

面包行业快速发展，高性价比+低成本塑造公司核心优势，未来全国化扩张可期



核心观点

- **短保面包龙头，由东北走向全国。**公司深耕东北，全国产能布局加速，目前已在东北、华北、华东、西南、西北等 14 个中心城市及周边地区建立起生产基地。公司通过直营和经销的销售模式进行渠道开拓，截止 6 月 30 日，已建立 12 万多个零售终端。公司产品定价低于主要竞品，性价比较高，且由于原材料半年至一年期的锁价采购及大批量购买带来高议价权形成低成本优势。桃李属于“中央工厂+批发”模式，在中心城市设厂、集中生产、集中配送。高性价比、低成本打造公司核心优势。
- **烘焙行业空间大，短保面包优势凸显。**烘焙食品包括蛋糕、面包、饼干等，为西方饮食中主食类产品代表。据 Euromonitor 统计，中国焙烤食品 2005-2015CAGR 为 14%，远高于世界平均 2.52%，而国内人均消费额仅为 19 美元，仅相当于香港的 27%、日本的 13%，有较大提升空间。糕点、面包制造业收入 900 亿元，2015.1-10 月收入/利润增速分别为 12%/32%。行业景气度较高。目前面包行业有 400 亿规模，保守估计未来市场空间可达 800 亿，短保面包受益于健康化趋势及相对中、长保更新鲜的口感、未来具备市场成长空间，面包行业“中央工厂+批发”模式净利率高于面包房模式，品类标准化、量产、覆盖半径较广等特性决定其具备相对较快扩张速度。
- **扩产能加快全国布局，优秀管理、推新品能力奠定龙头地位。**短保面包销售半径小，销售范围仅限于工厂本地及周边城市和地区。公司两次募投项目推动全国化布局产能，销售网络向全国迅速铺开。公司管理优秀，对销售终端管控力强，物流以第三方物流配送为主，退货率低于 8%，低于行业平均，保障公司盈利。公司不断研发推出新品，之前推出的天然酵母，今年推出的焙软面包都取得了良好表现。公司新品研发能力保障公司长期持续增长。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2014-2016 年每股收益分别为 1.00、1.24、1.58 元，我们选择 A 股同样采取“中央工厂+批发”模式及类似行业上市公司作为参考。目前可比公司 2017 年平均估值水平为 41 倍 PE，对应目标价 50.84 元，首次给予买入评级。

风险提示：食品安全风险、需求增长不达预期、行业竞争加剧的风险

公司主要财务信息

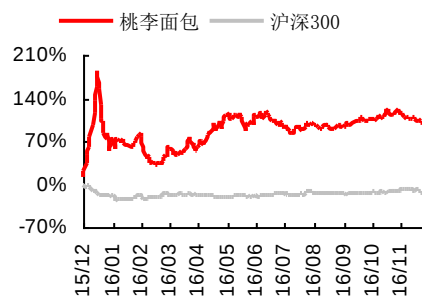
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,058	2,563	3,340	4,210	5,322
同比增长	17.1%	24.6%	30.3%	26.1%	26.4%
营业利润（百万元）	347	439	561	712	907
同比增长	5.8%	26.4%	27.8%	26.9%	27.5%
归属母公司净利润（百万元）	273	347	451	558	710
同比增长	7.2%	27.1%	29.8%	23.9%	27.1%
每股收益（元）	0.61	0.77	1.00	1.24	1.58
毛利率	33.2%	34.9%	36.2%	36.1%	36.1%
净利率	13.3%	13.5%	13.5%	13.3%	13.3%
净资产收益率	28.1%	23.9%	22.9%	24.2%	25.0%
市盈率（倍）	70.4	55.4	42.7	34.4	27.1
市净率（倍）	18.5	10.3	9.3	7.6	6.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2016 年 12 月 19 日）	43.21 元
目标价格	50.84 元
52 周最高价/最低价	61.86/19.81 元
总股本/流通 A 股（万股）	45,013/5,918
A 股市值（百万元）	19,450
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2016 年 12 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-1.1	-6.3	2.6	
相对表现 (%)	3.6	-3.7	0.6	
沪深 300 (%)	-4.7	-2.6	2.0	-11.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖婵
021-63325888*6078
xiaochan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512070002

联系人 叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、短保面包龙头，由东北走向全国.....	5
二、烘焙行业空间大，短保面包增长迅速.....	6
1.1 西式饮食方式逐步渗透，焙烤食品增量空间大	6
1.2 面包行业景气度高，集中度较低	8
1.3 面包行业“中央工厂+批发”模式便于全国化扩张，净利率高于面包房模式.....	11
三、扩产能加快全国布局，优秀管理、推新品奠定龙头地位	13
3.1 全国加快布局产能，保障未来持续快速成长	13
3.2 公司具有优秀的管理水平，竞争优势明显	17
3.3 公司产品主打高性价比，推新品能力强	19
3.4 未来长期公司盈利仍存在提升空间	20
四、盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测.....	22
4.2 投资建议.....	23
五、风险提示	23

图表目录

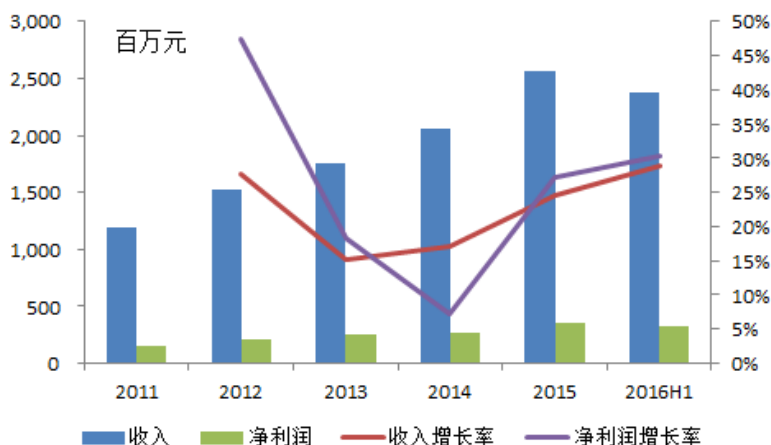
图表 1: 公司收入、净利润及增长情况	5
图表 2: 公司收入结构	5
图表 3: 2015H1 各中心城市收入贡献占比	6
图表 4: 公司股权结构	6
图表 5: 烘焙食品制造收入增速近三年有所下滑	7
图表 6: 烘焙食品利润增速有所抬头	7
图表 7: 中国焙烤食品人均消费量及增速	7
图表 8: 中国焙烤食品近十年增速远高于世界平均	8
图表 9: 2015 年中国焙烤食品人均消费额落后于世界平均 (美元)	8
图表 10: 糕点、面包制造业收入 CAGR2008-2014 为 26.5%	9
图表 11: 糕点、面包制造业利润总额 CAGR2008-2014 为 34.3%	9
图表 12: 糕点面包制造业毛利率近年来稳定在 22%左右	9
图表 13: 2015 年中国与日本、台湾面包人均消费量 (kg)	10
图表 14: 长、中、短保面包主要品牌及明星产品	10
图表 15: 国内面包市场集中度较低，未出现具备绝对定价权的全国化龙头	11
图表 16: 山崎面包店面图例	12
图表 17: 85°C 店面图例	12
图表 18: 连锁面包店模式与“中央工厂+批发”模式毛利率对比	12
图表 19: 连锁面包店模式与“中央工厂+批发”模式净利率对比	12
图表 20: 面包新语营收及净利润增速有所下滑	13
图表 21: 克里斯汀近年收入增速下滑，利润陷入亏损	13
图表 22: 曼可顿食品销售覆盖区域图	14
图表 23: 近几年公司在区域上由东北走向全国	15
图表 24: 近几年公司各区域增长情况	15
图表 25: 公司主要中心城市及周边重点地区分布图	15
图表 26: 公司 IPO 募投项目内容	16
图表 27: 公司 16 年 9 月定增募投项目内容	16
图表 29: 公司运费在销售费用中占比	18
图表 30: 2016H1 公司销售费用组成	18
图表 31: 公司直营与经销模式	18
图表 32: 公司主要以直营模式为主	18
图表 33: 公司退货率维持在 8%以内，近两年有所上升	19
图表 34: 桃李及其主要竞品宾堡、曼可顿价格及保质期对比	19
图表 35: 桃李焙软吐司面包图例	20

