.5%规模效应减弱

位于微笑曲线中游偏下的效率型制造+日配网络，毛利率 22%、净利率从 12%降至 5%，既无上游价格权也无下游品牌高加价率。毛利率回升取决于产能利用率能否从 2026H1 约 61%回升、产品结构向量贩装与健康化迁移、渠道用经销与特渠替代高返货率 KA 直营。2026H1 毛利率 21.64%、净利率 5.67%。

2.4 行业与同行对比

中国烘焙市场 2025 年约 2595 亿元，呈大行业小公司格局、集中度低，区域竞争活跃。对公司最关键的趋势是商超与硬折扣自有品牌现烤烘焙崛起，挤压中游包装面包的价格带与货架。

公司	定位	可比数据	与本公司差异
立高食品（300973）	烘焙原料+冷冻烘焙半成品 B 端供应商	PE(TTM) 18.78 倍	卖原料/半成品给烘焙店与商超，客户为 B 端，不受返货率直接影响
南侨食品（605339）	烘焙油脂上游供应商	PE(TTM) 787.98 倍	处于桃李上游，卖油给面包厂，毛利率结构完全不同
元祖股份（603886）	烘焙连锁门店零售，蛋糕/月饼	PE(TTM) 35.69 倍	下游品牌零售、高毛利、强节令依赖，与制造批发模式相反
一鸣食品（605179）	连锁奶吧+烘焙，区域型（浙江）	PE(TTM) 232.38 倍	区域密度型门店+鲜食，与桃李工厂+批发互为镜像

A 股无与桃李完全同构的全国化短保包装面包公司，其优势在区域密度带来的单位成本与日配网络，短板是品牌溢价弱、离开高密度根据地单位成本优势即消失，华东华南亏损、对上下游均为弱势方。

三、财务质量

3.1 经营业绩

报告期	营业收入	同比	归母净利润	同比	扣非同比	毛利率
2026 三季报	39.60 亿元	-2.19%	2.04 亿元	-31.57%	-34.06%	21.37%
2025 年报	54.48 亿元人民币	-10.50%	2.84 亿元人民币	-45.63%	-45.93%	22.53%
2024 年报	60.87 亿元人民币	-9.93%	5.22 亿元人民币	-9.05%	-9.84%	23.39%

营业收入与归母净利润按同期间官方报表及明确币种列示；调整后盈利与法定利润分别比较。表中营业收入、归母净利润共 6 项，6 项与发行人定期报告原文逐项比对一致。同比增速按原文本期、上期数推算了 6 项，6 项与表中一致。

利润下滑快于收入，扣非降幅大于归母（-34.06% vs -31.57%），单季归母-37.68%、扣非-43.52%进一步走弱。公司口径归因为收入下降叠加固定成本摊薄恶化致毛利率下滑、上海研发中心投用推高研发费用、所得税增加。

3.2 财务健康检查

指标	数值	判断	说明
经营现金流/净利润	2.56 倍（2026 三季报）	良好	利润下滑但现金回款仍强，盈利含金量高
资产负债率	29.37%（2026 三季报）	良好	杠杆低，有息负债率 17.36%
流动比率	0.64（2026 三季报）	关注	短期偿债缓冲偏薄，靠经营现金流滚动
ROE（加权）	3.92%（2026 三季报）	关注	较 2025 年 5.53%继续下行，资本回报承压
应收账款周转天数	24.7 天（2026 三季报）	良好	短保快消属性，回款周期短且稳定

四、估值与市场预期

4.1 估值水平

指标	当前	自身历史	同行对比
PE(TTM)	34.65 倍	近 5.2 年 93%分位（中位数 23.66 倍）	中位数 134.03 倍（立高食品 18.78、南侨食品 787.98、元祖股份 35.69、一鸣食品 232.38）
PB(MRQ)	1.29 倍	近 5.2 年 3%分位（中位数 2.19 倍）	中位数 1.96 倍（立高食品 1.53、南侨食品 1.71、元祖股份 2.20、一鸣食品 7.77）
PS(TTM)	1.23 倍	近 5.2 年 4%分位（中位数 1.68 倍）	中位数 1.76 倍（立高食品 0.86、南侨食品 1.93、元祖股份 1.59、一鸣食品 3.16）
股息率	4.73%	—	—

估值倍数由程序按 2026-10-30 收盘数据计算（滚动十二个月口径）；同行倍数按 2026-10-30 收盘数据同口径计算

市场隐含预期：以当前 34.65 倍市盈率计，若投资者要求年化 8%的回报、10 年后按 15 倍市盈率估值，每股收益需年均增长约 17.4%（不计分红，偏保守），短期机构净利润预测与该长期每股收益增速的期限及口径不同，不能直接比较高低。