图表 36：桃李蔓越莓面包图例	20
图表 37：公司毛利率稳中有升	21
图表 38：公司分区域毛利率	21
图表 39：公司销售费用率稳中有升	21
图表 40：公司净利率相比前几年略有下降	21
图表 41：公司收入分类预测表	22

一、短保面包龙头，由东北走向全国

公司成立于 1997 年，自成立以来一直专注于以面包为核心的优质烘焙类产品生产和销售，“桃李品牌”成为全国知名的面包品牌。2015 年公司实现销售收入 25.63 亿元，2011-2015 年收入 CAGR 为 20.98%；归母净利润为 3.47 亿元，2011-2015 年净利润 CAGR 为 24.2%；均实现了较快增长。2016Q3 公司实现收入 23.77 亿元，同比增长 24.55%；实现归母净利润 3.25 亿元，同比增长 30.34%。

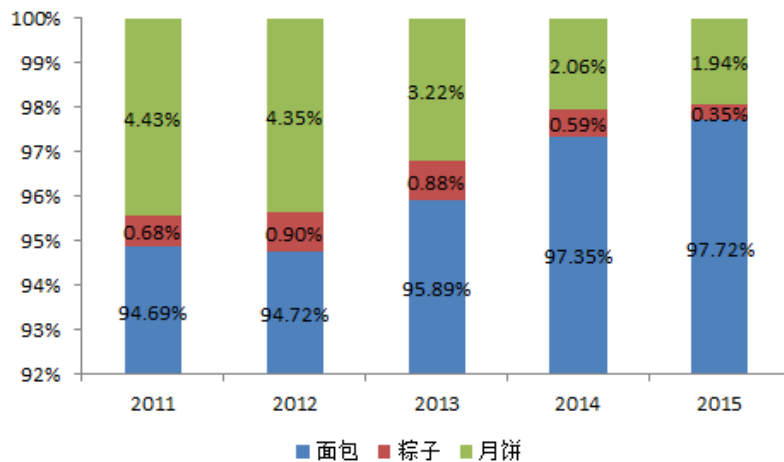
图表 1：公司收入、净利润及增长情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司主要有面包、月饼、粽子三大产品品类，之前由于受三公消费影响，月饼、粽子等节日产品收入占比逐渐下降，2015 年公司面包收入占总收入比例达到 97.72%。随着公司推出大众化产品，月饼、粽子等收入有望稳定回升。

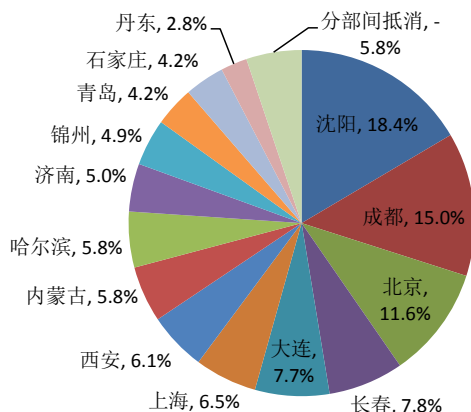
图表 2：公司收入结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司采用“中央工厂+批发”模式进行生产和销售，已在全国 14 个区域建立了生产基地。公司采用直营与经销相结合的销售模式进行渠道开拓，截止 2016 年 6 月 30 日，公司已在东北、华北、华东、西南、西北等 14 个中心城市及周边地区建立起 12 万多个零售终端，并与家乐福、沃尔玛、大润发、永辉超市等大型商超之间建立了稳定的战略合作关系。

图表 3：2015H1 各中心城市收入贡献占比



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司控股股东、实际控制人为吴学群、吴志刚、吴学亮、盛雅莉和吴学东等五人，合计持有公司 3.5 亿股，占公司总股本的 77.86%。其中吴志刚、盛雅莉为夫妻关系，吴学东、吴学群和吴学亮分别是二人的长子、次子和三子。除公众股以外，公司其他股东共计 131 人，均为自然人股东。

图表 4：公司股权结构

股东名称	持股数（万股）	占总股本比例
吴学群	11749.13	26.10%
吴志刚	8035.59	17.85%
吴学亮	7151.39	15.89%
盛雅莉	5111.22	11.36%
吴学东	2997.84	6.66%
实际控制人	35045.2	77.86%
其他自然人股东	5466.17	12.14%
社会公众股	4501.26	10%
总计	45012.6	100%

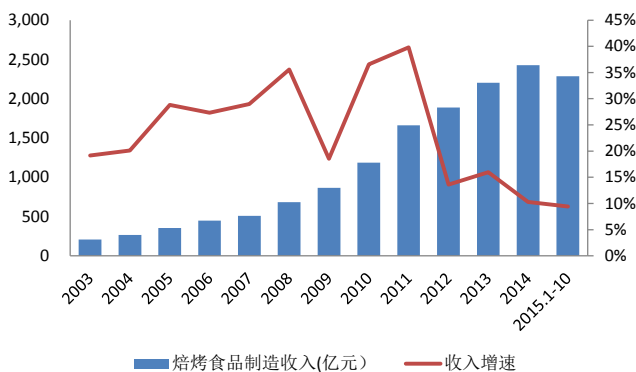
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

二、烘焙行业空间大，短保面包增长迅速

1.1 西式饮食方式逐步渗透，焙烤食品增量空间大

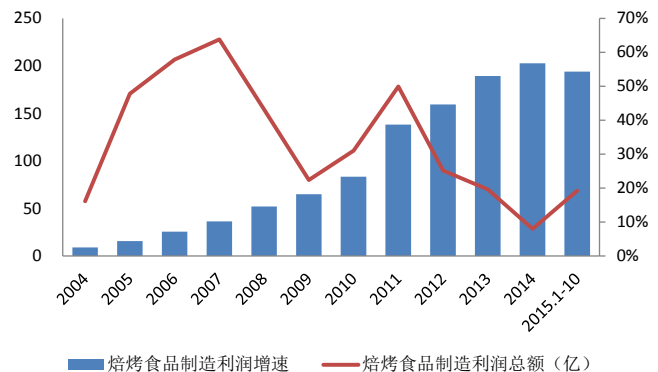
烘焙食品包括蛋糕、面包、饼干、奶酪等，为西方饮食中主食类产品代表。国际人均消费量远高于国内。随西方文化进入国内，西式饮食方式正逐步渗透。国内面包食用场景仍偏向于甜点类，场景在早餐、下午茶或作为休闲食品等副餐。2015.1-10 月烘焙食品制造收入 2285 亿元，同比增长 9.41%。2011 年前基本能维持 30% 左右增速，近三年由于整体经济下滑，行业增速有所放缓，2011-2014CAGR 为 13.47%。