PE(TTM)34.65 倍处 5.2 年 93%分位，而 PB1.29 倍、PS1.23 倍分别处 3%、4%分位，源于利润已跌至底部——价格隐含市场对 ROE 修复不抱期待。4.73%股息率与中期分红率 94.11%提供下行缓冲；估值向上取决于毛利率能否止跌，而非收入企稳。当前 PE 已计入盈利再下台阶的担忧。

4.2 一致预期

年度	营业收入	归母净利润	净利润增速	每股收益(EPS)
2026E	55.00 亿元	2.81 亿元	-1.0%	0.18 元
2027E	57.59 亿元	3.09 亿元	+10.0%	0.19 元
2028E	60.50 亿元	3.36 亿元	+8.7%	0.21 元

东方财富近六个月研报汇总，截至 2026-11-02。可见机构研报明细，评级人数另计：2026E 净利润 3 家、EPS3 家；2027E 净利润 3 家、EPS3 家；2028E 净利润 3 家、EPS3 家

4.3 机构观点

2 家机构覆盖，均值 5.15 元，区间 4.6~5.7 元；最新为国泰海通证券 2026-10-31 给出的 5.7 元。

机构	评级	日期	备注
国泰海通证券	增持	2026-10-31	目标价 5.7 元
华创证券	增持	2026-11-02	目标价 4.6 元；2026E EPS 0.14 元
国海证券	增持	2026-09-07	2026E 归母 2.80 亿元
光大证券	增持	2026-08-26	2026E 归母 3.02 亿元

五、催化剂与近期事件

5.1 未来关键节点

时间	事件	看点
2026-11-10 至 2026-11-16	三季报业绩说明会提问预征集	关注预征集问题是否集中于 Q4 渠道调整、新渠道放量与分红安排
2026-11-17	2026 年第三季度业绩说明会	管理层对 Q4 传统渠道调整节奏、零食量贩等新渠道放量、佛山产能投产的表述；给出量化指引算超预期
2026 年 11-12 月	中期分红权益分派实施公告	股权登记日与除权除息日落地；0.12 元/股方案是否按全额实施
2027 年 4 月（年报预约日待公布）	2026 年年度报告披露	全年毛利率能否止跌、Q4 单季净利降幅是否收窄；关注资本开支与 2027 年分红授权

5.2 近期重要事件

- **2026-10-30 三季报业绩加速下滑，Q3 单季净利降 37.7%（利空）**：前三季归母净利 2.04 亿元同比-31.57%，单季降幅扩大至-37.7%，扣非单季-43.5%。公司归因于单位固定成本上升、上海研发中心投用及递延所得税资产重回，基本面尚未见底。
- **2026-10-30 中期分红 0.12 元/股，分红率 94%（利好）**：拟派现 1.92 亿元，占前三季归母净利 94.11%，已获董事会通过无需再开股东会。股权登记日与除权除息日待实施公告明确，按 4.15 元测算股息率约 2.9%。
- **2026-10-30 三季度经营数据：华南收入降 21%，经销商净增 2 家（中性）**：华东-4.85%、华北-9.24%、华南-20.97%，仅华中+7.43%。期末经销商 976 家，净增 2 家，其中华南仅 26 家、同比减 7 家，与区域收入下滑相互印证，渠道调整尚未见效。
- **2026-10-30 注销全资子公司海口桃李（中性）**：注销注册资本 100 万元的海口桃李商贸，理由是优化资源配置、降低管理成本，在董事会权限内。财务影响可忽略，指向华南低效网点收缩。

六、多空分歧与风险

6.1 看多理由

- 中期分红 1.92 亿元、分红率 94.11%，股息率约 4.73%，PB1.29 倍处 5.2 年 3%分位，估值下行空间有限。
- 经营现金流/净利润 2.56 倍，资产负债率 29.37%，利润下滑但现金回款与杠杆结构未恶化。
- 收入端前三季仅-2.19%，华中+7.43%，若新渠道放量，2027E 净利+10.0%的修复有低基数支撑。

6.2 看空理由

- Q3 单季扣非-43.52%较前三季-34.06%扩大，毛利率 21.37%低于 2025 全年 22.53%，盈利仍在恶化而非筑底。
- 华南收入-20.97%、经销商同比减 7 家，区域收缩与渠道调整未见效，收入企稳缺乏支撑。
- ROE（加权）3.92%较 2025 年 5.53%继续下行，1.29 倍 PB 对应的是回报率仍在下台阶的净资产。

6.3 其他风险

- 商超与硬折扣自有品牌现烤烘焙替代→KA 渠道议价权走弱、返货率上升，直接压缩毛利率与利润。
- 面粉、油脂价格月度协商调价，公司无上游定价权→原料上涨无法及时转嫁，毛利率承压。
- 流动比率 0.64、有息负债率 17.36%，短期偿债缓冲偏薄→若经营现金流波动，或被迫压缩资本开支与分红。
- 新产能折旧与低产能利用率（2026H1 约 61%）并存→固定成本摊薄恶化，利润率修复慢于收入。

七、跟踪清单

跟踪指标	当前	验证看多	验证看空
单季扣非净利降幅	Q3 单季-43.52%	Q4 单季扣非降幅收窄至-20%以内	Q4 单季扣非降幅扩大至-50%以上
毛利率	前三季 21.37%	2026 全年毛利率回升至	全年毛利率跌破 21%

跟踪指标	当前	验证看多	验证看空
		22.5%以上	
华南收入与经销商数	收入-20.97%、经销商 26 家	华南收入降幅收窄至个位数、经销商净增	华南收入降幅扩大、经销商继续减少
新渠道与产能信号	业绩说明会待开、佛山产能待投产	管理层给出新渠道量化指引或佛山产能投产	说明会未提量化指引、产能投产延期

八、股价与短线展望（未来一周，情景推演，仅供参考）

⚠ 风险提示：以下为基于技术面与资金面的主观情景推演，非统计概率，不构成投资建议。

8.1 技术面概况

技术面弱势企稳：股价 3.97 元附近止跌后小幅回升，但受制于 MA20（4.18 元）与 MA60（4.25 元），MACD 零轴下方绿柱收敛显示下行动能减弱。三季报单季净利-37.7%压制风险偏好，估值呈 PB 1.29 倍（5.2 年 3%分位）与 PE 34.65 倍（93%分位）的极端分化，短期以底部震荡为主，方向选择需量能配合。

指标	数值	解读
均线结构	MA5 4.13 / MA10 4.10 / MA20 4.18 / MA60 4.25	短期均线走平，价格受压于 MA20 与 MA60
MACD(12,26,9)	DIF -0.037 / DEA -0.034 / 柱 -0.005	零轴下方弱势，绿柱连续两日收敛
RSI	RSI6 45.0 / RSI14 45.1	中性偏弱，无超买超卖
布林带(20,2)	上轨 4.38 / 中轨 4.18 / 下轨 3.98	沿中轨下方运行，带宽收窄待方向选择
量能	最新一日为 20 日均量 1.08 倍	量能持平，缺乏资金推动迹象

8.2 关键价位

位置	区间	说明
短期压力	4.18~4.25 元	布林中轨与 MA60 重合区，收复则打开 4.38 元（布林上轨）空间
第一支撑	3.97~4.00 元	近 20 日低点 3.97 元与布林下轨 3.98 元，跌破下看 3.80 元附近
强支撑	3.59~3.70 元	52 周低点 3.59 元，失守则创年内新低、估值进一步下修

8.3 按历史波动率测算的一周区间

以 2026-10-30 价格 4.11 元为基准，用近 300 个交易日的收益分布（按当前指数加权日波动率约 1.5%缩放，保留这只股票自身的大涨大跌频率）推算未来 5 个交易日的收盘价范围：

覆盖概率	价格区间	相对基准
约 68%	3.93～4.24 元	-4.4%～+3.2%
约 95%	3.77～4.42 元	-8.3%～+7.5%

该区间只反映这只股票近期的波动幅度，不含涨跌方向判断；遇到重大公告或大盘急跌，实际走势仍可能超出区间。

8.4 未来一周情景（主观权重，非统计概率）

- **震荡整理（相对权重较高，约五成）**：4.00~4.20 元区间拉锯，量能维持 0.4~0.7 亿元，无新增催化，均线继续粘合。按历史波动率测算，一周后收盘落在该区间的概率约 50%。
- **偏弱下行（相对权重中等，约三成）**：三季报利空消化叠加板块走弱，跌破 3.97 元并放量下探 3.80~3.90 元。按历史波动率测算，一周后收盘落在该区间的概率约 15%。
- **反弹走强（相对权重偏低，约两成）**：放量收复 4.18 元中轨、成交额回升至 0.9 亿元以上，冲击 4.30~4.38 元。按历史波动率测算，一周后收盘落在该区间的概率约 10%。

括号内是主观权重；句末的概率由上面的波动率区间反推，只反映波动幅度、不含方向判断。

8.5 资金与流动性

近 10 个交易日成交额 0.43~0.71 亿元、换手率 0.65%~1.08%，盘口偏薄，小额资金即可放大波动。截至 2026-09-30 前十大流通股东合计持股 64.02%，以吴学群等创始家族个人股东为主（前七位均为个人），香港中央结算 0.93%、社保四一三组合 0.86%（较上期减持），机构参与度低；该数据滞后一个季度，结构可能已变化。