图表 5：烘焙食品制造收入增速近三年有所下滑



资料来源：Wind，东方证券研究所整理

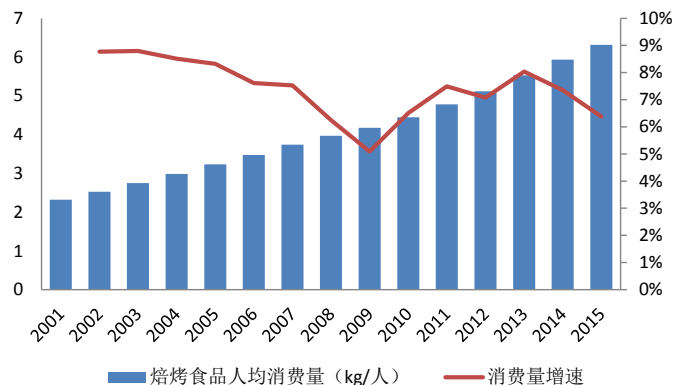
图表 6：烘焙食品利润增速有所抬头



资料来源：Wind，东方证券研究所整理

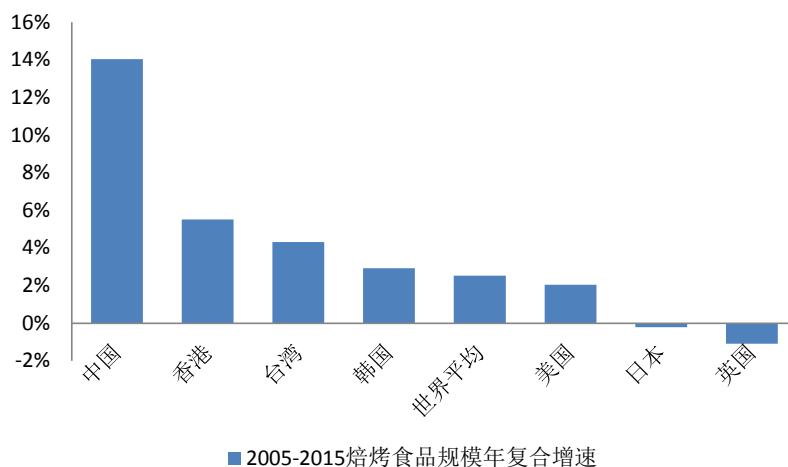
焙烤食品具备诸多优势，其主原料小麦营养性价比高、酵母菌易于肠道消化、食用便捷、饱腹感高，应用场景包括早餐、正餐、午后小食等，是快餐及正餐的理想替代产品。在消费便捷化及西方生活方式入侵的趋势下，焙烤食品景气度相对较高。国内焙烤食品人均消费量为 6.3kg/人，人均消费量 2010-2015 年年复合增速为 7.3%，未来增速预计在 5-10% 之间。

图表 7：中国焙烤食品人均消费量及增速

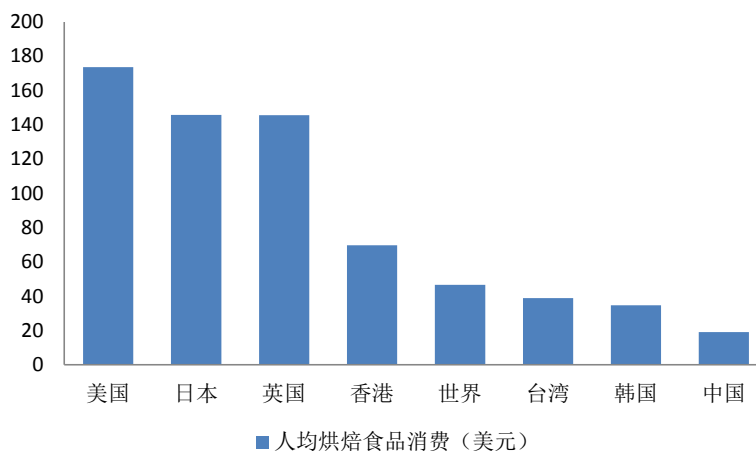


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

据 Euromonitor 统计，中国焙烤食品近十年收入规模增速为 14%，远高于世界平均的 2.52%，也高于韩国（2.93%）、日本（-0.21%）、台湾（4.32%）、香港（5.51%）等亚洲国家和地区。而国内人均消费额仅为 19 美元，仅相当于香港的 27%、日本的 13%、世界均值的 41%，

图表 8：中国焙烤食品近十年增速远高于世界平均


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

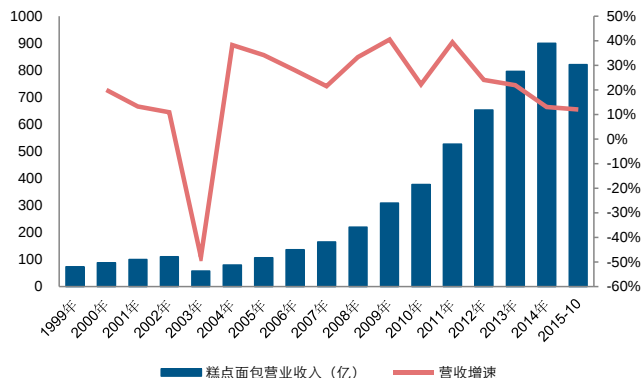
图表 9：2015 年中国焙烤食品人均消费额落后于世界平均（美元）


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

1.2 面包行业景气度高，集中度较低

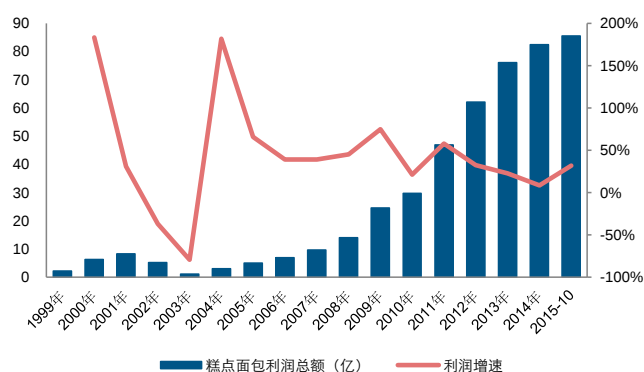
糕点、面包行业出厂端收入口径 900 亿元，2015.1-10 月收入/利润增速分别为 12%/32%。2008-2014 年收入/利润 CAGR 分别为 26.5%/34.3%，糕点面包行业景气度较高，但近几年增速也有所放缓。行业毛利率近年来稳定在 22% 左右，面包子品类收入约 400 亿，约占整体烘焙食品营收的 17%，竞争格局激烈，未出现全国化定价龙头。

图表 10：糕点、面包制造业收入 CAGR2008-2014 为 26.5%



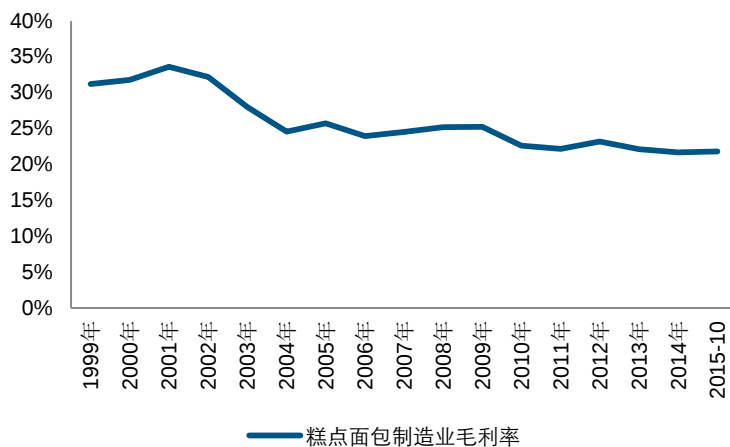
资料来源：Wind，东方证券研究所整理

图表 11：糕点、面包制造业利润总额 CAGR2008-2014 为 34.3%



资料来源：Wind，东方证券研究所整理

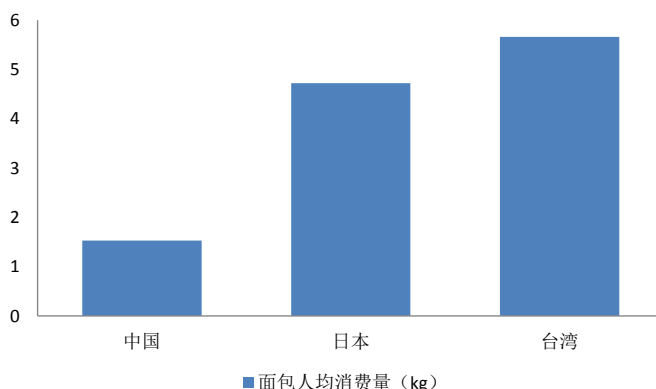
图表 12：糕点面包制造业毛利率近年来稳定在 22%左右



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

国内面包人均消费量为 1.53kg/人，相对日本 (4.72kg/人) 及台湾 (5.66kg/人) 的人均消费量仍有 3-4 倍提升空间。目前国内部分省份已实现较高人均消费量，以沈阳为例，仅桃李牌面包人均消费量便可达 3kg，国内人均消费量至少有两倍增长空间。目前面包 400 亿规模，保守估计未来市场空间可达 800 亿。

图表 13：2015 年中国与日本、台湾面包人均消费量（kg）



资料来源：总务厅统计局、食品工业协会，东方证券研究所

面包按照工艺不同，保质期不同可分为长保、中保、短保，面包发展史逐渐由长保—中保—短保升级，目前短保面包规模较小，受益于健康化趋势及相对长保更新鲜的口感，未来具备市场成长空间，

- 一般认为保质期在半年到一年的为长保面包，此类产品属于第一代面包制品，具有不受运输半径限制，覆盖面广便于渠道下沉，定价较低受众广、不易生霉便于存储，适应大批量生产等优点，代表品牌有达利园、好丽友等。
- 中保面包保质期在 30-45 天，以港荣蒸蛋糕为代表，由于其相对较短保口感更软嫩，一度受到消费者追捧。
- 保质期在 7 天以内为短保面包，保质期冬天在 5-7 天，夏天 3-5 天，销售半径在 200-300km 范围内。主要品牌包括桃李、宾堡、曼可顿及各大面包房品牌，明显单品有醇熟、焙软、部分即时烘焙产品。短保面包由于保质期较短，稳定的物流配送及渠道终端建设要求较高，终端渠道优势能降低退货率，提升中心工厂覆盖范围内网点数将有效提升单位区域内产出。随消费者偏好向健康新鲜的产品倾斜，短保增速将高于中、长保产品，预计将以 15% 左右的增速成长。

图表 14：长、中、短保面包主要品牌及明星产品

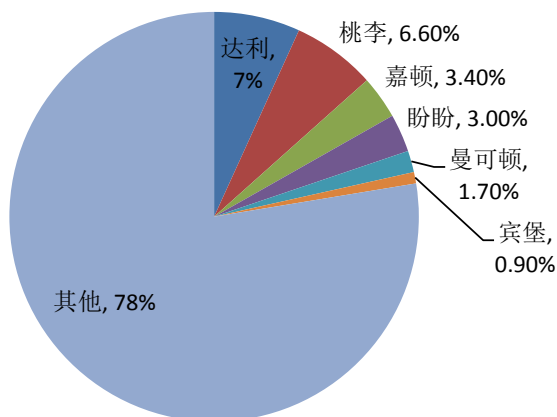
	保质期	主要品牌	明星产品
长保	半年至一年	达利园、好丽友	蛋黄派
中保	30-45 天	港荣	蒸蛋糕、口袋面包
短保	一周以内	桃李、宾堡、曼可顿、各大面包房	醇熟、焙软等

资料来源：网络资料，东方证券研究所

国内面包行业较为分散，地方品牌居多，跨省全国化品牌较少。目前烘焙食品制造类企业有 1408 家，面包糕点 CR3 约 17%，行业集中度较低。市占率超 5% 的仅达利、桃李两家，分别占比 7%、6.6%，在整体面包市场中手工作坊形式占近 60%，未出现具备绝对定价权的全国化龙头。国际成

熟市场面包行业集中度较高，香港 CR3 达到 50%，日本 CR3 达到 37%。国内面包行业集中度尚存提升空间，杂牌低价面包有望向品牌化过渡。龙头全国化布局持续进行中，未来市占率有望提升。

图表 15：国内面包市场集中度较低，未出现具备绝对定价权的全国化龙头



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

短保面包行业区域性较强，桃李面包在东北地区市占率较高，正逐步向全国化布局。华北地区则主要为宾堡，其“基础系列”切片针对中低端市场，“原生系列”切片针对中高端市场。华东地区主要为曼可顿，其产品包括面包系列及蛋糕等烘焙产品。华南地区主要为嘉顿，嘉顿以香港市场为主（香港市占率高达 75%），战略偏保守，短期内大幅扩张可能性较低。

1.3 面包行业“中央工厂+批发”模式便于全国化扩张，净利率高于面包房模式

面包主要有两种销售模式，一种是中央工厂+批发模式，一种是面包店模式：

“中央工厂+批发”模式：主要品牌有“宾堡”、“曼可顿”、“嘉顿”等。该模式通过中央工厂为圆心，大规模生产并通过集中物流配送，直接销售给一定范围内的终端或通过经销商再销售给消费者，该模式产品标准化，净利率相对较高，具备规模经济效应。产品覆盖面广，定位大众人群，配送范围较大，便于通过新建中央工厂产能实现扩张及渠道下沉。

连锁面包店模式：连锁面包店模式通过在中心城区设立可视化店面，现场烘焙，保证最大程度的新鲜。主要有“山崎面包”、“巴黎贝甜”、“85° C”等外资及台资品牌以及“克莉丝汀”、“好利来”、“味多美”等国内品牌。定位于中高端消费群体，其中外资品牌多分布于一二线城市，并存在大量区域性品牌主攻二三线城市。

该模式一般在中央工厂中制成半成品或成品后，配送至人口较为密集的城区门店进行销售，也存在前店后厂的模式。如克里斯汀是采取中央工厂成品配送至门店，85° C、面包新语等则一般通过中央工厂生产面团、蛋糕胚等半成品到店后再进行加工烘焙，好利来则为前店后厂，即加工工厂与门店一体化。连锁面包店模式由于产品新鲜，定位中高端，产品相对拥有高定价，毛利率可达 50%

以上，相对中央工厂+批发模式较高，但由于租金、人工成本持续升高，净利率基本为小个位数甚至亏损，受制于成本压力，目前部分面包房门店扩张速度已有所收敛。

图表 16：山崎面包店面图例



资料来源：网络资料，东方证券研究所整理

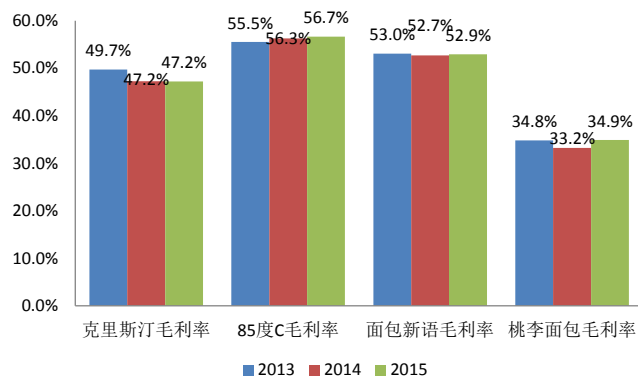
图表 17：85° C 店面图例



资料来源：网络资料，东方证券研究所整理

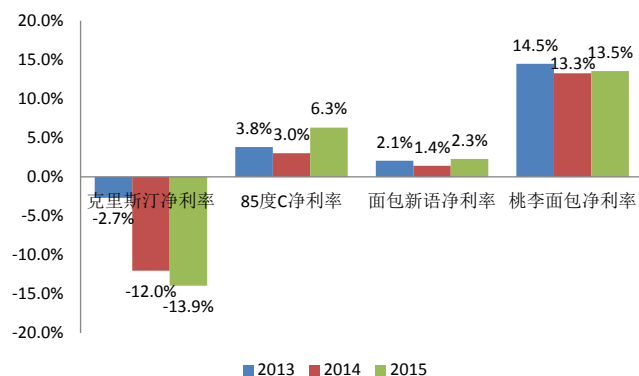
两种面包经营模式盈利能力比较：连锁面包店模式定位年轻受众，新鲜程度较高，口感具备优势，定价较高推动毛利率维持高位，一般可达 50-60%。但由于店面租金，人员维护等方面费用率相对中央工厂+批发模式不占优势，销售费用率可达 30%以上，因此连锁面包店模式净利率一般相对较低，一般低于 5%。“中央工厂+批发”模式通过中心城市设厂、集中生产、集中配送的模式使之具备相对低毛利率，高净利率的特征。2015 年中央工厂+批发模式的桃李毛利率为 34.9%，低于面包房模式的克里斯汀（47.2%）、85 度 C（56.7%）以及面包新语（52.9%）。桃李净利率为 13.5%，大大高于克里斯汀（-13.9%）、85 度 C（6.3%）以及面包新语（2.3%）。