若单日成交额持续放大至 0.9 亿元以上（约近 10 日中枢 1.5 倍），可视为资金介入信号。

以上情景推演基于 2026-10-30 收盘数据及历史价格、技术指标测算，短期股价还会受消息面、资金面、大盘环境等多重因素扰动，技术指标本身存在滞后性和局限性，不构成对未来实际走势的保证，也不构成买卖建议，请结合最新市场信息独立判断并自行承担投资风险。

数据来源

桃李面包股份有限公司 2024 年年度报告摘要 — https://paper.cnstock.com/html/2025-03/21/content_2038819.htm#1

桃李面包股份有限公司关于 2024 年度“提质增效重回报”行动方案的公告 - 桃李面包股份有限公司 — http://paper.cnstock.com/html/2024-08/17/content_1954883.htm#1

桃李面包股份有限公司_食品_发展_消费者 - 桃李面包股份有限公司 — https://www.sohu.com/a/765654308_120988533#1

公司代码：603866 公司简称：桃李面包_食品_行业_消费者 - 公司代码：603866 公司简称：桃李面包 — https://www.sohu.com/a/765658126_115433#1

桃李面包股份有限公司 2023 年年度报告摘要 — https://finance.sina.cn/2024-03-21/detail-inanzexe7821825.d.html#1

桃李面包股份有限公司 ■ - 桃李面包股份有限公司 ■ — https://paper.cnstock.com/html/2023-03/23/content_1738410.htm#1

桃李面包 2024 年度暨 2025 年第一季度业绩说明会 - 桃李面包 2024 年度暨 2025 年第一季度业绩说明会 — https://roadshow.sseinfo.com/activityDetails/32824#1

第一节 重要提示 — https://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/new/2022-03-17/603866_20220317_2_B5NNInSE.pdf#1#1#1

桃李面包 2026 年第三季度报告 — https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-10-30/1225639634.PDF

桃李面包 2025 年年度报告 — https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-04-29/1225229517.PDF

桃李面包 2024 年年度报告 — https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2025-03-21/1222856789.PDF

桃李面包 2023 年年度报告 — https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2024-03-21/1219358434.PDF

腾讯财经行情（2026-11-02） — https://gu.qq.com/sh603866

东方财富 F10 合并资产负债表（2026 三季报） — https://emweb.securities.eastmoney.com/pc_hsf10/pages/index.html?type=web&code=SH603866#/cwfx

东方财富 F10 盈利预测 — https://emweb.securities.eastmoney.com/pc_hsf10/pages/index.html?type=web&code=SH603866#/ylyc

桃李面包:桃李面包 2026 年第三季度报告 — https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN202610291831169970_1.pdf

桃李面包:桃李面包关于注销全资子公司的公告 — https://www.cnfin.com/announ/detail/index.html?id=846605056680&code=603866&dannoun=lcdetail&announ=lc

桃李面包:桃李面包关于 2026 年第三季度经营数据的公告 — https://www.cnfin.com/announ/detail/index.html?id=846605056666&code=603866&dannoun=lcdetail&announ=lc

桃李面包:桃李面包关于公司 2026 年中期利润分配方案的公告 — https://www.cnfin.com/announ/detail/index.html?id=846605067619&code=603866&dannoun=lcdetail&announ=lc

中国证券报 - 桃李面包股份有限公司 — http://app.cnstock.com/zzb/zgzqb/html/2026-10/30/nw.D110000zgzqb_20261030_1-B342.htm

桃李面包(603866):桃李面包关于注销全资子公司 — https://vipwt1.cfi.net.cn/p20261029002466.html

桃李面包: 桃李面包第七届董事会第十一次会议决议公告内容摘要 — http://stock.stockstar.com/AN2026103000044964.shtml

桃李面包 — http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=603866&id=12675265

桃李面包股份有限公司 2026 年第三季度报告 — https://paper.cnstock.com/html/2026-10/30/content_2284076.htm

东方财富 个股资金流向 — https://data.eastmoney.com/zjlx/603866.html

东方财富 股东研究 — https://emweb.securities.eastmoney.com/pc_hsf10/pages/index.html?type=web&code=SH603866#/gdyj

本报告由 AI 基于公开渠道信息自动检索、整理并生成，信息截至 2026-10-30 收盘，可能存在时效性差异，具体数据请以公司正式公告及权威数据终端为准。本报告仅为信息整理与研究参考，不构成任何投资建议，投资者应独立判断并自行承担投资风险。