图表 18：连锁面包店模式与“中央工厂+批发”模式毛利率对比



资料来源：Wind，东方证券研究所整理

图表 19：连锁面包店模式与“中央工厂+批发”模式净利率对比

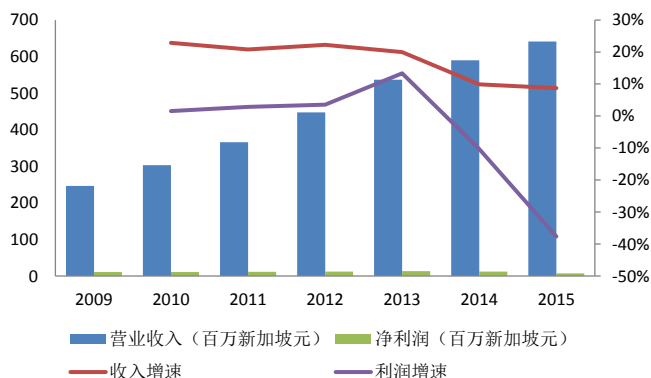


资料来源：Wind，东方证券研究所整理

面包房模式的克里斯汀、面包新语 2012-2015 年收入业绩增速放缓，主要受制于成本上升压力，面包新语扩张速度有所放缓，克里斯汀 15 年开始门店收缩。而中央工厂+批发模式下的宾堡、桃李增速良好，随一二线人工及租金等成本持续走高，我们认为未来一二线城市中面包行业市场份额

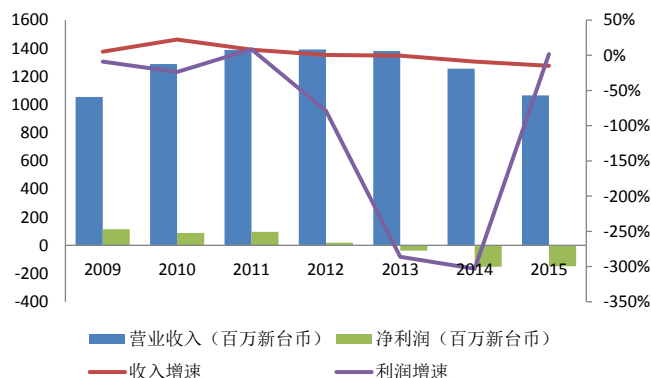
将向“中央工厂+批发”模式倾斜，而三四线城市中由于中央工厂+批发模式品类标准化、批量生产、覆盖半径较广的特性也决定其扩张速度相对连锁面包房较快。

图表 20：面包新语营收及净利润增速有所下滑



资料来源：Wind，东方证券研究所整理

图表 21：克里斯汀近年收入增速下滑，利润陷入亏损



资料来源：Wind，东方证券研究所整理

三、扩产能加快全国布局，优秀管理、推新品奠定龙头地位

3.1 全国加快布局产能，保障未来持续快速成长

短保面包保质期较短，一般冬季 5-7 天，夏季 3-5 天。由于短保面包较短的保质期，其销售存在较强的区域性，销售半径较小一般在 200-300 公里，销售范围仅限于工厂本地及周边的城市和地区。因此，对于短保面包企业来说，要向其他区域拓展，首先需要在异地建工厂，才能大规模发展。

目前国内尚没有全国性的短保面包企业，桃李已在全国化发展中走在行业前列。目前短保面包多为地方性企业，区域知名的短保面包企业主要有桃李、宾堡、曼可顿、嘉顿等，其中宾堡主要在华北市场销售；曼可顿在全国建设了 5 个生产基地，其强势销售区域主要在华东；嘉顿主要在华南地区销售。这三家企业均为外资企业，发展稳健，扩张相对保守，目前尚未看到加快进行全国化布局的趋势。

图表 22：曼可顿食品销售覆盖区域图

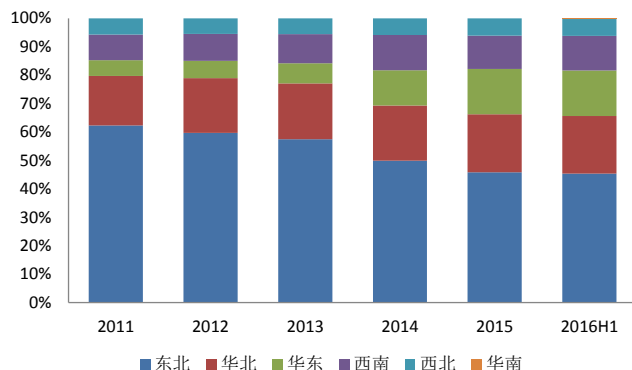


资料来源：公司网站，东方证券研究所

桃李起步于东北，现在逐步向华东、华北、西南、西北、华南等区域发展，东北区域以外市场占比快速提升，销售额也实现了较快的增速。2011-2015 年公司东北区域占比已由 62%下降到 46%，华北、华东、西南、西北地区占比迅速提升。分区域来看：

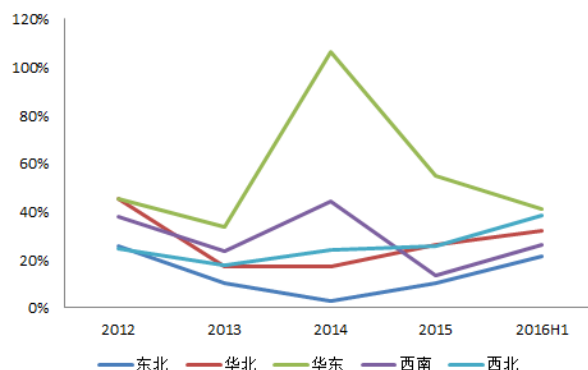
- 东北市场是公司最为成熟的市场，近年来增速有所放缓，但今年随着渠道深耕和下沉，东北市场预计仍可实现 20%左右的增速，未来我们仍然看好公司东北市场的稳健发展；
- 华东市场公司主要竞争对手为曼可顿，由于在青岛、济南等地的突出表现，是公司增速最快的区域；
- 华北市场公司直面宾堡的竞争，但近几年公司优势日益突出，增速有所加快，是公司第二大市场；
- 西北、西南市场公司主要面对当地品牌的竞争，西南地区主要在成都周边、西北地区主要在西安周边，也实现了较快的成长；
- 目前，公司向华南地区拓展，主要竞争对手是嘉顿，但现在来看公司拓展压力并不大。根据公司中报，华南地区 2016 年上半年收入仅 360 万元。随着东莞产能的投产，再加上华南地区消费水平较高，我们预期华南地区有望成为公司下一个重要增长点。

图表 23：近几年公司在区域上由东北走向全国



资料来源：Wind，东方证券研究所整理

图表 24：近几年公司各区域增长情况



资料来源：Wind，东方证券研究所整理

公司有 14 个生产基地，分别为沈阳、大连、长春、成都、西安、北京、哈尔滨、锦州、上海、呼和浩特、石家庄、丹东、青岛、济南。截止 2016 年 6 月 30 日，公司在 14 个中心城市及周边地区建立起 12 万多个零售终端。公司东莞基地将于 2016 年底竣工投产，募投项目多地设点，公司中心城市仍将逐年呈扩大趋势，带动公司未来持续成长。

图表 25：公司主要中心城市及周边重点地区分布图



资料来源：公司官网旗舰店，东方证券研究所

公司去年底进行了 IPO，募资资金 6.2 亿元，用于投资“沈阳面包系列产品生产基地建设项目”（2.42 亿）和北京桃李“面制食品生产加工二期项目”（1.02 亿）、“哈尔滨桃李面包系列产品生产基

地建设项目”（1.2 亿）、“石家庄桃李面包系列产品生产基地建设项目”（1 亿）。根据公司调研口径，目前沈阳项目没有建，北京二期项目挪到天津，预期明年建成投产，哈尔滨项目已经建成，石家庄项目将于今年底建成投产。

图表 26：公司 IPO 募投项目内容

募集资金投资项目	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)	产能情况
沈阳面包系列产品生产基地建设项目	43,048.19	24,280.24	搬迁产能 2.2 万吨，新建产能 3.8 万吨
北京面制食品生产加工二期项目	19,221.12	10,221.12	新建产能 1.6 万吨
哈尔滨桃李面包系列产品生产基地建设项目	15,030.88	12,030.88	搬迁产能 0.6 万吨，新建产能 0.6 万吨
石家庄桃李面包系列产品生产基地建设项目	12,002.76	10,002.76	搬迁产能 0.6 万吨，新建产能 0.3 万吨
合计	89,302.95	56,535.00	

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

目前公司正在进行非公开增发，发行股票不超过 1955 万股，发行价格不低于 37.75 元/股，拟募集资金不超过 7.38 亿扩建产能，投资于“武汉桃李烘焙食品生产项目”（3.55 亿）、桃李面包重庆烘焙食品生产基地项目（2.77 亿）以及“西安桃李食品有限公司烘焙食品项目”（1.11 亿）。项目建设完成后，将增强西南、西北地区产能，并新建武汉等华东地区产能，公司有望打开华东地区市场。

图表 27：公司 16 年 9 月定增募投项目内容

时间	项目	内容	金额
30 个月	桃李面包重庆烘焙食品生产基地项目	新增甜面包、丹麦类、吐司类等烘焙食品产能共计 19,000 吨	27,663.88
18 个月	西安桃李食品有限公司烘焙食品项目	新增甜面包、丹麦类、吐司类等烘焙食品产能共计 6,500 吨	11,056.96
30 个月	武汉桃李烘焙食品生产项目	项目建设完成后将新增甜面包、丹麦类、吐司类等烘焙食品产能共计 25,500 吨，并配套建设车间办公、场地绿化等辅助设施。	35,500.00

资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 公司具有优秀的管理水平，竞争优势明显

公司生产的短保面包保质期较短，一般少批量多频次购买，要求天天配送，且有很强的配送时效性要求，这对公司的物流配送、经销商管理提出较高要求。另外，产品由于保质期较短，对产品的销售管理要求较高，一旦出现大量退货、超过保质期，将对公司盈利产生较大不利影响。正是由于公司优秀的管理水平，使得公司竞争优势明显，正逐步成为全国性的短保面包龙头。

公司采用以委托第三方物流公司为主，自身组建运输车队为辅的物流模式。公司根据销售市场与销售客户的不同，产品运输分为一级物流和二级物流，其中一级物流是将工厂生产的产品直接运送给 KA 客户、中心城市的分销站以及公司外埠市场经销商；二级物流是从中心城市分销站将产品配送到周边的中小型商超、便利店等。

公司二级物流已基本采用委托第三方物流公司完成配送工作，一级物流也仅存在少量自有的运输车辆进行产品配送。未来公司将会逐步转向全部委托第三方物流公司进行产品的配送，降低运输风险，减少运输管理成本。

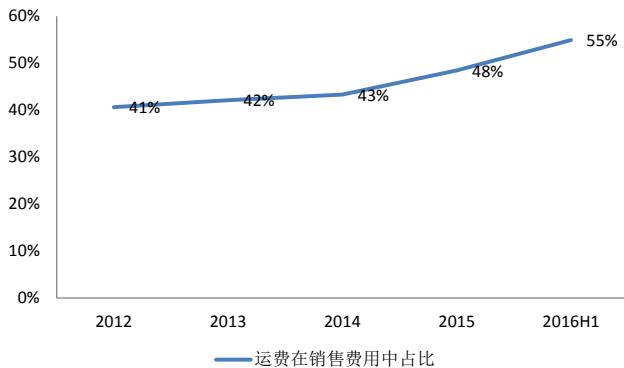
图表 28：公司物流运输情况

公司物流分类	运输客户	物流配送情况	未来发展
一级物流	工厂生产的产品直接运送给 KA 客户、中心城市的分销站以及外埠市场经销商	委托第三方物流公司完成配送工作	逐步转向全部委托第三方物流公司进行产品的配送
二级物流	从中心城市分销站将产品配送到周边的中小型商超、便利店等	仅存在少量自有的运输车辆进行产品配送	

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

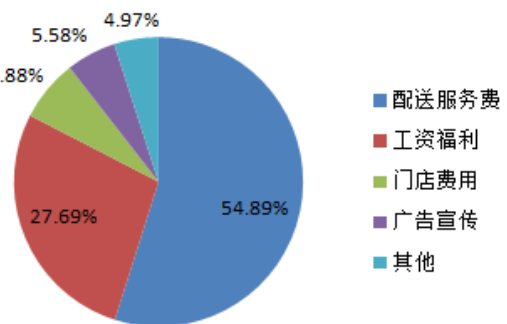
2012-2015 年公司销售费用率基本在 12-14% 波动，运费占整体销售费用约 40-50%，可见运输费占整体销售费用的重要性。今年公司销售费用率大幅上升，前三季度销售费用率达到 16%，比 2015 年高了超过 2 个百分点，主要是因为运输费用的快速增长，上半年公司产品配送服务费同比增长 83%。由于公司销售覆盖范围变广，极大拉升了运输费用，公司运费在销售费用中占比由 2015 年 48% 提升至 2016H1 的 55%（该数值在 2015H1 为 46%）。

图表 29：公司运费在销售费用中占比



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图表 30：2016H1 公司销售费用组成



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

销售模式上，公司采用直营与经销相结合的销售模式进行渠道开拓。针对大型连锁商超（KA 客户）和中心城市的中小超市、便利店终端，公司直接与其签署协议销售产品；针对外埠市场的便利店、县乡商店、小卖部，公司通过经销商分销的经销模式。

图表 31：公司直营与经销模式

市场形态	客户分类	直营模式	经销模式
中心城市	KA 客户	✓	
	中小客户	✓	
外埠市场	KA 客户	✓	
	中小客户		✓

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

直营收入占公司收入比例为 65%，占比相比于 2012 年的 74%有一定下降。公司产品在渠道上覆盖 KA、便利店、夫妻老婆店、及学校等特通渠道，其中 KA 渠道占公司总收入的比例约为 27%。

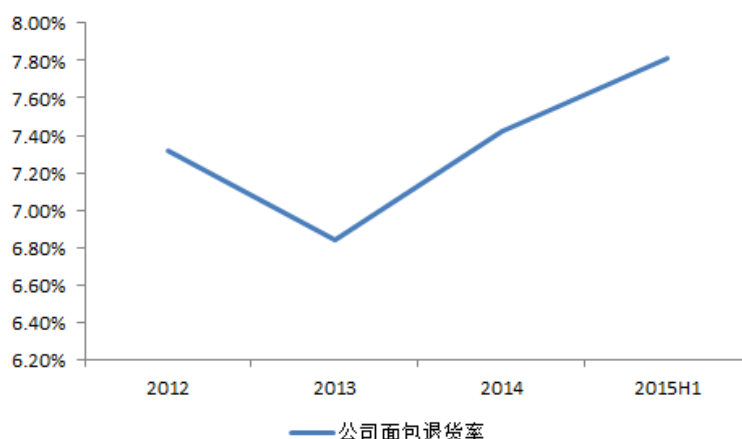
图表 32：公司主要以直营模式为主

	直营销售 金额	直营收入 占比	其中：KA 客 户收入占比	经销销售 金额	经销收入 占比
2015.1—6	73,927.25	65.09%	27.48%	39,642.71	34.91%
2014	144,892.05	70.40%	26.72%	60,911.33	29.60%
2013	122,389.38	69.63%	27.26%	53,393.59	30.37%
2012	112,299.44	73.54%	30.24%	40,410.88	26.46%

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

短保面包保质期较短，如果公司管理水平不到位，容易导致产品超过保质期、退货率较高，对公司盈利产生不利影响，因此退货率成为各企业重点监控的指标。公司面包产品退货率相对稳定，退货率基本维持在 8% 以下，表明公司较强的生产、销售管理能力，保障了公司的盈利水平。近两年公司退货率有所上升，我们认为可能因为公司加快向全国市场拓展，很多新市场把控力度相对较弱，退货率有所上升，随着新市场逐步成熟，公司退货率将再次下降。

图表 33：公司退货率维持在 8% 以内，近两年有所上升



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

3.3 公司产品主打高性价比，推新品能力强

公司产品具有较高性价比

面包品类上，公司聚焦于少而精，不追求品种多，追求单品生产销售规模，从而可降低单位生产成本。目前公司面包有三大系列软式面包、起酥面包、调理面包，共 30 多个 sku，其中成熟单品醇熟切片面包、奶棒面包、豆沙面包等销售规模都过亿元。

公司相同产品与主要竞品宾堡、曼可顿进行比较，折合单位价格较低。以全麦切片面包为例，以同一口径计算，桃李每 500g 价格 8.75 元，低于宾堡 20%，低于曼可顿 36%。从产品线看来，桃李 500g 定价在 10-15 元区间产品较多，相对竞品主要集中在 15-25 元/500g 区间，桃李产品性价比更优越。

图表 34：桃李及其主要竞品宾堡、曼可顿价格及保质期对比

		单价 (个)	折合 500g 价格	保质期 (天)
桃李	桃李醇熟切片面包	7	8.75	6
宾堡	宾堡本色切片面包	8.8	11	7
曼可顿	曼可顿超醇切片面包	10.9	13.63	7
桃李	桃李奶棒面包	6.5	13.54	10
曼可顿	曼可顿超级奶棒	9.9	20.63	7

桃李	桃李手撕面包	5	15.63	10
宾堡	宾堡手撕面包	5.2	17.33	14
曼可顿	曼可顿手撕面包	3.3	25.38	7
桃李	桃李迷你豆沙面包	5.5	16.18	6
宾堡	宾堡本色豆沙面包	18	26.47	10
曼可顿	曼可顿特选豆沙面包	7.9	23.24	5
桃李	桃李天然酵母面包	39.8	26.53	45
宾堡	宾堡天然酵母面包	39.8	26.53	45

资料来源：天猫旗舰店，东方证券研究所

公司新品不断研发推出，有望打造下一个爆款

公司除了传统上亿元的核心单品，醇熟切片面包、奶棒面包、豆沙面包等，去年推出的新品天然酵母面包有望实现 2 亿元的销售规模。天然酵母面包保质期可达到 45 天，不添加防腐剂，是公司技术创新，表明公司强大的研发实力，也使得该单品成为公司的大单品。去年除了推出天然酵母面包，公司还推出了蒸蛋糕、牛油排包面包、鸡蛋肉松面包、核桃酥糕点、肉松饼等新品。

2016 年 4 月公司投放新品焙软吐司面包、7 月投放新品蔓越莓，增速良好。公司推出的新品成长速度较以往大单品的形成要更快，从外观来看较往期产品更为美观，适应颜值要求高的年轻人群，公司新品储备充裕，未来将逐渐适应市场需求陆续推出。

图表 35：桃李焙软吐司面包图例



资料来源：京东、东方证券研究所

图表 36：桃李蔓越莓面包图例

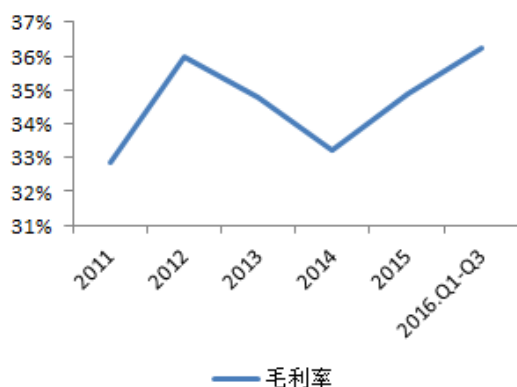


资料来源：京东、东方证券研究所

3.4 未来长期公司盈利仍存在提升空间

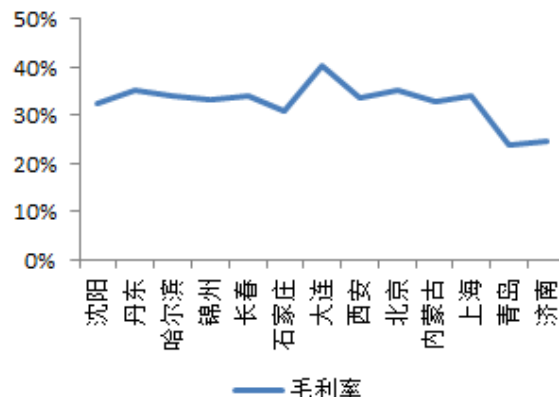
近年来公司毛利率保持稳定，并略有上升。今年前三季度公司毛利率达到 36.26%，相比去年底上升 1.37 个百分点，我们认为可能与公司产品结构升级以及成本管控有关系。分区域来看，公司成熟市场的毛利率基本在 30%-35% 之间，其中成熟市场大连、成都毛利率甚至达到 40% 左右，可能与其销售产品结构相关；而公司在青岛、济南的毛利率不到 25%，我们认为这主要是因为青岛、济南是公司 2014 年才进去的新市场，在新市场公司促销活动较大，导致毛利率较低。

图表 37：公司毛利率稳中有升



资料来源：wind、东方证券研究所

图表 38：公司分区域毛利率



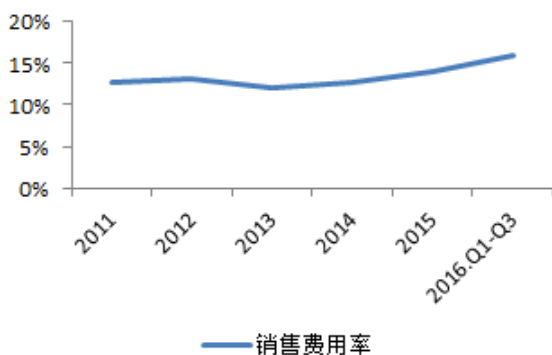
资料来源：wind、东方证券研究所

未来几年，公司将加大拓展新市场的力度，新市场的毛利率可能会较低；短期内，公司也将加大固定资产投入，建设新厂区，可能也会拉低公司毛利率。但是从长期来看，随着在全国布局的完成，公司毛利率将有较大的提升空间。

从销售费用率来看，过去几年公司销售费用率也是稳中有升，从 2011 年的 12.6% 上升到 2016H1 的 16%。我们前面报告已经提到，运输费用是最重要的销售费用，占销售费用的比例达到 40%-50%，近几年公司运输费用快速增长，带动公司销售费用率的提升。今年公司运输费用已经占到销售费用的 55%，主要因为有些新市场产能未跟上，运输费用相对较高。未来随着产能配套的跟上，公司销售费用率存在下降空间。

公司 2012-2016 前三季度的净利润维持在 13%-15% 之间，我们认为未来随着全国市场的逐步成熟，以及产能配套的跟上，公司净利率有望提升到 15% 以上。

图表 39：公司销售费用率稳中有升



资料来源：wind、东方证券研究所

图表 40：公司净利率相比前几年略有下降



资料来源：wind、东方证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2016-2018 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司收入增长主要来自于面包产品，2012-2015 年面包收入增长主要来源于量的增长，2015 年面包在总收入中占比已达到 98%。未来受益于烘焙食品及面包行业迅速增长及面包向短保化方向发展的趋势，公司在各个区域的快速发展，我们预测产品中面包类 2016-2018 年收入增速分别为 31.01%、26.47%、26.75%。
- 2) 公司 16-18 年毛利率分别为 36.18%、36.15% 和 36.12%。未来随募投项目陆续投产，中心城市建设到位，公司市占率持续上升，规模经济决定毛利率仍将长期处于稳中有升态势。
- 3) 公司 16-18 年销售费用率为 16.09%、16.19% 和 16.29%，管理费用率为 2.49%、2.27% 和 2.05%。15 年销售费用组成为 48% 运费、31% 工资福利、9% 门店费用、6% 广宣、6% 其他。16 年销售费用率上升主要由于配送扩张致运输费用增加，参照 16H1 运输费用/收入增加约 2 个百分点，短期公司加快扩张步伐可能导致运输费用增长较快，长期来看未来随中心城市物流建设到位，运输费用下降有助于销售费用率下行。
- 4) 公司 16-18 年所得税率维持 22.45%
- 5) 综上，我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 1.00、1.24、1.58 元。

图表 41：公司收入分类预测表

收入分类预测表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
面包					
销售收入（百万元）	2,003.6	2,504.8	3,281.47	4,149.93	5,260.11
增长率	18.9%	25.0%	31.01%	26.47%	26.75%
毛利率	32.8%	34.6%	36.0%	36.0%	36.0%
粽子					
销售收入（百万元）	12.1	8.9	5.93	5.34	4.80
增长率	-22.2%	-26.7%	-33.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	44.4%	48.2%	39.09%	39.09%	39.09%
月饼					
销售收入（百万元）	42.4	49.7	52.13	54.74	57.48
增长率	-25.2%	17.1%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	48.7%	47.2%	47.00%	47.00%	47.00%
合计	2,058.0	2,563.3	3,339.54	4,210.00	5,322.39
增长率	17.1%	24.6%	30.28%	26.07%	26.42%
综合毛利率	33.2%	34.9%	36.18%	36.15%	36.12%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

4.2 投资建议

我们选择 A 股同样采取“中央工厂+批发”模式，烘焙产业链相关的上市公司作为参考。目前可比公司 2017 年平均估值水平为 41 倍 PE，我们给予公司 2017 年 41 倍 PE，对应目标价 50.84 元，首次给予买入评级。

图表 42：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
三全食品	002216	10.56	0.06	0.13	0.17	166	81	62
克明面业	002661	16.73	0.39	0.47	0.55	42	36	30
麦趣尔	002719	56.71	0.66	0.95	1.10	86	59	52
洽洽食品	002557	16.80	0.76	0.85	0.96	22	20	18
爱普股份	603020	21.24	0.64	0.76	0.90	33	28	24
安琪酵母	600298	17.75	0.62	0.82	1.01	29	22	18
平均值						63	41	34

资料来源：WIND，东方证券研究所整理

五、风险提示

- **食品安全风险。**公司主打产品短保面包保质期仅 5-7 天，生产及物流过程中存在过保和污染风险，若发生食品安全黑天鹅对于公司运营可能产生较大负面影响
- **需求增长不达预期。**消费升级带来的需求增长可能较为缓慢，城镇化和居民收入水平提高对面包消费刺激力度或将有限。若需求增速不达预期，公司可能会受行业增速下滑的负面影响。
- **行业竞争加剧的风险。**产品同质化较高、行业高度分散可能带来过度竞争，从而导致价格战，存在利润空间压缩风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	111	741	697	1,074	1,598	营业收入	2,058	2,563	3,340	4,210	5,322
应收账款	192	233	298	383	481	营业成本	1,374	1,669	2,131	2,688	3,400
预付账款	9	12	14	18	23	营业税金及附加	20	25	32	42	53
存货	55	65	82	104	132	营业费用	260	360	537	682	867
其他	11	11	12	18	21	管理费用	57	66	83	96	109
流动资产合计	379	1,060	1,103	1,598	2,255	财务费用	(1)	3	(6)	(9)	(13)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	0	0	0
固定资产	483	769	930	890	953	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	186	74	142	222	172	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	107	144	141	138	135	其他	0	0	0	0	0
其他	80	98	17	5	0	营业利润	347	439	561	712	907
非流动资产合计	856	1,084	1,231	1,255	1,261	营业外收入	6	11	22	10	10
资产总计	1,235	2,145	2,334	2,853	3,515	营业外支出	1	3	2	2	2
短期借款	20	50	0	0	0	利润总额	352	447	581	720	915
应付账款	121	148	189	239	302	所得税	79	100	130	162	205
其他	56	71	67	68	69	净利润	273	347	451	558	710
流动负债合计	197	270	256	307	371	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	273	347	451	558	710
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.61	0.77	1.00	1.24	1.58
其他	0	6	6	6	6						
非流动负债合计	0	6	6	6	6	主要财务比率					
负债合计	197	276	262	313	377		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	405	450	450	450	450	营业收入	17.1%	24.6%	30.3%	26.1%	26.4%
资本公积	7	528	528	528	528	营业利润	5.8%	26.4%	27.8%	26.9%	27.5%
留存收益	626	891	1,094	1,563	2,161	归属于母公司净利润	7.2%	27.1%	29.8%	23.9%	27.1%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,038	1,869	2,072	2,540	3,138	毛利率	33.2%	34.9%	36.2%	36.1%	36.1%
负债和股东权益	1,235	2,145	2,334	2,853	3,515	净利率	13.3%	13.5%	13.5%	13.3%	13.3%
						ROE	28.1%	23.9%	22.9%	24.2%	25.0%
						ROIC	27.3%	23.0%	21.6%	23.6%	24.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率	16.0%	12.9%	11.2%	11.0%	10.7%
净利润	273	347	451	558	710	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	235	85	146	175	194	流动比率	1.92	3.93	4.31	5.21	6.08
财务费用	(1)	3	(6)	(9)	(13)	速动比率	1.64	3.69	3.99	4.87	5.72
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(18)	0	(51)	(67)	(69)	应收账款周转率	11.6	11.8	12.6	12.4	12.3
其它	(169)	(7)	68	0	0	存货周转率	25.7	27.8	29.0	28.8	28.9
经营活动现金流	319	427	608	658	822	总资产周转率	1.8	1.5	1.5	1.6	1.7
资本支出	(867)	(285)	(360)	(200)	(200)	每股指标（元）					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.61	0.77	1.00	1.24	1.58
其他	609	(30)	0	0	0	每股经营现金流	0.71	0.95	1.35	1.46	1.83
投资活动现金流	(258)	(315)	(360)	(200)	(200)	每股净资产	2.31	4.15	4.60	5.64	6.97
债权融资	(4)	1	0	0	0	估值比率					
股权融资	255	565	0	0	0	市盈率	70.4	55.4	42.7	34.4	27.1
其他	(374)	(55)	(292)	(81)	(98)	市净率	18.5	10.3	9.3	7.6	6.1
筹资活动现金流	(123)	512	(292)	(81)	(98)	EV/EBITDA	32.1	35.5	26.6	21.2	17.1
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	53.9	42.3	33.6	26.5	20.9
现金净增加额	(62)	624	(44)	377	524						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

